

2021年04月12日

# 玲珑轮胎 (601966.SH)

## 动态分析

### 2020年业绩超预期，股权激励彰显中长期信心

#### 投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2020年年报。公司2020年实现营收183.8亿元，同比增长7.1%；实现归母净利润22.2亿元，同比增长33.1%。其中Q4实现营收51.4亿元，同比增长10.3%；实现归母净利润6.2亿元，同比增长37.1%。业绩超预期。
- ◆ **轮胎行业竞争格局优化，龙头直接受益：**2020年全年累计销售轮胎6,332.54万条，同比增长7.34%。中国纳入统计部门监测的轮胎工厂，从过去的500多家已下降到230家左右；通过CCC安全产品认证的汽车轮胎工厂，从300多家减少到225家。据中国轮胎橡胶工业协会数据，会员单位42家轮胎产量2020年占中国轮胎产量的77%左右，前十约占中国轮胎产量53%，前十利润约占协会42家单位的97.29%，轮胎行业集中度越来越高，公司作为国内轮胎龙头企业将直接受益。
- ◆ **盈利能力向好，净利润增速远高于营收增速：**2020年公司归母净利润为22.2亿元，同比增长33.1%，净利润大幅增长。2020年公司毛利率为27.91%，相较于2019年增长了1.40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，这五种原材料在报告期内均呈现下降趋势，分别下降2.74%、12.64%、18.28%、4.67%和9.35%。2020年公司净利率为12.08%，相较于2019年提升2.37个百分点；费用方面销售/管理/财务/研发费用同比分别-9.49%/-2.12%/+22.12%/+4.52%至9.63亿元/5.09亿元/3.92亿元和7.63亿元。
- ◆ **股权激励彰显发展信心，看好公司长期发展：**本次股权激励计划考核目标以2019年净利润为基数，2020-2022年净利润增长率分别不低于30%/45%/60%，对应净利润21.67/24.17/26.67亿元，本次股权激励较2019年底公司的股权激励条件大幅提高（此前一年激励对应2019-2021年的净利润分别为15.38亿元、17.72亿元和20.13亿元），若考虑两期股权激励费用，公司2020-2022年需分别摊薄净利润0.84亿元、1.27亿元和0.61亿元，对应公司2020-2022年实际净利润完成额需分别达到22.51亿元、25.44亿元和27.28亿元。同时本次股权激励计划下沉至557名中层人员，占公司员工总人数3.32%，覆盖范围较广。公司连续两年的股权激励一方面彰显了公司对未来的发展信心，另一方面有利于调动公司核心骨干人员的积极性和凝聚力，同时便于吸引和留住优秀人才，有利于公司的长期发展。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2021年至2023年归母净利润分别为25.7亿元、27.5亿元和30.2元，净资产收益率分别为13.5%、12.8%和12.5%。维持“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**上游原材料价格大幅上涨；配套车型销量不及预期。

基础化工 | 橡胶制品 III

投资评级

**买入-A(维持)**

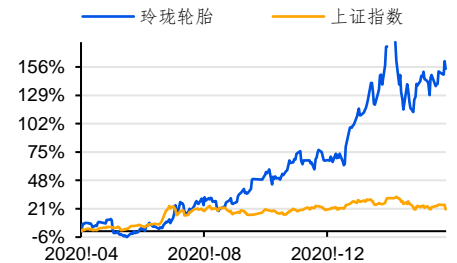
股价(2021-04-09)

49.65元

#### 交易数据

总市值(百万元)	68,194.89
流通市值(百万元)	67,349.73
总股本(百万股)	1,373.51
流通股本(百万股)	1,356.49
12个月价格区间	0.00/55.59元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.08	29.71	128.06
绝对收益	11.57	26.53	150.33

#### 分析师

 林帆  
 SAC 执业证书编号: S0910520120001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

#### 相关报告

- 玲珑轮胎：19年盈利高增长，海外生产基地加速扩张 2020-04-15
- 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

## 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17,164	18,383	22,036	26,443	30,428
YoY(%)	12.2	7.1	19.9	20.0	15.1
净利润(百万元)	1,668	2,220	2,570	2,753	3,015
YoY(%)	41.2	33.1	15.8	7.1	9.5
毛利率(%)	26.5	27.9	27.1	27.1	27.1
EPS(摊薄/元)	1.21	1.62	1.87	2.00	2.19
ROE(%)	15.1	13.4	13.5	12.8	12.5
P/E(倍)	40.0	30.0	26.0	24.2	22.1
P/B(倍)	6.2	4.0	3.5	3.1	2.8
净利率(%)	9.7	12.1	11.7	10.4	9.9

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

一、全年高增长，业绩超预期.....	4
二、“5+3”升级“6+6”，加速扩张产能.....	5
三、盈利预测.....	6
四、风险提示.....	7

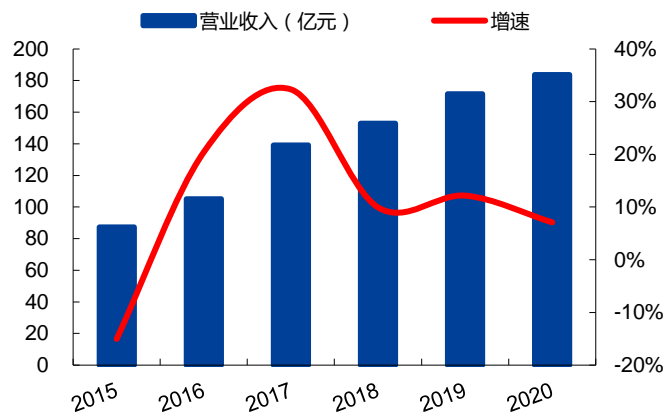
## 图表目录

图 1：营收（亿元）及增速.....	4
图 2：归母净利润（亿元）及增速.....	4
图 3：年度毛利率和年度净利率.....	4
图 4：季度毛利率和季度净利率.....	4
图 5：期间费用（亿元）和费用率.....	5
图 6：销售、管理、财务和研发费用（亿元）.....	5
图 7：销售、管理、财务和研发费用率（年度）.....	5
图 8：销售、管理、财务和研发费用率（季度）.....	5
图 9：“6+6”全球化战略.....	6
表 1：产能情况（单位：万套）.....	6

## 一、全年高增长，业绩超预期

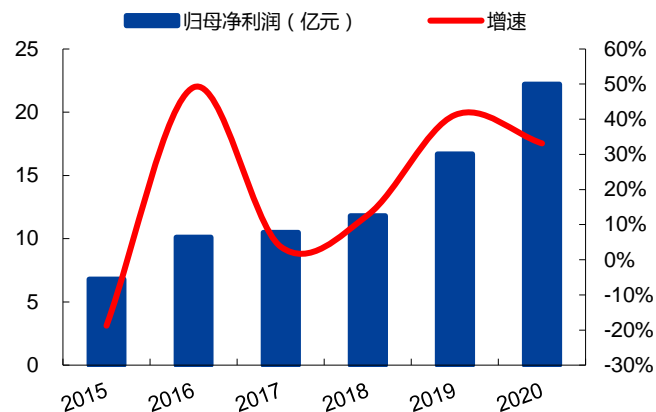
公司 2020 年实现营收 183.8 亿元，同比增长 7.1%；实现归母净利润 22.2 亿元，同比增长 33.1%。其中 Q4 实现营收 51.4 亿元，同比增长 10.3%；实现归母净利润 6.2 亿元，同比增长 37.1%。业绩超预期。

图 1：营收（亿元）及增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

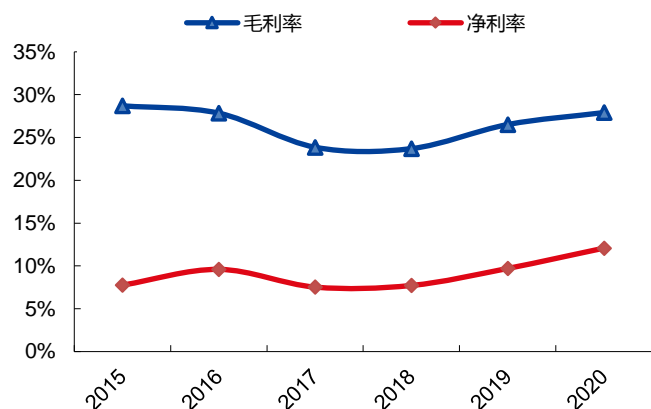
图 2：归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind, 华金证券研究所

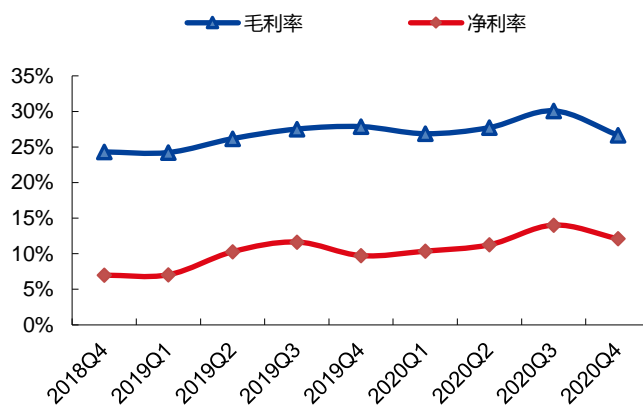
原材料成本下降，毛利率增长。2020 年毛利率为 27.91%，同比增长 1.4 个百分点；其中 Q4 毛利率为 26.67%，同比下降 1.2 个百分点。2020 年净利率为 12.08%，同比增长 2.4 个百分点；其中 Q4 净利率 12.11%，同比增长 2.37 个百分点。全年毛利率的增长主要是因为轮胎产品成本的下滑，公司的主要原材料分别有天然胶、合成胶、炭黑、钢帘线以及帘子布，这五种原材料在报告期内均呈现下降趋势，分别下降 2.74%、12.64%、18.28%、4.67%和 9.35%。

图 3：年度毛利率和年度净利率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

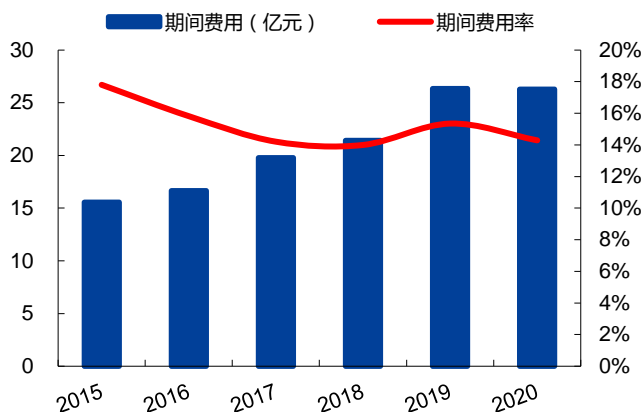
图 4：季度毛利率和季度净利率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

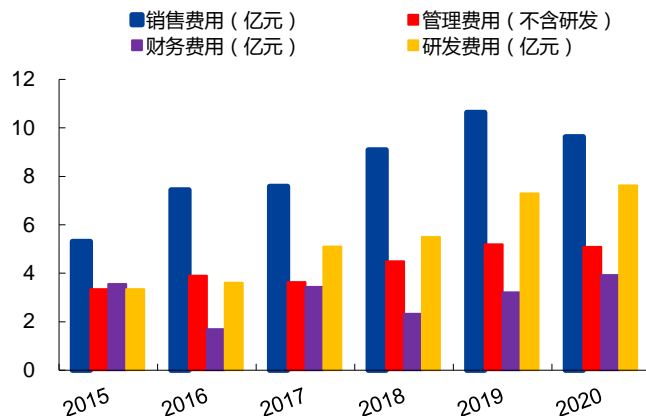
广告费用减少致销售费用下降。公司 2020 年期间费用同比下降 0.3%至 26.27 亿元，期间费用率 14.29%，比上年下降 1.06 个百分点。其中，销售、管理、财务、研发费用同比分别下降 9.49%、下降 2.12%、增长 22.12%、增长 4.52%至 9.63 亿元、5.09 亿元、3.92 亿元和 7.63 亿元；费用率分别下降 0.96 个百分点、下降 0.26 个百分点、增长 0.26 个百分点、下降 0.1 个百分点至 5.24%、2.77%、2.13%、4.15%。

图 5：期间费用（亿元）和费用率



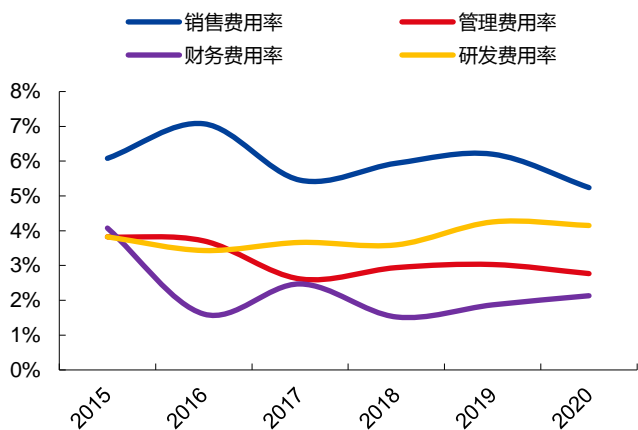
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 6：销售、管理、财务和研发费用（亿元）



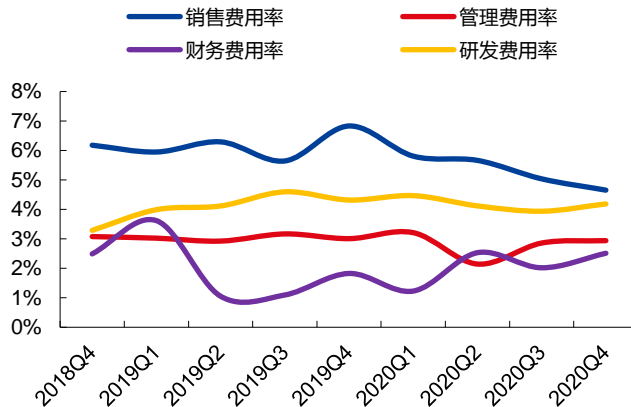
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 7：销售、管理、财务和研发费用率（年度）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 8：销售、管理、财务和研发费用率（季度）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

## 二、“5+3”升级“6+6”，加速扩张产能

战略布局由“5+3”全面升级为“6+6”战略，即：中国 6 个生产基地，海外 6 个生产基地并行发展。目前，公司在中国拥有招远、德州、柳州、荆门、长春（在建）五个生产基地，在海外拥有泰国、塞尔维亚（在建）两个生产基地。2020 年公司进行公开增发成功募集 19.91 亿用于荆门项目建设，荆门工厂一期工程目前已经达产，二期工程开始建设，将于 2021 年 4 月陆续投产。

通过生产基地的国际化优势布局，一方面有利于增强公司接受订单的灵活性和机动性，提升公司贸易全球化、异地化的实现能力以及抵御原材料价格波动风险的能力。另一方面，全球采购、全球生产、全球销售以及全球物流的产供销现代化体系将高质量推动公司整体产业的统筹协调、科学调配和合理运转。

图 9：“6+6”全球化战略



资料来源：公司公告，华金证券研究所

同时，加快塞尔维亚项目建设，一期工程计划于 2021 年三季度试生产；中国长春工厂于 2020 年 4 月举行启动仪式，一期工程计划于 2021 年 10 月试生产。公司通过智能制造不断提高轮胎生产效率、生产管理水平和产品质量一致性，进而提升公司整体竞争能力。

表 1：产能情况（单位：万套）

主要厂区或项目	设计产能	实际达成产能	产能利用率	在建产能预计完工时间
招远半钢	3,000	3,000	87.4%	
招远全钢	510	510	102.7%	
招远斜交	100	100	47.8%	
德州半钢	1,000	670	83.2%	
德州全钢	200	220	110.0%	
泰国半钢	1,500	1,500	81.9%	
泰国全钢	180	220	87.2%	
广西特胎	6	5	75.1%	
广西半钢	1,000	1,000	76.5%	
广西全钢	200	140	89.7%	二期项目于 2020 年 5 月开始逐渐投产
湖北半钢	1,200	200	74.5%	因疫情影响 2020 年 4 月底开始逐渐复工
湖北全钢	240	120	70.2%	因疫情影响 2020 年 4 月底开始逐渐复工
吉林半钢	1,200			预计 2022 年 4 月试生产
吉林全钢	200			预计 2021 年 10 月试生产
塞尔维亚半钢	1,200			预计 2021 年三季度试生产
塞尔维亚全钢	160			预计 2021 年三季度试生产
<b>合计</b>	<b>11,736</b>	<b>7,685</b>	<b>85.8%</b>	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 三、盈利预测

我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 25.7 亿元、27.5 亿元和 30.2 元，净资产收益率分别为 13.5%、12.8%和 12.5 %。维持“买入-A”的投资评级。

#### 四、风险提示

上游原材料价格大幅上涨；配套市场销量不及预期。

## 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	10606	11901	12894	15233	17315	<b>营业收入</b>	17164	18383	22036	26443	30428
现金	3744	4287	3191	4715	4987	营业成本	12614	13253	16057	19269	22171
应收票据及应收账款	2720	2751	3807	4062	4993	营业税金及附加	98	105	149	171	228
预付账款	316	549	488	756	675	营业费用	1064	963	1388	1666	1917
存货	2759	2875	3951	4240	5184	管理费用	520	509	827	1322	1582
其他流动资产	1068	1440	1458	1459	1475	研发费用	730	763	1014	1269	1464
<b>非流动资产</b>	15974	17398	19275	21357	22905	财务费用	321	392	-58	-78	-13
长期投资	0	30	60	90	120	资产减值损失	-230	-169	0	0	0
固定资产	11612	11813	13750	15797	17300	公允价值变动收益	21	5	11	14	13
无形资产	761	769	783	808	842	投资净收益	-4	9	5	7	4
其他非流动资产	3601	4786	4682	4662	4643	<b>营业利润</b>	1648	2319	2675	2845	3096
<b>资产总计</b>	26581	29299	32169	36589	40220	营业外收入	22	16	17	19	19
<b>流动负债</b>	10753	11166	11391	13357	14415	营业外支出	5	24	25	30	21
短期借款	3279	1565	1565	1565	1565	<b>利润总额</b>	1665	2311	2667	2834	3094
应付票据及应付账款	4029	5779	6104	8156	8252	所得税	-2	91	97	81	79
其他流动负债	3445	3823	3722	3637	4598	<b>税后利润</b>	1667	2220	2570	2752	3014
<b>非流动负债</b>	4796	1620	1696	1738	1632	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
长期借款	4267	1078	1153	1196	1089	<b>归属母公司净利润</b>	1668	2220	2570	2753	3015
其他非流动负债	529	543	543	543	543	EBITDA	3097	3510	3770	4184	4672
<b>负债合计</b>	15549	12787	13087	15095	16048						
少数股东权益	6	6	6	5	5	<b>主要财务比率</b>					
股本	1200	1374	1374	1374	1374	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2666	6806	6806	6806	6806	<b>成长能力</b>					
留存收益	7016	8725	10707	12880	15330	营业收入(%)	12.2	7.1	19.9	20.0	15.1
归属母公司股东权益	11026	16506	19077	21489	24167	营业利润(%)	28.9	40.7	15.3	6.4	8.8
<b>负债和股东权益</b>	26581	29299	32169	36589	40220	归属于母公司净利润(%)	41.2	33.1	15.8	7.1	9.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	26.5	27.9	27.1	27.1	27.1
						净利率(%)	9.7	12.1	11.7	10.4	9.9
						ROE(%)	15.1	13.4	13.5	12.8	12.5
						ROIC(%)	9.9	10.7	11.4	11.0	10.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	58.5	43.6	40.7	41.3	39.9
						流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
						速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	5.4	6.7	6.7	6.7	6.7
						应付账款周转率	3.3	2.7	2.7	2.7	2.7
						<b>估值比率</b>					
						P/E	40.0	30.0	26.0	24.2	22.1
						P/B	6.2	4.0	3.5	3.1	2.8
						EV/EBITDA	23.4	19.1	17.8	15.7	14.0

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

林帆声明，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