

雄踞海内外，民族轮胎品牌冉冉升起

全球视角战略布局，产能规划超亿条

2015-2018 年，公司销量复合增长率 14%，净利润复合增速达到 20%，实现稳健增长，2018 年，公司将原来的“3+3 国际化战略”变更为“5+3 国际化战略，而且现规划的泰国和塞尔维亚两大国外基地都有一定年限内的免所得税优惠。若现有各基地全部达产，远期产能将超过 1 亿条，有力保障稳健增长。

全球及中国轮胎格局：强者恒强，国内集中度提升成趋势

从行业格局来看，全球轮胎行业可划分为几个梯队：CR3 销售额占比 36.6%-39.3%；CR10 销售额占比 61.4%-65.2%；剩余约三分之一的市场份额由第三梯队和第四梯队的大量生产企业竞争，行业集中度仍有待提升。

我国轮胎制造业固定资产投资额在 2014 年达到 667.3 亿元的高点，其后开始逐步回落，截至 2017 年我国轮胎制造业固定资产投资完成 427 亿元（同比-27.2%）。近年来受环保政策、国家供给侧改革的影响，行业逐步淘汰落后产能，行业正处于整合阶段。

2014-2017 年，我国轮胎外胎的新增产能稳定在 5400 万条/年-8700 万条/年，新增产能逐步回落。

消费市场表现分化，终端企业以销见长

目前下游主要以替换市场为主，约占轮胎销售总额的 75%；配套市场约占 25%。替换市场方面，近年来全球汽车保有量持续增长，增速基本维持在 3.5%~4%左右；配套市场方面，2005 年以来全球汽车产销量整体呈现平稳增长趋势，近几年基本稳定在 3%-5% 的增长中枢。2018 年出现负增长，全年实现全球汽车产量 9563 万辆，同比-1.7%，为自 2008、2009 年之后的首次负增长。

橡胶作为轮胎制造工艺最为重要的原材料，占轮胎成本的比重近 50%，轮胎-橡胶价格联动效应强。综合判断，后续橡胶价格或以稳为主，轮胎生产企业来自成本压力较小。

核心竞争优势全方位凸显

公司目前已为超过 60 家汽车厂提供原配轮胎，配套数量和配套厂家目前居国内轮胎品牌第一。

公司注重产品研发，2014-2018 年，公司研发费用率维持在 3.43%-4.43%，处于国内轮胎生产企业的前列，同国外轮胎巨头普利司通、米其林相比也处于领先地位。

公司近些年来加大了品牌营销，不断提高公司品牌的知名度。2018 年，“玲珑”以 378.08 亿元的品牌价值入榜《中国 500 最具价值品牌》，稳居中国轮胎行业上榜品牌价值之首。

盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 14.4、17.5 和 21.2 亿元，对应 PE 分别为 15、12 和 10 倍，维持“买入”评级。

玲珑轮胎 (601966)

维持

买入

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

13811910975

执业证书编号：S1440518100005

黄帅

huangshuaizgs@csc.com.cn

010-85130726

执业证书编号：S1440518010001

发布日期：2019 年 06 月 18 日

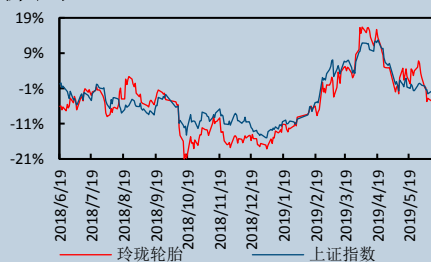
当前股价：15.81 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------------|-------------|------------|
| -7.65/-5.16 | -6.95/-2.32 | -3.71/0.92 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | 19.43/12.7 |
| 总股本 (万股) | | 120,000.91 |
| 流通 A 股 (万股) | | 39,440.91 |
| 总市值 (亿元) | | 189.72 |
| 流通市值 (亿元) | | 62.36 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | 526.17 |
| 主要股东 | | |
| 玲珑集团有限公司 | | 50.35% |

股价表现



相关研究报告

- 19.04.26 【中信建投橡胶】玲珑轮胎(601966): 玲珑轮胎 2019 一季报点评: 产销量逆市增长, 毛利率修复上行
- 19.04.19 【中信建投橡胶】玲珑轮胎(601966): 在建产能逐步释放, 看好公司长期

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 全球视角战略布局，产能投放贡献稳健增长 | 1 |
| 践行“5+3”发展战略，布局全球轮胎市场..... | 1 |
| 在建产能投产放量，公司业绩稳健增长 | 4 |
| 全球及中国轮胎格局：强者恒强，国内集中度提升成趋势..... | 6 |
| 海外三大巨头优势显著，国内集中度有待提高..... | 6 |
| 大浪淘沙，行业整合进行时 | 10 |
| 消费市场表现分化，终端企业以销见长 | 14 |
| 橡胶-轮胎价格联动性强，成本端或以稳为主 | 19 |
| 出口国政策影响大，为规避风险国内企业纷纷选择建厂海外..... | 21 |
| 美国为我国轮胎第一出口大国，“双反”政策及贸易战对我国影响较大 | 21 |
| 全球其他国家对我国轮胎出口的制裁 | 23 |
| 海外建厂成趋势，玲珑轮胎走在前列 | 25 |
| 玲珑雄居国内轮胎品牌第一，核心竞争优势全方位凸显..... | 28 |
| 纵观海外巨头发展史，揭轮胎生产企业成长之道..... | 28 |
| 深入布局整车配套市场，跻身德国大众汽车唯一中国本土供应商..... | 30 |
| 注重技术创新，研发费用率位竞争对手前列..... | 32 |
| 持续扩大全球品牌影响力，公司品牌价值不断提升..... | 33 |
| 盈利预测 | 35 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 玲珑轮胎发展历程 | 1 |
| 图 2: 玲珑轮胎股权结构 | 2 |
| 图 3: 公司产品 | 2 |
| 图 4: 公司“5+3 战略”目前基地分布 | 2 |
| 图 5: 公司轮胎产销量（万条） | 4 |
| 图 6: 公司各产品产量（万条） | 4 |
| 图 7: 公司营业收入及同比（亿元） | 5 |
| 图 8: 公司归母净利润及同比（亿元） | 5 |
| 图 9: 公司营收构成（亿元） | 5 |
| 图 10: 公司各产品毛利占比 | 5 |
| 图 11: 公司毛利率、净利率 | 6 |
| 图 12: 公司期间费用率 | 6 |
| 图 13: 公司不同地区营收占比 | 6 |
| 图 14: 公司不同渠道营收及配套营收占比 | 6 |
| 图 15: 全球轮胎销售额（亿美元） | 7 |
| 图 16: 全球轮胎 CR3 销售占比（%） | 7 |
| 图 17: 全球轮胎 CR10 销售占比（%） | 7 |
| 图 18: 全球轮胎 Top75 销售占比（%） | 7 |
| 图 19: 2017 年全球轮胎 Top75 企业国家分布及销售额（亿美元） | 8 |
| 图 20: Top75 轮胎企业中中国企业的个数 | 9 |
| 图 21: 全球轮胎 Top75 中中国企业的排名分布 | 9 |
| 图 22: 全球轮胎 Top75 中中国企业前十排名 | 9 |
| 图 23: Top75 轮胎企业中中国企业的销售额及占比 | 9 |
| 图 24: 我国外胎、子午胎产量及子午化率（统计局/万条） | 11 |
| 图 25: 我国外胎各品种产量（橡胶协会/亿条） | 11 |
| 图 26: 我国轮胎投资及新增产能情况 | 12 |
| 图 27: 我国半钢、全钢子午胎开工率情况 | 12 |
| 图 28: 2017 年我国子午线轮胎外胎各省份产量占比（%） | 13 |
| 图 29: 轮胎行业及上下游行业 | 15 |
| 图 30: 轮胎下游市场分布 | 15 |
| 图 31: 2006-2017 全球汽车保有量及增速（亿辆） | 16 |
| 图 32: 全球乘用车保有量（亿辆） | 17 |
| 图 33: 全球商用车保有量（亿辆） | 17 |
| 图 34: 2015 年全球乘用车保有量前十国家排名（亿辆） | 17 |
| 图 35: 2015 年全球商用车保有量前十国家排名（万辆） | 17 |
| 图 36: 2011-2018 年中国汽车保有量及增速（亿辆） | 18 |
| 图 37: 全球汽车产销量及同比变化（万辆） | 18 |
| 图 38: 2018 年全球汽车产量区域分布 | 18 |
| 图 39: 国内汽车产量及同比（万辆） | 19 |

| | |
|--|----|
| 图 40: 半钢子午胎成本构成 | 19 |
| 图 41: 全钢子午胎成本构成 | 19 |
| 图 42: 全球天然橡胶的产量及消费量 (千吨) | 20 |
| 图 43: 轮胎-橡胶价格联动效应明显 | 20 |
| 图 44: ANRPC 成员国天然橡产量合计 (千吨) | 20 |
| 图 45: 泰国天然橡胶产量及占 ANRPC 产量的比例 (千吨) | 20 |
| 图 46: 我国天然橡胶的产量及消费量 (千吨) | 21 |
| 图 47: 我国对 ANRPC 成员国天然橡胶的进出口数量 (千吨) | 21 |
| 图 48: 2018 年我国轮胎出口结构 (分国家) | 21 |
| 图 49: 我国轮胎对美出口量 (万吨) | 22 |
| 图 50: 我国轮胎对美出口结构 | 22 |
| 图 51: 我国小客车、客车、货车对美出口数量 (万吨/当月值) | 23 |
| 图 52: 我国轮胎出口前五大国 (万条) | 24 |
| 图 53: 我国轮胎出口第六至第十大国 (万条) | 24 |
| 图 54: 公司海外主要销售网点分布图 | 26 |
| 图 55: 公司为全球超过 60 家汽车厂商提供原配轮胎 | 31 |
| 图 56: 2018 年中国品牌乘用车前十销售量 (万辆) | 31 |
| 图 57: 2018 年中国品牌商用车前十销售量 (万辆) | 31 |
| 图 58: 公司部分研发实验室 | 32 |
| 图 59: 国内轮胎企业研发费用率对比 | 33 |
| 图 60: 国际轮胎企业研发费用率对比 | 33 |
| 图 61: 玲珑轮胎近年来部分品牌推广活动 | 34 |
| 图 62: 玲珑轮胎品牌价值 | 34 |
| 图 63: 公司品牌营销活动剪影 | 34 |
| 图 64: 公司和国外轮胎巨头毛利率对比 | 35 |

表目录

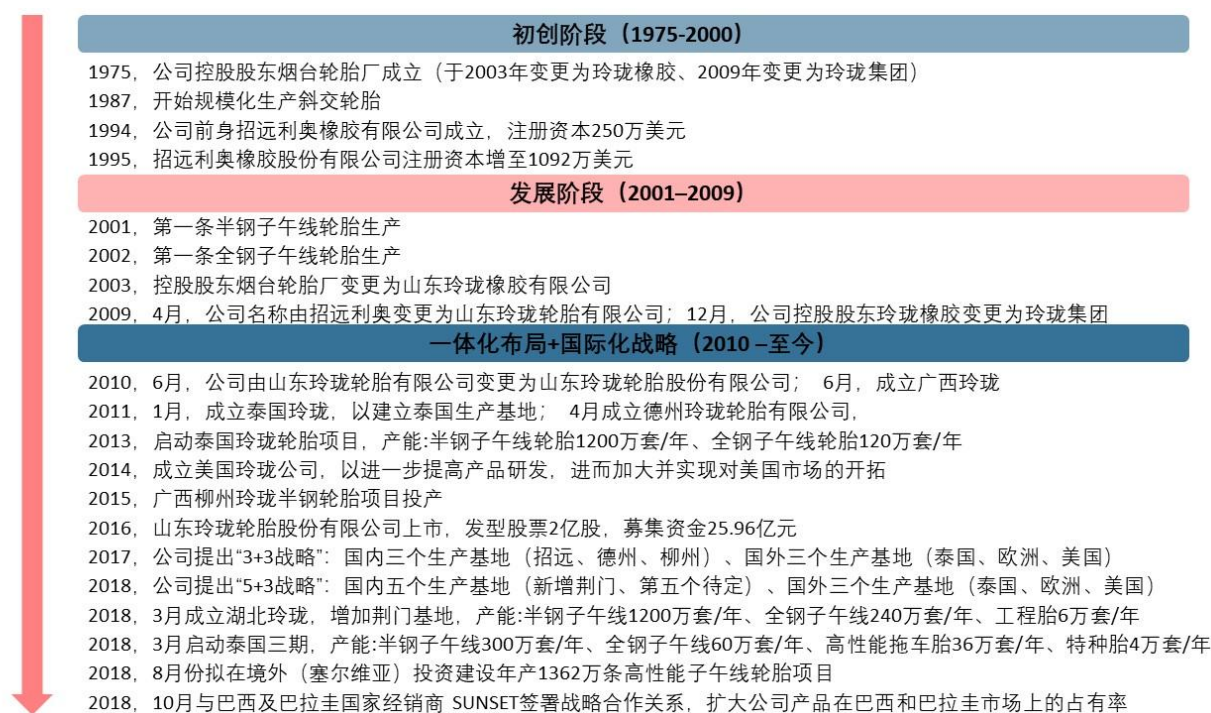
| | |
|---|----|
| 表 1: 公司主要产品 | 3 |
| 表 2: 公司基地及产能（万套） | 4 |
| 表 3: 不同梯队的全球轮胎生产企业 | 7 |
| 表 4: 全球轮胎生产企业前 10 销售额（亿美元） | 8 |
| 表 5: 全球 Top75 企业中我国排名前 10 企业排名及销售额（亿美元） | 10 |
| 表 6: 有内胎轮胎/无内胎轮胎优缺点对比 | 10 |
| 表 7: 轮胎上市公司历年在建工程/固定资产比例 | 12 |
| 表 8: 山东省关于轮胎行业的法律法规及产经政策梳理 | 13 |
| 表 9: 轮胎配套系数及替换系数 | 16 |
| 表 10: 美国“双反”政策及贸易战涉及产品及内容 | 22 |
| 表 11: 其他国家对我轮胎出口的制裁 | 24 |
| 表 12: 中国橡胶工业协会统计我国 2015-2017 年轮胎企业排名及销售收入 | 25 |
| 表 13: 我国橡胶生产企业海外基地项目 | 27 |
| 表 14: 全球轮胎价格指数及代表产品 | 34 |
| 表 15: 预测和比率 | 36 |

全球视角战略布局，产能投放贡献稳健增长

践行“5+3”发展战略，布局全球轮胎市场

玲珑轮胎是一家轮胎生产企业。公司主营业务为汽车轮胎的设计、开发、制造与销售，公司产品有全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和斜交胎，广泛应用于乘用车、商用车、卡客车以及工程机械车辆等。玲珑轮胎的控股股东玲珑集团成立于 1975 年（原名为烟台轮胎厂，于 2003 变更为玲珑橡胶、2009 年变更为玲珑集团）。玲珑轮胎成立于 1994 年，公司原名为招远利奥橡胶有限公司，2009 年 4 月，公司名称变更为山东玲珑轮胎有限公司。自 1975 年以来，玲珑轮胎的发展经历了三个阶段：1994-2000 年，玲珑轮胎主要处于初创阶段，公司产品主要为斜交胎；2001-2009 年，公司处于发展阶段，生产产品新增了半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎；2010 年以来，公司处于高速发展阶段，实现了国内一体化布局和国际化布局的战略。期间：公司成立了广西玲珑基地、泰国基地、德州基地、荆门基地、塞尔维亚基地。

图 1：玲珑轮胎发展历程

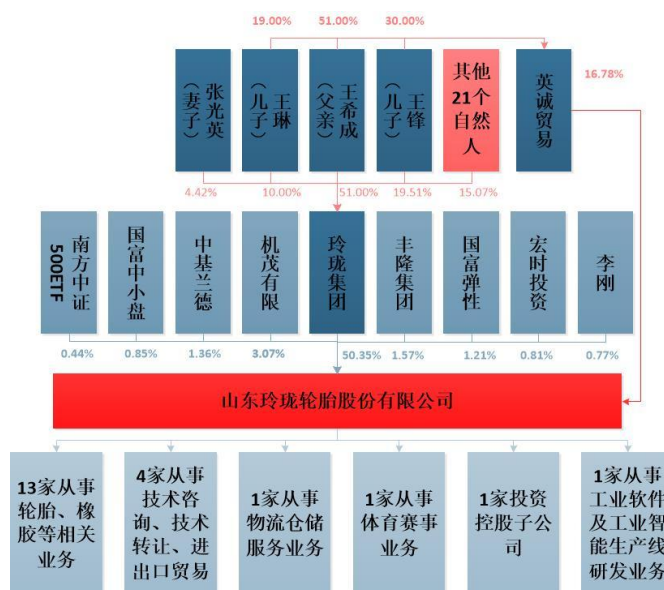


资料来源：公司公告，招股说明书，中信建投证券研究发展部

公司实际控制人为王氏家族，成员包括王希成、王锋、王琳、张光英。其中，王希成和张光英为夫妻关系，王希成与王锋、王琳为父子关系，张光英与王锋、王琳系母子关系，王锋和王琳系兄弟关系。四人分别持有玲珑轮胎控股股东玲珑集团 51.00%、19.51%、10.0%、4.42% 股权。同时，王希远、王锋、王琳分别持有英诚贸易 51.00%、30.00%、19.00% 的股权，间接持有玲珑轮胎 16.78% 股权。总的来看，王氏家族通过持有玲珑集团 84.93% 股权、英诚贸易 100% 股权，间接持有玲珑轮胎 59.54% 股权，公司股权结构高度集中，实际控制人有较强的控制力，股权结构较为稳定。

公司主营业务稳定，构建了轮胎业务的研发、生产、销售、运输、技术转让、进出口贸易一体化的产业链。玲珑轮胎控股或参股共计 21 家公司，其中 13 家子公司从事轮胎、橡胶等相关业务；4 家子公司从事技术咨询、技术转让、进出口贸易业务；剩余 4 家子公司分别从事物流仓储服务业务、体育赛事业务、工业软件及工业智能生产线的研发业务、以及 1 家控股子公司。其中，体育赛事业务主要是为了满足公司的“世界品牌战略”：通过体育赛事业务，与世界各地球队签约，积极投放球场广告，进而不断提高公司在海外的知名度。

图 2：玲珑轮胎股权结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司产品主要有半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎、斜交轮胎、特种胎等十大系列、共计近 2000 个规格品种，广泛应用于轿车轮胎、载重汽车轮胎、工程机械轮胎、农业轮胎、工业车辆轮胎、摩托车轮胎等。2018 年，为进一步提高公司的竞争力，公司将原来的“3+3 国际化战略”变更为“5+3 国际化战略”：即在国内建立 5 个生产基地、在国外建立 3 个生产基地。目前，公司已在国内建立 4 个生产基地、国外建立 2 个生产基地，国内基地包括：山东招远生产基地、山东德州生产基地、广西生产基地、湖北荆门生产基地；国外基地包括：泰国生产基地、塞尔维亚生产基地。

图 3：公司产品










资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 4：公司“5+3 战略”目前基地分布



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

表 1：公司主要产品

| 按配套机械分类 | 产品类别 | 图例 | 产品规格系列 |
|---------|----------------------------------|---|--|
| 轿车轮胎 | 轿车子午线轮胎及轻型载重汽车子午线轮胎 |  | 超高性能轿车胎、商用旅行车轮胎、雪地胎、高性能轿车胎、运动型车&轻卡（LTR/SUV）、商用轻卡用轮胎、拖车胎（ST）等系列，共 300 多个规格 |
| 载重汽车轮胎 | 载重汽车子午线轮胎 |  | 普通断面有内胎系列、普通断面无内胎系列；低断面无内胎 85、80、75、70、65、60、55、45 系列；普通断面 13/14/15 寸系列，60 几个规格 |
| | 载重汽车斜交轮胎 |  | 12.00-20、11.00-20、10.00-20、9.00-20，共计 100 多个规格 |
| 工程机械轮胎 | 工程机械斜交轮胎和工程机械子午线轮胎、工程车辆轮胎、林业机械轮胎 |  | 17.5-25、18.00-25、20.5-25、21.00-35、23.5-25、26.5-25、29.5-25、35/65-33、29.5-29、27.00-49 共计 40 多个斜交轮胎和子午线轮胎规格 |
| 农业轮胎 | 农业子午胎 |  | 280/85R24、460/85R38、520/85R42 等 18 个规格 |
| 工业车辆轮胎 | 工业车辆充气轮胎 |  | 8.15-15、28*9-15、7.00-12、6.50-10、18*7-8 等 |
| 摩托车轮胎 | 摩托车轮胎 |  | 2.25-17、2.50-17、2.50-18、2.75-14、2.75-18、3.00-17、3.00-18、3.00-20、3.25-16、3.50-10、4.00-8 等 |

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

截止到 2018 年年底，公司“5+3 国际化”战略中，国内招远玲珑生产基地、德州玲珑生产基地、广西玲珑一期已投入生产，国外泰国玲珑生产基地已投入生产。目前公司国内三大生产基地、国外泰国生产基地共拥有 5450 万套半钢子午线轮胎、895 万套全钢子午线轮胎、100 万套斜交轮胎产能。2018 年公司启动湖北荆门生产基地，设计产能为：半钢子午胎 1200 万套/年、全钢子午胎 240 万套/年、特种工程胎 6 万套/年；同时也启动了泰国玲珑三期项目，设计产能为：半钢子午胎 300 万套/年、全钢子午胎 60 万套/年、高性能拖车胎 36 万套/年、特种胎 4 万套/年。2019 年 4 月份，公司启动塞尔维亚项目，项目共分三期，设计产能为：半钢子午胎 1200 万套/年、全钢子午胎 160 万套/年、工程胎及农用车子午胎 2 万套/年，预计将于 2025 年 3 月份完全完工。未来，公司国内 4 大生产基地、国外 2 大生产基地全部达产后，将形成：半钢子午胎 8900 万套/年、全钢子午胎 1390 万套/年、斜交胎 100 万套/年、高性能拖车胎 36 万套/年、特种工程胎 6 万套/年、特种胎 4 万套/年、工程胎及农用车子午胎 2 万套/年的产能。此外，国内第五生产基地和国外第三生产基地也正处于前期规划中，待后续正式确定后将有效扩充公司产能。

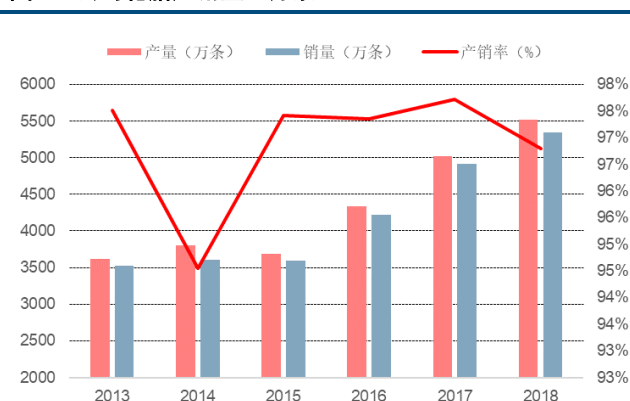
表 2：公司基地及产能（万套）

| 公司基地 | 公司产品 | 设计产能（万套） | 目前达产产能（万套） | 在建产能预计完工时间 |
|--------|------------|----------|------------|---------------------------------------|
| 招远玲珑 | 半钢 | 3000 | 2800 | |
| | 全钢 | 510 | 500 | |
| | 斜交 | 100 | 100 | |
| 德州玲珑 | 半钢 | 1000 | 350 | 预计 2019 年底达到 600 万套/年 |
| | 全钢 | 200 | 220 | |
| 广西玲珑一期 | 半钢 | 1000 | 1000 | 2019 年 3 月达产 |
| | 全钢 | 100 | 30 | |
| 广西玲珑二期 | 半钢 | 1000 | 0 | 预计 2020 年达产 |
| | 全钢 | 100 | 0 | |
| 湖北荆门玲珑 | 半钢 | 1200 | 0 | 一期（半钢 400、全钢 100）预计 19 年 Q3、Q4 投产 |
| | 全钢 | 240 | 0 | |
| | 特种工程胎 | 6 | 0 | |
| 泰国玲珑 | 半钢 | 1500 | 1300 | 2019 年 5 月达产 |
| | 全钢 | 180 | 145 | |
| 塞尔维亚项目 | 半钢 | 1200 | 0 | 2019 年 4 月项目启动，共分三期，预计到 2025 年 3 月完工。 |
| | 全钢 | 160 | 0 | |
| | 工程胎及农用车子午胎 | 2 | 0 | |

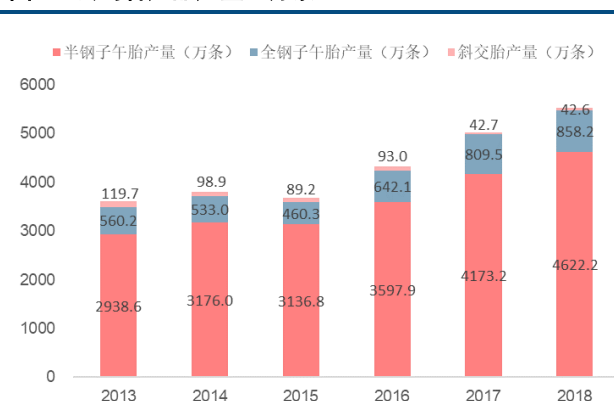
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

在建产能投产放量，公司业绩稳健增长

玲珑轮胎自 2016 年上市以来，营业收入、归母净利润、销售量维持快速增长。从公司产品的产销量来看，公司轮胎的产销率常年维持在 95% 以上。其中，除 2015 年小幅下降以外，其余年份均保持增长。截至 2018 年，公司实现轮胎产量 5522.6 万条，销售量 5345.3 万条。其中以半钢子午胎为核心，2018 年共实现半钢子午胎 4622 万条，全钢子午胎 858 万条，斜交胎 42.6 万条。

图 5：公司轮胎产销量（万条）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

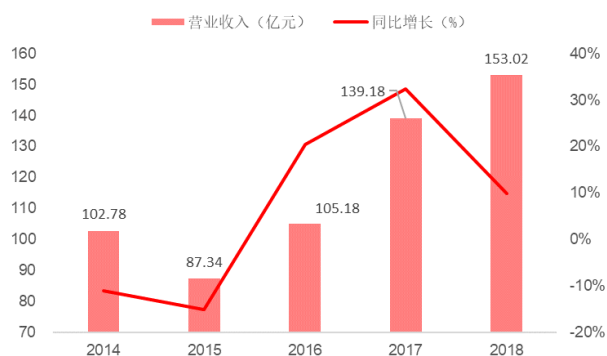
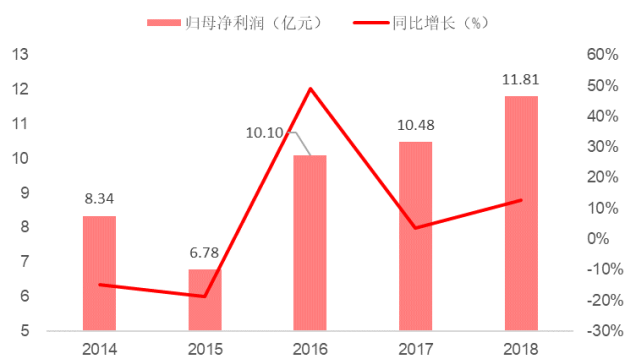
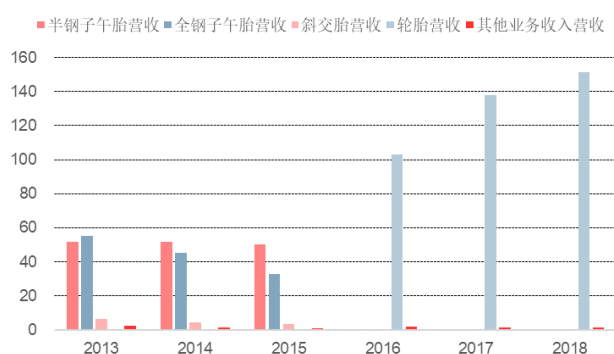
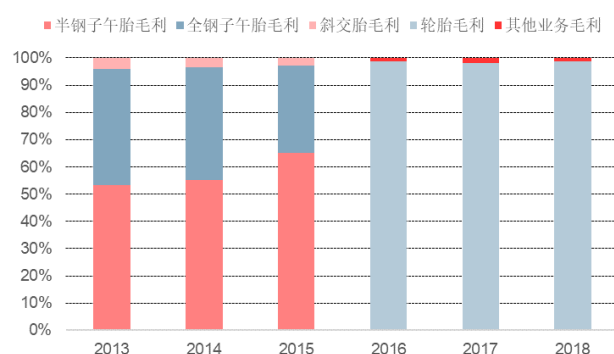
图 6：公司各产品产量（万条）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

受美国“双反”、复合胶标准改变等影响，公司 2013-2015 年营业收入、归母净利润出现一定程度的下降。2016 年以来，随着柳州基地和泰国基地的逐步投产放量，公司营收持续回升。2015 年公司营业收入为 87.34 亿元，2018 年营业收入为 153.02 亿元，营收复合增长率为 20.55%。2015 年公司归母净利润为 6.78 亿元，2018 年归母净利润为 11.81 亿元，净利润复合增长率为 20.32%。

从公司的营收构成来看，公司的主要营业收入来自于半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎、斜交胎业务。三种产品的营收占比，常年维持在 98% 以上。2016 年，公司统计口径发生变化，不再公布轮胎中各产品的营收占比。2013-2015 年半钢子午线轮胎的营业收入较为稳定，分别为 51.56 亿元、51.54 亿元、50.07 亿元，分别占营业收入的 44.64%、50.15%、57.33%；2013-2015 年，全钢子午胎的营业收入分别为 55.12 亿元、45.16 亿元、32.78 亿元，分别占营业收入的 47.73%、43.94%、37.53%；2013-2015 年，斜交胎的营业收入分别为 6.20 亿元、4.55 亿元、3.35 亿元，分别占营业收入的 5.37%、4.43%、3.84%。

从公司的毛利构成来看，公司的利润主要来源于半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎业务、斜交胎业务。三种产品的毛利占比，常年维持在 98.5% 以上。2016 年，公司统计口径发生变化，不再公布轮胎中各产品的毛利占比。2013-2015 年半钢子午线轮胎的毛利收入较为稳定，分别为 15.19 亿元、14.83 亿元、16.18 亿元，分别占毛利收入的 53.32%、55.34%、65.03%；2013-2015 年，全钢子午胎的毛利收入分别为 12.11 亿元、11.05 亿元、7.99 亿元，分别占毛利收入的 42.51%、41.23%、32.11%；2013-2015 年，斜交胎的毛利收入分别为 1.19 亿元、0.92 亿元、0.71 亿元，分别占毛利收入的 4.18%、3.43%、2.85%。分国别来看，由于泰国玲珑享受免征所得税以及免受“双反”影响，泰国子公司的 2018 年净利润达到 7.36 亿，占比达到 62.3%。

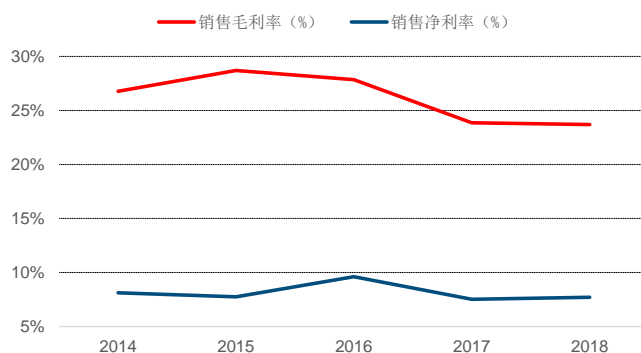
图 7：公司营业收入及同比（亿元）

图 8：公司归母净利润及同比（亿元）

图 9：公司营收构成（亿元）

图 10：公司各产品毛利占比


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

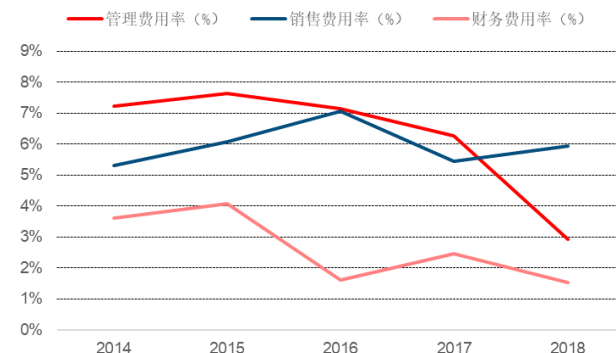
从公司的盈利能力来看，公司销售毛利率近年维持在 23.5%-28.7%，销售净利率常年维持在 7.5%-9.6%。近两年虽近年来公司毛利率略有下滑，但出色的费用控制能力使得公司净利率始终维持较健康水平。期间费用方面，公司管理费用率持续下降，由 2014 年的 7.2% 降至 2018 年的 2.9%；销售费用率整体保持稳定，维持在 6% 上下；财务费用率小幅下降，截至 2018 年已降至 1.5% 水平。

图 11：公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

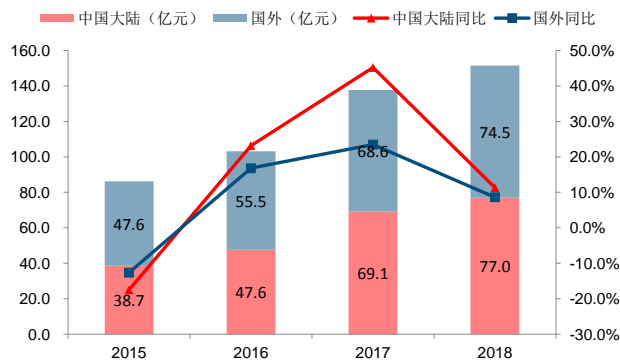
图 12：公司期间费用率



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

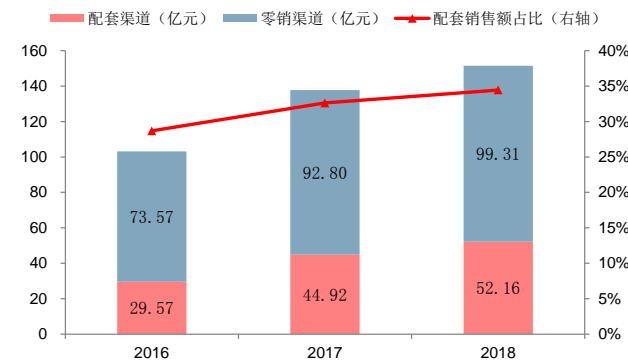
下游销售方面，近两年公司国内收入略高于国外，增速方面也处于略领先地位。截至 2018 年年报，公司大陆地区实现收入 77 亿元，同比+11.4%；国外实现收入 74.5 亿元，同比+8.6%。渠道方面，目前公司主要销售渠道仍以零售为主，但是配套销售占比正在逐步提高。截至 2018 年，公司零售渠道收入 99.31 亿元，占比 65.6%；配套渠道收入 52.16 亿元，占比 34.4%。

图 13：公司不同地区营收占比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 14：公司不同渠道营收及配套营收占比



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

全球及中国轮胎格局：强者恒强，国内集中度提升成趋势

海外三大巨头优势显著，国内集中度有待提高

全球 CR3 超 35%，CR10 超 6 成，三、四梯队竞争激烈

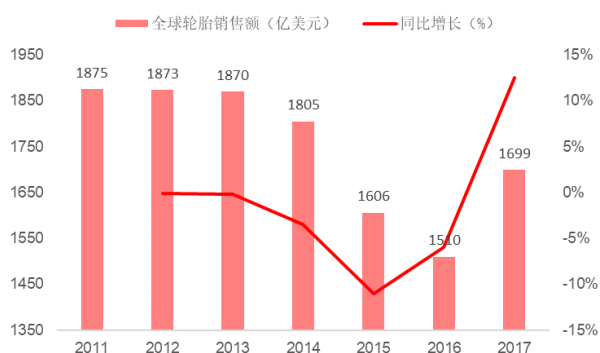
作为起步较早的重资产行业，轮胎行业经过近百年的发展，现已进入成熟期，市场规模为 1500-1900 亿美元。2011 年以来，轮胎市场趋于饱和，全球轮胎市场的销售额持续下降，2011 年全球销售额为 1875 亿美元，2016 年全球销售额为 1510 亿美元，年复合增长率为-4.24%。随着全球汽车市场的发展，带动了对轮胎的需求，同时美元指数有所下降，2017 年全球轮胎市场的销售额为 1699 亿美元，同比增加 12.52%。

从行业格局来看，全球轮胎行业可划分为几个梯队：第一梯队长期由三家企业占据（普利司通、米其林、固特异），CR3 销售额占比 36.6%-39.3%；第二梯队包括剩余 4-10 名生产企业，CR10 销售额占比 61.4%-65.2%，其中杭州中策作为唯一一家中国企业位第十名；剩余约三分之一的市场份额由第三梯队和第四梯队的大量生产企业竞争。目前，全球轮胎 90% 以上的销售市场由轮胎 Top75 企业控制。但从大陆角度而言，玲珑轮胎已经毫无疑问跻身国内轮胎厂商的第一梯队。

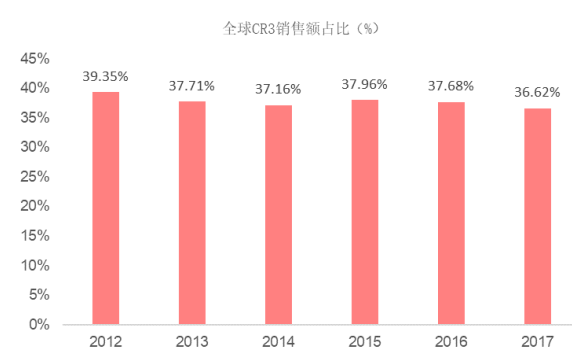
表 3：不同梯队的全球轮胎生产企业

| 梯队 | 包含公司 |
|------|---|
| 第一梯队 | 普利司通、米其林、固特异 |
| 第二梯队 | 马牌、住友橡胶、倍耐力、韩泰、优科豪马、正新、中策 |
| 第三梯队 | 佳通、通伊欧、固铂、锦湖、MRF、阿波罗、 玲珑 、恒丰、赛轮金宇、耐克森等 |
| 第四梯队 | 其他各国中小规模轮胎生产企业等 |

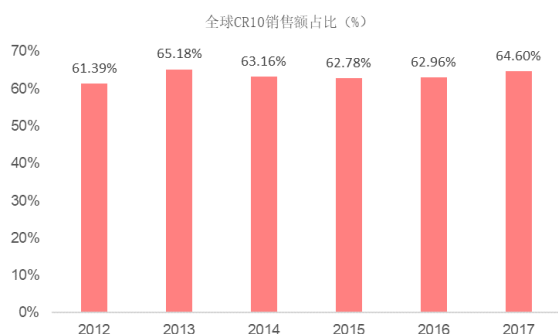
资料来源：《2018 年全球轮胎 75 强榜单》，中信建投证券研究发展部

图 15：全球轮胎销售额（亿美元）


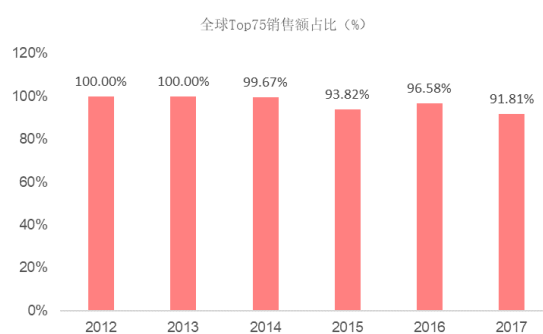
资料来源：前沿产业研究院，中信建投证券研究发展部

图 16：全球轮胎 CR3 销售占比（%）


资料来源：美国《Tirebusiness》，中信建投证券研究发展部

图 17：全球轮胎 CR10 销售占比（%）


资料来源：美国《Tirebusiness》，中信建投证券研究发展部

图 18：全球轮胎 Top75 销售占比（%）


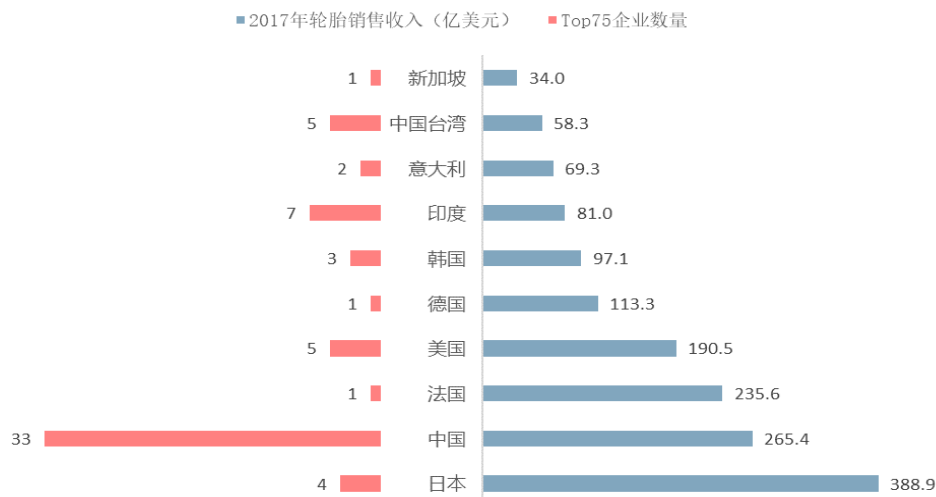
资料来源：美国《Tirebusiness》，中信建投证券研究发展部

表 4：全球轮胎生产企业前 10 销售额（亿美元）

| 排名 | 公司 | 国家 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2019 年品牌价值 |
|----|-------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 1 | 普利司通 | 日本 | 243.5 | 221.2 | 240.4 | 260.5 | 273.9 | 285.8 | 69.5 亿美元 |
| 2 | 米其林 | 法国 | 235.6 | 211.3 | 221.3 | 246.7 | 255.5 | 262.2 | 72.3 亿美元 |
| 3 | 固特异 | 美国 | 143 | 136.5 | 148 | 163.6 | 175.9 | 189 | 19.5 亿美元 |
| 4 | 马牌 | 德国 | 113.3 | 107.8 | 107.8 | 118.8 | 111.5 | 109 | 34.0 亿美元 |
| 5 | 住友橡胶 | 日本 | 67.6 | 60.3 | 60.5 | 69.2 | 69.7 | 77.6 | 8.0 亿美元 |
| 6 | 倍耐力 | 意大利 | 60.3 | 83.8 | 69.3 | 79.9 | 80.1 | 76.3 | 16.2 亿美元 |
| 7 | 韩泰 | 韩国 | 55.4 | 50.1 | 53.2 | 62 | 68.7 | 62.6 | 14.6 亿美元 |
| 8 | 优科豪马 | 日本 | 48.6 | 42.1 | 41.5 | 47 | 49.2 | 55.7 | 8.2 亿美元 |
| 9 | 正新橡胶 | 中国台湾 | 39.6 | 38.9 | 38.4 | 44.4 | 47.7 | 46.3 | 8.9 亿美元 |
| 10 | 中策橡胶 | 中国 | 36.2 | 32.3 | 33.9 | 41.2 | 45.3 | 45.5 | -- |
| | 总计 | | 1043 | 984.2 | 1014.3 | 1133.1 | 1177.3 | 1209.9 | |
| | 全球销售额 | | 1699 | 1510 | 1606 | 1805 | 1870 | 1873 | |
| | 占比 | | 61.39% | 65.18% | 63.16% | 62.78% | 62.96% | 64.60% | |

资料来源：美国《Tirebusiness》、英国品牌评估机构《BrandFinance》注：正新橡胶的品牌价值为下属公司玛吉斯品牌价值

分国家来看，我们统计了 2017 年 top75 轮胎企业榜单总销售额排名前十的国家：其中，日本以 4 家企业占据了全球 388.9 亿美元的销售额，排名全球第一；我国以 33 家企业占据全球 265.4 亿美元的销售额，排名全球第二；法国、美国、德国分别以 1 家生产企业占据全球 235.6 亿美元的销售额、5 家生产企业占据全球 190.5 亿美元的销售额、1 家生产企业占据全球 113.3 亿美元的销售额。

图 19：2017 年全球轮胎 Top75 企业国家分布及销售额（亿美元）


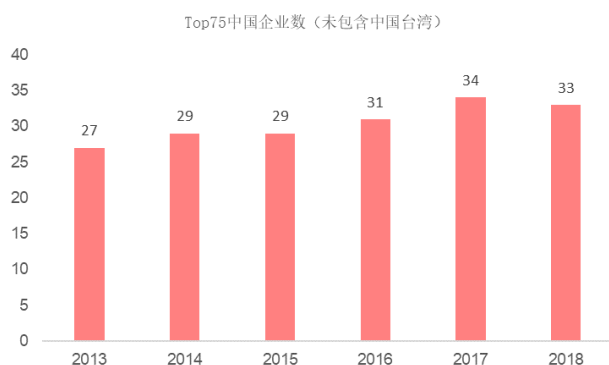
资料来源：美国《Tirebusiness》，中信建投证券研究发展部。注：按照 2017 年的数据，锦湖仍然计算于韩国

中国轮胎企业集团大而不强，集中度有待提升

回到国内市场，我国轮胎行业正面临大而不强、集中度低的现状。近年来，我国进入到 top75 榜单的轮胎生产企业数量持续增长，2013 年全球 Top75 轮胎生产企业中，我国企业个数 27 个，2018 年企业个数上升至 33 个。仅从 2018 年全球 Top75 轮胎生产企业中中国企业数量来看，我国是轮胎的生产大国，但却并不是生产强国。最新榜单排名方面，中国轮胎企业多处于 21-75 名之间：其中排名 1-10 名的企业，仅有中策集团一家；排名 11-20 名的企业有 3 家，包括玲珑轮胎、恒丰橡塑、赛轮金宇；剩余企业均排在榜单 20 名以后。

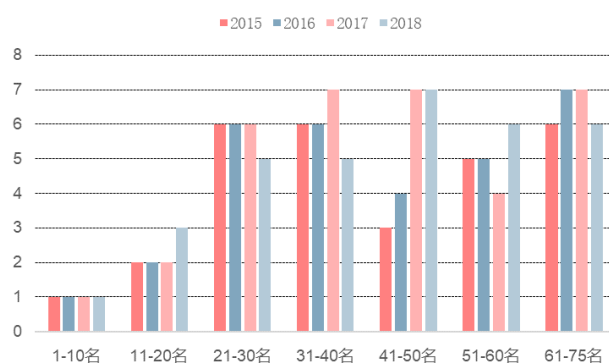
销售额方面，近年来榜单中国企业的销售额在 221.53 亿美元-270.53 亿美元之间，仅占全球销售额的 14.34%-15.62%。其中，2013 年，2014 年全球 Top75 轮胎企业中，我国轮胎企业的销售额为 270.53、261.08 亿美元，2015 年的销售额为 230.23 亿美元，同比下降 11.82%（主要原因为 2015 年轮胎行业的不景气，2015 年全球轮胎销售额为 1606 亿美元，同比下降 11.02%）。2016 年、2017 年全球 Top75 轮胎企业中，我国轮胎企业的销售额分别为 221.53 和 265.86 亿美元。

图 20：Top75 轮胎企业中中国企业的个数



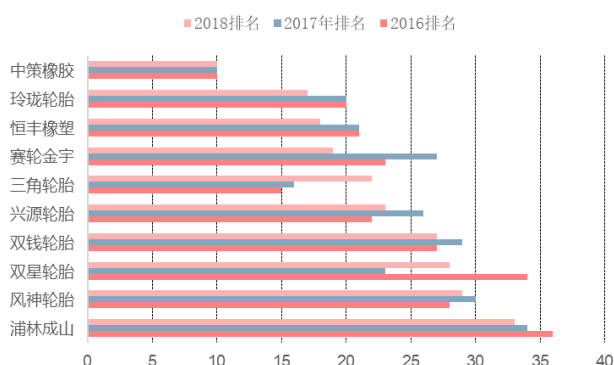
资料来源：美国《Tirebusiness》，中信建投证券研究发展部

图 21：全球轮胎 Top75 中中国企业的排名分布



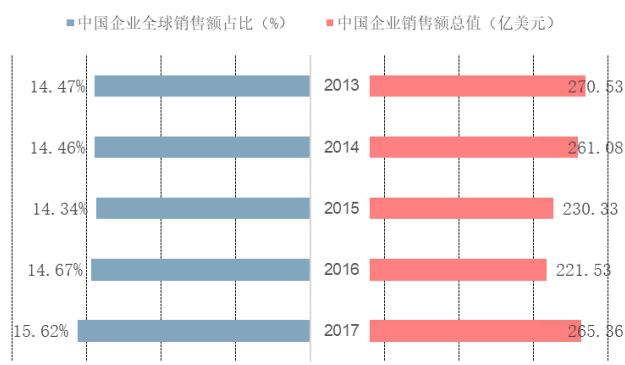
资料来源：美国《Tirebusiness》，中信建投证券研究发展部

图 22：全球轮胎 Top75 中中国企业前十排名



资料来源：美国《Tirebusiness》，中信建投证券研究发展部

图 23：Top75 轮胎企业中中国企业的销售额及占比



资料来源：美国《Tirebusiness》，中信建投证券研究发展部

具体到生产企业，国内排名前十的轮胎生产企业中，仅中策集团的销售额常年在 30 亿美元以上，玲珑轮胎、恒丰橡塑、赛轮金宇、三角轮胎的销售额在 20 亿美元上下波动，剩余 6 家企业的销售额在 10 亿美元上下波动。前十大轮胎生产企业的年销售总额尚不足第一梯队一家厂商的销售额规模，行业集中度仍有待提升。

表 5：全球 Top75 企业中我国排名前 10 企业排名及销售额（亿美元）

| | 中策 橡胶 | 玲珑 轮胎 | 恒丰 橡塑 | 赛轮 金宇 | 三角 轮胎 | 兴源 轮胎 | 双钱 轮胎 | 双星 轮胎 | 风神 轮胎 | 浦林 成山 |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 2018 排名 | 10 | 17 | 18 | 19 | 22 | 23 | 27 | 28 | 29 | 33 |
| 2017 销售额 | 36.22 | 21.75 | 19.97 | 19.77 | 15.09 | 12.94 | 10.46 | 10.37 | 9.86 | 8.56 |
| 2017 排名 | 10 | 20 | 21 | 27 | 16 | 26 | 29 | 23 | 30 | 34 |
| 2016 销售额 | 32.29 | 13.24 | 13.19 | 9.31 | 20.0 | 9.69 | 8.63 | 10.62 | 8.44 | 6.36 |
| 2016 排名 | 10 | 20 | 21 | 23 | 15 | 22 | 27 | 34 | 28 | 36 |
| 2015 销售额 | 33.95 | 13.47 | 13.44 | 12.59 | 24.38 | 12.85 | 10.67 | 7.41 | 9.65 | 6.56 |
| 2015 排名 | 10 | 20 | 21 | 24 | 15 | 25 | 22 | 33 | 26 | 32 |
| 2014 销售额 | 41.18 | 16.73 | 16.23 | 14.54 | 28.70 | 14.08 | 15.30 | 8.28 | 13.30 | 8.45 |

资料来源：美国《Tirebusiness》，中信建投证券研究发展部 注：2018 年排名依据为 2017 年的销售额，其余年份以此类推

大浪淘沙，行业整合进行时

子午化率稳步提升，新增产能显著回落

轮胎根据有无内胎，可以简单的分为有内胎轮胎、无内胎轮胎。其中，无内胎轮胎常称“低压胎”、“真空胎”，可分为子午线轮胎和斜交线轮胎两种。目前，部分货车、农用车，由于拉货重，需要内外胎共同承压，有些还是会有内胎。乘用车领域上，由于无内胎轮胎的优势过于明显，乘用车领域主要使用无内胎轮胎。鉴于当前无内胎轮胎在整个汽车轮胎市场中的绝对优势市场份额，我们重点分析的均为无内胎轮胎。

表 6：有内胎轮胎/无内胎轮胎优缺点对比

| | 优点 | 缺点 |
|-------|--|---|
| 有内胎轮胎 | <p>承重良好：可以很好地承载汽车车体重量，使车辆稳定行驶；</p> <p>减震：可以减少汽车在行驶过程中所收到的冲击力，使车辆行驶稳定；同时是车体组成连接的一个重要组件，可以提高汽车的动能；并且因此降低开车时所产生的噪音。</p> | <p>易损耗：由于轮胎与地面的强力接触，使得轮胎极易受到磨损，尤其是在路面状况不良时，损耗更加严重；</p> <p>安全性低：由于轮胎所承受的压力极大，在长期使用后的摩擦发热或者遇到不良车况时，时常会发生爆胎这一事件，安全性较低，可能会对车主的安全造成威胁。</p> |
| 无内胎轮胎 | <p>安全性高：无内胎轮胎由于没有内胎，不会由于摩擦发热等原因，降低了爆胎的可能性；</p> <p>节油：由于使用无内胎轮胎，轮胎使用的时候，所受到的摩擦力更小，发动机所需要的牵引力更小，因此，所需要使用的油更少，更能降低油耗；</p> <p>环保：由于油耗低，所产生的废气更少，污染更小更加环保。</p> | <p>维修困难：由于无胎轮胎的构造，在其需要维修时，付出的时间金钱更多，花费更大。</p> |

资料来源：网络整理，中信建投证券研究发展部

产量方面，国家统计局口径数据显示，2014 年我国轮胎外胎的产量达到峰值 11.14 亿条。2015 年我国轮胎行业进入了低迷阶段。主要原因：1) 复合胶标准的改变：将复合橡胶中生胶含量限定在 88% 以下，而在此之前，复合胶的生胶含量为 95%-99.5%。这一标准的改变，导致轮胎生产企业需要缴纳的关税由 0 元/吨的标准变成 1500/吨的标准，使得轮胎生产企业的原料成本增加 12%-13%；2) 美国“双反”政策的影响，导致部分中小企业的利润率为负，山东、福建的部分轮胎企业停产。2016 年国家通过宏观调控、供给侧改革、淘汰落后产能，使得轮胎市场得到了一定的释放，轮胎市场逐渐回暖。子午线轮胎是世界轮胎产业发展的主流产品，其作为轮胎产品中高质量、高性能的代名词，近年来受到汽车制造行业的广泛赞誉。截至 2017 年，我国实现子午线胎产量 6.71 亿条，子午化率 72.4% 创下历史新高。

橡胶工业协会口径数据和上述统计局数据略有区别，轮胎外胎产量在 2017 年达到高点 6.53 亿条，截至 2018 年产量 6.48 亿条（同比-0.8%）。其中，半钢子午线胎一直以来都是外胎的主流品种，2018 年我国实现半钢子午线胎产量 4.76 亿条，占外胎总产量（半钢+全钢+斜交）比重的 73.5%；受产业政策及适用性影响，斜交胎产品占比一直不高，截至 2018 年共实现斜交胎产量 0.39 亿条，占外胎总产量比重的 6%。子午化率方面，橡胶工业协会口径数据显示，子午化率呈现逐年提升趋势，截至 2018 年我国外胎子午化率已达 94%。（橡胶工业协会数据和国家统计局数据口径有所区别，因此计算子午化率不同）

图 24：我国外胎、子午胎产量及子午化率（统计局/万条）

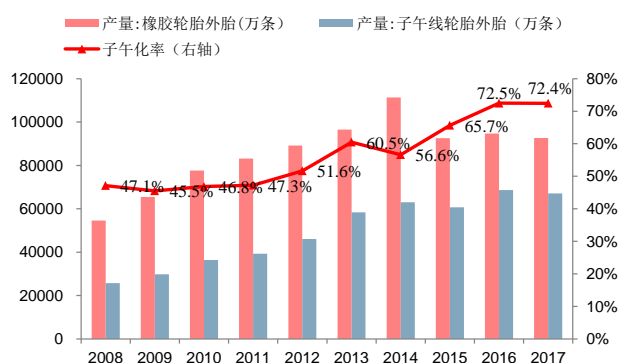
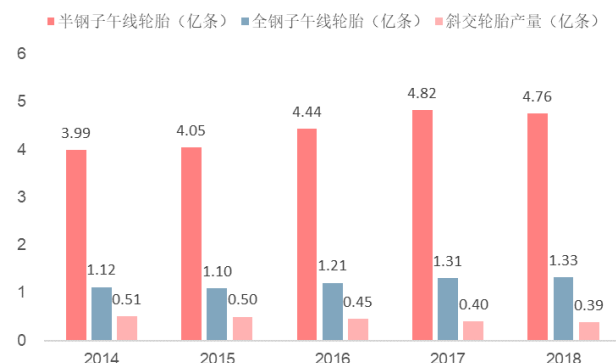


图 25：我国外胎各品种产量（橡胶协会/亿条）



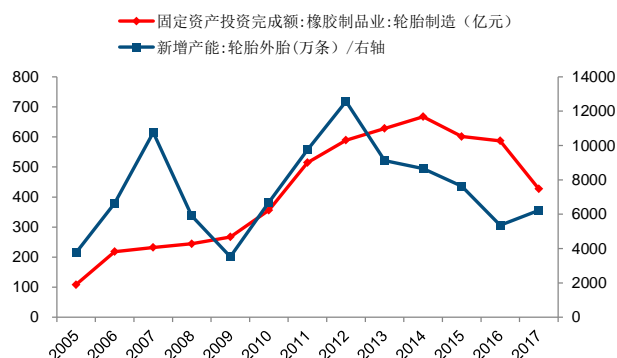
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

资料来源：中国橡胶工业协会，中信建投证券研究发展部

注：统计局和橡胶工业协会数据有出入，据此分别计算的子午化率有所区别

新增产能方面，从投资角度来看，我国轮胎制造业固定资产投资额在 2014 年达到 667.3 亿元的高点，其后开始逐步回落，截至 2017 年我国轮胎制造业固定资产投资完成 427 亿元（同比-27.2%），我国轮胎行业投资高峰期已经过去。近年来受环保政策、国家供给侧改革的影响，行业逐步淘汰落后产能，行业正处于整合阶段。一方面中小生产企业正逐渐退出历史舞台；另一方面，大型轮胎生产企业抓住行业整合阶段机会，追加投资，升级生产工艺、提高生产能力。2014-2017 年，我国轮胎外胎的新增产能稳定在 5400 万条/年-8700 万条/年，新增产能逐步回落。开工率方面保持相对稳定，近年来半钢/全钢子午线胎开工率均保持在 70% 左右水平。

图 26：我国轮胎投资及新增产能情况



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 27：我国半钢、全钢子午胎开工率情况



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

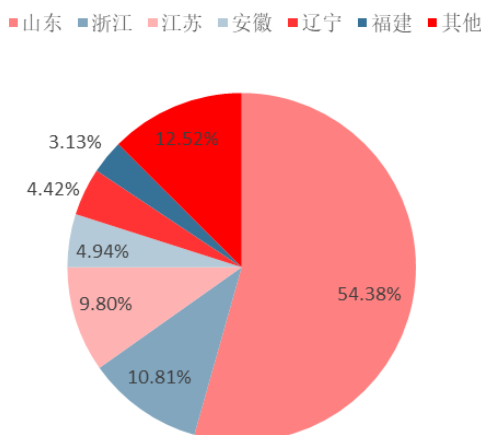
表 7：轮胎上市公司历年在建工程/固定资产比例

| 上市公司 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 玲珑轮胎 | 15.0% | 9.6% | 3.6% | 5.2% | 13.2% |
| 贵州轮胎 | 16.8% | 14.2% | 5.0% | 5.2% | 4.6% |
| 青岛双星 | 4.6% | 113.0% | 64.7% | 28.8% | 18.0% |
| S 佳通 | 2.9% | 6.5% | 6.2% | 5.9% | 9.4% |
| 风神股份 | 4.5% | 1.6% | 3.1% | 4.7% | 2.4% |
| 赛轮轮胎 | 6.9% | 11.4% | 9.5% | 12.8% | 4.0% |
| 三角轮胎 | 17.3% | 82.8% | 5.2% | 5.7% | 31.9% |
| 通用股份 | 9.2% | 4.0% | 7.5% | 19.6% | 53.0% |

资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

山东占据半壁江山，淘汰落后产能进行时

从我国各省份的轮胎产量分布来看，山东是我国轮胎的产量大国。子午线轮胎作为我国轮胎的主要产品，可以从子午线轮胎的产量分布看出各个省份轮胎产量的差异。2017 年，山东省子午线轮胎的产量占全国子午线轮胎产量的 54.38%，产量占比超过半壁江山。

图 28：2017 年我国子午线轮胎外胎各省份产量占比（%）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

针对我国轮胎行业产能过剩的现状，山东省作为我国轮胎生产大省，积极响应国家号召，也制定了一系列的产业政策。2014 年 1 月 9 日，山东省政府常务会议原则通过了《化解产能严重过剩矛盾的实施意见》。根据《意见》，轮胎被列入产能严重过剩行列，明确规定今后山东省将不再核准、备案产能严重过剩行业的新增产能项目，坚决防止低水平重复建设，合理控制产能规模，并要全面清理违规项目，力争用五年时间，有效化解轮胎等行业的过剩产能问题。根据山东省规划，到 2020 年末，该省计划淘汰全钢有内胎子午胎产能 3000 万条，斜交胎产能 2000 万条。

表 8：山东省关于轮胎行业的法律法规及产经政策梳理

| 法律法规及产经政策 | 发布人 | 实施日期 | 内容 |
|--|----------------------|----------------|--|
| 《关于加快七 大高耗能行业 高质量发展的 实施方案的通 知》 | 山东省人 民政府办 公厅 | 2018 年 11 月 | 目标：①到 2020 年，在整体产能基本保持不变的基础上，轮胎产业集中度、子午化率、品牌价值、质效水平明显提升；②斜交胎产量由目前的 3500 万条降至 2000 万条；③销售收入过 100 亿元的企业集团达到 4 家；④轮胎产业加快向高端化、高附加值、高性能方向迈进，力争到 2025 年，培育 8 家销售收入过 100 亿元的企业，其中过 200 亿元的 2 家以上，1-2 家企业进入全球轮胎行业前 10 位。 |
| 《关于推进石 化产业调结构 促转型增效益 的通知》 | 山东省政 府办公厅 | 2017 年 12 月 | 目标：①化解轮胎行业产能过剩的问题；②提升轮胎行业的产业布局。 |
| 《山东省制造 业“十三五” 发展规划》 | 山东省经 济和信息 化委员会 | 2017 年 6 月 | 目标：①进一步提高产业集中度，淘汰落后产能，增强品牌价值；②到 2020 年，绿色轮胎产品的比重达到 50%，全钢子午胎无内胎比重达到 60%，中低断面、大轮辋的中高端半钢子午胎比重达到 55%，骨干企业的中高端半钢子午胎比重达到 70%以上；③淘汰轮胎落后产能，推广低温一次法连续混炼工艺、轮胎硫化节能技术、轮胎企业屋顶太阳能光伏发电、闪蒸汽回收利用技术、轮胎智能化热水除氧节能技术等先进技术，并着力开发节能减排、安全舒适乘用车胎新技术、新产品，确保绿色轮胎产品的比重达到 50%。 |
| 《山东省产业 | 山东省政 | 2016 年 6 | 鼓励发展与轮胎相关产业的技术：①子午线轮胎数字化在线检测系列装备技术；②绿色有机 |

请参阅最后一页的重要声明

| | | | |
|---------------------------------|-------|-------------|--|
| 关键共性技术发展指南(2016年)》 | 府 | 月 | 锌的研发及其在高性能轮胎中的产业化应用。 |
| 《山东省轮胎产业转型升级实施方案》 | 山东省政府 | 2014 年 10 月 | 目的：推进产业转型升级（涉及产能 2530 万条），通过实施品牌战略，力争到 2017 年末，全行业至少有 1 家企业达到世界轮胎前十强水平，力争到 2020 年末，争取有 2 家轮胎企业达到世界轮胎前十强水平。 |
| 《关于贯彻国发〔2013〕41 号文件化解过剩产能的实施意见》 | 山东省政府 | 2014 年 1 月 | 目的：化解产能过剩的问题。其中，2014 年起，山东省原则上不再核准、备案产能严重过剩行业的新增产能项目。 |

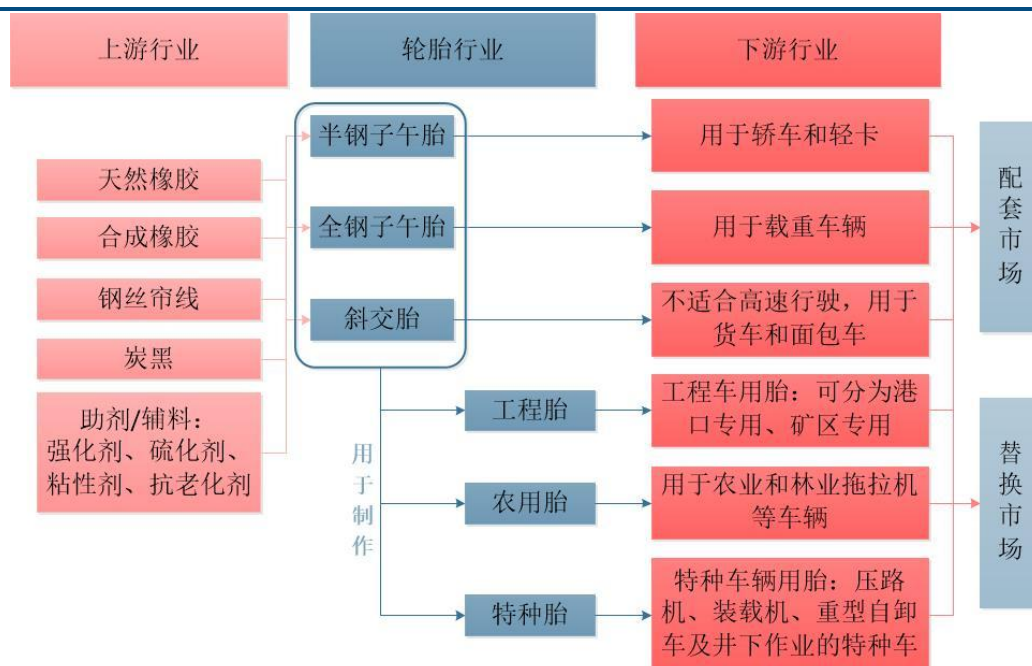
资料来源：公开资料整理、中信建投研究发展部

消费市场表现分化，终端企业以销见长

当前轮胎行业经营模式普遍分为两类：OBM 和 OEM 两类，OBM（Original Brand Manufacture），即原始品牌制造商，OBM 模式指轮胎制造商进行产品设计及生产，产成品以自有品牌出售的模式。目前国内大型轮胎企业大多以 OBM 模式为主；OEM（Original Equipment Manufacture），即原始设备制造商，OEM 模式指国内轮胎制造企业（受托方）按照国外或国内轮胎制造企业（委托方）要求的设计和品质进行轮胎加工并贴上委托方商标，完成后交付委托方，受托方收取加工费的模式。国内许多中小型企业采取 OEM 模式，但是 OEM 模式只能获得合同规定的加工费，没有定价权，难以得到较高的产品销售利润。OBM 模式是多数大型轮胎企业的选择，同时也是未来企业做大做强的选择。

轮胎行业上游行业为基础化工行业，主要原材料包括：天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线、炭黑、橡胶助剂及辅料等；轮胎的下游可细分为配套市场和替换市场，分别对应新车生产和老车轮胎替换。由于经销商直接面对终端客户，会在品牌和性价比之间不断衡量，并且更偏向于性价比；而整车厂商则会在品牌和质量方面要求更高，因此销量、客户与企业产品的品牌、质量、性价比之间逐渐形成互相依附的关系，而国内企业在性价比方面不缺，以原配市场为最终目标则需要品牌和质量的不断提高。正基于此，轮胎配套市场显得更为重要，成功进入整车配套市场往往也意味着同步进入到其相关车型的替换市场，因此是否能够进入下游大整车厂的供应商体系也成为了判断一个轮胎生产企业是否具备核心竞争力的核心因素。

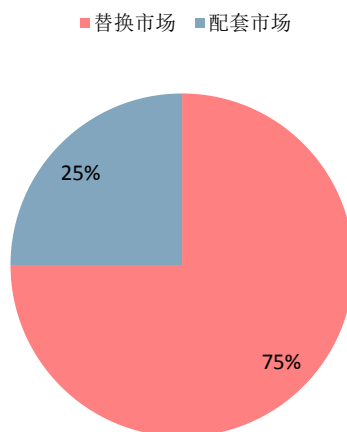
图 29：轮胎行业及上下游行业



资料来源：CNKI，中信建投证券研究发展部

轮胎的下游需求来源于两个方面：新车新增需求（对应配套胎市场），旧车更换需求（对应替换胎市场）。需求系数方面，配套市场虽然单车需求量较大（轿车配套系数 5，轻卡 7，大型客车 7-11），但受逐渐增长的汽车保有量规模以及替换市场单车年均稳定的替换需求，目前轮胎下游整体仍以替换市场为主。据中国汽车工业协会统计，目前下游主要以替换市场为主，约占轮胎销售总额的 75%；配套市场约占 25%。

图 30：轮胎下游市场分布



资料来源：中国汽车工业协会，中信建投证券研究发展部

表 9：轮胎配套系数及替换系数

| 轮胎类别 | 应用车辆 | 配套轮胎数（条） | 替换系数（条/辆/年） |
|------|--------|----------|-------------|
| 轿车胎 | 轿车 | 5 | 1.5 |
| 载重胎 | 轻型载重卡车 | 7 | 4.2 |
| | 中型载重卡车 | 11 | 15 |
| | 重型载重卡车 | 16-22 | 10-20 |
| | 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 |

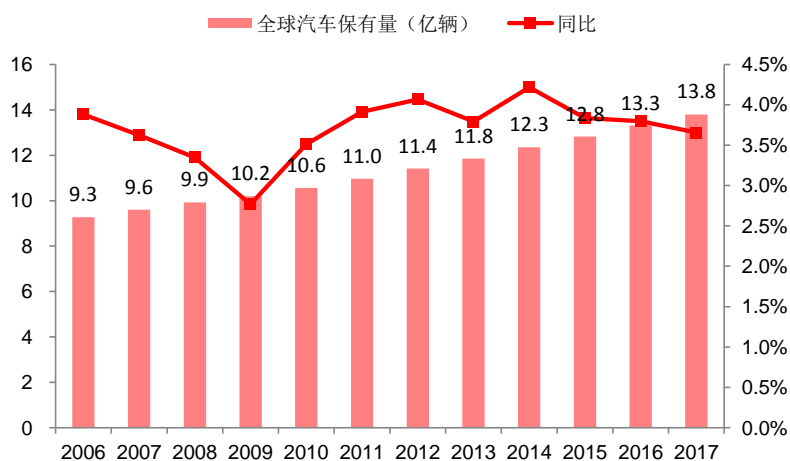
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

汽车保有量持续提升，替换市场增速 3.5%-4% 之间

替换市场方面，我们重点关注汽车保有量数据情况。据 OICA 数据，截至 2017 年全球汽车保有量 13.8 亿辆（同比+3.7%），近年来全球汽车保有量持续增长，增速基本维持在 3.5%~4% 左右。分车型来看，乘用车保有量占比超 7 成，整体增速略高于商用车。截至 2015 年，全球乘用车保有量 9.47 亿辆（占总保有量的 74%），同比+4.4%；商用车保有量 3.35 亿辆（占总保有量的 26%），同比+2.1%。

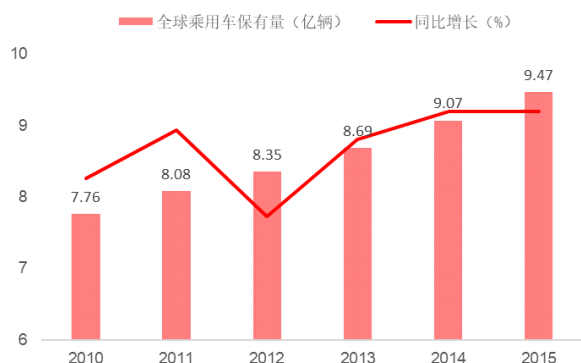
分区域方面，乘用车领域，我国是全球最大的乘用车保有量国家，2015 年乘用车保有量达 1.36 亿辆（占全球乘用车保有量的 14.36%）；其次是美国的 1.22 亿辆（占全球乘用车保有量的 12.88%）。商用车领域则是美国独占鳌头，2015 年其商用车保有量 14187.2 万辆（占全球商用车保有量的 42.35%），其次是中国的 2704.0 万辆（占全球商用车保有量总额的 8.07%）。

图 31：2006-2017 全球汽车保有量及增速（亿辆）



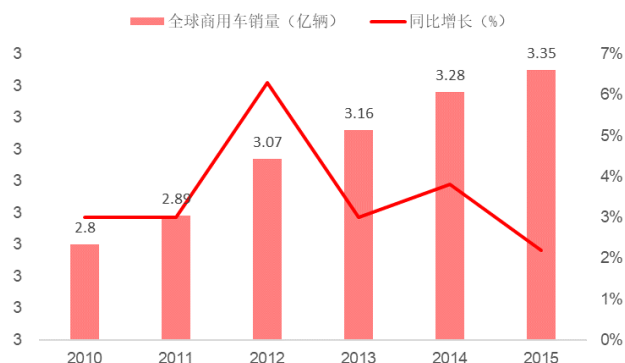
资料来源：OICA，中信建投证券研究发展部

图 32：全球乘用车保有量（亿辆）



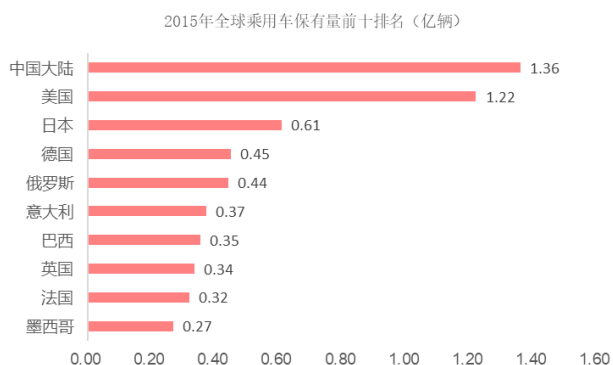
资料来源：世界汽车组织，中信建投证券研究发展部

图 33：全球商用车保有量（亿辆）



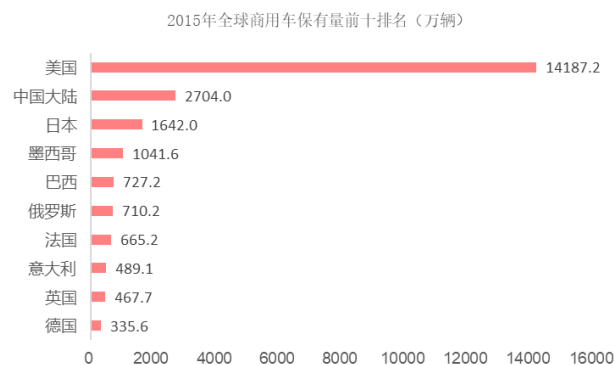
资料来源：世界汽车组织，中信建投证券研究发展部

图 34：2015 年全球乘用车保有量前十国家排名（亿辆）



资料来源：世界汽车组织，中信建投证券研究发展部

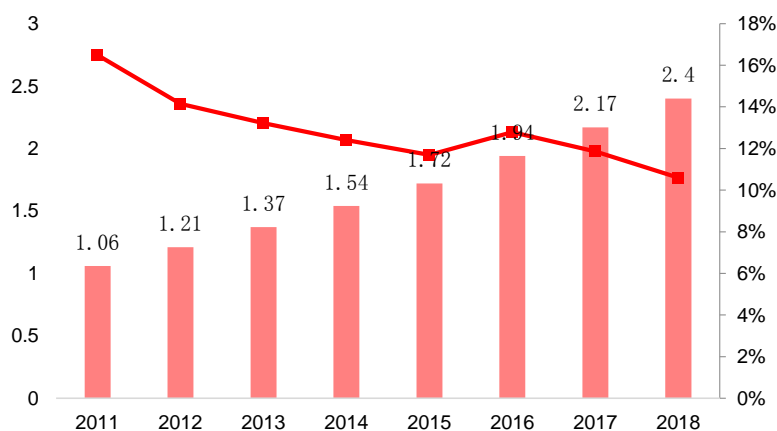
图 35：2015 年全球商用车保有量前十国家排名（万辆）



资料来源：世界汽车组织，中信建投证券研究发展部

回到国内市场，近年来我国汽车保有量持续增长，公安部数据显示截至 2018 年我国拥有汽车保有量 2.4 亿辆，同比+10.6%。随着保有量规模的逐渐增长，增速则有所下滑。综合来看，相对于全球保有量 3.5%~4% 的年增速，国内汽车保有量市场增速显著高于国外市场。因此，国内的轮胎替换市场也为众多轮胎生产企业贡献了可观的市场需求空间。

图 36：2011-2018 年中国汽车保有量及增速（亿辆）



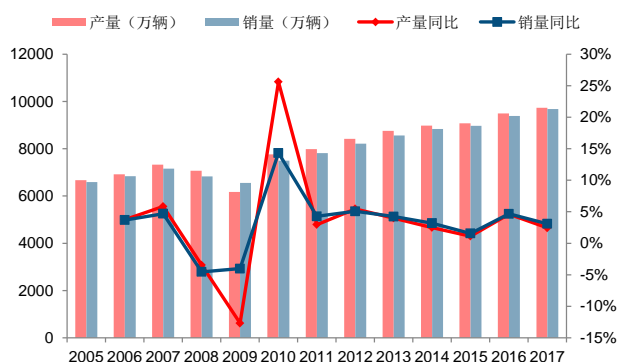
资料来源：公安部，中信建投证券研究发展部

配套市场 3%-5% 稳健增长，18 年需求走弱

配套市场方面，OICA 数据显示，2005 年以来全球汽车产销量整体呈现平稳增长趋势，近几年基本稳定在 3%-5% 的增长中枢。2018 年出现负增长，全年实现全球汽车产量 9563 万辆，同比-1.7%，为自 2008、2009 年之后的首次负增长。

区域分布方面，欧洲依然是全球汽车工业的生产重地，2018 年全球汽车产量中欧洲占比达 55%；其后分别为美洲（22%）、亚洲和大洋洲（22%），非洲占比仅 1%。

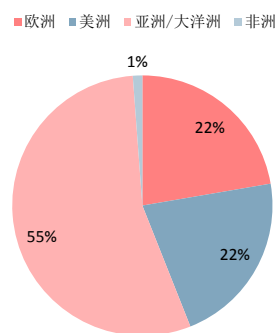
图 37：全球汽车产销量及同比变化（万辆）



资料来源：OICA，中信建投证券研究发展部

注：2018 年仅披露了产量数据，未在图书列明

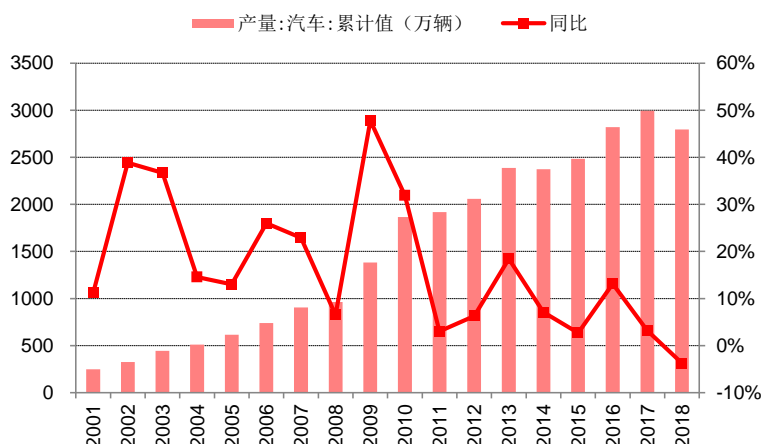
图 38：2018 年全球汽车产量区域分布



资料来源：OICA，中信建投证券研究发展部

国内市场方面，与国际市场整体保持一致，在经历了过去多年以来的持续增长后，国内汽车产量在 2018 年出现了同比下降。截至 2018 年，我国共实现汽车产量 2797 万辆，同比-3.8%。受国际及国内汽车产量同比下滑影响，2018 年下游整车厂商对于轮胎的配套需求也首次出现下滑。

图 39：国内汽车产量及同比（万辆）



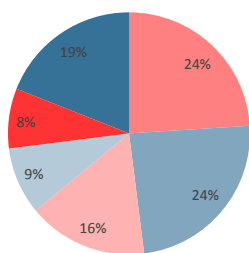
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

橡胶-轮胎价格联动性强，成本端或以稳为主

轮胎的成本主要包括橡胶、炭黑、钢丝帘线、纤维帘布等原材料，其中橡胶可以为天然橡胶、合成橡胶。橡胶作为轮胎制造工艺最为重要的原材料，占轮胎成本的比重近 50%。其中半钢子午胎成本构成中，天然橡胶、合成橡胶合计成本占比达 48%；全钢子午胎占比 47%。此外，产品价格方面，轮胎-橡胶价格的联动效应也十分明显，通常轮胎价格波动会滞后于橡胶价格波动，因此橡胶价格的波动对轮胎企业盈利也有重要影响。

图 40：半钢子午胎成本构成

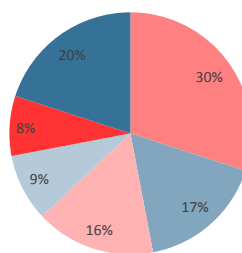
■天然橡胶 ■合成橡胶 ■钢丝帘线 ■化工助剂 ■炭黑 ■其他



资料来源: 中国产业信息网, 中信建投证券研究发展部

图 41：全钢子午胎成本构成

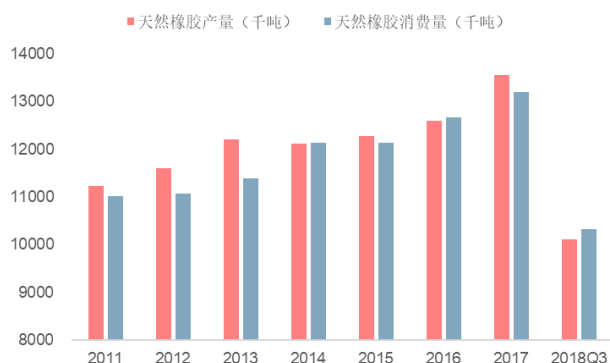
■天然橡胶 ■合成橡胶 ■钢丝帘线 ■化工助剂 ■炭黑 ■其他



资料来源: 中国产业信息网, 中信建投证券研究发展部

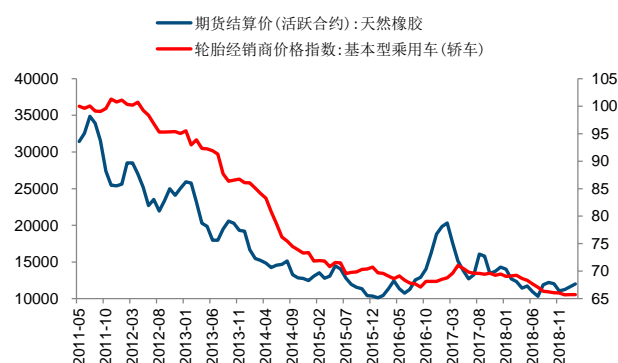
2011 年以来，全球天然橡胶的产量大于消费量，供给过剩的局面一直存在。2016 年第四季度，受泰国洪水的影响，导致泰国橡胶开割面积减少，天然橡胶产量减少 12-15 万吨左右。短期供需的不平衡，导致橡胶的价格波动较大：由 2016 年 10 月份的 11550 元/吨，涨至 2017 年 2 月份的 20000 元/吨，涨幅为 73%。随后，受合成橡胶价格下跌、下游产业需求等因素的影响，天然橡胶的价格迅速回落，2017 年 6 月份价格为 14000 元/吨。

图 42：全球天然橡胶的产量及消费量（千吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 43：轮胎-橡胶价格联动效应明显

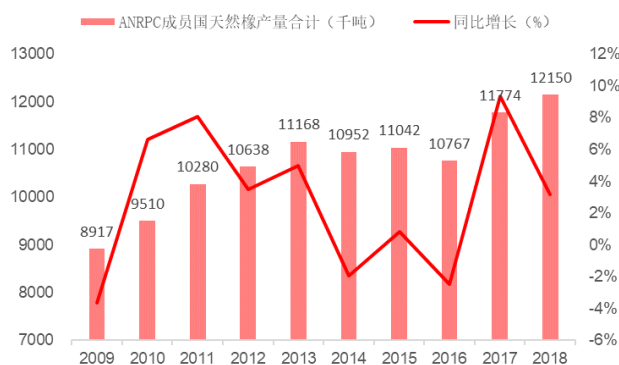


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

全球天然橡胶的产能主要集中在东南亚地区，ANRPC 成员国的产能占全球天然橡胶产能的 90% 以上。其中，泰国是 ANRPC 成员国中天然橡胶产量最大的国家，近些年来，其天然橡胶的产量占 ANRPC 成员国总产量的 35% 以上。

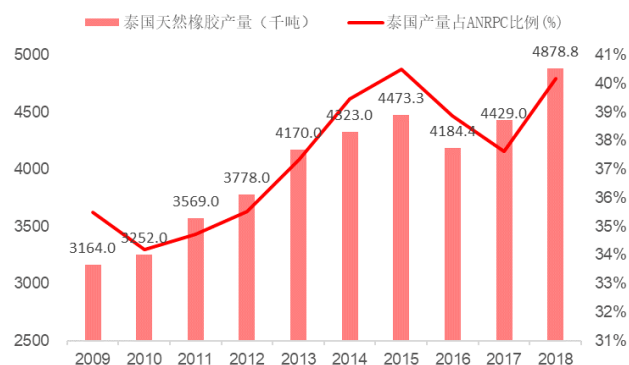
我国天然橡胶产量较低，每年仅有 80 万吨左右的产量。随着我国经济的发展，我国对天然橡胶的需求量持续增长。2009 年我国天然橡胶的消费量仅为 304 万吨，2018 年我国天然橡胶的消费量为 567 万吨，平均增长率为 5.85%，巨大的缺口导致我国的天然橡胶严重依赖进口。2009 年我国对 ANRPC（天然橡胶生产国协会）成员国天然橡胶的进口量为 159.1 万吨，2018 年我国对 ANRPC（天然橡胶生产国协会）成员国天然橡胶的进口数量为 539.3 万吨，年平均增长率为 14.53%。目前，全球天然橡胶供过于求，若东南亚无恶劣气候，天然橡胶价格将维持稳定，综合判断，后续橡胶价格或以稳为主，轮胎生产企业来自成本压力较小。

图 44：ANRPC 成员国天然橡胶产量合计（千吨）



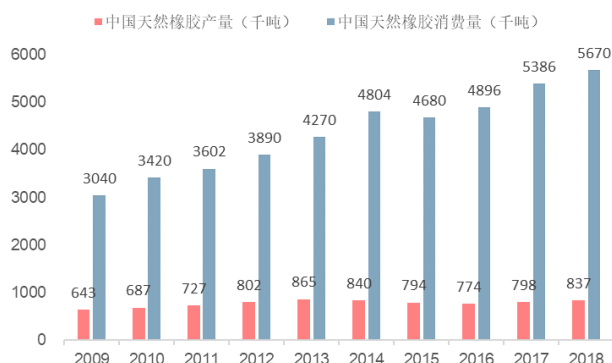
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 45：泰国天然橡胶产量及占 ANRPC 产量的比例（千吨）



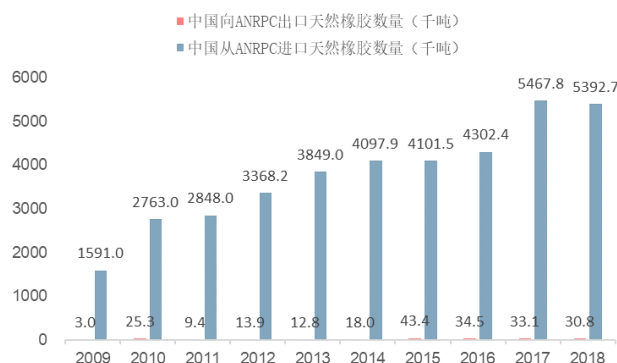
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 46：我国天然橡胶的产量及消费量（千吨）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 47：我国对 ANRPC 成员国天然橡胶的进出口数量（千吨）



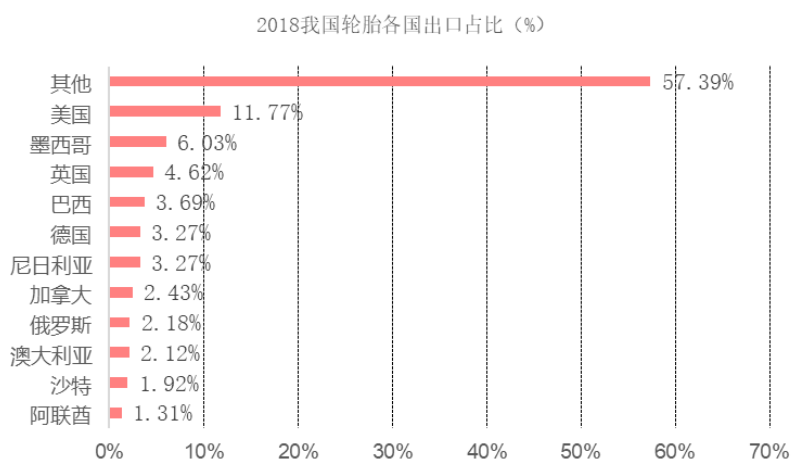
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

出口国政策影响大，为规避风险国内企业纷纷选择建厂海外

美国为我国轮胎第一出口大国，“双反”政策及贸易战对我国影响较大

从轮胎出口国家结构来看：我国轮胎主要出口于美国、墨西哥、尼日利亚、德国、巴西、英国等国家。其中美国是我国轮胎的第一出口大国，截至 2018 年我国出口至美国轮胎的数量占出口总量的 12%。因此，美国关于轮胎进口相关产业政策对我国影响较大。

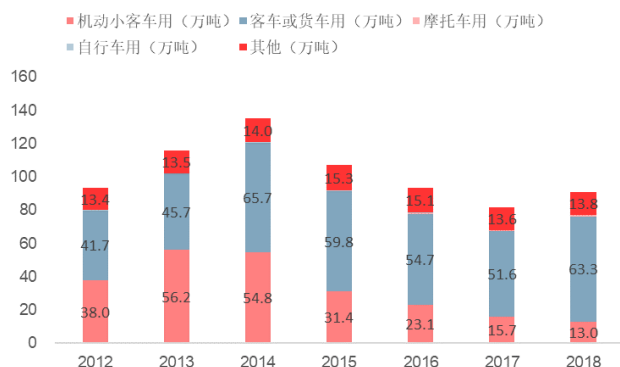
图 48：2018 年我国轮胎出口结构（分国家）



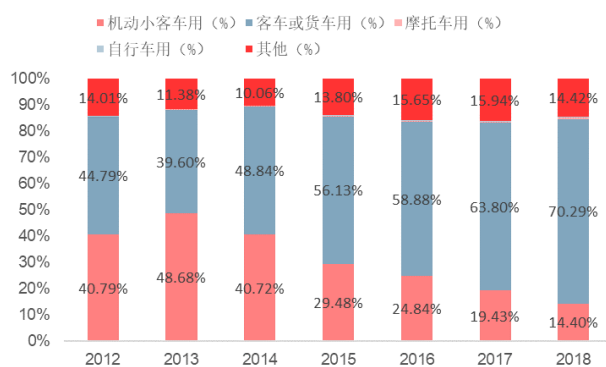
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

从我国轮胎对美国的出口结构来看，我国对美出口的轮胎产品主要为机动小客车用轮胎、客车或货车用轮胎。两种轮胎的出口数量占轮胎出口数量总额的 84.1%-90.0%。其中，机动小客车用轮胎对美国的出口数量在逐年降低，出口数量由 2014 年的 54.8 万吨，下降到 2018 年的 13.0 万吨。客车或货车用轮胎的出口数量相对于机动小客车用轮胎来看，波动较小。客车或货车用轮胎的出口数量近些年来维持在 51.6 万吨-63.3 万吨。由于机动小客车用轮胎的出口数量持续降低，导致客车或货车用轮胎对美国出口的比例在逐渐增加。2018 年，这一比

例为 70.3%。摩托车用轮胎、自行车用轮胎的出口较为稳定，其中摩托车用轮胎对美国的出口数量常年维持在 0.2 万吨-0.6 万吨，自行车用轮胎对美国的出口数量常年维持在 0.2 万吨-0.3 万吨。

图 49：我国轮胎对美出口量（万吨）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 50：我国轮胎对美出口结构


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

2007 年以来，美国对我国的非公路轮胎、乘用车轮胎、子午线轮胎、卡客车轮胎等几乎所有品类的轮胎产品都实行了“双反”调查，是对我国轮胎行业发起“双反”调查最多的国家。自 2014 年乘用车与轻型卡车轮胎（PCR）“双反”案件以来，美国加剧了对我国轮胎行业出口美国的限制，导致我国出口美国的轮胎数量自 2014 年以来，持续下降。具体来看：①：2014 年 6 月的乘用车与轻型卡车轮胎（PCR）“双反”案件，使得我国对美国的机动小客车出口数量持续减少，由 2014 年出口数量的 54.75 万吨降低到 2018 年的 12.97 万吨，直接导致机动小客车用轮胎的出口比例由 2014 年的 40.72% 降到 2018 年的 14.40%。②：2014 年 6 月的乘用车与轻型卡车轮胎（PCR）“双反”案件、2016 年卡客车轮胎（TBR）“双反”案件使得我国的客车或货车用轮胎对美出口量也持续下降，由 2014 年的 65.67 万吨降低到 2017 年的 51.64 万吨，2018 年客车或货车用轮胎对美出口量反弹上升，2018 年出口量为 63.32 万吨。③：2019 年 2 月，美国商务部发布对华卡客车轮胎的双反税率。从目前的数据来看，此政策的影响导致我国客车或货车用轮胎对美的出口量在一定程度上降低。从我国轮胎对美国出口的结构来看，客车或货车用轮胎的比例不断增加，机动小客车用轮胎出口比例不断减少。

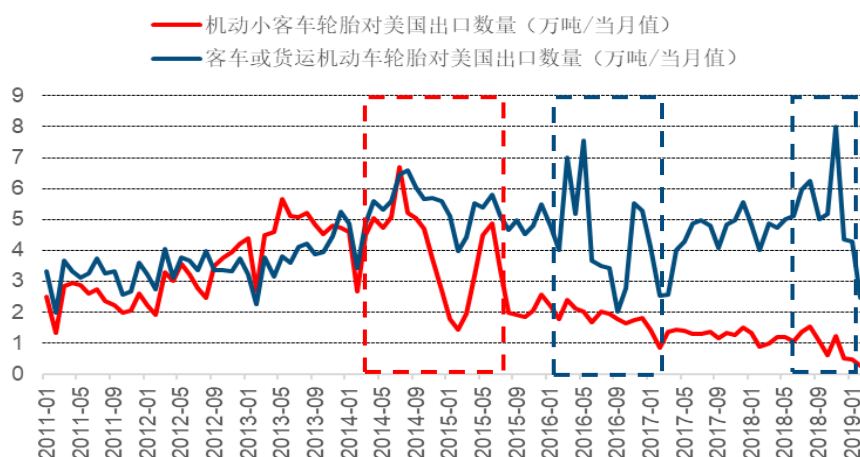
表 10：美国“双反”政策及贸易战涉及产品及内容

| 日期 | 名称 | 涉及产品 | 相关内容 |
|------------|-----------------------------|------------|--|
| 2007 年 6 月 | 2007 年首次对工程机械轮胎（OTR）“双反” | 工程机械轮胎 | 美国第一次对中国轮胎展开“双反”调查。2008 年 9 月，美国商务部公布对我国应诉企业输美 OTR 产品征收 0~29.93% 的反倾销税和 2.45%~14% 的反补贴税，其他企业征收 210.48% 的惩罚性反倾销税率和 5.62% 的反补贴税率。2010 年 8 月，ITC 认定美国商务部对中国产轮胎同时征收反倾销税和反补贴税的做法是非法的，美国商务部取消了对河北兴茂和天津国联的反补贴税令，中国取得最终胜利。但是此判决仅改变了上诉两家企业的惩罚税率，其他企业仍需缴纳 3.35% 的反补贴税。 |
| 2009 年 6 月 | 2009 年乘用车与轻型卡车轮胎（PCR）特保案 | 轮胎 | 美国国际贸易委员会提议，对美国进口中国乘用车与轻型卡车轮胎连续三年分别加征 55%、45%、35% 的从价特别关税。2009 年 9 月奥巴马决定对中国轮胎特保案实施限制关税为期三年。 |
| 2014 年 6 月 | 2014 年乘用车与轻型卡车轮胎（PCR）“双反”案件 | 乘用车和轻型卡车轮胎 | 美国钢铁工人联合会向美国国际贸易委员会和美国商务部提交申请，要求对中国出口到美国的轿车及轻型卡车轮胎开展“反倾销”、“反补贴”调查。裁定结果认定我国半钢轮胎存在倾销和补贴行为，并对我国征收高额惩罚性关税。 |

| | | | |
|------------|---------------------------|-------|---|
| 2016 年 2 月 | 2016 年卡客车轮胎 (TBR) “双反” 案件 | 卡客车轮胎 | 2016 年 2 月, 美国商务部宣布对我国出口到美国的卡车、公共汽车轮胎启动 “反倾销”、“反补贴” 调查。11 月份, 美国海关发布公告, 美国商务部在反补贴初裁执行 120 天之后暂停征收反补贴税。 |
| 2016 年 7 月 | 美国提高对华工程轮胎反倾销税率 | 工程轮胎 | 将之前的反倾销税率 12.91% 提高至 13.92%。 |
| 2018 年 3 月 | 美国对中国进口的钢制轮毂启动双反立案调查 | 钢制轮毂 | 2018 年 8 月, 美国商务部初步裁定, 对中国进口的钢制轮毂征收 48.75%-172.51% 反补贴税率。 |
| 2018 年 6 月 | 中美贸易战, 确认对轮胎加税 | 多种轮胎 | 美国贸易代表办公室公布对中国商品清单加征关税, 确认多种轮胎加征 25% 的关税。 |
| 2019 年 2 月 | 美国商务部发布对华卡客车轮胎的双反税率 | 卡客车轮胎 | 美国商务部确定了浦林成山、双钱轮胎、贵州轮胎等百余家中国卡客车轮胎生产及出口企业的倾销幅度为 9%-22.57%。确定了贵州轮胎的补贴率为 63.34%, 双钱轮胎的补贴率为 20.98%, 其他生产企业的补贴率为 42.16%。 |

资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

图 51: 我国小客车、客车、货车对美出口数量 (万吨/当月值)



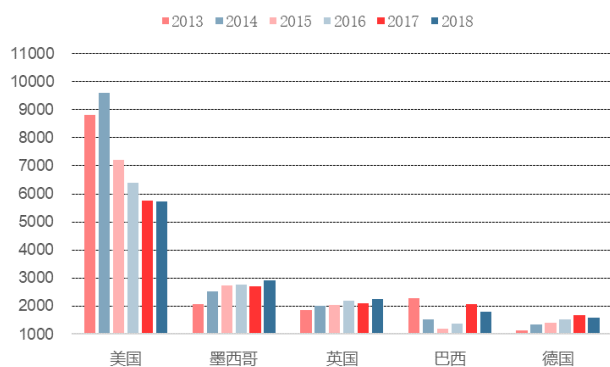
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

全球其他国家对我轮胎出口的制裁

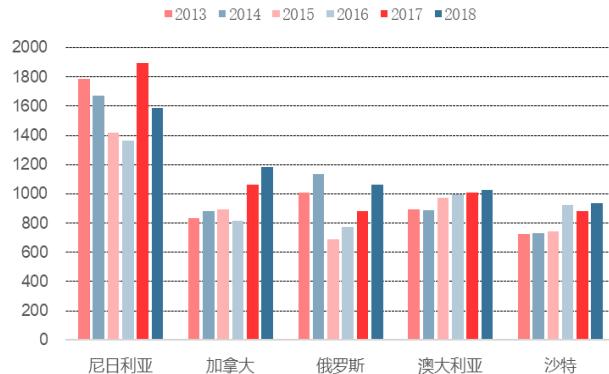
除了美国对我国轮胎行业实施了 “双反” 案件, 世界上其他国家对我的轮胎也实施了反倾销案件调查。其中包括欧盟、巴西、俄白哈 (俄罗斯、白俄罗斯、哈萨克斯坦)、印度等国家。主要原因为我国轮胎具有成本优势, 对各出口国的市场冲击较大。为应对全球各国对我国轮胎制定的不公平待遇, 我国轮胎行业的出口地区也在不断调整: 我国轮胎第一出口大国美国占比在不断降低、第四大出口大国巴西、第六大出口大国尼日利亚, 2013-2015 年出口逐渐降低, 2016 年以来出口量持续增加。

从我国轮胎的出口数量来看: 美国、墨西哥、英国、巴西、德国是我国轮胎出口的前五大国家。其中, 2018 年我国对美国轮胎出口数量为 5722.9 万条、对巴西轮胎出口数量为 2932.7 万条、对英国轮胎出口数量为 2244.3

万条、对巴西轮胎的出口数量为 1794.3 万条、对德国轮胎的出口数量为 1591.5 万条。其中，出口前五大国家中，美国、巴西对我国轮胎实施“双反”政策最为明显和频繁，导致我国对这两国轮胎的出口数量逐渐降低。

图 52：我国轮胎出口前五大国（万条）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 53：我国轮胎出口第六至第十大国（万条）


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

表 11：其他国家对我国轮胎出口的制裁

| 制裁国家 | 时间 | 轮胎种类 | 税率 |
|------|---------------|---------------|---|
| 美国 | 2007 年-2012 年 | 乘用车轮胎、轻型卡客车轮胎 | 连续三年分别加征 55%、45%、35% 的从价特别关税 |
| | 2013-至今 | 工程车轮胎 | 惩罚税率为 16.18%-105.59% |
| | 2014 年 6 月 | 乘用车及卡客车轮胎 | 反补贴税 38.61%-52.04%，反倾销税 9%-22.57%（已胜利） |
| | 2018 年 6 月 | 多种轮胎 | 对多种轮胎加征 25% 的关税。 |
| | 2019 年 2 月 | 卡客车轮胎 | 对中国百余家卡客车轮胎生产及出口企业的倾销幅度为 9%-22.57%。确定了贵州轮胎的补贴率为 63.34%，双钱轮胎的补贴率为 20.98%，其他生产企业的补贴率为 42.16%。 |
| 欧盟 | 2018 年 10 月 | 卡客车轮胎 | 反倾销税为 42.73-61.76 欧元/条 |
| 巴西 | 2014 年 3 月 | 自行车轮胎 | 反倾销税为 0.28-3.85 美元/千克，征税期限为 5 年 |
| | 2015 年 3 月 | 货车车轮胎 | 反倾销税为 1.12-2.59 美元/千克， |
| | 2017 年 12 月 | 农用车轮胎 | 反倾销税为 307.09-3420.75 美元/吨，征税期限为 5 年 |
| 俄白哈 | 2015 年 11 月 | 载重汽车轮胎 | 俄罗斯、白俄罗斯、哈萨克斯坦在原来关税 10% 的基础上，增加反倾销税，税率为 14.79%-35.35%，征收期限为 5 年 |
| 印度 | 2008 年 10 月 | 卡客车子午线轮胎 | 反倾销税率为 24.97-88.27 美元/套 |
| | 2013 年 4 月 | 斜交胎 | 斜交胎每公斤征税 1.12-1.31 美元，征收期限为 5 年 |
| | 2017 年 8 月 | 卡客车子午胎 | 反倾销税率为 10%-40% |
| 埃及 | 1996-至今 | 自行车轮胎 | 惩罚税率为 0.25-3.85 美元/千克 |
| | 2013 年 12 月 | 摩托车轮胎 | 反倾销税为 2.21-7.4 美元/千克，征税期限为 5 年。 |
| | 2014 年 3 月 | 卡车、大客车轮胎 | 反倾销税率为 3.8%-60%，征税期限延长 5 年 |
| 哥伦比亚 | 2013 年 6 月 | 大客车和货运机动车轮胎 | 当报关 FOB 价格低于基价时，税额为两者的差价。 |

| | | | |
|-----|-----------------------|----------------|-------------------------------|
| 阿根廷 | 2009 年 9 月 | 自行车轮胎 | 5 年惩罚性关税 |
| | 2011 年 6 月-2013 年 6 月 | 卡客车、农用车、旅游用车轮胎 | 反倾销税率为 10%-23% |
| 土耳其 | 2010 年 7 月 | 汽车轮胎、内胎、自行车轮胎 | 反倾销税率为 6%-40% |
| 秘鲁 | 2002 年-2011 年 | 汽车、小火车、货车轮胎 | 秘鲁自 2012 年 1 月 18 日停止对我国的反倾销税 |
| 南非 | 2005 年 10 月 | 摩托车、卡车、公共汽车轮胎 | 2007 年已经停止 |

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

海外建厂成趋势，玲珑轮胎走在前列

为了应对世界各国对我国轮胎出口的限制，国内轮胎生产企业，积极布局海外生产基地，进而降低贸易摩擦的风险。其中海外生产基地以东南亚橡胶原产地为主、或在销售国建立生产基地。主要原因为：依托橡胶原产地、建立销售国生产基地的策略，可以帮助企业降低生产成本、物流成本，进而不断提供公司产品的毛利率。

中国橡胶工业协会每年会统计我国境内轮胎生产企业每年的销售额，并按照其销售额对其进行排名。该统计按照企业自主报名，面向中国企业、境外在中国的子公司。2015 年有 54 家轮胎生产商参与排名，子午胎销售量共计为 3.97 亿条，销售额共计为 1642.39 亿元；2016 年有 57 家轮胎生产商参与排名，子午胎销售量为 4.37 亿条，销售额共计为 1851.61 亿元；2017 年共有 60 家轮胎生产商参与排名，子午胎销售量共计为 4.47 亿条，销售额共计为 2103.35 亿元。其中，海外工厂总销售收入 2015 年为 28.70 亿元，2016 年销售收入为 72.15 亿元，2017 年为 126.03 亿元。中国轮胎企业海外工厂成为增长的亮点，海外企业效益也好于国内工厂。2015 年中国有 2 家企业的海外工厂形成实际产能，2016 年增至 4 家，因此销售收入增幅达到 151.4%；2017 年仍为 4 家海外工厂，同比增幅高达 74.7%。在国外对我国轮胎持续“双反”的情况下，中国轮胎企业加大了在海外工厂的投资力度。

表 12：中国橡胶工业协会统计我国 2015-2017 年轮胎企业排名及销售收入

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------|------------|------------|------------|
| 参与统计的企业数量 | 54 | 57 | 60 |
| 子午胎产量 | 3.97 亿条 | 4.37 亿条 | 4.47 亿条 |
| 中国工厂总销售收入 | 1642.39 亿元 | 1851.61 亿元 | 2103.35 亿元 |
| 增幅 | | 12.7% | 13.6% |
| 海外工厂总销售收入 | 28.70 亿元 | 72.15 亿元 | 126.03 亿元 |
| 增幅 | | 151.4% | 74.7% |

资料来源：中国橡胶工业协会，中信建投证券研究发展部

玲珑轮胎在布局海外生产基地，走在国内轮胎生产企业的前列：公司于 2011 年成立泰国玲珑子公司，2013 年启动泰国玲珑轮胎项目，现已有半钢子午线轮胎产能 1200 万套/年、全钢子午线轮胎产能 120 万套/年。2018 年 3 月，公司增加泰国玲珑三期项目，预计将新增半钢子午线轮胎产能 300 万套/年、全钢子午线轮胎产能 60 万套/年、高性能拖车胎产能 36 万套/年。2015 年玲珑轮胎成立美国玲珑公司，以进一步提高公司产品研发并加

大对美国市场的开拓。2018 年 8 月，公司拟在塞尔维亚投资 9.94 亿美元，以建设年产 1362 万套/年的高性能子午线轮胎项目。2018 年 10 月，玲珑轮胎与巴西、巴拉圭国家经销商 SUNSET 签署战略合作协议，以扩大公司产品在巴西及巴拉圭市场的占有率。预计泰国三期项目和塞尔维亚项达产后，公司产能将到达 3082 万套/年，低于青岛双星韩国项目的锦湖轮胎的 6000 万套/年项目，大于国内其他轮胎生产企业的产能。

目前，公司产品畅销全球 180 多个国家和地区。从地理区域上看。公司的销售市场共分为国内和海外两个 25 市场。其中，海外市场连续多年销售占比超过 50%，这其中，更以美国、阿联酋、英国、荷兰、澳大利亚、巴西、俄罗斯、沙特阿拉伯、比利时等国家及地区销售量最多。截至目前，公司国内已拥有 200 多家一级经销商，基本形成覆盖全国轮胎县级区域的完善营销网络。在海外，公司将市场细分为美洲、欧洲、中东、非洲和亚太等市场进行区域管理，已拥有 300 多家海外一级经销商，产品销售范围覆盖世界绝大部分国家和地区。

图 54：公司海外主要销售网点分布图



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 13：我国橡胶生产企业海外基地项目

| 公司 | 建设国家 | 产品 | 产能 | 备注 |
|-------------------|--------------|------------|------|---|
| 中策橡胶 | 泰国 | 半钢 | 500 | 2014 年项目启动，2015 年项目达产。 |
| | | 全钢 | 70 | |
| 玲珑轮胎 (601966) | 泰国项目 | 半钢 | 1200 | 2015 年 7 月投产 |
| | | 全钢 | 120 | |
| | 泰国玲珑三期 | 半钢 | 300 | 2018 年 3 月项目启动， |
| | | 全钢 | 60 | |
| | | 高性能拖车胎 | 36 | |
| | | 特种胎 | 4 | |
| | | 半钢 | 1200 | |
| | 塞尔维亚项目 | 全钢 | 160 | 2019 年 4 月项目启动，共分三期，预计到 2025 年 3 月完工。 |
| | | 工程胎及农用胎 | 2 | |
| 赛轮轮胎 (601058) | 越南项目 | 半钢 | 1000 | 一期项目于 2013 年建成投产，成为我国第一个在国外建厂的轮胎企业。二期项目也已实现量产。 |
| | | 全钢 | 120 | |
| | | 非公路轮胎 | 5 | |
| | 与固铂在越南成立合资工厂 | 全钢 | 240 | 2018 年 12 月份启动项目，预计 2020 年达产。 |
| 通用股份 (601500) | 泰国项目 | 半钢 | 600 | 2018 年 9 月启动项目 |
| | | 全钢 | 100 | |
| 三角轮胎 (601163) | 美国项目 | 半钢 | 500 | 2017 年 11 月启动项目 |
| | | 全钢 | 100 | |
| 森麒麟 | 泰国项目 | 半钢 | 1000 | 2015 年 8 月建成投产 |
| | 美国项目 | 半钢 | 1200 | 2016 年启动项目，预计 2018 年底建成投产 |
| 青岛双星 (000599) | 韩国项目 | 轮胎 | 6000 | 2018 年 7 月收购锦湖轮胎 45% 股份，成为控股股东 |
| | 哈萨克斯坦项目 | 未说明情况 | | 出资 3025 万美元，成立合资企业。青岛双星拥有 27.5% 股权，项目于 2015 年 8 月启动 |
| 青岛福临 | 马来西亚项目 | 半钢 | 300 | 2016 年投资新项目，预计 2018 年年底投产 |
| | | 全钢 | 60 | |
| 浦林成山 (1809.HK) | 马来西亚项目 | 半钢 | 1200 | 2016 年投资新项目，预计 3-5 年投产 |
| | | 全钢 | 260 | |
| 万力轮胎 | 美国项目 | 乘用车胎 | 600 | 2017 年 4 月项目启动，投资额为 10 亿美元 |
| 贵州轮胎 | 越南项目 | 全钢 | 320 | 2017 年 11 月启动，共分三期 |
| 万达宝通 | 马来西亚 | 高档轮胎，产能未说明 | | 2017 年，公司与马来西亚政府签订协议 |
| 华谊集团 (600623) | 泰国 | 卡客车轮胎 | 150 | 2017 年 6 月投产 |
| | | 工程子午胎 | 5 | |

资料来源：各公司公告，中信建投证券研究发展部

玲珑雄居国内轮胎品牌第一，核心竞争优势全方位凸显

纵观海外巨头发展史，揭轮胎生产企业成长之道

普利司通：因势利导，立足研发

普利司通成立于 1931 年，是世界上最大的轮胎制造厂商，连续八年蝉联世界首位，主营业务涉及轮胎和多元化产品。其中公司的轮胎业务从事轮胎和管材的生产和销售，销售车轮和配件，翻新材料和服务的生产和销售，以及汽车维修；多元化业务包括提供各种类别的产品，包括化工和工业产品、运动用品和自行车等。作为享誉世界的跨国公司，公司的产品销往全球约 150 个国家和地区，地理区域包括日本，美洲，欧洲和其他地区，在加拿大，墨西哥，哥斯达黎加，委内瑞拉，巴西和阿根廷等多个国家都有业务。

普利司通自 1931 年创立以来，经过社长石桥正二郎、技师松平以下全体技术人员呕心沥血不断改良尝试，在新车轮胎配套方面取得了骄人的业绩，逐渐占据国内外市场，形成有效的品牌影响力，逐渐成长为行业龙头企业：

1) 1945 年，二次大战使普利司通遭受巨大损失，亏损总额约达 7000 万日元。普利司通真正意义上的复兴要从和固特异的技术合作开始。1951 年 6 月 22 日固特异与普利司通正式签约，催生普利司通淘汰落后产能与技术升级，全面更新了试验设备等附属设施。普利司通紧接着开始了技术革新，重点是让向人造纤维轮胎转换。通过制定了 1951-1955 五年计划，将设备现代化从由棉线帘线向人造纤维帘线进行转换入手，普利司通比其他公司提前 6 个月到 1 年的时间开始正式生产人造纤维轮胎，最终得以占据了优势地位。向人造纤维轮胎的转换以及和固特异公司的技术合作，在普利司通发展历史上是相当重要的决定。通过实现向设备现代化和人造纤维帘线轮胎转换得以加强竞争力的普利司通，1953 年营业额突破了 100 亿日元，成为日本业界首位；

2) 普利司通积极研发子午线轮胎、POTENZA，最大程度激发品牌活力，1964 年成功开发出日本产第 1 号棉线子午线轮胎“RT-P”以及钢丝子午线轮胎“RT-M”；同时开发赛车运动用轮胎，并将其运用到比赛是在 1963 年举办的第一届日本站比赛。从此拉开了称霸 F1 十多年备受汽车运动发烧友狂热追捧的 POTENZA 传奇的序幕。增加出口、扩大销售基地，全球化战略付诸实施，普利司通在 1948 年再次开始轮胎的出口，1956 年，普利司通建立了战后第一个海外机构——新加坡分公司，之后泰国、缅甸、印度等面向东南亚国家的出口日益扩大。1958 年在伊朗的德黑兰设置了驻在员事务所，开启面向中东出口的大门。进入 60、70 年代，海外出口扩大至美国与欧洲，非洲和拉丁美洲的销售也积极开拓出来。1974 年普利司通在拉丁美洲的进口轮胎市场占有 16% 的市场占有率。

3) 1988 年，普利司通斥巨资 26 亿美元买下了风驰通公司，普利司通一跃成为世界上最大的轮胎和橡胶公司。风驰通已经在轮胎行业和包含零售网络在内的公司业界成为世界的领军者，成立以后一直在研发、生产以及宣传和市场方面打造品牌形象，在技术上不断突破。伴随着汽车使用的快速发展，风驰通也在世界各地迅速扩张。普利司通从 1997 年普利司通便开始参与到 F1 活动中，与 10 支车队中的“普罗斯特”、“飞箭”、“斯图尔特”、“米纳尔迪”四支车队签订了合作合同。普利司通品牌在欧洲的知名度，也如预想般的大幅度提高，销售也得到切实的增长。同时，通过世界各地电视中“普利司通”Logo 的不断出现，普利司通在世界各地的知名度也得到了提升。

同时，公司在轮胎业务板块实现全产业链布局战略，拥有全球最大的单一面积天然橡胶种植园利比里亚费

尔斯通橡胶园，总面积约 3.6 万公顷，年产天然橡胶 82 万吨。轮胎产品包含乘用车轮胎、卡车轮胎、工程车轮胎三大类，涉及轿车系列、SUV 系列、RFT 系列、冬季系列等，在丰富自身轮胎产业链的同时，增强了自身的抗风险能力。

此外普利司通打造多元化的发展运营模式，产品除主营的轮胎和橡胶外，涉及泡沫橡胶和聚氨酯泡沫的开发，传送带、橡皮管、防震橡胶、橡胶弹簧的工业用品的生产，高尔夫球的生产和新产品的开发等领域，为公司的稳定运营和持续盈利提供了保障。

米其林：发明子午线轮胎，霸主地位形成

米其林是一家总部设于法国克莱蒙费朗的轮胎生产商，该公司是法国最大、全球第二的轮胎及橡胶制品制造商，主要产品是乘用车、二轮车、卡车、农业设备和飞机等的轮胎，旗下涵盖米其林、BFGoodrich（百路驰）、Uniroyal、Kleber、Riken、Siam、Taurus、Stomil-Olsztyn、Laurant、Wolber、Tyremaster、collantas 以及回力等众多品牌。2015 年公司在全球轮胎市场中占比 13.8%，仅次于普利司通。此外，公司还发布地图和指南并提供数字产品和服务，以“红与绿”（Red and Green）旅游指南及米其林餐厅评分驰名。

1887 年，公司推出了第一项成功的创新性产品，是由织布和橡胶块制成的新型刹车块，用来代替马车或自行车上的噪音巨大的铸铁刹车块，公司将其命名为“TheSilent”。1891 年，公司发明了可拆卸式轮胎并成功申请了专利，将自行车轮胎维修时间从 1 天缩短为 15 分钟。为推广产品，公司参加了自行车赛：自行车运动员夏尔·泰隆骑着一辆装备了米其林可拆卸轮胎的自行车，赢得了第一届“巴黎-布雷斯特-巴黎自行车竞赛”的冠军，领先第二名 7 小时 40 分钟。赛后公司一举成名，米其林轮胎一年之内售出 1 万多套。此后公司再次进行技术改良，将换胎时间由 15 分钟缩短为 2 分钟，并再次在自行车竞赛中推广了自己的产品。1894 年，在整个法国只有几百辆汽车的背景下，公司又极富远见地将目光转向汽车，推出了汽车轮胎，而营销手段与自行车胎如出一辙：“巴黎-波尔多-巴黎汽车拉力赛”。在公司的大力营销和技术改进下，最终连沙皇尼古拉二世的四轮马车和汽车都使用了米其林轮胎，米其林轮胎的销售形势一路高涨，公司规模也不断扩大。

在具备一定规模后，米其林就开始了全球化扩张进程：1905-1927，公司先后在英国、意大利、美国、德国等地建立销售中心和工厂，并在巴西和越南开设了橡胶种植园。但好景不长，1929 年经济危机的爆发使米其林美国工厂最终于 1931 年关闭，公司扩张步伐放缓。公司在发展中从未停止技术创新的步伐：1917 年，米其林在轮胎制造中首次使用了炭黑，使轮胎寿命延长了 5 倍；1919 年，公司建设了第一条测试轮胎的跑道；1931 年，公司开始研制轨道列车用轮胎并推出了第一列“米其林线”列车；1946 年公司发明了子午线轮胎并申请了专利，掀起了全球轮胎技术的革命，并在未来数年内保持了技术领先，积累了巨额财富。此后公司在卡车、摩托车、工程机械车、农用车、飞机等交通工具中普及了子午线轮胎，又相继开发出绿色轮胎、彩色轮胎、PAX 系统等，保持着行业内的技术领先地位。1960 年公司业务基本局限在欧洲，行业排名仅为第 7 位，和固特异、百路驰等公司规模差距巨大。此后公司继续扩大规模并重返北美，行业排名也一路高歌：1974 年排名第三，1978 年位居次席，20 世纪 90 年代开始，米其林坐上了世界第一的宝座（后被普利司通超越）。

渠道也是米其林战略的核心。米其林在全球拥有数量众多的零售店，渠道网络覆盖范围极广，且米其林非常重视客户服务：专门设有访客职位扮成消费者去零售店访察，反馈服务信息作为奖惩依据；推出随你行等客户服务，向消费者传递服务理念；对轮胎店的工作人员进行大量的培训，保证服务的高质量和一致性。米其林在上世纪 90 年代进入中国市场后，先后于沈阳、上海建立生产基地，并在北京、上海、广州、成都、沈阳及西安都设立了营销办事机构。目前米其林中国区现有的员工总数超过 7,500 名，这个数字还在不断上升。

固特异：敢于迎接挑战，第一个吃螃蟹

固特异始建于 1898 年，是世界上最大规模的轮胎生产公司，在全世界 22 个国家设有 49 个相关机构，市场业务几乎遍及全球，公司业务秉承多元化发展路线，主营生产轮胎，涉及运动胎、轿车胎、SUV 胎、越野胎、冬季系列、商用卡车系列、商用客车系列等多种产品，此外，还生产销售和橡胶有关的各种应用化学品。

1971 年，公司与美国宇航局达成战略合作协议，成为美国探月计划轮胎供应商。公司针对月面路况和太空严酷环境，设计并供应“月球轮胎”，人类首次登陆月球的太空车阿波罗 14 号的轮胎就是其中系列。从此固特异将多元化产品链延伸到高端轮胎市场，增强了公司的差异化竞争力。固特异是最早将子午线轮胎上商用化的公司。虽然，子午线轮胎技术最早由米其林开发，但固特异也迎头赶上，积极抢占市场有利地位，1985 年，固特异成为最早为商用飞机提供子午线轮胎的供应商。固特异积极研发，打造轮胎行业技术引领者。固特异早在 1992 年就以“零胎压续行技术”领先业内，并于 2005 年成功将补气保用技术大规模应用到各类轮胎产品中；现阶段，固特异推出技术已经成熟的“补气保用”轮胎，一款能在被扎或爆胎后继续行驶的轮胎。

公司着力发展多元化的产品，为公司的稳定运营和持续盈利提供了保障。现阶段固特异品牌在中国的产品线已经非常全面，轮胎产品覆盖普通乘用车轮胎、越野车及 SUV 轮胎、冬季轮胎、轻卡及皮卡轮胎和卡客车轮胎等等。固特异中国遵循美国固特异的先进管理方法，采用固特异设在卢森堡及美国的全球技术研发中心所提供的最新轮胎科技，辅以先进的质量检测手段，制造出符合固特异全球统一标准的子午线轿车、轻卡车轮胎。此外，固特异作为在中国市场“第一个吃螃蟹的人”。1994 年，固特异成立大连固特异轮胎有限公司，成为第一个在中国投资建厂的国外知名轮胎商，固特异迅速打开中国市场，在行业竞争中先人一手，占据市场竞争有利地位。

技术革新不断：固特异公司始终不懈地致力于新产品的开发，以适应日新月异的市场需求。从充气轮胎到固特异“飞艇”，再到人造橡胶、尼龙帘线轮胎、聚酯帘线轮胎等。公司与时俱进、追求卓越、让固特异始终走在行业前列。不对称花纹是轿车轮胎花纹发展的趋势，固特异紧紧抓住时代脉搏，大力加不对称花纹的研发投入，现阶段不对称花纹已成为固特异主要发展的花纹类型。固特异拥有着 100 多年的创新技术和设计，并将其运用到每一条固特异轮胎，以期获得用户最理想的驾乘体验。现阶段主要涉及：自动刹车设计、杜邦凯夫拉防弹衣设计、绿色节油设计、湿地抓地设计、静音装甲设计等多重技术。高技术的研发与应用，赋予公司新的竞争力，给予公司新的发展起点。

纵观三巨头发展历史，总有几大相似点：第一，它们旗下的轮胎企业比较多，每个企业的规模都比较大，平均日产 1.3 万-1.4 万条轮胎，充分发挥规模效应；第二，它们与关键原材料生产联系密切，有自己经营的天然橡胶种植园，如米其林的钢帘线厂有 11 个，在东南亚和非洲拥有约 15 万吨/年的天然橡胶加工能力；固特异的合成橡胶有年产 77.5 万吨的规模，普利司通拥有全球最大的单一面积天然橡胶种植园利比里亚费尔斯通橡胶园，总面积约 3.6 万公顷，年产天然橡胶 82 万吨；第三，它们都重视科研投入，研发中心一般在 3 个以上，轮胎试验场有 5-7 个；第四，不断推出新技术和新产品占领市场，并且都很重视营销网络建设和售后技术服务。

深入布局整车配套市场，跻身德国大众汽车唯一中国本土供应商

轮胎配套市场门槛高，用户粘性大，同时，进入配套市场可以带动替换市场的占有率。汽车行业的轮胎配套市场有着严格的开发流程和质量控制体系，进入下游汽车的配套市场需要与车企进行长期的合作与认证。从近些年来的数据来看，国内车场的合作与认证时间为 2-3 年，跨国车企的认证时间为 3-5 年。因为合作与认证的

周期长，认证体系要求严格，使得车企的用户粘性大。轮胎生产商进入车企配套市场后，对于提高后期替换市场的占有率有很大的促进作用。主要原因为：消费者在更换轮胎时，往往会优先考虑原配轮胎。

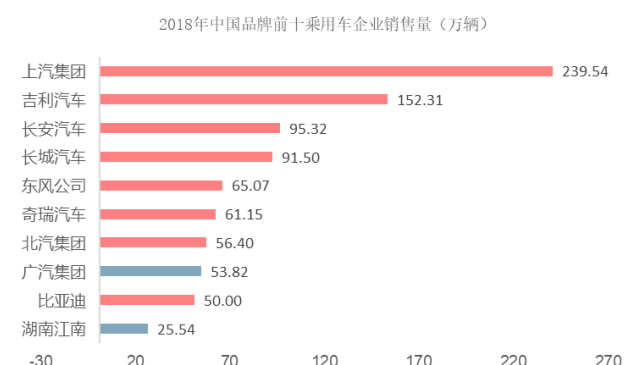
玲珑轮胎经过多年的发展，目前已为超过 60 家汽车厂提供原配轮胎，配套数量和配套厂家目前居国内轮胎品牌第一。目前，国内配套市场已覆盖中国一汽、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风汽车、长安福特、比亚迪、吉利、奇瑞、长城、上汽通用五菱等整车厂商。海外配套市场已覆盖德国大众、奥迪、美国通用、福特汽车、印度塔塔、巴西现代、乌兹别克通用等厂商。2016 年 10 月，公司于德国大众汽车集团签订合作协议，成为德国大众汽车集团的全球供应商，成为首家进入德国大众的民族品牌，也是唯一一家同时为大众、通用、福特提供配套服务的国内轮胎生产企业。

图 55：公司为全球超过 60 家汽车厂商提供原配轮胎



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

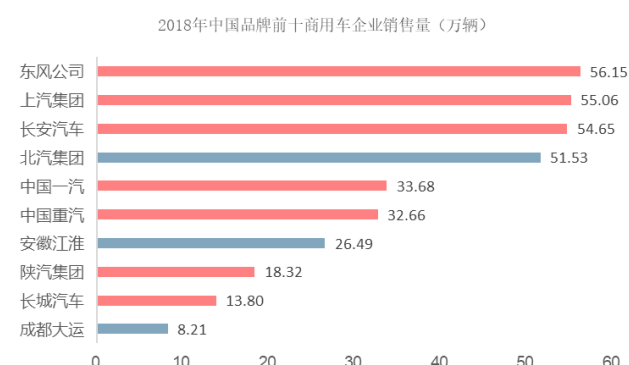
图 56：2018 年中国品牌乘用车前十销售量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中信建投证券研究发展部

注：标记红色厂商均为玲珑轮胎配套厂商

图 57：2018 年中国品牌商用车前十销售量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中信建投证券研究发展部

注：标记红色厂商均为玲珑轮胎配套厂商

近些年来，我国自主品牌车辆的销售量不断增加，2018 年我国自主品牌车辆的市场占有率为 42.2%。自主

品牌车辆销量的增加,为我国轮胎配套市场带来了较大的市场空间。2018年,中国品牌乘用车销售 998.74 万辆,其中销量前十车企累计销售 890.65 万辆,占比 89.18%。2018 年中国品牌商用车销售 418.94 万辆,其中销量前十车企累计销量达 350.57 万辆,占比 83.68%。

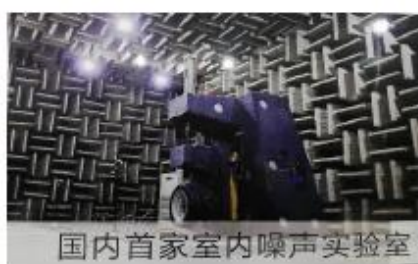
玲珑轮胎目前与我国品牌前十销售企业建立长期合作,其中乘用车领域,排名前十的车企中,玲珑轮胎与十家中的八家建立合作关系,未建立合作关系的为:排名第 8 的广汽集团、排名第 10 的湖南江南,2018 年两家车企的销售量分别为 53.82 万辆、25.54 万辆;商用车领域,排名前十的车企中,玲珑轮胎与十家中的七家建立合作关系,未建立合作关系的为:排名第 4 的北汽集团、排名第 7 的安徽江淮,排名第 10 的成都大运,三家企业 2018 年的销售量分别为 51.53 万辆、26.49 万辆、8.21 万辆。

注重技术创新,研发费用率位竞争对手前列

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、北京、美国、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。同时,公司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、山东省工业设计中心、博士后工作站、院士工作站、哈工大-玲珑轮胎研究中心,并组织成立了“蒲公英橡胶产业技术创新战略联盟”,更好地为企业技术创新发展提供强有力的支撑。

公司已建立模态分析实验室、六分力实验室、整车性能仿真预测实验室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。同时,通过与院校所等科研机构合作,充分发挥社会人力、技术、材料资源等的优势,积极研制新产品新轮胎,如与北京化工大学、中国科学院北京纳米能源与系统研究所共同研发出具有智能传感功能的绿色发电轮胎。

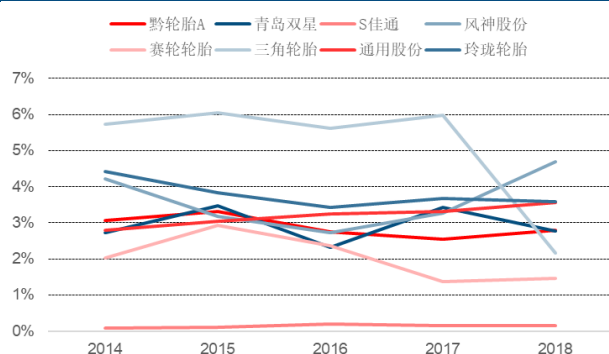
图 58: 公司部分研发实验室



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

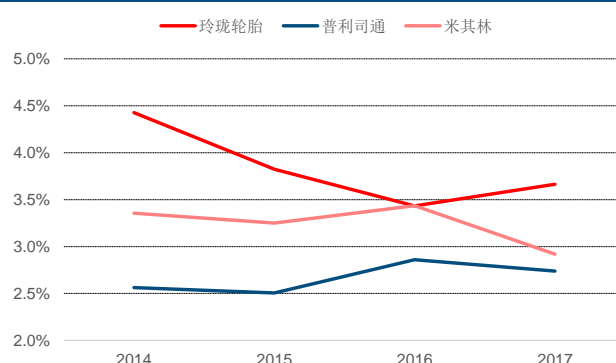
研发费用方面，2014-2018 年，玲珑轮胎的研发费用率维持在 3.43%-4.43%，处于国内轮胎生产企业的前列，同国外轮胎巨头普利司通、米其林相比也处于领先地位。2014-2017 年，玲珑轮胎的研发费用率仅次于三角轮胎的 5.62%-6.05%。2018 年，玲珑轮胎费用率为 3.59%，仅次于风神股份的 4.70%。国际三大巨头的固特异未公布其研发费用，我们仅与另外两巨头进行对比。2018 年两大国外轮胎巨头的研发费用率分别为 2.9%和 2.8%，均不到 3%的规模。但是考虑到收入规模，公司研发费用绝对金额依然和国外巨头存在很大差距，2018 年玲珑轮胎的研发费用投入为 5.50 亿元，普利司通的研发费用投入额为 64.08 亿元、米其林的研发费用投入额为 50.85 亿元。

图 59：国内轮胎企业研发费用率对比



资料来源：WIND、中信建投研究发展部

图 60：国际轮胎企业研发费用率对比



资料来源：WIND、中信建投研究发展部

持续扩大全球品牌影响力，公司品牌价值不断提升

公司近些年来加大了品牌营销，通过体育赛事营销、投放广告等手段，不断提高公司品牌的知名度，使得公司品牌价值、市场声誉不断提升。2014 年，公司于德甲沃尔夫斯堡足球俱乐部签约；2016 年公司中标 2017-2018 赛季中国排球超级联赛官方赞助商；2016 年公司赞助中国越野拉力赛；2018 年公司赞助里约热内卢州足球锦标赛等各项活动；2018 年公司与尤文图斯签署战略合作协议。公司一系列的动作使得公司全球影响力不断提升。

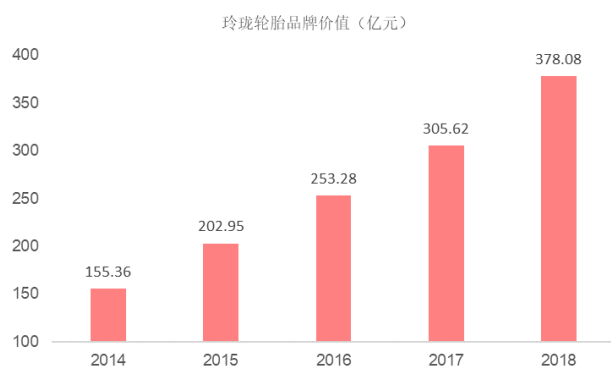
2018 年，“玲珑”以 378.08 亿元的品牌价值入榜《中国 500 最具价值品牌》，稳居中国轮胎行业上榜品牌价值之首。

图 61：玲珑轮胎近年来部分品牌推广活动



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图 62：玲珑轮胎品牌价值



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 63：公司品牌营销活动剪影



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

另一方面，品牌价值也从另一方面影响着轮胎企业的盈利能力，尤其体现在产品价格和毛利率角度。由于不同产品型号价格存在一定差异，从价格指数方面来看，一线品牌（米其林、普利司通、固特异）在价格方面具有明显的品牌溢价效应，价格指数逾玲珑 70%。产品价格的品牌溢价效应进而在毛利率方面得到进一步验证，虽然目前玲珑轮胎毛利率位于国内轮胎企业前列，但与国外行业巨头的差距依然明显。其中，普利司通毛利率最高，2018 年实现毛利率 37.8%，过去几年也维持在近 40% 的毛利率水平；米其林 2018 年实现毛利率 32.3%，近几年基本维持 32%-33% 区间浮动。

表 14：全球轮胎价格指数及代表产品

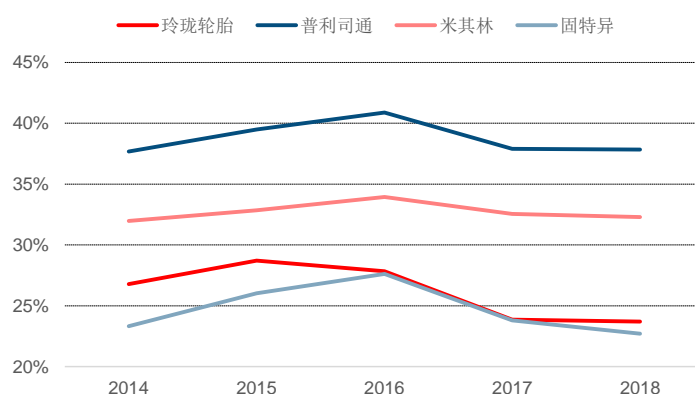
| 定位 | 代表品牌 | 价格指数 | 特点 |
|------|------|--------|-------|
| 一线品牌 | 米其林 | 120 | 三巨头垄断 |
| | 普利司通 | 95-110 | |
| | 固特异 | 95-110 | |

请参阅最后一页的重要声明

| | | | |
|------|---------------------|--------|-------------------------|
| 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 | 米其林、固特异、普利司通等品牌的副牌、 | 60-80 | 主要为大品牌的副牌，部分国产品牌认可度逐渐提高 |
| | 玲珑轮胎、朝阳、回力轮胎等 | | |
| 四线品牌 | 国产大多数轮胎品牌 | 50-60 | 中小企业仍以廉价竞争为主，生产厂家困难 |

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图 64：公司和国外轮胎巨头毛利率对比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

盈利预测

公司在国内轮胎行业处于领先地位，连续多年入围世界轮胎二十强，中国轮胎前五强，产品畅销全球 180 多个国家和地区，并且成功配套通用汽车、福特汽车、大众汽车、吉利汽车、中国重汽等 60 多家世界知名车企。目前，玲珑半钢子午线轮胎规模位列国内轮胎行业第一，全钢子午线轮胎规模位列国内轮胎行业第二位。我们看好公司国内外并行的“5+3”布局策略，随着国内轮胎行业逐步进入整合阶段，产业集中度的提升将使得公司的核心竞争优势越发凸显；此外，大量在建产能的后续逐步释放也将为公司提供较为确定的未来增长能力。

综上，我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 14.4、17.5 和 21.2 亿元，对应 PE 分别为 13、11 和 9 倍，维持“买入”评级。

表 15：预测和比率

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入（百万元） | 13,918.07 | 15,301.58 | 17,698.19 | 20,322.99 | 22,889.06 |
| 主营收入增长率 | 32.33% | 9.94% | 15.66% | 14.83% | 12.63% |
| EBITDA（百万元） | 2,339.20 | 2,472.77 | 3,152.93 | 3,570.83 | 3,996.59 |
| EBITDA 增长率 | 14.63% | 5.71% | 27.51% | 13.25% | 11.92% |
| 净利润（百万元） | 1,047.83 | 1,181.22 | 1,440.02 | 1,752.60 | 2,121.59 |
| 净利润增长率 | 3.72% | 12.73% | 21.91% | 21.71% | 21.05% |
| ROE | 12.04% | 11.80% | 12.77% | 13.34% | 13.80% |
| EPS（元） | 0.870 | 0.980 | 1.200 | 1.460 | 1.768 |
| P/E | 18.17 | 16.13 | 13.17 | 10.83 | 8.94 |
| P/B | 2.18 | 1.90 | 1.68 | 1.44 | 1.23 |
| EV/EBITDA | 9.89 | 9.95 | 7.18 | 5.59 | 4.14 |

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

分析师介绍

郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2 年石油行业工作经验，2 年基础化工研究经验。2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

黄帅：北京科技大学工学学士，北京工商大学资产评估硕士，曾就职中铁资源集团，2016、2017 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队，2018 年加入化工研究团队。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
 郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
 郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
 张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
 高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
 张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
 任师惠 010-8515 renshihui@csc.com.cn
 黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
 杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
 杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
 杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
 黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
 王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
 黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
 戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
 翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
 李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
 范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
 李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
 薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
 XU SHUFENG 0755-23953843
 xushufeng@csc.com.cn
 程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
 曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
 廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
 陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610)8513-0588
传真：(8610)6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621)6882-1612
传真：(8621)6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859