

2019年10月27日

配套拉动零售 业绩高速增长

玲珑轮胎(601966)

事件概述

公司发布三季报：2019Q1-Q3 实现营收 125.1 亿元，同比增长 13.3%；归母净利 12.1 亿元，同比增长 37.4%，扣非归母净利 11.2 亿元，同比增长 30.3%；加权平均净资产收益率 11.8%，较上年上升 2.3pp。其中，2019Q3 实现营收 42.0 亿元，同比增长 10.4%，环比下滑 1.8%；归母净利 4.9 亿元，同比增长 35.8%，环比增长 11.1%。

分析判断

► 业绩高速增长，成本优势显著

2019 年公司单季度营收及归母净利始终保持逆市增长；2019Q1-Q3 乘用车行业累计批发销量同比下滑 11.3%，公司 2019Q1、Q2、Q3 营收同比增速分别为 14.9%、14.6%、10.4%，归母净利同比增速分别为 26.9%、47.2%、35.8%。我们判断，公司业绩高速增长主要受益于：

- 1) 客户拓展进程顺利，新订单驱动营收增长。公司积极开拓销售市场，提升产品质量，实现 2019Q3 轮胎产品销量 1,470.5 万条，同比增长 10.9%。
- 2) 原材料价格优势保证高毛利率。2019Q1-Q3 公司毛利率 26.0%，2019Q3 更是高达 27.5%，远超行业平均水平，说明公司在橡胶等重要原材料供应上具备较强议价能力，2019Q3 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 7.7%。
- 3) 三项费率严格管控保证高净利率。2019Q1-Q3 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 6.0%、3.0%、4.2%，三项费率保持往年水平，精细化管理提升运营效率，报告期内公司净利率上升 1.7pp 至 9.7%。

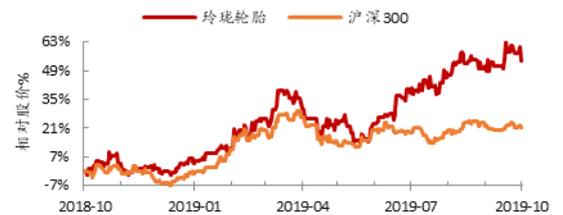
► 配套拉动零售，驱动成长逻辑

轮胎业务主要分为配套（前装）和零售（后市场）两个市场，公司遵循配套拉动零售的模式，实现双向发力：

- 1) 配套市场方面，公司通过完善产品系列，升级产品性能，优化产品结构，不断提升产品档次，2019H1 成功配套一汽大众捷达主胎、长安福特福睿斯两款主胎、雷诺电动车主胎和一汽红旗 L5 国宾车民用版补气保用轮胎等。在成功进入合资车企供应链后，公司有望继续渗透更多产品，开拓更多优质车企客户。
- 2) 零售市场方面，替换需求源于配套，配套市场实现突破后，公司零售市场长期增长可期；同时，公司升级零售市场营销战略，深耕细分产品、空白区域开发以及渠道下沉，2019H1 海内外轮胎零售销量均实现 10%以上增长。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	24.12
最新收盘价：	21.00
股票代码：	601966
52 周最高价/最低价：	21.93/13.4
总市值(亿)	252.00
自由流通市值(亿)	252.00
自由流通股数(百万)	1,200.01



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

分析师：周沐

邮箱：zhoumu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090004

投资建议

稀缺的轮胎行业核心成长标的。在竞争格局相对稳定的全球轮胎行业，公司是国内前装配套领域率先渗透合资车企供应链体系的轮胎供应商，掌握两大核心竞争力：①客户结构优质；②成本优势显著；零售市场依托保有量稳步增长，公司配套拉动零售，长期来看替换需求驱动零售增长。盈利预测：预计公司2019-2021年实现营收176.2、207.5、232.2亿元，归母净利润16.1、18.7、20.7亿元，EPS分别为1.34、1.56、1.72元，对应PE 15.7、13.5、12.2倍。参考申万轮胎指数850361.SI，目前轮胎行业动态PE估值为19.4倍，给予公司2019年18倍目标PE，对应目标价24.12元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

