

**证券研究报告—动态报告**

汽车汽配

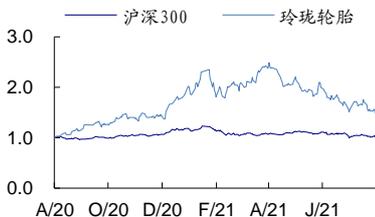
汽车零部件 II

**玲珑轮胎(601966)**
**买入**

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 30 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)	46,699/46,121
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	58.38/22.85

**相关研究报告:**

《玲珑轮胎-601966-重大事件快评: 国内第六大基地立项陕西, 全球“7+5”战略推进》——2021-06-15

《玲珑轮胎-601966-2021 年一季报点评: 符合预期, 轮胎产品价量齐升》——2021-04-28

《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

**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号: 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**

# 营收同比增长 22%, 原材料价格上涨致业绩承压

**● 原材料价格上涨, Q2 业绩承压**

玲珑轮胎 2021H1 实现销售收入 100.38 亿元, 同比+22%, 较 2019 年同期+21%; 归母净利润 7.74 亿元, 同比-14%, 较 2019 年同期+7%; 扣非归母 6.81 亿元, 同比-17%, 较 2019 年同期+4%。21H1 毛利率 21%, 同比-6pct, 环比-7pct; 净利率 8%, 同比-3pct, 环比-5pct。2021Q2 实现营收 50.52 亿元, 同比+8%, 环比+1%; 归母净利 2.79 亿元, 同比-47%, 环比-44%。整体而言, H1 营收端表现良好, 但由于橡胶、炭黑、帘子布等原材料价格持续上涨, 毛利率有所下滑, Q2 业绩承压。

**● 四费率同比-2pct, 新零售持续发力**

2021H1, 玲珑轮胎的销售/管理/研发/财务费用率分别为 5%/3%/5%/0.2%, 分别同比 -1/+0.5/+0.3/-2pct, 环比 -0.1/+0.2/+0.5/-2pct。H1 合计四费率 13%, 同比-2pct, 环比-2pct。2021H1 售出轮胎 3305 万条, 同比+22%, 环比-9%, 较 2019 年同期+20%; 轮胎单价为 304 元, 同比持平, 环比+9%。新零售模式持续发力, 上半年轮胎产品持续量价齐升。

**● “7+5” 战略优化全球布局, 产能、客户、渠道全面发力**

**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 12 月投产 (半钢+800, 全钢+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); 新增铜川、合肥两大基地将于下半年开展前期工作。**客户端:** 主胎持续突破大众、本田等中高端客户。**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**

维持盈利预测, 预计 21/22/23 年 EPS 分别 1.5/2.1/2.4 元, 对应 PE 是 21/15/13, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

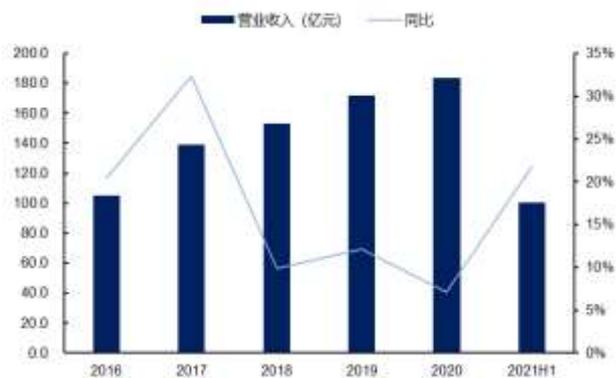
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,383	21,281	24,310	27,529
(+/-%)	7.1%	15.8%	14.2%	13.2%
净利润(百万元)	2220	2047	2861	3303
(+/-%)	33.1%	-7.8%	39.7%	15.5%
摊薄每股收益(元)	1.62	1.49	2.08	2.41
EBIT Margin	19.3%	11.2%	13.4%	13.4%
净资产收益率(ROE)	13.5%	11.5%	14.5%	15.1%
市盈率(PE)	19.4	21.0	15.0	13.0
EV/EBITDA	11.8	15.3	12.1	11.0
市净率(PB)	2.60	2.41	2.18	1.97

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

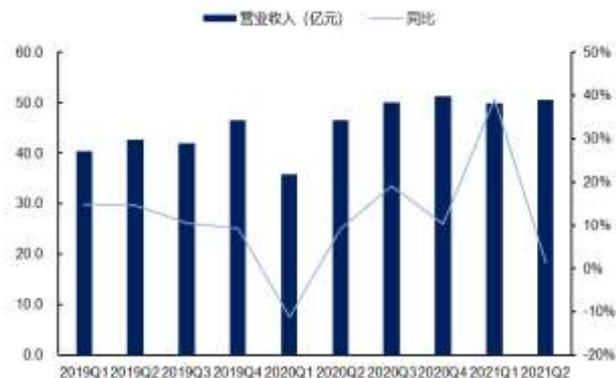
原材料价格上涨, Q2 业绩承压: 玲珑轮胎 2021H1 实现销售收入 100.38 亿元, 同比+22%, 较 2019 年同期+21%; 归母净利润 7.74 亿元, 同比-14%, 较 2019 年同期+7%; 扣非归母 6.81 亿元, 同比-17%, 较 2019 年同期+4%。2021H1 毛利率 21%, 同比-6pct, 环比-7pct; 净利率 8%, 同比-3pct, 环比-5pct。2021Q2 实现营收 50.52 亿元, 同比+8%, 环比+1%; 归母净利 2.79 亿元, 同比-47%, 环比-44%。整体来看, 公司 H1 营收端表现良好, 但由于橡胶、炭黑、帘子布等原材料价格持续上涨, 毛利率有所下滑, Q2 业绩承压。

图 1: 公司营业收入及增速



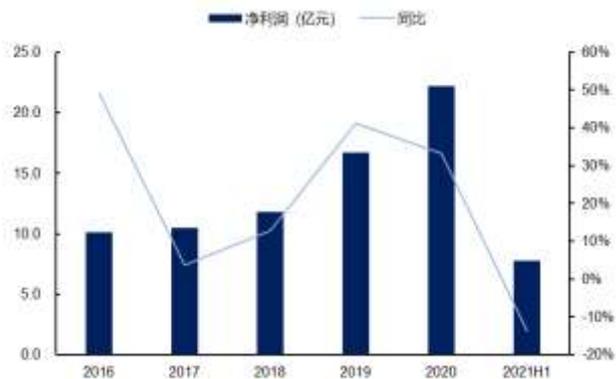
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及增速



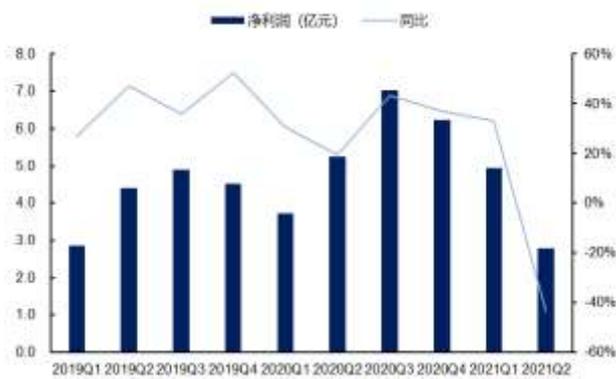
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

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

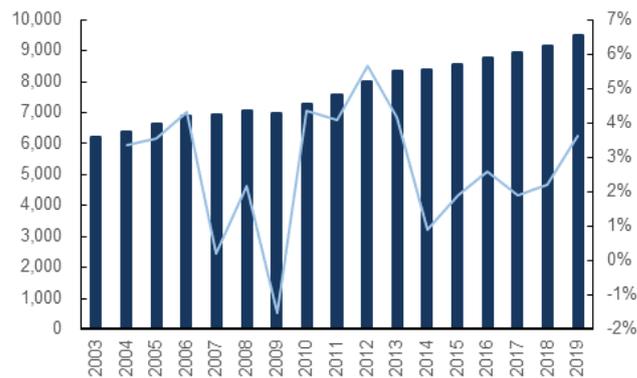
2021H1 原材料价格同比大幅增长, 6 月底有所回调但仍处于高位。公司产品价格和毛利率受橡胶价格影响较大, 2017 年末以来天然橡胶价格保持低位。供给方, 全球天然橡胶主要生产国开割面积保持增长的趋势, 2019 年天胶主要生产国总开割面积提升 3.6%。需求方, 长期看主要应用领域汽车轮胎的全球需求稳定, 全球 2020Q4 新车销量开始回升, 2020 年 10 月起橡胶价格整体呈上升趋势, 进入 2021 年仍保持持续上涨态势, 天然橡胶在 2021 年一季度最高涨至 1812 美元/吨, 虽然在 6 月底有所回调, 其价格仍处于 1700 美元/吨左右的高位, 炭黑、帘子布等原材料价格更是翻倍上涨。受天然胶、合成胶等主要原材料价格波动等影响, 公司 2021H1 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同比增幅较大。

图 5：2005 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

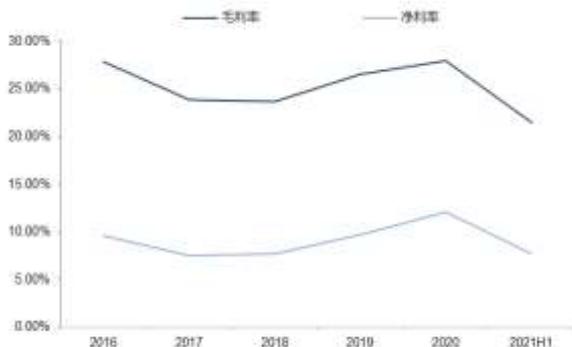
图 6：主要橡胶生产国开割面积/千公顷



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

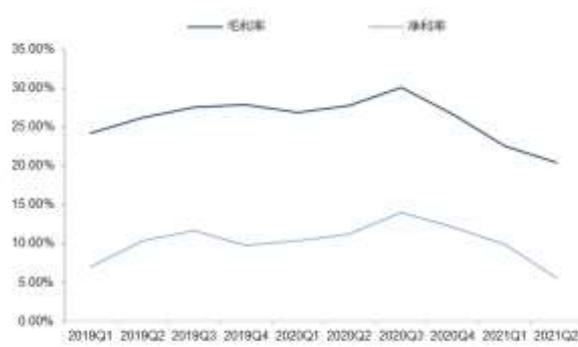
**合计四费率同比-2pct，新零售持续发力：**2021H1，玲珑轮胎的销售/管理/研发/财务费用率分别为 5%/3%/5%/0.2%，分别同比-1/+0.5/+0.3/-2pct，环比-0.1/+0.2/+0.5/-2pct。2021H1 合计四费率 13%，同比-2pct，环比-2pct。2021H1 售出轮胎 3305 万条，同比+22%，环比-9%，较 2019 年同期+20%；轮胎单价为 304 元，同比持平，环比+9%。**公司成本管控严格，四费率明显下降。新零售模式持续发力，上半年轮胎产品持续量价齐升。**

图 7：公司毛利率和净利率



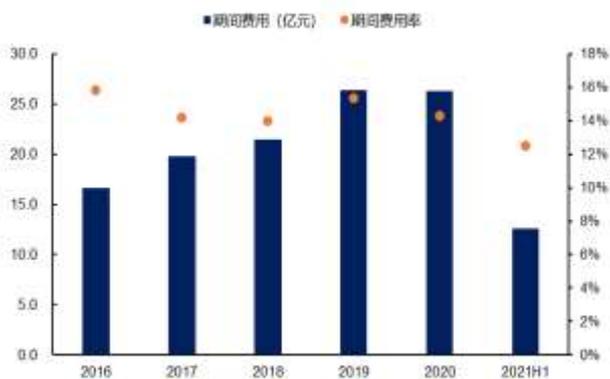
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司单季度毛利率和净利率



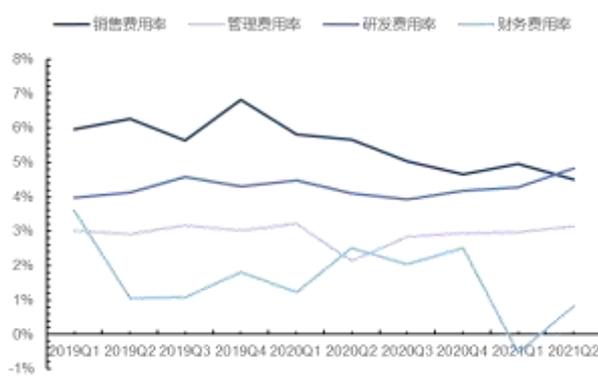
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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

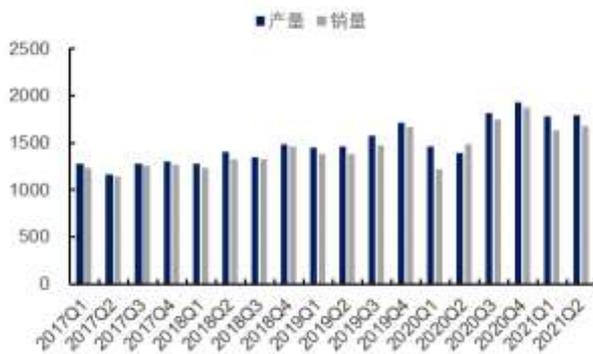


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2021H1 公司共售出轮胎 3305 万条, 同比+22%, 环比-9%, 较 2019 年同期+20%。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%。

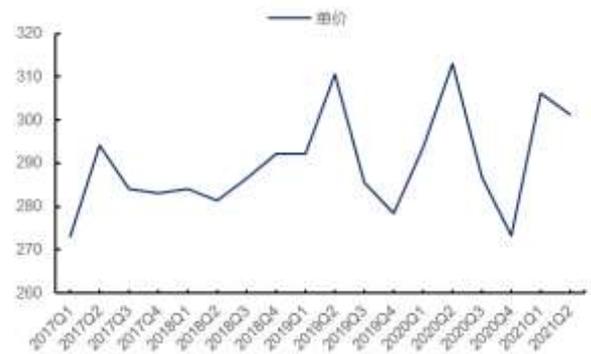
从单价端来看, 由于市场结构变化及公司内部产品结构的调整, 公司 2021H1 轮胎单价为 304 元, 同比持平, 环比+9%。

图 9: 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 10: 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“7+5”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, 产能建设陆续推进。

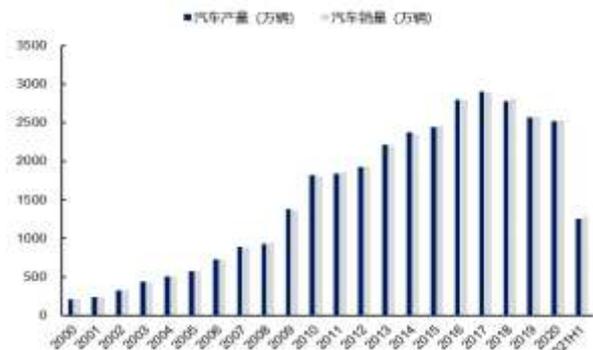
► 行业环境:

**轮胎上游原材料价格持续上涨。** 从 2020 年三季度起轮胎主要原材料如天然胶、炭黑、帘子布等开始涨价, 进入 2021 年依然一路上涨, 天然橡胶一季度时最高涨至 1812 美元/吨, 虽然到 6 月底有所回调, 价格仍为 1700 美元/吨左右, 炭黑、帘子布等更是翻倍涨价, 轮胎主要原材料采购成本 1-6 月同比增幅较大。

**海运费暴涨, 且一箱难求, 出口成本剧增。** 2021 年上半年, 全球货物贸易旺盛, 集运需求强劲。随着新冠疫情持续蔓延, 全球累计确诊病例已超过 2 亿例, 全球疫情仍为主要挑战, 加之苏伊士运河的堵塞和盐田港疫情的影响, 海外港口作业效率下降, 拥堵严重, 集装箱周转率下降, 海运费持续走高, 目前已高出平常 5 倍以上, 甚至一些海运航线上涨近 10 倍。

**汽车行业上半年总体增长但二季度环比下滑。** 根据中汽协数据显示, 今年上半年, 汽车产销分别完成 1256.9 万辆和 1289.1 万辆, 同比分别增长 24.2% 和 25.6%。但就二季度汽车产销数据而言, 2021 年二季度汽车产销增速放缓, 汽车产销分别完成 621.74 万辆和 640.66 万辆, 环比一季度分别降低了 2.12% 和 1.19%。乘用车上半年产销分别完成 984.0 万辆和 1000.7 万辆, 同比分别增长 26.8% 和 27.0%。商用车上半年整体市场处于高位运行, 产销分别完成 273.0 万辆和 288.4 万辆, 同比分别增长 15.7% 和 20.9%。而新能源车上半年销量大增, 渗透率超过 9%, 上半年产销双双超过 120 万辆, 分别达到 121.5 万辆和 120.6 万辆, 同比均增长 2 倍。

图 11: 中国汽车年度产销



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

图 12: 中国汽车季度产量及增速



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

➤ 产能端:

**“7+5”战略优化全球布局。**公司于 2021 年 6 月将“6+6”调整为“7+5”战略，即：中国规划建设七个生产基地，海外规划建设五个生产基地，到 2030 年产销量突破 1.6 亿条轮胎产能的目标维持不变。目前，公司在海外建设了泰国、塞尔维亚 2 个基地，在中国建设了招远、德州、柳州、荆门、长春 5 个基地，公司于 2021 年 6 月和 8 月公告将分别在陕西铜川、安徽合肥规划建设国内另外 2 个基地，剩余的海外 3 个产能基地，将根据选址及当地市场情况进行规划，并根据公司的整体规划逐步分期推进。海外方面，泰国玲珑现已达到年产 1700 万套高性能子午线轮胎的产能；欧洲玲珑（塞尔维亚）年产能规划 1362 万套高性能子午线轮胎，预计 2025 年全部达产。国内方面，荆门工厂产能规划 1446 万套高性能子午线轮胎，预计 2023 年达产；长春工厂规划建设规模为年产 1400 万套高性能子午线轮胎，预计 2025 年达产；铜川工厂产能规划 1520 万套高性能轮胎及 50 万套翻新轮胎，预计 2028 年全部达产；合肥工厂产能规划 1460 万套超高性能自愈合及智能子午线轮胎，预计 2027 年底全部达产。同时，结合产品结构调整，公司淘汰落后轮胎产能 1100 万条。

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，预计将于 2021 年 12 月达产。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。此外，公司将于 2021 年下半年开始铜川、合肥两大新生产基地的前期工作，其中，合肥项目将于 2021 年年底前开工建设。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。

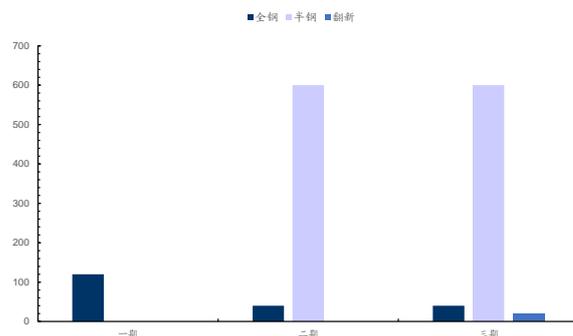
**2020 年 4 月 15 日，公司国内第五个生产基地——吉林玲珑 1420 万条轮胎智能生产项目在长春启动。**一期的产能为 120 万条全钢子午线轮胎；二期的产能为 40 万条全钢子午线轮胎和 600 万条半钢子午线轮胎；三期的产能为 40 万条全钢子午线轮胎、600 万条半钢子午线轮胎和 20 万条翻新轮胎。项目于 2020 年 4 月开始前期工作，2020 年 9 月开工，至 2025 年 8 月全部完工，总建设工期为 5 年。项目总投资 48.94 亿元，预计达产年实现销售收入 44.40 亿元、净利润为 3.56 亿元。长春工厂的建设响应了当地政府和客户的邀请，有望进一步提升和一汽集团战略合作，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 13: 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 14: 长春工厂三期具体规划 (万套)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

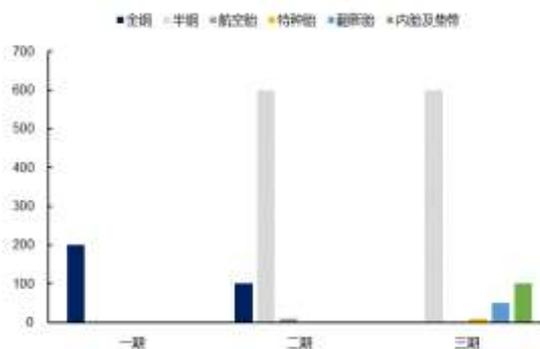
2021 年 6 月, 公司公告将于陕西省铜川市建设国内第六个生产基地, 投资年产 1520 万套高性能轮胎及 50 万套翻新轮胎项目。规划一期产能为 200 万套全钢子午线轮胎; 二期产能为 100 万套全钢子午线轮胎、600 万套半钢子午线轮胎、10 万套航空胎; 三期产能为 600 万套半钢子午线轮胎、10 万套特种胎、50 万套翻新胎和 100 万套内胎及垫带。项目将于 2021 年下半年开始前期工作, 2022 年 4 月开工, 至 2028 年 3 月全部完工, 总建设工期为 6 年。项目总投资 60.66 亿元, 预计达产年实现销售收入 63.45 亿元, 计算期内年平均利润总额 6.09 亿元、平均净利润为 4.57 亿元。

图 15: 铜川董家河循环经济产业园



资料来源: 政府官网, 国信证券经济研究所整理

图 16: 铜川生产基地三期具体规划 (万套)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

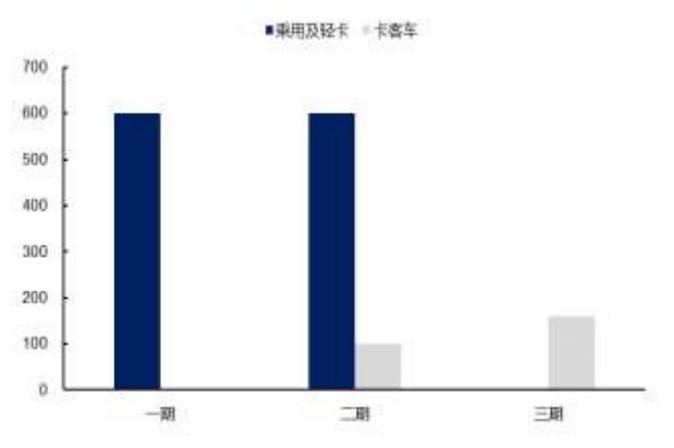
2020 年 8 月, 公司公告将于安徽省合肥市建设国内第七个生产基地, 投资年产 1460 万套超高性能自愈合及智能子午线轮胎项目。规划一期产能为 600 万套乘用车及轻卡子午线轮胎; 二期产能为年产 600 万套乘用车及轻卡子午线轮胎和 100 万套卡客车子午线轮胎; 三期产能为年产 160 万套卡客车子午线轮胎。项目将于 2021 年 9 月开始前期工作, 2021 年 12 月 31 日前开工, 至 2027 年 12 月全部完工, 总建设工期为 6 年。项目总投资 52.08 亿元, 预计达产年实现销售收入 50.31 亿元, 计算期平均利润总额 8.44 亿元、净利润为 6.33 亿元。

图 17: 安徽庐江龙桥化工园区



资料来源: 政府官网, 国信证券经济研究所整理

图 18: 合肥生产基地三期具体规划 (万套)



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, 新零售模式快速推进。**2020 年玲珑轮胎开启新零售元年, 通过与腾讯云、华制智能联合开发智慧营销平台, 打造线上线下相结合的玲珑新零售, 计划到 2022 年底建成 60000 家合作店铺, 3000 个前置仓, 2000 家旗舰店, 5000 家品牌店。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%。**

**积极推进新零售转型, 赋能品牌价值快速提升。**2021 年 5 月 22 日举办的 2021 山东省品牌成果发布暨品牌建设高峰论坛上, 玲珑轮胎因深厚的品牌影响力, 成功入围“第二届‘山东名片’品牌影响力 TOP 榜”(企业品牌), 展示了公司的品牌实力与品牌价值。为了实现“打造世界一流品牌影响力”的企业重要发展目标, 公司在世界各地进行精细化广告投放, 同时, 通过推进经销商、旗舰店、品牌店、挂牌店等合作店铺进行新零售业务转型, 打造品牌与消费者零距离互动营销模式, 从而扩大品牌知名度和影响力。玲珑轮胎也实现了为全球 10 大车企中的 7 家进行配套, 彰显了公司在全球配套市场中的品牌影响力和认可度。未来, 公司将继续以产品质量为根基, 以产品研发为依托, 以多元化服务为助推剂, 加速全球化品牌建设布局, 助推玲珑品牌文化传播与品牌影响力迅速发展。

图 19: 玲珑轮胎入围“第二届‘山东名片’品牌影响力 TOP 榜”



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

#### ➤ 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。

**玲珑荣获福特 Q1 质量奖:** 玲珑轮胎泰国工厂荣获福特的 Q1 质量奖, 这是整个福特全球供应商体系中的最具影响力的标杆。荣获 Q1 奖项后, 在整个福特体系内, 玲珑将拥有优先配套主胎和高端车型的权利。未来玲珑在全球福特体系的配套将进入全新时代, 有望加速获得主胎份额和中高端市场份额。同时, 玲珑在北美福特已经有一款高端 SUV 和林肯的一款车型, 在进行 18 寸以上中高端产品的配套。

图 20: 玲珑荣获福特 Q1 质量奖



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

**玲珑正式通过了上汽大众的主胎评审：**2020年11月，玲珑正式通过了上汽大众的主胎 POT 审核，这次的审核供货范围是大众全系列、全品牌。目前玲珑已经拿到的主胎订单是大众的桑塔纳、斯柯达的昕锐项目，从2021年一季度开始进入批量供货。目前，玲珑已经为大众全球16个工厂供货，对一汽大众也早有主胎供货。

图 21：大众桑塔纳



资料来源：搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

图 22：斯柯达昕锐



资料来源：搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

**其它品牌也各有突破：**1) 玲珑于2019年9月进入宝马的供应商评审阶段，于今年进入报价阶段，玲珑的产品与米其林、马牌等世界一线品牌相比具有较为突出的价格优势，有望进入实质供货阶段；2) 玲珑轮胎今年顺利通过衣袋里比亚乔集团的审核，已经有车型开始小批量供货，预计明年份额会进一步增长；3) 玲珑已经进入广汽三菱的主胎评审，东风日产启辰的主胎配套，并获得广汽本田的两个项目顶点，预计于2021Q4-2022年量产。

**投资建议：**公司作为国内半钢胎企业龙头，实行“7+5”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1.5/2.1/2.4元，对应PE是21/15/13x，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		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
601799.SH	星宇股份	买入	186.72	533	4.20	5.48	6.96	44	34	27
600660.SH	福耀玻璃	增持	46.71	1,219	1.04	1.63	1.99	45	29	23
000887.SZ	中鼎股份	无评级	15.81	193	0.40	0.73	0.87	40	22	18
	平均				1.88	2.61	3.27	43	28	23
601966.SH	玲珑轮胎	买入	31.30	430	1.62	1.49	2.08	19	21	15

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)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	4287	5301	6328	7683	营业收入	18383	21281	24310	27529
应收款项	2784	3207	3663	4148	营业成本	13253	16174	17989	20372
存货净额	2875	3291	3422	3882	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
<b>流动资产合计</b>	<b>11901</b>	<b>13537</b>	<b>15409</b>	<b>18016</b>	管理费用	509	1478	1659	1875
固定资产	13429	14567	15522	16313	财务费用	392	156	188	164
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
<b>资产总计</b>	<b>29299</b>	<b>32043</b>	<b>34839</b>	<b>38206</b>	营业利润	2319	2129	2977	3438
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	4937	5475	6212	<b>利润总额</b>	<b>2311</b>	<b>2132</b>	<b>2980</b>	<b>3441</b>
其他流动负债	2461	2632	3022	3494	所得税费用	91	85	119	138
<b>流动负债合计</b>	<b>11166</b>	<b>12569</b>	<b>13497</b>	<b>14706</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	1078	1078	1078	1078	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2220</b>	<b>2047</b>	<b>2861</b>	<b>3303</b>
其他长期负债	543	553	563	573					
<b>长期负债合计</b>	<b>1620</b>	<b>1630</b>	<b>1640</b>	<b>1650</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>12787</b>	<b>14200</b>	<b>15137</b>	<b>16357</b>	净利润	2220	2047	2861	3303
少数股东权益	6	6	6	5	资产减值准备	(62)	32	11	11
股东权益	16506	17837	19696	21844	折旧摊销	1158	1351	1554	1720
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29299</b>	<b>32043</b>	<b>34839</b>	<b>38206</b>	公允价值变动损失	(173)	110	110	110
					财务费用	392	156	188	164
关键财务与估值指标					营运资本变动	379	(1181)	104	(22)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	62	(32)	(11)	(11)
每股收益	1.62	1.49	2.08	2.41	<b>经营活动现金流</b>	<b>3584</b>	<b>2328</b>	<b>4629</b>	<b>5111</b>
每股红利	0.52	0.52	0.73	0.84	资本开支	(1660)	(2600)	(2600)	(2600)
每股净资产	12.02	12.99	14.34	15.90	其它投资现金流	54	(71)	0	0
ROIC	17%	11%	14%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1637)</b>	<b>(2671)</b>	<b>(2600)</b>	<b>(2600)</b>
ROE	13%	11%	15%	15%	权益性融资	1979	0	0	0
毛利率	28%	24%	26%	26%	负债净变化	(1296)	0	0	0
EBIT Margin	19%	11%	13%	13%	支付股利、利息	(715)	(716)	(1001)	(1156)
EBITDA Margin	26%	18%	20%	20%	其它融资现金流	641	2074	0	0
收入增长	7%	16%	14%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1404)</b>	<b>1357</b>	<b>(1001)</b>	<b>(1156)</b>
净利润增长率	33%	-8%	40%	15%	<b>现金净变动</b>	<b>543</b>	<b>1014</b>	<b>1028</b>	<b>1355</b>
资产负债率	44%	44%	43%	43%	货币资金的期初余额	3744	4287	5301	6328
息率	1.7%	1.7%	2.3%	2.7%	货币资金的期末余额	4287	5301	6328	7683
P/E	19.4	21.0	15.0	13.0	企业自由现金流	3291	(144)	2186	2644
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	权益自由现金流	2635	1780	2006	2487
EV/EBITDA	11.8	15.3	12.1	11.0					

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。

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