



2023 年 12 月 17 日

600 万条轮胎项目落子墨西哥，轮胎龙头海外再扩产

赛轮轮胎(601058)

评级:	增持	股票代码:	601058
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	12.85/8.82
目标价格:		总市值(亿)	352.57
最新收盘价:	11.3	自由流通市值(亿)	352.57
		自由流通股数(百万)	3,120.05

事件概述

公司发布公告。2023 年 12 月 15 日，赛轮新加坡与 TD INTERNATIONAL HOLDING, S.A.P.I.DE C.V.（以下简称“墨西哥 TD”）签署了《合资企业协议》。根据《合资企业协议》，双方拟在墨西哥成立合资公司投资建设年产 600 万条半钢子午线轮胎项目。未来，合资公司还考虑建设年产 165 万条全钢子午线轮胎项目。

分析判断:

► 600 万条轮胎项目落子墨西哥，公司海外再扩产

墨西哥年产 600 万条半钢子午线轮胎项目，实施主体为赛轮新加坡（赛轮轮胎全资子公司）和墨西哥 TD 的合资子公司，合资子公司的注册资本为 12,000 万美元，其中赛轮新加坡和墨西哥 TD 分别出资 6,120 万美元、5,880 万美元，股权比例分别为 51%、49%。

该项目拟投资额为 24,000 万美元，资金来源除合资公司注册资本金 1.2 亿美元外，剩余资金由合资公司向各股东按持股比例借款或通过其他融资方式获得。项目建设时间周期为 2024 年-2025 年，计划建设时间为 12 个月。

► 公司有望享受北美市场较高定价、区位优势、当地关税及汽车产业优势

据可行性报告，该项目建设地点位于墨西哥瓜纳华托州莱昂市马拉比斯工业园，该地对产品出口的生产企业所进口的用于固定资产投资的设备、材料以及产品生产所用的原材料，给予免关税的政策。该项目目标市场以北美为主，欧美市场价格较高，公司有望实现较高利润率，且墨西哥毗邻美国，有利于公司及时响应客户需求，提高客户体验度，或将助力于公司进一步提升北美市场市占率。除此之外，墨西哥是全球第四大汽车零部件出口国、第五大汽车出口国、第七大汽车生产国。汽车业是墨西哥的支柱产业，也是制造业最大部门和国际直接投资流入最多的行业。据墨西哥经济部统计，1999-2021 年，墨西哥汽车行业外资流入 885.67 亿美元，占外资流入总量的 13.9%，公司有望享受当地汽车产业优势，具备配套业务的产业基础。

► 牵手墨西哥最大轮胎经销商，双方合作多年，助力降低海外投资风险

据公司可行性研究报告，墨西哥 TD 的子公司 TIRE DIRECT,S.A. DE C.V.是墨西哥最大的轮胎经销商，同时该子公司与公司合作多年，双方具备良好的业务合作基础，墨西哥 TD 有望凭借完善的销售网络为后续的轮胎销售和市场开拓提供保障。公司通过成立合资公司的方式进行海外产能布局，该合资公司人力资源总监由墨西哥 TD 提名，可借助墨西哥 TD 丰富的本土化运营经验，助力该项目快速建设、投产、达产及销售，助于项目稳定运行，降低海外投资风险。

► 十余年海外布局经验为此次建设保驾护航，全球分散布局进一步降低关税风险

全球化布局方面，公司前期已经在越南、柬埔寨进行布局，赛轮越南工厂半钢子午线轮胎于 2013 年投产，十余年的海外项目运营经验为公司在除东南亚地区以外的其他地区投资建厂提供丰富的建设管理经验。2020 年 6 月以来，美国对东南亚部分国家和地区轮胎企业的乘用车和轻型卡车轮胎开展双反调查。2021 年 5 月，美国商务部公布终裁结果，对进口自泰国的乘用车和轻型卡车轮胎征收 14.62%-21.09%的反倾销税，对越南的征收 0%-22.27%的反倾销税，对越南征收的反补贴税率为 6.23%-7.89%。我国相关胎企的盈利受到一定程度的干扰，尽管后期税率或将有所调整，但这也反映出在某一地区聚集大量产能和出口，或更容易遭受国际贸易风险。本项目是公司在北美的第一个项目，有望进一步增强公司应对国际贸易壁垒的能力。此外，如后期该项目运作顺利，我们认为

对公司全球化运营和管理能力的直接证明，有望加快海外运营模式复制及升级速度，打造盈利上升螺旋，伴随产能扩张及综合实力增强，进一步在世界轮胎行业头部位置占据一席之地。

