

中报业绩高增长，看好未来

投资要点

- **业绩总结：**公司2019年上半年实现营业收入83.1亿元，同比增长14.7%；实现归母净利润7.3亿元，同比增长38.5%；EPS 0.60元。
- **轮胎产销逆势增长，成本下降盈利提升。**上半年，受到国内经济增速放缓，提前实施国六标准的因素影响，汽车产业呈现困难局面，上半年汽车产销量分别同比下降14%、12%，公司产品产销逆势实现增长，上半年轮胎产销量分别为2906万条、2758万条，同比增长8%、8%，其中，海外零售的美国、欧洲、中东重压、亚太、中南美等区域市场均实现了销量10%以上的增长，配套市场方面，成功配套一汽大众捷达、长安福特福瑞斯、雷诺电动、一汽红旗L5国宾。成本方面，由于炭黑、橡胶等价格持续走低，公司第二季度毛利率达到26.2%，环比提升2个百分点，盈利能力提升明显。
- **全球市场布局，提高市占率。**为推动企业全球产业高质量布局，提高市场占有率，公司实行“5+3”国际化发展战略（即国内五个生产基地，国外三个生产基地）。国内工厂方面，除了招远、德州、柳州三个生产基地外，第四个工厂已于2018年7月在荆门奠基，一期工程预计2019年三季度末可顺利投产，届时可以缩短和东风等周边省份主机厂的配套距离，后期公司仍将会根据市场情况择机建立国内生产基地；海外工厂方面，2012年在泰国建设海外第一工厂，2019年3月，公司的第二个海外生产基地塞尔维亚工厂奠基，项目建成后，年可实现半钢子午线轮胎产能1200万条，全钢子午线轮胎产能160万条，工程胎及农用车胎2万条。通过生产基地的国际化优势布局，一方面有利于增强公司接受订单的灵活性和机动性，提升公司贸易全球化、异地化的实现能力以及抵御原材料价格波动风险的能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为1.22元、1.41元、1.70元，未来三年归母净利润有20%的复合增长率。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动风险、国际贸易摩擦的风险、境外经营风险、安全环保风险、管理风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	15301.58	17082.31	19414.43	22123.95
增长率	9.94%	11.64%	13.65%	13.96%
归属母公司净利润（百万元）	1181.22	1462.58	1697.88	2039.43
增长率	12.73%	23.82%	16.09%	20.12%
每股收益EPS（元）	0.98	1.22	1.41	1.70
净资产收益率ROE	11.80%	13.54%	13.91%	14.67%
PE	19	15	13	11
PB	2.25	2.09	1.85	1.62

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：黄景文
 执业证号：S1250517070002
 电话：0755-23614278
 邮箱：hjjw@swsc.com.cn

分析师：杨林
 执业证号：S1250518100002
 电话：010-57631191
 邮箱：ylin@swsc.com.cn

联系人：薛聪
 电话：010-58251919
 邮箱：xuec@swsc.com.cn

联系人：周峰春
 电话：021-58351839
 邮箱：zfc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

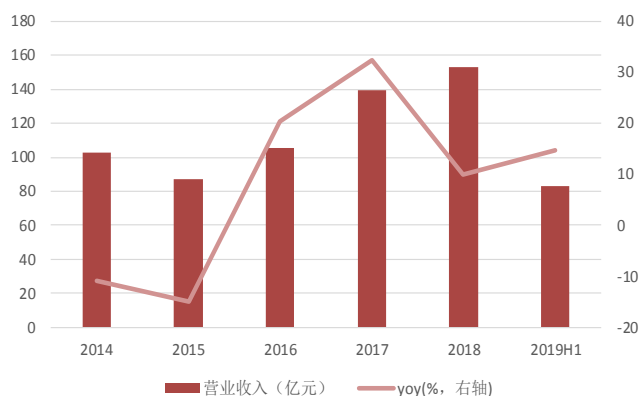
总股本(亿股)	12.00
流通A股(亿股)	12.00
52周内股价区间(元)	12.93-19.15
总市值(亿元)	225.24
总资产(亿元)	255.52
每股净资产(元)	8.13

相关研究

1 公司概况：第二季度成本下降，盈利能力提升

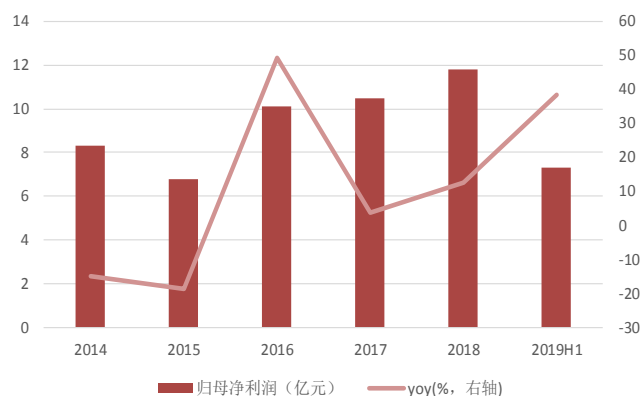
轮胎产销逆势增长，成本下降盈利提升。上半年，受到国内经济增速放缓，提前实施国六标准的因素影响，汽车产业呈现困难局面，上半年汽车产销量分别同比下降 14%、12%，公司产品产销逆势实现增长，上半年轮胎产销量分别为 2906 万条、2758 万条，同比增长 8%、8%，其中，海外零售的美国、欧洲、中东重压、亚太、中南美等区域市场均实现了销量 10% 以上的增长，配套市场方面，成功配套一汽大众捷达、长安福特福瑞斯、雷诺电动、一汽红旗 L5 国宾。成本方面，由于炭黑、橡胶等价格持续走低，公司第二季度毛利率达到 26.2%，环比提升 2 个百分点，盈利能力提升明显。

图 1：2014 年至今营业收入保持增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

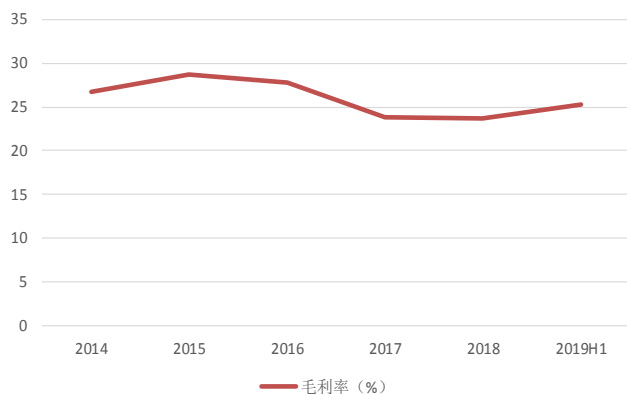
图 2：2014 年至今归母净利润保持增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

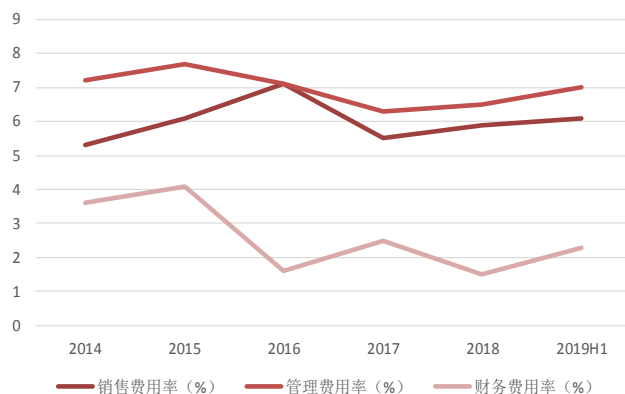
公司毛利率回升，期间费用有所增加。由于公司上游原材料价格下跌，带来公司毛利率的提升。而期间费用方面，公司一直非常注重品牌，因此对品牌的投入和推广一直维持大力度，广告费同比增加，另外，销售数量增加，运输费和销售服务费也相应增加，因此销售费用率同比增长；由于人员增加，公司的管理费用率有所提升；由于利息支出增加，汇兑损失增加，财务费用也相应增加。

图 3：公司 19 年 H1 毛利率回升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：三费率处于较高水平



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：主要控股参股公司 2019 年上半年业绩（单位：万元）

名称	关系	总资产	净资产	净利润
德州玲珑轮胎有限公司	全资子公司	244343	98044	10699
广西玲珑轮胎有限公司	全资子公司	366827	180269	8016
LLIT (THAILAND) CO., LTD	全资子公司	145327	71659	3614

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 全球化布局、高端化配套能力、科技创新和品牌力构成公司核心竞争力

2.1 全球化的网络布局优势

轮胎制造属于资金、技术和劳动密集型产业，近年来，为了迅速壮大公司的体量规模，加快公司国际化发展的进程，公司积极践行“3+3”战略，即在国内和海外各建设三个生产基地。在国内，公司已经先后投资建设了山东招远、山东德州和广西柳州三个生产基地；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，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。制造基地的全球化布局，能够增强公司消化订单的灵活性和机动性，提高公司规避全球贸易壁垒的现实能力以及抵御天然橡胶价格波动风险的能力。

为了全面掌握并汲取轮胎行业的前沿科技，提升公司的自主研发水平，迅速赶超世界一线轮胎品牌，公司近几年先后在中国北京、美国阿克隆等地设立研发机构，与招远本部研发中心一道，共同形成了覆盖全球的一体化研发格局，在助推公司产品高端化、科技前沿化及制造智能化等各方面都发挥了重大作用。

经过四十多年的创新发展，公司在特定区域、特殊使用环境以及特定车型的定向产品的开发方面取得了较大的进步，凭借着优异的定向开发能力，公司产品畅销全球 180 多个国家和地区，拥有 20000 多个销售网点。

2.2 高端化的配套营销优势

截至目前，公司已为中国一汽、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风汽车、比亚迪、吉利汽车、奇瑞汽车、上汽通用五菱、厦门金龙、印度塔塔、巴西现代等国内外 60 多家整车厂商提供配套，并成为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，产品覆盖宝骏 730、比亚迪 S6、红旗国宾车、奇瑞旗云、吉利帝豪以及通用五菱等主流乘用车型。

稳定、优质的客户资源，尤其是世界一线车企资源，将有效推动公司新业务的开展和产品品质的提升，进一步巩固和加强本公司在同行业中的领先优势。

2.3 前沿化的科研创新优势

公司拥有国家级企业技术中心、博士后工作站、院士工作站等，建成了国内轮胎行业第一家室内噪声试验室、滚动阻力试验室，具备完善的研发体系和强大的新产品开发能力。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。其中“超低断面抗湿滑低噪音乘用车子午线轮胎”荣获国家科技进步二等奖、“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”荣获国家科技发明二等奖，以上均为国内轮胎行业在轮胎技术领域的最高奖项。

为了缓解天然橡胶严重依赖进口的困境，顺应世界轮胎行业发展的大潮，公司联合多家科研机构，发起成立了“蒲公英橡胶产业技术创新战略联盟”，开展了蒲公英乳胶替代天然橡胶的系列研究，截至目前，公司已经完成了蒲公英橡胶的样胎制作。

2.4 多元化的品牌推广优势

公司自进入“十二五”以来，便有意识的加强品牌建设力度，每年都会投入较大的资金，从品牌形象店搭建、软硬广告投放、自媒体平台建设以及体育营销的经营等多个维度，致力于玲珑这一民族品牌的战略崛起：

在体育营销方面，2007 年组建了玲珑轮胎女子赛车队，多次参加汽车拉力锦标赛；赞助中国女排国家队，征战 2011-2013 年全赛季；2013 年赞助澳大利亚布里斯班足球队，提前一轮晋级亚冠；赞助德甲沃尔夫斯堡足球俱乐部，成为其 2014-2019 年顶级赞助商；2016 年赞助美国 N B A 克利夫兰骑士队，顺利夺冠；2016 年赞助中国越野拉力赛，助推国内顶级赛事等。

在媒体管理方面，公司的微信公众号（公众号：linglonglt）粉丝人数全年净增加 8838 人，关注总人数达到 20171 人，实时更新公司的重大信息，树立公司正面形象。与此同时，公司通过央视财经频道、新闻频道以及部分地方电视台综合频道等电视节目，通过北京、上海、深圳等全国各大机场、火车站以及高速公路等交通枢纽，通过《中国化工报》、《大众日报》以及《中国汽车报》等行业主流的纸质媒体，广泛开展软硬广投入、产品推介、信息发布等业务，提高玲珑品牌的知名度与美誉度。

3 盈利预测与评级

关键假设：

假设 1：2019-2021 年，公司轮胎销量分别达到 6000 万条、6800 万条、7700 万条，不含税均价为 282 元/条、283 元/条、285 元/条，毛利率达到 25%、25.1%、25.2%；

假设 2：原材料价格不发生大幅波动。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	15301.6	17082.3	19414.4	22123.9
	增速	9.9%	11.6%	13.7%	14.0%
	成本	11674.6	12798.7	14527.9	16534.8
	毛利率	23.7%	25.1%	25.2%	25.3%
轮胎	收入	15147.00	16920.00	19244.00	21945.00

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	增速	10.0%	11.7%	13.7%	14.0%
	成本	11571.30	12690.00	14413.76	16414.86
	毛利率	23.6%	25.0%	25.1%	25.2%
其他业务	收入	154.58	162.31	170.43	178.95
	增速	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	103.28	108.75	114.19	119.90
	毛利率	33.2%	33.0%	33.0%	33.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.22 元、1.41 元、1.70 元，未来三年归母净利润有 20% 的复合增长率。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
601163.SH	三角轮胎	12.60	0.60	0.78	0.92	1.08	21	16.1	13.7	11.6
300758.SZ	赛轮轮胎	3.61	0.25	0.37	0.48	0.62	14.4	9.8	7.5	5.8
可比公司均值							17.7	13	13	8.7

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15301.58	17082.31	19414.43	22123.95	净利润	1181.36	1462.75	1698.08	2039.67
营业成本	11674.58	12798.75	14527.94	16534.76	折旧与摊销	963.01	980.47	1080.67	1164.49
营业税金及附加	117.49	134.70	151.93	152.66	财务费用	232.67	161.99	205.38	190.29
销售费用	909.18	1024.94	1164.87	1327.44	资产减值损失	159.72	150.00	150.00	150.00
管理费用	449.57	1229.93	1397.84	1592.92	经营营运资本变动	-564.52	-291.11	-539.12	-381.70
财务费用	232.67	161.99	205.38	190.29	其他	-130.28	-136.15	-219.32	-82.86
资产减值损失	159.72	150.00	150.00	150.00	经营活动现金流净额	1841.97	2327.94	2375.70	3079.90
投资收益	18.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1569.54	-750.00	-1500.00	-1500.00
公允价值变动损益	19.59	9.80	11.43	12.25	其他	-1487.00	9.80	11.43	12.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3056.54	-740.20	-1488.57	-1487.75
营业利润	1278.64	1591.81	1827.90	2188.13	短期借款	430.60	-2935.20	-156.02	-791.32
其他非经营损益	-47.46	-20.01	-23.55	-26.91	长期借款	1629.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	1231.18	1571.80	1804.35	2161.22	股权融资	0.07	0.00	0.00	0.00
所得税	49.82	109.04	106.26	121.55	支付股利	-314.40	-236.24	-292.52	-339.58
净利润	1181.36	1462.75	1698.08	2039.67	其他	1363.50	-1137.19	-205.38	-190.29
少数股东损益	0.14	0.18	0.20	0.25	筹资活动现金流净额	3108.95	-4308.63	-653.91	-1321.19
归属母公司股东净利润	1181.22	1462.58	1697.88	2039.43	现金流量净额	2051.23	-2720.89	233.21	270.95
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4429.12	1708.23	1941.44	2212.39	成长能力				
应收和预付款项	3918.05	4137.08	4737.84	5422.96	销售收入增长率	9.94%	11.64%	13.65%	13.96%
存货	2447.33	2919.23	3403.97	3774.93	营业利润增长率	14.61%	24.49%	14.83%	19.71%
其他流动资产	1243.24	1373.41	1543.88	1741.94	净利润增长率	12.76%	23.82%	16.09%	20.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	5.78%	10.51%	13.89%	13.78%
投资性房地产	58.33	58.33	58.33	58.33	获利能力				
固定资产和在建工程	11466.40	11254.38	11692.16	12046.11	毛利率	23.70%	25.08%	25.17%	25.26%
无形资产和开发支出	789.25	771.24	753.24	735.24	三费率	10.40%	14.15%	14.26%	14.06%
其他非流动资产	1441.75	1441.31	1440.86	1440.42	净利率	7.72%	8.56%	8.75%	9.22%
资产总计	25793.46	23663.21	25571.72	27432.33	ROE	11.80%	13.54%	13.91%	14.67%
短期借款	4781.11	1845.91	1689.90	898.58	ROA	4.58%	6.18%	6.64%	7.44%
应付和预收款项	4039.80	4478.51	4960.71	5707.41	ROIC	10.06%	10.41%	11.66%	12.83%
长期借款	2956.18	2956.18	2956.18	2956.18	EBITDA/销售收入	16.17%	16.01%	16.04%	16.01%
其他负债	4000.84	3580.73	3757.49	3962.63	营运能力				
负债合计	15777.93	12861.34	13364.28	13524.79	总资产周转率	0.68	0.69	0.79	0.83
股本	1200.00	1200.01	1200.01	1200.01	固定资产周转率	1.56	1.60	1.69	1.86
资本公积	2665.55	2665.55	2665.55	2665.55	应收账款周转率	5.60	5.44	5.62	5.59
留存收益	5701.83	6928.16	8333.52	10033.37	存货周转率	4.88	4.61	4.53	4.58
归属母公司股东权益	10007.56	10793.72	12199.08	13898.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.28%	—	—	—
少数股东权益	7.98	8.15	8.36	8.60	资本结构				
股东权益合计	10015.54	10801.87	12207.44	13907.53	资产负债率	61.17%	54.35%	52.26%	49.30%
负债和股东权益合计	25793.46	23663.21	25571.72	27432.33	带息债务/总负债	60.45%	51.33%	48.23%	41.81%
					流动比率	1.14	1.33	1.43	1.59
					速动比率	0.91	0.95	1.01	1.13
					股利支付率	26.62%	16.15%	17.23%	16.65%
					每股指标				
					每股收益	0.98	1.22	1.41	1.70
					每股净资产	8.34	8.99	10.17	11.58
					每股经营现金	1.53	1.94	1.98	2.57
					每股股利	0.26	0.20	0.24	0.28
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2474.32	2734.26	3113.95	3542.92					
PE	19.07	15.40	13.27	11.04					
PB	2.25	2.09	1.85	1.62					
PS	1.47	1.32	1.16	1.02					
EV/EBITDA	10.68	9.39	8.12	6.84					
股息率	1.40%	1.05%	1.30%	1.51%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn