

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年10月21日
市场数据

目前股价	4.91
总市值（亿元）	132.54
流通市值（亿元）	102.01
总股本（万股）	269,948
流通股本（万股）	207,762
12个月最高/最低	5.05/3.41

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

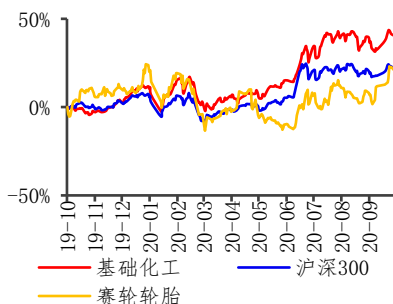
✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：张玉龙

S1070119070024

☎ 021-31829730

✉ zhangyulong@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<Q2 单季销售毛利率突破 30%，看好公司全年业绩>> 2020-09-10

<<19 年业绩符合预期，净利润水平创历史新高>> 2020-04-30

<<2020Q1 归母净利+47.67%，投资建设 300 万全钢胎项目助力成长>> 2020-04-30

Q3 归母净利润 5.38 亿元，公司单季度盈利创历史新高

——赛轮轮胎（601058）公司动态点评

盈利预测

单位：百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13685	15128	15551	17357	19635
YoY(%)	-0.9%	10.5%	2.8%	11.6%	13.1%
净利润	668	1195	1446	1696	2011
YoY(%)	102.5%	78.9%	21.0%	17.3%	18.6%
摊薄 EPS	0.25	0.44	0.54	0.63	0.74
P/E(倍)	19.84	11.09	9.16	7.81	6.59

资料来源：长城证券研究所

■ **事件：**公司发布 2020 年三季度业绩报告，报告期内，公司实现营收 111.63 亿元，同比-1.45%；归母净利润 11.73 亿元，同比+23.40%；扣非归母净利润 11.60 亿元，同比+24.11%。其中 Q3 单季公司实现营收 43.66 亿元，同比+3.08%，环比+22.59%；实现归母净利润 5.38 亿元，同比+21.28%，环比+48.24%；实现扣非归母净利润 5.21 亿元，同比+15.00%，环比+39.28%。

■ **Q3 实现归母净利润 5.38 亿元，公司单季度盈利创历史新高：**1) 产销量方面，2020 年前三季度，公司累计生产轮胎 2961.95 万条，同比+3.53%；轮胎累计销量 3000.72 万条，同比+2.70%；其中公司第三季度单季实现轮胎产量 1161.07 万条，同比+17.11%，环比+13.41%，实现销量 1213.11 万条，同比+17.38%，环比+34.09%。2) 单胎价格方面，公司 2020 年前三季度单胎均价 335.85 元/条，同比-2.06%，其中第三季度单季单胎均价 332.16 元/条，同比-6.17%，环比-5.71%，根据公司公告，第三季度公司轮胎产品均价下降主要归因于原材料价格波动、产品结构等因素影响。3) 毛利率方面，2020Q1-Q3，公司实现毛利率 27.73%，同比+4.12 pct，其中 Q3 单季销售毛利率为 27.74%，同比+1.74 pct，环比-2.57 pct，第三季度产品均价同比下降，但公司毛利率同比提升主要归因于公司 2020 年第三季度天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料总体价格同比下降 14.23%。受益于原材料成本端降低以及销量的大幅提升，公司第三季度实现归母净利润 5.38 亿元，同比+21.28%，环比+48.24%，单季净利润创下历史新高。面对今年以来先后的国内外疫情，公司无论是从轮胎销量还是盈利能力角度考虑，交出的经营业绩答卷都十分亮眼，我们认为公司今年以来的良好表现亦是对企业管理层能力的检验，我们持续看好公司的发展。

■ **越南 3 期项目提升公司盈利能力，公司与固铂合作具备四点好处。**今年上半年，公司越南工厂实现营业收入 19.44 亿元，同比增长 10.39%；实现

净利润 5.17 亿元，同比增长 59.08%。目前公司在越南工厂具备 1300 万条半钢胎、360 万条全钢胎和 3.5 万吨非公路轮胎等多种产品的生产能力。另外，公司与固铂轮胎在越南合资建设的越南 3 期年产 240 万条全钢胎项目已于今年年初建成，但由于部分设备调试受到疫情影响，产能投放有所放缓，我们认为随着疫情影响逐步消退，公司越南 3 期产能有望逐步放量，持续提升公司盈利能力。此外，我们看好公司与固铂的合资建厂，认为公司与固铂合作主要具备以下四方面好处：**1) 盈利层面。**随着合资产能逐步放量，公司海外市场的盈利能力和综合竞争力有望进一步提升。**2) 品牌力层面。**本次合作意味着公司自身的实力得到了外资轮胎行业的信赖，中长期看有利于提升公司品牌影响力。**3) 技术层面。**通过与固铂轮胎的合作，公司有机会借鉴优秀外资轮胎企业的技术，以便不断提升自身实力。**4) 渠道层面。**近些年以美国为首的多个海外国家相继出台不利于中国轮胎企业发展的“双反”、特保案等政策，公司与固铂的合作一定程度上有助于公司规避未来不确定的海外税收政策的风险。

- **新建产能稳步推进，持续助力公司发展。**公司目前国内外已拥有包括青岛、东营、沈阳和越南等多个生产基地。今年 2 月 29 日，公司发布公告，公司全资子公司赛轮（沈阳）轮胎有限公司拟投资 20.04 亿元建设年产 300 万套高性能智能化全钢载重子午线轮胎项目，建设期 24 个月。根据项目可研报告数据，当项目生产达到设计能力的 53.17% 时，即可达到该项目的盈亏平衡点。新项目将于 2020 年开建、2022 年建成，生产第一年达产 70%、第二年及以后达产 100%，达产后可增加公司年收入 23.51 亿元、年均净利润增厚 2.99 亿元。赛轮沈阳基地于 2006 年开始从事全钢胎生产，截至 2019 年底已具备 200 万条全钢胎的年产能，产品主要面向国内外中高端市场（出口占比 30% 以上，包括南美、亚洲、非洲）。我们看好公司在沈阳基地的布局，我们认为随着项目产能的有序释放，沈阳基地将形成年产 500 万条全钢载重子午线轮胎的生产能力，公司在全钢胎市场上的竞争力有望进一步提升。
- **投资建议：**公司是国内优秀的轮胎企业，随着国内轮胎企业竞争力的逐步提升，民族轮胎品牌迎来发展机遇。目前公司的品牌价值及产能优势仍处于上升趋势，公司的竞争优势正逐步扩大，我们看好公司业绩持续增长的同时，认为公司具备成为国际一流轮胎企业的潜力。预计公司 2020-2022 年，实现营收 155.51 亿、173.57 亿、196.35 亿，同比增长 2.8%、11.6%、13.1%；实现归母净利润 14.46 亿、16.96 亿、20.11 亿，同比增长 21.0%、17.3%、18.6%，对应 PE 依次为 9.16、7.81、6.59 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**产能投放不及预期，原材料价格波动风险，海外疫情控制不及预期，贸易摩擦加剧，“双反”制裁超出预期等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13684.7	15127.8	15551.46	17357.46	19635.04	成长性					
营业成本	10971.8	11216.1	11405.19	12728.17	14372.04	营业收入增长	-0.9%	10.5%	2.8%	11.6%	13.1%
营业费用	869.17	1014.20	1088.60	1215.02	1354.82	营业成本增长	-4.9%	2.2%	1.7%	11.6%	12.9%
管理费用	365.95	592.11	653.16	676.94	746.13	营业利润增长	95.5%	81.7%	21.2%	17.0%	18.5%
研发费用	230.59	319.76	326.58	381.86	431.97	利润总额增长	105.1%	83.0%	21.2%	17.3%	18.7%
财务费用	288.43	251.72	222.21	209.19	206.73	净利润增长	102.5%	78.9%	21.0%	17.3%	18.6%
其他收益	31.96	27.61	34.36	31.31	31.09	盈利能力					
投资净收益	41.59	51.30	40.10	45.32	42.71	毛利率(%)	19.8%	25.9%	26.7%	26.7%	26.8%
营业利润	735.01	1335.38	1619.04	1893.80	2244.41	销售净利率(%)	4.8%	7.9%	9.3%	9.7%	10.2%
营业外收支	-12.44	-12.89	-16.77	-14.81	-14.43	ROE(%)	10.4%	16.1%	16.8%	16.7%	16.8%
利润总额	722.56	1322.49	1602.28	1878.99	2229.98	ROIC(%)	10.1%	17.5%	20.3%	22.2%	22.7%
所得税	65.63	131.30	160.23	187.90	223.00	营运效率					
少数股东损益	-11.20	-3.99	-4.33	-5.07	-4.01	销售费用/营业收入	6.4%	6.7%	7.0%	7.0%	6.9%
净利润	668.13	1195.18	1446.38	1696.16	2011.00	管理费用/营业收入	2.7%	3.9%	4.2%	3.9%	3.8%
资产负债表						研发费用/营业收入	1.7%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%
					(百万)	财务费用/营业收入	2.1%	1.7%	1.4%	1.2%	1.1%
流动资产	6859.29	8470.55	9931.99	11003.18	11731.74	投资收益/营业利润	5.7%	3.8%	2.5%	2.4%	1.9%
货币资金	2343.43	3812.30	5290.79	6086.44	6379.21	所得税/利润总额	9.1%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款	1676.28	1566.44	1315.89	1637.83	1690.77	应收账款周转率	8.30	9.33	10.79	11.75	11.80
应收票据	108.68	14.60	112.13	29.32	130.69	存货周转率	5.04	4.98	4.80	5.00	5.30
存货	2271.04	2229.46	2522.70	2568.57	2854.84	流动资产周转率	1.99	1.97	1.69	1.66	1.73
非流动资产	8428.91	9406.78	8590.29	8881.45	9284.46	总资产周转率	0.90	0.91	0.85	0.90	0.96
固定资产	6358.54	6407.15	6111.75	6324.16	6629.58	偿债能力					
资产总计	15288.2	17877.3	18522.27	19884.63	21016.20	资产负债率(%)	58.7%	58.6%	53.7%	49.2%	43.3%
流动负债	8434.07	8466.73	8452.43	8667.17	8317.01	流动比率	0.81	1.00	1.18	1.27	1.41
短期借款	3564.45	3687.47	3800.00	4000.00	4200.00	速动比率	0.49	0.67	0.79	0.89	0.99
应付账款	3684.68	3255.12	3901.07	3033.27	3151.06	每股指标 (元)					
非流动负债	536.59	2001.24	1488.46	1120.50	774.12	EPS	0.25	0.44	0.54	0.63	0.74
长期借款	449.92	1904.08	1376.70	1008.98	654.43	每股净资产	2.34	2.62	3.05	3.62	4.30
负债合计	8970.66	10467.9	9940.89	9787.67	9091.12	每股经营现金流	1.05	0.84	0.77	0.87	0.76
股东权益	6317.54	7409.36	8581.38	10096.95	11925.06	每股经营现金/EPS	4.26	1.91	1.45	1.39	1.02
股本	2701.46	2700.26	2700.26	2700.26	2700.26	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	2002.00	3062.17	4101.62	5394.02	6905.38	PE	19.84	11.09	9.16	7.81	6.59
少数股东权益	9.06	341.50	337.17	332.10	328.08	PEG	0.40	0.23	0.14	0.21	0.35
负债和股东权益	15288.2	17877.3	18522.27	19884.63	21016.20	PB	2.10	1.88	1.61	1.36	1.14
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	9.05	6.68	5.48	4.70	3.92
经营活动现金流	1998.90	2008.76	2092.02	2361.35	2058.38	EV/SALES	1.13	1.03	0.90	0.75	0.64
其中营运资本减少	1132.04	126.92	-329.07	-264.07	-993.35	EV/IC	1.42	1.19	1.00	0.85	0.74
投资活动现金流	-170.02	-1363.40	319.65	-1020.46	-1237.99	ROIC/WACC	1.18	2.04	2.37	2.52	2.52
资本支出	509.63	1237.72	-612.64	34.09	163.37	REP	1.20	0.58	0.42	0.34	0.29
筹资活动现金流	-1509.73	584.07	-933.19	-545.23	-527.63						
现金净增加额	337.79	1262.41	1478.48	795.65	292.76						

资料来源：公司公告、长城证券研究所预测

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

