

2016年07月13日

证券研究报告·新股分析报告

玲珑轮胎 (601966) 化工

合理价格区间

21.3-24.85元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

乘行业整合与国产替代之风，打造高端民族品牌

投资要点

- **国内领先的轮胎生产企业，品牌、技术和渠道优势明显。**玲珑轮胎是国内规模最大、效益最好的轮胎专业生产企业之一，具备年产 4284 万套轮胎的生产能力，连续多年入围世界轮胎 20 强，中国轮胎前五强。技术方面，公司拥有国家级企业技术中心和国家级实验室，建设了行业内第一家噪声实验室和低滚动阻力实验室，取得 300 多项国内外专利。品牌方面，“玲珑”商标被国家工商总局认定为中国驰名商标，2015 年玲珑品牌以 202.95 亿元的品牌价值继续居国内轮胎行业上榜品牌价值之首。渠道方面，公司拥有国内外一级经销商 580 多家，与中国一汽、长安福特等国内外 50 多家知名整车厂商建立长期战略合作关系，并顺利进入世界前十强中的多家汽车制造商的全球供应商体系。公司拥有显著的品牌、技术、渠道优势。
- **轮胎行业整合加速，优质企业机会来临。**2014 年我国轮胎行业由盛转衰，国内需求放缓，出口在美国“双反”的影响下大幅下降，众多低端同质的轮胎企业资金链断裂，陷入破产危机。2015 年先后有德瑞宝、首创等多家大型轮胎企业破产，众多小企业苦苦支撑，轮胎行业整合迫在眉睫。在此过程中，马太效应显现，实力雄厚的玲珑轮胎等优质企业在行业整合和半钢胎进口替代的大潮中，有望扮演行业整合者角色，凭借品牌、技术、渠道优势逐步提高市场份额，成长为可与世界轮胎巨头抗衡的民族企业。
- **IPO 募投项目优化产品结构，提高抗风险能力。**公司此次拟发行股份 2 亿股，募集资金 24.9 亿元，用于建设年产 1000 万套高性能轿车子午线轮胎技术改造项目及补充流动资金。募投项目完成后公司将新增轮胎产能 500 万套/年，同时增加超低断面抗湿滑低噪声子午线轮胎产能 800 万套/年，落后产能的淘汰和现有轮胎产品档次的提升有利于巩固公司在轮胎行业中的优势地位。另外，公司有多项在建、筹建项目，补充流动资金为经营活动的顺利开展提供流动资金保障，将显著提高公司的抗风险能力。
- **盈利预测。**估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益分别为 0.71 元、0.87 元和 0.94 元。参照可比公司青岛双星 (000599)、风神轮胎 (600469)、赛轮金宇 (601058) 为主营业务的估值水平，考虑公司的成长性，我们给予公司 2016 年 30-35 倍市盈率，对应合理股价为 21.3 元-24.85 元。
- **风险提示：**原材料价格波动、海外项目进展或不及预期、汇率波动等风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	8733.70	9962.42	10854.66	11268.64
增长率	-15.03%	14.07%	8.96%	3.81%
归属母公司净利润 (百万元)	677.61	853.13	1038.85	1130.65
增长率	-18.77%	25.90%	21.77%	8.84%
每股收益 EPS (元)	0.56	0.71	0.87	0.94
净资产收益率 ROE	15.51%	11.07%	12.08%	11.84%
PE	40	32	26	24
PB	6.21	3.52	3.15	2.84

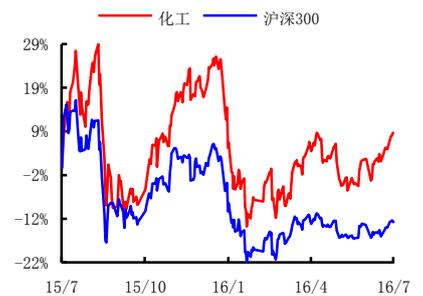
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
 电话: 021-68415687
 邮箱: zwq@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	100,000
本次发行(万股)	20,000
发行后总股本(万股)	120,000
2015年每股收益(摊薄后)(元)	0.68
2015年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.71

主要指标 (2015年)

每股净资产	4.36
毛利率	28.70
流动比率	0.53
速动比率	0.40
应收账款周转率	6.20
资产负债率	73.66
净资产收益率	15.25

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1. 公司概况：国内领先的轮胎生产企业.....	1
2. 行业分析：行业整合拉开序幕，国产替代正当时.....	2
2.1 趋势一：轮胎行业大而不强，行业集中度逐步提升.....	3
2.2 趋势二：半钢胎进口替代正当时.....	6
3. 公司分析.....	8
3.1 主营业务分析.....	8
3.2 竞争优势分析.....	10
3.3 未来成长驱动因素.....	14
3.4 公司财务分析.....	17
4. 盈利预测与投资建议.....	19
5. 风险提示.....	20

图 目 录

图 1: IPO 后公司股权结构	1
图 2: 轮胎行业产业链	2
图 3: 2007 年以来我国轮胎总产量	3
图 4: 世界轮胎 75 强按国家分类	3
图 5: 我国半钢胎企业规模统计	4
图 6: 我国全钢胎企业规模统计	4
图 7: 近三年全钢胎开工率	4
图 8: 近三年半钢胎开工率	4
图 9: 轮胎行业毛利率呈下降趋势	5
图 10: 轮胎行业亏损企业个数、金额在扩大	5
图 11: 2015 年半钢胎双反导致出口骤降	5
图 12: 卡客车轮胎出口美国占比较大	5
图 13: 2009 年以来我国汽车行业各车系占比	7
图 14: 我国家电行业国产替代化之路	7
图 15: 公司 2015 年主营业务收入结构	9
图 16: 公司 2015 年主营业务毛利结构	9
图 17: 公司近三年研发投入及研发费用占营收比重	12
图 18: 轮胎上市公司研发费用占营收比重	12
图 19: 公司拥有轮胎生产完整且先进的生产设备	12
图 20: 近三年轮胎上市公司毛利率	13
图 21: 近三年轮胎上市公司净利率	13
图 22: 玲珑轮胎半钢胎产能不断增加	15
图 23: 玲珑轮胎半钢胎占比不断增长	15
图 24: 公司 2011 年以来营业收入及增速	17
图 25: 公司 2011 年以来净利润及增速	17
图 26: 公司 2015 年主营业务收入结构情况	17
图 27: 公司 2015 年主营业务毛利情况	17
图 28: 公司分产品毛利率情况	18
图 29: 公司 2015 年主营业务毛利情况	18
图 30: 公司近五年毛利率、净利率情况	18
图 31: 公司毛利率与同行业上市公司比较	18
图 32: 公司近五年三费率情况	19
图 33: 公司剔除研发费用后三费率与同行业上市公司比较	19

表 目 录

表 1: 公司产能分产品介绍.....	1
表 2: 轮胎按胎体结构分类.....	2
表 3: 轮胎企业阵营介绍.....	3
表 4: 2010-2014 年国内轮胎企业破产收购情况.....	6
表 5: 2015 年国内轮胎企业破产情况.....	6
表 6: 公司部分产品介绍.....	8
表 7: 公司产品销售市场介绍.....	9
表 8: 2015 年公司前五大客户.....	10
表 9: 2015 年轮胎行业品牌价值排行.....	10
表 10: 近年来公司在品牌建设方面取得的成绩.....	10
表 11: 近五年研发领域取得的主要成绩、重大突破.....	11
表 12: 近年来获得的产品质量方面的荣誉.....	13
表 13: 泰国玲珑产能建设情况.....	15
表 14: 公司 IPO 拟投项目.....	16
表 15: 公司在建或筹建项目.....	16
表 16: 分产品收入及毛利率.....	19
表 17: 可比公司估值情况.....	20
附表: 财务预测与估值.....	21

1. 公司概况：国内领先的轮胎生产企业

玲珑轮胎是国内规模最大、效益最好的轮胎专业生产企业之一，生产全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎及特种轮胎等 3000 多个规格品种的轮胎产品，公司具备 4284 万套/年的轮胎生产能力，连续多年入围世界轮胎 20 强，中国轮胎前五强。“玲珑”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”；“玲珑品牌”连续 11 届被世界品牌价值实验室评定为“中国 500 最具价值品牌”，2015 年品牌价值达 202.95 亿元，稳居国内轮胎行业首位。

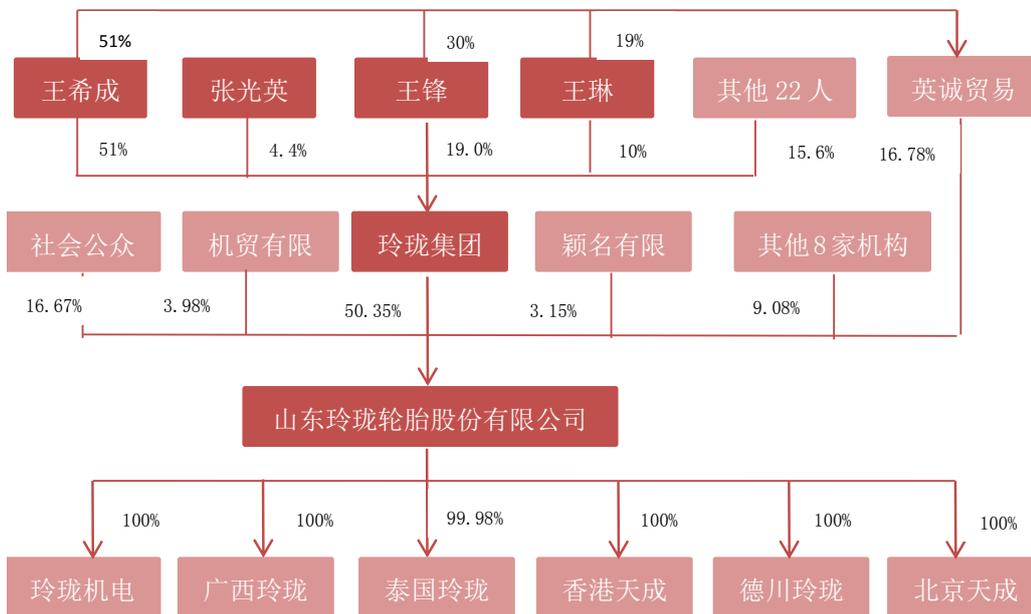
表 1：公司产能分产品介绍

产品名称	产能 (万套/年)
半钢子午线轮胎	3634
全钢子午线轮胎	550
斜交轮胎	100
合计	4284

数据来源：招股说明书、西南证券

公司股权结构：公司第一大股东玲珑集团持有公司 50.35% 的股权，实际控制人为王氏家族，其成员为王希成、张光英、王锋和王琳，其中王希成和张光英系夫妻关系，王氏家族通过玲珑集团和英诚贸易控制玲珑轮胎 67.13% 的股权，公司股权较为集中。

