

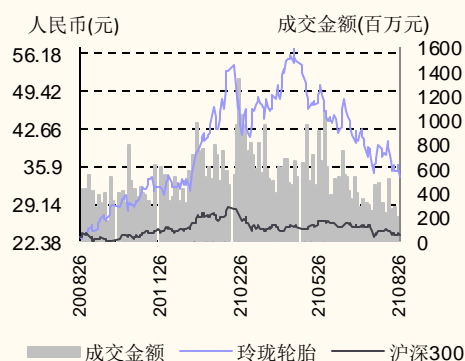
# 玲珑轮胎 (601966.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 34.00 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.74
已上市流通 A 股(亿股)	13.56
总市值(亿元)	466.99
年内股价最高最低(元)	57.32/22.98
沪深 300 指数	4802
上证指数	3502



## 短期业绩下滑不改中长期全球市占率提升趋势

### 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17164.16	18382.72	21809.23	26697.42	29793.49
营业收入增长率	12.17%	7.10%	18.64%	22.41%	11.60%
归母净利润(百万元)	1667.93	2220.43	2028.59	2525.39	3118.46
归母净利润增长率	41.20%	33.13%	-8.64%	24.49%	23.48%
摊薄每股收益(元)	1.390	1.617	1.477	1.839	2.270
每股经营性现金流净额	2.31	2.79	2.06	3.00	3.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.13%	13.45%	11.35%	12.84%	14.15%
P/E	16.50	21.76	32.20	25.87	20.95
P/B	2.50	2.93	3.65	3.32	2.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 公司 8 月 26 日发布中报, 2021H1 营收 100.38 亿元, 同比增长 21.77%, 环比下降 1.00%; 归母净利润 7.74 亿元, 同比下降 13.67%, 环比下降 41.54%。Q2 营收 50.52 亿元, 同比增长 8.37%, 环比增长 1.3%; 归母净利润 2.79 亿元, 同比下降 46.80%, 环比下降 43.64%。

### 点评

- 轮胎原材料价格及海运费上升叠加东南亚双反税率终裁落地, 公司二季度业绩环比下滑。2021H1 公司轮胎销量为 3305.31 万条, 同比增长 21.99%, 其中 Q2 公司轮胎销量为 1676.17 万条, 环比 Q1 销量 1629.14 万条上升 2.89%, 公司轮胎产品 Q2 价格环比下降 0.86%, 同比下降 3.47%。二季度销量平稳但公司业绩下滑主要源于轮胎主要原材料天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线、帘子布等 Q2 综合采购成本环比增长 4.01%, 同比增长 40.41%, 同时海运费大幅提升, 集装箱供应紧张, 以及公司泰国工厂被征收反倾销税率 21.09%, 产品盈利空间缩小下业绩环比下滑。
- “7+5”战略优化全球布局, 新能源汽车配套市场增长及性价比优势延续下看好公司长期市占率提升。公司优化“7+5”战略布局, 庐江基地辐射汽车产业发达的华东地区, 配合其余 6 个基地使公司产业结构布局更加完善, 更合理的受益于国内新能源汽车销量提升带来的配套业务增长; 海外公司拥有泰国和塞尔维亚两个基地, 塞尔维亚工厂 1360 万条产能将于今年三季度试生产, 为公司提供双反优势以及助力开展与世界一线整车厂的配套合作。叠加公司长久保持的性价比优势, 中长期看好公司未来市占率持续提升。
- 公司庐江基地预计 9 月开始建设, 荆门基地受疫情影响投产时间预计延后。公司投资 53 亿元在庐江基地建设 1460 万套轮胎产能, 预计一期 600 万套半钢胎产能于 2023 年 12 月投产, 二期 600 万套半钢胎产能及 100 万套全钢胎产能于 2025 年 12 月投产, 三期 160 万套全钢胎产能于 2027 年 12 月投产。预计达产后实现销售收入 50.31 亿元, 净利润 6.33 亿元。此外, 由于疫情原因, 预计荆门年产 800 万套半钢胎和 120 万套全钢胎产能延后至 2021 年 12 月投产

### 投资建议

- 看好公司作为国产轮胎龙头, 品牌力提升下全球市占率持续提升。考虑到公司募投项目延期、海运费上涨、原材料价格高位等原因, 下调公司 2021-2023 年净利润预测至 20.3 (-19.12%) / 25.3 (-20.94%) / 31.2 (-17.02%) 亿元, 给予公司 2021 年 25 倍 PE, 给予“买入”评级。

### 风险提示

公司新建产能释放低于预期的风险、国际贸易摩擦风险、原材料价格波动风险。

## 相关报告

- 《玲珑轮胎首次覆盖报告-国产轮胎龙头, 迎来盈利发展“黄金期”》, 2021.5.30

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001  
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002  
yangyiyong@gjzq.com.cn

王明辉 分析师 SAC 执业编号: S1130521080003  
wangmh@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	15,302	17,164	18,383	21,809	26,697	29,793	货币资金	4,429	3,744	4,287	5,529	6,789	7,766
增长率	32.33%	12.2%	7.1%	18.6%	22.4%	11.6%	应收款项	3,726	3,216	3,703	5,099	5,743	6,409
主营业务成本	-11,675	-12,614	-13,253	-16,485	-20,118	-22,223	存货	2,447	2,759	2,875	3,523	4,134	4,566
%销售收入	76.3%	73.5%	72.1%	75.6%	75.4%	74.6%	其他流动资产	1,435	888	1,036	1,062	1,182	1,252
毛利	3,627	4,550	5,130	5,324	6,580	7,571	流动资产	12,038	10,606	11,901	15,214	17,848	19,993
%销售收入	23.7%	26.5%	27.9%	24.4%	24.6%	25.4%	%总资产	46.7%	39.9%	40.6%	46.4%	50.1%	52.7%
营业税金及附加	-117	-98	-105	-131	-160	-179	长期投资	58	377	497	497	497	497
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	11,466	13,008	13,429	13,836	14,050	14,121
销售费用	-909	-1,064	-963	-1,352	-1,655	-1,847	%总资产	44.5%	48.9%	45.8%	42.2%	39.4%	37.2%
%销售收入	5.9%	6.2%	5.2%	6.2%	6.2%	6.2%	无形资产	794	764	770	766	762	757
管理费用	-450	-520	-509	-661	-809	-903	非流动资产	13,756	15,974	17,398	17,557	17,799	17,964
%销售收入	2.9%	3.0%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	53.3%	60.1%	59.4%	53.6%	49.9%	47.3%
研发费用	-550	-730	-763	-927	-1,135	-1,266	<b>资产总计</b>	<b>25,793</b>	<b>26,581</b>	<b>29,299</b>	<b>32,771</b>	<b>35,647</b>	<b>37,957</b>
%销售收入	3.6%	4.3%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	短期借款	5,316	4,710	2,926	4,113	3,622	2,180
息税前利润 (EBIT)	1,601	2,139	2,790	2,253	2,821	3,376	应付款项	4,727	5,393	7,305	8,398	9,580	10,586
%销售收入	10.5%	12.5%	15.2%	10.3%	10.6%	11.3%	其他流动负债	506	650	935	932	1,034	1,157
财务费用	-233	-321	-392	-168	-224	-150	流动负债	10,549	10,753	11,166	13,443	14,236	13,924
%销售收入	1.5%	1.9%	2.1%	0.8%	0.8%	0.5%	长期贷款	2,956	2,374	1,078	1,078	1,078	1,078
资产减值损失	-160	-253	197	16	21	14	其他长期负债	2,272	2,422	543	369	654	914
公允价值变动收益	20	21	5	14	11	11	<b>负债</b>	<b>15,778</b>	<b>15,549</b>	<b>12,787</b>	<b>14,890</b>	<b>15,968</b>	<b>15,915</b>
投资收益	18	-4	9	6	8	4	普通股股东权益	10,008	11,026	16,506	17,875	19,673	22,036
%税前利润	1.5%	n.a	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	其中：股本	1,200	1,200	1,374	1,374	1,374	1,374
营业利润	1,279	1,648	2,319	2,119	2,635	3,253	未分配利润	5,274	6,567	8,219	9,589	11,386	13,749
营业利润率	8.4%	9.6%	12.6%	9.7%	9.9%	10.9%	少数股东权益	8	6	6	6	6	6
营业外收支	-47	17	-8	-5	-5	-5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>25,793</b>	<b>26,581</b>	<b>29,299</b>	<b>32,771</b>	<b>35,647</b>	<b>37,957</b>
税前利润	1,231	1,665	2,311	2,113	2,631	3,248	<b>比率分析</b>						
利润率	8.0%	9.7%	12.6%	9.7%	9.9%	10.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-50	2	-91	-85	-105	-130	每股指标						
所得税率	4.0%	-0.1%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	每股收益	0.984	1.390	1.617	1.477	1.839	2.270
净利润	1,181	1,667	2,220	2,029	2,525	3,118	每股净资产	8.340	9.188	12.018	13.014	14.323	16.043
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.535	2.314	2.791	2.059	3.005	3.544
归属于母公司的净利润	1,181	1,668	2,220	2,029	2,525	3,118	每股股利	0.260	0.300	0.430	0.480	0.530	0.550
净利率	7.7%	9.7%	12.1%	9.3%	9.5%	10.5%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	11.80%	15.13%	13.45%	11.35%	12.84%	14.15%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	4.58%	6.27%	7.58%	6.19%	7.08%	8.22%
净利润	1,181	1,667	2,220	2,029	2,525	3,118	投入资本收益率	7.65%	10.70%	13.07%	9.23%	10.82%	12.36%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,123	1,294	994	1,210	1,353	1,496	主营业务收入增长率	9.94%	12.17%	7.10%	18.64%	22.41%	11.60%
非经营收益	108	37	256	563	339	292	EBIT增长率	1.50%	33.61%	30.45%	-19.24%	25.19%	19.68%
营运资金变动	-570	-221	363	-975	-90	-39	净利润增长率	12.73%	41.20%	33.13%	-8.64%	24.49%	23.48%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,842</b>	<b>2,777</b>	<b>3,833</b>	<b>2,827</b>	<b>4,127</b>	<b>4,868</b>	总资产增长率	33.05%	3.05%	10.23%	11.85%	8.77%	6.48%
资本开支	-2,470	-2,595	-2,426	-1,683	-1,601	-1,667	<b>资产管理能力</b>						
投资	-585	266	12	8	11	11	应收账款周转天数	61.7	59.9	54.3	65.0	60.0	60.0
其他	-2	6	6	6	8	4	存货周转天数	71.9	75.3	77.6	78.0	75.0	75.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,057</b>	<b>-2,323</b>	<b>-2,408</b>	<b>-1,669</b>	<b>-1,582</b>	<b>-1,652</b>	应付账款周转天数	62.3	60.8	62.9	62.0	60.8	60.8
股权募资	2	0	1,979	0	0	0	固定资产周转天数	241.6	246.9	234.6	202.8	167.9	150.8
债权募资	3,964	-779	-2,696	1,013	-206	-1,182	<b>偿债能力</b>						
其他	-699	-386	-630	-929	-1,080	-1,056	净负债/股东权益	55.10%	46.69%	-1.89%	0.01%	-7.44%	-16.44%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>3,266</b>	<b>-1,165</b>	<b>-1,347</b>	<b>84</b>	<b>-1,286</b>	<b>-2,238</b>	EBIT利息保障倍数	6.9	6.7	7.1	13.4	12.6	22.5
<b>现金净流量</b>	<b>2,051</b>	<b>-711</b>	<b>78</b>	<b>1,242</b>	<b>1,259</b>	<b>977</b>	资产负债率	61.17%	58.50%	43.64%	45.44%	44.80%	41.93%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	6	19	56
增持	0	2	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.40	1.21	1.00

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-05-30	买入	49.48	35.00 ~ 70.00

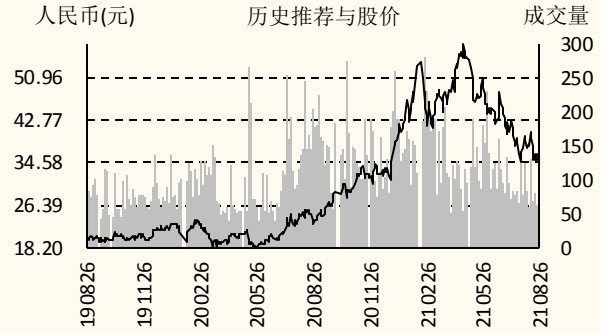
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402