

2019年09月09日

# 玲珑轮胎 (601966.SH)

## 深度分析

### 行业格局优化下的乘用车轮胎新贵

#### 投资要点

- ◆ **国内轮胎行业佼佼者，规模与盈利能力业内领先。**经过四十余年的发展，公司已成长为国内规模最大的轮胎生产企业之一，产品销往全球 180 多个国家和地区，为国内外 60 多家汽车厂商提供配套服务。2014 年至 2015 年，受美国“双反”调查及泰国工厂火灾影响，公司业绩陷入短期低谷；2016 年以来，随新客户突破以及海外新工厂产能逐步释放，业绩已重回较快增长；2019H1 公司归母净利润同比增长 38.47%，毛利率 25.23%，大幅优于行业平均水平。
- ◆ **行业竞争格局逐步优化，国产龙头有望脱颖而出。**国内轮胎行业整体仍呈现出“大而不强、结构性过剩、集中度低”三大弊病。在环保趋严、资金收紧以及出口受阻“三座大山”的重压下，中小企业落后产能加速去化，市场份额将持续向拥有技术、资本和产能优势的龙头集中。相较竞争对手，公司拥有性价比、产能布局、品牌、研发、成本控制等相对优势，有望在行业格局洗牌中迅速崛起。
- ◆ **客户突破+产能扩张，产品量价齐升延续带来业绩弹性。**公司配套客户正由自主品牌向合资/外资品牌拓展，已独家配套一汽大众捷达三款新车的主、备胎。公司产能有望从 2018 年底的 6445 万条提升至 2022 年的 11390 万条，年均增速超 15%。随着中高端配套客户突破、零售市场稳步拓展、新工厂产能释放，公司产品量价齐升的有利局面有望延续；天胶等原材料价格维持低位将有助于利润率进一步改善。
- ◆ **投资建议：**公司是国内轮胎行业的佼佼者，规模与盈利能力业内领先。随国内轮胎行业竞争格局逐步优化，龙头企业的市场份额有望持续提升。配套客户向中高端突破以及新产能投放带来的产品量价齐升则有望加速业绩增长。我们预测公司 2019 年至 2021 年 EPS 分别为 1.26 元、1.51 元和 1.92 元，ROE 分别为 14.5%、15.9% 和 18.2%。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**汽车行业景气度进一步下滑；配套客户拓展不及预期；新工厂产能释放不及预期；原材料价格大幅上涨。

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	13,918.1	15,301.6	17,644.2	19,932.5	22,969.9
同比增长(%)	32.3%	9.9%	15.3%	13.0%	15.2%
营业利润(百万元)	1,115.7	1,278.6	1,616.5	1,940.5	2,475.0
同比增长(%)	5.0%	14.6%	26.4%	20.0%	27.5%
净利润(百万元)	1,047.8	1,181.2	1,510.8	1,811.0	2,304.2
同比增长(%)	3.7%	12.7%	27.9%	19.9%	27.2%
每股收益(元)	0.87	0.98	1.26	1.51	1.92
PE	23.5	20.9	16.3	13.6	10.7
PB	2.8	2.5	2.4	2.2	1.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

汽车 | 汽车零部件

投资评级

**买入-A(首次)**

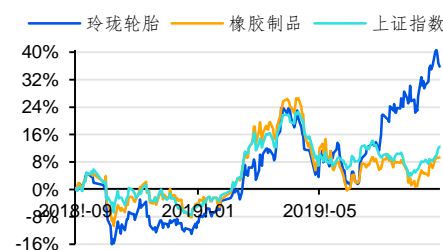
股价(2019-09-06)

20.55 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	24,660.20
流通市值(百万元)	24,660.20
总股本(百万股)	1,200.01
流通股本(百万股)	1,200.01
12个月价格区间	12.70/21.49 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.97	26.75	23.28
绝对收益	7.37	32.83	34.28

#### 分析师

 林帆  
 SAC 执业证书编号：S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

#### 报告联系人

 陆嘉敏  
 lujiamin@huajinsec.cn  
 021-20377038

#### 相关报告

## 内容目录

一、国内轮胎行业佼佼者，规模与盈利能力业内领先.....	4
（一）不断成长的国产轮胎龙头 .....	4
（二）业绩恢复较快增长，利润率显著高于行业平均水平 .....	5
（三）全球化战略持续推进，国内外市场均衡发展.....	6
（四）股权结构相对集中，实际控制人为王氏家族.....	7
二、竞争格局持续优化，国产轮胎龙头有望脱颖而出.....	7
（一）全球视角：传统巨头份额下滑，中国品牌崛起 .....	7
（二）国内视角：行业洗牌进行时，龙头持续受益.....	9
（三）公司视角：五大竞争优势助玲珑脱颖而出 .....	13
三、客户突破+产能扩张，产品量价齐升带来业绩弹性.....	16
（一）采用“配套优先”战略，持续突破合资/外资品牌客户 .....	16
（二）以前装配套带动后装零售，零售市场稳步拓展 .....	19
（三）贯彻“5+3”战略，国内外产能有序扩张 .....	19
（四）天胶价格仍有下行压力，毛利率有望进一步改善 .....	21
四、盈利预测与投资建议.....	22
五、风险提示.....	23

## 图表目录

图 1：公司历史沿革.....	4
图 2：公司主要产品 .....	4
图 3：公司主要配套客户 .....	4
图 4：公司近年营业收入及增速 .....	5
图 5：公司近年归母净利润及增速 .....	5
图 6：公司毛利率及净利率 .....	5
图 7：公司三项费用率 .....	5
图 8：公司全球业务布局.....	6
图 9：公司国内外收入规模 .....	6
图 10：公司国内外收入增速 .....	6
图 11：公司股权结构 .....	7
图 12：全球轮胎产量及增速 .....	7
图 13：全球轮胎销售额及增速.....	7
图 14：2017 年全球轮胎企业市场份额 .....	8
图 15：按梯队划分的全球轮胎市场份额 .....	8
图 16：全球轮胎出货量按地区占比 .....	9
图 17：全球轮胎 75 强中国企业数量及占比.....	9
图 18：全国轮胎出货量及增速.....	10
图 19：全国新增轮胎产能.....	10
图 20：国内全钢及半钢轮胎开工率 .....	10
图 21：我国轮胎制造行业规模以上企业数量 .....	10
图 22：全球部分国家或地区轮胎行业 CR3 市场份额.....	10
图 23：2017 年中国轮胎产量分布 .....	11

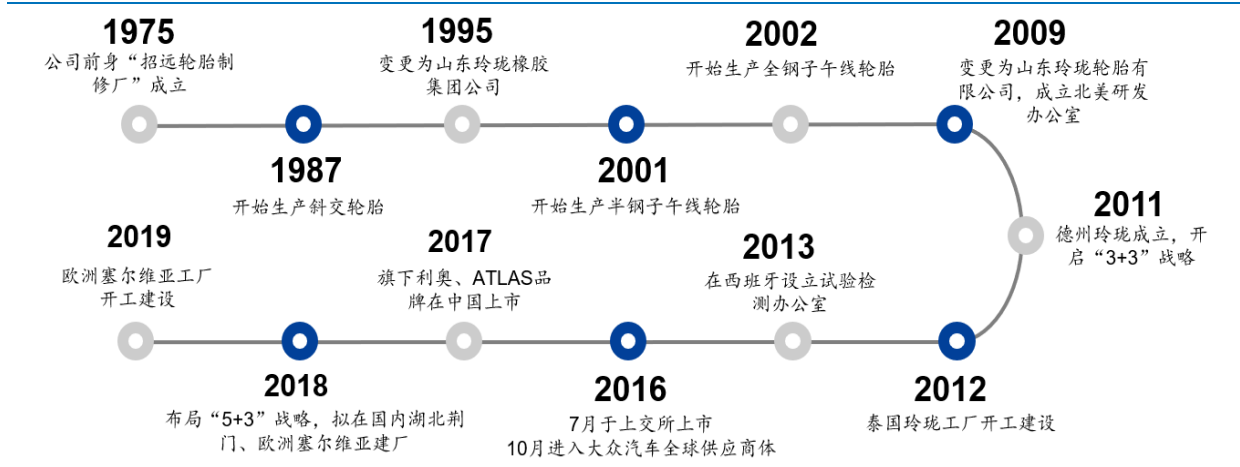
图 24: 社融规模存量同比增速.....	11
图 25: 主要金融机构人民币贷款余额同比增速.....	11
图 26: 2017 年中国轮胎出口结构 .....	12
图 27: 中国出口美国轮胎.....	12
图 28: 轮胎企业所面临的“三座大山” .....	13
图 29: 中策、玲珑、赛轮在中国轮胎总产量中占比 .....	13
图 30: 公司核心竞争优势分析.....	13
图 31: 公司国内外产能布局 .....	14
图 32: 泰国工厂收入及净利润.....	14
图 33: 玲珑品牌价值逐年提升.....	15
图 34: 国内轮胎上市公司广告宣传费用对比 .....	15
图 35: 公司成为尤文图斯官方合作伙伴 .....	15
图 36: 公司研发费用率高于国内轮胎上市公司平均水平 .....	15
图 37: 公司研发投入显著高于国内同行上市公司 .....	15
图 38: 公司毛利率长期高于国内轮胎上市公司平均水平 .....	16
图 39: 公司毛利率高于国内其他轮胎上市公司.....	16
图 40: 公司前装配套与后装零售市场收入及比例 .....	17
图 41: 中国轮胎前装配套及后装零售市场份额占比 .....	17
图 42: 捷达 VS5 外形.....	17
图 43: 捷达 VS5 主备胎均由玲珑独家供应 .....	17
图 44: 一汽大众捷达历史销量.....	18
图 45: 本田缤智、吉利缤越历史销量.....	18
图 46: 公司全球经销商布局 .....	19
图 47: 公司轮胎产量及产能利用率 .....	19
图 48: 公司轮胎产销量及产销率 .....	19
图 49: 近年公司轮胎均价 .....	20
图 50: 近年公司轮胎销量.....	20
图 51: 全钢轮胎成本构成.....	21
图 52: 公司毛利率与天胶价格走势 .....	21
图 53: 全球天胶产量及消费量.....	21
图 54: 全球天胶新种植和重新种植面积 .....	21
图 55: 全球天胶开割面积.....	22
图 56: 我国天胶库存仍处历史高位 .....	22
表 1: 全球轮胎企业按梯队划分 .....	8
表 2: 全球轮胎企业 75 强按国别分类.....	9
表 3: 2018 年中国轮胎企业收入排行 .....	12
表 4: 玲珑与外资品牌轮胎性能对比.....	14
表 5: 公司配套市场主要客户.....	16
表 6: 捷达 VS5 与本田缤智、吉利缤越参数对比.....	18
表 7: 公司产能布局及规划 .....	20
表 8: 公司各业务收入及毛利率预测.....	22
表 9: 可比公司估值对比.....	23

## 一、国内轮胎行业佼佼者，规模与盈利能力业内领先

### (一) 不断成长的国产轮胎龙头

**公司简介：**公司是一家集汽车轮胎设计、开发、制造与销售为一体的技术型轮胎生产企业，主要产品分为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和斜交胎，广泛应用于乘用车、商用车以及工程机械车辆等领域；产品销往全球 180 多个国家和地区，已成功为国内外 60 多家汽车厂商提供配套服务。从一家以轮胎翻新和补旧为主营业务的县级小厂起步，经过四十余年的专注发展，公司现整体规模已位居世界轮胎企业前二十强，中国轮胎企业前三强。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 2：公司主要产品



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：公司主要配套客户

#### 配套国内品牌

##### ● 乘用车



##### ● 卡客车



#### 配套国外及合资品牌

##### ● 乘用车



##### ● 卡车



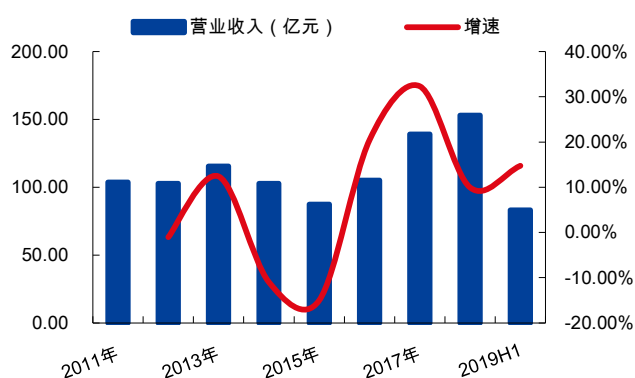
资料来源：公司官网，华金证券研究所

## （二）业绩恢复较快增长，利润率显著高于行业平均水平

受外部环境及突发因素影响，2014至2015年公司业绩出现下滑。公司2014年及2015年业绩出现下滑的原因有：1) 受美国“双反”调查影响，国内轮胎出口环境迅速恶化，对公司出口业务产生较大负面影响；2) 泰国工厂发生火灾，造成直接损失超过2.5亿元。

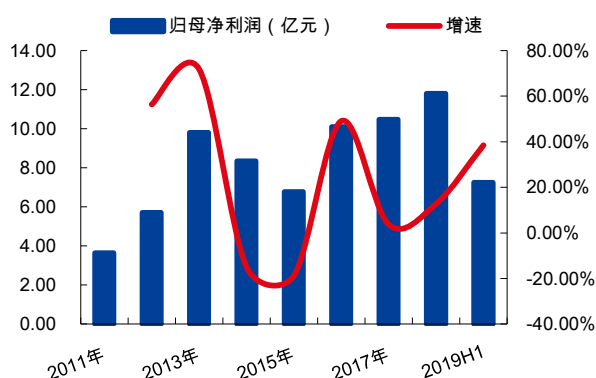
2016年以来，业绩已恢复较快增长。2016年后，随国内外配套市场持续开拓，以及泰国工厂重建后产能逐步释放，公司业绩已恢复较快增长。2019年上半年，公司实现营收83.10亿元，同比增长14.74%；归母净利润7.25亿元，同比增长38.47%；在全球车市景气度较差的情况下，呈现出加速增长的良好态势（2017年、2018年、2019H1净利润增速分别为3.72%、12.73%和38.47%）。

图4：公司近年营业收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

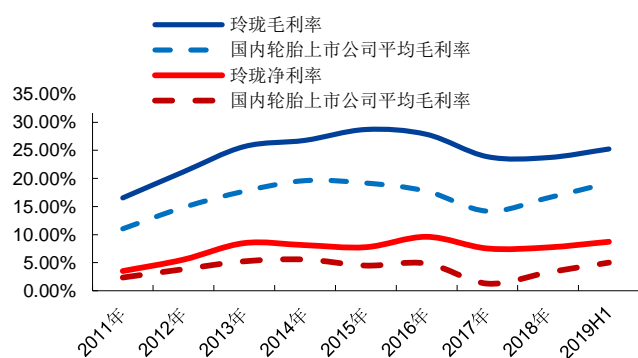
图5：公司近年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

利润率显著高于行业平均水平，随原材料价格小幅波动。2019H1公司毛利率为25.23%，优于行业的平均值(19.21%)；净利率为8.72%，优于行业的平均值(5.01%)；期间费用率15.44%，高于行业的平均值(12.75%)。2011年至今，公司毛利率及净利率显著且持续高于国内轮胎上市公司平均水平，并随原材料天胶价格变化而小幅波动。公司期间费用率长期高于行业平均值约2个百分点，主要是由于海外开拓、营销投入导致各项费用较多所致。

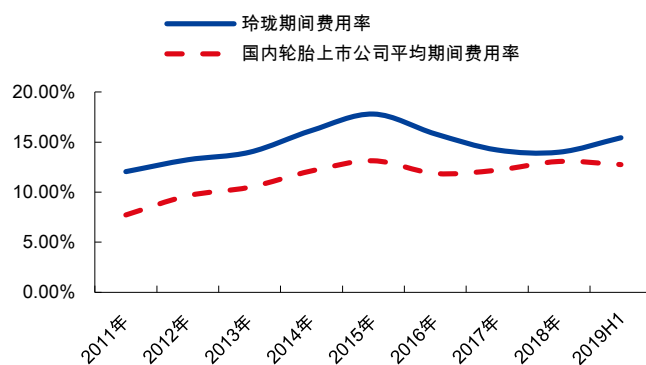
图6：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

注：以三角轮胎、赛轮轮胎、风神股份、贵州轮胎、通用股份、青岛双星、S佳通为对比公司

图7：公司三项费用率



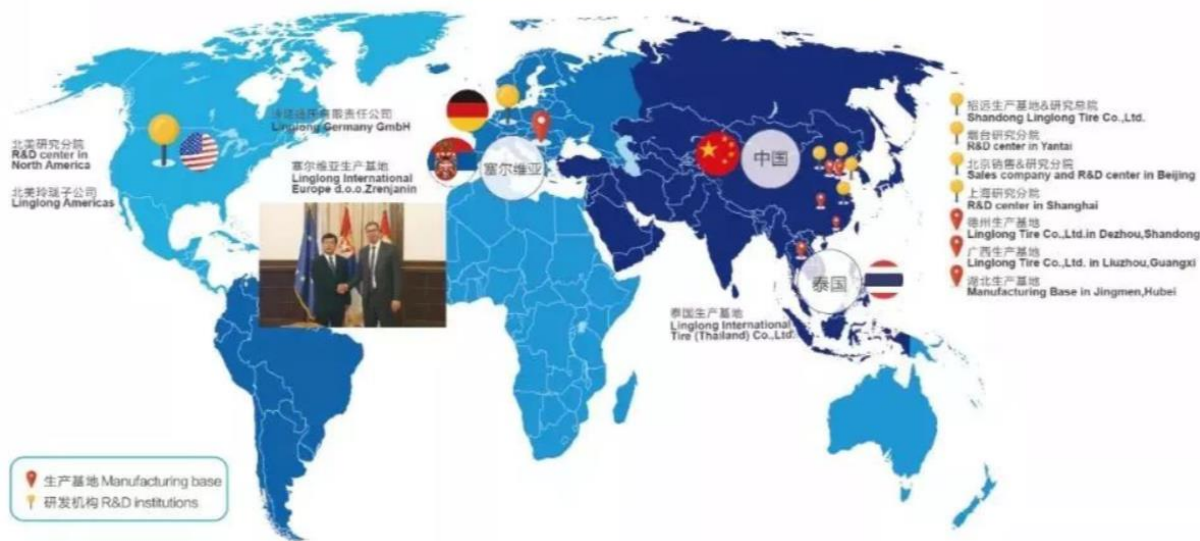
资料来源：Wind，华金证券研究所

注：以三角轮胎、赛轮轮胎、风神股份、贵州轮胎、通用股份、青岛双星、S佳通为对比公司

### （三）全球化战略持续推进，国内外市场均衡发展

“5+3”战略布局全球，国内外产能扩充有序推进。“十二五”初期，公司从国际化发展角度出发，提出“5+3”战略，即分别在国内外布局“5+3”座生产基地。目前公司已基本完成“4+2”布局，国内招远本部、德州工厂、广西工厂（配套柳州五菱）已建成投产，湖北工厂（配套东风汽车）预计今年年底小批量投产；国外泰国工厂（出口美国市场）产能持续爬坡，塞尔维亚工厂（配套欧洲市场）已开工建设，预计 2020 年投产。

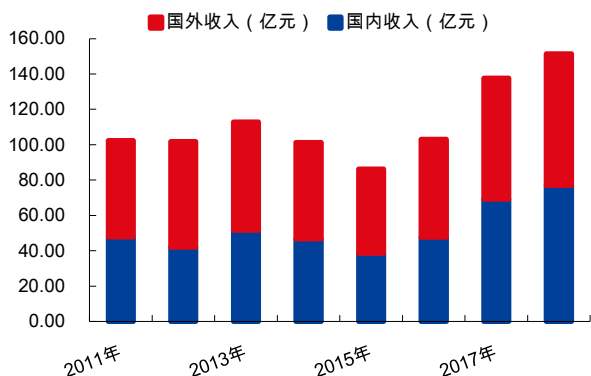
图 8：公司全球业务布局



资料来源：公司官网，华金证券研究所

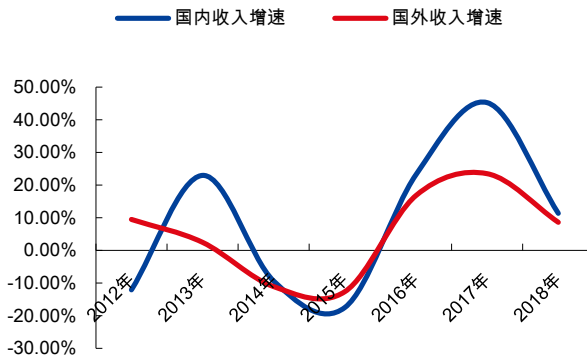
国内外市场均衡发展，收入比接近 50：50。2018 年公司国内收入 76.99 亿元，同比增长 11.35%；国外收入 74.48 亿元，同比增长 8.60%，在总营收中占比 49.17%。国内外市场两条腿走路有助于减小因单一市场景气下行而导致公司业绩下滑的风险。我们预计随 2019 年下半年起国内汽车行业景气度触底回升，以及海外工厂产能逐步释放，公司国内外收入同步增长的良好态势有望延续。

图 9：公司国内外收入规模



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：公司国内外收入增速

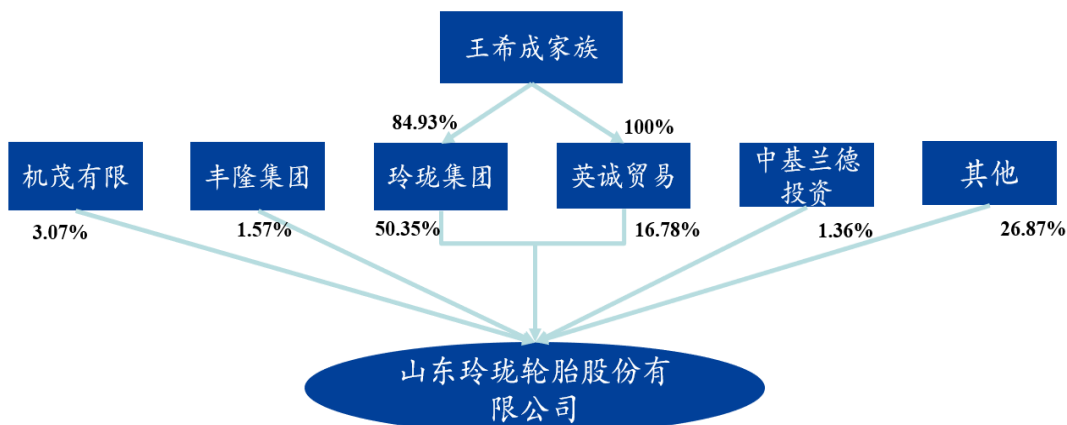


资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （四）股权结构相对集中，实际控制人为王氏家族

股权结构相对集中，实际控制人为王希成家族。截止 2019 年半年报，公司实际控制人为王希成家族（董事长王希成、张光英、王锋和王琳），合计持有公司 67.13% 的股权。公司旗下共有 8 家全资子公司（国内 6 家，国外 2 家），其中 6 家子公司从事轮胎、橡胶等相关业务；1 家从事进出口贸易等业务；1 家从事工业智能机器人及机器设备业务。

图 11：公司股权结构



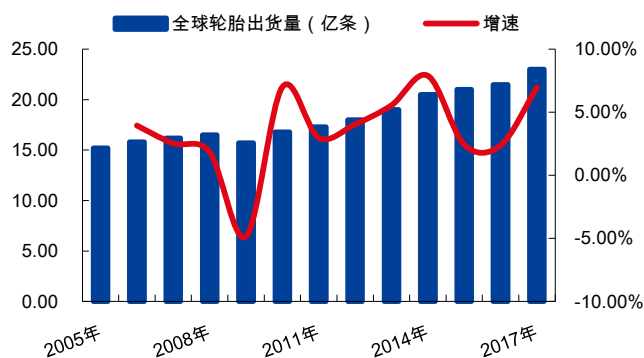
资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 二、竞争格局持续优化，国产轮胎龙头有望脱颖而出

### （一）全球视角：传统巨头份额下滑，中国品牌崛起

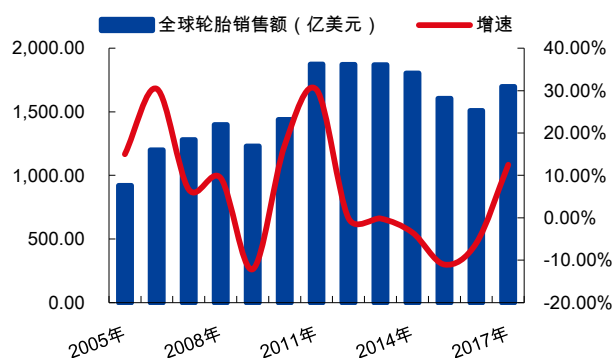
全球轮胎出货量稳步提升，市场规模已接近 1700 亿美元。2009 年金融危机后，随全球经济的逐步复苏，以中国为代表的新兴国家汽车消费快速兴起，带动全球轮胎出货量由 2009 年的 15.7 亿条稳步提升至 2017 年的 23 亿条，年复合增速 4.9%；全球轮胎销售额则由 2009 年的 1230 亿美元提升至 2017 年的接近 1699 亿美元，年复合增速 4.1%。

图 12：全球轮胎产量及增速



资料来源：米其林历年年报，华金证券研究所

图 13：全球轮胎销售额及增速



资料来源：《Tier Business》，华金证券研究所

传统巨头份额下滑，第三梯队加速抢占市场。全球轮胎行业参与者众多，大致可以分成四个梯队：第一梯队由米其林、普利司通和固特异三大传统轮胎巨头组成，他们的年产销量巨大，品牌历史悠久，产品驰名世界；第二梯队由倍耐力、韩泰、马牌、邓禄普等 7 家跨国公司组成，在全球范围内已具备一定影响力；第三梯队由中策、玲珑、赛轮、正新、MRF、三角、耐克森等新兴品牌构成，扎根本土并逐步向海外拓展，近年发展速度较快，部分品牌已具备跻身第二梯队的实力；第四梯队则由众多规模较小、技术较落后的国内中小轮胎品牌构成。

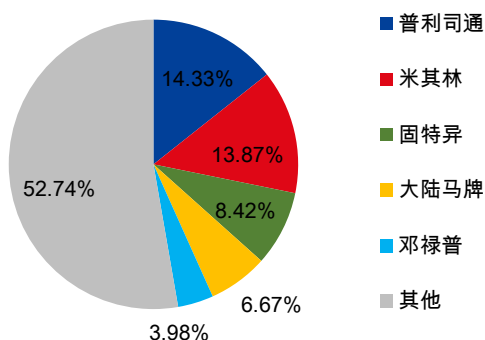
表 1: 全球轮胎企业按梯队划分

梯队	代表品牌	价格指数	特点
第一梯队	米其林	120	传统三巨头
	普利司通、固特异	95~110	
第二梯队	倍耐力、大陆、邓禄普	85~105	七家跨国轮胎集团
	正新、韩泰、固铂	70~85	
第三梯队	中策、玲珑、朝阳、锦湖、赛轮金宇等	60~80	国产品牌地位不断上升
第四梯队	国内大多数中小轮胎品牌等	50~60	中小轮胎企业仍以同质化竞争为主

资料来源: 公司招股书, 华金证券研究所

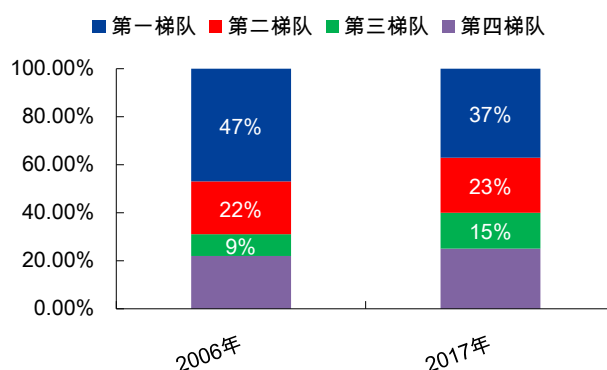
从市场份额上看, 2006 年至 2017 年间, 第一梯队轮胎厂家在全球的份额下滑明显, 由 47% 下降至 37%; 第二梯队轮胎厂家的市场份额基本持平, 由 22% 小幅提升至 23%; 而以中国品牌为代表的第三梯队轮胎厂家的市场份额提升明显, 由 9% 上升至 15%。

图 14: 2017 年全球轮胎企业市场份额



资料来源: 《Tier Business》, 华金证券研究所

图 15: 按梯队划分的全球轮胎市场份额

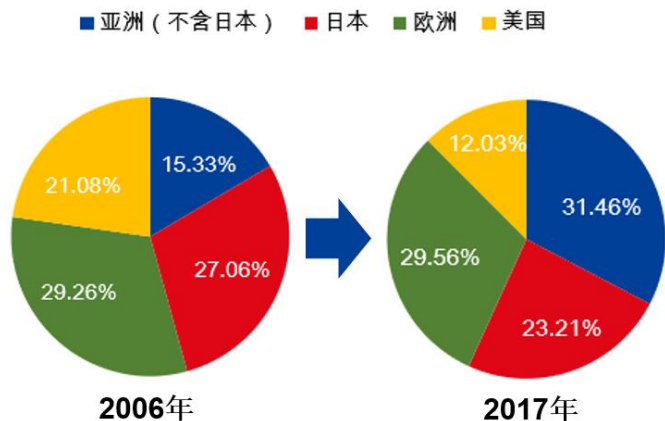


资料来源: 《Tier Business》, 华金证券研究所

全球轮胎工业重心向亚洲转移, 中国本土品牌崛起。分地区看, 2005 年至 2016 年, 亚洲 (不含日本) 轮胎出货量占比由 15.33% 提升至 31.46%, 增量主要由中国市场贡献。据《轮胎商业》(《Tier Business》) 每年发布的全球轮胎 75 强榜单, 中国企业上榜数由 2007 年的 11 家上升至 2017 年的 33 家, 占比由 16% 提升至接近 45%, 显示中国轮胎品牌在全球轮胎市场的地位正快速提升。

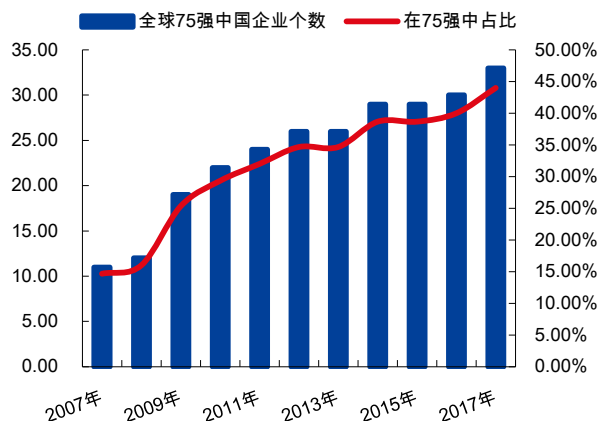


图 16: 全球轮胎出货量按地区占比



资料来源: 中国橡胶网, 华金证券研究所

图 17: 全球轮胎 75 强中国企业数量及占比



资料来源: 《Tier Business》, 华金证券研究所

## (二) 国内视角：行业洗牌进行时，龙头持续受益

中国轮胎品牌开始在世界舞台崭露头角，但行业整体仍呈现出“大而不强、结构性过剩、集中度低”三大弊病：

**整体规模已较大，但单个企业实力仍偏弱。**2017 年全球轮胎企业 75 强中，中国企业共上榜 33 家，上榜数量远超其他国家或地区；33 家企业合计销售额达到 265.4 亿美元，总和仅次于日本（388.9 亿美元）。但若考察单个企业平均销售额（总销售额除以企业数量），中国上榜企业平均销售额仅 8 亿美元，远低于法国（235.4 亿美元）、日本（97.2 亿美元），甚至低于印度（11.6 亿美元）。

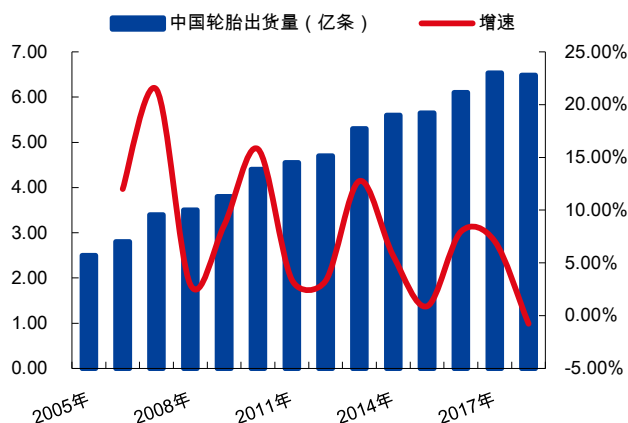
表 2: 全球轮胎企业 75 强按国别分类

	日本	中国	法国	美国	德国	韩国	印度	意大利	中国台湾	新加坡
销售额 (亿美元)	388.9	265.4	235.4	190.5	113.3	97.1	81	69.3	58.3	34
企业数	4	33	1	5	1	3	7	2	5	1
单个企业销售额 (亿美元)	97.2	8.0	235.4	38.1	113.3	32.4	11.6	34.7	11.7	34.0

资料来源: 《Tier Business》, 华金证券研究所

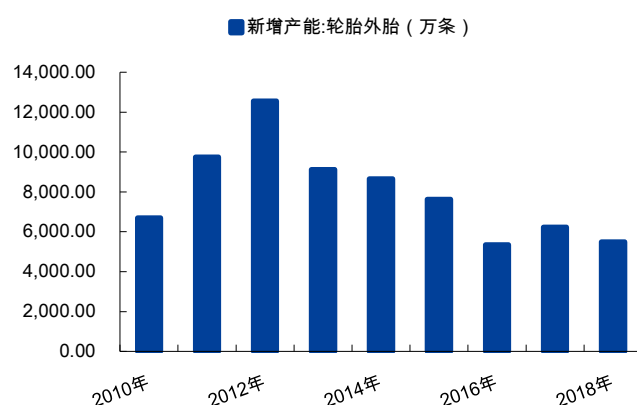
**产能结构性过剩，行业内部存在分化。**2018 年全国轮胎出货量约 6.48 亿条，同比下降 0.77%，新增轮胎产能约 5000~6000 万条。在行业出货量下降、整体开工率不足 7 成的情况下，仍有较多新增产能投放，我们认为背后反映出行业内部存在两极分化：经营较好的企业，开工率高，产品畅销，纷纷“跑马圈地”扩大产能；经营较差的企业开工率降低，产品滞销，落后产能尚未被淘汰出清。

图 18: 全国轮胎出货量及增速



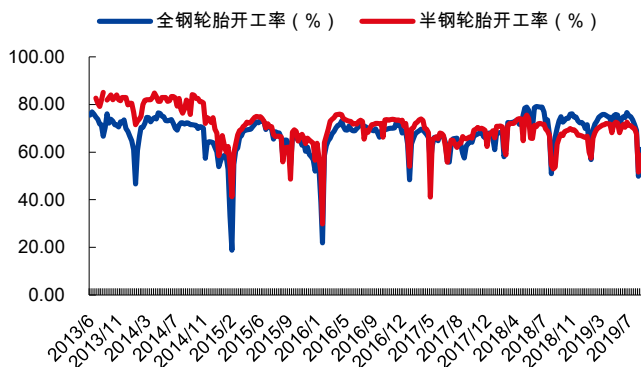
资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

图 19: 全国新增轮胎产能



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

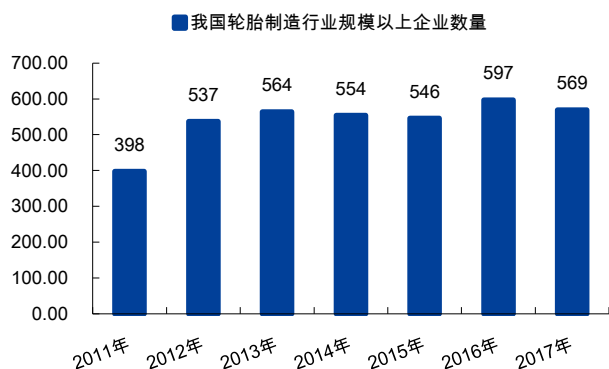
图 20: 国内全钢及半钢轮胎开工率



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

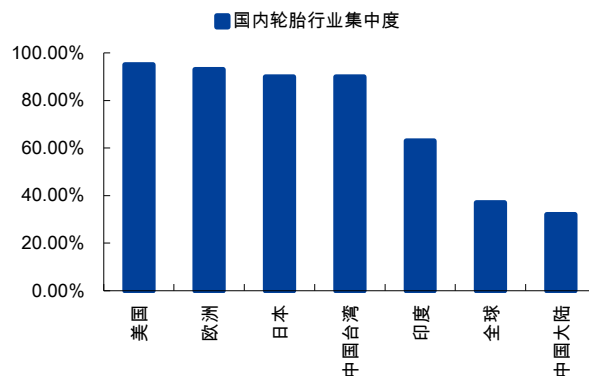
中小企业众多，行业集中度偏低。2017年我国轮胎制造业规模以上企业数量达569家，且大多是规模较小、技术水平低、研发能力弱的中小企业，排名前三（CR3）的企业市场份额不足30%。对标海外，轮胎工业成熟地区如美国、欧洲、日本CR3份额均超过90%；工业欠发达地区如印度CR3份额也在60%以上。因此中国轮胎行业集中度非常低，存在较大提升空间。

图 21: 我国轮胎制造行业规模以上企业数量



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

图 22: 全球部分国家或地区轮胎行业 CR3 市场份额

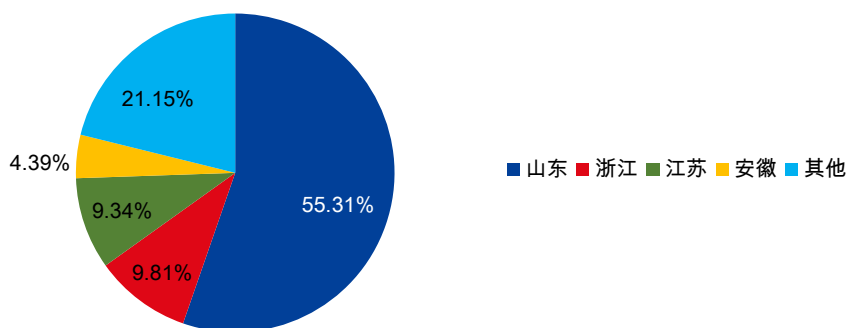


资料来源: 中国橡胶工业轮胎协会, 华金证券研究所

展望未来，我们认为，在环保趋严、资金收紧以及出口受阻“三座大山”的重压下，中小企业落后产能将加速去化，市场份额有望加速向龙头集中：

环保趋严，落后产能加速去化。生产轮胎的过程中会伴随产生粉尘、有机废气、恶臭等有毒有害物质，若处理不当，会对环境产生较大污染。近年来，随各地环保治理愈发严格，中小轮胎企业面临大面积限产、停产、整改。以山东为例，山东轮胎产能占全国50%以上，但其中50万条以下的小轮胎厂约占70%。2018年下半年，为进一步改善环境，山东省政府提出目标力争在原有基础上关停20%以上化工企业，轮胎原材料生产企业及轮胎制造商也被列入此次环保专项行动范围内。可以预见，未来几年，许多不具环保要求、不具规模优势、不具产品竞争力的落后产能将被加速淘汰出清。

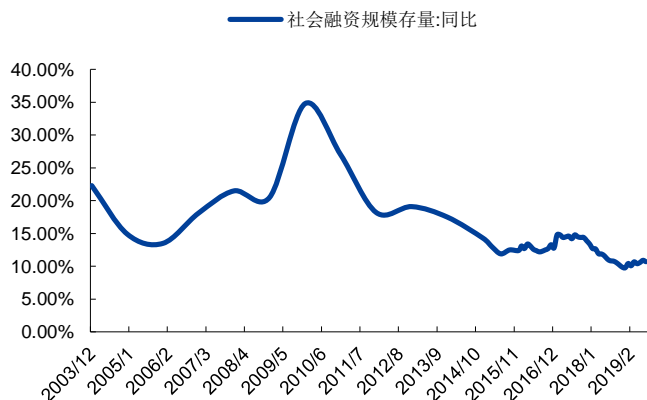
图 23：2017 年中国轮胎产量分布



资料来源：Wind，华金证券研究所

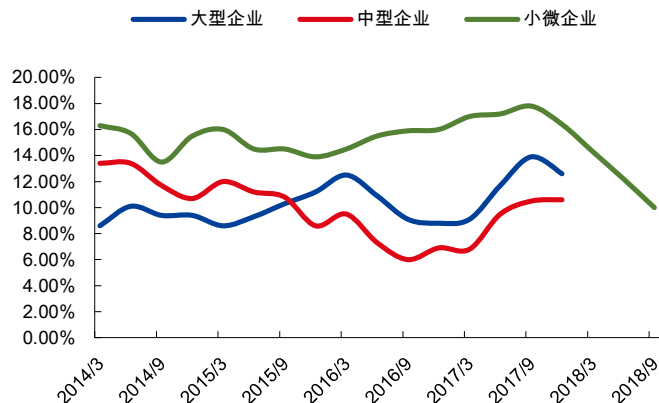
流动性收紧，中小企业融资成本提高。2018 年开始，企业融资难、融资贵的问题越发明显，社融存量增速、贷款余额增速快速下行，特别是小微企业越来越难借到钱，甚至部分企业还面临银行抽贷的窘境。对于中小轮胎企业而言，两个不利因素有可能使其资金链绷得更紧：一是部分银行对化工行业调减授信额，特别是项目贷款审批难，只有少数银行受理化工项目贷款，而且授信难以保障；二是银行更偏好于土地和房产抵押（抵押率 50%），而机器设备抵押率较低（30%），轮胎企业形成的资产，难以满足银行要求的实物抵押充足率。

图 24：社融规模存量同比增速



资料来源：中国人民银行，华金证券研究所

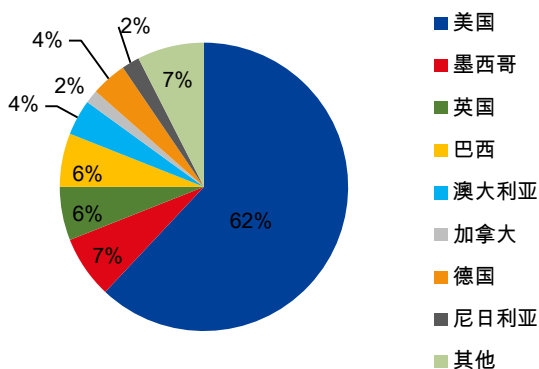
图 25：主要金融机构人民币贷款余额同比增速



资料来源：中国人民银行，华金证券研究所

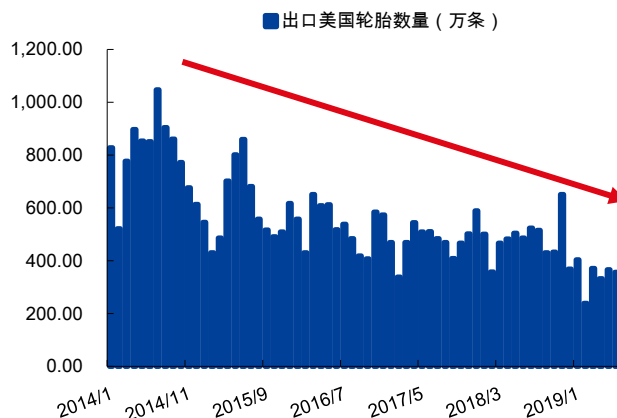
“双反”叠加贸易战，国内产品出口环境持续恶化。2014年，美国对中国轮胎进行“双反”（反补贴、反倾销）调查，而后巴西、墨西哥、欧盟等也相继对中国轮胎出口开展调查；2015年，美国对我国出口的乘用车和轻型卡车轮胎征收约40%的双反税，直接导致我国对美国轮胎出口数量大幅下滑；2018年以来，随中美贸易摩擦加剧，中国出口多款轮胎又被确认加征额外25%关税。出口环境的持续恶化对众多出口业务占比高的中小轮胎企业无疑是雪上加霜。

图 26: 2017 年中国轮胎出口结构



资料来源: 海关总署, 华金证券研究所

图 27: 中国出口美国轮胎



资料来源: 海关总署, 华金证券研究所

与中小企业相比，大型轮胎企业具备技术、资本和产能的相对优势，抵御风险能力更强（如加大投入升级生产设备以符合环保要求、将产能转移至海外以规避巨额关税等）。随中小企业落后产能被逐步淘汰，行业竞争格局的优化将使优质头部企业持续受益，市场份额及经营业绩有望进一步提升。

表 3: 2018 年中国轮胎企业收入排行

排名	单位简称	2018 年销售收入 (亿元)	增速
1	中策橡胶	235.44	3.55%
2	玲珑轮胎	153.02	11.11%
3	赛轮金宇	136.85	7.25%
4	厦门正新	94.4	-0.55%
5	昊华轮胎	91.5	58.85%
6	山东恒丰	89.19	-3.96%
7	兴源轮胎	78.68	-4.92%
8	三角轮胎	74.89	-5.44%
9	贵州轮胎	68.25	-2.08%
10	双钱轮胎	63.87	-3.58%
11	双星集团	63.5	-9.29%

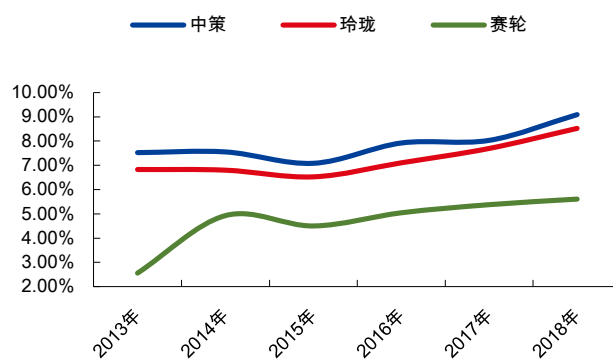
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 28: 轮胎企业所面临的“三座大山”



资料来源: 华金证券研究所

图 29: 中策、玲珑、赛轮在中国轮胎总产量中占比

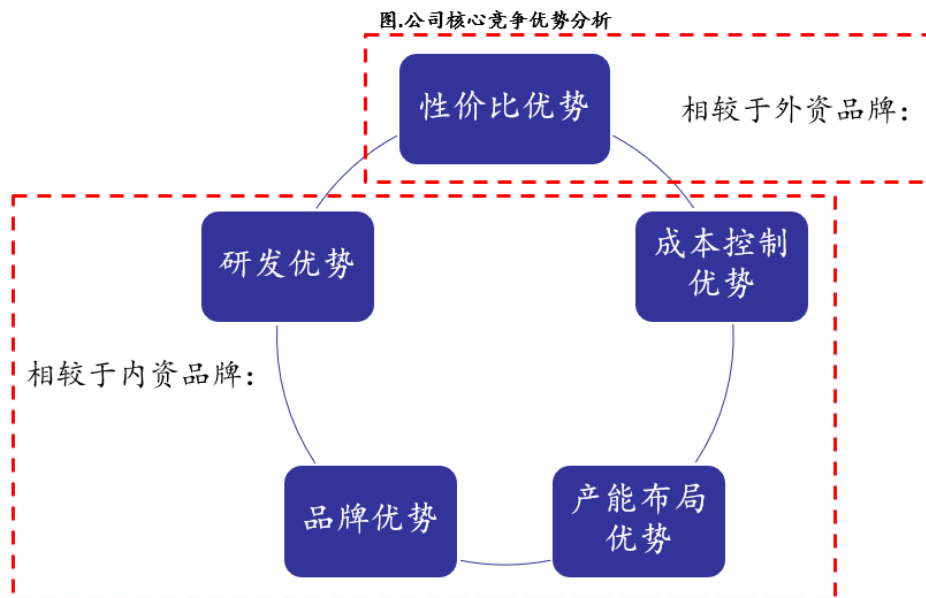


资料来源: 公司公告, 中国轮胎商业网, 华金证券研究所

### (三) 公司视角: 五大竞争优势助玲珑脱颖而出

我们认为公司拥有**五大竞争优势**: 相较于外资品牌的性价比优势和相较于内资品牌的产能布局优势、品牌优势、研发优势以及成本控制优势。

图 30: 公司核心竞争优势分析



资料来源: 华金证券研究所

**性价比优势:** 据搜狐网, 我国轿车轮胎约 70% 的市场份额由外资品牌占据, 中国本土品牌份额较小, 且主要集中在替换市场。据汽车网对各轮胎品牌的测评结果, 从性能上看, 在所测试的 9 个品牌中, 玲珑轮胎在五大性能参数—滚动阻力、轮胎强度、续航耐久度、脱圈阻力、高速性能上的排名分别为第 3、第 6、第 7、第 8 和第 6 名, 产品综合性能较第一梯队尚有差距, 但已与第二梯队实力相当; 从价格上看, 玲珑轮胎比外资品牌便宜约 30%~50%。我们认为, 随车市步入存量市场, 车企经营压力加大, 出于降成本的考虑, 在配套市场中会逐步转向玲珑等性价比优势突出的国产品牌。

表 4: 玲珑与外资品牌轮胎性能对比

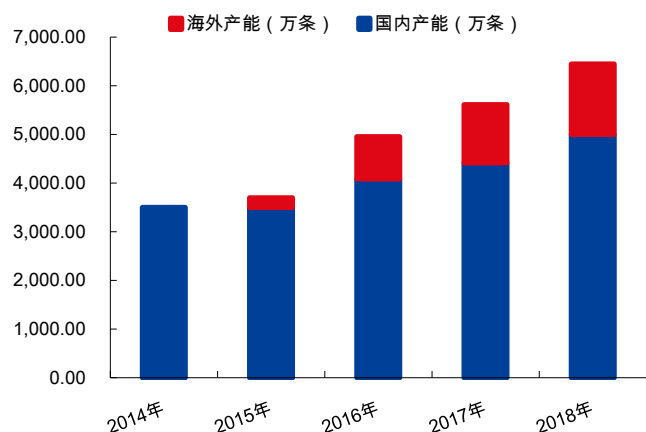
品牌	价格 (元)	滚动阻力	轮胎强度	续航耐久度	脱圈阻力	高速性能
倍耐力	400	7.89	543	62.63	13563	260
米其林	500	8.5	578	69.85	12946	280
固特异	369	7.17	547	67.9	12995	260
大陆	439	8.86	485	72.13	13612	270
普利司通	400	8.83	530	61.33	12838	270
韩泰	329	9.36	548	63.45	12867	240
玛吉斯	299	9.91	539	65.58	13710	240
固铂	309	10.18	517	66.32	11868	250
玲珑	263	8.37 (3)	534 (6)	62.77 (7)	12515 (8)	260 (6)

资料来源: 汽车测试网, 华金证券研究所

注: 轮胎测试规格为 205/55 R16

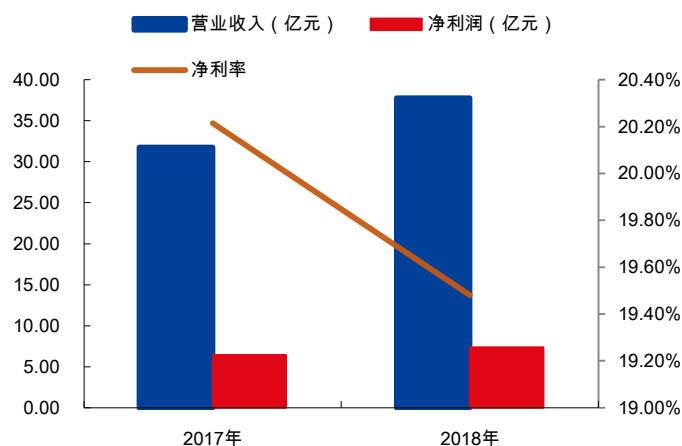
**产能布局优势:** 由于“双反”调查及中美贸易战影响, 中国轮胎直接出口海外(特别是美国)需要额外缴纳较高税额, 而从海外生产基地直接出口则可避免高额关税。公司近年来持续加大海外工厂建设力度, 其中泰国工厂已于 2015 年投产, 塞尔维亚工厂 2019 年将开工建设(预计 2020 年底投产)。与国内工厂相比, 公司海外工厂拥有更出色的盈利能力: 1) 海外工厂直接出口美国市场, 产品定价高于国内; 2) 泰国工厂可以享受税收 8 年减免、5 年减半的优惠。目前公司海外产能在总产能中占比已超过 20%, 随泰国工厂产能爬坡以及后续塞尔维亚工厂竣工投产, 海外产能占比的进一步提升也将带动公司整体盈利能力持续向好。

图 31: 公司国内外产能布局



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

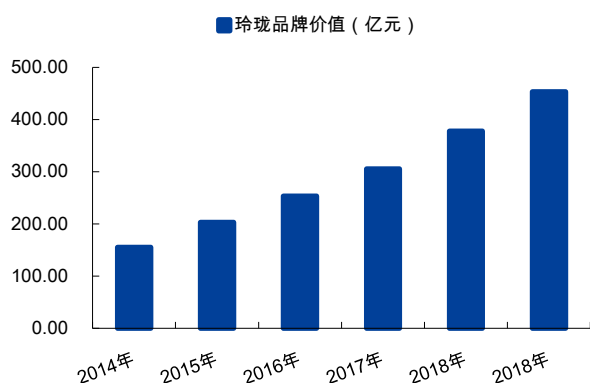
图 32: 泰国工厂收入及净利润



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

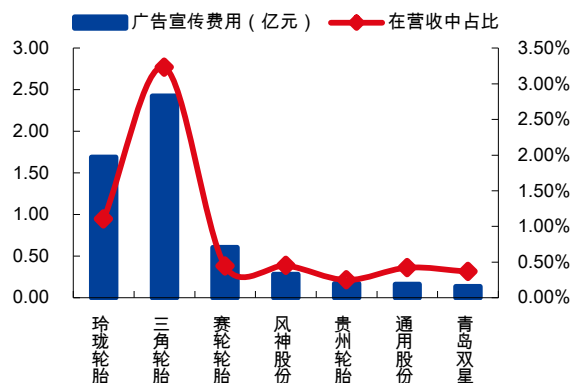
**品牌优势:** 2019 年“玲珑”品牌以 453.69 亿元的品牌价值第 15 次入榜《中国 500 最具价值品牌》, 在轮胎行业中仅次于“双星”品牌 (515.76 亿元)。通过对足球 (尤文图斯俱乐部赞助商)、篮球 (阿特拉斯篮球俱乐部)、排球 (中国排球超级联赛官方合作伙伴和官方赞助商) 三大球赛的全覆盖, 以及国内外 30 多个机场、30 多个高铁站和《东方时空》、《国际时讯》、《新闻周刊》等多档栏目投放广告, 公司品牌知名度有望进一步提升。

图 33: 玲珑品牌价值逐年提升



资料来源:《中国 500 最具价值品牌》, 华金证券研究所

图 34: 国内轮胎上市公司广告宣传费用对比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

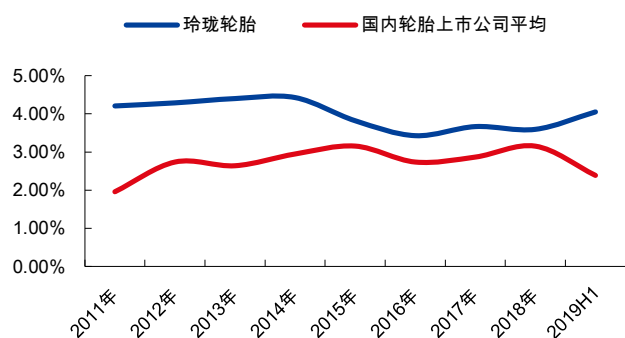
图 35: 公司成为尤文图斯官方合作伙伴



资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

**研发优势:** 轮胎产品的竞争力与企业的研发投入基本上成正比, 公司研发费用大幅领先国内同行上市公司, 而研发投入在营收中占比历年也都维持在 4% 左右, 高于行业平均水平 (3% 以下)。2018 年公司专利数 391 项, 仅次于正新 (695 项) 及风神 (500 项)。2018 年 12 月, 公司荣获“中国工业大奖”, 成为国内首家获此殊荣的轮胎企业。

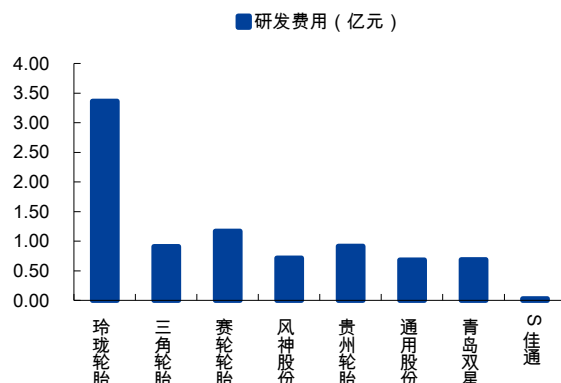
图 36: 公司研发费用率高于国内轮胎上市公司平均水平



资料来源:《中国 500 最具价值品牌》, 华金证券研究所

注: 以三角轮胎、赛轮轮胎、风神股份、贵州轮胎、通用股份、青岛双星、S 佳通为可比公司

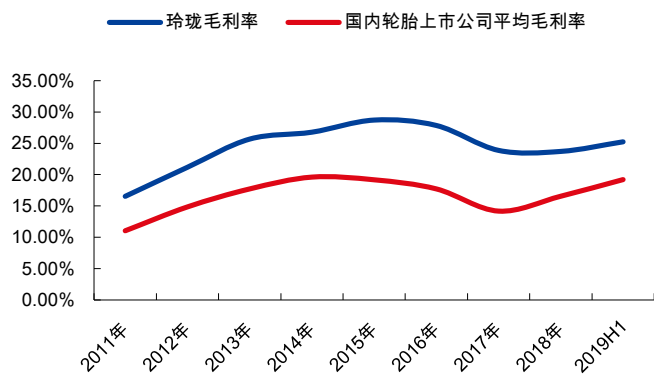
图 37: 公司研发投入显著高于国内同行上市公司



资料来源: Wind, 华金证券研究所

**成本控制优势：**公司成本控制能力较强，毛利率持续且显著地高于国内轮胎上市公司平均水平。我们认为公司产品的高毛利率源于四个方面：**1) 规模效应：**公司轮胎年产销量已超过 5500 万条，在国内仅次于中策，规模效应的形成能更大程度地摊薄单位成本；**2) 人力成本：**公司本部位于山东招远工厂，海外泰国工厂、塞尔维亚工厂，人工成本均较低；**3) 海外基地：**海外工厂盈利能力更强，产品毛利率高于国内；**4) 品牌溢价：**相较其他内资品牌，玲珑产品拥有一定品牌溢价。

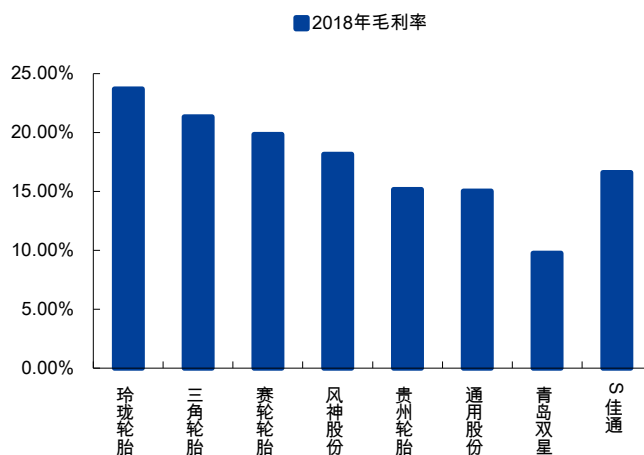
图 38：公司毛利率长期高于国内轮胎上市公司平均水平



资料来源：Wind, 华金证券研究所

注：以三角轮胎、赛轮轮胎、风神股份、贵州轮胎、通用股份、青岛双星、S佳通为可比公司

图 39：公司毛利率高于国内其他轮胎上市公司



资料来源：Wind, 华金证券研究所

### 三、客户突破+产能扩张，产品量价齐升带来业绩弹性

#### (一) 采用“配套优先”战略，持续突破合资/外资品牌客户

**原配套客户以自主品牌车企为主：**2018 年之前，公司的前装配套市场客户以上汽通用五菱、吉利、长城、红旗、比亚迪、奇瑞等自主品牌客户为主；合资品牌客户如上汽通用等，公司仅为其配套少量的备胎。

**2018 年起加速向合资/外资品牌客户拓展，并进入其主胎配套：**2018 年公司拿下合资品牌主胎配套第一单，实现长安福特新福睿斯主胎配套；并为北美福特 F150 供应全尺寸备胎。2019 年公司在合资/外资品牌主胎配套市场进一步发力，成功进入一汽大众捷达、长安福特福睿斯、雷诺电动车等多款车型的主胎配套体系。

表 5：公司配套市场主要客户

类别	现有客户	未来有望配套
乘用车	自主品牌 吉利、上汽通用五菱、奇瑞、比亚迪、长城、 一汽红旗等	广汽传祺等
	合资品牌 长安福特、上汽通用、一汽大众捷达等	华晨宝马、一汽奥迪等

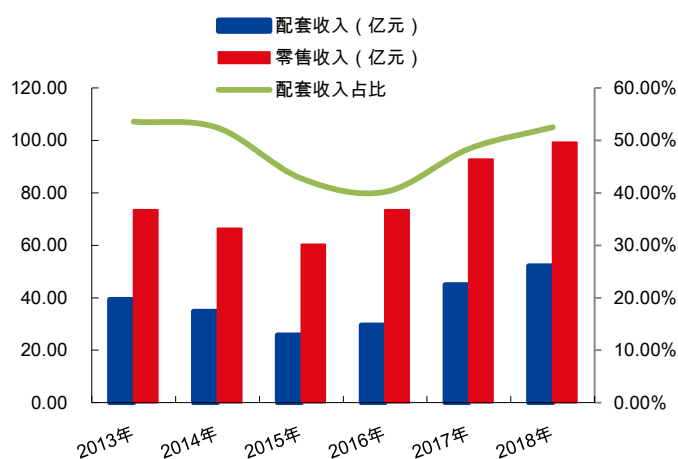


	外资品牌	大众全球、巴西现代、北美福特、俄罗斯雷诺 日产、印度塔塔	北美通用等
商用车	中国一汽、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风汽车、厦门金龙		/
工程机械	烟台斗山工程机械等		/

资料来源：公司公告，华金证券研究所

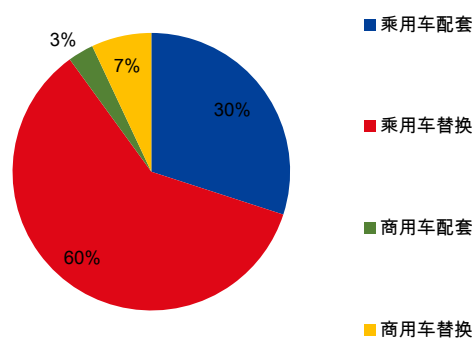
**大力开拓配套市场对公司的意义：**（1）**强化品牌影响：**进入合资/外资品牌的主胎配套，是公司产品竞争力提升且已具备与外资品牌正面竞争的有力证明，同时合资/外资品牌的背书也有助于进一步强化公司品牌影响力；（2）**以配套带动零售：**消费者换胎时倾向于购买原装轮胎，据搜狐网统计，轮胎售后市场容量约是前装配套市场的两倍，即卖出一条配套轮胎可以拉动约 2~3 条后装零售轮胎销量。公司目前的战略主要是以前装配套市场的快速发展拉动后装市场的同步增长。

图 40：公司前装配套与后装零售市场收入及比例



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 41：中国轮胎前装配套及后装零售市场份额占比



资料来源：搜狐网，华金证券研究所

**独家配套一汽大众捷达三款新车：**捷达原本是一汽大众旗下的一款车型，2018 年一汽大众将捷达单独列为一个品牌，并计划在 2019 年下半年推出三款新车 VS5(2019 年 9 月 5 日上市)、VS7 (2019 年下半年)、VA3 (2019 年底)。据汽车之家报道，公司将独家配套捷达三款新车的所有主备胎（一辆车的主胎 4 条+备胎 1 条）。

图 42：捷达 VS5 外形



资料来源：汽车之家，华金证券研究所

图 43：捷达 VS5 主备胎均由玲珑独家供应



资料来源：汽车之家，华金证券研究所

**捷达 VS5 竞品分析：**对于已上市的捷达 VS5，我们选用同价位且同样是 SUV 车型的本田缤智、吉利缤越作为竞品车型。由表 6，捷达 VS5 主要优势在品牌家喻户晓、内部空间大、配置更丰富等；参考其仅 11.98 万（豪华型）的售价，性价比优势也十分突出。

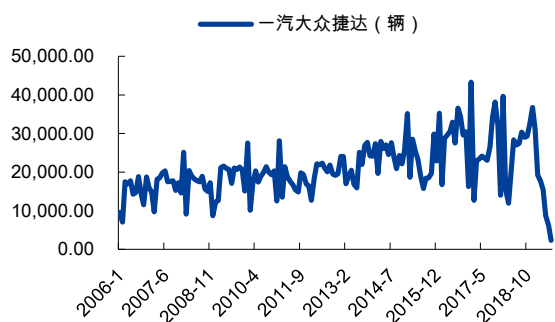
表 6: 捷达 VS5 与本田缤智、吉利缤越参数对比

		捷达 VS5 280TSI 自动 豪华型	本田缤智 220TURBO CVT 精英版	吉利缤越 运动款 260T DCT Battle
价格	价格	11.98 万	14.58 万	11.88 万
动力性	发动机	1.4T L4	1.5T L4	1.5T L3
	排量(mL)	1395	1498	1477
	最大马力(PS)	150	177	177
	最大扭矩(N·m)	250	220	255
	变速箱	6 挡手自一体	CVT 无级变速	7 挡双离合
	官方 0-100km/h 加速(s)	9.2	8.9	7.9
空间	长×宽×高(mm)	4419×1841×1616	4328×1772×1605	4330×1800×1609
	轴距(mm)	2630	2610	2600
	行李厢内部尺寸(mm)	770×1000×900	780×1000×840	800×950×750
配置	轮胎尺寸	225/50 R18	215/55 R17	215/55 R18
	前后排头部气囊	√	×	√
	主动刹车安全系统	√	×	√
	自适应巡航	√	×	√
	电动天窗	天窗	×	全景天窗
	方向盘	真皮	塑料	真皮
	主驾驶电动座椅	√	×	√
	远近光灯	LED	卤素	LED

资料来源：太平洋汽车网，华金证券研究所

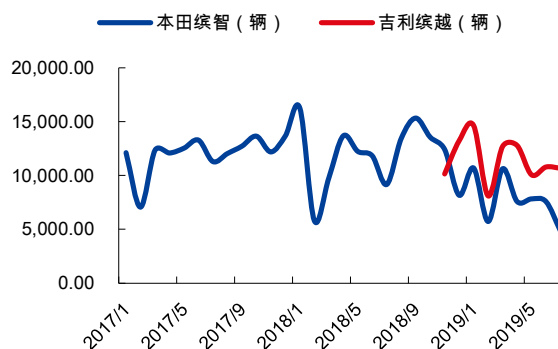
**捷达 VS5 销量预测：**看历史，捷达作为一汽大众旗下的一款畅销车型，2006 年至 2018 年月销量始终保持 1 万辆以上，最高峰时接近 4 万辆；看竞品，本田缤智、吉利缤越月销量也都在 1 万辆左右。我们认为捷达 VS5 相较本田缤智具备较高的性价比优势，相较吉利缤越具备一定的品牌优势，预估上市后月销量将不低于 1 万辆。综合考虑三款新车（VS5、VS7、VA3），我们预计捷达品牌下半年销量合计有望达到 7~8 万辆；按每辆车配 5 条胎测算，为玲珑新增轮胎配套量约 35~40 万条。

图 44: 一汽大众捷达历史销量



资料来源：乘联会，华金证券研究所

图 45: 本田缤智、吉利缤越历史销量



资料来源：乘联会，华金证券研究所

## （二）以前装配套带动后装零售，零售市场稳步拓展

**零售市场继续稳步拓展：**截止 2018 年底，公司在国内已拥有 200 多家一级经销商，基本形成覆盖全国轮胎县级区域的完善营销网络；在海外拥有 300 多家一级经销商，全球营销网点 30000 多个，市场遍及欧洲、中东、美洲、亚太、非洲等全球各大区域。2019 年上半年，公司通过深耕细分产品、空白区域开发、渠道下沉，使得国内后装零售市场取得均衡增长，海外零售在美国、欧洲、中东中亚、亚太、中南美等区域均实现了销量 10% 以上的增长。未来，前装配套市场的逐步发力有望带动后装零售市场销量同步提升。

图 46：公司全球经销商布局

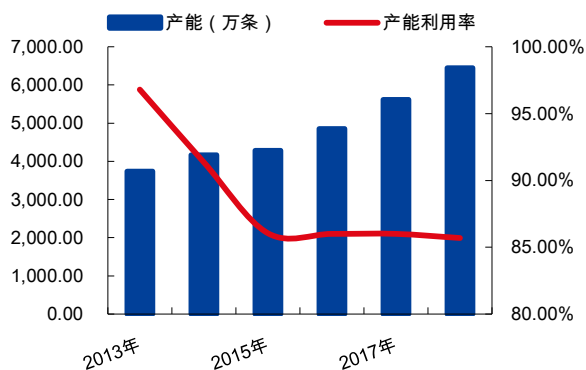


资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （三）贯彻“5+3”战略，国内外产能有序扩张

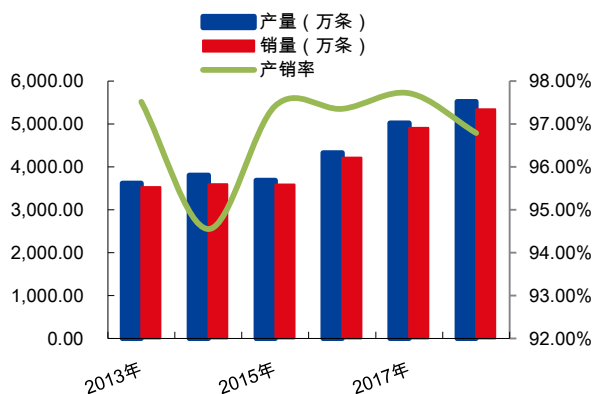
**产能利用率和产销量均维持较高水平：**公司近年产能提升速度较快，但产能利用率始终高于 85%，同时产销率始终高于 95%。反映出公司产品的下游需求旺盛，产能仍稍显不足。

图 47：公司轮胎产量及产能利用率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 48：公司轮胎产销量及产销率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

**2022 年设计产能较现有产能存在约 77%的提升空间，年均增速 15.3%。**截止 2018 年底，公司总产能 6445 万条，其中国内产能约 5000 万条，国外产能约 1445 万条。据公司公告的规划，其 2022 年总产能将扩充至 11390 万条，较现有产能提升 76.73%（年均增速 15.3%）；其中国内产能扩充至 8350 万条（提升 67%），国外产能扩充至 3040 万套（提升 110.38%）。产能的稳步提升将为产销量增长提供重要保障。

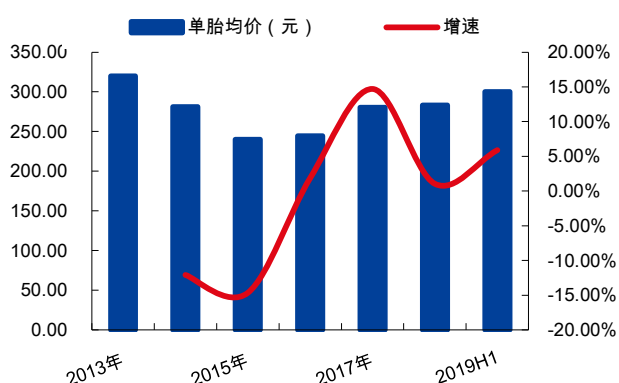
表 7：公司产能布局及规划

工厂	主要产品	规划产能	实际达产产能（2018 年底）	产能利用率
招远	半钢	3000	2800	90.09%
	全钢	510	500	91.86%
	斜交	100	100	42.60%
德州	半钢	1000	350	67.48%
	全钢	200	200	120.35%
广西	半钢	2000	1000	73.31%
	全钢	100	30	54.82%
湖北	半钢	1200	预计 2019 年年底达到年产 350 万套产能	/
	全钢	240	预计 2019 年年底达到年产 100 万套产能	/
泰国	半钢	1500	1300	86.92%
	全钢	180	145	81.16%
塞尔维亚	半钢	1200	2020 年底一期 350 万套	/
	全钢	160	2020 年底一期 80 万套	/
合计	/	11390	6445	85.69%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

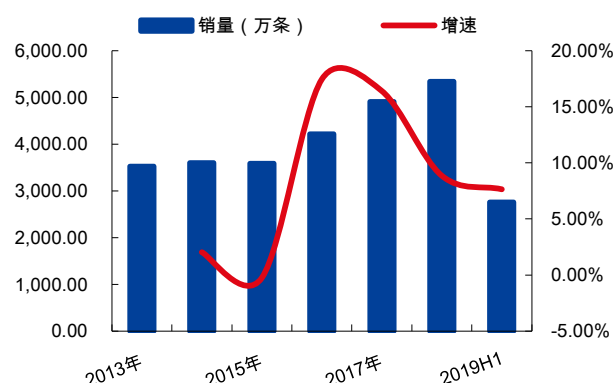
**产品量价齐升趋势有望延续：**（1）**价升：**受益于中高端配套客户的突破及后装零售市场的发展，单胎均价从 2015 年起触底回升，2015 年至 2018 年单胎均价分别为 244.5 元、280.46 元、283.37 元，2019H1 已突破 300.1 元；（2）**量增：**由于国内外前装配套与后装零售市场同步发展，近年公司轮胎产销量随产能提升，每年保持约 10% 的增长，2019H1 销量 2757.8 万条，同比增长 7.6%。我们预计随中高端前装配套客户进一步突破、后装零售市场稳步拓展，以及新工厂产能的逐步释放，公司产品量价齐升的有利局面有望延续。

图 49：近年公司轮胎均价及增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 50：近年公司轮胎销量及增速

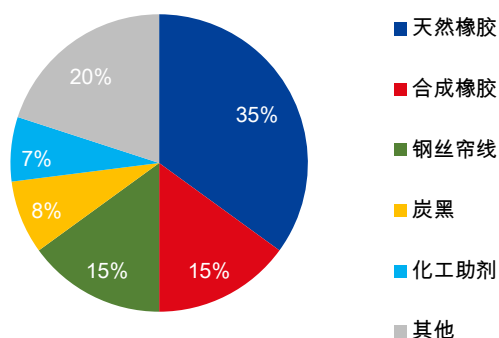


资料来源：公司公告，华金证券研究所

#### （四）天胶价格仍有下行压力，毛利率有望进一步改善

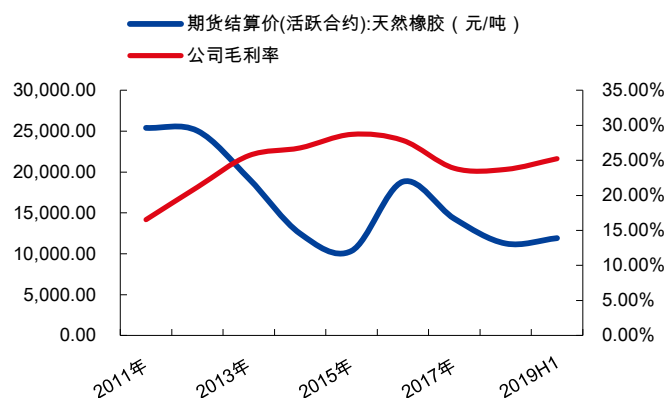
天胶占轮胎成本 35%，公司毛利率与天胶价格负相关。从轮胎成本构成上看，天胶（天然橡胶）、合成橡胶分别占到生产成本的约 35%和 15%，天胶价格的波动会直接影响轮胎制造企业的生产成本。由图 52，公司毛利率与天胶价格基本负相关，即当天胶价格下降时，公司毛利率将得到改善。

图 51：全钢轮胎成本构成



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

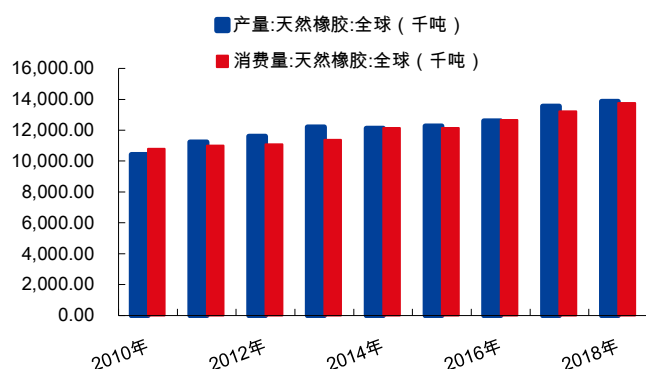
图 52：公司毛利率与天胶价格走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

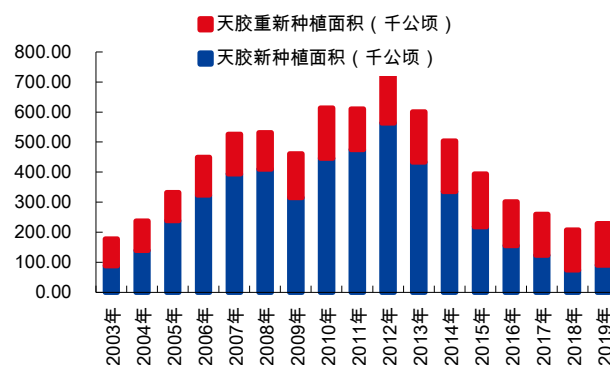
未来三年天胶价格仍有下行压力，公司毛利率有望进一步改善。据中国橡胶信息贸易网数据，2018 年全球天胶产量 1387.6 万吨，消费量 1376.6 万吨，供给仍然大于需求；由于全球天胶新种植及重新种植面积在 2010 年至 2013 年达到高峰，按橡胶树平均 7~8 年的成熟期，天胶收割高峰约在 2017 年至 2021 年到来，在供给持续增加（2019 年全球天胶开割面积创下历史新高），且库存处于高位的情况下，预计全球天胶供过于求的局面短期内难以扭转，价格仍有下行压力。天胶价格走低将有助于公司产品毛利率进一步改善。

图 53：全球天胶产量及消费量



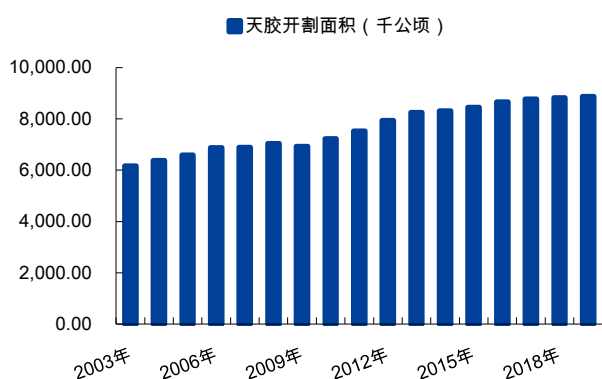
资料来源：中国橡胶信息贸易网，华金证券研究所

图 54：全球天胶新种植和重新种植面积



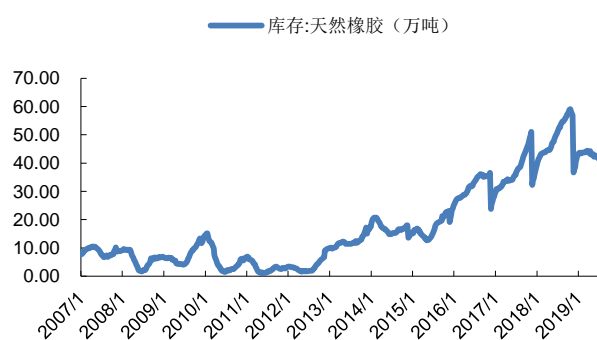
资料来源：中国橡胶信息贸易网，华金证券研究所

图 55: 全球天胶开割面积



资料来源: 中国橡胶信息贸易网, 华金证券研究所

图 56: 我国天胶库存仍处历史高位



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

基于前文的分析, 我们对公司各业务作如下假设:

**轮胎业务:** 随产能逐步释放, 2019 年至 2022 年销量保持 10%~15% 左右的增长; 随中高端客户逐步开拓以及后装零售市场的稳步拓展, 单胎均价每年提升 3%~5%; 受益于天胶价格维持低位, 毛利率小幅提升。

**其他业务:** 依据历史表现, 假设收入维持小幅增长, 毛利率保持稳定。

由此, 预计公司 2019 年~2021 年营收 176.44 亿元、199.3 亿元、229.7 亿元, 毛利率 25.11%、25.44%、25.87%。

表 8: 公司各业务收入及毛利率预测

/	产品	2018 年	2019E	2020E	2021E	2022E
销量 (万条)	半钢子午胎	4436	5000	5500	6200	6600
	全钢子午胎	867	950	1050	1150	1300
	斜交胎	42	40	35	30	30
单价 (元)	半钢子午胎	210	221	232	243	255
	全钢子午胎	655	664	657	662	660
	斜交胎	358	363	360	364	361
单项毛利率	半钢子午胎	27.10%	28.00%	28.30%	28.60%	28.50%
	全钢子午胎	18.10%	20.00%	20.20%	20.50%	20.30%
	斜交胎	15.52%	16.50%	16.80%	16.50%	16.40%
轮胎业务收入 (亿元)		151.47	174.82	197.62	227.91	255.30
增速		9.98%	15.41%	13.04%	15.33%	12.02%
轮胎业务毛利率		23.61%	25.02%	25.40%	25.84%	25.69%
其他业务收入 (亿元)		1.55	1.62	1.70	1.79	1.88
毛利率		33.14%	35.00%	30.00%	30.00%	30.00%
总收入 (亿元)		153.02	176.44	199.33	229.70	257.18
增速		9.94%	15.31%	12.97%	15.24%	11.96%
毛利率		23.70%	25.11%	25.44%	25.87%	25.73%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

公司是国内轮胎行业的佼佼者，规模与盈利能力业内领先。随国内轮胎行业竞争格局持续优化，龙头份额有望加速提升。叠加配套客户的突破以及新产能的投放，产品量价齐升带来较大业绩弹性；天胶价格维持低位则有助于毛利率的进一步改善。我们预测公司 2019 年至 2021 年 EPS 分别为 1.26 元、1.51 元和 1.92 元，ROE 分别为 14.5%、15.9%和 18.2%。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

表 9: 可比公司估值对比

证券代码	公司名称	收盘价		EPS(元)			PE			
		2019/9/6	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601966.SH	玲珑轮胎	20.55	0.98	1.26	1.51	1.92	20.88	16.32	13.62	10.70
601163.SH	三角轮胎	13.1	0.6	0.78	0.93	1.08	21.83	16.79	14.09	12.13
601058.SH	赛轮轮胎	4.21	0.25	0.37	0.46	0.54	16.84	11.38	9.15	7.80
601500.SH	通用股份	6.58	0.2	0.18	0.21	0.30	32.90	36.56	31.33	21.93
平均值							23.11	20.26	17.05	13.14

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 五、风险提示

- 1、汽车行业景气度进一步下滑：**因国内宏观经济下行或国际环境恶化（如中美贸易摩擦加剧）等因素导致汽车行业景气度进一步下行，将对公司产品需求产生一定负面影响。
- 2、配套客户拓展不及预期：**公司采用“配套优先”战略，若配套市场相关客户拓展缓慢，将影响公司未来业绩增长。
- 3、新工厂产能释放不及预期：**公司近年投建新工厂较多，若因建设进度缓慢等因素导致新产能投放不及预期，将对公司产销量增长产生负面影响。
- 4、原材料价格大幅上涨：**若因天气、国际宏观环境等因素导致天然橡胶等原材料供给收缩，进而导致价格大幅上涨，公司毛利率或面临下行风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

**利润表**

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,918.1	15,301.6	17,644.2	19,932.5	22,969.9
减:营业成本	10,596.8	11,674.6	13,214.1	14,862.3	17,027.6
营业税费	110.5	117.5	141.2	157.0	180.4
销售费用	759.3	909.2	1,111.6	1,235.8	1,401.2
管理费用	874.5	449.6	1,235.1	1,375.3	1,516.0
财务费用	344.2	232.7	311.0	306.7	306.4
资产减值损失	132.3	159.7	120.0	100.0	105.0
加:公允价值变动收益	-	19.6	5.3	-5.0	1.6
投资和汇兑收益	-3.4	18.2	100.0	50.0	40.0
<b>营业利润</b>	<b>1,115.7</b>	<b>1,278.6</b>	<b>1,616.5</b>	<b>1,940.5</b>	<b>2,475.0</b>
加:营业外净收支	7.1	-47.5	8.0	11.0	10.7
<b>利润总额</b>	<b>1,122.7</b>	<b>1,231.2</b>	<b>1,624.5</b>	<b>1,951.4</b>	<b>2,485.7</b>
减:所得税	75.0	49.8	113.7	140.5	181.5
<b>净利润</b>	<b>1,047.8</b>	<b>1,181.2</b>	<b>1,510.8</b>	<b>1,811.0</b>	<b>2,304.2</b>

**资产负债表**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,284.1	4,429.1	3,824.1	4,398.9	5,742.5
交易性金融资产	-	124.7	130.0	125.0	126.6
应收帐款	2,297.9	2,911.9	2,773.4	3,538.6	3,607.6
应收票据	907.8	773.1	1,775.5	882.2	2,052.9
预付帐款	92.3	199.5	138.2	249.9	204.2
存货	2,154.7	2,447.3	2,985.1	3,207.5	3,981.9
其他流动资产	233.0	1,152.0	1,200.0	1,300.0	1,400.0
可供出售金融资产	-	-	1.0	1.0	1.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	58.3	58.3	58.3	58.3
固定资产	9,432.2	10,130.2	10,026.1	9,775.4	9,322.0
在建工程	487.4	1,336.2	1,468.9	1,415.1	1,252.1
无形资产	510.9	789.2	746.3	685.9	618.5
其他非流动资产	985.8	1,441.8	1,507.6	1,609.7	1,710.8
<b>资产总额</b>	<b>19,386.0</b>	<b>25,793.5</b>	<b>26,634.6</b>	<b>27,247.4</b>	<b>30,078.4</b>
短期债务	4,350.5	4,781.1	4,500.0	4,400.0	4,566.5
应付帐款	2,580.3	2,103.6	3,292.2	2,925.2	4,273.6
应付票据	1,017.7	1,526.1	1,190.2	1,699.7	1,516.6
其他流动负债	1,141.1	2,138.5	2,145.0	2,319.2	2,251.1
长期借款	1,327.0	2,956.2	2,800.0	2,700.0	2,500.0
其他非流动负债	263.0	2,272.4	2,300.0	1,800.0	2,300.0
<b>负债总额</b>	<b>10,679.6</b>	<b>15,777.9</b>	<b>16,227.3</b>	<b>15,844.2</b>	<b>17,407.8</b>
少数股东权益	6.3	8.0	7.9	7.8	7.9
股本	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0	1,200.0
留存收益	7,500.5	8,367.4	9,199.3	10,195.4	11,462.7
<b>股东权益</b>	<b>8,706.4</b>	<b>10,015.5</b>	<b>10,407.2</b>	<b>11,403.2</b>	<b>12,670.6</b>

**现金流量表**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,047.7	1,181.4	1,510.8	1,811.0	2,304.2
加:折旧和摊销	879.3	963.0	804.3	889.9	953.8
资产减值准备	132.3	159.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-19.6	5.3	-5.0	1.6
财务费用	300.1	211.4	311.0	306.7	306.4
投资损失	3.4	-18.2	-100.0	-50.0	-40.0
少数股东损益	-0.1	0.1	-0.1	-0.0	0.0
营运资金的变动	-1,516.1	-590.2	-553.9	-75.3	-921.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,118.9</b>	<b>1,842.0</b>	<b>1,977.4</b>	<b>2,877.2</b>	<b>2,605.1</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1,342.7</b>	<b>-3,056.5</b>	<b>-701.6</b>	<b>-465.0</b>	<b>-233.1</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>499.8</b>	<b>3,108.9</b>	<b>-1,880.8</b>	<b>-1,837.5</b>	<b>-1,028.3</b>

**财务指标**

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年增长率</b>					
营业收入增长率	32.3%	9.9%	15.3%	13.0%	15.2%
营业利润增长率	5.0%	14.6%	26.4%	20.0%	27.5%
净利润增长率	3.7%	12.7%	27.9%	19.9%	27.2%
EBITDA 增长率	13.7%	28.9%	-8.6%	14.8%	19.1%
EBIT 增长率	17.1%	40.8%	-5.0%	16.6%	23.8%
NOPLAT 增长率	23.1%	6.4%	23.6%	16.3%	23.6%
投资资本增长率	15.3%	18.2%	3.4%	-2.7%	1.0%
净资产增长率	8.6%	15.0%	3.9%	9.6%	11.1%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	23.9%	23.7%	25.1%	25.4%	25.9%
营业利润率	8.0%	8.4%	9.2%	9.7%	10.8%
净利润率	7.5%	7.7%	8.6%	9.1%	10.0%
EBITDA/营业收入	16.7%	19.5%	15.5%	15.7%	16.3%
EBIT/营业收入	10.4%	13.3%	10.9%	11.3%	12.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.1%	61.2%	60.9%	58.1%	57.9%
负债权益比	122.7%	157.5%	155.9%	138.9%	137.4%
流动比率	0.88	1.14	1.15	1.21	1.36
速动比率	0.64	0.91	0.88	0.93	1.04
利息保障倍数	4.19	8.72	6.20	7.33	9.08
<b>营运能力</b>					
固定资产周转天数	246	230	206	179	150
流动营业资本周转天数	23	47	51	51	52
流动资产周转天数	191	235	254	240	241
应收帐款周转天数	54	61	58	57	56
存货周转天数	52	54	55	56	56
总资产周转天数	483	531	535	487	449
投资资本周转天数	287	305	291	258	222
<b>费用率</b>					
销售费用率	5.5%	5.9%	6.3%	6.2%	6.1%
管理费用率	6.3%	2.9%	7.0%	6.9%	6.6%
财务费用率	2.5%	1.5%	1.8%	1.5%	1.3%
三费/营业收入	14.2%	10.4%	15.1%	14.6%	14.0%
<b>投资回报率</b>					
ROE	12.0%	11.8%	14.5%	15.9%	18.2%
ROA	5.4%	4.6%	5.7%	6.6%	7.7%
ROIC	13.2%	12.2%	12.8%	14.4%	18.3%
<b>分红指标</b>					
DPS(元)	0.26	0.30	0.57	0.68	0.86
分红比率	30.0%	30.5%	45.0%	45.0%	45.0%
股息收益率	1.3%	1.5%	2.8%	3.3%	4.2%

**业绩和估值指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.87	0.98	1.26	1.51	1.92
BVPS(元)	7.25	8.34	8.67	9.50	10.55
PE(X)	23.5	20.9	16.3	13.6	10.7
PB(X)	2.8	2.5	2.4	2.2	1.9
P/FCF	40.4	9.3	42.1	16.6	9.9
P/S	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.0	9.6	10.5	8.7	7.0
CAGR(%)	20.0%	24.9%	14.4%	20.0%	24.9%
PEG	1.2	0.8	1.1	0.7	0.4
ROIC/WACC	1.5	1.4	1.5	1.6	2.1

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所



## 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 分析师声明

林帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn