

橡胶

2019年09月01日

中报业绩持续向好，轮胎企业崛起进行时 增持（首次）

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

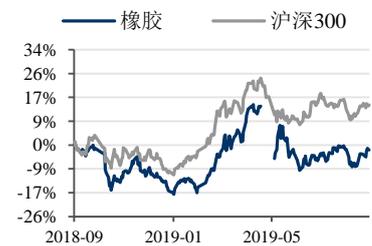
021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

投资要点

- **中报业绩普遍靓丽，轮胎上市企业显著向好：**玲珑轮胎、三角轮胎、赛轮轮胎、风神股份先后发布中报业绩。报告期内，玲珑轮胎实现营业收入 83.10 亿元，同比增长 14.74%，实现归母净利润 7.25 亿元，同比增长 38.47%；三角轮胎实现营业收入 38.83 亿元，同比增长 5.53%，实现归母净利 3.76 亿元，同比增长 87.20%；赛轮轮胎实现营业收入 70.92 亿元，同比增长 8.03%，实现归母净利 5.07 亿元，同比增长 59.34%；风神股份实现营业收入 30.03 亿元，同比减少 4.09%，实现归母净利 1.45 亿元，同比增长 260.72%。
- **行业格局稳中有变，中国头部企业正由大变强：**纵观全球市场，普利司通、米其林和固特异长期位居轮胎行业的前三甲，三者市场份额合计占比 38.6%。目前国内轮胎行业结构性过剩，随着供给侧改革的推进，中小产能逐渐出清，国内市场正处于向头部轮胎企业集中的过程中，国内头部轮胎企业有望由大变强。
- **海外工厂产能盈利能力强劲：**海外产能由于具备显著的税收优势，且能有效规避贸易壁垒，净利率显著高于国内产能，盈利能力强劲。其中，赛轮轮胎越南子公司以 24.8% 的收入贡献了公司 64.1% 的净利润，玲珑轮胎海外产能以 28.4% 的收入贡献公司 67.8% 的净利润。
- **出口退税直接增厚轮胎企业业绩：**我国针对轮胎行业的出口退税率自 2018 年 11 月 1 日由原来的 9% 提高至 13%，而国内轮胎行业的出口业务占比较大，因此出口退税率的上调显著提升相关公司的业绩。
- **赛轮轮胎海外产能优势突出：**报告期内赛轮轮胎实现营收 70.92 亿元，同增 8.03%，由于原材料成本下降叠加越南工厂产销量增加，归母净利 5.07 亿元，同增 59.34%。其中，越南子公司净利润 3.25 亿元，同比大幅增长 50.46%，由于越南子公司具有远超国内产能的净利率，带动公司的整体净利润增速远超营收增速。
- **玲珑轮胎海外布局加速业绩释放：**报告期内玲珑轮胎营收 83.10 亿元，同增 14.74%，归母净利 7.25 亿元，同增 38.47%。海外基地产销量增加叠加净利率提升，海外收入 23.60 亿元，同比增长 45.9%，净利润 4.92 亿元，同比大幅增长 80.2%，净利率高达 20.8%，远超国内产能的 3.5%。
- **投资建议：**在外部贸易摩擦升级+内部集中度持续提升的背景下，目前轮胎企业已处于利空出尽的阶段，随着海外优质产能的加速释放，包袱小、成本低的相关企业有望脱颖而出，代表国内轮胎企业从中国走向世界，继续推荐**赛轮轮胎、玲珑轮胎**。
- **风险提示：**全球贸易格局继续恶化的风险；原材料价格大幅波动的风险；海外子公司跨国经营的风险

行业走势



相关研究

表 1：重点公司估值

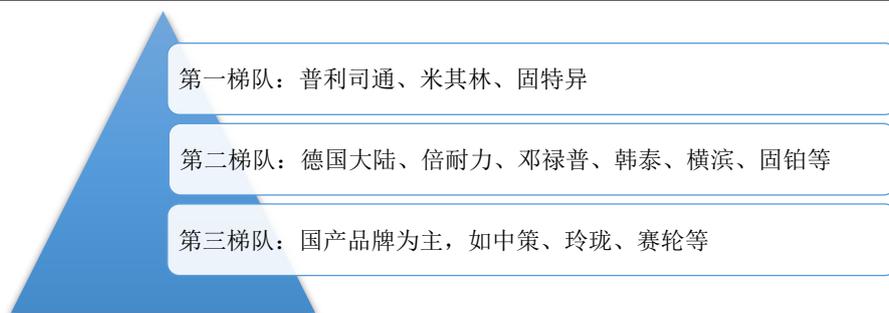
代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601058	赛轮轮胎	108.01	4.00	0.25	0.37	0.49	16.00	10.81	8.16	增持
601966	玲珑轮胎	247.20	20.60	0.98	1.22	1.45	21.02	16.89	14.21	买入

资料来源：wind，东吴证券研究所

1. 行业格局稳中有变，中国头部企业正由大变强

目前轮胎行业仍然是三个梯队的竞争格局，第一梯队是普利司通、米其林、固特异三家；第二梯队是德国大陆、倍耐力、邓禄普、韩泰、横滨、固铂等，第三梯队则是以国产品牌为主，如中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎等。

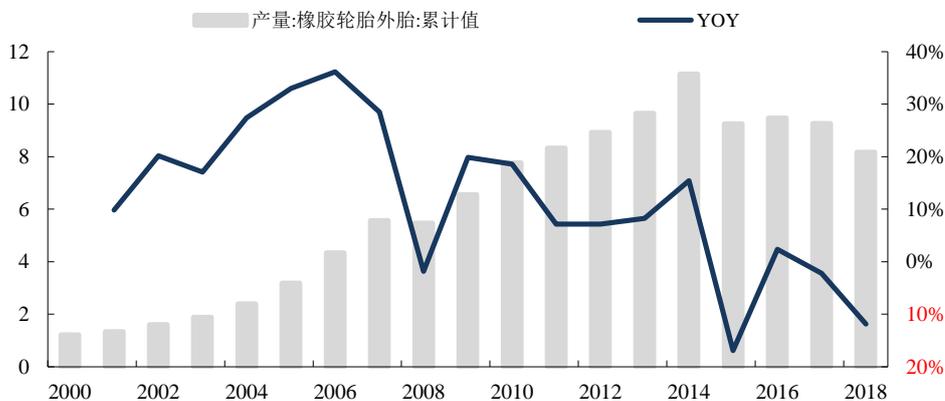
图 1：全球轮胎市场竞争格局



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

我国轮胎产量从 2000 年的 1.22 亿条增长到 2014 年的 11.14 亿条，年均复合增速高达 17%，高速增长的产能产量背后，是无序扩张导致中低端产能结构性过剩，行业整体表现为大而不强。2014 年以来，来自欧美国家的反倾销、反补贴调查倒逼中国轮胎行业供给侧改革，我国轮胎产量持续下滑。

图 2：我国轮胎行业产量（亿条，%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

另一方面，以山东为代表的轮胎大省于 2014 年初将轮胎被列入产能过剩行业，启动了行业整顿行动。在环保压力和资金链断裂的双重压力下，中小轮胎企业加速出清。仅 2017 年全年，全国共淘汰落后产能斜交胎 730 万条，普通型子午胎 1800 万条，其中全钢胎 1000 万条，半钢胎 800 万条；淘汰退出轮胎工厂 10 家。

轮胎行业产量下滑促使行业落后产能退出市场，供给侧改革则使得行业结构得到进一步优化，这也有利于行业集中度的提高和行业的良性发展，并为包袱小、成本低的轮

胎企业由大到强提供了新的契机。

2. 相关上市公司中报业绩靓丽

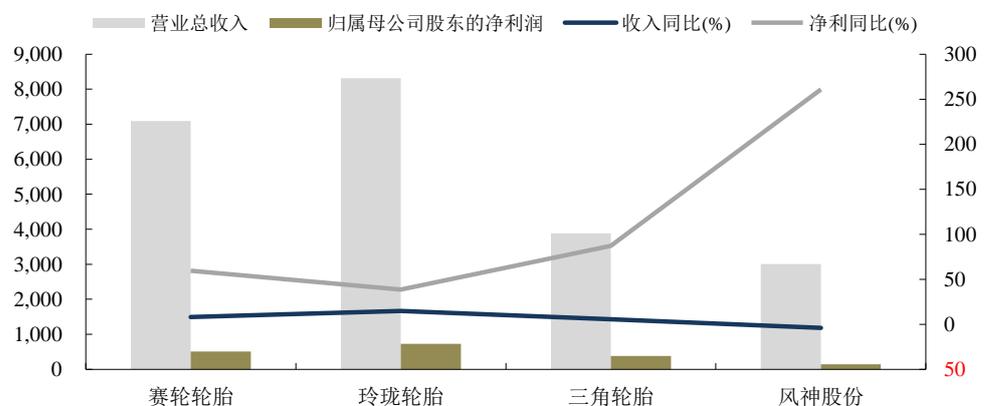
近日，玲珑轮胎、三角轮胎、赛轮轮胎、风神股份等相关上市公司先后发布了2019年中报业绩，盈利能力均有明显提升，值得注意的是，利润增速均远高于其收入增速。

表 2：相关轮胎上市公司 2019 年中报业绩

单位 (百万元, %)	601966.SH	601163.SH	601058.SH	600469.SH
2019-06-30	玲珑轮胎	三角轮胎	赛轮轮胎	风神股份
营业总收入	8,309.85	3,883.04	7,091.91	3002.83
同比(%)	14.74	5.53	8.03	-4.09
营业总成本	7,628.55	3,531.25	6,547.68	2831.17
营业利润	752.08	442.13	574.86	176.04
同比(%)	35.14	98.58	56.41	317.33
利润总额	765.14	442.92	575.93	176.86
同比(%)	35.78	83.60	54.85	314.67
净利润	724.61	376.48	505.89	144.54
归属母公司股东的净利润	725.12	376.40	507.00	144.54
同比(%)	38.47	87.20	59.34	260.72
非经常性损益	70.67	82.30	25.81	65.41
扣非后归属母公司股东的净利润	654.45	294.10	481.19	79.12
同比(%)	28.60	91.55	65.31	183.37

数据来源：wind，东吴证券研究所

图 3：轮胎相关标的 2019H1 收入利润及其增速 (百万元, %)



数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 重点关注赛轮轮胎、玲珑轮胎

3.1. 赛轮轮胎

报告期内公司实现营收 70.92 亿元，同增 8.03%，由于原材料成本下降叠加越南工厂产销量增加，归母净利 5.07 亿元，同增 59.34%。其中，越南子公司净利润 3.25 亿元，同比大幅增长 50.46%，以 24.8% 的收入贡献了 64.1% 的净利润，是公司利润的核心增长点，同时由于越南子公司具有远超国内产能的净利率，越南子公司的业绩增长带动公司整体净利润增速远超营收增速。目前，公司与固铂轮胎在越南合资建设的 240 万套/年全钢胎产能已开工建设，未来海外产能的提升将进一步增强公司的盈利能力。

同时公司发布回购方案，拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分公司 A 股股份，回购股份将用于用于实施股权激励计划，有效调动管理者和重要骨干的积极性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，充分彰显了公司的中长期发展信心。

风险提示：越南合资工厂建设进度不及预期的风险，回购方案无法实施的风险。

3.2. 玲珑轮胎

报告期内公司营收 83.10 亿元，同增 14.74%，归母净利 7.25 亿元，同增 38.47%。轮胎业务大陆地区净利润同比下滑 13.2%，主要由于自主品牌车和合资品牌车销量同比下滑，轮胎需求疲软、国内市场竞争加剧。海外基地产销量增加叠加净利率提升，海外收入 23.60 亿元，同比增长 45.9%，净利润 4.92 亿元，同比大幅增长 80.2%，净利率高达 20.8%。目前，公司的“5+3”全球战略推进顺利，在建产能包括湖北荆门、塞尔维亚等地项目，预计 2020 年产能将达到 9000 万条/年，因此新增产能的投产有望持续加速公司业绩的释放。

公司坚持每天三个新产品开发，拥有全球 6 个研发机构、16000 多名员工，为全球多家知名汽车厂 100 多个生产基地提供配套服务，成为奥迪、大众、通用、福特、雷诺日产等世界一流汽车厂的全球供应商，产品销往 180 多个国家和地区，位居世界轮胎 20 强、稳保中国轮胎前 3 强，亚洲品牌 500 强。可以说，公司坚持研发优先，全方位打造品牌价值链的战略为可持续发展提供了强有力的支持。

风险提示：塞尔维亚项目面临跨国经营风险，原材料大幅波动的风险。

4. 风险提示

4.1. 全球贸易格局继续恶化的风险

如果全球贸易格局持续恶化，出口关税将严重影响轮胎企业的出口业务，进而对相关公司的业绩造成较大影响。

4.2. 原材料价格大幅波动的风险

轮胎原材料的成本占比大约在 70%~80%，主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、炭黑，其中天然橡胶占比最大。天然橡胶产量受气候影响较大，供应端的不稳定造成价格大幅波动，对轮胎成本造成较大影响。

4.3. 海外子公司的跨国经营风险

玲珑轮胎、赛轮轮胎等企业均在海外建有生产基地，公司在海外的购、产、销均与受当地的政治、文化等影响，具有较大不确定性。

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>

