

#### 方正证券研究所证券研究报告

玲珑轮胎(601966)

公司研究

化工行业

公司财报点评

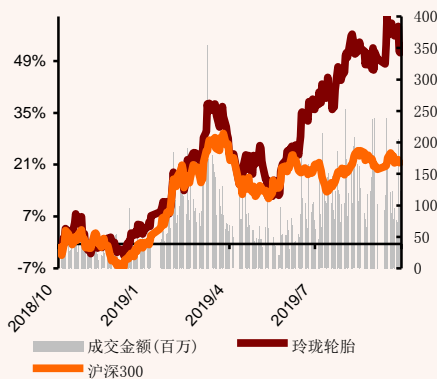
2019.10.25/强烈推荐(维持)

**分析师** 杨晖  
 执业证书编号: S1220518050003  
**TEL:**  
**E-mail** yanghui6@foundersc.com  
**首席化工分析师:** 李永磊  
 执业证书编号: S1220517110004  
**TEL:**  
**E-mail** liyonglei@foundersc.com

#### 联系人:

**TEL:**  
**E-mail:**

#### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

#### 相关研究

《【方正化工】轮胎行业深度:全球轮胎行业将迎来巨变》2019.10.12

《海外零售高速增长,配套实现大突破——玲珑轮胎半年报点评》2019.08.01

《玲珑轮胎深度之四:玲珑 VS 韩泰:抽丝剥茧,挖掘核心竞争力》2019.07.26

请务必阅读最后特别声明与免责条款

#### 公司发布 2019 三季报,业绩实现高增长

公司 2019 前三季度实现营收 125.09 亿元,同比上升 13.26%;实现归母净利润 12.14 亿元,同比增长 37.38%;实现归母扣非净利润 11.17 亿元,同比增长 30.28%。其中 Q3 单季度实现营收 41.99 亿元,同比上升 10.41%,实现归母净利润 4.89 亿元,同比上升 35.83%。

费用率方面,公司录入销售费用 7.46 亿元,营收占比 5.96%,同比提升 0.10 个 pct;录入管理费用 3.80 亿元,营收占比 3.03%,同比提高 0.14 个 pct;录入研发费用 5.29 亿元,营收占比 4.23%,同比提升 0.52 个 pct;录入财务费用 2.36 亿元,营收占比 1.89%,同比提升 0.74 个 pct。财务费用率变化主要系可转债和银行借款增加利息费用,汇率变动影响汇兑收益较去年同期减少所致。

#### 单胎毛利提升,盈利能力改善

公司第三季度公司共生产轮胎 1574.22 万条,同比增长 16.60%;销售 1470.50 万条轮胎,同比增长 10.85%。单胎价格为 282.81 元,较去年略低 0.1 元;实现单胎毛利 78.60 元,同比提高 12.46 元;实现毛利率 27.79%,较去年提高 4.41 个 pct。

公司前三季度共生产轮胎 4480.40 万条,同比增长 10.94%;销售 4228.25 万条,同比增长 8.74%。单条价格为 293.03 元,较去年提升 11.91 元;实现单胎毛利 76.93 元,同比提高 9.98 元;实现毛利率 26.25%,较去年提高 2.44 个 pct。

公司第三季度天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线、帘子布五项主要原材料总体价格同比下降 7.70%。我们判断在原材料下行以及车市低迷的环境下,公司能够实现单胎价格的稳定以及单胎利润的提升主要因为:1)公司产品结构改善,全钢以及大尺寸半钢胎销量占比提高;2)贸易壁垒阻碍大陆轮胎出口,海外工厂盈利向好。

#### 海外布局大步推进

随着双反和贸易摩擦的发展,国内轮胎出口阻碍加重,海外工厂利润比重提高。玲珑泰国三期于 2018 年底投产,2019 年中满产,至此泰国工厂已满负荷运作,成为公司主要的利润来源。而公司马不停蹄,已经开始建设欧洲塞尔维亚工厂,计划 2020 年底达产。我们认为塞尔维亚工厂的战略意义包括 1) 成为新的海外利润重心, 2) 预防欧洲对中国半钢胎进行双反, 3) 预防美国对泰国进行双反, 4) 登陆欧洲市场,方便就近在欧洲主机厂配套。

#### 配套突破提升公司品牌力

据公司官网消息,8月26日玲珑轮胎与吉利汽车研究院签

订全面战略合作协议，吉利汽车分布在全球的工厂将为玲珑轮胎提供稳定、高份额配套资源，我们认为玲珑轮胎有望借此实现向国产中高端车型配套的放量。此外公司还于5月成功配套一汽大众捷达主胎，这也是国产轮胎首次为大众系列车系配套主胎。随着公司在国产中高端车型以及合资车系的配套突破，我们看好公司未来在配套端加速突进，实现品牌提升。

#### 投资建议：

我们预计公司2019-21年归母净利润分别为16.49、19.08和22.57亿元，EPS为1.37、1.59和1.88元/股，对应PE为15.28、13.21和11.16倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**东南亚天然橡胶病害、项目投产不达预期、销量增长不达预期

#### 盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	15,301.5	17,140.5	19,323.28	22,308.77
(+/-) (%)	9.9%	12.0%	12.7%	15.5%
净利润	1,181.22	1,649.35	1,907.79	2,257.19
(+/-) (%)	12.7%	39.6%	15.7%	18.3%
EPS(元)	0.98	1.37	1.59	1.88
P/E	13.87	15.28	13.21	11.16

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>12,037.74</b>	<b>7,153.16</b>	<b>8,395.43</b>	<b>10,956.82</b>	<b>营业总收入</b>	<b>15,301.58</b>	<b>17,140.55</b>	<b>19,323.28</b>	<b>22,308.77</b>
现金	4,429.12	-0.02	193.60	1,685.82	营业成本	11,674.58	12,890.90	14,601.60	16,845.09
应收账款	3,685.04	3,335.29	3,949.05	4,559.45	营业税金及附加	117.49	135.16	151.21	174.47
其它应收款	40.80	50.88	56.72	64.34	营业费用	909.18	1,022.98	1,135.03	1,319.93
预付账款	199.53	177.59	204.96	243.56	管理费用	449.57	605.28	614.69	726.67
存货	2,447.33	2,353.51	2,755.18	3,167.74	财务费用	232.67	215.37	162.11	129.01
其他	1,235.92	1,235.92	1,235.92	1,235.92	资产减值损失	159.72	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>13,755.73</b>	<b>14,284.60</b>	<b>14,855.22</b>	<b>15,458.29</b>	公允价值变动收益	19.59	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	18.17	0.00	0.00	0.00
固定资产	10,130.25	10,130.25	10,130.25	10,130.25	<b>营业利润</b>	<b>1,278.64</b>	<b>1,753.32</b>	<b>2,017.31</b>	<b>2,385.22</b>
无形资产	789.25	789.25	789.25	789.25	营业外收入	19.22	0.00	0.00	0.00
其他	2,836.24	3,365.11	3,935.73	4,538.80	营业外支出	66.68	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>25,793.46</b>	<b>21,437.76</b>	<b>23,250.65</b>	<b>26,415.11</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,231.18</b>	<b>1,753.32</b>	<b>2,017.31</b>	<b>2,385.22</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,549.33</b>	<b>6,513.88</b>	<b>6,418.96</b>	<b>7,326.20</b>	所得税	49.82	104.00	109.51	127.99
短期借款	4,781.11	811.75	0.00	0.00	<b>净利润</b>	<b>1,181.36</b>	<b>1,649.32</b>	<b>1,907.80</b>	<b>2,257.23</b>
应付账款	3,629.69	3,445.59	3,997.17	4,591.42	少数股东损益	0.14	-0.02	0.02	0.05
其他	2,138.53	2,256.54	2,421.79	2,734.77	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,181.22</b>	<b>1,649.35</b>	<b>1,907.79</b>	<b>2,257.19</b>
<b>非流动负债</b>	<b>5,228.60</b>	<b>3,428.67</b>	<b>3,428.67</b>	<b>3,428.67</b>	EBITDA	2,563.76	1,968.70	2,179.42	2,514.23
长期借款	2,956.18	2,956.18	2,956.18	2,956.18	EPS (元)	0.98	1.37	1.59	1.88
其他	2,272.42	472.49	472.49	472.49					
<b>负债合计</b>	<b>15,777.93</b>	<b>9,942.55</b>	<b>9,847.64</b>	<b>10,754.87</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	7.98	7.96	7.98	8.02	<b>成长能力</b>				
股本	1,200.00	1,200.00	1,200.00	1,200.00	营业收入	9.9%	12.0%	12.7%	15.5%
资本公积	2,665.55	2,665.55	2,665.55	2,665.55	营业利润	14.6%	37.1%	15.1%	18.2%
留存收益	6,142.00	7,621.69	9,529.48	11,786.66	归属母公司净利润	12.7%	39.6%	15.7%	18.3%
归属母公司股东权益	10,007.56	11,487.25	13,395.04	15,652.22	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,793.46</b>	<b>21,437.76</b>	<b>23,250.65</b>	<b>26,415.11</b>	毛利率	23.7%	24.8%	24.4%	24.5%
					净利率	7.7%	9.6%	9.9%	10.1%
					ROE	11.8%	14.4%	14.2%	14.4%
					ROIC	9.9%	11.8%	12.4%	13.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	61.2%	46.4%	42.4%	40.7%
					净负债比率	63.5%	115.6%	136.1%	145.6%
					流动比率	1.14	1.10	1.31	1.50
					速动比率	0.89	0.71	0.85	1.03
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.68	0.73	0.86	0.90
					应收账款周转率	4.46	5.14	4.89	4.89
					应付账款周转率	3.58	3.74	3.65	4.89
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.98	1.37	1.59	1.88
					每股经营现金	1.53	1.92	1.45	1.87
					每股净资产	8.34	9.57	11.16	13.04
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.87	15.28	13.21	11.16
					P/B	1.64	2.19	1.88	1.61
					EV/EBITDA	8.59	14.99	13.08	10.74

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com