



股权激励目标明确 轮胎龙头成长可期

玲珑轮胎(601966)

事件概述

公司发布 2019 年限制性股票激励计划草案：拟授予公司内部 295 名激励对象的限制性股票数量为 12,807,000 股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 1,200,013,403 股的 1.07%。股票的授予价格为每股 10.38 元/股。本激励计划授予的限制性股票将分为三期解除受限：1) 第一期自授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止，解除受限比例 30%；2) 第二、三期分别往后递延一年，解除受限比例为 30%、40%。

分析判断

► 激励计划考核目标明确，对应 19-21 年业绩增速 30%/15%/13%

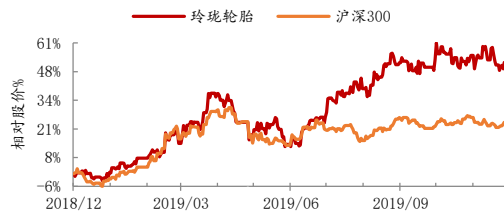
本次激励计划分三年三期实施考核管理办法：目标为以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长率分别不低于 30%、50%、70%，对应 2019-2021 年净利润分别为 15.4、17.7、20.1 亿元，每年同比增速分别为 30.0%、15.4%、13.3%。公司目前处于业务高速发展阶段，前装车厂配套客户扩展情况较好，后装零售市场替换需求稳定，我们认为，公司未来三年业绩大概率完成考核目标。而公司发起本次股权激励的目的在于：1) 为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才。2) 充分调动公司董事、高级管理人员及其他骨干人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，提升公司的市场竞争能力与可持续发展能力。

► 2019Q1-Q3 业绩高速增长，成本优势显著

2019Q1-Q3 实现营收 125.1 亿元，同比增长 13.3%；归母净利润 12.1 亿元，同比增长 37.4%。公司业绩高速增长，主要受益于：1) 客户拓展进程顺利，新订单驱动营收增长。公司积极开拓销售市场，提升产品质量，实现 2019Q3 轮胎产品销量 1,470.5 万条，同比增长 10.9%。2) 原材料价格优势保证高毛利率。2019Q1-Q3 公司毛利率 26.0%，2019Q3 更是高达 27.5%，远超行业平均水平，说明公司在橡胶等重要原材料供应上具备较强议价能力，2019Q3 天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线、帘子布五项主要原材料总体价格同比下降 7.7%。3) 三项费率严格管控保证高净利率。2019Q1-Q3 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 6.0%、3.0%、4.2%，三项费率保持往年水平，精细化管理提升运营效率，报告期内公司净利率上升 1.7pp 至 9.7%。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	24.12
最新收盘价：	20.76
股票代码：	601966
52 周最高价/最低价：	21.93/13.4
总市值(亿)	249.12
自由流通市值(亿)	249.12
自由流通股数(百万)	1,200.01



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

分析师：周沐
邮箱：zhoumu@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090004

相关研究

1. 玲珑轮胎(601966.SH) 季报点评：配套拉动零售 业绩高速增长
2019.10.27

▶ 配套客户拉动零售市场，驱动长期成长逻辑

轮胎业务主要分为配套（前装）和零售（后市场）两个市场，公司遵循配套拉动零售的模式，实现双向发力：1) 配套市场方面，公司通过完善产品系列，升级产品性能，优化产品结构，不断提升产品档次，2019H1 成功配套一汽大众捷达主胎、长安福特福睿斯两款主胎、雷诺电动车主胎和一汽红旗 L5 国宾车民用版补气保用轮胎等。在成功进入合资车企供应链后，公司有望继续渗透更多产品，开拓更多优质车企客户。2) 零售市场方面，替换需求源于配套，配套市场实现突破后，公司零售市场长期增长可期；同时，公司升级零售市场营销战略，深耕细分产品、空白区域开发以及渠道下沉，2019H1 海内外轮胎零售销量均实现 10% 以上增长。

投资建议

股权激励考核目标明确，稀缺轮胎龙头成长可期。在竞争格局相对稳定的全球轮胎行业，公司是国内前装配套领域率先渗透合资车企供应链体系的轮胎供应商，掌握两大核心竞争力：① 客户结构优质；② 成本优势显著；零售市场依托保有量稳步增长，公司配套拉动零售，长期来看替换需求驱动零售增长。我们维持盈利预测：预计公司 2019-2021 年实现营收 176.2、207.5、232.2 亿元，归母净利 16.1、18.7、20.7 亿元，EPS 分别为 1.34、1.56、1.72 元，对应 PE 15.5、13.3、12.0 倍。给予公司 2019 年 18 倍目标 PE，维持目标价 24.12 元，维持“增持”评级。

风险提示

橡胶等重要原材料价格波动影响毛利水平；新订单落地不达预期；竞争格局变化，海外轮胎巨头外部打压，价格战影响公司盈利情况。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13918.07	15301.58	17619.05	20754.48	23221.02
YoY (%)	32.33	9.94	15.15	17.80	11.88
归母净利润(百万元)	1047.83	1181.22	1605.63	1866.42	2069.69
YoY (%)	3.72	12.73	35.93	16.24	10.89
毛利率 (%)	23.86	23.70	26.04	25.16	24.96
每股收益 (元)	0.87	0.98	1.34	1.56	1.72
ROE (%)	12.04	11.80	14.03	14.02	13.46
市盈率	23.76	21.08	15.51	13.34	12.03

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	15301.58	17619.05	20754.48	23221.02	净利润	1181.36	1605.61	1866.44	2069.73
YoY (%)	9.94%	15.15%	17.80%	11.88%	折旧和摊销	963.01	1042.84	1123.30	1203.67
营业成本	11674.58	13031.05	15532.49	17426.18	营运资金变动	-570.00	-72.73	-331.42	-149.69
营业税金及附加	117.49	123.33	145.28	162.55	经营活动现金流	1841.97	3217.84	3292.69	3818.41
销售费用	909.18	1051.54	1219.10	1373.90	资本开支	-2469.59	-2354.67	-1668.67	-1887.50
管理费用	449.57	498.78	594.95	662.89	投资	-584.51	0.00	-20.00	-30.00
财务费用	232.67	633.15	621.90	626.24	投资活动现金流	-3056.54	-2294.67	-1622.67	-1844.90
资产减值损失	159.72	46.82	63.84	115.77	股权募资	1.50	0.00	0.00	0.00
投资收益	18.17	60.00	66.00	72.60	债务募资	1969.64	-1000.00	800.00	-500.00
营业利润	1278.64	1706.85	1973.57	2187.08	筹资活动现金流	3108.95	-2424.94	463.46	-1351.54
营业外收支	-47.46	0.00	0.00	0.00	现金净流量	1894.38	-1501.77	2133.49	621.97
利润总额	1231.18	1706.85	1973.57	2187.08	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	49.82	101.24	107.13	117.35	成长能力 (%)				
净利润	1181.36	1605.61	1866.44	2069.73	营业收入增长率	9.94%	15.15%	17.80%	11.88%
归属于母公司净利润	1181.22	1605.63	1866.42	2069.69	净利润增长率	12.73%	35.93%	16.24%	10.89%
YoY (%)	12.73%	35.93%	16.24%	10.89%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.98	1.34	1.56	1.72	毛利率	23.70%	26.04%	25.16%	24.96%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	7.72%	9.11%	8.99%	8.91%
货币资金	4429.12	2927.35	5060.84	5682.81	总资产收益率 ROA	4.58%	6.24%	6.29%	6.50%
预付款项	199.53	179.52	218.02	251.96	净资产收益率 ROE	11.80%	14.03%	14.02%	13.46%
存货	2447.33	2538.57	3037.71	3403.63	偿债能力 (%)				
其他流动资产	4961.76	5061.35	5809.58	6326.52	流动比率	1.14	1.00	1.21	1.26
流动资产合计	12037.74	10706.79	14126.15	15664.93	速动比率	0.89	0.75	0.93	0.97
长期股权投资	0.00	-20.00	-30.00	-80.00	现金比率	0.42	0.27	0.43	0.46
固定资产	10130.25	10431.81	10656.98	10859.81	资产负债率	61.17%	55.52%	55.15%	51.69%
无形资产	789.25	1499.50	2319.70	3100.71	经营效率 (%)				
非流动资产合计	13755.73	15037.55	15567.92	16186.75	总资产周转率	0.68	0.68	0.75	0.75
资产合计	25793.46	25744.34	29694.07	31851.68	每股指标 (元)				
短期借款	4781.11	4781.11	4781.11	4781.11	每股收益	0.98	1.34	1.56	1.72
应付账款及票据	3629.69	3651.42	4349.09	4880.54	每股净资产	8.34	9.54	11.09	12.82
其他流动负债	2138.53	2231.72	2517.33	2773.77	每股经营现金流	1.53	2.68	2.74	3.18
流动负债合计	10549.33	10664.25	11647.54	12435.42	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2956.18	1956.18	2756.18	2256.18	估值分析				
其他长期负债	2272.42	1672.42	1972.42	1772.42	PE	21.08	15.51	13.34	12.03
非流动负债合计	5228.60	3628.60	4728.60	4028.60	PB	1.64	2.18	1.87	1.62
负债合计	15777.93	14292.84	16376.13	16464.02					
股本	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00					
少数股东权益	7.98	7.96	7.98	8.02					
股东权益合计	10015.54	11451.50	13317.93	15387.66					
负债和股东权益合计	25793.46	25744.34	29694.07	31851.68					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。