

化工

2017年02月20日

玲珑轮胎 (601966)

——全球布局初见端倪，未来有望成为世界级轮胎巨头

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

- 公司是国内轮胎行业龙头，产能持续扩张。2016年前三季度公司营业收入为74.17亿元，同比增长15.54%；归母净利润为7.76亿元，同比增长272%；销售毛利率为29.44%，远高于其他同行业公司。目前在山东招远、山东德州、广西柳州三地及泰国设立子公司，拥有半钢轮胎产能4800万套，全钢轮胎产能740万套，斜交轮胎产能100万套，随着公司“3+3”战略未来在国内外产能的不断布局，在2020年有望实现产能遍布全球，达到年产9000万套的轮胎产能。
- 原材料涨价叠加“双反”影响，国内中小轮胎产能加速退出，公司有望抢占更多市场份额。虽然轮胎需求持续向好，春节期间轮胎开工率较前两年同期大幅增长，但是受原材料涨价及“双反”影响，国内轮胎两级分化格局明显。山东地区的中小产能利润率低，抗风险能力差，企业间互保严重，受互保企业拖累，资金链断裂，产能逐步退出。2016年10月以来，受天然橡胶、合成橡胶、炭黑、助剂等原材料价格快速上涨影响，中小企业由于资金周转困难、原材料库存天数较短等因素大幅受累。而公司由于原材料库存天数较长，原料涨价影响相对较小，且品牌优势明显提价相对容易，有望抓住行业整合机遇，抢占更多市场份额。
- 泰国玲珑受益税收优惠政策及原材料成本较低，利润率远远高于国内。公司从2011年11月起布局泰国地区产能，目前在泰国拥有1200万套半钢、120万套全钢的年产能，“双反”影响下泰国产能优势凸显，弥补美国供给缺口。根据泰国投资促进委员会给泰国玲珑颁发的投资促进委员会鼓励书，泰国玲珑将于产生业务收入之日起八年内免交20%的泰国企业所得税，五年减半征收的优惠政策，2014年是泰国玲珑的第一个免税年度，未来几年仍长期受益。
- 品牌、配套、研发、销售优势明显，助力公司成长为世界级轮胎企业。品牌优势：2016年玲珑品牌价值达到253.28亿，品牌价值连续多年稳居本土轮胎行业首位。配套优势：公司在国内上市公司中配套占比最高，未来有望继续扩大配套业务在高端轮胎市场的占比，半钢胎配套占比约65%，全钢胎配套占比约40%。2015年公司配套市场销售收入达25.81亿元。研发优势：公司拥有招远、北京、北美三大研发中心，在欧洲建有试验检测中心，拥有国家级企业技术中心和国家级实验室、博士后科研工作站、院士工作站、哈工大玲珑轮胎研究中心。销售优势：产品远销世界180多个国家和地区，在全球设立营销网点2万多个。
- 盈利预测与估值。公司是国内轮胎行业巨头，泰国工厂具备税收优惠政策，净利率大超国内；受益轮胎需求不断好转，原材料涨价中小产能加速退出，有望抢占更多市场份额，业绩望大幅增长，首次覆盖给予“增持”评级。预计2016-18年归母净利润分别为10.61、15.51、21.24亿元，EPS为0.88、1.29、1.77元，当前股价对应16-18年PE为30X、21X、15X。
- 风险提示：国内外市场激烈竞争、原材料价格大幅反弹、市场开拓不达预期。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8,734	7,417	10,933	14,317	17,756
同比增长率(%)	-15.03	15.54	25.18	30.95	24.02
净利润(百万元)	678	776	1,061	1,551	2,124
同比增长率(%)	-18.77	272.02	56.58	46.18	36.94
每股收益(元/股)	0.68	0.65	0.88	1.29	1.77
毛利率(%)	28.7	29.4	28.1	29.3	30.1
ROE(%)	15.5	10.1	19.6	22.2	23.3
市盈率	39		30	21	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

市场数据： 2017年02月17日

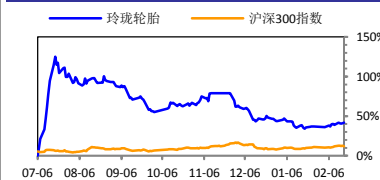
收盘价(元)	26.48
一年内最高/最低(元)	43/15.58
市净率	4.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5296
上证指数/深证成指	3202.08/10197.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	6.41
资产负债率%	54.38
总股本/流通A股(百万)	1200/200
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

“轮胎行业深度报告——供需格局持续向好，原材料价格上涨有望掀起轮胎涨价潮”

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

张兴宇 A0230116070008
zhangxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

公司是国内轮胎行业巨头，泰国工厂具备税收优惠政策，净利率大超国内，受益轮胎需求不断好转，原材料涨价中小产能加速退出，公司有望抢占更多市场份额，业绩望大幅增长，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2016-18 年归母净利润分别为 10.61、15.51、21.24 亿元，EPS 为 0.88、1.29、1.77 元，当前股价对应 16-18 年 PE 为 30X、21X、15X。我们选取同行业的青岛双星、三角轮胎、通用股份、赛轮金宇等四家上市公司进行对比，其中三角轮胎和通用股份和公司也同属于次新股，可比公司 2017 年 PE 均值为 34 倍，公司 17 年 PE 仅为 21 倍，有明显提升空间。

关键假设点

轮胎需求不断好转；在原材料价格大幅上涨下，公司仍能保持高毛利；公司产能持续扩张，销售持续增长。

有别于大众的认识

市场可能认为：2016 年 10 月以来，天然橡胶、合成橡胶、炭黑、助剂等原材料价格大幅上涨，虽然轮胎持续提价，但是成本仍无法完全转嫁，公司盈利受损。

我们认为：原材料价格上涨更多的是影响国内中小产能，反倒利于行业优胜劣汰，龙头受益。中小企业由于资金周转困难、原材料库存天数较短等因素大幅受累原材料涨价，部分企业加速退出。而玲珑轮胎由于原材料库存天数较长，原料涨价影响相对较小，且品牌优势明显提价相对容易，有望抓住行业整合机遇，抢占更多市场份额。

市场可能认为：轮胎行业产能过剩，未来公司产能扩张，但是销量有可能不及预期。

我们认为：受益国内汽车产量和保有量的不断增长，轮胎需求持续向好。而供给端由于“双反”影响，原材料涨价，银行抽贷资金链断裂等原因产能逐渐退出。另外，公司未来重点主要是海外产能的扩张，海外工厂比国内工厂优势明显：1) 海外产能主要用于出口美国，规避“双反”影响，弥补“双反”影响下的供给缺口；2) 由于越南、泰国等地产胶，天胶运输成本低，加上税收优惠，毛利率相比国内更高。公司也不断开拓新的销售渠道，未来规划在国内建设 4000 家、海外建设 500 家品牌店，根据客户需求量身打造众多的个性化服务，为用户提供包括培训、宣传、用胎指导及保养、故障胎检修等多元化、全方位的服务项目。

股价表现的催化剂

未来海外产能不断扩张；进入更多的原配整车厂。

核心假设风险

原材料价格持续上涨；海外产能扩张不及预期；市场开拓不达预期。

目录

1.国内轮胎行业龙头，产能持续扩张	6
1.1 2016 年前三季度业绩大幅增长，海外基地贡献主要增量	6
1.2 “3+3 战略”稳步推进，全球化布局初见端倪.....	7
2.需求向好+供给收缩，公司作为龙头率先受益	8
2.1 轮胎需求持续向好，春节期间开工率持续高企	8
2.2 原材料价格上涨压缩行业毛利，加速行业整合	9
2.3 “双反”影响下泰国玲珑有望大幅受益	10
3. 多重核心竞争优势，公司有望成为世界级轮胎巨头	12
3.1 公司是国内轮胎上市公司中配套胎占比最高的企业	12
3.2 多年品牌积淀，内资品牌影响力名列前茅	14
3.3 注重轮胎产品研发，具备行业领先生产自动化系统.....	16
4. 盈利预测与投资建议	17

图表目录

图 1: 公司股权结构介绍	6
图 2: 公司 16 年 3 季度收入大幅增长	6
图 3: 公司 16 年三季度归母净利润同比增长近 300%	6
图 4: 2016 年上半年公司分产品收入及毛利结构	7
图 5: 公司销售毛利率远高于同行业其他公司	7
图 6: 实施“3+3”战略, 布局一带一路横贯欧亚	7
图 7: 公司目前产能规划情况	8
图 8: 未来公司扩产情况	8
图 9: 国内汽车产量稳定增长	8
图 10: 国内汽车保有量持续高增长	8
图 11: 轮胎企业开工率企稳	9
图 12: 轮胎产业链	10
图 13: 轮胎成本占比	10
图 14: 橡胶价格大幅上涨	10
图 15: 炭黑价格大幅上涨	10
图 16: 国内配套市场进入门槛高	12
图 17: 20%配套市场可以撬动 80%替换市场	12
图 18: 品牌细分进军低碳环保中高端市场	14
图 19: 公司销售网点遍布全球	14
图 20: 多元化品牌宣传方式进一步提升公司影响力	15
图 21: 公司研发格局分布	16
表 1: 双反进程及主要内容	11
表 2: 公司配套市场占比在本土企业中最高	13
表 3: 公司多年品牌建设成果展示	14
表 4: 公司近年来研发领域主要成果展示	16
表 5: 估值对比表	17
表 6: 关键假设表	17

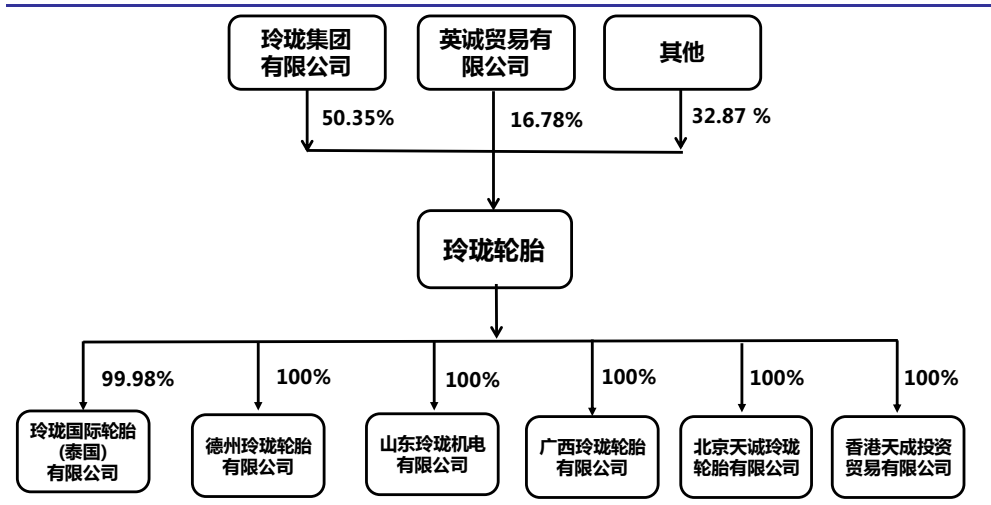
表 7: 合并损益表	18
表 8: 合并资产负债表.....	18
表 9: 合并现金流量表.....	19

1. 国内轮胎行业龙头，产能持续扩张

1.1 2016 年前三季度业绩大幅增长，海外基地贡献主要增量

玲珑轮胎成立于 1975 年，是国内规模最大、效益最好的轮胎专业生产企业之一。公司主要从事汽车轮胎产品的研发、生产和销售，目前拥有半钢轮胎产能 4800 万套，全钢轮胎产能 740 万套，斜交轮胎产能 100 万套。玲珑集团有限公司为玲珑轮胎的第一大股东，持有公司 50.35% 的股份，是公司的实际控制人。公司在全球拥有 3 家研发中心，4 个生产基地，产品遍布全球 180 多个国家。

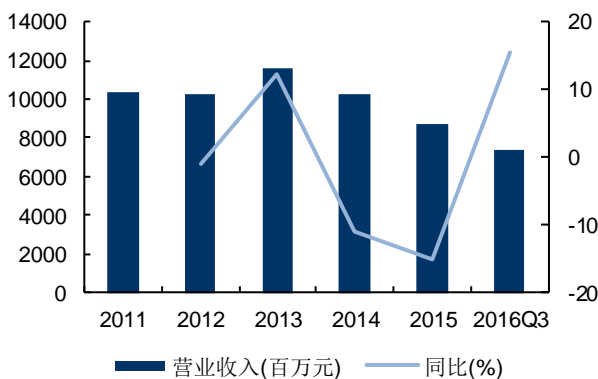
图 1：公司股权结构介绍



资料来源：wind，申万宏源研究

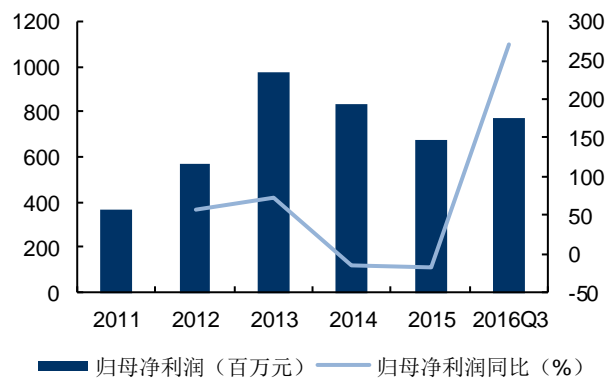
2016 年前三季度公司营业收入为 74.17 亿元，同比增长 15.54%；归母净利润为 7.76 亿元，同比增长 272%。16 年整体业绩较 15 年有大幅增长的原因是 15 年轮胎行业形势低迷以及泰国火灾影响，16 年行业回暖加上海外工厂运营正常，因此三季度收入及归母净利润大幅增长。

图 2：公司 16 年 3 季度收入大幅增长



资料来源：wind，申万宏源研究

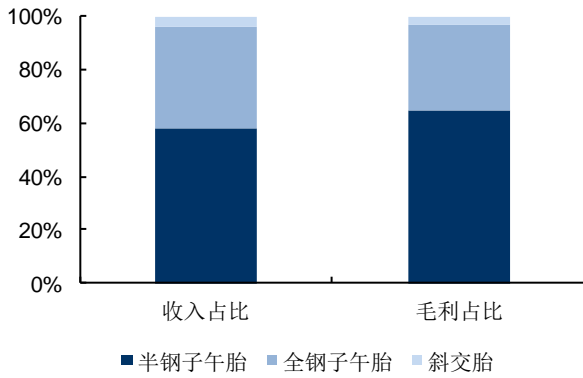
图 3：公司 16 年 3 季度归母净利润同比增长近 300%



资料来源：wind，申万宏源研究

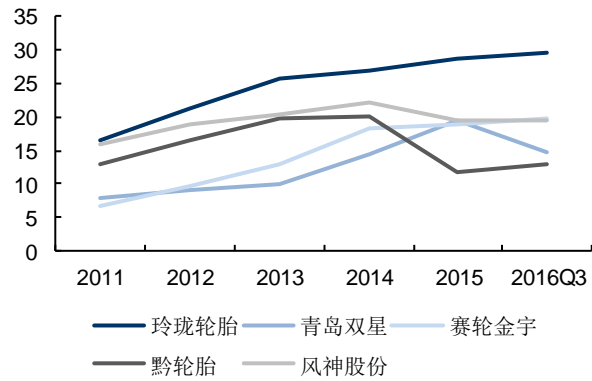
公司的主要轮胎产品是半钢子午胎、全钢子午胎和斜交胎。在 2016 年上半年，公司半钢子午胎、全钢子午胎和斜交胎收入占比分别为 58%、39%、4%，毛利占比分别为 65%、32%、3%。同时公司积极优化产品结构，近几年公司销售毛利率持续增长，16 年三季度销售毛利率为 29.44%，远高于其他同行业公司。

图 4：2016 年上半年公司分产品收入及毛利结构



资料来源：wind，申万宏源研究

图 5：公司销售毛利率远高于同行业其他公司

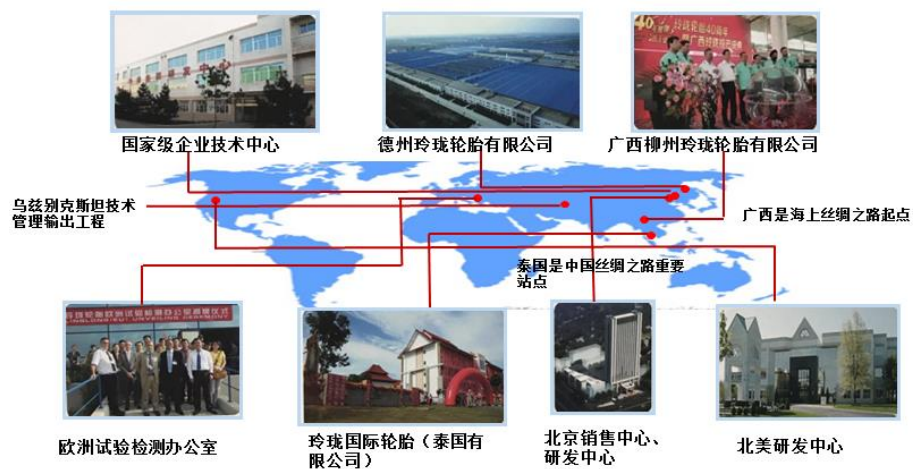


资料来源：wind，申万宏源研究

1.2 “3+3 战略”稳步推进，全球化布局初见端倪

玲珑以国际化为定位，实施“3+3 战略”，即：国内招远、德州、柳州三个制造基地并行发展；国外泰国工厂为制造全球化战略起点，最终在海外建设 3 个制造业基地，以此形成产业发展新格局。以此为目标，公司先后在山东招远、山东德州、广西柳州三地及泰国设立子公司，未来计划在美洲，欧洲继续建厂，实现产能遍布全球。公司在招远本部、北京、北美设立研发中心，在欧洲设立试验检测办公室，建立全球化研发体系，产品远销世界 180 多个国家和地区，在全球设立营销网点 2 万多个。

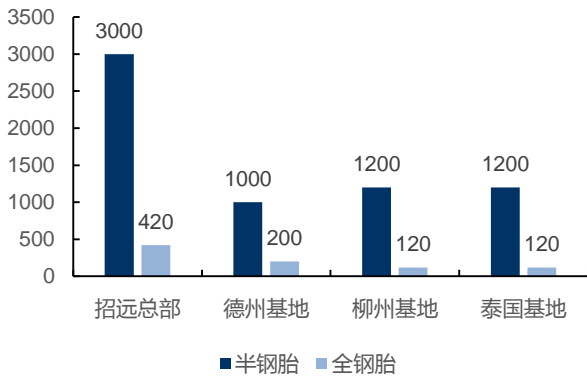
图 6：实施“3+3”战略，布局一带一路横贯欧亚



资料来源：申万宏源研究

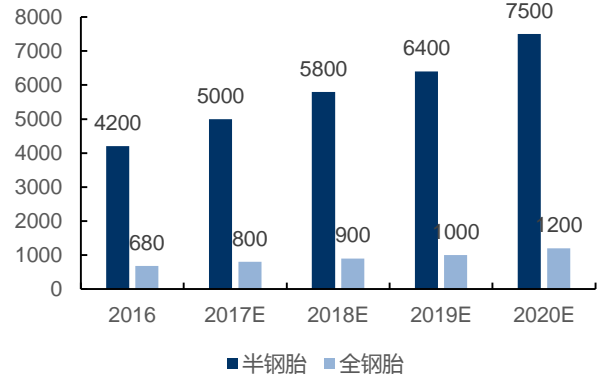
公司目前在招远总部拥有 3000 万套半钢胎、420 万套全钢胎、100 万套斜交胎和 20 万套特种胎年产能，在泰国基地拥有 1200 万套半钢胎、120 万套全钢胎年产能，在德州基地拥有 200 万套半钢胎、200 万套全钢胎年产能，未来规划建成 1000 万套半钢胎、200 万套全钢胎年产能，柳州已经拥有 400 万套半钢胎年产能，未来规划建成 1200 万套半钢胎、120 万套全钢胎年产能。随着公司“3+3”战略未来在海内外产能的不断布局，在 2020 年有望达到年产 9000 万套的轮胎产能。

图 7：公司目前产能规划情况



资料来源：申万宏源研究

图 8：未来公司扩产情况



资料来源：申万宏源研究

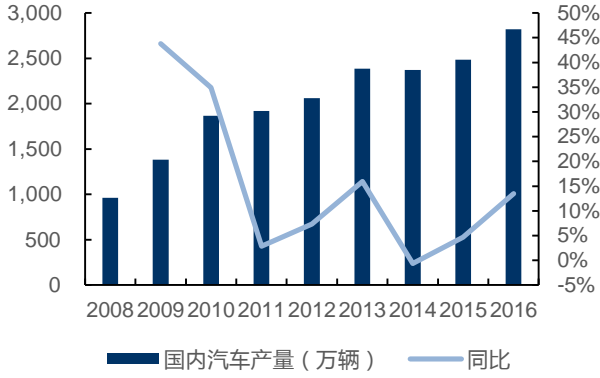
2.需求向好+供给收缩，公司作为龙头率先受益

2.1 轮胎需求持续向好，春节期间开工率持续高企

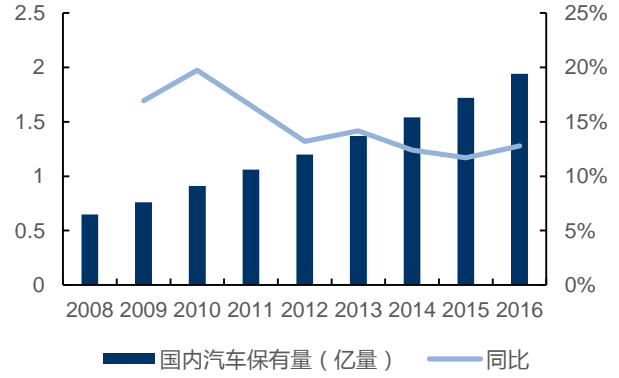
2016 年国内汽车产量 2819 万条，同比增长 14%，远高于 2015 年 5% 的增速。国内汽车保有量由 2008 年的 0.65 亿量增长到 1.94 亿量，CAGR 达到 15%。汽车销量和保有量的稳定增长带动轮胎行业底部复苏，2016 年行业整体开工率接近 70%，相较 2015 年提升明显。国家对购买 1.6 升及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策，刺激小排量轿车需求。2016 年 8 月份货车限载新规发布，我国对货车非法改装和超限超载的治理进入新阶段，重卡产销量不断大幅提升，2017 年 1 月重卡市场共销售各类车辆 8.2 万辆，环比增长 9%，同比（3.68 万）增长 122%。

图 9：国内汽车产量稳定增长

图 10：国内汽车保有量持续高增长



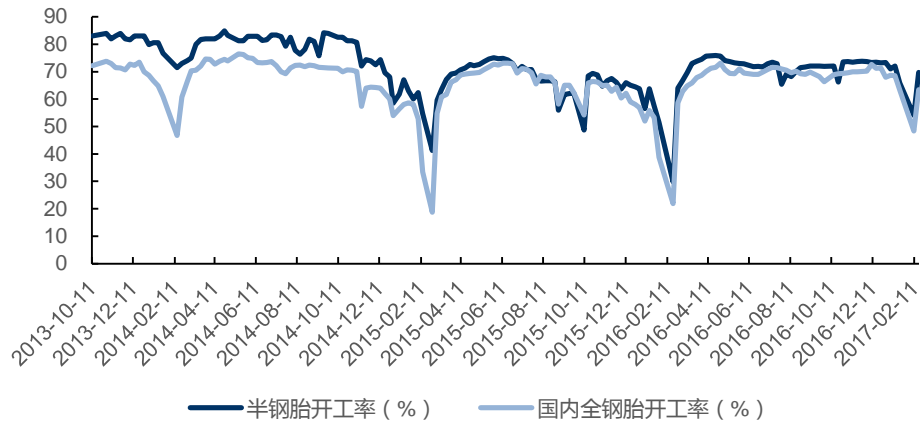
资料来源: wind, 申万宏源研究



资料来源: wind, 申万宏源研究

2015 年春节期间半钢胎开工率为 41.23%，全钢胎开工率为 18.77%；2016 年春节期间半钢胎开工率为 29.76%，全钢胎开工率 21.89%；2017 年春节期间半钢胎开工率达到 54.06%，全钢胎开工率达到 48.32%，远高于过去两年同时期的开工率。玲珑轮胎等行业龙头公司在春节期间仍是供不应求，稳定保持 90% 以上的开工率。

图 11: 轮胎企业开工率企稳



资料来源: wind, 申万宏源研究

2.2 原材料价格上涨压缩行业毛利，加速行业整合

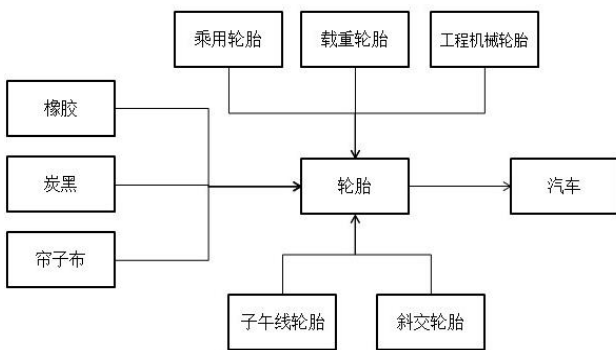
我国轮胎行业产业集中度较低，国内企业不具备规模优势。国内轮胎企业接近 600 家，平均产量仅为 100 万条/年左右，远低于美国的 440 万条/年、日本的 450 万条/年的水平；另一方面，目前国内轮胎行业毛利率水平较低，国内轮胎企业处于微利时代。主要产能在山东东营，这部分产能利润率低，抗风险能力差，企业间互保严重，受互保企业拖累，资金链断裂，产能逐步退出。另外，山东省 16 年起不再新增省内轮胎行业产能，国内轮胎供给收缩伴随行业集中度提升将成为未来发展趋势。

轮胎中天然橡胶成本占比最高，约 32%，合成橡胶约 17%，其次是帘子布 12%、辅料 12%、炭黑 10%等；人工折旧等成本占比较小。一般一个标准的轿车轮胎中含有 18%的天然

橡胶，重型卡车胎含有 40%的天然橡胶。2016 年 10 月以来，天然橡胶、合成橡胶、炭黑、助剂等原材料价格大幅上涨，天然橡胶价格从去年 10 月的 11550 元/吨暴涨到 2017 年 2 月的 20000 元/吨，涨幅达到 73%；合成胶价格从 9 月的 11000 元/吨暴涨到 23000 元/吨，涨幅达到 109%；炭黑价格从去年 10 月 4500 元/吨上涨到 5700 元/吨，涨幅接近 30%。

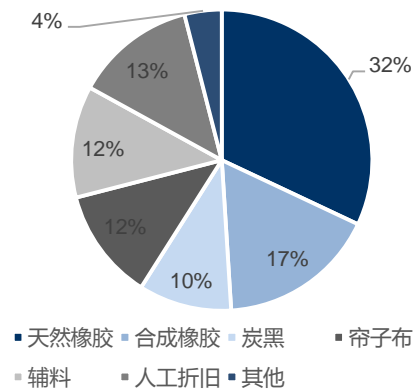
虽然 2016 年 11 月以来，随着原材料价格上涨，轮胎价格不断上调，但是成本仍难完全转嫁下游，轮胎行业毛利普遍受到压缩。中小企业由于资金周转困难、原材料库存天数较短等因素大幅受累原材料涨价，部分企业加速退出。玲珑轮胎由于原材料库存天数较长，原料涨价影响相对较小，且品牌优势明显提价相对容易，有望抓住行业整合机遇，抢占更多市场份额。

图 12：轮胎产业链



资料来源：申万宏源研究

图 13：轮胎成本占比



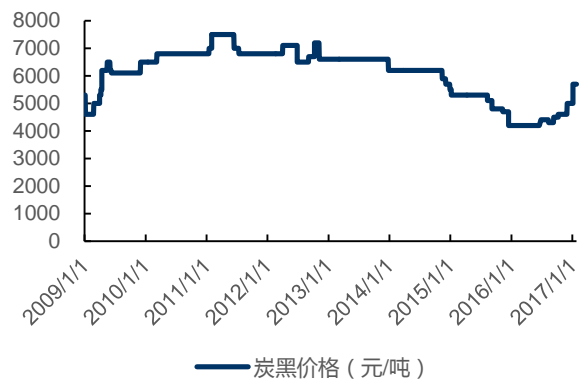
资料来源：申万宏源研究

图 14：橡胶价格大幅上涨



资料来源：wind，申万宏源研究

图 15：炭黑价格大幅上涨



资料来源：wind，申万宏源研究

2.3 “双反”影响下泰国玲珑有望大幅受益

2014 年 6 月，美国工人联合会（USW）代表美国乘用车及轻型卡车轮胎产品产业向美国商务部和美国国际贸易委员会提出申请，要求对来自中国的乘用车及轻卡轮胎产品启动

反倾销和反补贴调查。2015 年对乘用车和轻卡胎“双反”，除部分应诉的企业获得 50%左右的税率以外，其他企业都获得了 60%的税率，按照两个税率合并执行。

2017 年 1 月，美国商务部公布了反倾销和反补贴终裁结果，认定从中国进口的卡客车轮胎存在倾销行为，并且获得“可采取反补贴措施的补贴”。根据美国商务部当天发表的声明，中国相关厂商的反倾销终裁幅度为 9%和 22.57%两档，反倾销终裁的最高税率（全国统一税率）为 22.57%（初裁结果是 30.36%）；反补贴终裁幅度为 38.61%至 65.46%，普遍反补贴税率为 52.04%。负责损害调查的美国国际贸易委员会将在 2017 年 3 月 6 日之前做出损害终裁，如果终裁结果为肯定性裁决，则最终反倾销反补贴措施将在 2017 年 3 月 13 日前进行。

“双反”影响下海外产能优势凸显，弥补美国供给缺口。海外工厂比国内工厂优势明显：1) 海外产能主要用于出口美国，规避“双反”影响，弥补“双反”影响下的供给缺口；2) 由于越南、泰国等地产胶，天胶运输成本低，加上税收优惠，毛利率相比国内更高。根据泰国投资促进委员会给泰国玲珑颁发的投资促进委员会鼓励书，泰国玲珑将于产生业务收入之日起八年内免交 20%的泰国企业所得税，五年减半征收的优惠政策。

表 1：双反进程及主要内容

日期	事件	内容
2014 年 6 月	提出半钢胎双反	美国工人联合会（USW）代表美国乘用车及轻型卡车轮胎产品产业向美国商务部和美国国际贸易委员会提出申请，要求对来自中国的乘用车及轻卡轮胎产品启动反倾销和反补贴调查。
2014 年 11 月	半钢胎反补贴初裁	美国商务部公布初裁结果，认定自中国进口的轮胎存在补贴行为，美国拟对此类产品征收反补贴税，平均税率为 15.69%
2014 年 12 月	半钢胎反补贴终裁	美国商务部修改了对进口自中国的乘用车及轻卡轮胎反补贴税率
2015 年 1 月	半钢胎反倾销初裁	美国商务部将对市场反倾销情况进行初裁
2015 年 6 月	半钢胎反倾销终裁	美国商务部将继续评估市场上可能存在的反倾销情况，最终确定反倾销税率
2016 年 2 月	提出对中国全钢胎双反调查	
2016 年 8 月	全钢胎反倾销初裁	认定中国有关轮胎存在反倾销行为，111 家轮胎企业牵涉其中，出口美国全钢胎需缴纳超过 40%关税
2017 年 1 月	全钢胎反倾销终裁	认定从中国进口的卡客车轮胎存在倾销行为，并且获得“可采取反补贴措施的补贴”，反倾销终裁幅度为 9%和 22.57%两档，反补贴终裁幅度为 38.61%至 65.46%。

资料来源：申万宏源研究

3. 多重核心竞争优势，公司有望成为世界级轮胎巨头

3.1 公司是国内轮胎上市公司中配套胎占比最高的企业

国内配套市场进入门槛高，基本被外资品牌垄断。外资和外资控股企业（包括米其林、普利司通和固特异等在内的 20 多家企业）凭借雄厚的资金、先进的技术，在国内轿车、轻型载重子午线轮胎市场中占据了绝对优势。外资企业占有约 70%的轿车轮胎市场份额，本土企业仅分得约 30%而且主要集中在替换市场，在配套市场占有率很低。

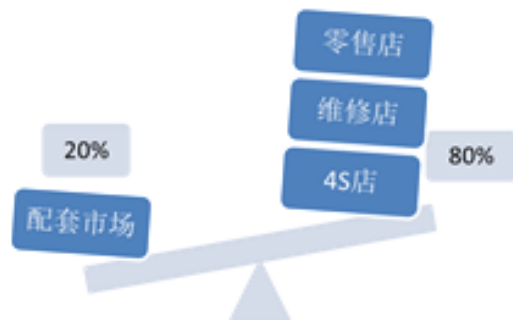
替换市场容量大，进入配套市场有利于带动替换市场销售。就新车而言，轿车与轮胎的配套比例为 1:5，载重车与轮胎配套比例平均约为 1:11；在替换市场，每辆轿车每年需替换 1.5 条轮胎，工程机械与载重机械的替换系数高于轿车，轮胎行业 70% 以上的需求由汽车保有量创造。在汽车保有量依然保持正增长的前提下，即使汽车销量出现负增长，依然会创造出持久的换胎需求。

图 16：国内配套市场进入门槛高



资料来源：申万宏源研究

图 17：20%配套市场可以撬动 80%替换市场



资料来源：申万宏源研究

公司在国内上市公司中配套占比最高，未来有望继续扩大配套业务在高端轮胎市场的占比。国内轮胎上市公司主要给国产品牌配套，且配套占比普遍偏低。玲珑轮胎在国内轮胎上市公司中配套比例最高，半钢胎配套占比约 65%，全钢胎配套占比约 40%。2015 年公司配套市场销售收入达 25.81 亿元。

稳定、优质的配套市场客户资源有效推动公司新业务开展和产品品质提升，将进一步巩固和加强公司在同行业中的领先优势。国内方面，公司已为一汽大众、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风汽车、比亚迪、奇瑞汽车、上汽通用五菱汽车、吉利汽车、东风日产、长安汽车、厦门金龙、印度塔塔等国内外 50 多家整车厂提供配套，并通过通用、福特等世界一流汽车厂商的供应商评审。国际市场方面，公司建立了以自主品牌为主打的稳固型营销网络，拥有海外一级经销商 300 多家，并先后开发了通用乌兹别克斯坦、俄罗斯雷

诺日产、印度塔塔、伊朗霍德罗等配套厂商，出口量稳居国内同行业前列。公司于 2016 年 10 月 11 日通过德国大众汽车集团潜在供应商评审，成为德国大众的正式供应商。

表 2：公司配套市场占比在本土企业中最高

	半钢胎产能 (万条)	全钢胎产能 (万条)	其他	配套车企	配套占比		
赛轮金宇	青岛本部	1000	260				
	金宇	2700	240				
	越南	1000	120 (目前建成 60)	3 万吨非公路胎在建	中国一汽、陕西重汽、福田汽车、东风汽车、湖南长丰	约 5%	
	合计	4700	620				
青岛双星		600 (搬迁后实际产能 400, 2017 年三季度投产)	400 (2017 年全部投产)		30% (出口占比 45%, 都是替换市场, 国内占比 55%, 其中配套占比 55%)		
	湖北	600					
	德瑞宝 (租赁)	300					
	恒宇 (OEM)	300					
	合计	1800					
玲珑轮胎	招远总部	3000	420	100 万斜交, 20 万特种胎	大众、通用、福特、印度塔塔、红旗、巴西现代、		
	德州基地	1000 (在建)	200 (在建)		IKCO、中国一汽、雷诺日产等		
	柳州基地	1200 (在建)	120 (在建)				
	泰国	1200	120				
	合计	6400	860				
通用股份			400 (其中 50 在 17 年年第一季度投产)	摩托车胎 380 万条	东风、二汽、福田	占比很低	
黔轮胎			400 (实际有效 200)	200 万斜交	三一重工、柳工、厦工	20%	
三角轮胎			2000 (搬迁完成后)	660 (搬迁完成后)	28 万斜交胎 (搬迁完成后)	中国重汽、中国一汽、上汽通用五菱、东风汽车、中集集团、郑州宇通、金龙汽车	26%
风神股份			400	600			

资料来源：申万宏源研究

3.2 多年品牌积淀，内资品牌影响力名列前茅

公司经营多年，极具品牌价值。公司自成立以来非常重视品牌建设，加强技术研发与自主创新，严控产品质量，策划重大营销实践，全面提升售后服务，注重企业社会责任和公益事业，经过若干年的培育，公司已成为行业内最具品牌知名度和美誉度的企业之一，2016年玲珑品牌价值达到253.28亿，品牌价值连续多年稳居本土轮胎行业首位。

表 3：公司多年品牌建设成果展示

年度	品牌建设方面取得的成绩
2007年	“玲珑及图”商标被国家工商行政管理总局评为“中国驰名商标”
2009年	“玲珑品牌”被中国化工情报信息协会授予“2009中国化工最具国际竞争力品牌60大”称号，在山东省政府举办的建国60周年影响山东经济的品牌评选活动中荣获“60年60品牌”称号 “玲珑轮胎”连续两年在驾趣轮胎评选中被评为“年度最佳自主品牌”
2012年	被中国汽车汽配用品行业联合会、国家汽车零部件质量监督检验中心等授予“中国汽车用品行业十大领军企业”称号和“中国汽车用品行业十大驰名商标” 被山东省商务厅选定为2012-2013年山东重点培育和发展国际知名品牌
2014年	入围世界品牌实验室2014年“亚洲品牌500强”榜单，排名第353位 被评选为金橡奖“10大影响力品牌奖”
2015年	“玲珑品牌”自2004年以来连续十一届被世界品牌实验室评定为“中国500最具价值品牌”，品牌价值从上榜时的38.26亿元迅速增长至253.28202.95亿元，继续稳居国内轮胎行业首位

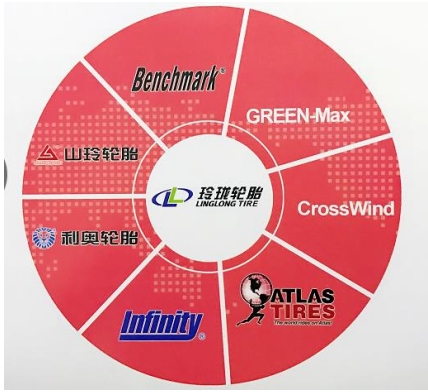
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

着力打造品牌形象店，销售网点遍布全球。公司在国内拥有200多家一级经销商，海外300多家一级经销商。2006年7月开始进行“玲珑家苑”品牌形象店策划和推广，主要是零售和服务。目前已建成100多家，未来规划在国内建设4000家、海外建设500家品牌店，根据客户需求量身打造众多的个性化服务，为用户提供包括培训、宣传、用胎指导及保养、故障胎检修等多元化、全方位的服务项目。产品远销180多个国家和地区，在全球设立销售网点多达20000多个。

积极加速品牌创新。面对国内外市场竞争日益激烈的形式，公司提出“占领市场新高地，请战品牌制高点”的品牌创新策略。巩固玲珑、利奥、山玲三大核心品牌的基础上，相机退处Benchmark、Infinity、GREEN-MAX、CrossWind、ATLAS等高度价值的低碳环保产品，进军国内中高端市场，全力打造世界级轮胎品牌。

图 18：品牌细分进军低碳环保中高端市场

图 19：公司销售网点遍布全球



资料来源：申万宏源研究



资料来源：申万宏源研究

公司拥有多元化的品牌宣传方式，先后通过多种赞助活动来扩大在国内外汽车行业的影响力。2007年组建了玲珑轮胎女子赛车队，多次参加汽车拉力锦标赛；成为中国女排国家队2011-2013年赞助商；赞助澳大利亚布里斯班足球队、保加利亚登山队、乌干达国家篮球队、沃尔夫斯堡足球俱乐部等。2014年10月，玲珑轮胎登陆欧洲足球联赛，与里昂、马赛、美国茨、不莱梅、佛罗伦萨、拉齐奥、托特纳姆、埃弗顿、马德里竞技、塞利维亚等十家俱乐部签约，为中国的民族品牌掀起了最新一轮的足球营销盛宴。2015-2017年冠名赞助中国卡车公开赛。2014-2019年成为沃尔夫斯堡足球俱乐部顶级赞助商，2016年赞助NBA克里夫兰骑士队。冠名赞助2016年中国越野拉力赛。

图 20： 多元化品牌宣传方式进一步提升公司影响力



2014-2019年成为沃尔夫斯堡足球俱乐部顶级赞助商



2016年在《东方时空》、《朝闻天下》、《央视中秋晚会》节目投放广告



玲珑登录欧洲五大联赛赛场广告



举办玲珑轮胎2016中国卡车公开赛



赞助NBA总冠军克利夫兰骑士队



赞助澳大利亚布里斯班狮吼队



在北京、成都、广州等高铁站投放广告



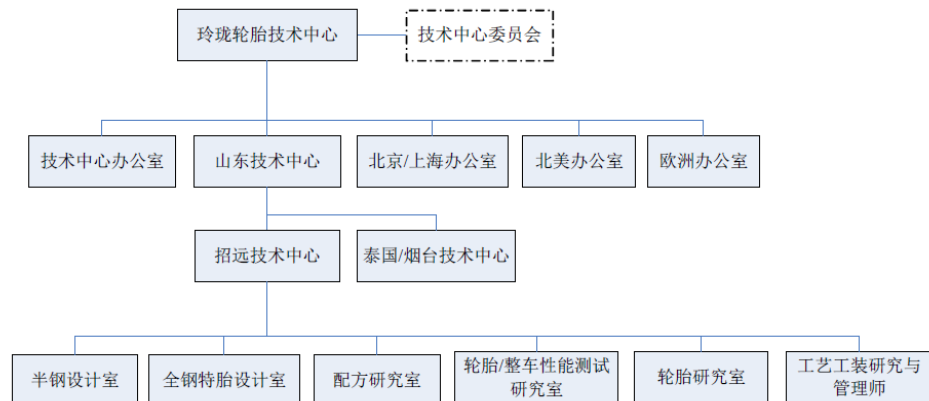
2011-2013 赞助中国女排国家队

资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.3 注重轮胎产品研发，具备行业领先生产自动化系统

公司于 2011 年 11 月被国家发改委、科技部、财政部、海关总署和国家税务总局联合认定为“国家级企业技术中心”，目前公司拥有招远、北京、北美三大研发中心，在欧洲建有试验检测中心，拥有国家级企业技术中心和认可实验室、博士后科研工作站、院士工作站、哈工大玲珑轮胎研究中心，通过美国 SmartWay 认证产品数量超过 70 个。

图 21： 公司研发格局分布



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司深度开发 ERP 系统综合管理功能，推进服务器与桌面虚拟化，为公司业务的高效运转提供了基础保障。利用 SAP 系统、MES 系统、产品 PDM、硫化群控、信息集成等信息技术，推行“目视化、现场 5S、设备 TPM、质量 QC、作业标准化”五大管理模板，实现对生产全过程的跟踪控制，促进工业化和信息化的深度融合，提升了企业的制造水平，着力打造数字工厂，努力降低管理成本、提高质量和效率。

表 4： 公司近年来研发领域主要成果展示

年度	研发领域主要成果
	研制的 GREEN-Max UHP 轮胎技术达到欧洲当前市场主流品牌水平
2009 年	研制的 WL905、HP102 等 6 个花纹系列轮胎产品全部通过欧盟 ECE 噪声认证 研制出 305/30R26 109W 超高性能轿车子午线轮胎
2010 年	公司合作研发的“超低断面抗湿滑低噪音乘用车子午线轮胎”项目达到国际先进水平，成为我国轮胎领域的一项重大突破 在“首届中国年度轮胎”评选中，公司 INFINITY INF-040 轮胎荣获 2010 年“中国年度动力性轮胎”称号
2011 年	在年度驾趣轮胎评选中荣获“2011 年度最佳轮胎技术奖” 公司新一代 GREEN-Max UHP 轮胎被权威行业杂志评测为与米其林、邓禄普同等水平
2012 年	玲珑 L788 轮胎获评“最具驾趣绿色节能轮胎” 半钢子午胎 GreenMax 系列于 2012 年获得中国汽车报“年度节油轮胎” 成功开发 D0983 矿山混合路系列产品，助力公司进一步开拓矿山市场
2014 年	“高耐磨抗湿滑节油轮胎关键技术及产业化应用”项目荣获中国石油与化学工业联合会科技进步一等奖

德国汽车杂志《AUTO BILD》对全球 50 个品牌轮胎进行了 2014 年夏季轮胎测试对比，公司 ATLAS 轮胎获得“优秀”评价，测试结果优于多个国际一线轮胎品牌

2015 年 中长途重载挂车专用产品 AR973 投放市场，全新“STRONG-MAX”胎冠专利技术应用，冠部强度提升 20%以上，胎肩耐久性能提升 10%

2016 年 “节油轮胎用高性能橡胶纳米复合材料的设计及制备关键技术”荣获国家科学技术发明二等奖

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

4. 盈利预测与投资建议

盈利预测及投资评级：公司是国内轮胎行业巨头，泰国工厂具备税收优惠政策，净利率大超国内，受益轮胎需求不断好转，原材料涨价中小产能加速退出，公司有望抢占更多市场份额，业绩望持续超预期，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2016-18 年归母净利润分别为 10.61、15.51、21.24 亿元，EPS 为 0.88、1.29、1.77 元，当前股价对应 16-18 年 PE 为 30X、21X、15X。

按照相对估值法对玲珑轮胎进行估值，公司主业是轮胎，我们选取同行业的青岛双星、三角轮胎、通用股份、赛轮金宇等四家上市公司进行对比，其中三角轮胎、通用股份与玲珑轮胎同属于次新股。根据选取的公司样本分析，可比公司 2017 年 PE 均值为 34 倍。综合考虑公司是国内轮胎行业龙头，品牌、配套、研发、销售优势明显，未来几年随着公司产能持续扩张，仍能保持较高的业绩成长性。公司 17 年 PE 仅为 21 倍，有明显提升空间。

表 5：估值对比表

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价 (2017-02-17)	EPS				PE			
					15A	16E	17E	18E	15A	16E	17E	18E
000599	青岛双星	58	6.75	8.62	0.09	0.22	0.35	0.47	95	39	25	18
601163	三角轮胎	257	8.00	32.18	1.01	1.05	1.16	1.30	32	31	28	25
601500	通用股份	139	7.27	19.08	0.22	0.24	0.28	0.31	87	79	67	61
601058	赛轮金宇	99	22.94	4.33	0.08	0.17	0.31	0.45	51	26	14	10
	平均									44	34	29
601966	玲珑轮胎	318	12.00	26.48	0.56	0.88	1.29	1.77	47	30	21	15

资料来源：wind，申万宏源研究，三角轮胎、通用股份来源 wind 一致预期

表 6：关键假设表

产能	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
半钢胎	3,000.0	3,438.0	3,634.0	4,200	5,000	5,800
全钢胎	581.0	610.0	550.0	680	800	900
斜交胎	157	120	100	100	100	100
销售量(万套)	2,870.0	2,988.0	3,028	3,500	4,500	5,400
不含税平均价格(元/套)	179.66	172.50	165.33	170.00	180.00	190.00
销售收入(百万元)	5,156	5,154	5,007	5,950	8,100	10,260

销售毛利 (百万元)	1,519	1,483	1,618	1,904.00	2,673.00	3,488.40
销售成本(百万元)	3,637	3,671	3,389	4,046	5,427	6,772
毛利率 (%)	29%	29%	32%	32%	33%	34%
销售量 (万套)	537.4	513.5	473.2	650	770	880
不含税平均价格 (元/套)	1,025.54	879.40	692.60	700.00	750.00	800.00
销售收入 (万元)	5,512	4,516	3,278	4,550	5,775	7,040
销售毛利 (万元)	1,211	1,105	799	1,092.00	1,443.75	1,760.00
销售成本(万元)	4,300	3,411	2,478	3,458	4,331	5,280
毛利率 (%)	22%	24%	24%	24%	25%	25%
销售量 (万套)	120.9	98.8	89.7	90.0	90.0	90.0
不含税平均价格 (元/套)	512.66	460.70	373.27	370.00	380.0	395.0
销售收入 (万元)	620	455	335	333	342	356
销售毛利 (万元)	119	92	71	69.93	75.24	78.21
销售成本(万元)	501	364	263	263	267	277
毛利率 (%)	19%	20%	21%	21%	22%	22%

资料来源:申万宏源研究

表 7: 合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,278	8,734	10,933	14,317	17,756
营业总成本	9,304	7,928	9,717	12,540	15,321
营业成本	7,526	6,227	7,857	10,115	12,419
营业税金及附加	50	73	92	120	149
销售费用	546	531	667	888	1,083
管理费用	744	668	809	1,059	1,349
财务费用	371	356	310	313	276
资产减值损失	66	73	(18)	44	45
公允价值变动损益	(4)	5	0	0	0
投资收益	2	(7)	0	0	0
营业利润	972	803	1,216	1,777	2,434
营业外收支	37	(25)	0	0	0
利润总额	1,009	778	1,216	1,777	2,434
所得税	175	100	155	227	311
净利润	834	677	1,061	1,551	2,124
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
归属于母公司所有者的净利润	834	678	1,061	1,551	2,124

资料来源:申万宏源研究

表 8: 合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6,951	5,991	6,140	8,960	12,468
现金及等价物	2,067	2,088	1,441	3,172	5,572
应收款项	2,758	2,030	2,369	2,891	3,421
存货净额	1,745	1,517	1,973	2,540	3,119
其他流动资产	381	356	356	356	356
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	8,741	9,582	8,999	8,416	7,833
无形资产及其他资产	1,038	1,010	1,010	1,010	1,010
资产总计	16,730	16,582	16,148	18,385	21,311
流动负债	10,967	11,260	10,066	10,852	11,655
短期借款	7,191	8,263	6,501	6,501	6,501
应付款项	2,513	2,169	2,736	3,523	4,325
其它流动负债	321	77	77	77	77
非流动负债	1,219	953	653	553	553
负债合计	12,186	12,214	10,719	11,405	12,208
股本	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
资本公积	1,042	371	371	371	371
盈余公积	287	338	418	536	696
未分配利润	2,211	2,652	3,633	5,067	7,031
少数股东权益	3	7	6	6	5
股东权益	4,544	4,368	5,429	6,980	9,103
负债和股东权益合计	16,730	16,582	16,148	18,385	21,311

资料来源:申万宏源研究

表 9: 合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	834	677	1,061	1,551	2,124
加: 折旧摊销减值	616	765	564	627	628
财务费用	346	407	310	313	276
非经营损失	(3)	(37)	0	0	0
营运资本变动	(1,006)	(787)	(209)	(347)	(351)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	769	1,014	1,726	2,144	2,676
资本开支	2,058	1,100	0	0	0
其它投资现金流	36	0	1	(0)	(0)
投资活动现金流	(2,266)	(1,274)	1	(0)	(0)
吸收投资	3	4	0	0	0
负债净变化	2,337	1,038	(2,062)	(100)	0
支付股利、利息	493	508	310	313	276
其它融资现金流	(90)	55	0	0	0
融资活动现金流	1,758	589	(2,373)	(413)	(276)
净现金流	252	357	(646)	1,731	2,400

资料来源:申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。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。