



行业两极分化，玲珑一马当先

强烈推荐 (首次)

2019.10.24

刘伟浩(分析师)

电话: 020-88832824

邮箱: liuweihao@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310517040001

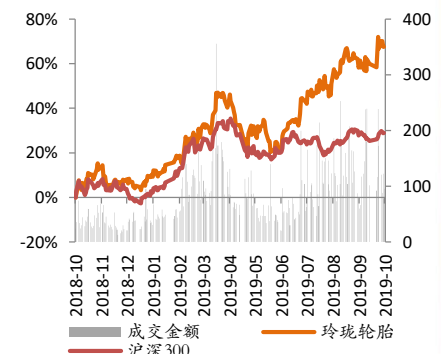
现价: 20.65

目标价: 25

股价空间: 21%

- 公司是国内轮胎行业的龙头企业，具有以下特点：1) 规模：在内资轮胎企业中，公司收入规模排名第二，利润规模排名第一，盈利能力领先于其他同行；2) 产品结构：公司产品以半钢子午胎为主，半钢子午胎产量占比 84%，有利于公司竞争乘用车轮胎市场尤其是零售市场；3) 销售结构：国内与海外营收各半，国内市场配套占 6 成，海外以零售为主。
- 海外提价叠加原材料成本下降，毛利率扩张趋势确立，公司盈利提速。公司 17-18 年毛利率处于阶段性低位。年初米其林等海外轮胎巨头提价，叠加原材料成本小幅下降，公司上半年产品均价同比增 6.66% 至 300 元，毛利率同比增 1.4pct 至 25.23% (q2 毛利率 26.18%)，毛利率扩张趋势确立。
- 研发、品牌、销售、制造四要素构筑玲珑护城河。1) 研发：研发投入领先国内同行，产品性能测试屡获佳绩，为配套和零售市场拓展打下坚实基础。2) 品牌：多元化品牌组合，体育营销精准定位目标人群；3) 销售：配套市场，公司从自主品牌向合资、外资品牌拓展，进入德国大众配套链，实现对一汽大众、长安福特新车型的主胎配套；零售替换市场，国内、海外零售均实现双位数增长。4) 制造：“5+3”战略规划生产基地，公司半钢子午胎工厂规模大、用人成本低、原材料采购成本低，使得公司毛利率高于国内同行。
- 供应端收缩，国内轮胎产量下行，公司产销量稳步增长，市占率持续提升。轮胎行业两极分化，中美贸易摩擦、国内环保稽查等事件加速轮胎行业去产能、去杠杆。18 年中国轮胎产量较 13 年高点减少 23%，而同期公司产量增长 53%。公司中国工厂产量份额目前为 5.68%，且逐年提升。
- 全球化布局防风险，泰国工厂成业绩增长引擎，塞尔维亚开工再添动力。为规避美国贸易打压，玲珑轮胎较早地在泰国建厂，泰国工厂如今成为海外收入和利润增长的引擎。塞尔维亚工厂的开工将为公司海外业务再添动力。
- 盈利预测及估值：预计 19/20 年的净利润将分别为 15.48 亿元、19.07 亿元，对应的增速分别为 31.08%、23.17%。19/20 年 EPS 分别为 1.29 元、1.59 元，对应当前股价分别是 16 倍、13 倍 PE。给与目标价 25 元，对应 20 年 15 倍 PE。首次覆盖并给与“强烈推荐”评级。
- 风险提示：国内 OEM 客户新车销量下滑，配套业务低于预期；中美贸易战扩大，美国对轮胎行业重启双反调查；橡胶等主要原材料成本上涨，毛利率收缩；新工厂投产时间及产能利用率不达预期。
- 主要财务指标

股价走势



股价表现

涨跌	1M	3M	6M
玲珑轮胎	2.43%	11.44%	22.08%
汽车零部件	-4.77%	-2.08%	-15.60%
沪深 300	-1.64%	1.34%	-1.79%

基本资料

总市值 (亿元)	247.80
总股本 (亿股)	12.000
流通股比例	100%
资产负债率	72%
大股东	玲珑集团
	有限公司
大股东持股比例	50%

单位 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15301.58	17309.65	19754.24	22441.43
增长率(%)	9.94%	13.12%	14.12%	13.60%
归母净利润	1181.22	1548.39	1907.18	2149.70
增长率(%)	12.73%	31.08%	23.17%	12.72%
每股收益 EPS(元)	0.98	1.29	1.59	1.79
销售毛利率	23.70%	25.50%	25.75%	25.50%
销售净利率	7.72%	8.95%	9.65%	9.58%
净资产收益率(ROE)	11.80%	13.96%	15.35%	15.43%
市盈率(P/E)	20.98	16.00	12.99	11.53
市净率(P/B)	2.48	2.23	1.99	1.78



目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1. 国内轮胎行业龙头，进入盈利提速阶段.....	5
1.1 公司：国内轮胎行业领军企业.....	5
1.2 产品：深耕半钢子午胎市场，行业空间大.....	6
1.3 售价：北美、日本市场轮胎涨价.....	9
1.4 成本：主要原材料成本下降，毛利率趋势向好.....	10
2. 研发、品牌、销售、制造四要素构筑玲珑护城河.....	13
2.1 研发：持续高研发投入，产品性能接近国际巨头.....	13
2.2 品牌：重视品牌建设，体育营销精准传播品牌形象.....	16
2.3 销售：“配套优先”实质为零售引流，广布网络遍及全球.....	17
2.4 制造：“5+3”产能布局，辐射各大区域市场.....	19
3. 中国市场：供给侧改革带动行业集中度提升.....	21
3.1 供给端收缩，轮胎行业去产能、去杠杆.....	21
3.2 两极分化，行业集中度不断提升，头部企业份额扩大.....	23
4. 海外市场：不仅是规避贸易摩擦风险.....	26
4.1 美国“双反”政策及贸易战影响轮胎行业.....	26
4.2 借鉴泰国工厂成功经验，塞尔维亚工厂有望复制.....	28
5. 盈利预测及估值.....	30
6. 风险提示.....	33



图表目录

图表 1: 玲珑轮胎发展历程	5
图表 2: 玲珑轮胎股权结构	6
图表 3: 2018 年国内轮胎市场消费结构	7
图表 4: 2006-2018 国内民用汽车拥有量及增速	7
图表 5: 2018 年玲珑轮胎产品销量结构	7
图表 6: 部分轮胎企业半钢轮胎产能估计（万条）	7
图表 7: 2013-2018 年玲珑轮胎产量及增速	8
图表 8: 2013-2018 年玲珑轮胎销量及增速	8
图表 9: 2013 年至今产品均价及增速	8
图表 10: 2013 年至今收入、归母净利润以及增速	8
图表 11: 配套市场、替换市场收入以及占比	9
图表 12: 国内、海外销售收入以及占比	9
图表 13: 海外市场轮胎涨价	9
图表 14: 玲珑轮胎成本构成	10
图表 15: 玲珑轮胎原材料成本构成	11
图表 16: 原材料-天然橡胶价格走势	11
图表 17: 原材料-炭黑价格走势	12
图表 18: 国内轮胎上市企业毛利率对比	12
图表 19: 国内轮胎上市企业净利率对比	12
图表 20: 轮胎行业全球三巨头	13
图表 21: 轮胎企业内资三巨头	13
图表 22: A 级轿车 16 寸胎（205/55R16）价格对比	14
图表 23: 玲珑轮胎与部分国内、国际轮胎企业研发投入占比	15
图表 24: 2017 年 Test World 夏季轮胎测试报告	15
图表 25: 公司主要子品牌	16
图表 26: 玲珑轮胎部分营销项目情况	16
图表 27: 玲珑轮胎品牌价值增长情况	17
图表 28: 玲珑轮胎产品配套车型一览	18
图表 29: 配套市场收入以及增速	18
图表 30: 替换市场收入以及增速	18
图表 31: 玲珑轮胎国内外经销商	18
图表 32: 国内销售收入以及增速	19
图表 33: 海外销售收入以及增速	19
图表 34: 玲珑轮胎“5+3”战略布局	20
图表 35: 玲珑轮胎 2018 年产能与开工情况	20
图表 36: 2008-2018 我国轮胎总产量（万条）	21
图表 37: 轮胎行业固定资产投资完成额及增速	22
图表 38: 全钢胎和半钢胎年均开工率	23
图表 39: 2018 年申请破产的轮胎企业	23
图表 40: 中国轮胎排名企业销售收入情况	24
图表 41: 中国轮胎排名企业产量情况	24
图表 42: 8 家上市企业市占率不断提升	24
图表 43: 玲珑轮胎市占率不断提升	24
图表 44: 上市轮胎企业净利润对比（亿元）	25



图表 45: 轮胎三巨头国际市场份额不断下降.....	26
图表 46: 中国轮胎企业进入 75 强数量不断提高.....	26
图表 47: 世界主要轮胎制造商的全球轮胎市场份额变化折线图.....	26
图表 48: 世界轮胎 75 强里中国前十名企业（包括台湾地区）的轮胎销售额.....	26
图表 49: 今年我国出口美国轮胎数量同比减少.....	27
图表 50: 美国对我国轮胎企业的“双反”案件及贸易关税变化.....	27
图表 51: 国内轮胎企业海外建厂情况	28
图表 52: 玲珑轮胎海外收入于建厂后开始回升.....	28
图表 53: 玲珑轮胎海外销售主要国家及营收（万元）	29
图表 54: 泰国玲珑收入、净利润以及增速	29
图表 55: 收入预测表（单位：万元）	30
图表 56: 盈利预测表（单位：百万元）	30

1. 国内轮胎行业龙头，进入盈利提速阶段

1.1 公司：国内轮胎行业领军企业

公司是国内盈利能力最好、利润规模最大的轮胎企业。玲珑轮胎成立于1975年，是一家专业化、规模化的轮胎生产企业，于2016年7月6日在上交所主板上市。公司目前在全球拥有6个研发机构，6个生产基地（欧洲工厂建设中），产品销往全球180多个国家和地区，广泛应用于商用车、乘用车、工程机械等，成功进入奥迪、大众、通用、福特等全球知名汽车品牌的全球配套体系，并为中国一汽、陕西重汽、东风汽车、北汽福田、重庆红岩、上汽通用五菱、吉利汽车、长安汽车、比亚迪、奇瑞汽车等国内外60多家汽车厂提供配套。公司全球雇员总数超过15000人，是中国轮胎前3强，世界轮胎20强。公司销售规模近年来处于第二名位置（第一名为未上市的中策橡胶），利润规模处于第一名位置。

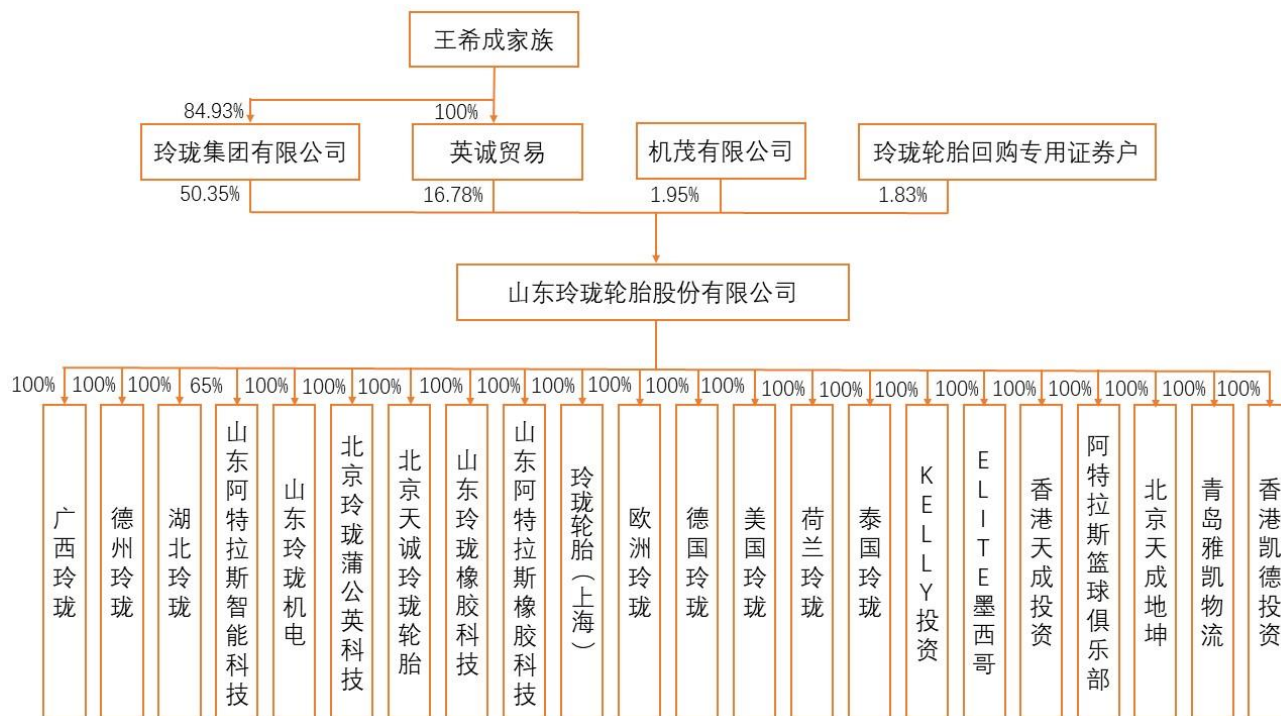
图表 1：玲珑轮胎发展历程



数据来源：公司官网，广证恒生

公司股权相对集中，并且于今年完成了股票回购计划。公司实际控制人是王希成家族，其成员为王希成、张光英、王锋、王琳，其中王希成和张光英系夫妻关系，王希成与王锋、王琳系父子关系。根据中报，王希成家族通过玲珑集团以及英诚贸易间接持有公司59.5%的股份比例。今年1月18号公司发布股权回购预案，运用自有资金回购公司1.83%的股权。最新公告显示，公司已完成其股权回购计划，耗资3.6亿元。

图表 2：玲珑轮胎股权结构



数据来源：公司中报，公开数据整理，广证恒生

历经两代掌门人，玲珑轮胎不断开拓前行。前任董事长王希成先生，1987 年带领烟台轮胎厂开始了艰苦的二次创业，用了 12 年的时间将一个濒临倒闭的企业打造成为产值过十亿的招远市龙头企业。2001 年股份制改造以后，在王希成先生的带领下，玲珑集团实现了由轮胎制修向斜交轮胎规模经营、由单一斜交轮胎生产向子午线轮胎结构调整、由单一产业发展跨向产业集群等“三大跨越”。

现任董事长王锋先生，1993 年大学毕业后回到烟台轮胎厂（玲珑轮胎前身），从一线操作工干起，先后担任车间主任、副厂长等职务，2010 年 6 月至今任玲珑轮胎董事长、总经理，玲珑集团副董事长。王锋先生曾获得多项中国企业创新荣誉；2005 年，其主持设计开发的“425/65R22.5 重型载重子午线无内胎轮胎”被科技部认定为国家火炬计划重点项目；2007 年 12 月，其主持设计开发的“245/35ZR2095YL688 高性能轿车子午线轮胎”，获山东省科技进步三等奖；2010 年 5 月，其主持开发的“超低断面抗湿滑低噪音乘用车子午线轮胎项目”获山东省科技进步一等奖、国家科技进步二等奖。

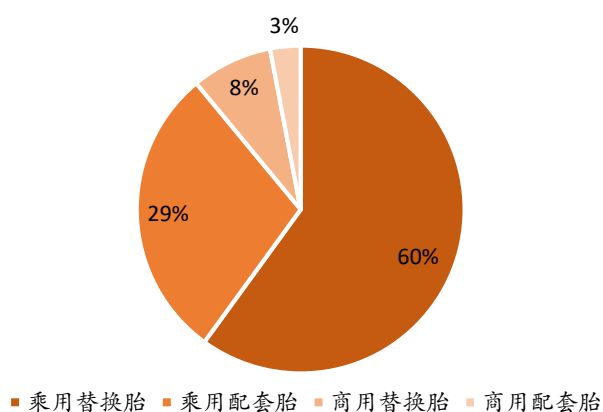
1.2 产品：深耕半钢子午胎市场，行业空间大

乘用车轮胎市场为轮胎行业主导市场，当前我国机动车保有量不断提升，轮胎需求量依然稳步提升。轮胎的需求来源于两个方面，第一是新车的轮胎需求，对应的配套轮胎，第二就是旧车更换轮胎的需求。2018 年国内汽车保有量达到了 2.32 亿辆，比 2017 年增长了 11.12%，当前我国汽车保有量远高于汽车销量，并且保有量在不断提升中，导致每年轮胎替换市场的销售额远高于原配市场。根据橡胶工业协会的数据，乘用车平均需要更换 1.5 条轮胎/年，意味着国内替换市场需求量大约有 3.5 亿条/年，而原配出厂时配套 5 条，意味着国内配套市场需求量大约是 1.2 亿条/年。

当前，轮胎市场主要为子午胎市场，斜交胎的使用率正在逐步降低。子午胎分为全钢子午胎和半钢子午胎。全钢胎主要应用于卡车、客车和工程器械等商用领域。全钢胎字母表示为 TBR，数字表示比较大，相对比较少，简单。全钢胎，除了胎面，胎体也全部是用钢丝来承担力。半钢胎主要供乘用车使用，字母为 PCR。半钢是指胎面部位用钢丝来作为补强层，胎体是用尼龙或者聚酯材料。

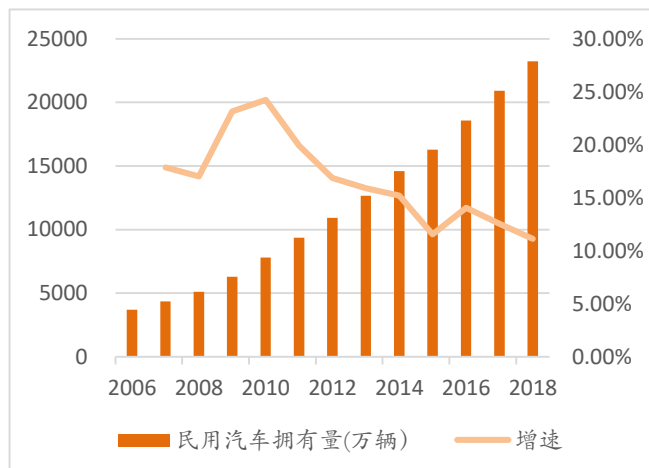
国内乘用车轮胎消费额占整个市场的 89%左右，在全球该比值为 90%。

图表 3：2018 年国内轮胎市场消费结构



数据来源：公开资料整理，广证恒生

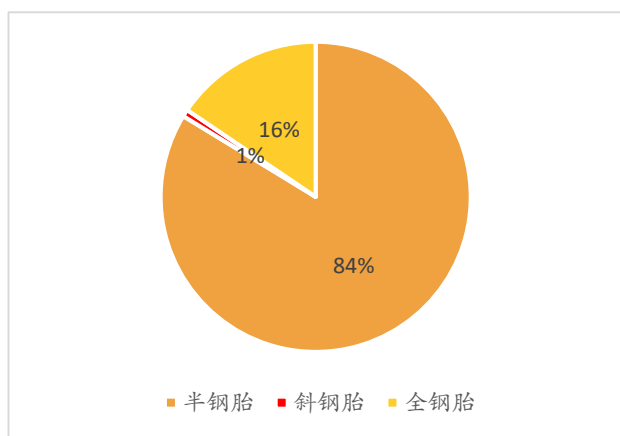
图表 4：2006-2018 国内民用汽车拥有量及增速



数据来源：Wind，广证恒生

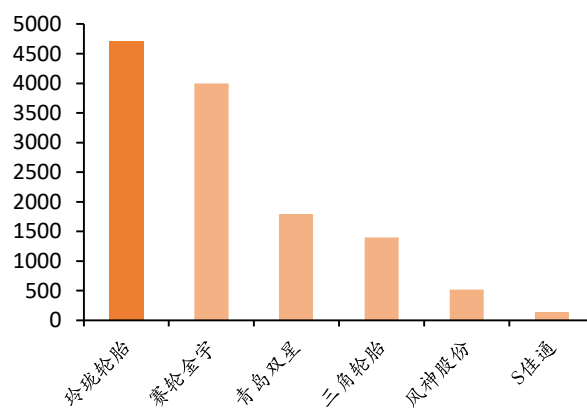
公司深耕半钢子午胎市场，位于行业优质赛道。就新车而言，轿车与轮胎的配套比例为 1:5，载重车与轮胎配套比例平均约为 1:11；在替换市场，每辆轿车每年需替换 1.5 条轮胎，工程机械与载重机械的替换系数高于轿车，轮胎行业 70% 以上的需求由汽车保有量创造。在汽车保有量依然保持正增长的前提下，即使汽车销量出现负增长，依然会创造出持久的换胎需求。玲珑轮胎当前主要产品为乘用车轮胎并且集中于替换胎市场，处于行业空间最佳的赛道上，确保了公司未来的成长空间。不同轮胎企业产品结构差异较大，如三角轮胎全钢胎占比达到三成，而双钱轮胎则大部分为全钢胎。我们认为在乘用车保有量不断提高的趋势下，选择半钢胎占比较高的轮胎企业在未来市场竞争中更具有优势。

图表 5：2018 年玲珑轮胎产品销量结构



数据来源：公司年报，广证恒生

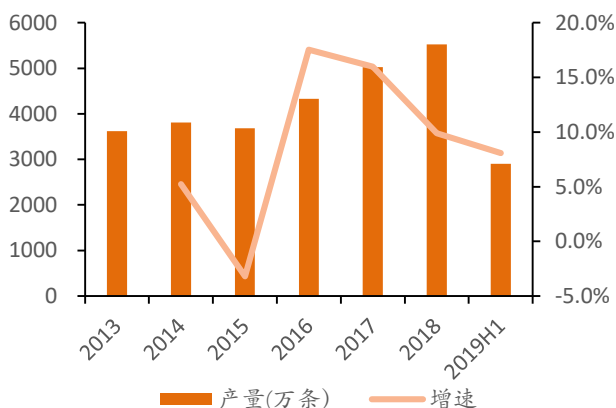
图表 6：部分轮胎企业半钢轮胎产能估计（万条）



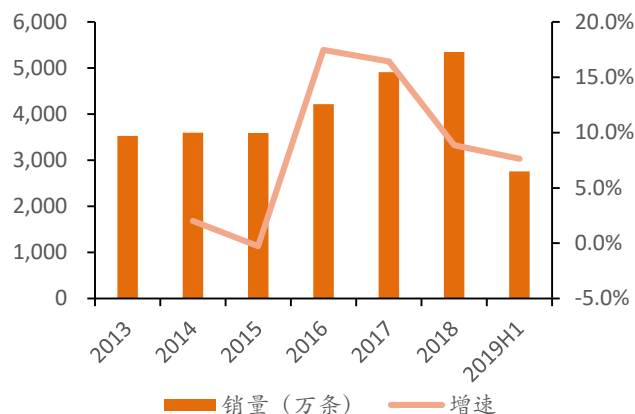
数据来源：Wind，公司官网，公开资料整理，广证恒生

玲珑轮胎公司产量从 2013 年的 3618.5 万条增长到 2018 年的 5522.6 万条，销量从 2013 年的 3528.71 万条增长到 2018 年 5345.33 万条。近些年来，玲珑轮胎公司专注于全钢胎和半钢胎的生产，虽面对不同的环境，但由于公司在新技术上的开发和应用，开拓配套市场业务的努力，国内外基地的双驱动助力优化全球布局，产销量近些年依然保持稳定提升。

图表 7: 2013-2018 年玲珑轮胎产量及增速



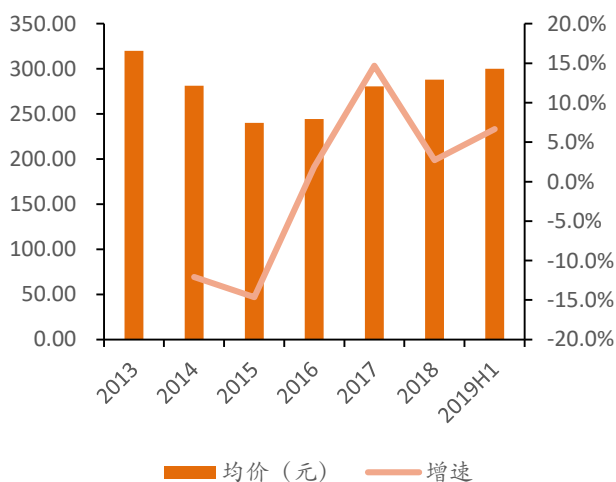
图表 8: 2013-2018 年玲珑轮胎销量及增速



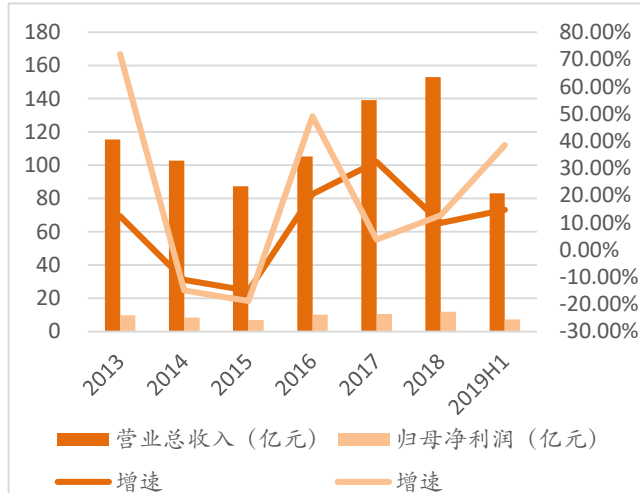
纵观公司近些年的发展,在行业困难时,公司经受了考验,在行业好转时,公司变现出更为突出的盈利能力和成长能力。具体来看,2013 年是一个阶段性的高点,国内车市双位数增长,公司轮胎销售价跌量升,销售收入达到 115 亿元,净利润 9.8 亿元;2014-2015 年是车市下行周期,轮胎行业经营困难,公司受到天然胶价格回落、轮胎平均售价降低、泰国工厂火灾等因素的影响,销售收入和净利润连续两年下降,2015 年销售收入 87 亿元,净利润 6.7 亿元。2016 年是恢复的一年,轮胎均价保持平稳,随着工厂产能释放,销售顺畅,公司的销售收入和利润分别恢复至 105 亿元、10.1 亿元。2016 年四季度,受原材料价格的持续上涨,公司开始陆续全面上调产品价格,导致 2017 产品均价出现了较大涨幅。2017-2018 年,公司销售收入保持平稳增长,净利润同样增长,但由于原材料价格挤压毛利率,导致净利润增幅低于收入增幅。2018 年度,公司销售收入和净利润分别为 153 亿元、11.8 亿元。

海外市场轮胎价格上行叠加原材料价格下跌,上半年公司毛利率改善。从价格上看,玲珑轮胎 2019 年上半年轮胎销量为 2757.7 万条,单条销售均价为 300 元,同比增长了 6.66%。上半年毛利率同比增 1.4 个百分点至 25.23%,q2 毛利率更达到 26.18%。上半年公司净利率同比增 1.5 个百分点至 8.72%,净利润增速高于收入增速。

图表 9: 2013 年至今产品均价及增速



图表 10: 2013 年至今收入、归母净利润以及增速



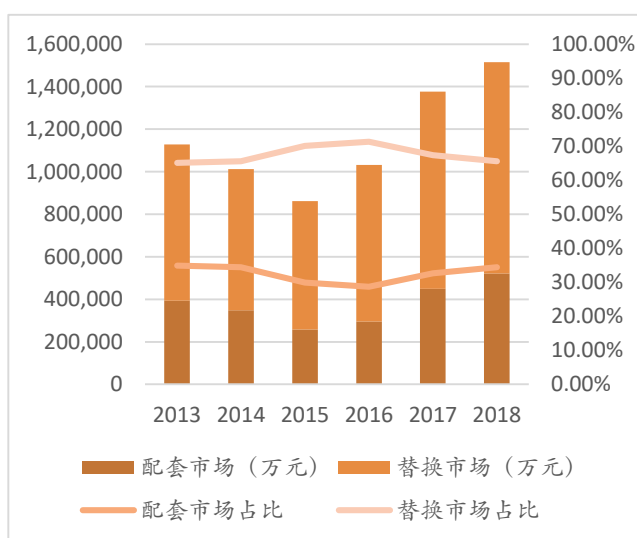
数据来源:招股书,公司财报,广证恒生

公司销售按销售区域分为国内销售和海外销售，按销售市场构成分为配套市场和替换市场。公司从专业化的角度，提供完善的售前、售中、售后服务，不断加大市场开拓力度，提高市场营销能力，逐步形成了覆盖全国，国外以欧洲、美洲为主的销售网络布局。

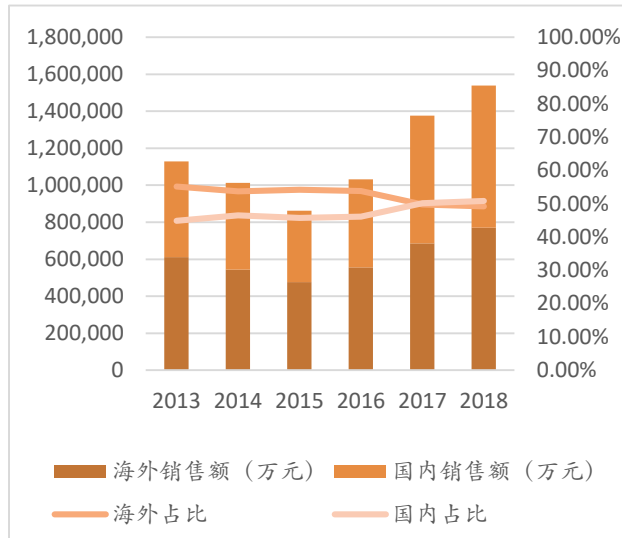
销售市场构成方面，公司主营业务以轮胎替换市场为主，主要客户为经销商，替换市场销售收入占主营业务收入的比重稳定在 60-70% 之间。2018 年替换市场销售收入 99.3 亿元，占比为 65.6%。

