

化工

2019年08月01日

赛轮轮胎 (601058)

——内部积极优化，外部加速扩张，轮胎龙头进入快速发展期

报告原因：强调原有的投资评级

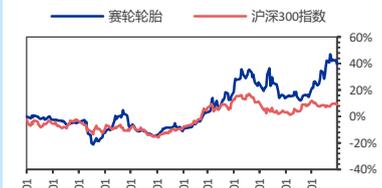
增持 (维持)

市场数据：	2019年07月31日
收盘价(元)	3.61
一年内最高/最低(元)	3.81/2.03
市净率	1.5
息率(分红/股价)	1.39
流通A股市值(百万元)	7795
上证指数/深证成指	2932.51/9326.62

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2019年03月31日
每股净资产(元)	2.37
资产负债率%	60.77
总股本/流通A股(百万)	2701/2159
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《赛轮轮胎(601058)点评：上半年业绩超预期，产销量释放推动公司进入发展快车道》2019/07/16

《赛轮轮胎(601058)点评：业绩符合预期，19Q1持续高增长，产能扩张推动公司进入发展快车道》2019/05/07

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
李楠竹 A0230518120003
linz@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司是国内第三大轮胎企业。**赛轮集团股份有限公司成立于2002年，在青岛、东营、沈阳及越南建有现代化轮胎制造工厂，在加拿大、德国等地设有服务于美洲和欧洲等区域的销售网络与物流中心。赛轮轮胎于2011年成为国内首家上市的民营轮胎企业，上市以来积极扩张，于2014年战略整合山东金宇轮胎，于2016年投产赛轮越南工厂，目前已具备全钢子午线轮胎560万条、半钢子午线轮胎4000万条、非公路轮胎6.4万吨的年生产能力；产能的扩张带来公司销量和业绩的快速增长，公司轮胎销量从2014年的2662万条增至2018年的3634万条。
- **内部积极优化，管理层调整提升公司治理水平。**2018年公司管理层进行调整，原董事长杜玉岱、总裁延万华辞去职务，袁仲雪先生就任董事长、总裁，袁仲雪先生从事轮胎行业多年，经验丰富，调整后的管理层更加具有凝聚力，公司治理水平明显提升。同时，近年来公司核心高管不断增持公司股份，实际控制人与中小股东的利益趋于统一。袁仲雪、杜玉岱及其一致行动人合计能够行使表决权的股份数为5.59亿股，占公司总股本的20.70%。
- **受益原材料低位和行业减税降负，公司利润高速增长。**2019年以来，油价中枢较去年同期明显回落，合成橡胶及炭黑、橡胶助剂等原辅材料价格均同比有所下降，轮胎行业盈利明显增厚。此外，今年4月1日起国内轮胎销售增值税率从16%下降至13%，在轮胎零售市场上企业可部分享受减税红利；自去年11月1日起，轮胎类产品出口退税率由9%上调至13%，公司出口规模较大，充分受益于出口退税率提升。
- **半钢胎需求韧性较强，全钢胎市场维持稳定，贸易战边际影响有限。**国内半钢胎市场的消费属性较强，尽管上半年乘用车产量下滑16%，但国内乘用车保有量维持在2亿辆左右，支撑轮胎替换市场，使轮胎需求具有较强的韧性，且从长期来看，国内乘用车保有量仍有巨大上升空间。在出口方面，轮胎行业经历“双反”后，对美出口的负面影响已基本消化，关税提高至25%的边际影响有限，且龙头企业可通过海外工厂规避贸易摩擦风险。
- **携手固铂轮胎，加强海外零售市场布局，非公路轮胎成为业务亮点。**公司与美国固铂在越南成立合资工厂形成240万套/年全钢胎产能，预计2020上半年投产。固铂轮胎多年来专注于零售市场，在海外享有很高的品牌知名度，公司与之强强联合、加强海外的渠道拓展。公司在现有产能利用率提升的同时，将继续扩建轮胎产能，配合海外市场的扩展实现产销量提升。近两年公司在非公路轮胎的技术和质量上取得长足进步，现已成为卡特彼勒、三一重工的配套供应商，成为公司业务的一大亮点。
- **盈利预测与投资评级：**公司未来三年产能快速扩张，盈利能力将持续提升，我们维持公司盈利预测，预计2019-2021年实现归母净利润为10.12、12.25、14.08亿元，对应19-21年EPS为0.37、0.45、0.52元，对应PE为10X、8X、7X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**在建项目进展不及预期；天然橡胶价格大幅波动。

