

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

汽车零部件 II

玲珑轮胎 (601966)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020 年 05 月 19 日

短期挑战不改长期逻辑，全球化布局提速

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

证券分析师：陶定坤

taodingkun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519110002

事项：

近期美国钢铁工人联合会向美国商务部和美国国际贸易委员会提出申请，要求对来自韩国、泰国及台湾地区的乘用车和轻卡车轮胎产品启动反倾销调查，对来自越南的被调查产品启动反倾销和反补贴调查。

国信汽车观点：美国进口轮胎数量长期占市场需求比例的 50% 以上，本次调查范围内的轮胎数量总计 8531 万条，占进口数量近 50%。如果双反调查成立，将导致美国市场轮胎价格上涨，损害本土消费者利益，或将引发社会不满。同时考虑到泰国是全球认定的市场经济国家，此次调查结果仍然具有不确定性。**公司层面：**1) 短期，公司积极应对，有望依托泰国在东盟的自由市场地位和经销关系，迅速开拓东盟市场，避免泰国工厂产能利用率大幅下滑，减少实际损失；2) 中长期，此次反倾销调查或推动公司加快塞尔维亚工厂一二期的建设进程，将对美出口的主要工厂转移到塞尔维亚。同时加快美洲地区的工厂选址和规划进程，从而根本性降低对美贸易风险，完善全球布局。假如实行双反，加速国际化布局的自主轮胎品牌之间的分化，玲珑作为国际化布局较早、范围广的龙头企业存在一定优势。**风险提示：**全球疫情不确定性叠加贸易争端加剧，或导致海外市场销售不及预期。**投资建议：**公司作为国内半钢胎企业龙头，实行“6+6”发展战略，配套持续高端化突破，海外产能持续增加，盈利能力持续改善。通过开拓东盟和欧洲市场，积极应对反倾销调查，同时加快塞尔维亚工厂建设和美洲工厂选址，不改长期成长逻辑，**继续维持此前盈利预测，我们预计 20-22 年归母净利润 18.0/21.1/24.0 亿，对应 EPS 为 1.50/1.75/2.00 元，对应当前股价 PE 为 13.1/11.2/9.8X，维持“买入”评级。**

评论：

■ 反倾销调查不符合美消费者利益，仍存不确定性：

北京时间 2020 年 5 月 13 日晚（华盛顿时间 5 月 13 日上午），美国钢铁工人联合会（USW）向美国商务部和美国国际贸易委员会提出申请，要求对来自韩国、泰国及台湾地区的乘用车和轻卡车轮胎产品启动反倾销调查，对来自越南的被调查产品启动反倾销和反补贴调查。美国对韩国、泰国及台湾地区的反倾销调查期间预计为 2019 年 4 月 1 日到 2020 年 3 月 31 日；美国对越南的反倾销调查期间预计为 2019 年 10 月 1 日到 2020 年 3 月 31 日，对越南的反补贴调查期间预计为 2019 年全年。2017-2019 年，泰国和越南的输美轮胎量一直保持两位数增长。

表 1：USW 申请书中列举的被调查产品涉案数量/条

出口国家或地区	2017	2018	同比变化	2019	同比变化
泰国	34905034	40637158	16%	45244734	11%
韩国	18571966	19376192	4%	19129118	-1%
越南	8742260	10668980	22%	12121744	14%
台湾地区	8930021	8351871	-6%	8810074	5%

被调查进口小计	71149311	79034201	11%	85305670	8%
非被调查进口	100184594	95076772	-5%	96586941	2%
合计	171333905	174110973	2%	181892611	4%

资料来源:USW 申请书, 国信证券经济研究所整理

USW 指控韩国、泰国、台湾地区和越南的倾销幅度为 42.95%-195.20%、106.4%-217.5%、21%-147% 和 14.73%-33.06%，其中从泰国进口轮胎数量占被调查进口总额的一半以上。

表 2: USW 指控的倾销/补贴幅度

国家或地区	调查类型	倾销/补贴幅度
韩国	反倾销	42.95%-195.20%
泰国	反倾销	106.4%-217.5%
台湾地区	反倾销	21%-147%
越南	反倾销	14.73%-33.06%
越南	反补贴	大于可忽略不计的幅度

资料来源: USW 申请书, 国信证券经济研究所整理

美国市场作为全球最重要的轮胎市场, 其产量无法满足本身市场的需求。据美国轮胎制造商协会统计, 2017-2019 年美国市场轮胎总销量分别为 3.16、3.31 和 3.33 亿条, 同期美国轮胎产量分别为 1.62、1.66 和 1.54 亿条, 美国进口轮胎数量长期占比 50% 以上, 而此次调查范围内的轮胎数量总计 8531 万条, 占进口数量近 50%。如果双反调查成立, 将导致美国市场轮胎价格上涨, 增加消费者负担, 或将引发不满。同时泰国是全球认定的市场经济国家, 此次调查结果仍然具有不确定性。

表 3: 美国市场轮胎销量/百万条

		2017	2018	2019
乘用车胎	替换	209.03	217.8	222.6
	配套	45.9	47.1	46.3
轻卡车胎	替换	31.3	31.7	32.5
	配套	5.4	5.6	5.9
重卡车胎	替换	19.4	21.8	18.9
	配套	5.4	6.5	6.5
合计		316.43	330.5	332.7

资料来源: 美国轮胎制造商协会, 国信证券经济研究所整理

表 4: 美国轮胎产量/百万条

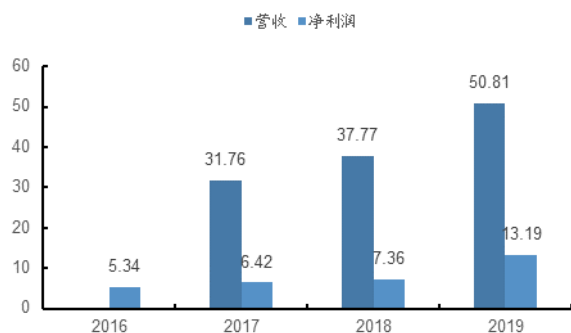
	2017	2018	2019
乘用车胎	121.3	126.3	112.5
轻卡车胎	26.1	25.4	26.7
重卡车胎	14.1	14.4	14.7
合计	161.5	166.1	153.9

资料来源: 美国轮胎制造商协会, 国信证券经济研究所整理

■ 短期: 开拓东盟市场, 积极应对

公司泰国工厂相比国内有当地税收优惠, 出口欧美没有贸易壁垒, 盈利能力高于国内工厂, 2019 年泰国工厂净利率达 26%, 比公司整体净利率高 16 个 pct, 保证泰国工厂的盈利能力尤为重要。因国内工厂出口美国较高关税壁垒和泰国工厂产能有限, 公司泰国工厂一直秉承优先保证美国市场订单的原则, 许多东盟订单无法满足。2019 年泰国工厂实现收入 50.81 亿元, 我们测算北美市场销售收入占比或达 50% 以上。考虑到轮胎企业资产较重, 折旧摊销较大, 产能利用率是公司盈利的重要影响因素。针对这次反倾销调查, 公司或将依托泰国在东盟的自由市场地位和经销关系, 迅速开拓东盟市场, 避免产能利用率大幅下滑, 减少实际损失。

图 1: 泰国工厂营收及净利润



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 泰国工厂和公司净利率对比

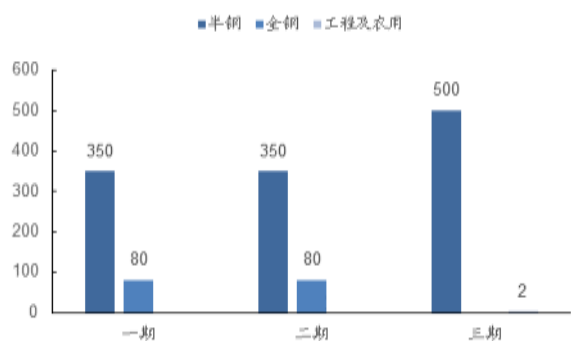


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 中长期: 加速国际化布局, 不改成长逻辑

早在 2018 年年中公司披露了第二个海外工厂-塞尔维亚工厂规划, 计划建设规模为年产 1362 万套高性能子午线轮胎, 一期的产能为 350 万条半钢子午线轮胎和 80 万条全钢子午线轮胎; 二期的产能为 350 万条半钢子午线轮胎和 80 万条全钢子午线轮胎; 三期的产能为 500 万条半钢子午线轮胎和 2 万条工程机农子胎。原计划一二期分别于 2021 年 3 月底和 2023 年 3 月底竣工, 此次反倾销调查或推动公司加快塞尔维亚工厂一二期的建设进程。我们预计目前泰国对美半钢销量在 1000 万条左右, 一二期的投产有望转移北美销量的 70%到塞尔维亚工厂生产, 极大的缓解泰国工厂压力。公司于今年初提出实施“6+6”发展战略 (国内六个生产基地, 海外六个生产基地, 到 2030 年产销量突破 1.6 亿条轮胎产能, 实现销售收入超 800 亿元, 产能规模进入世界前五), 考虑国际贸易争端愈加激烈, 公司或加快推动美洲地区的工厂选址和规划进程, 从而根本性降低对美贸易风险。

图 3: 塞尔维亚工厂三期具体规划



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司“6+6”中长期战略规划



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 短期挑战不改成长逻辑, 目标世界一流轮胎品牌

公司作为国内半钢胎企业龙头, 实行“6+6”发展战略, 配套持续高端化突破, 海外产能持续增加, 盈利能力改善。通过开拓东盟和欧洲市场, 积极应对反倾销调查, 同时加快塞尔维亚工厂建设和美洲工厂选址, 不改长期成长逻辑, 继续维持此前盈利预测, 我们预计 20-22 年归母净利润 18.0/21.1/24.0 亿, 对应 EPS 为 1.50/1.75/2.00 元, 对应当前股价 PE 为 13.1/11.2/9.8X, 维持“买入”评级。

