

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2019年12月12日
市场数据

目前股价	21.26
总市值（亿元）	255.12
流通市值（亿元）	255.12
总股本（万股）	120,001
流通股本（万股）	120,001
12个月最高/最低	22.02/13.02

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

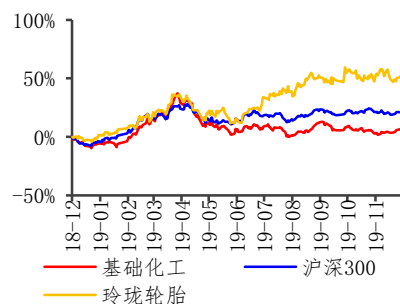
✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：张玉龙

S1070119070024

☎ 021-31829730

✉ zhangyulong@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

发力配套市场，迈向品牌竞争

——玲珑轮胎（601966）公司深度报告

盈利预测

单位：亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	139.18	153.02	168.79	189.34	213.53
YoY(%)	32.3%	9.9%	10.3%	12.2%	12.8%
净利润	10.48	11.81	16.62	19.31	23.08
YoY(%)	3.7%	12.7%	40.7%	16.2%	19.5%
摊薄 EPS	0.87	0.98	1.39	1.61	1.92
P/E(倍)	21.93	19.45	13.82	11.90	9.96

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 引言：如果说过去十年，对民族轮胎企业而言是质量、成本、规模的竞争，那么预计未来十年将会是品牌的竞争。谁能够在品牌竞争中取胜，谁就有希望成为全球领先的轮胎企业！而配套市场的突破，是轮胎企业树立品牌影响力的关键一步。**
- 在配套市场取得突破，是轮胎企业提升品牌力的关键一步：**我们认为轮胎企业在配套市场的份额是其品牌力的重要指标，主要原因有以下三点：
 - 从胎企自身角度。**一般来说，一流的车企往往会选择一流的胎企作为配套首选，而一流的胎企无一不在配套市场有较高份额。由于车企需要为整车质量负责，因此车企本身也是在为其配套的胎企在质量和品牌上背书。
 - 从整车厂角度。**如果轮胎企业品牌力强大，质量优异，整车企业也将更倾向于选择知名轮胎品牌来提升客户对车辆品牌度的认可，因此轮胎品牌对整车的品牌形象亦有锦上添花的作用。
 - 从消费者角度。**轮胎本身更换频率并不高，这意味着绝大多数消费者主要接触的轮胎品牌即为购车时所选整车所配套的轮胎。因此一个轮胎企业如果在配套市场毫无作为，等于是将消费者对其品牌认知最重要的机会放弃了。
- 民族轮胎品牌长期在配套市场处于弱势地位：**根据轮胎世界网2019年发布的数据，国产轮胎企业在中国轮胎市场的配套份额占比仅为23%，倘若将轮胎配套市场放眼至全球，国产轮胎配套市场占比还将进一步降低。此外，在有限的配套份额中，国产轮胎也更多地仅能够配套低端甚至低端以下品牌车系，国产轮胎品牌在配套市场尚处于弱势地位。
- 玲珑轮胎在配套市场崭露头角：**根据轮胎商业网发布的《2019乘用车原配轮胎排行榜》中，玲珑轮胎在2019年度原配轮胎品牌排行榜位列第7名，近三年玲珑轮胎配套实力呈逐年上升势头，公司在中国轮胎原配排行榜的排名较2017年时期前进了6名。另外，在豪华轿车原配轮胎排行榜中，今年玲珑轮胎位列第9名，较去年前进了1名，同时公司也是中国豪华轿车原配轮胎品牌首位，玲珑轮胎在配套市场已逐步崭露头角。

- **为什么玲珑能够持续打通配套市场？**关于玲珑轮胎能够持续打通配套市场我们主要分析了三点原因，**1) 优秀的技术实力与战略定力。**公司多年来在一直注重轮胎的研发投入，根据《Test World》出具轮胎测试报告显示，当前玲珑轮胎产品的综合性能已经同国际一线品牌不相上下，这是公司打通配套市场的立身之本。此外，进军配套市场，开拓周期一般较长，投入效果反馈较慢，很多胎企往往会望而却步。但玲珑轮胎能够一直在这个市场坚持不懈，说明其有很强的战略定力。**2) 拥有国内首家轮胎试验场，对拿下配套市场起到重要作用。**玲珑所拥有的中亚轮胎试验场能够对其生产和研发的轮胎进行全面系统的检测，公司轮胎产品质量得到保障的同时，其配套实力亦在不断得到验证。**3) 整车市场行情低迷为玲珑提供良好机遇。**当前车市低迷，车企需在不影响自身品牌价值的基础上不断降低汽车生产成本来维持盈利。当前玲珑轮胎在性能指标上已不逊于列强，产品具备性价比优势，公司在配套市场不断取得突破。
- **玲珑轮胎发力配套市场的战略意义——从成本竞争走向品牌竞争：**在配套市场取得突破，对玲珑轮胎的积极影响是多方面的：**1) 销售基数层面。**轿车与轮胎的配套比例约为 1:5（4 条主胎+1 条备胎）；而替换市场，每辆轿车每年大约仅替换 1 条轮胎，玲珑进军轮胎配套市场有助于提升其市场份额。**2) 消费导流层面。**根据统计数据，66%的车主在替换轮胎时倾向于直接选择原车所配的轮胎，说明轮胎的配套对替换市场的销售具有消费导流作用。**3) 竞争赛道层面。**对于玲珑这样规模体量的轮胎企业，想与全球优秀的轮胎企业竞争，单纯依靠质量、成本、规模优势已经远远不够，必须要在品牌提升上取得突破，实现从成本竞争走向品牌竞争。对于民族品牌轮胎而言，如果能够率先在配套市场取得优势地位，无疑将会为未来在品牌竞争中，占据重要有利位置。
- **玲珑轮胎在配套市场的竞争力有望不断提升：**从配套车型的品牌来看，公司从上市初期的主要配套国产车系，逐步实现了与大众、通用等多家合资品牌建立合作供应关系。另一方面，我们看好国产汽车的发展前景，我们认为国产汽车的日渐崛起同样能够进一步促进玲珑轮胎的市场知名度。此外，明年随着公司在吉利全系车型配套端的逐步放量，公司大尺寸配套胎的市场份额有望从去年的 20%左右进一步提升至 40%左右，公司盈利能力有望不断增强。
- **投资建议：**公司作为国内轮胎行业龙头企业之一，与国内同行相比，在配套市场具备优势，有望率先迎来收获期。我们看好公司在配套市场的长期布局，随着公司在配套市场逐步发力，公司品牌力有望不断提升，进一步提升成长空间。预计 2019-2021 年，公司实现营收 168.79 亿、189.34 亿、213.53 亿，同比增长 10.3%、12.2%、12.8%；实现归母净利润 16.62 亿、19.31 亿、23.08 亿，同比增长 40.7%、16.2%、19.5%，对应 PE 13.82X、11.90X、9.96X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；汽车销量增长不及预期，配套市场开拓进展低于预期风险等。

目录

1. 配套市场是轮胎品牌力的重要指标.....	5
2. 民族轮胎品牌在配套市场尚处于弱势地位.....	6
3. 玲珑轮胎在配套市场已崭露头角.....	7
4. 为什么玲珑能够持续打通配套市场?	8
4.1 优秀的技术实力和战略定力是打通配套的第一原因.....	8
4.2 拥有国内首家轮胎试验场, 是提升配套能力的第二原因.....	10
4.3 整车市场行情低迷为玲珑提供良好机遇是第三原因.....	11
5. 玲珑轮胎进军配套市场的战略意义: 从成本竞争走向品牌竞争.....	12
5.1 销售基数层面, 玲珑进军轮胎配套市场有助于提升其市场份额.....	13
5.2 消费习惯层面, 玲珑进军轮胎配套具有消费导流作用.....	13
5.3 竞争赛道层面, 玲珑进军轮胎配套能够规避国内市场恶性竞争.....	14
6. 玲珑轮胎在配套市场的竞争力有望不断提升.....	14
6.1 从配套车型看玲珑近些年的发展状况.....	14
6.2 从轮胎配套尺寸看玲珑的盈利能力.....	16
7. 盈利预测与估值水平.....	18
8. 风险提示.....	21
附: 盈利预测表.....	21

图表目录

图 1:	轮胎配套认证流程	5
图 2:	中国轮胎原配市场国别排行榜	6
图 3:	全球轮胎企业品牌定位情况	6
图 4:	2019 年轮胎原配品牌排行榜	8
图 5:	2019 年豪华轿车原配排行榜	8
图 6:	公司历年研发支出及研发/营收占比	10
图 7:	公司近两年新推出的高端轮胎产品	10
图 8:	玲珑轮胎中亚轮胎试验场	11
图 9:	近五年整车市场的净利润及净利率情况	12
图 10:	轮胎配套及替换市场占比	13
图 11:	车主替换轮胎时的偏好调查	13
图 12:	全球轮胎行业历年 CR3 市场份额变化情况	14
图 13:	玲珑轮胎配套车型款数变化情况	15
图 14:	国内历年乘用车及自主品牌乘用车销量情况	15
图 15:	国内乘用车前十强 2018 年销售情况 (万辆)	16
图 16:	玲珑轮胎配套一汽红旗 L5 国宾车	16
图 17:	轮胎断面高度、断面宽度以及扁平比的换算关系	17
图 18:	玲珑轮胎 17 英寸及以上半钢胎配套占比情况	17
表 1:	高端品牌车更青睐配套高端品牌轮胎	7
表 2:	国产中低端品牌车同样配套外资品牌轮胎	7
表 3:	国内外轮胎产品性能对比 (2018 年)	9
表 4:	全球轮胎试验场分布情况	10
表 5:	同型号轮胎售价比较 (2019 年 11 月数据)	12
表 6:	不同类型的车辆轮胎配套和替换数	13
表 7:	玲珑部分大尺寸半钢胎配套车型	18
表 8:	盈利预测关键假设	19
表 9:	可比公司估值 (截至 2019 年 12 月 10 日)	20

1. 配套市场是轮胎品牌力的重要指标

轮胎行业的竞争模式正在从产品竞争向品牌力竞争演变：据统计，当前全球范围内拥有轮胎企业超过 1000 家，伴随着轮胎产品的日渐趋同，胎企间的竞争也越发激烈。为了在产品同质化严重的市场中长期生存，胎企们逐渐意识到了发展品牌力的重要性，也因此，轮胎行业的竞争模式慢慢的从产品竞争演变成为了企业品牌力的竞争。

为什么说配套市场是提升轮胎品牌力的重要指标？：轮胎的销售主要分为配套市场和替换市场两种。我们认为轮胎企业打通配套市场是提升其品牌力的重要指标，主要包括以下三点原因：

- **从胎企角度看，进军配套是对其自身质量和品牌的保证。**一般来说，一流的车企往往会选择一流的胎企作为配套首选，而一流的胎企无一不在配套市场有较高份额。由于车企需要为整车质量负责，因此车企本身也是在为其配套的胎企在质量和品牌上背书。
- **从整车厂角度看，有配套合作案例的胎企产品资质更高。**由于整车厂与零部件企业之间的配套合作，往往都会经过资质认定、实验测试、现场评审、试用以及小批量的采购等一系列繁琐的程序，这需要耗费大量的时间。因此，如果轮胎企业品牌力强大，质量优异，整车企业也将更倾向于选择知名轮胎品牌来提升客户对车辆品牌度的认可，轮胎品牌对整车的品牌形象亦有锦上添花的作用。
- **从消费者角度看，配套轮胎更加值得信赖。**根据 J.D.Power 公司在 2017 年发布的新车轮胎满意度研究显示，七成受访车主知道自己的新车轮胎品牌。这意味着轮胎企业攻入不同品牌车系的配套市场可以在下游消费者面前增加“刷脸”频次，进而加强消费者对其轮胎品牌的印象，提升自身行业知名度。而伴随着知名度的提升，胎企品牌价值以及市场信赖度亦会不断提升。因此一个轮胎企业如果在配套市场毫无作为，等于是将消费者对其品牌认知最重要的机会放弃了。

图 1：轮胎配套认证流程

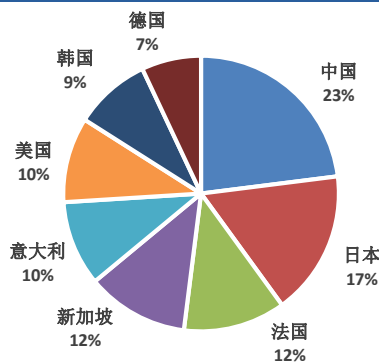


资料来源：公开资料整理、长城证券研究所

2. 民族轮胎品牌在配套市场尚处于弱势地位

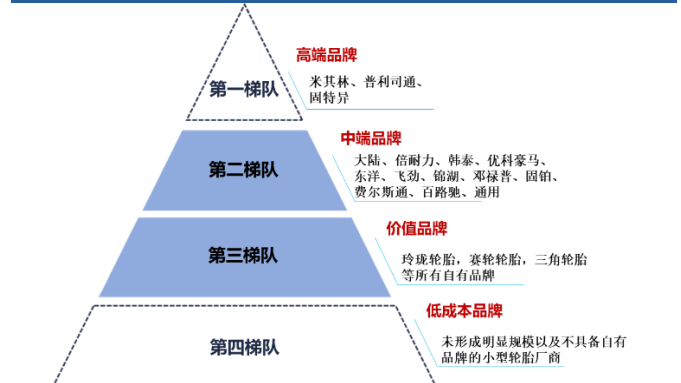
从配套市场占比看，国产轮胎品牌占比较低：根据轮胎世界网 2019 年发布的数据，国产轮胎企业在中国轮胎市场的配套份额占比仅为 23%，其中仅米其林一家在中国原配市场的占有率就有 12%。倘若将轮胎配套市场放眼至全球，国产轮胎配套市场占比还将进一步降低。由此可见，国产轮胎在配套市场并不具备竞争优势。

图 2：中国轮胎原配市场国别排行榜



资料来源：轮胎世界网、长城证券研究所

图 3：全球轮胎企业品牌定位情况



资料来源：公开资料、长城证券研究所

从汽车品牌看配套，国产轮胎与海外轮胎配套能力仍存在较大差距：汽车市场同轮胎市场一样，车系也分为高端、中端和低端品牌。据了解，国际大品牌轮胎企业为了维护自身品牌形象，往往倾向于主攻配套中高端品牌车系，如米其林、普利司通和固特异等轮胎企业更青睐于配套奔驰车、宝马车和奥迪车等一线品牌汽车。出于对竞争赛道的考虑，位居二三线品牌的轮胎企业则会更多的去进攻中低端汽车品牌。纵观中国市场，位居中低端的国产车系品类相对较丰富，一定程度上来讲，这为国产轮胎品牌配套提供了机遇。然而经过统计，我们发现即使是如一汽奔腾、上海万丰等国产中低端汽车品牌所配套的轮胎依旧更多的是如韩泰、锦湖等外资轮胎品牌。从汽车品牌看配套，国产轮胎与海外轮胎配套能力上仍存在较大差距。

结合前两段分析，当前国产轮胎在配套端市场一方面存在配套份额占比低的问题，同时在有限的配套份额中，更多地也仅能够配套低端甚至低端以下品牌车系。由此可见，国产轮胎品牌在配套市场尚处于弱势地位。

表 1: 高端品牌车更青睐配套高端品牌轮胎

汽车公司	车名	轮胎配套品牌	配套轮胎型号
奥迪	奥迪 A4 1.8/3.0	米其林/固特异	215/55R16
	奥迪 A4 2.0	米其林/固特异	235/45R17Y
	奥迪 A4 2007	米其林	215/55R16
	奥迪 A8L 2.0/2.4	米其林	225/55R16Y
	奥迪 A8 L4.2	固特异	245/45R17Y
宝马	宝马 320i	米其林/马牌	205/55R16
	宝马 X1	普利司通	225/55R17
	宝马 525i/530i	米其林	205/50R17
	宝马 Li 加长系列	固特异	225/55R16
奔驰	奔驰 E200K/E280K	米其林	205/60R16
	奔驰 E300/E350	普利司通/米其林	245/45R17

资料来源: 轮胎第一新媒体, 长城证券研究所

表 2: 国产中低端品牌车同样配套外资品牌轮胎

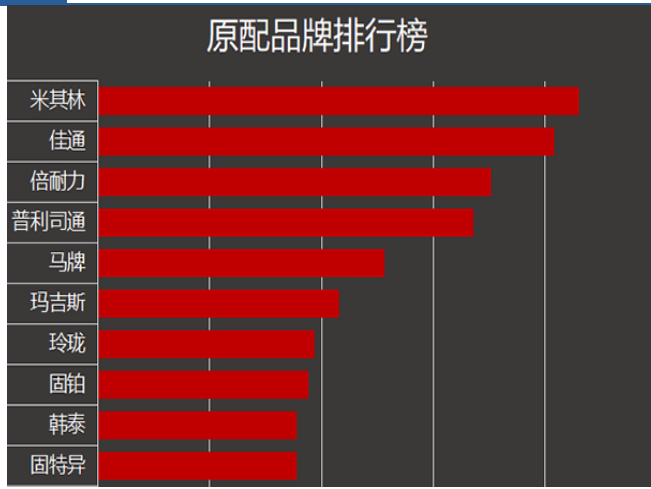
汽车公司	车名	轮胎配套品牌	配套轮胎型号
上海万丰	速达	锦湖	235/75R15
	速威	锦湖	235/75R15
天汽	美亚奇兵	韩泰	LT235/75R15
	美亚顺风	韩泰	P215/75R15
一汽	奔腾	韩泰	205/55R16V
	威志	韩泰	185/65R14

资料来源: 轮胎第一新媒体, 长城证券研究所

3. 玲珑轮胎在配套市场已崭露头角

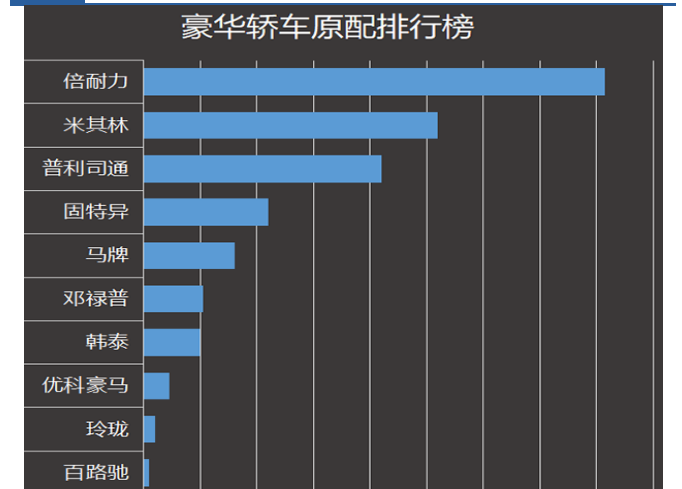
玲珑轮胎已在配套市场崭露头角: 尽管从行业的角度上讲, 国产轮胎在配套市场仍处劣势, 但是根据近期轮胎商业网发布的《2019 乘用车原配轮胎排行榜》中, 玲珑轮胎在 2019 年度原配轮胎品牌排行榜位列第 7 名, 近三年玲珑轮胎配套实力呈逐年上升势头, 公司在中国轮胎原配排行榜的排名较 2017 年时期前进了 6 名。另外, 在豪华轿车原配轮胎排行榜中, 今年玲珑轮胎位列第 9 名, 较去年前进了 1 名, 同时公司也是中国豪华轿车原配轮胎品牌首位。近些年玲珑轮胎的进步有目共睹, 公司已经在配套市场逐步崭露头角。

图 4: 2019 年轮胎原配品牌排行榜



资料来源: 轮胎商业、长城证券研究所

图 5: 2019 年豪华轿车原配排行榜



资料来源: 轮胎商业、长城证券研究所

展望即将到来的 2020 年，我们继续看好玲珑轮胎，我们认为公司在配套市场有望更进一步。在接下来的描述中，我们也将围绕玲珑持续打通配套市场的原因、公司配套战略的价值和公司在配套市场的竞争力三方面展开讨论。

4. 为什么玲珑能够持续打通配套市场？

4.1 优秀的技术实力和战略定力是打通配套的第一原因

公司产品性能指标已不逊列强：我们认为玲珑轮胎持续打通配套市场的背后最不容忽视的就是企业自身的技术水平，而呈现公司技术水平最直接的便是其轮胎的产品质量指标。根据芬兰测试世界《Test World》2017 年出具的同一规格（轮胎规格：205/55R）全球不同品牌的轮胎测试报告，发现经过对不同品牌轮胎湿地制动距离、水滑测试、噪声、抓地力、驾驶性能以及轮胎滚动阻力等多个指标的考核后，玲珑轮胎平均打分达到 8.3 分，位列累计 17 个知名品牌中的第 7 名，轮胎综合性能同邓禄普（英国）、韩泰（韩国）和优科豪马（日本）等国际准一线知名品牌相当。

表 3: 国内外轮胎产品性能对比 (2018 年)

品牌		马牌 德国	米其林 法国	普利司通 日本	倍耐力 意大利	固特异 美国
湿地制动距离 (15%)	制动距离 (m)	31.8	29.5	30.7	32.0	33.4
水滑测试 (15%)	速度 (km/h)	72.9	67.7	79.7	71.7	75.1
干地制动抓地力 (15%)	制动距离 (m)	34.9	33.5	35.8	36.0	37.0
噪音 (10%)	得分	61.4	62.3	61.8	62.1	61.8
湿地动态抓地力 (15%)	绕圈时间 (s)	28.8	28.0	28.7	28.3	28.9
湿地驾驶性能 (10%)	得分	9	9	8	9	8
干地驾驶性能 (10%)	得分	10	8	8	8	8
滚动阻力 (10%)	油耗增加 (%)	1.1%	2.4%	2.3%	0.0%	1.0%
总评 (100%)	得分	9.1	8.9	8.8	8.7	8.5

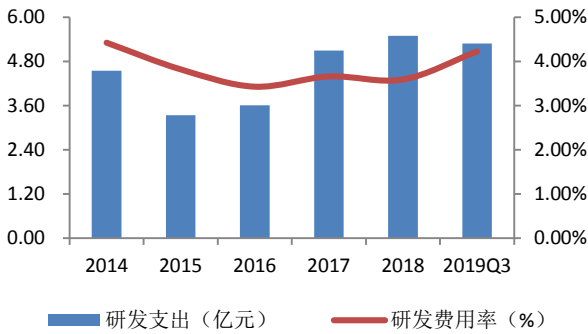
品牌		玲珑 中国	邓禄普 英国	韩泰 韩国	优科豪马 日本	玛吉斯 中国
湿地制动距离 (15%)	制动距离 (m)	31.0	33.6	31.6	30.9	32.8
水滑测试 (15%)	速度 (km/h)	71.7	73.4	68.1	65.1	69.5
干地制动抓地力 (15%)	制动距离 (m)	37.3	35.7	35.0	34.7	36.8
噪音 (10%)	得分	61.9	62.9	61.7	62.1	61.6
湿地动态抓地力 (15%)	绕圈时间 (s)	28.6	29.4	29.3	28.7	29.4
湿地驾驶性能 (10%)	得分	9	7	8	7	7
干地驾驶性能 (10%)	得分	7	9	8	8	9
滚动阻力 (10%)	油耗增加 (%)	2.4%	1.1%	3.1%	1.4%	2.1%
总评 (100%)	得分	8.3	8.3	8.3	8.2	8.1

资料来源:《Test World》, 长城证券研究所

优质的性能指标归因于公司持续不断的研发投入: 研发费用对于化工企业来说往往像是“泼出去的水”, 因为持续不断的投入研发也不一定能够有所收获, 而对于产品同质化严重的轮胎行业来说, 企业的研发投入则更像是一笔高风险低回报率的赔本买卖。即使在这样的大环境下, 玲珑轮胎多年来依旧坚持高比率的投资研发。以公司近期发布的季报数据为例, 报告期内, 公司研发费用支出 5.29 亿元, 同比增加 29.02%, 研发费用占比总营收 4.23%, 公司在研发费用的投入同国内同行相比一直处于领先地位。中国有句古话: “台上三分钟, 台下十年功”, 玲珑轮胎能够在产品质量上不逊于国际轮胎列强的背后是公司多年来在轮胎技术和研发上的积累。

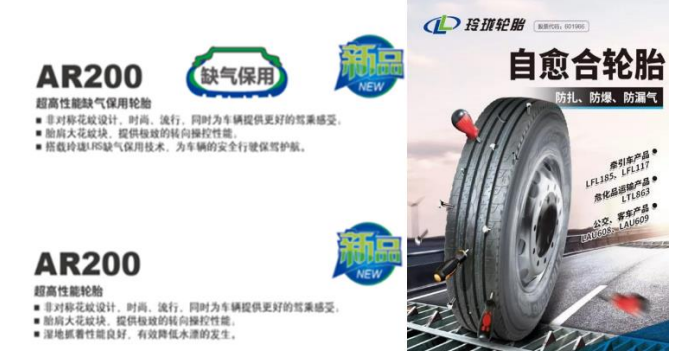
玲珑新产品的持续推出可以被认为是进一步攻入车型配套的提前布局: 凭借公司在研发与技术上的大力开拓, 公司近两年又先后推出了自愈合轮胎、超高性能轮胎和超高性能补气保用轮胎等一系列可用于高端品牌的产品。据了解, 整车厂开发全新车型往往需要 2-3 年的时间来设计产品的定位、卖点和参数等, 这就意味着新车推出的前 2-3 年, 整车厂就要与有资格的轮胎企业商讨轮胎开发的合作事宜了。一定意义上说, 玲珑新产品的推出可以被认为是为进一步攻入高端车型的轮胎配套的提前布局。

图 6: 公司历年研发支出及研发/营收占比



资料来源: 公司公告、长城证券研究所

图 7: 公司近两年新推出的高端轮胎产品



资料来源: 公司官网、长城证券研究所

从配套战略的坚定实施看出公司管理层的自律: 进军配套市场, 开拓周期往往较长, 这同样需要持续的投入精力, 尤其在配套市场进军的初期投入与产出可能并不理想, 很多轮胎企业往往会望而却步。在笔者看来, 公司投资研发与配套战略的实施更像是其管理层对技术突破的执著以及对企业配套战略的“自律”, 从这个角度来看, 公司如今的收获则更显得难能可贵。

4.2 拥有国内首家轮胎试验场, 是提升配套能力的第二原因

全球轮胎试验场的发展状况: 轮胎试验场是汽车轮胎室外测试的专用场地, 通过对轮胎各项指标进行测试, 提高产品技术, 以更好地适应市场需要。在已知的全球 56 个轮胎试验场中, 世界轮胎巨头普利司通有 11 个, 德国马牌 8 个, 固特异有 7 个, 米其林有 7 个。然而, 截至目前, 中国总共拥有的包括在建的轮胎试验场数量加起来不过也仅有 2 个。

表 4: 全球轮胎试验场分布情况

轮胎品牌	轮胎试验场数量	备注
普利司通	11	
德国马牌	8	
固特异	7	
米其林	7	
玲珑轮胎	1	2016 年建成完工
赛轮轮胎	1	赛轮与一汽合作投资的赛亚轮胎试验场正在建设中
其他	21	

资料来源: 公司官网、轮胎世界网、长城证券研究所

玲珑轮胎拥有国内首家轮胎试验场: 玲珑轮胎的中亚轮胎试验场于 2016 年建成完工, 根据轮胎世界网报道, 玲珑中亚试验场是一个立足国内、面向全球的大型综合试验检测平台, 同时也是国内第一个大型室外轮胎综合试验场。该试验场包括高速环道、噪声测试跑道、动态广场等 16 条轮胎试验跑道, 能够完成轮胎耐久性能、高速耐久、附着性能、操纵稳定性能、经济性能、安全性能、噪声、舒适性能和工程农业胎等 9 大类 35 项室外试验, 年可试验轮胎 2847 车次项目, 试验里程 690 万公里。该试验场继承欧美日韩等发达国家的建设经验, 并结合中国国情及实际需求建成。

图 8: 玲珑轮胎中亚轮胎试验场



资料来源: 轮胎世界网、长城证券研究所

中亚轮胎试验场能够提升玲珑轮胎配套实力: 如本文第一小节所述, 轮胎的配套需要整车厂对胎企轮胎进行诸多方面的性能测试, 这需要消耗大量人力成本、时间成本, 而中亚试验场的使用具有以下三点好处:

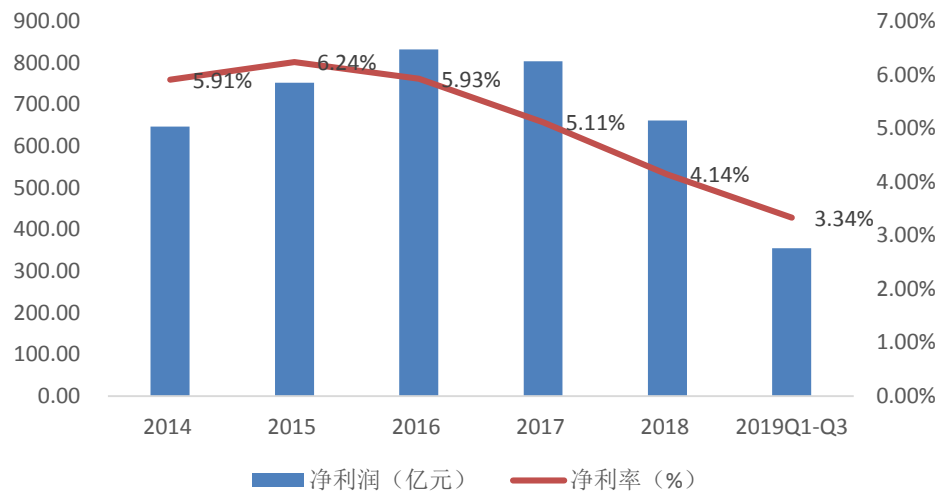
- **从全球化标准化的角度。** 多功能的轮胎试验场能够提供符合当前欧盟、美国、中国、日本、韩国等轮胎标签法要求的轮胎性能测试, 克服贸易摩擦和技术壁垒。
- **从轮胎开发周期角度。** 中亚轮胎试验场的使用能够缩短中国轮胎企业产品测试周期, 帮助其进行产品技术升级。
- **从自主开发角度。** 可对轮胎行业的产品质量标准体系进行验证和提高, 同时, 玲珑对轮胎试验场的使用也可以结合中国自身国情和路况的实际情况, 创建自己的产品标准。

因此, 我们认为中亚试验场的使用能够保障玲珑轮胎产品质量的同时, 不断提升公司轮胎的配套实力。

4.3 整车市场行情低迷为玲珑提供良好机遇是第三原因

车市低迷为玲珑轮胎提供机遇: 近些年整车市场的净利润及净利率均呈逐年下降的趋势, 截至 2019 年三季度, 汽车 (申万) 行业的净利润仅为 355.44 亿元, 同比下降 36.05%, 净利率仅为 3.34%, 同比下降 1.42 个百分点, 无论是净利润还是净利率, 均创下了近五年新低。在整车市场行情低迷的情况下, 车企也需在不影响自身品牌价值的基础上通过降低汽车生产成本的方式来维持企业的盈利能力。尽管车市环境不好, 但这却为玲珑加速打通配套市场提供了新的机遇。如前文所述, 玲珑轮胎在性能指标上已不逊于列强, 产品价格方面, 根据途虎轮胎官网, 同一型号条件 (以 205/55R16 为例), 玲珑轮胎的单胎售价仅为 258 元, 价格比同期的马牌轮胎要低一倍以上, 比当前位居二线品牌的韩泰轮胎也要低 26%。

图 9: 近五年整车市场的净利润及净利率情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

表 5: 同型号轮胎售价比较 (2019 年 11 月数据)

品牌	205/55R16 型号 单胎售价
马牌	529
米其林	499
普利司通	429
固特异	419
倍耐力	428
邓禄普	349
韩泰	349
玲珑轮胎	258

资料来源: 途虎养车网, 长城证券研究所

公司已经进入了与列强抢夺蛋糕的新赛道上: 结合当前的情况, 倘若未来整车市场还将继续低迷, 市场环境将为玲珑轮胎开拓配套市场提供更好的机遇, 公司有望凭借其质量及成本优势在轮胎配套领域进一步突破。倘若未来整车市场迎来反转, 一方面车市向好将利好公司轮胎产品的销售, 另外, 公司凭借近些年的努力也已经成功进入了如大众、通用、东风等知名车企的轮胎供应系统, 这意味着当前公司已经争取到了同国际轮胎领头羊竞争的资格, 进入了与列强抢夺蛋糕的新赛道上。

5. 玲珑轮胎进军配套市场的战略意义: 从成本竞争走向品牌竞争

玲珑轮胎作为国内轮胎行业的优质企业多年来一直专注于轮胎配套, 为了分析轮胎配套市场的战略价值, 接下来我们将重点从销售基数、消费导流和竞争赛道三个维度展开讨论。

5.1 销售基数层面，玲珑进军轮胎配套市场有助于提升其市场份额

根据玲珑轮胎的招股说明书数据，轿车与轮胎的配套比例为 1:5（4 条主胎+1 条备胎）；在替换市场，每辆轿车每年大约需替换 1-1.5 条轮胎。这就意味着如果能够成功进军车企的轮胎配套，一方面可以直接从对应车型的出货量的角度来判断公司配套端轮胎的销量；另一方面，配套市场端拉动的轮胎销量有助于公司市场占有率的提升。根据我们统计，截至 2019 年 11 月底，玲珑轮胎配套车型已超过 100 种。今年以来，公司在配套市场仍在不断突破，目前已成功配套一汽大众捷达三款主胎（VS5、VS7、VA3）、长安福特新福睿斯两款主胎、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，我们认为这些新进的配套车型均将为玲珑轮胎明年的销售市场提供业绩增量。

表 6: 不同类型的车辆轮胎配套和替换数

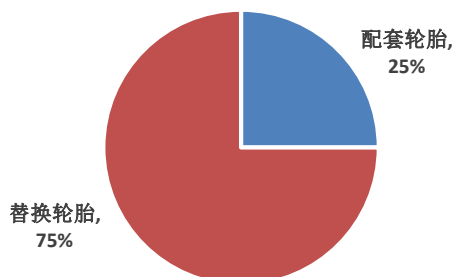
轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数(条)	替换系数(条/辆 年)
轿车胎	轿车	5	1-1.5
载重胎	中型载重汽车	11	15
	重型载重卡车	16-22	10-20
	轻型载重卡车	7	4.2
	大型客车	7-11	2-5
工程胎	装备机械	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源：公司招股说明书、长城证券研究所

5.2 消费习惯层面，玲珑进军轮胎配套具有消费导流作用

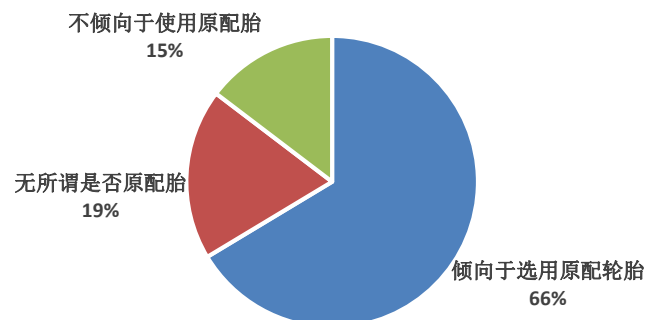
轮胎作为汽车市场中的消耗品，轮胎的整体替换量将直接受益于汽车保有量市场的增长。目前，从全球轮胎需求结构看，配套胎大约占比 25%，而替换胎占比为 75%。从表象上来看，似乎轮胎市场竞争格局应是“得替换者得天下”才对，但是根据我们统计的数据显示，有 66%的车主在替换轮胎时倾向于直接选择原车所配的轮胎，这意味轮胎的配套对替换市场的销售具有消费导流作用。我们认为，从长远的角度来看，玲珑持续不断的进军配套市场对于其自身轮胎在零售市场的销量具有促进作用。

图 10: 轮胎配套及替换市场占比



资料来源：公开资料整理、长城证券研究所

图 11: 车主替换轮胎时的偏好调查

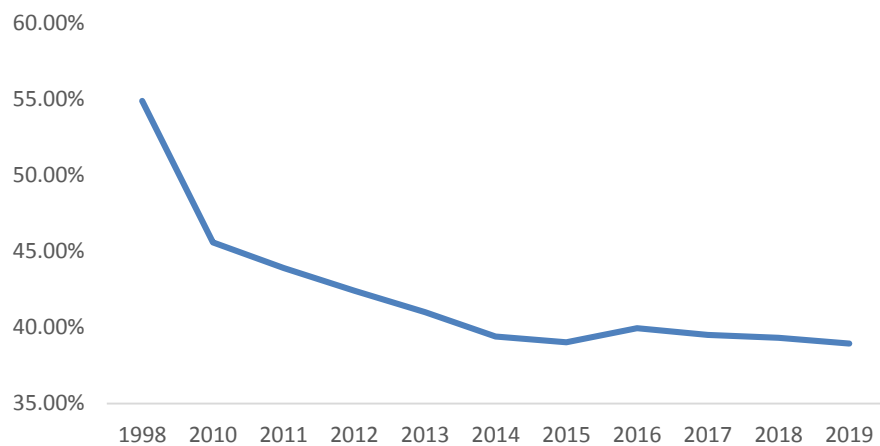


资料来源：问卷星、长城证券研究所

5.3 竞争赛道层面，玲珑进军轮胎配套能够规避国内市场恶性竞争

尽管近些年全球轮胎 Big 3（普利司通、米其林和固特异）的市场份额呈下降趋势，但是截至 2019 年 Big 3 市场销售份额仍占据全球轮胎总市场近 40% 的市场份额，头部格局市场地位仍不容小觑。即使将目光仅聚焦于国内市场，轮胎企业又存在内部恶性竞争的问题，根据前瞻产业研究院数据，目前仅国内规模以上轮胎企业就有近 600 家，销售额排名前 10 位的国内轮胎企业市场占有率约 30%，大多数厂商存在规模偏小、技术水平低、研发能力弱等问题，这直接导致国内轮胎行业在低端品牌车的轮胎市场整体近乎处于完全竞争状态。因此，国内轮胎企业要想从如此庞大的竞争赛道中脱颖而出，在保障自身技术实力的基础上，如何规避掉市场自身的恶性竞争也显得尤为重要。

图 12: 全球轮胎行业历年 CR3 市场份额变化情况



资料来源：中国橡胶网、中国橡胶工业协会、长城证券研究所

配套战略是公司从成本竞争走向品牌竞争的关键：如本文第二章节所述，当前国产轮胎在配套市场既存在市场占有率低又存在配套车型低端的问题，又由于配套市场对轮胎替换具有导流作用，这就意味着玲珑的配套战略将更有机会让消费者在国内轮胎市场的恶性竞争环境中找寻到玲珑轮胎。我们认为，对于玲珑这样规模体量的轮胎企业，想与全球优秀的轮胎企业竞争，单纯依靠质量、成本、规模优势已经远远不够，必须要在品牌提升上取得突破，实现从成本竞争走向品牌竞争。对于民族品牌轮胎而言，如果能够率先在配套市场取得优势地位，无疑将会为未来在品牌竞争中，占据重要有利位置。

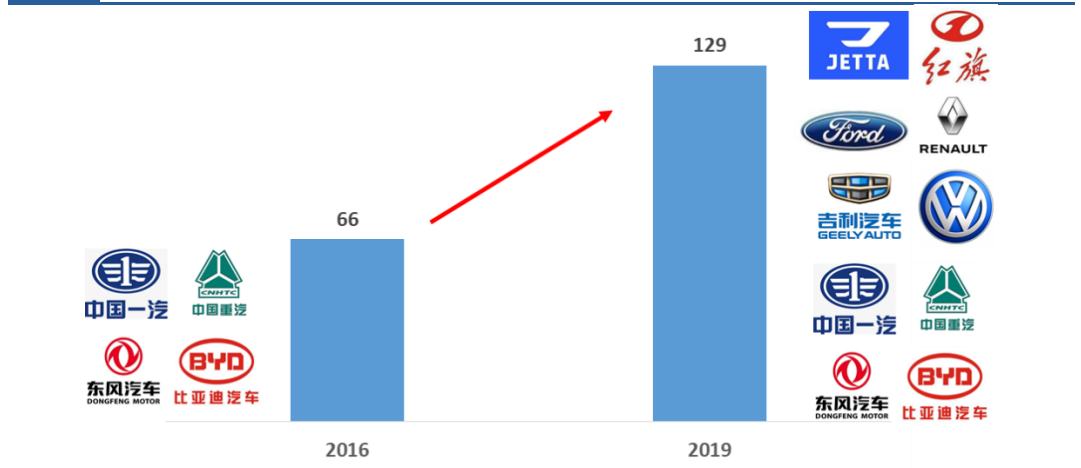
6. 玲珑轮胎在配套市场的竞争力有望不断提升

6.1 从配套车型看玲珑近些年的发展状况

上市三年，公司在合资车企配套端持续突破：玲珑轮胎上市初期主要为中国一汽、中国重汽、东风汽车、奇瑞汽车等国内整车厂商提供配套。2016 年 10 月，公司通过德国大众汽车集团供应商评审，正式进入大众汽车全球供应商体系。2017 年，玲珑轮胎成功进入

福特汽车配套体系，成为国内唯一一家同时为大众、通用、福特提供配套服务的轮胎生产企业。2019年，公司又成功配套一汽大众捷达三款汽车（主胎和备胎100%独供）、长安福特新福睿斯两款主胎、雷诺电动车主胎等。根据我们统计，公司配套的车型款数已从2016年的66款增加至目前的129款，配套车型的款数近乎翻了一倍。从配套车型的品牌来看，公司从最初的主要配套国产车系，逐步实现了与大众、通用、福特、雷诺等多家合资品牌建立合作供应关系，公司在合资车配套端持续突破。

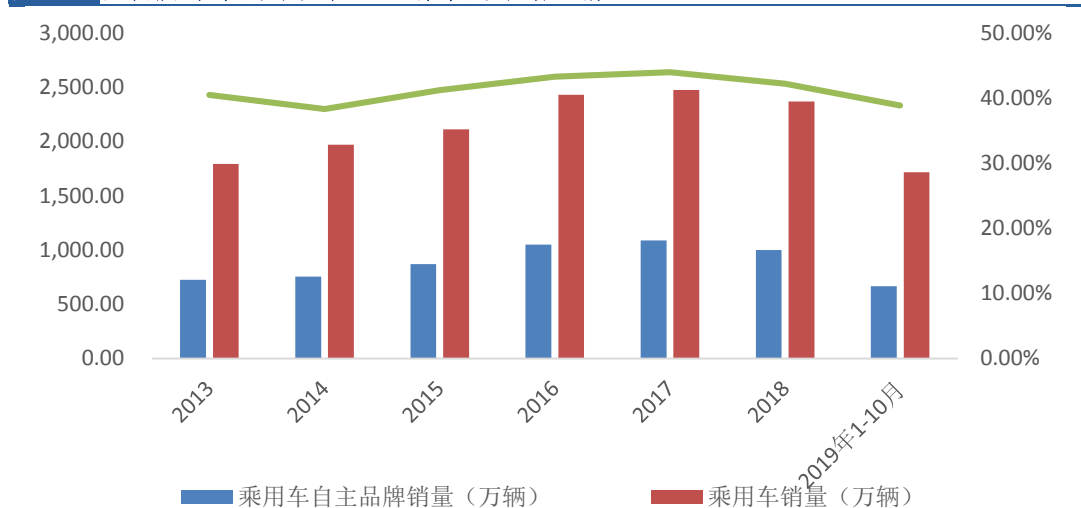
图 13: 玲珑轮胎配套车型款数变化情况



资料来源：公司公告，长城证券研究所

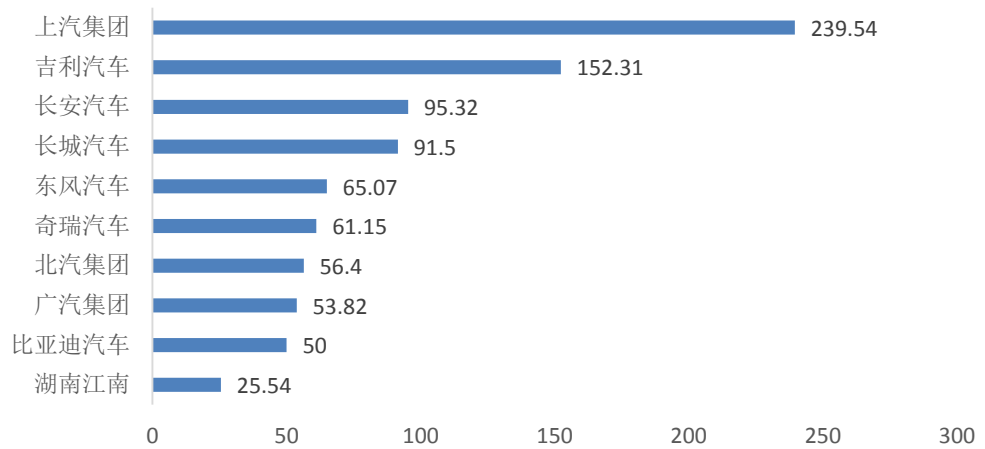
玲珑轮胎与国内车企合作逐步深入：近年来，国内自主品牌汽车稳步发展，销售端市占率始终保持在40%左右。根据中国汽车工业协会数据，2018年国产品牌乘用车累计销量998.74万辆，其中销量前十的车企累计销量为890.65万辆，市场占比达到89.18%。截至目前，玲珑轮胎已经与国内乘用车销量前十的九家车企（除了排名第十的湖南江南尚未合作）建立了良好的合作关系。今年下半年公司与国产汽车品牌销量排名第二的吉利汽车签订全面战略合作协议，明年玲珑轮胎将进入吉利全系车型配套，我们预计公司在吉利汽车的配套份额将大幅提升。近年来国产汽车研发力度持续加大，国产汽车品质已经得到了有效提升，我们看好国产自主品牌车的持续发展，玲珑轮胎品牌力有望受益于国产汽车崛起更进一步。

图 14: 国内历年乘用车及自主品牌乘用车销量情况



资料来源：中国汽车工业协会，长城证券研究所

图 15: 国内乘用车前十强 2018 年销售情况 (万辆)



资料来源: wind、中国汽车工业协会、长城证券研究所

成功配套红旗阅兵车，成为国内顶级豪华车配套轮胎：今年玲珑的补气保用轮胎还成功配套了一汽红旗 L5 国宾车。红旗 L5 是中国一汽打造的一款具有自主知识产权的 E 级高端轿车，可以说代表了国内汽车制造的最高水准。在整车研发阶段，玲珑轮胎就开始配合共同研发配套轮胎。并且，玲珑也是红旗 B 级轿车 H5，以及 SUV 车 HS 系列的配套。根据一汽红旗最新发布的数据，今年 1-11 月，红旗轿车累计销量突破 8.80 万辆，同比增长 211%，在汽车市场整体低迷的情况下，红旗销量大幅超出市场预期。随着红旗品牌在国人心目中的认可度提升，玲珑轮胎的品牌也将会跟随受益。

图 16: 玲珑轮胎配套一汽红旗 L5 国宾车



资料来源: 红旗轿车官网、长城证券研究所整理

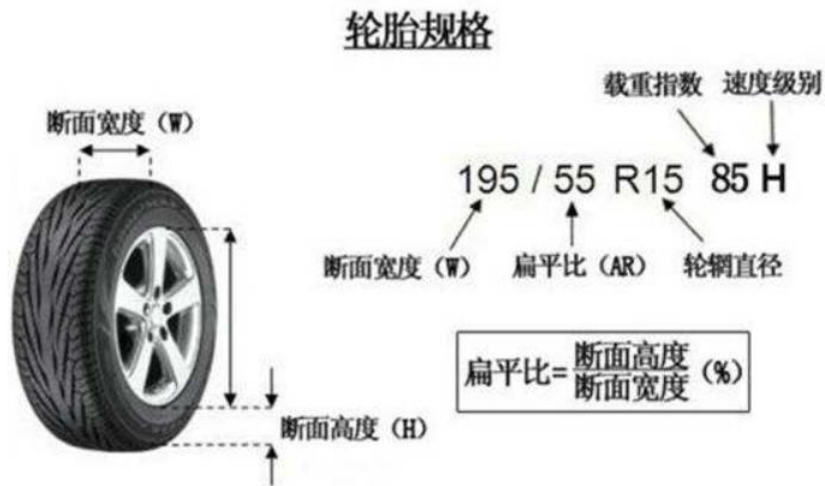
我们认为玲珑轮胎在自身不断进军外资汽车品牌提升自身在轮胎行业的市场地位的同时，国产汽车的日渐崛起同样能够进一步促进玲珑轮胎的市场知名度。

6.2 从轮胎配套尺寸看玲珑的盈利能力

配套大尺寸轮胎将会给予胎企更高的利润回报：国内轮胎企业在统计轮胎销量时通常以“条”为单位进行计算，但是不同尺寸的轮胎在原料用量以及售价上往往会存在较大差异，而这恰恰是以“条”的统计方式所体现不出来的。我们以扁平比均为 55% 的 235/55R19 轮胎（235 代表轮胎断面宽度为 235mm；55 代表轮胎扁平比为 55%；R19 代表轮胎的轮

辋直径为 19 英寸, 折合 48.26 cm) 和 195/55R15 轮胎 (195 代表轮胎断面宽度为 195 mm; 55 代表轮胎扁平比为 55%; R15 代表轮胎的辋直径为 15 英寸, 折合 38.1 cm) 为例对上述两款轮胎的实际体积进行估算。经过计算后发现 15 英寸和 19 英寸的轮胎对应体积分别约为 32.08 dm³ 和 58.38 dm³, 假设轮胎的各种原料的用量配比保持不变, 则 19 英寸的轮胎原料用量是 15 英寸轮胎的 1.82 倍。这就意味着在单胎毛利率保持不变的情况下, 配套大尺寸轮胎将会给予轮胎企业更高的利润回报。

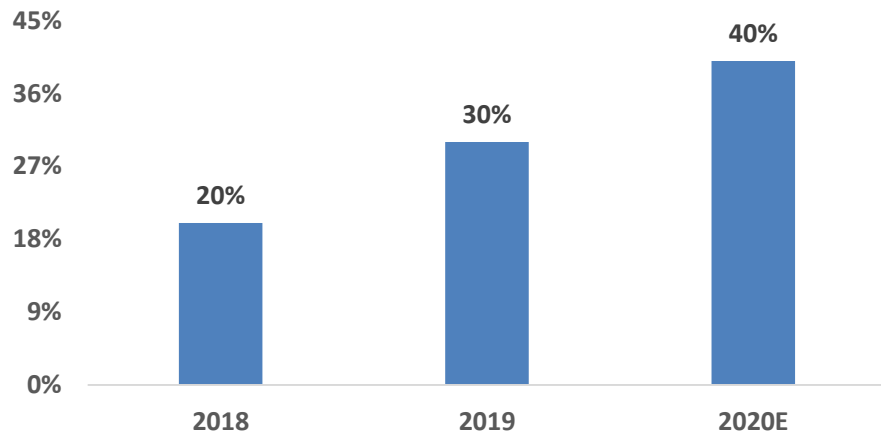
图 17: 轮胎断面高度、断面宽度以及扁平比的换算关系



资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

17 英寸大胎配套比例逐年增长, 玲珑轮胎盈利能力持续增强: 根据我们的统计结果, 在 2018 年以前, 玲珑轮胎在半钢胎市场主要配套的是尺寸在 14-16 英寸大小的轮胎, 2018 年随着公司成功配套宝骏 530 等车系将自身 17 英寸及以上的轮胎配套市场占比提升至 20% 左右; 今年以来公司先后配套一汽大众捷达 VS5 和 VS7 车型以及红旗 L5 等车系均采用的是 17 英寸及以上的大胎, 公司 17 英寸以上的配套占比已经提升至 30% 左右, 明年随着公司在吉利全系车型配套端的逐步放量, 公司 17 英寸以上大尺寸配套胎的市场份额有望进一步提升至 40% 左右, 公司盈利能力有望不断增强。

图 18: 玲珑轮胎 17 英寸及以上半钢胎配套占比情况



资料来源: 轮胎商业, 公开资料整理, 长城证券研究所

表 7: 玲珑部分大尺寸半钢胎配套车型

吉利配套车型	规格	尺寸	品牌
吉利 SX11 缤越	215/60R17 96H	17 英寸	玲珑
吉利 SX11 缤越	215/55R18 95V	18 英寸	玲珑
吉利 缤瑞	205/50R17 89V	17 英寸	玲珑
吉利 博越	225/60R18 100H	18 英寸	ATLAS
吉利 帝豪 GL	205/55R17 89V	17 英寸	ATLAS
吉利 帝豪 GS	225/50R17 94V	17 英寸	ATLAS
吉利 帝豪 GS	225/45R18 95W	18 英寸	ATLAS
吉利 帝豪 Gse	225/45R18 95V	18 英寸	玲珑
吉利 远景 S1	215/50R17 91V	17 英寸	玲珑
吉利 远景 X6	225/65R17 102H	17 英寸	玲珑
吉利 远景 X6	225/60R18 100H	18 英寸	ATLAS
一汽大众/奔腾车型	规格	尺寸	品牌
捷达 VS5	225/55R17 97H	17 英寸	玲珑
捷达 VS7	225/50R18 95H	18 英寸	玲珑
红旗 HS7	255/50R19 107W	19 英寸	ATLAS
红旗 L5	275/49R20C	20 英寸	玲珑
一汽红旗 H5	215/55R17 94V	17 英寸	ATLAS
奔腾 T77	215/55R18	18 英寸	玲珑
奔腾 T77	215/60R17	17 英寸	玲珑
奔腾 T77	225/45R19	19 英寸	玲珑

资料来源：轮胎商行、公司公告、长城证券研究所

7. 盈利预测与估值水平

盈利假设一：假设公司未来三年轮胎规划产能有序投产，德州玲珑 600 万条/年产能、荆门玲珑一期（400 万条半钢，100 万条全钢）以及广西玲珑二期项目（1000 万条半钢、100 万条全钢）新增产能均能得到有效释放，为公司带来业绩提升。

盈利假设二：假设未来三年公司受益于配套品牌的逐步提升及 17 寸以上大尺寸轮胎销售比例逐步增加，公司单胎售价稳步增长，19-21 年半钢胎、全钢胎的销售量分别为 4991/5691/6463 万条，884/912/954 万条。19-21 年半钢胎、全钢胎单胎销售价格增速分别为 3%/3%/3%，2%/2%/2%。

盈利假设三：假设未来三年轮胎成本端原材料如天然橡胶、合成橡胶、帘子布、炭黑等原材料价格保持稳定，19-21 年半钢胎、全钢胎、斜交胎单胎成本分别为 139/143/147 元/条，605/610/620 元/条，354/357/361 元/条。

表 8: 盈利预测关键假设

	2018	2019E	2020E	2021E
半钢胎产能 (万条)	5204	5804	7204	7604
半钢胎销量 (万条)	4423	4991.44	5691.16	6463.4
销量 YOY		12.84%	14.02%	13.57%
半钢胎营收 (亿元)	83.16	96.65	113.51	132.78
单价 (元/条)	188	194	199	205
单价 YOY		3%	3%	3%
半钢胎成本 (亿元)	60.96	69.59	81.39	94.94
单胎成本 (元/条)	138	139	143	147
毛利率	26.70%	28.00%	28.30%	28.50%
全钢胎产能 (万条)	860	930	960	1060
全钢胎销量 (万条)	840	884	912	954
销量 YOY		5.18%	3.23%	4.61%
全钢胎营收 (亿元)	65.18	69.93	73.63	78.56
单价 (元/条)	776	792	807	823
单价 YOY		2%	2%	2%
全钢胎成本 (亿元)	52.28	53.45	55.63	59.15
单胎成本 (元/条)	622	605	610	620
毛利率	19.80%	23.56%	24.44%	24.71%
斜交胎产能 (万条)	100	100	100	100
斜交胎销量 (万条)	42	40	38	36
销量 YOY		-4.76%	-5.00%	-5.26%
斜交胎营收 (亿元)	1.79	1.73	1.66	1.58
单价 (元/条)	427	431	436	440
单价 YOY		1%	1%	1%
斜交胎成本 (亿元)	1.47	1.41	1.36	1.30
单胎成本 (元/条)	351	354	357	361
毛利率	17.80%	18.00%	18.00%	18.00%
总营收 (亿元)	153.02	168.79	189.34	213.53
平均毛利率	23.60%	26.05%	26.71%	27.02%

资料来源: 长城证券研究所预测

预计 2019-2021 年, 公司实现营收 168.79 亿、189.34 亿、213.53 亿, 同比增长 10.3%、12.17%、12.78%; 实现归母净利润 16.62 亿、19.31 亿、23.08 亿, 同比增长 40.7%、16.2%、19.5%, 对应 PE 13.82X、11.90X、9.96X。

选取轮胎行业主要 8 家上市公司作为玲珑轮胎的可比公司 (华谊集团由于业务相对复杂未考虑在内), 玲珑轮胎作为轮胎行业龙头之一, 通过发力配套市场, 品牌价值有望持续提升, 并且随着产能释放及海外市场逐步拓展, 未来三年有望维持业绩快速增长, 目前估值水平在可比轮胎企业中依然较低, 维持“强烈推荐”评级。

表 9: 可比公司估值 (截至 2019 年 12 月 10 日)

证券代码	证券简称	总股本/ 亿股	总市值/ 亿元	当前股 价/元	净利润/亿元				PE			
					18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
601966.SH	玲珑轮胎	12.00	249.12	20.76	11.81	16.62	19.31	23.08	19.45	13.82	11.90	9.96
601058.SH	赛轮轮胎	27.00	119.62	4.43	6.68	12.32	14.31	16.82	17.91	9.71	8.36	7.11
601163.SH	三角轮胎	8.00	114.16	14.27	4.83	7.00	7.94	8.94	23.64	16.31	14.38	12.77
601500.SH	通用股份	8.72	52.77	6.05	1.48	1.56	1.82	2.63	35.66	33.83	29.00	20.07
600182.SH	S 佳通	3.40	52.73	15.51								
000599.SZ	青岛双星	8.29	37.70	4.55	0.28	0.33	0.67	1.55	134.63	114.23	56.26	24.32
000589.SZ	贵州轮胎	7.75	33.35	4.30								
600469.SH	风神股份	5.62	27.45	4.88	0.18	3.26	4.39	4.11	152.48	8.42	6.25	6.68
可比公司均值									64.23	32.88	21.13	13.61

资料来源: 长城证券研究所, 赛轮轮胎、青岛双星为长城证券盈利预测, 其余可比公司为 wind 一致盈利预测

8. 风险提示

原材料价格波动风险，汽车销量增长不及预期，配套市场开拓进展低于预期风险等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13918.07	15301.58	16879.18	18933.56	21353.41	成长能力					
营业成本	10596.77	11674.58	12481.35	13870.44	15578.30	营业收入增长	32.3%	9.9%	10.3%	12.2%	12.8%
销售费用	759.30	909.18	1046.51	1192.81	1345.26	营业成本增长	39.6%	10.2%	6.9%	11.1%	12.3%
管理费用	364.16	449.57	301.60	397.61	405.73	营业利润增长	5.0%	14.6%	38.3%	16.5%	19.7%
研发费用	510.29	550.01	795.55	852.01	960.89	利润总额增长	-0.1%	9.7%	41.4%	16.2%	19.5%
财务费用	344.25	232.67	209.24	210.90	178.45	净利润增长	3.7%	12.7%	40.7%	16.2%	19.5%
投资净收益	-3.40	18.17	18.17	18.17	18.17	盈利能力					
营业利润	1115.65	1278.64	1768.76	2059.93	2466.53	毛利率	23.9%	23.7%	26.1%	26.7%	27.0%
营业外收支	7.07	-47.46	-27.96	-37.71	-49.84	销售净利率	7.5%	7.7%	9.8%	10.2%	10.8%
利润总额	1122.72	1231.18	1740.80	2022.22	2416.69	ROE	12.0%	11.8%	14.7%	14.8%	15.3%
所得税	75.04	49.82	78.34	91.00	108.75	ROIC	8.5%	7.9%	9.1%	9.7%	10.6%
少数股东损益	-0.15	0.14	0.20	0.23	0.28	营运效率					
净利润	1047.83	1181.22	1662.26	1930.98	2307.66	销售费用/营业收入	5.5%	5.9%	6.2%	6.3%	6.3%
资产负债表	(百万)					管理费用/营业收入	2.6%	1.9%	2.0%	2.1%	1.9%
流动资产	7969.72	12037.74	12777.35	13245.61	15492.67	研发费用/营业收入	3.7%	3.6%	4.5%	4.5%	4.5%
货币资金	2284.08	4429.12	5160.78	4978.17	5889.15	财务费用/营业收入	2.5%	1.5%	1.2%	1.1%	0.8%
应收账款	2262.35	2911.95	3225.94	3417.42	4075.01	投资收益/营业利润	-0.3%	1.4%	1.0%	0.9%	0.7%
应收票据	907.80	773.10	1092.01	1071.83	1368.56	所得税/利润总额	6.7%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%
存货	2154.67	2447.33	2647.10	2901.07	3208.06	应收账款周转率	6.82	5.91	5.50	5.70	5.70
非流动资产	11416.27	13755.73	13671.27	14213.11	14691.01	存货周转率	5.26	5.07	4.90	5.00	5.10
固定资产	9432.20	10130.25	10437.04	10856.60	11257.55	流动资产周转率	1.89	1.53	1.36	1.46	1.49
资产总计	19386.00	25793.46	26448.62	27458.72	30183.68	总资产周转率	0.75	0.68	0.65	0.70	0.74
流动负债	9089.60	10549.33	11005.44	11158.86	12719.21	偿债能力					
短期借款	4350.51	4781.11	5000.00	5200.00	5500.00	资产负债率	55.1%	61.2%	57.2%	52.5%	50.1%
应付款项	2898.27	3629.69	3163.47	4157.60	3985.99	流动比率	0.88	1.14	1.16	1.19	1.22
非流动负债	1590.01	5228.60	4125.18	3269.04	2398.72	速动比率	0.64	0.91	0.92	0.93	0.97
长期借款	1327.01	4756.10	3796.40	2914.28	2013.37	每股指标 (元)					
负债合计	10679.62	15777.93	15130.62	14427.90	15117.93	EPS	0.87	0.98	1.39	1.61	1.92
股东权益	8706.38	10015.54	11318.00	13030.82	15065.75	每股净资产	7.25	8.11	9.20	10.63	12.32
股本	1200.00	1200.00	1200.01	1200.01	1200.01	每股经营现金流	0.55	1.44	2.16	2.15	3.09
留存收益	4835.01	5701.83	7030.96	8478.16	10176.83	每股经营现金/EPS	0.63	1.46	1.56	1.33	1.61
少数股东权益	6.34	7.98	8.18	8.41	8.69	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和权益总计	19386.00	25793.46	26448.62	27458.72	30183.68	PE	21.93	19.45	13.82	11.90	9.96
现金流量表	(百万)					PEG	2.78	0.96	0.77	0.53	0.40
经营活动现金流量	1118.87	1841.97	2589.47	2577.07	3705.80	PB	2.64	2.36	2.08	1.80	1.55
其中营运资本减少	-1599.87	-543.88	-311.65	-714.72	-92.62	EV/EBITDA	11.99	10.87	8.98	7.82	6.43
投资活动现金流	-1342.71	-3056.54	-820.24	-1691.51	-1789.94	EV/SALES	1.97	1.89	1.65	1.45	1.22
其中资本支出	1382.89	2470.47	430.26	370.15	348.32	EV/IC	1.78	1.41	1.30	1.22	1.09
融资活动现金流	499.81	3108.95	-1037.57	-1068.17	-1004.87	ROIC/WACC	1.02	0.95	1.09	1.14	1.21
净现金总变化	195.44	2051.23	731.66	-182.61	910.99	REP	1.74	1.48	1.20	1.07	0.90

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

