

化工

2017年08月29日

玲珑轮胎 (601966)

——2017H1 业绩低于预期，品牌及配套优势明显，产销稳定增长

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据： 2017年08月28日

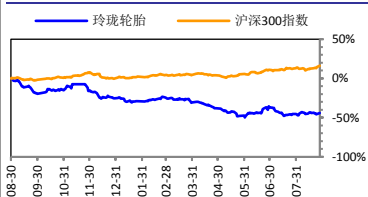
收盘价(元)	19.95
一年内最高/最低(元)	36.13/17.9
市净率	2.9
息率(分红/股价)	0.83
流通A股市值(百万元)	7868
上证指数/深证成指	3362.65 / 10809.74

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	6.82
资产负债率%	56.48
总股本/流通A股(百万)	1200/394
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《玲珑轮胎(601966)点评：作为国内唯一轮胎上市公司纳入MSCI，品牌、配套优势明显，受益原材料价格下跌周期》 2017/06/22

《玲珑轮胎(601966)点评：业绩略低于预期，Q1销量维持高增长，全年业绩仍有望大幅增长》 2017/04/26

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

张兴宇 A0230116070008
zhangxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxin@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2017 半年报：**营业收入 67.32 亿元 (YoY+42.01%)，归母净利润为 4.34 亿元 (YoY-22.11%)，其中 Q2 归母净利润 1.79 元 (QoQ-29.80%)，低于预期（我们预计 Q2 为 2.5 亿元）。业绩低于预期主要因为 1) 原材料价格大幅上涨，轮胎涨价难以覆盖原料涨价，Q2 净利润率 5.31%，较 Q1 下降 2.25 个百分点；2) 公司上半年三费增加，其中财务费用 1.70 亿元，同比增长 22.47%，主要是受美元、泰铢汇率变动影响，汇兑损失费用增加；公司管理费用 4.19 亿元，同比增长 14.87%，主要受研发投入及员工费用增加（研发支出 2.44 亿元，同比增长 47.75%）；销售费用 3.59 亿元，同比增长 7.97%，主要因为运费增加。3) 公司计提存货跌价损失约 3494 万元。
- **“3+3 战略”稳步推进，上半年轮胎产销稳定增长，全球化布局初见端倪。**公司上半年轮胎产量 2443.64 万条，同比增长 21.46%；销量 2377.58 万条，同比增长 21.90%。国内招远、德州、柳州三个制造基地并行发展；国外泰国工厂为制造全球化战略起点，最终在海外建设 3 个制造业基地。公司现有半钢胎年产能 4134 万条、全钢胎年产能 720 万条，2019 年底规划年产能扩张至半钢胎 7200 万条，全钢胎 1030 万条，未来产能持续投产放量，助力业绩持续高速增长。
- **品牌及配套优势明显，正式成为大众全球供应商。**2017 年玲珑品牌价值达到 305.62 亿元，品牌价值连续多年稳居本土轮胎行业首位。公司已为中国一汽、中国重汽、陕西重汽等 60 多家整车厂提供配套，并成为国内唯一一家同时通过通用、福特、大众等供应商评审的企业。公司已经进入大众全球供应商体系，未来有望进入大众多款中高端车型，配套比例提高大幅拉动替换需求并且提高公司品牌知名度。
- **泰国玲珑受益税收优惠政策及原材料成本较低，利润率远远高于国内。**公司从 2011 年 11 月起布局泰国地区产能，目前已经基本具备 1000 万条半钢、120 万条全钢的实际生产能力，成功规避美国半钢胎双反影响。泰国玲珑将于产生业务收入之日起八年内免交 20% 的泰国企业所得税，五年减半征收的优惠政策，2014 年是泰国玲珑的第一个免税年度，未来几年仍长期受益。
- **盈利预测与估值。**公司是国内轮胎行业龙头，纳入 MSCI，未来几年产能持续扩张，泰国工厂盈利良好，未来业绩有望重回高增长，进入大众配套进程有望加速；维持“增持”评级，下调盈利预测。预计 2017-19 年 EPS 为 0.98、1.28、1.66 元（调整前为 1.29、1.77、2.05 元），对应净利润 11.72、15.41、19.92 亿元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 20X、16X、12X。
- **风险提示：**1) 原材料价格大幅波动；2) 产能扩张不及预期；3) 销售不及预期。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,518	6,732	13,042	14,856	17,835
同比增长率(%)	20.43	42.01	24.00	13.90	20.10
净利润(百万元)	1,010	434	1,172	1,541	1,992
同比增长率(%)	49.09	-22.11	16.10	31.40	29.30
每股收益(元/股)	0.84	0.36	0.98	1.28	1.66
毛利率(%)	27.8	22.1	25.6	27.3	27.9
ROE(%)	12.6	5.3	13.0	14.6	15.9
市盈率	24		20	16	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,278	8,734	10,518	13,042	14,856	17,835
营业收入同比增长率 (yoy)	-11.00%	-15.03%	20.43%	24.00%	13.90%	20.10%
减: 营业成本	7,526	6,227	7,590	9,709	10,807	12,864
毛利率 (%)	26.77%	28.70%	27.84%	25.60%	27.30%	27.90%
减: 营业税金及附加	50	73	88	110	125	150
主营业务利润	2,701	2,434	2,840	3,223	3,924	4,821
主营业务利润率 (%)	26.28%	27.87%	27.00%	24.71%	26.41%	27.03%
减: 销售费用	546	531	744	796	921	1,088
减: 管理费用	744	668	751	965	1,099	1,355
减: 财务费用	371	356	169	198	165	123
经营性利润	1,041	879	1,176	1,264	1,739	2,255
经营性利润同比增长率 (yoy)	-19.60%	-15.55%	33.86%	7.45%	37.58%	29.67%
经营性利润率 (%)	10.12%	10.06%	11.18%	9.69%	11.71%	12.64%
减: 资产减值损失	66	73	113	-39	25	41
加: 投资收益及其他	2	-7	-1	0	0	0
营业利润	972	803	1,062	1,303	1,713	2,214
加: 营业外净收入	37	-26	61	0	0	0
利润总额	1,009	778	1,123	1,303	1,713	2,214
减: 所得税	175	100	113	131	173	223
净利润	834	677	1,010	1,172	1,540	1,991
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	834	678	1,010	1,172	1,541	1,992
净利润同比增长率 (yoy)	-14.88%	-18.77%	49.09%	16.10%	31.40%	29.30%
全面摊薄总股本	1,000	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200
每股收益 (元)	0.83	0.68	0.92	0.98	1.28	1.66
归属母公司所有者净利润率 (%)	8.12%	7.76%	9.60%	10.80%	12.00%	11.60%
ROE	18.37%	15.54%	12.62%	13.00%	14.60%	15.90%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。