

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

玲珑轮胎(601966)

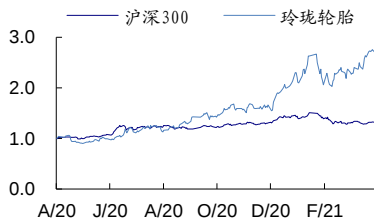
买入

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1,374/1,356
总市值/流通(百万元)	79,609/78,622
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	57.97/18.72

相关研究报告:

《玲珑轮胎-601966-2020 年年报点评: 业绩符合预期, 产能、客户、渠道推进有序》——2021-04-13

《玲珑轮胎-601966-重大事件快评: 反倾销初裁税率优于预期, 零售配套齐头并进》——2021-01-04

《玲珑轮胎-601966-2020 年三季报点评: Q3 利润+43.5%, 营收逐季提速》——2020-10-23

《玲珑轮胎-601966-2020 年中报点评: 利润符合预期, 新零售元年开启》——2020-08-12

《玲珑轮胎-601966-重大事件快评: 短期挑战不改长期逻辑, 全球化布局提速》——2020-05-19

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

符合预期, 轮胎产品价量齐升

● 2021Q1 营收略超预期, 利润符合预期, 新零售持续发力

玲珑轮胎 2021Q1 实现销售收入 49.87 亿元, 同比+39%, 环比-3%, 较 2019 年同期+24%; 归母净利润 4.95 亿元, 同比+33%, 环比-20%, 较 2019 年同期+74%; 扣非归母 4.58 亿元, 同比+36%, 环比-23%, 较 2019 年同期+82%。Q1 售出轮胎 1629 万条, 同比+34%, 环比-13%, 较 2019 年同期+18%; 轮胎单价为 300 元, 同比+3%, 环比+12%。**新零售模式持续发力, Q1 营收端略超预期, 轮胎产品量价齐升。**

● 21Q1 四费率同比-3pct, 毛利率一定程度受原材料成本压制

2021Q1, 玲珑轮胎的销售/管理/研发/财务费用率分别为 5%/3%/4%/-0.5%, 分别同比 -1/-0.2/-0.2/-2pct, 环比 +0.3/+0.0/+0.1/-3pct。Q1 合计四费率 12%, 同比-3pct, 环比-3pct; 毛利率 23%, 同比-4pct, 环比-4pct; 净利率 10%, 同比-0.5pct, 环比-2pct。毛销差(毛利率-销售费用率)为 18%, 同比-3.5pct, 环比-4.5pct。一季度毛销差下降原因或为轮胎原材料天然橡胶涨价所致。

● 远期战略清晰, 产能+客户+渠道推进有序

产能端:截至 2020 年底, 玲珑总产能 7685 万条, 湖北荆门一期 2020 年已达产, 二期预计 21 年 4 月投产(半钢+600, 全钢+80-120), 塞尔维亚一期预计 21 年 Q3 试生产(半钢+400); 长春一期预计 21 年 10 月试生产(全钢+100-120)。**客户端:**主胎持续突破大众、通用等中高端客户。**渠道端:**2020 年 3 月起推行新零售以来, 3-12 月国内零售市场销量+50%(全钢胎+60%+, 半钢胎+45%+), 全年国内零售销量+43%。截至 2020 年底, 新建旗舰店超 100 家, 品牌店超 1800 家, 注册门店超 2 万家。

● 风险提示: 反倾销关税、原材料价格快速上涨影响利润率。
● 维持盈利预测, 维持“买入”评级

Q1 业绩符合预期(营收略超预期), 维持盈利预测, 预计 21/22/23 年 EPS 分别 1.9/2.2/2.6 元, 对应 PE 分别 30/26/23 倍, 更新 2021 年目标估值为 67-72 元, 距离现价仍有 15%-25%的空间, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

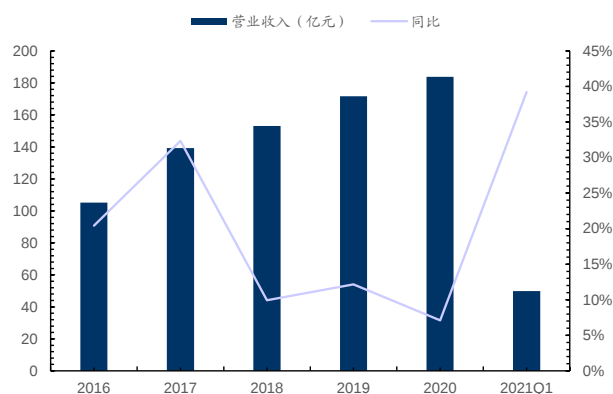
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,383	21,281	24,310	27,529
(+/-%)	7.1%	15.8%	14.2%	13.2%
净利润(百万元)	2220	2626	3036	3513
(+/-%)	33.1%	18.3%	15.6%	15.7%
摊薄每股收益(元)	1.62	1.91	2.21	2.56
EBIT Margin	19.3%	14.0%	14.1%	14.2%
净资产收益率(ROE)	13.5%	14.4%	15.0%	15.6%
市盈率(PE)	35.9	30.3	26.2	22.7
EV/EBITDA	19.6	21.6	19.0	17.1
市净率(PB)	4.82	4.37	3.94	3.54

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

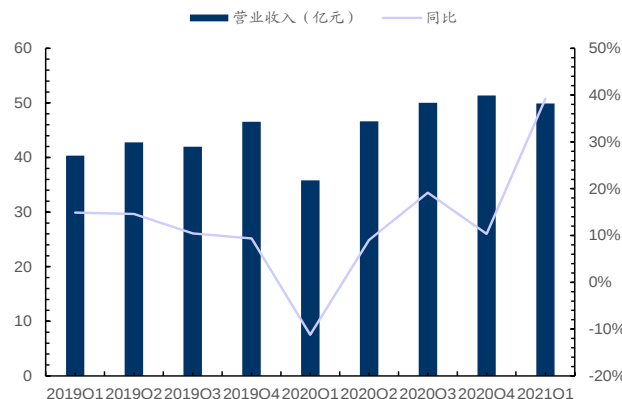
2021Q1 营收较 2019 年同期增长 24%，新零售持续发力：玲珑轮胎 2021Q1 实现销售收入 49.87 亿元，同比+39%，环比-3%，较 2019 年同期+24%；归母净利润 4.95 亿元，同比+33%，环比-20%，较 2019 年同期+74%；扣非归母净利润 4.58 亿元，同比+36%，环比-23%，较 2019 年同期+82%。Q1 共售出轮胎 1629 万条，同比+34%，环比-13%，较 2019 年同期+18%；轮胎单价为 300 元，同比+3%，环比+12%。公司新零售模式持续推进，公司 Q1 营收端略超预期，利润端符合预期，轮胎产品量价齐升。

图 1：公司营业收入及增速



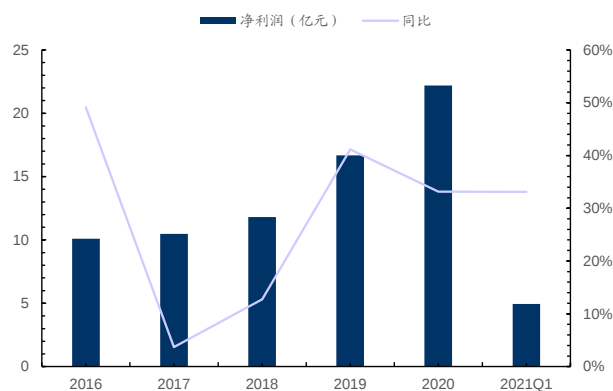
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



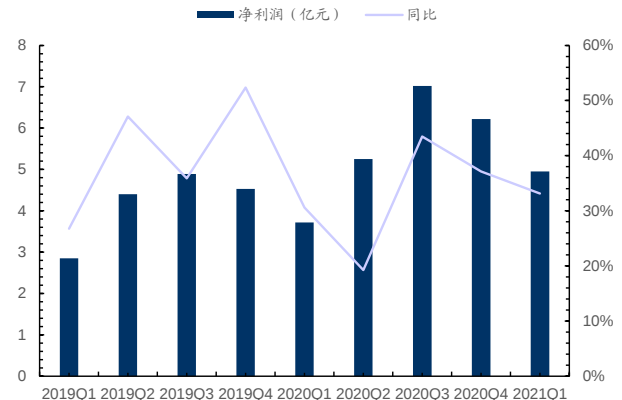
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

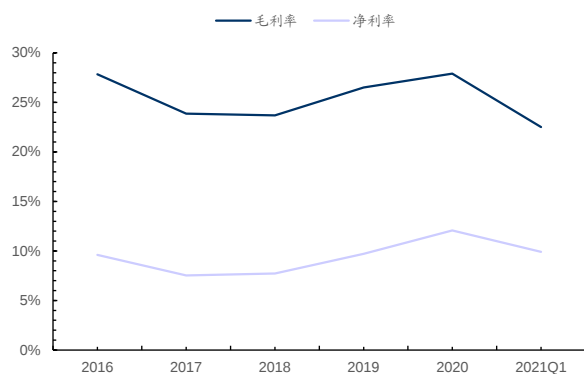
图 4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

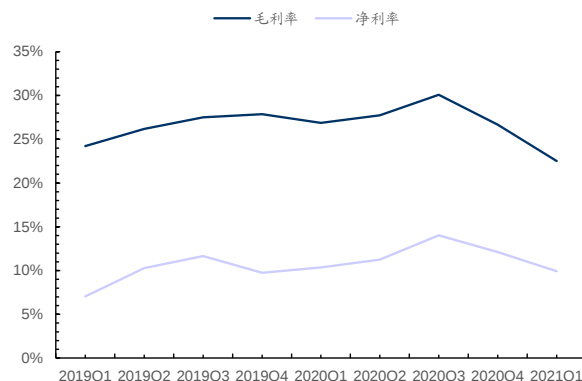
Q1 四费率同比-3pct，会计政策及原材料成本一定程度影响毛利率：2021Q1，玲珑轮胎的销售/管理/研发/财务费用率分别为 5%/3%/4%/-0.5%，分别同比-1/-0.2/-0.2/-2pct，环比+0.3/+0.0/+0.1/-3pct。Q1 合计四费率 12%，同比-3pct，环比-3pct；毛利率 23%，同比-4pct，环比-4pct；净利率 10%，同比-0.5pct，环比-2pct。毛销差（毛利率-销售费用率）为 18%，同比-3.5pct，环比-4.5pct。公司成本管控严格，四费率明显下降。一季度毛利率下滑的原因主要是轮胎原材料天然橡胶涨价所致（1 月测算原材料成本上涨 6.7%），另外一方面由于新零售模式推进，针对渠道的各种促销激励政策计入成本而非费用端，也对毛利率有一定拖累。

图 5：公司毛利率和净利率



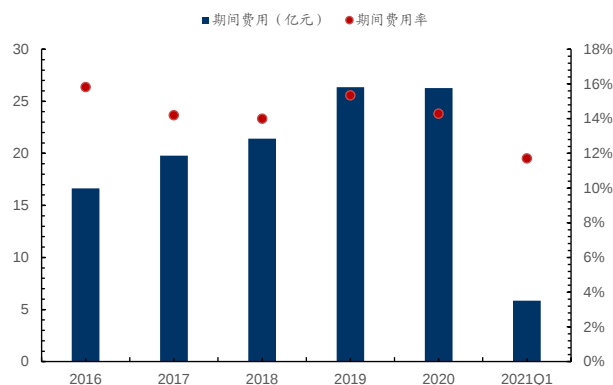
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



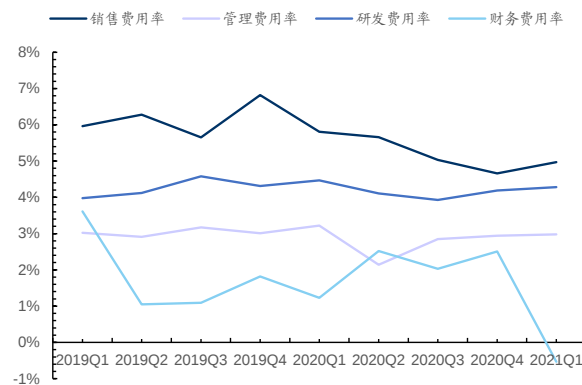
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：期间费用（销售+管理+研发+财务）及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

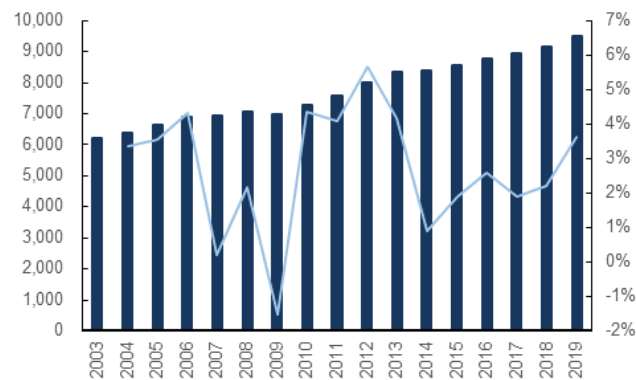
2021Q1 原材料价格同比上涨，3 月起期货结算价逐步回落。公司产品价格和毛利率受橡胶价格影响较大，2017 年末以来天然橡胶价格保持低位。供给方，全球天然橡胶主要生产国开割面积保持增长的趋势，2019 年天胶主要生产国总开割面积提升 3.6%。需求方，长期看主要应用领域汽车轮胎的全球需求稳定，全球 2020Q4 新车销量开始回升，2020 年 10 月起橡胶价格整体呈上升趋势。受天然胶、合成胶等主要原材料价格波动等影响，公司 2021Q1 天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线、帘子布五项主要原材料综合采购成本环比 2020Q4 增长 13%，同比 2020Q1 增长 15%。2021 年 1-2 月，橡胶期货结算价持续爬升，从 2021 年 1 月 4 日的 14180 元上涨至 2021 年 2 月 26 日的 16460 元，涨幅达 16%。自 2021 年 3 月起，橡胶期货结算价逐步回落，截至 2021 年 4 月 27 日，橡胶期货结算价为 13725 元。

图 7：2005 年以来橡胶类大宗商品价格指数



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8：主要橡胶生产国开割面积/千公顷



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

极端天气致天然橡胶价格短期上涨。2020 年 10 月起，泰国、越南、柬埔寨、中国海南等橡胶产区频繁降雨，且部分地区遭遇洪水，割胶作业受阻，原料供应偏紧；同时泰国发生抗议集会和暴乱活动，天胶供给偏紧，同时海外轮胎订单逐步恢复，国内替换需求陆续启动，需求量增加叠加供给短期受气候影响收缩，10 月开始天然橡胶价格快速上涨，从 2020 年 10 月 9 日的 12810 元/吨迅速增至 2021 年 3 月 31 日的 13855 元/吨，最高价高达 16935 元/吨（2021 年 2 月 25 日），创 2018 年下半年以来的期货结算价新高。

图 9：2018 年以来橡胶类大宗商品价格指数

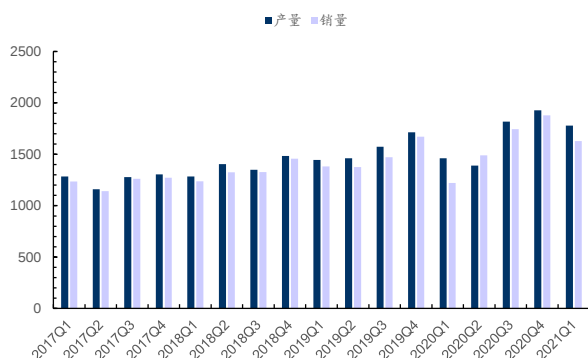


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

2021Q1 公司共售出轮胎 1629 万条，同比+34%，环比-13%，较 2019 年同期+18%；生产轮胎 1779 万条，同比+22%，环比-8%，较 2019 年同期+23%。2020 年，玲珑轮胎共生产轮胎 6596.95 万条，同比+6.49%；销售轮胎 6332.54 万条，同比+7.34%。其中，单 2020Q4 生产轮胎 1927.81 万条，同比+12.45%，环比+6.01%；销售轮胎 1879.13 万条，同比+12.44%，环比+7.75%。

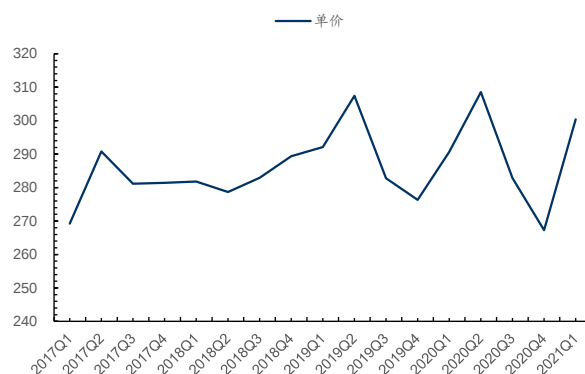
从单价端来看，由于市场结构变化及公司内部产品结构的调整，公司 2021Q1 轮胎单价为 300 元，同比+3%，环比+12%。

图 10: 公司季度产销量/万条



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司季度产品单价/元



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

远期战略清晰，产能+客户+渠道推进有序。轮胎行业空间大（国内 2500 亿，全球 12000 亿）、增速稳（存量市场为主），玲珑作为乘用车胎国产领先品牌，远期规划“6+6”发展战略（2030 年轮胎产销量突破 1.6 亿条，年均复合增长达 9%，实现销售收入超 800 亿元，产能规模进入世界前五），新零售模式快速推进，前装客户有序拓展，产能建设（荆门+塞尔维亚）符合预期。

➤ 产能端:

稳步推进“6+6”，加速全球布局。公司于 2020 年 3 月将“5+3”全面升级为“6+6”战略，即：中国规划建设六个生产基地，海外规划建设六个生产基地。目前，公司在海外建设了泰国、塞尔维亚 2 个基地，中国建设了招远、德州、广西、湖北、长春 5 个基地，实现研发、管理、制造、营销、运营、服务的全球化、区域化、本土化，提升公司产品在全球市场的占有率和竞争力。总体来看，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。同时，公司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。

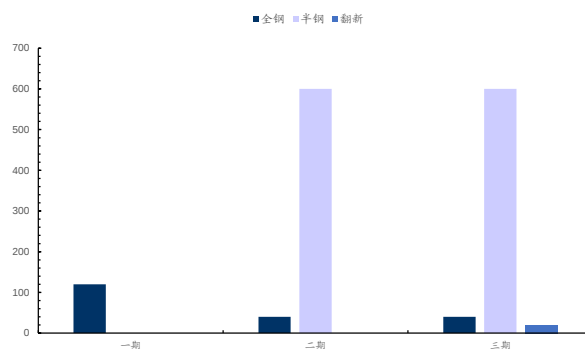
2020 年 4 月 15 日，公司国内第五个生产基地——吉林玲珑 1420 万条轮胎智能生产项目在长春启动。一期的产能为 120 万条全钢子午线轮胎；二期的产能为 40 万条全钢子午线轮胎和 600 万条半钢子午线轮胎；三期的产能为 40 万条全钢子午线轮胎、600 万条半钢子午线轮胎和 20 万条翻新轮胎。项目于 2020 年 4 月开始前期工作，2020 年 9 月开工，至 2025 年 8 月全部完工，总建设工期为 5 年。项目总投资 489360.00 万元，预计达产年实现销售收入 444013.90 万元、净利润为 35573.04 万元。长春工厂的建设响应了当地政府和客户的邀请，有望进一步提升和一汽集团战略合作，满足东三省零售市场基础上，辐射朝鲜、日本、韩国、俄罗斯和蒙古市场。

图 12: 长春汽车城战略规划



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 长春工厂三期具体规划



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 渠道端:

创新营销模式, 新零售及配套市场取得佳绩。2020 年玲珑轮胎开启新零售元年, 经过一年的布局, 公司重点围绕直辖市、省会城市、地级市市辖区、百强县深入分析市场需求, 加强店铺布局, 2020 年新建旗舰店超过 100 家, 新建品牌店、挂牌店 1800 多家, 截至 2020 年 12 月底, 系统注册店铺超过 2 万家, 进一步深耕渠道, 提高单店销量和中高端产品占比。2020 年国内零售半钢 17 寸以上发货占比实现翻倍增长, 全钢中高端产品占比已达到 33%。2020 年 7 月 6 日, 玲珑新零售系统一期正式上线, 通过服务体系标准化、数字门店、大数据后台、数字营销等全面赋能渠道, 提升门店的经营能力和服务能力, 增强客户的粘性, 帮助门店转型升级, 使公司市场竞争力得到较大提升。公司 2020 年国内零售市场总体销量增长约 43%, 其中从 3 月实行新零售以来同比增速约 50%。分产品来看, 3-12 月国内全钢胎零售销量同比增长超 60%, 国内半钢胎零售同比增速超 45%。

➤ 客户端:

尽管中国汽车市场连续第三年出现负增长, 但公司通过持续发力配套市场, 实现 2020 年国内配套同比增长 14.50%, 其中乘用车配套销量同比增长 11.18%, 商用车配套销量同比增长 28.58%, 迎来“弯道超车”的良机。公司 2020 年为大众全球 20 多个生产基地提供配套服务, 配套量同比增长近 20%; 上汽通用别克品牌及凯迪拉克品牌进入量供配套, 实现上汽通用体系内全品牌供货; 实现马来西亚宝腾、广汽传祺、东风启辰、吉利领克、新一代嘉际、豪越、ICON 和一汽红旗 EHS3、HS7 等主胎配套; 泰国工厂成功进入德国曼恩配套体系, 并获得福特 Q1 优秀供应商评价; 公司先后通过大众主胎和宝马汽车的审核, 获得越来越多国际主机厂的项目定点和主胎开发, 使公司在全球前十大车企配套从备胎向主胎全面快速推进。

新能源汽车配套方面,公司 2020 年成功配套五菱宏光 MINI、E200、E300、比亚迪秦 EV、雷诺日产电动车、一汽红旗高端电动车 E-HS9、E-HS3 等, 全年实现新能源汽车配套轮胎同比增幅 56%。根据轮胎商业网统计显示, 公司 2020 年纯电动汽车原配品牌玲珑排名第二, 仅次于米其林。公司凭借公司在新能源汽车轮胎领域的技术创新优势, 有望实现较大增长。

投资建议: 公司作为国内半钢胎企业龙头, 实行“6+6”发展战略, 配套持续高端化突破, 海外产能持续增加, 盈利能力改善。旗下半钢和全钢胎产品具有较强的竞争力, 2020 年是 Q2 起公司渠道生态发力, 线上线下结合开启新零售

元年，维持盈利预测，预计 21/22/23 年 EPS 分别 1.9/2.2/2.6 元，对应 PE 是 30/26/23x，维持“买入”评级。

可比公司估值：我们选取一家进口替代逻辑的车灯企业以及两家体量接近的零部件公司作为可比公司，2021 年可比公司平均估值 29 倍，参照可比公司 2021 年平均估值，我们更新玲珑轮胎 2021 年目标估值为 67-72 元（对应 2021 年 35-38 倍 PE），较当前价格有 15%-25% 的上涨空间，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601799.SH	星宇股份	买入	208.78	576	4.19	5.50	6.98	50	38	30
600660.SH	福耀玻璃	增持	50.82	1215	1.04	1.63	1.99	49	31	26
000887.SZ	中鼎股份	无评级	10.66	130	0.4	0.63	0.78	27	17	14
平均					1.88	2.59	3.25	42	29	23
601966.SH	玲珑轮胎	买入	57.96	796	1.62	1.91	2.21	36	30	26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	4287	5521	6770	8251	营业收入	18383	21281	24310	27529
应收款项	2784	3207	3663	4148	营业成本	13253	15573	17813	20163
存货净额	2875	3160	3386	3840	营业税金及附加	105	164	187	212
其他流动资产	1927	1639	1896	2202	销售费用	963	1085	1215	1376
流动资产合计	11901	13626	15814	18541	管理费用	509	1478	1659	1875
固定资产	13429	14567	15522	16313	财务费用	392	154	181	154
无形资产及其他	769	738	707	676	投资收益	9	15	16	18
投资性房地产	3170	3170	3170	3170	资产减值及公允价值变动	173	(110)	(110)	(110)
长期股权投资	30	30	30	30	其他收入	(1025)	0	0	0
资产总计	29299	32131	35244	38731	营业利润	2319	2732	3159	3656
短期借款及交易性金融负债	2926	5000	5000	5000	营业外净收支	(8)	3	3	3
应付款项	5779	4740	5417	6143	利润总额	2311	2735	3162	3659
其他流动负债	2461	2542	2995	3461	所得税费用	91	109	126	146
流动负债合计	11166	12282	13412	14605	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	1078	1078	1078	1078	归属于母公司净利润	2220	2626	3036	3513
其他长期负债	543	553	563	573					
长期负债合计	1620	1630	1640	1650					
负债合计	12787	13912	15052	16255					
少数股东权益	6	6	6	5					
股东权益	16506	18213	20187	22470					
负债和股东权益总计	29299	32131	35244	38731					

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2220	2626	3036	3513
资产减值准备	(62)	32	11	11
折旧摊销	1158	1351	1554	1720
公允价值变动损失	(173)	110	110	110
财务费用	392	154	181	154
营运资本变动	379	(1337)	211	(32)
其它	62	(32)	(11)	(11)
经营活动现金流	3584	2750	4911	5311
资本开支	(1660)	(2600)	(2600)	(2600)
其它投资现金流	54	(71)	0	0
投资活动现金流	(1637)	(2671)	(2600)	(2600)
权益性融资	1979	0	0	0
负债净变化	(1296)	0	0	0
支付股利、利息	(715)	(919)	(1063)	(1230)
其它融资现金流	641	2074	0	0
融资活动现金流	(1404)	1155	(1063)	(1230)
现金净变动	543	1234	1249	1482
货币资金的期初余额	3744	4287	5521	6770
货币资金的期末余额	4287	5521	6770	8251
企业自由现金流	3291	276	2463	2835
权益自由现金流	2635	2202	2289	2687

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.62	1.91	2.21	2.56
每股红利	0.52	0.67	0.77	0.90
每股净资产	12.02	13.26	14.70	16.36
ROIC	17%	13%	14%	16%
ROE	13%	14%	15%	16%
毛利率	28%	27%	27%	27%
EBIT Margin	19%	14%	14%	14%
EBITDA Margin	26%	20%	21%	20%
收入增长	7%	16%	14%	13%
净利润增长率	33%	18%	16%	16%
资产负债率	44%	43%	43%	42%
息率	0.9%	1.2%	1.3%	1.5%
P/E	35.9	30.3	26.2	22.7
P/B	4.8	4.4	3.9	3.5
EV/EBITDA	19.6	21.6	19.0	17.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032