

2017年04月26日

公司研究

评级：增持（维持）

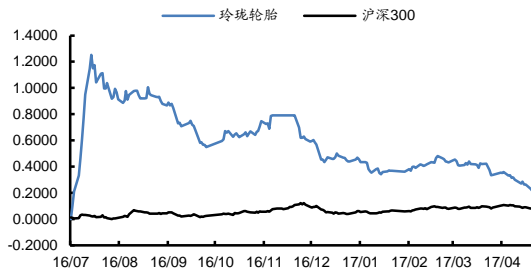
研究所

证券分析师：周绍倩 S0350516070001  
021-20281098 zhousq01@ghzq.com.cn

## 成本压力开始缓解，一季度利润率处于全年低点

### ——玲珑轮胎（601966）2017年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
玲珑轮胎	-15.8	-12.8	19.4
沪深300	-1.3	1.7	8.4

市场数据

2017-04-26

当前价格（元）	22.31
52周价格区间（元）	15.58 - 43.00
总市值（百万）	26772.00
流通市值（百万）	4462.00
总股本（万股）	120000.00
流通股（万股）	20000.00
日均成交额（百万）	278.59
近一月换手（%）	35.86

相关报告

《玲珑轮胎（601966）深度报告：海外工厂产销稳定，应对美国“双反”终裁》——2017-02-07

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

## 事件：

玲珑轮胎发布2016年年报：报告期内，公司实现营业收入105.18亿元，同比增长20.43%，实现归属于上市公司股东净利润10.10亿元，同比增长49.09%，扣非后同比增长34.71%，基本每股收益0.92元，同比增长35.29%，符合预期。

同时发布2017年第一季度季报：报告期内，公司实现营业收入33.74亿元，同比增长51.19%，实现归属于上市公司股东净利润2.55亿元，同比下降6.67%，扣非后同比下降5.84%，基本每股收益0.21元，同比下降22.22%。

## 投资要点：

- 产能释放，收入增长超预期** 产能逐步释放，带动销售收入持续增长，2016全年累计实现轮胎总产量4333万套，同比增长17.5%，其中半钢胎整体产量同比增长14.7%，主要是由于柳州工厂产量同比增加2.96倍，泰国工厂产量同比增长28.03%。全钢胎整体产量同比增长39.5%，主要是由于德州工厂产能同比增长43.83%，泰国工厂产量同比增长8.21倍，以及招远工厂产量同比增长22.39%。2017年一季度收入同比增长51%，如刨去原材料涨价因素导致的售价上涨，产销量增长带动的内生性收入增长仍超预期。
- 原料价格4月开始回调，成本压力得以缓和** 受东南亚地区洪水和境外大宗商品市场价格波动等影响，2016年开始橡胶价格大幅上涨，关键原材料的价格上涨造成公司营收增速不及成本增速，毛利率出现明显下降，高价的备货库存导致2017年一季度公司毛利率降至23%。随着4月原材料价格开始回调，成本压力得以缓和，预计全年盈利能力将优于一季度。
- 销售费用增加较快，长期有利于提升品牌价值** 2016年内销售费用同比增长40.19%，主要是由于加大了营销和品牌宣传，包括赞助沃尔夫斯堡足球俱乐部、中国卡车公开赛等广告宣传。财务费用同比减少52.7%，其中由于美元汇率波动影响公司汇兑收益较去年同期增加1.05亿元。销售费用的增加长期有利于提升品牌价值，尤其利于提升海外市场拿订单能力。
- 盈利预测和投资评级：维持增持评级** 预估公司2017/2018/2019年EPS分别为0.92/1.03/1.26元，对应当前股价PE分别为25/22/18倍，

维持增持评级。

- **风险提示:** 橡胶价格大幅上涨的风险; 国际贸易壁垒的风险; 产能扩张进度低于预期的风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	10518	13402	14067	15474
增长率(%)	20%	27%	5%	10%
净利润(百万元)	1010	1109	1232	1513
增长率(%)	49%	10%	11%	23%
摊薄每股收益(元)	0.84	0.92	1.03	1.26
ROE(%)	12.61%	12.60%	12.74%	14.09%

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

表 1: 玲珑轮胎盈利预测表

证券代码:	601966.SH				股价:	22.31				投资评级:	增持				日期:	2017-04-26			
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	13%	13%	13%	14%	EPS	0.84	0.92	1.03	1.26										
毛利率	28%	25%	26%	27%	BVPS	6.67	7.33	8.05	8.95										
期间费率	17%	16%	16%	16%	<b>估值</b>														
销售净利率	10%	8%	9%	10%	P/E	27.04	24.64	22.17	18.05										
<b>成长能力</b>					P/B	3.41	3.11	2.83	2.54										
收入增长率	20%	27%	5%	10%	P/S	2.60	2.04	1.94	1.77										
利润增长率	49%	10%	11%	23%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>										
总资产周转率	0.59	0.68	0.67	0.69	营业收入	10518	13402	14067	15474										
应收账款周转率	4.57	4.57	4.57	4.57	营业成本	7590	10004	10364	11250										
存货周转率	4.04	4.04	4.04	4.04	营业税金及附加	88	78	82	90										
<b>偿债能力</b>					销售费用	744	898	965	1061										
资产负债率	55%	56%	54%	52%	管理费用	751	927	999	1099										
流动比	0.87	0.98	1.09	1.21	财务费用	169	191	188	185										
速动比	0.63	0.70	0.80	0.91	其他费用 / (-收入)	(114)	(95)	(100)	(100)										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	1062	1210	1370	1689										
现金及现金等价物	2290	2866	3712	4701	营业外净收支	61	50	30	30										
应收款项	2303	2934	3080	3388	利润总额	1123	1260	1400	1719										
存货净额	1877	2494	2583	2805	所得税费用	113	151	168	206										
其他流动资产	322	410	430	473	净利润	1010	1108	1232	1513										
<b>流动资产合计</b>	<b>6792</b>	<b>8704</b>	<b>9805</b>	<b>11366</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)										
固定资产	9582	9843	10287	10201	归属于母公司净利润	1010	1109	1232	1513										
在建工程	348	48	(452)	(452)	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>										
无形资产及其他	515	503	493	484	经营活动现金流	2392	(610)	1519	1279										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1010	1108	1232	1513										
<b>资产总计</b>	<b>17962</b>	<b>19824</b>	<b>20859</b>	<b>22324</b>	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)										
短期借款	3109	3109	3109	3109	折旧摊销	810	690	707	735										
应付款项	3067	4074	4221	4582	公允价值变动	0	5	0	0										
预收帐款	257	327	344	378	营运资金变动	572	(2414)	(419)	(968)										
其他流动负债	1340	1340	1340	1340	投资活动现金流	(980)	39	56	86										
<b>流动负债合计</b>	<b>7773</b>	<b>8850</b>	<b>9013</b>	<b>9409</b>	资本支出	(348)	39	56	86										
长期借款及应付债券	1924	1924	1924	1924	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	251	251	251	251	其他	(632)	0	0	0										
<b>长期负债合计</b>	<b>2175</b>	<b>2175</b>	<b>2175</b>	<b>2175</b>	筹资活动现金流	(836)	(324)	(360)	(442)										
<b>负债合计</b>	<b>9948</b>	<b>11025</b>	<b>11189</b>	<b>11584</b>	债务融资	(2160)	0	0	0										
股本	1200	1200	1200	1200	权益融资	2516	0	0	0										
股东权益	8014	8798	9670	10740	其它	(1192)	(324)	(360)	(442)										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17962</b>	<b>19824</b>	<b>20859</b>	<b>22324</b>	现金净增加额	576	(896)	1215	923										

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学汽车专业，汽车行业 OEM 四年工作经验，证券行业 A+H 股两年研究经验，2016 年加入国海证券研究所。

葛家南，联系人，南京大学物理学学士，东京大学机械工学硕士，2015 年加入国海证券研究所。

## 【分析师承诺】

周绍倩，本人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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。