业绩超预期，毛利率净利率创新高

玲珑轮胎（601966.SH）2020 年三季报点评

核心结论

事件：公司发布 2020 年三季度报告，前三季度共实现营收 132.47 亿元（+5.90%），实现归母净利润 15.99 亿元（+31.6%）；其中 Q3 单季度实现营收 50.03 亿元（+19.14%），实现归母净利润 7.02 亿元（+43.50%）。

国内外疫情对公司经营的影响？公司 Q3 单季度实现轮胎销量 1743.91 万条，环比 Q2 增长 17.1%，同比增长 18.6%；公司产销率稳定在 95.9%，与 H1 水平保持一致。在国内需求复苏、海外出口转暖的情况下，公司的订单及发货情况整体向好，并已经脱离疫情影响恢复正常的公司成长速度。

公司单季度单胎价格和毛利率变化？环比 Q2，公司单胎收入下滑、毛利率提升，主要是因为配套回暖+出口回暖+海外工厂订单提高，带来的半钢胎比重的提升导致了单胎收入的下滑；而随着毛利率的海外工厂负荷的提升，毛利率受到拉动向上。此外，公司 Q3 销售费用率同比下降 0.62 个 PCT，管理费用率同比下降 0.32%，研发费用率同比下降 0.65%。以上三项费用率的下降主要体现了公司的规模效应，在 Q3 接近满产之下，提供了大约 1.59 个 PCT 的利润率提振。

不利的汇兑环境对公司利润的影响？2020 年三季度，美元兑离岸人民币汇率由 7.07 一路走低至 6.78。这部分汇兑损益使得公司三季度单季度财务费用增长至 1.01 亿元，同比增加了 120.8%。在此不利的汇兑环境下，公司依然在 Q3 实现单季度 7.02 亿元的归母净利润，环比 Q2 增长 43.5%。公司继续实现盈利的高增长可谓表现不俗。

投资建议：我们预计 2020-2022 年公司营收为 185.80/227.94/273.37 亿元；归母净利润为 20.54/24.55/29.05 亿元， EPS 为 1.57/1.87/2.22 元，对应目前 PE 为 18.6/15.6/13.2X。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：项目建设落后预期；主要市场关税壁垒政策变动。

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	15,302	17,164	18,580	22,794	27,337
增长率	9.9%	12.2%	8.2%	22.7%	19.9%
归母净利润（百万元）	1,181	1,668	2,054	2,455	2,905
增长率	12.7%	41.2%	23.1%	19.5%	18.3%
每股收益（EPS）	0.90	1.27	1.57	1.87	2.22
市盈率（P/E）	32.4	22.9	18.6	15.6	13.2
市净率（P/B）	3.5	3.2	2.9	2.5	2.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	买入
股票代码	601966
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	29.22

近一年股价走势

分析师

杨晖 S0800520010003

yanghui@research.xbmail.com.cn

相关研究

玲珑轮胎：半年报业绩超市场预期，疫情压迫全球行业利润分化—玲珑轮胎（601966.SH）半年报点评 2020-08-12

玲珑轮胎：十年砥砺，剑指全球一线轮胎品牌—玲珑轮胎（601966.SH）首次覆盖报告 2020-07-07

WESTERN SECURITIES 西部证券

索引

内容目录

公司前三季度净利润同比增长 31.7%，单季度净利率再创新高 3
公司 Q3 单季度毛利率突破 30% 3
公司保持优秀的费用控制水平，研发费用保持稳定 4
不利的汇兑环境下，公司依然实现盈利的高增长 4
投资建议 5
风险提示 5

图表目录

图 1：公司 2020Q1-3 营收同比+5.90% 3
图 2：公司 2020Q1-3 净利润同比+31.67% 3
图 3：公司保持优秀的费用控制水平 4

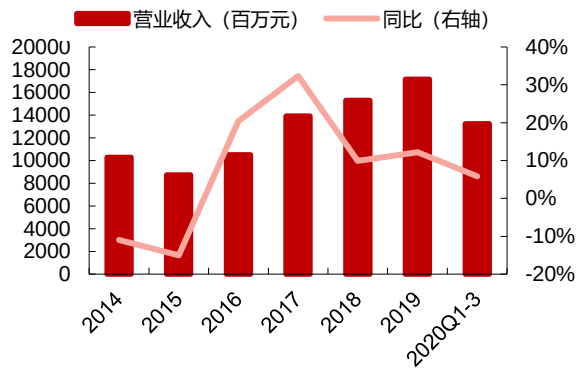
表 1：公司 Q3 毛利率突破 30% 4

公司前三季度净利润同比增长31.7%，单季度净利率再创新高

公司业绩情况：公司 2020 年前三季度实现营收 132.47 亿元，同比增加 5.90%；实现归母净利润 15.99 亿元，同比增加 31.67%。公司前三季度实现毛利率 28.38%，同比去年同期的 26.00%提高了 2.38 个百分点。净利率来看，公司 2020 前三季度达到了 12.07%的净利率。

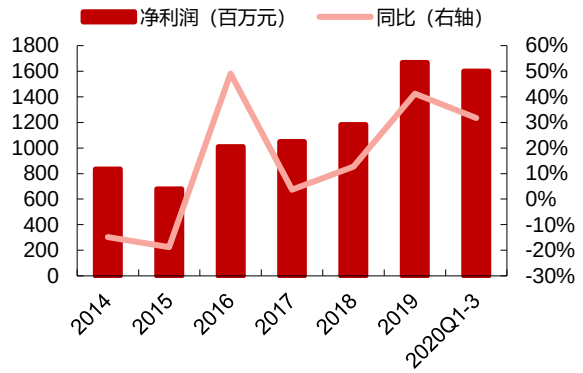
从单季度看，公司 Q3 实现营收 50.03 亿元，同比增长 19.14%；实现净利润 7.02 亿元，同比增长 43.50%。公司 Q3 单季度净利率达到 14.23%，创单季度新高，同比去年 Q3 提高了 2.46 个百分点。从行业角度，Q3 的景气主要体现来自：1）乘用车销量复苏 2）全钢胎持续高景气 3）出口转正 4）美国经销商抢出口导致海外工厂订单大增。

图 1：公司 2020Q1-3 营收同比+5.90%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 2：公司 2020Q1-3 净利润同比+31.67%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司Q3单季度毛利率突破30%

公司 Q3 产销率近 96%，单季度销量环比增长 17.1%。公司 2020 前三季度累计生产轮胎 4669.14 万条，同比增长 4,2%；累计销售轮胎 4453.4 万条，同比增长 5.3%。其中 Q3 单季度实现销量 1743.91 万条，同比增长 18.6%，环比 Q2 销量大幅提高 17.1%。公司 Q3 轮胎产销率 95.9%，在国内需求复苏、海外出口转暖的情况下，公司的订单及发货情况整体向好。

环比 2020Q2，公司轮胎单价下滑，毛利率提升。单胎收入下滑了 18.34 元，主要是因为配套回暖+出口回暖+海外工厂订单提高，带来的半钢胎比重的提升导致了单胎收入的下滑。而随着毛利率的海外工厂负荷的提升，毛利率受到拉动向上。

同比 2019Q3，公司轮胎单价持平，毛利率提升。单胎收入基本持平，而毛利率提升了 2.57 个百分点。主要是因为在 Q3 原材料同比下降 12.79%的情况下，公司：1）全钢零售高增长拉动单胎售价，2）三季度产品供不应求，导致原本应该跟随原材料向下的调价节奏趋缓。

总体上看，毛利率是相对科学的观测指标。2020Q3 公司毛利率为 30.09%，比上半年提升 2.74 个百分点。在此情况下，公司 Q3 单季度实现净利率 14.03%，对比上半年的 10.87%增长了超过 3 个百分点。**在原材料暴跌之后，产品供不应求导致价格在高位维持，带来的 Q3 甚至 Q4 的高毛利率，这是中国轮胎的盈利黄金期。**

表 1：公司 Q3 毛利率突破 30%

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019FY	2020Q1	2020Q2	2020Q3
产量（万条）	1445.04	1461.14	1574.22	1714.30	6194.70	1461.25	1389.29	1818.60
销量（万条）	1381.12	1376.63	1470.50	1671.23	5899.48	1219.95	1489.54	1743.91
产销率	95.6%	94.2%	93.4%	97.5%	95.2%	83.5%	107.2%	95.9%
轮胎营收（万元）	399,960	423,167	415,872	461,761	1,700,760	354,601	459,523	493244
单胎营收（元）	289.59	307.39	282.81	276.30	288.29	290.67	308.50	282.84
毛利（万元）	97,757	111,939	115,583	129,735	455,014	96,190	129,314	150,521
单胎毛利（元）	70.78	81.31	78.60	77.63	77.13	78.85	86.81	86.31
毛利率	24.23%	26.18%	27.52%	27.87%	26.51%	26.85%	27.74%	30.09%
净利润（万元）	28484.80	44026.95	48927.89	45352.95	166792.59	37162.14	52488.88	70210.31
净利率	7.12%	10.40%	11.77%	9.82%	9.81%	10.48%	11.42%	14.23%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

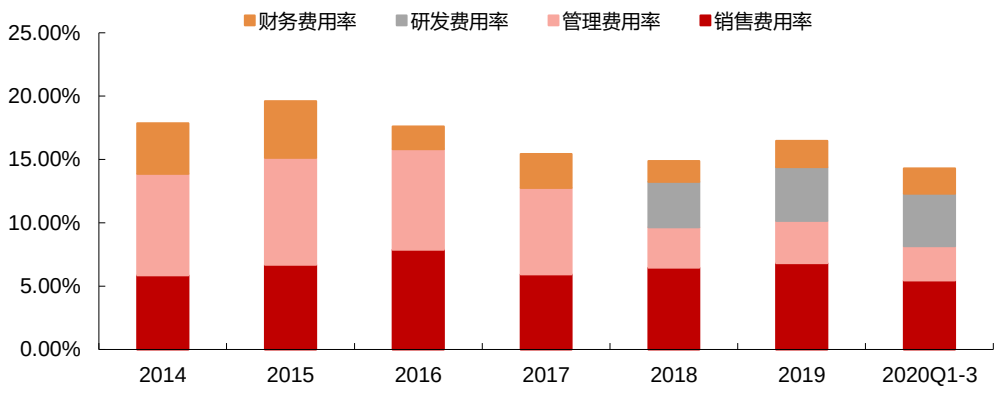
公司保持优秀的费用控制水平，研发费用保持稳定

2020Q1-3 公司期间费用率共计 14.29%，较 19 年全年的 16.47%有所下降，在费用控制方面持续保持优秀的水准。对比 19 年的费用率分布，公司 Q1-3 销售费用率同比降低 1.36 个 PCT，管理费用率同比下降 0.63 个 PCT，财务费用率同比下降 0.07 个 PCT，三费均有一定下降。

公司在整体合理控制期间费用的情况下，研发支出并未因此缩减，研发费用率保持稳定，公司的核心竞争力进一步得到巩固。公司 2020Q1-3 共计支出研发费用 5.48 亿元，同比增长 3.63%。

分季度来看，公司 Q3 销售费用率同比降低 0.62 个 PCT，管理费用率同比降低 0.32 个 PCT，研发费用率同比降低 0.65 个 PCT，三者总费用率共计降低 1.59 个百分点，主要由于开工率的提升使成本得到摊薄，最终反映在了净利率的提升。而公司 Q3 财务费用率同比提升 0.93 个百分点，主要因财务费用受汇兑影响较为显著。

图 3：公司保持优秀的费用控制水平



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

不利的汇兑环境下，公司依然实现盈利的高增长

2020 年三季度，美元兑离岸人民币汇率由 7.07 一路走低至 6.78。这部分汇兑损益使得公司三季度单季度财务费用增长至 1.01 亿元，同比（4594 万元）增加 120.8%。公司 2020Q1-3 共计支出财务费用 2.63 亿元，同比增长 11.25%（对应财务费用率为 1.99%，对比 2019Q1-3 的财务费用率为 2.06%），影响了公司一部分利润空间。在此不利的汇兑环境下，公司依然在 Q3 实现单季度 7.02 亿元的归母净利润，环比 Q2 增长 43.5%，公司继续实现盈利的高增长可谓表现不俗。

若对汇兑损失进行还原，假设 Q3 公司汇兑损失为 6000 万元，而 2019 年 Q3 同期 4.89 亿利润中包括了 4000 万的汇兑收益。则 2020Q3 单季度剔除汇兑的实际增长应为 7.62/4.49=70%。

投资建议

我们预计 2020-2022 年公司营收为 185.80/227.94/273.37 亿元；归母净利润为 20.54/24.55/29.05 亿元， EPS 为 1.57/1.87/2.22 元，对应目前 PE 为 18.6/15.6/13.2X。 公司作为国内轮胎行业龙头，国内外相对竞争优势加强逻辑不变，长期成长空间较大。 我们继续看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示

1、项目建设落后预期

2、主要市场关税壁垒政策变动

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4,429	3,744	3,486	3,886	3,705
应收款项	3,925	3,077	3,835	4,380	4,694
存货净额	2,447	2,759	2,854	3,528	4,240
其他流动资产	1,236	1,026	831	1,031	963
流动资产合计	**12,038**	**10,606**	**11,006**	**12,826**	**13,602**
固定资产及在建工程	11,466	13,008	17,464	21,672	25,903
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	789	761	817	902	930
其他非流动资产	1,500	2,205	1,561	1,753	1,837
非流动资产合计	**13,756**	**15,974**	**19,842**	**24,326**	**28,670**
资产总计	**25,793**	**26,581**	**30,848**	**37,152**	**42,272**
短期借款	4,781	3,279	6,732	8,519	9,650
应付款项	5,672	7,448	6,764	8,422	10,069
其他流动负债	96	26	51	58	45
流动负债合计	**10,549**	**10,753**	**13,547**	**16,998**	**19,764**
长期借款及应付债券	4,756	4,267	3,755	4,564	4,500
其他长期负债	472	529	422	474	475
长期负债合计	**5,229**	**4,796**	**4,176**	**5,038**	**4,975**
负债合计	**15,778**	**15,549**	**17,724**	**22,037**	**24,739**
股本	1,200	1,200	1,310	1,310	1,310
股东权益	10,016	11,032	13,124	15,116	17,533
负债和股东权益总计	**25,793**	**26,581**	**30,848**	**37,152**	**42,272**

现金流量表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,181	1,667	2,054	2,454	2,904
折旧摊销	965	1,064	922	1,241	1,575
营运资金变动	233	321	504	694	762
其他	(537)	(253)	(532)	125	485
经营活动现金流	**1,842**	**2,800**	**2,948**	**4,514**	**5,727**
资本支出	(2,022)	(1,826)	(5,172)	(5,602)	(5,863)
其他	(1,035)	(497)	0	0	0
投资活动现金流	**(3,057)**	**(2,323)**	**(5,172)**	**(5,602)**	**(5,863)**
债务融资	3,411	(1,439)	1,926	1,951	442
权益融资	(360)	(878)	39	(463)	(487)
其它	58	672	0	0	0
筹资活动现金流	**3,109**	**(1,645)**	**1,965**	**1,488**	**(44)**
汇率变动					
现金净增加额	**1,894**	**(1,168)**	**(258)**	**401**	**(181)**

利润表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**15,302**	**17,164**	**18,580**	**22,794**	**27,337**
营业成本	11,675	12,614	13,554	16,567	19,806
营业税金及附加	117	98	106	130	155
销售费用	909	1,064	985	1,231	1,504
管理费用	1,000	1,250	1,245	1,550	1,941
财务费用	233	321	504	694	762
其他费用/（-收入）	89	169	100	150	227
营业利润	**1,279**	**1,648**	**2,087**	**2,472**	**2,942**
营业外净收支	(47)	17	13	15	15
利润总额	**1,231**	**1,665**	**2,100**	**2,487**	**2,957**
所得税费用	50	(2)	41	23	42
净利润	**1,181**	**1,667**	**2,059**	**2,464**	**2,914**
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	**1,181**	**1,668**	**2,054**	**2,455**	**2,905**

财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
ROE	12.6%	15.9%	17.0%	17.4%	17.8%
毛利率	23.7%	26.5%	27.0%	27.3%	27.5%
营业利润率	8.4%	9.6%	11.2%	10.8%	10.8%
销售净利率	7.7%	9.7%	11.1%	10.8%	10.6%
成长能力					
营业收入增长率	9.9%	12.2%	8.2%	22.7%	19.9%
营业利润增长率	14.6%	28.9%	26.3%	18.3%	19.0%
归母净利润增长率	12.7%	41.2%	23.1%	19.5%	18.3%
偿债能力					
资产负债率	61.2%	58.5%	57.5%	59.3%	58.5%
流动比	1.14	0.81	0.81	0.75	0.69
速动比	0.91	0.73	0.60	0.55	0.47

每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标					
EPS	0.90	1.27	1.57	1.87	2.22
BVPS	7.64	8.42	10.01	11.53	13.38
估值					
P/E	32.4	22.9	18.6	15.6	13.2
P/B	3.5	3.2	2.9	2.5	2.2
P/S	2.5	2.2	2.1	1.7	1.4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。