表 5: 可比公司估值

证券简称	最新收盘价	ROE (%)	每股收益			市盈率			P/B	每股净资产
			19	20E	21E	19	20E	21E		
赛轮轮胎	4.28	17.87	0.47	0.52	0.61	9.11	8.21	7.04	1.64	2.62
三角轮胎	12.96	8.71	1.06	1.10	1.15	12.23	11.82	11.29	1.03	12.59
通用股份	5.71	3.29	0.12	0.21	0.37	47.58	26.92	15.30	1.36	4.19
福耀玻璃	19.99	13.95	1.16	1.08	1.32	17.23	18.55	15.17	2.35	8.52
中鼎股份	7.58	7.08	0.50	0.52	0.70	15.16	14.58	10.77	1.08	7.05
平均		10.18					16.02		1.49	6.99
玲珑轮胎	19.64	15.86	1.39	1.50	1.75	14.13	13.09	11.22	2.19	8.96

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 赛轮轮胎、三角轮胎、通用股份、福耀玻璃和中鼎股份为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3744	4217	4811	5554
应收款项	2753	2855	3182	3500
存货净额	2759	2825	2933	3223
其他流动资产	1269	1459	1647	1858
流动资产合计	10606	11456	12674	14236
固定资产	13008	14157	15135	15950
无形资产及其他	761	731	700	670
投资性房地产	2205	2205	2205	2205
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	26581	28548	30715	33061
短期借款及交易性金融负债	4710	5000	5000	5000
应付款项	4029	4237	4693	5157
其他流动负债	2014	2304	2637	2947
流动负债合计	10753	11541	12329	13104
长期借款及应付债券	4267	4267	4267	4267
其他长期负债	529	539	549	559
长期负债合计	4796	4806	4816	4826
负债合计	15549	16347	17145	17931
少数股东权益	6	6	5	5
股东权益	11026	12196	13564	15125
负债和股东权益总计	26581	28548	30715	33061

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.39	1.50	1.75	2.00
每股红利	0.53	0.53	0.61	0.70
每股净资产	9.19	10.16	11.30	12.60
ROIC	15%	11%	12%	13%
ROE	15%	15%	16%	16%
毛利率	27%	26%	26%	26%
EBIT Margin	17%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	23%	19%	19%	20%
收入增长	12%	10%	11%	10%
净利润增长率	41%	8%	17%	14%
资产负债率	59%	57%	56%	54%
息率	2.7%	2.7%	3.1%	3.6%
P/E	14.1	13.1	11.2	9.8
P/B	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.0	11.1	9.9	9.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17164	18949	21118	23229
营业成本	12614	14042	15607	17168
营业税金及附加	98	146	163	179
销售费用	1064	1133	1246	1336
管理费用	520	1370	1521	1663
财务费用	321	291	297	293
投资收益	(4)	15	16	18
资产减值及公允价值变动	252	(110)	(110)	(110)
其他收入	(1147)	0	0	0
营业利润	1648	1872	2189	2498
营业外净收支	17	3	3	3
利润总额	1665	1875	2192	2501
所得税费用	(2)	75	88	100
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	1668	1801	2105	2402

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1668	1801	2105	2402
资产减值准备	71	40	15	15
折旧摊销	1059	1331	1527	1691
公允价值变动损失	(252)	110	110	110
财务费用	321	291	297	293
营运资本变动	936	189	190	(19)
其它	(71)	(41)	(16)	(16)
经营活动现金流	3411	3430	3932	4183
资本开支	(2895)	(2600)	(2600)	(2600)
其它投资现金流	42	(18)	0	0
投资活动现金流	(2853)	(2618)	(2600)	(2600)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(582)	0	0	0
支付股利、利息	(632)	(630)	(737)	(841)
其它融资现金流	1186	290	0	0
融资活动现金流	(1243)	(340)	(737)	(841)
现金净变动	(685)	472	595	742
货币资金的期初余额	4429	3744	4217	4811
货币资金的期末余额	3744	4217	4811	5554
企业自由现金流	1972	1088	1595	1840
权益自由现金流	2576	1098	1309	1558

相关研究报告

《玲珑轮胎-601966-2020 年一季报点评：利润符合预期，长春基地正式启动》——2020-04-22
 《玲珑轮胎-601966-2019 年报点评：净利润略超预期，稳步推进“6+6”战略》——2020-04-15
 《玲珑轮胎-601966-重大事件快评：升级发展战略，剑指全球前五》——2020-03-30
 《玲珑轮胎-601966-重大事件快评：持续增持，继续看好国际化下公司长期发展》——2020-03-18
 《玲珑轮胎-601966-2019 年三季报点评：业绩维持高成长，看好长期发展》——2019-10-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032