

合理价格区间:【13.83 ~ 19.17 元】

分析师

杨超 0755-83663214

Email:ychao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

顾锐 0755-83675954

Email:gurui @cgws.com

执业证书编号:S1070516040001

市场数据

目前股价	
总市值 (亿元)	155.76
流通市值 (亿元)	
总股本 (万股)	120,000
流通股本 (万股)	
12 个月最高/最低	12.98/12.98

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	9607	10616	11784
(+/-%)	10%	10.5%	11%
净利润	869	1046	1135
(+/-%)	28.3%	20.3%	8.6%
摊薄 EPS	0.72	0.87	0.95
PE	17.9	14.9	13.7

相关报告

一家优秀的民族轮胎企业

——玲珑轮胎 (601966) 新股定价报告

投资建议

玲珑轮胎是国内生产规模靠前,技术实力较强,品牌价值最高的轮胎生产企业,连续多年入围世界轮胎前 20 强。结合前面的相对估值和绝对估值,我们认为公司股票合理价格为每股 13.83 元-19.17 元,结合此次询价价格为每股 12.98 元,给予“推荐”的投资评级。

投资要点

- **中国汽车保有量稳步增长推动轮胎行业持续发展:** 我国汽车保有量和新增量持续增加。2015 年我国汽车销量达 2459.8 万辆万辆,同比增长 4.7%,稳居世界第一,但我国汽车普及率较低,国内汽车行业仍具发展空间。轮胎行业 70% 以上的需求由汽车保有量创造,汽车配套市场与替换市场的巨大发展空间将带动轮胎行业市场容量继续增长。
- **玲珑轮胎生产规模靠前,技术实力雄厚,品牌价值凸显:** 公司具备年产能 4100 万套轮胎能力,连续多年入围世界轮胎前 20 强。公司拥有国家级企业技术中心和国家级实验室,承担了国家 863 计划、火炬计划等多项国家级技术攻关课题,主导和参与制定及修改了 60 多项国家及行业标准,取得 300 多项国内外专利。2016 年,公司取得中国轮胎行业首个国家技术发明二等奖,技术研发实力雄厚。玲珑品牌价值 202.95 亿元,多次蝉联国内轮胎企业第一名。
- **行业整合大势所趋,大型轮胎上市企业具有明显竞争优势:** 2015 年,国内经济疲软,轮胎产量出现负增长。国内部分规模靠前的轮胎企业出现经营困难,资金链断裂,甚至倒闭的现象。重组并购是世界一流轮胎公司做大做强的成功经验。未来,中国轮胎行业必将在重组并购过程中出现几家具有国际竞争力的大型轮胎企业,而大型轮胎上市企业将依托其技术实力,规模优势和资本平台,在兼并整合的浪潮中取得明显优势。
- **募集资金项目将巩固公司领先地位:** 此次募集资金将优先投入年产 1,000 万套高性能轿车子午线轮胎技术改造项目,其余剩余资金用于补充流动资金。高性能子午线轮胎项目将提高公司高端产品产能,并淘汰落后斜交胎产能,优化公司产品结构,提升产品竞争力。补充流动资金有利于优化财务结构,降低财务风险,进一步扩大生产经营。
- **风险提示:** 全球经济复苏不及预期,汽车轮胎需求下降的风险;国际贸易壁垒提升,中国轮胎出口下降的风险;天然橡胶等原材料价格大幅波动,公司盈利能力弱化的风险。

目录

1. 玲珑轮胎：中国优秀的民族品牌轮胎企业之一	4
1.1 公司简介	4
1.2 盈利能力高于行业平均水平	5
2. 中国轮胎企业全球份额提升，行业整合大势所趋	6
2.1 全球轮胎市场持续增长，中国企业份额提升	6
2.2 中国轮胎市场整合大势所趋	8
3. 公司品牌价值第一，布局全球化发展	10
3.1 品牌价值第一，技术实力雄厚	10
3.2 产品质量过硬，进入全球汽车供应商体系	11
3.3 全球布局，契合“一带一路”战略	11
3.4 泰国玲珑投产，有效规避贸易摩擦	12
4. 募集资金使用情况	14
5. 盈利预测与估值水平	14
5.1 相对估值：合理价格区间 13.83 元-19.17 元	14
5.2 盈利预测与绝对估值	15
5.3 投资建议	16
6. 风险提示	16
6.1 附：盈利预测表	17

图表目录

图 1: 玲珑轮胎首发前的股权结构	4
图 2: 公司 2011 年至 2015 年收入和净利润情况	5
图 3: 公司 2015 年收入结构	5
图 4: 全球轮胎销量和增速	7
图 5: 中国汽车销量、保有量	9
图 6: 中国轮胎产量及增速	9
图 7: 玲珑轮胎获得国家技术发明二等奖证书	10
图 8: 玲珑轮胎全球化布局	11
图 9: 2015 年公司国内外收入结构	12
图 10: 2014 年至 2015 年公司出口美国收入情况	13
	单位: 万元
表 1: 公司主要轮胎产品介绍	5
表 2: 轮胎上市公司盈利能力比较	6
表 3: 2015 年全球轮胎企业前 75 强 (部分)	7
表 4: 全球轮胎企业市场份额变化	8
表 5: 近年国内轮胎行业整合并购情况	10
表 6: 公司募集资金使用情况	14
	单位: 万元
表 7: 相关上市公司估值比较	14
表 8: 绝对估值相关假设	15
表 9: 绝对估值敏感性分析	15

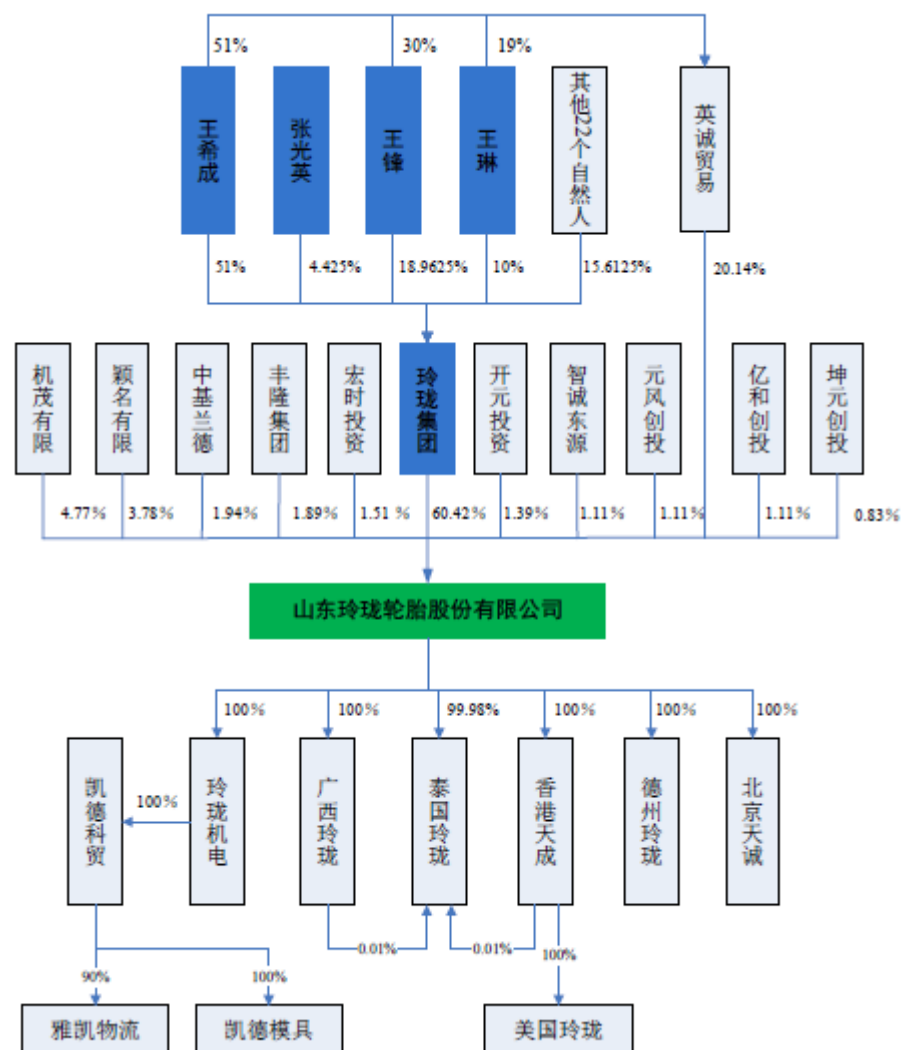
1. 玲珑轮胎：中国优秀的民族品牌轮胎企业之一

1.1 公司简介

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，公司具备年产能 4284 万套轮胎能力，其中半钢子午胎 3634 万套，全钢子午胎 550 万套，斜交胎 100 万套。公司是国内规模靠前的轮胎生产企业，连续多年入围世界轮胎前 20 强。2015 年，根据世界品牌实验室发布的《中国 500 最具价值品牌》榜单，玲珑品牌价值 202.95 亿元，蝉联国内轮胎企业第一名。

玲珑集团持有公司 60,420 万股，占本次发行前公司总股本的 60.42%，为公司控股股东。此次公司发行 A 股不超过 20,000 万。

图 1：玲珑轮胎首发前的股权结构



资料来源：长城证券研究所

公司研发技术雄厚，是国内规模靠前、效益较好的轮胎专业生产企业之一，生产全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎及特种轮胎等 3,000 多个规格品种的轮胎产品，广泛应用于乘用车、商用车、工程机械等。依托公司在技术研发、质量管理、销售体系等方面的综合优势，向中国一汽、中国重汽等国内外 50 多家整车厂商提供轮胎配套，并已将产品销往美国、欧洲等全球大部分国家和地区。

公司每年自行研制开发新产品达 300 个以上，已有 20 多项新技术、新产品填补国内空白。公司广泛应用国外一流轮胎厂商所采用的轮胎力学性能分析及轮胎轮廓优化设计、温度场分析、电子预硫化、动态印痕、花纹雕刻设计等一系列新技术，整体技术水平在国内轮胎制造行业领先，部分产品技术水平已经达到国际先进水平，填补了国内空白。

表 1: 公司主要轮胎产品介绍

子午线轮胎	轮胎内部的胎体帘布层帘线与胎面中心线呈 90° 角或接近 90° 角排列，并以基本不能伸张的带束层箍紧胎体的充气轮胎。轮胎特点：胎体较柔软、舒适性较好，在滚动阻力、承载力、舒适性等方面均优于斜交胎。
全钢子午线轮胎	主要设计用于载重汽车和客车及其拖挂车的子午线轮胎，其骨架材料均为钢丝材料。
半钢子午线轮胎	主要设计用于乘用车的子午线轮胎，其胎体骨架材料为纤维材料，其它骨架材料为钢丝材料。
斜交轮胎	轮胎内部的胎体帘布层和缓冲层各相邻层帘线交叉，且与胎面中心线呈小于 90° 角排列的充气轮胎。特点：层数多、层间剪切力大、胎体较硬、舒适性差。

资料来源：长城证券研究所

1.2 盈利能力高于行业平均水平

截止 2015 年 12 月 31 日，玲珑轮胎总资产为 16,581,839,254 元，负债为 12,213,721,057 元，所有者权益为 4,368,118,197 元。2015 年 1-12 月，玲珑轮胎实现主营业务收入 8,733,701,227 元，实现净利润 677,409,336 元。

公司 2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年，营业收入分别为 102.75 亿元、115.48 亿元、102.78 亿元和 87.34 亿元，年均复合增长 -5.3%；同期，净利润分别为 5.70 亿元、9.80 亿元、8.34 亿元和 6.77 亿元，年均复合增长 5.9%，净利润增幅高于营业收入增幅。

图 2: 公司 2011 年至 2015 年收入和净利润情况

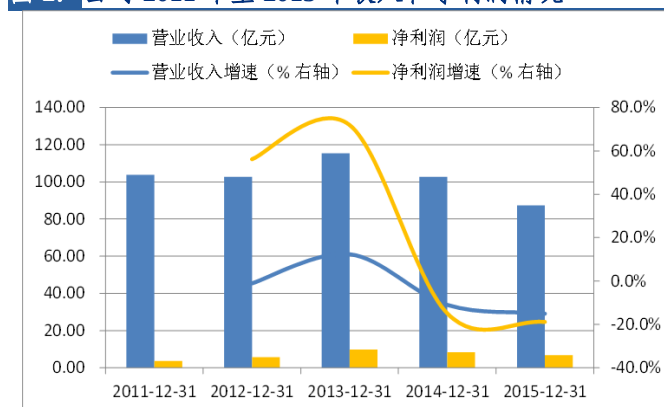
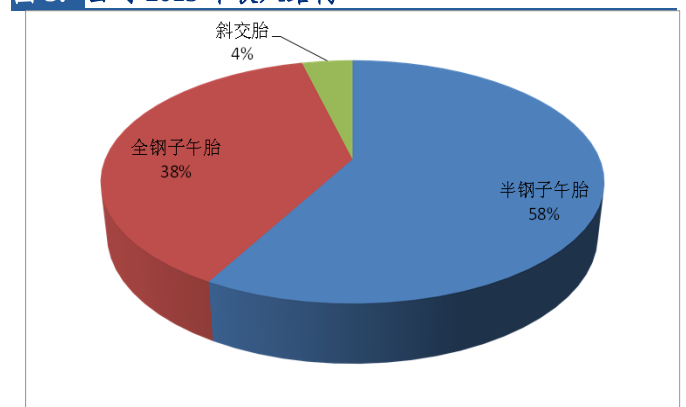


图 3: 公司 2015 年收入结构



资料来源：长城证券研究所

资料来源：长城证券研究所

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，已子午线轮胎为代表性能优异的新型轮胎产品存在广阔的市场空间。从世界各国情况来看，目前欧美、日本等发达国家轿车轮胎的子午化率已达 100%。2015 年，中国轮胎子午化率为 91%，仍有一定提升空间。子午胎凭借其优良的性能替代斜交胎的趋势已成必然。

公司专注于全钢子午胎与半钢子午胎的研发、生产与销售。公司 2015 年度子午线轮胎收入占公司主营业务收入的比例为 96%。斜交胎由于性能较差，加之国家产业政策调整，公司逐步淘汰相关落后产能，其销售收入及占比逐年下降。

表 2：轮胎上市公司盈利能力比较

	2015 年度		2014 年度		2013 年度	
轮胎上市公司	销售毛利率	销售净利率	销售毛利率	销售净利率	销售毛利率	销售净利率
黔轮胎 A	11.8	-5.5	20.1	3.0	19.7	2.7
青岛双星	19.5	2.0	14.5	1.5	10.1	0.5
S 佳通	24.4	12.8	21.5	10.5	23.6	12.0
风神股份	19.5	3.9	22.1	4.1	20.3	3.7
双钱股份	5.8	1.3	10.8	3.1	13.3	2.1
赛轮金宇	19.0	2.0	18.4	3.1	12.9	2.9
平均	16.7	2.8	17.9	4.2	16.6	4.0
玲珑轮胎	28.7	7.8	26.8	8.1	25.7	8.5

资料来源：长城证券研究所

受天然橡胶价格下降，汽车轮胎需求提升的影响，2013 年至 2015 年，公司销售毛利率持续提升，销售净利率保持稳定，两项盈利能力指标均高于同行业平均水平。公司产品盈利能力处于国内行业靠前水平。

2. 中国轮胎企业全球份额提升，行业整合大势所趋

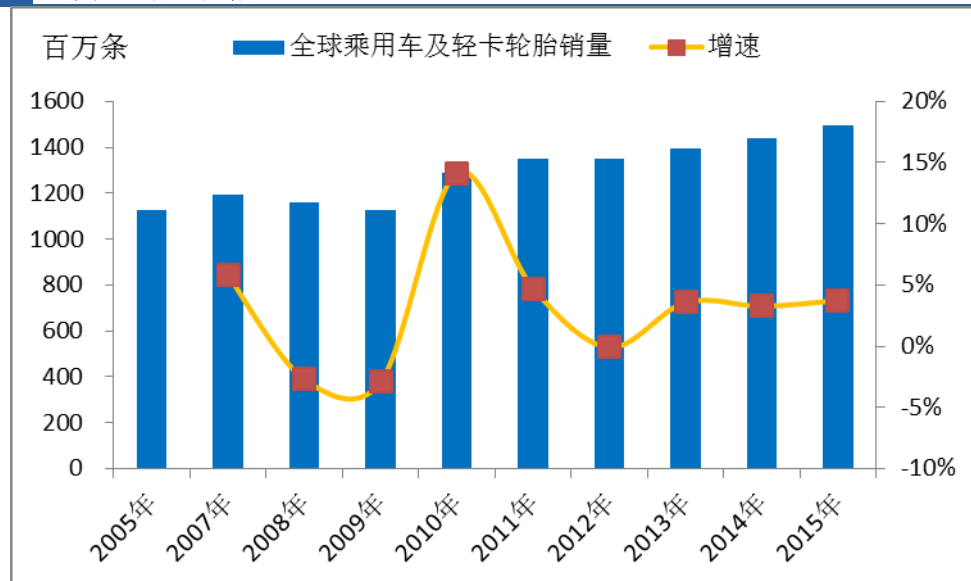
2.1 全球轮胎市场持续增长，中国企业份额提升

■ 汽车保有量创造轮胎行业主要需求

轮胎行业发展与汽车工业高度相关，汽车行业受宏观经济、下游需求景气周期的影响比较明显，但轮胎产品的特殊消费属性使得轮胎行业景气度又独立于汽车行业。轮胎是汽车必不可少的部件之一，汽车产量和保有量决定了轮胎的产量。在发展初期，汽车保有量较少，轮胎需求主要受汽车产量影响；随着保有量逐步增加，轮胎替换需求超过配套需求成为影响轮胎行业的主要因素。在新车配套市场，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。

图 4: 全球轮胎销量和增速



资料来源: 长城证券研究所

从全球市场看，轮胎需求一直保持稳定增长的趋势，从历史数据来看，2005-2015 年的十一年间，仅 2008 年，2009 年，2012 年 3 年需求小幅下滑，其余年份都是稳定增长的趋势。这主要因为全球轮胎市场，替换市场（与汽车保有量及车龄有关）一般是配套市场（主要与新车销售有关）的 2-3 倍。虽然新车销售有波动，但全球汽车保有量一直保持稳定增长趋势。2015 年全球轮胎增速约为 3.74%，提升 0.47 个百分点。

据国外机构 ReportLinker 预测，未来几年，全球轮胎需求将以 4.1% 的年增长率持续增长，预计到 2019 年将达到 30 亿台套，销售额将每年增长 7.1%，将达到 2580 亿美元。

■ 中国轮胎企业成长为全球重要力量

世界轮胎行业集中度较高，前十大轮胎生产企业已占据大部分市场份额。全球轮胎行业的生产地区和消费地区主要分布在亚太地区、欧洲和北美地区，且产业重心正在向亚太地区转移，欧洲和北美轮胎产销增加量呈逐渐递减趋势。在 20 世纪 80、90 年代世界轮胎生产重要地区和出口地区转移到了韩国和中国台湾，催生了一批像韩国韩泰轮胎、韩国锦湖轮胎和台湾正新轮胎等知名轮胎企业。从 20 世纪 90 年代开始，中国大陆已逐步成为世界轮胎行业发展的新重心。美国《橡胶与塑料新闻》周刊发布 2015 年度世界轮胎 75 强名单，其中中国大陆企业 29 家、台湾企业 5 家，印度 10 家，美国 5 家，日本 4 家，韩国 3 家。

表 3: 2015 年全球轮胎企业前 75 强（部分）

2015 年度排名	公司/总部所在	2014 年轮胎销售额（亿美元）
1	普利司通/日本	260.45
2	米其林/法国	246.685
3	固特异/美国	163.55
4	大陆轮胎/德国	118.75
5	倍耐力/意大利	79.922
。 。 。	。 。 。	。 。 。
9	正新橡胶/中国台湾	44.413
10	中策橡胶集团/中国	41.185
。 。 。	。 。 。	。 。 。
15	三角集团/中国	28.697
。 。 。	。 。 。	。 。 。
20	山东玲珑轮胎/中国	16.728

资料来源：长城证券研究所

近年来，全球轮胎制造产能继续向中国、印度、南美等国家和地区转移。未来全球轮胎产能的增长将主要来自以中国、印度等为主的新兴经济体，这些国家和地区在全球轮胎产能中所占份额将进一步提高。2000 年以后，亚洲（除日本外）逐步成长为全球最重要的轮胎消费和制造中心，并促进中国、韩国和印度主要区域龙头迅速发展。**1998-2014 年世界前三大轮胎制造厂商的市场份额从 54.9% 下滑到 37.3%，同期世界轮胎 75 强中的中国制造商（含台湾）的全球轮胎市场份额从 5.4% 提高到 18.2%。**预计未来几年中国地区轮胎制造业仍将保持增长。

表 4：全球轮胎企业市场份额变化

轮胎企业名称	1998 年度	2014 年度
米其林	19.20%	13.7%
普利司通	18.80%	14.5%
固特异	16.90%	9.1%
中国大陆和台湾（仅 75 强）	5.40%	18.2%

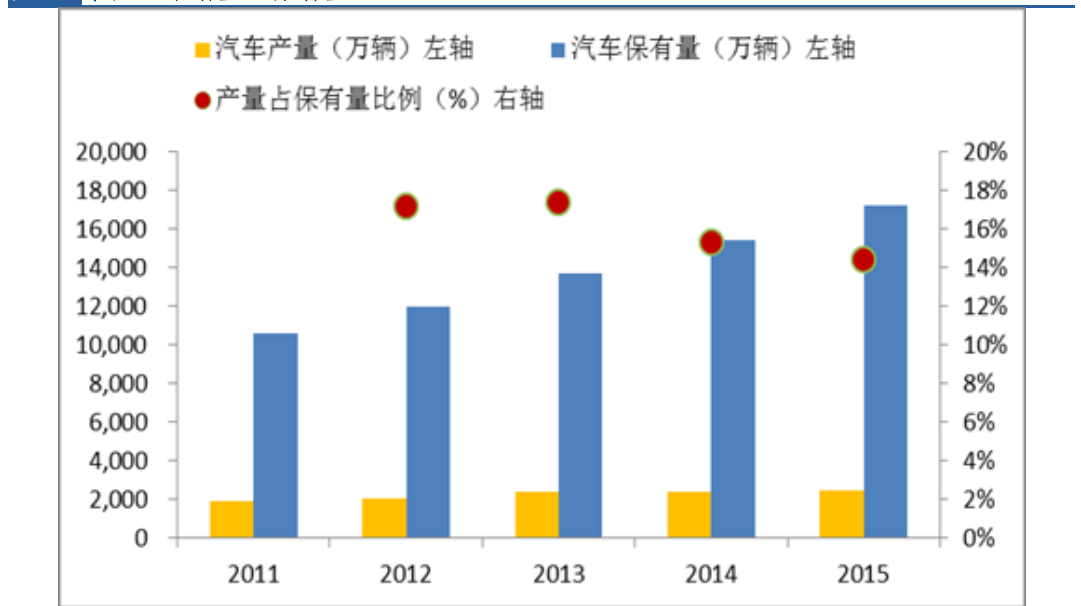
资料来源：长城证券研究所

2.2 中国轮胎市场整合大势所趋

■ 中国汽车保有量不断增长，推动轮胎行业持续发展

轮胎行业 70% 以上的需求是由汽车保有量创造。随着国内居民收入的持续提高，国内汽车保有量由 2011 年初的 9086 万辆增长至 2015 年底的 17200 万辆，年均复合增速高达 14%。国内汽车行业发展迅速，但普及率仍低于世界平均水平。2015 年，中国每千人占有的汽车数量为 125 辆，低于全球 163 辆和美国 800 辆的水平。预计“十三五”期间，国内汽车产量将由 2500 万辆增长至 3000 万辆。由于中国汽车产量占保有量比例较高（2015 年为 14.4%），未来几年，汽车保有量仍有双位数的增长，这将推动轮胎内需景气向上。

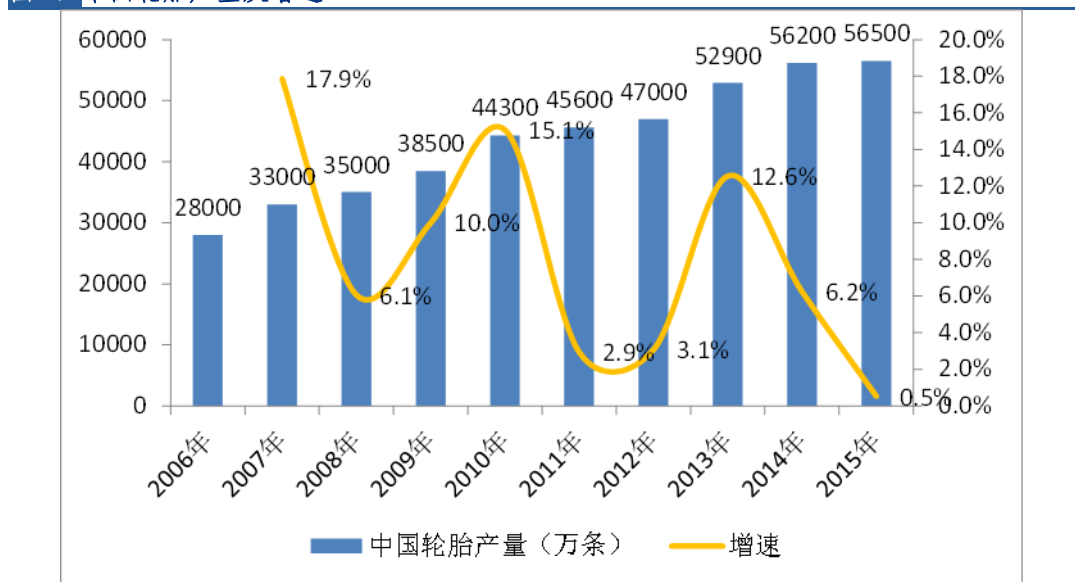
图 5: 中国汽车销量、保有量



资料来源: 长城证券研究所

2015 年, 全国轮胎总产量为 5.65 亿条, 同比微增 0.53%, 其中子午线轮胎产量 5.15 亿条, 微增 0.78%(全钢胎产量 1.1 亿条, 同比下降 1.78%, 半钢胎产量 4.05 亿条, 同比增长 1.5%), 斜交胎产量 0.5 亿条, 同比下降 2%, 子午化率达 91%。根据《中国化工报》报道, 我国轮胎产量自 2006 年突破 2.8 亿条, 首次超过美国成为世界第一大轮胎生产国后, 已连续多年位居世界首位, 中国轮胎产量约占世界轮胎总产量的四分之一。

图 6: 中国轮胎产量及增速



资料来源: 长城证券研究所

■ 行业整合大势所趋，大型轮胎上市企业具有明显优势

目前轮胎企业大体可以分为三个级别的；第一梯队的来自普利司通，米其林，固特异等国际的全球霸主控制，第二梯队是国际上很有竞争力的品牌比如佳通、东洋、韩泰等，第三个梯队是国内比较有些历史的企业比如中策、三角、玲珑等企业；另外的最后第四梯队就是些后起之秀的企业。

经历 10 多年的高速发展尤其是近两年投资“井喷”后，我国轮胎无论轿车胎还是载重卡车胎都出现较为严重的结构性过剩，即中低档同质化轮胎过剩，而高端及绿色轮胎仍有缺口。轮胎企业开工率不断走低，跌落至年内低点水平。我国轮胎集中度相对不高，低开工率及高库存容易使企业相互压价，导致价格重心向下。

表 5：近年国内轮胎行业整合并购情况

2015 年	中国化工集团公司收购全球第五大轮胎生产企业意大利倍耐力。
2014 年	赛轮股份有限公司收购山东金宇轮胎有限公司工程胎资产和福锐特橡胶、国马集团的股权。
2014 年	双钱集团并购新疆昆仑轮胎有限公司。
2012 年	赛轮股份有限公司收购山东金宇实业股份有限公司和沈阳和平子午线轮胎制造有限公司股权。
2007 年	双星股份收购东风（十堰）轮胎有限公司。
2006 年	中国化工集团公司收购青岛黄海橡胶集团和风神轮胎股份有限公司部分股权。

资料来源：长城证券研究所

2015 年，国内轮胎行业经济运行指标有所下降，轮胎产量出现负增长。国内部分规模靠前的轮胎企业出现经营困难，资金链断裂，甚至倒闭的现象。重组并购是世界一流轮胎公司做大做强的成功经验。日本普利司通、法国米其林都拥有数十家轮胎工厂，其中相当一部分是重组并购的。中国轮胎行业重组并购刚刚起步，出现不少重组并购案例。未来，中国轮胎行业必将在重组并购过程中出现几家具有国际竞争力的大型轮胎企业，而大型轮胎上市企业将依托其技术实力，规模优势和资本平台，在兼并整合的浪潮中具有明显优势。

3. 公司品牌价值第一，布局全球化发展

3.1 品牌价值第一，技术实力雄厚

公司拥有国家级企业技术中心和国家认可实验室，建设了行业内第一家噪声实验室和低滚动阻力实验室，掌握了行业前沿的研发与试验检测手段，承担了国家 863 计划、火炬计划等多项国家级技术攻关课题，主导和参与制定及修改了 60 多项国家及行业标准，取得 300 多项国内外专利，其中有多项新产品、新技术填补国内空白。“玲珑”商标被国家工商总局认定为中国驰名商标，**玲珑品牌价值 202.95 亿元，多次蝉联国内轮胎企业第一名。**

折桂中国轮胎行业首个国家技术发明二等奖。2016 年，玲珑轮胎“节油轮胎用高性能橡胶纳米复合材料的设计及制备关键技术”荣获国家科学技术发明二等奖。2010 年，玲珑轮胎自主研发的“低断面抗湿滑低噪音超高性能轿车子午线轮胎”荣获“国家科技进步二等奖”，并同时获得石化联合会科技进步一等奖。

图 7：玲珑轮胎获得国家技术发明二等奖证书



资料来源：长城证券研究所

截至 2014 年 6 月 30 日，公司拥有 277 项专利，其中发明专利 2 项、实用新型专利 24 项、外观设计专利 251 项（含两项海外专利）。凭借突出的轮胎产品技术研发和自主创新优势，公司多次被授予“中国企业新纪录优秀创造单位”、“中国汽车行业自主创新奖”、“中国化工行业技术创新示范企业”等荣誉称号。

3.2 产品质量过硬，进入全球汽车供应商体系

公司建立了严格的质量控制体系，通过了中国 3C、美国 DOT、欧洲 ECE、阿拉伯国家 GCC、巴西 INMETRO、乌拉圭 LATU、美国 SMARTWAY 等一系列国内国际认证。产品销售至全球 180 多个国家和地区，现已进入通用、福特、印度塔塔、俄罗斯雷诺日产、菲亚特、巴西现代等全球汽车供应商的全球配套体系，并成为中国一汽、陕西重汽、东风汽车、北汽福田、重庆红岩、上汽通用五菱、济南重汽、厦门金龙等国内 50 多家主机厂的主要供应商和优秀供应商。

3.3 全球布局，契合“一带一路”战略

研发国际化。公司在招远本部、北京、北美设立研发中心，在欧洲设立试验检测办公室，建立全球化研发体系。

营销国际化。公司产品销售至世界 180 多个国家和地区，并在全球设立营销网点 20000 多个。公司海外市场，遍及欧洲、中东、美洲、非洲、亚太等各大区域，成为多家世界知名主机厂的配套厂商。国内市场，成为中国一汽、陕西重汽、东风汽车、北汽福田、重庆红岩、上汽通用五菱、济南重汽、厦门金龙等国内 50 多家主机厂的主要供应商和优秀供应商。

图 8：玲珑轮胎全球化布局



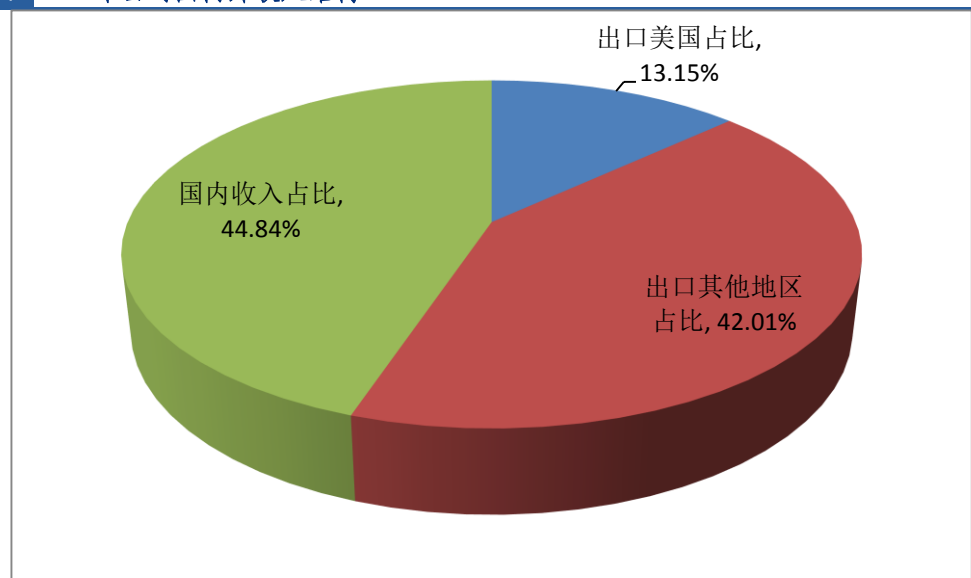
资料来源：长城证券研究所

生产国际化。玲珑轮胎实施“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 个海外制造业基地。公司加强与东盟国家的合作，结合国家“一带一路”战略，加快“走出去”发展步伐，在泰国投资建厂。2014 年 2 月，泰国玲珑轮胎一期工程全线投产。泰国玲珑未来可实现年产半钢产品 1200 万套，全钢产品 120 万套的产能，为公司全球化发展战略的推进迈出了坚实的一步。

3.4 泰国玲珑投产，有效规避贸易摩擦

公司轮胎出口占比较高。公司海外市场主要集中在美国、欧盟等国家和地区。2015 年度，公司出口销售收入占主营业务收入比重为 55.16%，其中向美国出口销售收入占主营业务收入的比重为 13.15%。

图 9：2015 年公司国内外收入结构



资料来源：长城证券研究所

近年来，美国、巴西、阿根廷、哥伦比亚等一些国家和地区针对我国轮胎产品陆续开展“反倾销”调查，部分国家和地区出台了相关贸易保护政策。其中，美国商务部已于 2015 年 6 月 11 日作出倾销和补贴终裁，对中国轮胎厂商征收 14.35%-87.99% 的反倾销税和 20.73%-100.77% 的反补贴税，美国国际贸易委员会已于 2015 年 7 月 26 日作出损害终裁。玲珑轮胎适用 39.33% 的税率。

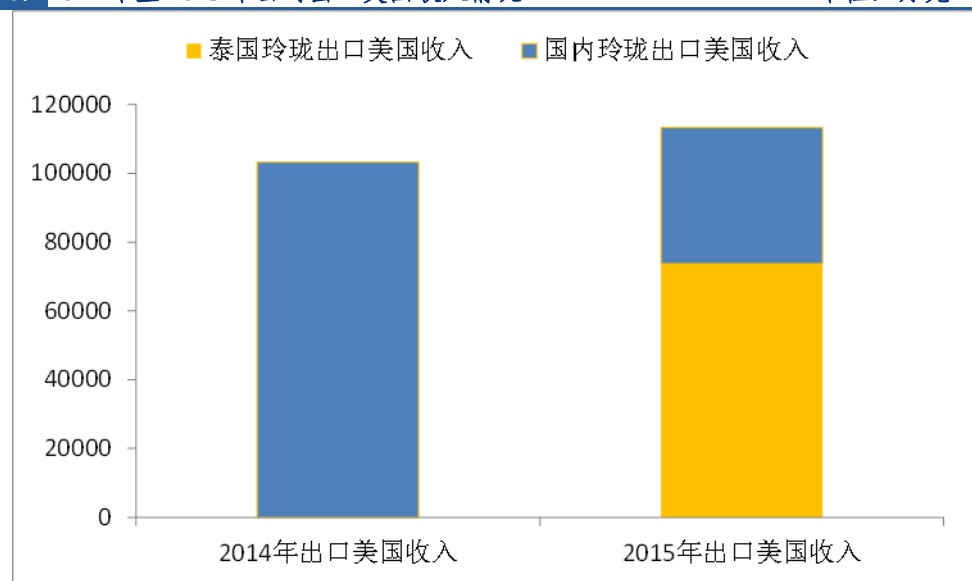
2013 年，公司启动泰国玲珑工程项目建设，该项目计划总投资 68,866.6 万美元，建成后将新增 1,200 万套半钢子午线轮胎和 120 万套全钢子午线轮胎产能。截至 2015 年 12 月 31 日，该项目已投入约 30.86 亿元人民币，泰国玲珑项目一期 200 万套半钢子午线轮胎项目已经投产。

泰国玲珑是公司实施国际化战略，应对贸易壁垒的主要举措。一是泰国是全球主要天然胶产地，对轮胎企业来说有原材料的供应、价格、物流等多重优势。二是泰国是东南亚汽车制造中心和东盟最大的汽车市场。三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。

泰国玲珑自 2015 年开始向美国批量销售，2015 年度由泰国玲珑、玲珑轮胎国内生产基地发货对美国市场实现的销售收入分别为 73,713.92 万元、39,653.88 万元，2015 年度累计向美国市场实现销售收入 113,367.80 万元，较 2014 年度 103,320.36 万元增加 10,047.44 万元，在一定程度上消除了美国双反对美国市场销售的影响。

图 10：2014 年至 2015 年公司出口美国收入情况

单位：万元



资料来源：长城证券研究所

4. 募集资金使用情况

公司本次公开发行新股募集资金扣除由公司承担的发行费用后将按照轻重缓急的投资顺序如表 6 所示：

表 6：公司募集资金使用情况

单位：万元

序号	项目名称	预计投资规模	拟使用募集资金金额
1	年产 1000 万套高性能轿车子午线轮胎技术改造项目	178,508.00	249,080.01
2	补充流动资金	80,000.00	
合计		258,508.00	249,080.01

资料来源：长城证券研究所

年产 1000 万套高性能轿车子午线轮胎技术改造项目：本项目为改扩建项目，根据招远市城市规划要求，公司子午线轮胎老厂区需要搬迁至总部园区，涉及产能 200 万套/年子午线轮胎。根据节能减排、调整优化产品结构的政策要求，企业将淘汰 300 万套/年斜交胎落后产能，项目完成后将新增轮胎总产能 500 万套，增加超低断面抗湿滑低噪声子午线轮胎产能 800 万套/年。

补充流动资金，降低财务风险：根据公司业务发展对营运资金的需求，公司拟使用本次募集资金 80,000.00 万元补充流动资金。轮胎行业属于资本密集型行业，公司 2014 年上半年资产负债率为 67.49%（母公司）。因此，公司有必要及时补充营运资金，以缓解流动资金压力，提升资产流动性，降低财务费用，增强偿债能力，为经营活动的顺利开展提供流动资金保障。

5. 盈利预测与估值水平

5.1 相对估值：合理价格区间 13.83 元-19.17 元

根据我们的盈利预测模型玲珑轮胎 2016 年每股收益为 0.72 元。采用 WIND 的一致预期数据，2016 年轮胎上市企业市盈率平均数为 26.62 倍（WIND 一致预期数据中仅青岛双星、风神股份、赛轮金宇有 2016 年预测市盈率数据），则玲珑轮胎合理价格为 $0.72 \times 26.62 = 19.17$ 元/股。

表 7：相关上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2016 年市盈率
000599.SZ	青岛双星	31.96
600469.SH	风神股份	22.67
601058.SH	赛轮金宇	25.23
	平均	26.62

资料来源：长城证券研究所

5.2 盈利预测与绝对估值

盈利预测重要假设：

无风险收益率为 3.00%；市场收益率为 13.5%； β 系数采用轮胎行业平均 β 值为 1.24；目标债务资本结构为轮胎行业平均目标债务资本结构 55%；过渡期增长率为 3%；永续增长率为 2%；

在上述假设条件下，玲珑轮胎合理价格为 13.83 元/股。

表 8：绝对估值相关假设

Rf	3.00%	永续增长率	2.00%
Rm	13.50%	预测期现值	531,548.25
β 系数	1.24	过渡期现值	546,605.93
Ke	16.02%	永续期现值	1,306,789.51
Kd	5.60%	企业价值	2,384,943.70
税率	25%	股权价值	1,659,122.92
D/(D+E)	55.00%	总股本(万股)	120,000.00
WACC	9.52%	每股价值(元)	13.83

资料来源：长城证券研究所

表 9：绝对估值敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
5.91%	26.47	27.11	27.86	28.73	29.77	31.02	32.52	34.38	36.72	39.72	43.72
6.50%	22.94	23.42	23.98	24.64	25.41	26.32	27.41	28.73	30.36	32.40	35.04
7.15%	19.87	20.23	20.66	21.15	21.72	22.39	23.19	24.14	25.29	26.72	28.50
7.87%	17.18	17.46	17.78	18.15	18.58	19.08	19.66	20.35	21.18	22.19	23.42
8.65%	14.83	15.04	15.28	15.56	15.88	16.25	16.68	17.19	17.79	18.51	19.38
9.52%	12.76	12.92	13.10	13.31	13.55	13.83	14.15	14.52	14.95	15.47	16.09
10.47%	10.92	11.05	11.18	11.34	11.52	11.73	11.97	12.24	12.56	12.94	13.38
11.52%	9.30	9.39	9.50	9.62	9.75	9.90	10.08	10.28	10.52	10.79	11.11
12.67%	7.86	7.93	8.01	8.09	8.20	8.31	8.44	8.59	8.76	8.96	9.20
13.94%	6.57	6.62	6.68	6.75	6.82	6.91	7.01	7.12	7.24	7.39	7.56
15.33%	5.42	5.46	5.51	5.56	5.61	5.67	5.75	5.83	5.92	6.03	6.15

资料来源：长城证券研究所

5.3 投资建议

玲珑轮胎是国内生产规模靠前，技术实力较强，品牌价值最高的轮胎生产企业，连续多年入围世界轮胎前 20 强。结合前面的相对估值和绝对估值，我们认为公司股票合理价格为每股 13.83 元-19.17 元，结合此次询价价格为每股 12.98 元，给予“推荐”的投资评级。

6. 风险提示

全球经济复苏不及预期，汽车轮胎需求下降的风险；国际贸易壁垒提升，中国轮胎出口下降的风险；天然橡胶等原材料价格大幅波动，公司盈利能力弱化的风险。

6.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,278.19	8,733.70	9,607.07	10,615.81	11,783.55	成长性					
营业成本	7,526.29	6,226.72	6,917.09	7,696.47	8,601.99	营业收入增长	-11.0%	-15.0%	10.0%	10.5%	11.0%
销售费用	545.77	530.65	624.46	711.26	813.07	营业成本增长	-12.3%	-17.3%	11.1%	11.3%	11.8%
管理费用	744.19	667.97	749.35	849.27	954.47	营业利润增长	-19.4%	-17.3%	27.3%	20.3%	8.6%
财务费用	370.88	356.31	213.35	40.04	-20.24	利润总额增长	-14.8%	-22.9%	31.5%	20.3%	8.6%
投资收益	1.80	-7.37	0.00	0.00	0.00	净利润增长	-14.9%	-18.8%	28.3%	20.3%	8.6%
营业利润	971.73	803.33	1,022.26	1,229.78	1,335.46	盈利能力					
其他非经常性损益	37.03	-25.73	0.00	0.00	0.00	毛利率	26.8%	28.7%	28.0%	27.5%	27.0%
利润总额	1,008.76	777.60	1,022.26	1,229.78	1,335.46	销售净利率	8.1%	7.8%	9.0%	9.8%	9.6%
所得税	174.64	100.19	153.34	184.47	200.32	ROE	18.4%	15.5%	11.2%	12.1%	11.8%
少数股东损益	-0.06	-0.20	-0.26	-0.31	-0.34	ROIC	12.7%	9.7%	10.6%	11.6%	14.8%
归属母公司股东净利润	834.17	677.61	869.18	1,045.62	1,135.48	营运效率					
资产负债表 (百万)						销售费用/营业收入	5.3%	6.1%	6.5%	6.7%	6.9%
流动资产	6,655.47	5,735.11	4,855.49	6,656.92	9,198.73	管理费用/营业收入	7.2%	7.6%	7.8%	8.0%	8.1%
货币资金	1,785.49	1,835.97	96.07	1,899.96	3,444.81	财务费用/营业收入	3.6%	4.1%	2.2%	0.4%	-0.2%
应收和预付款项	2,744.11	2,025.47	3,029.35	2,557.68	3,645.54	投资收益/营业利润	0.2%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	1,745.13	1,516.73	1,373.12	1,842.34	1,751.44	所得税/利润总额	17.3%	12.9%	15.0%	15.0%	15.0%
其他流动资产	380.73	356.94	356.94	356.94	356.94	应收帐款周转率	5.36	4.95	4.63	4.90	4.64
非流动资产	3,652.93	3,983.34	4,562.63	4,897.32	5,191.94	存货周转率	4.31	4.11	5.04	4.18	4.91
固定资产和在建工程	8,740.88	9,581.61	8,273.11	6,964.61	5,656.11	固定资产周转率	1.35	1.00	1.16	1.52	2.08
资产总计	16,295.95	16,148.56	13,899.83	14,332.16	15,504.87	总资产周转率	0.63	0.54	0.69	0.74	0.76
流动负债	10,749.92	11,057.73	5,444.63	4,952.61	5,121.52	偿债能力					
短期借款	6,289.01	6,500.74	851.23	0.00	0.00	资产负债率	72.1%	73.0%	44.4%	39.6%	37.7%
应付和预收款项	3,237.71	2,717.99	2,813.47	3,172.68	3,341.59	流动比率	0.62	0.52	0.89	1.34	1.80
非流动负债	1,002.06	722.71	722.71	722.71	722.71	速动比率	0.42	0.35	0.57	0.90	1.38
长期借款	1,002.06	692.56	692.56	692.56	692.56	每股指标 (元)					
负债合计	11,751.97	11,780.44	6,167.33	5,675.32	5,844.23	EPS	0.70	0.56	0.72	0.87	0.95
股东权益	4,543.97	4,368.12	7,732.50	8,656.85	9,660.64	每股净资产	3.78	3.63	6.44	7.21	8.05
股本	1,000.00	1,000.00	1,200.00	1,200.00	1,200.00	每股经营现金流	0.64	0.83	1.41	2.35	1.38
留存收益	2,498.21	2,990.12	3,758.76	4,683.42	5,687.55	每股经营现金/EPS	0.92	1.48	1.94	2.69	1.46
少数股东权益	3.34	6.64	6.38	6.07	5.74	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	16,295.95	16,148.56	13,899.83	14,332.16	15,504.87	PE	18.67	22.99	17.92	14.90	13.72
现金流量表 (百万)						PEG	2.39	1.22	N/A	N/A	N/A
经营活动现金流	771.08	999.78	1,686.58	2,816.11	1,655.96	PB	3.43	3.57	2.02	1.80	1.61
其中经营营运资本增量	-577.96	-1,326.94	773.53	-351.58	839.72	EV/EBITDA	9.80	10.05	6.57	5.49	4.82
投资活动现金流	-2,265.75	-1,274.32	-59.07	0.00	0.00	EV/SALES	1.84	2.12	1.78	1.36	1.10
其中本期净投资	1,619.29	-584.13	-595.57	-1,720.68	-529.38	EV/IC	1.81	1.87	1.85	1.92	1.84
融资活动现金流	1,757.57	588.57	-3,367.41	-1,012.22	-111.12	ROIC-WACC	3%	0%	-3%	-3%	0%
现金流净额	254.37	342.36	-1,739.90	1,803.89	1,544.85	EV/EBIT	13.71	16.10	13.86	11.40	9.84

注：以每股12.98元计算表中的各项每股指标。

研究员介绍及承诺

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

顾锐: 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所, 任化工行业分析师。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券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进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>