

投资评级 优于大市 维持

产能释放, 费用下降, 利润高增长

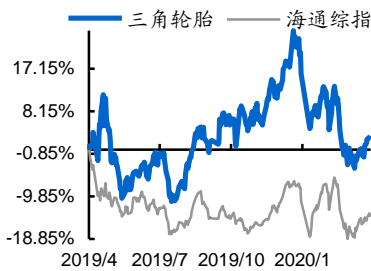
股票数据

04月23日收盘价(元)	13.28
52周股价波动(元)	11.34-16.46
总股本/流通A股(百万股)	800/800
总市值/流通市值(百万元)	10952/10952

相关研究

《国际第三梯队龙头正逐渐跻身第二梯队》
 2019.11.08

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.7	-7.6	-13.2
相对涨幅(%)	-1.4	-0.2	-6.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 钮宇鸣

Tel: (021) 23219420

Email: ymniu@htsec.com

证书: S0850511010040

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

联系人: 王园沁

Tel: 021 23154123

Email: wyq12745@htsec.com

投资要点:

- 事件:** (1) 公司公布 2019 年年报, 2019 年实现营业收入 79.41 亿元, 同比增长 5.72%; 归母净利润 8.47 亿元, 同比增长 75.38%; 扣非后归母净利润 7.10 亿元, 同比增长 77.96%; 每股收益 1.06 元, 公司拟每 10 股派发现金红利 3.5 元 (含税)。 (2) 公司公布 2020 一季度报告, 一季度收入 18.11 亿元, 同比下降 3.82%; 净利润 1.60 亿元, 同比增长 5.35%。
- 募投项目释放产能, 全年产销两旺。** 2019 年, 公司华茂分公司年产 200 万条高性能智能化全钢载重子午胎项目、华阳分公司年产 800 万条高性能乘用车胎项目基本建设完成, 年末已基本达产。全年公司年产量约 1900 万条, 同比增长 14%; 销量约 2000 万条, 同比增长 21%; 库存量同比减少 34%, 消化良好。此外, 公司通过下沉渠道新增海外品牌店 100 多家, 国内市场新增 300 多家, 全国品牌店总数达到 3000 多家, 覆盖了 80% 以上的县市级地区。
- 净利率提升, 原因为橡胶成本下降、费用缩减。** 2019 年公司轮胎毛利率 22.66%, 同比增加 1.5pct; 净利率 10.67%, 同比增长 4.2pct, 主要系原材料价格下滑和三项费用缩减所致。轮胎制造的原材料天然橡胶和合成橡胶的成本合计约占 45%, 是产品利润最主要的影响因素。2019 年天然橡胶价格仍在历史底部寻底、筑底, 整体呈现右斜“N”形态; 合成胶市场上半年反复震荡, 下半年先涨后落态势。综合来看, 全年单位产量的原材料成本同比下降了 9%。销售费用、管理费用、财务费用分别同比下滑 20.76%、4.76%、43.03%, 原因为利息支出同比减少、理财收益同比增加以及因“国家品牌计划”广告到期削减销售费用。
- 资本开支减小+退税政策优惠, 现金流出现显著改善。** 截至 2018 年底, 2016 年上市的募集资金全部投入生产项目, 因此资本开支已过高峰。2019 年经营活动产生的现金流量净额 13.77 亿元, 同比增长 132%, 主要原因为主要是销售回款同比增加, 采购原材料付款方式调整、支付现金同比减少, 广告费付款同比减少。此外, 国家将轮胎出口退税率从 9% 调整为 13%, 增值税率从 16% 调整到 13%, 公司退税额度大幅提升, 致使现金流出现显著改善。
- 研发费用率稳定提升, 经营现金流显著改善。** 2019 年公司研发投入 1.79 亿元, 同比增加 7.56%, 全年新增 14 项专利, 其中发明专利 6 项、实用新型专利 4 项、外观设计专利 4 项。截至 2019 年底, 公司共获得 465 项专利, 在子午胎、航空胎等技术上取得突破。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7511	7941	8432	8767	9381
(+/-)YoY(%)	-5.2%	5.7%	6.2%	4.0%	7.0%
净利润(百万元)	483	847	863	889	918
(+/-)YoY(%)	-0.1%	75.4%	1.8%	3.0%	3.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.60	1.06	1.08	1.11	1.15
毛利率(%)	21.3%	22.9%	22.3%	22.2%	21.6%
净资产收益率(%)	5.2%	8.4%	8.1%	7.9%	7.7%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

以替换业务为主，同时扩展配套业务提升竞争力。2019年，公司在商用车胎、乘用车胎和子午工程胎的配套业务上实现全面增长，并新开发了合众新能源、吉利汽车、斯洛伐克乘用车胎配套业务。乘用车胎方面，公司计划加大研究力度，投入开发五菱、日产及吉利等主机厂的配套项目，完善PCR研发及质量体系建设满足中高端主机厂的需求。此外，截至19H1，公司收入70%以上源于替换胎市场，原配胎市场收入占比不足30%，在国内新车市场需求萎靡的情况下，根据2019年报援引公安部统计数据，替换胎市场对应的全国汽车保有量仍高达2.6亿元，同比增长8.83%，我们认为庞大的汽车保有量能维持替换胎的刚需，为公司轮胎产品提供广阔市场空间。

过半产品销往国外，全球化布局加速。2019年，公司53%以上的产品销往国际市场，国际营销网络覆盖180多个国家和地区，客户涵盖卡特彼勒、沃尔沃工程机械、西麦克斯、阿联酋迪拜机场、俄罗斯北钢集团等。自2012年以来，公司国外市场销售占比始终维持50%以上，国内2019年受宏观经济下行、中美贸易摩擦持续、国六排放标准提前实施等诸多因素影响，汽车市场连续18个月出现负增长，因此公司再度加速全球化布局。我们认为短期内国际市场受疫情影响出现较大波动，但中长期国内汽车需求恢复程度仍存在较大不确定性，轮胎出口政策风险较大，因此全球化布局仍更有利于公司的长期经营。

外部助力消退，可继续利用低价优势抢占份额。我们认为，2019年公司归母净利润出现高增的原因主要受原材料价格下滑、退税政策替换市场增长等外部因素影响，而2020年一季度收入同比下降、净利润提升幅度大幅减少的原因一方面为疫情影响，另一方面也因为外部助力已逐渐消退，后续业绩增长的动力需求来源于自身经营质量的改善。公司产品的销售单价来看，2016-2018年轮胎单价呈现逐年上升趋势，而2019年度公司产品价格平均下降5.6%左右。我国轮胎制造商众多，低端市场产品同质化现象严重，价格竞争现象明显，我们认为公司目前利润率较高，后续可以利用低价战略继续抢占市场份额。

盈利预测及估值。截至2020年4月22日，公司2019年PB为1.09倍，对比同行业轮胎制造商玲珑轮胎、赛轮轮胎分别为2.3倍和1.6倍，公司的数值较低，我们认为公司目前估值有所低估。我们看好公司在全球范围内的品牌建设和国内轮胎行业的龙头地位，预计公司2020-2022年净利润8.63亿元、8.89亿元以及9.18亿元，对应EPS 1.08元、1.11元以及1.15元，我们给予2020年18-20X PE，对应公司合理价值区间为19.44-21.6元，维持“优于大市”评级。

风险提示。宏观经济波动风险，行业竞争加剧，汇率波动风险，疫情导致国际市场不及预期。

表1 公司营业收入及成本预测

项目	2020E	2021E	2022E
轮胎业务（核心业务）			
收入（亿元）	84.04	87.40	93.53
收入增速（%）	6%	4%	7%
成本（亿元）	65.45	68.15	73.54
毛利（亿元）	18.59	19.24	20.00
毛利率（%）	22%	22%	21%
运输业务			
收入（亿元）	0.04	0.04	0.04
收入增速（%）	0%	0%	0%
成本（亿元）	0.03	0.03	0.03
毛利（亿元）	0.01	0.01	0.00
毛利率（%）	15%	13%	12%
其他业务			
收入（亿元）	0.24	0.24	0.24
收入增速（%）	-5.70%	0.00%	0.00%
成本（亿元）	0.02	0.02	0.02
毛利（亿元）	0.21	0.22	0.22
毛利率（%）	90%	93%	92%

资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
601966	玲珑轮胎	253.44	1.26	1.54	1.80	18.2	13.7	11.7	1.3	2.0
601058	赛轮轮胎	108.82	0.41	0.55	0.64	11.0	7.4	6.3	0.6	1.2
002434	万里扬	117.38	0.25	0.51	0.68	38.3	17.1	12.9	1.7	1.7
601689	拓普集团	223.97	0.45	0.65	0.83	38.8	32.8	25.7	3.5	2.7
	均值		0.59	0.81	0.99	26.6	17.8	14.2	1.8	1.6

注: 收盘价为 2020 年 4 月 23 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	7941	8432	8767	9381
每股收益	1.06	1.08	1.11	1.15	营业成本	6123	6550	6821	7359
每股净资产	12.59	13.34	14.11	14.91	毛利率%	22.9%	22.3%	22.2%	21.6%
每股经营现金流	1.72	1.59	1.94	1.95	营业税金及附加	67	78	78	85
每股股利	0.35	0.36	0.37	0.38	营业税金率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	471	486	505	540
P/E	12.93	12.70	12.32	11.94	营业费用率%	5.9%	5.8%	5.8%	5.8%
P/B	1.09	1.03	0.97	0.92	管理费用	241	256	267	285
P/S	1.38	1.30	1.25	1.17	管理费用率%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	8.87	7.80	6.76	5.83	EBIT	859	880	905	906
股息率%	2.6%	2.6%	2.7%	2.8%	财务费用	17	17	11	7
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
毛利率	22.9%	22.3%	22.2%	21.6%	资产减值损失	11	6	6	6
净利润率	10.7%	10.2%	10.1%	9.8%	投资收益	108	112	120	127
净资产收益率	8.4%	8.1%	7.9%	7.7%	营业利润	984	1001	1031	1065
资产回报率	5.6%	5.3%	5.2%	5.1%	营业外收支	-5	-5	-5	-5
投资回报率	6.7%	6.5%	6.3%	6.0%	利润总额	979	996	1026	1060
盈利增长 (%)					EBITDA	1289	1225	1249	1262
营业收入增长率	5.7%	6.2%	4.0%	7.0%	所得税	132	133	137	142
EBIT 增长率	68.0%	2.4%	2.9%	0.1%	有效所得税率%	13.5%	13.3%	13.4%	13.4%
净利润增长率	75.4%	1.8%	3.0%	3.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	847	863	889	918
资产负债率	33.2%	33.9%	33.8%	34.3%					
流动比率	1.97	2.08	2.21	2.28	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.73	1.81	1.95	2.03	货币资金	1767	2435	3610	4789
现金比率	0.39	0.48	0.68	0.83	应收账款及应收票据	676	1024	984	1062
经营效率指标					存货	1081	1337	1356	1448
应收帐款周转天数	29.31	34.60	33.87	33.36	其它流动资产	5424	5651	5758	5868
存货周转天数	64.42	74.47	72.54	71.83	流动资产合计	8949	10446	11707	13167
总资产周转率	0.53	0.52	0.51	0.52	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.51	1.70	1.89	2.17	固定资产	5272	4965	4649	4319
					在建工程	302	190	133	105
					无形资产	451	456	461	464
					非流动资产合计	6126	5709	5339	4984
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	15075	16156	17046	18152
净利润	847	863	889	918	短期借款	645	717	790	878
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	3222	3507	3638	3922
非现金支出	428	339	338	350	预收账款	99	94	100	108
非经营收益	-19	-76	-79	-100	其它流动负债	584	706	770	863
营运资金变动	120	145	405	391	流动负债合计	4549	5024	5298	5771
经营活动现金流	1377	1271	1552	1559	长期借款	0	0	0	0
资产	-156	83	33	3	其它长期负债	455	455	455	455
投资	-603	-566	-283	-283	非流动负债合计	455	455	455	455
其他	136	101	105	127	负债总计	5004	5479	5753	6226
投资活动现金流	-624	-381	-145	-153	实收资本	800	800	800	800
债权募资	701	72	72	89	普通股股东权益	10071	10675	11292	11924
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1	1	1	2
其他	-1138	-302	-312	-324	负债和所有者权益合计	15075	16156	17046	18152
融资活动现金流	-437	-230	-240	-235					
现金净流量	324	660	1168	1172					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 23 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钮宇鸣 中小市值团队
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 江山欧派,蓝色光标,三角轮胎,汉威科技,三环集团,元隆雅图,共进股份,道恩股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

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,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。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。