

# 国产轮胎的破局者

## ——玲珑轮胎（601966）深度报告

2018年05月24日

强烈推荐/维持

玲珑轮胎 深度报告

### 报告摘要：

玲珑轮胎是配套市场、特别是半钢胎配套市场做的最好的本土企业。轮胎品种多规格全，消费者在更换轮胎时大多优先选择“出厂原胎”。公司在配套市场的成功，不但利在当下，更是功在千秋。

- ◆ 进口车配套轮胎方面，公司成功在 2016 年打入德国大众供应商体系，2017 年实现实质性供货，是国际一线汽车品牌配套市场的破局者，可謂是行业担当；
- ◆ 国产车配套轮胎方面，公司是吉利新帝豪、全新远景和帝豪 GL 等销量过 10 万的主力车型的配套商，与吉利等国产汽车共同成长；
- ◆ 合资车配套轮胎方面，公司与上汽通用五菱互为最大轮胎供应商和最大客户，约为其提供一半的原装轮胎，深受客户信赖。

公司是最早和最成功进行海外生产基地建设的本土轮胎企业，在国际关系复杂多变的时期尤显珍贵。

- ◆ 泰国玲珑的产品出口美国等地免征“双反”税。在大多数本土企业对美出口量降低的背景下，玲珑的对美出口量反而有所上升，而且净利率还更高；
- ◆ 公司正在筹划新建两个海外生产基地，最终目标是成为全球生产、全球销售的跨国巨头。泰国玲珑的成功，迈出了国际化布局的第一步。

18、19 年公司的产能增速将分别为 17%、20%，预计将显著提升市占率，进一步增强企业实力。

- ◆ 公司的行业开工率行业领先，产能不足是制约公司目前发展的主要因素。新增产能预计能够有效地转化为市占率的提升，扩大收入和利润水平；
- ◆ 公司的新增产能在自动化程度、节能减排等多方面优势显著，后发优势凸显。

**盈利预测及投资评级。**预计公司 18-20 年 EPS 为 1.16 元、1.49 元、1.7 元，对应 18-20 年 PE 分别为 15 倍、11 倍、10 倍，综合公司及行业发展情况，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**原材料和产品价格大幅波动、新产能进度不及预期、国际投资贸易壁垒大幅提升。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,517.8	13,918.0	15,630.0	17,890.0	22,500.0
增长率(%)	20.43%	32.33%	12.30%	14.46%	25.77%
净利润(百万元)	1,010.06	1,047.68	1,388.78	1,791.87	2,044.98
增长率(%)	49.11%	3.72%	32.56%	29.02%	14.13%
净资产收益率(%)	12.62%	12.04%	14.36%	16.40%	16.55%
每股收益(元)	0.92	0.87	1.16	1.49	1.70
PE	19.17	20.28	15.24	11.81	10.35
PB	2.64	2.43	2.19	1.94	1.71

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 分析师

廖鹏飞

010-66554121

liaopf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517090001

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

张明烨

010-66554024

zhang\_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

### 研究助理

罗四维

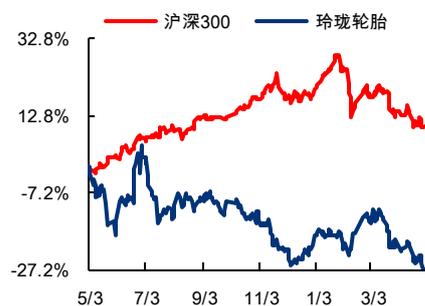
010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间(元)	16.06-22.28
总市值(亿元)	192.72
流通市值(亿元)	63.34
总股本/流通 A 股(万股)	120000/39440
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.44

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、基础化工行业深度报告：配上轮胎跑得快 2018-3-29
- 2、基础化工行业策略报告：周期品机会犹存，成长股借势崛起 2017-12-21

## 目 录

1. 玲珑轮胎是我国轮胎行业的领军企业 .....	4
2. 配套优先是聪明人下的苦功夫，且已成功破局 .....	5
2.1 进入德国大众供应链打破海外一线车企配套的天花板 .....	5
2.2 配套上汽通用五菱等的多款“神车”，利润贡献稳定 .....	6
2.3 深度绑定吉利等优秀国产品牌，乘风破浪 .....	7
2.4 深耕新能源车用轮胎，弯道超车可期 .....	9
3. 海外建厂不惧贸易战，未来仍有广阔空间 .....	10
3.1 泰国玲珑对规避美国双反成效显著，迈出成功第一步 .....	10
3.2 大型跨国集团模式是玲珑的夙愿，也是必然归宿 .....	11
4. 新产能建设促进量、质齐升，后发优势明显 .....	12
4.1 公司 18、19 年的新增产能增速为 17%、20% .....	12
4.2 新增生产基地技术可靠、环保先进且成本较低 .....	13
4.3 产能不足仍是短板，新建产能好处多 .....	14
5. 研发、品牌、效益良性循环态势清晰 .....	15
5.1 研发不但有新产品新工艺，更有颠覆性布局 .....	16
5.2 品牌价值 7 年增幅超 3 倍 .....	18
6. 供给侧改革预计将提升轮胎行业产品价差 .....	19
6.1 山东新旧动能转换加速低端轮胎去产能 .....	19
6.2 轮胎产品价差预计将扩大 .....	20
7. 盈利预测与投资建议 .....	22
8. 风险提示 .....	22

## 表格目录

表 1 玲珑对于大众集团的配套型号 .....	6
表 2 上汽通用五菱主要车型及销量 .....	7
表 3 玲珑对于吉利的配套型号 .....	7
表 4 玲珑对于新能源车的部分配套型号 .....	10
表 5 国际主流轮胎产能布局情况 .....	11
表 6 玲珑主要厂区产能及建设情况 .....	12
表 7 沈阳米其林与荆门玲珑项目建设对照 .....	13
表 8 荆门玲珑部分关键生产指标 .....	14
表 9 可比公司估值（截止 2018 年 5 月 24 日收盘） .....	22
表 10 公司盈利预测表 .....	23

## 插图目录

图 1 玲珑轮胎发展历程 .....	4
--------------------	---

图 2 玲珑轮胎主要品牌系列.....	4
图 3 玲珑轮胎近年营业总收入与利润情况 .....	5
图 4 玲珑轮胎 2017 年主营收入占比 (百分比) .....	5
图 5 上汽通用五菱对玲珑的收入贡献及占比 .....	7
图 6 吉利汽车年销量及市场占有率.....	8
图 7 新能源客车产量及增速.....	9
图 8 新能源乘用车产量及增速.....	9
图 9 泰国玲珑主营收入近况.....	10
图 10 泰国玲珑产能变化近况 .....	10
图 11 玲珑近年主要产品产能情况.....	12
图 12 玲珑近年主要产品产量情况 .....	12
图 13 玲珑与三大国际巨头产能对比 .....	14
图 14 玲珑与八大国际重要轮胎企业产能对比 .....	14
图 15 玲珑半钢胎与半钢胎行业产能利用率对比 .....	15
图 16 玲珑全钢胎与全钢胎行业产能利用率对比 .....	15
图 17 玲珑近年研发费用及占销售比重 .....	15
图 18 玲珑近年专利申请数量 .....	16
图 19 玲珑轮胎蒲公英轮胎、石墨烯轮胎及聚氨酯轮胎.....	17
图 20 玲珑轮胎品牌价值 .....	18
图 21 玲珑轮胎近年广告费 .....	18
图 22 广饶及其周边地区轮胎产业分布情况 .....	19
图 23 典型半钢胎主要原材料成本占比 .....	20
图 24 典型全钢胎主要原材料成本占比 .....	20
图 25 半钢胎价格-原材料成本价差 .....	21
图 26 全钢胎价格-原材料成本价差 .....	21
图 27 半钢胎—原材料价格波动图 .....	21
图 28 全钢胎—原材料价格波动图 .....	21

## 1. 玲珑轮胎是我国轮胎行业的领军企业

玲珑轮胎是我国规模最大、效益最好的轮胎企业之一，也是我国在高端乘用车配套轮胎最早实现破局的先行者。公司是唯一一家同时为大众、福特和通用等国际知名汽车厂提供轮胎配套的国内企业。2017年，由世界品牌实验室评估，玲珑品牌价值高达305亿。

虽然玲珑是国内轮胎行业的领军企业，但是对标国际巨头，仍有广阔的发展空间。2017年，公司营业收入139.18亿，净利润10.48亿，对标国际巨头米其林，收入和利润水平均为其8%。世界轮胎行业销售额为约为1500亿美金。针对这样一个万亿量级的重要产业，作为国产轮胎龙头的玲珑轮胎有望在我国由轮胎大国迈向龙头强国的过程中发挥引领作用。

图1 玲珑轮胎发展历程



资料来源：公司公告、公司网站、东兴证券研究所

公司前身是1975年成立的招远轮胎制修厂，1987年进军轮胎制造行业，并逐渐成为全国最大的斜交轮胎生产基地。进入20世纪末，子午轮胎取代斜交胎已经成为大势所趋，当时作为斜交胎最大企业的玲珑轮胎痛下决心引进新技术，2001年公司第一条子午线轮胎下线，并成功转型成为我国子午线轮胎、特别是半钢子午线轮胎的领军企业。2016年公司成功在上交所上市。

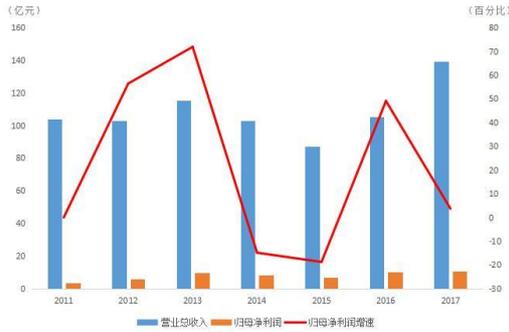
此外，公司还是最早在海外建厂的国内厂家之一。2012年公司泰国项目奠基，2014年一期项目投产，目前已经完全达到设计产能，并计划进一步扩产。早期在泰国建厂使得公司成功规避美国“双反”的不良影响，并为进一步的产能增速。

图2 玲珑轮胎主要品牌系列



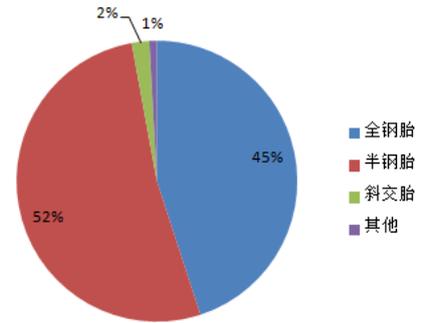
资料来源: 公司公告、公司网站、东兴证券研究所

图 3 玲珑轮胎近年营业总收入与利润情况



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 4 玲珑轮胎 2017 年主营收入占比



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 2. 配套优先是聪明人下的苦功夫，且已成功破局

目前玲珑在国内轮胎配套市场上的市占率约为 10%，已经跻身第一梯队，在国外市场也已为德国大众的供应商，成功破局世界一线车企的配套市场，为公司的后续发展打开了巨大的发展空间。

“配套优先”是玲珑明确提出的发展战略，即在产能有限的情况下，即便配套市场的利润率较低，也毫不犹豫优先满足配套市场需求。经过多年的艰苦努力，目前玲珑已经成为我国轮胎企业在乘用车配套市场一骑绝尘的行业担当，并且已经为公司轮胎在替换市场的发力奠定了良好基础。

虽然轮胎市场往往被分为配套市场和替换市场两部分，但是由于消费者大多在更换轮胎时，大多会首选原配轮胎，因此配套市场对于替换市场具有明显的引流作用。对于中高端车型，能够成为原配轮胎更可以看作是汽车厂商对轮胎品质和品牌的直接认可，是聪明人眼中解决我国轮胎行业品牌缺失的最佳途径。

但同时，配套市场利润率低，尤其对于新车型，轮胎企业更是需要投入大量的成本与主机厂共同进行前期研发，而且由于新车型销量难以预测，还存在收益不确定性，短期收益并不显著，因此对比简单粗暴的拼产量杀价格，啃下配套市场这块硬骨头是鲜有企业愿意下的苦功夫。

### 2.1 进入德国大众供应链打破海外一线车企配套的天花板

经过 6 年的艰苦努力，2016 年 10 月 12 日，玲珑轮胎正式通过德国大众的评审，成为其供应链体系中首家中国大陆轮胎企业，也是我国本土轮胎企业对于一线进口品牌的破冰之旅。有了德国大众的背书，玲珑理论上已经具备了攻入任何一家主流一线品牌车企的实力。

目前，玲珑轮胎已经为大众集团多款车型提供轮胎配套，包括大众 9 款车型、斯柯达 4 款车型、奥迪 2 款车型以及西亚特 1 款车型。在大众 2017 年年底的供应商的评估

中, 玲珑轮胎取得了性能评价第一, 综合评价第二的惊人佳绩, 颠覆了国际一线车企对于我国轮胎的价廉质差的偏见。进入德国大众供应链体系, 不但有望在配套市场新增数百万条的年销量, 享受较之国内配套市场更高的毛利率, 而且成为奥迪等高端品牌的原配轮胎, 本身就是对公司轮胎品质的最佳广告, 可谓是名利双收。

继德国大众的破局后, 宝马已经对玲珑进行过实地考察, 奔驰也已考察过玲珑泰国工厂。对于玲珑轮胎而言, 广阔的中高端配套市场已经不再位于天花板之上, 产品品牌价值也愈加突出。

表 1 玲珑对于大众集团的配套型号

大众	车型	配胎	奥迪	车型	配胎
	途观	T010 145/85R8 103M		Q3	T010 T145/85R18 103M
	高尔夫	T010 125/70R18 99M		A3	T010 T125/70R18 99M
	朗逸	T010 T125/70R16 96M	<b>斯柯达</b> 车型 配胎		
	DY 三厢车	Green-Max HP200 175/70R14 84T 185/60R15 84T			
	迈腾	T010 T125/70R18 99M		速派	T010 T125/70R18 99M
	宝来	T010 T125/70R16 96M		野帝	T010 T125/70R18 99M
	捷达 A7	T010 T125/70R18		科迪亚克	T010 145/85R18 103M
	帕萨特	T010 T125/70R18 99M T135/90R16 102M	<b>西亚特</b> 车型 配胎		
	凌渡	T010 T125/70R18 99M			
				Leon	T010 T125/70R18 99M

资料来源: 公司公告、公开资料、东兴证券研究所

## 2.2 配套上汽通用五菱等的多款“神车”, 利润贡献稳定

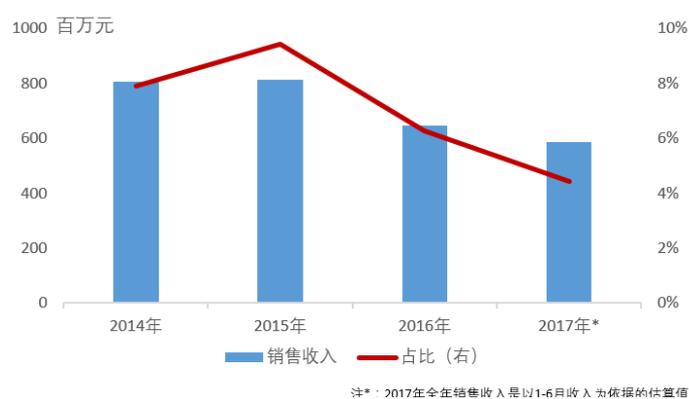
合资品牌是玲珑轮胎配套领域的重点客户群。近年来, 上汽通用五菱均为玲珑轮胎第

一大客户。玲珑轮胎保持每年为上汽通用五菱配套近 500 万条原装胎(占比约为一半)的出货量,贡献收入 8 亿多元。此外,公司还是长安福特等合资品牌的主流供货商,为迈锐宝、翼虎等车型提供配套轮胎。

**表 2 上汽通用五菱主要车型及销量**

车型	销量 (辆)
宝骏 510	363,949
宝骏 560	150,055
宝骏 730	270,797
宝骏 310/310W	215,598
宝骏 E100	11,446
五菱宏光	537,003
总销量	2,150,018

资料来源:公司公告、东兴证券研究所

**图 5 上汽通用五菱对玲珑的收入贡献及占比**


资料来源:公司公告、公司网站、东兴证券研究所

### 2.3 深度绑定吉利等优秀国产品牌, 乘风破浪

在 2018 年 3 月 17 日的吉利汽车 2018 年供应商大会上, 玲珑轮胎被授予“最佳合作奖”, 成为唯一上榜轮胎企业。吉利汽车年销量破 10 万的三款车型——新帝豪、全新远景和帝豪 GL 均配套有玲珑轮胎。

**表 3 玲珑对于吉利的配套型号**

对应车型	配套轮胎	对应车型	配套轮胎
 远景 X6	CROSSWIND 4X4 HP 225/65R17 102H	 新远景	Green-Max HP010 205/55R16 91V
 帝豪 GS	AS380 225/50R17 94V 225/45R18 95V	 帝豪 GL	AS380 205/55R16 91V 205/50R17 93W

	远景 X3	CrossWind HP010 205/60R16 92H		帝豪 EV	Green-Max HP010 205/50R17 91V
	远景 X1	Green-Max HP010 175/60R15 81H		新金刚	Green-Max HP010 185/60R15 88H
	远景 S1	Green-Max 215/50R17 91V		博越	T010 T155/85R18 115M
	帝豪	CrossWind HP010 205/60R15 94H 205/55R16 91V		博瑞	T010 T125/80R17 99M

资料来源：公司公告、公开资料、东兴证券研究所

轮胎是汽车产业链的重要组成环节，目前第一梯队的三大轮胎品牌都是在较长的时间周期内伴随着当地的汽车产业而崛起的。同样，吉利等优秀的国产品牌的崛起，将成为我国轮胎企业的巨大契机。

- ◆ 米其林伴随大众、奔驰、沃尔沃等欧系车的核心配套轮胎，并伴随着欧洲车的成长，巩固了其在轮胎企业的领军地位
- ◆ 普利司通作为丰田、本田等日系车的核心配套轮胎，随着日本车的风靡，快速跻身一线品牌
- ◆ 固特异作为通用、克莱斯勒、福特的核心配套轮胎，随着美国车的壮大，位列一线品牌

作为国产汽车的优秀代表，吉利汽车从 2014 年起再度发力，凭借多年自身技术积累以及沃尔沃的前沿开发技术，市场竞争力增强，年销售量快速增长，2017 年销量超过了 130 万辆，累计销售超 630 万辆，预计至 2020 年累计销售将超过 1000 万辆。玲珑轮胎作为吉利汽车的轮胎配套企业，从中也将获得较高的销售量增长。

图 6 吉利汽车年销量及市场占有率



资料来源：公司公告、公司网站、东兴证券研究所

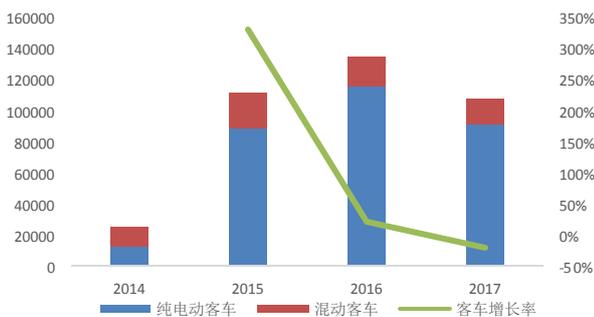
随着对沃尔沃技术整合的完善，以及加大在新能源汽车领域的研发生产销售，近几年，吉利汽车市场占有率逐渐提升，2018年其国内市场占有率有望超过5%，玲珑轮胎市占率也会水涨船高。

## 2.4 深耕新能源车用轮胎，弯道超车可期

国内新能源汽车产量在经历前几年的爆发式增长后，近年表现为较稳定的高增速，2017年新能源汽车产量同比增长56.7%超过80万辆，销售量也同比增长53.3%超过78万辆。根据国家十三五规划，2020年新能源汽车销量将达到200万辆，我们预计新能源汽车仍将持续较高速增长。相应地，新能源车用轮胎增速预计将保持高速增长稳定发展。

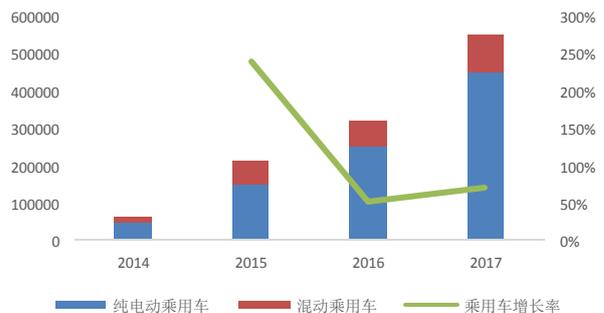
为了能够更好地提高续航里程，新能源汽车需要滚阻更低的轮胎，但为了避免雨天或泥地打滑，这种轮胎的抓地力也要更强，这是传统汽车轮胎所无法满足的，轮胎制造业迎来了全新的挑战，同时我国又是新能源车最大的市场，这为我国轮胎企业提供了弯道超车的机会。

图7 新能源客车产量及增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图8 新能源乘用车产量及增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

玲珑轮胎早在几年前就开始布局新能源汽车产品, 凭借国际化的研发、测试平台, 不断提升产品的性能表现、安全性、舒适性和环保性, 现已完成国内 30 多款新能源车型配套项目开发, 包含主流的纯电动轻卡、新能源公交、新能源客车、新能源重卡等车型系列, 以及比亚迪、长安、北汽新能源、上汽通用五菱旗下众多新能源轿车车型。目前, 公司已在国内新能源汽车尤其是纯电动汽车轮胎市场占据了举足轻重的位置。

表 4 玲珑对于新能源车的部分配套型号

新能源乘用车车型	配套轮胎型号
 北汽新能源 EC 180/200/220	Green-Max HP010 165/60R14 75H
 北汽新能源 EV200	Green-Max HP010 185/65R14 86H
 长安欧诺-EV	CrossWind HP010 185/70R14
 五菱 E100	Green-Max EcoTouring 145/70R12 695
 吉利帝豪 EV	Green-Max HP010 205/50R17 91V

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

例如, 玲珑公司的 GREEN-Max HP010 型号的新能源车专用绿色轮胎在滚动阻力、续航里程等实车对比测试中, 成绩优于同类国际一线品牌, 并且玲珑公司积极配合自主品牌车企开展研发工作, 深度融入新能源车的发展浪潮。

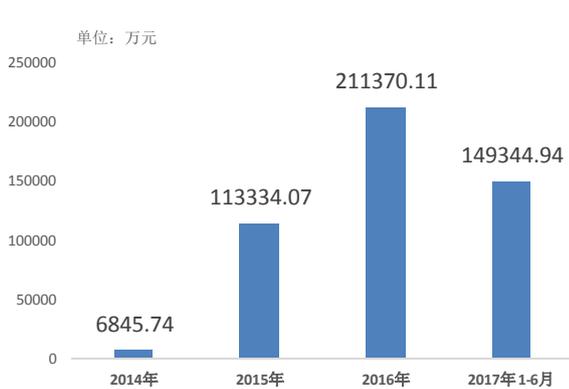
### 3. 海外建厂无惧贸易战, 未来仍有广阔空间

#### 3.1 泰国玲珑对规避美国双反成效显著, 迈出成功第一步

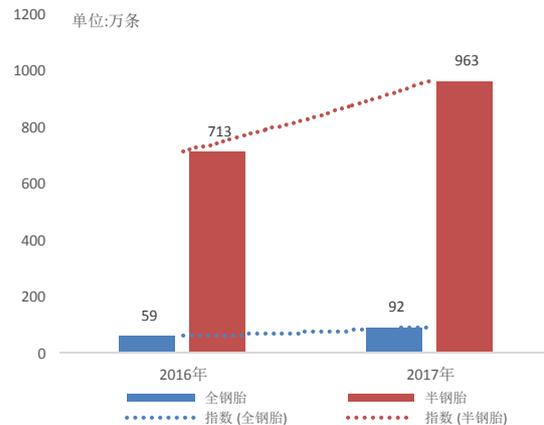
2015 年美国对我国出口的乘用车和轻型卡车轮胎征收约 40% 的双反税, 直接影响了我国大多数轮胎企业的对美出口, 但玲珑轮胎 2013 起开始建设泰国工厂, 2014 年第三季度逐渐释放产能对外销售, 且主打美国市场销售, 不但成功规避了“双反”的不良影响, 而且由于市场供应格局的优化和免税待遇等享受到了更高的利润水平。

图 9 泰国玲珑主营收入近况

图 10 泰国玲珑产能变化近况



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2015 年以来, 泰国玲珑的净利率水平甚至普遍比公司合并层面高出约 10%, 主要原因为

- ◆ 免受双反税影响, 产品售价较高, 毛利率较高
- ◆ 相比国内工厂更靠近港口, 运费较低
- ◆ 主要为针对配套市场, 对客户议价能力较强
- ◆ 产品主要出口美国, 产品多为中高端产品, 附加值高
- ◆ 8 年免交企业所得税, 税费率较低

### 3.2 大型跨国集团模式是玲珑的夙愿, 也是必然归宿

公司实行“5+3”的战略, 即在国内山东招远、山东德州、广西柳州、湖北荆门四个生产基地和泰国基地的基础上, 再在国内增加一个生产基地, 在国外增加两个生产基地, 形成国内 5 个、国外 3 个的“5+3”布局。国外 2 个新增基地预计其中一个设置在美国, 辐射整个美洲市场, 另一个设置在东欧, 辐射欧洲、中东及北非市场。未来随着公司业务规模的扩大, 建设更多的海外基地是必然选择。

由于在消费地或其周边设厂可以降低成本, 同时更加灵活便捷地对市场变化及时反馈, 因此全球生产、全球销售是国际轮胎巨头的通用做法, 对于主要的国际轮胎企业, 境外工厂数均明显多于本国工厂数目。我国轮胎企业的崛起, 必然也将最终走向全球生产、全球销售的跨国集团模式。

同时, 国家支持轮胎企业积极布局海外产能, 在工信部编制的《石化和化学工业发展规划 (2016-2020 年)》中, 明确提出了深入推进实施“一带一路”战略, 支持国内企业参与海外轮胎生产基地建设的计划。有了泰国建厂的成功经验和国家政策层面的支持, 玲珑在海外生产基地方面的优势有望进一步扩大。

表 5 国际主流轮胎产能布局情况

世界排名	企业名称	总部所在地	轮胎产能 (万条)	工厂数量及分布 (家)			在华工 厂数量 (家)
				总计	本土	境外	
1	普利司通	日本	26000	51	10	41	4
2	米其林	法国	23000	49	8	41	2
3	固特异	美国	20000	37	7	30	1
4	大陆	德国	12000	21	2	19	1
5	倍耐力	意大利	10000	23	3	20	2
6	住友橡胶	日本	10000	14	3	11	2
7	韩泰橡胶	韩国	11000	7	2	5	3
8	横滨橡胶	日本	7000	12	4	8	2
9	正新橡胶	中国台湾	5000	12	2	10	7
11	佳通轮胎	新加坡	7000	8	0	8	7
12	固铂轮胎	美国	4500	9	4	5	2
13	东洋橡胶	日本	5000	8	2	6	2
14	锦湖轮胎	韩国	7000	9	3	6	3

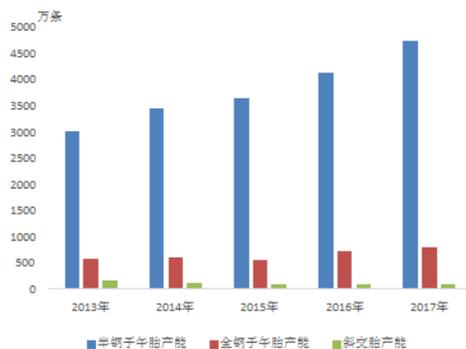
资料来源: 中国知网、公司公告、东兴证券研究所

## 4. 新产能建设促进量、质齐升, 后发优势明显

### 4.1 公司 18、19 年的新增产能增速为 17%、20%

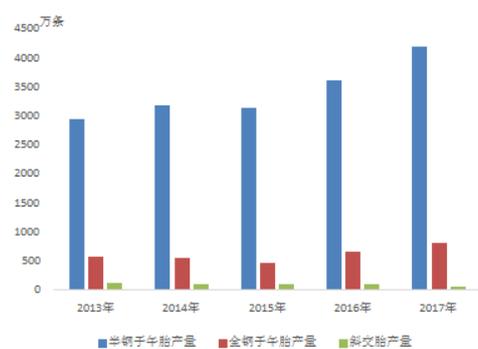
我们预计 18 年玲珑轮胎产量增速达到 17%, 其中全钢胎新增产能 150 万条、半钢胎新增产能 800 万条。预计 19 年玲珑轮胎产量增速为 20%, 全钢胎新增产能 150 万条、半钢胎 1150 万条、工程胎 6 万条。

图 11 玲珑近年主要产品产能情况



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 12 玲珑近年主要产品产量情况



资料来源: Wind、东兴证券研究所

表 6 玲珑主要厂区产能及建设情况

主要厂区	项目	规划设计产能 (万条/年)	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		
	全钢	550	全钢从 510 万条技改到 550 万条	全钢技改 2018 年末完工
	斜交	100		
德州玲珑	半钢	1000	累计完成固定资产投资 19 亿元。 目前已建成总产能 600 万条/年。	原计划 2019 年年底完工， 目前二期 500 万条半钢暂缓
	全钢	200		
泰国玲珑	半钢	1500	全钢胎从 120 万条到 180 万条， 半钢胎从 1200 万条到 1500 万条/年	2018 年 9 月投产  2019 年
	全钢	180		
	工程胎	40		
广西玲珑一期	半钢	1000	累计完成投资 10 亿元 全钢胎 18 年 5 月投产	2018 年 8 月 2018 年末
	全钢	100		
广西玲珑二期	半钢	1000	公司将根据市场状况 决定开工建设情况	
	全钢	100		
荆门玲珑	半钢	1200	2018 年 5 月开工建设	预计 2019 年 5 月逐渐投产， 2023 年 5 月全部达产
	全钢	240		
	工程胎	6		

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

#### 4.2 新增生产基地技术可靠、环保先进且成本较低

新增生产基地不但能够缓解公司目前产能不足的瓶颈，而且还可以充分发挥后发优势，充分应用先进的生产技术和理念，实现更高的经济和社会效益。公司的新产品线主要生产符合低碳经济和绿色制造理念的高性能轮胎，具有低滚动阻力、环保、跑气保用、适用特殊地形、低噪声等诸多优点。

对比玲珑轮胎荆门和米其林沈阳工厂，可以发现公司以仅 1/3 的资金成本，实现了更大的高性能轮胎产能，并且人员减少一半、水耗减低四分之一，后发优势明显。

表 7 沈阳米其林与荆门玲珑项目建设对照

企业名称	米其林轮胎	玲珑轮胎
地点	辽宁沈阳	湖北荆门
半钢生产线（万条）	1000	1200
全钢生产线（万条）	180	240
特种工程胎生产线（万条）	0	6
投资金额（亿元）	105	57.9
开建时间	2011	2018
达产时间	2017	2023（预计）
人员数量	3000	1400
用水量（万吨）	42	32
占地面积（万平方米）	71	100

资料来源: 公司公告、政府网站、东兴证券研究所

荆州项目的定位是以智能化生产线来生产高性能子午线轮胎, 产品是列在《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》中的先进产品, 设计工艺是公司结合多年生产经验改进的、先进合理的先进技术方案。例如,

- ◆ 节能水平极高: 通过采用先进的工艺设计和加强节能管理, 项目中轮胎单位能耗显著低于先进值的标准, 尤其是半钢子午线系列的能耗甚至仅为先进值一半, 先进性很强
- ◆ 生产智能化: 以胶料破碎、胶片立库、胶片自动输送、半部件自动存储输送和胎胚自动输送等组成的智能物流系统, 可以有效地实现输送过程的自动化, 提供产品的生产效率和一致性
- ◆ 环保措施先进: 注重在源头上消除污染, 例如在炼胶环节配套了先进的密炼机和炭黑自动输送及称量系统, 可以实现在密闭状态下进行生产, 极大减少粉尘污染

表 8 荆门玲珑部分关键生产指标

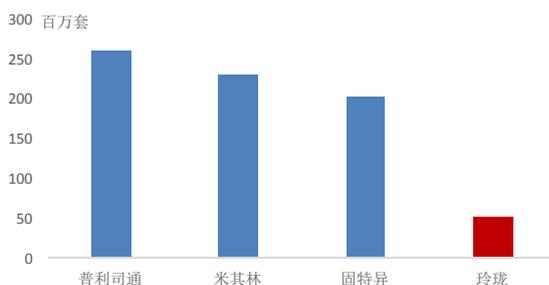
轮胎品种	全钢子午轮胎	半钢子午轮胎	工程机械轮胎
轮胎单位产品能耗 (准入值)	≤390	≤420	≤655
轮胎单位产品能耗 (先进值)	≤285	≤380	≤415
项目轮胎单位 产品能耗	250.07	192.39	396.28

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

### 4.3 产能不足仍是短板, 新建产能好处多

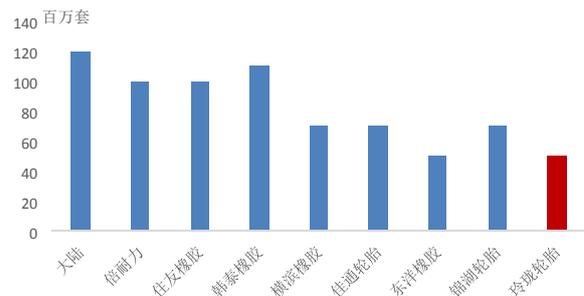
目前, 与国际第一梯队和第二梯队的行业巨头相比, 产能不足是制约公司发展的主要因素。

图 13 玲珑与三大国际巨头产能对比



资料来源: 公司公告、中国知网、东兴证券研究所

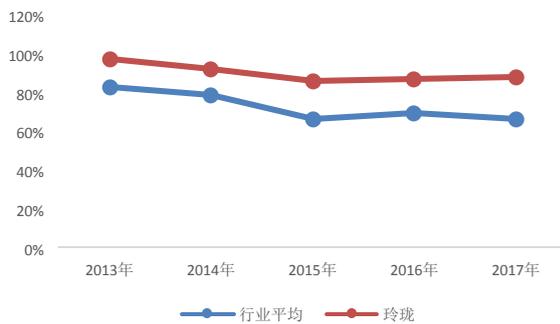
图 14 玲珑与八大国际重要轮胎企业产能对比



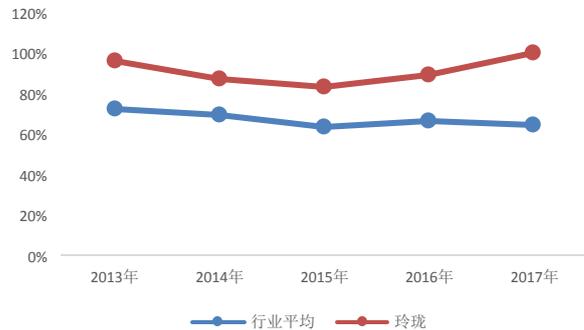
资料来源: 公司公告、中国知网、东兴证券研究所

受益于产品品牌好、质量佳、性价比高，公司的产品深受市场的欢迎，在产能快速扩张的同时，产能利用率远高于行业水平。在我国轮胎行业结构性产能过剩的大背景下，公司的高性能产品反而是供不应求，因此新增产能不但不愁销路，而且好处很多

- ◆ **提高收入规模**：配套优先的背景是公司由于产能的限制，不得不在长期利益和短期利益之间做出取舍，新建产能可以满足更多市场需求，提高收入规模
- ◆ **提高盈利水平**：替换市场的毛利率一般高于配套市场，在满足配套市场的基础上，提高替换市场的占比可以提高盈利水平
- ◆ **提高产品竞争力**：公司的新增产能高度注重现代化和智能化，产品品质和生产效率更高，具有更强的竞争力
- ◆ **提高产业链话语权**：更大的生产规模带来更大的原材料采购需求，可以有效提升公司对于上游原材料厂商的议价能力
- ◆ **提升品牌价值**：更高的销量可以降低品牌广告的单位成本，提高产品在终端消费者中认知度和影响力

**图 15 玲珑半钢胎与半钢胎行业产能利用率对比**


资料来源：公司年报、Wind、东兴证券研究所

**图 16 玲珑全钢胎与全钢胎行业产能利用率对比**


资料来源：公司年报、Wind、东兴证券研究所

## 5. 研发、品牌、效益良性循环态势清晰

公司大力进行研发投入，积极打造品牌形象，性能先进的新产品和与日俱增的品牌价值不断提升公司效益，反过来，更好的企业效益不断转化为更大的研发投入与品牌投入。研发、品牌和效益三者可以形成良性循环，持续提升公司的行业地位与公共形象。

**图 17 玲珑近年研发费用及占销售比重**



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

### 5.1 研发不但有新产品新工艺，更有颠覆性布局

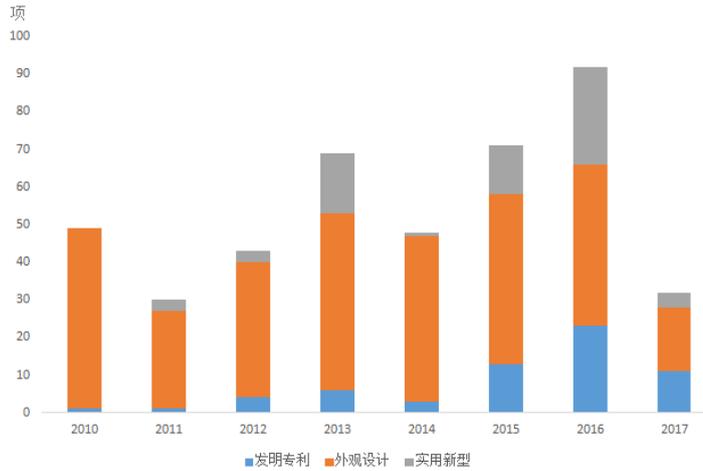
玲珑轮胎的研发方向可分为两类，一类是战术性的新产品新工艺开发，这一类以“每天研发 2 个新产品”为标志，另一类则是战略性的新体系新技术投入，这一类以蒲公英轮胎、3D 打印聚氨酯轮胎为代表，是值得憧憬期待的颠覆性技术。

公司的研发体系简称“一核双翼”，即以玲珑本部研发中心为核心，以北京研发中心和北美研发中心为两翼，以院士工作站，哈工大玲珑研究中心为支持，并配备了昂贵的动态印痕试验机、滚动阻力试验机、LMS 系统等先进设备。

新产品新工艺开发包括

- ◆ 国家级科技奖项：2016 年公司的“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，是轮胎行业所获的最高奖项，充分体现出了公司技术的先进性和创新的重要性
- ◆ 上万种轮胎产品和持续创新：公司具有上万种轮胎产品并具有强大的新产品开发能力。公司是轮胎行业内首个实现“每天研发 2 个新产品”的公司，仅 2017 年，公司实际开发及投产的轮胎规格就有 1000 余项，申报专利 80 余项

图 18 玲珑近年专利申请数量

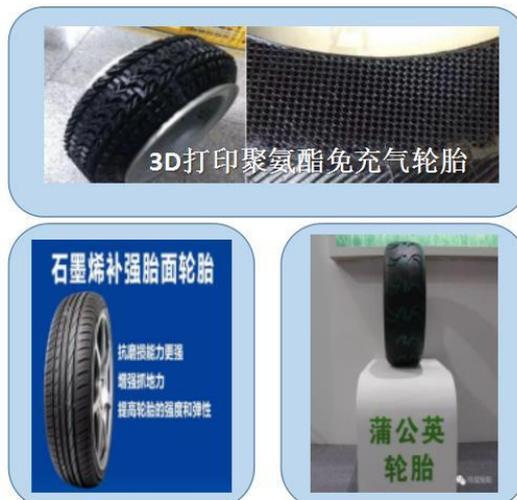


资料来源：国家专利局、公司公告、东兴证券研究所

#### 颠覆性布局包括

- ◆ **蒲公英橡胶**：玲珑是我国蒲公英轮胎产业的主要倡议者和推动者，发起了“蒲公英橡胶产业技术创新战略联盟”，并担任理事长单位。公司已经完成了蒲公英橡胶的样胎制作，并建设了第一条吨级生产线，关键的橡胶提取技术也取得了阶段性的突破。蒲公英橡胶是从蒲公英橡胶草根部分提取的天然橡胶，与采自三叶橡胶树的天然橡胶成分相近，且具有生长周期短、耕种范围广、品种改良迅速，具有加工效率更高、成本更低、综合经济效益更好的潜力
- ◆ **3D 打印聚氨酯免充气轮胎**：2017 年 7 月公司与北京化工大学联合开发出了我国首条 3D 打印聚氨酯轮胎 (165 70/R12)。与传统制造工艺相比，3D 打印技术可以在无需磨具情况下精确的一体成型；相对与传统橡胶材质，聚氨酯胎面生热低、滚阻小、更耐磨、抗撕裂；免充气，从根本上避免了爆胎和缺气的潜在安全威胁

图 19 玲珑轮胎蒲公英轮胎、石墨烯轮胎及聚氨酯轮胎

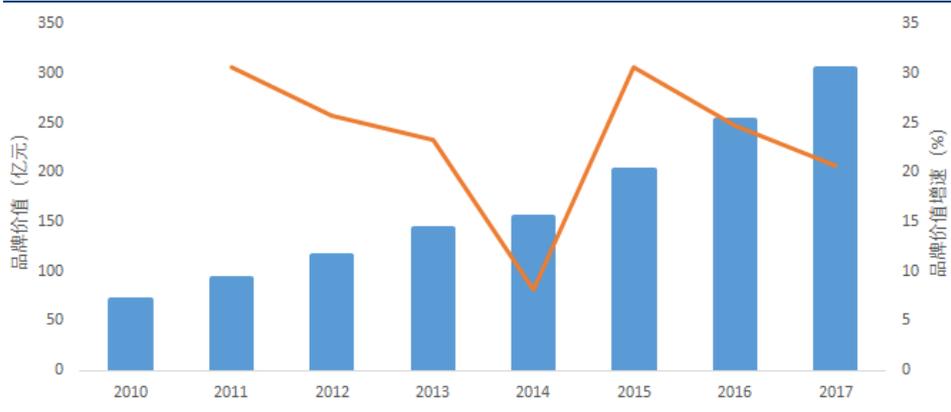


资料来源: 公司公告、公司官网、中国知网、东兴证券研究所

## 5.2 品牌价值 7 年增幅超 3 倍

根据世界品牌实验室(WorldBrand Lab)的评估, 2010 年以来, 玲珑品牌以 23% 的年复合增长率快速增长, 7 年以来品牌价值已经从 70 亿增长到 305 亿, 增幅超 3 倍, 充分体现出了公司市场认知度和公众形象的显著提升。

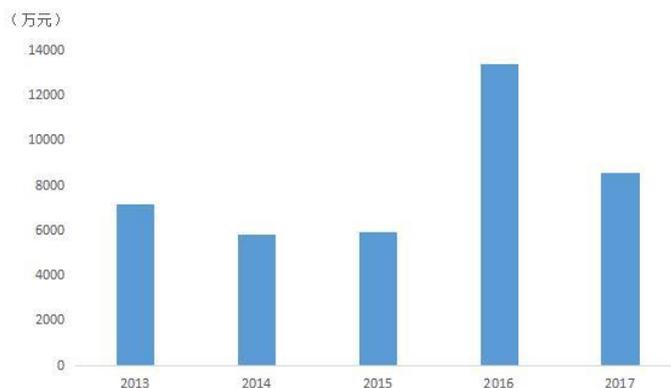
图 20 玲珑轮胎品牌价值



资料来源: 世界品牌实验室、东兴证券研究所

虽有一定的周期行业特性, 但轮胎行业本质上还是属于消费品, 因此直接面向消费者的广告营销重要且有效。2013 年以来, 公司以体育营销为主要抓手, 累计投入 4 亿元, 从品牌认知、形象店搭建、软硬广告投放、自媒体平台建设等多个维度强化公司品牌。

图 21 玲珑轮胎近年广告费



资料来源: 世界品牌实验室、东兴证券研究所

- ◆ 尤文图斯足球俱乐部最大合作伙伴之一
- ◆ 美国克利夫兰骑士队 2016 年赞助商
- ◆ 中国男女排超级联赛 2017-2018 赞助商

- ◆ 中国排球超级联赛 2017-2018 赞助商
- ◆ 30 个城市机场投放手推车广告, 年影响人次 5 亿
- ◆ 积极参加全球多项轮胎展

## 6. 供给侧改革预计将提升轮胎行业产品价差

轮胎企业对于替换市场产品具有一定的价格自主权, 对于配套市场的议价能力则较低, 但配套市场价格也会随着替换市场的价格变化进行阶段性调价。进入 2018 年 3 月以来, 包括玲珑轮胎在内的部分主流轮胎企业上调了替换市场的产品价格。受轮胎行业格局优化的影响, 后续轮胎产品与原材料价差预计仍将扩大, 进一步提高公司的盈利水平。

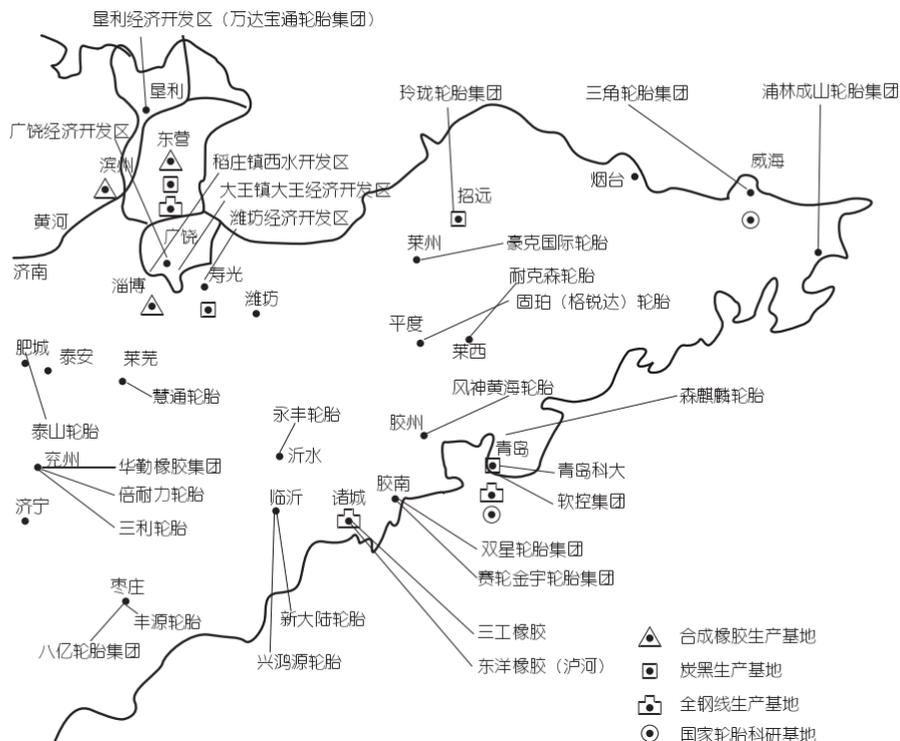
### 6.1 山东新旧动能转换加速低端轮胎去产能

2017 年底, 在山东新旧动能转换的指引下, 广饶县政府主导成立了规模为 100 亿的“广饶轮胎行业整合基金”。广饶地区拥有 49 家轮胎企业, 1.5 亿条轮胎产能, 其中子午胎产量为 1.33 亿条, 占据山东省的半壁江山, 全国的 1/4, 广饶地区的轮胎经营状态对于我国轮胎行业影响很大。

自 2014 年以来, 由于当地产品的高度同质化, 而且受美国“双反”等不良外部环境的影响, 广饶地区轮胎企业骤然步入寒冬。2015 年爆发的“德瑞宝事件”, 更是进一步暴露了当地企业的在资金上的问题。资金困难使得陷入了越资金困难越低价抢单, 越低价抢单越资金困难的无解局面。

由政府主导的轮胎产业整合, 预计能够有效清退低端轮胎产能, 优化行业竞争格局。

图 22 广饶及其周边地区轮胎产业分布情况



资料来源: 中国知网、东兴证券研究所

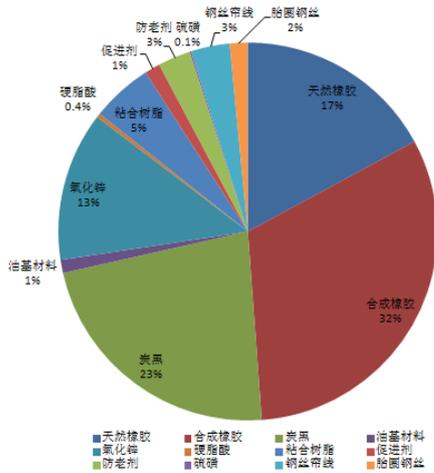
## 6.2 轮胎产品价差预计将扩大

从行业整体平均的角度, 我们分别测算了半钢胎和全钢胎的主要原材料成本, 包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑、油基材料、氧化锌、硬脂酸、粘合树脂、促进剂、防老剂、硫磺等, 计算出“半钢胎平均价格-主要原材料成本”和“全钢胎平均价格-主要原材料成本”的价差。

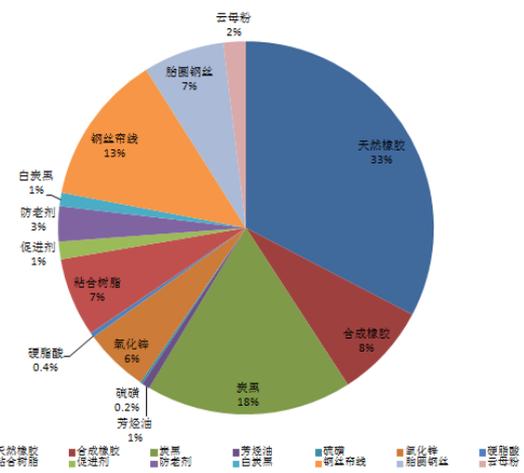
在轮胎生产的原材料成本中, 天然橡胶和合成橡胶的成本占比较大, 半钢胎中橡胶成本大约占原材料成本的 49%, 全钢胎中橡胶成本约占原材料成本的 41%, 因此橡胶价格的波动对轮胎价格-原材料成本的价差影响较大。由于橡胶价格在 2017 年前后经历了过山车行情, 轮胎价差也走出了一波大起大落的走势, 在 2017 年年初降到了 2000 元/吨的微利, 随后随着橡胶价格的下降, 轮胎产品原材料间的价差逐渐回归正常。

图 23 典型半钢胎主要原材料成本占比

图 24 典型全钢胎主要原材料成本占比



资料来源: Wind、东兴证券研究所



资料来源: Wind、东兴证券研究所

目前半钢胎的“价差/平均价”在 35%左右, 全钢胎的“价差/平均价”值略低, 我们认为轮胎行业的仍有较大的利润提升空间。

图 25 半钢胎价格-原材料成本价差



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 26 全钢胎价格-原材料成本价差

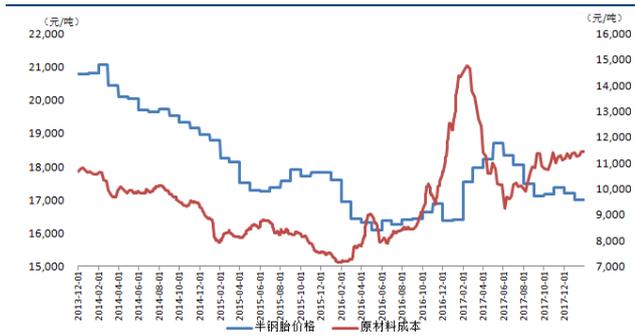


资料来源: Wind、东兴证券研究所

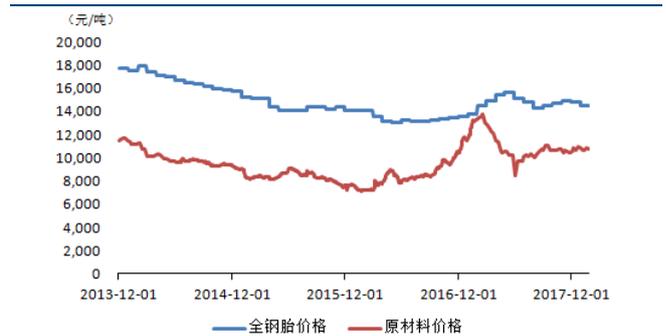
根据半钢胎、全钢胎原材料成本、价差之间的联动关系发现, 轮胎行业整体来看具有一定的自主定价权, 能在上游产品涨价时比较有效的将增长的成本向下游传递, 传递的滞后期间大约在 5 个月左右。由于原材料价格波动的频率和幅度都高于轮胎产品的波动情况, 因此短期原材料价格的剧烈波动会给行业带来不利影响, 但不会出现长期出现因为产品与原材料价格倒挂的情况。

图 27 半钢胎—原材料价格波动图

图 28 全钢胎—原材料价格波动图



资料来源: Wind、东兴证券研究所



资料来源: Wind、东兴证券研究所

## 7. 盈利预测与投资建议

预计公司 18-20 年 EPS 为 1.16、1.49、1.70，对应 18-20 年 PE 分别为 15、11、10，综合公司及行业发展情况和估值水平，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测关键假设：

1. 公司规划项目能够如期投产
2. 经过半年至一年的产能爬坡期后，实际产能达到规划产能
3. 原材料价格整体保持稳定
4. 受益于供给侧改革，轮胎价差稳中有升
5. 全球贸易壁垒没有出现显著变化

表 9 可比公司估值 (截止 2018 年 5 月 24 日收盘)

代码	公司	最新收盘价	EPS			PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
601163.SH	三角轮胎	16.87	0.6	0.83	1.05	28	20	16
000599.SZ	青岛双星	6.20	0.16	0.28	0.36	39	22	17
601058.SH	赛轮金宇	3.06	0.14	0.2	0.26	22	16	12
600469.SH	风神股份	4.42	-0.85	0.15	0.23	-	30	20
<b>601966.SH</b>	<b>玲珑轮胎</b>	<b>17.65</b>	<b>0.87</b>	<b>1.16</b>	<b>1.49</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>11</b>

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 8. 风险提示

原材料和产品价格大幅波动、新产能进度不及预期、国际投资贸易壁垒大幅提升。

**表 10 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	6792	7970	9827	10863	13275	<b>营业收入</b>	10518	13918	15630	17890	22500
货币资金	2290	2284	3125	3221	3601	<b>营业成本</b>	7590	10597	11900	13560	17475
应收账款	1820	2262	2569	2941	3699	营业税金及附加	88	111	125	143	180
其他应收款	60	36	40	46	57	营业费用	744	759	860	935	1117
预付款项	106	92	95	115	149	管理费用	751	874	882	968	1176
存货	1877	2155	2771	3158	4070	财务费用	169	344	273	262	259
其他流动资产	214	231	241	255	282	资产减值损失	112	132	100	100	100
<b>非流动资产合计</b>	11170	11416	12166	13289	14735	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	1	2	2	投资净收益	-1.25	-3.40	0.10	0.20	0.30
固定资产	9582	9432	9770	10460	11515	<b>营业利润</b>	1062	1116	1488	1920	2191
无形资产	515	511	540	586	647	营业外收入	65.62	12.65	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	537	773	850	900	950	营业外支出	4.47	5.58	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	17962	19386	21994	24152	28010	<b>利润总额</b>	1123	1123	1488	1920	2191
<b>流动负债合计</b>	7773	9090	8415	8591	9714	所得税	113	75	99	128	146
短期借款	3109	4351	4327	4312	4302	<b>净利润</b>	1010	1048	1389	1792	2045
应付账款	1585	1881	2083	2373	3059	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	257	196	212	248	315	归属母公司净利润	1010	1048	1389	1792	2045
一年内到期	269	760	600	300	300	EBITDA	2528	2823	3466	4210	4676
<b>非流动负债合计</b>	2175	1590	1336	1337	1338	<b>EPS (元)</b>	0.92	0.87	1.16	1.49	1.70
长期借款	1924	1327	1327	1327	1327	<b>主要财务比率</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	9948	10680	9751	9928	11052	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	6	6	6	6	6	营业收入增长	20.4%	32.3%	12.3%	14.4%	25.7%
实收资本	1200	1200	1200	1200	1200	营业利润增长	32.2%	5.0%	33.4%	29.2%	14.3%
资本公积	2665	2665	2665	2665	2665	归母净利润增长	32.5%	29.2%	32.4%	29.2%	14.3%
未分配利润	3618	4443	4859	5397	6010	<b>获利能力</b>					
归母股东权益	8008	8700	9673	10927	12358	毛利率(%)	28.7%	27.8%	23.8%	23.8%	24.2%
<b>负债和所有者权益</b>	17962	19386	21994	24152	28010	净利率(%)	9.6%	7.5%	8.8%	10.0%	9.0%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.6%	5.6%	5.4%	6.3%	7.4%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	12.6%	12.0%	14.3%	16.4%	16.5%
<b>经营活动现金流</b>	2392	1119	2076	3634	3632	<b>偿债能力</b>					
净利润	1010	1048	1389	1792	2045	资产负债率(%)	55%	55%	44%	41%	39%
折旧摊销	1297	1363	1654	1973	2167	流动比率	0.87	0.88	1.17	1.26	1.37
财务费用	169	344	273	262	259	速动比率	0.63	0.64	0.84	0.90	0.95
应收账款减少	-473	-442	-307	-372	-758	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	38	-14	16	36	68	总资产周转率	0.61	0.75	0.76	0.78	0.86
<b>投资活动现金流</b>	-980	-1343	-2914	-3152	-3672	应收账款周转率	7	7	6	6	7
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.56	8.03	7.89	8.03	8.28
长期股权投资减	0	0	-1	-1	-1	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-1	-3	0	0	0	每股收益(摊薄)	0.92	0.87	1.16	1.49	1.70
<b>筹资活动现金流</b>	-1102	500	1680	-387	419	每股净现金流(摊薄)	0.26	0.23	0.70	0.08	0.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(摊薄)	6.67	7.25	8.06	9.11	10.30
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	200	0	0	0	0	P/E	19.17	20.28	15.24	11.81	10.35
资本公积增加	2294	0	0	0	0	P/B	2.64	2.43	2.19	1.94	1.71
<b>现金净增加额</b>	310	276	842	95	379	EV/EBITDA	9.57	8.97	7.01	5.67	5.02

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

### 张明辉

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3 年化工实业经验，2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。