

2020年04月15日

玲珑轮胎 (601966.SH)

公司快报

基础化工 | 橡胶制品 III

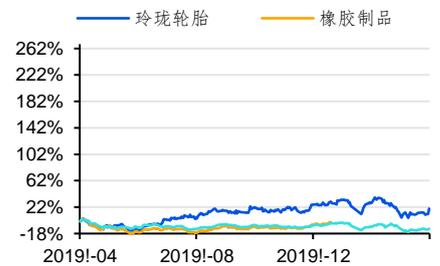
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2020-04-14) **21.31 元**

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 25,572.33 |
| 流通市值(百万元) | 25,299.41 |
| 总股本(百万股) | 1,200.02 |
| 流通股本(百万股) | 1,187.21 |
| 12个月价格区间 | 15.30/24.46 元 |

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

| | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 升幅% | | | |
| 相对收益 | 6.44 | -0.86 | 27.97 |
| 绝对收益 | 4.36 | -9.86 | 16.64 |

分析师

 肖索
 SAC 执业证书编号: S09105180070004
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20377056

相关报告

- 玲珑轮胎: 产能释放与成本下降齐助力, 三季度业绩超预期 2019-10-27
- 玲珑轮胎: 行业格局优化下的乘用车轮胎新贵 2019-09-09

19年盈利高增长, 海外生产基地加速扩张

投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布2019年年报, 2019年公司实现营收171.64亿元, 同比增长12.17%, 归母净利润16.68亿元, 同比增长41.20%, 扣非归母净利润15.56亿元, 同比增长33.90%; 其中2019年Q4实现营收46.55亿元, 同比增长9.36%, 归母净利润4.54亿元, 同比增长52.57%, 扣非归母净利润4.39亿元, 同比增长44.08%。
- ◆ **受益轮胎行业竞争格局优化, 产销同比正增长:** 据中国汽车工业协会发布, 中国2019年汽车产销分别完成2552.80万辆和2576.90万辆, 同比分别下降8.24%和8.23%; 根据轮胎分会数据, 2019年全国汽车轮胎总产量6.52亿条, 同比增长0.61%, 在汽车产销水平下降的情况下, 轮胎行业取得了正增长, 这说明国内轮胎行业和企业调整步伐加快, 大轮辋、宽断面、低滚阻和高耐磨的各种绿色高质量轮胎成为方向, 越来越受到市场欢迎。在行业增长的背景下, 公司2019年产销均实现同比正增长, 公司2019年全年累计生产轮胎6,194.7万条, 同比增长12.17%; 累计销售5,899.48万条, 同比增长10.37%。公司2019年半钢胎产量、海外工厂产量及公司利润居国内第一, 轮胎外胎产量、子午胎产量、全钢胎产量均位居国内第二。作为国内轮胎行业龙头, 公司将直接受益于轮胎行业竞争格局的优化。
- ◆ **归母净利润同比增长超40%, 盈利实现高增长:** 2019年公司归母净利润为16.68亿元, 同比增长41.20%, 净利润大幅增长。2019年公司毛利率为26.51%, 相较于2018年增长了2.81个百分点。毛利率的增长主要是因为轮胎产品成本的下滑。公司的主要原材料分别有天然胶、合成胶、炭黑、钢帘线以及帘子布, 这五种原材料除天然胶外其余四种材料在报告期内均呈现下降趋势, 天然胶平均价格比上一年上涨5.14%, 其余四种材料分别下降3.44%、15.18%、3.56%、5.62%。而且海外工厂产能的扩张进一步提升了公司的盈利能力, 报告期内海外业务的毛利率水平为30.82%, 而国内业务的毛利率水平为21.67%, 在海外业务的带动下, 公司的综合毛利率提升到了26.51%。
- ◆ **“5+3”升级“6+6”, 加速扩张产能:** 公司发布2020-2030年中长期发展战略, 发展战略由之前的“5+3”升级至“6+6”, 即: 国内6个生产基地, 海外6个生产基地。新战略规划的2030年产能约1.6亿条, 相比2025年规划多出约0.43亿条, 公司将借此跻身全球一级规模企业。而且海外基地的增加有利于公司享受海外税收优惠获取成本优势。截至2019年12月31日, 国内生产基地除了招远、德州、柳州三个生产基地外, 第四个工厂湖北荆门工厂一期已于2019年年底试生产, 第五个工厂于2020年3月确定选址在吉林长春; 海外生产基地方面, 2012年在泰国建设海外第一工厂, 2019年3月公司的第二个海外生产基地塞尔维亚工厂奠基。其它工厂将根据公司的整体规划逐步分期推进。公司国际化的生产基地布局可以增强公司接受订单的灵活性和机动性, 提升公司抵御原材料价格波动风险的能力。
- ◆ **投资建议:** 预测公司2020年至2022年每股收益分别为1.50元、1.67元和1.83元。净资产收益率分别为14.6%、14.3%和13.9%。维持公司“买入-A”投资评级。
- ◆ **风险提示:** 经济下行导致车市回暖不及预期; 配套客户拓展不及预期; 新工厂产能

释放不及预期；原材料价格大幅上涨。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 15,302 | 17,164 | 19,700 | 21,660 | 22,872 |
| YoY(%) | 9.9 | 12.2 | 14.8 | 10.0 | 5.6 |
| 净利润(百万元) | 1,181 | 1,668 | 1,805 | 2,005 | 2,197 |
| YoY(%) | 12.7 | 41.2 | 8.2 | 11.1 | 9.6 |
| 毛利率(%) | 23.7 | 26.5 | 27.1 | 27.1 | 27.1 |
| EPS(摊薄/元) | 0.98 | 1.39 | 1.50 | 1.67 | 1.83 |
| ROE(%) | 11.8 | 15.1 | 14.6 | 14.3 | 13.9 |
| P/E(倍) | 21.6 | 15.3 | 14.2 | 12.8 | 11.6 |
| P/B(倍) | 2.6 | 2.4 | 2.1 | 1.9 | 1.6 |
| 净利率(%) | 7.7 | 9.7 | 9.2 | 9.3 | 9.6 |

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 12038 | 10606 | 10820 | 10908 | 12077 | 营业收入 | 15302 | 17164 | 19700 | 21660 | 22872 |
| 现金 | 4429 | 3744 | 1663 | 2655 | 2061 | 营业成本 | 11675 | 12614 | 14366 | 15797 | 16681 |
| 应收票据及应收账款 | 3685 | 2720 | 4631 | 3451 | 5083 | 营业税金及附加 | 117 | 98 | 146 | 156 | 172 |
| 预付账款 | 200 | 316 | 276 | 375 | 312 | 营业费用 | 909 | 1064 | 1241 | 1365 | 1441 |
| 存货 | 2447 | 2759 | 3171 | 3349 | 3535 | 管理费用 | 450 | 520 | 955 | 1040 | 1098 |
| 其他流动资产 | 1277 | 1068 | 1079 | 1078 | 1085 | 研发费用 | 550 | 730 | 906 | 1040 | 1100 |
| 非流动资产 | 13756 | 15974 | 17318 | 17899 | 17716 | 财务费用 | 233 | 321 | 204 | 189 | 125 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 160 | -230 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 10130 | 11612 | 12977 | 13627 | 13539 | 公允价值变动收益 | 20 | 21 | 10 | 13 | 16 |
| 无形资产 | 789 | 761 | 780 | 801 | 833 | 投资净收益 | 18 | -4 | 2 | 3 | 5 |
| 其他非流动资产 | 2836 | 3601 | 3561 | 3470 | 3343 | 营业利润 | 1279 | 1648 | 1894 | 2090 | 2277 |
| 资产总计 | 25793 | 26581 | 28138 | 28807 | 29792 | 营业外收入 | 19 | 22 | 30 | 21 | 23 |
| 流动负债 | 10549 | 10753 | 11663 | 11476 | 11625 | 营业外支出 | 67 | 5 | 20 | 24 | 29 |
| 短期借款 | 4781 | 3279 | 4098 | 3279 | 3279 | 利润总额 | 1231 | 1665 | 1903 | 2087 | 2271 |
| 应付票据及应付账款 | 3630 | 4029 | 4694 | 4898 | 5230 | 所得税 | 50 | -2 | 98 | 82 | 74 |
| 其他流动负债 | 2139 | 3445 | 2871 | 3299 | 3115 | 税后利润 | 1181 | 1667 | 1805 | 2005 | 2197 |
| 非流动负债 | 5229 | 4796 | 4155 | 3353 | 2377 | 少数股东损益 | 0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 长期借款 | 4756 | 4267 | 3626 | 2824 | 1848 | 归属母公司净利润 | 1181 | 1668 | 1805 | 2005 | 2197 |
| 其他非流动负债 | 472 | 529 | 529 | 529 | 529 | EBITDA | 2665 | 3097 | 3177 | 3511 | 3748 |
| 负债合计 | 15778 | 15549 | 15818 | 14829 | 14002 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 8 | 6 | 6 | 6 | 5 | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 1200 | 1200 | 1200 | 1200 | 1200 | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 资本公积 | 2666 | 2666 | 2666 | 2666 | 2666 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 5702 | 7016 | 8320 | 9727 | 11270 | 营业收入(%) | 9.9 | 12.2 | 14.8 | 10.0 | 5.6 |
| 归属母公司股东权益 | 10008 | 11026 | 12315 | 13972 | 15785 | 营业利润(%) | 14.6 | 28.9 | 14.9 | 10.4 | 8.9 |
| 负债和股东权益 | 25793 | 26581 | 28138 | 28807 | 29792 | 归属于母公司净利润(%) | 12.7 | 41.2 | 8.2 | 11.1 | 9.6 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 23.7 | 26.5 | 27.1 | 27.1 | 27.1 |
| | | | | | | 净利率(%) | 7.7 | 9.7 | 9.2 | 9.3 | 9.6 |
| | | | | | | ROE(%) | 11.8 | 15.1 | 14.6 | 14.3 | 13.9 |
| | | | | | | ROIC(%) | 7.9 | 9.9 | 9.6 | 10.5 | 10.7 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 61.2 | 58.5 | 56.2 | 51.5 | 47.0 |
| | | | | | | 流动比率 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.6 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 4.5 | 5.4 | 5.4 | 5.4 | 5.4 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 3.6 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 21.6 | 15.3 | 14.2 | 12.8 | 11.6 |
| | | | | | | P/B | 2.6 | 2.4 | 2.1 | 1.9 | 1.6 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 11.8 | 10.1 | 10.4 | 8.7 | 8.0 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1842 | 2800 | 1318 | 4847 | 1958 |
| 净利润 | 1181 | 1667 | 1805 | 2005 | 2197 |
| 折旧摊销 | 963 | 1063 | 1001 | 1159 | 1272 |
| 财务费用 | 233 | 321 | 204 | 189 | 125 |
| 投资损失 | -18 | 4 | -2 | -3 | -5 |
| 营运资金变动 | -625 | -139 | -1679 | 1510 | -1615 |
| 其他经营现金流 | 108 | -117 | -10 | -13 | -16 |
| 投资活动现金流 | -3057 | -2323 | -2332 | -1723 | -1068 |
| 筹资活动现金流 | 3109 | -1645 | -1885 | -1313 | -1485 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.98 | 1.39 | 1.50 | 1.67 | 1.83 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.53 | 2.33 | 1.10 | 4.04 | 1.63 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.11 | 8.96 | 10.04 | 11.42 | 12.93 |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn