

国内优秀胎企，奋发图强铸就美好明天

——玲珑轮胎（601966）深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2019年10月31日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhq.com

助理分析师

陈兰芳

SAC No: S1150118080005

chenlf@bhq.com

首次评级：

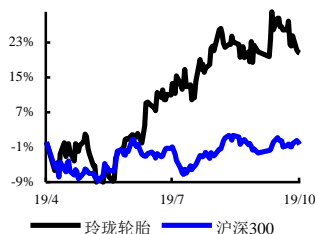
增持

目标价格：

最新收盘价：

20.33

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 国内轮胎行业领军企业

1) 公司成立于1975年，主营产品包括全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和斜交胎，广泛应用于乘用车、商用车、卡客车以及工程机械车辆等，主要品牌包括“玲珑”、“ATLAS”、“利奥”、“山玲”、“Benchmark”、“Infinity”、“Green Max”等。公司在国内外设立了4000多家品牌店，是中国轮胎前3强，世界轮胎20强。2) 公司客户分布广泛，海外进入了奥迪、大众、通用、福特、印度塔塔、法国雷诺等全球供应商体系；国内是吉利汽车、中国一汽、中国重汽、长安汽车、比亚迪、长城汽车等60多家主机厂的配套供应商。3) 经营方面，公司营业收入和归母净利润近三年增幅较快，盈利能力较强且高于国内竞争对手。

● 行业优化，国内胎企竞争力提升

1) 全球轮胎市场规模可观。根据美国轮胎商业数据，2018年全球轮胎销售额达1686亿美元，2007-18年复合增速2.50%，按照约3/4的轮胎需求在替换市场的判断，我们预计，全球轮胎市场将保持较为稳定的增长。虽然目前国内胎企仍主要处于全球第三/四梯队，竞争力较弱，但近20年来，三巨头BMG（普利司通、米其林和固特异）市场份额持续下滑，2018年三家总销售额仅占世界市场的37.16%，相比2008年减少超过9个百分点。与此同时，国内胎企竞争力在持续提升，进入世界轮胎75强的数量和销售额占比都呈上升趋势，据统计，2008-18年间销售额占比提升了近6个百分点。2) 尽管国内轮胎行业“小散乱”现象仍比较严重，但政府正严格要求行业出清落后产能，提升行业集中度。我们认为，随着国内轮胎行业持续整顿出清，行业市场集中度有望持续提升，整体竞争力逐步提升的国内优质头部胎企未来有望持续受益。

● 公司强化营销塑品牌，量利齐升赢未来

1) 为塑造品牌提升知名度，公司持续加大营销宣传力度，品牌价值在持续提升，2019年已达454亿元。2) 积极开发原配与售后胎市场，目前公司是国内唯一同时进入奥迪、大众、通用、福特等世界知名车企供应商体系的自主胎企；同时，公司实施“5+3”战略布局，加快产能建设，以满足市场开发与产销增长需求。3) 随着持续开发大众福特等中高端优质客户，加快海外布局，公司产品结构在改善，单胎均价在提升，盈利能力在改善。

● 对标同行发展路径，公司未来潜力可观

通过与正新等国际同行比较，我们认为，目前玲珑发展正迎头向上，国内外发展空间与潜力大，未来经营规模与市值规模将持续提升，甚至有望超越正新，从估值角度看，给予玲珑适当估值溢价是合理的。从更长远的角度来看，经营规模若能接近第一梯队的普利司通、米其林，则市值天花板有望接近甚至超过

2000 亿元。

● **盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级**

我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 171.10/201.96/241.60 亿元，同比增长 11.82%/18.04%/19.63%，实现归母净利润 14.60/18.36/23.10 亿元，同比增长 23.59%/25.78%/25.81%，对应 EPS 为 1.22/1.53/1.93 元/股，2019/2020/2021 年 PE 分别为 17/13/11 倍，通过与 A 股可比轮胎公司比较，结合公司发展情况与前景，建议给予 2020 年 15-18 倍 PE，对应目标价区间为 **【22.95,27.54】**，公司作为国内轮胎领域优质领先标的，市场份额有望持续提升，首次覆盖给予“增持”的投资评级。

风险提示：市场开拓低于预期；原材料涨价超预期；期间费用增长超预期；汇率风险

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	13,918	15,302	17,110	20,196	24,160
(+/-)%	32%	10%	12%	18%	20%
经营利润 (EBIT)	1467	1464	1849	2249	2778
(+/-)%	14%	0%	26%	22%	23%
净利润	1048	1181	1460	1836	2310
(+/-)%	4%	13%	24%	26%	26%
每股收益 (元)	0.87	0.98	1.22	1.53	1.93

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2284	4429	4278	5049	6040	营业收入	13918	15302	17110	20196	24160
应收票据	908	773	889	1129	1276	营业成本	10597	11675	12747	14985	17878
应收账款	2262	2912	2999	3555	4362	营业税金及附加	111	117	128	156	184
预付款项	92	200	255	315	420	销售费用	759	909	1027	1222	1462
其他应收款	36	33	60	55	68	管理费用	874	450	513	616	737
应收利息		732	732	732	732	研发费用		550	719	838	991
存货	2155	2447	2724	3274	3778	财务费用	344	233	312	316	346
合同资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	132	160	136	138	140
划分为持有待售的资产	0	0	0	0	0	信用减值损失		0	0	0	0
其他流动资产	231	1111	1111	1111	1111	公允价值变动净收益	0	20	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	其他收益	18	35	35	35	36
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-3	18	22	22	23
固定资产	9432	10130	10898	11614	12236	资产处置收益	0	-2	-2	-2	-2
在建工程	487	1336	1418	1409	1355	营业利润	1116	1279	1583	1980	2479
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	7	-47	-46	-46	-47
无形资产	511	789	631	474	316	税前利润	1123	1231	1537	1933	2432
长期待摊费用	6	4	4	4	3	减：所得税	75	50	77	97	122
资产总计	19386	25793	27142	30343	33952	净利润	1048	1181	1460	1837	2311
短期借款	4351	4781	4406	5569	6115	归属于母公司的净利润	1048	1181	1460	1836	2310
应付票据	1018	1526	1793	1835	2347	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	1881	2104	2386	2794	3247	基本每股收益	0.87	0.98	1.22	1.53	1.93
预收款项	196	218	267	326	397	稀释每股收益	0.87	0.98	1.22	1.53	1.93
应付职工薪酬	75	94	94	94	94	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应交税费	64	99	99	99	99	成长性					
其他应付款	700	1075	1075	1075	1075	营收增长率	32.3%	9.9%	11.8%	18.0%	19.6%
其他流动负债	31	96	121	172	250	EBIT 增长率	13.5%	-0.2%	26.3%	21.7%	23.5%
长期借款	1327	2956	2956	2956	2956	净利润增长率	3.7%	12.7%	23.6%	25.8%	25.8%
负债合计	10680	15778	16026	17750	19410	盈利性					
股东权益合计	8706	10016	11116	12592	14543	销售毛利率	23.9%	23.7%	25.5%	25.8%	26.0%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率	7.5%	7.7%	8.5%	9.1%	9.6%
净利润	1048	1181	1460	1837	2311	ROE	12.0%	11.8%	13.1%	14.6%	15.9%
折旧与摊销	879	963	809	851	892	ROIC	9.04%	6.99%	8.44%	9.11%	10.17%
经营活动现金流	1119	1842	2374	1663	2428	估值倍数					
投资活动现金流	-1343	-3057	-1478	-1378	-1277	PE	23.3	20.7	16.73	13.30	10.6
融资活动现金流	500	3109	-1047	487	-159	P/S	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0
现金净变动	276	1894	-152	771	991	P/B	2.80	2.44	2.20	1.94	1.68
期初现金余额	2290	2284	4429	4278	5049	股息收益率	0.8%	0.8%	1.3%	1.5%	1.5%
期末现金余额	2566	4178	4278	5049	6040	EV/EBITDA	12.2	12.3	11.2	9.7	8.1

目 录

1.国内轮胎行业领军企业	7
2.行业优化，国内胎企竞争力提升，公司受益	13
2.1 全球轮胎市场规模可观，我国胎企整体竞争力在提升.....	13
2.2 国内轮胎市场格局在优化	15
2.3 公司强化营销塑品牌，量利齐升赢未来	19
2.4 从正新发展管窥公司未来前景	25
2.4.1 全球扩张脚步的重合	26
2.4.2 研发投入的重视和自主试验场的建设.....	27
2.4.3 配套市场的竞争优势	28
3.盈利预测与估值讨论	31

图 目 录

图 1: 公司配套客户	8
图 2: 公司主要客户	8
图 3: 玲珑轮胎股权结构	9
图 4: 玲珑轮胎产销情况	9
图 5: 玲珑轮胎产销率	9
图 6: 公司全钢胎、半钢胎和斜交胎产量 (万条)	10
图 7: 公司轮胎子午化率	10
图 8: 公司营业收入走势	11
图 9: 公司净利润走势	11
图 10: A 股可比胎企毛利率比较 (%)	12
图 11: A 股可比胎企净利率比较 (%)	12
图 12: A 股可比胎企 ROE 比较 (摊薄, %)	12
图 13: 公司塞尔维亚项目启动	13
图 14: 公司在建工程金额	13
图 15: 全球轮胎企业梯队	14
图 16: 全球轮胎销售额	14
图 17: 全球前三大轮胎销售额占比持续走低	14
图 18: 世界轮胎企业市场份额 (2018)	14
图 19: 国内胎企入围 75 强数量整体呈上升趋势	15
图 20: 75 强中我国轮胎企业销售额占比稳步提升	15
图 21: 我国汽车轮胎均价低于全球 (2017)	16
图 22: 国内外主要轮胎公司盈利能力比较	16
图 23: 国内外主要轮胎公司总资产周转率比较	16
图 24: 国际胎企研发支出明显高于国内	16
图 25: 橡胶行业非正常经营企业情况	17
图 26: 2018 山东吊销执照/破产的橡胶轮胎企业较多	17
图 27: 国内轮胎上市公司营收排名	17
图 28: 国内轮胎上市公司净利润排名	17
图 29: 全球汽车保有量大 (亿辆)	18
图 30: 国内汽车轮胎产量及预测 (亿条)	18
图 31: 全球轮胎产销稳健增长 (根据汽车产量测算)	18
图 32: 公司广告宣传费大幅增长	19
图 33: A 股轮胎上市公司广告宣传费比较	19
图 34: 固特异广告费支出 (亿元)	19
图 35: 玲珑品牌价值持续提升 (亿元)	19
图 36: 公司主要配套品牌及车型统计	20
图 37: 公司积极扩建产能 (万条)	22
图 38: 公司轮胎销量近几年保持明显高于汽车行业的较快增长	22
图 39: 出口及海外销售收入	22
图 40: 泰国工厂净利润快速增长	22
图 41: 公司塞尔维亚工厂项目规模大, 收益率高	23

图 42: 公司轮胎单季均价表现.....	23
图 43: 公司配套收入快速增长 (万元)	24
图 44: 公司配套收入占比提升.....	24
图 45: 泰国工厂单胎均价高于公司 (元/条)	24
图 46: 泰国工厂单胎利润高于公司 (元/条)	24
图 47: 泰国工厂净利率高于公司整体.....	25
图 48: 正新发展之路.....	26
图 49: 正新实收资本 (亿台币)	26
图 50: 正新工厂企业个数.....	27
图 51: 正新工厂企业国家和地区数	27
图 52: 玲珑中亚轮胎试验场	28
图 53: 世界轮胎企业价格指数.....	28
图 54: 正新营收 (亿元)	29
图 55: 正新净利润 (亿元)	29
图 56: 固铂与东洋轮胎营收 (亿元)	30
图 57: 固铂与东洋轮胎净利润 (亿元)	30
图 58: 玲珑未来发展方向与路径.....	30
图 59: 正新市盈率走势.....	30
图 60: 玲珑市盈率走势.....	30
图 61: 国内外轮胎板块市盈率.....	31
图 62: 正新市值 (亿元)	31
图 63: 轮胎三巨头市值情况 (亿元)	31

表 目 录

表 1: 公司主要产品	7
表 2: 主要客户销售情况.....	8
表 3: 海内外生产基地及产能情况 (2018 年报)	10
表 4: 公司在建工程项目及进度.....	13
表 5: 公司配套客户	20
表 6: 公司售后胎市场产品系列不断完善 (以大众品牌为代表)	21
表 7: 正新工厂分布	27
表 8: 各公司企业技术中心与试验场情况	28
表 9: 公司分业务预测.....	32
表 10: A 股可比轮胎公司估值比较	32

1.国内轮胎行业领军企业

轮胎行业领军企业，产品全方位覆盖。玲珑轮胎成立于 1975 年，是一家技术型轮胎生产企业，主营业务为汽车轮胎的设计、开发、制造与销售。公司主要产品包括全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和斜交胎，广泛应用于乘用车、商用车、卡客车以及工程机械车辆等。玲珑轮胎拥有面向全球差异化市场定位的多元化品牌体系，主要品牌包括“玲珑”、“ATLAS”、“利奥”、“山铃”、“Benchmark”、“Infinity”、“Green Max”等。目前，公司在国内外设立了 4000 多家品牌店，全球雇员总数超过 15000 人，是中国轮胎前 3 强，世界轮胎 20 强。

表 1: 公司主要产品

分类方式	产品类别	产品特点
按配套车型分类	轿车轮胎	主要用于轿车、越野车、轻型载重汽车及小吨位拖拉车上轮胎的配用及替换
	载重汽车轮胎	主要用于载重货车、客车、小型货车、特种车辆或中短距离工程自卸车的配套及替换;
	工程机械轮胎	主要用于压路机、装载机、重型自卸车及井下作业的特种车辆
	农业轮胎	主要用于农业和林业用拖拉机等车辆上轮胎的配用及替换
	工业车辆轮胎	工业叉车配套和替换胎的首选，适宜工厂、码头、矿山等各种作业环境
按设计结构分类	摩托车轮胎	用于两轮或整车整备质量不超过 400kg 的三轮机动车的轮胎
	斜交轮胎	胎体帘线各层交叉网状排列，与胎冠中心线小于 90 度角
	全钢子午胎	胎体帘线各层平行径向排列，与胎冠中心线等于 90 度角；胎体和带束层全部采用钢丝帘布
按品牌系列分类	半钢子午胎	胎体帘线各层平行径向排列，与胎冠中心线等于 90 度角；胎体用纤维材料，带束层采用钢丝帘布
	玲珑	传统品牌，覆盖轿车轮胎、SUV 轮胎和卡客车轮胎、特种轮胎、雪地轮胎的不同产品
	山铃	传统品牌，主打全钢卡客车轮胎，包括高速标载系列、工程载重系列、矿山系列、轻卡微卡系列、客车公交系列、宽基胎系列
	利奥	传统品牌，2017 年国内上市，包括乘用车和卡客车轮胎的不同系列
	Benchmark	中高端品牌，主打卡客车轮胎，高速标载系列、工程载重系列、矿山系列、轻卡微卡系列、客车公交系列、宽基胎系列
	Infinity	中高端品牌，主要定位海外市场
ATLAS	中高端品牌，定位北美和大陆高端市场，1929 年在美注册，2009 被玲珑轮胎收购，2017 在国内上市，系列产品包括轿车胎、SUV 轮胎、轻卡商用胎和雪地胎	

资料来源：公司公告，公司官网，渤海证券

公司合作客户分布广泛，覆盖欧洲、中东、美洲、非洲、亚太等各大区域。在海外市场，进入了奥迪、大众、通用、福特、印度塔塔、法国雷诺等世界知名汽车企业的全球供应商体系。在国内市场，玲珑轮胎是吉利汽车、中国一汽、中国重汽、长安汽车、比亚迪、长城汽车、奇瑞汽车、陕西重汽、东风汽车、北汽福田、重庆红岩、上汽通用五菱、济南重汽、厦门金龙等 60 多家主机厂的配套供应商。公司前五大客户较为稳定，销售额占比在 22%至 26%之间。

图 1: 公司配套客户



资料来源: 轮胎世界网, 渤海证券

图 2: 公司主要客户



资料来源: 招股说明书, 渤海证券

表 2: 主要客户销售情况

	前五名客户 销售额 (亿元)	年度销售总 额占比 (%)
2013	28.69	25.21
2014	26.47	25.97
2015	20.76	24.08
2016	24.50	23.75
2017	31.37	22.78
2018	34.01	22.22

资料来源: 公司公告, 渤海证券

公司股权结构较为集中。王氏家族通过玲珑集团 50.35%的股权和英诚贸易 16.78%的股权对玲珑轮胎形成控股, 成为实际控制人。其中, 王希成先生持有玲珑集团和英诚贸易各 51%的股权, 王锋先生持有 19.51%玲珑集团的股权和 30%英诚贸易的股权, 张光英女士持有 4.42%玲珑集团的股权。

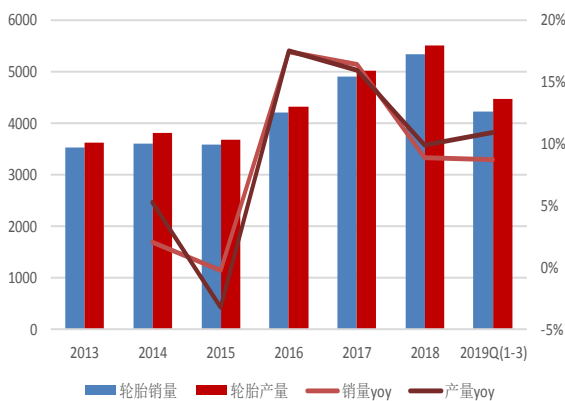
图 3: 玲珑轮胎股权结构



资料来源: Wind, 公司公告, 渤海证券

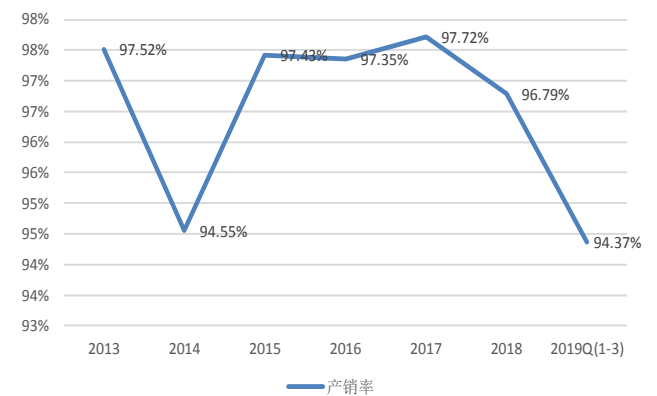
公司产销情况稳定向好，产销率较高。公司近五年产销量均在 3500 万条以上，2018 年产量达到 5522.56 万条，销量为 5345.33 万条。除 2015 年外，产销量总体保持增长趋势，2016 年产销增速最高，分别为 17.54%和 17.46%。在生产模式由传统的“以销定产”逐渐转变为“以价值流为核心的柔性定制化生产模式”的过程中，公司产销率处于较高水平，维持在 0.94 至 0.98 之间。

图 4: 玲珑轮胎产销情况



资料来源: Wind, 公司公告, 渤海证券

图 5: 玲珑轮胎产销率

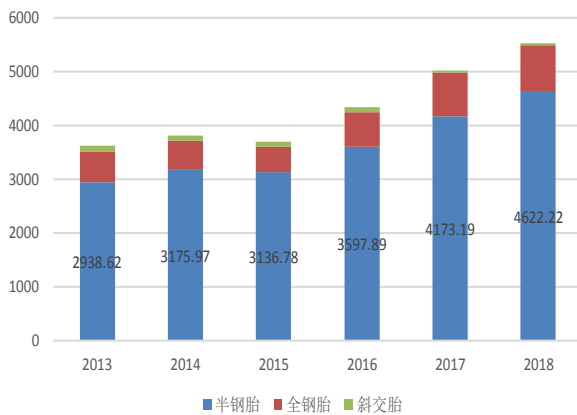


资料来源: Wind, 公司公告, 渤海证券

公司产品结构顺应产业发展趋势，轮胎生子午化率较高且保持增长。从产品类型来看，公司半钢子午胎产量最多，其次是全钢子午胎，2018 年产量分别达到 4622 万条和 858 万条，斜交胎仅为 42.6 万条。相比于斜交胎，子午线轮胎滚

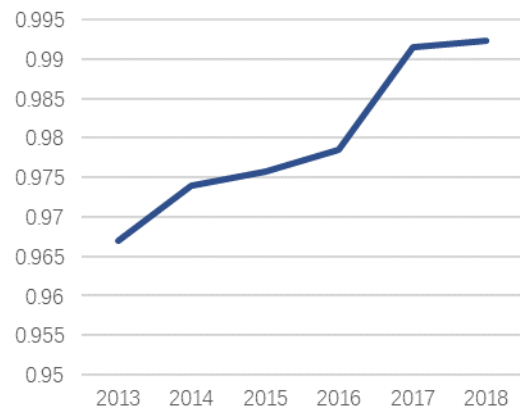
动阻力小、附着性能好、弹性大、缓冲力强、承载能力大、耐磨耐刺，因而具有更优良的性能，发达国家轮胎子午化率达到 100%。因此，淘汰斜交胎产能符合我国轮胎行业产业升级的要求。公司不断减少斜交胎生产线，2017 年减产 54% 后，轮胎子午化率保持在 0.99 以上。

图 6：公司全钢胎、半钢胎和斜交胎产量（万条）



资料来源：公司公告，渤海证券

图 7：公司轮胎子午化率



资料来源：公司公告，渤海证券

生产基地分布海内外，产能利用率较高。公司是最早在海外建厂的国内轮胎厂家之一，公司布局全球，采取“5+3”战略，即 5 处国内生产基地和 3 处海外生产基地。目前，公司已经实现了“4+2”布局，即在山东招远、山东德州、广西柳州和泰国已有工厂布局，湖北荆州及塞尔维亚工厂正在建设中，剩下的“1+1”布局未来将适时推进落实。2018 年报显示，公司整体产能利用率达到 85.69%，明显高于行业七成左右的开工率水平，其中，德州全钢的产能利用率最高可达 120.35%，招远子午胎生产线的产能利用率也在 90% 以上。海外泰国工厂和塞尔维亚工厂均能享受较好的税收优惠，有利于提升获利水平的同时也能够降低国际贸易风险，尤其是可以减少“双反政策”及贸易摩擦的不利影响。

表 3：海内外生产基地及产能情况（2018 年报）

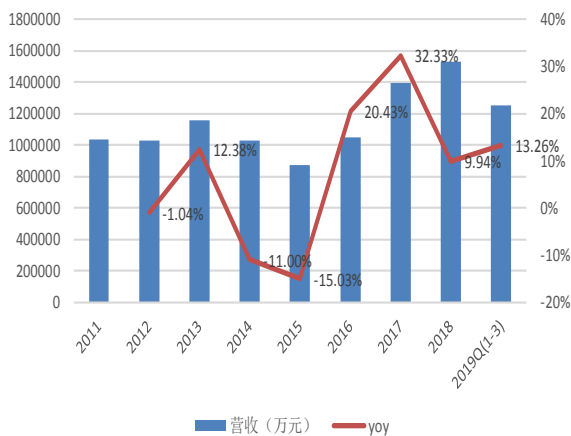
生产基地	启动时间	主要厂区或项目	设计产能	实际达成产能 (万条/年)	产能利用率 (%)
山东招远	1975 年成立招远制修厂	招远半钢	3000	2800	90.09
		招远全钢	510	500	91.86
		招远斜交	100	100	42.60
山东德州	2011 年成立德州玲珑	德州半钢	1000	350	67.48
		德州全钢	200	220	120.35
广西柳州	2010 年成立广西玲珑 2018.2 全钢下线	广西半钢	1000	1000	73.31
		广西全钢	100	30	54.82
湖北荆州	2018.3 成立湖北玲珑	湖北半钢	1200		
		湖北全钢	240		
		湖北工程胎	6		

泰国	2012 年开始建厂, 2014 年投产	泰国半钢	1500	1300	86.92
		泰国全钢	180	145	81.16
		塞尔维亚半钢	1200		
塞尔维亚	2018.11 成立欧洲玲珑	塞尔维亚全钢	160		
		塞尔维亚工程及农用胎	2		
总计		半钢	8900	5450	
		全钢	1390	895	
		斜交或工程等	108		

资料来源：公司公告，渤海证券

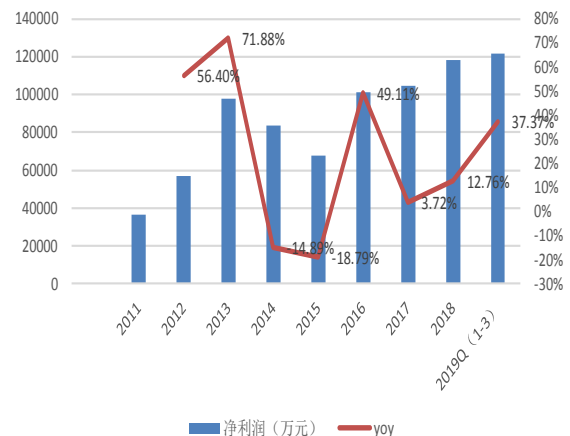
营业收入和归母净利润近三年增幅较快。由于美国“双反”政策和泰国玲珑火灾事件的影响，公司营业收入和归母净利润在 2013 年至 2015 年期间有所下降。但在 IPO 和“5+3 战略”等增资扩产的有效举措下，2016 年起营收和净利润开始回升，且增幅最快达 32% 和 49%，2018 年营收和净利润分别达到最高值 153.02 亿和 11.81 亿，同比增长 9.94% 和 12.76%，2019 年前三季度营收/净利润分别为 125.09/12.14 亿元，同比增长 13.26%/37.37%，均创历史新高。

图 8：公司营业收入走势



资料来源：Wind，渤海证券

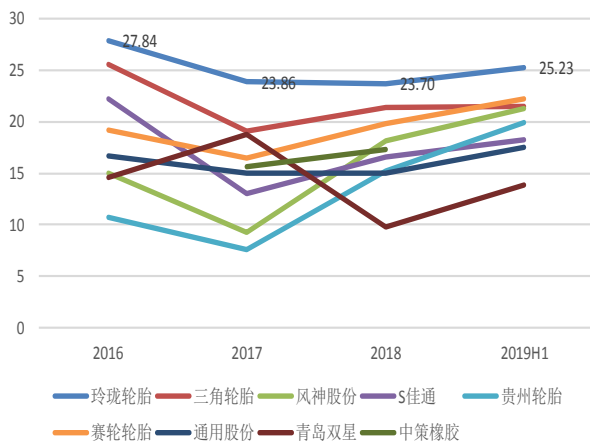
图 9：公司净利润走势



资料来源：Wind，渤海证券

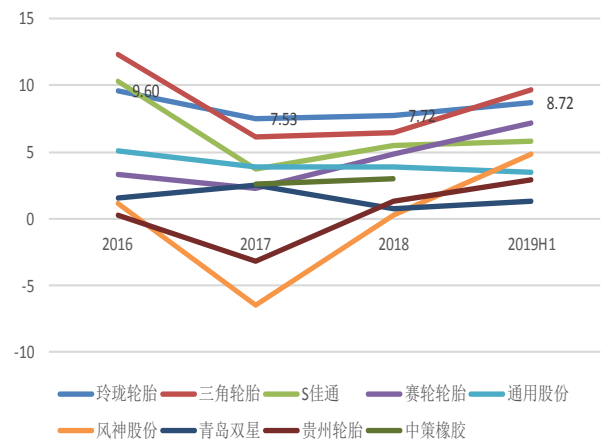
公司盈利能力较强并高于同行竞争对手。公司销售毛利率在 2011 年至 2015 年不断上升，2015 年达到最高值 28.7%，其后略有下降，但总体维持在 23% 以上，销售净利率自 2013 年起维持在 7% 至 10% 之间。对比行业中市值最高的 10 家企业，玲珑轮胎的销售毛利率和销售净利率水平均处于行业上游，且较为稳定。公司净资产收益率在 2013 年后有所下降，但始终维持在 10% 以上，相比同行 ROE 较高。

图 10: A 股可比胎企毛利率比较 (%)



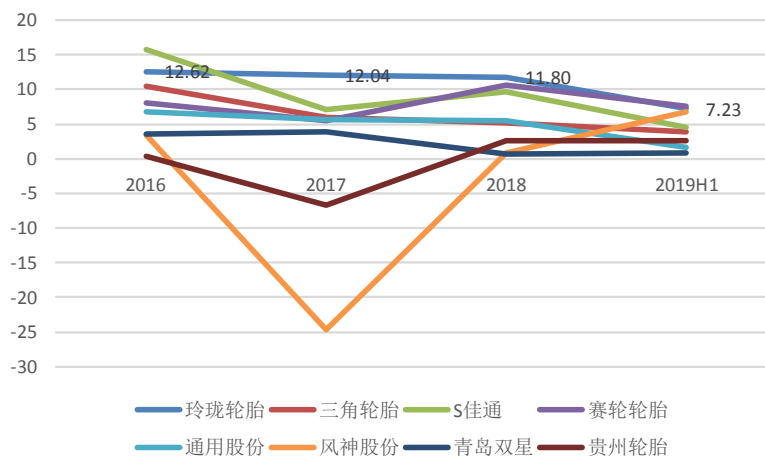
资料来源: Wind, 渤海证券

图 11: A 股可比胎企净利率比较 (%)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 12: A 股可比胎企 ROE 比较 (摊薄, %)



资料来源: Wind, 渤海证券

产能持续扩张,保障未来生产竞争力。公司产能扩张较快,在建工程投入不断增加,2018 年达到 13.36 亿元,同比增长 174%,2019 三季度末升至 18.33 亿元,相比年初增长 37%。在 2017 年完成半钢子午胎机器设备安装工程后,公司向上调整了广西玲珑和泰国玲珑的生产计划,并开始启动湖北玲珑项目的工程建设。既有的德州、广西和泰国生产线持续扩张产能的同时,公司在 2018 年十一月启动了塞尔维亚项目,该生产基地预计在 2020 年 10 月达到年产 350 万套半钢产能和 80 万套全钢产能。从公告的工程进度来看,这些扩张的生产线均处于有序建设中,未来公司产能及国际化布局有望得到充分保证。

表 4: 公司在建工程项目及进度

项目	2016		2017		2018		2019H1	
	增加金额(亿元)	工程进度	增加金额(亿元)	工程进度	增加金额(亿元)	工程进度	增加金额(亿元)	工程进度
半钢子午胎机器设备 安装工程	0.53	86%	0.11	100%				
德州玲珑工程项目	0.26	68%	1.2	72%	0.58	75%	0.17	79.77%
广西玲珑工程项目	2.46	48%	2.42	71%	9.19	61%	2.34	67.92%
泰国玲珑工程项目	2.97	84%	1.12	88%	4.19	87%	1.52	90.47%
湖北玲珑工程项目					1.15	4%	2.06	12.91%

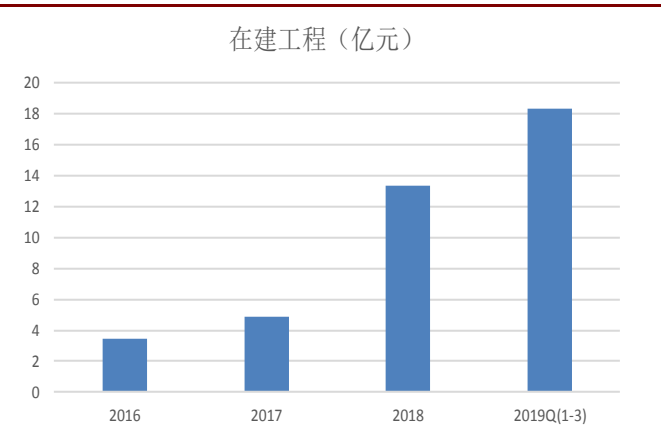
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 13: 公司塞尔维亚项目启动



资料来源: Wind, 公司公告, 渤海证券

图 14: 公司在建工程金额



资料来源: 公司公告, 渤海证券

2.行业优化, 国内胎企竞争力提升, 公司受益

2.1 全球轮胎市场规模可观, 我国胎企整体竞争力在提升

全球轮胎市场规模可观。根据美国轮胎商业数据, 2018 年全球轮胎销售额达 1686 亿美元, 2007-18 年复合增速 2.50%, 期间走势虽有波动, 但整体较稳健。

世界轮胎企业可以分为四个梯队。第一梯队是普利司通、米其林和固特异三家巨头公司, 具有技术和品牌的双重优势, 其销售额常年居于世界轮胎行业前三名; 第二梯队由倍耐力、大陆、韩泰等跨国轮胎企业构成, 全球市场份额不超过 10%, 总销售额排名在前二十, 在中端市场具有较大的影响力; 第三梯队包括玲

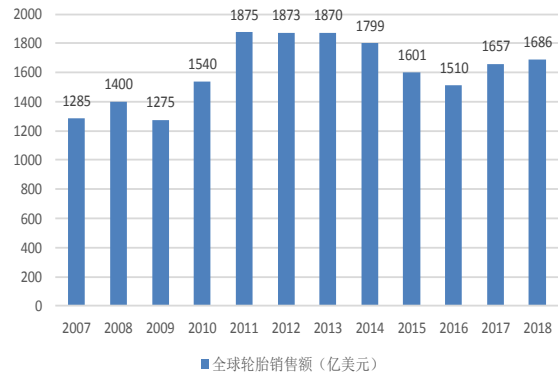
珑轮胎等国内优秀自主品牌，凭借产品的较高品质和优良性能受到越来越多的认可，销售额排名位列《Tire business》每年发布的全球轮胎 75 强；第四梯队则主要为本土其他中小规模的轮胎企业，数量众多但缺乏竞争力。

图 15: 全球轮胎企业梯队



资料来源: 玲珑轮胎招股书, 渤海证券

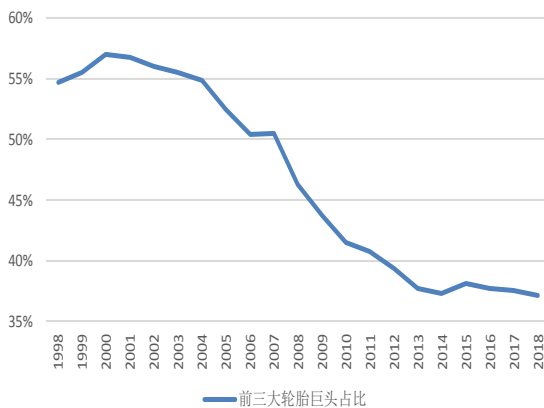
图 16: 全球轮胎销售额



资料来源: 森麒麟招股书, 美国轮胎商业, 渤海证券

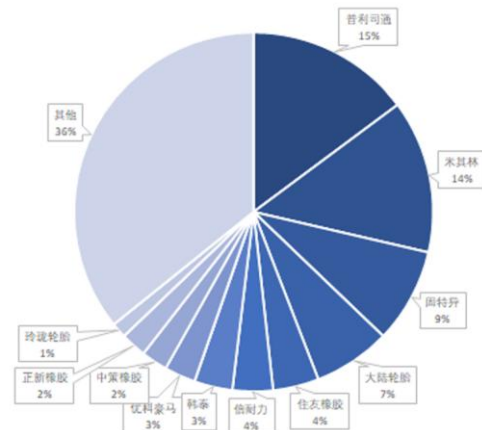
轮胎三巨头企业市场份额下降。近 20 年来，普利司通、米其林和固特异市场份额呈下降趋势，尤其是在 2008 年跌破 50% 后更是一路下滑，2018 年三家公司总销售额仅占世界市场的 37.16%，相比 2008 年减少超过 9 个百分点。

图 17: 全球前三大轮胎销售额占比持续走低



资料来源: 美国轮胎商业 (公开资料), 渤海证券

图 18: 世界轮胎企业市场份额 (2018)

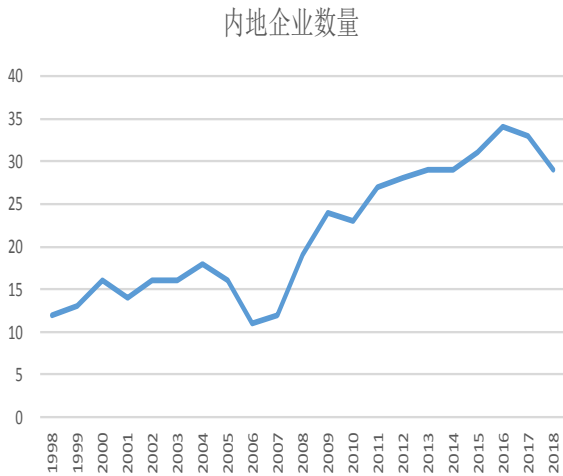


资料来源: 美国轮胎商业 (公开资料), 渤海证券

国内胎企竞争力提升。经过多年发展与积累，我国轮胎企业在世界市场中占据越来越重要的地位，进入世界轮胎 75 强的内地企业数量和销售额占比都呈上升趋势。从数量上看，在 1998 年仅有 12 家企业进入榜单，而 2018 年已有 29 家企业在列。从市场份额来看，2008 年内地企业销售额 126.29 亿美元，占全球销售额 1400 亿美元的 9%，2016 年内地企业的销售额已经增长到 216.19 亿美元，占全球市场份额的 14%。由于未公布 2017 年盛泰、永盛等 11 家内地企业的销售额，当年中国企业市场份额似有减少，但已披露企业的销售额达 221.37 亿美元，

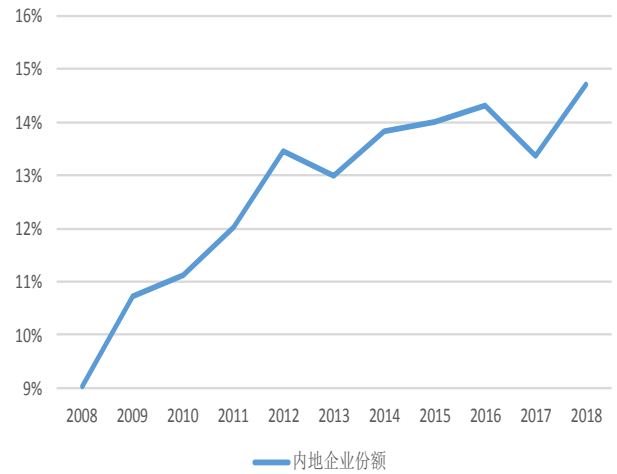
占比达 13%，2018 年达 248.22 亿美元，占比升至近 15%。

图 19: 国内胎企入围 75 强数量整体呈上升趋势



资料来源: 美国轮胎商业 (公开资料), 渤海证券

图 20: 75 强中我国轮胎企业销售额占比稳步提升



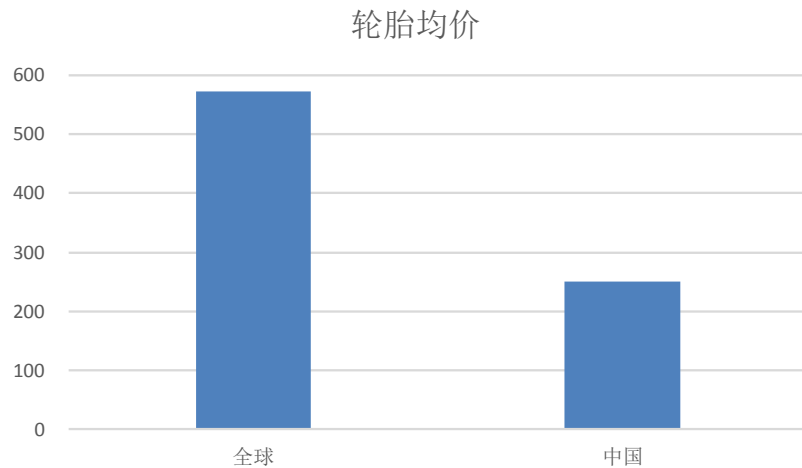
资料来源: 美国轮胎商业 (公开资料), 渤海证券

2.2 国内轮胎市场格局在优化

国内轮胎市场“小散乱”现象凸显，长期依靠低价竞争争夺市场。我国轮胎行业的相关企业众多，目前规模以上轮胎企业有 600 多家，主要分布在山东、江苏、浙江和上海等地区，其中山东省拥有逾 300 家。国内轮胎行业销售额排名前 10 位的企业市场占有率约 30%，集中度远低于全球水平（2018 全球前 10 份额 62.8%）。大多数厂商规模普遍偏小、技术水平低、研发能力弱，产业集中度偏低，国内轮胎行业尤其是中低端产品整体处于充分竞争状态。

根据中国橡胶工业协会轮胎分会对 41 家会员企业的统计，2017 年度实现销售收入 1633 亿元，同比增长 12.06%，按照同期产量 6.53 亿条来算，平均单胎价格 250 元/条，而同期全球单胎均价近 600 元/条，显示国内低价竞争比较严重。从盈利来看，2017 年利润总额较同期有较大幅度下降，出现亏损的企业有 10 余家，亏损额接近 20 亿元，盈利情况不乐观。通过比较，三巨头的盈利能力与营运能力整体上拥有较为明显的优势，国内优质胎企通过加强研发与改善管理未来仍有不错的改善空间。

图 21: 我国汽车轮胎均价低于全球 (2017)



数据来源: 搜狐网公开资料, 森麒麟招股书, 渤海证券

图 22: 国内外主要轮胎公司盈利能力比较

轮胎公司	销售毛利率			销售净利率			ROE		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
普利司通	40.89%	37.90%	37.84%	7.66%	8.16%	7.77%	11.81%	12.45%	12.34%
米其林	33.95%	32.54%	32.30%	8.06%	7.77%	7.69%	16.69%	15.58%	14.35%
固特异	27.62%	23.79%	22.71%	8.47%	2.37%	4.58%	30.00%	7.60%	14.64%
横滨橡胶	35.63%	32.96%	33.18%	3.03%	6.05%	5.31%	5.46%	10.97%	9.45%
HANKOOK TIRE CO	38.91%	34.06%		13.28%	8.90%		21.60%	9.73%	
HANKOOK TIRE WOR	49.84%	36.00%		36.75%	21.70%		9.74%	5.92%	
TOYO TIRE	35.71%	33.82%	34.12%	-3.36%	3.62%	2.53%	-7.82%	10.29%	6.77%
正新	30.91%	22.86%	22.27%	11.37%	4.99%	3.27%	15.00%	6.53%	4.36%
玲珑轮胎	27.23%	23.25%	23.11%	9.68%	7.59%	7.78%	16.33%	12.54%	12.63%
三角轮胎	24.76%	18.22%	20.53%	12.43%	6.18%	6.50%	15.61%	6.10%	5.56%
赛轮轮胎	18.73%	16.04%	19.43%	3.35%	2.30%	4.82%	8.25%	6.28%	10.89%
森麒麟	32.22%	28.34%	28.46%	12.76%	10.88%	11.70%	17.45%	18.46%	19.31%
通用股份	16.06%	14.46%	14.54%	5.11%	3.94%	3.87%	8.25%	5.75%	5.63%
中策橡胶		15.67%	17.29%		2.59%	2.98%			

资料来源: Wind, 渤海证券

图 23: 国内外主要轮胎公司总资产周转率比较

轮胎公司	总资产周转率		
	2016	2017	2018
普利司通	0.89	0.95	0.93
米其林	0.85	0.87	0.81
固特异	0.92	0.92	0.91
横滨橡胶	0.74	0.71	0.73
HANKOOK TIRE CO	0.69	0.71	
TOYO TIRE	0.75	0.84	0.83
正新	0.70	0.65	0.62
玲珑轮胎	0.60	0.74	0.67
三角轮胎	0.60	0.56	0.51
赛轮轮胎	0.85	0.98	0.90
森麒麟	0.45	0.61	0.67
通用股份	0.91	0.97	0.91
中策橡胶		1.07	1.10

资料来源: Wind, 渤海证券

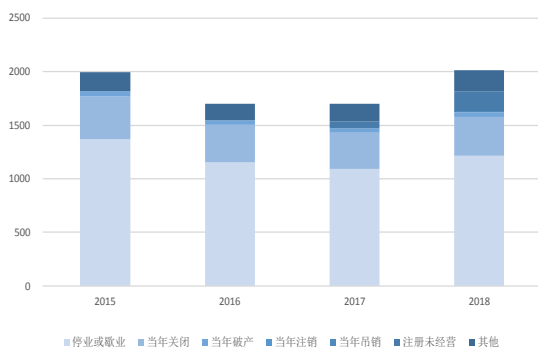
图 24: 国际胎企研发支出明显高于国内

轮胎公司	研发支出 (亿元)		
	2016	2017	2018
普利司通	56.85	57.76	64.08
米其林	52.46	50.01	50.85
HANKOOK TIRE CO	9.62	10.85	
正新	10.34	11.19	10.78
玲珑轮胎	3.61	5.10	5.50
三角轮胎	3.77	4.74	4.45
赛轮轮胎	2.62	1.89	2.31
森麒麟	0.63	0.64	0.58
通用股份	1.09	1.25	1.37
中策橡胶		8.38	9.60

数据来源: 公司公告, 渤海证券

国内轮胎行业内部产能正在经历出清优化。工信部和中國橡胶协会不断出台文件限制低水平和重污染的轮胎企业准入，并严格把控既有轮胎生产企业的环境影响，淘汰落后产能，提升产业集中度。近年来，轮胎行业中众多低效率的中小企业纷纷出局，尤其以产量占全国一半左右的轮胎生产大省山东为代表，目前，山东省推动轮胎行业高质量发展的大规划，进入到实质性落实阶段。根据规划，提高行业集中度是未来重点工作，即在轮胎整体产能基本保持不变的情况下，培育4到8家领军轮胎企业。据山东省橡胶行业协会张洪民介绍，该省至少有95家轮胎生产企业被淘汰出局。2019年上半年，东营多个破产的大型轮胎企业快速推进重整工作。我们认为，随着国内轮胎行业持续整顿出清，行业市场集中度有望持续提升，整体竞争力逐步提升的国内优质头部胎企未来有望持续受益。

图 25: 橡胶行业非正常经营企业情况



资料来源: 中国基本单位统计年鉴, 渤海证券

图 26: 2018 山东吊销执照/破产的橡胶轮胎企业较多

吊销执照	破产
东营市博润橡胶助剂有限公司	山东永泰集团有限公司
广饶县建华轮胎有限责任公司	山东恒宇橡胶有限公司
广饶县亿冠橡胶有限公司	山东奥戈瑞轮胎有限公司
东营市金楠橡塑有限公司	山东长虹橡胶科技有限公司
广饶县鑫亚橡塑有限公司	奥戈瑞车胎集团有限公司
山东佰亿达橡胶轮胎有限公司	山东大王金泰集团有限公司
广饶县金源橡胶水胎有限公司	山东纳英橡胶有限公司
广饶县龙昌橡胶有限公司	山东奥赛轮胎有限公司
山东昌汇汽配有限公司	山东德通车胎股份有限公司
广饶华长瑞橡胶机械有限公司	山东奥戈瑞国机贸易有限公司
东营市泰达橡胶有限责任公司	东营市卡其盾贸易有限公司
东营市佑辰橡胶有限公司	青岛奥拓普经贸有限公司
东营市永信车轮有限公司	山东海德威车轮有限公司

资料来源: 人民法院公告网, 轮胎世界网, 渤海证券

图 27: 国内轮胎上市公司营收排名

轮胎公司	营收规模 (亿元)		
	2016	2017	2018
中策橡胶		253.92	268.82
玲珑轮胎	105.18	139.18	153.02
赛轮轮胎	111.33	138.07	136.85
三角轮胎	67.10	79.21	75.11
贵州轮胎	55.87	69.60	68.25
风神股份	73.25	73.04	62.19
森麒麟	24.27	36.08	41.76
通用股份	33.61	37.65	38.47
青岛双星	49.28	39.98	37.45
S佳通	30.24	34.58	33.69

资料来源: Wind, 渤海证券

图 28: 国内轮胎上市公司净利润排名

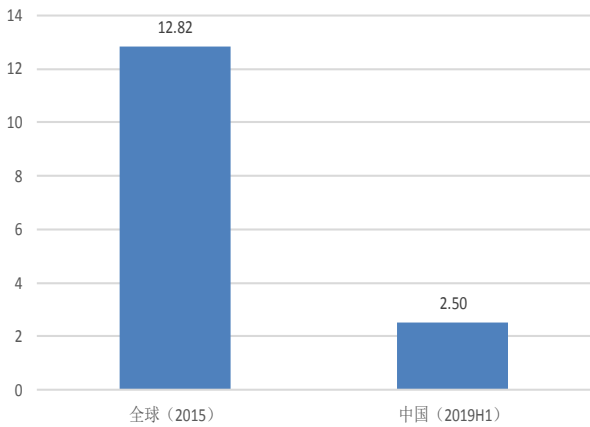
轮胎公司	净利润 (亿元)		
	2016	2017	2018
玲珑轮胎	10.10	10.48	11.81
中策橡胶		6.57	8.02
赛轮轮胎	3.71	3.16	6.57
森麒麟	3.10	3.93	4.89
三角轮胎	8.25	4.84	4.83
S佳通	3.11	1.30	1.84
通用股份	1.70	1.48	1.48
贵州轮胎	0.15	-2.22	0.88
青岛双星	0.78	1.02	0.29
风神股份	0.85	-4.75	0.18

资料来源: Wind, 渤海证券

整体来看，全球及国内汽车保有量在稳定的增长，截止今年上半年国内汽车保有量已达 2.5 亿辆（按照趋势预计全球在 14-15 亿辆左右），巨大的汽车存量市场将为全球轮胎企业提供稳定的售后替换需求。按照约 3/4 的轮胎需求在替换市场的判断，我们预计，全球轮胎市场将保持较为稳定的增长，出现大幅波动的概率较小。

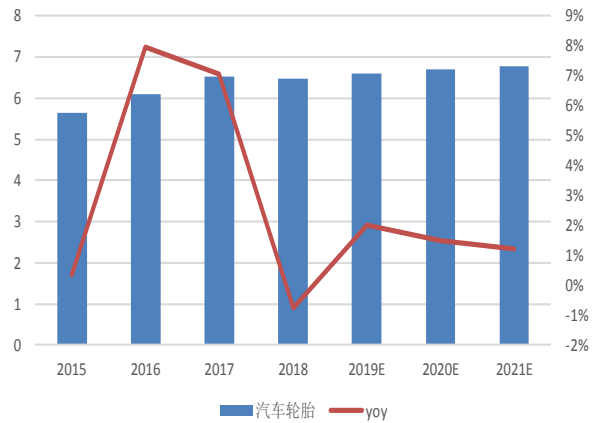
考虑到全球汽车产销不景气，轮胎市场增长的存量逻辑更加明显，预计国内优质龙头胎企的头部效应将越发明显，尾部中小胎企将因环保因素及市场竞争力不足将陆续被踢出局。

图 29: 全球汽车保有量大 (亿辆)



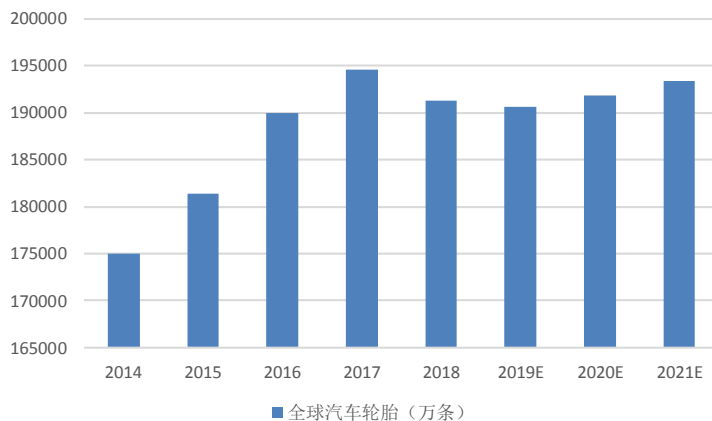
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 30: 国内汽车轮胎产量及预测 (亿条)



资料来源: 玲珑年报, 渤海证券

图 31: 全球轮胎产销稳健增长 (根据汽车产量测算)

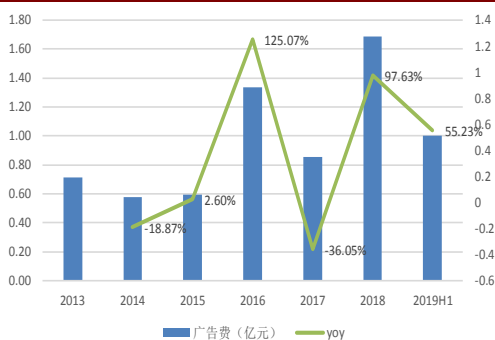


数据来源: Wind, 渤海证券

2.3 公司强化营销塑品牌，量利齐升赢未来

国内轮胎行业经过多年的低水平重复建设及价格竞争，形成了“量多利薄、品牌羸弱”的局面，经过创一代与创二代企业家的苦心经营，目前自主胎企的产品性能与外资的差距在不断缩小，性价比优势越发明显。但轮胎属于汽车最重要的安全部件之一，除了产品性能外，品牌与口碑是影响消费者选择的主要因素之一，而这恰恰是自主胎企的痛点所在，因此，目前亟需解决的是品牌重塑问题，我们认为，除了加强研发提升产品性能外，还需努力做好广告宣传，合力提升品牌知名度。前面分析到国内胎企研发支出明显低于国际胎企，这里从A股轮胎上市公司的广告宣传费（业务宣传费）数据来看，三角、中策与玲珑支出明显多于其他国内胎企，但相比于固特异的广告费支出亦存在很大的差距。总的来看，国内胎企仍需要在研发与宣传上加大投入，不断提升其品牌力，中策、玲珑等优质自主胎企从近几年的研发与广支出数据走势来看在不断发力，品牌知名度有望不断提升，其中，玲珑品牌价值在持续提升，2019年已达454亿元。

图 32: 公司广告宣传费大幅增长



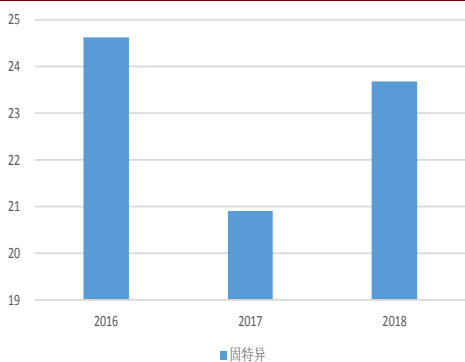
资料来源：公司公告，渤海证券

图 33: A 股轮胎上市公司广告宣传费比较

轮胎公司	广告费 (亿元)					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
中策橡胶			1.30	1.29	1.79	
玲珑轮胎	0.58	0.59	1.34	0.85	1.69	1.00
赛轮轮胎	0.40	0.61	0.56	0.62	0.60	0.27
三角轮胎	0.31	0.20	0.74	1.16	2.43	0.47
贵州轮胎	0.13	0.18	0.17	0.10	0.17	0.07
风神股份	1.48	0.91	0.73	0.32	0.28	0.15
通用股份	0.07	0.13	0.17	0.26	0.16	0.04
青岛双星	0.10	0.11	0.17	0.19	0.14	0.08
森麒麟			0.15	0.22	0.17	

资料来源：公司公告，渤海证券

图 34: 固特异广告费支出 (亿元)



资料来源：公司公告，渤海证券（注：按每年最后一天的汇率换算）

图 35: 玲珑品牌价值持续提升 (亿元)



资料来源：公司公告，渤海证券

优质客户的开发与产品的丰富完善，保障销量持续较快增长。轮胎企业主要面对两个市场：原配胎市场和售后胎市场。在原配胎市场，公司与众多国内外知名汽车品牌签订配套合同，尤其在 2018 年后轮胎配套车型迅速增加，累计配套车型已达 20 余款，2019 年上半年又成功配套一汽大众捷达主胎、长安福特福睿斯两款主胎、雷诺电动车主胎和一汽红旗 L5 国宾车民用版补气保用轮胎等；同时，大众、上汽通用等优质客户拥有比较大的产销规模，有望保障公司产品配套需求的稳定增长。在售后胎市场，公司不断丰富和完善产品类型，覆盖目前市场所有主流车型，且每款车型对应多种产品系列供消费者选择。在性价比优势的基础上，随着产品丰富度的提升和品牌力的建设，售后胎市场也大有可为。我们认为，随着配套车型的增加、配套客户的带动以及零售市场的深度开发，未来公司产销规模将持续较快提升。

表 5：公司配套客户

国外配套	国内配套		
德国大众（含奥迪）	东风股份	一汽红旗	福田汽车
美国通用	东风柳汽	上汽通用五菱	厦门金龙
美国福特	长安福特	斗山工程机械	江铃
俄罗斯雷诺日产	吉利	长城	启辰
印度塔塔	众泰	比亚迪	
巴西现代	一汽解放	奇瑞	
乌兹别克通用	一汽奔腾	深圳中集	
伊朗霍德罗	中国重汽	长安汽车	
凯斯纽荷兰	陕西重汽	长安商用	
巴基斯坦日野	上汽红岩	宝骏	

资料来源：公司公告，公开信息整理，渤海证券

图 36：公司主要配套品牌及车型统计

配套合资品牌			配套红旗、吉利			配套一汽、上汽		
配套车型	轮胎型号	产品系列	配套车型	轮胎型号	产品系列	配套车型	轮胎型号	产品系列
一汽大众捷达VS7	225/55 R18	Green-MAXHP200	红旗L5	275/40R20	CrossWind	一汽吉林森雅R7	205/65R1695H	CrossWindHP010
一汽大众捷达VS5	225/50 R18	Green-MAXHP200	红旗L7	275/40R20	CrossWind	一汽轿车B30	205/55R16	GREEN-MaxHP01.
一汽大众捷达VS3	185/60 R15	Green-MAXHP010	红旗LS5	275/55R20	CrossWind	一汽轿车B50	205/60R1692V	CrossWindHP010
长安福特领界	215/65R16	CrossWindHP010	吉利远景X1	175/60R1581H	GREEN-MaxHP010	一汽森雅R7	215/55R1794V	CrossWindHP010
长安福特新福克斯	205/60R16	CrossWindHP010	吉利远景X3	205/60R1692H	CrossWindHP010	一汽森雅R9	215/55R1895H	GREEN-MAX4X4HP
长安福特新福睿斯	205/55R16; 195/65R15	ATLAS	吉利远景X6	225/65R17102H	CROSSWIND4X4HP	一汽奔腾T77	215/55R1895H	GREEN-Max4x4HP
长安福特蒙迪欧	T125/80 R16	备胎	吉利远景SI	215/50R1791V	GREEN-Max	一汽奔腾T77	225/45R1992v	GREEN-Max4x4HP
长安福特翼虎	T125/70 R17	备胎	吉利新帝豪	205/55R1691v	GREEN-MaxHP010	一汽轿车B30出租车	195/65R15	GREEN-MaxHP010
			吉利帝豪Gse	225/45R1895v	GREEN-Max	上汽五菱宏光	195/60R1588H	L788
			吉利帝豪GL	215/60R1796H	GREEN-MaxHP010	上汽五菱宝骏730	195/55R16	GREEN-MaxHP01.
			吉利帝豪S	215/55R1895v	GREEN-MaxHp01	上汽五菱宝骏180s	205/60R16	CrossWindHP010
			吉利缤越	215/65R1698H	Green-Max4X4HP	上汽五菱宝骏120S	205/65R16	GREEN-MaxHP050
			吉利缤瑞	205/50R1789v; 205/55R1691v	GREEN-MaxHP100			

资料来源：车轱辘轮胎网等公开资料，渤海证券

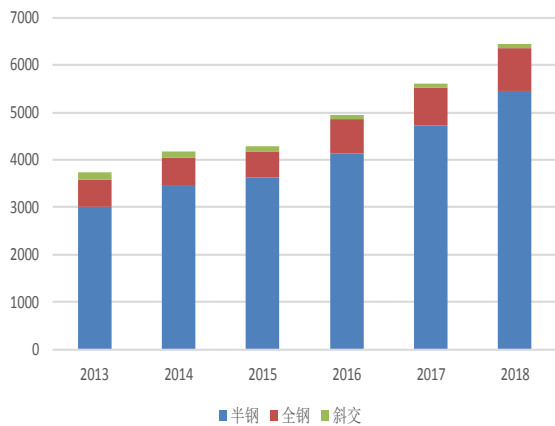
表 6: 公司售后胎市场产品系列不断完善 (以大众品牌为代表)

主要车型	对应轮胎
大众朗行	CROSSWIND 御风 R701; GREEN-Max 绿行 Winter Ice I-15; L788; CROSSWIND R791; GREEN-Max 绿行 HP010; GREEN-Max 绿行 CROSSWIND 御风 R701; GREEN-Max 绿行 Winter Ice I-15; L788; CROSSWIND R791;
大众高尔夫	GREEN-Max 绿行 HP010; GREEN-Max 绿行; CrossWind 御风 EcoT; CrossWind 御风 HP010; CrossWind 御风
大众途安	CROSSWIND 御风 R70; GREEN-Max 绿行 Winter I; L788; CROSSWIND R791; GREEN-Max 绿行 HP010; GREEN-Max 绿行
大众途观	GREEN-Max 绿行 4X4 ; GREEN-Max 绿行 Winter Ice I-15 SUV; LMB2; CrossWind 御风; CrossWind 御风 HP010
大众迈腾	GREEN-Max 绿行; CrossWind 御风
大众朗逸	CROSSWIND 御风 R701; GREEN-Max 绿行 Winter I; L788; CROSSWIND R791; GREEN-Max EcoTouring
大众宝来	CROSSWIND 御风 R701; GREEN-Max 绿行 Winte; L788; CROSSWIND R791; GREEN-Max 绿行 HP010; GREEN-Max 绿行
大众捷达	GREEN-Max 绿行 Winter I; CROSSWIND R791; GREEN-Max 绿行 HP010; CrossWind 御风 HP010
奥迪 Q3	GREEN-Max 绿行 4X; GREEN-Max 绿行 Winte; LMB2; CrossWind 御风; GREEN-Max 绿行
奥迪 Q5	GREEN-Max 绿行 4X; GREEN-Max 绿行 Winte; LMB2; CrossWind 御风; GREEN-Max 绿行
奥迪 A4	GREEN-Max 绿行; CrossWind 御风
奥迪 A6	CROSSWIND 御风 R70; GREEN-Max 绿行 Winter I; L788; CROSSWIND R791; GREEN-Max 绿行 HP010; GREEN-Max 绿行
斯柯达明锐	CROSSWIND 御风 R70 ; GREEN-Max 绿行 Winter Ice I-15 ; L788 ; CROSSWIND R791; GREEN-Max 绿行 HP010; GREEN-Max 绿行
斯柯达晶锐	GREEN-Max 绿行 Winter Ice I-16; CROSSWIND R791; GREEN-Max 绿行 HP010; CrossWind 御风 HP010
斯柯达速派	GREEN-Max 绿行 Winter Ice I-16; GREEN-Max 绿行; CrossWind 御风
斯柯达昕动	GREEN-Max 绿行 Winter Ice I-16; CROSSWIND R791; GREEN-Max 绿行 HP010; CrossWind 御风 HP010

资料来源: 公司官网, 渤海证券

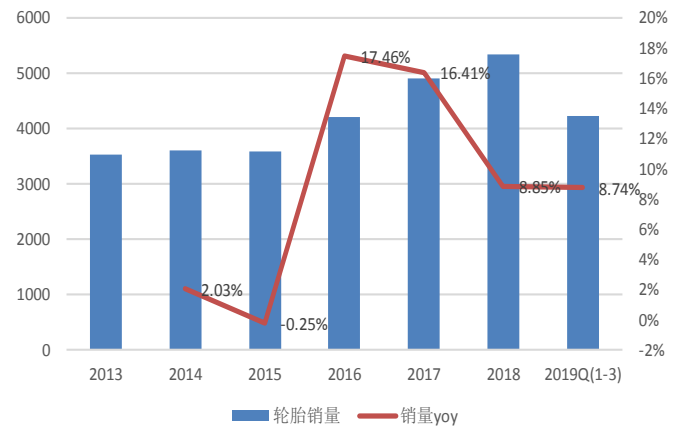
为配合市场开拓, 公司积极扩建产能, 目前已形成“4+2”基地布局, 预计 2020 年规划产能达 9000 万条。而在市场开拓与产能扩建的共同推动下, 公司近几年经营持续以明显高于下游汽车产销增速的速度较快增长: 2016-18 年产销量年平均增长率均是 13%, 营业收入年平均增长率是 21%, 营业利润年平均利润增长率是 10%。我们认为, 未来随着对大众福特通用等优质客户的持续深入配套, 以及巨大存量汽车市场的稳定售后更换需求, 公司整体经营仍有望保持快速增长。

图 37: 公司积极扩建产能 (万条)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 38: 公司轮胎销量近几年保持明显高于汽车行业的较快增长

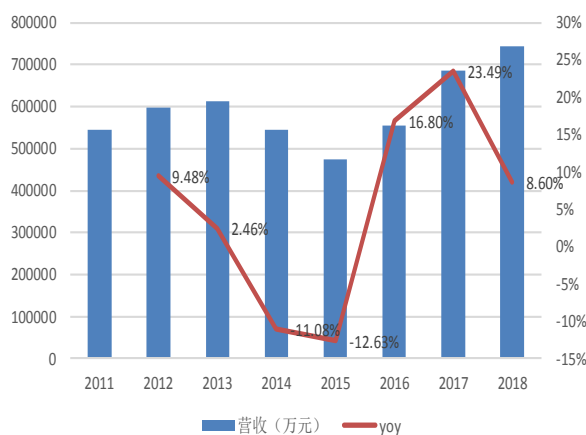


资料来源: 公司公告, 渤海证券

国际化布局成效显著。公司坚持国际化的品牌发展战略,一方面重视海外市场开拓,提升公司国际竞争力及中长期成长空间;另一方面,可以规避欧盟、美国等对我国轮胎的“双反”以及经贸摩擦的影响。随着泰国工厂投产并正常化运营,2016-18年,海外收入从55.54亿元增长到74.48亿元,年复合增速近16%,明显高于前期水平。作为最早在泰国设厂的轮胎企业之一,高瞻远瞩的国际视野为公司带来丰厚收益,泰国工厂净利润从2015年的2亿元增长到2018年的7.36亿元,年复合增速高达54%,2019年上半年已经达到4.77亿元,增速高达76%,继续保持高速增长,明显高于公司整体水平。

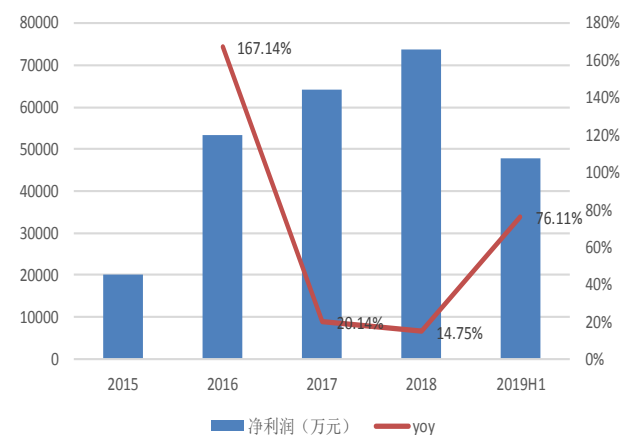
综上分析,我们认为,随着公司国际化战略的持续推进(塞尔维亚后续的建成投产以及另外一家海外工厂的落地),凭借优秀的产品性价比优势,未来海外将持续成为公司收入与利润新的重要增长极。

图 39: 出口及海外销售收入



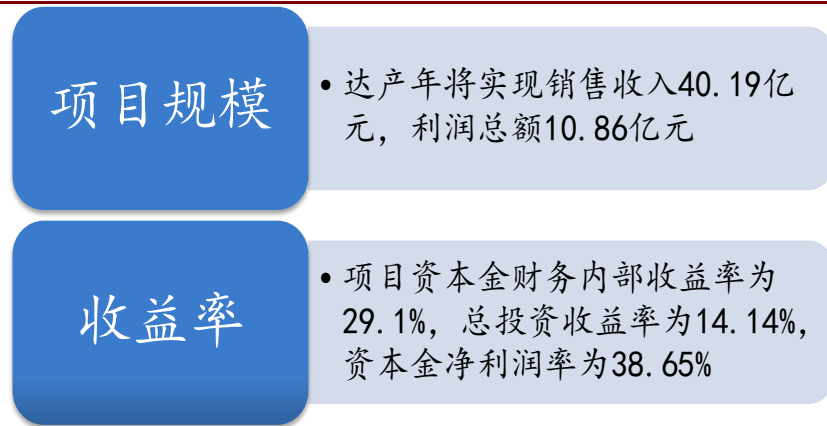
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 40: 泰国工厂净利润快速增长



资料来源: 公司公告, 渤海证券

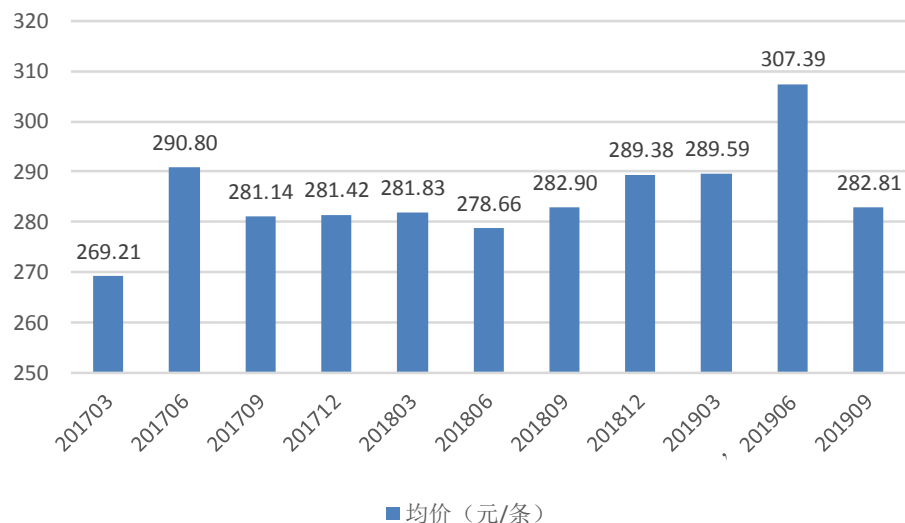
图 41: 公司塞尔维亚工厂项目规模大, 收益率高



资料来源: 公司公告, 渤海证券

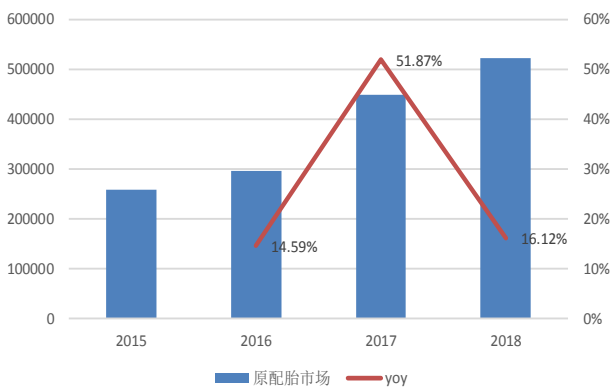
产品结构提升, 公司盈利能力持续改善。公司重视合资品牌车型配套市场的需求, 想借此进入中高端轮胎配套及相应售后市场, 提升公司产品结构, 改善盈利能力。目前公司是国内唯一同时进入奥迪、大众、通用、福特等世界知名车企供应商体系的自主胎企, 并为全球多家汽车厂 100 多个生产基地提供配套服务, 从数据来看, 公司近几年单胎均价在持续提升 (2019Q3 均价回落预计主要是半钢占比提升的原因), 佐证了产品结构在提升的逻辑。近年来, 公司配套市场收入不断增加, 从 2015 年的 25.81 亿元增长到 2018 年的 52.16 亿元, 年复合增速达 26%, 对应营收占比不断提升, 从 29.94% 上升至 34.43%。从合资品牌车型定位与价格体系来看, 我们判断, 公司配套大众福特通用等合资品牌的轮胎价格与利润均高于配套国内自主品牌, 甚至零售亦是这样。所以, 随着公司打入主流合资品牌配套体系并深入开发, 未来公司产品结构有望持续提升, 盈利能力有望逐步增强。

图 42: 公司轮胎单季均价表现



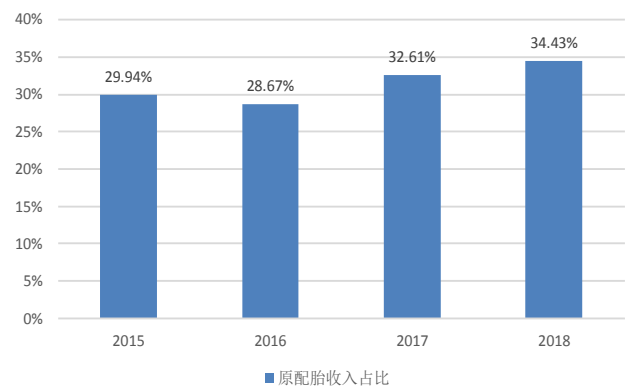
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 43: 公司配套收入快速增长 (万元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

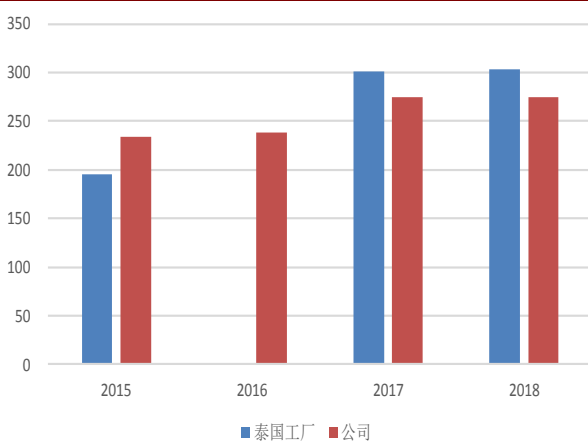
图 44: 公司配套收入占比提升



资料来源: 公司公告, 渤海证券

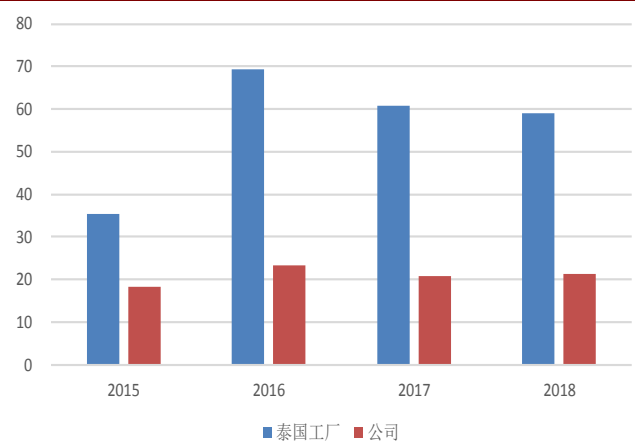
以泰国工厂为典范, 见证公司产品结构改善, 盈利能力提升。泰国工厂客户主要来自美国、泰国、马来西亚等, 为回应反倾销策略, 欧盟的卡客车轮胎订单也由国内转至泰国工厂生产。这些订单的单胎均价和单胎利润高于公司平均水平, 在一定程度上助力公司单胎均价的提升与整体盈利能力的改善, 数据显示泰国工厂的盈利能力(净利率/ROA/ROE)明显高于公司整体水平。目前泰国工厂整体一直处于高负荷运转状态, 公司在2013年在泰国建立了第一个海外生产基地后, 时隔仅一年半就启动二期项目建设, 2018年3月又投资开展三期项目, 一方面可以及时满足海外客户需求, 另一方面可以有效规避贸易摩擦风险。**我们认为, 在公司积极开拓中高端客户并布局海外市场(泰国、塞尔维亚)的共同推动下, 公司产品结构与盈利能力有望不断提升, 带动公司实现高质量发展。**

图 45: 泰国工厂单胎均价高于公司 (元/条)



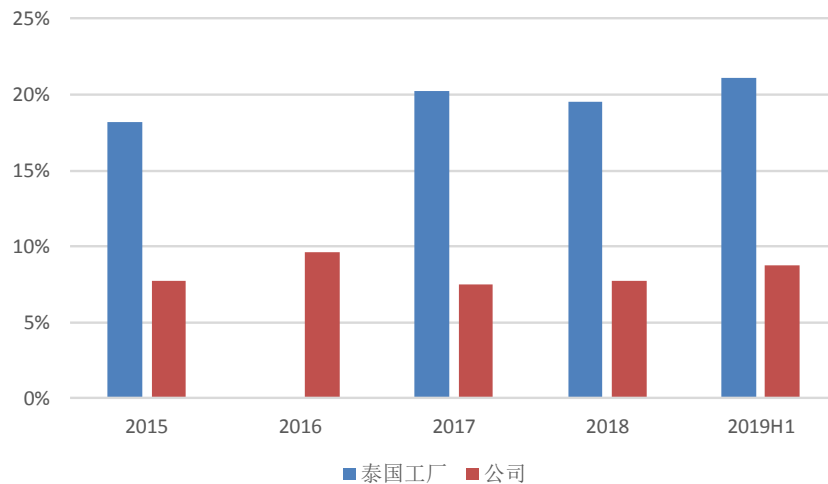
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 46: 泰国工厂单胎利润高于公司 (元/条)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 47: 泰国工厂净利率高于公司整体



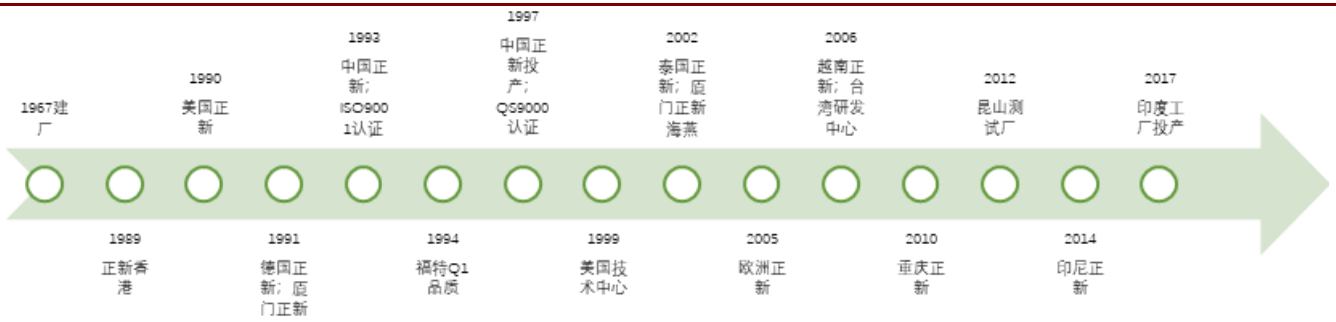
资料来源: 公司公告, 渤海证券

2.4 从正新发展管窥公司未来前景

虽然公司与“三巨头”企业尚有明显差距, 但作为国产轮胎企业的优秀代表, 正逐步缩小与第二梯队轮胎企业的差距。在这一过程中, 公司与同为家族式经营的正新橡胶的发展道路有一定的相似性。

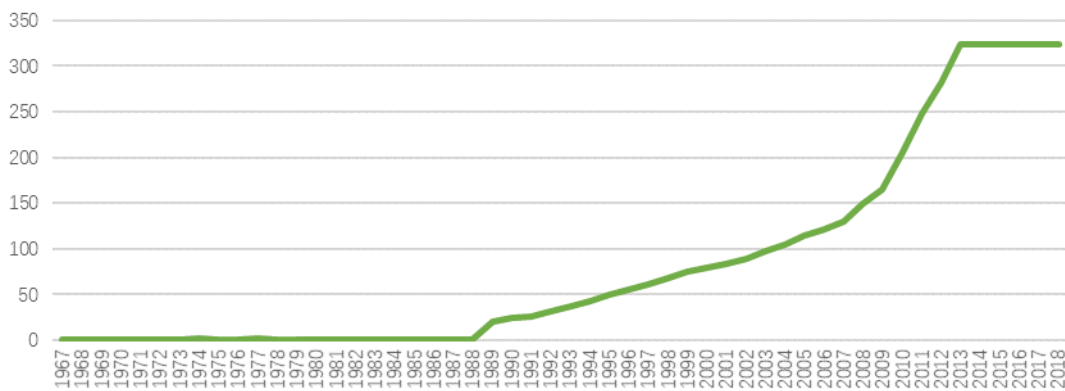
正新轮胎位列全球轮胎企业前十强, 也是全球轮胎企业发展最快的十强之一, 其发展飞跃之路可分为三个阶段。第一阶段, 在 1967 年建厂到 1989 年间, 公司实收资本额未有太大变动, 但生产经营范围从自行车胎和摩托车胎扩展到汽车胎, 1983 年开始子午胎生产, 并相继建立了本厂、中庄厂和溪州厂。在二十余年的积淀后, 正新轮胎不满足于台湾市场, 1989 年成立香港正新, 开始到大陆发展。此后, 公司发展进入第二阶段, 这一阶段全球扩张是主旋律。正新相继在福建厦门、江苏昆山、天津和重庆等地建立企业和工厂, 还将生产基地布局至北美、欧洲和东南亚。在产能和规模扩张的同时, 正新不忘提升产品质量, 向高端配套市场进军, 1994 年获得了福特 Q1 品质奖, 还相继获得了 ISO 9001、QS9000、ISO/TS 16949 等产品认证, 成为通用和福特在亚洲地区的配套轮胎供应商。另外, 公司注重研发的长效投入, 在美国和台湾多地成立了技术中心。在配套市场的带动和品牌塑造、研发投入的共同发力下, 2010 年进入世界轮胎前十强, 此后, 正新轮胎进入飞速发展的第三阶段。2012 年成立自主轮胎测试厂保持技术水平, 2014 年集团规模达到 42.6 美元并开始印尼和印度生产基地的扩张计划, 2018 年公布的世界前十强榜单中, 依然有正新轮胎的身影。纵观正新发展之路可见, 全球扩张、重视研发和配套优先是品牌跃升的三把宝剑。

图 48: 正新发展之路



资料来源: 公司官网, 公司公告, 渤海证券

图 49: 正新实收资本 (亿台币)

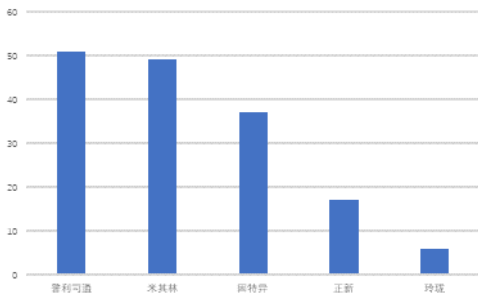


资料来源: 公司公告, Wind, 渤海证券

2.4.1 全球扩张脚步的重合

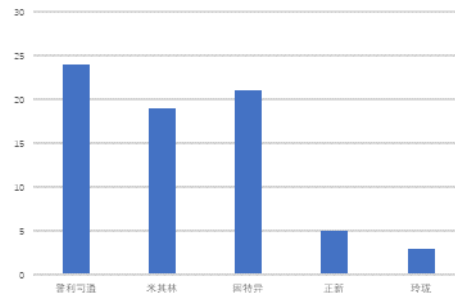
世界一流的轮胎企业, 都重视国际化的生产布局。轮胎三巨头的生产基地遍布 20 多个国家和地区, 虽然目前玲珑的工厂数量和分布还不及头部企业, 但是“5+3”的战略布局是生产国际化的第一步。玲珑与正新一样, 在本土发展到一定规模后, 开始第二阶段的全球扩张, 两家企业都是从亚洲起步, 也都在泰国罗勇设厂。相比正新在 5 个国家和地区建立 17 个工厂, 玲珑已经在 3 个国家和地区建立 6 个工厂, 后续的产能发展值得期待。

图 50: 正新工厂企业个数



资料来源:《橡塑技术与装备》, 渤海证券

图 51: 正新工厂企业国家和地区数



资料来源:《橡塑技术与装备》, 渤海证券

表 7: 正新工厂分布

厂址	轮胎类型	产能/条·日	厂址	轮胎类型	产能/条·日
中国厦门 1	乘用车轮胎、轻卡轮胎、载重汽车/公交车轮胎、农用轮胎、摩托车轮胎、矿用机械/工程轮胎、工业轮胎、航空胎和赛车胎(rx)	364450	中国厦门 3	工业轮胎(r,b)	546200
中国江苏昆山	乘用车轮胎、轻卡轮胎和载重汽车/公交车轮胎(r)	60600	中国天津	摩托轮胎(b)	115610
中国重庆	乘用车轮胎和轻卡轮胎(r)	25955	中国台湾	乘用车轮胎、轻卡轮胎、载重汽车/公交车轮胎、农用轮胎、摩托车轮胎、工业轮胎和赛车胎(r,b)	151640
中国福建漳州	乘用车轮胎和摩托车轮胎(r,b)	121500	泰国罗勇	乘用车轮胎、轻卡轮胎、载重汽车/公交车轮胎、农用轮胎、摩托车轮胎和工业轮胎(r)	42900
中国厦门 2	载重汽车/公交车轮胎(r,b)	9850	越南东来	轻卡轮胎、载重汽车/公交车轮胎和摩托车轮胎(r,b)	84570

资料来源: 中国橡胶工业年鉴, 渤海证券

2.4.2 研发投入的重视和自主试验场的建设

正新飞速发展的第二把宝剑是对研发投入的重视, 这是不断创造出更高质量和更优性能产品的保证。为此, 轮胎企业需要有自主研发的技术中心和自主建设的轮胎试验场。正新在企业发展的二三阶段逐渐在中国、美国、日本、加拿大和荷兰建立研发技术中心, 并在第三阶段开始自建轮胎试验场。玲珑已经有了超越其第二阶段的发展意识, 以北京研发中心、北美研发中心为建设基础, 相继在烟台、上海、德国设立了研究分院, 还投资建设了国内首家室外轮胎试验场中亚轮胎试验场。试验场的建设, 对出口产品检测具有重要的积极影响。

图 52: 玲珑中亚轮胎试验场



资料来源: 轮胎世界网, 渤海证券

表 8: 各公司企业技术中心与试验场情况

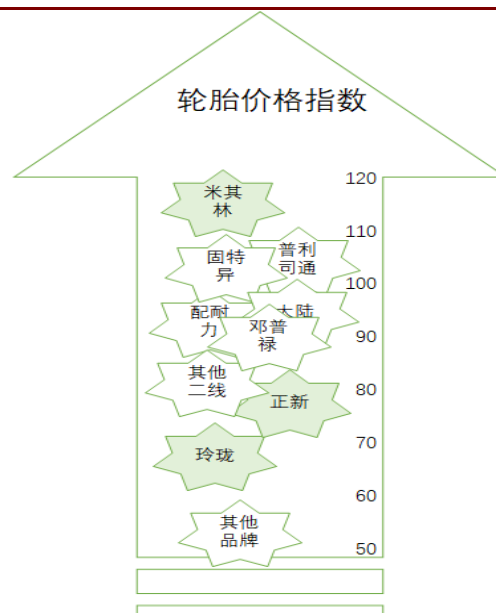
企业	成立时间	技术中心	轮胎试验场
普利司通	1931	阿克伦、东京、横滨、罗马、无锡、曼谷	日、美、意、中、墨西哥、巴西、印尼
米其林	1889	法、日、美、泰、中	法、美、西
固特异	1898	美、卢森堡、中	美, 法、卢
正新	1967	中、美、日、德、加、荷兰	中
玲珑	1975	中、德、美	中

资料来源: 《橡塑技术与装备》, 渤海证券

2.4.3 配套市场的竞争优势

“配套优先”是正新跨越第二阶段、开始飞速增长的重要举措。配套市场的竞争力,也是玲珑下一步发展的关键点。目前,公司已为大众(含奥迪)、通用、福特、日产、一汽红旗、一汽奔腾、上汽通用五菱等全球多家知名主机厂 100 多个生产基地提供配套,在配套市场进一步攻城略地,玲珑产品的性价比是制胜法宝。根据《橡塑技术与装备》的资料,轮胎三巨头的价格指数远远高于其他品牌,米其林可达 120,固特异和普利司通为 110~90,多数二线品牌的价格指数也在 100~80 之间,相比之下,玲珑的价格指数更低,但是产品的高质量也可以得到保障。因此,高性价比使得玲珑在竞争中更具优势。目前,玲珑在全球的市场份额仅有 1% 左右(按销售额算),未来势必还有广阔的市场空间和发展潜力。

图 53: 世界轮胎企业价格指数

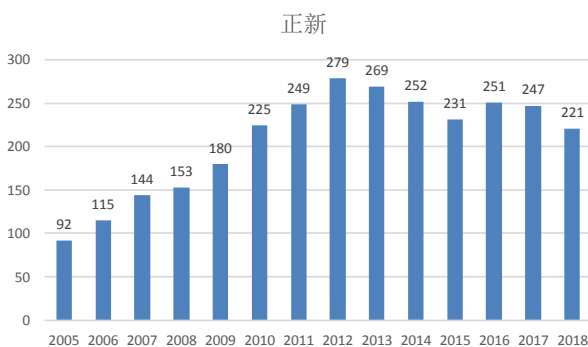


资料来源: 《橡塑技术与装备》, 渤海证券

根据可获得的数据发现，2005-2013 年是正新快速发展的阶段，营收从 92 亿元增长至 269 亿元，净利润从 3 亿元增长至 37 亿元，2013 年后营收与净利润走势明显向下。与正新发展历程进行对比发现，2005-2009 年与玲珑 2011 年以来的营收和利润水平相近，营收区间【100，180】亿元左右，净利润区间【4，20】亿元左右。其中，2018 年玲珑营业收入为 153.02 亿元，接近正新 2008 年 153 亿元的营收；玲珑 2018 年的营业利润和归母净利润分别为 12.79 亿元和 11.81 亿元，也在正新 2005 至 2009 年间利润波动的区间内。另外，玲珑与固铂、东洋轮胎的营收及利润体量差距较小，随着快速发展，未来几年有望迎头赶上这些第二梯队的轮胎企业。

从市盈率指标来看，玲珑与正新以及整个轮胎板块没有显著差异，而从市值（2019.10.28）来看，正新总市值超过 350 亿元（对应正新 2018/2019H1 净利润为 7/6 亿元），而玲珑为 246 亿元（对应 2018/2019H1 净利润 11.81/7.25 亿元）。我们认为，目前玲珑发展正迎头向上，国内外发展空间与潜力大，未来经营规模与市值规模将持续提升，甚至有望超越正新，从估值角度看，给予玲珑适当估值溢价是合理的。从更长远的角度来看，经营规模若能接近第一梯队的普利司通、米其林，则市值天花板有望接近甚至超过 2000 亿元。

图 54: 正新营收 (亿元)



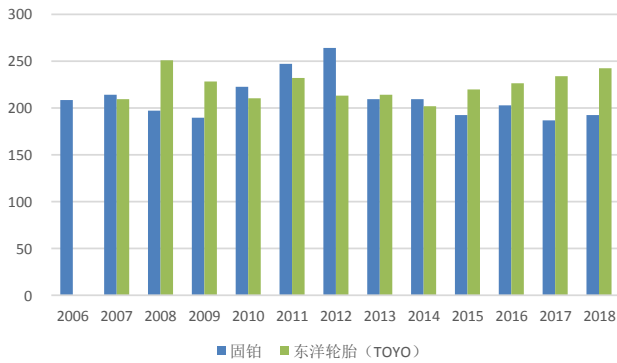
资料来源: Wind, 渤海证券

图 55: 正新净利润 (亿元)



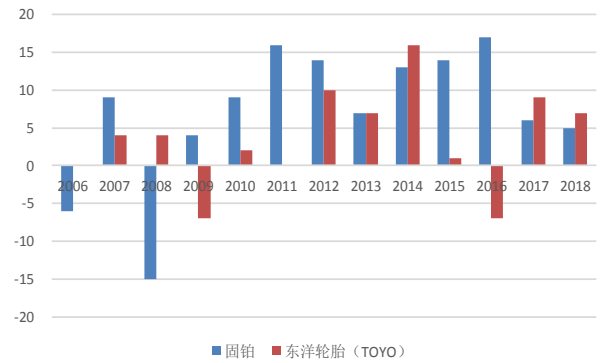
资料来源: Wind, 渤海证券

图 56: 固铂与东洋轮胎营收 (亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 57: 固铂与东洋轮胎净利润 (亿元)



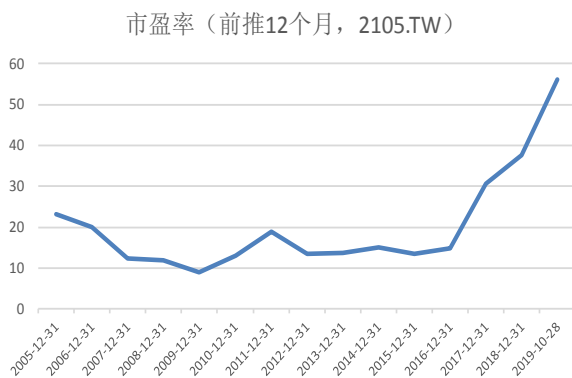
资料来源: Wind, 渤海证券

图 58: 玲珑未来发展方向与路径



资料来源: 渤海证券

图 59: 正新市盈率走势



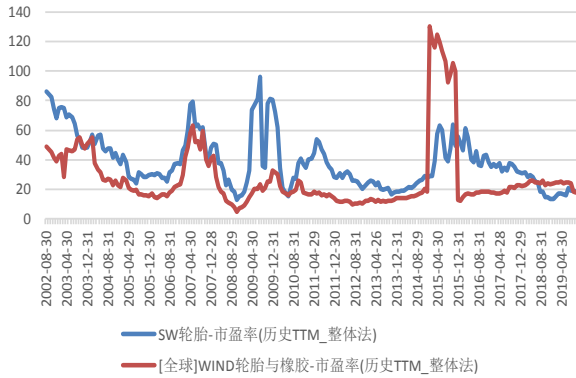
资料来源: Wind, 渤海证券

图 60: 玲珑市盈率走势



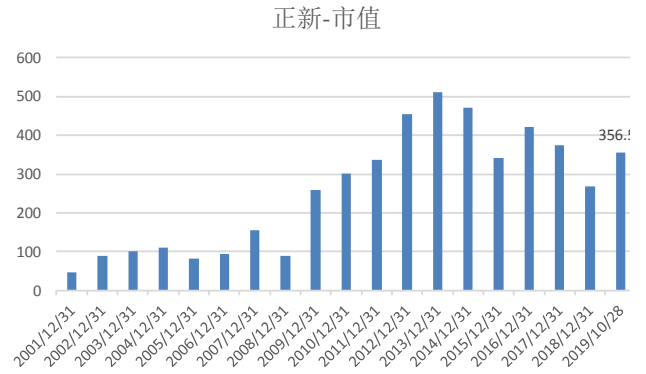
资料来源: Wind, 渤海证券

图 61: 国内外轮胎板块市盈率



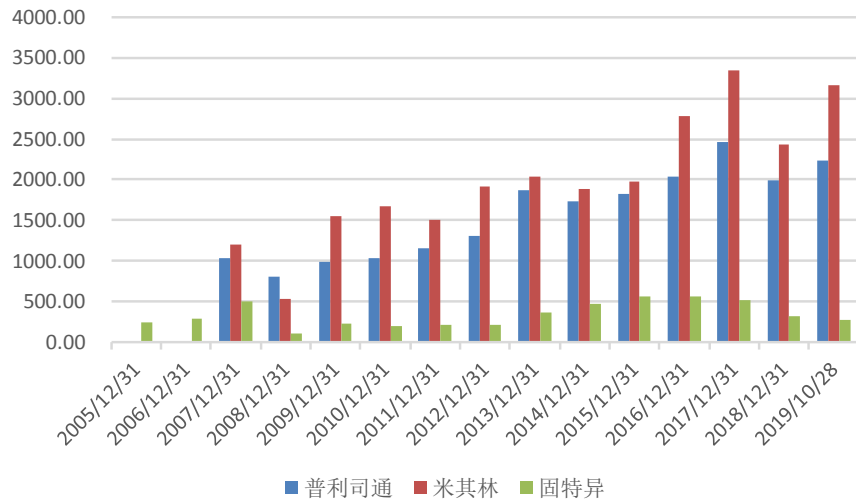
资料来源: Wind, 渤海证券

图 62: 正新市值 (亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 63: 轮胎三巨头市值情况 (亿元)



资料来源: 渤海证券

3. 盈利预测与估值讨论

假设条件:

1. 公司轮胎销售较快增长, 轮胎价格持续提升;
2. 天胶等主要原材料价格处于低位震荡;
3. 期间费用控制得当。

表 9: 公司分业务预测

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
轮胎主业合计	营收 (万元)	1031416.34	1377197.69	1514702.90	1711000.00	2019600.00	2416000.00
	yoy		33.52%	9.98%	12.96%	18.04%	19.63%
	营业成本 (万元)	742227.50	1050885.84	1157125.20	1274695.00	1498543.20	1787840.00
	毛利率	28.04%	23.69%	23.61%	25.50%	25.80%	26.00%
	其他业务收入 (万元)	20364.48	14609.57	15455.43			
	其他业务成本 (万元)	16731.74	8791.12	10332.93			
合计	营收 (万元)	1051780.82	1391807.26	1530158.33	1711000.00	2019600.00	2416000.00
	yoy		32.33%	9.94%	11.82%	18.04%	19.63%
	营业成本 (万元)	758959.24	1059676.96	1167458.13	1274695.00	1498543.20	1787840.00
	毛利率	27.84%	23.86%	23.70%	25.50%	25.80%	26.00%

数据来源: 公司公告, 渤海证券

我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 171.10/201.96/241.60 亿元, 同比增长 11.82%/18.04%/19.63%, 实现归母净利润 14.60/18.36/23.10 亿元, 同比增长 23.59%/25.78%/25.81%, 对应 EPS 为 1.22/1.53/1.93 元/股, 2019/2020/2021 年 PE 分别为 17/13/11 倍, 通过与 A 股可比轮胎公司比较, 结合公司发展情况与前景, 建议给予 2020 年 15-18 倍 PE, 对应目标价区间为 **【22.95,27.54】**, 公司作为国内轮胎领域优质领先标的, 市场份额有望持续提升, 首次覆盖给予“增持”的投资评级。

表 10: A 股可比轮胎公司估值比较

证券代码	证券简称	EPS				PE		
		2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E
601163.SH	三角轮胎	0.78	0.92	1.08	14.34	17.66	15.06	12.75
601500.SH	通用股份				38.85			
601058.SH	赛轮轮胎	0.37	0.45	0.53	13.39	11.38	9.47	8.08
000589.SZ	贵州轮胎				22.91			
600182.SH	S 佳通				63.24			
600469.SH	风神股份	0.58	0.78	0.73	11.99	9.30	6.90	7.38
	平均				27.45	12.78	10.48	9.40
601966.SH	玲珑轮胎	1.22	1.53	1.93	16.15	16.73	13.30	10.57

数据来源: Wind 一致性预测 (截止 2019 年 10 月 29 日收盘), 渤海证券

风险提示: 市场开拓低于预期; 原材料涨价超预期; 期间费用增长超预期; 汇率风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昉
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn