



赛轮轮胎 (601058.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

规划印尼工厂，全球化布局持续推进

事件

2024年3月11日公司发布了赛轮印尼年产360万条子午线轮胎与3.7万吨非公路轮胎项目可行性研究报告，规划2024-2025年期间在印度尼西亚建设半钢子午线轮胎300万条/年、全钢子午线轮胎60万条/年、非公路轮胎3.7万吨/年，项目总投资17.7亿元，建设周期为21个月。

经营分析

印尼基地具备综合优势，项目盈利能力较强。从当地的投资和经济环境来看，印尼位于亚洲东南部，与巴布亚新几内亚、东帝汶、马来西亚接壤，与泰国、新加坡、菲律宾、澳大利亚等国隔海相望；人口数量排名世界第四，东南亚第一，劳动力资源充足并且劳动成本相对较低；同时作为世界上最不发达的国家之一，美、欧、日等28个发达国家和地区给予印尼普惠制待遇（GSP），综合来看具备独特的地理位置、较低的用工成本和优惠的贸易地位。根据公司可研报告数据，该项目的目标市场定位以印尼本地市场销售为主，兼顾周边国家和地区，建成达产后可实现19亿元年均营业收入和4.7亿元净利润，净利率达到24.8%，项目投资回收期为4.88年，整体经济效益较好。

多点布局海外基地，为公司长期发展注入充足动力。目前公司在海外已经建成了越南和柬埔寨两大基地，国内拥有青岛、潍坊和沈阳三大工厂。从在建项目来看，海外柬埔寨基地的1200万条半钢扩建产能在快速推进中，并且在墨西哥和印尼均规划了新工厂进一步推进全球化战略布局，同时国内董家口项目也在稳步推进。未来随着新基地和项目的陆续投产，一方面公司全球化布局得到进一步完善后能够更好抵御关税波动等外部风险；另一方面在公司产品依托性价比优势逐渐得到终端客户认可的背景下，通过持续扩张产能可以较好满足下游需求从而实现自身的业绩增长。

盈利预测、估值与评级

公司为国内轮胎龙头，随着海外在建产能陆续投放和“液体黄金”对公司品牌力的增强，看好公司未来市占率进一步提升。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为31亿元、36.4亿元、39.5亿元（其中2024-2025年净利润分别上调10%、6%），对应PE估值分别为14.43/12.93/11.9倍，维持“买入”评级。

风险提示

原料价格大幅波动；新产能释放低于预期；国际贸易摩擦；“液体黄金”轮胎推广不及预期；海运紧张延续；汇率波动；大股东质押；担保风险

基础化工组

分析师：陈屹（执业S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

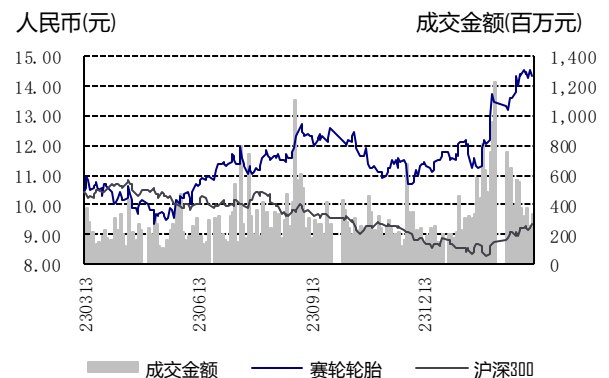
分析师：李含钰（执业S1130523100003）

lihanyu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：14.31元

相关报告：

- 《赛轮轮胎公司点评：业绩超预期，加码柬埔寨巩固优势》，2024.1.30
- 《赛轮轮胎公司点评：业绩高增，海外基地优势继续强化》，2023.10.30
- 《赛轮轮胎公司点评：业绩表现亮眼，龙头优势凸显》，2023.10.18



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,998	21,902	26,016	33,137	37,710
营业收入增长率	16.84%	21.69%	18.78%	27.37%	13.80%
归母净利润(百万元)	1,313	1,332	3,100	3,639	3,953
归母净利润增长率	-11.97%	1.43%	132.76%	17.40%	8.61%
摊薄每股收益(元)	0.429	0.435	0.992	1.107	1.202
每股经营性现金流净额	0.27	0.72	1.46	1.87	1.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.24%	10.90%	21.97%	22.09%	20.75%
P/E	33.39	32.92	14.43	12.93	11.90
P/B	4.09	3.59	3.17	2.86	2.47

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	15,405	17,998	21,902	26,016	33,137	37,710
增长率	16.8%	21.7%	18.8%	27.4%	13.8%	
主营业务成本	-11,214	-14,602	-17,869	-19,165	-24,635	-28,406
%销售收入	72.8%	81.1%	81.6%	73.7%	74.3%	75.3%
毛利	4,191	3,396	4,033	6,851	8,502	9,303
%销售收入	27.2%	18.9%	18.4%	26.3%	25.7%	24.7%
营业税金及附加	-59	-49	-63	-83	-106	-121
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-796	-674	-834	-1,145	-1,491	-1,697
%销售收入	5.2%	3.7%	3.8%	4.4%	4.5%	4.5%
管理费用	-790	-572	-608	-885	-1,160	-1,320
%销售收入	5.1%	3.2%	2.8%	3.4%	3.5%	3.5%
研发费用	-348	-481	-621	-859	-1,127	-1,282
%销售收入	2.3%	2.7%	2.8%	3.3%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	2,199	1,620	1,907	3,880	4,618	4,884
%销售收入	14.3%	9.0%	8.7%	14.9%	13.9%	13.0%
财务费用	-336	-274	-277	-536	-574	-492
%销售收入	2.2%	1.5%	1.3%	2.1%	1.7%	1.3%
资产减值损失	-142	-89	-86	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	15	0	0	0
投资收益	-11	26	-15	0	0	0
%税前利润	n.a	1.9%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,754	1,349	1,598	3,369	4,044	4,392
营业利润率	11.4%	7.5%	7.3%	13.0%	12.2%	11.6%
营业外收支	-33	32	-35	0	0	0
税前利润	1,721	1,381	1,563	3,369	4,044	4,392
利润率	11.2%	7.7%	7.1%	13.0%	12.2%	11.6%
所得税	-200	-39	-135	-270	-404	-439
所得税率	11.6%	2.8%	8.7%	8.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,521	1,342	1,428	3,100	3,639	3,953
少数股东损益	29	29	96	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,491	1,313	1,332	3,100	3,639	3,953
净利率	9.7%	7.3%	6.1%	11.9%	11.0%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,521	1,342	1,428	3,100	3,639	3,953
少数股东损益	29	29	96	0	0	0
非现金支出	912	1,074	1,265	1,343	1,461	1,564
非经营收益	244	93	280	633	715	629
营运资金变动	746	-1,672	-774	-524	325	-173
经营活动现金净流	3,423	837	2,199	4,552	6,141	5,973
资本开支	-1,535	-2,582	-3,594	-3,136	-2,400	-2,400
投资	-388	91	80	-230	0	0
其他	-27	9	-67	0	0	0
投资活动现金净流	-1,950	-2,482	-3,581	-3,366	-2,400	-2,400
股权募资	1	1,249	0	-125	2	0
债权募资	-293	2,359	1,646	2,534	-1,617	-2,078
其他	-1,423	-1,461	-368	-1,742	-1,989	-2,012
筹资活动现金净流	-1,716	2,147	1,278	667	-3,604	-4,090
现金净流量	-332	494	93	1,854	137	-517

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,369	4,841	4,903	6,741	6,867	6,341
应收款项	2,268	2,655	2,990	4,036	4,687	5,333
存货	2,656	4,308	4,115	4,726	5,804	6,693
其他流动资产	1,012	669	809	1,072	1,154	1,211
流动资产	10,306	12,472	12,818	16,575	18,512	19,578
%总资产	48.9%	47.7%	43.3%	47.1%	48.6%	49.0%
长期投资	992	1,013	959	959	959	959
固定资产	8,126	10,582	13,468	15,329	16,351	17,253
%总资产	38.6%	40.4%	45.4%	43.6%	42.9%	43.2%
无形资产	944	1,152	1,428	1,327	1,249	1,188
非流动资产	10,750	13,701	16,815	18,624	19,564	20,399
%总资产	51.1%	52.3%	56.7%	52.9%	51.4%	51.0%
资产总计	21,056	26,173	29,632	35,199	38,075	39,977
短期借款	4,514	5,229	4,714	6,499	4,881	2,803
应付款项	5,858	6,257	6,142	7,079	9,102	10,494
其他流动负债	495	356	448	676	791	818
流动负债	10,867	11,841	11,305	14,254	14,774	14,115
长期贷款	1,203	2,971	3,440	4,190	4,190	4,190
其他长期负债	176	224	2,127	2,105	2,094	2,085
负债	12,246	15,035	16,872	20,549	21,057	20,390
普通股股东权益	8,462	10,730	12,219	14,109	16,477	19,046
其中：股本	2,699	3,063	3,063	3,126	3,288	3,288
未分配利润	4,000	4,805	5,660	7,674	10,040	12,609
少数股东权益	348	407	541	541	541	541
负债股东权益合计	21,056	26,173	29,632	35,199	38,075	39,977

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.552	0.429	0.435	0.992	1.107	1.202
每股净资产	3.135	3.503	3.989	4.514	5.011	5.792
每股经营现金净流	1.268	0.273	0.718	1.456	1.867	1.816
每股股利	0.150	0.150	0.150	0.347	0.387	0.421
回报率						
净资产收益率	17.63%	12.24%	10.90%	21.97%	22.09%	20.75%
总资产收益率	7.08%	5.02%	4.49%	8.81%	9.56%	9.89%
投入资本收益率	13.32%	8.12%	7.62%	13.08%	14.82%	15.40%
增长率						
主营业务收入增长率	1.83%	16.84%	21.69%	18.78%	27.37%	13.80%
EBIT增长率	15.04%	-26.34%	17.73%	103.43%	19.02%	5.76%
净利润增长率	24.79%	-11.97%	1.43%	132.76%	17.40%	8.61%
总资产增长率	17.78%	24.30%	13.22%	18.79%	8.17%	5.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.9	43.1	42.3	50.0	45.0	45.0
存货周转天数	79.5	87.0	86.0	90.0	86.0	86.0
应付账款周转天数	57.9	68.9	66.1	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	174.2	185.3	193.0	167.6	129.6	111.0
偿债能力						
净负债/股东权益	10.32%	29.26%	39.28%	37.40%	21.95%	11.15%
EBIT利息保障倍数	6.5	5.9	6.9	7.2	8.0	9.9
资产负债率	58.16%	57.45%	56.94%	58.38%	55.30%	51.00%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	32	47	97
增持	0	0	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.06	1.08	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-01	买入	10.79	11.85~11.85
2	2023-05-01	买入	10.27	N/A
3	2023-09-02	买入	12.31	N/A
4	2023-10-18	买入	12.29	N/A
5	2023-10-30	买入	11.88	N/A
6	2024-01-30	买入	11.32	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究