公司国内销售与海外销售相近，2018 年销售占比各半。国内市场仍以配套市场为主，其销售占比约为六成，替换市场销售占比约为四成。海外市场以替换市场为主，其销售占比一直在 98% 以上。

图表 11：配套市场、替换市场收入以及占比



图表 12：国内、海外销售收入以及占比



数据来源：招股书，公司财报，广证恒生

1.3 售价：北美、日本市场轮胎涨价

2019 年年初至今海外巨头出于成本压力纷纷提价。米其林、普利司通等巨头先后宣布北美市场轮胎提价 5-8% 不等；倍耐力、普利司通、优科豪马等巨头也宣布日本市场轮胎提价。海外巨头不约而同的提价，原因主要有两个方面：一是运营成本上涨，包括员工费用物流成本等因素；二是中国输美轮胎产品减少。

对中国企业而言，影响有两个方面，一是销量层面，从中国出口美国的轮胎受到影响，而从海外工厂出口到美国的发货量不受影响。二是售价层面，由于中国轮胎企业在北美定价是跟随策略，因此销往美国市场的轮胎产品均价会上升。

图表 13：海外市场轮胎涨价

地区	品牌	起始时间	轮胎提价情况
北美市场	米其林	2019 年 1 月 1 日	在美国和加拿大的客运、轻型卡车轮胎，优耐陆轮胎和米其林两轮轮胎，价格都上调了 5%。
		2019 年 7 月 1 日	公司旗下品牌优耐陆的商用轮胎，以及部分米其林非公路轮胎的价格上调了 6%。
		2019 年 9 月 1 日	美国和加拿大部分米其林轮胎、百路驰客运胎和轻型卡车轮胎，价格都上调了 5%。
		2019 年 12 月 1 日	美国和加拿大在内的米其林轮胎，以及其旗下的百路驰卡车胎、米其林翻新胎和奥利弗翻新胎，价格将会上调 4.9%。
	倍耐力	2019 年 1 月 1 日	对美国市场的轿车及轻卡轮胎进行了涨价调整，平均涨幅为 6%。

		2019 年 10 月 1 日	针对美国市场的轿车及轻卡轮胎进行涨价，但是涨幅多少倍耐力方面并未透漏。
	住友橡胶	2019 年 7 月 1 日	针对北美市场销售的飞劲品牌轮胎部分产品进行了涨价调整。
日本市场	普利司通	2019 年 8 月 1 日	日本国内销售的轮胎价格平均提高 3%。产品涵盖了从轿车轮胎到商业轮胎和摩托车轮胎的各种类别。
	优科豪马橡胶	2019 年 8 月 1 日	轮胎产品价格平均增加 3%。涉及的轮胎产品包括日本国内的乘用车轮胎，卡客车轮胎，工业车辆轮胎等。
	倍耐力	2019 年 9 月 1 日	针对日本市场乘用车轮胎产品价格平均上涨约 3%。

数据来源：公开资料，广州恒生

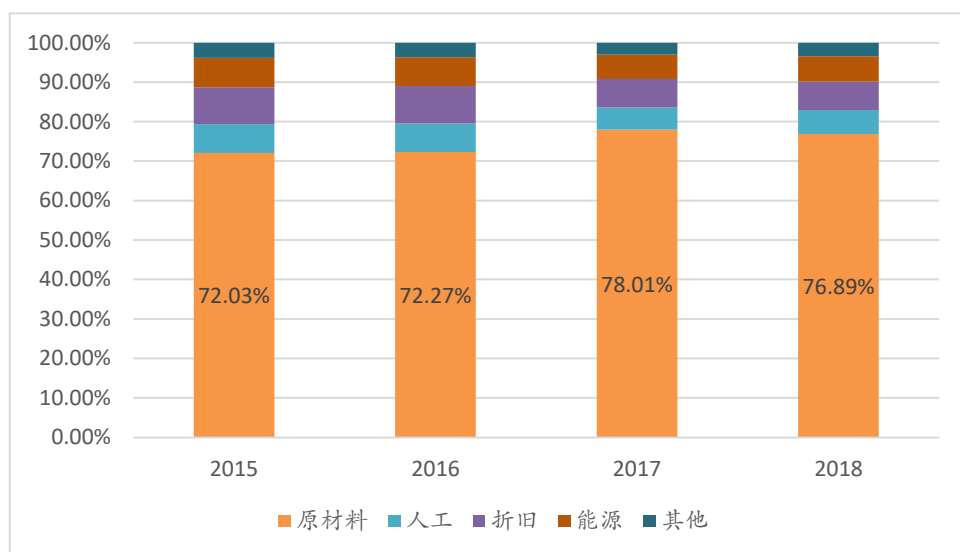
1.4 成本：主要原材料成本下降，毛利率趋势向好

年初至今主要原材料价格下降，有利于提升毛利率。

对比近年来数据可见，玲珑轮胎毛利率受到原材料成本影响。较低天然橡胶价格有利于玲珑轮胎提升毛利率，相反较高的天然橡胶价格会降低其毛利率。根据招股说明书，营业成本主要由几方面构成：原材料成本、人工、折旧、能源和其他。其中原材料成本的主要来源是天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线、纤维帘布等。

2015-2018 年，玲珑轮胎的原材料占营业成本比重有小幅上升，而折旧占比、人工占比有小幅下降。

图表 14：玲珑轮胎成本构成

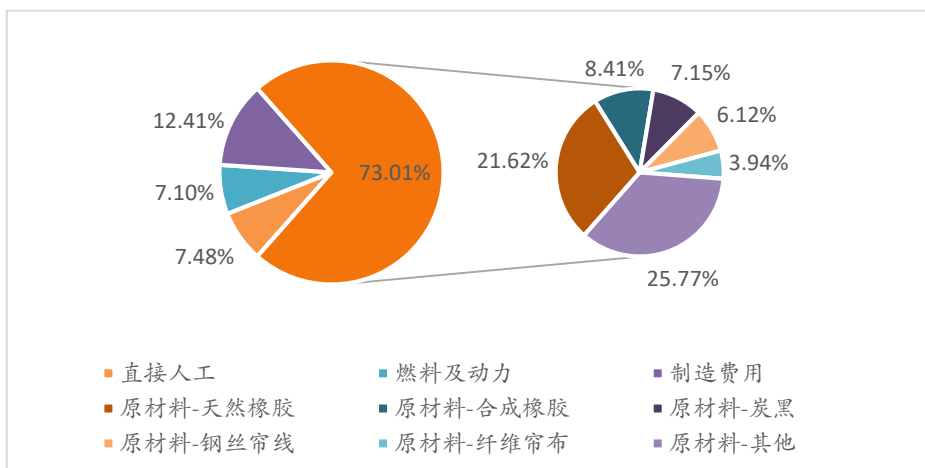


数据来源：公司财报，广证恒生

根据招股书，2013-2015 年度，天然橡胶、合成橡胶加总占生产成本的比例分别为 46.02%、35.68%、30.03%，炭黑占生产成本的比例分别为 8.37%、8.58%、7.15%。2016 年底由于天然橡胶涨价，2017 年天然橡胶与合成橡胶占成本的比例上升到 40% 以上。

分析主要原材料价格，今年上半年天然橡胶、合成橡胶、炭黑价格分别同比下跌 2.5%、8.84%、21.09%。结合三者的权重，我们估计原材料成本下降 2 个百分点左右。单看三季度，天然橡胶价格同比上升 3.15%、环比下降 7.68%。炭黑价格同比下跌 25.78%、环比下跌 6.05%。三季度原材料成本环比下降。

图表 15：玲珑轮胎原材料成本构成

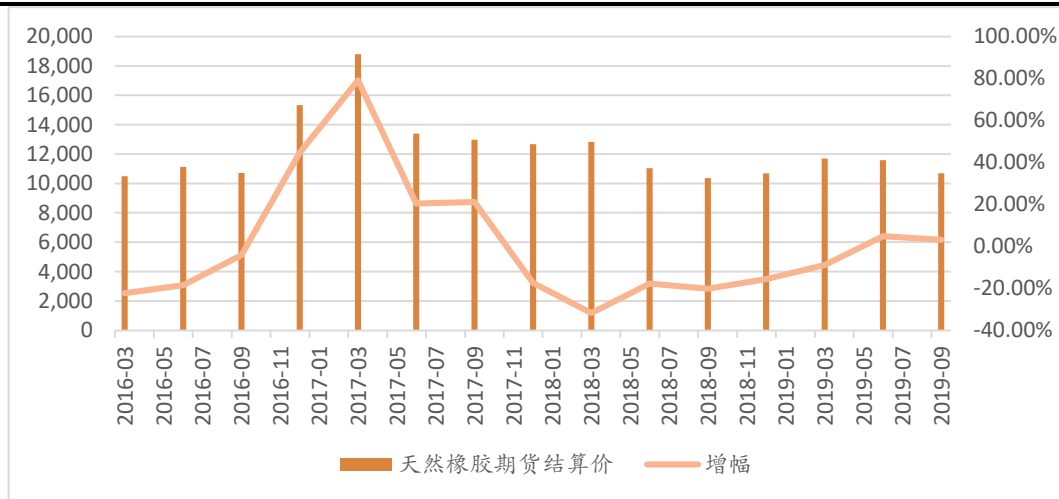


数据来源：招股说明书 2015 年度数据，广证恒生

天然橡胶价格具有鲜明的周期性，其产生原因是天然橡胶生长周期长，供应弹性小于需求弹性，当需求发生变化时，供应很难及时发生相应的变动，从而造成供需错配。从本世纪初开始至 2011 年天然橡胶价格高企；2010-2012 年刺激了橡胶的大面积种植。从 2012 年开始，目前国际天然橡胶价格开始走低。橡胶低价抑制作用开始显现，抑制了农民割胶的积极性。2016 年厄尔尼诺现象影响了橡胶的供应，下半年本来应该是橡胶的高产期，由于泰国受到洪水的重创，橡胶产量减少，加上中国消费需求好，全球橡胶出现了明显的短缺情况。2017 年气候恢复，短缺情况缓解。

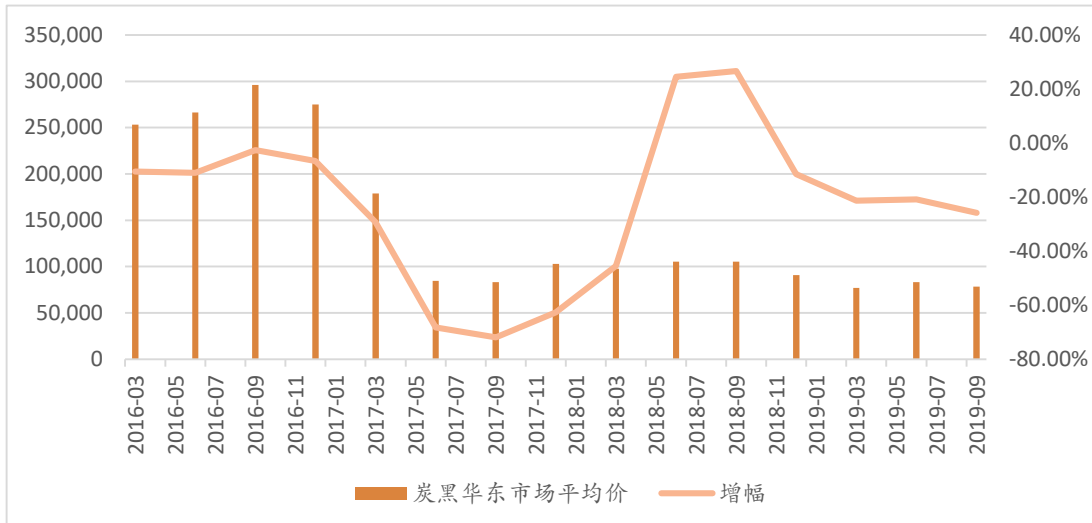
橡胶的投产周期为 6-8 年，2010-2012 年天然橡胶的大面积种植，对应 2018-2020 年的大面积供应。预计 2019-2020 年，全球天然橡胶的需求可能萎缩，总供应量大于需求量，天然橡胶价格维持在较低价位波动。

图表 16：原材料-天然橡胶价格走势



数据来源：Wind，广证恒生

图表 17: 原材料-炭黑价格走势

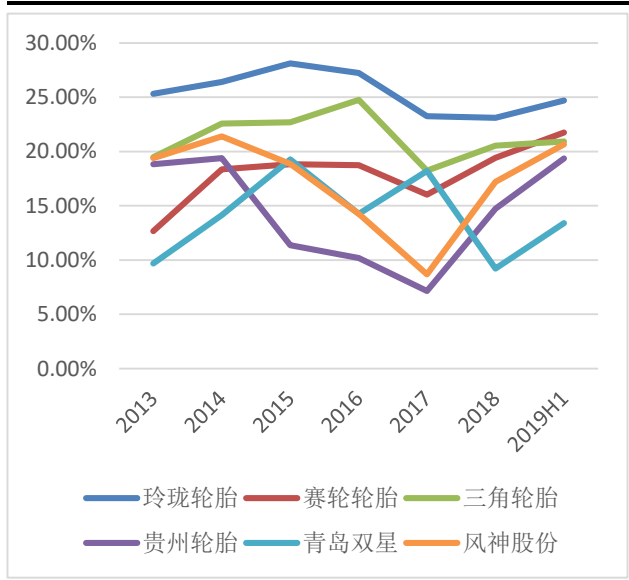


数据来源: Wind, 广证恒生

公司毛利率和净利率在国内轮胎企业中处于领先地位。

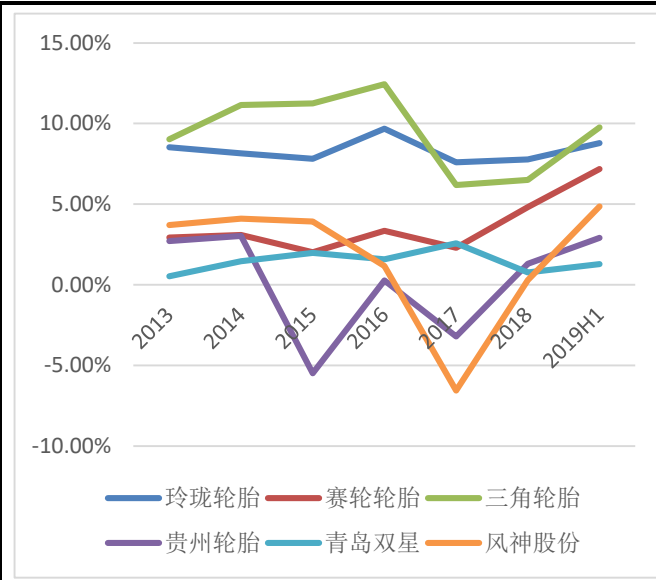
相比国内其它轮胎上市企业,如赛轮轮胎、三角轮胎、贵州轮胎、风神股份等上市公司,玲珑轮胎的毛利率常年保持领先。除了玲珑轮胎以外,其它轮胎公司毛利率波动较大。玲珑与第二名的毛利率差距大概在 2%-6% 区间。对比其它轮胎企业的净资产收益率,玲珑轮胎除 15 年不及刚上市的三角轮胎数据外,其余年份均是其 ROE 领先于同行。

图表 18: 国内轮胎上市企业毛利率对比



数据来源: Wind, 广证恒生

图表 19: 国内轮胎上市企业净利率对比



数据来源: Wind, 广证恒生

公司的毛利率和净利率水平高于同行,我们认为有以下几方面的因素:

- 1) 技术优势: 由于公司具有技术研发优势,产品定价较其他内资品牌有一定溢价;
- 2) 规模效应: 公司总产能超过 5000 万条,单个工厂 1000 万条级别,单体工厂规模大,并且生产和管理效率较高,分摊成本后单位成本较低;
- 3) 采购成本: 公司通过与供应商签订长期合约,降低橡胶采购成本;

4) 用工成本：公司国内生产基地位于招远、德州、柳州、荆门等城市，属于三四线城市，人力成本较低。已经投产的泰国生产基地，在建的塞尔维亚生产基地，人力成本也较低（在所属大洲）。据统计，公司2018年度薪酬支出10.7亿元，总人数15240人，平均人均年薪7.1万元。其他轮胎上市公司如赛轮、青岛双星、贵州轮胎等企业人均年薪在9-10万元水平。

公司天然橡胶订购成本低于市场，与供应商签订长期合同来降低其采购成本。目前，全球天然橡胶种植区域主要集中在东南亚地区，种植面积约占世界的90%（其中泰国、印度尼西亚、马来西亚三国合计总产量近约在70%）。由于全球制造业向中国转移以及中国消费总量上升和结构升级，使得中国稳居世界第一大橡胶消费国和进口国。合成橡胶价格关联度与天然橡胶关联度较大。玲珑轮胎通过在天然橡胶主要产地泰国建立生产基地，并且与供应商签订长期合同来降低其采购成本。按公司招股说明书披露的数据显示，公司2013-2015年橡胶采购价格分别低于市场15.7%、14.7%和25.8%。

2. 研发、品牌、销售、制造四要素构筑玲珑护城河

2.1 研发：持续高研发投入，产品性能接近国际巨头

从全球范围来看轮胎行业，第一梯队是以米其林、普利司通和固特异为代表的独资或合资企业。第二梯队为以大陆、住友、倍耐力、韩泰等为代表的独资或合资企业。第三梯队为中策橡胶、玲珑等领先的内资轮胎企业，在技术研发、装备工艺、生产组织管理等各方面接近或达到世界先进水平，甚至在所属市场中的竞争力已经赶上或超过第二梯队企业。第四梯队为国内中小规模的轮胎企业，数量众多，但缺乏竞争力，尚难以与大型轮胎企业抗衡。

图表 20：轮胎行业全球三巨头

	普利司通	米其林	固特异
成立时间	1931	1889	1898
所属国家与地区	日本	法国	美国
国际地位（2018）	1	2	3
2018 年营收	249.8	232.7	143.9
全球市场占有率	14.8%	13.8%	8.53%
主要产品	乘用车轮胎、摩托车轮胎、卡客车轮胎、工程机械轮胎	乘用车轮胎、摩托车轮胎、卡客车轮胎、飞机及赛车轮胎、工程机械轮胎	乘用车轮胎、商用车轮胎、赛车轮胎
全球布局	覆盖全球 150 多个国家，工厂总数为 50 家	覆盖全球 171 个国家，工厂总数为 70 家	覆盖全球 170 多个国家，轮胎零售店近 6600 家

数据来源：美国《轮胎商业》，广证恒生

图表 21：轮胎企业内资三巨头

	中策橡胶	玲珑轮胎	赛轮集团
成立时间	1958	1957	2002
所属国家与地区	中国大陆	中国大陆	中国大陆
国内地位（2018）	营收规模第 1	营收规模第 2	营收规模第 3
国际地位（2018）	第 9	第 17	第 18
全球市场占有率（2018）	2.37%	1.37%	1.18%
2018 年营收（亿元）	235.44	153.02	136.85
产量（万条）		5522	3690



主要产品	乘用车轮胎、全钢系列轮胎、斜交胎、两轮车胎	轿车轮胎、SUV 轮胎、卡客车轮胎、冬季轮胎、特种轮胎	乘用车轮胎、轻卡及越野轮胎、卡客车轮胎、工程机械车轮胎、航空轮胎
旗下品牌	朝阳、好运、威狮、全诺、雅度	玲珑、山玲、ATLAS、利奥、Benchmark、Infinity、Green Max	赛轮、ROVELO
全球布局	产品销往 160 多个国家和地区，拥有 13 个国内外生产基地	产品销往 180 多个国家和地区，拥有 6 个国内外生产基地，未来将拓展为 8 个	产品销往 100 多个国家和地区，拥有 4 个国内外生产基地

数据来源：中国橡胶工业协会《中国橡胶》，美国《轮胎商业》，广证恒生

从产品售价可见各品牌的定位。米其林、马牌、普利司通价格处于第一梯队，配耐力、邓禄普、韩泰、优科豪马、玛吉斯价格处于第二梯队，朝阳、玲珑处于第三梯队。朝阳、玲珑成为为数不多能与外资品牌竞争的竞品。

以 A 级轿车常用的 16 寸胎为例，米其林、普利司通等一线品牌零售价格在 400-700 元之间，倍耐力、韩泰等二线品牌售价在 300-500 元之间，朝阳、玲珑在 200-300 元之间。朝阳、玲珑的产品具有性价比的优势。

图表 22：A 级轿车 16 寸胎（205/55R16）价格对比

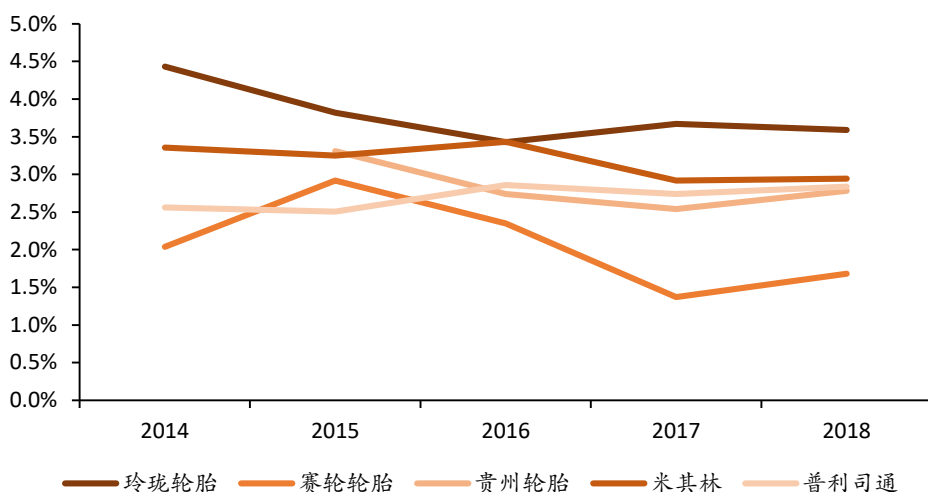
品牌	价格区间	具体型号	价格	原配车型
米其林	468~688	ENERGY MXV8 205/55R16 91V Michelin	619	朗逸/帕萨特原配
德国马牌	439~639	ContiMaxContactTM MC6 205/55R16 91W FR	639	
普利司通	439~572	泰然者 ER300 205/55R16 91V Bridgestone AYZ	572	马 3 配套
倍耐力	439~529	新 P7 Cinturato P7 KS 205/55R16 91W Pirelli	439	速腾/朗逸/马自达 6/朗动/卡罗拉/高尔夫 6/标致 308
邓禄普	339~489	ENASAVE EC300+ 205/55R16 91V Dunlop	365	大众高尔夫、斯柯达明锐原配
韩泰	319~469	傲特马 K415 205/55R16 91V Hankook	379	大众朗逸原配
优科豪马（横滨）	319~395	ADVAN dB V551D 205/55R16 91V Yokohama	349	丰田/卡罗拉/雷凌原配
玛吉斯	293~409	ME3+ 205/55R16 91V Maxxis	319	传祺 GA4/大众明锐/大众朗逸
朝阳	260~	Ecomfort A08 205/55R16 91V Chaoyang	260	朗逸/荣威/世嘉/起亚 K3/马自达/速腾/标致/比亚迪
玲珑	229-258	GREEN-Max HP010 205/55R16 91V Linglong	258	速锐/帝豪/艾瑞泽/奇瑞 A3/腾翼 C50/江淮和悦/世嘉
		L788 205/55R16 91V Linglong	229	景逸/速锐/世嘉/逸动/帝豪/和悦

数据来源：途虎官网，广证恒生

玲珑轮胎长期重视研发投入，其研发投入占比长期领先于国内企业甚至海外轮胎三巨头。随着汽车现代化对轮胎性能要求日益提高，轮胎正向高技术含量和精细化产品的方向发展。由于经济型和环保型汽车的日益普及，节能和低噪声轮胎已成为汽车轮胎发展的主流，抗湿滑、低滚动阻力、高性能和多功能轮胎在轮胎中所占比例不断加大，许多轮胎的结构设计和配方需要改进、调整，以适应市场变化和低碳环保的要求，这对轮胎制造提出了更高的技术要求。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。为此，玲珑集团从成立以来，一直致力于提高其轮胎产品的性能，专注于研发，与多所高校、企业共同设立研发实验室，以及在

国内建成首家轮胎试验场——中亚轮胎试验场，并于 2016 年 10 月开始运营。玲珑轮胎在研发上的投入多年来一直保持领先，并且领先于国外轮胎三巨头，为其轮胎技术实现追赶提供保障。

图表 23：玲珑轮胎与部分国内、国际轮胎企业研发投入占比



数据来源：Wind，广证恒生

玲珑轮胎在国外轮胎测试中表现优异，各项性能水平已与第二梯队的韩泰相当。

在 2017 Test World 夏季轮胎测试中，玲珑轮胎在中国自主轮胎品牌中拔得头筹，成为本次测试中表现最好的中国轮胎企业。本次测试轮胎为玲珑 Green-Max HP 010 (205/55R16 91V)，在满分为 10 分的前提下，获得 8.3 分，与韩泰、邓禄普等轮胎并列，并优于玛吉斯、优科豪马等轮胎。Test World 给出评价：玲珑轮胎在本次测试中的表现出乎意料的好。

这并非玲珑第一次与外资品牌同台竞技。在 2011 年芬兰测试世界测试中，玲珑“Green-Max”轮胎综合得分 7.6，位列全球第四，被誉为“来自中国的惊喜”。2014 年，德国著名测试杂志《Auto Bild》对全球 50 个品牌轮胎进行夏季轮胎测试对比，Atlas 轮胎排名第七，获得“优秀”的评价，测试结果优于多个国际一线轮胎品牌。2015 年，德国 ADAC 汽车协会对玲珑 Infinity 等 16 个轮胎品牌的 185/65R15 夏季轮胎进行了全面测试。玲珑 Infinity Ecosis 以 2.8 的总成绩获得“满意”评级，测试结果与米其林比肩，并优于普利司通。2016 年，《AUTO BILD》对全球 52 个品牌进行 2017 年夏季轮胎测试，利奥 Leao Nova Force 98 W 在测试结果中综合排名 17，获得“满意”的评价，优于多个国际一线轮胎品牌。

图表 24：2017 年 Test World 夏季轮胎测试报告

	比重	米其林	普利司通	韩泰	玲珑轮胎	玛吉斯	达万蒂
湿地	55%						
-制动	15%	10	9	9	9	8	8
-动态抓地力	15%	10	9	8	9	8	8
-水滑性能	15%	7	10	7	8	7	7
-操控性能	10%	9	8	8	9	7	7
干地	25%						
-制动	15%	10	9	9	8	8	6
-操控性能	10%	8	8	8	7	9	7
经济与舒适性	20%						
-噪音	10%	9	9	10	9	10	9
-滚动阻力	10%	7	7	7	7	8	6
总分	100%	8.9	8.8	8.3	8.3	8.1	7.3

数据来源：公司官网，广证恒生

玲珑轮胎技术优势明显，公司拥有多项专利以及多项重大技术突破。公司技术优势以及高科技研发实力得到了社会及政府认可。2018 年山东省高新技术企业创新能力 100 强企业名单显示，玲珑轮胎跻身“百强”，位列第 12 位，在上榜轮胎品牌中排名第一。公司在新技术、新材料研发上取得多项突破，先后开发了石墨烯补强胎面轮胎、3D 打印聚氨酯轮胎、有机硅以及淀粉橡胶材料等，并积极配合国家自然科学基金重大项目“大飞机子午线轮胎先进复合材料及结构的设计与制造基础研究”项目推进，助力大飞机子午线轮胎设计理论和关键橡胶材料技术方面取得重大突破，为满足我国发展民用和军用大飞机国家战略对高性能航空轮胎的需求提供重要的技术支持。

2.2 品牌：重视品牌建设，体育营销精准传播品牌形象

玲珑轮胎重视品牌建设，品牌效应逐步增强。除了主品牌玲珑轮胎，公司旗下拥有利奥、山玲、Benchmark（邦驰）、CrossWind（御风）、Green Max、Infinity（英菲利）、Atlas（阿特拉斯）等品牌，其中 Atlas 定位高端品牌，Infinity 针对海外市场。

图表 25：公司主要子品牌

系列	创立时间	种类	类型
玲珑	1975	轿车轮胎	经济型、超高性能型、高耐磨型、低噪音型等
		SUV 轮胎	全地形、城市道路型、泥地型等
		卡客车轮胎	长途系列、客车公交、工程载重、宽基轮胎、轻卡微卡、冬季胎、矿山轮胎
		冬季轮胎	雪地型
		特种轮胎	农业子午胎、斜交工程轮胎、全钢工程轮胎
ATLAS	1929	轿车轮胎	经济型、耐磨型、高端型等
		SUV 轮胎	全路况型、mini 型、豪华型
		RFT 轮胎	针对欧美豪华车设计
		冬季轮胎	雪地型
利奥轮胎	2017 年国内面市	乘用车轮胎	经济型、超高性能型、高耐磨型、低噪音型等
		SUV 轮胎	全地形、城市道路型、泥地型等
		轻卡轮胎	高耐磨

数据来源：Wind，公司公告，广证恒生

玲珑轮胎不断加强广告投入，近年来广告费支出由 2013 年的 7134 万元增长到 2018 年的 1.69 亿元，由此也带来玲珑轮胎品牌价值的不断提升。公司注重体育赛事营销，覆盖目标消费群体，公司品牌影响力逐渐提升。轮胎的消费属性较为明显，且消费人群以男性居多。公司的目标客户与体育赛事的观众有较大重叠，为此玲珑轮胎注重在体育赛事中进行营销，精准地向目标人群灌输品牌形象。其中，最重要的是公司是尤文图斯合作伙伴，使其品牌形象走入全球视野，推动其全球品牌的建立。

