

强烈推荐-A (维持)

玲珑轮胎 601966.SH

当前股价: 21.0 元

2019 年 10 月 28 日

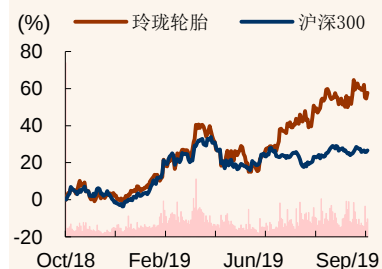
Q3 净利同比+35.8%，业绩表现持续强劲

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	120001
已上市流通股(万股)	120001
总市值(亿元)	252
流通市值(亿元)	252
每股净资产(MRQ)	8.8
ROE (TTM)	14.3
资产负债率	57.7%
主要股东	玲珑集团有限公司
主要股东持股比例	50.35%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	20	56
相对表现	4	21	34



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《玲珑轮胎(601966)——真菌病害事件发酵，实际影响力有限》2019-10-24
- 2、《玲珑轮胎(601966)——中报业绩超预期，海外零售表现亮眼》2019-08-02

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn
S1090518090003

研究助理

施洋

shiyang2@cmschina.com.cn

事件:

公司发布 19 年三季报, Q3 实现营业收入 41.99 亿(+10.4%), 归母净利润 4.89 亿(+35.8%), 2019 年前三季度实现累计营业收入 125.09 亿(+13.3%), 累计归母净利润 12.14 亿(+37.4%)。受益于销量逆势增长、原材料成本同比下降、毛利率上升等因素影响, 公司三季度业绩表现依旧亮眼, Q3 净利润水平创历史新高。考虑到公司产品零售市场销量火爆、配套市场新晋主力配套车型捷达热销以及四季度荆门工厂投产预期, 上调全年业绩预测至 16.81 亿, 预计 19-20 年 eps 分别为 1.40/1.62/1.87 元。

评论:

1、轮胎销量持续强劲, 产品销量结构致均价小幅下滑。

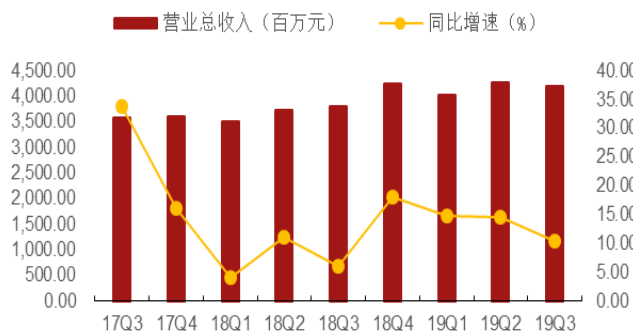
收入端: 零售市场热销叠加配套市场放量, 轮胎销量持续强劲。公司 2019 年前三季度实现累计营业收入 125.09 亿(+13.3%)。其中, 三季度实现营业收入 41.99 亿(+10.4%)。公司继续积极开拓市场, 提升产品质量, 轮胎产品持续热销, 三季度营收同比增长, 环比微幅下滑(产品结构调整)。

从产销量来看, 19Q3 公司轮胎产量为 1574.22 万条, 销量 1470.50 万条, 销量同比增长 10.85%。19 年 Q1-Q3 轮胎产品累计销量为 4288.25 万条。受下游新车市场连续下滑影响, 轮胎需求量依旧承压。在行业下滑大环境下, 公司三季度仍实现产品销量逆势增长, 延续上半年强劲态势。**配套市场方面,**公司凭借产品性能提升与价格优势快速渗透福特、大众、吉利等国内外知名主机厂主备胎配套业务, 新业务开拓平滑国内配套市场下滑。其中, 公司新晋配套车型捷达 VS5 与 VA3 月均销量过万, 未来有望继续爬坡。**替换市场方面,**三季度海外零售市场与国内零售市场销量均增长。

从产品 ASP 来看, 19Q1-Q3 公司轮胎平均单价为 294.06 元。其中, 19Q1 产品平均单价为 289.59 元, 19 年 Q2 平均单价为 310.57 元(环比+7.24%), 19Q3 产品平均单价为 282.8 元(环比-8.94%, 同比-0.04%)。三季度产品均价有所下降的主要原因是产品销量结构的变化, 乘用车胎销量占比上升导致产品均价下降, 但由于乘用车胎(半钢子午线胎)毛利率更高叠加原材料成本下降, 公司三季度毛利率环比上升。

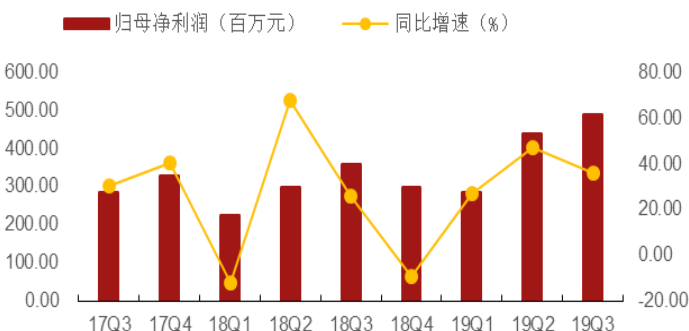
利润端: 19Q3 公司实现归母净利润 4.89 亿(+35.8%), 19 年 Q1-Q3 累计归母净利润 12.14 亿(+37.4%)。其中, 三季度净利润创历史新高。净利润增速高于收入增长主要源于毛利率的提升。公司三季度天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线、帘子布五项主要原材料总体价格同比下降 7.70%。同时, 毛利率更高的半钢子午线轮胎销量占比上升。

图 1：玲珑轮胎营业总收入及增速



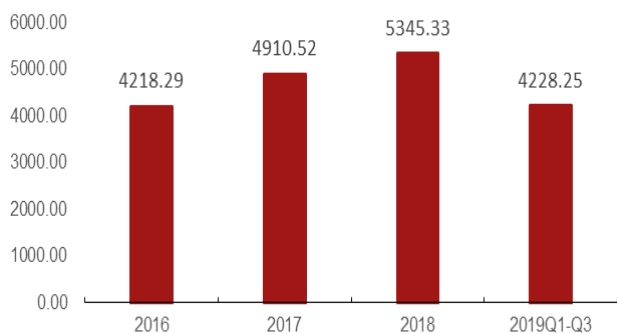
资料来源：wind、招商证券

图 2：玲珑轮胎



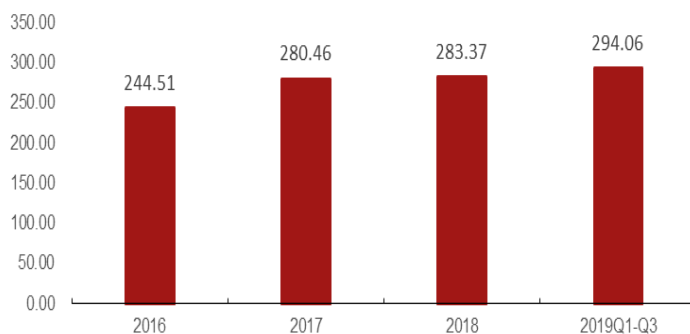
资料来源：wind、招商证券

图 3：玲珑轮胎销量情况（万条）



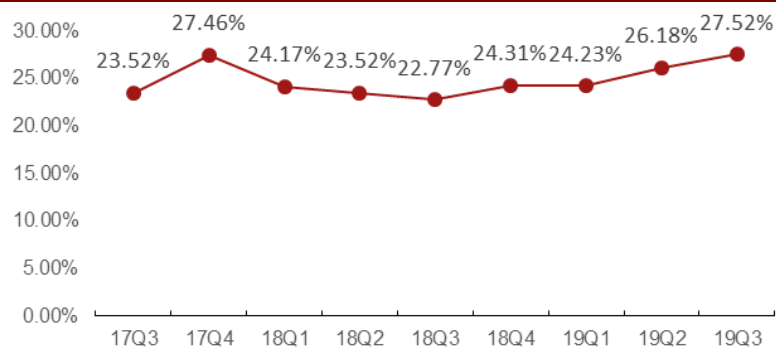
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：玲珑轮胎产品 ASP 变化一览（元）



资料来源：公司公告、招商证券

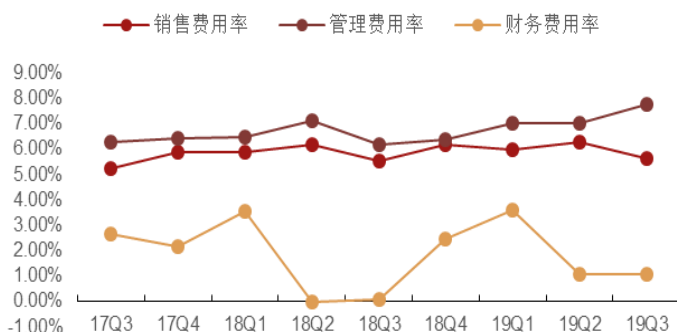
图 5：玲珑轮胎毛利率变化一览（%）



资料来源：wind、招商证券

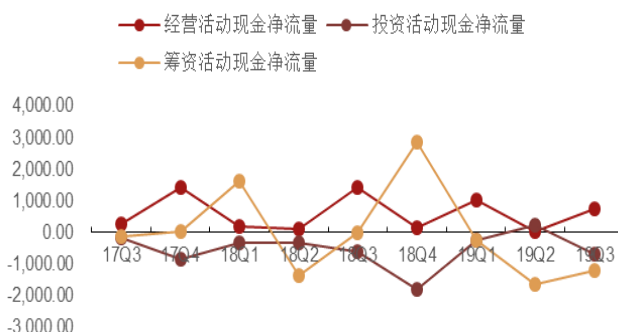
三费率与现金流：19Q3 公司费用率为 14.50%，环比 19Q2（14.36%）基本持平，较同期（18Q3 为 11.78%）有所上升。公司现金流情况稳定，19Q1-Q3 公司经营净现金流较同期增加 6.20%，其中三季度经营净现金同比有所下降。

图 6: 玲珑轮胎三费率变化 (%)



资料来源: wind、招商证券

图 7: 玲珑轮胎现金流变化 (百万元)

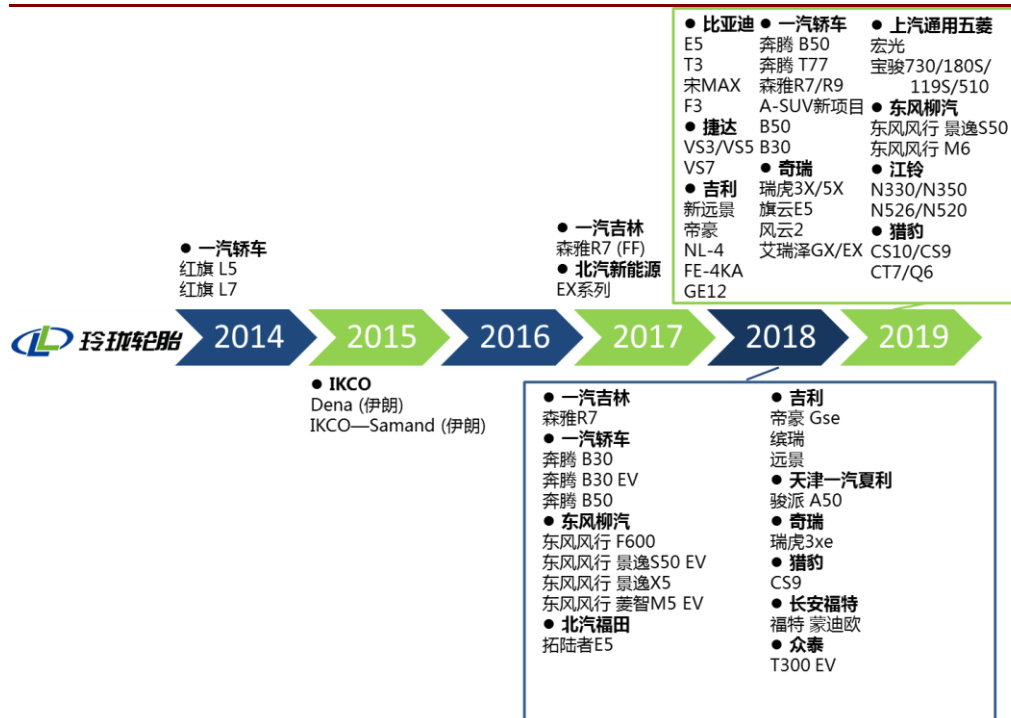


资料来源: wind、招商证券

2、中长期逻辑: 配套市场国产替代步伐加快, 长期提升替换市场份额与品牌溢价

国内乘用车胎市场, 常年被外资品牌垄断。玲珑轮胎秣马厉兵四十余载, 在行业出口红利期不断进行技术与资本的积累, 目前其生产工艺和产品性能已达大多数国内外知名整车企业配套标准。恰逢车市进入成熟期, 整车企业盈利压力凸显, 公司凭借产品优质性能与价格优势不断拓展配套市场份额, 并且已经配套吉利、福特、捷达等多款车型主胎业务。

图 8: 玲珑轮胎配套车型量快速上升中



资料来源: wind、招商证券

图 9：玲珑轮胎已进入多数知名整车企业配套体系



资料来源：公司公告、招商证券

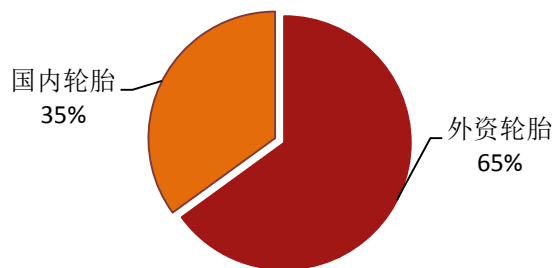
轮胎是具备消费类属性的汽车零部件，拥有万亿级市场规模。行业不仅涵盖配套市场，更具备由换胎需求产生的广阔替换市场。在替换市场中，由于消费者对于轮胎产品的认知度偏低，其消费行为受品牌力影响较大，从而使得轮胎产品的品牌溢价差异化显著。从中长期看，公司渗透配套市场，尤其主胎配套业务，有利于增强其品牌力。“原厂配套背书”+优质产品的口碑效应+品牌知名度的常年打造，有助于提高玲珑轮胎在替换市场的品牌溢价。全球替换市场需求稳定，且中国替换市场仍具备高增长空间。未来，公司品牌溢价的提升叠加产品需求量的提升，有望打开其长期成长空间。

图 10：乘用车轮胎品牌主流产品价格一览（分尺寸）



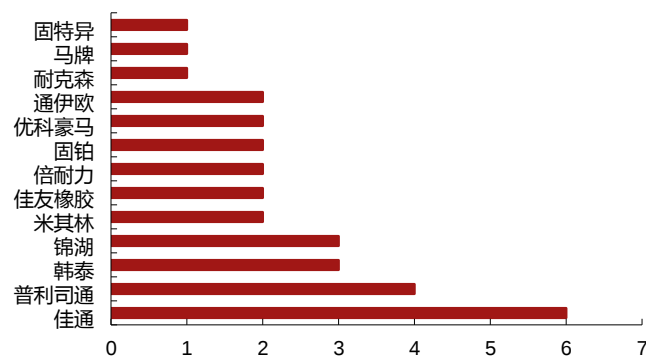
资料来源：途虎养车网、招商证券整理

图 11：外资轮胎在中国占有率远超国内品牌



资料来源：中国轮胎商业网，招商证券

图 12：外资轮胎在中国工厂数量



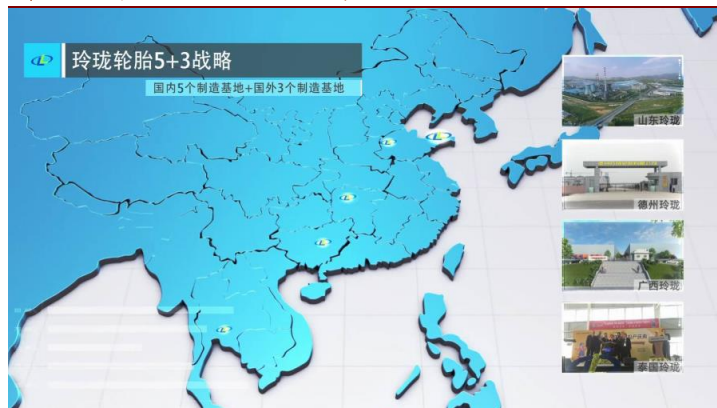
资料来源：轮胎商业，招商证券

3、“5+3”战略为国际化布局保驾护航

公司积极践行“5+3”战略，即国内 5 个生产基地，国外 3 个生产基地。在国内，公司已先后投资建设了山东招远、山东德州、广西柳州和湖北荆门四个生产基地；在海外，公司于 2012 年在泰国春武里建设了第一个海外生产基地，2018 年 8 月确定欧洲塞尔维亚为第二个工厂选址，并于 2019 年 3 月举行了奠基仪式，未来规划在美洲建设第三个海外工厂。“5+3”战略不仅帮助公司规避国际贸易壁垒，更能增强公司消化订单的灵活性和机动性，为公司国际化布局保驾护航。目前，战略布局已显成效：玲珑泰国工厂上半年订单“供不应求”，19H1 实现营业收入 22.64 亿元，净利润 4.77 亿元，净利

润率达 21%。未来塞尔维亚工厂有望复制泰国工厂盈利模式，辐射欧洲客户，达产后年可实现半钢子午线轮胎产能 1,200 万条、全钢子午线轮胎产能 160 万条、工程胎及农用于午胎 2 万条。

图 13：玲珑轮胎“5+3”战略



资料来源：公司官网、招商证券

图 14：玲珑轮胎已开发的市场情况



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：玲珑轮胎未来产能规划一览

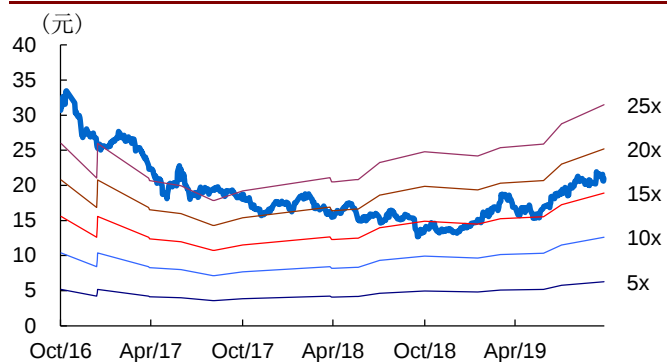
地域	主要厂区	项目	审批产能（长期，万套/年）
国内	招远	半钢	3100
		全钢	510
		工程子午胎	20
		斜交	100
		半钢	1000
	德州	全钢	200
		柳州	半钢
	全钢		200
	工程胎		6
	荆门	半钢	1200
		全钢	240
		工程胎	6
	国内小计		8582
	海外	泰国	半钢
全钢			180
工程及拖车胎			40
塞尔维亚		半钢	1200
		全钢	160
		工程及农子胎	2
海外小计		3082	
合计		11664	

资料来源：公司公告，招商证券

盈利预测：四季度荆门项目投产叠加捷达等配套车型上量，塞尔维亚项目预计明年投产，预计 19-20 年 eps 分别为 1.40/1.62/1.87 元。

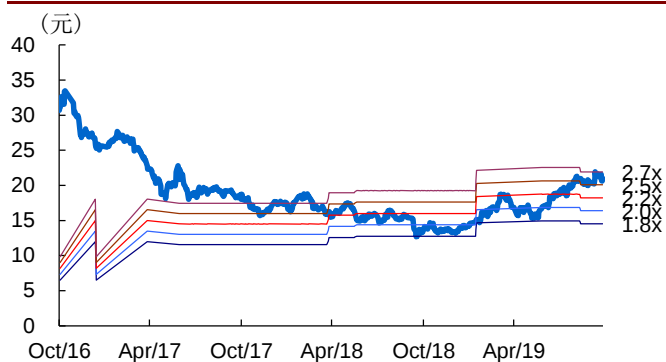
风险提示：橡胶等原材料价格短期波动导致成本无法传导；国际贸易摩擦加剧；车市下滑引发配套市场出货量不及预期

图 8：玲珑轮胎历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 9：玲珑轮胎历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7970	12038	9959	11691	14583
现金	2284	4429	1640	2221	3708
交易性投资	0	125	100	100	100
应收票据	908	773	1216	1386	1594
应收款项	2262	2912	3468	3954	4547
其它应收款	36	33	38	43	50
存货	2155	2447	2684	3060	3519
其他	325	1318	813	927	1066
非流动资产	11416	13756	15107	15514	15882
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	9432	10130	10660	11138	11571
无形资产	511	789	710	639	575
其他	1473	2836	3737	3736	3736
资产总计	19386	25793	25066	27205	30465
流动负债	9090	10549	8195	8534	9696
短期借款	4351	4781	2900	2740	3232
应付账款	1881	2104	1799	2051	2359
预收账款	196	218	321	366	421
其他	2662	3447	3174	3376	3684
长期负债	1590	5229	5426	5426	5426
长期借款	1327	2956	2956	2956	2956
其他	263	2272	2470	2470	2470
负债合计	10680	15778	13621	13960	15122
股本	1200	1200	1200	1200	1200
资本公积金	2665	2835	2835	2835	2835
留存收益	4835	5702	7131	8931	11029
少数股东权益	6	8	8	8	9
归属于母公司所有者权益	8700	10008	11436	13236	15334
负债及权益合计	19386	25793	25066	27205	30465

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1119	1842	2339	2712	3020
净利润	1048	1181	1681	1944	2242
折旧摊销	879	963	1050	1093	1131
财务费用	300	211	321	366	421
投资收益	3	(18)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(1095)	(430)	(673)	(654)	(738)
其它	(16)	145.00	0	3	3
投资活动现金流	(1343)	(3057)	(2377)	(1500)	(1500)
资本支出	(1383)	(2470)	(1500)	(1500)	(1500)
其他投资	40	(586)	(877)	0	0
筹资活动现金流	500	3109	(2752)	(630)	(33)
借款变动	1153	1308	(2416)	(160)	492
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(156)	170	0	0	0
股利分配	(180)	(216)	(252)	(144)	(144)
其他	(317)	1847	(84)	(326)	(381)
现金净增加额	276	1894	(2789)	582	1487

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13918	15302	17367	19799	22769
营业成本	10597	11675	12852	14651	16849
营业税金及附加	111	117	104	119	137
营业费用	759	909	1037	1182	1359
管理费用	364	450	555	633	728
研发费用	510	550	678	773	889
财务费用	344	233	321	366	421
资产减值损失	132	160	120	100	100
公允价值变动	0	20	0	0	0
投资收益	15	51	40	40	40
营业利润	1116	1279	1740	2015	2326
营业外收入	13	19	20	20	20
营业外支出	6	67	5	5	5
利润总额	1123	1231	1755	2030	2341
所得税	75	50	74	86	99
净利润	1048	1181	1681	1944	2242
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净	1048	1181	1681	1944	2242

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	32%	10%	14%	14%	15%
营业利润	5%	15%	36%	16%	15%
净利润	4%	13%	42%	16%	15%
获利能力					
毛利率	23.9%	23.7%	26.0%	26.0%	26.0%
净利率	7.5%	7.7%	9.7%	9.8%	9.8%
ROE	12.0%	11.8%	14.7%	14.7%	14.6%
ROIC	9.0%	7.9%	11.4%	12.0%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	55.1%	61.2%	54.3%	51.3%	49.6%
净负债比率	33.2%	32.1%	23.4%	20.9%	20.3%
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	5.3	5.1	5.0	5.1	5.1
应收帐款周转率	6.8	5.9	5.4	5.3	5.4
应付帐款周转率	6.1	5.9	6.6	7.6	7.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.87	0.98	1.40	1.62	1.87
每股经营现金	0.93	1.53	1.95	2.26	2.52
每股净资产	7.25	8.34	9.53	11.03	12.78
每股股利	0.18	0.21	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	24.0	21.3	15.0	13.0	11.2
PB	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	16.7	15.7	12.4	11.1	9.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

马良旭，清华大学博士，3年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖商用车、新能源、智能汽车板块。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，2年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。