

玲珑轮胎 (601966)

公司研究/深度报告

兼具周期与成长，轮胎龙头扬帆起航

动态研究报告/基础化工

2019 年 12 月 10 日

报告摘要:

● 从出口到海外建厂，民族轮胎打开二次成长空间

近两年国内汽车产销量出现了近 28 年来的首次负增长，这个数据显然激发了民族轮胎企业思考未来 10~20 年行业的成长性的问题。这几年随着部分国家对国内轮胎实施双反税的惩罚，行业再次站在了十字路口。而这次，海外建厂成为了国内轮胎龙头的战略性选择方向，把中国的轮胎制造优势搬到国外，参与全球竞争，有望打开民族轮胎品牌的二次成长空间。

● 原材料预计供给充足，奠定单胎盈利向上周期的基础

天然橡胶树的上一轮投放高峰期在 2009~2012 年，预计 2020~2022 年橡胶供应仍然充足。炭黑近三年投放产能较多，根据百川数据，截止 2019 年炭黑有效产能为 780.2 万吨，较 2016 年增长 7.8%，2018 年消费量仅为 480 万吨。我们预测，2019-2021 年公司半钢单胎税后净利润分别为 26、31、33 元；全钢单胎税后净利润为 48、70、78 元。

● 产销逆势增长，未来规划产能仍将贡献增速

自公司 2016 年上市以来，半钢、全钢产销量基本保持 10%~15% 的增速。配套与零售同步发力，未来 3~5 年，公司湖北荆门基地、塞尔维亚基地将会继续贡献新增产能，持续有效解决公司的产能瓶颈。

● 品牌战略清晰，民族轮胎龙头扬帆起航

2016 年以来，玲珑轮胎的品牌价值处于中国轮胎行业的领先地位，2016~2018 年分别为 253.28、305.62、378.08 亿元。公司每年都会投入较大的资金，从进入高端车型的配套、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。

● 投资建议

公司品牌战略清晰，在配套领域逐步进入了大众、通用等全球知名车企；未来 5 年公司新产能将逐步投放，有望带动业绩的持续增长。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.40、1.68、2.08 元，对应当前股价 PE 分别为 14.7、12.2、9.9 倍，公司目前 PE (TTM) 为 16 倍，行业中位值为 19 倍，上调至推荐评级。

● 风险提示:

橡胶价格大幅波动、汽车产销景气度不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	15,302	16,860	17,972	20,131
增长率 (%)	9.9%	10.2%	6.6%	12.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,181	1,677	2,014	2,496
增长率 (%)	12.7%	41.9%	20.2%	23.9%
每股收益 (元)	0.98	1.40	1.68	2.08
PE (现价)	20.9	14.7	12.2	9.9
PB	2.5	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

上调评级

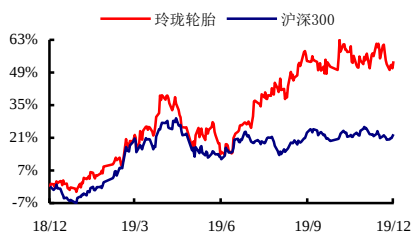
当前价格： 20.69 元

交易数据

2019-12-6

近 12 个月最高/最低 (元)	21.93/13.4
总股本 (百万股)	1,200
流通股本 (百万股)	1,200
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	248
流通市值 (亿元)	248

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓健全

执业证号： S0100519110001

电话： 0755-22662070

邮箱： dengjianquan@mszq.com

相关研究

1. 玲珑轮胎 (601966) 调研报告：切入中高端市场，未来毛利有望提升

目录

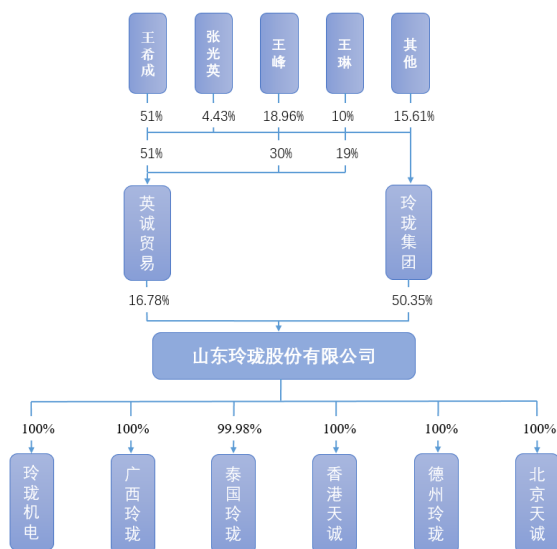
一、国内轮胎行业领军企业.....	3
1、公司概况	3
2、公司发展历程	4
3、公司业务情况	5
4、公司财务情况	5
二、从出口到海外建厂，民族轮胎打开二次成长空间	7
1、国内汽车发展进入换挡新阶段.....	7
2、海外建厂，中国轮胎制造优势有望争取更多全球市场份额	8
三、原材料预计供给充足，奠定单胎盈利向上周期的基础	9
四、产销逆势增长，未来规划产能仍将贡献增速	11
五、品牌战略清晰，民族轮胎龙头扬帆起航.....	12
1、深耕配套市场，供货全球畅销车型.....	12
2、汽车保有量稳步提高，替换市场大有可为	16
六、投资建议	17
插图目录	19
表格目录	19

一、国内轮胎行业领军企业

1、公司概况

山东玲珑轮胎股份有限公司（以下简称公司或玲珑轮胎），是一家专业化、规模化的技术型轮胎生产企业。公司股权结构稳定，主要股东为玲珑集团有限公司、英诚贸易有限公司等，其中玲珑集团有限公司作为最大的股东持股占比达 50.35%，实际控制人王希成家族通过控股玲珑集团和英诚贸易持有公司 67.13% 股份。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司的主营业务包括汽车轮胎的设计、开发、制造与销售，主要产品分为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和斜交胎。公司拥有“玲珑”、“山玲”、“利奥”、“BENCHMARK”、“INFINITY”、“ATLAS”等多个品牌产品，轮胎产品 300 余个规格品种，广泛应用于乘用车、商用车和工程机械。目前，公司是国内规模最大、效益最好的轮胎专业生产企业之一，也是国内高端乘用车配套轮胎最早实现破局的先行者，已成功进入大众、通用、福特等全球知名汽车品牌的全球配套体系，并成为国内外 60 多家汽车厂的主要供应商和优秀供应商。

图 2：公司主要品牌



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3: 下游配套整车厂商情况

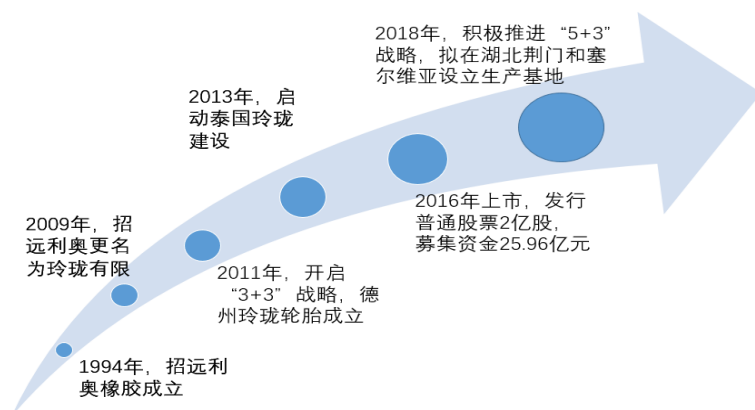


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、公司发展历程

公司始建于1994年，前身是招远利奥橡胶有限公司。2011年10月德州玲珑轮胎有限公司正式成立,开启玲珑“制造3+3”战略，即在国内和海外分别建三个生产基地。2013年，公司启动泰国玲珑工程项目建设，建成后将新增1,200万套半钢子午线轮胎和120万套全钢子午线轮胎产能。2016年7月6日上市，发行人民币普通股股票2亿股，募集资金25.96亿。2018年2月，公司宣布拟在湖北省荆门市建设国内第四个轮胎生产基地，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。2018年8月，公司宣布塞尔维亚生产基地建设计划，规划产能1362万条/年，主要辐射欧洲、北非和中东市场。2019年3月30日在塞尔维亚举行奠基仪式。

图 4: 公司发展历程

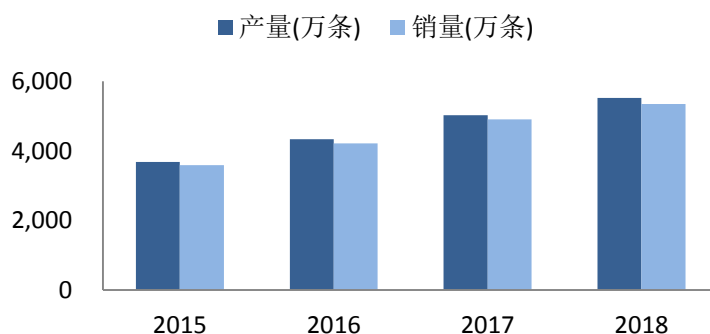


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、公司业务情况

公司 2018 年全年累计生产轮胎 5,522.56 万条, 同比增长 9.90 %; 累计销售 5,345.33 万条, 同比增长 8.85%。其中, 半钢子午胎产量增长 10.76%, 全钢子午胎产量增长 6.02%, 斜交胎产量减少了 0.13 %。为推动企业全球产业高质量布局, 提高市场占有率, 公司 2018 年年初科学审慎地制定了“5+3”(即国内五个生产基地, 国外三个生产基地) 国际化发展总体战略。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, 后期将会在适当时间再建立一个生产基地; 海外工厂方面, 2013 年在泰国建设海外第一工厂, 2018 年 8 月确定欧洲塞尔维亚第二工厂选址, 2019 年 3 月 30 日在塞尔维亚举行奠基仪式。项目建成后, 年可实现半钢子午线轮胎产能 1,200 万套、全钢子午线轮胎产能 160 万套、工程胎及农用车子午胎 2 万套。

图 5: 公司近年产销量情况

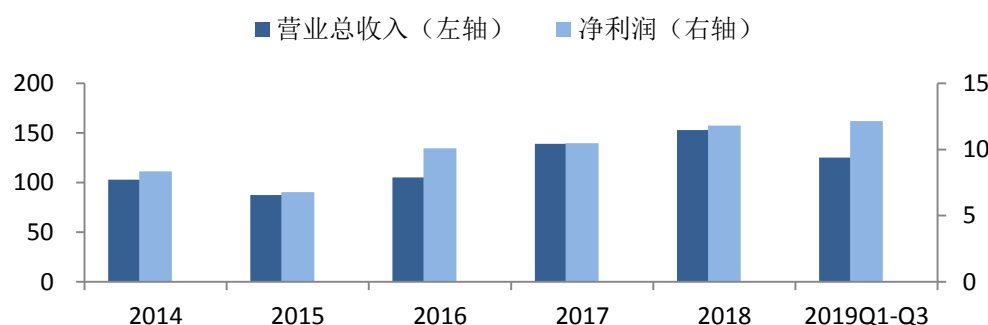


资料来源: wind, 民生证券研究院

4、公司财务情况

2018 年, 公司实现营业收入 153.02 亿元, 较去年同期增长 9.94%; 营业利润 12.79 亿元, 较去年同期增长 14.58%; 净利润 11.81 亿元, 较去年同期增长 12.76% ; 归属于母公司所有者的净利润 11.81 亿元, 较去年同期增长 12.73% 。

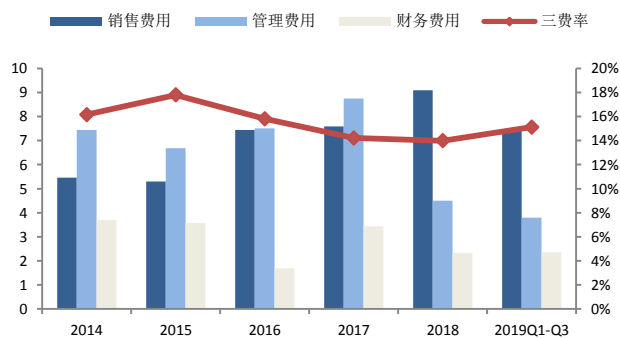
图 6: 公司近年财务情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

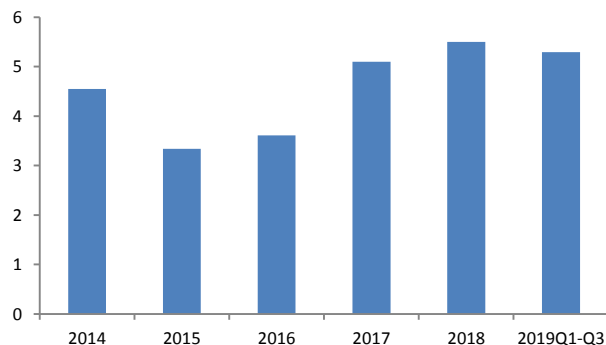
费用方面,近两年公司三费支出占营收比例稳定在10%左右,其中研发费用近两年呈现逐年增长的态势,2018年度公司研发费用达到5.5亿元,占公司营业收入的3.59%。

图 7: 公司近年三费 (单位: 亿元) 及三费率变化情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

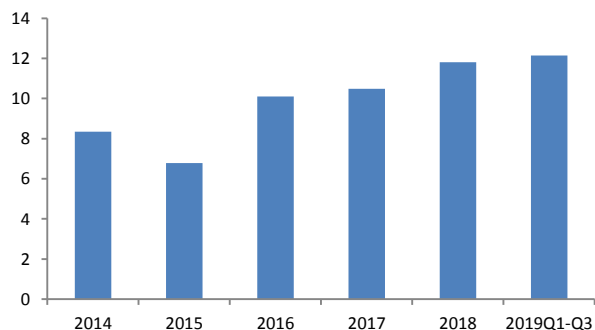
图 8: 公司研发费用情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

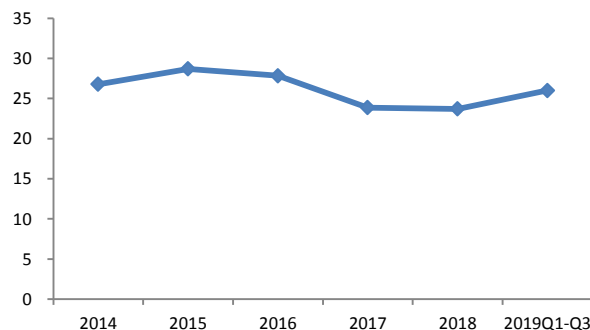
盈利方面,2018年公司主营业务轮胎毛利率为23.61%,公司实现归属母公司净利润11.81亿元,同比增长12.73%。

图 9: 公司近年归母净利润 (亿元)



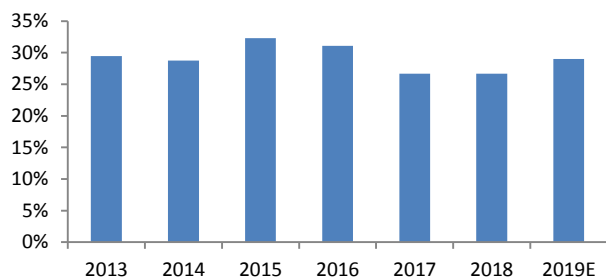
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 10: 公司近年销售毛利率情况 (%)



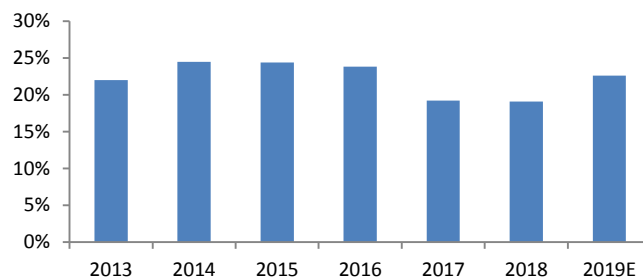
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 11: 公司近年半钢胎销售毛利率测算



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 12: 公司近年全钢胎销售毛利率测算



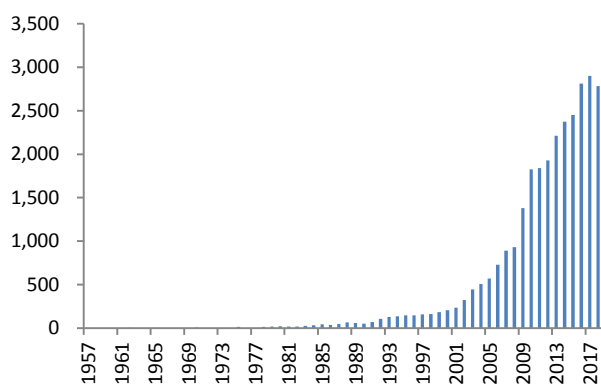
资料来源: wind, 民生证券研究院

二、从出口到海外建厂，民族轮胎打开二次成长空间

1、国内汽车发展进入换挡新阶段

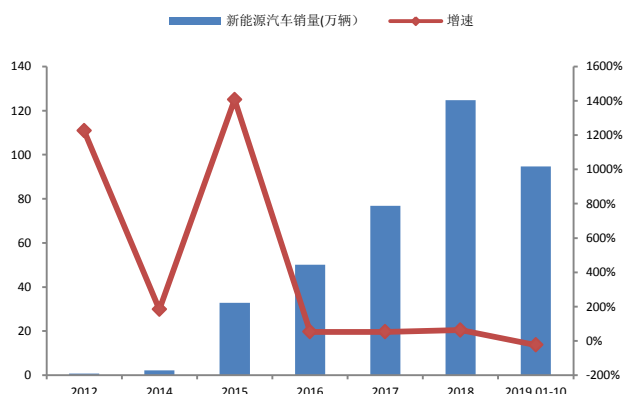
2018 年汽车产量出现了 28 年来的首次负增长，全年汽车产量同比下降 4.2%，2019 年上半年汽车产销出现了更大程度的下滑，2019 年上半年汽车产量为 1214 万辆，同比下降 15.11%。新能源汽车方面，2019 年前十个月销量为 94.7 万辆，同比增速为 10.1%，增速较前几年出现了较大的回落。

图 13：中国历年汽车产量（单位：万辆）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：近十年新能源汽车销量及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

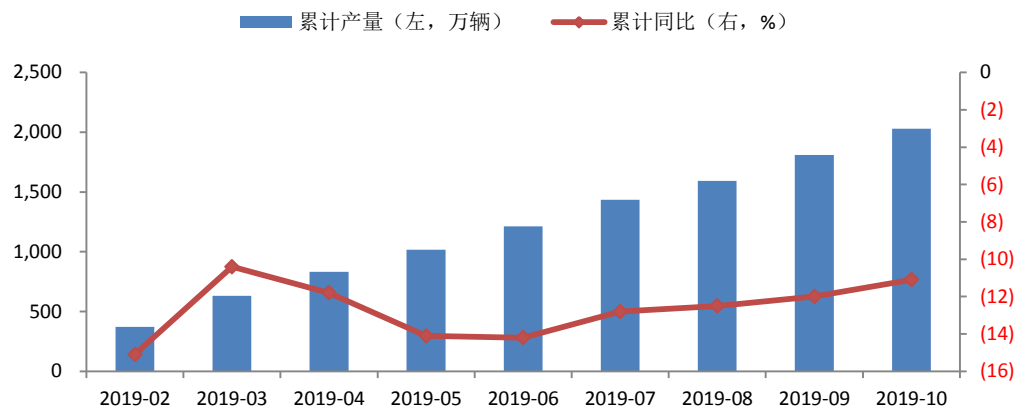
进入 2019 年，政策层面持续关注汽车行业的发展，并持续推出了刺激汽车消费的政策。降低车辆购置税、逐步放开限购限行等措施有序进行。进入到 2019 年下半年，汽车产销出现了回暖的迹象，7~10 月产量为 815.3 万辆，同比下降 8.65%，降幅收窄。

表 1：2019 年以来主要刺激汽车消费政策

时间	政策	发布单位	要点
2019.1	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	国家发展改革委、工信部、商务部等十部委联合	针对促进汽车消费提出了六个方面具体要求
2019.5	《广东省完善促进消费体制机制实施方案》	广东省	针对汽车领域：新能源汽车、汽车消费环境、二手车市场等方面进行了系统性优化，旨在促进汽车市场消费。
2019.6	《关于印发〈推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）〉的通知》	国家发展改革委、生态环境部、商务部	该政策完善二手车流通管理政策，支持条件成熟地区开展二手车出口。
2019.7	《车辆购置税法》	国家税务总局	明确了车辆购置税有关具体政策，消费者购车成本进一步降低

资料来源：中国日报网，民生证券研究院

图 15：2019 年汽车累计产量情况

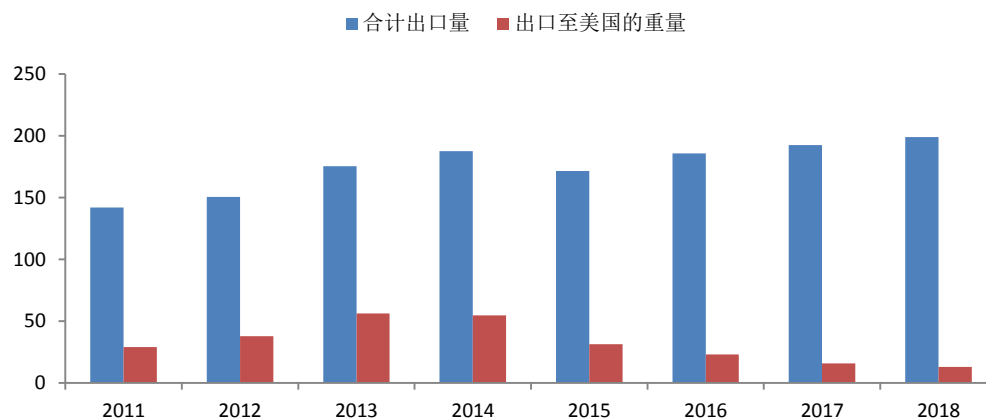


资料来源：wind，民生证券研究院

2、海外建厂，中国轮胎制造优势有望争取更多全球市场份额

近几年全球轮胎发展也逐步进入换挡期，国内轮胎出口量逐渐放缓；尤其是在近几年美国对国内轮胎的双反税的影响下，对美国的出口量呈现较为明显的下滑趋势，按重量计算，2018 年出口到美国的机动小客车用的新的充气轮胎约占总出口重量的 6.5%。

图 16：机动小客车用的新的充气轮胎的出口情况（单位：万吨）

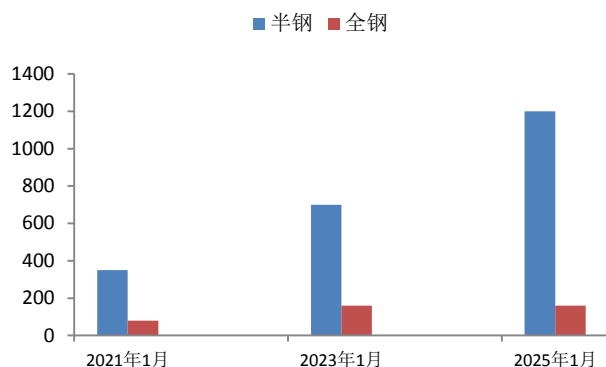


资料来源：wind，民生证券研究院

到海外设厂，一方面能在一定程度上规避贸易壁垒，减少双反惩罚关税的风险；另一方面也缩短了外海市场的服务半径，也利于国内品牌的全球的推广。近几年来，国内部分轮胎龙头已经在海外设厂的探索下取得了一定的成绩；未来海外设厂将逐步从“原材料就近”原

则到“市场服务就近”原则的转变。

图 17: 玲珑轮胎塞尔维亚项目投放进程 (单位: 万套)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 18: 玲珑轮胎海外销售网点分布



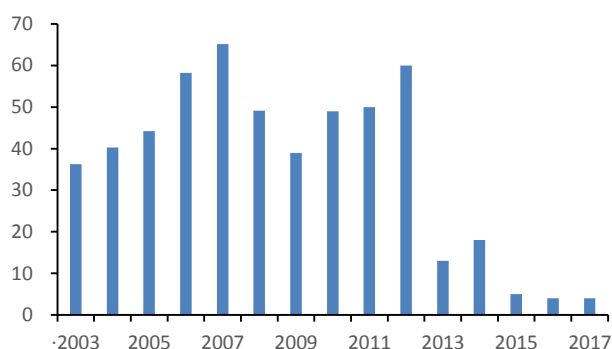
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

三、原材料预计供给充足，奠定单胎盈利向上周期的基础

橡胶、炭黑的价格波动较大且成本占比较高，研究这两种原材料的价格的周期性对把握轮胎的盈利的周期性具有重要的意义。根据我们的模型，以 2017 年橡胶的价格测算，公司半钢胎单胎的橡胶成本（包括天胶与合成胶）为 48 元/条，占营业成本 40%。经过近 3 年炭黑价格的大幅上涨后，炭黑的单胎成本占比上升得较多，以 2018 年炭黑价格计算，公司半钢胎的单胎炭黑成本为 15.7 元/条，约占营业成本的 13%。

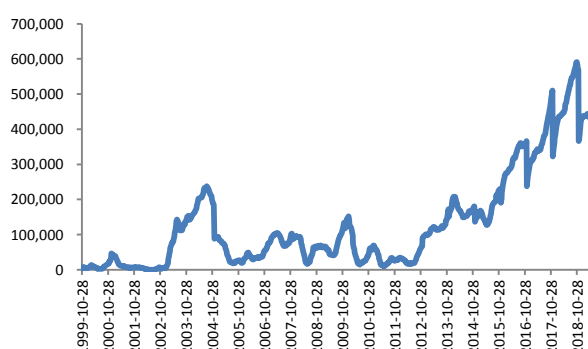
天然橡胶树的上一轮投放高峰期在 2009~2012 年，按照 8~10 年的高产期来算，预计 2020~2022 年橡胶供应仍然充足。进入 2019 年，全球天然橡胶产量虽然出现了一定的下降幅度，但由于全球天然橡胶库存很大，未来 2~3 年天然橡胶整体供应仍然比较充足。截止 2019 年上半年，据我们测算，全球天然橡胶库存大约 330 万吨，约占全球天然橡胶年消费量的 24%。截止 2019 年 11 月，国内天胶库存约 50 多万吨，约占全球天然橡胶库存的 15%。

图 19: 全球天胶新增种植面积情况 (单位: 千公顷)



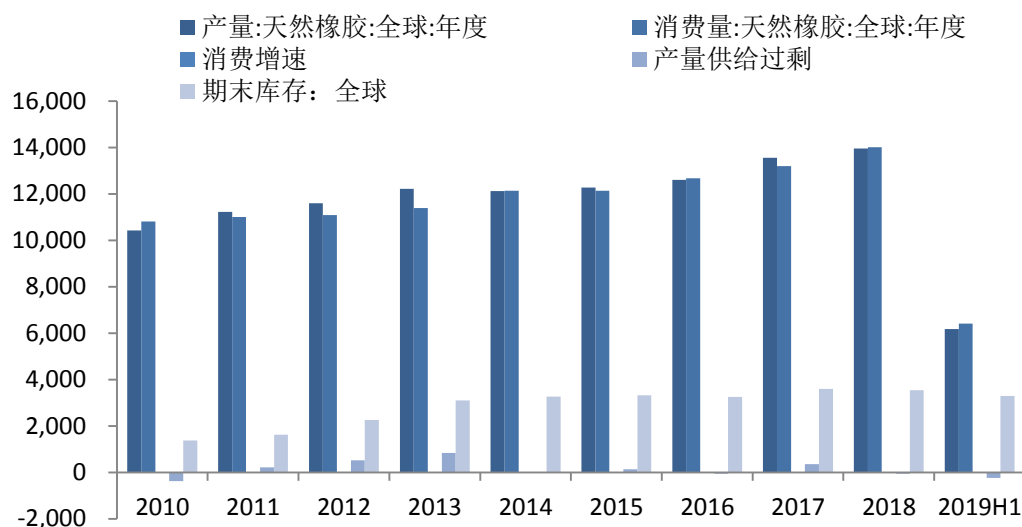
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 20: 上期所天胶库存小计 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

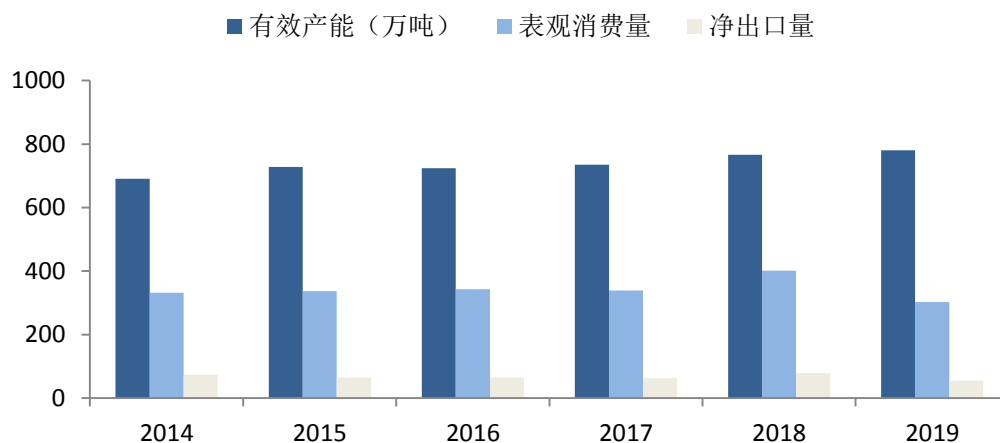
图 21: 全球天胶供需面情况 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

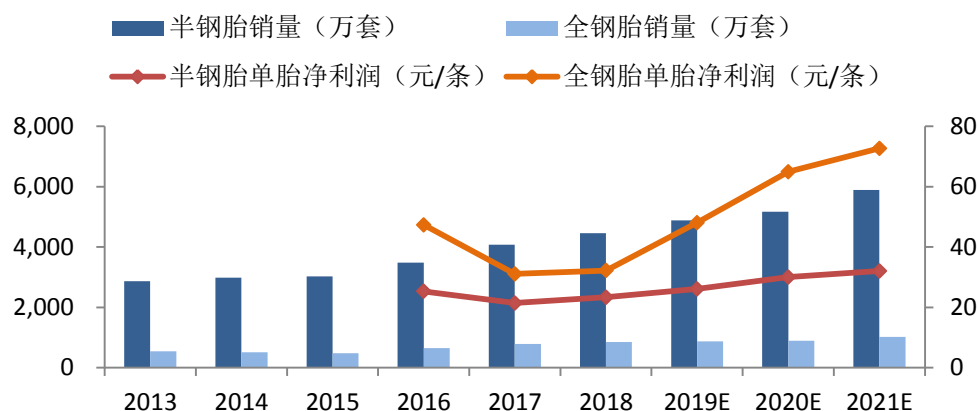
炭黑自 2016 年底部的约 4000 元/吨, 涨至 2018 年高位约 8000~9000 元/吨, 随着价格的上涨, 近三年炭黑产能陆续投放产能较多, 根据百川数据, 截止 2019 年炭黑有效产能为 780.2 万吨, 较 2016 年增长 7.8%, 2018 年消费量为 480 万吨, 产能过剩较为严重。未来 2~3 年, 炭黑大概率处于产能消化的阶段。

图 22: 国内炭黑供需基本情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

在主要原材料橡胶、炭黑供给较为过剩的背景下, 叠加轮胎行业的去产能的成效逐渐显现, 我们预计玲珑轮胎的单胎净利润将逐步提升。

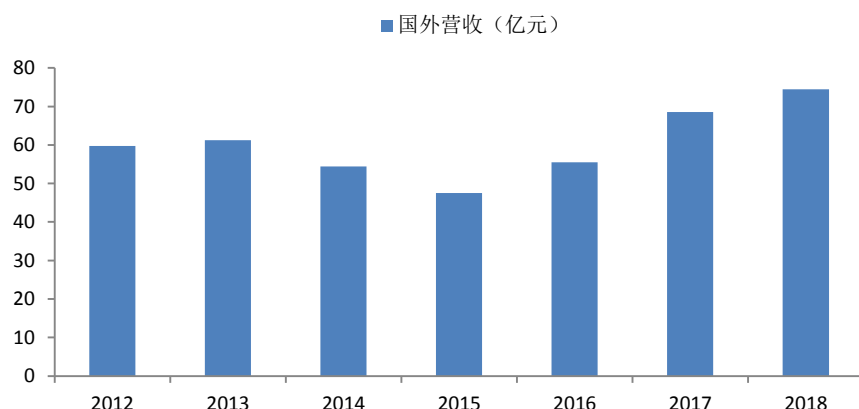
图 23：玲珑轮胎的单胎盈利情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、产销逆势增长，未来规划产能仍将贡献增速

玲珑轮胎近 5 年在行业低迷期仍然实现了产销量的逆势增长，自公司 2016 年上市以来，半钢、全钢产销量基本保持 10%~15% 的增速。

配套胎方面：2016 年 10 月公司成为国内首家进入德国大众的全球供应商的民族轮胎品牌，并开始与全球大众车型的配套；2018 年 9 月实现合资品牌福特新福睿斯主胎配套、北美福特 F150 实现全尺寸备胎供应。公司供货全球配套市场，有利于玲珑轮胎全球市场占有率不断上升。2018 年公司配套市场收入实现了 16.12% 的增长。

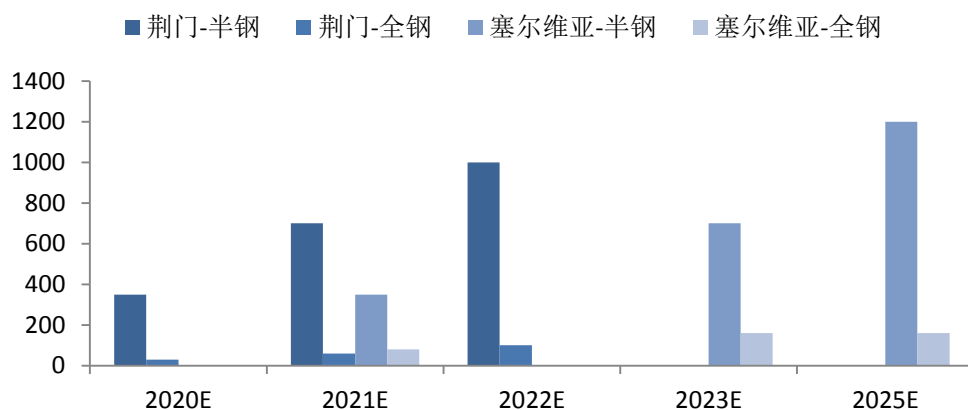
图 24：玲珑轮胎国外营收情况


资料来源：wind，民生证券研究院

零售方面，积极布局全球营销网点，2016 年为 2 万多家，2018 年达到了 3 万多家，带动了零售的增长，其中 2018 年公司零售市场收入增长 7.01%。

未来 3~5 年，公司湖北荆门基地、塞尔维亚基地将会继续贡献新增产能，持续有效解决公司的产能瓶颈。

图 25：玲珑轮胎未来新产能投放情况（单位：万套）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 2：未来新增产能净利润（税后）贡献预测（单位：亿元）

		2020	2021	2022	2023	2025
荆门	半钢	0.63	1.26	1.8	1.8	1.8
	全钢	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
塞尔维亚	半钢	-	0.91	0.91	1.82	3.12
	全钢	-	0.384	0.384	0.768	0.768
合计	半钢	0.63	2.17	2.71	3.62	7.52
	全钢	0.1	0.584	0.784	1.168	1.168

资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、品牌战略清晰，民族轮胎龙头扬帆起航

1、深耕配套市场，供货全球畅销车型

2018 年公司凭借可靠的产品质量和有力的市场竞争能力，配套市场收入实现了 16.12% 的增长。公司积极开拓市场，为奥迪、大众、通用、福特、雷诺日产、中国一汽、中国重汽、陕西重汽、上汽红岩、福田汽车、厦门金龙、红旗、上汽通用五菱、吉利汽车、长城、比亚迪、奇瑞等 60 多家主机厂的多款车型提供配套轮胎产品及服务。

表 3：配套车型全球销售情况

品牌	车型	2018 排名	2018 销量（万辆）	2017 排名	2017 销量（万辆）
大众	途观	5	79.13	7	70.31
大众	高尔夫	6	78.95	3	95.28
大众	捷达	22	47.12	16	55.06

大众	朗逸	16	51.34	19	51.33
日产	逍客	17	51.32	20	49.89
大众	帕萨特	28	44.09	22	46.92
日产	奇骏	29	43.19	24	42.61
斯柯达	明锐	33	39.74	26	41.81
日产	轩逸	20	47.63	27	41.24
通用	迈锐宝	49	31.23	36	35.83

资料来源：搜狐网，民生证券研究院

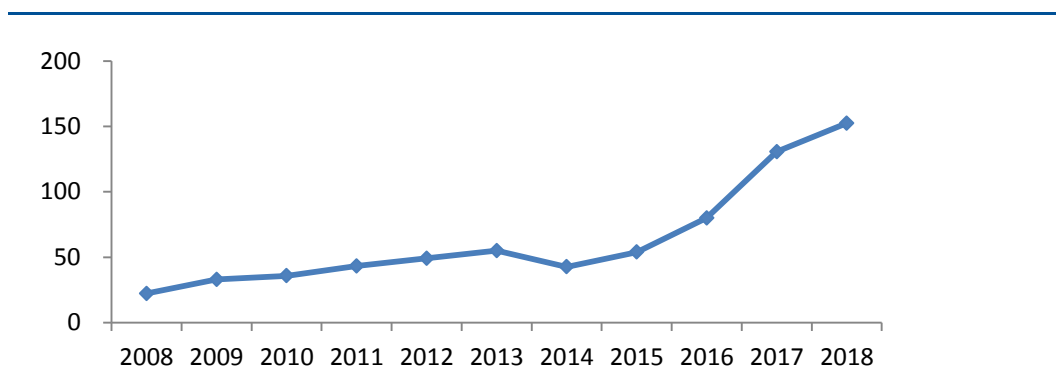
公司自 2012 年开始与吉利汽车合作，近八年的合作中，玲珑轮胎提供以优异的产品和服务。2014 年，玲珑轮胎配套吉利新帝豪。2018 年，玲珑轮胎被吉利汽车授予“最佳合作奖”，吉利汽车全年销量突破 10 万辆的三款車型新帝豪、全新远景和帝豪 GL 均配套玲珑轮胎。2019 年 8 月 26 日，玲珑轮胎与吉利汽车签订全面战略合作协议，实现了对吉利品牌全系车型的配套。吉利汽车近年来销量逐年增加，吉利汽车分布全球的生产工厂将为玲珑轮胎提供稳定、高份额的配套资源。

图 26：玲珑轮胎与吉利合作历程



资料来源：公司新闻，民生证券研究院

图 27：吉利近年来全球销量（万辆）



资料来源：wind，民生证券研究院

2016 年 10 月公司成为国内首家进入德国大众的全球供应商的民族轮胎品牌，并开始与全球大众车型的配套；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。

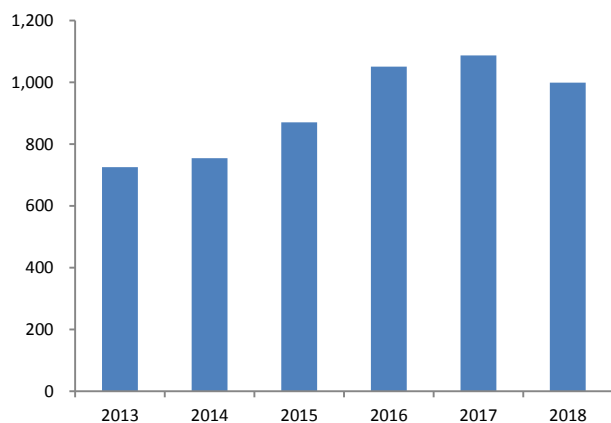
图 28: 玲珑轮胎和大众合作历史



资料来源：公司新闻，民生证券研究院

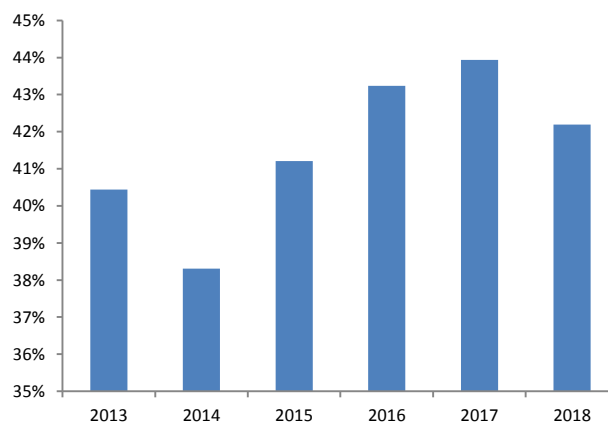
轮胎龙头企业的崛起通常与其配套的汽车制造企业的发展密不可分。2000 年以来，自主品牌车企在政策的支持下快速发展，目前自主品牌汽车的国内市场占有率已连续多年稳居 40% 以上。2018 年，国内自主品牌汽车销售 998 万辆，国内市场占有率达 41.88%。

图 29: 自主品牌汽车销量 (万辆)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 30: 自主品牌乘用车市场占有率



资料来源：wind，民生证券研究院

公司积极开拓自主品牌汽车配套市场，目前已进入吉利、奇瑞、比亚迪、长安、五菱等多个国内主要自主品牌汽车供应商体系。其中，上汽通用五菱是公司最大的客户，2013-2015 年每年为公司带来超 8 亿元的销售收入。公司配套的五菱宏光、宝骏 510 等车型进入 2018 年全球汽车销量 Top 50，2017 年度合计销售 87 万辆。

近年来自主品牌汽车产销量的快速增长为公司配套胎业务的拓展提供了机遇，伴随着更多自主品牌汽车车型进入全球销量前列，公司有望在配套胎与替换胎市场实现对国外轮胎制

造企业的弯道超车。

表 4：自主品牌全球畅销车型配套情况

品牌	车型	轮胎型号	2018 排名	2018 销量(万辆)	2017 排名	2017 销量(万辆)
五菱	五菱宏光	GREEN-MAX HP050	19	48.05	17	53.24
宝骏	宝骏 510	GREEN-MAX HP050	35	38.69	28	44.09

资料来源：搜狐网，民生证券研究院

在中高端汽车领域，公司 Crosswind 系列轮胎成为红旗高端 SUV L5 配套轮胎，在多场外事活动及 APEC 会议期间频频亮相，极大的提高了公司的知名度与影响力。2015 年，一汽集团宣布公司 Crosswind 系列轮胎为豪华 SUV 红旗 LS5 的配套轮胎，成为公司轮胎进军中高端汽车配套市场的又一个重要里程碑。

图 31：红旗 L5



资料来源：红旗官网，民生证券研究院

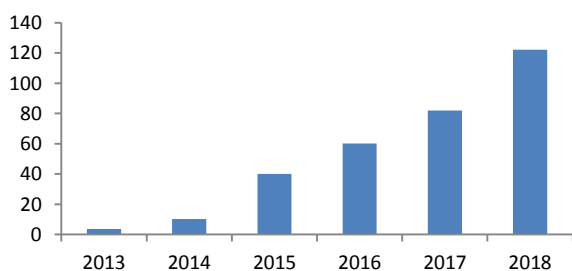
图 32：红旗 LS5



资料来源：太平洋汽车网，民生证券研究院

在新能源汽车领域，截止 2018 年，公司已完成国内 30 多款新能源车型配套项目开发，涵盖轻卡、重卡、公交、客车、轿车等车型。目前，公司产品已成为比亚迪、长安、北汽新能源、五菱、吉利等多家自主品牌车企的新能源汽车配套企业，公司配套的北汽新能源 EC 系列与吉利帝豪 EV 分别以 9.06 万辆和 2.23 万辆的销售量名列 2018 年国内新能源乘用车销售榜第 1 与第 9 名。未来，随着国内自主品牌汽车的崛起，公司有望在配套胎市场取得更大的成就，实现业绩与行业地位的突破。

图 33：国内新能源汽车产量（万辆）



资料来源：wind，民生证券研究院

表 5：全球配套新能源车情况

地区	企业	方式
北汽新能源	EC180	GREEN-Wind HP010
北汽新能源	EV150	GREEN-Wind HP010
北汽新能源	EV160	GREEN-Wind HP010
五菱	E100	GREEN-MAX EcoTouring
吉利	帝豪 EV	GREEN-Wind HP010
长安	欧诺-EV	GREEN-Wind HP010
北汽新能源	EC180	GREEN-Wind HP010

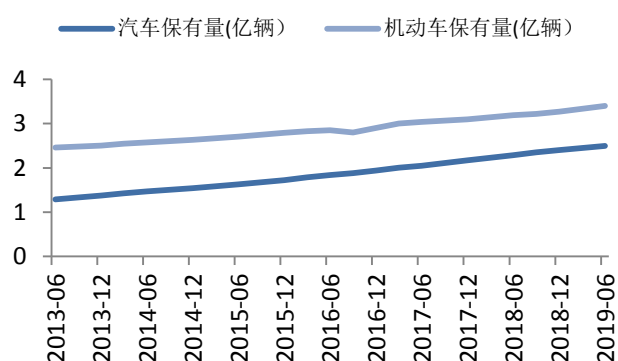
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、汽车保有量稳步提高，替换市场大有可为

轮胎产业有直接面向整车制造企业的配套市场和面向非汽车制造企业的替换市场，就体量而言，替换市场和汽车保有量高度相关，占据了轮胎销售额的 70% 以上。据统计，普通乘用车的替换系数为 1.5，而商用车及载重汽车的替换系数在 10-20 之间。

随着国内经济快速发展，居民收入水平逐渐提高，轿车已从奢侈品向耐用消费品转变，潜在的私人轿车消费市场空间巨大。我国机动车保有量在 2008 年只有 6.66 亿辆，到 2018 年达到 9.68 亿辆的规模，过去十年的复合增长率达到 3.8% 以上。细分来看，汽车保有量十年的复合增长率达到 11.0%，是机动车整体增速的 2 倍以上。

图 34：我国机动车及汽车保有量（季度）



资料来源：wind，民生证券研究院

表 6：轮胎配套及替换系数

轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数 (条)	替换系数 (条/辆·年)
轿车胎	轿车	5	1.5
载重胎	中型载重卡车	11	15
	重型载重卡车	16-22	10-20
	轻型载重卡车	7	4.2
	客车	7-11	2-5
工程胎	装载机械	4	2
	运输公车机械	6	3

资料来源：中国橡胶工业协会，民生证券研究院

国内巨大的汽车保有量及其稳定增长形成了对轮胎的刚性需求。由于消费者在更换轮胎时会偏好原配轮胎，仅占 30% 的配套市场会对替换市场上的轮胎销售起到明显的带动作用，公司在配套市场的成功将带动公司产品在替换胎市场的销售。近年来公司通过进入国内外汽车制造企业供应体系，尤其是畅销车型与中高端车型配套体系，极大的提高了公司的知名度与影响力，同时为进入相关车型替换胎市场奠定了基础。目前，公司配套车型中大众、日产、吉利、宝骏等品牌的 12 款车型进入 2018 年全球汽车销售 Top 50，合计销量超 400 万辆，成为公司开拓替换胎市场的坚实基础。

六、投资建议

公司品牌战略清晰，在配套领域逐步进入了大众、通用等全球知名车企；未来5年公司新产能将逐步投放，有望带动业绩的持续增长。我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.40、1.68、2.08元，对应当前股价PE分别为14.7、12.2、9.9倍，公司目前PE（TTM）为16倍，行业中位值为19倍，上调至推荐评级。

● 风险提示：

橡胶价格大幅波动、汽车产销景气度不及预期等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	15,302	16,860	17,972	20,131
营业成本	11,675	12,658	13,252	14,543
营业税金及附加	117	135	142	158
销售费用	909	877	935	1,047
管理费用	450	506	539	604
研发费用	550	674	719	805
EBIT	1,601	2,010	2,386	2,975
财务费用	233	425	413	455
资产减值损失	160	(124)	(80)	(41)
投资收益	18	30	28	24
营业利润	1,279	1,789	2,130	2,641
营业外收支	(47)	13	11	3
利润总额	1,231	1,802	2,141	2,645
所得税	50	125	126	149
净利润	1,181	1,677	2,015	2,497
归属于母公司净利润	1,181	1,677	2,014	2,496
EBITDA	2,564	2,981	3,428	4,098
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4429	4938	5710	5918
应收账款及票据	3685	3832	4169	4698
预付款项	200	168	173	210
存货	2447	2708	2513	3282
其他流动资产	1111	502	599	800
流动资产合计	12038	12440	13269	15226
长期股权投资	0	30	59	83
固定资产	10130	10590	11370	12250
无形资产	789	753	720	691
非流动资产合计	13756	14814	15635	16784
资产合计	25793	27254	28904	32010
短期借款	4781	4811	4846	4886
应付账款及票据	3630	4171	4037	4581
其他流动负债	96	30	51	41
流动负债合计	10549	11069	10933	11777
长期借款	2956	2606	2966	4166
其他长期负债	2272	2397	2395	2417
非流动负债合计	5229	5004	5361	6583
负债合计	15778	16072	16294	18360
股本	1200	1200	1200	1201
少数股东权益	8	9	9	10
股东权益合计	10016	11275	12814	14789
负债和股东权益合计	25793	27347	29108	33150

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	9.9%	10.2%	6.6%	12.0%
EBIT 增长率	1.5%	25.6%	18.7%	24.7%
净利润增长率	12.7%	41.9%	20.2%	23.9%
盈利能力				
毛利率	23.7%	24.9%	26.3%	27.8%
净利润率	7.7%	9.9%	11.2%	12.4%
总资产收益率 ROA	4.6%	6.1%	6.9%	7.5%
净资产收益率 ROE	11.8%	14.9%	15.7%	16.9%
偿债能力				
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
现金比率	0.4	0.5	0.5	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	60.9	56.0	56.5	57.8
存货周转天数	71.0	73.3	70.9	71.7
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.4	1.7	2.1
每股净资产	8.3	9.4	10.7	12.3
每股经营现金流	1.5	2.6	2.8	2.8
每股股利	0.3	0.4	0.4	0.4
估值分析				
PE	20.9	14.7	12.2	9.9
PB	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.7	8.0	7.0	6.1
股息收益率	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,181	1,677	2,015	2,497
折旧和摊销	1,123	847	961	1,082
营运资金变动	(570)	98	(130)	(744)
经营活动现金流	1,842	3,087	3,320	3,376
资本开支	2,470	1,675	1,447	1,767
投资	(585)	(280)	(408)	(476)
投资活动现金流	(3,057)	(1,296)	(1,904)	(2,388)
股权募资	2	2	5	7
债务募资	3,964	(336)	358	327
筹资活动现金流	3,109	(1,282)	(644)	(780)
现金净流量	1,894	509	773	208

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司股权结构	3
图 2: 公司主要品牌	3
图 3: 下游配套整车厂商情况	4
图 4: 公司发展历程	4
图 5: 公司近年产销量情况	5
图 6: 公司近年财务情况 (单位: 亿元)	5
图 7: 公司近年三费 (单位: 亿元) 及三费率变化情况	6
图 8: 公司研发费用情况 (单位: 亿元)	6
图 9: 公司近年归母净利润 (亿元)	6
图 10: 公司近年销售毛利率情况 (%)	6
图 11: 公司近年半钢胎销售毛利率测算	6
图 12: 公司近年全钢胎销售毛利率测算	6
图 13: 中国历年汽车产量 (单位: 万辆)	7
图 14: 近十年新能源汽车销量及增速	7
图 15: 2019 年汽车累计产量情况	8
图 16: 机动小客车用的新的充气轮胎的出口情况 (单位: 万吨)	8
图 17: 玲珑轮胎塞尔维亚项目投放进程 (单位: 万套)	9
图 18: 玲珑轮胎海外销售网点分布	9
图 19: 全球天胶新增种植面积情况 (单位: 千公顷)	9
图 20: 上期所天胶库存小计 (单位: 万吨)	9
图 21: 全球天胶供需面情况 (单位: 万吨)	10
图 22: 国内炭黑供需基本情况	10
图 23: 玲珑轮胎的单胎盈利情况	11
图 24: 玲珑轮胎国外营收情况	11
图 25: 玲珑轮胎未来新产能投放情况 (单位: 万套)	12
图 26: 玲珑轮胎与吉利合作历程	13
图 27: 吉利近年来全球销量 (万辆)	13
图 28: 玲珑轮胎和大众合作历史	14
图 29: 自主品牌汽车销量 (万辆)	14
图 30: 自主品牌乘用车市场占有率	14
图 31: 红旗 L5	15
图 32: 红旗 LS5	15
图 33: 国内新能源汽车产量 (万辆)	15
图 34: 我国机动车及汽车保有量 (季度)	16

表格目录

表 1: 2019 年以来主要刺激汽车消费政策	7
表 2: 未来新增产能净利润 (税后) 贡献预测 (单位: 亿元)	12
表 3: 配套车型全球销售情况	12
表 4: 自主品牌全球畅销车型配套情况	15
表 5: 全球配套新能源车情况	15
表 6: 轮胎配套及替换系数	16

分析师简介

邓健全，3年化工研究经验，曾先后任职于长城证券、安信证券，2018-2019年任长城证券化工组组长，2019年加盟民生证券，任化工高级分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。