

买入

玲珑轮胎 (601966.SH)

底部已现，下半年有望量利双增

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：唐旭霞 0755-81981814
证券分析师：戴仕远
证券分析师：周俊宏 021-61761059
联系人：余晓飞 0755-81981306

◆ 汽车 · 汽车零部件

tangxx@guosen.com.cn
daishiyuan@guosen.com.cn
zhoujunhong@guosen.com.cn
yuxiaofei1@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980519080002
执证编码：S0980521060004
执证编码：S0980520070002

事项：

近一年以来我国轮胎行业经受原材料及海运成本上涨、国内需求转弱的多重压力，轮胎企业“量”与“利”承受双重打击，轮胎行业经历“至暗时刻”。进入5月以来，随疫情缓解，俄乌冲突影响消化，原材料价格及海运费下行，叠加国家及各地陆续出台政策刺激消费，行业环境逐渐向好，轮胎企业的业绩表现迎来修复机遇：

行业端供需双边压力持续得到释放：1) 海运费呈下行趋势：截至6月底，中国港口到美东、美西、欧洲港口集装箱运价指数较5月底分别-20.4%/-21.9%/-0%；截至6月中旬，泰国港口到美东、美西、欧洲港口集装箱运价指数较5月同期分别-1.8%/-10.9%/-3.7%；2) 原材料价格上涨趋缓：截止6月底，轮胎主要原材料天然橡胶、合成橡胶以及炭黑较5月底分别-1.3%/+2.2%/-6.8%，加权测算的轮胎原材料价格指数略有下降；3) 终端需求持续回暖：随购置税减征政策持续深化，叠加下半年新车型的陆续上市带来的增长新动能，搭配各地消费刺激政策的催化，汽车销量有望同环比显著改善。

玲珑轮胎有望迎来业绩上行拐点：我们认为在以下不同维度因素的催化下，玲珑轮胎拐点逐渐显露，业绩表现有望迎来转机。催化点1（最直接）：海运费下行，出口松弛，原材料价格上涨趋缓；催化点2：车市产销回暖，新能源车高增长；稳经济方针下基建（全钢）有望回暖；催化点3：塞尔维亚产能释放在即，有望持续拓展高毛利欧美市场份额；以及催化点4（立足中长期视角）：配套战略推进，高端品牌+高端车型+高端产品持续渗透，对主机厂涨价顺利传导，提振板块盈利能力并形成对零售需求的有效拉动。

国信汽车观点：

公司作为国内半钢胎企业龙头，实行“7+5”战略，配套持续高端化突破，海外产能持续增加。旗下半钢和全钢胎产品具较强的竞争力，2020年起公司渠道生态发力，线上线下结合开启新零售元年。考虑到去年以来原材料成本及海运费价格上涨的影响，预计22-23年净利润分别为9.5/19.5亿元（前次预测为26/32亿），对应PE分别36/18x，给予公司2023年25倍PE（前次目标估值为23-27倍），对应目标价35.5元（前次目标价43-50元），维持“买入”评级。

评论：

◆ 供需两侧逐渐转好，我国轮胎行业迈过“至暗时刻”

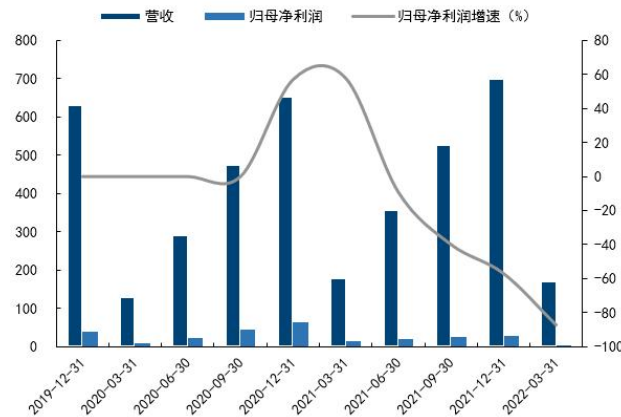
2021年中旬以来，近一年以来我国轮胎行业经受原材料及海运成本上涨、国内需求转弱的多重压力。供给端：原材料及海运价格持续上涨，叠加疫情导致的出口及国内物流受阻，侵蚀利润。4月俄乌冲突加剧原材料价格上行，叠加能耗双控限制产能释放。需求端：卡客车国五国六切换，汽车供应链吃紧，消费持续低迷，压缩销量的同时原材料成本难以向下游疏导，轮胎企业“量”与“利”承受双重打击，经营形势愈发严峻，业绩及股价表现整体表现弱势，轮胎行业经历“至暗时刻”。

图1：轮胎行业指数收盘价



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，采用中信轮胎指数

图2：轮胎行业整体营收、利润（亿元）及增速（右%）



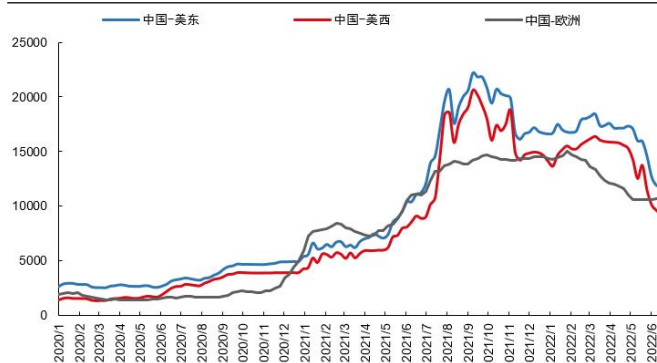
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，采用中信轮胎指数

进入2022年5月以来，随疫情缓解，俄乌冲突影响逐渐消化，叠加国家及各地陆续出台政策刺激消费，轮胎行业供应链持续修复，行业环境逐渐向好。从数据跟踪来看，原材料上涨趋缓+海运费持续下行+车市产销回暖，压迫轮胎行业的“冰山”逐渐消融，我们认为轮胎行业上行拐点已现。

➤ 海运费持续下降，原材料价格上涨趋缓

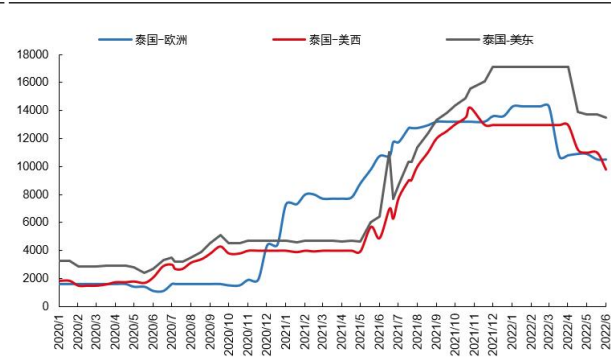
海运费降价明显，运力情况持续回暖。截止6月26日数据，中国港口来看，中国港口到美东、美西、欧洲港口集装箱运价指数分别为11599美元/FEU、8932美元/FEU、10587美元/FEU，环比上一周（6月19日）分别-1.6%、-2.7%、-0.5%，相较于5月底分别-20.4%、-21.9%、-0%，相较于年初运价分别-30.2%、-36.5%、-26.3%；泰国港口来看，截止到6月14日，根据TNSC数据，泰国港口到美东、美西、欧洲港口集装箱运价指数分别为13500美元/FEU、9800美元/FEU、10500美元/FEU，环比上两周（5月31日）分别-1.8%、-10.9%、-0%，相较于5月同期分别-1.8%、-10.9%、-3.7%，相较于年初运价分别-21.1%、-24.5%、-26.6%。整体来看海运费价格降价趋势明显；全球集装箱运力情况来看，截至6月24日，全球集装箱船运力处于持续增长的趋势。预计随海运费价格持续下降，以及全球集装箱运力的进一步释放，出口货运紧张的局面将逐渐缓解，预计轮胎工厂出口的发货速度将持续回升。

图3：我国出口集装箱运费（美元/FEU）



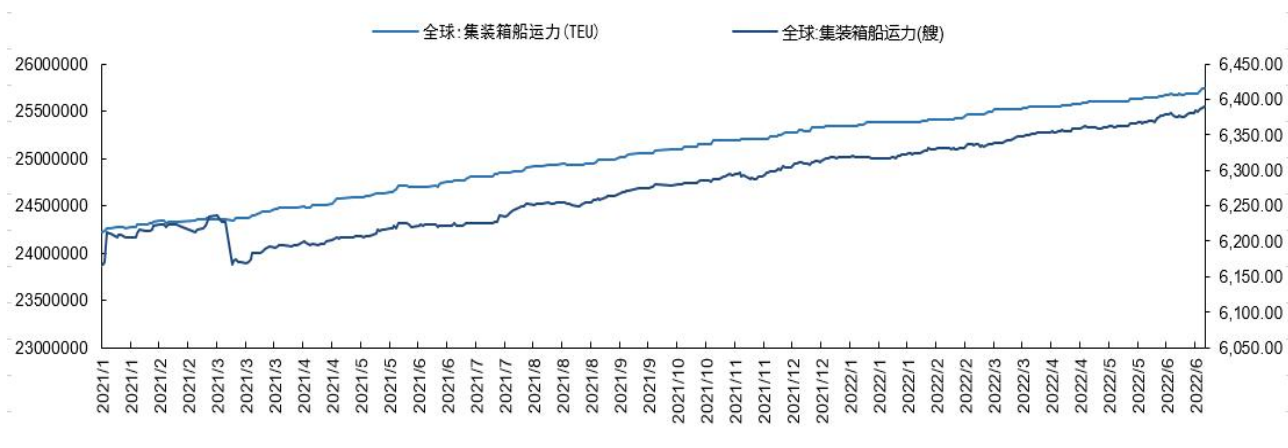
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图4：泰国出口集装箱运费（美元/FEU）



资料来源：TNSC，国信证券经济研究所整理

图5: 全球集装箱船运力情况 (TEU) (艘)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

原材料价格拐点逐渐明朗。原材料是影响轮胎生产商成本的最关键因素（原材料成本普遍占7-8成），从原材料价格来看，截至7月1日，天然橡胶价格为127900元/吨，环比5月同期-1.3%，相较于年初-5.8%，呈价格下降趋势；合成橡胶价格为14200元/吨，环比5月同期+2.2%（主要系俄乌战争刺激石油等化工品价格上涨），相较于年初-0.7%；碳黑的价格截至6月26日为10620元/吨，相较于年初+22.1%，环比5月同期-6.8%。若假设轮胎制造中所需天然橡胶、合成橡胶、碳黑的重量（吨数）权重为38%、16%、28%，大致测算得加权原材料价格为10123元/吨（截止到6月底），环比5月底-2.4%，相较于年初-1.2%，整体呈略微下行的趋势。我们认为轮胎生产原材料价格上涨趋缓的拐点逐渐明朗，轮胎企业在去年所受涨价压力有望在Q2或下半年逐渐缓解。

图6: 我国橡胶价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

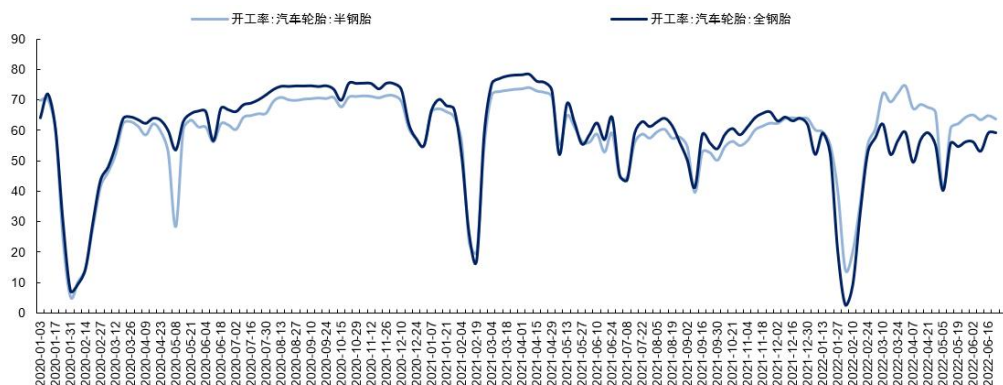
图7: 碳黑价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

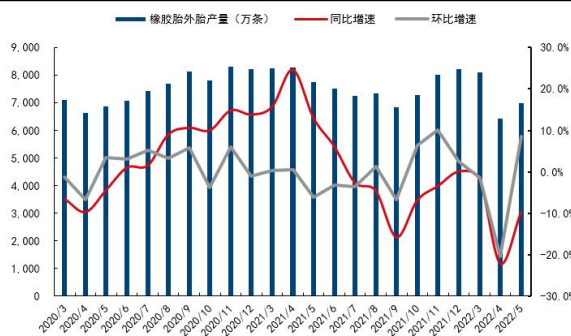
开工率及产量有望进入上行车道。从开工率数据来看，截至6月30日，我国汽车半钢胎开工率为64.6%，环比5月提升0.4pct、同比去年+5.7pct；全钢胎开工率为58.8%，环比5月同期+2.7pct，同比去年-5.3pct。5月我国橡胶胎外胎产量为7023.3万条，环比+8.5%，同比降幅收窄，为-9.8%（4月同比-22.1%）。我们认为今年年初以来受制于海运及原材料价格的压力以及终端车市的需求萎靡，轮胎开工率一直维持在偏低水平，随下半年车市回暖叠加原材料价格及海运费趋缓下行，我国轮胎产量有望实现恢复性增长。

图8：我国汽车半钢胎与全钢胎开工率（%）



资料来源：Wind, 中国橡胶信息贸易网, 国信证券经济研究所整理

图9：我国橡胶外胎产量（万条）及增速



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图10：我国合成橡胶产量同比（%）降幅收窄



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

政策刺激车市产销恢复性增长，看好下半年轮胎需求抬升

政策带动汽车产销持续回暖。根据中汽协数据，2022年5月国内汽车产销分别为192.6/186.2万辆，同环比改善明显，环比分别为+59.7%/+57.6%（4月产销环比分别-46.2%/-47.1%），同比分别为-5.7%/-12.6%（4月产销同比分别-46.1%/-47.6%）。进入6月以来，疫情持续缓解叠加刺激政策（购置税减征有望带来2年左右新一轮景气周期）的深化，购车需求恢复性释放，车市产销持续回暖终端，人气和成交均有提升。根据交强险周度数据，今年6月20日-26日乘用车上险量47.8万辆，同比去年+8.4%，环比上月+12.7%，新能源乘用车上险量12.6万辆，同比+124.6%，环比+10.7%，6月20日-26日新能源渗透率达26.2%。

