

方正证券研究所证券研究报告

玲珑轮胎 (601966)

公司研究

化工行业

公司财报点评

2020.08.12/强烈推荐(维持)

首席化工分析师：李永磊
执业证书编号：S1220517110004
E-mail: liyonglei@foundersec.com
化工分析师 董伯骏
执业证书编号：S1220520060003
E-mail: dongbojun@foundersec.com

事件：

2020年8月12日，玲珑轮胎公告，公司2020H1实现营收82.44亿元，同比下降0.8%；实现归母净利润8.97亿元，同比增长23.64%；实现扣非后归母净利润8.24亿元，同比增长25.87%。2020H1加权平均净资产收益率7.78%，同比增加0.72个百分点。

点评：

1、中报归母净利润增长 23.64%

其中，2020Q2实现营收46.62亿元，同比增长9.05%，环比增长30.15%；实现归母净利润5.25亿元，同比增长19.32%，环比增长41.13%；实现扣非后归母净利润4.87亿元，同比增长20.84%，环比增长44.51%，非经常性损益主要为政府补贴6517万元。

费用率方面，2020H1公司录入销售费用4.72亿元，营收占比5.73%，同比下降0.40个pct；录入管理费用2.15亿元，营收占比2.61%，同比下降0.35个pct；录入研发费用3.52亿元，营收占比4.27%，同比提升0.21个pct；录入财务费用1.62亿元，营收占比1.97%，同比下降0.32个pct。

2、大尺寸轮胎占比提升、原材料成本下降带来业绩提升

2020H1公司归母净利润同比增长23.64%，其中Q2净利润同比增长19.32%，主要是因为原材料价格降低带来的生产成本降低。2020H1公司营业成本59.89亿元，同比减少3.61%，公司第一季度天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线、帘子布五项主要原材料总体价格同比降低2.58%，第二季度天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线、帘子布五项主要原材料总体价格同比降低19.15%。另外由于市场结构变化及公司内部产品结构调整，2020年第二季度公司轮胎产品的价格较2019年第二季度同比增加0.36%。

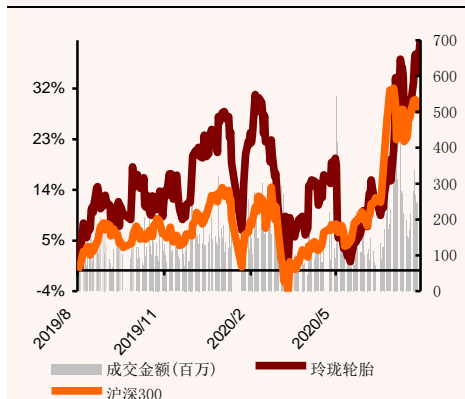
公司2020H1财务费用1.62亿元，同比-15.17%，主要是利息费用下降和汇兑收益增加（本期汇兑贡献159万元）所致，2019年同期为2314万元。

2020H1公司经营活动产生的现金流量净额达到了12.74亿元，同比增加1.98亿(+18.40%)，主要是原材料价格下降，现金流出减少导致。2020H1公司购买商品、接受劳务支付的现金减少5.08亿。

公司2020H1共生产轮胎2850.54万条，同比减少1.91%；销售2709.5万条轮胎，同比减少1.75%。单胎价格为304.26元，较去年提升4.20元，同比增加1.40%；实现毛利率27.35%，较去年提高2.12个pct。

公司2020Q2共生产轮胎1389.29万条，同比减少4.92%，环比下降4.92%；销售1489.54万条轮胎，同比增长8.20%，环比增

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《【方正化工】玲珑轮胎深度之八：从自由现金流的角度挖掘内在价值》2020.06.09

《【方正化工】玲珑轮胎2020一季报点评：汇兑收益和产品、市场结构调整带来业绩大幅增长》2020.04.21

《【方正化工】玲珑轮胎2019年报点评：2019Q4销量超预期，2020年目标仍高远》2020.04.14

请务必阅读最后特别声明与免责条款

长 22.10%。单胎价格为 312.98 元，较去年提升 2.41 元，同比增加 0.78%，环比提升 19.37 元，环比增加 6.60%；实现单胎毛利 86.81 元，同比提高 5.52 元，同比增加 6.79%，环比提升 7.92 元，环比增加 10.04%；实现毛利率 27.73%，较去年提高 1.56 个 pct，环比增长 0.88 个 pct。

3、海外工厂盈利持续增长

2020H1 泰国玲珑实现营业收入 22.26 亿元，同比减少 1.71%；实现净利润 6.04 亿元，同比+26.53%，环比-28.27%；泰国玲珑净利润占公司总净利润 67.39%，同比增加 1.58 个 pct。公司海外市场主要集中在美国、欧盟等国家和地区，在欧美“双反”下对国内公司出口造成影响。公司将加快塞尔维亚以及其他海外工厂的建设，继续提高国际竞争力。

4、新零售元年开启，渠道和品牌驱动成长

2020 年是玲珑轮胎的“新零售元年”，通过与腾讯云、华制智能联合开发智慧营销平台，打造线上线下相结合的玲珑新零售，新零售以 300 家核心经销商、1000 家前置仓、2000 家旗舰店和玲珑轮胎智慧零售系统为依托，以全方位“服务车”“服务消费者”为出发点，从单一的轮胎销售，扩展到“轮胎与非轮胎结合”“轮胎、非轮胎商品与服务结合”，实现从公司——经销商——门店的全面转型，由单一的轮胎销售转变为整车全方位服务。

2020 年 6 月，玲珑轮胎智慧零售平台 app 正式上线，将带来更加便捷服务，真正实现“新零售、新平台、新突破”。上半年国内零售市场总体销量增长 35%，分产品来看，国内全钢胎零售销量同比增长约 49%，国内半钢胎零售同比增长约 28%，尤其自 2020 年 3 月布局新零售以来增速明显，3-6 月份 4 个月的累计增速超过 51%。据国家统计局发布数据：2020 年 1-6 月全国轮胎外胎总产量为 3.57 亿条，同比下降 12.1%。

同时，在配套端，公司不断提升配套规格档次，加大 17 寸以上主胎开发，实现上半年半钢 17 寸及以上发货占比同比增长 3 个百分点。成功配套一汽大众奥迪 A3/Q3 两个项目备胎、长安福特新一代福睿斯主胎，进入吉利领克主胎供货体系。商用车端泰国玲珑进入世界一流商用车品牌配套体系——德国 MAN 商用车股份公司供应商体系。

5、坚持研发投入

2020 年 H1 公司的研发费用达到 3.52 亿元，同比增加 4.45%。2019 年研发人员数量达到 2066 人，同比增加 236 人。公司 2020 年上半年国内外授权专利 59 项，累计授权专利 750 余项，专利保有量居国内轮胎企业前列。公司成功开发出石墨烯补强胎面轮胎、3D 打印超低生热与高抗切割聚氨酯轮胎、赛车胎、缺气保用轮胎、低气味轮胎、蒲公英橡胶轮胎等，参与国家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，并自主研发城市轨道交通专用产品，打破国际一线品牌产品垄断，实现关键零部件轮胎的国产化、本地化生产。

6、“6+6”战略落地，优化全球产业布局

国内基地：招远、德州、柳州，荆门（在建 1446 万条产能，2023 年达产）、长春（拟建 1400 万条产能，2025 年达产）、基地 6 待定（初步规划 1360 万条产能）。

国外基地：泰国、塞尔维亚（在建 1362 万条产能，2025 年全部达产），基地 3 于 2021 年前确定选址（拟 1700 万条产能，2025 年达产），基地 4、5、6 待定（初步规划单体产能 1360 万条）。

7、下半年业绩有望继续提升

下半年，随着国外复工复产和国内的复苏，玲珑轮胎的销量有望继续提升，从单条轮胎盈利的角度看，虽然橡胶、炭黑、橡胶助剂等原材料价格有所反弹，但由于玲珑轮胎新零售模式的推广和产品结构继续提升，我们预计单条轮胎的毛利有望维持，整体业绩有望继续提升。

8、投资建议：

预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 19.31、22.58、25.26 亿元，PE 为 15.87、13.58 和 12.13 倍，维持“强烈推荐”评级。

9、风险提示：主要市场关税壁垒政策变动、新冠病毒疫情导致世界轮胎需求长时间低迷、项目投产不达预期、原装配套突破低于预期、销量增长不达预期、原材料价格大幅波动、汇率大幅波动、工厂安全环保生产、产品质量事故等。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	17164.16	19104.16	22401.93	26096.27
(+/-) (%)	12.17	11.30	17.26	16.49
净利润	1667.93	1930.82	2257.54	2525.69
(+/-) (%)	41.20	15.76	16.92	11.88
EPS(元)	1.39	1.61	1.88	2.10
P/E	14.33	15.87	13.58	12.13

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	玲珑轮胎 2020 年中报业绩亮眼	6
2	新零售元年开启，渠道和品牌驱动增长	7
3	持续推进品牌建设，进入一流商用车配套体系	9
4	十年长期规划描述宏伟蓝图	10
4.1	“6+6” 战略实施，预计未来销量年均增速接近 10%	11
4.2	拟建长春基地，布局东北市场	12
5	美国对东南亚地区双反有利于头部企业国际化速度加快	13
5.1	海外工厂盈利增加，带动业绩增长	13
5.2	USW 称来自韩国、中国台湾、泰国和越南进口轮胎伤害美国产业	14
5.3	短期，积极应对，尽量降低损失	15
5.4	长期，中国轮胎企业崛起的趋势不变	16
5.5	强者的筛选机	16
5.6	远期，未来在亚洲，壁垒在品牌	16
6	玲珑轮胎核心竞争力	17
6.1	战略升级，优化全球产业布局	17
6.2	核心产品品质高、性能优、品类齐全	18
6.3	创新发展，全面提高自主研发能力	19
6.4	渠道赋能多元化宣传	20
6.5	品牌影响力稳步提升	20
7	投资建议	21
8	风险提示	21

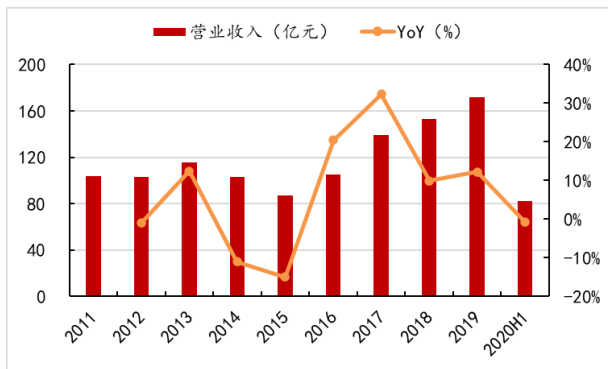
图表目录

图表 1: 公司营业收入及变化	6
图表 2: 公司毛利润及变化	6
图表 3: 公司归母净利润及变化	6
图表 4: 公司毛利率和净利率变化	6
图表 5: 玲珑轮胎 2020 年 H1 产量微降	7
图表 6: 玲珑轮胎 2020 年 H1 销量微降	7
图表 7: 玲珑轮胎新零售战略目标	7
图表 8: 玲珑轮胎互联网布局, 和腾讯云、华制制造战略合作	8
图表 9: 玲珑轮胎智慧零售平台 app 正式上线	8
图表 10: 玲珑轮胎国内配套主流汽车品牌	9
图表 11: 玲珑轮胎国外配套主流汽车品牌	10
图表 12: 玲珑轮胎上榜中国 500 最具价值品牌	10
图表 13: 国内唯一上榜全球最有价值十大轮胎品牌	10
图表 15: 玲珑轮胎生产基地产能规划情况	12
图表 16: 泰国玲珑盈利增加	14
图表 17: “双反”导致中国出口美国轮胎数下降	14
图表 18: “双反”导致中国出口英国轮胎数下降	14
图表 19: 美国钢铁工人联合会指控的倾销/补贴幅度	15
图表 20: 美国从韩国、中国台湾、泰国和越南进口轮胎 8530 万条	15
图表 21: 全球 75 强轮胎企业中中国大陆企业销售额占全球的比例	16
图表 22: 全球乘用车胎消费市场情况 (按地域)	17
图表 23: “6+6”全球化战略	18
图表 24: 公司主要轮胎产品	19

1 玲珑轮胎 2020 年中报业绩亮眼

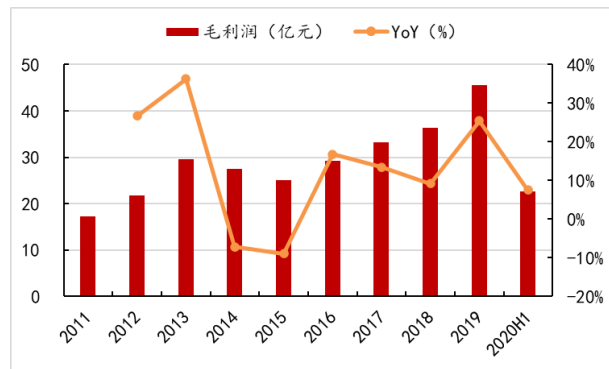
8月11日公司发布2020年中报，公司2020H1实现营收82.44亿元，同比下降0.8%；实现归母净利润8.97亿元，同比增长23.64%；实现扣非后归母净利润8.24亿元，同比增长25.87%。2020H1加权平均净资产收益率7.78%，同比增加0.72个百分点。其中，2020Q2实现营收46.62亿元，同比增长9.05%，环比增长30.15%；实现归母净利润5.25亿元，同比增长19.32%，环比增长41.13%；实现扣非后归母净利润4.87亿元，同比增长20.84%，环比增长44.51%。

图表 1：公司营业收入及变化



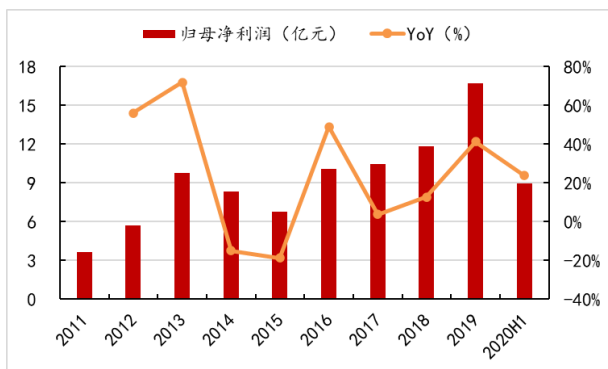
资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

图表 2：公司毛利润及变化



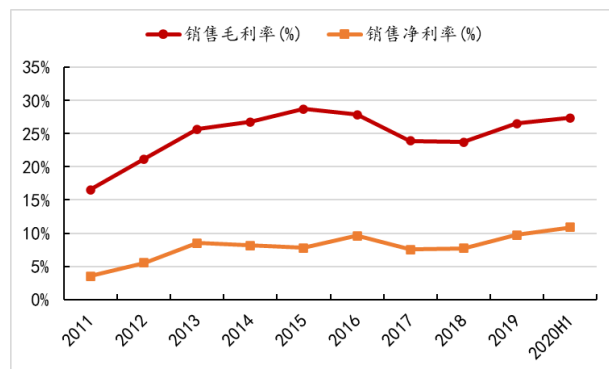
资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

图表 3：公司归母净利润及变化



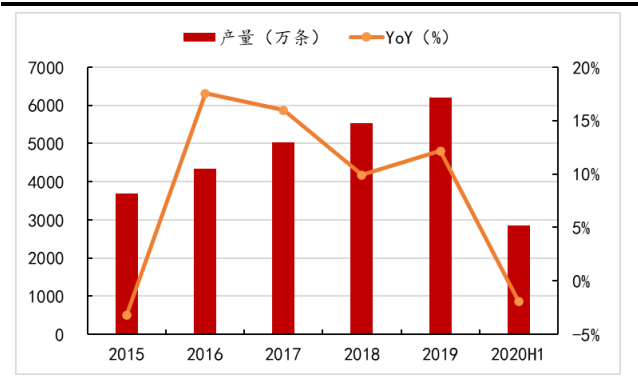
资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

图表 4：公司毛利率和净利率变化



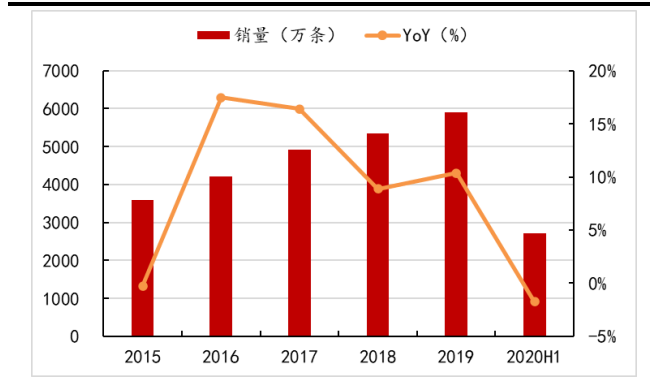
资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

图表 5: 玲珑轮胎 2020 年 H1 产量微降



资料来源: wind, 公司公告, 方正证券研究所

图表 6: 玲珑轮胎 2020 年 H1 销量微降

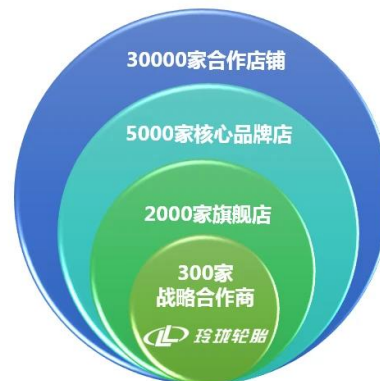


资料来源: wind, 公司公告, 方正证券研究所

2 新零售元年开启, 渠道和品牌驱动增长

2020 年是玲珑轮胎的“新零售元年”。玲珑轮胎深耕零售渠道, 加大力度支持终端网点建设, 目前在全球拥有近 5000 家品牌形象店, 并为销量大、忠诚度高的核心门店提供产品推广、经营管理、广告宣传、客户引流等多方面的支持。玲珑轮胎战略目标在 2020 年至 2022 年在全国打造 300 家战略合作经销商、2000 家旗舰店、5000 家核心品牌店、30000 家紧密合作店, 以全方位“服务车”“服务消费者”为出发点, 从单一的轮胎销售, 扩展到“轮胎与非轮胎结合”“轮胎、非轮胎商品与服务结合”, 实现从公司——经销商——门店的全面转型, 由单一的轮胎销售转变为整车全方位服务。上半年国内零售市场总体销量增长 35%, 分产品来看, 国内全钢胎零售销量同比增长约 49%, 国内半钢胎零售同比增长约 28%, 尤其自 2020 年 3 月布局新零售以来增速明显, 3-6 月份 4 个月的累计增速超过 51%。新零售系统的正式上线, 将全面赋能终端门店并为线下消费助力, 通过线上与线下的高度结合, 为玲珑的合作伙伴搭建良性循环的生态链。

图表 7: 玲珑轮胎新零售战略目标



资料来源: 玲珑轮胎微信公众号, 方正证券研究所

随着“新零售元年”战略全面实施, 玲珑以终端店铺和新零售系统为依托, 由单一轮胎销售转变为整车全方位产品销售和服务, 实现产品更丰富、服务更专业、利润最大化。完善店铺支持政策, 精准为终端店铺宣传引流, 通过线上与线下高度结合, 实现轮胎产品与全品类结

合、销售与服务结合、仓储与物流结合，为玲珑合作伙伴搭建良性循环生态链！

2020年年初，玲珑轮胎与腾讯云、华制智能达成合作，打造人与人、人与物、物与物全面连接的智慧营销云平台一期建设，为玲珑轮胎提供云计算、智能制造、大数据、人工智能、协同办公、物联网、信息安全等领域技术支持，助力玲珑轮胎实现数字化升级，加速全球化战略布局，实现智能化制造。

据证券时报网报道，2020年7月10日，玲珑轮胎与腾讯云、华制智能再次签署战略合作协议，进行二期合作，在此前共建的全球首个轮胎行业工业互联网平台基础上，继续完善玲珑轮胎数字化服务体系，解决装备制造业目前存在的消费者预约服务不能及时接单处理、没有方便快捷的配件及服务网点查询功能等后市场痛点。

图表 8：玲珑轮胎互联网布局，和腾讯云、华制制造战略合作



资料来源：公司公告，方正证券研究所

腾讯云助力玲珑轮胎打造的智慧营销云平台已经颇具成效，据证券时报报道，云平台自今年6月份开放以来，已上线经销商订单、计划、政策等功能，吸引了近300家客户登陆使用。玲珑轮胎智慧工业后市场云平台，利用企业微信、小程序等连接应用，更高效触达用户，快速响应市场需求，同时通过电子商城打通线上线下门店，将线上消费者有效引入线下的门店服务体系，带来更多营销可能性。2020年6月，玲珑轮胎智慧零售平台app正式上线，将带来更加便捷服务，真正实现“新零售、新平台、新突破”。

图表 9：玲珑轮胎智慧零售平台 app 正式上线



资料来源：玲珑轮胎微信公众号，方正证券研究所

玲珑轮胎不断完善后市场产品种类，为店铺综合赋能，帮助店铺获得更高竞争优势。合作企业包括：泰克、壳牌、红冠电池、Tiptop、世达，战神等。以壳牌为例，壳牌机油上架玲珑新零售平台，帮助客户选油（油种匹配车型），增强客户信任，增加商家利润。5月26日，玲珑轮胎招远旗舰店重装升级隆重开业，这是玲珑轮胎“新零售元年”全力支持渠道建设的又一成果，也是玲珑轮胎“万店百商”计划中的又一标杆。玲珑轮胎坚持举办玲珑轮胎群雄会系列活动，让零售商和企业面对面、近距离的沟通交流，建立更密切、更深入的合作关系，实现互利共赢、协同发展。

3 持续推进品牌建设，进入一流商用车配套体系

自成立以来，公司已形成玲珑、ATLAS、利奥、山玲、Evoluxx、Benchmark 等多个面向全球差异化市场定位的多元化品牌，产品销往全球 180 多个国家和地区。玲珑轮胎连续多年入围世界轮胎二十强，中国轮胎前三强，产品畅销全球 180 多个国家和地区，成功配套大众（含奥迪）、通用、福特、雷诺日产、曼恩（MAN）、一汽红旗、一汽奔腾、上汽通用五菱、吉利汽车、比亚迪、奇瑞、长城、一汽解放、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风股份、东风柳汽、中集车辆、厦门金龙等全球多家知名主机厂 100 多个生产基地。

在乘用车配套市场方面，公司不断提升配套规格档次，加大 17 寸以上主胎开发，实现上半年半钢 17 寸及以上发货占比同比增长 3 个百分点。并逐步向中高端车型配套发展，成功配套一汽大众奥迪 A3/Q3 两个项目备胎、长安福特新一代福睿斯主胎，进入吉利领克主胎供货体系，此外公司在吉利供应商等级方面由 BCC 提升为 BBB，标志着吉利对公司进一步的认可。商用车配套市场方面，2020 年 1 月泰国玲珑成功进入世界一流商用车品牌配套体系——德国 MAN 商用车股份公司供应商体系，再次印证了泰国玲珑历经近十年的高质量发展，在技术研发、质量管理、及时交付等方面均已达到国际先进水平。根据近日公布的中国汽车市场上半年配套排名，公司在“2020 年上半年中国市场轮胎原配品牌排行”位居全球第六，在“中国轮胎原配排行”中拔得头筹。

