

三角轮胎

601163

审慎增持 (首次)

2019 年公司营收同比增长, 原料价格下跌助推毛利率提升

2020 年 04 月 23 日

市场数据

市场数据日期	2020-04-23
收盘价(元)	13.28
总股本(百万股)	800.00
流通股本(百万股)	800.00
总市值(百万元)	10624.00
流通市值(百万元)	10624.00
净资产(百万元)	10229.44
总资产(百万元)	15278.59
每股净资产	12.79

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7941	8378	8889	9200
同比增长	5.7%	5.5%	6.1%	3.5%
净利润(百万元)	847	867	932	1001
同比增长	75.4%	2.4%	7.5%	7.3%
毛利率	22.9%	23.3%	23.4%	23.8%
净利润率	10.7%	10.4%	10.5%	10.9%
净资产收益率(%)	8.4%	7.9%	7.8%	7.7%
每股收益(元)	1.06	1.08	1.17	1.25
每股经营现金流(元)	1.72	1.45	1.38	2.28

首次覆盖

分析师:
张志扬
zhangzhiyang@xyzq.com.cn
S0190520010003

投资要点

- **事件:** 三角轮胎发布 2019 年年报, 报告期内公司实现营业收入 79.41 亿元, 同比增长 5.72%; 实现营业利润 9.84 亿元, 同比增长 79.23%; 实现归属于上市公司股东的净利润 8.47 亿元, 同比增长 75.38%; 实现基本每股收益 1.06 元, 同比+76.67%。按最新 8 亿总股本计, 实现摊薄每股收益 1.06 元, 实现每股经营性净现金流 1.72 元。

公司同时发布 2020 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 18.11 亿元, 同比减少 3.82%, 环比减少 11.14%; 实现营业利润 1.93 亿元, 同比增长 5.46%, 环比减少 24.90%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.60 亿元, 同比增长 5.35%, 环比减少 30.13%; 实现基本每股收益 0.20 元, 同比+5.26%。按最新 8 亿总股本计, 实现摊薄每股收益 0.20 元, 实现每股经营性净现金流 0.35 元。

- **首次覆盖, 给予“审慎增持”评级。**2019 年三角轮胎业销量增长带动营业收入同比增长, 原材料降价降低采购成本推动毛利率上升。2020 年 Q1 轮胎销售均价同比下跌, 拖累公司营收同比减少, 原材料降价致毛利率维持高位。

三角轮胎是国内商用车胎领先企业, 公司已打入美国卡特彼勒公司、沃尔沃工程机械公司等知名商用车整车供应链体系。为进一步贴近用户和市场, 规避贸易壁垒, 公司美国基地筹建工作有序进行。伴随新产能建设及下游客户开拓的逐步推进, 公司轮胎产销量有望持续增长, 市场份额有望持续扩大。我们预计公司 2020~2022 年 EPS 预测值分别为 1.08、1.17 和 1.25 元。首次覆盖, 给予“审慎增持”的投资评级。

风险提示: 原材料与产品价格大幅波动风险; 轮胎行业景气度大幅下风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

事件

三角轮胎发布 2019 年年报, 报告期内公司实现营业收入 79.41 亿元, 同比增长 5.72%; 实现营业利润 9.84 亿元, 同比增长 79.23%; 实现归属于上市公司股东的净利润 8.47 亿元, 同比增长 75.38%; 实现基本每股收益 1.06 元, 同比+76.67%。按最新 8 亿总股本计, 实现摊薄每股收益 1.06 元, 实现每股经营性净现金流 1.72 元。

公司同时发布 2020 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 18.11 亿元, 同比减少 3.82%, 环比减少 11.14%; 实现营业利润 1.93 亿元, 同比增长 5.46%, 环比减少 24.90%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.60 亿元, 同比增长 5.35%, 环比减少 30.13%; 实现基本每股收益 0.20 元, 同比+5.26%。按最新 8 亿总股本计, 实现摊薄每股收益 0.20 元, 实现每股经营性净现金流 0.35 元。

点评

2019 年三角轮胎业销量增长带动营业收入同比增长, 原材料降价降低采购成本推动毛利率上升。2020 年 Q1 轮胎销售均价同比下跌, 拖累公司营收同比减少, 原材料降价致毛利率维持高位。

- **2019 年公司营收、毛利率增长, 盈利能力大幅提升。**2019 年公司营业收入为 79.41 亿元, 同比增长 5.72%; 综合毛利率为 22.89%, 同比+1.55pct; 归属于上市公司股东的净利润为 8.47 亿元, 同比增长 75.38%。

2020 年 Q1 公司营业收入为 18.11 亿元, 同比减少 3.82%, 环比减少 11.14%; 综合毛利率为 22.31%, 同比+1.21pct, 环比-2.81pct; 归属于上市公司股东的净利润 1.60 亿元, 同比增长 5.35%, 环比减少 30.13%。

图1、2019 年公司营业收入同比增长

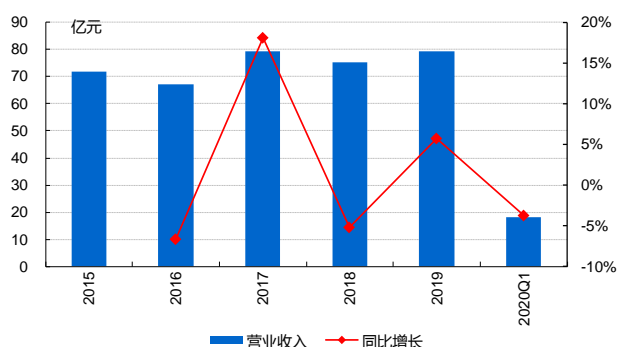
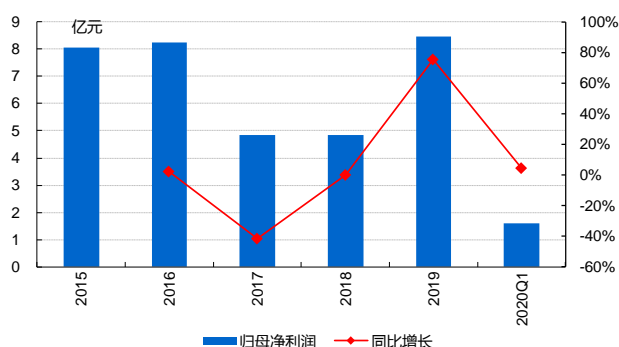


图2、2019 年公司归母净利润同比增长



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

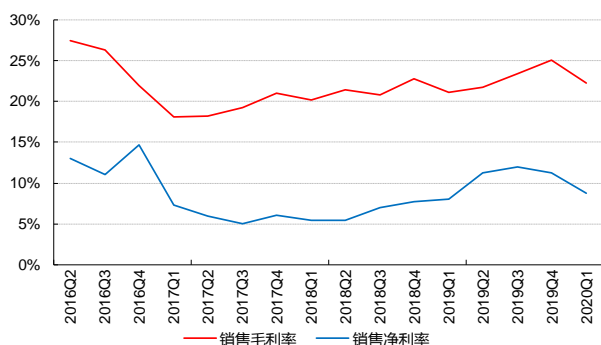
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

期间费用方面, 2019 年公司期间费用为 9.08 亿元, 同比减少 1.37 亿元, 期间费用率为 12.09%, 同比-1.82pct。拆分来看, 因市场拓展费减少, 销售费

用同比减少 1.23 亿元至 4.71 亿元,销售费用率同比-1.64pct 至 6.27%; 管理费用为 2.41 亿元,同比减少 0.13 亿元,管理费用率为 3.21%,同比-0.17pct; 研发费用为 1.79 亿元,同比增加 0.12 亿元,研发费用率为 2.38%,同比+0.16pct; 财务费用为 0.17 亿元,同比减少 0.13 亿元,财务费用率为 0.23%,同比-0.17pct,主要原因为利息支出同比减少。2019 年期间费用和资产减值损失同比减少,公允价值变动净收益同比增加,助力公司归母净利润同比增长 75.38%至 8.47 亿元。

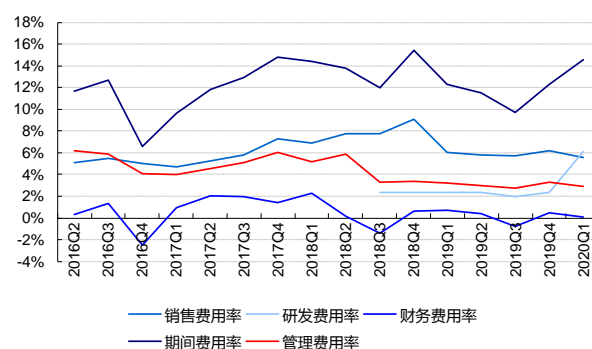
2020 年 Q1 单季度期间费用为 2.64 亿元,同比增加 0.33 亿元,环比增加 0.13 亿元; Q1 单季度期间费用率为 14.58%,同比+2.30pct,环比+2.26pct。拆分来看,销售费用为 1.01 亿元,同比减少 0.13 亿元,环比减少 0.25 亿元;销售费用率 5.58%,同比-0.48pct,环比-0.61pct。管理费用为 1.10 亿元,同比增加 0.66 亿元,环比增加 0.62; 管理费用率为 2.87%,同比-0.32pct,环比-0.42pct。研发费用为 1.10 亿元,同比增加 0.66 亿元,环比增加 0.62 亿元,研发费用大幅增长主要系公司本期将研发投入全部纳入本科目核算所致; 研发费用率为 6.07%,同比+3.74pct,环比+3.72pct,。财务费用为 0.01 亿元,同比减少 0.12 亿元,环比减少 0.09 亿元,主要原因为汇兑收益增加; 财务费用率为 0.06%,同比-0.64pct,环比-0.44pct。Q1 单季度期间费用环比增加,投资净收益环比下降,拖累公司归母净利润环比下降 30.13%。

图3、 2019 年公司毛利率同比提高



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图4、 2019 年公司期间费用率同比下降



注:根据新准则,18Q3起管理费用中研发费用单列
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

- **2019 年公司轮胎销量增长,助力公司营业收入同比增长; 2020 年 Q1 轮胎销售均价同比下跌,拖累公司营收同比减少。**2019 年公司轮胎产量为 1905.87 万条,同比增长 13.62%; 销量方面,2019 年轮胎销售量为 2022.16 万条,同比增长 20.69%; 产品销售均价为 391.27 元/条,同比下跌 12.41%。2019 年公司轮胎销量增长幅度大于轮胎价格下跌幅度,助力公司营业收入同比增长。2020 年 Q1 单季度,公司轮胎销量增长 6.28%,销售均价同比下降 9.39%,销售均价下降幅度大于销量增长幅度,拖累公司 Q1 单季度营业收入同比下滑。

表1、 三角轮胎经营数据

	单季度				累计值			
	生产量(万条)	销售量(万条)	销售收入(亿元)	单价(元/条)	生产量(万条)	销售量(万条)	销售收入(亿元)	单价(元/条)
17Q1	521.25	556.99	21.50	385.98	521.25	556.99	21.50	385.98
17Q2	546.19	421.31	19.17	454.90	1067.44	978.30	40.66	415.66
17Q3	427.93	455.40	19.46	427.36	1495.37	1433.70	60.13	419.38
17Q4	452.10	425.81	18.79	441.21	1947.47	1859.51	78.91	424.38
18Q1	407.62	396.99	17.97	452.57	407.62	396.99	17.97	452.57
18Q2	423.83	401.65	18.68	465.19	831.45	798.64	36.65	458.92
18Q3	412.86	426.82	18.49	433.12	1244.31	1225.46	55.14	449.93
18Q4	433.04	450.06	19.71	437.91	1677.35	1675.52	74.85	446.70
19Q1	403.80	456.26	18.74	410.69	403.80	456.26	18.74	410.69
19Q2	459.18	490.34	19.93	406.37	862.98	946.60	38.66	408.45
19Q3	489.54	531.22	20.12	378.78	1352.52	1477.82	58.79	397.79
19Q4	553.35	544.34	20.34	373.57	1905.87	2022.16	79.12	391.27
20Q1	455.44	484.94	18.05	372.13	455.44	484.94	18.05	372.13