图11：我国乘用车销量（万辆）及增速（%）

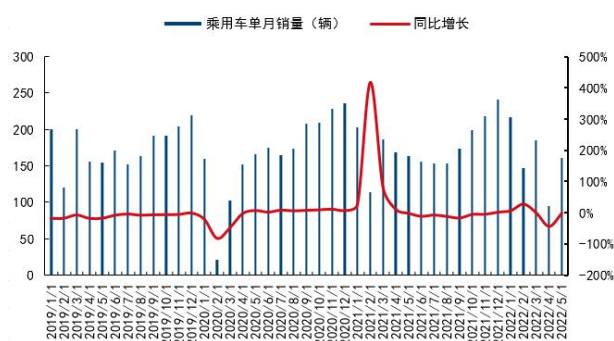
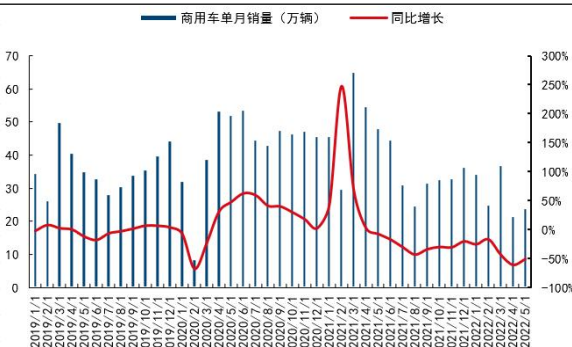


图12：我国商用车销量（万辆）及增速（%）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

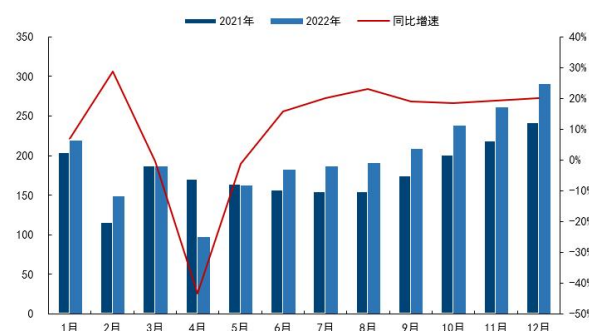
进入下半年，我们认为随购置税减征政策持续深化，叠加下半年新车型的陆续上市带来的增长新动能，搭配各地消费刺激政策的催化，汽车销量有望同环比显著改善，我们预计 2022 年全年汽车销量为 2805 万辆（新能源乘用车 585 万辆+燃油乘用车 1785 万辆+商用车 435 万辆），同比+7%。另外根据公安部数据，截至 2022 年 Q1，我国汽车保有量 3.07 亿辆，相较于 2021 年底+1.7%。我们认为在 2022 年下半年汽车销量确定性的回暖（配套+半钢），汽车保有量基数大（替换），以及国家稳经济、稳增长方针下基建有望回暖（全钢）的三重加持下，轮胎行业市场需求有望持续释放。

图 13：新能源乘用车销量（万辆）及增速（%）



资料来源：上险数据，国信证券经济研究所整理

图 14：2022 年我国乘用车销量预测（万辆）及增速预测（%）



资料来源：中汽协，乘联会，国信证券经济研究所整理

表 1：我国乘用车销量预测（万辆）

新能源车	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	合计销量
2021 年	17.2	10.6	21.2	19.3	20.4	24.1	25.6	30.7	34.1	36.6	42.7	49.8	332.3
2022 年	41.9	32.1	46.1	28.0	42.7	47.5	48.5	50.9	53.4	57.7	63.5	73.0	585.3
同比增速	144%	203%	117%	45%	109%	97%	89%	66%	57%	58%	49%	47%	76%
燃油车	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	合计销量
2021 年	187.3	105	166.2	151.1	144.2	132.8	129.5	124.5	141	164.1	176.5	192.4	1814.6
2022 年	176.7	116.6	140.3	68.5	119.6	134.128	138	140	155	180	198	217.8	1784.6
同比增速	-6%	11%	-16%	-55%	-17%	1%	7%	12%	10%	10%	12%	13%	-1.7%
总体乘用车	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	合计销量
2021 年	204.5	115.6	187.4	170.4	164.6	156.9	155.1	155.2	175.1	200.7	219.2	242.2	2146.9
2022 年	218.6	148.7	186.4	96.5	162.3	181.6	186.5	190.9	208.4	237.7	261.5	290.8	2370.0
同比增速	7%	29%	-1%	-43%	-1%	16%	20%	23%	19%	18%	19%	20%	10.4%

资料来源：中汽协，上险数据，国信证券经济研究所整理和预测

◆ 玲珑轮胎：内外双重利好提振下，业务有望迎来拐点

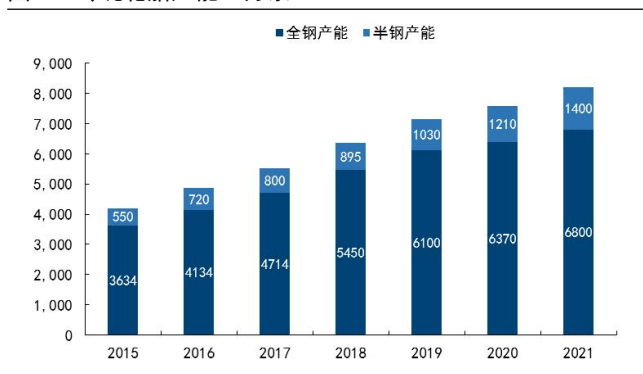
玲珑轮胎有望迎来业绩上行拐点：我们认为在以下不同维度因素的催化下，玲珑轮胎拐点逐渐显露，业绩有望迎来转机。催化点 1（最直接）：海运费下行，出口松弛，原材料价格上涨趋缓；催化点 2：车市产销回暖，新能源车高增长；稳经济方针下基建（全钢）有望回暖；催化点 3：塞尔维亚产能释放在即，有望持续拓展高毛利欧美市场份额；以及催化点 4（立足中长期视角）：配套战略推进，高端品牌+高端车型+高端产品持续渗透，对主机厂涨价顺利传导，提振板块盈利能力并形成对零售需求的有效拉动。

塞尔维亚工厂落地在即，有望修复公司盈利能力。塞尔维亚工厂规划产能 1360 万条/年（全钢 160 万条+半钢 1200 万条），并有望近于阶段开始逐渐投产。我们认为伴随塞尔维亚工厂产能的释放较有意义：1）量：有利于就近配套客户，提升海外市场份额；2）利：欧洲工厂就近供货欧洲区域客户（较多主机厂总部落于欧洲，利于缓解运费波动带来的成本压力，另外从欧洲工厂可以向美国供货，有效规避关税，提升

利润率；3) **品牌力**：塞尔维亚工厂是国内轮胎企业在欧洲落地的第一座工厂，利于提高玲珑品牌在欧洲的知名度，另外欧洲产地的轮胎在销售至很多客户时有望享受一定溢价。

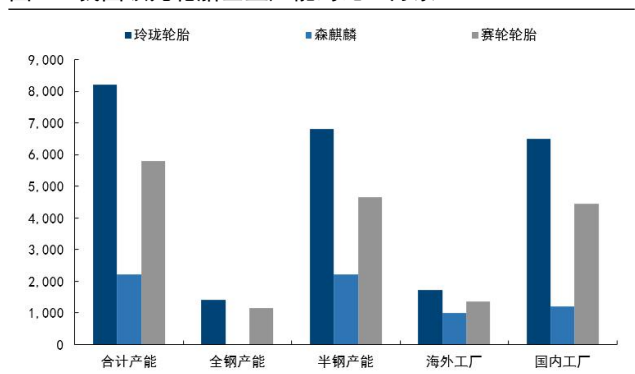
长期“7+5”战略扩大产能版图，保证产销增长。2021 年公司将产能战略调整为“7+5”（国内 7 工厂+海外 5 工厂）战略，公司目前在国内拥有德州、柳州、荆门、长春五大生产基地，海外拥有泰国及正在建设的塞尔维亚基地，截至 21 年底已有产能 8206 万条（全钢 6800 万条+半钢 1400 万条），产能总量、半钢产能总量均国内领先。2021 年基地的扩产（柳州、荆门等）及建设（塞尔维亚、长春等）给公司的成本、费用带来一定压力，但也形成巨大的产能储备，预计公司在 2022-2025 年，新增产能有望超过 2000 万条，逐渐形成配套主机厂的最佳服务半径，保障产销增长。

图 15：玲珑轮胎产能（万条）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 16：我国领先轮胎企业产能对比（万条）



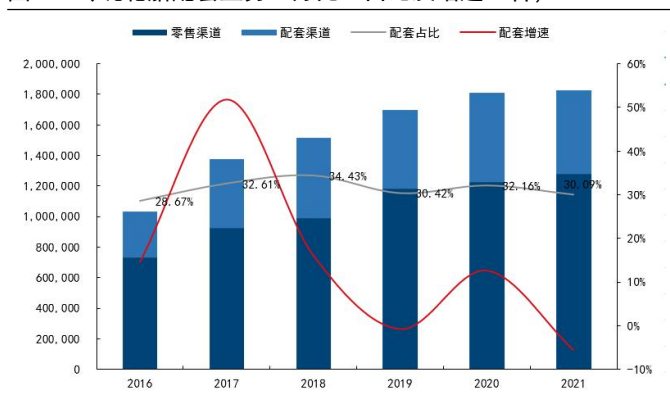
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：截至 21 年报）

客户群拓展，配套单价上升，配套板块盈利有望改善。配套业务认证壁垒极高且周期漫长，因此配套业务本身就是主机厂对轮胎产品质量的一种背书，利于在消费者群体中树立良好的品牌形象，我们认为配套业务是胎企成长为一线企业的标配。玲珑战略坚持配套战略，连续多年位居中国配套首位：

1) **客户层面**：公司为进入全球 10 大车企中 7 家的配套体系，实现对德系、欧系、美系、日系等重点车系的配套，车企配套轮胎累计超 2 亿条。在新能源配套领域，公司成功配套五菱宏光 MINI EV、E200、E300、比亚迪秦 EV、秦 Plus、宋 PRO、元 Plus、一汽红旗高端电动车 EQM5、E-HS3、E-HS9 等车型，21 年整体市占率接近 20%（国内第一），销量增速 182%，不断拓展中高档汽车领域配套。

2) **单价层面**：公司配套业务车型逐渐向高端品牌+高端车型+高端产品持续渗透，另外随汽车产销回暖，搭配公司的相应措施，公司对主机厂涨价有望顺利传导，提升配套单车价值量，改善配套板块盈利能力。

图 17：玲珑轮胎配套业务（万元）占比及增速（右；%）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 18：玲珑轮胎配套车企丰富



资料来源：轮胎商业网，国信证券经济研究所整理

公司配套拉动效应尚具较大成长空间。轮胎作为整车较少具有品牌标识的汽车零部件具有较强的品牌属性以及用户黏度。替换市场中每辆家用乘用车平均 4-5 年需更换，商用车以及非公路车的替换系数更高。中

国千人汽车保有量 2021 年为 213 辆，同比+7.3%，仍低于欧美日等发达国家 600-800 辆的水平。根据米其林整理的全球各大地区的轮胎协会发布的数据显示，2021 年度全球配套与替换市场比例为 1:3-4，玲珑目前该比例为 1:1（国内，截至 2021 年年报）。随公司技术实力（研发投入占比行业领先）带来产品力的提升，叠加公司短期“承压”式开拓配套客户，玲珑轮胎通过配套拉动效应以及高性价比优势在替换市场仍具较大上升空间。

◆ 投资建议

行业向好：5 月以来，随疫情缓解，俄乌冲突影响逐渐消化，叠加国家及各地陆续出台政策刺激消费，轮胎行业供应链持续修复，行业环境逐渐向好：**1) 海运费呈下行趋势：**截至 6 月底，中国港口到美东、美西、欧洲港口集装箱运价指数较 5 月底分别-20.4%/-21.9%/-0%；截至 6 月中旬，泰国港口到美东、美西、欧洲港口集装箱运价指数较 5 月同期分别-1.8%/-10.9%/-3.7%；**2) 原材料价格上涨趋缓：**截止 6 月底，轮胎主要原材料天然橡胶、合成橡胶以及炭黑较 5 月底分别-1.3%/+2.2%/-6.8%，加权测算的轮胎原材料价格指数略有下降；**3) 终端需求持续回暖：**随购置税减征政策持续深化，叠加下半年新车型的陆续上市带来的增长新动能，搭配各地消费刺激政策的催化，汽车销量有望同环比显著改善。

公司机遇：我们认为在以下不同维度的因素的催化下，玲珑轮胎业绩拐点逐渐显露，有望明显改善。**催化点 1（最直接）：**海运费下行，出口顺畅，原材料价格上涨趋缓；**催化点 2：**车市产销回暖，新能源车高速增长；**稳经济方针下基建有望回暖**；**催化点 3：**塞尔维亚产能逐渐释放，持续拓展高毛利欧美市场份额；**以及催化点 4（立足中长期）：**配套战略推进，高端品牌+高端车型+高端产品持续渗透，对主机厂涨价顺利传导，提升板块盈利能力，并形成对零售需求有效拉动。

表2：玲珑轮胎分季度产销、价格、收入拆解

玲珑轮胎分季度价值拆解							
2017		产量/万条	销量/万条	收入/万元	单价/元	单价同比增速	销量同比增速
Q1	轮胎	1283	1236	332640	269		
Q2	轮胎	1160	1142	332089	291		
Q3	轮胎	1277	1261	354573	281		
Q4	轮胎	1304	1272	357896	281		
全年		5025	4911	1377198	280		
2018							
Q1	轮胎	1284	1236	348470	282	4.7%	0.1%
Q2	轮胎	1405	1325	369355	279	-4.2%	16.1%
Q3	轮胎	1350	1327	375290	283	0.6%	5.2%
Q4	轮胎	1484	1457	421588	289	2.8%	14.6%
全年		5523	5345	1514703	283		
2019							
Q1	轮胎	1445	1381	403463	292	3.7%	11.7%
Q2	轮胎	1461	1377	423167	307	10.3%	3.9%
Q3	轮胎	1574	1471	415872	283	0.0%	10.9%
Q4	轮胎	1714	1671	461761	276	-4.5%	14.7%
全年		6195	5899	1704263	289		
2020							
Q1	轮胎	1461	1220	354601	291	-0.5%	-11.7%
Q2	轮胎	1389	1490	459523	308	0.4%	8.2%
Q3	轮胎	1819	1744	493244	283	0.0%	18.6%
Q4	轮胎	1928	1879	502200	267	-3.3%	12.4%
全年		6597	6333	1809568	286		
2021							
Q1	轮胎	1779	1629	489360	300	3.3%	33.5%
Q2	轮胎	1791	1676	499174	298	-3.5%	12.5%
Q3	轮胎	1610	1541	421916	274	-3.2%	-11.6%
Q4	轮胎	1847	1625	415953	256	-4.2%	-13.5%
全年		7027	6471	1826402	282		
2022							
Q1	轮胎	1672	1571	429687	273	-9.0%	-3.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：考虑原材料价格、海运费价格高企对带来的成本压力，对终端厂商涨价落地对于业绩的影响有一定滞后性，另外公司配套业务的价值量提升及对替代市场的拉动需要一定时间，下调盈利预测，预计22-23年净利润分别为9.5/19.5亿元（前次预测为26/32亿），对应PE分别36/18x，我们调整盈利预测的主要依据如下：

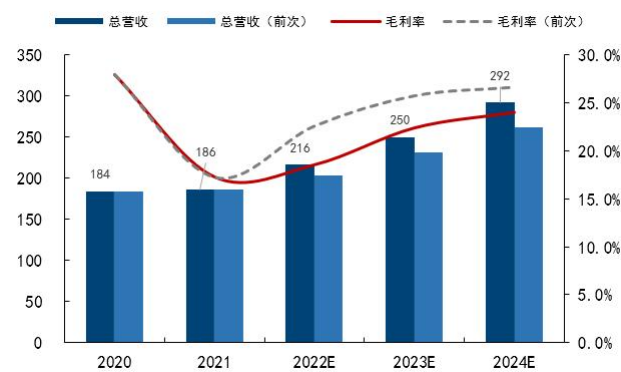
- **假设一（营业收入）：**考虑到乘用车由于受到芯片短缺以及原材料价格上涨的影响、商用车由于国五、国六切换提前透支市场导致销量持续低迷，将会导致轮胎销量有所下滑，预计22-24年轮胎销量分别为7506、8632、10013万条。考虑到车市产销低迷时期对轮胎厂商对终端车厂涨价具一定难度、公司配套业务从低价值量产品向高附加值产品渗透需要一定时间，将会对公司平均单胎价格有一定影响，综合预计公司22-24年营收为216、250、292亿元。
- **假设二（盈利能力）：**考虑到成本端原材料及海运价格上涨对公司成本端的压力对公司毛利率有一定侵蚀作用，预计22-24年毛利率为18.5%、22.4%、24.0%。结合公司持续重视研发及市场开拓，综合预计公司22-24年净利润为9.5、19.5、29.3亿元。

图19：玲珑轮胎盈利预测变动情况

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收 (亿元)	184	186	216	250	292
同比增速	7.1%	1.1%	16.4%	15.7%	16.7%
总销量 (万条)	6333	6471	7506	8632	10013
同比增速	7.3%	2.2%	16.0%	15.0%	16.0%
毛利率	27.9%	17.3%	18.5%	22.4%	24.0%
归母净利润 (亿元)	22.2	7.9	9.5	19.5	29.3
同比增速	33.1%	-64.5%	20.6%	104.8%	50.5%
净利率	12.1%	4.2%	4.4%	7.8%	10.0%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图20：公司营收（亿元）及毛利率（%）前后预测对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司作为国内半钢胎企业龙头，实行“7+5”战略，配套持续高端化突破，海外产能持续增加。旗下半钢和全钢胎产品具较强的竞争力，2020年起公司渠道生态发力，线上线下结合开启新零售元年。考虑到去年以来原材料成本及海运费价格上涨的影响，预计22-23年净利润分别为9.5/19.5亿元（前次预测为26/32亿），对应PE分别36/18x，给予公司2023年25倍PE（前次目标估值为23-27倍），对应目标价35.5元（前次目标价43-50元，主要调整系公司成本上涨一定程度延缓业绩释放节奏），维持“买入”评级。

表3：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2021A	EPS 2022E	2023E	2021A	PE 2022E	2023E
600660.SH	福耀玻璃	买入	40.84	1066	1.21	1.83	2.19	34	22	19
601799.SH	星宇股份	买入	165.00	471	3.32	4.94	6.36	50	33	26
601058.SH	赛轮轮胎	-	10.63	326	0.43	0.63	0.95	25	17	11
	平均							36	24	19
601966.SH	玲珑轮胎	买入	25.00	371	0.57	0.69	1.42	43	36	18

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；数据为7月1日收盘价；其中赛轮轮胎盈利预测来自wind一致预期；

◆ 风险提示

- 1、疫情反复的风险，限制复工复产、出口节奏的风险；
- 2、终端车市需求不及预期的风险，
- 3、贸易壁垒的恶化的风险；
- 4、新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险；

相关研究报告：

《国信证券-玲珑轮胎-601966-2021 年三季报点评：原材料及海运成本拖累，单三季度利润承压》 —— 2021-11-03

《玲珑轮胎-601966-2021 年中报点评：营收同比增长 22%，原材料价格上涨致业绩承压》 —— 2021-09-01

《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，轮胎产品价格量齐升》 —— 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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4287	2317	2300	2300	3883	营业收入	18383	18579	21621	25019	29207
应收款项	2784	3297	3850	4455	5201	营业成本	13253	15372	17614	19424	22204
存货净额	2875	4534	5117	5594	6424	营业税金及附加	105	100	116	134	166
其他流动资产	1927	1363	1578	1826	2132	销售费用	963	529	606	876	1051
流动资产合计	11901	11543	12877	14208	17672	管理费用	509	642	826	987	1124
固定资产	13429	17560	18277	18709	18971	研发费用	763	934	1087	1270	1490
无形资产及其他	769	900	865	830	795	财务费用	392	134	307	278	232
投资性房地产	3170	4106	4106	4106	4106	投资收益	9	(29)	(8)	(20)	(20)
长期股权投资	30	29	29	29	29	资产减值及公允价值变动	173	315	(180)	(250)	(250)
资产总计	29299	34139	36155	37883	41574	其他收入	(1025)	(1358)	(1087)	(1270)	(1490)
短期借款及交易性金融负债	2926	6465	6216	5324	5000	营业利润	2319	730	877	1780	2670
应付款项	5779	6852	7773	8463	9746	营业外净收支	(8)	(16)	(16)	(16)	(16)
其他流动负债	2461	2825	3223	3579	4118	利润总额	2311	714	861	1763	2653
流动负债合计	11166	16142	17212	17366	18864	所得税费用	91	(75)	(90)	(184)	(278)
长期借款及应付债券	1078	719	719	719	719	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
其他长期负债	543	890	1237	1584	1931	归属于母公司净利润	2220	789	951	1948	2932
长期负债合计	1620	1609	1956	2303	2650	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	12787	17751	19167	19668	21513	净利润	2220	789	951	1948	2932
少数股东权益	6	6	6	5	5	资产减值准备	(62)	121	112	16	8
股东权益	16506	16383	16982	18209	20056	折旧摊销	1158	1188	1527	1838	2016
负债和股东权益总计	29299	34139	36155	37883	41574	公允价值变动损失	(173)	(315)	180	250	250
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	392	134	307	278	232
每股收益	1.62	0.57	0.69	1.42	2.14	营运资本变动	379	(640)	428	77	296
每股红利	0.52	0.59	0.26	0.53	0.79	其它	62	(121)	(112)	(16)	(8)
每股净资产	12.02	11.94	12.38	13.27	14.62	经营活动现金流	3584	1021	3086	4113	5492
ROIC	11.56%	4.52%	5%	10%	14%	资本开支	0	(5723)	(2501)	(2501)	(2501)
ROE	13.45%	4.81%	6%	11%	15%	其它投资现金流	54	(3)	0	0	0
毛利率	28%	17%	19%	22%	24%	投资活动现金流	23	(5726)	(2501)	(2501)	(2501)
EBIT Margin	15%	5%	6%	9%	11%	权益性融资	(67)	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	12%	13%	17%	18%	负债净变化	(1296)	(359)	0	0	0
收入增长	7%	1%	16%	16%	17%	支付股利、利息	(715)	(803)	(352)	(721)	(1085)
净利润增长率	33%	-64%	21%	105%	50%	其它融资现金流	1025	5058	(250)	(891)	(324)
资产负债率	44%	52%	53%	52%	52%	融资活动现金流	(3065)	2735	(602)	(1612)	(1409)
股息率	2.1%	2.3%	1.0%	2.1%	3.2%	现金净变动	543	(1970)	(17)	0	1583
P/E	15.5	43.5	36.1	17.6	11.7	货币资金的期初余额	3744	4287	2317	2300	2300
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7	货币资金的期末余额	4287	2317	2300	2300	3883
EV/EBITDA	11.9	23.8	18.4	13.0	10.8	企业自由现金流	0	(4068)	969	1986	3314
						权益自由现金流	0	631	380	787	2734

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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