

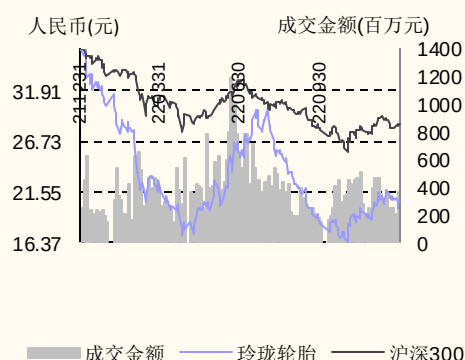
玲珑轮胎 (601966.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 20.48 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.77
已上市流通 A 股(亿股)	14.74
总市值(亿元)	302.43
年内股价最高最低(元)	36.26/16.37
沪深 300 指数	3872
上证指数	3089



相关报告

- 1.《业绩拐点来临，行业景气度回暖-【国金化工】玲珑轮胎点评》，2022.8.27
- 2.《至暗时刻已过，业绩有望持续修复-【国金化工】玲珑轮胎点评》，2022.7.15
- 3.《至暗时刻下业绩短期受挫，静待行业复苏-【国金化工】玲珑轮胎点...》，2022.4.29
- 4.《短期业绩承压，行业景气度有望触底回升-【国金化工】玲珑轮胎点...》，2022.1.30

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

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

李含钰 联系人
lihanyu@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,383	18,579	19,218	22,914	26,177
营业收入增长率	7.10%	1.07%	3.44%	19.23%	14.24%
归母净利润(百万元)	2,220	789	432	1,411	2,220
归母净利润增长率	33.13%	-64.48%	-45.17%	226.37%	57.31%
摊薄每股收益(元)	1.617	0.575	0.293	0.956	1.503
每股经营性现金流净额	3.06	-0.52	1.21	2.30	3.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.45%	4.81%	2.56%	7.87%	11.39%
P/E	21.76	63.59	69.94	21.43	13.62
P/B	2.93	3.06	1.79	1.69	1.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 公司 2022 年 12 月 30 日发布对外投资进展暨变更投资事项的公告: 公司原计划在安徽省合肥市庐江县建设年产 1460 万套超高性能自愈合及智能子午线轮胎项目, 但因合肥市能耗指标不足使得该项目能评不能批复, 因此公司与庐江县解除投资协议并与安徽省六安市政府等主体重新签署投资协议, 拟在安徽六安高新技术产业开发区建设年产 1400 万套高性能子午线轮胎项目和 3 万吨废旧轮胎资源再生建设项目。

经营分析

- 新项目基地落地六安, “7+5” 全球新战略布局稳步推进。2021 年在轮胎行业持续承压的背景下, 公司坚定信心并开始推进逆周期布局, 将 “6+6” 战略调整为 “7+5” 战略, 即中国七个生产基地, 国外五个生产基地, 随着国内第七个生产基地正式在六安落地, 公司的国内布局已基本完成。未来将持续推进海外工厂选址规划, 力争到 2030 年产量突破 1.6 亿条, 实现销售收入超 800 亿元, 产能规模进入世界前五。
- 在建项目丰富, 未来成长空间广阔。公司国内基地中湖北基地三期正在扩建, 吉林基地产能正在爬坡; 铜川基地总规划 1520 万套高性能子午线轮胎和 50 万套翻新胎, 一期项目预计在 2024 年 3 月完工; 六安基地预计 2023 年 4 月开始施工, 总工期 6 年将分 3 期建设完成。新基地中铜川项目总投资 60.66 亿元, 项目达产后预计可实现年收入 63.45 亿元, 利润 6.09 亿元; 六安项目总投资 51 亿元, 达产后预计可实现年收入 48.18 亿元, 利润 5.82 亿元。随着各大基地产能的陆续释放, 公司未来业绩有望持续增长。

投资建议

- 公司为国产轮胎龙头, 随着产能规模进一步扩大看好长期市占率的持续提升。考虑疫情反复对需求端的扰动和成本端的压力, 下调公司 2022 年归母净利润为 4.3 亿元 (相比预测前值下调 41.4%)、调整 2023-2024 年归母净利润分别为 14.1 亿元、22.2 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 69.9、21.4、13.6 倍, 维持 “买入” 评级。

风险提示

- 疫情影响轮胎产销、国际贸易摩擦、原料价格大幅波动、新建项目产能释放不及预期、海运费价格大幅波动

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	17,164	18,383	18,579	19,218	22,914	26,177
增长率		7.1%	1.1%	3.4%	19.2%	14.2%
主营业务成本	-12,614	-13,253	-15,372	-15,855	-18,166	-20,205
%销售收入	73.5%	72.1%	82.7%	82.5%	79.3%	77.2%
毛利	4,550	5,130	3,207	3,363	4,748	5,972
%销售收入	26.5%	27.9%	17.3%	17.5%	20.7%	22.8%
营业税金及附加	-98	-105	-100	-100	-121	-141
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,064	-963	-529	-538	-665	-785
%销售收入	6.2%	5.2%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%
管理费用	-520	-509	-642	-673	-779	-890
%销售收入	3.0%	2.8%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%
研发费用	-730	-763	-934	-961	-1,146	-1,309
%销售收入	4.3%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	2,139	2,790	1,002	1,092	2,038	2,847
%销售收入	12.5%	15.2%	5.4%	5.7%	8.9%	10.9%
财务费用	-321	-392	-134	-482	-568	-534
%销售收入	1.9%	2.1%	0.7%	2.5%	2.5%	2.0%
资产减值损失	-253	-197	-310	0	0	0
公允价值变动收益	21	5	25	-157	0	0
投资收益	-4	9	-29	-1	0	0
%税前利润	n.a	0.4%	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	1,648	2,319	730	452	1,470	2,313
营业利润率	9.6%	12.6%	3.9%	2.4%	6.4%	8.8%
营业外收支	17	-8	-16	-2	0	0
税前利润	1,665	2,311	714	450	1,470	2,313
利润率	9.7%	12.6%	3.8%	2.3%	6.4%	8.8%
所得税	2	-91	75	-18	-59	-93
所得税率	-0.1%	3.9%	-10.5%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润	1,667	2,220	789	432	1,411	2,220
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,668	2,220	789	432	1,411	2,220
净利率	9.7%	12.1%	4.2%	2.3%	6.2%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,667	2,220	789	432	1,411	2,220
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,316	1,359	347	1,224	1,295	1,390
非经营收益	37	256	-20	539	622	599
营运资金变动	-221	363	-1,827	-414	66	286
经营活动现金净流	2,800	4,198	-712	1,782	3,394	4,495
资本开支	-2,595	-2,426	-4,784	-2,695	-1,992	-1,801
投资	266	12	-199	-154	0	0
其他	6	6	-15	13	0	0
投资活动现金净流	-2,323	-2,408	-4,998	-2,836	-1,992	-1,801
股权募资	0	1,979	0	211	53	0
债权募资	-779	-2,696	3,203	2,235	87	-994
其他	-637	-563	-428	-654	-1,046	-1,265
筹资活动现金净流	-1,416	-1,280	2,775	1,792	-907	-2,258
现金净流量	-688	444	-3,212	738	496	435

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,744	4,287	2,317	3,046	3,536	3,966
应收款项	3,216	3,703	3,529	4,085	4,700	5,173
存货	2,759	2,875	4,534	4,561	4,977	5,314
其他流动资产	888	1,036	1,163	737	790	859
流动资产	10,606	11,901	11,543	12,429	14,002	15,313
%总资产	39.9%	40.6%	33.8%	33.9%	36.0%	37.7%
长期投资	377	497	868	851	851	851
固定资产	13,008	13,429	17,560	19,356	20,081	20,511
%总资产	48.9%	45.8%	51.4%	52.9%	51.6%	50.5%
无形资产	764	770	902	885	868	851
非流动资产	15,974	17,398	22,595	24,184	24,890	25,302
%总资产	60.1%	59.4%	66.2%	66.1%	64.0%	62.3%
资产总计	26,581	29,299	34,139	36,613	38,892	40,615
短期借款	4,710	2,926	6,465	7,695	7,782	6,789
应付款项	5,393	7,305	9,099	8,655	9,670	10,711
其他流动负债	650	935	578	767	910	1,036
流动负债	10,753	11,166	16,142	17,117	18,362	18,535
长期贷款	2,374	1,078	719	1,719	1,719	1,719
其他长期负债	2,422	543	890	876	869	864
负债	15,549	12,787	17,751	19,711	20,950	21,118
普通股股东权益	11,026	16,506	16,383	16,896	17,937	19,491
其中：股本	1,200	1,374	1,372	1,477	1,477	1,477
未分配利润	6,567	8,219	8,324	8,627	9,615	11,169
少数股东权益	6	6	6	6	6	6
负债股东权益合计	26,581	29,299	34,139	36,613	38,892	40,615

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.390	1.617	0.575	0.293	0.956	1.503
每股净资产	9.188	12.018	11.940	11.442	12.146	13.199
每股经营现金净流	2.333	3.057	-0.519	1.207	2.298	3.044
每股股利	0.430	0.490	0.160	0.088	0.287	0.451
回报率						
净资产收益率	15.13%	13.45%	4.81%	2.56%	7.87%	11.39%
总资产收益率	6.27%	7.58%	2.31%	1.18%	3.63%	5.47%
投入资本收益率	10.70%	13.07%	4.70%	3.98%	7.13%	9.76%
增长率						
主营业务收入增长率	12.17%	7.10%	1.07%	3.44%	19.23%	14.24%
EBIT增长率	33.61%	30.45%	-64.07%	8.91%	86.65%	39.71%
净利润增长率	41.20%	33.13%	-64.48%	-45.17%	226.37%	57.31%
总资产增长率	3.05%	10.23%	16.52%	7.25%	6.22%	4.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.9	54.3	57.1	60.0	58.0	56.0
存货周转天数	75.3	77.6	88.0	105.0	100.0	96.0
应付账款周转天数	60.8	62.9	61.1	66.0	65.0	64.0
固定资产周转天数	246.9	234.6	244.0	222.5	182.2	154.4
偿债能力						
净负债/股东权益	46.69%	-1.89%	29.57%	37.55%	33.13%	23.18%
EBIT利息保障倍数	6.7	7.1	7.5	2.3	3.6	5.3
资产负债率	58.50%	43.64%	52.00%	53.84%	53.87%	52.00%

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	二个月内	三月内	六月内
买入	3	9	22	33	66
增持	0	0	7	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.24	1.20	1.00

来源：朝阳永续

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

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
4	2022-01-30	买入	30.51	N/A
5	2022-04-29	买入	18.06	N/A
6	2022-07-15	买入	27.42	N/A
7	2022-08-27	买入	23.70	N/A

来源：国金证券研究所


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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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