

玲珑轮胎 (601966.SH)

轮胎盈利向好，品牌潜力值得期待

2018年2月7日

买入 (首次)

投资要点

■ **国内轮胎领先企业，“3+3”战略放眼全球布局：**玲珑轮胎为国内领先轮胎品牌，2016年轮胎产量4332.88万套，销量4218.29万套，居全国第一。公司提出“3+3战略”的总体规划，即国内国外各三家制造基地，目前在国内三个生产基地已经建成，包括山东招远、山东德州和广西柳州，近期公司拟投资荆门轮胎项目，国内三家基地有望发展为四家；在海外，公司于2012年在泰国春武里府建设了第一个海外生产基地，目前产能仍在不断扩张；未来公司还计划在欧洲和美洲建设生产基地。

■ **泰国布局先行一步，盈利能力突出：**玲珑轮胎早在2012年就启动了泰国玲珑的项目建设，目前已经基本具备年产1200万套半钢子午线轮胎和年产120万套全钢子午线轮胎的实际生产能力。泰国作为生产基地，具有四点重要优势：一是泰国是全球主要天然胶产地，原料成本低；二是泰国是东南亚汽车制造中心和东盟最大的汽车市场；三是有效地规避了双反的影响；四是可享受八年内免交泰国企业所得税，五年减半征收的优惠政策。泰国玲珑自成立后，成为公司盈利能力最强的生产基地，有效地消除了双反对公司轮胎出口的影响。

■ **拟投资建设荆门轮胎生产项目，国内布局进一步扩大：**2017年12月15日，公司发布公告，拟在荆门化工循环产业园投资荆门子午线轮胎生产项目。荆门轮胎项目包括半钢生产线和全钢生产线，预计投资总额约40亿元人民币，计划新增产能1200万套半钢子午线轮胎和240万套全钢子午线轮胎(含配套的内胎垫带)。公司现有产能利用率较高，难以满足快速增长的订单需求。荆门轮胎项目有望进一步扩大公司在国内的产能布局，扩大公司的竞争优势。

■ **公司品牌潜力值得期待。**轮胎作为汽车专业配件，品牌是影响消费者选择的重要因素。公司在品牌拓展上稳扎稳打，以过硬的轮胎研发技术为基础，国内实现了对国产、合资整车的配套；国外则在替换胎市场占据了一定地位，并有望进一步渗透中高端配套体系。未来，公司的品牌战略发展颇具潜力。

投资建议

我们预计公司17-19年营业收入为139.54亿元、153.40亿元和169.90亿元，净利润为10.35、13.85和16.03亿元，EPS为0.86、1.15和1.34元，PE为20X、15X和13X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新项目建设不及预期，天胶价格大幅波动。

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10518	13954	15340	16990
同比(%)	20%	33%	10%	11%
净利润(百万元)	1010	1035	1385	1603
同比(%)	49%	2%	34%	16%
每股收益(元/股)	0.84	0.86	1.15	1.34
P/E	20.1	19.6	14.7	12.7

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199761

chaiqh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.94
一年最低/最高价	16.08/28.17
市净率(倍)	2.42
流通市值(百万元)	6,681.14

基础数据

每股净资产(元)	7.0139
资产负债率(%)	54.68
总股本(百万股)	1200.00
流通股(百万股)	394.40

相关研究

目 录

1. 公司是国内领先的轮胎专业生产企业	4
1.1. “3+3” 战略放眼全球布局	4
1.2. 公司轮胎产品盈利能力领先	5
2. 生产销售齐发力，公司盈利能力稳步提升	6
2.1. 毛利率高的半钢子午胎销售占比逐年提升	6
2.2. 泰国布局先行一步，有效规避双反	8
2.3. “双反” 是我国轮胎企业面临的一座大山	8
2.4. 公司是最早在泰国建立工厂的国内轮胎企业，有效地规避了双反风险	8
2.5. 配套国内合资整车企业，自然渗透轮胎后市场	9
3. 公司品牌潜力值得期待	10
3.1. 轮胎需求受汽车保有量和新车需求量的驱动	10
3.2. 轮胎盈利能力受天然橡胶价格影响较大	11
3.3. 全球轮胎行业集中度高，轮胎工业重心向亚洲转移	12
3.4. 中国轮胎产能结构性过剩，长期看玲珑轮胎具有较高的品牌潜力	13
3.4.1. 轮胎产能结构性过剩，行业经历洗牌	13
3.4.2. 提升自主研发能力是轮胎行业转型升级的关键	14
3.4.3. 玲珑轮胎是颇具潜力的自主品牌	15
4. 纳入 MSCI，公司全球认可度突显	16
5. 盈利预测与估值	17
5.1. 基本假设	17
5.2. 盈利预测	17
6. 风险提示	17
6.1. 天胶价格大幅波动	17
6.2. 项目进展不及预期	17

图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	4
图表 2: 玲珑轮胎各生产基地产能情况 (截止 2016 年底)	5
图表 3: 公司营业收入与同比增速 (单位: 百万元)	5
图表 4: 公司归母净利润与同比增速 (单位: 百万元)	5
图表 5: 2016 年公司产品产量主要基地增长情况.....	6
图表 6: 子午线轮胎和斜交轮胎结构图.....	6
图表 7: 我国轮胎产量与子午化率.....	7
图表 8: 我国子午线轮胎外胎产量.....	7
图表 9: 公司不同轮胎产品的毛利率 (%)	7
图表 10: 公司营业收入结构 (单位: 百万元)	8
图表 11: 公司毛利结构 (单位: 百万元)	8
图表 12: 我国出口美国轮胎数量开始下降.....	8
图表 13: 双反对机动小客车、客货车轮胎出口影响巨大.....	8
图表 14: 泰国是全球第一大天胶生产国.....	9
图表 15: 公司海外营收占比变化不大 (百万元)	9
图表 16: 公司配套和替换市场情况.....	10
图表 17: 2015 年国内与国外配套和替换市场情况.....	10
图表 18: 公司配套轮胎客户.....	10
图表 19: 中国汽车保有量持续增长.....	11
图表 20: 中国汽车产量保持增长.....	11
图表 21: 不同类型车轮胎配套和替换数.....	11
图表 22: ANRPC 成员国天胶总种植面积 (千公顷)	12
图表 23: 全球天然橡胶生产量-需求量 (单位: 千吨)	12
图表 24: 国内轮胎制造企业的四个梯队.....	13
图表 25: 全钢胎和半钢胎的开工率 (%)	13
图表 26: 十二五期间淘汰轮胎产能一览.....	14
图表 27: 轮胎专利数量分布 (1985-2015, 直接专利)	14
图表 28: 轮胎专利数量分布 (1985-2015, 包括车间改进等间接技术)	14
图表 29: 轮胎企业专利数量排名 (1985-2015 统计数据)	15
图表 30: 消费者选择轮胎认知依据.....	16
图表 31: 消费者更换轮胎关注因素.....	16
图表 32: 玲珑轮胎品牌价值.....	16
图表 33: 中国消费者认知度最高的十大轮胎品牌.....	16
图表 34: 公司盈利拆分.....	17
图表 35: 可比公司估值表.....	17

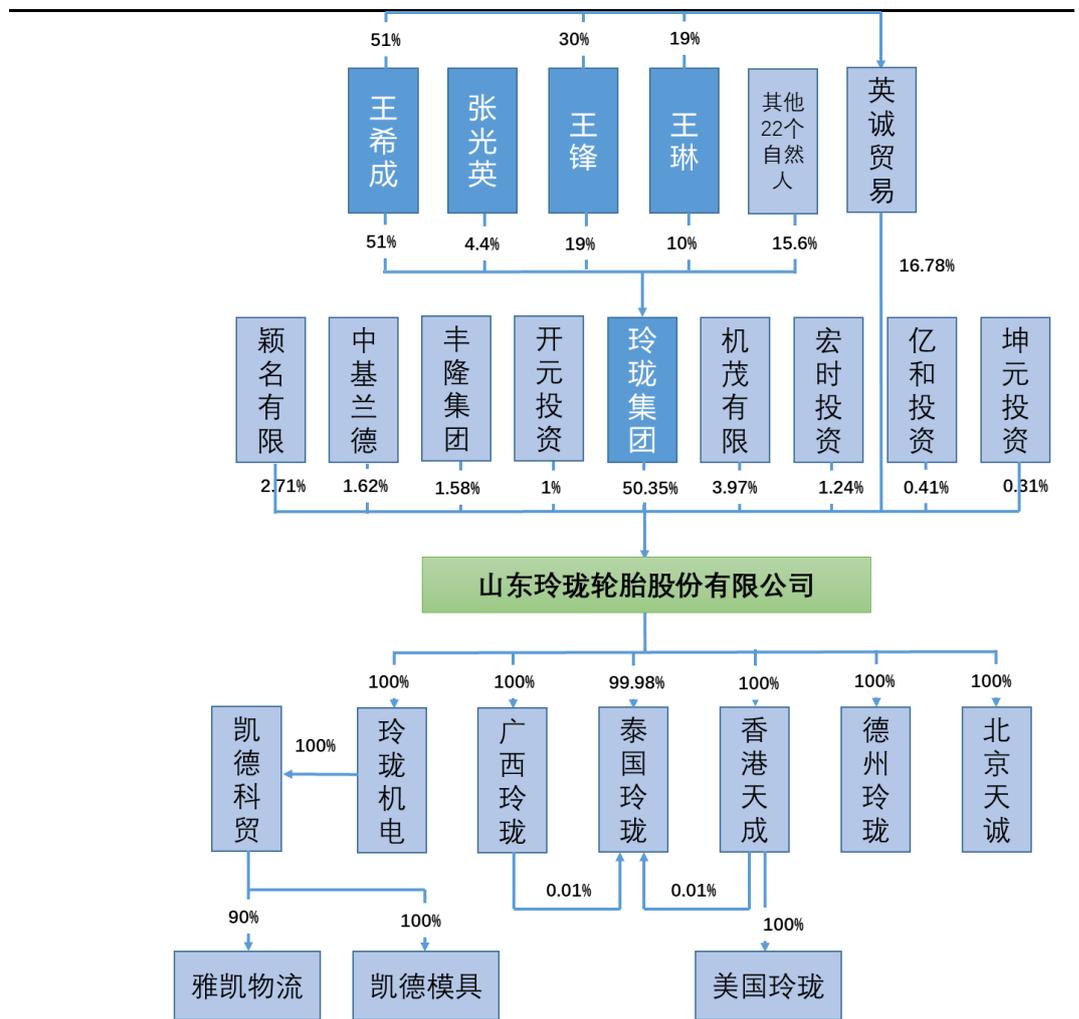
1. 公司是国内领先的轮胎专业生产企业

1.1. “3+3” 战略放眼全球布局

山东玲珑轮胎股份有限公司成立于1994年，于2016年7月6日于上海证券交易所上市，主营多品种轮胎的生产销售，连续多年入围世界轮胎20强，中国轮胎前五强。

公司的控股股东是玲珑集团，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，分别持有公司控股股东玲珑集团51.00%、4.43%、18.96%和10.00%的股权。此外，王希成、王锋和王琳还分别持有公司股东英诚贸易51%、30%和19%的股权。王氏家族通过玲珑集团和英诚贸易间接控制玲珑轮胎67.13%的股权，公司股权结构较为稳定。

图表1: 公司股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司的总体规划是“3+3 战略”，并有望将国内基地拓展至四家。“3+3 战略”即国内国外各三家制造基地，目前在国内三个生产基地已经建成，包括山东招远、山东德州和广西柳州，近期公司拟投资荆门轮胎项目，国内三家基地有望发展为四家；在海外，公司于2012年在泰国春武里府建设了第一个海外生产基地，目前产能仍在不断扩张；未来公司计划在欧洲和美洲各选一处，建设公司第二个、第三个海外生产基地。

图表2: 玲珑轮胎各生产基地产能情况 (截止 2016 年底)

生产基地	项目	规划设计产能 (万条/年)	实际达产产能 (万条/年)	产能利用率	在建产能及投资情况	在建产能预计完成时间
招远玲珑	半钢	3000	2704	86.81%		
	全钢	510	450	86.59%		
	斜交	100	100	92.98%		
德州玲珑	半钢	1000	210	81.03%	全钢已建成, 半钢在建, 整个项目累计完成固定资产投资 19 亿元	2019 年年底
	全钢	200	200	96.94%		
广西玲珑	一期 半钢	1000	420	87.55%	在建, 累计完成投资 10 亿元	2018 年年底
	一期 全钢	100	0	0.00%		
玲珑	二期 半钢	1000	0	0.00%	公司根据市场形势再决定何时开始投建	
	二期 全钢	100	0	0.00%		
泰国玲珑	半钢	1200	800	89.07%	当前已基本建成	2017 年年底
	全钢	120	70	83.72%		
总计	半钢	7200	4134			
	全钢	1030	720			
	斜交	100	100			

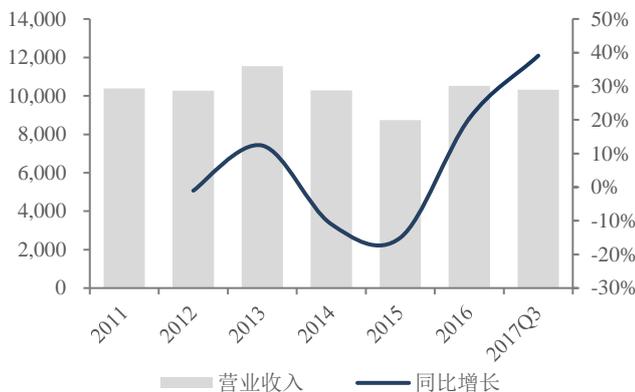
资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

1.2. 公司轮胎产品盈利能力领先

2014 年和 2015 年度公司的营业收入和净利润均有所下降, 2014 年主要是因为产品单价下降, 但是成本下降幅度较低, 且全钢子午胎销售量不佳; 2015 年受整体经济形势及泰国玲珑火灾的影响, 公司全钢子午胎、斜交胎的销量均有所减少, 半钢子午胎销售数量略有增长, 主要原材料价格及产品单价进一步降低, 导致营业收入下降。

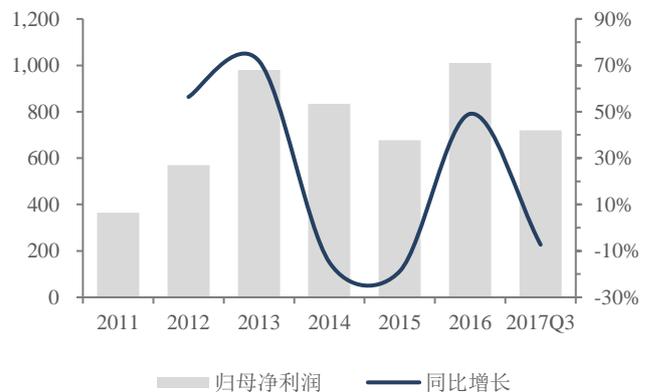
2016 年公司产能快速释放, 产销两旺, 业绩开始大幅转好, 实现营业收入 105.18 亿元, 同比增长 20.43%; 归母净利润 10.10 亿元, 同比增长 49.09%。2016 年全年累计实现轮胎总产量达到 4332.88 万套, 同比增长 17.54%; 全年累计实现轮胎总销量达到 4218.29 万套, 同比增长 17.46%。柳州、德州和泰国工厂的新建产能成功放量, 招远本部的开工率也有所增加。

图表3: 公司营业收入与同比增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表4: 公司归母净利润与同比增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

受原材料成本走高影响, 公司 2017 年前半年收入大幅增加, 净利润却略有下降。2017 年公司轮胎销售继续向好, 但是原料端涨价对盈利影响较大。利润下降主要集中在上半年, 同比下降 22.66%, 三季度开始原料天胶价格走低, 公司轮胎价格调涨, 净利润大幅回升, 环比二季度增加 60.54%。

图表5: 2016 年公司主要产品产量主要基地增长情况

2016 年产量同比增长			
总量			17.54%
全钢	39.05%	德州	44%
		泰国	721%
		招远	22%
半钢	14.70%	柳州	196%
		泰国	28%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 生产销售齐发力, 公司盈利能力稳步提升

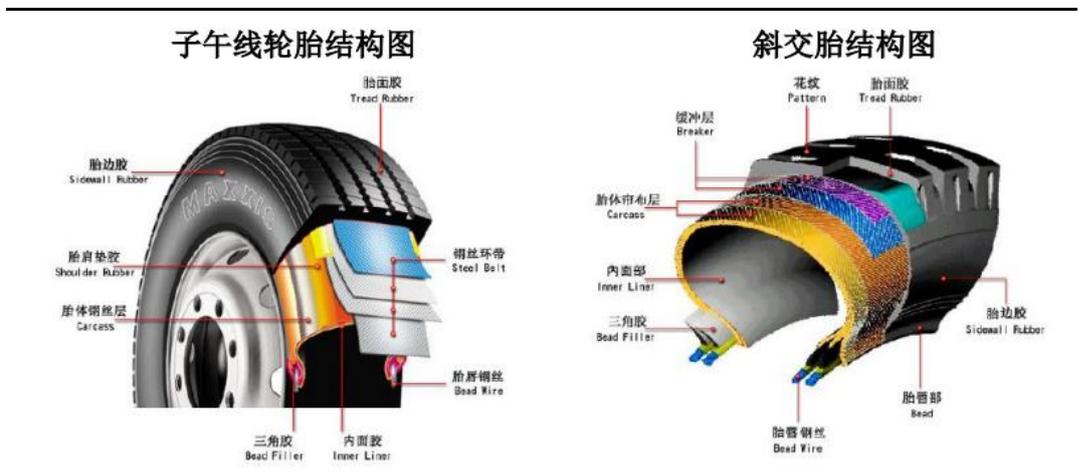
生产端看, 子午胎的销售增长较为确定, 尤其是毛利率较高的半钢子午胎销售占比逐年提升; 泰国、广西、荆州等基地还有扩产, 未来有望持续放量。

下游客户方面, 已经成功进入一线的合资整车厂, 自然渗透中高端的轮胎替换市场; 基于出色的技术研发实力, 对国外市场的渗透也在稳步进行, 公司的品牌影响力有望快速提升。

2.1. 毛利率高的半钢子午胎销售占比逐年提升

轮胎可按结构设计分为斜交轮胎和子午轮胎。斜交轮胎具有胎面和胎侧强度大的特点, 但胎侧刚度较大, 舒适性差。高速时帘布层间移动与磨擦较大, 因此并不适合高速行驶, 在我国主要应用于货车和面包车; 子午轮胎相较于斜交轮胎滚动阻力小, 附着性能好, 弹性大, 缓冲力强, 承载能力大, 耐磨耐刺, 但是生产成本相对较高, 主要应用领域是轿车等乘用车。

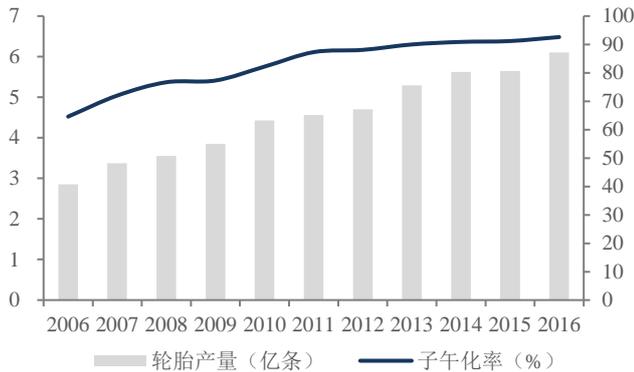
图表6: 子午线轮胎和斜交轮胎结构图



资料来源: 北京橡胶工业研究院, 招股说明书, 东吴证券研究所

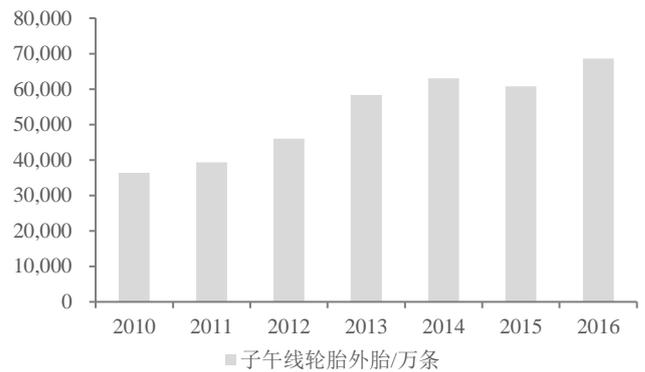
子午线轮胎是目前世界轮胎发展的主流产品。子午线轮胎是轮胎行业发展的趋势, 发达国家的轿车胎子午化率早已达 100%, 载重胎的子午化率也在 90% 以上。我国工信部 2010 年公布的《轮胎产业政策》中, 要求到 2015 年乘用车轮胎的子午化率要达到 100%, 轻型载重车胎的子午化率要达到 85%, 重型载重车胎的子午化率要达到 90%。目前我国的轮胎子午化率也已经达到了 92.6%。

图表7: 我国轮胎产量与子午化率



资料来源: 中国橡胶工业协会轮胎分会, 东吴证券研究所
注: 中橡协的统计数据未包含摩托车轮胎, 故与国家统计局统计口径有一定差异。

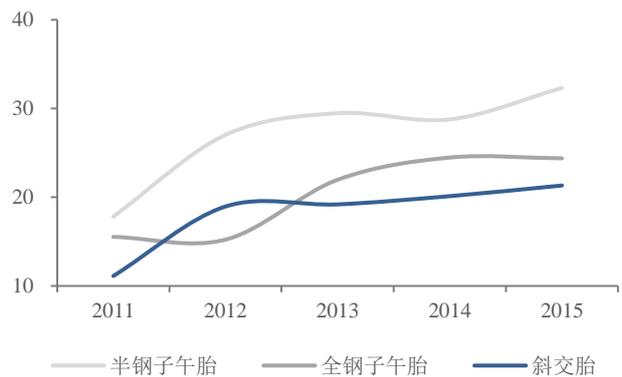
图表8: 我国子午线轮胎外胎产量



资料来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

子午线轮胎又可细分为全钢子午胎、半钢子午胎, 其中全钢子午胎主要用作载重轮胎, 半钢子午胎主要用作轿车胎或轻卡胎(乘用车胎)。公司的半钢子午胎是毛利率最高的产品, 2015年毛利率32.31%, 远高于全钢子午胎(24.38%)和斜交胎(21.32%)。

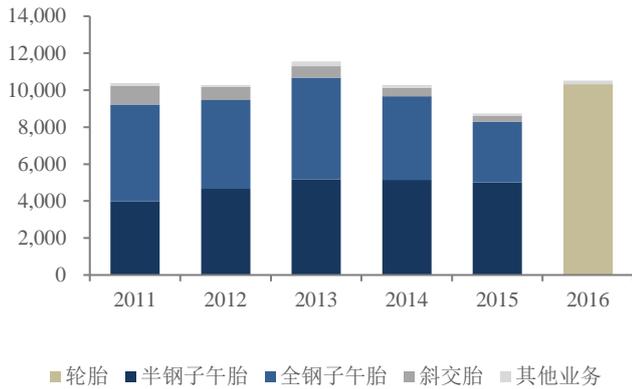
图表9: 公司不同轮胎产品的毛利率(%)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

近年来, 毛利率较高的半钢子午胎占公司营业收入比重越来越高, 2013年度、2014年度及2015年度占主营业务收入的比例分别为45.68%、50.90%和58.09%, 2016年公司虽然未公布具体产品的收入结构, 从产量增长情况估计, 半钢、全钢贡献利润仍在扩大, 全钢产能投产较快, 考虑到目前未投产的半钢产能, 未来半钢所占收入比例还有望继续增加。

图表10: 公司营业收入结构 (单位: 百万元)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表11: 公司毛利结构 (单位: 百万元)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.2. 泰国布局先行一步, 有效规避双反

2.3. “双反”是我国轮胎企业面临的一座大山

我国是全球第一大轮胎生产和出口国,年产量约 6.3 亿条,约占全球年产量的 25%,其中 40%产量用于出口。由于生产的轮胎质量良莠不齐且价格较低,轮胎行业在国际贸易中频频引发贸易摩擦,“双反”已经成为我国轮胎出口的一种新常态。

美国是我国最大的轮胎出口国,从 2007 年开始,美国就对我国的输美轮胎发起反倾销反补贴调查,涉案产品先后包括工程机械轮胎、乘用车及轻卡轮胎、卡客车轮胎,其中乘用车及轻卡轮胎的影响最为严重。虽然今年针对卡客车双反案暂时以中国胜诉告终,但是未来频繁的贸易摩擦仍不可避免。2016 年,我国对美出口的乘用车和卡客车轮胎数量分别同比下降了 26.45%和 8.45%。轮胎行业面临巨大生存压力。

图表12: 我国出口美国轮胎数量开始下降



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表13: 双反对机动小客车、客货车轮胎出口影响巨大



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.4. 公司是最早在泰国建立工厂的国内轮胎企业, 有效地规避了双反风险

“双反”压力下,建立海外工厂成为我国轮胎企业的首要应对策略。全球共有美国、澳大利亚、巴西、秘鲁、埃及、阿根廷、土耳其、南非、墨西哥、印度以及欧盟等国家

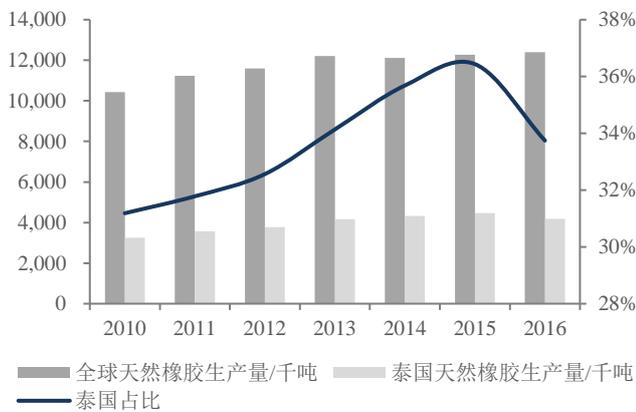
或地区对我国的轮胎出口发起过反倾销调查或者通过提高准入门槛限制了我国轮胎的出口。2017年2月22日，我国在美国卡客车轮胎“双反”案中胜诉，但近年来先后发生美国轮胎特保案、欧盟标签法案、美国轮胎双反案等轮胎行业的重大贸易保护事件表明，国际贸易保护主义从未停止。

公司每年的出口占比均在50%以上，如何有效规避国际贸易风险成为公司面临的重要问题。玲珑轮胎是最早在泰国建立生产基地的中国轮胎公司，早在2012年公司就启动了泰国玲珑的项目建设。年设计产能1200万套半钢子午线轮胎和120万套全钢子午线轮胎，并于2015年开始向美国批量销售。

选择泰国作为轮胎的生产基地，具有四点重要优势：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；四是泰国玲珑将于产生业务收入之日起享受八年内免交泰国企业所得税，五年减半征收的优惠政策。

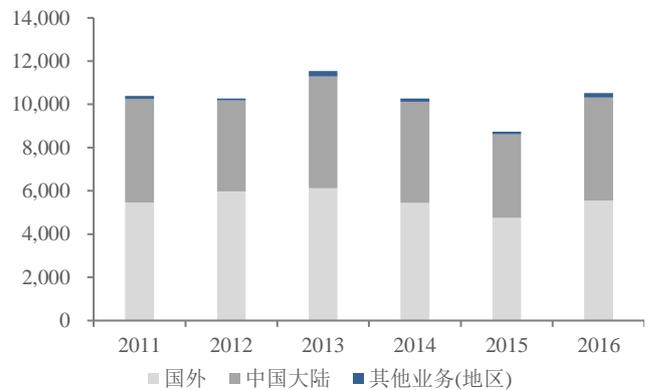
泰国玲珑有效地消除了双反对美国市场销售的影响。2015年度由泰国玲珑、玲珑轮胎国内生产基地发货对美国市场实现的销售收入分别为73,713.92万元、39,653.88万元，2015年度总计向美国市场实现销售收入113,367.80万元，较2014年度103,320.36万元增加10,047.44万元，证明泰国玲珑有效地帮助公司消除了美国双反的影响。

图表14：泰国是全球第一大天胶生产国



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表15：公司海外营收占比变化不大（百万元）



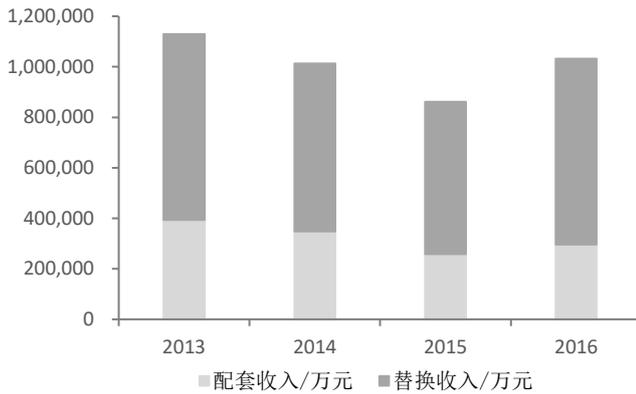
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司布局的“3+3”战略，未来将在美洲和欧洲建立生产基地，能够更加有效应对国际贸易壁垒。

2.5. 配套国内合资整车企业，自然渗透轮胎后市场

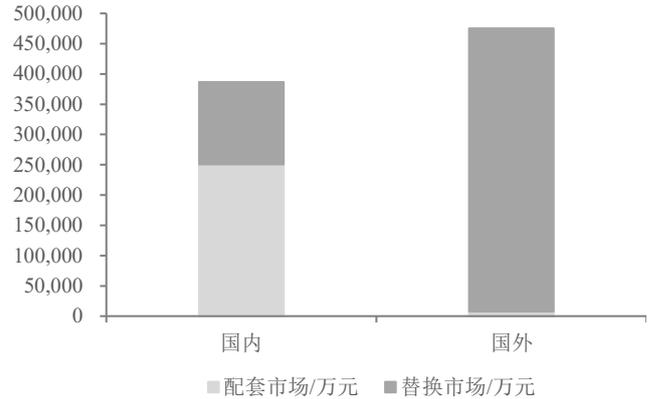
公司产品国内主供配套，国外则基本为替换。总体来看，公司的产品主要是替换胎，这部分主要是供应出口，2014、2015、2016年公司替换市场销售收入占主营业务收入的比例分别为65.61%、70.06%、71.3%。具体来看，国内配套市场所占比例较高，公司已经成功进入众多国产和合资整车厂；国外仍然是以替换胎为主要销售种类。