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

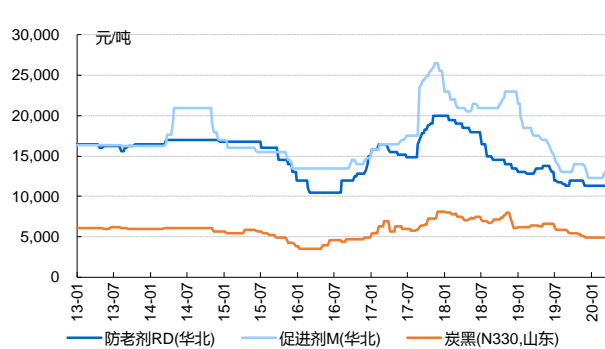
- **原材料采购成本下降助力公司 2019 年毛利率提升。**2019 年轮胎产品的五项主要原料除天然橡胶价格出现上涨外，合成胶、炭黑、钢丝帘线、帘子布价格同比均有所下降，有助公司采购成本降低，推动 2019 年毛利率同比增长 1.55 个百分点至 22.89%。2020 年 Q1 单季度公司五项主要原材料总体价格同比均有所下降，毛利率同比增长 1.21 个百分点至 22.31%，毛利率维持高位。

图5、2019 年合成胶价格同比下跌



资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2019 年炭黑、橡胶助剂价格下跌



资料来源：百川资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

- **近年来公司新产能建设逐步推进，国际化布局稳步进行。**公司在国内已先后投资建设了华盛、华茂、华阳和华新四个生产基地，合计拥有 1800 万条/年乘用车胎生产能力，600 万条/年商用车胎生产能力。

海外基地建设方面，公司于 2017 年在美国规划建设第一个海外生产基地，计划建设 500 万条/年乘用车胎和 100 万条/年商用车胎产能。制造基地的全球化布局，可增强公司消化订单的灵活性和机动性，提高公司规避全球贸易壁垒

的能力，进一步提升国际竞争力。

表2、三角轮胎产能概况

主要厂区或项目	设计产能(万条)	产能利用率	达产产能(万条)
华盛公司(乘用车胎)	1000	87.68%	876.8
华盛公司(工程胎)	25	73%	18.25
华茂分公司(商用车胎)	600	93.40%	560.4
华阳分公司(乘用车胎)	800	97.91%	783.28
华新分公司(斜交工程胎)	10	66.80%	6.68

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司品牌优势凸显，位居商用车胎配套市场领先地位。**三角轮胎是国内商用车胎领先企业，公司品牌优势凸显，在美国《轮胎商业》2019年发布的全球轮胎年度75强中位居全球第25，连续多年荣列世界品牌实验室发布的“中国轮胎行业十大影响力品牌”。公司通过多年客户开拓，国际市场配套客户和终端用户遍布全球，主要包括：美国卡特彼勒公司、沃尔沃工程机械公司、阿联酋铝业集团和瑞士拉法基豪瑞水泥厂等国际知名企业。国内市场配套客户则为商用车龙头企业，主要包括：中国重汽、中国一汽，金龙客车和宇通客车等汽车制造商。伴随公司配套体系日趋完善，高端配套市场中的份额有望进一步提高。
- **首次覆盖，给予“审慎增持”评级。**2019年三角轮胎业销量增长带动营业收入同比增长，原材料降价降低采购成本推动毛利率上升。2020年Q1轮胎销售均价同比下跌，拖累公司营收同比减少，原材料降价致毛利率维持高位。三角轮胎是国内商用车胎领先企业，公司已打入美国卡特彼勒公司、沃尔沃工程机械公司等知名商用车整车供应链体系。为进一步贴近用户和市场，规避贸易壁垒，公司美国基地筹建工作有序进行。伴随新产能建设及下游客户开拓的逐步推进，公司轮胎产销量有望持续增长，市场份额有望持续扩大。我们预计公司2020~2022年EPS预测值分别为1.08、1.17和1.25元。首次覆盖，给予“审慎增持”的投资评级。
- **风险提示：**原材料与产品价格大幅波动风险；轮胎行业景气度大幅下风险。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E
流动资产	8949	10184	12162	13803
货币资金	1767	3063	4131	5968
交易性金融资产	3675	3700	3700	3700
应收账款	638	754	800	828
其他应收款	3	3	4	6
存货	1081	1415	1226	1495
非流动资产	6126	5573	5022	4458
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3
固定资产	5272	4762	4246	3725
在建工程	302	299	305	302
油气资产	0	0	0	0
无形资产	451	424	397	370
资产总计	15075	15757	17184	18261
流动负债	4549	4771	4983	5087
短期借款	645	700	700	700
应付票据	859	930	986	1010
应付账款	2363	2512	2646	2727
其他	682	628	651	650
非流动负债	455	34	302	259
长期借款	0	0	0	0
其他	455	34	302	259
负债合计	5004	4804	5285	5346
股本	800	800	800	800
资本公积	5225	5225	5225	5225
未分配利润	3112	3924	4791	5722
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	10071	10952	11899	12915
负债及权益合计	15075	15757	17184	18261

现金流量表

会计年度	2019	2020	2021E	2022E
净利润	847	867	932	1001
折旧和摊销	430	582	587	593
资产减值准备	-11	11	-1	11
无形资产摊销	17	18	18	18
公允价值变动损失	12	13	14	15
财务费用	17	47	77	77
投资损失	-108	-110	-120	-130
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-3285	-162	661	-294
经营活动产生现金流	4531	1159	1106	1824
投资活动产生现金流	-3613	43	69	89
融资活动产生现金流	-414	93	-108	-76
现金净变动	504	1296	1068	1838
现金的期初余额	1677	1767	3063	4131
现金的期末余额	2181	3063	4131	5968

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7941	8378	8889	9200
营业成本	6123	6429	6809	7013
营业税金及附加	67	84	89	92
销售费用	471	503	533	552
管理费用	241	251	267	276
财务费用	17	47	77	77
资产减值损失	11	12	13	14
公允价值变动	12	13	14	15
投资收益	108	110	120	130
营业利润	984	1024	1101	1181
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	7	6	7	7
利润总额	979	1021	1097	1177
所得税	132	153	165	177
净利润	847	868	933	1001
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	847	867	932	1001
BPS(元)	1.06	1.08	1.17	1.25

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	5.7%	5.5%	6.1%	3.5%
营业利润增长率	79.2%	4.1%	7.5%	7.2%
净利润增长率	75.4%	2.4%	7.5%	7.3%
盈利能力(%)				
毛利率	22.9%	23.3%	23.4%	23.8%
净利率	10.7%	10.4%	10.5%	10.9%
ROE	8.4%	7.9%	7.8%	7.7%
偿债能力(%)				
资产负债率	33.2%	30.5%	30.8%	29.3%
流动比率	1.97	2.13	2.44	2.71
速动比率	1.72	1.83	2.19	2.41
营运能力(次)				
资产周转率	54.0%	54.0%	54.0%	52.0%
应收帐款周转率	9.63	10.74	10.30	10.17
每股资料(元)				
每股收益	1.06	1.08	1.17	1.25
每股经营现金	1.72	1.45	1.38	2.28
每股净资产	12.59	13.69	14.87	16.14
估值比率(倍)				
PE	12.9	12.6	11.7	10.9
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn