



上次评级: 买入, 2019.10.28

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: +86 10 83326847

邮箱:

zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 研究助理

联系电话: +86 10 83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

相关研究

《共享出行带来行业巨变, 国产轮胎龙头迎风起飞!》2019.10

前3季度净利已超去年全年, 国产轮胎龙头起飞之路正在验证!

2019年10月31日

事件:

2019年10月30日, 公司发布2019年前三季度报, 2019年前3季度, 公司实现营业收入113.27亿元, 同比增长10.14%, 实现归母净利润9.5亿元, 同比增长83.84%, 对应摊薄每股收益0.35元。

点评:

- **营收净利润均创历史新高, 各项指标均大幅提升。**2019年前3季度, 公司实现营业收入113.27亿元, 同比增长10.14%, 实现归母净利润9.5亿元, 同比增长83.84%, 扣非后归母净利润9.3亿元, 同比增长97.28%。公司前三季度归母净利润已经超过2018年全年, 创历史新高。2019年3季度单季度, 公司实现营业收入42.3亿元, 同比增长13.87%, 实现归母净利润4.4亿元, 同比增长120.11%, 公司销售毛利率达到26%, 比去年同期高5.76个百分点, 净利率10.44%, 比去年同期高5.04个百分点, 公司毛利率和净利率水平均大幅提升! 公司经营业绩的大幅提升, 主要来自于3个方面, 一方面, 随着公司产能的逐步提升, 公司产销量继续保持平稳增长, 2019年3季度, 公司轮胎产量991.4万条, 同比增长16%, 销量1033.52万条, 同比增长13%; 第二方面, 在销售价格方面, 随着公司产品价值提升和产品结构调整, 2019年3季度, 公司轮胎价格同比增长5.64%; 第三方面, 公司主要原材料价格天然橡胶、合成橡胶、炭黑和钢丝帘线价格同比下降6.9%。提量、提价、降费, 三管齐下, 使得公司经营业绩大幅提升!
- **推出股权激励计划, 彰显公司发展信心。**根据公司2019年10月22日公告, 公告拟向在任的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干员工44名人员授予限制性股票, 授予价格为2.04元/股, 授予股票数量1.34亿股, 占公司总股本的4.99%。股权激励计划的推出, 有助于公司核心管理层员工与公司发展深度绑定, 进一步推动公司业绩增长。同时, 根据股权激励计划业绩考核目标, 公司2019-2021年度, 以2018年净利润为基准, 分别增长率不低于30%、60%、90%, 分别对应净利润8.6亿元、10.69亿元和12.69亿元, 公司2019年已于3季度提前完成当年业绩目标!
- **海外布局成为发展重点, 越南工厂再增240万条全钢产能。**海外布局已经成为国产轮胎崛起的必经之路, 公司已经在越南拥有1000万条/年半钢轮胎产能和120万条/年全年产能, 抢占了发展的先机。2018年, 越南工厂实现归母净利润5.15亿元, 占公司总净利润的77%。2019年上半年, 越南工厂贡献净利润3.25亿元, 占上半年利润64%。越南工厂已经成为公司利润的重要来源! 目前, 公司在越南与固铂轮胎合建240万条/年全年产能, 预计于2020年上半年投产, 随着越南工厂产能的提升, 公司盈利能力有望进一步大幅提升!



➤ **盈利预测及评级:** 我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别达到 9.72 亿元、10.43 亿元和 13.22 亿元, 同比增长 45.54%、7.27%和 26.82%, 以公司当前股本计算摊薄 EPS 分别达到 0.36 元、0.39 元和 0.49 元, 对应 2019 年 10 月 30 日收盘价 (4.24 元/股) 的动态 PE 分别为 12 倍、11 倍和 9 倍, 维持“买入”评级。

➤ **风险因素:** 1、全球宏观经济形势波动, 导致需求持续下行。2、中国轮胎出口持续遭遇更为严厉的国际反倾销打压的风
险 3、天然橡胶、合成橡胶价格大幅波动的风险

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	13,806.90	13,684.75	15,215.90	16,176.69	18,311.59
增长率 YoY %	24.02%	-0.88%	11.19%	6.31%	13.20%
归属母公司净利润(百万元)	329.89	668.13	972.37	1,043.03	1,322.79
增长率 YoY%	-8.93%	102.54%	45.54%	7.27%	26.82%
毛利率%	16.47%	19.82%	20.41%	20.39%	21.21%
净资产收益率 ROE%	6.28%	10.89%	14.46%	13.61%	14.95%
EPS(摊薄)(元)	0.12	0.25	0.36	0.39	0.49
市盈率 P/E(倍)	35	17	12	11	9
市净率 P/B(倍)	1.92	1.81	1.60	1.40	1.20

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 10 月 30 日收盘价



单位:百万元

利润表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,806.90	13,684.75	15,215.90	16,176.69	18,311.59
营业成本	11,533.12	10,971.84	12,110.80	12,878.42	14,428.28
营业税金及附加	70.84	67.39	74.93	79.66	90.18
销售费用	870.10	869.17	966.42	1,027.44	1,163.04
管理费用	597.12	365.95	406.90	432.59	489.68
研发费用	0.00	230.59	256.38	272.57	308.55
财务费用	302.55	288.43	209.84	204.83	196.26
减值损失合计	79.52	229.96	110.73	122.84	160.25
投资净收益	15.52	41.59	19.31	25.47	28.79
其他	6.73	31.99	37.74	34.85	36.30
营业利润	375.92	735.01	1,136.95	1,218.64	1,540.44
营业外收支	-23.64	-12.44	-12.16	-12.12	-10.30
利润总额	352.27	722.56	1,124.79	1,206.52	1,530.14
所得税	36.05	65.63	168.72	180.98	229.52
净利润	316.22	656.94	956.07	1,025.54	1,300.62
少数股东损益	-13.66	-11.20	-16.30	-17.48	-22.17
归属母公司净利润	329.89	668.13	972.37	1,043.03	1,322.79
EBITDA	1,322.74	1,772.21	2,064.22	2,194.81	2,572.00
EPS (当年)(元)	0.12	0.25	0.36	0.39	0.49

单位:百万元

现金流量表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,150.06	1,998.90	1,824.98	1,954.68	2,231.19
净利润	316.22	656.94	956.07	1,025.54	1,300.62
折旧摊销	695.76	817.48	741.40	795.62	846.51
财务费用	274.71	232.17	198.03	192.67	195.35
投资损失	-15.52	-33.75	-19.31	-25.47	-28.79
营运资金变动	-204.55	105.70	-155.62	-144.87	-227.28
其它	83.44	220.37	104.40	111.19	144.77
投资活动现金流	-1,566.19	-170.02	-649.68	-646.86	-696.58
资本支出	-843.49	-475.68	-668.98	-672.33	-725.37
长期投资	3.06	320.89	19.31	25.47	28.79
其他	-725.76	-15.23	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	874.90	-1,509.73	-333.04	-192.67	-195.35
吸收投资	1,295.30	134.78	0.00	0.00	0.00
借款	590.09	-880.27	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	393.86	368.12	333.04	192.67	195.35
现金流净增加额	428.07	337.79	842.26	1,115.15	1,339.25

单位:百万元

资产负债表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,909.11	6,859.29	8,139.52	9,541.14	11,482.67
货币资金	2,032.84	2,343.43	3,185.68	4,300.83	5,640.09
应收票据	95.25	206.41	229.51	244.00	276.20
应收账款	1,527.95	1,469.86	1,634.32	1,737.52	1,966.83
预付账款	310.48	141.33	156.00	165.89	185.85
存货	2,085.61	2,271.04	2,506.79	2,665.68	2,986.48
其他	856.98	427.22	427.22	427.22	427.22
非流动资产	8,145.86	8,428.91	8,362.82	8,251.19	8,145.52
长期股权投资	0.00	231.92	231.92	231.92	231.92
固定资产(合计)	5,969.05	6,358.54	6,219.77	6,208.58	6,062.50
无形资产	594.28	586.65	616.62	617.01	622.21
其他	1,582.52	1,251.80	1,294.51	1,193.67	1,228.89
资产总计	15,054.97	15,288.20	16,502.34	17,792.32	19,628.19
流动负债	8,230.18	8,434.07	8,827.15	9,091.59	9,626.84
短期借款	3,441.73	3,564.45	3,564.45	3,564.45	3,564.45
应付票据	1,264.02	1,860.28	2,053.39	2,183.55	2,446.33
应付账款	1,810.13	1,824.39	2,013.78	2,141.42	2,399.13
其他	1,714.30	1,184.94	1,195.53	1,202.17	1,216.93
非流动负债	851.94	536.59	536.59	536.59	536.59
长期借款	762.45	449.92	449.92	449.92	449.92
其他	89.49	86.66	86.66	86.66	86.66
负债合计	9,082.12	8,970.66	9,363.74	9,628.17	10,163.43
少数股东权益	5.75	9.06	-7.23	-24.72	-46.89
归属母公司股东权益	5,967.09	6,308.48	7,144.64	8,187.66	9,510.45
负债和股东权益	15,054.97	15,288.20	16,501.14	17,791.12	19,626.99

单位:百万元

重要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,806.90	13,684.75	15,215.90	16,176.69	18,311.59
同比(%)	24.02%	-0.88%	11.19%	6.31%	13.20%
归属母公司净利润	329.89	668.13	972.37	1,043.03	1,322.79
同比(%)	-8.93%	102.54%	45.54%	7.27%	26.82%
毛利率(%)	16.47%	19.82%	20.41%	20.39%	21.21%
ROE%	6.28%	10.89%	14.46%	13.61%	14.95%
EPS (摊薄)(元)	0.12	0.25	0.36	0.39	0.49
P/E	35	17	12	11	9
P/B	1.92	1.81	1.60	1.40	1.20
EV/EBITDA	12.75	9.02	7.74	7.28	6.21



研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料科学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。
洪英杰，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com



分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度、独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中任何具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司提供任何形式的融资、发行、承销、销售、购买、出售、经纪或其他服务。本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。