图表16: 公司配套和替换市场情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表17: 2015年国内与国外配套和替换市场情况



资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

替换市场方面,公司采取经销商销售模式,目前国内拥有 200 多家一级经销商和 300 多家海外一级经销商,销售网络较为成熟完善。

配套市场方面,公司目前已进入了全球 60 多家知名车企的供应商体系。目前,公司已经成功进入了美国通用、福特、德国大众、印度塔塔、法国雷诺等国际一线车企,以及中国一汽、中国重汽、陕西重汽、奇瑞汽车、比亚迪汽车、长城汽车等国内知名车企,是国内轮胎行业唯一一家同时通过通用汽车、福特汽车和大众汽车等跨国汽车厂商的供应商评审的企业。

公司成功进入一线整车厂的配套市场,且不断提高中高端品牌的配套比例,未来可自然渗透入中高端替换市场。长远看,这有助于公司产品结构调整进而提高盈利能力,品牌竞争力进一步增强。

图表18: 公司配套轮胎客户

整车厂商	
国内	中国一汽、东风日产、比亚迪、吉利、奇瑞、上汽通用五菱、东风启辰、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风汽车、长安福特、厦门金龙、斗山工程机械
国外	德国大众、巴西现代、乌兹别克通用、印度塔塔、伊朗霍德罗、凯斯纽荷兰和巴基斯坦日野

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 公司品牌潜力值得期待

公司在品牌拓展上稳扎稳打,以过硬的轮胎研发技术为基础,国内实现了对国产、合资整车的配套;国外则在替换胎市场占据了一定地位,有望进一步渗透中高端配套体系。未来,公司的品牌潜力值得期待。

3.1. 轮胎需求受汽车保有量和新车需求量的驱动

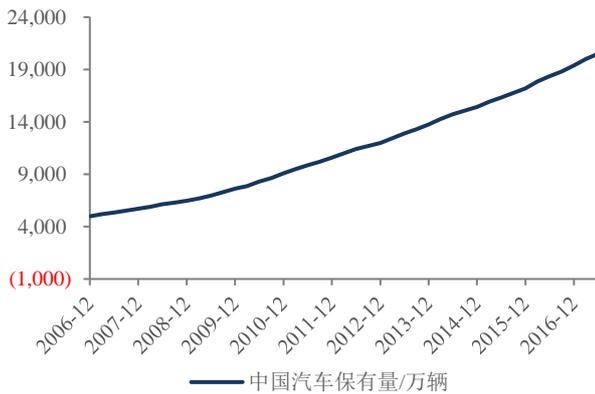
我国是世界最大的轮胎生产国,轮胎产量约占世界总产量的四分之一。随着中国交通运输、汽车机械等产业的不断发展,轮胎行业在国民经济中的地位有望继续提升。

轮胎市场可以分为配套市场和替换市场。配套市场是汽车和工程机械主机厂配套轮胎,约占轮胎销售额的 25%;替换市场主要为使用中汽车和工程机械更换轮胎,约占总轮胎销售额的 75%。

替换市场主要看汽车保有量。国内方面，截止 2017 年 9 月，全国机动车保有量超过 3 亿辆，汽车保有量超过 2 亿辆，近三年每年的增长量在 2000 万辆以上。以轿车 1.5 的替换系数计算，国内轿车每年的替换胎需求增长量超过 3000 万条。全球来看，在中国印度等新兴市场国家的带动下，汽车保有量也将保持稳定的增长。

配套市场主要看新车增量。2016 年开始中国汽车市场开始大幅回暖，以重卡的表现最为亮眼，全年产量大增 14%。截止到 2017 年 11 月，增速下降为 4%。全球来看，根据伦敦 BMI 研究所统计预测，2016 全球汽车销量涨幅 3.4%，增速高于 2015 年，预计 2017 年增长率也有望保持在 4%。

图表19: 中国汽车保有量持续增长



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表20: 中国汽车产量保持增长



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

总体来看，替换市场占有绝对比例，再加上汽车保有量远大于每年新车增量，因此轮胎行业的景气度独立于汽车行业，替换胎市场较稳定，需求刚性大于汽车行业，轮胎行业的整体需求量比较有保障。

图表21: 不同类型车轮胎配套和替换数

轮胎类别	车辆类别	配套轮胎 (条)	替换系数 (条/辆·年)
轿车胎	轿车	5	1.5
	中型载重卡车	11	15
载重胎	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	装载机械	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

3.2. 轮胎盈利能力受天然橡胶价格影响较大

轮胎成本的主要构成为橡胶、炭黑、钢丝帘线、纤维帘布等原材料，占轮胎成本的 70%~80%，其中天然橡胶和合成橡胶是原材料的主要组成，可占到总成本的 30%~50%。天然橡胶的价格波动较为剧烈，轮胎调价具有一定的滞后，因此轮胎企业的盈利情况与天胶价格息息相关。

2017 年天胶主产国泰国天气恶劣，导致天胶供应紧张，2016 年第四季度开始天胶价格出现剧烈波动。2017 年一季度天然橡胶价格较 2016 年四季度平均上涨约 25%，合成胶因上游材料丁二烯供需以及泰国恶劣天气等因素影响，2017 年一季度市场价格较

2016年四季度平均上涨40%。其他原材料炭黑、钢丝帘线市场价格也均出现了较大幅度上涨，导致公司主要原材料价格平均上涨30.5%。相比之下，公司轮胎涨价具有一定滞后性，价格只上涨了6.4%，导致前半年净利润下降。

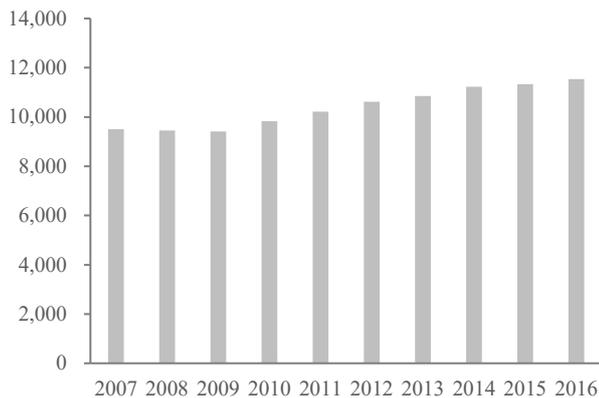
展望2018年，我们认为天然橡胶供需仍然偏松。

供应方面，天胶的开割面积仍处于增长周期。天然橡胶产量主要受到开割面积和割胶效率影响，从开割面积来看，天然橡胶种植到割胶的投产周期为6-8年，2018年对应2010-2012年仍处于天然橡胶种植面积快速增长的阶段。据ANRPC预测，2018年全球天然橡胶产量预计1340万吨，增长达5%以上。

需求方面，天胶需求维持平稳增长。据国际货币基金组织预测，2018年天然橡胶需求量在1323-1334万吨。在2017年库存量高企的前提下，2018年天然橡胶总供给量仍然有望大于需求量。

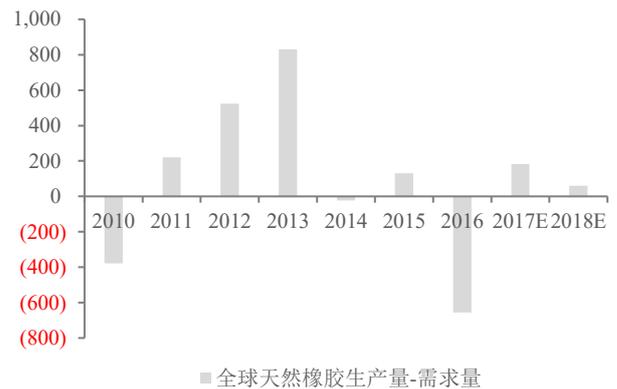
因此我们认为，2018年天然橡胶较低价位波动的概率较大。成本降低，对于轮胎企业而言，业绩将有望增厚。

图表22: ANRPC 成员国天胶总种植面积 (千公顷)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表23: 全球天然橡胶生产量-需求量 (单位: 千吨)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

3.3. 全球轮胎行业集中度高，轮胎工业重心向亚洲转移

全球轮胎市场的发展，在很大程度上由国际大型轮胎制造商引导，特别是普利司通、米其林和固特异三家公司组成的“第一军团”。据美国《橡胶与塑料新闻》周刊统计，2014年上述三家企业的销售额合计达到670.69亿美元，占全球轮胎市场的37.28%；销售额排名前十位的轮胎制造企业销售额合计达到1,133.17亿美元，占全球轮胎市场的62.99%，行业集中度高。

国内轮胎市场中，中高端配套市场也主要被外资企业占据。中国是全球增速最快的轮胎市场，国外众多轮胎生产商纷纷通过建立区域工厂、并购国内企业或设立销售代理的方式进入中国市场，在国内轮胎中高端市场，本土企业只有10多家，而外资和外资控股企业已有包括米其林、普利司通和固特异等在内的20多家企业。

图表24: 国内轮胎制造企业的四个梯队

梯队	主要企业
第一梯队	普利司通、米其林、固特异
第二梯队	住友、横滨、韩泰等
第三梯队	杭州中策、三角轮胎、玲珑轮胎、青岛双星等
第四梯队	本土中小规模轮胎生产企业

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

轮胎工业属于资本、技术和劳动密集型产业, 国际领先的轮胎公司在发达地区的工厂人工成本可占生产成本的 20%~30%, 而在新兴市场的工厂人工成本不足 10%。因此轮胎生产逐渐向低成本发展中国家转移是轮胎行业的重要发展趋势。

相对而言, 亚洲地区具有低廉的较高素质的劳动力资源, 且生产轮胎所需原料、制造装备已经形成规模, 全球轮胎工业的重心和投资正向亚洲地区发展中国家转移。1998-2014 年世界前三大轮胎制造厂商的市场份额从 54.9%下滑到 37.3%, 同期世界轮胎 75 强中的中国制造商(含台湾)的全球轮胎市场份额从 5.4%提高到 18.2%。

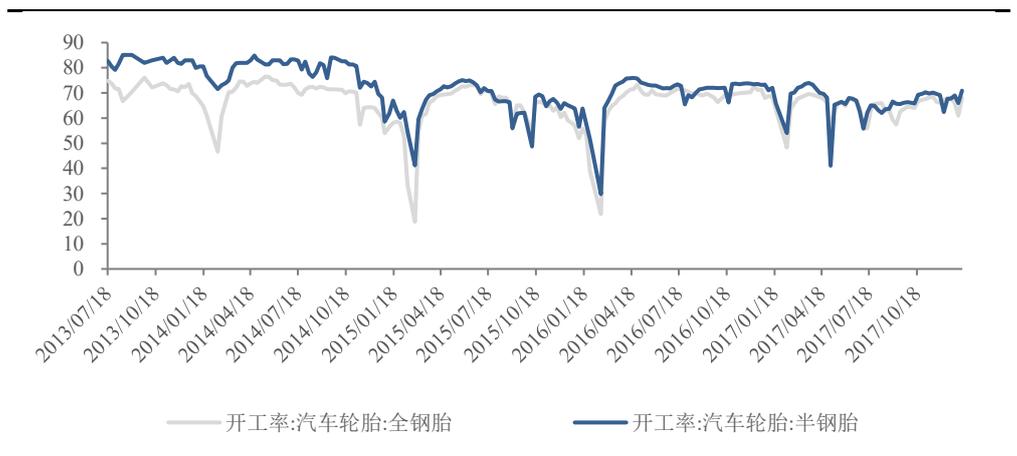
3.4. 中国轮胎产能结构性过剩, 长期看玲珑轮胎具有较高的品牌潜力

3.4.1. 轮胎产能结构性过剩, 中高端轮胎市场成为国产品牌突破的关键

虽然中国轮胎的市场份额有所提升, 但是主要还是集中在较低端轮胎, 以及替换胎领域, 中高端轮胎市场仍由外资企业占据。目前我国轿车轮胎大约 70%的市场份额由外资或合资企业占据, 国产轿车子午胎和轻型货车子午胎中 65%是中低端产品。中高端国产轮胎的市场被严重挤压, 国内企业转而依赖出口, 也更容易受到贸易摩擦的影响。

因此, 虽然中国是名副其实的轮胎生产大国, 但尚不能被称为轮胎制造强国。中国的轮胎行业是结构性过剩, 产能集中在低端轮胎领域, 落后产能过剩。2016 年行情较好的情况下, 子午胎的平均开工率在 70%左右, 2017 年以来有所下滑, 上半年全钢胎平均开工率 65%, 半钢胎平均开工率 67%。5~8 月是轮胎的销售淡季, 行业开工率滑落至 56%, 9 月底开始, 开工率又开始上升。

图表25: 全钢胎和半钢胎的开工率 (%)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

双反压力下, 国内低端轮胎产能出清速度加快, 近几年轮胎行业一直处于产业结构调整过程中。据轮胎世界网统计, 十二五期间, 轮胎行业先后淘汰“僵尸企业”14 家, 淘汰低端产品 2480 万条, 产业结构正在优化。

对于国产品牌而言，提高竞争力的关键在于提升本身的技术实力和品牌实力，进行产品的结构调整，抢占一、二线品牌的中高端市场。

图表26：十二五期间淘汰轮胎产能一览

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	合计
倒闭厂家		2	1	1	3	2	5	14
淘汰产能 (万条)	斜交胎	230	100		440	340	100	1210
	全钢胎	80			30		140	250
	半钢胎			150	50		820	1020

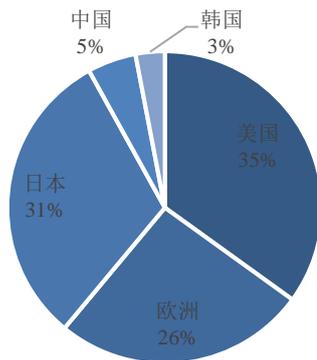
资料来源：轮胎世界网，东吴证券研究所

3.4.2. 提升自主研发能力是轮胎行业转型升级的关键

技术是制约国产品牌进入中高端轮胎市场的壁垒之一。目前我国轮胎企业核心技术仍主要来自国外著名轮胎制造商的国产化，产品质量和高端新型轮胎也和国外先进水平存在差距。

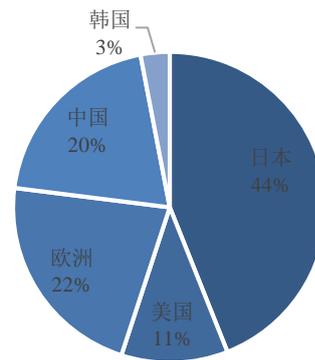
目前轮胎专利主要集中在美国和日本，我国企业在专利的绝对数量及科技成果产业化方面与国外仍有较大差距。因此对于国内轮胎行业而言，必须提高自主创新研发能力，提升技术水平和产品质量。

图表27：轮胎专利数量分布（1985-2015，直接专利）



资料来源：中国轮胎商业网，东吴证券研究所

图表28：轮胎专利数量分布（1985-2015，包括车间改进等间接技术）



资料来源：中国轮胎商业网，东吴证券研究所

国外严格的轮胎认证标准对于国产轮胎出口而言，既是挑战，又存机遇。发达国家会通过技术认证标准来设置技术壁垒，如美国 DOT 认证、欧盟 ECE 认证、E-MARK 认证和标签法案等，对于达不到其技术标准的轮胎产品实施强制召回制度，这对于研发实力较弱、技术水平较低的轮胎企业构成较大的出口阻力，但对于技术实力过硬的轮胎企业而言，则是打开出口市场的良机。

轮胎产品的主要工艺流程包括密炼、钢丝圈缠绕、胶部件压出、压延及裁断、成型、硫化及成品检测等，其核心技术包括轮胎结构设计、胎面材料配方、轮胎花纹设计和轮胎操控性能仿真等。

目前轮胎技术的发展趋势可以概括为三点：

- 1、高性能。子午线、无内胎、扁平化、抗湿滑、低滚动阻力等高性能轮胎在轮胎中所占比例不断加大，以满足消费者对轮胎的节能、舒适、静音和安全刹车等的更高要求。
- 2、节能环保。由于环保意识的提高以及环保型汽车的日益普及，环保节能轮胎和静

音轮胎已成为汽车轮胎发展的主流。主攻课题包括三个方向：一是轮胎应进一步向轻量化方向发展，以节省材料和节约能耗；二是开拓石油资源和原材料，多采用可再生和非制约性材料，减少对石油的依赖度；三是提升轮胎使用的可靠性和耐久性，避免轮胎早期损坏，延长轮胎使用寿命。

3、安全和智能。补气保用和漏气照用的安全轮胎深受消费者欢迎，已经成为轮胎企业的发展重点。同时，对轮胎气压自动报警并可以自动调节气压的智能轮胎近年来已经问世，主要用于特殊车辆和豪华型汽车，受到了好评。

公司研发能力国内领先，高性能轮胎占比不断提升。公司已先后开发了涵盖全钢子午胎、半钢子午胎等领域 3,000 多个规格的轮胎品种，产品系列位居国内同行前列。公司顺应低碳经济和绿色制造潮流，开发了低滚动阻力、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。超低断面抗湿滑低噪声乘用车子午线轮胎实现了驾乘舒适性、环保性、安全性和操控性等四大突破；GREEN-MaxHP010、GREEN-MaxEcoTouring 等花纹系列均通过了欧盟 ECE 噪声认证；环保轮胎系列全部满足欧盟 REACH 法规要求；旗下品牌产品有 70 多个花纹系列通过美国 SmartWay 认证。

据中国轮胎商业网统计，公司的轮胎生产相关专利在 2015 年达到了 445 个，在中国企业中已名列前茅。

图表 29：轮胎企业专利数量排名（1985-2015 统计数据）

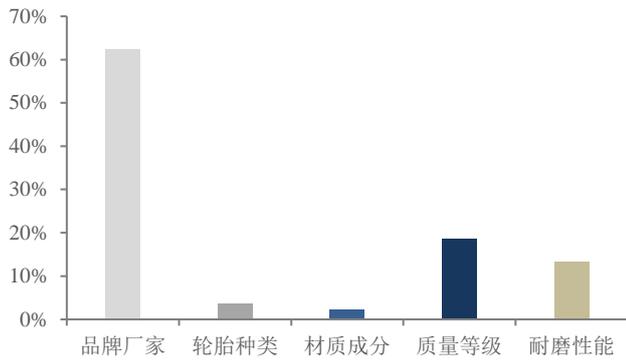
名次	按轮胎直接专利数量排名			按所有专利数量排名		
	轮胎企业	国别	轮胎专利数量（直接）	轮胎企业	国别	轮胎专利数量（包括间接）
1	固特异	美国	490	普利司通	日本	2520
2	普利司通	日本	457	米其林	法国	1937
3	米其林	法国	247	住友	日本	1865
4	马牌	德国	117	固特异	美国	1181
5	固铂	美国	37	通伊欧	日本	633
6	韩泰	韩国	31	正新	中国台湾	572
7	正新	中国台湾	23	玲珑	中国	445
8	诺基亚	芬兰	18	双钱	中国	374
9	四川	中国	16	三角	中国	372
10	玲珑	中国	10	倍耐力	意大利（原）	332

资料来源：中国轮胎商业网，东吴证券研究所

3.4.3. 玲珑轮胎是颇具潜力的自主品牌

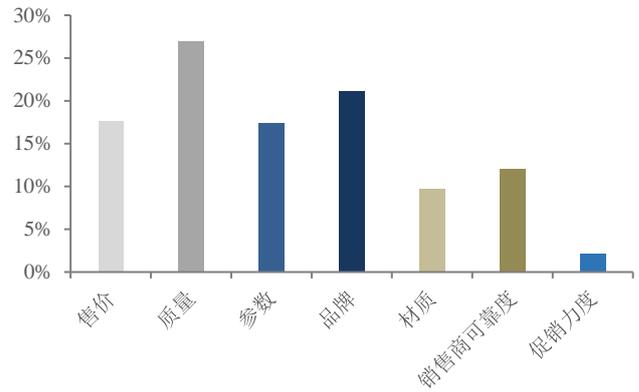
轮胎作为汽车专业配件，品牌是影响消费者选择的重要因素。目前我国规模以上轮胎企业有 600 多家，但是市场集中度相对较低，目前也尚未形成可以和国际第一梯队品牌抗争的自主品牌。国产品牌和一线品牌的轮胎价格差异较大，据橡胶协会统计，我国轮胎行业目前平均利润仅 3%-5%，而外资品牌的轮胎利润可达 15%。因此，对于国产企业而言，摆脱低端、劣质的帽子，提升品牌力至关重要。

图表30: 消费者选择轮胎认知依据



资料来源: 腾讯汽车, 东吴证券研究所

图表31: 消费者更换轮胎关注因素



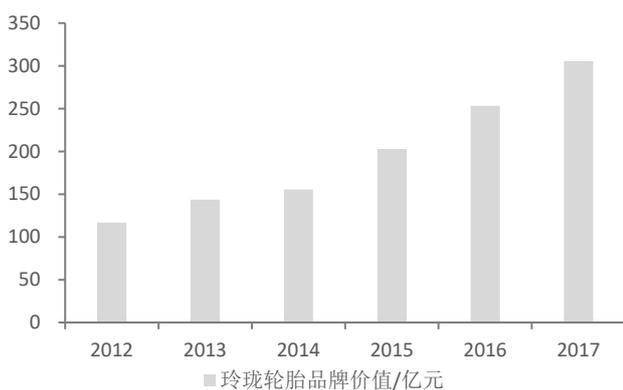
资料来源: 腾讯汽车, 东吴证券研究所

品牌营销发力, 扩大全球品牌影响力。公司的品牌战略是基于过硬的技术实力, 逐步打造品牌的全球影响力。在市场营销方面, 公司在品牌经营商持续发力, 通过广告投放、赞助国内外一流赛事等营销方式树立品牌形象。

在客户拓展方面, 公司已为超过 60 家的国内外汽车厂商提供直接配套服务, 配套车型覆盖美系、欧系、韩系、日系等各大车系, 配套体系日趋完善。2016 年 10 月, 公司正式成为德国大众汽车集团的全球供应商, 成为国内第一家具备为德国大众供货的轮胎企业, 同时也是唯一一家同时为大众汽车、通用汽车和福特汽车提供配套服务的国内轮胎企业。

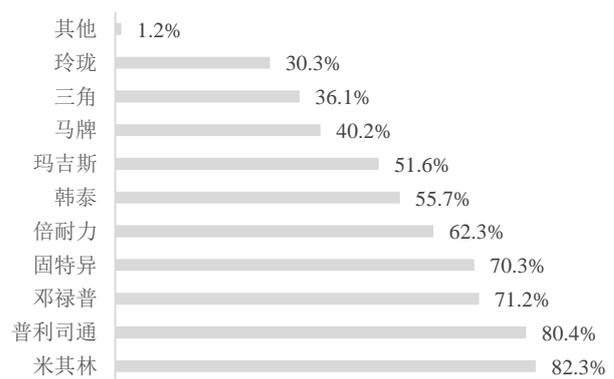
2017 年, 公司品牌价值 305.62 亿元, 品牌价值稳步提升。据中国汽车后市场行业趋势报告统计, 2016 年中国消费者认知度最高的十大轮胎品牌中, 玲珑轮胎再次入围, 打造世界一流轮胎品牌初见成效。

图表32: 玲珑轮胎品牌价值



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表33: 中国消费者认知度最高的十大轮胎品牌



资料来源: 2017 中国汽车后市场行业趋势报告, 东吴证券研究所

4. 纳入 MSCI, 公司全球认可度突显

MSCI 中国 A 股指数是摩根士丹利资本国际公司(MSCI) 为中国 A 股市场创建的第一个独立国家指数。该指数旨在为当前投资 A 股市场的广大投资者提供一个股票表现之基准, 是国际投资者了解和参与中国 A 股市场的一个重要工具。

2017 年 6 月 21 日, MSCI 官方公布将 A 股纳入新兴市场指数, 公司成为国内唯一

一个纳入 MSCI 的轮胎上市公司。

5. 盈利预测与估值

5.1. 基本假设

假设公司 2017-2019 年轮胎销量分别为 5037 万条, 5436 万条, 6097 万条; 假设 2018 年和 2019 年轮胎毛利率相较 2017 年上涨 1 个百分点。

假设泰国玲珑 2018 年开始二期建设, 包括 300 万条半钢胎, 80 万条全钢胎, 2019 年建成 50%, 2020 年全部建成;

暂不考虑荆州项目的贡献。

5.2. 盈利预测

我们预计公司 17-19 年营业收入为 139.54 亿元、153.40 亿元和 169.90 亿元, 净利润为 10.35、13.85 和 16.03 亿元, EPS 为 0.86、1.15 和 1.34 元, PE 为 20X、15X 和 13X。公司盈利能力在国内轮胎企业中较为突出, 品牌力逐渐凸显。当前公司估值在同行业公司中偏低, 考虑到公司盈利增速, 可给予 18 年 20-25 倍估值。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 34: 公司盈利拆分

		2017	2018	2019	2020
国内全钢胎	营业收入 (亿元)	39.31	45.36	46.98	48.60
	毛利率 (%)	22%	23%	23%	23%
国内半钢胎	营业收入 (亿元)	67.73	71.96	81.50	91.80
	毛利率 (%)	24%	24%	24%	24%
泰国工厂	营业收入 (亿元)	26.23	29.81	35.15	29.81
	毛利率 (%)	33%	34%	34%	34%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所整理

图表 35: 可比公司估值表

公司	总市值 (亿元)	收盘价	EPS			P/E			P/B (最新)
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	
玲珑轮胎	203.28	16.94	0.84	0.86	1.15	20.12	19.64	14.67	2.42
三角轮胎	135.04	16.88	1.27	0.75	1.00	33.78	22.41	16.80	1.71
赛轮金宇	82.12	3.04	0.16	-	0.20	27.15	-	15.36	1.41
青岛双星	38.86	5.76	0.14	0.21	0.31	53.45	27.91	18.46	1.42
风神股份	26.26	4.67	0.15	0.16	0.37	29.88	30.11	12.70	1.20

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所 (除玲珑轮胎外为万得一致预期)

6. 风险提示

6.1. 天胶价格大幅波动

天然橡胶占轮胎生产成本较高, 且价格波动较为剧烈。天然橡胶作为农产品, 其供应情况受气候影响较大, 2016 年厄尔尼诺现象后, 2018 年或有拉尼娜影响, 极端天气下天然橡胶的供应可能会有一定影响, 从而造成价格大幅波动。

6.2. 项目进展不及预期

公司各基地在建项目较多，在美国和欧洲建设基地难度相对较大，或有项目进展不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5991	6792	7115	8103	10466
现金	2087	2290	1066	1480	3137
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	417	423	561	616	683
应收款项	1347	1820	2388	2626	2908
其它应收款	194	60	80	88	97
存货	1517	1877	2587	2819	3115
其他	428	322	433	474	525
非流动资产	10591	11170	10402	9700	9058
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	8738	9582	8865	8210	7610
无形资产	527	515	463	417	375
其他	1325	1073	1073	1073	1073
资产总计	16582	17962	17517	17803	19524
流动负债	11260	7773	6893	6104	6638
短期借款	6501	3109	1206	0	0
应付账款	1200	1585	2193	2390	2641
预收账款	134	257	356	388	428
其他	3427	2822	3138	3327	3568
长期负债	953	2175	2175	2175	2175
长期借款	693	1924	1924	1924	1924
其他	261	251	251	251	251
负债合计	12214	9948	9068	8279	8813
股本	1000	1200	1200	1200	1200
资本公积金	371	2665	2665	2665	2665
留存收益	2976	3986	4421	5496	6684
少数股东权益	7	6	6	6	6
归属于母公司所有者权益	4362	8008	8443	9518	10705
负债及权益合计	16582	17962	17517	17803	19524

现金流量表 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1014	2392	1974	2210	2290
净利润	678	1010	1035	1385	1603
折旧摊销	692	810	869	803	743
财务费用	407	229	325	179	116
投资收益	7	1	1	1	1
营运资金变动	(730)	352	(264)	(161)	(176)
其它	(40)	(10)	8	2	3
投资活动现金流	(1274)	(980)	(101)	(101)	(101)
资本支出	(1106)	(1012)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(169)	32	(1)	(1)	(1)
筹资活动现金流	589	(1102)	(3097)	(1695)	(532)
借款变动	2073	(2917)	(2172)	(1206)	0
普通股增加	0	200	0	0	0
资本公积增加	(671)	2294	0	0	0
股利分配	(500)	(500)	(600)	(311)	(416)
其他	(313)	(178)	(325)	(179)	(116)
现金净增加额	328	310	(1224)	414	1657

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8734	10518	13954	15340	16990
营业成本	6227	7590	10505	11445	12651
营业税金及附加	73	88	117	129	143
营业费用	531	744	864	989	1116
管理费用	668	751	935	1028	1138
财务费用	356	169	325	179	116
资产减值损失	73	113	50	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0	0
投资收益	(7)	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	803	1062	1157	1569	1825
营业外收入	216	66	66	66	66
营业外支出	241	4	4	4	4
利润总额	778	1123	1218	1630	1886
所得税	100	113	183	245	283
净利润	677	1010	1035	1385	1603
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	678	1010	1035	1385	1603
EPS (元)	0.68	0.84	0.86	1.15	1.34

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-15%	20%	33%	10%	11%
营业利润	-17%	32%	9%	36%	16%
净利润	-19%	49%	2%	34%	16%
获利能力					
毛利率	28.7%	27.8%	24.7%	25.4%	25.5%
净利率	7.8%	9.6%	7.4%	9.0%	9.4%
ROE	15.5%	12.6%	12.3%	14.6%	15.0%
ROIC	7.6%	8.3%	10.9%	13.0%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	73.7%	55.4%	51.8%	46.5%	45.1%
净负债比率	54.0%	29.5%	17.9%	10.8%	9.9%
流动比率	0.5	0.9	1.0	1.3	1.6
速动比率	0.4	0.6	0.7	0.9	1.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9
存货周转率	3.8	4.5	4.7	4.2	4.3
应收帐款周转率	6.2	6.6	6.6	6.1	6.1
应付帐款周转率	5.1	5.5	5.6	5.0	5.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.68	0.84	0.86	1.15	1.34
每股经营现金流	1.01	1.99	1.65	1.84	1.91
每股净资产	4.36	6.67	7.04	7.93	8.92
每股股利	0.50	0.50	0.26	0.35	0.40
估值比率					
PE	25.0	20.1	19.6	14.7	12.7
PB	3.9	2.5	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.5	14.1	12.1	11.1	10.6

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>