图表 10：玲珑轮胎国内配套主流汽车品牌



资料来源：公司官网，方正证券研究所

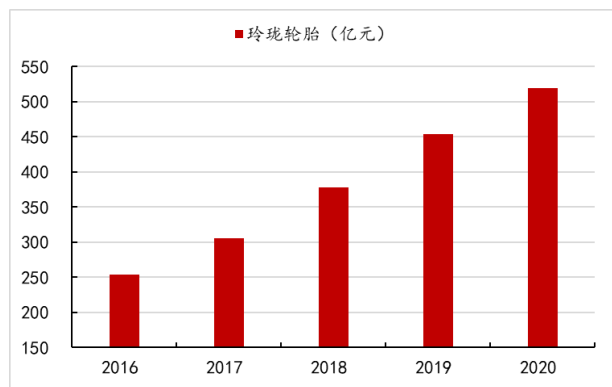
图表 11：玲珑轮胎国外配套主流汽车品牌



资料来源：公司官网，方正证券研究所

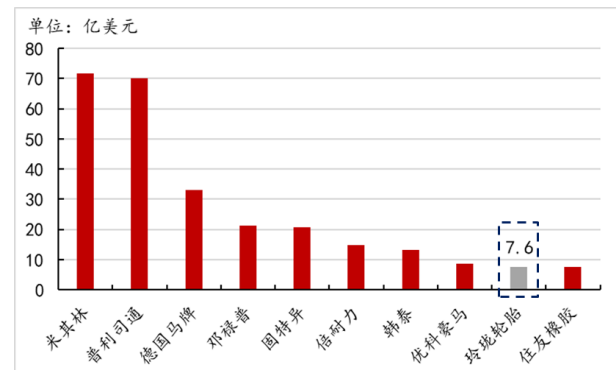
2020年8月5日，世界品牌实验室(World Brand Lab)发布的2020年《中国500最具价值品牌》报告出炉，玲珑轮胎以519.67亿元的品牌价值荣登本年度最具价值品牌榜单第116位，较2019年提升60多亿元。同时，上榜“2020年全球十大最具价值轮胎品牌”，成为唯一上榜的中国轮胎品牌，品牌价值7.6亿美元，品牌评级AA-，品牌强度指数(BSI)68。在“2020年全球轮胎企业34强”排名中，玲珑轮胎从17位跃升至14位。

图表 12：玲珑轮胎上榜中国500最具价值品牌



资料来源：世界品牌实验室，方正证券研究所

图表 13：国内唯一上榜全球最有价值十大轮胎品牌



资料来源：Brand Finance，方正证券研究所

4 十年长期规划描述宏伟蓝图

万丈高楼，蓝图先行，谋定而后动，才可以行稳致远。我们认为，玲珑轮胎对于未来十年的中长期战略规划，符合行业发展趋势，能够指导公司朝着世界巨头的目标迈进，明确的战略规划有利于公司更加专注和聚焦，也体现出一家中国轮胎制造企业的雄心。

战略符合未来发展的大趋势，纲要指出，“未来十年中国工业发展将进入一个关键发展阶段，行业进入优胜劣汰的快速整合期。在新形势下，玲珑轮胎发展战略的核心是找准新定位、培育新优势、采取新举措，按照上下游项目一体化、物流运输一体化、环境保护一体化、管理服务一体化的原则，努力将公司建设成为技术先进、配套设施完善，环境友好、生产效率高、产品质量优，竞争力强的国际化知名轮胎企业。”这一定位与我们方正化工对轮胎行业的分析趋势不谋而合，我

们认为，未来十年，全球轮胎竞争格局将发生重大变化，这一变化并非一般传统行业的强者恒强或群雄并起，而是中国轮胎巨头的崛起，这一结论背后的核心逻辑为中国轮胎行业极强的成本竞争力和日益提升的产品品质，成本竞争力来自于人工、装置、效率等，产品品质来自于研发投入的增强和智能制造的崛起。而轮胎企业向轮胎巨头的转变更多要体现在品牌力方面，只有品牌力的提升才能从根本上树立起壁垒，进而提升轮胎标的的投资回报率。品牌力提升的关键是相应轮胎在高端车型前装配套的不断突破，在高端领域由前装向后装突破是最快的路径。此处需要指出的是，中国轮胎企业进入高端车型配套并非仅仅是轮胎企业单方面需求，对汽车企业来说同样有需求，降低成本是一方面，另一方面是合作会加快汽车的研发速度。未来汽车企业之间的竞争也将加剧，新车型研发周期缩短，而中国轮胎企业高效的响应速度会在轮胎这一环节使配套客户形成与竞争对手之间的优势。与市场的一致认识不同，我们方正化工认为，高端车型采用国产轮胎很有可能在未来几年形成大趋势，先合作的汽车企业和轮胎企业会首先受益，倒逼行动较慢的企业不得不采取国产轮胎，所以高端车型采用国产轮胎也是一种双向受益的行为。

从目前的进展情况看，玲珑轮胎在半钢胎前装配套方面是走的最为坚决和进展最大的国产轮胎企业，玲珑轮胎已经成为奥迪、大众、通用、福特、雷诺日产等世界一流汽车厂的全球供应商，本次规划公司提出“打造具备世界一流技术水平、世界一流管理水平、具备世界一流品牌影响力的技术型轮胎制造企业”这一宏伟目标，与未来将逐渐配套国际一流车企的地位是相符的。

图表 14：玲珑轮胎战略规划目标及落地情况

规划时点	短期目标	落地情况	长期目标
2016年	未来两年内产能达到5000万条,全球布局执行3+3战略	2018年产能达到6445万条。国内布局了招远、德州、柳州基地,国外布局了泰国基地	世界前十强
2018年	全球布局执行5+3战略	国内新增了荆门基地,国外新增了塞尔维亚基地	世界前六强
2020年	未来十年全球布局执行6+6战略	国内新增了长春基地投资	世界前五强

资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.1 “6+6”战略实施，预计未来销量年均增速接近 10%

为推动制造、销售、服务本地化，更好的贴近用户和市场，细分市场提高占有率，公司实施“6+6”发展战略，即：国内六个生产基地，海外六个生产基地，到 2030 年产销量突破 1.6 亿条轮胎。

国内 6 基地：招远、德州、柳州，荆门（在建 1446 万条产能，2023 年达产）、长春（拟建 1400 万条产能，2025 年达产）、基地 6 待定（初步规划 1360 万条产能）。

国外 6 基地：泰国、塞尔维亚（在建 1362 万条产能，2025 年全部达

产), 基地 3 于 2021 年前确定选址(拟建 1700 万条产能, 2025 年达产), 基地 4、5、6 待定(初步规划单体产能 1360 万条)。

图表 15: 玲珑轮胎生产基地产能规划情况

序号	基地	设计产能/ (万条/年)	进度
1	山东招远	3610	完成
2	山东德州	1200	完成两期
3	广西柳州一期	1100	完成
4	广西柳州二期	1100	尚未完成
5	湖北荆门	1440	完成一期
6	长春	1400	2025 年完全达产
7	国内基地六	1360	待选址
	国内合计	11210	
8	泰国	1680	完成
9	塞尔维亚	1360	2025 年全部达产
10	国外基地三	1700	2021 年前确定选址, 2025 年达产
11	国外基地四	1360	待选址
12	国外基地五	1360	待选址
13	国外基地六	1360	待选址
	国外合计	8820	
	产能淘汰	-1100	
	总计	18930	

资料来源: wind, 公司公告, 方正证券研究所

4.2 拟建长春基地, 布局东北市场

长春基地优势多:

(1) 吉林省、长春市的政策支持。中国一汽对长春就近配套的零部件企业提供订单、现金流、市场份额、优先询价、最后报价五项优惠政策。

(2) 项目位于长春汽车经济技术开发区, 配套半径大幅缩短, 产业链效率高。

(3) 公司与一汽合作 20 余年, 多年被评为优秀供应商。2018 年 9 月, 一汽与玲珑签署框架协议共同研发新型轮胎。随着公司在长春建厂, 当地政府促成合作升级, 配套份额进一步提升。

(4) 项目符合国家产业政策, 可享受其他政策支持。

年产 1200 万条半钢胎、200 万条全钢胎、20 万条全钢翻新胎

项目于 2020 年开工建设，2025 年竣工，总建设期为 5 年。

分三期建设，一期为 120 万条全钢胎；二期为 40 万条全钢胎和 600 万条半钢胎；三期为 40 万条全钢胎、600 万条半钢胎和 20 万条翻新胎。

项目总投资 48.94 亿，其中企业自筹 16.94 亿（占比 34.61%），银行贷款 32 亿（占比 65.39%）。项目达产后，实现营收 44.4 亿元，实现净利润 3.6 亿元

本项目达产后，公司销售收入和利润将进一步增长，对提升公司的盈利能力、全球综合竞争力和品牌影响力具有重要意义。

玲珑轮胎非常重要的战略布局

玲珑轮胎目前已经在华北（山东招远、山东德州）、华中（湖北荆门）、西南（广西柳州）做了布局，此次布局在吉林长春可以覆盖整个东三省以及内蒙，甚至俄罗斯、韩国、日本等地，首先我们看前装市场，根据公司发布的可行性研究报告，现有项目所在的长春汽车经济开发区具有一汽集团、一汽大众、一汽轿股、一汽丰越、一汽解放等重点企业，并在重点推进一汽大众 Q 工厂等重点项目，而按照一汽集团 2023 年销量 590 万辆，2025 年销量 700 万辆的规划，以及目前在长春汽开区的项目扩建规划，未来仅一汽集团吉林省地区的轮胎需求将翻倍，乘用车轮胎需求达到 1570 万条，卡客车轮胎需求达到 330 万条。在东三省内，一汽轿车、一汽大众、一汽红旗、一汽解放、华晨金杯、大连奇瑞、辽宁中集、哈尔滨福特等都是公司配套客户。随着公司与宝马、中集、福特、奇瑞、金杯等主机厂合作的深入，配套市场将进一步提升，按照各汽车厂的产能规划，预计到 2025 年玲珑轮胎在东北三省合作主机厂乘用车配套轮胎将达到 800 万条，卡客车配套轮胎将达到 150 万条。

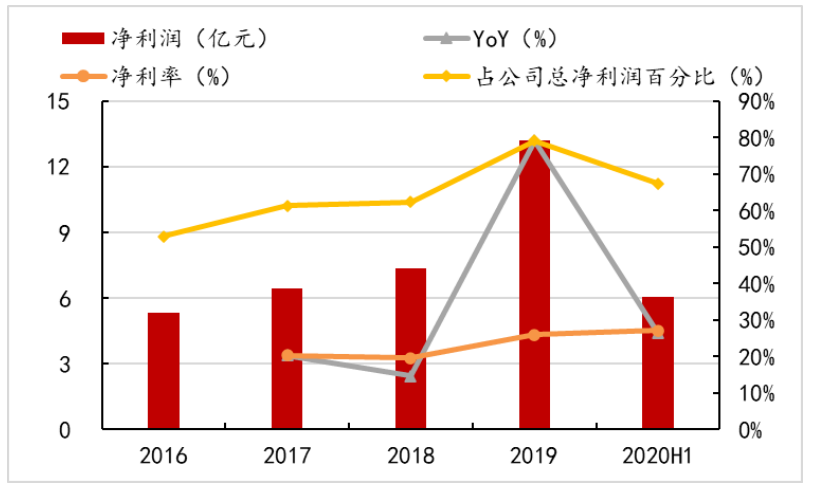
在替换胎市场，截止 2018 年东北三省预计需求乘用车轮胎约 1350 万条，2018 年商用车替换市场约 1890 万条（含全钢、斜胶、半钢轻卡及翻新胎）。而内蒙地区截止 2018 年汽车保有量 531.91 万辆，其中载客汽车 468.21 万辆，载货汽车 61 万辆，其他车辆 2.7 万辆，对轮胎的需求将超过吉林省或黑龙江省。综合配套和替换市场，长春项目确定年产 1200 万套半钢和 200 万套全钢生产规模是可行的。

5 美国对东南亚地区双反有利于头部企业国际化速度加快

5.1 海外工厂盈利增加，带动业绩增长

2020H1 泰国玲珑实现营业收入 22.26 亿元，同比减少 1.71%；实现净利润 6.04 亿元，同比+26.53%，环比-28.27%；泰国玲珑净利润占公司总净利润 67.39%，同比增加 1.58 个 pct。公司海外市场主要集中在美国、欧盟等国家和地区，在欧美“双反”下对国内公司出口造成影响。公司将加快欧洲以及其他海外工厂的建设，继续提高国际竞争力。

图表 16: 泰国玲珑盈利增加



资料来源: wind, 公司公告, 方正证券研究所

图表 17: “双反”导致中国出口美国轮胎数下降



资料来源: wind, 海关总署, 方正证券研究所

图表 18: “双反”导致中国出口英国轮胎数下降



资料来源: wind, 海关总署, 方正证券研究所

5.2 USW 称来自韩国、中国台湾、泰国和越南进口轮胎伤害美国产业

据美国钢铁工人联合会 (USW) 信息, 北京时间 2020 年 5 月 13 日晚, USW 向美国商务部和美国国际贸易委员会提出申请, 要求对来自韩国、泰国及中国台湾地区的乘用车和轻卡车轮胎产品 (以下称 PLT) 启动反倾销调查, 对来自越南的乘用车和轻卡车轮胎产品启动反倾销和反补贴调查。

对韩国、泰国及中国台湾地区的反倾销调查期间预计为 2019 年 4 月 1 日到 2020 年 3 月 31 日; 对越南的反倾销调查期间预计为 2019 年 10 月 1 日到 2020 年 3 月 31 日, 对越南的反补贴调查期间预计为 2019 年全年。

图表 19: 美国钢铁工人联合会指控的倾销/补贴幅度

涉案国家或地区	调查类型	倾销/补贴幅度
韩国	反倾销	42.95% - 195.20%
泰国	反倾销	106.4% - 217.5%
中国台湾	反倾销	21% - 147%
越南	反倾销	14.73% - 33.06%
越南	反补贴	大于可忽略不计的幅度

资料来源: USW, 方正证券研究所

美国轮胎媒体《Modern Tire Dealer》(以下称为 MTD) 统计, 自 2017 年以来, 美国从韩国、中国台湾、泰国和越南进口的轮胎价值增长了 22.1%。2019 年这四个国家和地区向美国市场出口了 8530 万条乘用车和轻卡轮胎, 价值 43.91 亿美元, 其中一半以上来自泰国。

图表 20: 美国从韩国、中国台湾、泰国和越南进口轮胎 8530 万条

2019年排名	国家或地区	进口 PLT 轮胎
1	泰国	4510万
2	韩国	1930万
6	越南	1190万
8	中国台湾	900万
总计		8530万

资料来源: MTD, CNKI, 方正证券研究所

5.3 短期, 积极应对, 尽量降低损失

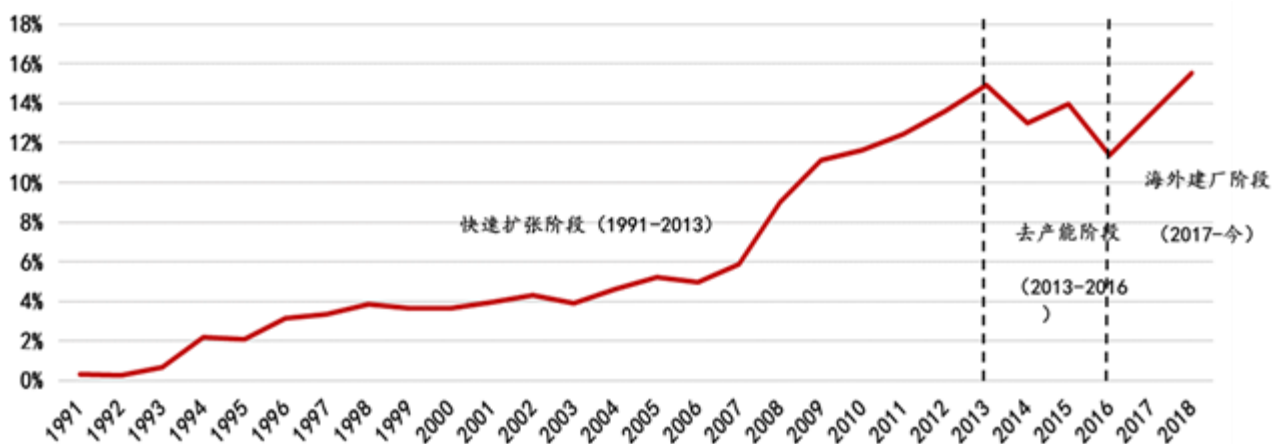
这次美国 USW 再次启动针对轮胎的双反调查, 速度虽然超出市场预期, 但是存在内在的必然性, 美国 USW 的出发点就是要保就业和美国的本土企业, 2019 年美国最大的轮胎公司固特异的净利润为-3.11 亿美元, 2020Q1 净利润为-6.19 亿美元, 经营不断恶化, 这也是美国 USW 提出双反调查的一个大背景。和历史上美国对中国大陆轮胎的特保案以及双反调查相比, 本次双反调查的最终结果尚有不不确定性, 历史上, 美国不承认中国大陆的市场经济地位, 而此次针对的国家和地区大概率被美国认定为具有市场经济地位, 那么反倾销所选定的比较价格就可以依据本土的市场价格, 由于中国大陆出口到美国的轮胎受限, 所以这几个国家和地区出口到美国的轮胎价格相对较高, 倾销的认定上存在很大的不确定性, 即使被认定为倾销, 加征的关税额度也有很大的工作空间。预计, 各个涉及企业会积极应对, 尽量降低损失。以玲珑轮胎为例, 公司泰国工厂具有 1500 万条半钢产能, 其中我们估算产量约有 1300 万条, 估计出口美国的条数约有 1000 万条左右。如果被实行反倾销, 我们预计公司会加大在欧洲和东盟的销售力度, 同时公司在欧洲的工厂也会加快布局, 同时加速在其他国家和地区的布局,

降低损失。

5.4 长期，中国轮胎企业崛起的趋势不变

从表面上看，这是一场关税的游击战，美国对中国大陆的轮胎加征了关税，逼迫部分企业转移到东南亚，本次美国对东南亚再次动手，我们预计部分企业还会在转移到其他国家和地区。背后的本质原因是美国市场的不可舍弃和高效产能对低效产能的替代。据米其林年报数据，2018年，美国半钢胎的消费量约为3.95亿条，占到全球半钢胎消费量15.80亿条轮胎的25%，任何一个大企业都难以舍弃这个市场。但同时，发达国家和地区高昂的人工费用和较低的自动化程度，使得这些本土生产的轮胎成本和费用大幅高于发展中国家和地区，这也是部分中国企业虽持续转移产能，但仍能保持出口的原因。展望未来，中国轮胎企业不断提升装置智能化程度，优势会进一步加大。一方面，如果美国本次双反成功，整个市场会自动再平衡，美国之外市场竞争的加剧会压迫其他国家和地区加大对美国的出口；另一方面，中国龙头的轮胎企业会加速国际化的布局，部分龙头企业已经开启了全球的布局进程，甚至，有可能到美国布局，虽然美国的人工成本较高，但由于中国轮胎企业的自动化程度不断抬升，新建的工厂仍然具有竞争优势。

图表 21：全球 75 强轮胎企业中中国大陆企业销售额占全球的比例



资料来源：轮胎商业，方正证券研究所

5.5 强者的筛选机

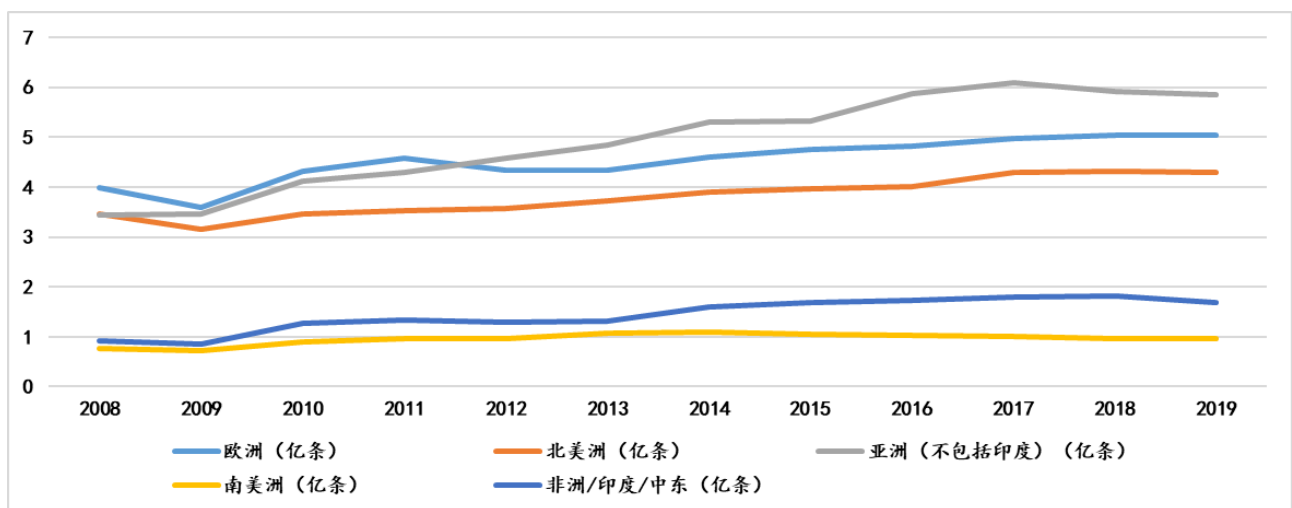
关税的游击战也是一种残酷的筛选机制，考验的是企业的反应速度和战略眼光，提前在东南亚布局的企业大部分已经有所收获，有资金和实力再次转移，而刚刚布局的企业可能会面临巨大的压力。如果说美国之前对中国大陆企业的关税壁垒使得十几家有竞争力的企业脱颖而出，本次再一次的双反调查还会筛选出更强者。

5.6 远期，未来在亚洲，壁垒在品牌

虽然欧美发达国家的半钢胎市场仍然占据全球的 55%左右，但其全球的占有率不断下行，以中国为首的亚洲市场（不包含印度）已经提升到了 31%，随着亚洲地区汽车保有量的攀升，轮胎的全球消费中心将逐渐向亚洲转移。未来，要打造百年强企，能够依靠的壁垒还在于半钢胎的品牌，背后是企业的经营管理和研发创新能力。我们方正化工认为，作为后起之秀的中国轮胎企业，其产品具有成本优势，同时质量不逊于一线品牌，现在打造品牌之路的必然途径是突破知名汽车轮胎的前装配套，同时，品牌宣传必不可少，从前装突破以带动后装市场高端轮胎的渗透，进而形成品牌优势。

玲珑轮胎在这一方面已经具有先发优势，公司在大众（含奥迪）、福特、通用、雷诺日产、广汽三菱等国际知名汽车品牌方面以获得突破，同时在红旗、吉利、比亚迪、奇瑞、长城等优秀的国产汽车品牌得到大规模使用，优势明显。

图表 22：全球乘用车胎消费市场情况（按地域）



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

6 玲珑轮胎核心竞争力

6.1 战略升级，优化全球产业布局

2020年3月公司董事会审核通过《关于制定〈公司中长期发展战略规划（2020-2030年）纲要〉的议案》，提出“6+6”发展战略，即：中国规划建设六个生产基地，海外规划建设六个生产基地。截至目前，中国工厂方面，除了招远、德州、柳州三个生产基地外，第四个工厂湖北荆门工厂一期已于2019年年底试生产，第五个工厂于2020年3月确定选址在吉林长春；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。其它工厂将根据公司的整体规划逐步分期推进。

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。另一方面，全球采购、全球生产、全球销售以及全球物流的产供销现代化体系将高质量推动公司整体产业的统筹协调、科学调配和合理运转。

图表 23: “6+6” 全球化战略



资料来源: wind, 公司公告, 方正证券研究所

6.2 核心产品品质高、性能优、品类齐全

核心产品品质高、性能优、品类齐全是支持公司提升市占率的重要因素。公司研究总院深入把握市场命脉，以配套市场高端需求为导向，支持培育创新技术发展新动能，在充分利用现有先进技术和性能测试系统的基础上，研发出符合市场需求的高性能轮胎，产品涵盖高性能轿车子午线轮胎、赛车胎、轻卡子午线轮胎、全钢载重子午线轮胎、全钢工程胎、斜交工程胎、农业子午胎、工业胎、航空胎、斜交胎、摩托车胎十一大系列一万多个规格品种。

公司对标一流，细分市场、细分品牌、细分花纹，开发了一系列产品，为消费者提供细分的多元化产品与服务。公司自主知识产权 LRS 技术开发的补气保用轮胎，干湿地操控性能优、安全续航能力强、经济燃油性能大幅提升；专业 D1 赛车轮胎 FLASH 系列产品操控稳定性高、操控瞬时响应性能强，在急剧升温下轮胎抓地力可瞬时提高；电动车轮胎系列通过 FEA 仿真优化，调整轮胎结构，滚动阻力性能优越；长途高耐磨系列产品采用自主研发技术，降低轮胎生热，使胎面胶达到最佳的磨耗水平；矿山系列产品通过应用新型改性材料提高轮胎胎面胶抗切割、抗撕裂、抗崩花掉块性能，保证轮胎在矿山使用时车辆的安全性和轮胎的使用寿命，矿山系列 D0993 产品使用寿命较其他系列产品长 3-5 个月，深受客户欢迎。同时，公司不断从花纹设计方面进行系统优化，使轮胎行驶更加稳定、舒适、安静，操控性能和湿地抓着性能优异，不断满足市场需求。

图表 24：公司主要轮胎产品



资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

6.3 创新发展，全面提高自主研发能力

创新是企业永葆生机与活力的源泉！公司以国家级技术中心为依托，以北京研发中心、北美研发中心为建设基础，相继在烟台、上海、德国设立了研究分院，形成立足山东、覆盖全国、放眼全球的“三位一体”的开放式研发创新体系。2019年12月玲珑轮胎工业设计中心被评为国家级工业设计中心，代表着公司当前的工业设计水平已处于国内同行业顶尖水平。公司还拥有国家认定企业技术中心，国家认可实验室、国家技术创新示范企业、山东省重点实验室，并组建了“蒲公英橡胶产业技术创新战略联盟”、博士后工作站、院士工作站，建设了行业内第一家噪声实验室、低滚动阻力实验室和模态分析实验室等前沿科研创新平台。公司具备完善的研发体系和强大的新产品开发能力，成功开发出石墨烯补强胎面轮胎、3D打印超低生热与高抗切割聚氨酯轮胎、赛车胎、补气保用轮胎、低气味轮胎、蒲公英橡胶轮胎等，参与国家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，并自主研发城市轨道交通专用产品，打破国际一线品牌产品垄断，实现关键零部件轮胎的国产化、本地化生产。截至目前累计授权专利700多项，专利保有量居国内轮胎企业前列。

此外，在人工智能、工业大数据、芯片技术、移动传感技术、区块链技术等新技术的驱动下，公司高度重视自身智能化发展，采用智能芯片技术、视觉检测技术、智能化生产装备等先进技术进行全方面的整合和提升。通过应用工业大数据技术手段进行分析，全面贯通轮胎设计、生产、管理、物流和营销等环节的信息采集、共享、分析、决策，建设以大数据和AI驱动的轮胎智能制造体系，着力于智能化安全轮胎研究工作。有序推进湖北工厂、欧洲工厂全数字化智能工厂的建设，逐渐打造全领域智能化、全流程自动化、全方位绿色化的轮胎工厂，树立高端智能制造和绿色供应链系统标杆，推动公司技术跨越发展、产业优化升级、生产力整体提升。

2020年上半年公司提出着力实施创新驱动发展战略，超前谋划、超前部署，进一步加强新材料、新技术、新配方的研究与开发，紧紧围绕关键技术研究，瓶颈技术突破，前沿黑科技突破，到2030年达到国际一流轮胎企业水平。乘用车方面，公司上半年完善了乘用车低滚阻结构合剂体系，滚阻持续降低，另外全钢超低滚阻轮胎采用了全新的

低滚阻系列花纹、轮廓、结构设计，降低轮胎行驶过程中的形变，降低轮胎滚阻，轮胎滚阻达到 A 级，西班牙 IDADA 测试 3.91，并于 2020 年上半年荣获“烟台市市长杯工业设计大赛银奖”。矿山及商用车产品方面，开发了第一代“矿山智尊”产品、全新“刀锋”系列产品，开发了全新的 SOCT 高耐磨技术，提升了产品抗偏磨和磨耗性能，应用于国内、北美、欧洲高端产品；在智能轮胎方面，完成玲珑智能轮胎集成芯片设计，通过大数据处理，实现温度、载荷、磨损的实时动态画面显示。

2020 年上半年继续加强与高等院校、科研机构、企业紧密合作不断进行新技术研发。先后与清华大学、北京化工大学、上海交通大学、山东省农业科学院等高校或企业共同签署完成包含“《清华大学-山东玲珑轮胎股份有限公司汽车轮胎动力学联合研究中心合作协议书》补充协议”、“蒲公英胶乳及多糖膜集成提取关键技术研究及中试示范工艺开发-项目课题补充协议”等在内的 40 余项技术开发合同与协议。公司 2020 年上半年国内外授权专利 59 项，累计授权专利 750 余项，专利保有量居国内轮胎企业前列。

6.4 渠道赋能多元化宣传

公司不断提升产品技术含量，凭借过硬的产品品质和服务成为国内最大的原装轮胎生产基地，连续多年位居国内配套第一位，覆盖国内外 60 多家知名车企。截至目前已为大众(含奥迪)、通用、福特、雷诺日产、广汽三菱、一汽红旗、一汽奔腾、上汽通用五菱、吉利汽车、比亚迪、奇瑞、长城、一汽解放、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风股份、东风柳汽、中集车辆、厦门金龙等全球多家知名主机厂 100 多个生产基地提供配套。同时，在全球设立营销网点 30,000 多个，其中品牌店数量近 5,000 家，拥有 700 多家一级经销商，市场遍及欧洲、中东、美洲、亚太、非洲等全球 180 多个国家和地区。

玲珑轮胎以国内品牌店，营销网点为基础，整合腾讯云、华制智能的技术优势，搭建全球化智慧零售平台，加大力度为核心门店提供经营管理、广告宣传、客户引流等方面的支持力度，坚决实施有效的“赋能终端”战略，开启玲珑轮胎的“新零售元年”，并力争在 2020 年—2022 年在全国打造 300 家战略合作经销商、2000 家旗舰店、5000 家核心品牌店、30000 家紧密合作店。

6.5 品牌影响力稳步提升

通过品牌发展战略，不断针对市场和客户需求提供满足差异化诉求的产品和服务，以快速提升的品牌力为激烈的市场竞争打造利器。2020 年上半年，在品牌营销上配合“新零售”战略，围绕品牌的知名度、美誉度、忠诚度和转化率，实施精准投放，通过投放电视栏目广告及户外广告、与国际一流体育赛事、体育团队深入合作，持续提升品牌知名度和影响力。

公司深知“酒香也怕巷子深”，依靠差异化的推广策略，直达消费者心智，体现品牌调性和消费者黏性，构架品牌护城河。通过体育营销、广告投放、参展国际大型轮胎展等多元化渠道宣传，保证充分的曝光

度,不断扩大品牌知名度。公司先后在国内多个机场、国内高铁站、电梯,以及多档央视黄金档栏目投放广告,对位目标人群,持续提升品牌知名度及美誉度;连续多年在德国科隆国际轮胎展、美国 SEMA 展,意大利博洛尼亚国际轮胎及汽保展、迪拜国际汽车及轮胎展等亮相,提升公司轮胎产品口碑,塑造公司国际化品牌形象。

在体育营销方面,赞助德甲沃尔夫斯堡足球俱乐部以及意甲豪门尤文图斯等全球体育团队及赛事,并从 2018 年开始组建阿特拉斯飘移车队,使用自主研发的赛车轮胎参加国内外 D1 飘移大奖赛,并获得优异成绩。通过赛事参与,加深了与体育受众这一庞大群体的交流互动,不断提升积极进取的品牌形象。

在实施国际化品牌战略的同时,将品牌作为公司重要的无形资产加以保护,做出争创品牌、发展品牌、保护品牌的战略部署,打造优势品牌,积极推动中国品牌走向世界。荣获山东省省长质量奖、中国工业大奖、中国 500 最具价值品牌、亚洲品牌 500 强、2020 年全球十大最具价值轮胎品牌,产品被越来越多的汽车品牌青睐,品牌溢价能力逐年提升。

2020 年上半年在全国 22 个城市投放电梯广告,并于疫情期间,在烟台和柳州发布以疫情防控、共克时艰为主题的公益类广告;在共计 26 个城市机场投放广告,覆盖客流量预估约 1 亿多人次;在重要汽车厂所在地城市投放高铁广告,助推国内汽车配套市场份额提升;在朋友圈投放广告,帮助店铺引流,调动店主积极转发活动,广告宣传覆盖 2157 万人;组织玲珑轮胎群雄会活动,邀请核心店主到公司进行参观体验活动,通过交流和沟通,增强了门店的合作意向和信心,提升产品销售。在体育营销方面,在塞尔维亚足球超级联赛官方网站、球场、球衣等多渠道全面展示公司形象;与受疫情影响的体育赛事开展各类社交媒体活动,美国冰球联盟 NHL 坦帕湾闪电队赛程受疫情影响较大,积极与俱乐部沟通进行资源替换,在其官方网站首页及子页面进行广告投放;携手尤文图斯以及沃尔夫斯堡在其官方 FACEBOOK、Youtube 及新浪微博进行社交媒体的宣传及推广;为了在疫情休赛期更好地与球迷互动,尤文图斯在意大利进行了现役球员、传奇球星和 VIP 尤文粉丝的线上互动直播的特别节目,作为合作伙伴,玲珑品牌形象共同展示。

7 投资建议

预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 19.31、22.58、25.26 亿元,PE 为 15.87、13.58 和 12.13 倍,维持“强烈推荐”评级。

8 风险提示

主要市场关税壁垒政策变动、新冠病毒疫情导致世界轮胎需求长时间低迷、项目投产不达预期、原装配套突破低于预期、销量增长不达预期、原材料价格大幅波动、汇率大幅波动、工厂安全环保生产、产品质量事故等。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10606.50	9374.54	12564.13	16282.47	营业总收入	17164.16	19104.16	22401.93	26096.27
现金	3744.08	1492.81	3588.74	6069.65	营业成本	12614.02	13940.32	16340.24	19085.99
应收账款	2719.61	3068.05	3629.69	4214.86	营业税金及附加	97.62	382.08	448.04	521.93
其它应收款	41.88	49.18	55.76	65.20	营业费用	1064.13	1144.28	1355.70	1580.32
预付账款	315.87	274.19	343.63	405.48	管理费用	519.66	792.82	918.48	1135.19
存货	2758.71	2759.68	3255.55	3807.86	财务费用	321.36	156.80	97.32	84.92
其他	1026.35	1730.63	1690.75	1719.42	资产减值损失	-230.37	0.00	0.00	0.00
非流动资产	15974.14	16169.90	16389.76	16466.56	公允价值变动收益	21.14	0.00	0.00	0.00
长期投资	377.27	380.94	384.59	387.03	投资净收益	-3.64	3.67	3.65	2.44
固定资产	13007.55	13151.96	13324.01	13372.14	营业利润	1648.08	1982.35	2296.46	2568.31
无形资产	764.44	812.12	856.28	882.50	营业外收入	22.02	0.00	0.00	0.00
其他	1824.88	1824.88	1824.88	1824.88	营业外支出	4.86	0.00	0.00	0.00
资产总计	26580.64	25544.44	28953.89	32749.03	利润总额	1665.24	1977.97	2299.25	2568.71
流动负债	10752.98	7786.20	8938.42	10208.27	所得税	-2.23	47.39	42.02	43.42
短期借款	3279.19	71.50	0.00	0.00	净利润	1667.46	1930.58	2257.23	2525.29
应付账款	2096.51	2301.25	2701.43	3150.25	少数股东损益	-0.46	-0.24	-0.31	-0.40
其他	5377.28	5413.45	6237.00	7058.02	归属母公司净利润	1667.93	1930.82	2257.54	2525.69
非流动负债	4796.10	4796.10	4796.10	4796.10	EBITDA	3202.07	3251.80	3604.78	3970.19
长期借款	2373.96	2373.96	2373.96	2373.96	EPS (元)	1.39	1.61	1.88	2.10
其他	2422.14	2422.14	2422.14	2422.14					
负债合计	15549.08	12582.30	13734.52	15004.37	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	6.01	5.77	5.46	5.07	成长能力				
股本	1200.01	1200.01	1200.01	1200.01	营业收入	0.12	0.11	0.17	0.16
资本公积	2665.73	2665.73	2665.73	2665.73	营业利润	0.29	0.20	0.16	0.12
留存收益	7016.35	8947.17	11204.70	13730.39	归属母公司净利润	0.41	0.16	0.17	0.12
归属母公司股东权益	11025.55	12956.37	15213.90	17739.59	获利能力				
负债和股东权益	26580.64	25544.44	28953.89	32749.03	毛利率	0.27	0.27	0.27	0.27
					净利率	0.10	0.10	0.10	0.10
					ROE	0.15	0.15	0.15	0.14
					ROIC	0.14	0.12	0.14	0.15
					偿债能力				
					资产负债率	0.58	0.49	0.47	0.46
					净负债比率	0.81	0.45	0.37	0.32
					流动比率	0.99	1.20	1.41	1.60
					速动比率	0.73	0.85	1.04	1.22
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.73	0.82	0.85
					应收账款周转率	6.10	6.60	6.69	6.65
					应付账款周转率	8.17	8.69	8.96	8.92
					每股指标(元)				
					每股收益	1.39	1.61	1.88	2.10
					每股经营现金	2.31	2.08	3.14	3.37
					每股净资产	9.19	10.80	12.68	14.78
					估值比率				
					P/E	14.33	15.87	13.58	12.13
					P/B	2.17	2.37	2.01	1.73
					EV/EBITDA	9.10	1.32	0.59	-0.09

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本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或期权并进行证券或期权交易, 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。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com