图 1：IPO 后公司股权结构



数据来源：招股说明书，西南证券

2. 行业分析：行业整合拉开序幕，国产替代正当时

轮胎生产所需的主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、帘子布、炭黑、钢丝、助剂等，原材料占产品成本的比例在 90%左右，其中天然橡胶、合成橡胶占产品成本的比重在 45%左右。轮胎下游是汽车、工程车、工业车、农用车等行业。

图 2：轮胎行业产业链



数据来源：西南证券整理

根据胎体结构的不同，轮胎可以划分为斜交线轮胎和子午线轮胎两大类。目前，斜交胎逐渐由主流产品萎缩到农用轮胎以及要求不高的车辆轮胎上；而子午线轮胎已经成为目前轮胎市场的主流产品。子午线轮胎又可细分为全钢胎和半钢胎两大类，全钢胎主要应用在载重轮胎上；半钢胎主要应用于轿车轮胎和轻卡轮胎上。

表 2：轮胎按胎体结构分类

轮胎产品	主要性能
子午线轮胎	轮胎内部的胎体帘布层帘线与胎面中心线呈 90° 角或接近 90° 角排列，并以基本不能伸张的带束层箍紧胎体的充气轮胎。轮胎特点：胎体较柔软、舒适性较好，在滚动阻力、承载力、舒适性等方面均优于斜交胎。
全钢子午线轮胎	主要设计用于载重汽车和客车及其拖挂车的子午线轮胎，其骨架材料均为钢丝材料。
半钢子午线轮胎	主要设计用于乘用车的子午线轮胎，其胎体骨架材料为纤维材料，其它骨架材料为钢丝材料。
斜交轮胎	轮胎内部的胎体帘布层和缓冲层各相邻层帘线交叉，且与胎面中心线呈小于 90° 角排列的充气轮胎。特点：层数多、层间剪切力大、胎体较硬、舒适性差，逐渐被子午胎取代。

数据来源：西南证券整理

按市场渠道，轮胎可分为配套市场和替换市场。配套市场为汽车和工程机械主机厂配套轮胎，约占轮胎销售额的 25%~30%；替换市场为使用中的汽车和工程机械更换轮胎，约占轮胎销售额的 70%~75%。尽管配套市场所占份额远小于替换市场，但根据消费者消费习惯，大部分消费者倾向于购买与原配车胎一致的轮胎，因此，配套市场在很大程度上影响着替换胎市场。

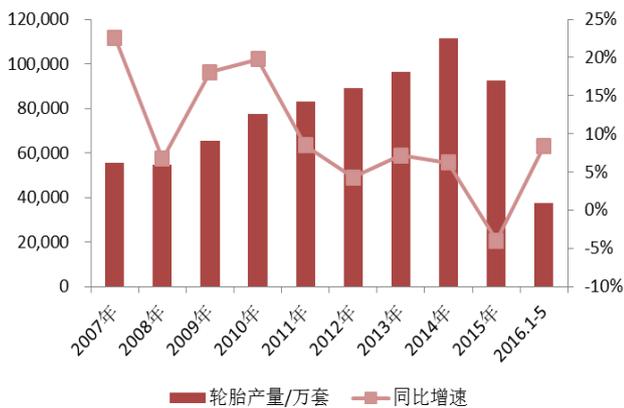
按轮胎用途，轮胎可分为乘用车轮胎和商用车轮胎，商用车轮胎主要包括卡客车轮胎、工程机械轮胎、农用轮胎、航空轮胎等，乘用车轮胎占总市场份额的 2/3，商用车轮胎占 1/3。

2.1 趋势一：轮胎行业大而不强，行业集中度逐步提升

2.1.1 轮胎行业大而不强，效益下降致破产潮一触即发

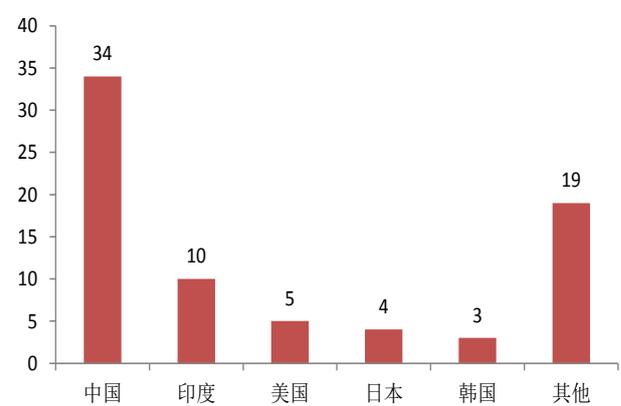
轮胎行业发展与汽车工业高度相关，2005 年以来我国汽车产业进入高速发展期，汽车产量及保有量快速增长，也带动轮胎行业也经历了一个高速发展期。轮胎总产量从 2007 年的 5.6 亿套快速增长至 2014 年的 11.1 亿套，实现翻番。在 2015 年世界轮胎 75 强排名中，中国企业入围 34 家，将近占据半壁江山。我国各种轮胎合计产量稳居世界之首，俨然成为世界轮胎生产大国。

图 3：2007 年以来我国轮胎总产量



数据来源：Wind，西南证券

图 4：世界轮胎 75 强按国家分类



数据来源：轮胎世界网，西南证券

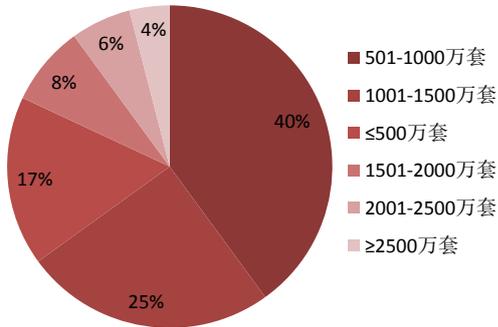
但是因主要依靠投资扩产、低水平重复建设和数量扩张的传统发展模式，我国轮胎产业高速增长同时也积累了集中度降低、产能过剩、同质化严重等弊病，轮胎企业整体技术水平偏低，多居于第四阵营，在 2015 年入围世界轮胎 75 强的 34 家企业总销售额仅占 75 强总销售额的 18.2%。我国轮胎产业大而不强，在高档次、高技术含量、高附加值轮胎生产方面仍有很大的发展空间。

表 3：轮胎企业阵营介绍

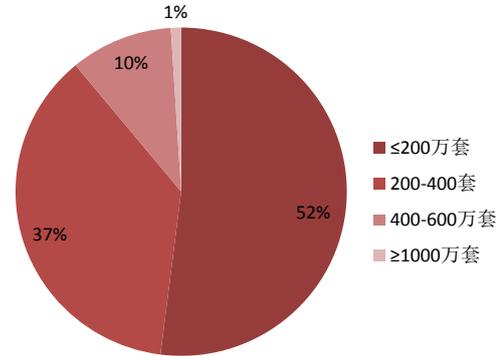
	企业名称	企业性质	优势产品领域	市场重点
第一阵营	米其林、普利司通、固特异	独资或合资	中高档轿车轮胎、大规格轮胎	注重替换市场，替换市场业务占公司总业务的 70% 以上
第二阵营	韩泰、佳通、锦湖、邓禄普、正新等	独资或合资	中档轿车胎、积极获取高端市场	注重出口及原配市场，出口业务约占公司业务的 20%，而原配业务占公司业务的 40% 以上
第三阵营	倍耐力、马牌	独资或合资	进口车轮胎及大规格轮胎	进入中国较晚，积极扩大替换市场份额
第四阵营	玲珑、三角、朝阳、双星等国内企业以及部分小规模外资等	国营、民营及独资	低端市场	注重开发农村及城市周边市场

数据来源：卓创资讯，西南证券

目前，国内轮胎行业集中度较低，小规模企业较多，以半钢胎为例，目前年产能在 1000 万套以下的企业占据主流，年产能在 1000-1500 万套的企业紧随其后，而年产能在 2000 万套以上的企业仅占 10% 左右。

图 5：我国半钢胎企业规模统计


数据来源：卓创资讯，西南证券

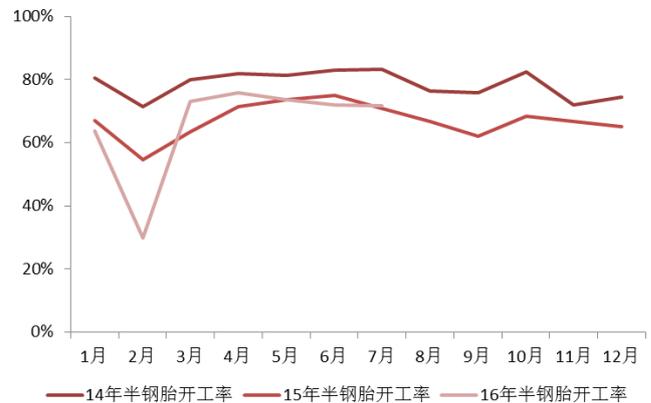
图 6：我国全钢胎企业规模统计


数据来源：卓创资讯，西南证券

轮胎行业作为制造业，规模效应非常明显，企业规模过小导致企业缺乏规模优势，行业竞争秩序混乱。随着我国轮胎行业 2013 年开始出现产能过剩问题，轮胎行业已艰难维系两年多，开工率不断降低，2012 年，国内轮胎行业大型企业开工率在 95% 以上，中型企业开工率在 80% 左右，到 2015 年，国内轮胎企业开工率已降至 70% 以下，2016 年除了三四月份开工率同比略增外，继续延续低迷状态。

图 7：近三年全钢胎开工率


数据来源：Wind，西南证券

图 8：近三年半钢胎开工率


数据来源：Wind，西南证券

目前，我国轮胎企业经营压力较大，轮胎企业毛利率自 13 年以来不断降低，亏损企业数量也在不断增加。2015 年，在中国橡胶工业协会统计的 40 家轮胎企业中，31 家内资企业有 6 家亏损，亏损金额达 4.47 亿元，9 家外企企业有 2 家亏损，亏损额达 1.35 亿元，整体亏损面 20%。目前山东东营（占全国一半产能）一大批民营企业处于破产边缘，银行贷款收紧和产业链的恐慌加剧企业压力，另因“互联互保”现象在东营企业中很普遍，破产潮一触即发。

图 9：轮胎行业毛利率呈下降趋势


数据来源：Wind, 西南证券

图 10：轮胎行业亏损企业个数、金额在扩大

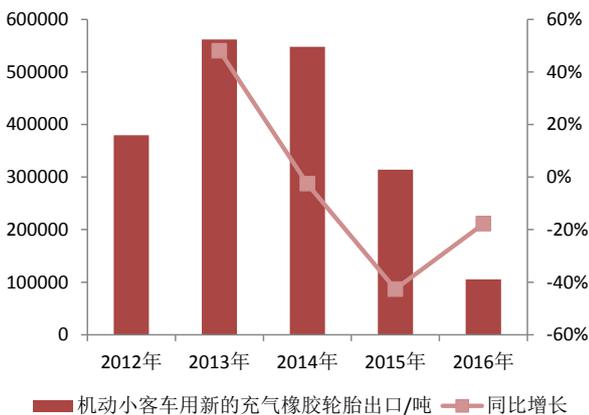

数据来源：Wind, 西南证券

2.1.2 海外“双反”致出口受阻，有望倒逼行业整合

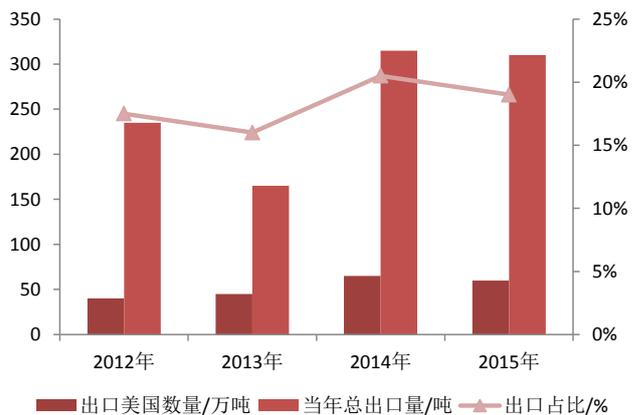
国内轮胎企业占配套胎市场占比较小，主要依靠国外市场和替换胎市场，我国是世界最大轮胎生产和出口国，出口占我国轮胎行业比重较高，其中美国是中国轮胎的第一大海外市场，占中国轮胎海外市场约 30% 的份额。

近年来美国多次对我国轮胎行业进行“双反”，从历史数据看，美国 2012 年 6 月美国“特保案”结束后，我国半钢胎出口恢复增长，2015 年对我国半钢胎再次“双反”造成我国轮胎半钢胎出口从 54.8 万吨骤降至 31.4 万吨，降幅达 43%，美国“双反”对我国轮胎出口有着较大影响。

2016 年 2 月，美国商务部发布公告称，正式对原产于中国的全钢胎开展“双反”调查，涉案金额超过 10 亿美元。2012 年至 2015 年，整体来看，美国市场占我国卡客车出口市场 20% 左右，在整个卡客车出口中占有重要地位，并且近两年占比情况明显提升。

图 11：2015 年半钢胎双反导致出口骤降


数据来源：隆众石化, 西南证券

图 12：卡客车轮胎出口美国占比较大


数据来源：隆众石化, 西南证券

此次卡客车“双反”正处我国轮胎行业洗牌期间，将加剧我国轮胎行业洗牌，我国轮胎企业多以量取利，出口多依靠质量尚可价格低廉的中低端轮胎为主，全钢胎“双反”对于中小企业来说将是致命的打击，而有实力并且已经进行海外布局建厂的少数企业在此次“双反”中受影响较小。从这个角度看，“双反”事件一定程度上有利于改变目前轮胎行业的分散情况，对推动中国轮胎行业优胜劣汰也有一定的积极意义。

2.1.3 落后产能加速淘汰，优质厂家借机发展

在行业盈利情况逐步下滑和美国“双反”背景下，我国轮胎行业逐步淘汰落后产能，2010年至2014年，国内轮胎行业先后倒闭9家，淘汰低端产品1420万条。

表 4：2010-2014 年国内轮胎企业破产收购情况

		2010	2011	2012	2013	2014	合计	
倒逼企业家数		2	1	1	3	2	9	
淘汰产量 (万条)	斜交轮胎	230	100		440	340	1110	
	普通子午胎	全钢胎	80			30		110
		半钢胎			150	50		200

数据来源：卓创资讯，西南证券

2015年轮胎行业倒闭潮尤其凶猛，国内5家轮胎企业因产能落后、环保搬迁和资金断裂等问题关闭，9家企业的轮胎项目因资金、环评和土地等问题被停建。落后产能加速淘汰，优质厂家可借此进行兼并收购，进行跨越式发展，分享市场蛋糕。

表 5：2015 年国内轮胎企业破产情况

破产日期	企业名称	备注
2015.2	东营德瑞宝	入榜全球轮胎75强，全钢胎600万条/年，半钢胎2400万条/年
2015.7	福泰尔轮胎	商用车轮胎300万条/年
2015.10	首创轮胎	连续多年跻身世界轮胎75强之列，半钢胎1600万条/年
2015.12	沃森橡胶有限公司	全钢胎359万条/年、半钢胎2500万条/年
2016.1	恒宇轮胎有限公司	半钢胎1000万条/年

数据来源：西南证券

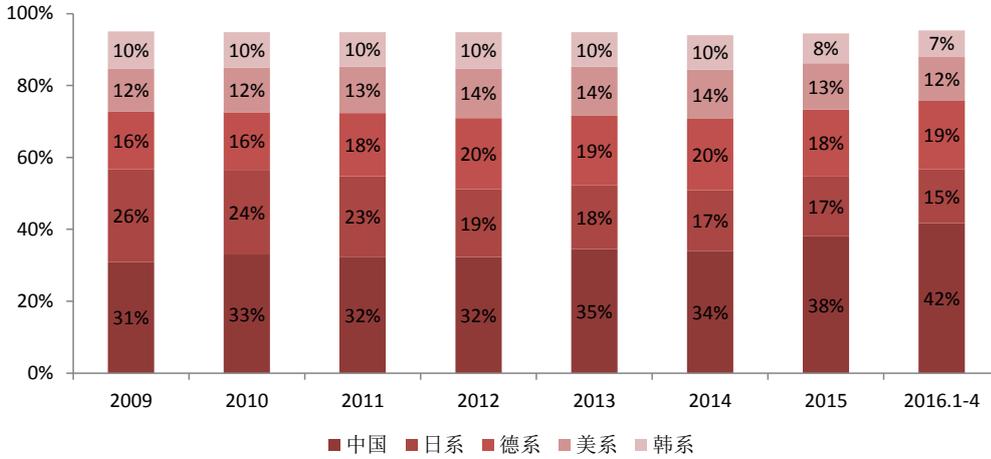
2.2 趋势二：半钢胎进口替代正当时

2.2.1 半钢胎进口替代空间巨大，国内轮胎企业逐步崛起

中国目前已是世界第一大汽车生产国，但由于中国乘用车市场的爆发期是在近七八年，我国轮胎企业并无太多乘用车轮胎的技术积累与布局，因此在乘用车领域，我国轮胎仅占据较小的市场份额，而且主要集中在替换胎市场，在门槛更高的轿车原配市场，自主品牌轮胎进入的只有5万元以下微型车市场，在5万元以上车型基本没有配套。

中国整车行业外资品牌汽车比例很大，在中外合资整车企业，外方特别是日方和韩方坚持用外资品牌轮胎，不考虑用中国轮胎，中国轮胎难以进入，美德系则相对开放。近年来，随着日韩车占比不断下滑，国产车及德系车占比逐步提升，有利于国内轮胎企业逐步打开配套胎市场。

图 13：2009 年以来我国汽车行业各车系占比



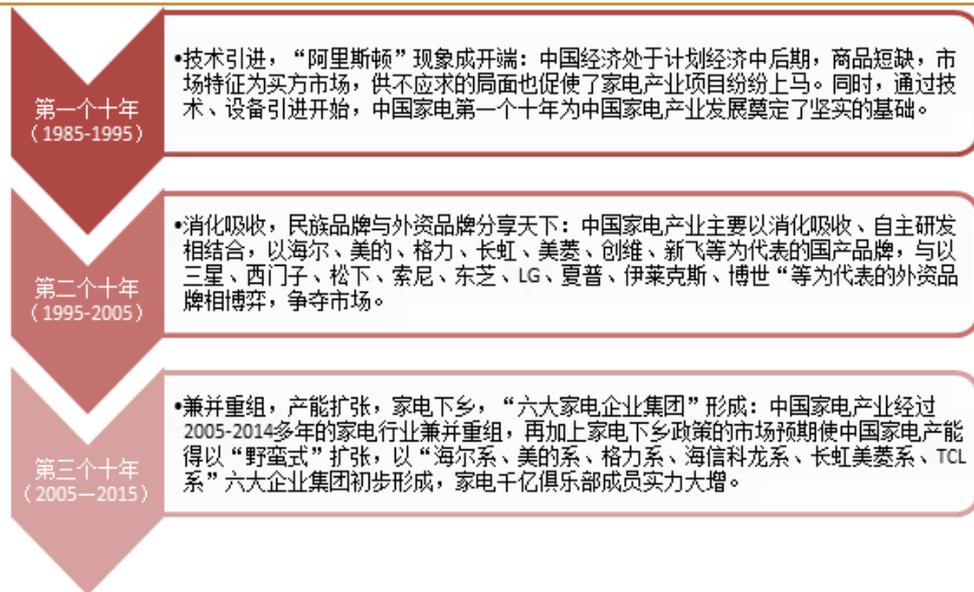
数据来源：盖世汽车网，西南证券

另外，随着国内轮胎制造厂商技术水平的提高和中国汽车工业的发展，未来若干年内，国内轿车轮胎行业很可能经历持续的抢占世界轮胎巨头市场份额的过程，通过研发扁平化、低噪声、低滚动阻力的节能、安全、环保绿色轮胎及市场需要的短缺品种，逐步占领轮胎市场制高点。

2.2.2 他山之石可以攻玉：从家电行业看轮胎的国产替代之路

中国家电行业在过去的 30 年完成了从小到大、从弱到强的蜕变，从一开始的技术、设备引进到自主研发、生产制造、品牌创立、渠道创新，现已发展成为全球最大的家电制造大国，年产销规模突破 1.5 万亿，走出了一条漂亮的国产替代进口之路。

图 14：我国家电行业国产替代化之路



数据来源：西南证券

目前，我国轮胎行业已经进入兼并重组、集中度逐步提升的阶段，最终形成几家实力强大的大型轮胎企业，与世界巨头抗衡，由于汽车轮胎安全性问题，半钢胎国产化之路可能要慢于家电行业，但这一趋势已不可逆转。

3. 公司分析

3.1 主营业务分析

公司主营业务为汽车轮胎设计、开发、制造和销售，主要产品分为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎等 3000 多个规格品种，广泛应用于乘用车、商用车、工程机械等。公司已形成以“玲珑”、“山玲”、“利奥”、“BENCHMARK”、“INFINITY”、“ATLAS”等多个品牌产品系列。公司顺应低碳经济和绿色制造潮流，形成低滚动阻力、环保、跑气保用、雪地轮胎、低噪声、抗湿滑等高新技术产品系列。

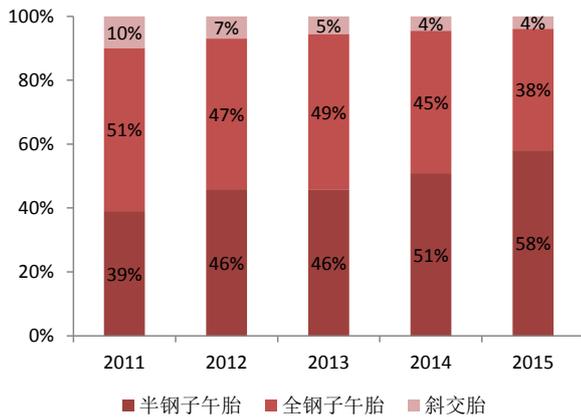
依据轮胎产品的具体用途，公司主要产品可划分为轿车及轻卡子午线轮胎、载重子午线轮胎、工程机械轮胎、农业轮胎、工业车辆轮胎、摩托车轮胎等类别，具体情况如下：

表 6：公司部分产品介绍

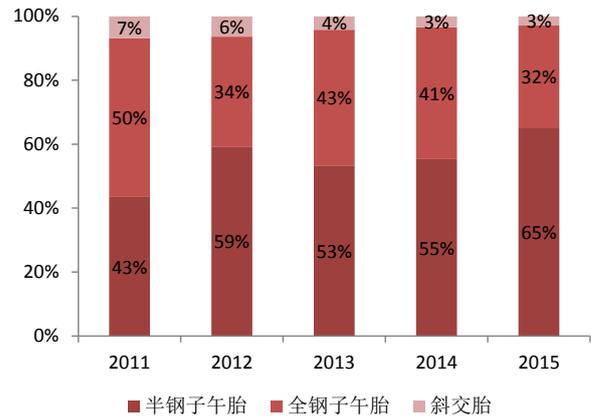
按配套机械分类	产品类别	图例	产品系列	用途
轿车轮胎	轿车子午线轮胎及轻型载重汽车子午线轮胎		超高性能轿车胎、商用旅行车轮胎、雪地胎、高性能轿车胎、运动型车&轻卡(LTR/SUV)、商用轻卡用轮胎、拖车胎(ST)等系列，共 300 多个规格，2000 多种产品	主要用于轿车、越野车、轻型载重汽车及小吨位拖挂车上轮胎的配用及替换
载重汽车轮胎	载重汽车子午线轮胎		普通断面有内胎系列、普通断面无内胎系列；低断面无内胎 85、80、75、70、65、60、55、45 系列；普通断面 13/14/15 寸系列，60 几个规格，900 多种产品	主要用于载重货车、客车、小型货车、特种车辆的配套及替换
	载重汽车斜交轮胎		12.00-20、11.00-20、10.00-20、9.00-20，共计 100 多个规格，300 多种产品	主要用于中短距离工程自卸车
工程机械轮胎	工程机械斜交轮胎和工程机械子午线轮胎、工程车辆轮胎、林业机械轮胎		17.5-25、18.00-25、20.5-25、21.00-35，23.5-25、26.5-25、29.5-25、35/65-33、29.5-29、27.00-49 共计 40 多个斜交轮胎和子午线轮胎规格，80 多种产品	具有良好的耐磨、耐切割、耐刺扎性能，产品用于压路机、装载机、重型自卸车及井下作业的特殊车辆

数据来源：招股说明书，西南证券

随着我国轿车需求量、保有量的逐年上升，以及公司半钢子午胎产品品质、品牌影响力的稳步提升，半钢子午胎销售比重从 2011 年度的 39% 逐步上升到 2015 年度的 58%，超过全钢子午胎销售额，毛利占比也从 43% 上升到 65%。斜交胎由于性能较差，加之国家产业政策调整，公司逐步淘汰相关落后产能，其销售收入及占比逐年下降，2015 年主营业务收入占比仅为 4%，利润占比仅为 3%。

图 15: 公司 2015 年主营业务收入结构


数据来源：招股说明书，西南证券

图 16: 公司 2015 年主营业务毛利结构


数据来源：招股说明书，西南证券

从销售市场构成看，公司以轮胎替换市场为主，近三年销售收入占主营收入比例分别为 65.1%、65.6% 和 70.1%。2015 年度，受国内经济形势不景气的影响，汽车销量有所下滑，特别是中重卡汽车销量受影响更大，公司对国内中重卡配套客户的销售也相应下降，故配套市场占比由 14 年的 34% 下滑至 15 年 30%。

从销售区域构成来看，公司境外销售占比略大于国内，2015 年国内收入占主营业务收入的比例为 45%，外销收入占主营业务收入的比例为 55%，外销市场分布较分散，第一大外销市场美国占比不足 25%。

表 7: 公司产品销售市场介绍

年度	类别	国内销售		海外销售		合计	
		销售金额/万元	占比 (%)	销售金额/万元	占比 (%)	销售金额/万元	占比 (%)
2015 年	配套市场	250534.56	64.83	7564.42	1.59	258098.08	29.94
	替换市场	135930.92	35.17	467911.33	98.41	603842.25	70.06
	合计	386465.48	100.00	475475.75	100.00	861941.23	100.00
2014 年	配套市场	345232.31	73.72	2956.19	0.54	348188.50	34.39
	替换市场	123099.15	26.28	541242.21	99.46	664341.36	65.61
	合计	468331.46	100.00	544198.40	100.00	1012529.86	100.00
2013 年	配套市场	382602.63	74.03	11155.41	1.82	393758.04	34.88
	替换市场	134208.02	25.97	600822.80	98.18	735030.82	65.12
	合计	516810.65	100.00	611978.21	100.00	1128788.86	100.00

数据来源：招股说明书，西南证券

公司产品销售对象主要为国内外整车厂商及轮胎经销商，客户包括上汽通用五菱、北汽福田、东风汽车、BATAIS TRADING CO 等。2015 年公司前五大客户收入占比 24%，且前五大客户占比较为稳定，不存在单一客户收入占比过大的情况。

表 8：2015 年公司前五大客户

客户名称	产品类别	销售收入/万元	占比/%
上汽通用五菱汽车股份有限公司	半钢胎	81,139.64	9.41
BATAIS TRADING CO (L.L.C.)	全钢胎、半钢胎、斜交胎	38,723.74	4.49
北汽福田汽车股份有限公司	全钢胎、半钢胎	34,577.08	4.01
东风汽车股份有限公司	全钢胎、半钢胎、斜交胎	26,833.28	3.11
EUROPEAN TIRE DISTRIBUTORS BV	全钢胎、半钢胎、斜交胎	26,290.96	3.05
合计	--	207,564.70	24.08

数据来源：招股说明书，西南证券

3.2 竞争优势分析

3.2.1 品牌优势明显

轮胎作为专业性强的汽车配套产品，消费者无法直接辨别其性能优劣，购买行为受品牌影响大，品牌对轮胎的市场占有率和产品价格起到决定性作用。在全球轮胎市场竞争中，世界著名轮胎厂商也依靠品牌影响力占据了高端市场并获得超额利润。

玲珑轮胎自成立以来非常重视品牌建设，加强技术研发与自主创新，严控产品质量，策划重大营销实践，全面提升售后服务，经过若干年的培育，公司已成为行业内最具品牌知名度和美誉度的企业之一，品牌价值连续多年稳居本土轮胎行业首位。

表 9：2015 年轮胎行业品牌价值排行

排名	品牌名称	品牌拥有机构	品牌价值
1	玲珑	玲珑集团有限公司	202.95 亿元
2	风神	风神轮胎股份有限公司	122.45 亿元
3	双星轮胎	双星集团有限责任公司	121.72 亿元
4	双钱	双钱集团股份有限公司	116.65 亿元

数据来源：世界经理人-品牌频道，西南证券

此外，为了更好的塑造高端品牌形象，玲珑轮胎通过体育营销、参加国际大型轮胎展、投身公益事业活动，积极推进品牌推广，打造具有玲珑特色的品牌形象。

表 10：近年来公司在品牌建设方面取得的成绩

年度	品牌建设方面取得的成绩
2007 年	“玲珑及图”商标被国家工商行政管理总局评为“中国驰名商标”
2009 年	“玲珑品牌”被中国化工情报信息协会授予“2009 中国化工最具国际竞争力品牌 60 大”称号，在山东省委省政府举办的建国 60 周年影响山东经济的品牌评选活动中荣获“60 年 60 品牌”称号
2012 年	“玲珑轮胎”连续两年在驾趣轮胎评选中被评为“年度最佳自主品牌” 被中国汽车汽配用品行业联合会、国家汽车零部件质量监督检验中心等授予“中国汽车用品行业十大领军企业”称号和“中

年度	品牌建设方面取得的成绩
	国汽车用品行业十大驰名品牌”
	被山东省商务厅选定为 2012-2013 年山东重点培育和发展国际知名品牌
2014 年	入围世界品牌实验室 2014 年“亚洲品牌 500 强”榜单，排名第 353 位
2015 年	被评选为金橡奖“10 大影响力品牌奖”
	自 04 年以来连续十二届被世界品牌实验室评定为“中国 500 最具价值品牌”，品牌价值从 38.3 亿增长至 253.3 亿元

数据来源：招股说明书，西南证券

3.2.2 研发实力雄厚，工艺技术领先

轮胎属于技术密集型行业，技术升级往往会改变产业结构，并给企业带来战略性成长机会，而高端产品领域的技术壁垒又保证了企业的毛利率优势。随着以轿车轮胎为代表的汽车轮胎的升级换代速度在不断加快，已从过去的 3-5 年缩短至 1-2 年，性能优异的新型轮胎产品存在广阔的市场空间，研发实力将成为企业的核心竞争力。

研发实力雄厚，自主创新能力强

与大量缺乏创新，打价格战的国产企业不同，玲珑轮胎是国内研发能力领先行业的公司。到目前为止，玲珑轮胎已拥有境内专利 399 项、境外专利 1 项，其中发明专利 8 项、实用新型专利 74 项，每年自行研制开发新产品达 300 个以上，还先后承担了国家“863 计划”、“火炬计划”等多项国家级重大科研课题，参与制定和修改了 58 项国家及行业标准，已有 20 多项新技术、新产品填补国内空白。据美国《橡胶与塑料新闻》周刊统计，2008-2015 年，公司连续八年进入世界轮胎行业前 20 强。

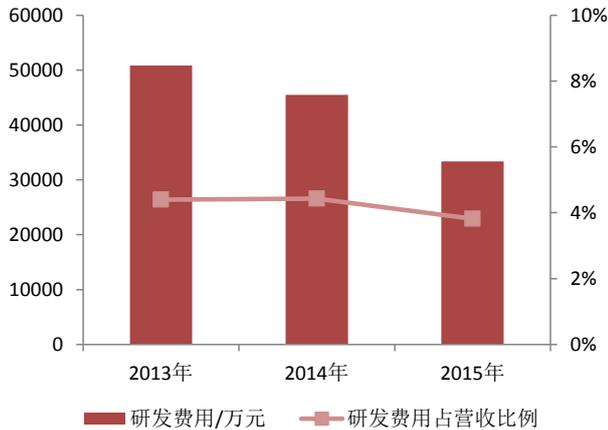
表 11：近五年研发领域取得的主要成绩、重大突破

年度	研发领域主要成果
2011 年	在年度驾趣轮胎评选中荣获“2011 年度最佳轮胎技术奖”，GREEN-Max UHP 轮胎荣获“2011 年度最具驾趣湿地轮胎”称号 据芬兰世界测试公司 9 新近发布的 2011 年夏季轮胎测试报告，在全球 12 个有代表性的轮胎品牌参与的测试中，公司新一代 GREEN-Max UHP 轮胎以 7.6 分综合得分位列第四位，与米其林、邓禄普等并驾齐驱，是历次测试中表现最好的中国轮胎
2012 年	玲珑 L788 轮胎在《汽车与运动》杂志主办的“2012 年度驾趣轮胎评选”中，获评“最具驾趣绿色节能轮胎” 半钢子午胎 GreenMax 系列于 2012 年获得中国汽车报“年度节油轮胎”
2014 年	成功开发 DO983 矿山混合路系列产品，胎圈耐久性、胎冠耐刺扎、胎体强度、胎肩抗变形等性能大幅提升，进一步开拓矿山市场 “高耐磨抗湿滑节油轮胎关键技术及产业化应用”项目荣获中国石油与化学工业联合会科技进步一等奖 德国汽车杂志《AUTO BILD》对全球 50 个品牌轮胎进行了 2014 年夏季轮胎测试对比，公司 ATLAS 轮胎获得“优秀”评价，测试结果优于多个国际一线轮胎品牌
2015 年	中长途重载挂车产品 AR973 投放市场，全新“STRONG-MAX”胎冠专利技术应用，冠部强度提升 20% 以上，胎肩耐久性提升 10%
2016 年	轮胎行业顶级专业测评机构德国 ADAC 汽车协会对包括米其林、普利司通、玲珑英菲利等 16 个轮胎品牌的 185/65R15 夏季轮胎进行了全面测试。玲珑英菲利以 2.8 的总成绩获得“满意”评级，与米其林质量比肩，并且优于另一全球知名品牌普利司通
2016 年	“低断面抗湿滑低噪声超高性能轿车子午线轮胎” 得国家科技进步二等奖，成为国内享有该项荣誉的唯一轮胎产品
2016 年	“节油轮胎用高性能橡胶纳米复合材料的设计及制备关键技术”荣获国家科学技术发明二等奖，是迄今为止轮胎行业唯一的国家科学发明奖

数据来源：招股说明书，西南证券

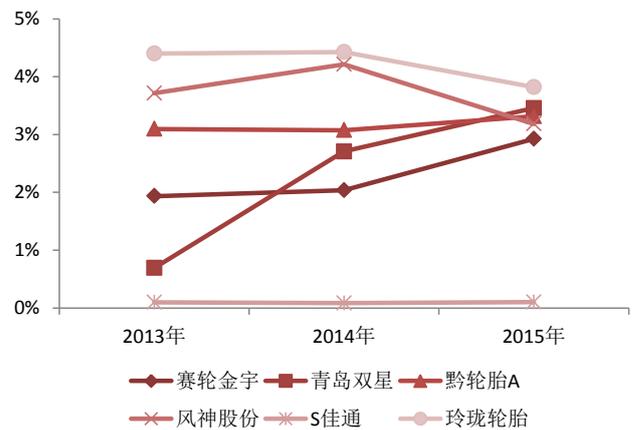
公司拥有国家级企业技术中心, 拥有通过中国国家实验室认可委员会认可的实验检测中心和轮胎室内噪声试验室, 拥有博士后科研工作站、院士科研工作站。公司 2015 年投入研发费用 3.34 亿元, 占销售费用比重达 3.8%, 公司近三年研发费用占营业收入比重均高于行业内上市公司。

图 17: 公司近三年研发投入及研发费用占营收比重



数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 18: 轮胎上市公司研发费用占营收比重

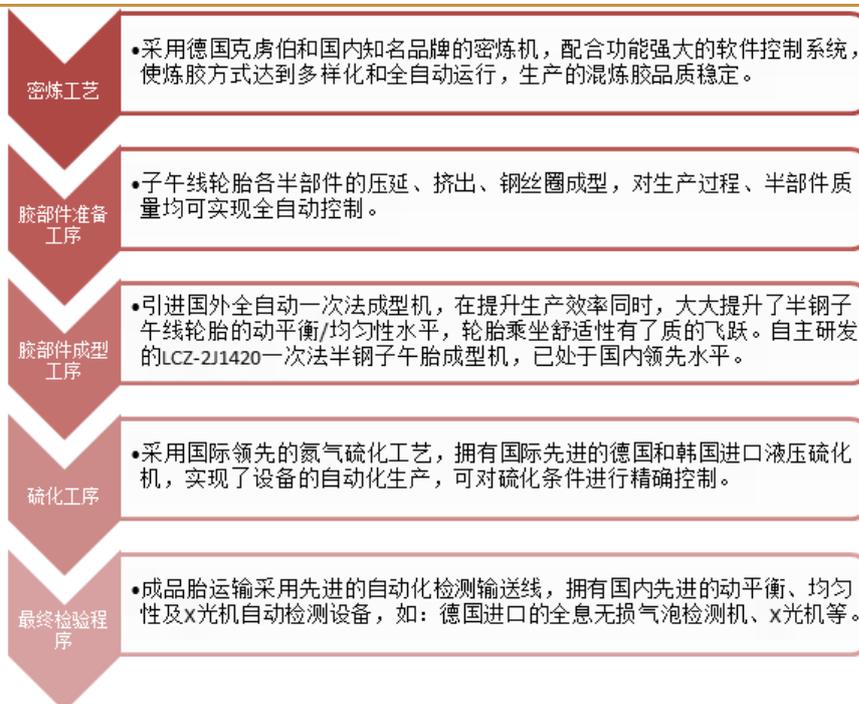


数据来源: Wind, 西南证券

生产设备先进, 工艺技术领先

公司拥有从炼胶、挤出、压延、裁断、钢丝圈、成型、硫化和成品检测等一整套完整且先进的生产设备, 使得公司在硬件方面具备参与国际轮胎行业竞争的实力。

图 19: 公司拥有轮胎生产完整且先进的生产设备



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

凭借过硬的产品质量和优异的产品性能，公司通过的国内外轮胎产品认证包括：中国 CCC、美国 DOT、美国 SMARTWAY、欧洲 REACH 法规、欧盟 ECE、巴西 INMETRO、海湾 GCC、印度尼西亚 SNI、印度 BIS、乌拉圭 LATU、尼日利亚 SONCAP、古巴 RCB 等，为公司拓展海内外市场奠定了基础。

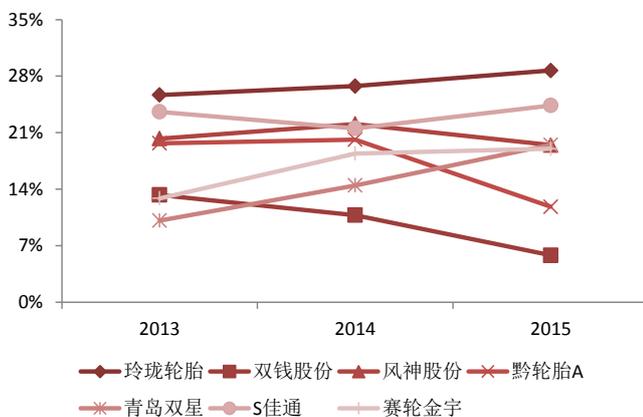
表 12：近年来获得的产品质量方面的荣誉

年份	获得的产品质量方面的荣誉
2007 年	被山东省人民政府授予“山东省质量管理奖”（鲁质奖 200717）
2011 年	顺利通过出口免验审查，成为出口免验重启后率先获得出口免验资格的企业之一
	在“3.15 国际消费者权益日”活动中荣获“全国质量诚信承诺优秀示范企业”
2012 年	通过通用、福特汽车的质量管理体系资格评审，进入其供应商采购体系
	通过俄罗斯雷诺日产的质量管理体系评审，成为其俄罗斯工厂的正式供应商
	通过中国人民解放军总装备部通用装备保障部的评审，成为军品承制单位
2014 年	连续多年被评定为“全国十佳汽车零部件供应商”，荣膺“优秀车身附件、通用件供应商”称号
	“全钢子午线无内胎轮胎”荣获“2014 年度中国橡胶工业协会推荐品牌产品”
	轮胎行业首家获得 C-TPAT “中华人民共和国海关总署 美国海关与边境保护局联合验证证书”（中美联验[2014]71 号）

数据来源：招股说明书，西南证券

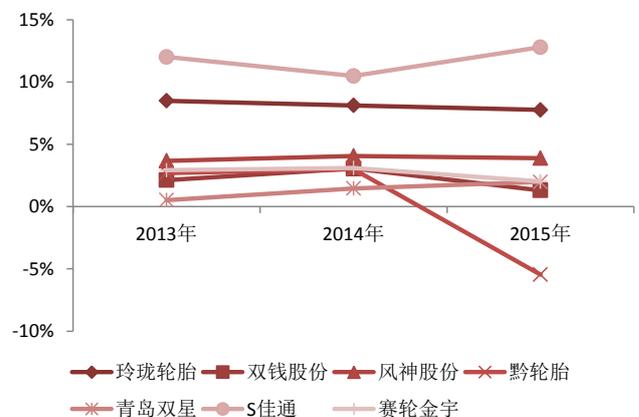
公司凭借先进的工艺技术和过硬的产品质量，打进高端产品领域，高端产品领域的技术壁垒又保证了公司的毛利率优势。公司近三年毛利率、净利率与同行业可比公司相比，一直保持相对较高水平，体现了公司良好的盈利能力。

图 20：近三年轮胎上市公司毛利率



数据来源：Wind，西南证券

图 21：近三年轮胎上市公司净利率



数据来源：Wind，西南证券

3.2.3 营销与客户渠道优势

轮胎行业配套市场占比 1/4 和替换市场占比 3/4，替换市场的拓展需要强大的营销渠道来保证。

完善营销渠道，打造品牌形象店

国内市场方面，公司采取以一级经销商为重点，二级销售网点为补充的两级销售渠道建设模式，公司已发展一级经销商 280 多家，并与中国一汽、中国重汽、陕西重汽、上汽通用

五菱、长安福特、厦门金龙等国内外 50 多家知名整车厂商建立了长期战略合作关系，配套成为中国第一车红旗国宾车的专用配套轮胎。

此外，公司自 2006 年 7 月份就着手进行“玲珑家苑”品牌形象店的策划和推广工作，截止 16 年 5 月底，玲珑轮胎国内品牌店总数已达 1500 家。品牌形象店为顾客提供更专业、更便捷和更可靠的“一站式”轮胎销售和服务。

国际市场方面，公司拥有海外一级经销商 300 多家，为通用、福特、印度塔塔、俄罗斯雷诺日产、巴西现代等多家厂商提供配套，顺利进入世界前十名中的多家汽车制造商的全球供应商体系，成为民族品牌第一家进入世界级汽车厂配套体系的企业。产品远销世界绝大部分国家和地区，出口量稳居国内同行业前列。

良好的售后服务

公司以“优质、高效、诚信”为服务方针，依托终端销售网点建立起覆盖全国的庞大售后服务网络，对各代理商或整车厂商进行每月一次的常规主动走访服务，借助第三方物流加快产品周转，建立专业的销售服务系统，为经销商提供市场沟通、指导、帮扶、支持的有效平台，公司还为经销商提供高效培训服务，提高其业务水平。

顺应“互联网+”趋势，推进电子商务，实现营销网络内的高效互动

通过业务管理平台系统，将下游配套、直销及经销客户、一线轮胎消费者等所有业务合作方，融合到平台当中，借助互联网，实现各方的信息共享、高效互联。通过电子商务，一方面有助于客户实时查询订单执行、货运配送、账务结算等现实情况，有利于双方合作的高效推进；另一方面可以实时汇集所有客户终端，包括一线用户的反馈信息，避免出现行业信息传递失真、失时等问题，有助于公司更有针对性地制定营销策略和研发策略。

3.3 未来成长驱动因素

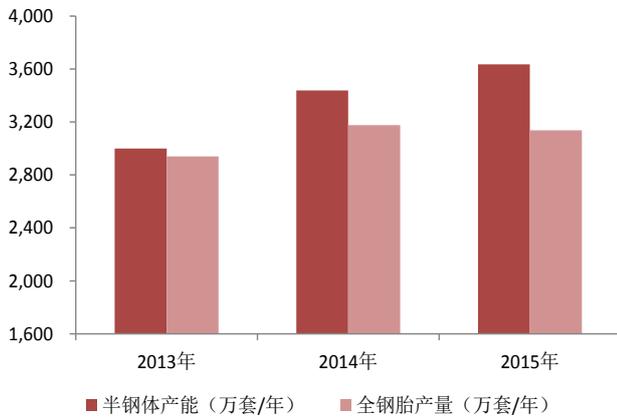
3.3.1 凭借品牌、技术、渠道三大优势，扮演行业整合者角色

从发达国家轮胎行业的发展经验来看，当市场竞争加剧，部分无法适应竞争的企业被淘汰或被并购，行业集中度会逐步上升，最终形成几家实力强大的大型轮胎企业。从世界轮胎巨头成长经验来看，日本普利司通、法国米其林均是通过重组并购迅速变成世界轮胎行业霸主。

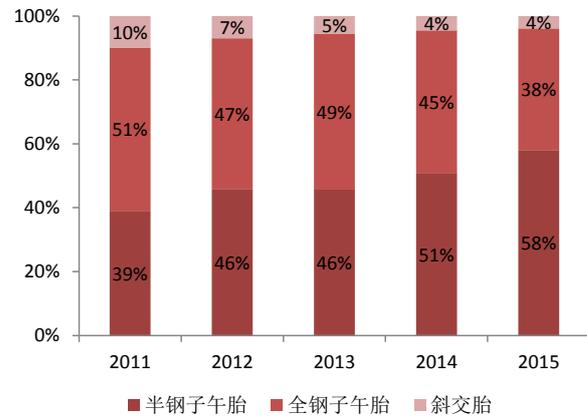
目前，中国轮胎行业并购重组已拉开序幕，美国“卡客车双反”若成功，将进一步加速行业整合。工信部于 2016 年 3 月 2 日公布了首批 23 家符合《轮胎行业准入条件》的企业名单，公司位列其中。公司作为国内领先的民营乘用车轮胎、载重轮胎制造商，具备行业内领先的区位、成本和管理优势，有望通过资本市场优势扮演行业整合者角色。

3.3.2 半钢胎进口替代空间巨大

玲珑轮胎很早就意识到半钢胎是未来轮胎行业的发展重点，半钢胎产能增长快速，由 2013 年的快速增加至 2015 年的 3000 万套/年快速增加至 3634 万套/年。半钢子午胎销售比重也从 2011 年度的 39%逐步上升到 2015 年度的 58%，公司半钢子午胎产品品质、品牌影响力稳步提升。

图 22: 玲珑轮胎半钢胎产能不断增加


数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 23: 玲珑轮胎半钢胎占比不断增长


数据来源: 招股说明书, 西南证券

汽车产量的稳定增长尤其是国内整车厂商整体实力的提升, 将极大的推动民族轮胎品牌抢占配套市场份额。近期公司先后通过通用、福特的质量管理体系资格评审, 进入其供应商体系, 研制的配套产品已经或即将量产; 通过俄罗斯雷诺日产汽车、东风日产的质量管理体系资格评审, 成为其供应商。这表明, 公司在设计研发、生产、质检、售后服务等方面已得到世界主流汽车厂商或零售企业的认可。公司作为国内少数几家具备大规模生产半钢子午胎的制造商之一, 随着公司产品档次的提升, 有望不断提高轿车配套市场份额。

3.3.3 提前布局泰国建厂, 有望在“双反”中受益

公司自 2011 年开始提出“走出去”与国际竞争的发展战略。2011 年 1 月, 公司成立泰国玲珑, 以建立泰国生产基地。2014 年, 公司成立玲珑美国公司, 旨在进一步提高产品的研发实力并加大美国市场的开拓。

泰国玲珑是公司实施国际化战略, 应对贸易壁垒的主要举措。一是泰国是全球主要天然胶产地, 对轮胎企业来说有原材料的供应、价格、物流等多重优势。二是泰国是东南亚汽车制造中心和东盟最大的汽车市场。三是泰国生产的轮胎供应美国不受其对中国轮胎生产企业的反倾销、反补贴等贸易壁垒的影响, 从而提高了玲珑胎整体竞争优势。

表 13: 泰国玲珑产能建设情况

产品	产能	项目进展
半钢胎	1200 万套/年	一期 200 万套已投产
全钢胎	120 万套/年	正在建设

数据来源: 招股说明书, 西南证券

2016 年 2 月, 美国商务部发布公告称, 正式对原产于中国的全钢胎开展“双反”调查, 据美国“双反”的官方资料, 美国“双反”涉案产品 2013 年总量 5084.7 万套, 而目前中国轮胎厂在海外建厂并真正形成产能的只有玲珑轮胎和赛轮金宇, 双方的设计产能即使全部达产也只有涉案产品的 40% 左右, 仍然有 60% 左右即 3000 万套的供应缺口。2013 年玲珑轮胎出口美国的半钢胎有 372.5 万套, 泰国涉案产品的设计能力 1200 万套, 因此理论上玲珑轮胎具有近 827.5 万套的销量提升空间, 美国“双反”增强了玲珑轮胎在行业中的竞争优势。

3.3.4 募投项目优化产品结构，提高偿债能力

玲珑轮胎此次拟发行股份 2 亿股，募集资金 24.9 亿元，主要用于建设年产 1000 万套高性能轿车子午线轮胎技术改造项目及补充流动资金。

表 14：公司 IPO 拟投资项目

项目名称	预计投资规模（万元）	已投入资金规模（万元）	建设期
年产 1000 万套高性能轿车子午线轮胎技术改造项目	178508	128526	2 年
补充流动资金	80000	--	--
合计	249080	128526	--

数据来源：招股说明书、西南证券

年产 1000 万套高性能轿车子午线轮胎技术改造项目为改扩建项目，根据招远市城市规划要求，公司子午线轮胎老厂区需搬迁至总部园区，涉及产能 200 万套/年子午线轮胎；根据节能减排、调整优化产品结构的政策要求，企业将淘汰 300 万套/年斜交胎落后产能；项目完成后将新增轮胎产能 500 万套，增加超低断面抗湿滑低噪声子午线轮胎产 800 万套/年。公司产能由目前的 4100 万套/年增加至 4600 万套/年。

通过完成上述技术改造，在公司现有轮胎开发技术和工艺储备的基础上，通过引进先进设备，替换落后产能，提升公司现有轮胎产品的档次，增加高端产品比重，有利于巩固公司在轮胎行业中的现有优势地位。

补充流动资金

本次发行前，公司存在资产负债率较高（近五年均高于 70%，2015 年为 73.7%）和流动负债占负债总额的比例较高（近五年均高于 85%，2015 年高达 92.2%）的问题。本次募集资金到位后，公司净资产和每股净资产将大幅增长，财务状况将大为改善，资产负债率将显著降低，抵御风险的能力进一步提升。另外，目前公司有多项在建或筹建项目，补充流动资金为经营活动的顺利开展提供流动资金保障。

表 15：公司在建或筹建项目

项目名称	计划总投资
年产 1000 万套高性能半钢和 200 万套全钢子午线轮胎项目	27.78 亿元
年产 200 万套高性能半钢子午线轮胎项目	9276.6 万美元
年产 1120 万套高性能子午线轮胎项目	5.96 亿元
年产 1000 万套高性能轿车子午线轮胎技术改造项目	17.85 亿元
年产 1000 万套半钢子午线轮胎和 100 万套全钢子午线轮胎项目	20.42 亿元

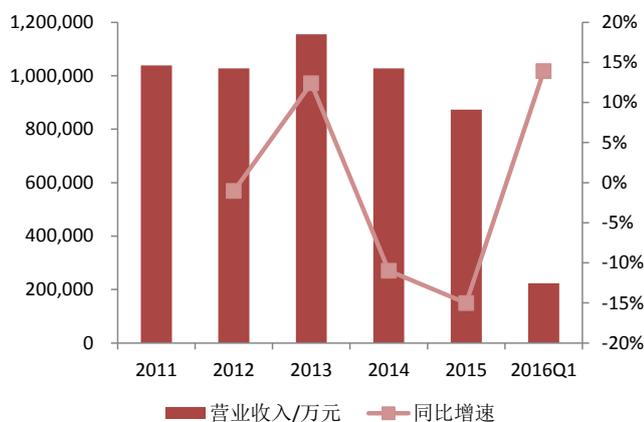
数据来源：招股说明书、西南证券

3.4 公司财务分析

3.4.1 经历两年调整期，16 年营收、净利润重新进入上升通道

公司 2011--13 年发展较为迅速，营业收入、净利润均有明显上涨，2014、15 年，由于受整体经济形势、美国“双反”及泰国玲珑火灾的影响，公司主要产品经历量价齐跌，15 年营业收入 87.3 亿元，较上年同期降低 15.0%，净利润 6.8 亿元，较上年同期下降 18.8%。2016 年一季度，美国“双反”影响逐渐消除、国内汽车销量回暖，营业收入较上年同期上涨 13.9%，公司业绩重回上升通道。

图 24：公司 2011 年以来营业收入及增速



数据来源：招股说明书，西南证券

图 25：公司 2011 年以来净利润及增速

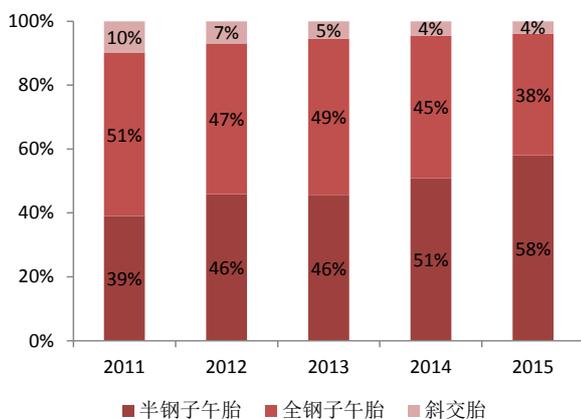


数据来源：招股说明书，西南证券

3.4.2 高毛利半钢胎收入占比不断上升

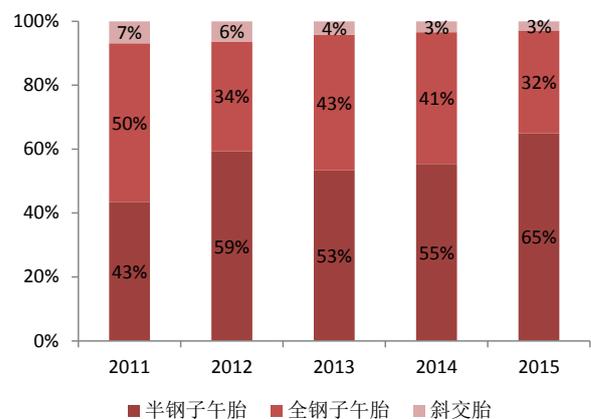
公司不断优化产品结构，毛利率较高的半钢胎占比越来越高，即将淘汰的斜交胎占比越来越小，2015 年，半钢胎、全钢胎、斜交胎营业收入占比分别为 58%、38%、4%，毛利率占比分别为 65%、32%、3%。

图 26：公司 2015 年主营业务收入结构情况



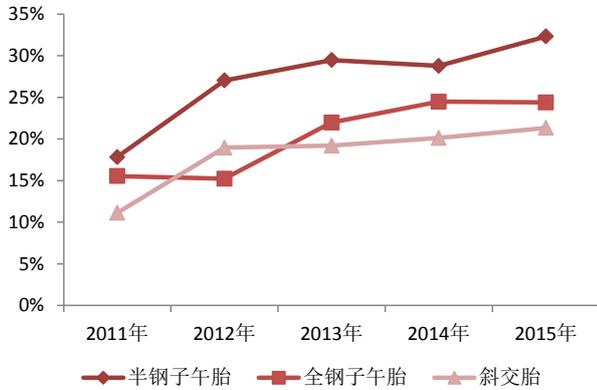
数据来源：招股说明书，西南证券

图 27：公司 2015 年主营业务毛利情况

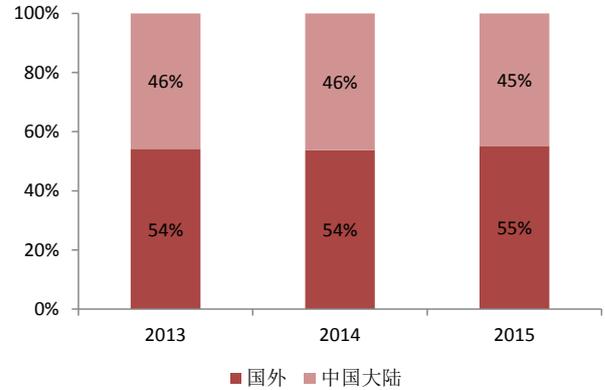


数据来源：招股说明书，西南证券

公司产品外销占比高于国内占比，第一大外销市场美国占公司国外市场销售额的比例不足 25%。

图 28: 公司分产品毛利率情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 29: 公司 2015 年主营业务毛利情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券

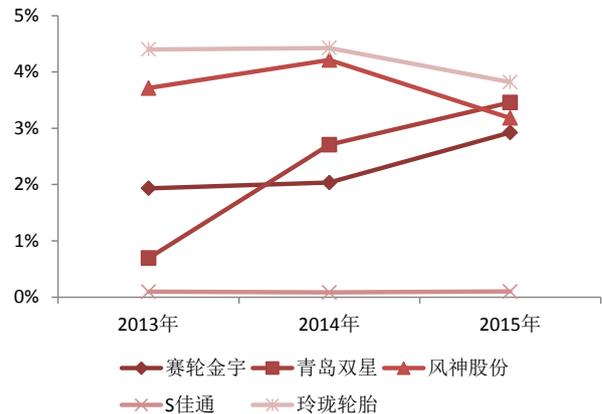
3.4.3 利润率远高同行, 三费率较为稳定

公司近年来加大研发投入, 不断优化产品结构, 提高毛利率高的半钢子午胎的销售占比, 销售毛利率由 2011 年的 16.5% 增加至 2015 年的 28.7%, 销售净利率由 2011 年的 3.5% 增加至 7.76%。15 年毛利率较 14 年有所增加, 但净利率较 14 年减少主要因为泰国工厂失火造成损失。

与同行业可比公司相比, 公司一直保持相对较高的毛利率和净利率, 体现了良好的盈利能力。

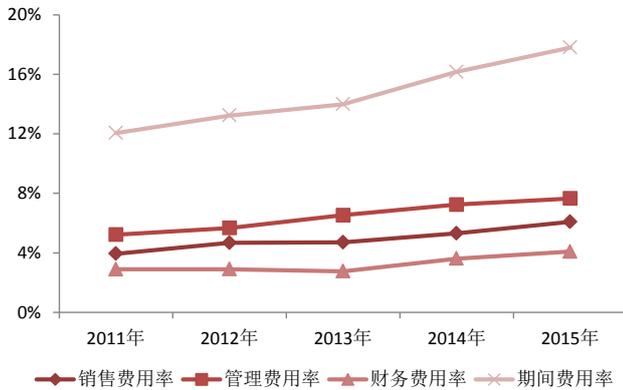
图 30: 公司近五年毛利率、净利率情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券

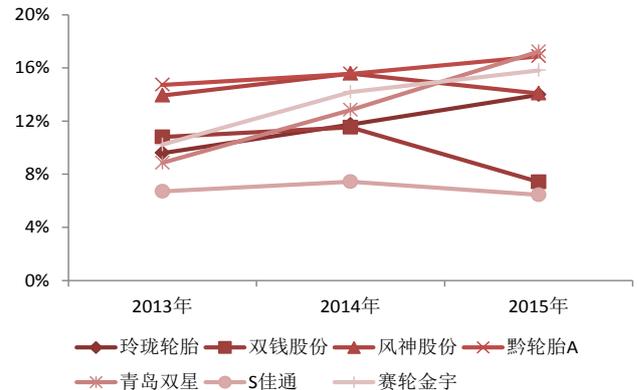
图 31: 公司毛利率与同行业上市公司比较


数据来源: 招股说明书, 西南证券

公司三费率整体较为稳定, 略微有上升趋势, 财务费率近两年增加较为明显, 公司上市后, 募集资金补充流动资金后, 公司财务费率将有所下降。与同行业相比, 公司费用率处于中等偏下水平。

图 32: 公司近五年三费率情况


数据来源: 招股说明书, 西南证券

图 33: 公司剔除研发费用后三费率与同行业上市公司比较


数据来源: 招股说明书, 西南证券

4. 盈利预测与投资建议

假设 1: 随着我国汽车产量及保有量增加, 国内半钢胎市场将维持 5% 左右增速, 公司作为半钢胎龙头, 增速将高于行业均值, IPO 项目高端半钢胎产能释放将改善公司半钢胎产品盈利情况。且公司是国内少数在海外建厂并真正形成产能的轮胎企业, 能有效规避贸易壁垒。预计 2016-2018 年半钢胎营业收入增速分别为 20%、15% 和 5%, 毛利率稳定为 32.5%。

假设 2: 我国全钢胎市场对美国依赖较半钢胎小, 预计 2016-2018 年全钢胎营业收入增速分别为 10%、3% 和 5%, 毛利率基本稳定为 24%。

假设 3: 斜交胎是国家淘汰的落后产能, 公司逐步减少斜交胎产能直至完全淘汰。预计 2016-2018 年斜交胎营业收入增速分别为 -30%、-50% 和 -100%, 毛利率稳定为 21%。

表 16: 分产品收入及毛利率

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
半钢胎	收入	5007.1	6008.5	6909.8	7255.2
	增速	—	20.0%	15.0%	5.0%
	毛利率	32.3%	32.5%	32.5%	32.5%
全钢胎	收入	3277.5	3605.3	3713.4	3899.1
	增速	—	10.0%	3.0%	5.0%
	毛利率	24.4%	24%	24%	24%
斜交胎	收入	334.8	234.4	117.2	0
	增速	—	-30.00%	-50.00%	-100.0%
	毛利率	21.3%	21%	21%	21%
其他	收入	114.3	114.3	114.3	114.3
	增速	—	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	16.4%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	8733.7	9962.4	10854.7	11268.6
	增速	—	14.07%	8.96%	3.81%
	毛利率	28.7%	28.90%	29.23%	29.33%

数据来源: Wind, 西南证券

预测与估值：根据以上说明和假设，我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 99.6 亿元、108.5 亿元和 112.7 亿元，归属母公司所有者的净利润分别为 8.5 亿元、10.4 亿元和 11.3 亿元。估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益分别为 0.71 元、0.87 元和 0.94 元。

表 17：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	最新收盘价	EPS		PE	
			2016E	2017E	2016E	2017E
000599.SZ	青岛双星	6.95	0.21	0.33	33.30	20.91
600469.SH	风神股份	10.77	0.49	0.66	21.86	16.31
601058.SH	赛轮金宇	3.44	0.13	0.17	26.30	20.11
平均值					27.15	19.11

数据来源：Wind，西南证券整理（可比上市公司盈利预测均取 wind 一致预期）

参照 2016 年可比公司的平均估值，结合公司的成长性，我们认为 2016 年公司的合理估值应该为 30-35 倍，对应股价应该为 21.3-24.85 元。

5. 风险提示

原材料价格波动的风险；海外项目进展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	8733.70	9962.42	10854.66	11268.64	净利润	677.41	853.63	1039.35	1131.15
营业成本	6226.72	7083.75	7681.73	7963.47	折旧与摊销	691.71	981.67	1052.42	1056.89
营业税金及附加	73.23	71.98	82.62	84.32	财务费用	356.31	367.24	274.42	245.56
销售费用	530.65	605.72	656.71	681.75	资产减值损失	73.09	70.00	80.00	80.00
管理费用	667.97	748.41	820.36	849.94	经营营运资本变动	160.95	-373.28	-92.66	-39.25
财务费用	356.31	367.24	274.42	245.56	其他	-945.52	-82.27	-65.92	-72.69
资产减值损失	73.09	70.00	80.00	80.00	经营活动现金流净额	1013.95	1816.99	2287.62	2401.66
投资收益	-7.37	0.00	0.00	0.00	资本支出	-840.72	-1285.30	-300.00	-150.00
公允价值变动损益	4.97	0.00	0.00	0.00	其他	-433.60	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1274.32	-1285.30	-300.00	-150.00
营业利润	803.33	1015.32	1258.82	1363.59	短期借款	211.73	-2682.24	-818.50	0.00
其他非经营损益	-25.73	-10.00	-40.00	-40.00	长期借款	-309.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	777.60	1005.32	1218.82	1323.59	股权融资	-671.07	2596.00	0.00	0.00
所得税	100.19	151.69	179.47	192.44	支付股利	-235.16	-95.51	-140.29	-183.04
净利润	677.41	853.63	1039.35	1131.15	其他	1592.57	-643.66	-474.42	-545.56
少数股东损益	-0.20	0.50	0.50	0.50	筹资活动现金流净额	588.57	-825.41	-1433.21	-728.60
归属母公司股东净利润	677.61	853.13	1038.85	1130.65	现金流量净额	356.54	-293.72	554.41	1523.06
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	2086.96	1793.24	2347.64	3870.70	成长能力				
应收和预付款项	2025.47	2446.58	2658.21	2735.73	销售收入增长率	-15.03%	14.07%	8.96%	3.81%
存货	1516.73	1733.09	1883.45	1953.94	营业利润增长率	-17.33%	26.39%	23.98%	8.32%
其他流动资产	361.48	412.22	449.07	466.17	净利润增长率	-18.79%	26.01%	21.76%	8.83%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-2.16%	27.70%	9.37%	3.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	9581.61	10006.45	9375.23	8589.55	毛利率	28.70%	28.90%	29.23%	29.33%
无形资产和开发支出	527.42	406.22	285.01	163.80	三费率	17.80%	17.28%	16.14%	15.77%
其他非流动资产	482.17	482.17	482.17	482.17	净利率	7.76%	8.57%	9.58%	10.04%
资产总计	16581.84	17279.96	17480.77	18262.05	ROE	15.51%	11.07%	12.08%	11.84%
短期借款	6500.74	3818.50	3000.00	3000.00	ROA	4.09%	4.94%	5.95%	6.19%
应付和预收款项	2168.62	2357.22	2597.89	2693.56	ROIC	8.31%	9.18%	10.07%	11.16%
长期借款	692.56	692.56	692.56	692.56	EBITDA/销售收入	21.20%	23.73%	23.82%	23.66%
其他负债	2851.81	2703.41	2582.99	2320.49	营运能力				
负债合计	12213.72	9571.69	8873.44	8706.61	总资产周转率	0.52	0.59	0.62	0.63
股本	1000.00	1200.00	1200.00	1200.00	固定资产周转率	1.07	1.06	1.13	1.29
资本公积	371.35	2767.35	2767.35	2767.35	应收账款周转率	5.82	6.52	6.49	6.32
留存收益	2976.16	3733.78	4632.34	5579.95	存货周转率	3.72	4.24	4.14	4.05
归属母公司股东权益	4361.48	7701.13	8599.69	9547.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.99%	—	—	—
少数股东权益	6.64	7.14	7.64	8.14	资本结构				
股东权益合计	4368.12	7708.27	8607.33	9555.44	资产负债率	73.66%	55.39%	50.76%	47.68%
负债和股东权益合计	16581.84	17279.96	17480.77	18262.05	带息债务/总负债	58.90%	47.13%	41.61%	42.41%
					流动比率	0.53	0.74	0.93	1.16
					速动比率	0.40	0.54	0.69	0.91
					股利支付率	34.70%	11.20%	13.50%	16.19%
					每股指标				
					每股收益	0.56	0.71	0.87	0.94
					每股净资产	3.64	6.42	7.17	7.96
					每股经营现金	0.84	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.20	0.08	0.12	0.15
业绩和估值指标									
EBITDA	1851.35	2364.23	2585.67	2666.04					
PE	40.06	31.82	26.13	24.01					
PB	6.21	3.52	3.15	2.84					
PS	3.11	2.72	2.50	2.41					
EV/EBITDA	15.67	13.06	11.33	10.31					
股息率	0.87%	0.35%	0.52%	0.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn