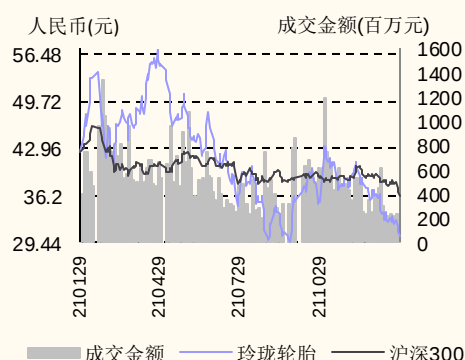


玲珑轮胎 (601966.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 30.51 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.72
已上市流通 A 股(亿股)	13.61
总市值(亿元)	418.64
年内股价最高最低(元)	57.32/29.44
沪深 300 指数	4564
上证指数	3361

**相关报告**

1. 《产能持续扩张，轮胎景气度有望触底反弹-【国金化工】玲珑轮胎三...》，2021.10.31
2. 《短期业绩下滑不改中长期全球市占率提升趋势-【国金化工】玲珑轮胎...》，2021.8.27
3. 《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
yangyirong@gjzq.com.cn

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

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	18897.20	24418.32	28620.49
营业收入增长率	12.17%	7.10%	2.80%	29.22%	17.21%
归母净利润(百万元)	1667.93	2220.43	1018.96	2013.16	2656.31
归母净利润增长率	41.20%	33.13%	-54.11%	97.57%	31.95%
摊薄每股收益(元)	1.390	1.617	0.743	1.467	1.936
每股经营性现金流净额	1.93	2.79	1.10	2.62	3.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.13%	13.45%	6.04%	11.09%	13.25%
P/E	16.50	21.76	49.22	24.91	18.88
P/B	2.50	2.93	2.97	2.76	2.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 1 月 28 日，公司发布 2021 年业绩预告，预计公司 2021 年实现归母净利润 8.8-11.0 亿元，同比减少 50%-60%。业绩基本符合预期。

经营分析

- **原材料价格高位叠加海运费暴涨，公司盈利能力有所下滑。**从成本端来看，2021 年天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶全年现货均价同比分别上涨 12.2%、17.4%、14.9%，核心原材料的价格上涨直接导致了公司产品生产成本增加，利润空间被显著压缩。出口方面，在去年海运极度紧张的背景下运费持续增长，2021 年中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 中的综合指数、美东航线、美西航线、欧洲航线全年均值同比分别增长 168%、96%、105%、275%，均达到了历史高位。海运成本的持续走高既影响到了产品价格的调整又抑制了客户采购的积极性，因而海外销售毛利率同样受损明显。
- **轮胎行业拐点将至，公司作为龙头企业的市占率有望持续提升。**今年以来，原材料开始从高位回落，同时海运费高位的情况也在持续改善，随着轮胎行业成本端的不利因素逐渐消退，公司的盈利水平将回归正常区间。另一方面，公司在全球战略布局方面的国内基地规划已经基本完成，海外基地项目仍在大力推进中，在塞尔维亚的 1200 万条半钢胎和 160 万条全钢胎项目产能释放后，公司海运成本大幅降低的同时还能有效规避“双反”政策，实现营收利润的同步增长。在当前轮胎行业景气度从底部回暖之时，看好公司依托前瞻性的布局和规模品牌优势持续扩大市场份额。

投资建议

- 公司作为国产轮胎龙头，随着产能规模和品牌影响力的不断扩大，公司的全球市占率有望持续提升。考虑到 2021 年海运费上涨、原材料价格高位等原因，我们下调公司 2021 年归母净利润为 10.2 亿元 (-11.5%)，修正 2022-2023 年归母净利润分别为 20.1 亿元和 26.6 亿元 (2021-2023 年归母净利润预测前值分别为 11.5 亿、20.0 亿和 26.1 亿)，当前市值对应 PE 分别为 49.2X、24.9X 和 18.9X，维持“买入”评级。

风险提示

- 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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	15,302	17,164	18,383	18,897	24,418	28,620
增长率	32.33%	12.2%	7.1%	2.8%	29.2%	17.2%
主营业务成本	-11,675	-12,614	-13,253	-14,992	-18,611	-21,585
%销售收入	76.3%	73.5%	72.1%	79.3%	76.2%	75.4%
毛利	3,627	4,550	5,130	3,905	5,808	7,035
%销售收入	23.7%	26.5%	27.9%	20.7%	23.8%	24.6%
营业税金及附加	-117	-98	-105	-113	-147	-172
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-909	-1,064	-963	-1,172	-1,490	-1,717
%销售收入	5.9%	6.2%	5.2%	6.2%	6.1%	6.0%
管理费用	-450	-520	-509	-586	-733	-859
%销售收入	2.9%	3.0%	2.8%	3.1%	3.0%	3.0%
研发费用	-550	-730	-763	-803	-1,050	-1,231
%销售收入	3.6%	4.3%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	1,601	2,139	2,790	1,231	2,389	3,057
%销售收入	10.5%	12.5%	15.2%	6.5%	9.8%	10.7%
财务费用	-233	-321	-392	-198	-326	-312
%销售收入	1.5%	1.9%	2.1%	1.0%	1.3%	1.1%
资产减值损失	-160	253	197	16	21	14
公允价值变动收益	20	21	5	14	11	11
投资收益	18	-4	9	6	8	4
%税前利润	1.5%	n.a	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%
营业利润	1,279	1,648	2,319	1,067	2,102	2,772
营业利润率	8.4%	9.6%	12.6%	5.6%	8.6%	9.7%
营业外收支	-47	17	-8	-5	-5	-5
税前利润	1,231	1,665	2,311	1,061	2,097	2,767
利润率	8.0%	9.7%	12.6%	5.6%	8.6%	9.7%
所得税	-50	2	-91	-42	-84	-111
所得税率	4.0%	-0.1%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润	1,181	1,667	2,220	1,019	2,013	2,656
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,181	1,668	2,220	1,019	2,013	2,656
净利率	7.7%	9.7%	12.1%	5.4%	8.2%	9.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,181	1,667	2,220	1,019	2,013	2,656
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,123	833	994	1,210	1,353	1,496
非经营收益	108	37	256	243	429	446
营运资金变动	-570	-221	363	-960	-202	-31
经营活动现金净流	1,842	2,316	3,833	1,512	3,593	4,567
资本开支	-2,470	-2,595	-2,426	-2,542	-1,569	-1,569
投资	-585	266	12	14	11	11
其他	-2	6	6	6	8	4
投资活动现金净流	-3,057	-2,323	-2,408	-2,523	-1,550	-1,554
股权募资	2	0	1,979	0	0	0
债权募资	3,964	-779	-2,696	2,626	404	-536
其他	-699	-386	-630	-952	-1,169	-1,209
筹资活动现金净流	3,266	-1,165	-1,347	1,674	-765	-1,745
现金净流量	2,051	-1,172	78	662	1,278	1,267

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,429	3,744	4,287	4,949	6,228	7,495
应收款项	3,726	3,216	3,703	4,419	5,253	6,157
存货	2,447	2,759	2,875	3,204	3,824	4,435
其他流动资产	1,435	888	1,036	1,172	1,292	1,390
流动资产	12,038	10,606	11,901	13,744	16,597	19,477
%总资产	46.7%	39.9%	40.6%	42.3%	46.6%	50.6%
长期投资	58	377	497	497	497	497
固定资产	11,466	13,008	13,429	13,836	14,050	14,121
%总资产	44.5%	48.9%	45.8%	42.5%	39.5%	36.7%
无形资产	794	764	770	766	762	757
非流动资产	13,756	15,974	17,398	18,776	18,985	19,052
%总资产	53.3%	60.1%	59.4%	57.7%	53.4%	49.4%
资产总计	25,793	26,581	29,299	32,520	35,582	38,529
短期借款	5,316	4,710	2,926	5,523	5,642	4,847
应付款项	4,727	5,393	7,305	7,627	8,857	10,274
其他流动负债	506	650	935	833	975	1,140
流动负债	10,549	10,753	11,166	13,984	15,475	16,261
长期贷款	2,956	2,374	1,078	1,078	1,078	1,078
其他长期负债	2,272	2,422	543	586	871	1,131
负债	15,778	15,549	12,787	15,648	17,424	18,469
普通股股东权益	10,008	11,026	16,506	16,866	18,152	20,054
其中：股本	1,200	1,200	1,374	1,372	1,372	1,372
未分配利润	5,274	6,567	8,219	8,580	9,866	11,767
少数股东权益	8	6	6	6	6	6
负债股东权益合计	25,793	26,581	29,299	32,520	35,582	38,529

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.984	1.390	1.617	0.743	1.467	1.936
每股净资产	8.340	9.188	12.018	12.292	13.229	14.615
每股经营现金净流	1.535	1.930	2.791	1.102	2.619	3.328
每股股利	0.260	0.300	0.430	0.480	0.530	0.550
回报率						
净资产收益率	11.80%	15.13%	13.45%	6.04%	11.09%	13.25%
总资产收益率	4.58%	6.27%	7.58%	3.13%	5.66%	6.89%
投入资本收益率	7.65%	10.70%	13.07%	4.95%	8.98%	10.91%
增长率						
主营业务收入增长率	9.94%	12.17%	7.10%	2.80%	29.22%	17.21%
EBIT增长率	1.50%	33.61%	30.45%	-55.87%	94.04%	27.96%
净利润增长率	12.73%	41.20%	33.13%	-54.11%	97.57%	31.95%
总资产增长率	33.05%	3.05%	10.23%	10.99%	9.42%	8.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.7	59.9	54.3	65.0	60.0	60.0
存货周转天数	71.9	75.3	77.6	78.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	62.3	60.8	62.9	62.0	60.8	60.8
固定资产周转天数	241.6	246.9	234.6	234.1	183.6	156.9
偿债能力						
净负债/股东权益	55.10%	46.69%	-1.89%	11.81%	6.15%	-3.42%
EBIT利息保障倍数	6.9	6.7	7.1	6.2	7.3	9.8
资产负债率	61.17%	58.50%	43.64%	48.12%	48.97%	47.94%

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	1	5	12	28	58
增持	0	0	1	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.13	1.00

来源：聚源数据

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
2	2021-08-27	买入	34.00	N/A
3	2021-10-31	买入	35.28	20.00 ~ 60.00

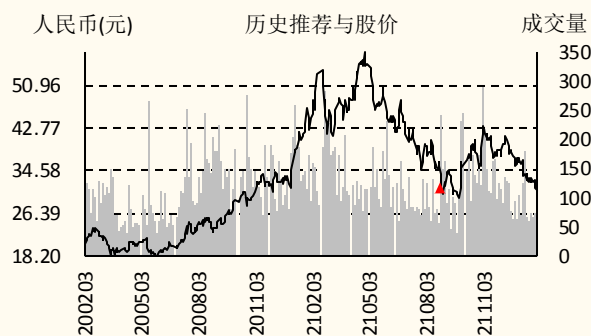
来源：国金证券研究所

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于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