图表 26：玲珑轮胎部分营销项目情况

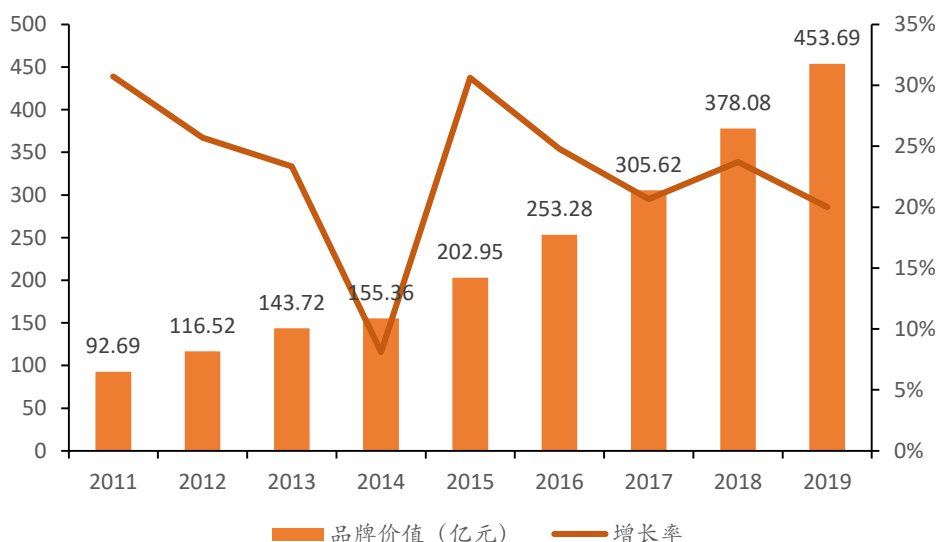
赞助领域	项目
赞助展会	赞助 2020 迪拜世博会中国馆
户外广告	在国内外 30 多个机场、30 多个高铁站投放广告
	赞助合办山东大学玲珑轮胎校园广告设计大赛
电视传媒	赞助 CCTV《惊喜连连》栏目
	投放《朝闻天下》、《东方时空》、《中秋晚会》栏目广告
运动领域	成为尤文图斯合作伙伴
	成为沃尔夫斯堡冠军俱乐部合作伙伴

赛车赛事	赞助泰国龙王足球俱乐部
	2017-2019 赛季中国排球超级联赛官方赞助商
	签约赞助山东省小球运动联合会 40 项赛事
	组建阿特拉斯车队参加 D1 漂移大赛
	赞助北汽摩托车乐享赛
	赞助中国卡车极限挑战赛
	赞助中国卡车公开赛
	赞助中国拉力越野赛

数据来源：公开资料整理，广证恒生

根据世界品牌实验室公布的中国 500 品牌价值排行榜数据，玲珑的品牌价值由 2011 年的 92.69 亿元增长到 2019 年价值 453.69 亿元。并且在近十年中，玲珑轮胎的品牌在中国 500 品牌中的排名稳步提升。品牌价值增长显著，品牌影响力不断提升。2019 年公布的榜单中，玲珑轮胎位居第 116 名。

图表 27：玲珑轮胎品牌价值增长情况



数据来源：世界品牌实验室，广证恒生

2.3 销售：“配套优先”实质为零售引流，广布网络遍及全球

2.3.1 配套市场从自主品牌向合资、外资品牌拓展，产品硬实力得到主机厂认可。

玲珑明确提出“配套优先”的发展战略：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。虽然轮胎市场以替换市场为主，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是汽车厂商对轮胎品质和品牌的认可，是我国轮胎行业树立品牌的最佳途径。

2016 年之前，公司的前装配套市场以商用车和自主品牌乘用车客户为主。商用车客户包括：一汽解放、东风汽车、北汽福田、中国重汽等；乘用车客户包括上汽通用五菱、吉利、长城、比亚迪、奇瑞等。根据公司招股书，2015 年度公司收入最大的前三名 OEM 客户分别是上汽通用五菱、北汽福田、东风汽车。

2016 年 10 月，公司通过德国大众汽车集团的现场审核，正式成为德国大众的全球供应商，也是国内轮胎行业首家进入德国大众供应商体系的民族品牌；2017 年度开发大众配套多个项目，包括德国大众、捷克斯柯达、德国奥迪、上汽大众、一汽大众、美国大众和墨西哥大众等。其中部分项目成功供货，成为国内首家供货德国大众的民族品牌。

2018 年起加速向合资、外资品牌客户拓展，并进入其主胎配套：2018 年 9 月公司拿下合资品牌主胎配套第一单，实现长安福特新福睿斯主胎配套；并为北美福特 F150 供应全尺寸备胎。

2019 年公司在配套市场进一步发力，上半年成功配套一汽大众捷达主胎、长安福特福睿斯两款主胎、雷诺电动车主胎、一汽红旗 L5 国宾车民用版缺气保用轮胎等。

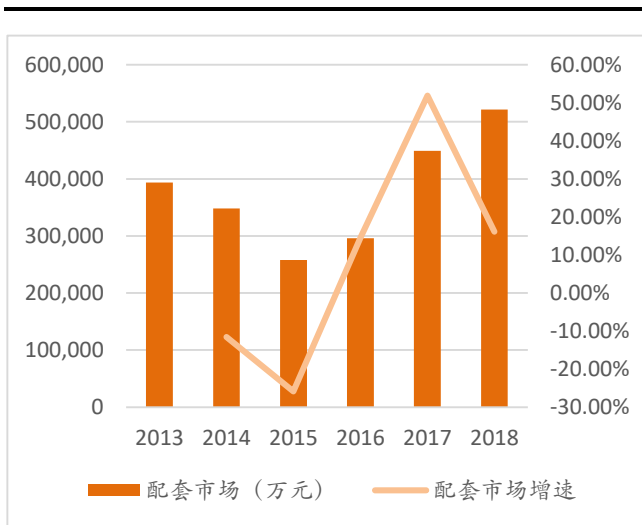
图表 28：玲珑轮胎产品配套车型一览

类别	现有客户	未来有望配套
乘用车	自主品牌	一汽红旗、吉利、长城、上汽通用五菱、比亚迪、奇瑞等
	合资品牌	长安福特、上汽通用、一汽大众捷达等
	外资品牌	大众全球、北美福特、北美通用、雷诺日产、印度塔塔、巴西现代
商用车		中国一汽、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风汽车、厦门金龙
工程机械		烟台斗山工程机械等

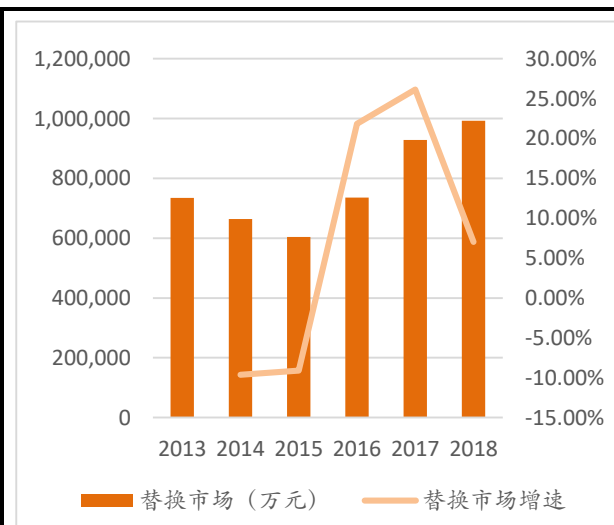
数据来源：公司公告，广证恒生

公司产品得到国内各大知名整车厂商的认同，对配套厂商配套销售规模较大，2018 年配套市场销售收入为 52.1 亿元，占比为 34.4%。

图表 29：配套市场收入以及增速



图表 30：替换市场收入以及增速



数据来源：Wind，广证恒生

2.3.2 零售（替换）市场网络广，国内、海外齐增长

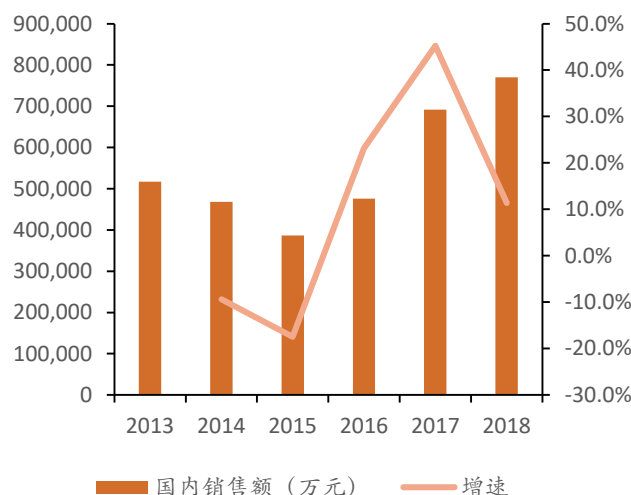
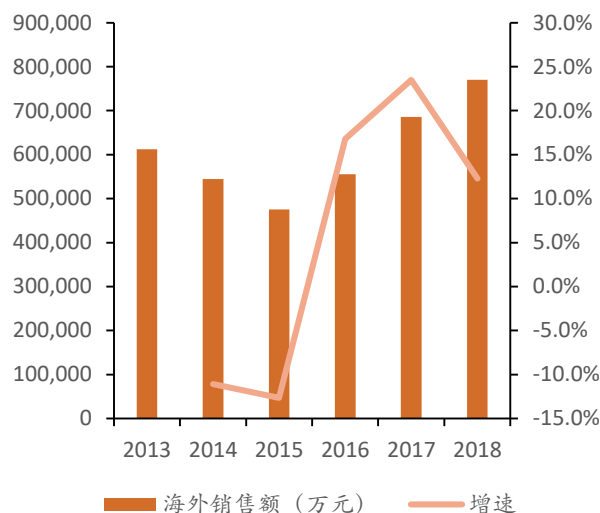
公司在国内拥有 300 多家一级经销商，基本形成覆盖全国轮胎县级区域的完善的营销网络。在海外，公司将海外市场细分为美洲、欧洲、中东、非洲和亚太等市场进行区域管理。截至目前，公司拥有 300 多家海外一级经销商，在全球设立营销网点 30000 多个，市场遍布全球 180 多个国家和地区。

图表 31：玲珑轮胎国内外经销商

	2013 年末	2014 年末	2015 年末
国内经销商数量	221	290	384
海外经销商数量	243	235	323

数据来源：招股说明书，广证恒生

公司不断优化全球营销网络系统，提高玲珑品牌的全球知名度与影响力。2018 年公司零售市场收入同比增长 7.01%，其中海外欧洲、亚太、非洲、南美等销售区域也都遍地开花。2019 年上半年，在国内自主品牌及合资品牌汽车同比下滑严重的形势下，公司轮胎产销量持续创新高，这离不开公司在配套和零售市场上的双发力。零售市场方面，通过深耕细分产品、空白区域开发、渠道下沉，取得了很好的成绩。国内零售取得均衡增长，海外零售在美国、欧洲、中东中亚、亚太、中南美等区域均实现了销量 10% 以上的增长。

图表 32：国内销售收入以及增速

图表 33：海外销售收入以及增速


数据来源：Wind，广证恒生

2.4 制造：“5+3”产能布局，辐射各大区域市场

公司“5+3”战略布局生产基地，规划未来产能。早在“十二五”之初，玲珑便确定了以国际化为定位，加速实施“3+3 战略”，即：国内招远、德州、柳州三个制造基地并行发展；国外泰国工厂为制造全球化战略起点，最终达到 3 个制造业基地。以此为目标，公司先后在山东招远、山东德州、广西柳州三地及泰国设立子公司，解决了因产能制约而影响公司发展的瓶颈问题。2018 年，随着全球化市场的开拓，同时受到国家供给侧结构性改革、环保政策的影响，公司原提出的“3+3”发展战略已不能满足公司发展需求，因此，公司在湖北省荆门市建设国内第四个轮胎生产基地，在欧洲塞尔维亚建设第五个生产基地，将原“3+3”战略变更为“5+3”战略，进一步扩大智能化制造规模、增加市场份额，提升企业综合竞争力。

图表 34：玲珑轮胎“5+3”战略布局



数据来源：公司官网，广证恒生

公司产能规划目标意味着公司产能有 61% 的增长空间。公司当前除了招远生产基地接近满产以外，其它 5 个生产基地及规划中的生产基地还有产能未建成。按公司 2018 年年报公布数据，其实际达成产能 6445 万条，年度产量为 5522 万条。而其规划中的产能在全部达产的情况下，将于 2025 年达到 10390 万条，意味着规划产能目标较目前达成产能有 61% 的增长空间，较当前产量有 88% 的增长空间。

图表 35：玲珑轮胎 2018 年产能与开工情况

主要厂区	项目	设计产能 (万条/年)	实际达成 产能	产能利用率	达产情况
招远	半钢	3000	2800	90.1%	
	全钢	510	500	91.9%	
	斜交	100	100	42.6%	
德州	半钢	1000	350	67.5%	
	全钢	200	220	120.4%	
广西	半钢	1000	1000	73.3%	
	全钢	100	30	54.8%	
湖北	半钢	1200			预计 2019 年底达到 350 万套产能
	全钢	240			预计 2019 年底达到 100 万套产能
泰国	半钢	1500	1300	86.9%	
	全钢	180	145	81.2%	
塞尔维亚	半钢	1200			2019 年 4 月项目启动，共分三期，预计到 2025 年 3 月完工
	全钢	160			

数据来源：公司年报，广证恒生

2014 年，玲珑轮胎在泰国罗勇工业园区投资设厂。目前，这个海外工厂已经对玲珑轮胎产生积极影响。由于泰国玲珑的存在玲珑，中美贸易战对玲珑轮胎影响较小。2017 年，公司对美国出口占其发货总量的 18.24%，基本由泰国工厂发货。2018 年，泰国玲珑营收和利润再创新高，实现销售收入 37.7 亿元，净

利润 7.4 亿元。

2016 年，玲珑通过大众汽车集团潜在供应商评审，成为德国公司在中国第一家本土轮胎供应商。公司在塞尔维亚建立工厂，可以更快更便捷地服务大众、奥迪等客户，降低物流成本。在塞尔维亚建厂有利于推动玲珑轮胎与大众、奥迪等欧洲工厂的深度合作，以及开发欧洲其他汽车制造厂家的合作项目。

2019 年，玲珑轮胎将在塞尔维亚投资 99442 万美元（约合 66.25 亿元人民币），建设年产 1362 万条高性能子午线轮胎项目。其中，年产乘用车轮胎（PCR）1200 万条、卡客车轮胎（TBR）160 万条、工程胎及农用车子午胎 2 万条。欧洲是玲珑轮胎主要出口市场之一。塞尔维亚工厂的建立，有助于玲珑轮胎进一步开拓欧洲市场。

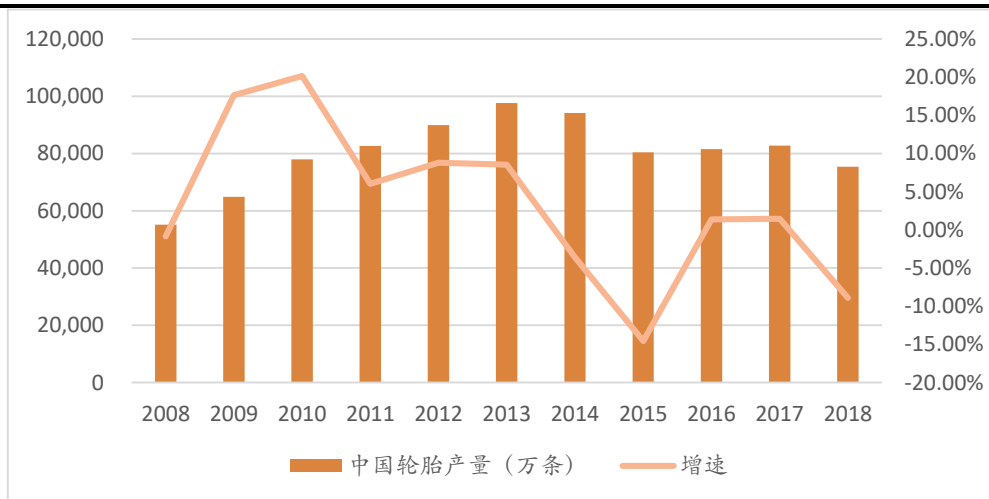
3. 中国市场：供给侧改革带动行业集中度提升

3.1 供给端收缩，轮胎行业去产能、去杠杆

中国轮胎总产量 2013 年以来受美国“双反”政策及国内去产能影响开始波动下行。我国轮胎产量（橡胶轮胎外胎产量），从 2008 年的年产 55175 万条增长到 2013 年的 97598 万条，5 年时间产量增长 76.89%。但自 2014 年开始，美国的“双反”案件发生，认定我国的半钢子午胎存在倾销和补贴行为，并决定对我国出口到美国的乘用车和轻卡车轮胎执行高惩罚性关税。并在之后，美国相继对工程轮胎以及商用车轮胎也执行了高关税，对我国的轮胎企业造成打击。另外，2015 年以来我国加强了环保督察，对我国轮胎产业的产量造成一定打击。两重影响下，我国轮胎产业整体产量自 2014 年开始有所下滑。

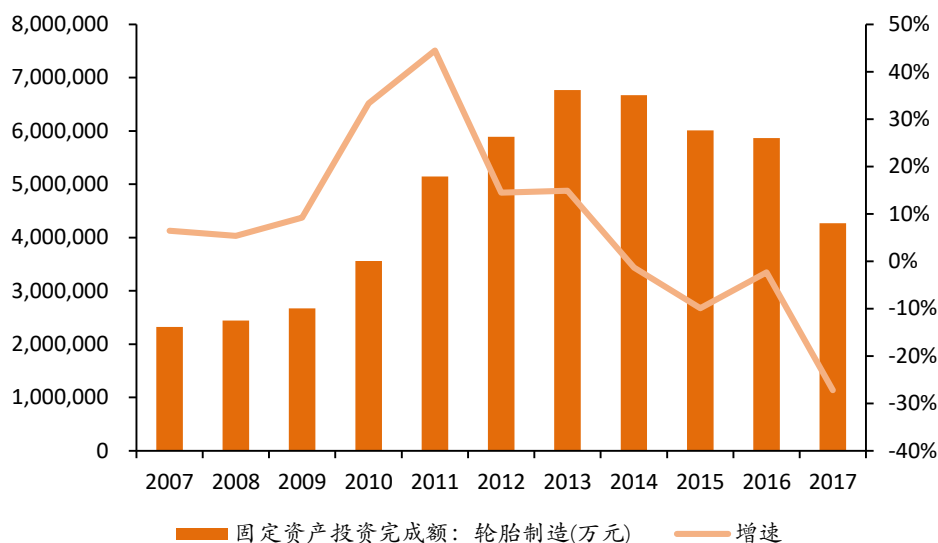
2013 年中国轮胎产量 97598 万条，达到历史高点，2015 年轮胎产量下一个台阶，下跌至 80421 万条，16-17 年小幅恢复，18 年产量又再下一个台阶，下跌至 75321 万条，较 13 年高点减少 23%。

图表 36：2008-2018 我国轮胎总产量（万条）



数据来源：Wind，国家统计局，广证恒生

轮胎行业固定资产投资于 2013 年见顶，随着环保压力和贸易限制加速下滑。根据轮胎行业固定资产投资完成额数据，我国轮胎行业固定资产投资从 2009 年开始迅速增长，意味着行业产能快速扩张。2013 年行业固定资产投资见顶，达到 676 亿。2014 年，美国对我国轮胎产业开启“双反”贸易限制。2014 年之后，轮胎行业固定资产投资进入下行区间，在 2016 年供给侧改革、环保压力加大之后，2017 年轮胎行业投资额进一步下滑，意味着行业产能将会进一步收缩。对于有技术优势、环保能力突出的头部企业而言，将从竞争中获益，利于行业高质量发展。

图表 37：轮胎行业固定资产投资完成额及增速


数据来源：Wind，广证恒生

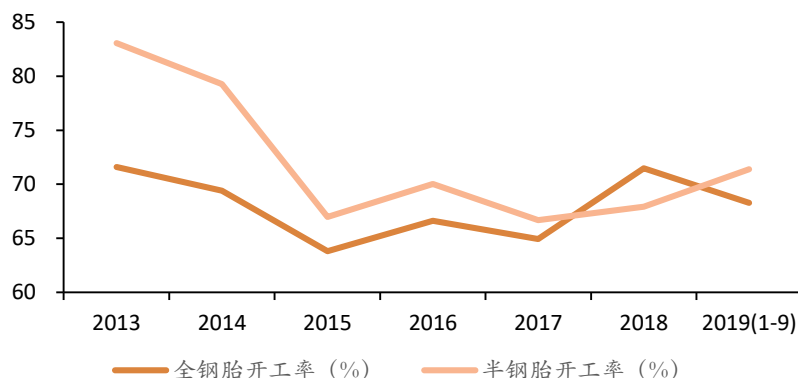
2017-2018 年期间，环保高压加速行业去产能，淘汰落后产能。橡胶轮胎生产是一个污染性行业，在生产过程中会造成多种类型污染，包括粉尘污染、化学污染、水污染和空气污染等。例如生产过程中最常见的环境粉层污染，由于轮胎的原材料由十几种化工原料组成，其中有粒径很小的炭黑，在配料时，较小的生产厂家是用解包机解开炭黑包，再人工配料，污染相当大。而大厂家能较好的解决该项污染问题。因为大厂家的炭黑是直接由槽车输送到炭黑罐中，通过气力输送自动配料，基本没有粉尘污染。另外在炼胶中，大厂采用高级密炼机，结合自动配料系统，基本解决了粉尘污染，这是较小的生产厂家无法解决的环保问题。

京津冀地区攻坚秋冬季大气污染，轮胎等多行业全面限产停产。我国绝大多数轮胎企业位于山东省。2017 年以来京津冀地区开启攻坚秋冬季大气污染行动，波及山东省地区多数轮胎企业。根据相关要求，2017 年 10 月至 2018 年 3 月，京津冀大气污染传输通道“2+26”城市 PM2.5 平均浓度同比下降 15% 以上，重污染天数同比下降 15% 以上。轮胎企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50% 以上；在规定期限内达不到大气污染物特别排放限值的的企业、单位，有关部门应责令其改正或限产、停产整治，并处以罚款。2017 年以来，环保部对大气污染物排放的管控力度越来越大。尤其在 2017 年秋冬两季，环保部为保障空气质量，在全国范围内开展环保督察，大批轮胎、橡胶企业因环保问题限产甚至停产。

持续的环保压力下，轮胎行业将逐渐淘汰高耗能，高污染的落后工厂，节能、环保和规模化成为主流。在环保高压背景下，国内轮胎生产企业有望加速淘汰，行业集中度稳步提高。

2018 年以来，形势继续恶化，中小企业产能利用率不足，轮胎行业整合进行时。自 2015 年经历轮胎行业产能过剩、行业需求低迷以及“双反”等贸易摩擦下，中国轮胎产业开工率跌破 65%。2018 年，国外市场环境仍然恶劣，国内原材料价格一路走高，橡胶轮胎企业接连出现拍卖、破产的现象。11 家轮胎企业申请破产，18 家橡胶轮胎企业旗下资产在 2018 年遭到拍卖。其中，在这些破产企业中，有 9 家是山东企业，占比 82%，另外两家分别是浙江和江苏企业，占比分别为 9%。山东作为中国轮胎的分布大省，轮胎企业数量众多，产能过剩且产品同质化问题严重。随着国家对传统行业要求的提高，调结构，淘汰落后产能的要求不断提高，未来中国轮胎市场还会有企业倒闭，兼并重组是中小轮胎企业的首选。轮胎界里的大变动，也是中国轮胎企业去除低端产品，提升国内轮胎水平的必经阶段。

图表 38：全钢胎和半钢胎年均开工率



数据来源：wind, 广证恒生

山东是轮胎生产大省，产量占到全国一半，因此成为本轮行业调整最大的“重灾区”。据不完全统计，仅过去一年多的时间，山东省就有 40 多家轮胎企业宣告破产。轮胎生产大省山东的轮胎业，目前已出现了明显的两极分化。以东营、寿光为代表的鲁北轮胎产业群，在近年来“去产能”、“去杠杆”、“环保风暴”，以及国际贸易摩擦等剧烈冲击下，叫苦不迭。特别是东营等地的许多轮胎企业，出现难以为继的状况。众多上下游企业和银行被拖下水，经济纠纷案件大增。

另一方面，以青岛、烟台、威海为代表的胶东轮胎产业群，却一直在持续发展中。玲珑、三角、赛轮今年营业收入持续增长，效益大幅提升。

图表 39：2018 年申请破产的轮胎企业

序号	轮胎企业
1	奥戈瑞车轮集团有限公司
2	山东奥戈瑞轮胎有限公司
3	山东永泰集团有限公司
4	山东恒宇橡胶有限公司
5	百力橡胶轮胎有限公司
6	江阴市升德美橡胶有限公司
7	山东长虹橡胶科技有限公司
8	山东大王金泰集团有限公司
9	山东纳英橡胶有限公司
10	山东奥赛轮胎有限公司
11	山东德通车轮股份有限公司

数据来源：公开资料整理，广证恒生

3.2 两极分化，行业集中度不断提升，头部企业份额扩大

中国橡胶工业协会《中国橡胶》杂志社连续 4 年发布了“中国轮胎企业排行榜”和“中国境内轮胎企业排行榜”。参与排名的企业，需填报相关数据。排名企业的样本数量保持了相对稳定，一直在 50-60 家区间。

从汇总的数据来看，有以下特征：一是过去四年排名企业的轮胎产量持续增加，尤其是子午胎产量增加较快。二是中国轮胎企业海外工厂销售收入和产量，逐年增长。三是中国工厂轮胎销售收入与轮胎总产量增幅不同步，主要是受产品均价影响。

图表 40：中国轮胎排名企业销售收入情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
参与统计的企业数量	54 家	57 家	60 家	53 家
中国工厂总销售收入（亿元）	1,642.95	1851.61	2103.35	2122.29
增幅		12.70%	13.60%	0.90%
海外工厂总销售收入（亿元）	33.50	72.15	126.03	137.36
增幅		115.37%	74.68%	8.99%

数据来源：中国橡胶工业协会《中国橡胶》杂志社，广证恒生

图表 41：中国轮胎排名企业产量情况

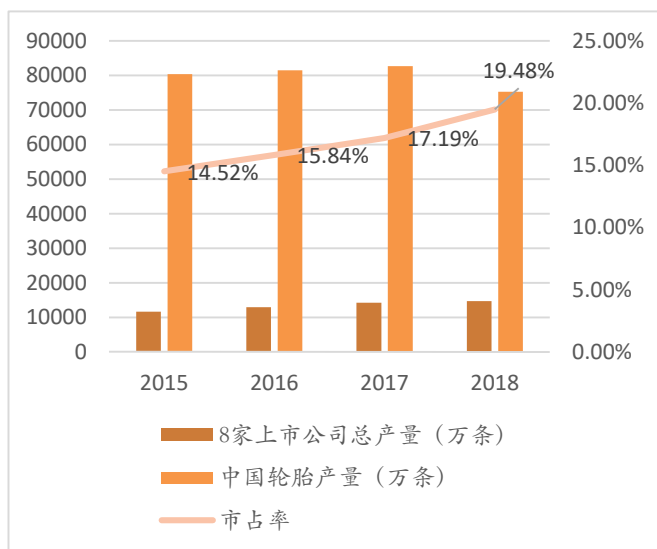
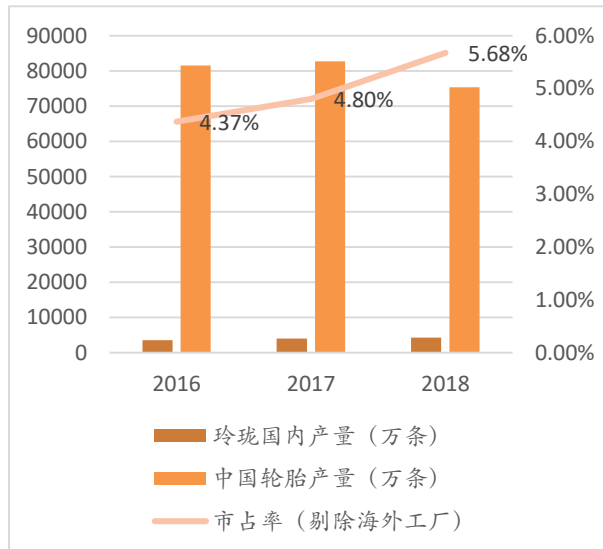
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
参与统计的企业数量	54 家	55 家	57 家	52 家
中国工厂轮胎总产量（亿条）	4.14	5.2	5.3	5.61
增幅		25.60%	1.92%	5.85%
海外工厂总产量（万条）	951.27	2112.92	3250.36	3998.17
增幅		122.12%	53.83%	23.01%

数据来源：中国橡胶工业协会《中国橡胶》杂志社，广证恒生

以玲珑为首的头部企业产量逐步上升，市占率不断提高。

在环保压力和外贸限制下，内资头部企业抗风险能力较强，行业集中度不断提升。我们选取了 8 家数据可查的上市公司轮胎产量的情况，它们分别为：玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、风神轮胎、双钱轮胎、双星轮胎、贵州轮胎、通用股份。过去 4 年间，这 8 家上市公司年度总产量不断提升，由 2015 年的 11673 万条产量提升至 2018 年的 14676 万条（包括海外工厂产量），在全行业的占比由 14.52% 提升至 19.48%。

2018 年中国轮胎产量 75321 万条，较 2013 年高点 97598 万条减少 23%，而同期玲珑轮胎产量增长 53%。2018 年玲珑轮胎国内外产量 5522 万条，其中中国工厂产量 4275 万条，海外工厂产量 1247 万条。若不剔除海外工厂产量，玲珑总产量占中国轮胎产量份额为 7.33%。若剔除海外工厂产量，2018 年玲珑中国工厂产量份额为 5.68%。

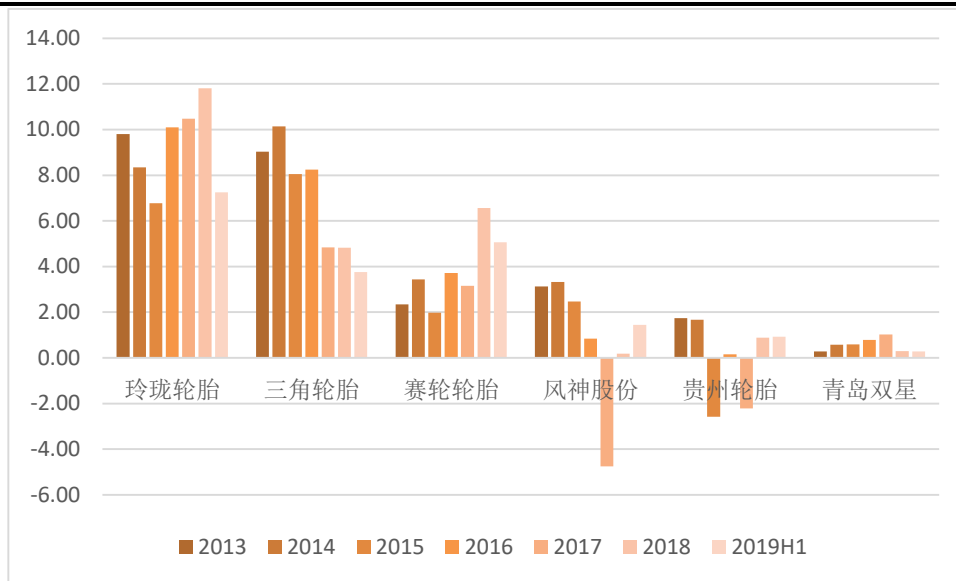
图表 42：8 家上市企业市占率不断提升

图表 43：玲珑轮胎市占率不断提升


数据来源：中国橡胶网，公司公告，Wind，广证恒生

玲珑轮胎更是国内轮胎头部企业中的标杆。

即使在上市轮胎企业之间，同样存在业绩分化的差异。通过对比多家上市轮胎企业的业绩可以发现，玲珑轮胎一直保持领先地位，盈利能力最强、利润规模最大。玲珑轮胎、三角轮胎、赛轮轮胎今年上半年经营效益明显好转，收入增速玲珑最高，而由于基数原因，利润增速不如三角和赛轮。青岛双星实现收入增长，但利润增速没有跟上。风神股份虽然收入下滑，但实现了盈利的改善。贵州轮胎仍然面临收入下滑的尴尬。

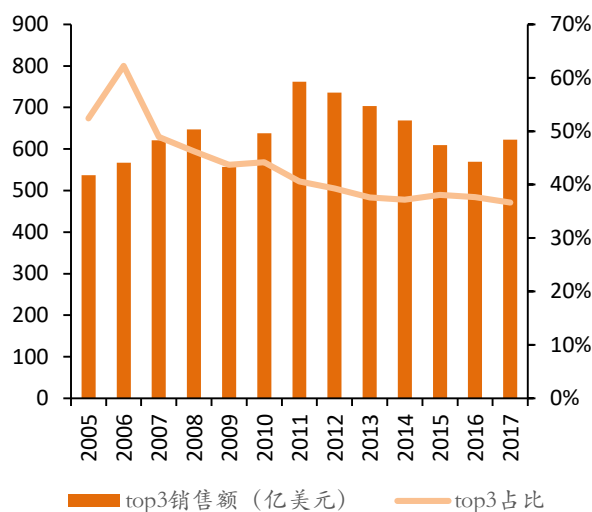
图表 44：上市轮胎企业净利润对比（亿元）



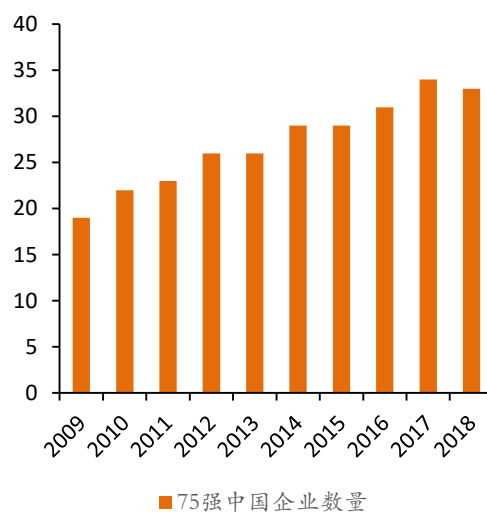
数据来源：Wind，广证恒生

国际轮胎三巨头市场份额被中国企业蚕食。世界轮胎三巨头米其林、普利司通和固特异的销售额占全球轮胎行业销售额的占比不断下降，由 2005 年的 52% 下降到 2017 年的 36%。而近十年来，中国企业进入全球轮胎企业 75 强的企业数量越来越多，由 2009 年的 19 家上升到 2018 年的 33 家，占据了全球轮胎 75 强企业接近半壁江山。究其原因，是过去十年我国汽车产业快速发展，汽车销量快速增长所致。另外，轮胎生产是既是劳动密集型、又是资本和技术密集型。我国部分轮胎企业海外建厂，在泰国、越南等国家建的工厂陆续投产，扩大了市场份额。

图表 45: 轮胎三巨头国际市场份额不断下降



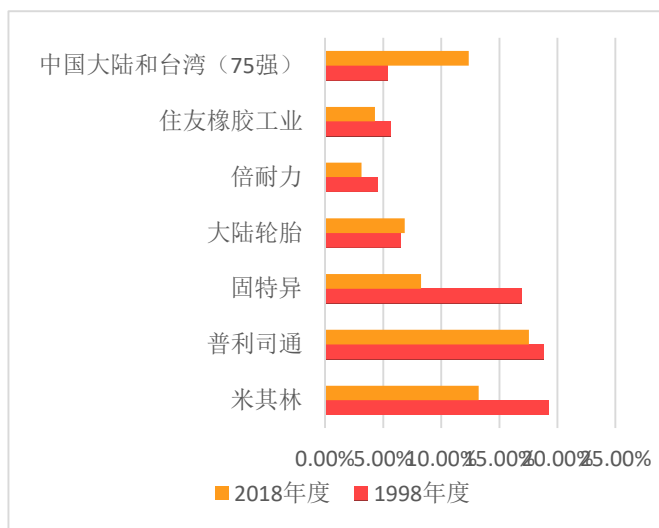
图表 46: 中国轮胎企业进入 75 强数量不断提高



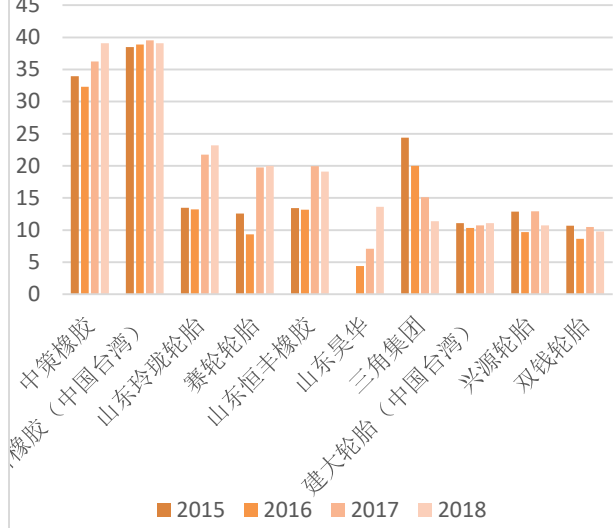
数据来源: Tire Business, 广证恒生

根据 2018 年美国《tire business》杂志公布的数据, 75 强里中国企业的数量达到了 34 家。其中, 前 10 强里中国企业占据了两个, 前 20 强里占据 6 个, 可以看出中国轮胎的企业依然是世界轮胎必不可少力量。2018 年中国大陆和台湾地区主要轮胎制造商的全球轮胎市场份额超过了 10%。

图表 47: 世界主要轮胎制造商的全球轮胎市场份额变化折线图



图表 48: 世界轮胎 75 强里中国前十名企业 (包括台湾地区) 的轮胎销售额



数据来源: 中国橡胶网, 广证恒生

4. 海外市场: 不仅是规避贸易摩擦风险

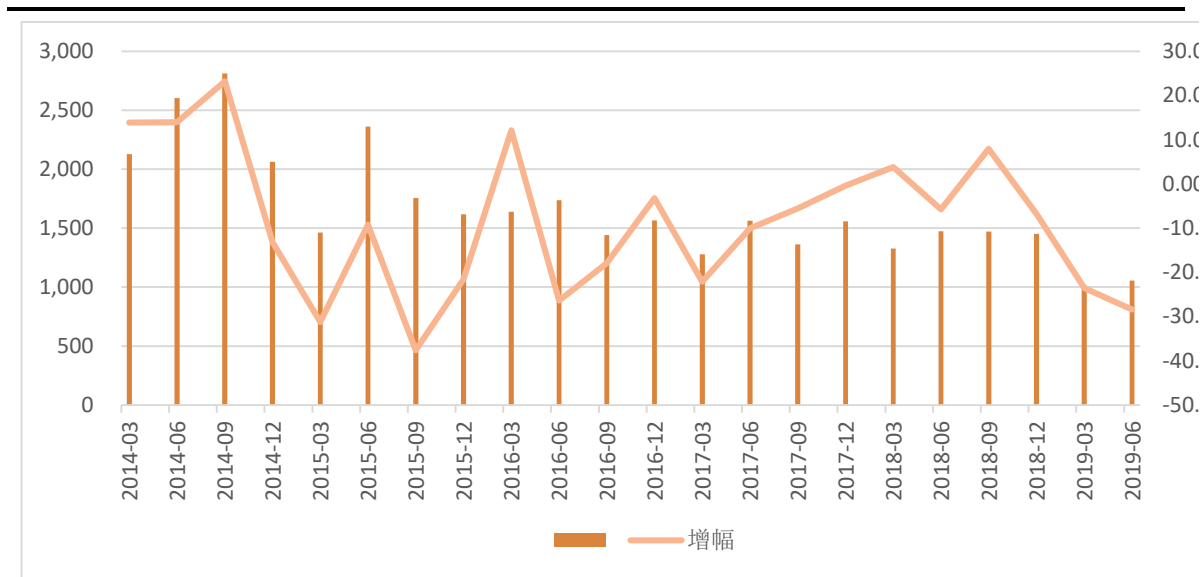
4.1 美国“双反”政策及贸易战影响轮胎行业

美国通过“双反”政策限制我国轮胎企业发展, 我国出口美国轮胎占比不断下降。从轮胎出口国家结

构来看：我国轮胎主要出口于美国、墨西哥、尼日利亚、德国、巴西、英国、阿联酋、澳大利亚、俄罗斯、加拿大、沙特等国家。其中美国是我国轮胎的第一出口大国，截至 2018 年我国出口至美国轮胎的数量占出口总量的 12%。因此，美国关于轮胎进口相关产业政策对我国影响较大。2007 年以来，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，调查认定我国轮胎企业存在补贴和倾销行为，由此对我国出口至美国的轮胎产品征收高额惩罚性关税。其中对乘用车及轻卡轮胎的影响最为严重。而 2018 年以来，中美贸易战持续升温，更加剧了我国轮胎出口美国数量的下滑态势。

根据海关总署的数据，今年上半年，我国出口美国的轮胎为 2069 万条，同比下降 26.1%。

图表 49：今年我国出口美国轮胎数量同比减少



数据来源：公司官网，汽车之家，广证恒生

图表 50：美国对我国轮胎企业的“双反”案件及贸易关税变化

事件	涉及产品	相关内容
2014 年乘用车与轻型卡车轮胎（PCR）“双反”案件	乘用车和轻型卡车轮胎	美国钢铁工人联合会向美国国际贸易委员会和美国商务部提交申请，要求对中国出口到美国的轿车及轻型卡车轮胎开展“反倾销”、“反补贴”调查。裁定结果认定我国半钢轮胎存在倾销和补贴行为，并对我国征收高额惩罚性关税。
2016 年卡客车轮胎（TBR）“双反”案件	卡客车轮胎	2016 年 2 月，美国商务部宣布对我国出口到美国的卡车、公共汽车轮胎启动“反倾销”、“反补贴”调查。11 月份，美国海关发布公告，美国商务部在反补贴初裁执行 120 天之后暂停征收反补贴税。
2016 年美国提高对华工程轮胎反倾销税率	工程轮胎	将之前的反倾销税率 12.91%提高至 13.92%
2018 年美国对中国进口的钢制轮毂启动双反立案调查	钢制轮毂	2018 年 8 月，美国商务部初步裁定，对中国进口的钢制轮毂征收 48.75%-172.51%反补贴税率。
2018 年 6 月，中美贸易战，确认对轮胎加税	多种轮胎	美国贸易代表办公室公布对中国商品清单加征关税，确认多种轮胎加征 25%的关税。
2019 年美国商务部发布对华卡客车轮胎的双反税率	卡客车轮胎	美国商务部确定了浦林成山、双钱轮胎、贵州轮胎等百余家中国卡客车轮胎生产及出口企业的倾销幅度为 9%-22.57%。确定了贵州轮胎的补贴率为 63.34%，双钱轮胎的补贴率为 20.98%，其他生产企业的补贴率为 42.16%。

数据来源：公开资料整理，广证恒生

近年来，中国轮胎企业纷纷海外建厂，其中有为了规避国际贸易壁垒、降低原材料成本、用工成本和物流成本的原因，同时还有轮胎企业积极利用“一带一路”契机，加大对海外市场的开拓的目的。在投资方式上，国内轮胎企业国外投资建厂主要采取全额投资建厂或寻找当地企业合作共同投资建厂的模式。在投资建厂地点上，目前国内轮胎企业的基本把东南亚作为投资设厂的首选。其次是美国等地区。

图表 51：国内轮胎企业海外建厂情况

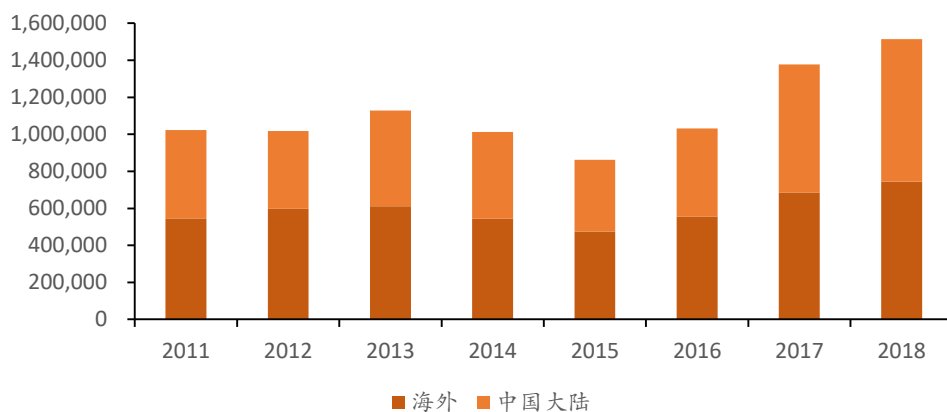
企业	所在地	产能	新建厂址	规划产能
玲珑轮胎	泰国	1200 万套半钢和 120 万套全钢	欧洲	1200 万套半钢
三角轮胎	无	无	美国	500 万套半钢和 100 万套全钢
贵州轮胎	无	无	越南	320 万套全钢
赛轮轮胎	越南	1000 万套半钢	越南	120 万套全钢和 3 万吨非公路轮胎
华南橡胶	无	无	美国	600 万套半钢
森麒麟	泰国	1200 万套半钢	美国	1200 万套半钢
浦林成山	无	无	泰国	400 万套半钢和 80 万套全钢
华谊集团	泰国	150 万套全钢和 5 万吨工程胎	无	无
中策集团	泰国	500 万套半钢和 150 万套全钢	无	无

数据来源：公司公告，公开资料整理，广证恒生

4.2 借鉴泰国工厂成功经验，塞尔维亚工厂有望复制

玲珑轮胎最早在泰国建厂，投产后有效消除贸易限制对海外销售的影响。选择泰国作为轮胎的生产基地，不仅有原材料供应优势以及进入泰国这个东南亚最大的汽车市场，更重要的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。另外，泰国玲珑享受了当地政府免交泰国企业所得税八年、五年减半征收的政策优惠。玲珑国际轮胎(泰国)有限公司一期项目于 2014 年 2 月 22 日全面投产，二期项目也于 2015 年 8 月也全面投产。全面投产之后，泰国玲珑年产 1200 万套高性能半钢子午线轮胎和 120 万套全钢载重子午线轮胎。产品供不应求，极大增加了玲珑轮胎海外业务收入。观察玲珑轮胎年报数据发现，玲珑轮胎 2014 和 2015 年海外营业收入下滑后，从 2016 年开始逐步回升，可见玲珑轮胎在泰国建厂有效消除了贸易限制对海外销售的影响。

图表 52：玲珑轮胎海外收入于建厂后开始回升



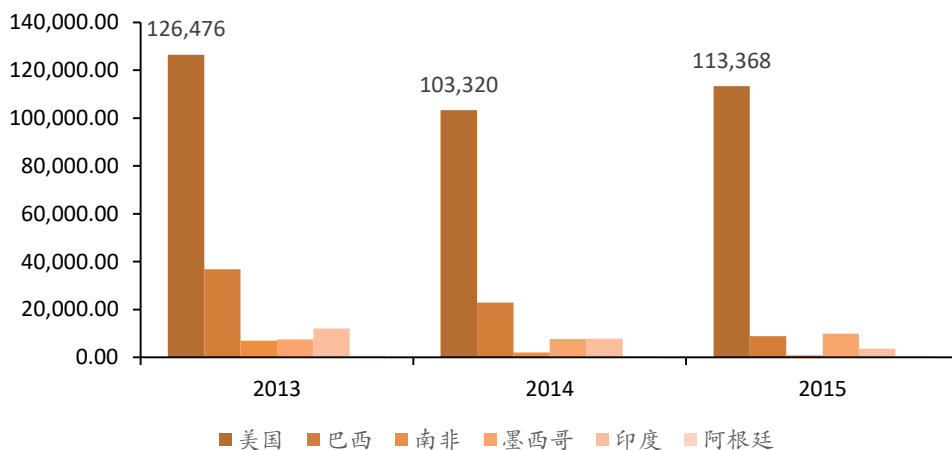
数据来源：Wind，广证恒生

玲珑轮胎畅销全球 180 多个国家和地区，在海外的市场主要仍集中在美国，此外，阿联酋、英国、荷兰、澳大利亚、巴西、俄罗斯、沙特阿拉伯以及比利时等国家及地区销售最多。在海外，公司将市场细分

为美洲、欧洲、中东、非洲和亚太等市场进行管理，已拥有 300 多家海外一级经销商，产品销售范围覆盖世界绝大部分国家和地区。

19 年上半年，分区域看：美、欧、亚太、南美均实现销量 10% 以上增长，泰国工厂营收 22.6 亿元，净利润 4.8 亿元，贡献主要利润增长。

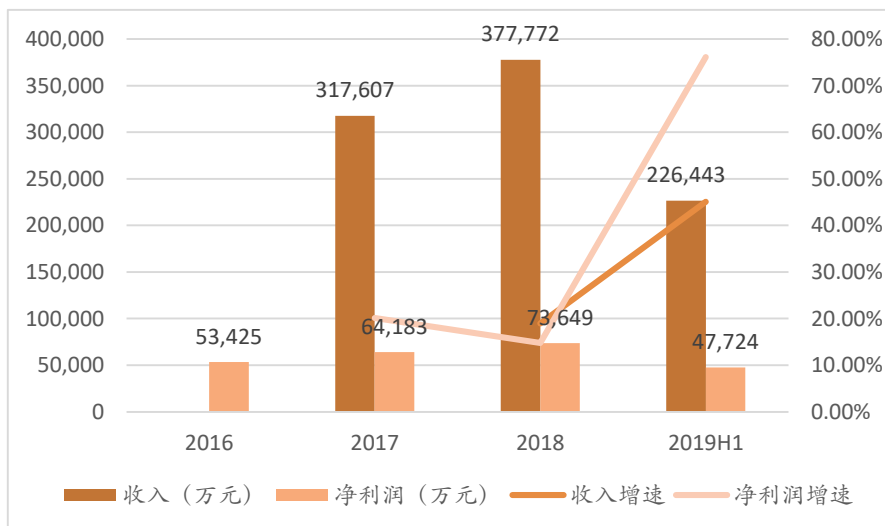
图表 53：玲珑轮胎海外销售主要国家及营收（万元）



数据来源：招股说明书，广证恒生

泰国玲珑成为公司海外制造和销售的桥头堡。2014 年泰国玲珑投产。2015 年泰国玲珑开始对美国销售，2015 年由泰国玲珑、玲珑国内生产基地发货对美国市场实现的销售额分别为 7.37 亿元、3.96 亿元，合计 11.33 亿元，较 2014 年增加 1 亿元，有效消除了美国双反对美国市场的影响。

图表 54：泰国玲珑收入、净利润以及增速



数据来源：公司公告，广证恒生

玲珑塞尔维亚工厂开工，预计将成为进军欧洲市场的桥头堡。

2018 年 8 月 21 日公司公告，拟在塞尔维亚东南部投资建设年产 1362 万条高性能子午线轮胎项目。项目总投资 9.9 亿美元（折 66.2 亿元人民币），项目资金包括自有资金约 3 亿美元，银行贷款资金约 7 亿美元。拟从 2019 年 4 月正式施工，至 2025 年 3 月竣工。达产年将实现销售收入 6 亿美元（折 40 亿元人民币），利润 1.6 亿美元（折 10.8 亿元人民币）。



2019年3月30日，玲珑轮胎欧洲工厂在塞尔维亚兹雷尼亚宁市举行项目开工仪式。工厂预计于2021年，生产出首批轮胎。

欧洲汽车产业发达，保有量大，直接带动了汽车上下游产业的快速发展，轮胎需求量大。欧洲是公司主要的出口市场之一，此次建厂将进一步开拓欧洲市场，提高公司市场占有率，有效规避国际贸易壁垒，实现出口贸易的健康、持续、稳定发展。另一方面，针对欧洲及周边各大主机厂和零售客户，能够有效降低产品运输成本，减少库存积压。随着公司欧洲大众、奥迪、雷诺日产等配套业务的推进，将极大提升为德国、捷克、西班牙、法国等汽车厂的供货时效，推动境外营销渠道网络的建设和完善，促进公司海外配套体系的建设。

5. 盈利预测及估值

根据公司招股书与历年财务报表，我们对公司业务进行了拆分。从销售区域上划分为国内、海外两大区域，每个区域再划分为配套市场、零售（替换）市场。结合每个市场的情况，公司产能的投放，对每个细分市场的情况进行预测，得到未来三年的收入和盈利预测。

图表 55：收入预测表（单位：万元）

	2014	2015	2016 估计	2017 估计	2018 估计	2019E	2020E	2021E
国内销售额	468,331	386,465	476,059	691,391	769,923	810,526	882,182	962,089
-国内配套	345,232	250,535	284,640	432,012	499,237	499,237	524,199	550,409
-国内替换	123,099	135,931	191,419	259,379	270,686	311,289	357,983	411,680
配套占比*	73.72%	64.83%	59.79%	62.48%	64.84%	61.59%	59.42%	57.21%
海外销售额	544,198	475,476	555,358	685,806	744,779	900,438	1,073,242	1,262,054
-海外配套	2,956	7,564	11,107	17,145	22,343	33,515	50,273	75,409
-海外替换	541,242	467,911	544,250	668,661	722,436	866,923	1,022,969	1,186,645
配套占比*	0.54%	1.59%	2.00%	2.50%	3.00%	3.72%	4.68%	5.98%
主营收入 (国内+海外)	1,012,530	861,941	1,031,416	1,377,198	1,514,703	1,710,965	1,955,424	2,224,143
增速	-10.30%	-14.87%	19.66%	33.52%	9.98%	12.96%	14.29%	13.74%
其他收入	15,289	11,429	20,364	14,610	15,455	20,000	20,000	20,000
营业收入	1,027,819	873,370	1,051,781	1,391,807	1,530,158	1,730,965	1,975,424	2,244,143
增速	-11.00%	-15.03%	20.43%	32.33%	9.94%	13.12%	14.12%	13.60%

资料来源：公司招股书，历年财报、广证恒生

注：2016-2018年国内/海外配套占比为估算数字，公司未作披露

预计19/20年的净利润将分别为15.48亿元、19.07亿元，对应的增速分别为31.08%、23.17%。19/20年EPS分别为1.29元、1.59元，对应当前股价分别是16倍、13倍PE。给与目标价25元，对应20年15倍PE。首次覆盖并给与“强烈推荐”评级。

图表 56：盈利预测表（单位：百万元）

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	15301.58	17309.65	19754.24	22441.43
增长率(%)	9.94%	13.12%	14.12%	13.60%
归母公司股东净利润	1181.22	1548.39	1907.18	2149.70
增长率(%)	12.73%	31.08%	23.17%	12.72%
每股收益 EPS(元)	0.98	1.29	1.59	1.79
销售毛利率	23.70%	25.50%	25.75%	25.50%



销售净利率	7.72%	8.95%	9.65%	9.58%
净资产收益率(ROE)	11.80%	13.96%	15.35%	15.43%
市盈率(P/E)	20.98	16.00	12.99	11.53
市净率(P/B)	2.48	2.23	1.99	1.78

资料来源：同花顺，广证恒生



附录：公司财务预测表

资产负债表	单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4429	2937	5511	8191
应收票据及账款	3685	3934	4490	5100
预付账款	200	172	196	223
其他应收款	41	65	74	84
存货	2447	2838	3228	3680
其他流动资产	1236	757	846	944
流动资产总计	12038	10702	14345	18222
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	10130	8815	7618	6508
在建工程	1336	1238	1116	993
无形资产	789	679	584	482
长期待摊费用	4	52	50	50
其他非流动资产	1496	1535	1567	1592
非流动资产合计	13756	12319	10936	9626
资产总计	25793	23022	25280	27848
短期借款	4781	0	0	0
应付票据及账款	3630	4249	4833	5509
其他流动负债	2139	2444	2784	3172
流动负债合计	10549	6694	7617	8681
长期借款	4756	4756	4756	4756
其他非流动负债	472	472	472	472
非流动负债合计	5229	5229	5229	5229
负债合计	15778	11922	12846	13909
股本	1200	2200	3200	4200
资本公积	2666	1666	666	-334
留存收益	6142	7226	8561	10066
归属母公司权益	10008	11091	12426	13931
少数股东权益	8	8	8	8
股东权益合计	10016	11099	12434	13939
负债和股东权益合计	25793	23022	25280	27848

现金流量表	单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
税后经营利润	1146	1548	1907	2150
折旧与摊销	963	1837	1983	2109
财务费用	233	317	211	202
其他经营资金	-499	768	-145	-134
经营性现金净流量	1842	4470	3957	4328
投资性现金净流量	-3057	-400	-600	-800
筹资性现金净流量	3109	-5563	-783	-847
现金流量净额	1894	-1492	2574	2681
税后经营利润	1146	1548	1907	2150
折旧与摊销	963	1837	1983	2109
财务费用	233	317	211	202
其他经营资金	-499	768	-145	-134
经营性现金净流量	1842	4470	3957	4328
投资性现金净流量	-3057	-400	-600	-800
筹资性现金净流量	3109	-5563	-783	-847
现金流量净额	1894	-1492	2574	2681

数据截至 2019-10-23

利润表	单位：百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15302	17310	19754	22441
营业成本	11675	12896	14668	16719
营业税金及附加	117	138	158	180
销售费用	909	1082	1284	1459
管理费用	1000	1212	1383	1571
财务费用	233	317	211	202
其他经营损益	-160	0	0	0
投资收益	18	0	0	0
公允价值变动损益	20	0	0	0
营业利润	1246	1665	2051	2312
其他非经营损益	-15	0	0	0
利润总额	1231	1665	2051	2312
所得税	50	117	144	162
净利润	1181	1548	1907	2150
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	1181	1548	1907	2150
EBITDA	2427	3819	4245	4623
NOPLAT	1400	1843	2104	2337
EPS(元)	0.98	1.29	1.59	1.79

主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
会计年度				
成长能力				
营收增长率	0.10	0.13	0.14	0.14
EBIT 增长率	-0.00	0.35	0.14	0.11
EBITDA 增长率	0.03	0.57	0.11	0.09
净利润增长率	0.13	0.31	0.23	0.13
盈利能力				
毛利率	0.24	0.26	0.26	0.26
净利率	0.08	0.09	0.10	0.10
ROE	0.12	0.14	0.15	0.15
ROA	0.05	0.07	0.08	0.08
ROIC	0.10	0.11	0.14	0.17
估值倍数				
P/E	20.98	16.00	12.99	11.53
P/S	1.62	1.43	1.25	1.10
P/B	2.48	2.23	1.99	1.78
股息率	0.01	0.02	0.02	0.03
EV/EBIT	21.38	24.65	29.70	33.99
EV/EBITDA	12.90	12.80	15.83	18.48
EV/NOPLAT	22.36	26.51	31.94	36.54



6. 风险提示

国内 OEM 客户新车销量下滑，配套业务低于预期；
中美贸易战扩大，美国对轮胎行业重启双反调查；
橡胶等主要原材料成本上涨，毛利率收缩；
新工厂投产时间及产能利用率不达预期。



分析师：

刘伟浩，中山大学工商管理硕士，浙江大学工业设计、计算机双学士。具有 A 股和港股跨市场的研究经验，对汽车整车、零部件、经销商有丰富的研究经验。2016 年加入广证恒生高端装备团队。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。