

玲珑轮胎 (601966)

证券研究报告

2019 年 07 月 15 日

成长中的轮胎龙头 被低估的量价增长空间

国内第一，轮胎产品全方位覆盖。公司是国内轮胎龙头企业，客户包括大众、通用、福特、一汽、上汽等。轮胎营收排名全国第 2，全球第 17；其中半钢子午胎产能及利润均居全国第 1。目前公司在全球拥有 6 个研发机构和 6 个生产基地（考虑塞尔维亚），产品销往全球 180 多个国家和地区，海外营收占比约 49%。2015-2018 年，公司营业收入、扣非归母净利润分别从 87.3 亿、7.1 亿增长至 153.0 亿、11.6 亿，CAGR 分别达到 20.6%、17.8%。

全方位发展，剑指全球。目前公司处于全球第三梯队，相较第一梯队的米其林、普利司通、固特异差距较大，但公司已凭借精准的策略和布局，正逐步缩小与韩泰、固铂等二梯队公司的差距。我们认为随公司战略的逐步落地，公司有望跻身二梯队：**1) 注重研发，保障品质。**公司研发占比（18 年 3.6%）长期位居国内前列，甚至常年高于三大巨头。**2) 注重营销，打开 AM 市场知名度。**公司 18 年 AM 市场占比约 64%，公司采用①“先国际后国内”的策略提升产品可靠性；②扩展经销商、直营店、售后网点的方式提升产品覆盖的广度；③多领域多角度赞助宣传的方式提升产品影响的深度。**3) “5+3”战略，剑指全球。**有望帮助公司省去 9 成以上出口关税；并有效帮助公司降低中短期企业税负负担，完善长期全球布局。

下游：OEM 替代加速，公司产品价格有望提升。OEM 市场方面，我们认为汽车需求将会回归常态，下半年或为机遇。但行业分化将加剧，传统车企去产能惨烈，未来份额扩张的推动力将远大于行业增量。在此背景下，车企对于性价比的追求将高于以往，玲珑的产品有望凭借其超高性价比加速渗透市场。**AM 市场方面，**我们预测到 2025 年，全国轮胎需求有望升至 1108.5 万条，CAGR 达 4.5%。**ASP 方面，**米其林、韩泰同等规格的轮胎价格分别约为玲珑的 2.3 倍和 1.5 倍，而玲珑的产品性能微逊色于米其林，却与韩泰相当。我们预计随玲珑产品品质和品牌知名度的提升，单价将逐步提升，向二线的韩泰等品牌逐步靠拢。

上游：出清保障盈利能力，精准布局延续成本优势。由于行业产能过剩、原材料价格上涨、海外贸易保护等因素，轮胎行业从 2012 年开始经历了 4-5 年的低迷期。而伴随各大企业海外工厂逐步达产、行业冗余产能出清和原材料价格回落至常态，轮胎行业从 2016 年开始复苏，各巨头盈利能力逐渐恢复。此外，公司通过国内外的精准建厂，使公司的人力成本远低于竞争对手，毛利率亦为国内 5 家上市公司中最高。我们认为随公司 5+3 战略的逐步推进，成本优势有望延续。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 173.0 亿、192.4 亿、215.7 亿元，归母净利润分别为 14.2、16.6、19.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.18、1.38、1.65 元/股。给予 19 年可比公司均值的 19 倍，对应目标价 22 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：全球汽车产销及海外工厂达产不及预期、上游原材料价格大幅波动等

投资评级

行业	化工/橡胶
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	18.39 元
目标价格	22 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,200.01
流通 A 股股本(百万股)	1,200.01
A 股总市值(百万元)	22,068.18
流通 A 股市值(百万元)	22,068.18
每股净资产(元)	8.14
资产负债率(%)	62.12
一年内最高/最低(元)	19.43/12.70

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

邓学 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

娄周鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519020001
louzhouxin@tfzq.com

陈宏亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100001
chenhongliang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,918.07	15,301.58	17,304.92	19,238.80	21,567.95
增长率(%)	32.33	9.94	13.09	11.18	12.11
EBITDA(百万元)	2,320.66	2,990.27	2,386.87	2,683.73	3,028.01
净利润(百万元)	1,047.83	1,181.22	1,419.78	1,659.02	1,977.94
增长率(%)	3.72	12.73	20.20	16.85	19.22
EPS(元/股)	0.87	0.98	1.18	1.38	1.65
市盈率(P/E)	21.11	18.72	15.58	13.33	11.18
市净率(P/B)	2.54	2.21	2.08	1.88	1.67
市销率(P/S)	1.59	1.45	1.28	1.15	1.03
EV/EBITDA	10.40	6.82	10.59	9.23	7.80

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 国内第一 产品全方位覆盖.....	5
2. 全方位发展 剑指全球.....	10
2.1. 全球一流 国内顶尖	10
2.2. 注重研发：技术水平国际一流	13
2.3. 注重营销：大力开拓 AM 市场	16
2.4. 注重布局：5+3 战略成效初显	18
3. 下游：OEM 替代加速 有望量价齐升.....	21
3.1. OEM 市场：加速出清 性价比优势凸显	21
3.2. AM 市场：十年快速增长 仍为主要战场	24
3.3. ASP 提升：品质为驱动力 低价提供空间	27
4. 上游：出清保障盈利能力 精准布局延续成本优势	29
4.1. 供给出清 原材料平稳 盈利能力提升	29
4.2. 精准布局 成本优势可持续	32
5. 盈利预测.....	34
6. 风险提示.....	35

图表目录

图 1：玲珑轮胎股权结构图	6
图 2：公司历史沿革.....	7
图 3：2013-2015 公司各类型轮胎毛利率（%）	8
图 4：2013-2018 公司各类型轮胎产量（万套）	8
图 5：2018 年国内轮胎企业营收排名（亿元）	8
图 6：2017 年全球轮胎企业营收排名（亿美元）	8
图 7：2011-2019Q1 营收及毛利率（亿元，%）	9
图 8：2011-2019Q1 归属母公司净利润及净利率（亿元，%）	9
图 9：三大巨头年营业收入及全球市场总份额（亿美元，%）	10
图 10：全球轮胎 75 强中国企业数量	10
图 11：2005-2016 国内轮胎产量（单位：亿条）	10
图 12：2003-2017 我国轮胎出口数量及平均单价（亿条，美元/条）	10
图 13：2012-2018 国内部分轮胎企业营收（亿元）	12
图 14：2013-2018 公司轮胎产量国内产量&市场占有率（%）	12
图 15：国内部分轮胎企业及国际三大巨头研发费用率（%）	14
图 16：国内主要轮胎企业专利数量（截至 2019.05.26）	15
图 17：2013-2018 公司替换（AM）及配套（OEM）市场营收	16
图 18：国内替换（AM）和配套（OEM）市场占比	16
图 19：2011-2018 国内轮胎出口数量（亿条）	18

图 20: 2011-2018 公司各地区营收 (亿元)	18
图 21: 2013-2019Q1 国内出口美国轮胎数量及金额(亿条,亿美元)	19
图 22: 2013-2018 国内出口其他地区轮胎数量及金额(亿条,亿美元)	19
图 23: 不同基地生产的轮胎销往美国纳税额 (亿元)	20
图 24: 国内汽车 13Q1 至 19Q2 销量及增速 (万辆, %)	21
图 25: 1998-2019 年度车系份额与销量增速变化 (%)	21
图 26: 中国 1998-2019 重点自主/合资市场份额 (%)	22
图 27: 2007 年-2019 年各价格带车型销量占比 (%)	23
图 28: 美国汽车千人保有量及更新周期变化	24
图 29: 日本汽车千人保有量及更新周期变化	25
图 30: 中国汽车千人保有量及更新周期变化	25
图 31: 03-17 年我国轮胎出口数量和平均单价 (亿条, 美元/条)	29
图 32: 轮胎行业龙头营收 (亿元)	29
图 33: 2011-2018 国内汽车销量及增速 (万辆, %)	29
图 34: 2011-2018 国内轮胎产量及增速 (亿条, %)	29
图 35: 2018 年公司生产成本构成	30
图 36: 2015 原材料成本占比	30
图 37: 2009-2018 橡胶期货主力合约结算价格 (元/吨)	30
图 38: 03-18 年橡胶主产地总种植面积及新增种植面积 (千公顷)	30
图 39: 2007-2017 年我国轮胎出口金额 (亿美元)	31
图 40: 国内龙头企业海外建厂情况	31
图 41: 2011-2019Q1 国内主要轮胎上市企业毛利率 (%)	32
图 42: 2011-2019Q1 国内主要轮胎上市企业净利率 (%)	32
图 43: 2011-2018 公司和国际三大巨头毛利率 (%)	32
图 44: 2011-2018 公司和国际三大巨头净利率 (%)	32
图 45: 2011-2019 泰国橡胶总种植面积及在主要产地中占比	33
图 46: 2013-2015 公司天然橡胶采购均价和市场均价	33
表 1: 公司主要产品	5
表 2: 公司国内外主要客户	5
表 3: 公司主要子品牌及轮胎种类	5
表 4: 斜交胎和子午胎详细对比	7
表 5: 国际轮胎企业地位	11
表 6: 全球三大轮胎巨头对比	11
表 7: 国内前五家轮胎企业对比	11
表 8: 米其林和玲珑配套厂商对比	13
表 9: 公司当前已建立及合作的研究机构	14
表 10: 玲珑轮胎旗下中亚轮胎试验场介绍	15
表 11: 往年玲珑轮胎在国内外测试报告中的表现	16
表 12: 2013-2015 年公司 AM 市场经销商变化	17

表 13: 公司在替换市场的营销策略	17
表 14: 玲珑对待对国内外客户的营销策略	17
表 15: 玲珑轮胎品牌宣传项目	18
表 16: 美国对中国轮胎重大“双反”措施	18
表 17: 玲珑轮胎生产基地产能（万条/年）	19
表 18: 泰国玲珑节约税负计算（亿元）	20
表 19: 各梯队车企市占率（%）	22
表 20: 2019 年 3 月以来部分车企降价情况	22
表 21: 玲珑轮胎 OEM 市场部分配套车型	23
表 22: 全国汽车保有量预测	26
表 23: 不同轮胎替换周期	26
表 24: 汽车轮胎需求预测	26
表 25: 国内外轮胎企业同规格（205/55R）代表轮胎对比	27
表 26: 四款 205/55R 规格国产轮胎性能测试结果	27
表 27: 除技术外的其他优势	28
表 28: 2011-2015 年间对我国轮胎企业影响较大的贸易壁垒法规	31
表 29: 国内轮胎龙头用人成本及产能布局	33
表 30: 国内轮胎企业主要生产基地所在城市人均可支配收入（元）	33
表 31: 玲珑轮胎盈利预测	34
表 32: 玲珑轮胎可比公司业绩及估值（截止：2019/7/12）	34

1. 国内第一 产品全方位覆盖

国内汽车轮胎龙头，客户覆盖全球。公司主营产品为半钢、全钢子午胎及斜交胎，广泛运用于乘用车、商用车、工程机械等。凭借位于全球的 6 个研发机构及 5 个生产基地，产品销往全球 180 多个国家和地区，并成功进入大众、通用、福特等全球知名汽车品牌的全球配套体系，目前为一汽、重汽、东风、北汽福田、上汽通用五菱、吉利、长安、比亚迪等国内外 60 多家汽车厂提供配套。

表 1：公司主要产品

主营产品	首次生产时间	当前年产能(万条)	应用车型
全钢子午胎	2002 年	895	商用车
半钢子午胎	2001 年	5450	乘用车
斜交胎	1987 年	100	老式车胎，应用正逐渐减少

资料来源：轮胎世界网，搜狐汽车，公司官网，公司公告，天风证券研究所

表 2：公司国内外主要客户

	乘用车	商用车
国内	    	    
国外	    	 

资料来源：公司官网，公司宣传手册 天风证券研究所

公司拥有面向全球的多元化品牌体系。自成立以来，公司拥有玲珑、Benchmark、Infinity、Green Max、山铃等多个自主创立的子品牌。2009 年公司收购了美国标准石油公司于 1929 年创立的轮胎企业 ATLAS，专注于北美高端市场。2017 年公司创立了高端轮胎品牌“利奥轮胎”，专注于乘用车半钢胎市场。至此公司已形成了覆盖轿车、SUV、卡客车、冬季、特种轮胎等多领域、多类型的产品体系，涵盖低中高端市场，业务延伸至全球。

表 3：公司主要子品牌及轮胎种类

系列	创立时间	种类	类型
玲珑轮胎	前身为 1975 年招远汽修厂	轿车轮胎	经济型、超高性能、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

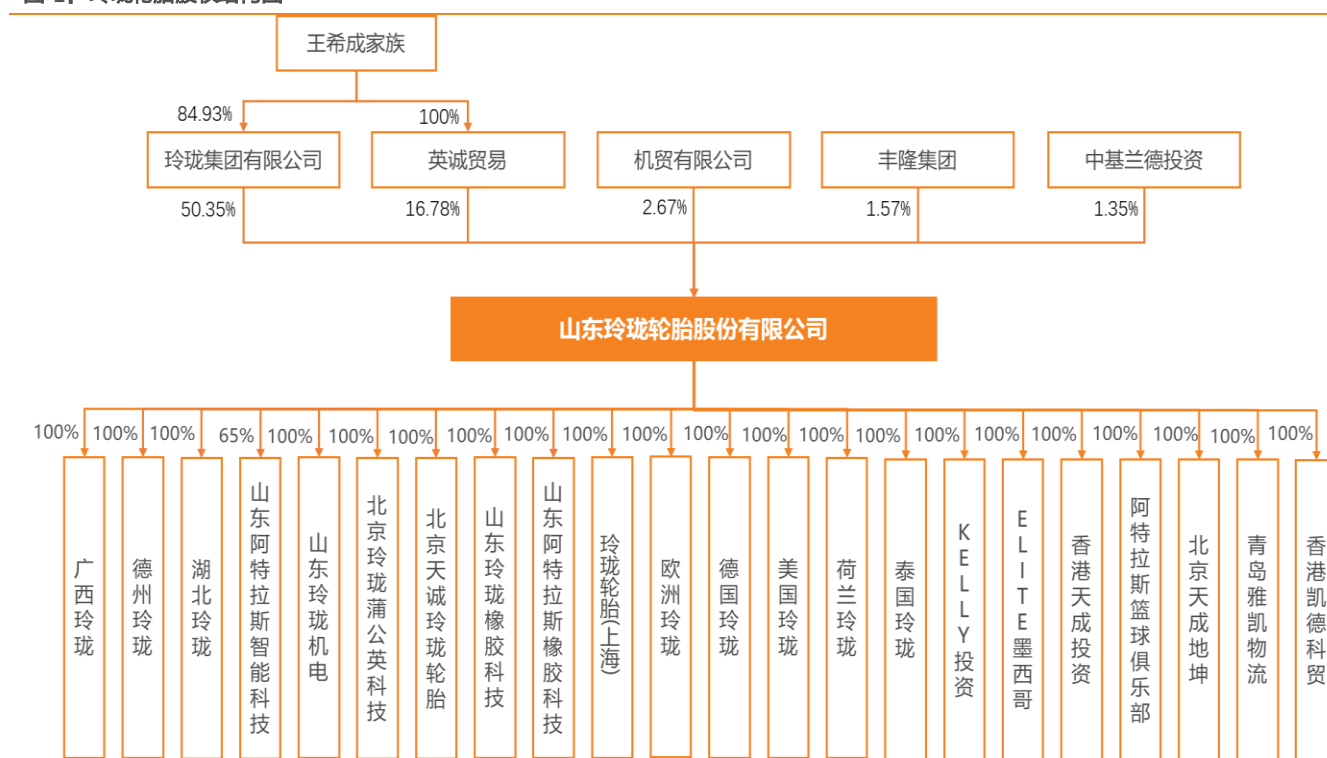
胎、实心轮胎、斜交轮胎

ATLAS 轮胎	注册于 1929 年，2009 年被玲珑轮胎收购，专注北美高端市场	轿车轮胎	耐磨性、经济型、高端型
		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 3 月在国内面市	乘用车轮胎	经济型、超高性能、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
其他子品牌还有：Benchmark、Infinity、Green Max、山玲等			

资料来源：公司及子品牌官网，公司产品画册，天风证券研究所

公司旗下共有 22 家子公司，实际控制人为王希成家族。公司在国内拥有广西玲珑、德州玲珑、湖北玲珑等 15 家子公司，在国外拥有欧洲玲珑、泰国玲珑、美国玲珑等 7 家子公司，业务布局海内外。公司实际控制人为王氏家族，其成员为王希成、张光英、王峰和王琳，通过玲珑集团和英诚贸易间接控制公司 59.5% 的股权。

图 1：玲珑轮胎股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

40 年历史积淀，“5+3”战略布局稳步推进。公司前身为招远制修厂，成立于 1975 年，至今已有 44 年发展历史，拥有 17 年全钢子午线轮胎生产经验，18 年半钢子午胎生产经验及 32 年斜交轮胎生产经验。当前公司已在国内建成招远、德州、广西四家生产基地，国外已建成泰国生产基地，湖北、塞尔维亚基地正在建设中，并计划未来在国内外各增建一个新的生产基地，形成 “5+3” 战略布局，逐步将业务扩展至全球。

图 2：公司历史沿革



资料来源：公司官网，天风证券研究所

子午胎是第二代轮胎，代表未来发展方向。以结构划分，轮胎分为斜交线轮胎和子午线轮胎；子午胎根据帘布及带束层用料的差异，又分为全钢子午线轮胎和半钢子午线轮胎。相较于斜交胎，子午胎具有以下优势：1）节省原材料，帘布层数可减少 40～50%，橡胶用量可减少约 20%，使轮胎重量减轻 5～8%；2）减振性能好；3）耐磨性能好，可提高约 30～70%；4）运行升温低，由于内部摩擦低，可降温约 30～70%；5）使用寿命长，可达到 10 万公里以上的路面行驶距离，比斜交胎提高 50～100%。

表 4：斜交胎和子午胎详细对比

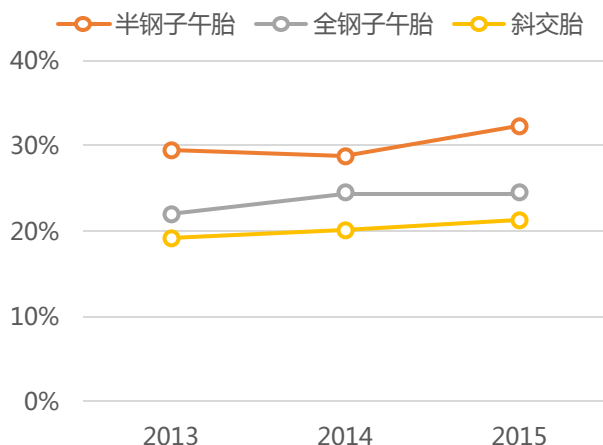
	斜交胎	子午胎
图示	尼龙斜交轮胎剖面图 Cross Section of Bias Tyre 胎面 Tread 尼龙缓冲层 Breaker 尼龙帘布层 Fabric Body Ply	胎面 胎侧 钢丝带束层 胎体帘布层 气密度
制造特点	胎体中的帘布层经线按一定的角度相互交叉排列	全钢子午线轮胎以帘子线为骨架材料经贴合工艺制造而成，帘布层与带束层均为钢丝帘布；半钢子午线轮胎的帘布层为钢丝帘布，带束层为尼龙一类纤维材料帘布。
结构特点	由于强度偏低，帘布层级一般在 4～20 层级之间，也有高于 20 层级的	由于强度较大，帘布层数一般只有 1-4 层，比普通斜交胎少 40%—50%。
性能特点	耐磨性低，附着性能差，行驶起来滚动阻力大，胎体内升温高	耐磨性好：使用寿命可提高 30%-50%；滚动阻力小：可降低约 8%油耗量；附着性能好：在泥泞松软路面不易打滑；轻量化：帘布层数可减少 40～50%，橡胶用量可减少约 20%，使轮胎重量减轻 5～8%
生产难度	由于生产历史长，技术掌握简单，从而生产效率高、加工费用低	由于制造难度大，成本高，同规格的子午胎售价远高于斜交胎

应用范围	主要运用于大型载重货车及中性机械，其目前在发达国家和地区产量于同规格轮胎产量比率已降至 20% 以下，而我国此比率仍为 60% 以上	主要用于乘用车和轻型载重货车，是未来汽车轮胎的发展方向
------	--	-----------------------------

资料来源：中塑在线，天风证券研究所

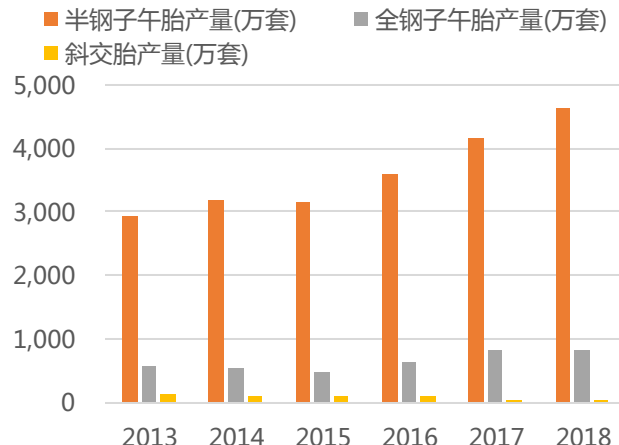
公司子午胎率超 99%，半钢出货量占比约 83%。2013-2018 年，轮胎业务在公司主营业务占比始终为 98% 以上，是公司的核心业务。由于半钢和全钢子午胎的技术成熟且利润率相对较高，公司目前轮胎子午化率超 99%。2013-2018 年，半钢、全钢子午胎的年产量分别从 2939 万套、560 万套增长到 4622 万套、814 万套，而斜交胎产量已减少到 43 万套。

图 3：2013-2015 公司各类型轮胎毛利率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

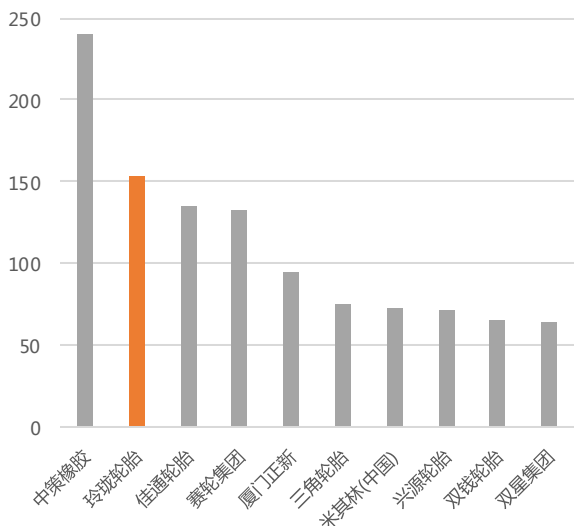
图 4：2013-2018 公司各类型轮胎产量（万套）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

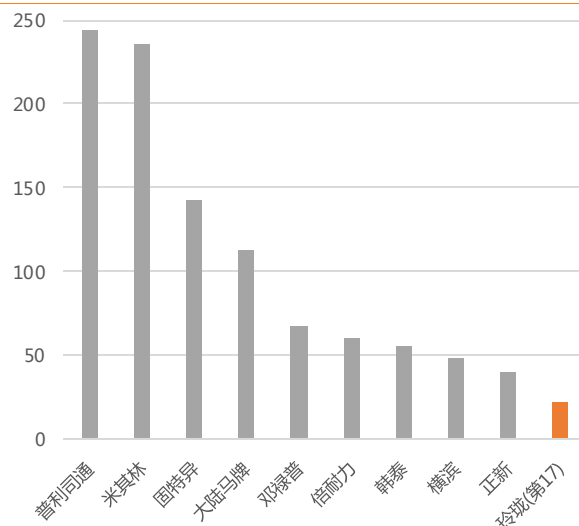
整体规模国内第二，半钢轮胎全国第一。据中国橡胶数据，公司 2018 年营收为 153.0 亿元，在国内仅次于中策橡胶，排名较 2017 年上升 1 位，较 2016 年上升 2 位，排名稳步提升。而据公司 2018 年年报显示，公司半钢轮胎产能及公司利润均位居全国第一。另据 Tire Business 数据，公司 2017 年营收为 21.8 亿美元，全球排名 17，在全球轮胎市场的占有率约为 1.3%。

图 5：2018 年国内轮胎企业营收排名（亿元）



资料来源：中国橡胶网，天风证券研究所

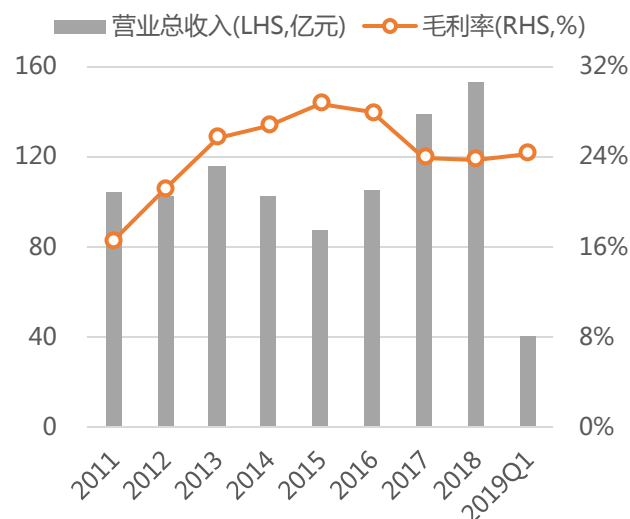
图 6：2017 年全球轮胎企业营收排名（亿美元）



资料来源：《Tire Business》，天风证券研究所

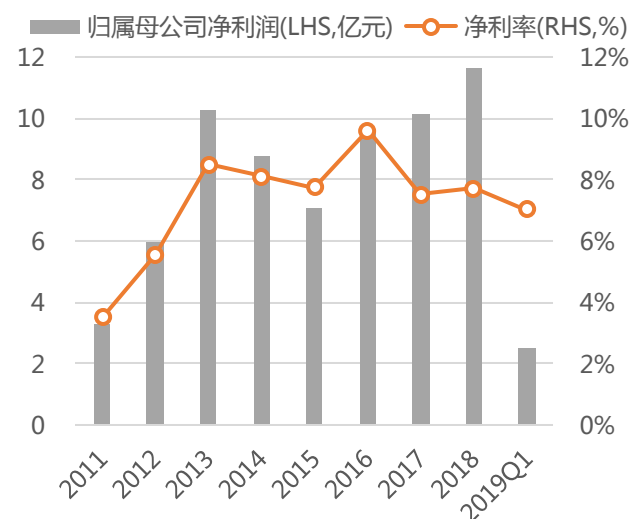
营收、净利润触底回升，步入高速增长期。2014至2015年，公司营收及净利润表现不佳，外部原因为美国对我国轮胎企业的“双反”政策，导致轮胎库存量上升，抛压较大，进而导致轮胎价格明显下降，利润率下降；自身原因为泰国玲珑火灾事件，导致公司营收、归母净利润均出现一定下滑。2016年公司行业转暖，营收、归母净利开始止跌回升，此后随着公司“5+3”全球战略布局的逐步推进，公司多年来产能不足的问题得到解决，逐渐步入高速增长期。2015-2018年，公司营收87.3亿增长至153.0亿，CAGR为20.6%，扣非归母净利润从7.11亿增长至11.6亿，CAGR为17.8%。

图 7：2011-2019Q1 营收及毛利率（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2011-2019Q1 扣非归母净利润及净利率（亿元，%）



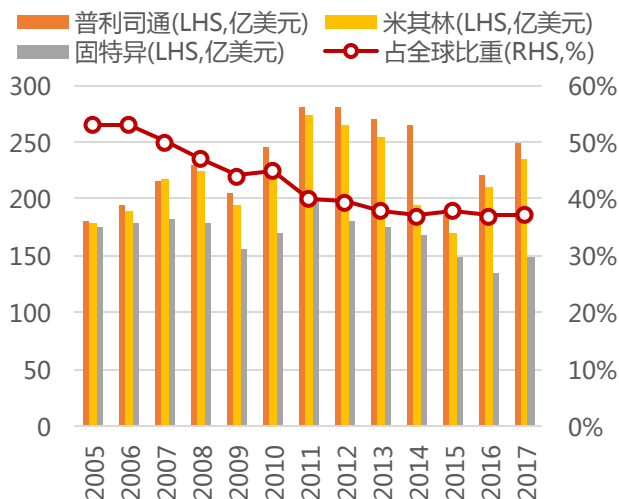
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 全方位发展 剑指全球

2.1. 全球一流 国内顶尖

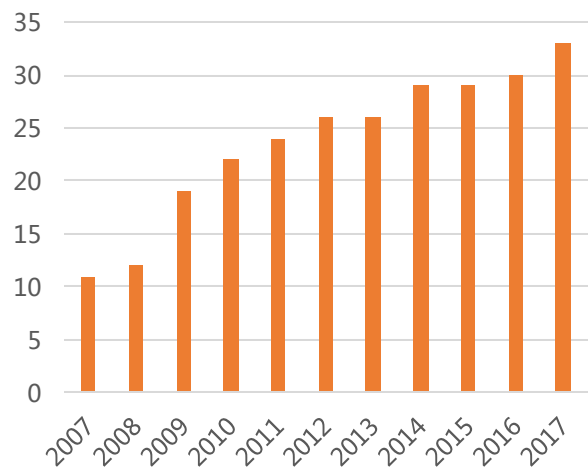
国产品牌崛起，全球排名及市场份额逐步上升。由于国内汽车市场的快速发展，全球轮胎市场近年集中度总体呈现从海外龙头向国内企业转移的态势，2005-2017 年，三大巨头的营收未见大幅增长，总市场份额从 50% 以上下降到 37.2%。2007-2017 年，全球轮胎 75 强中的中国企业数量从 11 家上升到 33 家，合计销售额 217.20 亿美元，占世界销售额的 14.38%，市场份额逐步上升。

图 9：三大巨头年营业收入及全球市场总份额（亿美元，%）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

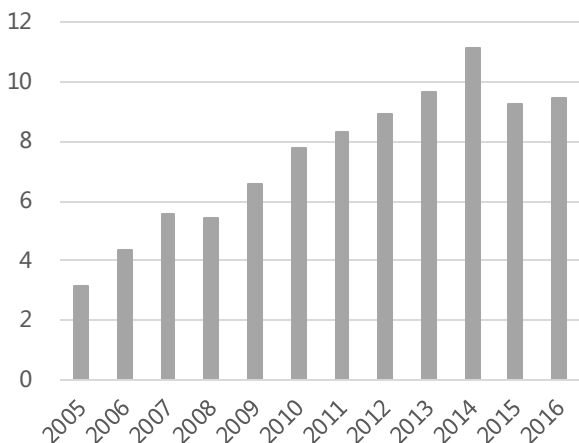
图 10：全球轮胎 75 强中国企业数量（家）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

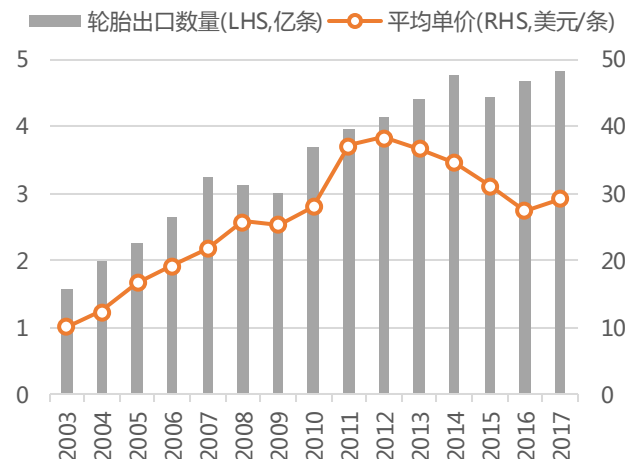
国际格局稳中有变，国内品牌逐步转向高端。2005-2016 年，国内轮胎产量从 3.2 亿条增长到 9.5 亿条。2003-2017 年，轮胎出口数量从 1.6 亿条上升到 4.8 亿条，平均单价从 10.2 美元上升到 29.3 美元。

图 11：2005-2016 国内轮胎产量（单位：亿条）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 12：2003-2017 我国轮胎出口数量及平均单价（亿条，美元/条）



资料来源：wind，天风证券研究所

全球轮胎企业分为四个梯队，国内优秀品牌认可度逐渐提高。当前普利司通、米其林、固特异三家巨头占据国际市场的第一梯队，2017 年三家公司的营收合计为 632.1 亿美元，占全球轮胎市场 37.2% 的份额，且垄断了高端轮胎市场。第二梯队为倍耐力、马牌、邓禄普等八大跨国轮胎集团，拥有较高的定价权。国内的玲珑轮胎、朝阳轮胎等优秀自主品牌位居第三梯队，相较于国内其他企业，在认可度及价格上正逐步提高，但与国外品牌仍存在一定差距。而其他大多数轮胎企业处于第四梯队，仍以廉价竞争为主，产能不高且价格较低。

表 5：国际轮胎企业地位

定位	代表品牌	价格指数	特点
一线品牌	米其林	120	三巨头垄断
	普利司通	95-110	
	固特异	95-110	
二线品牌	倍耐力、德国马牌、邓禄普	85-105	八大跨国轮胎集团
	优科豪马、东洋、韩泰、固铂、锦湖	70-85	
三线品牌	三大龙头的子品牌、朝阳(中策旗下)、玲珑、回力等	60-80	玲珑、朝阳等国产品牌认可度逐渐提高
四线品牌	国内大多数轮胎品牌	50-60	中小企业仍以廉价竞争为主

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

三大品牌具有较强的竞争优势。国际市场的集中度相对较高，普利司通、米其林、固特异三家企业占据全球近 40% 的销售份额，且产能较高，技术领先，产品覆盖领域更广，覆盖国家及生产工厂较多，拥有稳定的高端客户。同时，普利司通和米其林的业务已向上游渗透，普利司通拥有全球最大的单一面积天然橡胶种植园，年产橡胶 82 万吨，米其林也拥有 6 个种植园。

表 6：全球三大轮胎巨头对比

	普利司通	米其林	固特异
成立时间	1931 年	1889 年	1898 年
所属国家或地区	日本	法国	美国
国际地位(2017 年)	第 1	第 2	第 3
2017 年营收(亿美元)	248.5	235.6	148
全球市场占有率	14.62%	13.86%	8.71%
年产能		1.9 亿套	1.7 亿套
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，工厂总数达 70 家	覆盖全球 170 多个国家，轮胎零售店近 6600 家

资料来源：各公司官网，观研天下，天风证券研究所

国内轮胎市场集中度较低，强五格局相对稳定。目前中国已经成为全球最大的轮胎市场，2018 年国内轮胎总产量为 8.2 亿条，但市场集中度较低，国内轮胎企业平均产量仅为 100 万条/年。中策橡胶、玲珑轮胎、佳通轮胎、赛轮集团和厦门正新是国内最大的五家轮胎企业，全球排名均为前 20。

表 7：国内前五家轮胎企业对比

	中策橡胶	玲珑轮胎	佳通中国轮胎	赛轮集团	厦门正新
成立时间	1958 年	1975 年	1993 年	2002 年	1989 年
所属国家或地区	中国大陆	中国大陆	新加坡	中国大陆	中国台湾
国内地位(2018 年)	营收规模第 1	营收规模第 2	营收规模第 3	营收规模第 4	营收规模第 5
国际地位(2017 年)	第 10	第 17	第 11(母公司佳通)	第 19	第 9(母公司正新)
全球市场占有率(2017 年)	2.13%	1.28%	2%(母公司佳通)	1.16%	2.33%(母公司正新)
2018 年营收(亿元)	240.51	153.02	134.29	132.1	94.4
2018 年归母净利润		11.62	3.57(估算值)		7.71 亿(母公司)

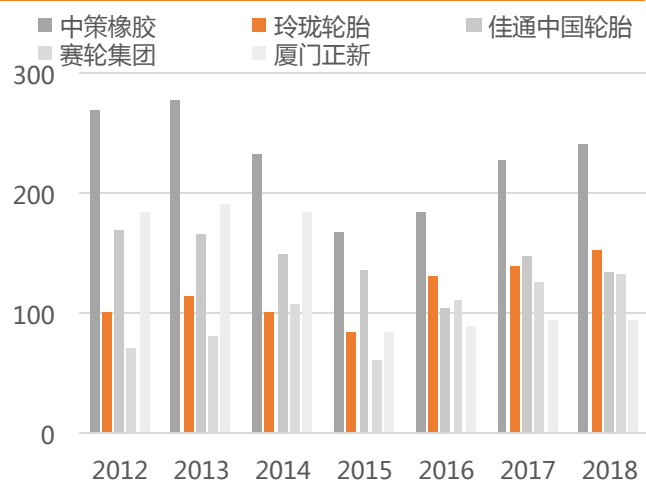
(亿元)

年产能	5050 万套	6445 万套		4566 万套	6085 万套
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、商用车轮胎、赛事轮胎	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	乘用车轮胎、商用车轮胎、工程机械轮胎、赛事轮胎、两轮车胎
旗下子品牌	朝阳、好运、威狮、全诺、雅度	玲珑、ATLAS、利奥、Benchmark、Infinity、Green Max、山玲	佳通、佳安	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	销往全球 130 多个国家和地区，拥有 8 个生产基地	销往欧美亚非等 100 多个国家和地区，拥有 4 个生产基地	销往 180 多个国家和地区，拥有 17 个生产基地

资料来源：各公司官网、公司公告，天风证券研究所

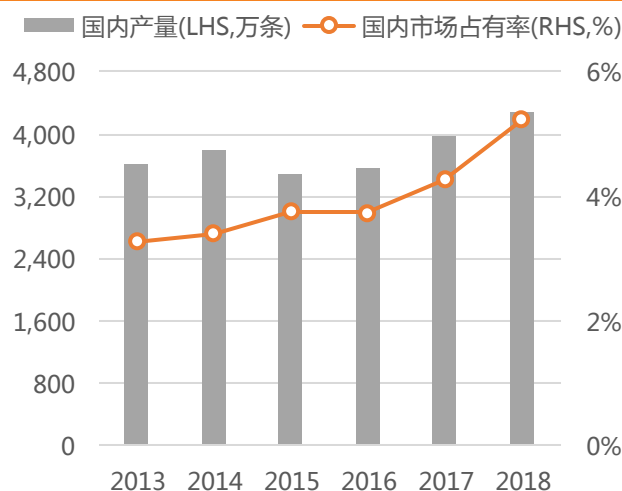
玲珑轮胎营收保持增长，市场占有率稳步提高。2012-2018 年，玲珑轮胎的营业收入从 100.5 亿元上升到 153.0 亿元，在国内排名从第 8 上升到第 2。对比国内前五家轮胎企业，玲珑轮胎也是唯两家实现营收正增长的企业（另一家为赛轮集团）。2013-2018 年，剔除海外生产基地的轮胎产量后，公司国内的轮胎产量从 3618.5 万条增长到 4274.9 万条，国内市场占有率从 3.3% 上升到 5.2%，其中半钢轮胎更是升至全国第一。

图 13：2012-2018 国内部分轮胎企业营收（亿元）



资料来源：中国橡胶网，天风证券研究所

图 14：2013-2018 公司轮胎产量国内产量&市场占有率（%）



资料来源：国家统计局，公司公告，天风证券研究所

国内确立龙头地位，国外地位正稳步上升。国内，玲珑轮胎营收、市占率、总产能均位居国内第二，半钢胎产能及利润率位居第一，基本确立龙头地位；国外，随着中国企业的份额及话语权正逐步上升，作为国内市场龙头的玲珑轮胎，除了加强研发投入外，还于 2016 年成为大众第一家本土轮胎供应商，2017 年配套奥迪，2018 年配套福特福瑞斯，逐渐将业务拓展至国际高端品牌，未来有望进一步缩小与国际一线厂商的差距。

表 8：米其林和玲珑配套厂商对比

	米其林	玲珑
乘用车	 Audi  BMW  Mercedes-Benz  Volkswagen  TOYOTA  BUICK  HONDA  DFM  Ford  Cadillac  CITROEN  长安汽车  VOLVO  SUBARU  NISSAN  荣威  PEUGEOT  SKODA  JAC  比亚迪汽车  SKODA  红旗  JAC	 Audi  Volkswagen  GM  Ford  RENAULT NISSAN  红旗  一汽奔腾  一汽-大众  上汽大众  长安福特  宝骏汽车  博世  长安汽车  长安商用  CHERY  长安汽车  FOTON  吉利汽车  东风  上汽通用汽车  东风雷诺  东风日产  吉利汽车  比亚迪汽车  启辰  众泰汽车  江铃汽车  北汽汽车  FOTON  广汽三菱  Haval  上汽通用汽车  东风雷诺  东风日产  吉利汽车  比亚迪汽车  启辰  众泰汽车  江铃汽车  北汽汽车  FOTON  广汽三菱  Haval
商用车	 上汽通用汽车  东风雷诺  东风日产  吉利汽车  比亚迪汽车  启辰  众泰汽车  江铃汽车  北汽汽车  FOTON  广汽三菱  Haval  海格客车  东风汽车  FOTON  北奔重卡  JAC  NAVECO	 一汽解放  福田汽车  东风柳汽  中通客车  东风柳汽  金龙客车  金龙客车  宇通客车  LiuGong  JAC  江淮汽车  CIMC  大运重卡  SDLG
其他	 飞机轮胎  徐工集团  NHL  ZOOMLION  LiuGong  SANY  AGCO  CNH  YTO  JOHN DEERE  DFM	 飞机轮胎  徐工集团  NHL  ZOOMLION  LiuGong  SANY  AGCO  CNH  YTO  JOHN DEERE  DFM

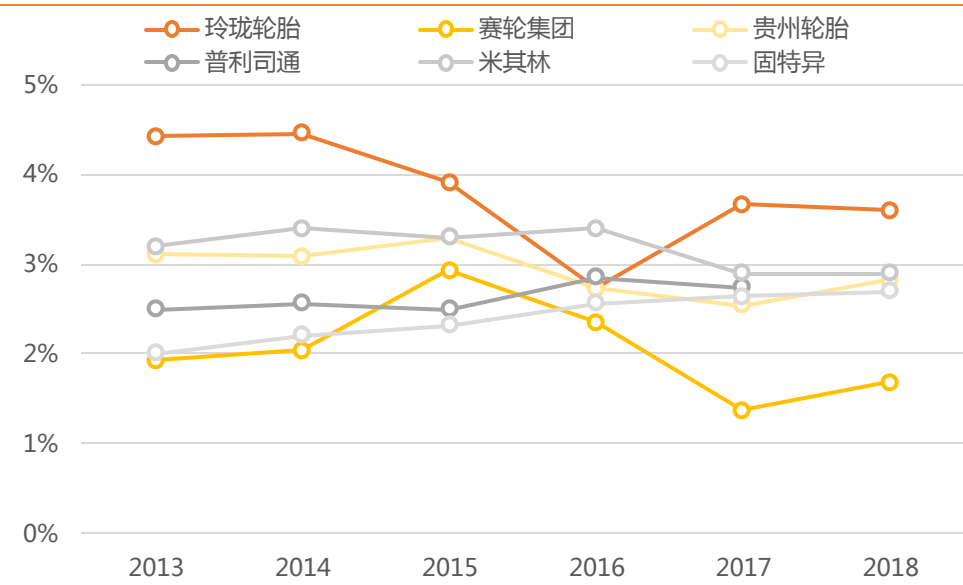
资料来源：米其林官网，玲珑官网，天风证券研究所

2.2. 注重研发：技术水平国际一流

玲珑轮胎长期重视研发的投入，产品质量及品牌知名度大幅提升：1）稳扎稳打：长期高额的研发投入；2）博众取长：联合诸强共设研究院；3）敢为人先：斥巨资建造国内首家轮胎试验场。

1）稳扎稳打，公司长期重视研发。2013-2018 年，玲珑轮胎的研发费用率始终保持较高的投入水平，不仅高于国内的大部分国内轮胎企业，除 2016 年外的其他年份也高于国际三大轮胎巨头。

图 15：国内部分轮胎企业及国际三大巨头研发费用率（%）



资料来源：各公司公告、官网，天风证券研究所

- 2) 公司已建立多家研发机构，并与多所高校、实验室展开合作，未来有望进一步巩固技术领先地位。公司以北京和北美研发中心为依托，相继在烟台、上海、北京、美国、德国设立了研究分院，并拥有国家级企业技术中心、国家认可实验室、山东省重点实验室、博士后工作站、院士工作站等。通过与院校所等科研机构合作，研制蒲公英轮胎、绿色发电轮胎等新产品，参与了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”，有望进一步巩固技术领先地位。

表 9：公司当前已建立及合作的研究机构

地点	研究院	研发项内容
国内研发机构	北京研发中心，上海、招远、烟台研	立模态分析、六分力、整车性能仿真预测实验以及行业内第一家噪声实验室和低滚动阻力实验室等前沿科研创新平台。
	究分院	
	噪声实验室和滚动阻力实验室	
	中亚汽车试验场	
国外研发机构	北美研发中心	研制新产品新轮胎，具有智能传感功能的绿色发电轮胎，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”等
	德国研究分院	
	同济大学声学研究所	
合作机构	吉林大学汽车仿真与控制国家重点实验室	
	中国科学院北京纳米能源与系统研究所	
	哈尔滨工业大学、北京化工大学、北京交通大学、上海交通大学等科研机构	
	美国 STL 和 SMITHERS 实验室	
组织联盟	蒲公英橡胶产业技术创新战略联盟	

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

- 3) 公司已建成国内第一家轮胎试验场，更好地进行技术改进，达到海外顶尖标准。2012年，欧盟出台标准，轮胎必须经过滚动阻力、噪音、湿滑等三方面的检测达到标准要求才允许出口欧盟各国。公司为了使产品更好的达到标准，投资 12 亿元与西班牙 IDADA 公司合作建立了中国第一家轮胎试验场，并与奔驰、宝马、丰田、大众、锦湖、韩泰等 30 多家世界知名汽车、轮胎厂达成测试协议。试验场的投入运营，对公司产品技术的改进、克服贸易壁垒具有重大意义。

表 10：玲珑轮胎旗下中亚轮胎试验场介绍

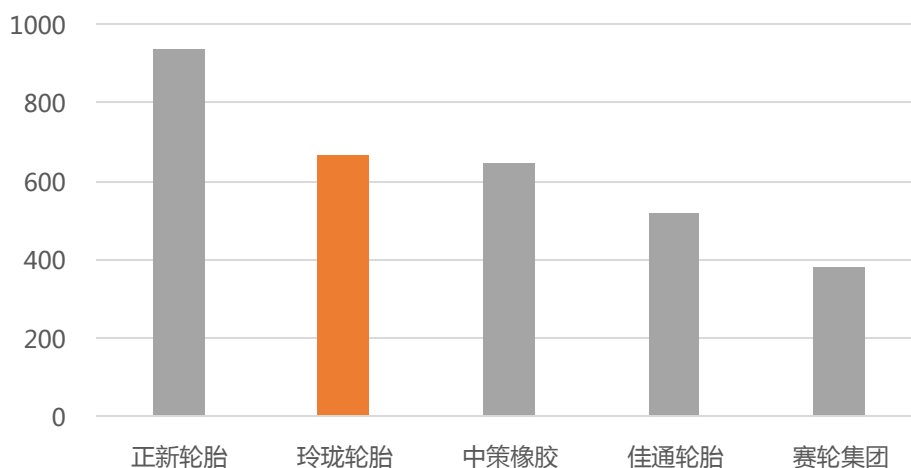
中亚轮胎试验场	说明
建设时间	2012 年
运营时间	2016 年 10 月
投资额	12 亿元
合作方	全球试验场认证机构——西班牙 IDIADA 公司
建设规模	包括高速环道、噪声测试跑道、动态广场等 16 条轮胎试验跑道，涵盖轿车、轻卡、载重卡车和客车等车型的轮胎试验，可对轮胎操控性、经济性、舒适性等 40 多项性能指标进行实地监测和室内实验。年可试验轮胎 2847 车次项目，试验里程 690 万 km
国内地位	第一个轮胎综合专用试验场，也是目前国内检测项目最多、跑道功能最全的测试平台
合作厂商	奔驰、宝马、丰田、大众、锦湖、韩泰等 30 多家世界知名汽车厂、轮胎厂，未来有望通过西班牙 IDIADA 开发亚太、西欧地区的新客户
意义	2012 年起，轮胎必须经过滚动阻力、噪音、湿滑等三方面的检测达到标准要求才允许出口欧盟各国。而中国自己的标签法也已经公布，即将在全国推行。试验场的建设有助于玲珑轮胎产品更好的达到标准，提升出口。

资料来源：中国轮胎商业网，天风证券研究所

得益于公司的高投入，玲珑近年产品质量和国际品牌认可度大幅提升：1）专利数量位居大陆第一；2）轮胎测试表现优良，接近国际一线。

1) 研发走向应用，专利数量位居大陆第一。截至 2019 年 5 月 26 日，玲珑轮胎的专利数量达到 666 件，在国内前五大轮胎企业中排名第二，在大陆企业中位列第一。仅 2016-2018 年公司新申请的专利数量就达到 267 件，先后开发了涵盖全钢子午胎、半钢子午胎等领域 3,000 多个规格的轮胎品种，研发成果正在逐步转变为应用。领先的专利技术帮助玲珑轮胎在竞争中取得优势。

图 16：国内主要轮胎企业专利数量（截至 2019.05.26）（个）



资料来源：国家知识产权局，天风证券研究所

2) 近年来，公司技术水平在国内已处于领先，在国际正逐渐迈向前列。2011 年在芬兰世界发布的《2011 夏季轮胎测试报告》显示，玲珑轮胎获得 7.6 分，在 12 家轮胎企业中位列第 4，成为历史上表现最好的中国轮胎。此后玲珑轮胎及子品牌 ATLAS、利奥在各项专业测试中均取得了优秀的的成绩，在部分测试中表现甚至优于国际一线品牌。在 2018 年由中国汽车技术研究中心发布的《2018 中国胎度测试》中，玲珑轮胎位列轿车类轮胎第一名，意味着公司的技术水平不仅在国内处于领先地位，国际地位也正在迈向前列。

表 11：往年玲珑轮胎在国内外测试报告中的表现

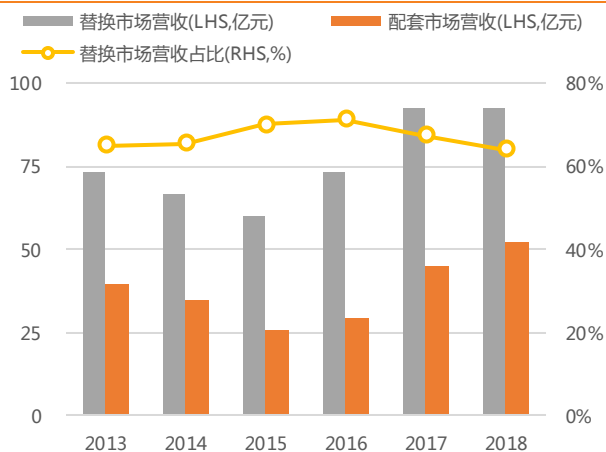
时间	测试	评级
2011 年	芬兰世界发布的《2011 夏季轮胎测试报告》	得分 7.6 分，位列 4/12，成为历次测试中表现最好的中国轮胎
2014 年	德国著名杂志《Auto Bild》夏季轮胎测试	玲珑轮胎旗下 ATLAS 品牌位列 7/50
2016 年	德国 ADAC 汽车协会	玲珑 Infinity Ecosis 以 2.8 的总成绩与米其林比肩，并优于普利司通。
2016 年	德国著名杂志《Auto Bild》夏季轮胎测试	玲珑旗下品牌利奥位列 17/52
2017 年	芬兰世界发布的《2017 夏季轮胎测试报告》	得分 8.3，位列 7/17，与米其林仅有 0.6 分之差，优于优科豪马、弗雷德等国际知名品牌
2018 年	中国汽车技术研究中心发布的《2018 中国胎度测试》	位列轿车类轮胎第一名，优于固特异、马牌、邓禄普等国际一线品牌

资料来源：公司官网，爱卡汽车，凤凰汽车，汽车消费网，天风证券研究所

2.3. 注重营销：大力开拓 AM 市场

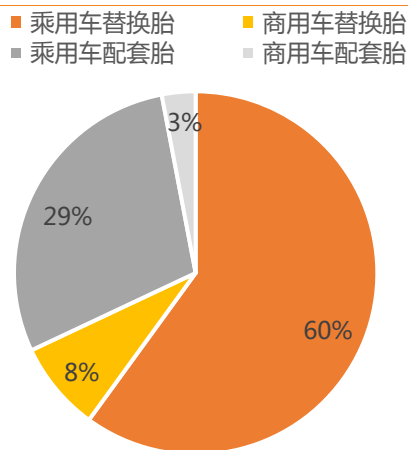
AM 市场是公司的主要市场，公司在国内 AM 市场市占率约为 4.9%。轮胎市场分为 AM 市场（替换胎市场）与 OEM 市场（配套市场），当前轮胎 AM 市场占主导地位。2013-2018 年，公司的 AM 市场及 OEM 市场营收分别从 73.5 亿、39.4 亿增长到 92.8 亿、52.2 亿，AM 市场营收占比从 65.1%微降至 64.0%，基本与国内 AM 市场 68%的占比保持一致。若以产量测算可得，2018 年公司在国内 AM 市场占有率约为 4.9%。

图 17：2013-2018 公司替换（AM）及配套（OEM）市场营收



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：国内替换（AM）和配套（OEM）市场占比



资料来源：观研网，天风证券研究所

在直接面对消费者的 AM 市场，公司的营销策略可以分为总体战略和分市场策略两部分：
1) 总体战略：采取经销商销售模式，在全球范围广泛布局；2) 分市场策略：在国外市场以性价比取胜。

1) 总体战略：公司在 AM 市场采取经销商销售模式，积极开拓国内外一级经销商。公司将全国划分为 8 大营销区域，各区域按照产品系列设置一级经销商，再通过一级经销商向下分销的方式进行销售，实现了国内销售渠道和服务网络的快速布局。在海外，由海外营销部对经销商细分为美洲、欧洲、中东、非洲和亚太等市场进行区域管理。公司直接将产品卖给经销商，然后由经销商在其细分区域市场内自行销售。2013-2015 年，公司国内外经销商总数从 464 家增加到 707 家，年均增长率达到 23.4%。

表 12：2013-2015 年公司 AM 市场经销商变化

类别		2013 年度	2014 年度	2015 年度
国内经销商变动情况	期末经销商总数	221	290	384
	当年新增经销商家数	83	129	128
	当年减少经销商家数	51	60	34
海外经销商变动情况	期末经销商总数	243	235	323
	当年新增经销商家数	40	21	105
	当年减少经销商家数	27	29	17

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司近年快速拓展 AM 市场，。为了拓展轮胎替换市场，公司成立大胎、小胎、欧洲、北美、中南美、亚太、非洲等多个业务部门，在全球设立营销网点 30,000 多个，市场遍布全球 180 多个国家和地区。同时为了提高公司在零售市场的知名度，公司开展了“千店工程”，在全球设立品牌形象店 3000 多家，并积极参与中国国际轮胎后市场展览会、美国森马展、迪拜售后服务展等。

表 13：公司在替换市场的营销策略

替换市场策略方向	说明
业务部门	成立大胎、小胎、欧洲、北美、中南美、亚太、非洲等多个业务部门
营销网点	在全球设立营销网点 30000 多个
千店工程	在全球设立品牌形象店 3000 多家
展览会	参加 2017 中国国际轮胎及后市场展览会、2017 美国森马展、2018 迪拜售后服务展览会等

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

2) 分市场战略：针对 AM 市场的不同客户，玲珑轮胎采取“先国际，再国内”的策略。在国外的成熟市场，监管相对严格，各品牌的产品都能获得合格的质量和法定的保证责任，且汽车往往被视为代步工具，消费者更多地考虑经济性。因此，玲珑轮胎采取的策略是用优质的性价比打开国外市场。在国内，消费者往往习惯于将品牌与质量挂钩，且将汽车视为身份的象征，因此国外轮胎品牌溢价较高，依然有较大的市场。玲珑轮胎采取的策略是先增强自身的国际影响力，再以此获得国内消费者认可。

表 14：玲珑对待对国内外客户的营销策略

客户群体	国外客户	国内客户
市场环境	1) 监管严格，任何品牌质量都有保证； 2) 汽车被视为代步工具，消费者更多的考虑经济性。	1) 监管尚待完善，部分品牌质量得不到保证； 2) 汽车不仅是代步工具，还具有身份象征意义。
应对策略	主打性价比，用价廉物美的产品打开市场	增强国际影响力，以国际市场的成功来证明自身实力

资料来源：《广告主杂志》2006 年 9 月刊对玲珑轮胎董事长的专访，天风证券研究所

多领域、多角度宣传，公司影响力逐步提升，有望借此赢得国内市场消费者青睐。公司积极实施国际化品牌战略，赞助了足球、排球、赛车等多领域的多项赛事和队伍。同时还冠名了 CCTV《惊喜连连》综艺节目，出版了品牌专属杂志。在广告投放上，公司已在国内 30 多个机场、30 多个高铁站以及央视多个栏目投放广告，塑造公司国际化品牌形象，海内外影响力有望逐步提升。

表 15：玲珑轮胎品牌宣传项目

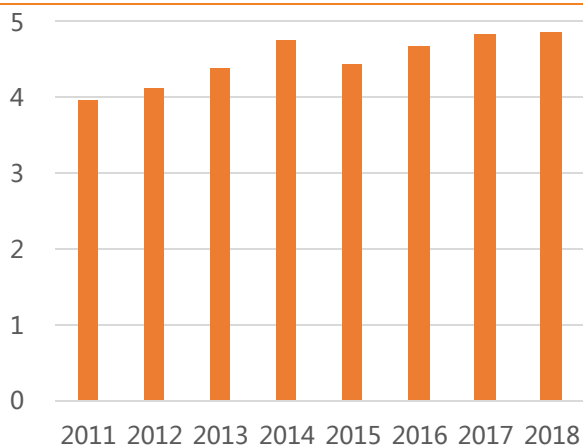
领域	项目
足球	尤文图斯合作伙伴
	沃尔夫斯堡冠军俱乐部合作伙伴
	建立中德玲珑爱华培训基地
排球	2017-2019 赛季中国排球超级联赛官方赞助商
	组建阿特拉斯车队参加 D1 飘移大奖赛
	赞助招远山地越野车挑战赛
赛车	赞助中国卡车极限挑战赛
	赞助中国卡车公开赛
	赞助中国越野拉力赛
传媒	赞助 CCTV《惊喜连连》节目
	与《东方航线》携手出版玲珑品牌专属杂志
广告	在国内外 30 多个机场、30 多个高铁站以及《东方时空》、《国际时讯》、《新闻周刊》、《世界周刊》等多档栏目投放广告

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

2.4. 注重布局：5+3 战略成效初显

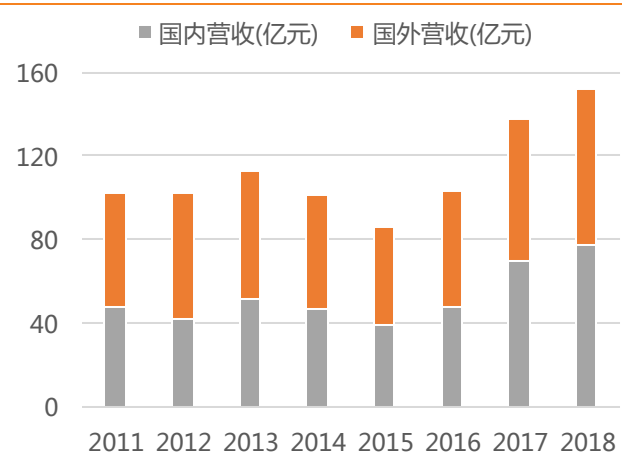
国内轮胎出口稳定增长，海外已成为公司重要营收来源。从 2005 年起，中国汽车轮胎年产量始终保持全球第一，成为全球最大的轮胎生产国和消费国。2011-2018 年，国内轮胎出口数量从 4.0 亿条增长到 4.9 亿条，约占国内轮胎总产量的 40%，出口已成趋势。同期公司国外营收从 54.6 亿元增长到 74.5 亿元，海外市场已经成为公司重要的营收来源。

图 19：2011-2018 国内轮胎出口数量（亿条）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2011-2018 公司各地区营收（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

受美国“双反”措施打压，国内轮胎出口遭遇挑战。美国是中国轮胎最大出口国，每年向美轮胎出口量约占我国轮胎总出口量的 1/3。2007 年开始，美国频繁通过“双反”措施向中国轮胎征收高额关税，使中国轮胎丧失了价格优势，在美国市场占有率从 40% 下滑到 20%，恶化了我国轮胎出口的贸易环境。

表 16：美国对中国轮胎重大“双反”措施

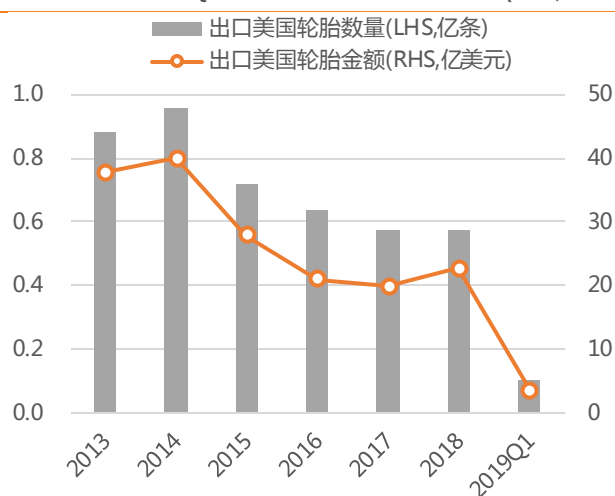
时间	车胎	内容	影响
2007 年	工程机械轮胎 (OTR)	对中国部分轮胎企业 OTR 产品征收 0-29.93% 的反倾销税、2.45%-14% 的反补贴税，对其他企业征收 210.48% 的惩罚性反倾销税和 5.62% 的反补贴税	仅有两家中国企业应诉成功，其他企业仍需征收高额税率
2009 年	乘用车和轻型	在原有关税基础上，2009 年开始，三年内对中国轮	涉及金额约 17 亿美元，制裁期间中国

	卡车轮胎(PCR)	胎企业的 PCR 产品加征 35%、30%和 25%的关税	出口到美国的轮胎数量下降了 10%以上
2014 年	乘用车和轻型 卡车轮胎(PCR)	中国厂商被征收 14.35% - 87.99%的反倾销税和 20.73% - 100.77%的反补贴税, 两者相加最高税率达 188.76%	涉案企业 200 多家, 涉案金额高达 33.7 亿美元, 保守估计将影响超过 100 万上 下游产业工人的就业问题
2019 年	卡客车轮胎 (TBR)	美国对浦林成山、双钱轮胎和贵州轮胎的合并保证 金税率分别为 42.16%、23.81%和 66.17%, 其他企业 单独税率为 42.16%	卡客车轮胎是中国轮胎企业的拳头产 品, 涉案金额超过 10 亿美元

资料来源:《四次双反措施的影响与出路》, 刘方池、吴亚, 中国化工报, 天风证券研究所

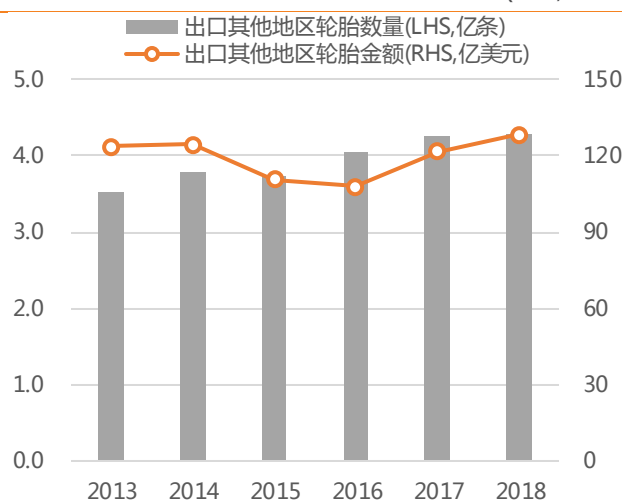
国内轮胎对美出口逐渐下降, 业务转向全球其他地区。在美国的双反措施下, 国内轮胎对美出口逐渐下降。2013-2019Q1, 国内出口美国轮胎数量从 0.9 亿条下降到 0.1 亿条, 金额从 39.9 亿美元下降到 3.5 亿美元。原有出口美国的业务正逐步转向其他地区, 2013-2018 年, 国内出口其他地区的轮胎数量稳步提升, 出口金额在 2016 年后也持续增长, 在 2018 年达到了历史最高点 128.4 亿美元。

图 21: 2013-2019Q1 国内出口美国轮胎数量及金额(亿条,亿美元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: 2013-2018 国内出口其他地区轮胎数量及金额(亿条,亿美元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

“5+3”布局稳定推进中, 将逐渐扩大产能。2018 年前, 公司在国内拥有招远、德州、广西三大生产基地, 在海外拥有泰国生产基地。2018 年公司将原先“3+3”战略升级为“5+3”, 计划在原有基础上, 在国内继续扩建两大生产基地。目前国内新建的湖北基地预计在 2019 年可逐步投产, 海外的塞尔维亚基地一期有望在 2021 年达产, 未来还将在国内、国外各建一个新的生产基地。当前公司总产能为 6445 万条, 位居国内第二, 半钢产能及公司利润位居国内第一。

表 17: 玲珑轮胎生产基地产能 (万条/年)

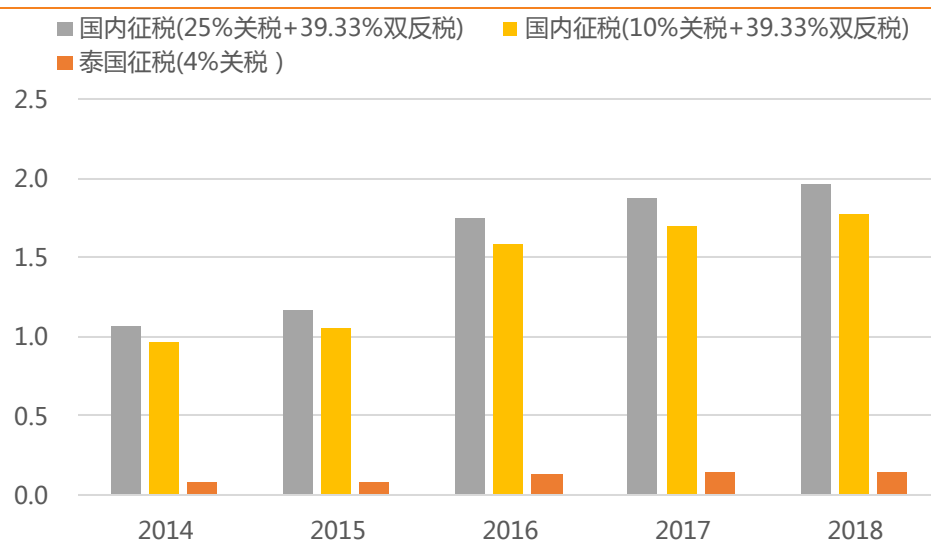
类型	主要厂区项目	设计产能	实际产能(万条/年)	产能利用率(%)	产能预测
招远基地	招远半钢	3,000	2,800	90.09	
	招远全钢	510	500	91.86	
	招远斜交	100	100	42.6	
德州基地	德州半钢	1,000	350	67.48	2019 年年底达到 600 万套/年
	德州全钢	200	220	120.35	
广西基地	广西半钢	1,000	1,000	73.31	
	广西全钢	100	30	54.82	
湖北基地	湖北半钢	1,200			预计 2019 年年底达到年产 350 万套
	湖北全钢	240			预计 2019 年年底达到年产 100 万套
泰国基地	泰国半钢	1,500	1,300	86.92	
	泰国全钢	180	145	81.16	

当前产能合计		9,030	6,445	85.69
塞尔维亚基地(建立中)	塞尔维亚半钢	1200		第一期 2021 年 3 月达产,第二期 2023 年 3 月达产, 每期各 350 套半钢、80 万套全钢。第三期预计 2025 年达产。
	塞尔维亚全钢	160		
	工程及农用胎	2		

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

“5+3”战略将有效规避美“双反”制裁及贸易争端风险。根据美国双反政策, 公司在国内生产的轮胎出口到美国适用 39.33% 的双反税以及 10% 的现行关税。若在泰国基地生产的轮胎出口至美国, 则无需缴纳双反税, 且关税仅为 4%。且在当前的贸易争端下, 美国多次威胁将 10% 的现行关税提高至 25%, 国内生产的轮胎面临的税率风险显著高于国外。因此公司“5+3”战略将有效规避双反制裁及贸易争端风险。据我们测算, 2014-2018 年, 在 25% 关税和 39.33% 双反税的极端条件下, 公司将累计向美国交税 7.8 亿元; 而若将出口至美国的轮胎全部转移至泰国基地, 则需交税 0.6 亿元, 仅为前者的 7.7%。

图 23: 不同基地生产的轮胎销往美国纳税额 (亿元)



资料来源:美国海关官网, 轮胎世界网, 公司公告, 天风证券研究所

注: 以 2015 年美国地区营收占比 23.84% 进行测算。10% 为中国轮胎出口美国现行税率, 25% 为贸易摩擦下美国声明拟征收税率。

“5+3”战略可有效节约企业税负。当前国内的企业所得税税率为 25%, 泰国的税率为 20%, 塞尔维亚的税率为 15%。且公司已得到泰国政府颁发的投资促进鼓励书, 泰国玲珑在 2014-2022 年免交所得税, 在 2022-2027 年所得税减半。以 2015-2018 年泰国玲珑的营收和净利润估算, 泰国玲珑每年可节约税负 0.5-1.8 亿元, 2018 年节约的税负占当年公司净利润的 15.3%。此外, 塞尔维亚工厂未来有望享受 10 年的免税优惠。

表 18: 泰国玲珑节约税负计算 (亿元)

	2015	2016	2017	2018
泰国玲珑营收	11.0	22.9	31.8	37.8
泰国玲珑净利润	2.0	5.3	6.4	7.4
公司净利润	6.8	10.1	10.5	11.8
若泰国基地产品转移至国内生产(仅考虑企业所得税)后的净利润	6.3	8.8	8.9	10.0
净利润差额	0.5	1.3	1.6	1.8

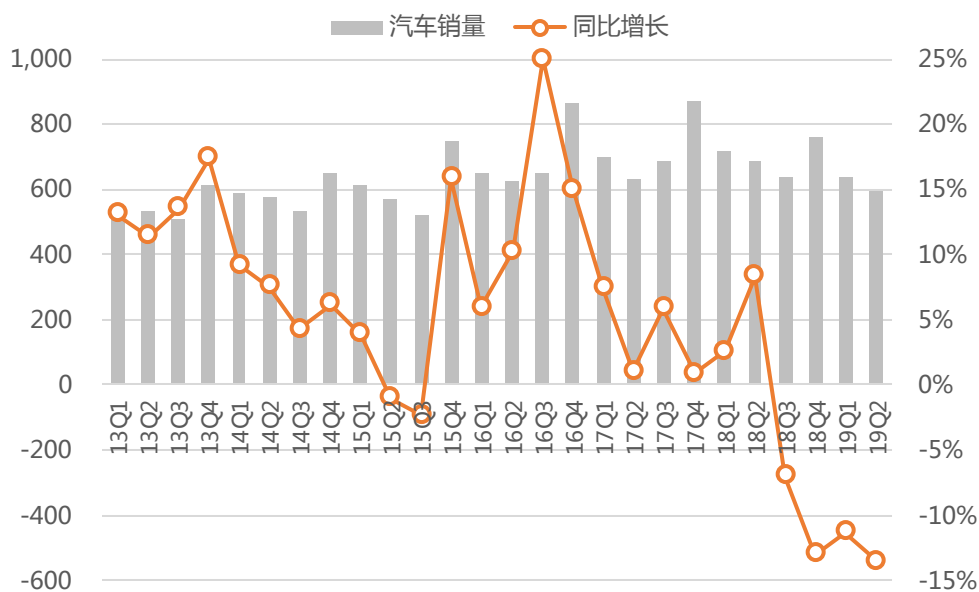
资料来源:公司公告, 天风证券研究所

3. 下游：OEM 替代加速 有望量价齐升

3.1. OEM 市场：加速出清 性价比优势凸显

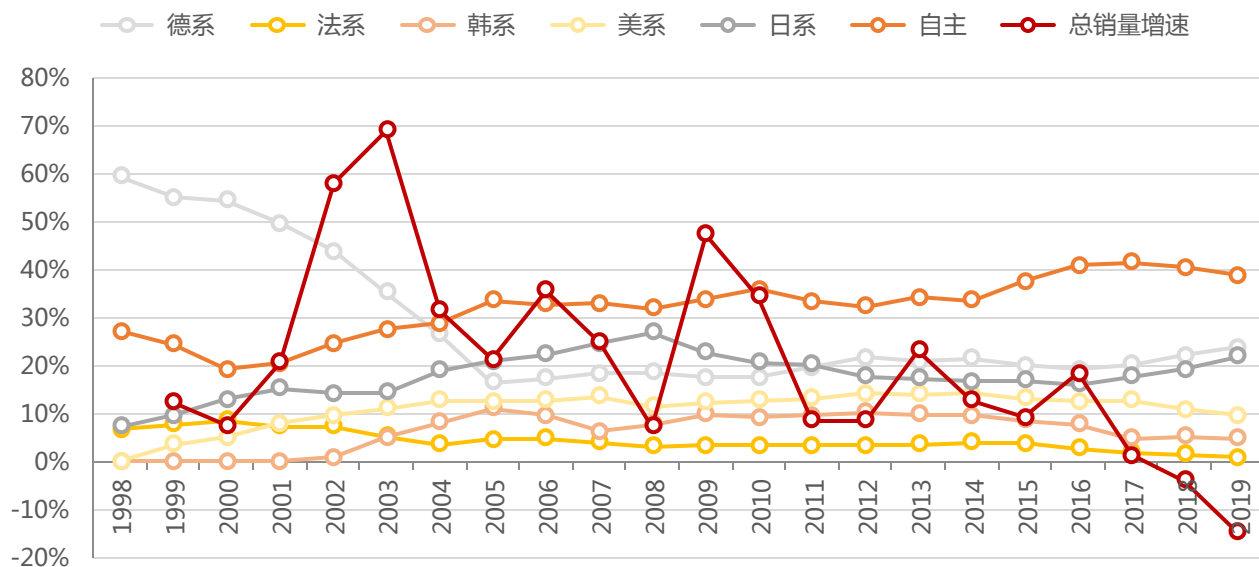
汽车行业短期承压,长期成长性不改,自主龙头份额提升是中长期大趋势。汽车行业于 2018 年结束多年的正增长,销量从 18Q3 开始同比大幅下滑,但我们预计汽车景气度有望下半年开始反转,长期来看,汽车行业依旧有望持续稳步的增长。过去的二十多年,为自主品牌提供了一个高速增长的市场,使得抗风险能力较差的自主品牌得以快速发展,市占率亦稳步提升。如今,已有吉利、长城、长安、奇瑞、上汽、广汽等自主品牌脱颖而市场占有率有一席之地。未来,我们认为自主品牌龙头企业将是行业发展的主要推动力,其市场份额有望继续提升。

图 24：国内汽车 13Q1 至 19Q2 销量及增速（万辆，%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 25：1998-2019 年度车系份额与销量增速变化（%）



资料来源：OICA、天风证券研究所

注：2019 年为前 5 月销量。

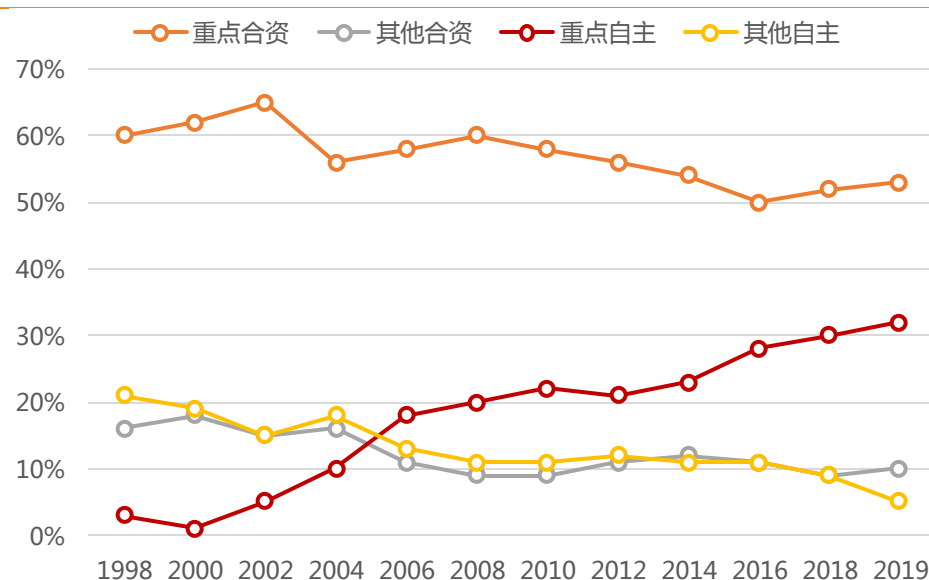
行业低迷加速出清，强者有望恒强。2016 年至 2019 年（前 5 月），TOP20 车企市占率稳步提升，从 79.9% 升至 86.7%。第 21-30 名的变化尤为显著，2017、2018、2019M1-M5 分别同比减少 0.8、1.4、2.1 个百分点，分化进步加速。此外，若以销量为衡量标准将市场上销售的品牌分成四类，重点自主（前十）、重点合资（前十）、其他自主、其他合资。那么过去 20 年间，重点自主的上升趋势最为明显，合资品牌和其他自主均不同程度下降，其中其他自主降幅最大。我们预计随行业洗牌出清，其他自主品牌和其他合资品牌或先后出局，汽车行业有望进一步向头部车企集中。

表 19：各梯队车企市占率（%）

	2016	2017	2018	2019M1-M5
1-5	35.2%	36.4%	38.3%	39.0%
6-10	21.0%	20.3%	20.0%	20.8%
11-20	23.7%	23.3%	24.6%	26.9%
21-30	13.0%	12.2%	10.8%	8.7%
31-40	5.1%	5.1%	4.2%	3.5%
41-50	1.7%	2.1%	1.6%	0.9%
50 后	0.4%	0.6%	0.5%	0.2%
行业增速	18.2%	1.1%	-4.0%	-15.0%

资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 26：中国 1998-2019 重点自主/合资市场份额（%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

注：更新至 5 月，重点自主包括吉利、长安、长城、奇瑞、比亚迪、上汽通用五菱等 10 家企业，重点合资包括一汽大众、上汽大众、上汽通用、东风日产、广本、广丰等 10 家企业。

竞争加剧+分化加速，车企对于性价比要求高于以往，公司优势显著。在行业景气度低迷、加速出清的背景下，车企的价格战越来越激烈，2019 年以来，随着“汽车下乡”、“制造业降税”“国五/国六切换”等政策，各大车企已经先后进行了多轮降价。我们认为车企对于性价比的追求将高于以往。玲珑轮胎性能优良，且价格相对进口轮胎具有较大的优势，有望加速渗透市场。

表 20：2019 年 3 月以来部分车企降价情况

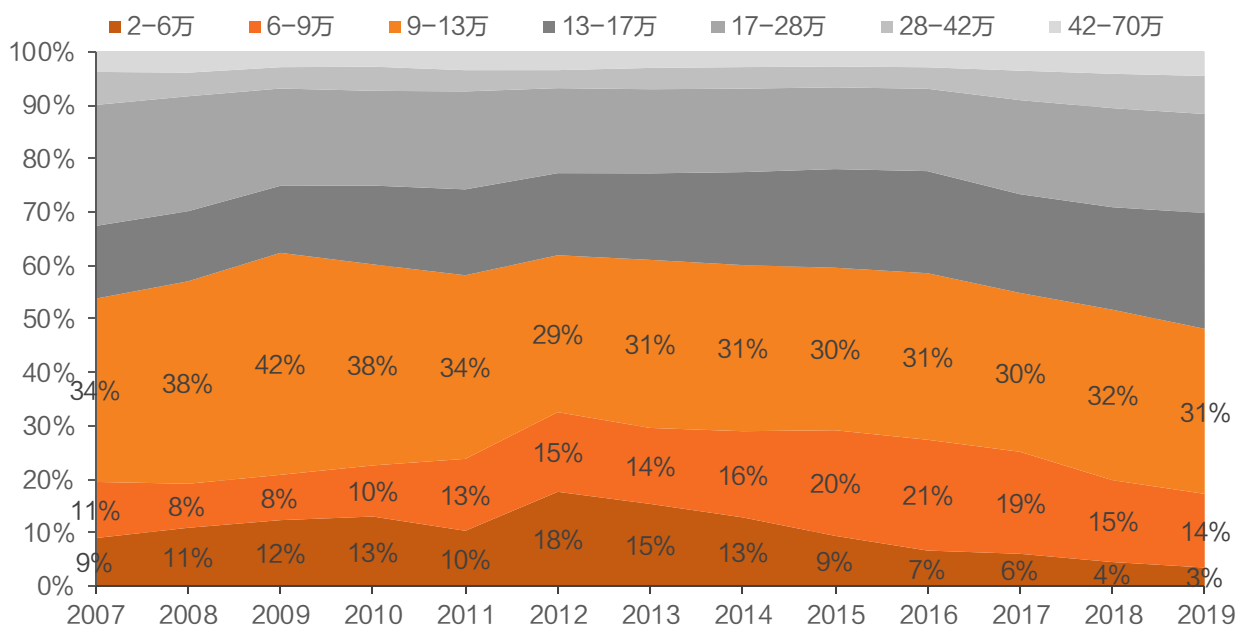
车企	车型	原价（万元）	现价（万元）	降价幅度（万元）
上汽大众	辉昂 480V6	65.9	63.9	2.0
	途昂 530V6	51.9	50.6	1.3

一汽大众	帕萨特 380TSI	28.9	28.3	0.6
	C 380TSI	31.0	30.2	0.8
	迈腾 380TSI	31.7	30.9	0.8
	探岳 380TSI	32.0	31.4	0.6
宝马	M760Li	248.8	242.8	6.0
	740Li	105.8	102.8	3.0
	X5	78.0	76.0	2.0
奔驰	S 500 L	173.3	169.3	4.0
	GLE 500	139.0	135.4	3.6
	C 300 L	48.7	47.5	1.2
奥迪	RS 6	139.1	135.8	3.3
	A8 L	94.0	91.8	2.2
	A6 L	66.7	65.1	1.6

资料来源：爱卡汽车，新浪汽车，豪车汇，天风证券研究所

13 万以下汽车销量弹性较大，有望最早实现复苏，公司业绩有望随之进一步增长。由于前几年汽车市场景气度下降，自主品牌及低端合资品牌集中的 13 万元以下的车型，销量也出现了较大的下滑。2019 年 4 月至 2018 年 1 月，13 万元以下车型销售占比从 54%下降至 45%。而公司在 OEM 市场主要配套车型多为自主品牌，如五菱宏光、吉利帝豪、博越等。我们认为未来汽车行业有望逐渐复苏，而 13 万以下的车弹性较大，销量有望最早实现反弹。因此，受益于公司的上汽五菱、吉利、长安等客户的需求增长，公司业绩也有望实现进一步增长。

图 27：2007 年-2019 年各价格带车型销量占比 (%)



资料来源：搜狐汽车、天风证券研究所

表 21：玲珑轮胎 OEM 市场部分配套车型

类型	车型	车企	18 年销量 (辆)	自主品牌排名	配套轮胎
轿车	帝豪	吉利	219792	7	玲珑、佳通
	宝骏 310	上汽通用五菱	151685	11	玲珑
	比亚迪 F3	比亚迪	47573	54	玲珑、万力

	福睿斯	福特	2019 年新款	玲珑、固特异
SUV	博越	吉利	255695	4 玲珑、马牌
	欧诺	长安	55300	49 玲珑、海大
	猎豹 CS9	猎豹	34027	79 玲珑、万力
MPV	五菱宏光	上汽通用五菱	476538	1 玲珑、锦湖
	五菱宏光 V	上汽通用五菱	149524	12 玲珑

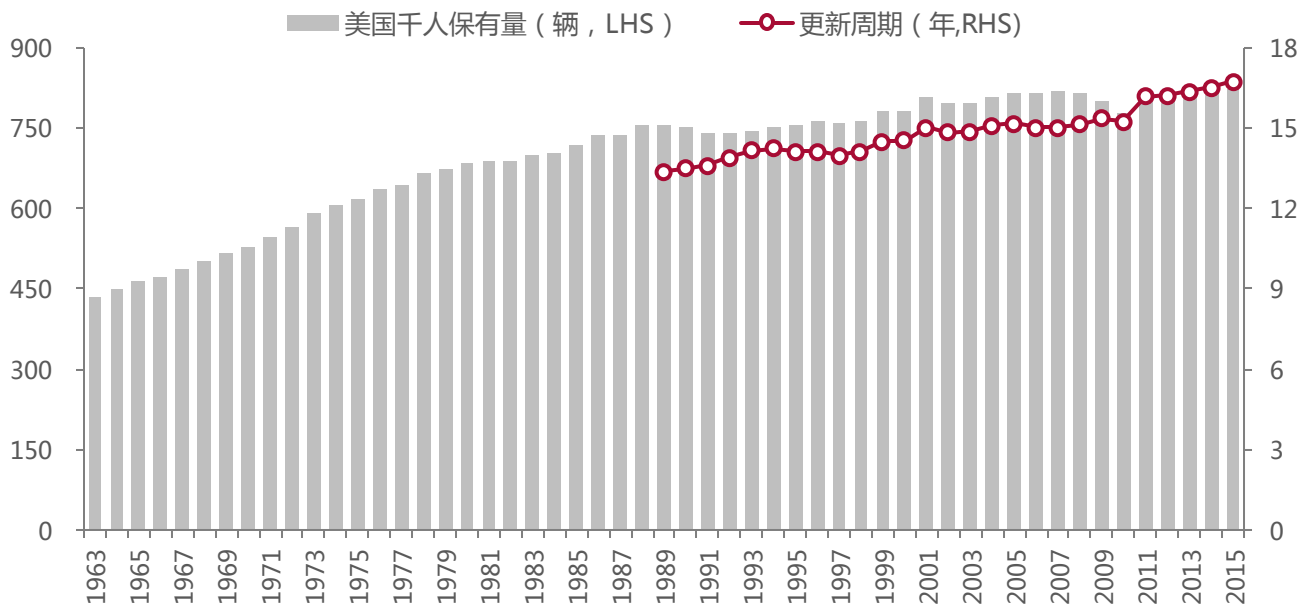
资料来源：车主之家，天风证券研究所

3.2. AM 市场：十年快速增长 仍为主要战场

我们认为未来汽车保有量继续上升的主要驱动力来自于中国市场。美、日、欧汽车经过近百年的发展，已步入汽车销量和保有量相对稳定时期。而虽然中国汽车市场同样步入存量市场，但由于此前刚刚结束 10 余年的快速爬坡期，未来行业整体保有量将呈现继续快速增长的态势。

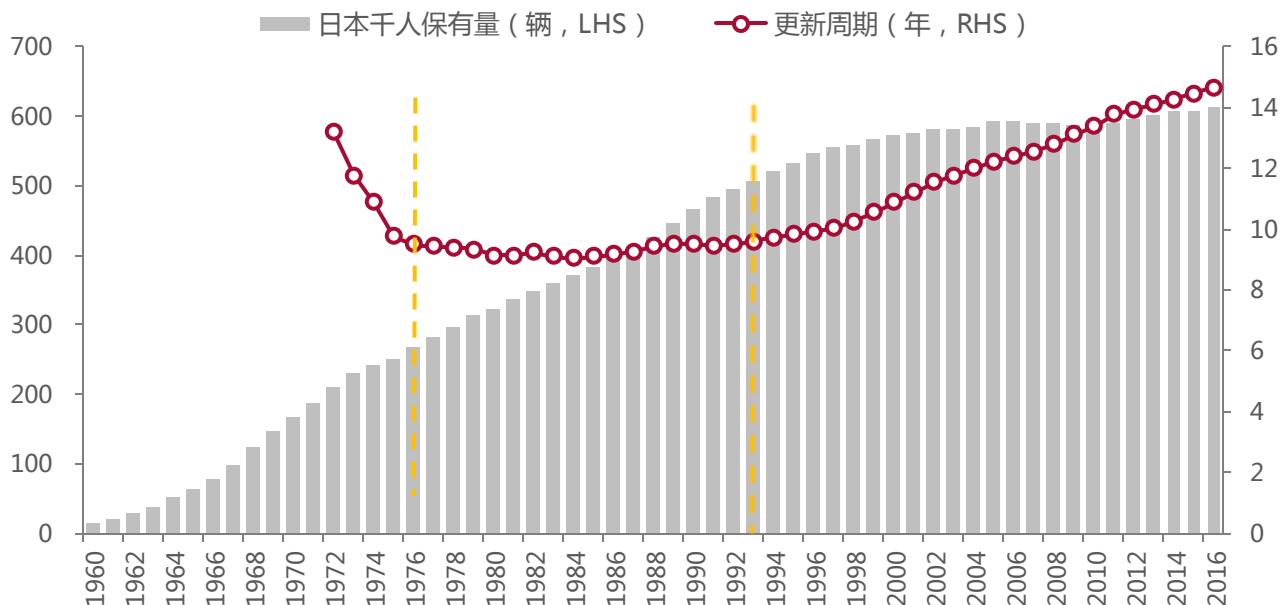
参考美、日汽车市场，更新周期会随着人均汽车保有量的提升先缩短后延长。美国和日本汽车市场均呈现出一种现象，从上世纪 80 年代末期开始，汽车的更新周期随着汽车保有量的增长先缩短后延长。由于日本汽车工业相较于美国起步更晚更快，我们可以从日本的长维度数据获得更深一层的发现：在汽车销量快速增长的早期，汽车更新时间逐步缩短，待整体销量趋于平稳之后，更新时间开始稳步提升。我们认为这种现象可以用经济发展状况来解释。千人保有量较低时期，汽车处于市场导入期，汽车购买门槛较高，而汽车工业不发达也导致市场上汽车制造水平差异较大，且大家对于汽车的使用和更替更为慎重，故而更新周期较长。而迅速发展的经济提升了个人可支配收入，消费者有能力实现更新汽车的需求，更新周期也逐渐缩短。随着千人保有量不断增加，持续高速发展的经济和汽车工业的强化，促进了汽车质量的提升和单车使用强度的降低，从而逐渐延长了汽车的更新周期。

图 28：美国汽车千人保有量及更新周期变化



资料来源：OICA、天风证券研究所

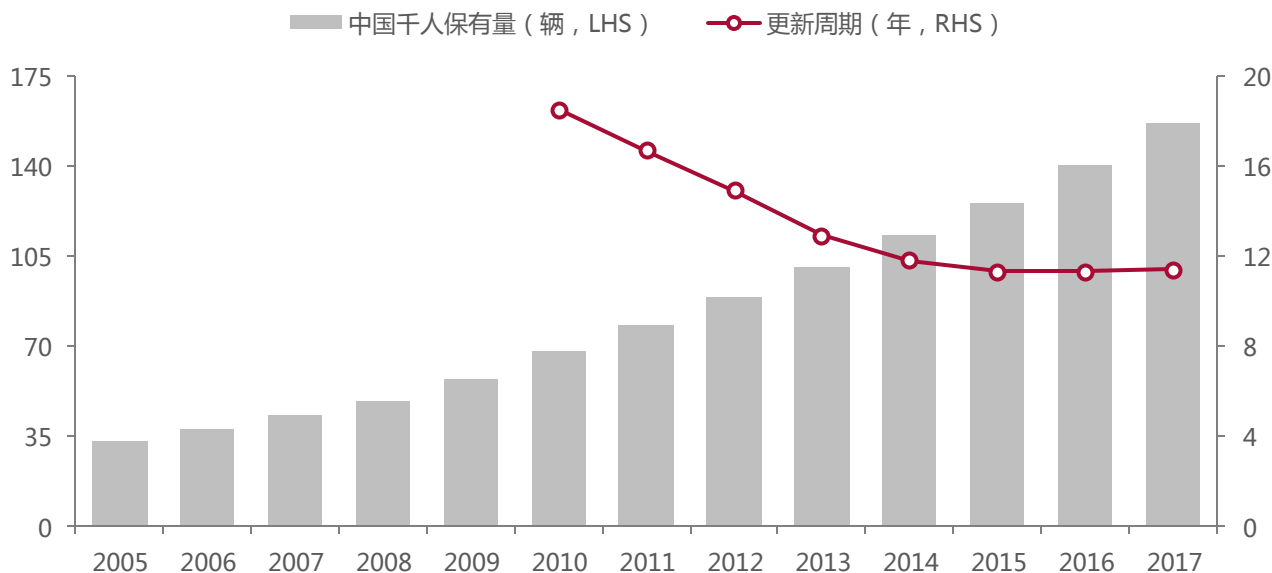
图 29：日本汽车千人保有量及更新周期变化



资料来源：日本自动车工业协会、天风证券研究所

中国汽车更新周期正处拐点向上阶段。由于国内汽车工业（特别是乘用车行业）起步较晚，在 2000 年前销量都在很低的水平（200 万辆以下），因此直到 2010 年左右，汽车少有报废更新，但随着汽车销量的快速增长，更新周期开始明显缩短，从 2010 年到 2014 年，国内汽车的更新周期从 18.5 年迅速下降到 11.8 年，随后汽车的更新周期开始进入了 11.3 年左右的平台期，并在 2017 年迎来拐点，从 11.3 年上升到 11.4 年。我们预计，未来随着保有量的提升，居民换车周期有望迎拐点向上的第三阶段。

图 30：中国汽车千人保有量及更新周期变化



资料来源：中国产业信息网、中国天风证券研究所

全球汽车保有量随销量增速而波动，AM 市场将稳步增长。以美、日、欧及国内的数据为基础，我们假设全球的换车周期为 13 年。则全球汽车保有量的增速将略快于汽车销量增速，2017 年至 2025 年间的 CAGR 约为 2.3%。

中国汽车保有量将继续保持长时间维度的快速增长。如今中国汽车的更新周期约为 11.4 年，我们预估 2018 至 2025 年汽车更新周期将逐步提升 1.5 年至接近 13 年。则中国汽车

保有量将从 2018 年的 2.31 亿辆上升至 2025 年的 3.37 亿辆，CAGR 约为 5.4%。

表 22：全国汽车保有量预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	19E	20E	21E	22E	23E	24E	25E
全国汽车销量 (百万辆)	19.3	22.0	23.5	24.6	27.9	28.9	28.0	27.5	28.9	29.4	30.0	30.6	31.2	31.9
汽车销量增速	4%	14%	7%	5%	14%	4%	-3%	-2%	5%	2%	2%	2%	2%	2%
汽车保有量-初 值(百万辆)	94	109	127	146	163	186	209	231	250	265	281	296	309	321
报废汽车数量 (百万辆)	3.5	4.6	4.2	7.7	5.0	5.6	5.9	9.2	13.2	13.6	14.5	18.3	19.1	19.3
汽车保有量-末 值(百万辆)	109	127	146	163	186	209	231	250	265	281	296	309	321	333
保有量增速	17%	16%	15%	12%	14%	13%	11%	8%	6%	6%	6%	4%	4%	4%
千人保有量	81	93	107	118	134	150	166	178	188	198	208	216	223	231

资料来源：中汽协、国家统计局、天风证券研究所

注：此表中，仅 2012-2018 年数据中的销量和保有量数据为真实数据，其余均为预测值。

汽车轮胎更换需求较大，存量市场依然空间广阔。对新车而言，乘用车与轮胎的配套比例为 1:5，商用车与轮胎配套比例平均约为 1:11；在 AM 市场，每辆轿车每年需替换 1.5 条轮胎，商用车的替换系数可达轿车的 10 倍以上，工程机械的替换系数也高于轿车。据公司招股说明书估测，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，轮胎的需求依旧旺盛。

表 23：不同轮胎替换周期

轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数(条)	替换系数(条/辆·年)
乘用车胎	轿车	5	1.5
商用车胎	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
	大型客车	7-11	2-5
工程胎	装载机械	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

轮胎行业需求量未来 7 年 CAGR 达 4.5%。若结合我们对于汽车未来 7 年销量及保有量的预测，以及公司招股说明书中轮胎配套数及更换周期的数据。我们预计汽车行业轮胎总需求量将从 2019 年的约 850.4 万条升至 2025 年的 1108.5 万条，CAGR 约 4.5%。其中乘用车轮胎需求量将从 2019 年的 434.9 万条升至 560.5 万条，CAGR 约 4.3%。

表 24：汽车轮胎需求预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
乘用车销量	23.4	24.5	25.0	25.5	26.0	26.5	27.1
商用车销量	4.1	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.8
乘用车保有量	212.1	225.4	238.8	252.0	262.5	272.8	283.4
商用车保有量	37.4	39.8	42.1	44.5	46.3	48.1	50.0
乘用车轮胎需求量(百万套)	434.9	460.7	483.3	505.6	523.9	541.9	560.5
商用车轮胎需求量(百万套)	415.5	441.0	465.6	489.8	509.2	528.2	548.0
汽车轮胎总需求量(百万套)	850.4	901.7	948.9	995.4	1,033.0	1,070.3	1108.5

资料来源：天风证券研究所

3.3. ASP 提升：品质为驱动力 低价提供空间

未来，玲珑轮胎的价格有望提升，逐步迈向高端。我们认为玲珑轮胎在“厚积”之后，将迎来单价提升的“薄发”期。而我们认为玲珑单价有望逐步向一二梯队靠拢的主要原因为：

1) **超高性价比，提供升值空间**：相较于国外一二梯队竞争者，公司技术虽存在一定差距，但价格优势十分显著；相较国内竞争者，公司技术相对领先，且价格优势相对显著。2) **优异的产能布局及规划**：目前半钢全国第一，总产能第二，此外公司正逐步完善海外布局，将弥补就近配套、反应速度等劣势。

1) **与国外轮胎对比：相比一线品牌虽存在一定技术差距，但同品质下价格优势显著**。根据 2017 年芬兰《Test World》对国内外 17 家轮胎企业同规格（205/55R）代表轮胎的测试结果，综合考虑了湿地性能、干地性能、经济与舒适性等方面之后，前 7 名分别是：诺记 9.2 分，马牌 9.1 分，米其林 8.9 分，普利司通 8.8 分，倍耐力 8.7 分，固特异 8.5 分，玲珑 8.3 分。在德安通、建大、玛吉斯（正新旗下）、万力等 5 家中国自主轮胎品牌中，玲珑拔得头筹。对海外厂商而言，技术测试得分对价格影响较大；而玲珑与韩泰在技术表现上得分一致，售价比进口的韩泰低 36%，价格优势显著。

表 25：国内外轮胎企业同规格（205/55R）代表轮胎对比

	比重	米其林 Primacy 3	普利司通 Turanza T001	固特异 EfficientGrip Performance	韩泰 Ventus Prime 3	玲珑 Green-Max HP 010
国家		法国	日本	美国	韩国	中国
价格		619	520	419	425	272
湿地	55%					
制动	15%	10	9	8	9	9
动态抓地力	15%	10	9	9	8	9
水滑性能	15%	7	10	9	7	8
操控性能	10%	9	8	8	8	9
干地	25%					
制动	15%	10	9	8	9	8
操控性能	10%	8	8	8	8	7
经济与舒适性	20%					
噪音	10%	9	9	9	10	9
滚动阻力	10%	7	7	9	7	7
总分	100%	8.9	8.8	8.5	8.3	8.3

资料来源：搜狐汽车，各品牌在线旗舰店，天风证券研究所

2) **与国内轮胎对比：技术领先，且价格较低**。根据太平洋汽车网的数据，选取四款同规格（205/55R）的国产轮胎进行性能测试，测试结果为：1) 玲珑轮胎胎体层数为胎冠 5 层，胎侧 2 层，领先于万力及朝阳轮胎，强度较高；2) 百公里加速略有落后，但差距小于 3%；3) 制动距离位列第二，仅次于朝阳轮胎；4) 空档滑行距离领先较大，代表轮胎行驶阻力较小，省油效果显著。综合来看，玲珑轮胎不仅在除百公里加速以外的测试中均表现优异，技术优势显著，且价格相对较低，性价比较高。

表 26：四款 205/55R 规格国产轮胎性能测试结果

轮胎	玲珑轮胎 Green-Max HP010	万力 SP226	回力 R30	朝阳 A08
价格	279	369	259	329
产品定位	静音、节油	静音、灵活	静音、耐磨	静音、节油
胎体层数(胎冠\胎侧)	5\2	4\2	5\2	4\2
百公里加速时间	12.8s	12.8s	12.6s	12.5s
100-5km 制动距离	42.2m	42.7m	43.8m	41.6m

空档滑行距离	310.1m	298.9m	294.4m	275.1m
--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：太平洋汽车，天风证券研究所

3) 公司同时具备产能、布局、客户等优势，市场竞争力较强。综合本文上述内容，除技术优势以外，公司还拥有三大优势：1) 产能优势，公司的总产能位居国内第二，半钢胎产能国内第一；2) 布局优势，公司生产基地距客户、原材料产地较近，有效降低了生产成本，且降低了国际贸易税务风险；3) 客户优势，自主品牌方面，公司配套了五菱宏光、吉利帝豪等高销量车型；在海外品牌方面，公司是国内唯一一家同时通过通用、福特和大众等跨国车企的全球供应商评审的企业。

表 27：除技术外的其他优势

核心竞争力	说明
产能优势	总产能国内第二，半钢胎产能国内第一
布局优势	“5+3”生产基地距客户、原材料产地较近，30,000 多个销售网点遍布全球，产品遍布全球 180 多个国家和地区
客户优势	配套自主品牌的五菱宏光、吉利帝豪等高销量车型，也是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全球供应商评审的企业

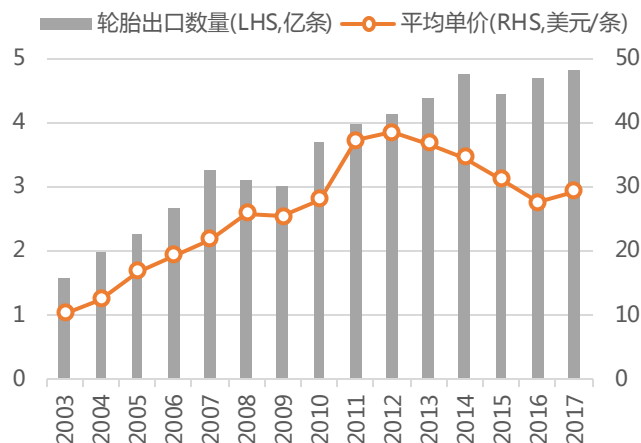
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 上游：出清保障盈利能力 精准布局延续成本优势

4.1. 供给出清 原材料平稳 盈利能力提升

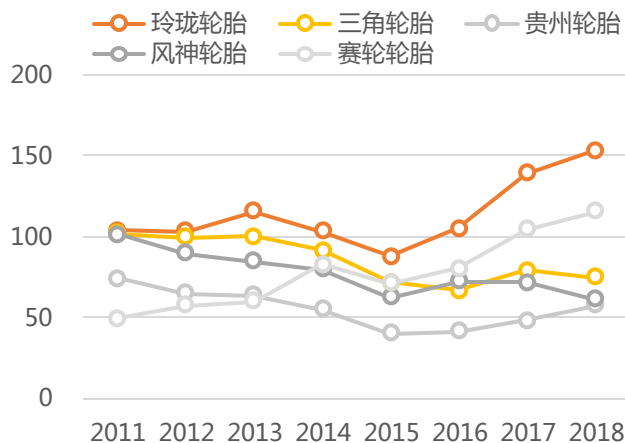
轮胎行业“出清期”已结束，行业逐步向龙头聚拢。从轮胎出口看，2012 年开始，轮胎行业的出口增速放缓，出口平均单价拐点向下，直到 2016 年，行业才开始复苏。从行业内的几大龙头公司看，2013 年至 2015 年间营收相较低迷，2016 年开始逐步转暖。而导致这种现象的主要原因是：1) 行业产能过剩；2) 原材料价格上涨；3) 外部贸易保护政策。但如今这三个问题已解决，行业将迎良性发展期：1) 行业初步完成行业出清；2) 原材料价格已恢复；3) 通过海外出口，各公司成功规避对华贸易壁垒。

图 31：03-17 年我国轮胎出口数量和平均单价（亿条，美元/条）



资料来源：Wind、天风证券研究所

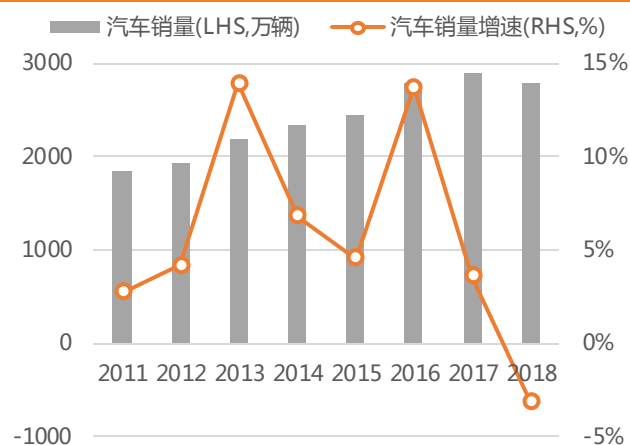
图 32：轮胎行业龙头营收（亿元）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

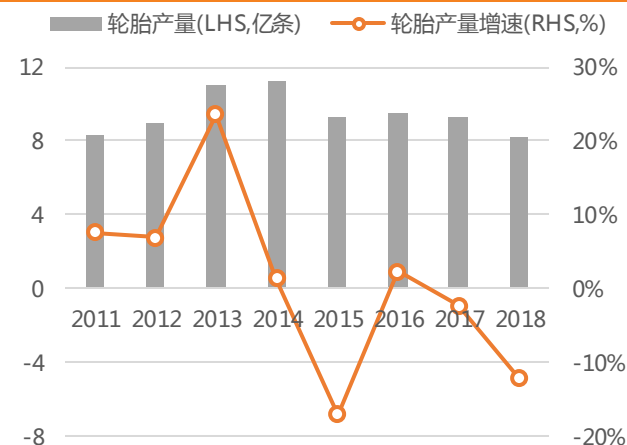
1) 前期国内轮胎产能过剩，目前已初步完成出清。2011-2013 年，轮胎产能在高投资下过快增长，产量同比分别 7.7%、7.0%、23.6%，而同期我国汽车销量年增速依次为 2.7%、4.2%、13.9%，轮胎产量大幅超过汽车增速。据中国产业信息网于 2012 年的调研，由于库存持续高位，80%以上的经销商表示轮胎出货量较前一年同期下降 30%以上，轮胎厂商不得不用降价的方式促销。2015 年以后，轮胎产量连续 4 年大幅低于汽车行业增速，完成行业“出清”。

图 33：2011-2018 国内汽车销量及增速（万辆，%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 34：2011-2018 国内轮胎产量及增速（亿条，%）



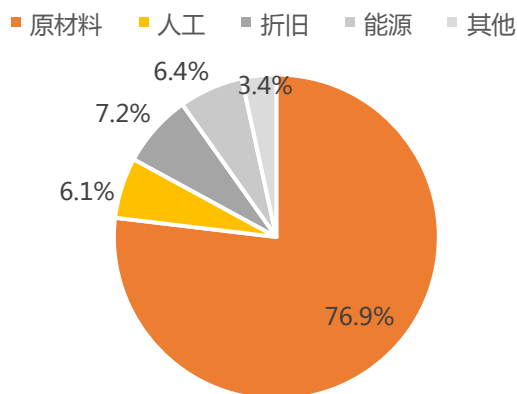
资料来源：Wind、天风证券研究所

2) 前期原材料橡胶价格上涨，目前已平稳。

轮胎原材料橡胶占据公司生产成本主导地位。2018 年，公司生产成本中 76.9%为原材料，6.1%为人工，7.2%为折旧，6.4%为能源，其他成本占 3.4%。而据公司招股说明书显示，原材料中橡胶占据了总生产成本的 41%；其中天然橡胶占比约 30%，为影响公司利

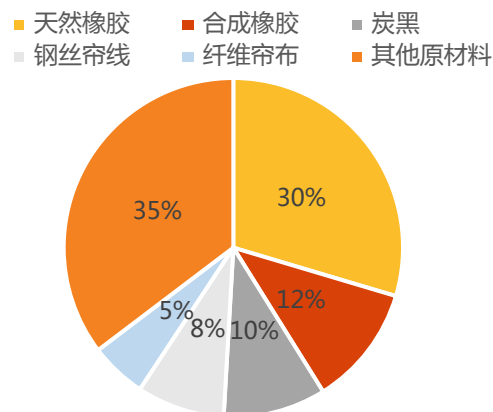
润率最主要原材料。

图 35：2018 年公司生产成本构成



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 36：2015 原材料成本占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

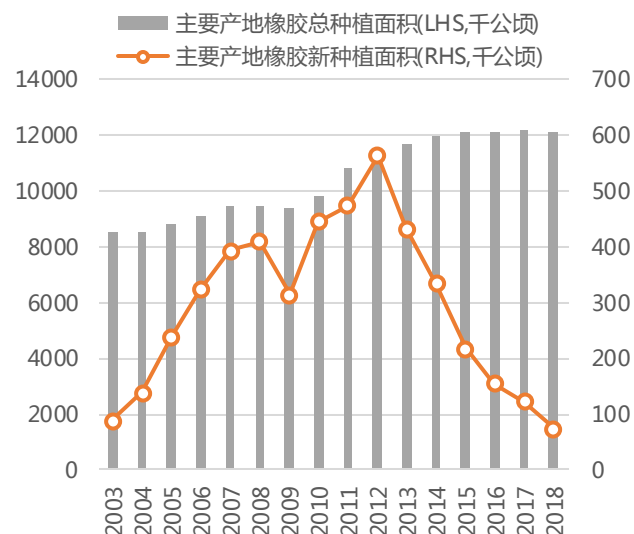
橡胶价格趋于平稳。金融危机之后，橡胶需求快速增长，而供给短期内无法跟上需求，导致橡胶价格快速上升，于 2011 年达到近年最高的 42000 元/吨，约为目前橡胶价格的近 4 倍。而此番价格的上涨直到 2014 年才逐渐回归，受此影响，企业的生产成本大幅增加，盈利能力受到较大影响。而从 2018 年开始，橡胶价格已趋于稳定，未来来看，2003-2012 年，橡胶新种植面积持续增长，在 2012 年达到顶峰。由于橡胶树需要 6-9 年的成熟期，因此 2009-2014 年较高的橡胶新种植面积将会在 2016-2023 年逐步开始生产，预计未来几年橡胶供应充足。

图 37：2009-2018 橡胶期货主力合约结算价格（元/吨）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

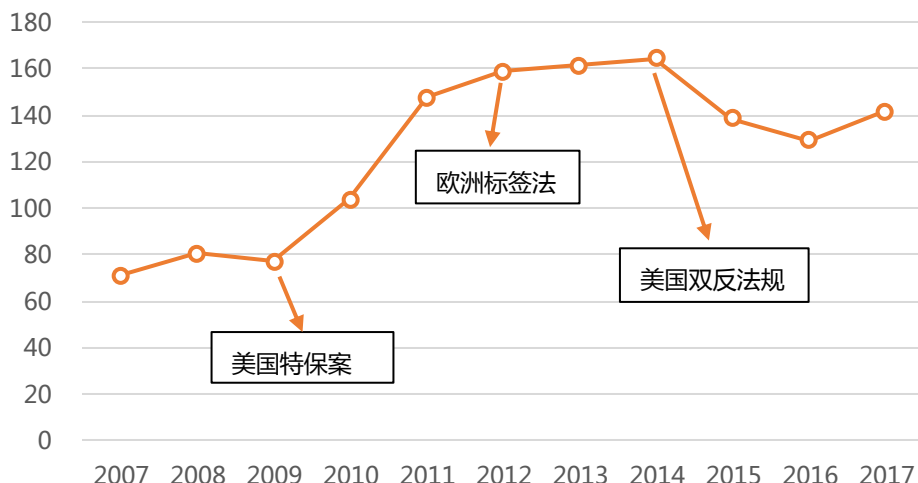
图 38：03-18 年橡胶主产地总种植面积及新增种植面积（千公顷）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

- 3) **出口多方受限：**美国在 2009 和 2014 年相继出台针对中国轮胎企业的双反法规，对出口企业征收高额关税和反补贴税，总金额超过 50 亿美元。欧洲在 2012 年推出标签法，要求轮胎必须加贴性能标签，对当时技术和性能不占优势的国内轮胎企业影响较大。此外，巴西、阿根廷等国也陆续推出贸易保护政策，对我国轮胎出口造成了较大冲击。

图 39：2007-2017 年我国轮胎出口金额（亿美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

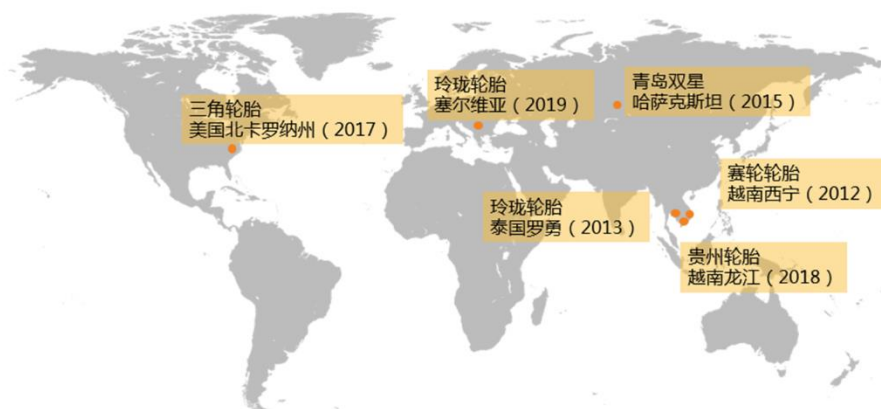
表 28：2011-2015 年间对我国轮胎企业影响较大的贸易壁垒法规

时间	法规	内容	影响
2009	美国特保案	在 4% 的原有关税基础上，自 2009 年 9 月起的三年分别加征 35%、30% 和 25% 的附加关税	涉及金额约 17 亿美元，制裁期间中国出口到美国的轮胎数量下降了 10% 以上
2014	美国双反法规	中国厂商被征收 14.4% - 88.0% 的反倾销税和 20.7% - 100.78% 的反补贴税	涉案企业 200 多家，涉案金额高达 33.7 亿美元，或影响超过 100 万上工人
2012	欧洲轮胎标签法	要求在欧盟销售的轿车胎、轻卡胎、卡车胎及公共汽车轮胎必须加贴标签，标示出轮胎的滚动阻力（燃油效率）、滚动噪音和湿滑抓着性能的等级。	国内橡胶企业因产品性能和成本等原因压力大增

资料来源：招股说明书，轮胎世界网，天风证券研究所

海外建厂，转换出口地，成功突破各方限制。在国内出口重重受限之后，国内企业纷纷施行海外建厂的模式，打破海外对国内轮胎出口的封锁。赛轮轮胎和玲珑轮胎成为第一批全球化布局的企业，分别于 2012 年和 2013 年在越南和泰国设立工厂。随后青岛双星、三角轮胎、贵州轮胎等企业也紧随其后，在哈萨克斯坦、越南和美国。如今，玲珑轮胎的塞尔维亚工厂正在建设，靠近需求市场欧洲。

图 40：国内龙头企业海外建厂情况

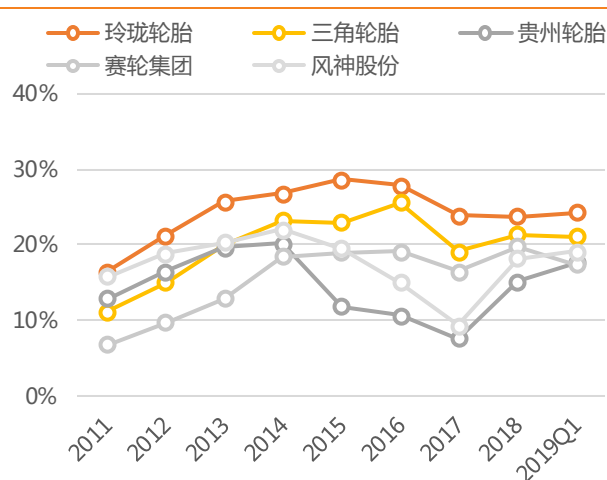


资料来源：公司公告、公司官网、轮胎商业网、天风证券研究所

4.2. 精准布局 成本优势可持续

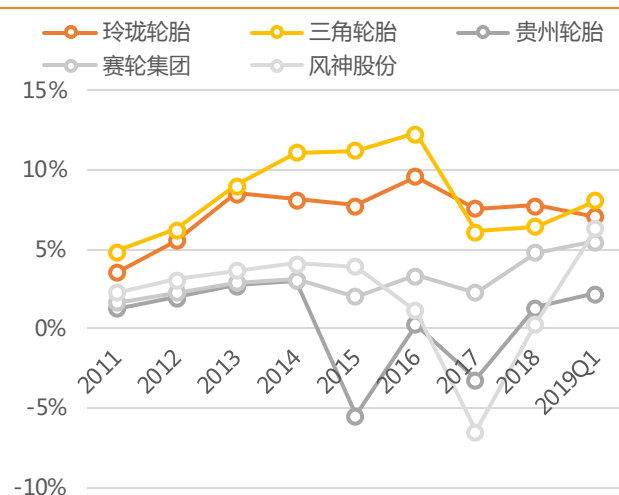
国内而言，公司利润率处于领先地位。相较三角轮胎、贵州轮胎、赛轮集团、风神股份等业内其他国内龙头企业。公司毛利率始终维持在最高位，2011年至2019Q1，公司的毛利率较第二名的差距在0.8个百分点至5.7个百分点之间。净利率方面，由于公司研发费用常年接近4个百分点，致使公司近年净利润率与其他竞争对手相近。

图 41：2011-2019Q1 国内主要轮胎上市企业毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

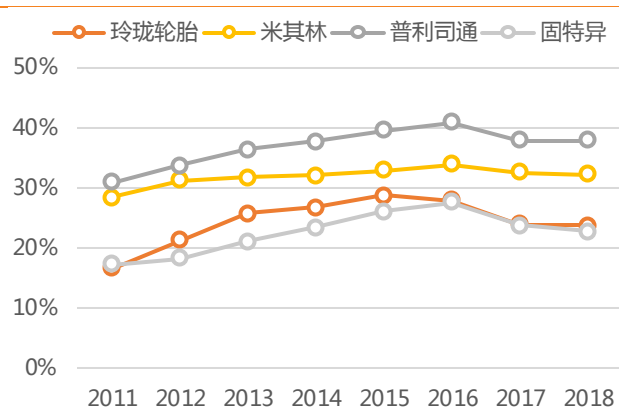
图 42：2011-2019Q1 国内主要轮胎上市企业净利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

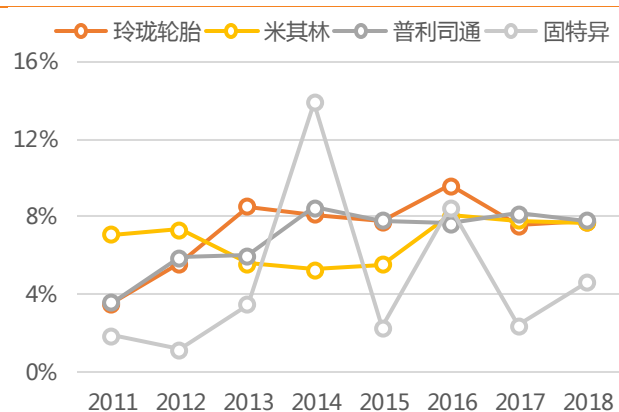
对比国外龙头，当前公司毛利率差距较大。由于售价上的巨大差距，相较三大国际一线品牌，2011-2018 年公司的毛利率低于米其林和普利司通，毛利率与第三的固特异相近。而在净利率方面，公司几乎与三大品牌处于同一水平，甚至在某些年份要高于三大巨头。

图 43：2011-2018 公司和国际三大巨头毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：2011-2018 公司和国际三大巨头净利率 (%)



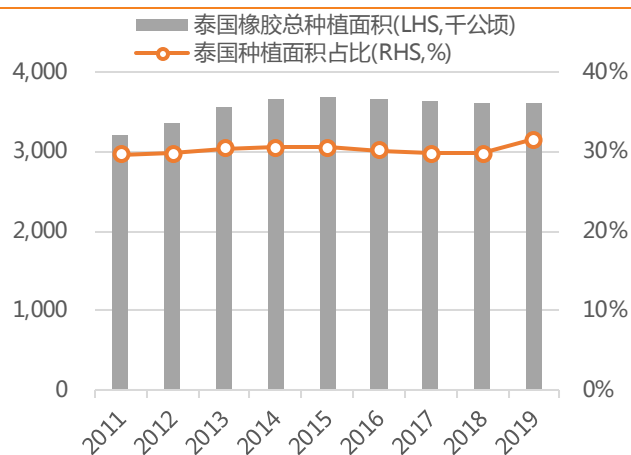
资料来源：Wind，天风证券研究所

在公司较强的成本管控能力下，较售价区间相似公司，拥有较高的利润率；而相较售价远高于公司的海外巨头而言，公司的利润率优势不再。我们认为公司与国内巨头相比能在下拥有较高利润率，主要来自于工厂位置的选择：1) 采购成本优势；2) 就近配套和员工成本优势。

1) 通过将生产基地建在原材料生产地，与供应商签订长合约，公司可有效降低采购成本。

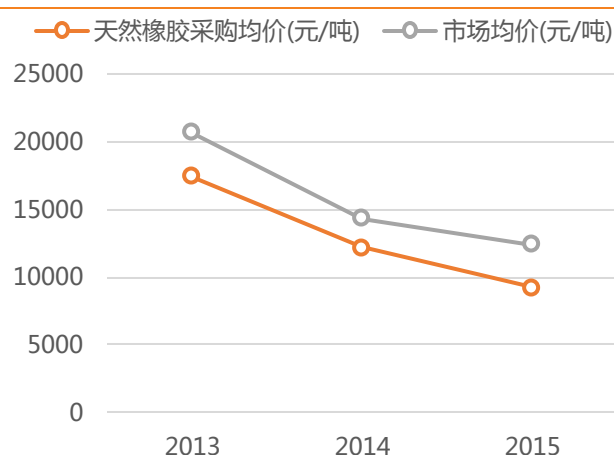
泰国是天然橡胶的主要产地，橡胶种植面积长期稳定在全球种植面积的 30% 左右。公司在泰国建立生产基地，可以有效降低原材料采购费用和运输成本。同时，公司建立了完善的供应商管理制度，与合格供应商签订稳定的年度采购合同与月度采购合约，有效的规避了一年的原材料价格波动。2013-2015 年，公司的橡胶采购均价分别比市场均价低 15.7%、14.7%、25.8%。

图 45：2011-2019 泰国橡胶总种植面积及在主要产地中占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：2013-2015 公司天然橡胶采购均价和市场均价



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2) 广泛且精准布局，较低配套和用人成本可持续。玲珑轮胎的用人成本始终低于行业内的其他公司。2018 年玲珑轮胎用人成本仅为 7.1 万/年，而三角轮胎、贵州轮胎、赛轮轮胎、青岛双星的用人成本分别是 9.2、9.4、10.1 和 12.7 万/年，显著高于玲珑轮胎。我们认为主要原因就是工厂选址上的差别，玲珑轮胎除总部招远外，玲珑在国内仍有 3 个工厂，就近配套完善。且该三个工厂所选择的均为 10 座城市里人均可支配收入倒数前五的城市，用人成本相对较低。海外来看，玲珑轮胎的两大选址分别在原材料产地和需求集中地，原材料采购和运输成本亦相对较低。

表 29：国内轮胎龙头用人成本及产能布局

	玲珑轮胎	赛轮轮胎	青岛双星	贵州轮胎	三角轮胎
支付给职工以及为职工支付的现金（万元）	107,721.2	107,297.5	57,656.2	59,350.6	49,098.8
员工总数（人）	15,240	10,626	4,531	6,337	5,318
用人成本(万元/年)	7.1	10.1	12.7	9.4	9.2
国内产能布局	招远市、德州市、聊城市、荆门市	青岛、东营、沈阳	青岛市、十堰	贵阳市	威海市

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 30：国内轮胎企业主要生产基地所在城市人均可支配收入（元）

城市	人均可支配收入
青岛	47,175.75
东营	44,763.41
威海	42,703.29
招远	42,181.16
沈阳	41,358.84
柳州	32,661.00
贵阳	32,186.30
德州	24,640.18
荆门	24,049.00
十堰	17,694.00

资料来源：国家统计局、湖北统计局、山东统计局、天风证券研究所

注：十堰数据为 2013 年数据，其余均为 2017 年数据。我们拟以人均可支配收入侧面反映当地的用人成本。

5. 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设：

- 1) **轮胎销量**：玲珑轮胎凭借其性价比不断向国内外客户渗透，加之各地工厂相继达产为订单释放提供基础。
- 2) **轮胎总营收**：基于 3.1 的判断，我们认为公司半钢轮胎价格有望逐年稳步上升，全钢轮胎价格保持稳定。
- 3) **毛利率**：2018 年 10 月以来轮胎行业的出口退税从 9% 甚至 13%。原被记入主营业务成本的免抵退税不给予免征和抵扣税额，同比减少 4%。我们测算，该政策有望 2019 年为公司节省约 1% 的营业成本。
- 4) **非主营业务**：保持年均 3% 的增长。

表 31：玲珑轮胎盈利预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
轮胎销量（万条）	3591	4227	4904	5388	6057	6760	7691
轮胎销量增速（%）	0%	18%	16%	10%	12%	12%	14%
轮胎营收(亿元)	86.2	103.1	137.7	151.5	171.5	190.7	214.0
营收增速	-15%	20%	34%	10%	13%	11%	12%
毛利率	28.9%	28.0%	23.6%	23.6%	24.3%	24.5%	24.7%
非主营业务收入	1.1	2.0	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
非主营业务增速	-25%	78%	-28%	6%	3%	3%	3%

资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 173.0 亿、192.4 亿、215.7 亿元，归母净利润分别为 14.2、16.6、19.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.18、1.38、1.65 元/股。可比公司方面，我们主要选取轮胎领域和其他领域的龙头，主要为三角轮胎、福耀玻璃、星宇股份、鹏翎股份（由于多数轮胎公司无万得一致预期）。该 4 家龙头 2019 年 Wind 一致预期市盈率均值为 18.8 倍。给予玲珑轮胎 2019 年 19 倍 PE，对应目标价 22 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 32：玲珑轮胎可比公司业绩及估值（截止：2019/7/12）

公司名称	市值（亿元）	净利润(亿元)		PE	
		2017 年	2018 年	2019E	TTM
三角轮胎	102.5	4.8	4.8	16.4	19.1
鹏翎股份	28.2	1.2	1.2	17.8	23.6
福耀玻璃	573.2	31.5	41.2	14.2	13.8
星宇股份	218.4	4.7	6.1	27.6	33.6
均值	40.9	0.5	2.0	19.0	22.5
玲珑轮胎	221.2	10.5	11.8	15.6	17.8

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

全球汽车产销不及预期、上游原材料价格大幅波动、海外工厂达产不及预期等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,284.08	4,429.12	4,220.32	4,197.65	4,706.40
应收票据及应收账款	3,170.15	3,685.04	3,339.63	3,561.77	4,175.15
预付账款	92.29	199.53	90.98	227.83	146.27
存货	2,154.67	2,447.33	2,882.34	2,834.88	3,730.77
其他	268.54	1,276.72	821.70	839.30	1,005.74
流动资产合计	7,969.72	12,037.74	11,354.96	11,661.43	13,764.33
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	9,432.20	10,130.25	10,622.38	11,058.29	11,364.46
在建工程	487.37	1,336.16	1,521.69	1,513.02	1,387.81
无形资产	510.88	789.25	759.30	729.36	699.42
其他	985.82	1,500.08	1,108.97	1,215.01	1,272.04
非流动资产合计	11,416.27	13,755.73	14,012.34	14,515.67	14,723.73
资产总计	19,386.00	25,793.46	25,367.31	26,177.10	28,488.07
短期借款	4,350.51	4,781.11	5,000.00	4,500.00	4,000.00
应付票据及应付账款	2,898.27	3,629.69	4,090.11	4,191.16	5,110.85
其他	1,840.82	2,138.53	2,230.28	2,232.27	2,710.67
流动负债合计	9,089.60	10,549.33	11,320.40	10,923.43	11,821.52
长期借款	1,327.01	2,956.18	2,500.00	2,300.00	2,000.00
应付债券	0.00	1,799.93	599.98	799.97	1,066.62
其他	263.01	472.49	328.78	354.76	385.35
非流动负债合计	1,590.01	5,228.60	3,428.76	3,454.73	3,451.97
负债合计	10,679.62	15,777.93	14,749.15	14,378.16	15,273.49
少数股东权益	6.34	7.98	7.90	7.85	7.88
股本	1,200.00	1,200.00	1,200.01	1,200.01	1,200.01
资本公积	2,665.48	2,665.55	2,665.55	2,665.55	2,665.55
留存收益	7,500.49	8,367.38	9,410.24	10,591.07	12,006.69
其他	(2,665.94)	(2,225.38)	(2,665.55)	(2,665.55)	(2,665.55)
股东权益合计	8,706.38	10,015.54	10,618.15	11,798.94	13,214.58
负债和股东权益总	19,386.00	25,793.46	25,367.31	26,177.10	28,488.07

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,047.68	1,181.36	1,419.78	1,659.02	1,977.94
折旧摊销	879.30	963.01	552.28	602.71	648.97
财务费用	300.07	211.40	347.10	323.57	279.73
投资损失	3.40	(18.17)	(30.00)	(25.00)	(20.00)
营运资金变动	(1,516.19)	(1,634.91)	1,292.41	(380.29)	(160.94)
其它	404.61	1,139.28	5.20	9.96	10.02
经营活动现金流	1,118.87	1,841.97	3,586.75	2,189.96	2,735.73
资本支出	852.86	2,577.16	1,343.71	974.02	769.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,195.57)	(5,633.70)	(2,524.28)	(1,969.02)	(1,569.41)
投资活动现金流	(1,342.71)	(3,056.54)	(1,180.57)	(995.00)	(800.00)
债权融资	6,437.79	10,072.24	8,621.42	8,205.55	7,620.64
股权融资	(500.47)	208.03	(787.26)	(323.57)	(279.73)
其他	(5,437.51)	(7,171.32)	(10,449.15)	(9,099.61)	(8,767.87)
筹资活动现金流	499.81	3,108.95	(2,614.98)	(1,217.64)	(1,426.97)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	275.97	1,894.38	(208.80)	(22.67)	508.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,918.07	15,301.58	17,304.92	19,238.80	21,567.95
营业成本	10,596.77	11,674.58	13,085.97	14,511.36	16,226.65
营业税金及附加	110.52	117.49	129.79	144.29	161.76
营业费用	759.30	909.18	1,012.34	1,119.70	1,250.94
管理费用	364.17	449.57	501.84	554.08	614.69
研发费用	510.29	550.01	605.67	673.36	754.88
财务费用	344.25	232.67	347.10	323.57	279.73
资产减值损失	132.27	159.72	170.00	190.00	210.00
公允价值变动收益	0.00	19.59	5.28	10.00	10.00
投资净收益	(3.40)	18.17	30.00	25.00	20.00
其他	(11.74)	(108.05)	(70.57)	(70.00)	(60.00)
营业利润	1,115.65	1,278.64	1,487.49	1,757.45	2,099.30
营业外收入	12.65	19.22	32.49	21.45	24.39
营业外支出	5.58	66.68	25.57	32.61	41.62
利润总额	1,122.72	1,231.18	1,494.41	1,746.29	2,082.07
所得税	75.04	49.82	74.72	87.31	104.10
净利润	1,047.68	1,181.36	1,419.69	1,658.97	1,977.96
少数股东损益	(0.15)	0.14	(0.08)	(0.04)	0.02
归属于母公司净利润	1,047.83	1,181.22	1,419.78	1,659.02	1,977.94
每股收益（元）	0.87	0.98	1.18	1.38	1.65

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	32.33%	9.94%	13.09%	11.18%	12.11%
营业利润	5.04%	14.61%	16.33%	18.15%	19.45%
归属于母公司净利润	3.72%	12.73%	20.20%	16.85%	19.22%
获利能力					
毛利率	23.86%	23.70%	24.38%	24.57%	24.76%
净利率	7.53%	7.72%	8.20%	8.62%	9.17%
ROE	12.04%	11.80%	13.38%	14.07%	14.98%
ROIC	13.23%	12.21%	12.42%	14.35%	15.64%
偿债能力					
资产负债率	55.09%	61.17%	58.14%	54.93%	53.61%
净负债率	47.71%	56.34%	41.45%	33.97%	22.05%
流动比率	0.88	1.14	1.00	1.07	1.16
速动比率	0.64	0.91	0.75	0.81	0.85
营运能力					
应收账款周转率	5.14	4.46	4.93	5.58	5.58
存货周转率	6.90	6.65	6.49	6.73	6.57
总资产周转率	0.75	0.68	0.68	0.75	0.79
每股指标（元）					
每股收益	0.87	0.98	1.18	1.38	1.65
每股经营现金流	0.93	1.53	2.99	1.82	2.28
每股净资产	7.25	8.34	8.84	9.83	11.01
估值比率					
市盈率	21.11	18.72	15.58	13.33	11.18
市净率	2.54	2.21	2.08	1.88	1.67
EV/EBITDA	10.40	6.82	10.59	9.23	7.80
EV/EBIT	16.74	10.06	13.78	11.91	9.93

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com