投资建议

公司为国内轮胎制造龙头，拥有全钢胎、半钢胎、非公路轮胎，品类齐全，产能国内领先；液体黄金轮胎性能优异，目前推广顺利，具有高成长性；公司全球化布局持续推进，分散国际贸易风险，辐射更广阔市场。我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 255.60/302.86/345.73 亿元，归母净利润分别为 25.88/33.30/36.51 亿元，EPS 分别为 0.83/1.07/1.17 元，对应 2023 年 12 月 15 日收盘价 11.30 元，PE 分别为 14/11/10 倍。我们看好公司长期成长力，维持公司“增持”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动，产能建设及释放不及预期，国际贸易风险，需求大幅下滑等

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,998	21,902	25,560.00	30,286.00	34,573.00
YoY (%)	16.8%	21.7%	16.7%	18.5%	14.2%
归母净利润(百万元)	1,313	1,332	2,588.07	3,329.85	3,650.74
YoY (%)	-12.0%	1.4%	94.3%	28.7%	9.6%
毛利率 (%)	18.9%	18.4%	23.09%	23.27%	22.76%
每股收益 (元)	0.45	0.44	0.83	1.07	1.17
ROE	12.2%	10.9%	17.59%	18.46%	16.83%
市盈率	25.11	25.68	13.62	10.59	9.66

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

联系人：王丽丽

邮箱：wangll1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21,902	25,560	30,286	34,573	净利润	1,428	2,685	3,475	3,836
YoY (%)	21.7%	16.7%	18.5%	14.2%	折旧和摊销	1,146	1,381	1,609	1,817
营业成本	17,869	19,659	23,238	26,703	营运资金变动	-741	827	-842	58
营业税金及附加	63	80	88	103	经营活动现金流	2,199	5,329	4,646	6,150
销售费用	834	1,084	1,191	1,381	资本开支	-3,594	-3,001	-3,517	-3,540
管理费用	608	944	974	1,116	投资	80	-87	-63	-74
财务费用	277	264	212	189	投资活动现金流	-3,581	-3,111	-3,573	-3,620
研发费用	621	661	817	936	股权募资	0	252	0	0
资产减值损失	-93	6	5	4	债务募资	1,646	293	368	54
投资收益	-15	0	8	-5	筹资活动现金流	1,278	-244	-51	-374
营业利润	1,598	2,950	3,871	4,241	现金净流量	93	2,016	1,023	2,156
营业外收支	-35	-12	-5	-17	主要财务指标				
利润总额	1,563	2,938	3,866	4,224	成长能力				
所得税	135	253	391	388	营业收入增长率	21.7%	16.7%	18.5%	14.2%
净利润	1,428	2,685	3,475	3,836	净利润增长率	1.4%	94.3%	28.7%	9.6%
归属于母公司净利润	1,332	2,588	3,330	3,651	盈利能力				
YoY (%)	1.4%	94.3%	28.7%	9.6%	毛利率	18.4%	23.1%	23.3%	22.8%
每股收益	0.44	0.83	1.07	1.17	净利率	6.1%	10.1%	11.0%	10.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	4.5%	7.4%	8.4%	8.1%
货币资金	4,903	6,919	7,942	10,098	净资产收益率 ROE	10.9%	17.6%	18.5%	16.8%
预付款项	263	388	401	460	偿债能力				
存货	4,115	4,995	6,037	6,624	流动比率	1.13	1.17	1.25	1.36
其他流动资产	3,536	4,219	4,863	5,419	速动比率	0.71	0.76	0.81	0.91
流动资产合计	12,818	16,520	19,244	22,601	现金比率	0.43	0.49	0.52	0.61
长期股权投资	644	715	757	804	资产负债率	56.9%	56.2%	52.7%	49.6%
固定资产	11,583	12,741	13,998	15,149	经营效率				
无形资产	857	985	1,125	1,253	总资产周转率	0.78	0.79	0.81	0.82
非流动资产合计	16,815	18,550	20,529	22,321	每股指标 (元)				
资产合计	29,632	35,070	39,772	44,922	每股收益	0.44	0.83	1.07	1.17
短期借款	3,861	3,919	4,287	4,341	每股净资产	3.99	4.71	5.78	6.95
应付账款及票据	5,706	7,698	8,565	9,608	每股经营现金流	0.72	1.71	1.49	1.97
其他流动负债	1,737	2,495	2,487	2,703	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	11,305	14,112	15,339	16,653	估值分析				
长期借款	3,440	3,440	3,440	3,440	PE	25.68	13.62	10.59	9.66
其他长期负债	2,127	2,171	2,171	2,171	PB	2.51	2.40	1.95	1.63
非流动负债合计	5,567	5,611	5,611	5,611					
负债合计	16,872	19,723	20,950	22,264					
股本	3,063	3,120	3,120	3,120					
少数股东权益	541	638	783	968					
股东权益合计	12,760	15,348	18,822	22,658					
负债和股东权益合计	29,632	35,070	39,772	44,922					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王丽丽：硕士研究生，历任东亚前海证券研究所化工组组长，2023年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。