

2023年12月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

拟建墨西哥工厂，持续完善全球化布局

—赛轮轮胎（601058.SH）公司事件点评报告

买入(首次)

事件

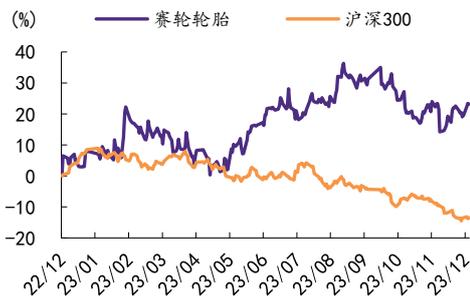
分析师：张伟保 S1050523110001
zhangwb@cfsc.com.cn
联系人：刘韩 S1050122080022
liuhan@cfsc.com.cn

基本数据

2023-12-27

| | |
|------------|-----------|
| 当前股价(元) | 11.53 |
| 总市值(亿元) | 360 |
| 总股本(百万股) | 3120 |
| 流通股本(百万股) | 3120 |
| 52周价格范围(元) | 9.5-12.73 |
| 日均成交额(百万元) | 242.94 |

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

赛轮轮胎 12 月 16 日发布公告：赛轮新加坡与 TD INTERNATIONAL HOLDING, S.A.P.I.DE C.V. 签署了《合资企业协议》。根据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产 165 万条全钢子午线轮胎项目。项目达产后，正常运营年可实现营业收入 21942 万美元，净利润 4059 万美元。项目税后投资回收期为 6.33 年，项目净利润率为 18.50%。出资方式：赛轮新加坡出资 6120 万美元，占 51%；墨西哥 TD 出资 5880 万美元，占 49%。

投资要点

■ 合作墨西哥最大轮胎经销商，打开北美广阔市场

墨西哥毗邻美国，是全球第四大汽车零部件出口国、第五大汽车出口国和第七大汽车生产国。公司具有轮胎生产技术、国际化生产基地运营管理等方面优势，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，同时该子公司也是公司合作多年的经销商，具备良好的业务合作关系。

2020 年，美国、墨西哥和加拿大之间的自由贸易协定取代此前的北美自由贸易协定，美墨加协定约定墨西哥生产的汽车主要零件（如轮胎等）可减免关税。本项目是赛轮集团投资建设的首个北美洲工厂，在美国双反调查背景下，该项目能充分利用墨西哥进出口税收政策，减少政策风险，将生产端贴近市场端，有利于公司向北美地区客户提供更快捷、更优质的市场服务，提升对原北美客户的销售业务和开发潜在北美客户，继续推动公司未来业绩增长。

■ 全球化布局持续，看好公司中长期发展

赛轮集团已经在越南、柬埔寨建设生产工厂，目前工厂良性发展。赛轮越南工厂半钢子午线轮胎已于 2013 年投产，全钢子午线轮胎及非公路轮胎生产线也于 2015 年投产，赛轮柬埔寨工厂半钢、全钢子午线轮胎已投入生产。此次公司和墨西哥 TD 合作项目的建设将进一步增强公司应对国际贸易壁垒的能力，有效降低主要原材料供应及价格波动的风险，对提升企业在全域范围的竞争力和市场占有率具有重要意义。

■ 盈利预测

随着公司全球化布局的不断完善，不仅能有效规避国际贸易壁垒，同时也能提高公司在全球市场的占有率。预测公司2023-2025年收入分别为262.6、317.6、358亿元，EPS分别为0.88、1.05、1.2元，当前股价对应PE分别为13.2、11、9.6倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；下游需求不及预期的风险；海外项目进展不及预期的风险。

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入（百万元） | 21,902 | 26,258 | 31,760 | 35,800 |
| 增长率（%） | 21.7% | 19.9% | 21.0% | 12.7% |
| 归母净利润（百万元） | 1,332 | 2,732 | 3,263 | 3,754 |
| 增长率（%） | 1.4% | 105.1% | 19.4% | 15.0% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.43 | 0.88 | 1.05 | 1.20 |
| ROE（%） | 10.4% | 19.5% | 21.2% | 22.0% |

资料来源：Wind, 华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产: | | | | |
| 现金及现金等价物 | 4,903 | 6,455 | 8,260 | 10,379 |
| 应收款 | 2,766 | 3,316 | 4,011 | 4,522 |
| 存货 | 4,115 | 4,674 | 5,690 | 6,414 |
| 其他流动资产 | 1,032 | 1,217 | 1,450 | 1,621 |
| 流动资产合计 | 12,818 | 15,662 | 19,412 | 22,936 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 104 | 104 | 104 | 104 |
| 固定资产 | 11,583 | 11,942 | 11,598 | 11,006 |
| 在建工程 | 1,885 | 754 | 302 | 121 |
| 无形资产 | 857 | 814 | 771 | 731 |
| 长期股权投资 | 644 | 644 | 644 | 644 |
| 其他非流动资产 | 1,846 | 1,846 | 1,846 | 1,846 |
| 非流动资产合计 | 16,815 | 16,000 | 15,161 | 14,347 |
| 资产总计 | 29,632 | 31,662 | 34,572 | 37,282 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 3,861 | 3,861 | 3,861 | 3,861 |
| 应付账款、票据 | 5,706 | 6,481 | 7,889 | 8,893 |
| 其他流动负债 | 1,530 | 1,530 | 1,530 | 1,530 |
| 流动负债合计 | 11,305 | 12,120 | 13,581 | 14,623 |
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 5,306 | 5,306 | 5,306 | 5,306 |
| 其他非流动负债 | 262 | 262 | 262 | 262 |
| 非流动负债合计 | 5,567 | 5,567 | 5,567 | 5,567 |
| 负债合计 | 16,872 | 17,688 | 19,148 | 20,190 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 3,063 | 3,120 | 3,120 | 3,120 |
| 股东权益 | 12,760 | 13,974 | 15,424 | 17,092 |
| 负债和所有者权益 | 29,632 | 31,662 | 34,572 | 37,282 |

| 现金流量表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 1428 | 2929 | 3498 | 4024 |
| 少数股东权益 | 96 | 197 | 235 | 271 |
| 折旧摊销 | 1033 | 815 | 837 | 812 |
| 公允价值变动 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 营运资金变动 | -373 | -478 | -483 | -364 |
| 经营活动现金净流量 | 2199 | 3478 | 4102 | 4758 |
| 投资活动现金净流量 | -3581 | 772 | 796 | 773 |
| 筹资活动现金净流量 | 2933 | -1715 | -2048 | -2356 |
| 现金流量净额 | 1,551 | 2,536 | 2,850 | 3,176 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 21,902 | 26,258 | 31,760 | 35,800 |
| 营业成本 | 17,869 | 20,219 | 24,614 | 27,745 |
| 营业税金及附加 | 63 | 75 | 91 | 102 |
| 销售费用 | 834 | 1,000 | 1,210 | 1,364 |
| 管理费用 | 608 | 729 | 882 | 994 |
| 财务费用 | 277 | 212 | 162 | 103 |
| 研发费用 | 621 | 744 | 900 | 1,015 |
| 费用合计 | 2,341 | 2,686 | 3,154 | 3,476 |
| 资产减值损失 | -93 | -93 | -93 | -93 |
| 公允价值变动 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 投资收益 | -15 | -15 | -15 | -15 |
| 营业利润 | 1,598 | 3,241 | 3,864 | 4,440 |
| 加:营业外收入 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 减:营业外支出 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| 利润总额 | 1,563 | 3,206 | 3,829 | 4,405 |
| 所得税费用 | 135 | 277 | 331 | 381 |
| 净利润 | 1,428 | 2,929 | 3,498 | 4,024 |
| 少数股东损益 | 96 | 197 | 235 | 271 |
| 归母净利润 | 1,332 | 2,732 | 3,263 | 3,754 |

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|--------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 21.7% | 19.9% | 21.0% | 12.7% |
| 归母净利润增长率 | 1.4% | 105.1% | 19.4% | 15.0% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 18.4% | 23.0% | 22.5% | 22.5% |
| 四项费用/营收 | 10.7% | 10.2% | 9.9% | 9.7% |
| 净利率 | 6.5% | 11.2% | 11.0% | 11.2% |
| ROE | 10.4% | 19.5% | 21.2% | 22.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 56.9% | 55.9% | 55.4% | 54.2% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 7.9 | 7.9 | 7.9 | 7.9 |
| 存货周转率 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 |
| 每股数据(元/股) | | | | |
| EPS | 0.43 | 0.88 | 1.05 | 1.20 |
| P/E | 26.5 | 13.2 | 11.0 | 9.6 |
| P/S | 1.6 | 1.4 | 1.1 | 1.0 |
| P/B | 2.9 | 2.7 | 2.5 | 2.3 |

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

刘韩：中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验，2022 年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，

不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料,华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正,但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据,该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断,可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有,未经华鑫证券书面授权,任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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,华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权,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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。