橡胶等重要原材料价格波动影响毛利水平；新订单落地不达预期；竞争格局变化，海外轮胎巨头外部打压，价格战影响公司盈利情况。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13918.07	15301.58	17619.05	20754.48	23221.02
YoY (%)	32.33	9.94	15.15	17.80	11.88
归母净利润(百万元)	1047.83	1181.22	1605.63	1866.42	2069.69
YoY (%)	3.72	12.73	35.93	16.24	10.89
毛利率 (%)	23.86	23.70	26.04	25.16	24.96
每股收益 (元)	0.87	0.98	1.34	1.56	1.72
ROE	12.04	11.80	14.03	14.02	13.46
市盈率	24.05	21.33	15.69	13.50	12.18

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 国内乘用车轮胎龙头	4
2. 业绩高速增长 成本优势显著	5
3. 配套拉动零售 驱动成长逻辑	6
4. 投资建议	7
5. 风险提示	7

图表目录

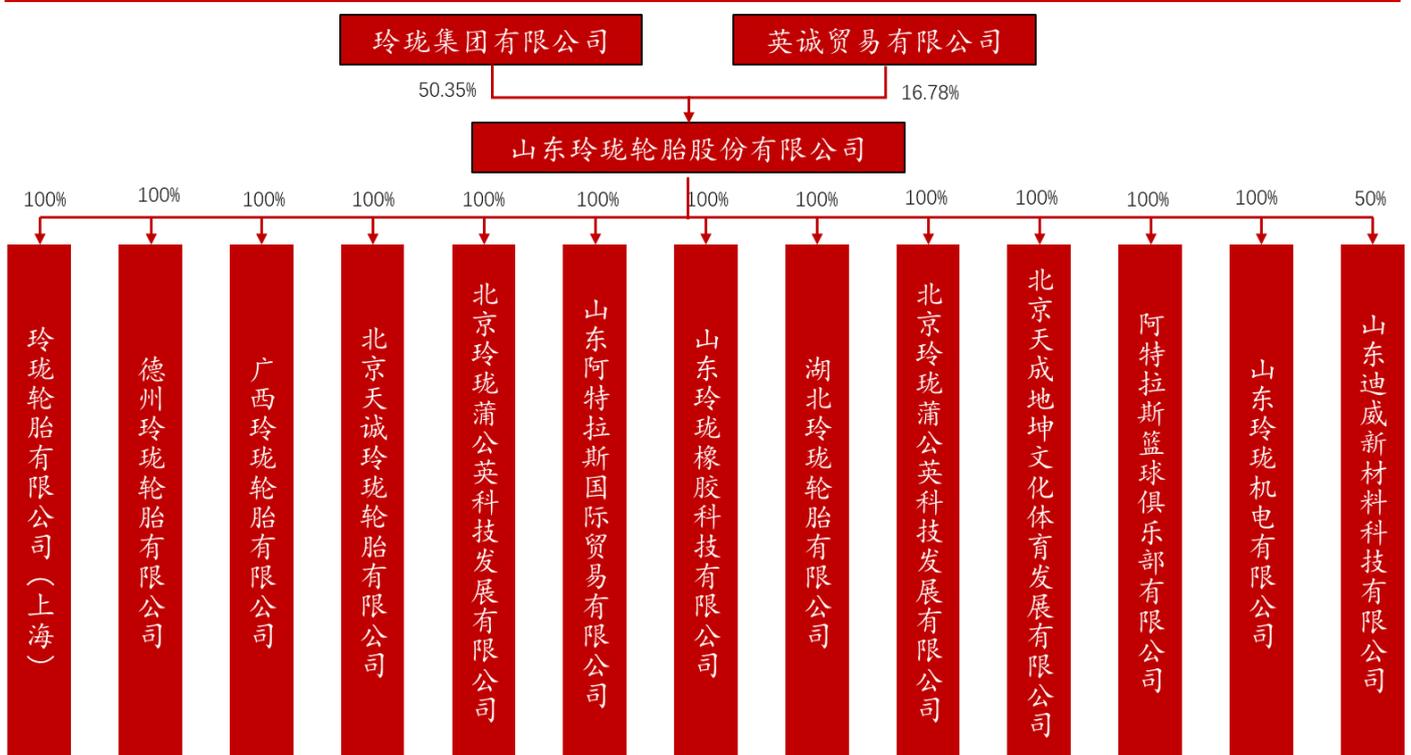
图 1 玲珑轮胎股权结构图（截止至 2019 年中报）	4
图 2 玲珑轮胎单季营收及同比增速（亿元；%）	5
图 3 玲珑轮胎单季毛利润及毛利率（亿元；%）	5
图 4 玲珑轮胎单季归母净利及同比（亿元；%）	5
图 5 玲珑轮胎单季扣非后归母净利及同比（亿元；%）	5
图 6 玲珑轮胎单季三项费率（%）	6
图 7 玲珑轮胎单季 ROE 及 ROA（%）	6
图 8 中国汽车保有量及同比增速（万辆；%）	7
图 9 2019 年各国汽车千人保有量水平（辆/千人）	7
表 1 玲珑轮胎乘用车车企配套情况	6

1. 国内乘用车轮胎龙头

乘用车轮胎龙头，配套优质客户。玲珑轮胎于 1975 年成立，一直致力于发展成为一家专业化、规模化的轮胎制造企业，于 2016 年 7 月 6 日在上交所主板上市。公司原注册资本 12 亿元，经过多年的创新发展，现已成长为资产过百亿、收入过百亿、员工过万名的国内知名轮胎企业，连续多年入围世界轮胎 20 强，中国轮胎前五强。玲珑轮胎是国内规模最大、效益最好的轮胎企业之一，主营业务为汽车轮胎的设计、开发、制造与销售，主要产品分为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和斜交胎，广泛应用于乘用车、商用车、卡客车以及工程机械车辆等，其产品成功进入奥迪、大众、通用、福特等全球知名汽车品牌的全球配套体系，并为中国一汽、陕西重汽、东风汽车、北汽福田、重庆红岩、上汽通用五菱、吉利汽车、长安汽车、比亚迪、奇瑞汽车等国内外 60 多家车厂提供配套。

技术研发实力强。公司拥有国家级企业技术中心和国家级实验室，建设了行业内第一家噪声实验室和低滚动阻力实验室，掌握了行业前沿的研发与试验检测手段，承担了国家 863 计划、火炬计划等多项国家级技术攻关课题，主导和参与制定及修改了 60 多项国家及行业标准，取得 300 多项国内外专利，其中有多项新产品、新技术填补国内空白。公司自主研发的“低断面抗湿滑低噪音超高性能轿车子午线轮胎”，获得“国家科技进步二等奖”。“玲珑”商标被国家工商总局认定为中国驰名商标，玲珑品牌价值连续多年居国内轮胎行业前列。

图 1 玲珑轮胎股权结构图（截止至 2019 年中报）



资料来源：wind，华西证券研究所

2. 业绩高速增长 成本优势显著

2019年起，公司单季度营收增速保持10%以上，毛利率节节攀升：1) 2019Q1-Q3 乘用车行业累计批发销量同比下滑11.3%，公司2019Q1、Q2、Q3 营收同比增速分别为14.9%、14.6%、10.4%，逆市增长，主要受益于客户拓展进程顺利，新订单驱动营收增长。公司积极开拓销售市场，提升产品质量，实现2019Q3 轮胎产品销量1,470.5万条，同比增长10.9%。2) 2019Q1-Q3 公司毛利率26.0%，2019Q3 更是高达27.5%，远超行业平均水平，说明公司在橡胶等重要原材料供应上具备较强议价能力，2019Q3 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7.7%，原材料成本优势显著。

图2 玲珑轮胎单季营收及同比增速（亿元；%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图3 玲珑轮胎单季毛利润及毛利率（亿元；%）



资料来源：wind，华西证券研究所

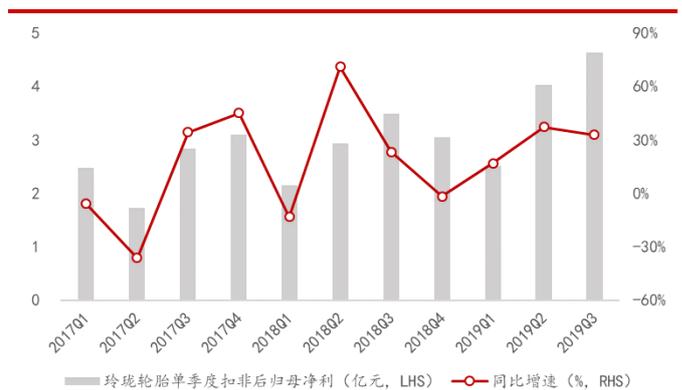
2019年公司净利润高速增长。经历2018Q4业绩增速低点后，公司净利润拐头向上：1) 2019Q1、Q2、Q3 公司归母净利润同比增速分别为26.9%、47.2%、35.8%；2) 同期公司扣非后归母净利润同比增速分别为16.8%、37.2%、32.7%。我们认为，归母净利润增速明显高于营收增速主要受益于公司在原材料成本优势外，实行精细化管理，严格管控三项费率（销售、管理和研发、财务费用率）。

图4 玲珑轮胎单季归母净利及同比（亿元；%）



资料来源：wind，华西证券研究所

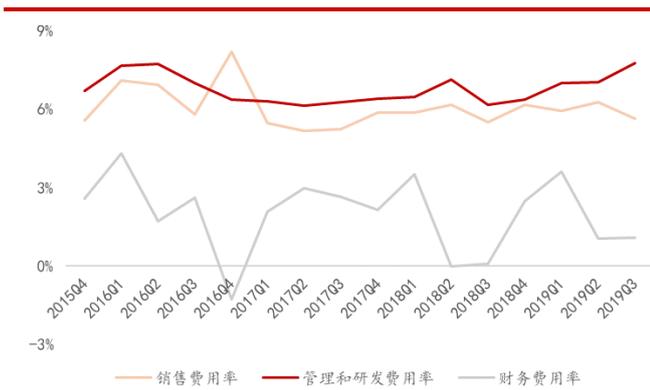
图5 玲珑轮胎单季扣非后归母净利及同比（亿元；%）



资料来源：wind，华西证券研究所

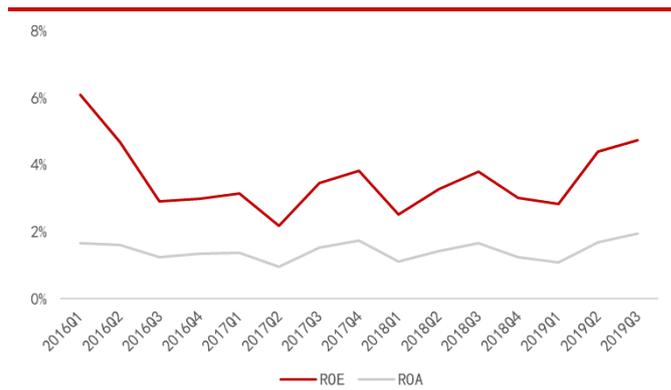
费用严格管控，运营效率提升，驱动ROE增长。2019Q3 公司销售费用率、管理和研发费用率、财务费用率分别为5.6%、7.8%、1.1%，三项费率常年保持稳定水平，公司实行精细化管理提升运营效率，自2019Q1起ROE回升，2019Q3达4.8%。

图 6 玲珑轮胎单季三项费率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 玲珑轮胎单季 ROE 及 ROA (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 配套拉动零售 驱动成长逻辑

产品力、研发技术打底, 公司配套市场持续扩张, 结构逐步升级。在搞研发投入的基础上, 公司产品不断升级, 客户口碑建立; 叠加国内独家内资试验场(玲珑集团·中亚轮胎试验场)开放运营, 公司在国内率先通过合资车厂认证, 进入合资供应链体系; 同时, 公司配套产品结构向上, 2019年前配套外资品牌(包括奥迪、大众、通用、日产等)均以备胎供应为主, 2019H1已开拓合资/外资主胎订单。据公司中报披露, 2019H1已成功配套一汽大众捷达主胎、长安福特福睿斯两款主胎、雷诺电动车主胎等。打开合资供应链大门, 公司未来有望实现更多合资或海外优质客户配套。

表 1 玲珑轮胎乘用车车企配套情况

配套乘用车车企类型	2019 年以前	2019H1
自主品牌	吉利汽车 上汽通用五菱 一汽奔腾 比亚迪 奇瑞 长城汽车等	一汽红旗 L5 国宾车民用版补气保用轮胎
合资品牌	-	一汽大众捷达 (主胎) 长安福特福睿斯 (两款主胎)
外资品牌	奥迪 (备胎) 大众 (备胎) 通用 (备胎) 日产 (备胎)	雷诺电动车 (主胎)

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

配套拉动零售, 2019Q3 零售海内外均实现 10%以上增长。零售市场方面, 轮胎主要替换需求源于配套(原厂)品牌效应, 消费者对品牌粘性高; 公司在配套市场实现突破后, 零售市场长期来看增长可期; 同时, 公司升级零售市场营销战略, 深耕细分产品、空白区域开发以及渠道下沉, 2019H1海内外轮胎零售销量均实现 10%以上增长。

零售基于汽车存量市场, 波动性小。自 2007 年以来, 中国汽车保有量稳步增长, 2018 年突破 2.4 亿辆, 同比增长 10.5%; 根据汽车千人保有量水平来看, 目前

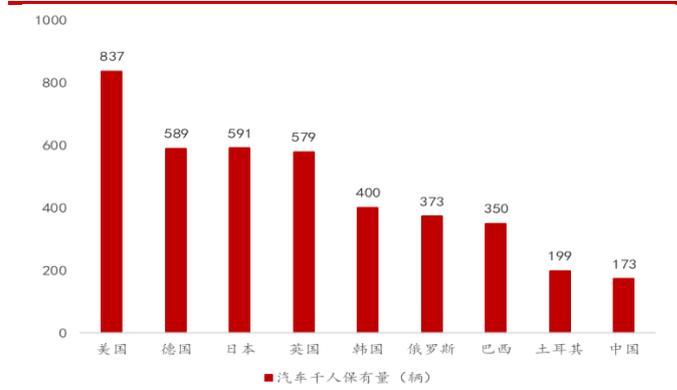
中国仅为 173，而同期美国、德国、日本、韩国已分别达 837、589、591、400。因此，我们认为中国汽车保有量仍有较大发展空间，而轮胎零售市场主要由保有量总量决定，新车销售周期对轮胎零售业务影响较小，公司零售业务将受益于存量红利，未来业绩增长确定性较高。

图 8 中国汽车保有量及同比增速（万辆；%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 9 2019 年各国汽车千人保有量水平（辆/千人）



资料来源：世界银行，华西证券研究所

4. 投资建议

稀缺的轮胎行业核心成长标的。在竞争格局相对稳定的全球轮胎行业，公司是国内前装配套领域率先渗透合资车企供应链体系的轮胎供应商，掌握两大核心竞争力：①客户结构优质；②成本优势显著；零售市场依托保有量稳步增长，公司配套拉动零售，长期来看替换需求驱动零售增长。盈利预测：预计公司 2019-2021 年实现营收 176.2、207.5、232.2 亿元，归母净利 16.1、18.7、20.7 亿元，EPS 分别为 1.34、1.56、1.72 元，对应 PE 15.7、13.5、12.2 倍。参考申万轮胎指数 850361.SI，目前轮胎行业动态 PE 估值为 19.4 倍，给予公司 2019 年 18 倍目标 PE，对应目标价 24.12 元，首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

橡胶等重要原材料价格波动影响毛利水平；新订单落地不达预期；竞争格局变化，海外轮胎巨头外部打压，价格战影响公司盈利情况。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	15301.58	17619.05	20754.48	23221.02	净利润	1181.36	1605.61	1866.44	2069.73
YoY (%)	9.94%	15.15%	17.80%	11.88%	折旧和摊销	963.01	1042.84	1123.30	1203.67
营业成本	11674.58	13031.05	15532.49	17426.18	营运资金变动	-570.00	-72.73	-331.42	-149.69
营业税金及附加	117.49	123.33	145.28	162.55	经营活动现金流	1841.97	3217.84	3292.69	3818.41
销售费用	909.18	1051.54	1219.10	1373.90	资本开支	-2469.59	-2354.67	-1668.67	-1887.50
管理费用	449.57	498.78	594.95	662.89	投资	-584.51	0.00	-20.00	-30.00
财务费用	232.67	633.15	621.90	626.24	投资活动现金流	-3056.54	-2294.67	-1622.67	-1844.90
资产减值损失	159.72	46.82	63.84	115.77	股权募资	1.50	0.00	0.00	0.00
投资收益	18.17	60.00	66.00	72.60	债务募资	1969.64	-1000.00	800.00	-500.00
营业利润	1278.64	1706.85	1973.57	2187.08	筹资活动现金流	3108.95	-2424.94	463.46	-1351.54
营业外收支	-47.46	0.00	0.00	0.00	现金净流量	1894.38	-1501.77	2133.49	621.97
利润总额	1231.18	1706.85	1973.57	2187.08	主要财务指标				
所得税	49.82	101.24	107.13	117.35	成长能力 (%)				
净利润	1181.36	1605.61	1866.44	2069.73	营业收入增长率	9.94%	15.15%	17.80%	11.88%
归属于母公司净利润	1181.22	1605.63	1866.42	2069.69	净利润增长率	12.73%	35.93%	16.24%	10.89%
YoY (%)	12.73%	35.93%	16.24%	10.89%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.98	1.34	1.56	1.72	毛利率	23.70%	26.04%	25.16%	24.96%
资产负债表 (百万元)					净利率	7.72%	9.11%	8.99%	8.91%
货币资金	4429.12	2927.35	5060.84	5682.81	总资产收益率 ROA	4.58%	6.24%	6.29%	6.50%
预付款项	199.53	179.52	218.02	251.96	净资产收益率 ROE	11.80%	14.03%	14.02%	13.46%
存货	2447.33	2538.57	3037.71	3403.63	偿债能力 (%)				
其他流动资产	4961.76	5061.35	5809.58	6326.52	流动比率	1.14	1.00	1.21	1.26
流动资产合计	12037.74	10706.79	14126.15	15664.93	速动比率	0.89	0.75	0.93	0.97
长期股权投资	0.00	-20.00	-30.00	-80.00	现金比率	0.42	0.27	0.43	0.46
固定资产	10130.25	10431.81	10656.98	10859.81	资产负债率	61.17%	55.52%	55.15%	51.69%
无形资产	789.25	1499.50	2319.70	3100.71	经营效率 (%)				
非流动资产合计	13755.73	15037.55	15567.92	16186.75	总资产周转率	0.68	0.68	0.75	0.75
资产合计	25793.46	25744.34	29694.07	31851.68	每股指标 (元)				
短期借款	4781.11	4781.11	4781.11	4781.11	每股收益	0.98	1.34	1.56	1.72
应付账款及票据	3629.69	3651.42	4349.09	4880.54	每股净资产	8.34	9.54	11.09	12.82
其他流动负债	2138.53	2231.72	2517.33	2773.77	每股经营现金流	1.53	2.68	2.74	3.18
流动负债合计	10549.33	10664.25	11647.54	12435.42	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2956.18	1956.18	2756.18	2256.18	估值分析				
其他长期负债	2272.42	1672.42	1972.42	1772.42	PE	21.33	15.69	13.50	12.18
非流动负债合计	5228.60	3628.60	4728.60	4028.60	PB	1.64	2.20	1.89	1.64
负债合计	15777.93	14292.84	16376.13	16464.02					
股本	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00					
少数股东权益	7.98	7.96	7.98	8.02					
股东权益合计	10015.54	11451.50	13317.93	15387.66					
负债和股东权益合计	25793.46	25744.34	29694.07	31851.68					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。