

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

赛轮轮胎(601058)

投资评级 买入

上次评级 买入

张燕生 化工行业首席分析师
 执业编号: S1500517050001
 联系电话: 010-83326847
 邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师
 执业编号: S1500520080002
 联系电话: 010-83326848
 邮箱: hongyingdong@cindasc.com

尹柳 化工行业研究助理
 联系电话: +86 010-83326712
 邮箱: yinliu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

走出亚洲、北美建厂，全球化布局再加深

2023年12月19日

事件: 12月15日, 赛轮新加坡与 TD INTERNATIONAL HOLDING, S.A.P.I.DE C.V. (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。同时, 合资公司未来还考虑建设年165万条全钢子午线轮胎项目。

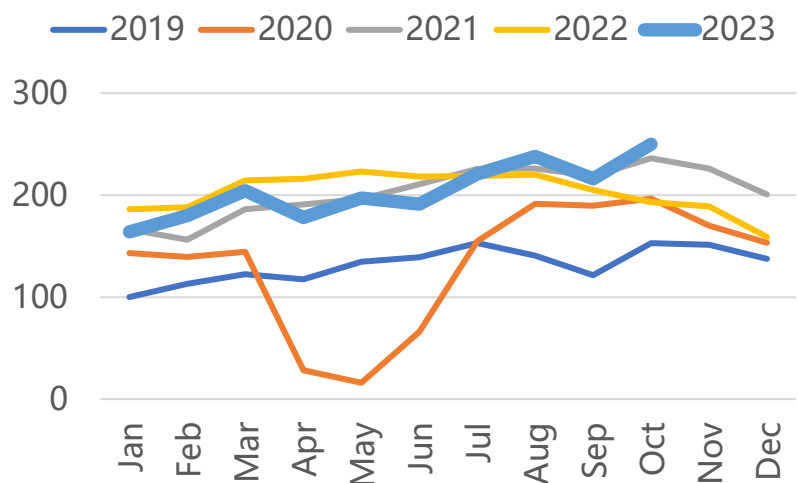
合资公司出资方式为赛轮新加坡(赛轮轮胎全资子公司)占比51%、墨西哥TD占比49%。项目投资总额24,000万美元, 项目所需资金拟由合资公司以自有资金及向股东、金融机构借款等形式解决。项目建设地点为墨西哥瓜纳华托州莱昂市马拉比斯工业园, 建设期12个月。

项目达产后, 正常运营年可实现营业收入21,942万美元, 净利润4,059万美元。根据财务分析评价结果, 项目税后投资回收期为6.33年, 项目净利润率为18.50%。

点评:

- 北美建厂贴合市场需求, 美国、墨西哥等地的轮胎市场较大。
- 北美市场是全球最大的轮胎市场, 北美市场也是赛轮重要的收入板块, 2022年北美半钢胎替换市场上份额最大的中国品牌是赛轮。墨西哥制造轮胎的主要目标市场是美国市场, 2022年墨西哥年出口半钢胎2432万条到美国。

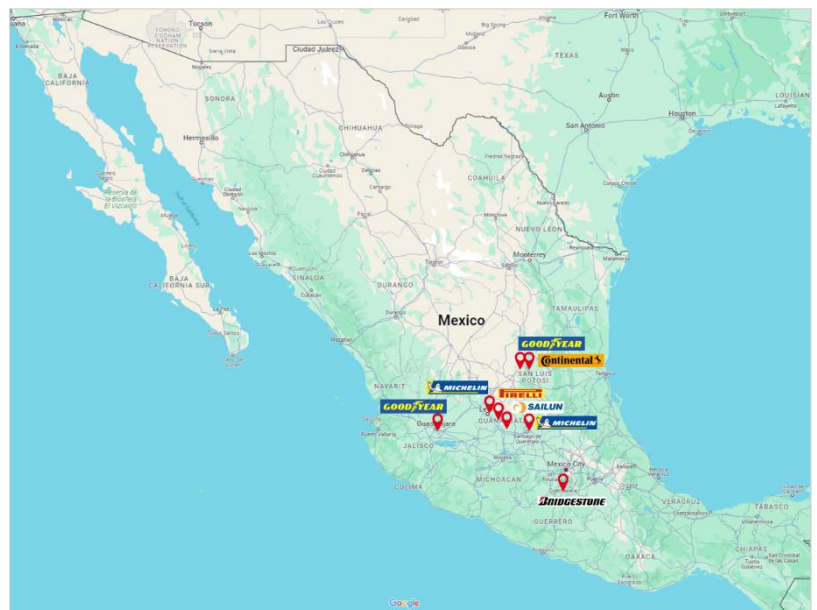
图: 美国月度进口墨西哥半钢胎数量(万条)



资料来源: 美国海关, 信达证券研发中心

- 墨西哥制造轮胎的另一个主要市场是本土配套市场。据中国汽车报、墨西哥汽车工业协会，墨西哥聚集了大众、通用、福特等多家汽车工厂，2022年，墨西哥汽车产量同比增长9.2%，达到331万辆，超过85%用于出口；汽车销量为109.5万辆，同比增长7.9%。其中，美国占墨西哥汽车整体海外出口近八成。按照331万辆产量、每辆车配套4-5条轮胎（考虑到备胎）来计算，2022年墨西哥配套需求达到1323-1654万条。
- 墨西哥有完善轮胎供应链，但是缺少中间等级的轮胎，适合中国轮胎去开拓市场。我们认为墨西哥的产业成熟度比市场预估要高，墨西哥已经有完备的轮胎供应链。据北美华富山工业园，全球前五的轮胎企业米其林、固特异、普利司通、德国大陆、倍耐力在墨西哥设有工厂，主要是生产乘用车轮胎（半钢胎），墨西哥轮胎产能超过3600万条/年。墨西哥现有的轮胎厂米其林、固特异、普利司通等，大多为一线品牌。我们认为墨西哥配套所需轮胎的中间层品牌相对空白，在墨西哥设厂会有近水楼台的优势去开拓配套市场，一定程度上也是变相进入美国市场。

图：在墨西哥建厂的轮胎品牌（包含已建成工厂、规划中工厂）



资料来源：TireBusiness，信达证券研发中心

- 北美市场是对亚洲轮胎双反较为苛刻的市场，但墨西哥轮胎出口美国零关税。2020年美国废止《北美自由贸易协定》，签署《美国-墨西哥-加拿大协定》，在满足协定中关于时薪和原产地规则要求的情况下，墨西哥出口美国的商品基本上可以享受免关税待遇，即使无法被免除全部关税的商品，也可在同等情况下享受最惠关税待遇。我们认为，投资北美的墨西哥工厂，是赛轮重要的跳板，把生产端贴近市场端能够有效降低政策风险，打开更广阔的市场大门。
- 合作墨西哥头部经销商，助力项目更好落地。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，具有完善的销售网

络及丰富的本土化运营经验，同时该子公司也是赛轮合作多年的经销商，具备良好的业务合作关系。我们认为与墨西哥TD的合作，有助于防控项目建设中的风险，助力项目克服文化、法律等方面的差异，实现更快落地。

- **墨西哥对无自贸协定国家提高关税，中国本土出口到墨西哥可能受阻，出海建厂是有效的规避这一关税的方式。**2022年中国对墨西哥出口小客车胎1261万条，客货车胎634万条。2023年8月墨西哥总统签署《关于修改一般进出口关税法行政命令》，对于与墨西哥没有自贸协定的国家来的商品提高关税。墨西哥与50多个国家有自贸协定，其中包括越南，不包括中国、泰国。从中国出口轮胎到墨西哥，今年8月起，税率就提高到了25%。在这个关税下，墨西哥很有可能将减少从中国进口，对在墨西哥设厂生产轮胎构成利好。
- **赛轮建厂单位投资额较低，经济性较好。**赛轮的实控人同时是轮胎橡胶与轮胎工程技术方面专家，赛轮海外基地的建设效率较高。从近几年墨西哥轮胎投资项目的金额来看，赛轮墨西哥工厂的投资经济性明显比米其林等公司要好。

表：近年在墨西哥投资建设轮胎工厂的具体情况

公司	投资年份	投建产能	投资额
米其林	2016	400-500万条半钢胎	5.1亿美元
固特异	2017	600万条半钢胎	5.5亿美元
倍耐力	2022	扩建130万条半钢胎	1.1亿欧元
赛轮	2023	600万条半钢胎	2.4亿美元

资料来源：轮胎世界网、赛轮轮胎公告，信达证券研发中心

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年营业收入分别达到255.36亿元、310.65亿元、360.42亿元，同比增长16.6%、21.7%、16.0%，归属母公司股东的净利润分别为26.01亿元、31.96亿元、40.35亿元，同比增长95.3%、22.9%、26.3%，2023-2025年摊薄EPS分别达到0.83元、1.02元和1.29元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**墨西哥工厂等新项目投产进展不及预期，下游需求大幅下降，原料价格大幅上涨

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	17,998	21,902	25,536	31,065	36,042
增长率 YoY %	16.8%	21.7%	16.6%	21.7%	16.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,313	1,332	2,601	3,196	4,035
增长率 YoY%	-12.0%	1.4%	95.3%	22.9%	26.3%
毛利率%	18.9%	18.4%	23.2%	23.5%	24.6%
净资产收益率ROE%	12.2%	10.9%	18.2%	18.3%	18.7%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.43	0.83	1.02	1.29
市盈率 P/E(倍)	26.69	26.31	13.47	10.96	8.68
市净率 P/B(倍)	3.27	2.87	2.45	2.00	1.63

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年12月18日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,472	12,818	16,565	18,920	22,849
货币资金	4,841	4,903	5,659	6,860	9,045
应收票据	13	7	11	13	15
应收账款	2,359	2,714	3,891	4,315	5,065
预付账款	254	263	490	483	569
存货	4,308	4,115	4,870	5,827	6,510
其他	697	815	1,643	1,422	1,645
非流动资产	13,701	16,815	20,604	23,424	26,160
长期股权投资	616	644	693	731	771
固定资产(合计)	9,138	11,583	13,161	14,722	16,146
无形资产	742	857	989	1,123	1,253
其他	3,205	3,731	5,760	6,848	7,990
资产总计	26,173	29,632	37,168	42,344	49,009
流动负债	11,841	11,305	16,188	18,007	20,421
短期借款	4,125	3,861	5,261	6,092	6,930
应付票据	2,234	2,765	3,540	3,979	4,611
应付账款	3,532	2,942	4,085	4,740	5,342
其他	1,950	1,737	3,302	3,197	3,539
非流动负债	3,194	5,567	6,028	6,028	6,028
长期借款	2,971	3,440	4,140	4,140	4,140
其他	224	2,127	1,888	1,888	1,888
负债合计	15,035	16,872	22,216	24,035	26,449
少数股东权益	407	541	661	811	1,017
归属母公司股东权益	10,730	12,219	14,292	17,498	21,543
负债和股东权益	26,173	29,632	37,168	42,344	49,009

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,998	21,902	25,536	31,065	36,042
同比(%)	16.8%	21.7%	16.6%	21.7%	16.0%
归属母公司净利润	1,313	1,332	2,601	3,196	4,035
同比(%)	-12.0%	1.4%	95.3%	22.9%	26.3%
毛利率(%)	18.9%	18.4%	23.2%	23.5%	24.6%
ROE%	12.2%	10.9%	18.2%	18.3%	18.7%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.43	0.83	1.02	1.29
P/E	26.69	26.31	13.47	10.96	8.68
P/B	3.27	2.87	2.45	2.00	1.63
EV/EBITDA	19.08	11.89	9.13	7.52	6.00

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,998	21,902	25,536	31,065	36,042
营业成本	14,602	17,869	19,607	23,776	27,179
营业税金及附加	49	63	76	93	107
销售费用	674	834	1,025	1,305	1,550
管理费用	572	608	843	1,087	1,261
研发费用	481	621	685	870	1,045
财务费用	274	277	183	207	200
减值损失合计	-109	-93	-100	-95	-90
投资净收益	26	-15	-102	-62	-88
其他	86	76	71	88	102
营业利润	1,349	1,598	2,985	3,659	4,623
营业外收支	32	-35	-53	-53	-53
利润总额	1,381	1,563	2,932	3,606	4,570
所得税	39	135	211	260	329
净利润	1,342	1,428	2,721	3,346	4,241
少数股东损益	29	96	120	151	205
归属母公司净利润	1,313	1,332	2,601	3,196	4,035
EBITDA	2,554	3,016	4,588	5,520	6,694
EPS(当年)(元)	0.45	0.44	0.83	1.02	1.29

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	837	2,199	4,530	5,317	6,468
净利润	1,342	1,428	2,721	3,346	4,241
折旧摊销	960	1,146	1,473	1,706	1,925
财务费用	332	299	281	321	337
投资损失	-30	15	102	62	88
营运资金变动	-1,647	-741	-187	-261	-258
其它	-121	52	140	143	135
投资活动现金流	-2,482	-3,581	-5,390	-4,626	-4,784
资本支出	-2,582	-3,594	-5,083	-4,499	-4,627
长期投资	91	80	-73	-65	-69
其他	9	-67	-235	-62	-88
筹资活动现金流	2,147	1,278	1,555	510	501
吸收投资	1,249	0	-209	0	0
借款	9,335	12,051	2,100	830	838
支付利息或股息	-693	-836	-737	-321	-337
现金流净增加额	494	93	756	1,201	2,185

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

尹柳，中山大学高分子材料学士，中央财经大学审计硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事基础化工行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。