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	13,685	3,368	15,561	17,310	19,891
同比增长率(%)	-0.9	11.2	13.7	11.2	14.9
归母净利润(百万元)	668	184	1,012	1,225	1,408
同比增长率(%)	102.5	53.0	51.4	21.0	14.9
每股收益(元/股)	0.25	0.07	0.37	0.45	0.52
毛利率(%)	19.8	17.4	19.8	20.5	20.6
ROE(%)	10.6	2.9	13.3	13.5	12.9
市盈率	15		10	8	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

公司作为国内轮胎龙头企业，未来三年产能快速扩张，盈利能力将持续提升，我们维持公司盈利预测，预计 2019-2021 年实现归母净利润为 10.12、12.25、14.08 亿元，对应 19-21 年 EPS 为 0.37、0.45、0.52 元，对应 PE 为 10X、8X、7X，维持“增持”评级。

关键假设点

随着公司海外市场拓展，产销量逐年提升，并基本维持产销平衡，假设 2019-2021 年公司实现全钢胎产量 532、612、720 万条，半钢胎产量 3400、3600、4000 万条，非公路轮胎产量 6.6、8.0、9.6 万吨。

有别于大众的认识

1. 市场担心轮胎行业景气度受到乘用车市场下滑拖累。我们认为半钢胎消费属性较强，国内乘用车保有量维持在 2 亿辆左右，支撑轮胎替换市场，使轮胎需求具有较强的韧性。同时轮胎行业受益于出口退税等减税降负政策，行业利润有所提升。

2. 市场担心公司股权较为分散，影响公司治理。我们认为 2018 年公司经过一系列人事调整，核心高管袁仲雪、杜玉岱、宋军等人形成了更具凝聚力的管理团队；同时核心团队近年来不断增持股票，袁仲雪、杜玉岱及其一致行动人合计能够行使表决权的股份数为 5.59 亿股，占公司总股本的 20.70%，对公司控制力不断增强。

3. 市场担心公司业绩周期性较强，未来成长具有不确定性。实际上过去几年公司陆续在东营、越南进行小幅扩产，总产能达到 4000 万条半钢、560 万条全钢和 6.4 万吨非公路轮胎，但去年平均开工率分别为 79%、91%和 63%，产能利用率还有很大提升空间。未来两到三年公司将扩产至 5300 万条半钢、800 万条全钢和 11 万吨非公路轮胎总产能，产能扩张可充分支撑公司发展。

股价表现的催化剂

公司单季度业绩持续高增长；
轮胎价格上涨或原材料价格下降。

核心假设风险

在建项目进展不及预期；
天然橡胶价格大幅波动。

目录

1. 赛轮轮胎：国内第三大轮胎企业	7
1.1 布局两国四地生产基地，实现销售网络全球化	7
1.2 公司核心高管股权比例持续提升	9
1.3 收入规模快速扩大，ROE 稳步提升	11
2. 原材料回落、行业减税降负，轮胎毛利率提升	14
2.1 天然橡胶大概率维持低位震荡	15
2.2 原油价格区间震荡，基础化工原料整体回落	17
2.3 增值税下调、出口退税率提升，行业利润大幅增厚	18
3. 轮胎需求韧性较强，海外布局优势突出	19
3.1 乘用车景气度静待反转，半钢胎长期需求空间大	19
3.2 商用车产销量维持稳定，全钢胎景气有支撑	22
3.3 轮胎面临贸易壁垒，内资企业走出去谋发展	23
4. 深耕海外零售市场，工程胎打造盈利新增长点	27
4.1 注重研发提升质量，扩大品牌影响力	27
4.2 海外零售发展迅速，携手固铂提升全球竞争力	29
4.3 非公路轮胎成为盈利新增长点	31
5. 盈利预测	33
5.1 关键假设表	33
5.2 投资建议	34

图表目录

图 1：公司发展历程.....	8
图 2：公司股权结构和参控股公司情况.....	10
图 3：公司主要业务构成（2018 年）.....	11
图 4：公司产销规模稳步增长.....	11
图 5：公司营业收入增速较高.....	11
图 6：公司净利润增速较高.....	11
图 7：公司海外收入快速增加.....	12
图 8：海外销售是主要利润来源.....	12
图 9：公司毛利率基本稳定（单位：%）.....	12
图 10：公司期间费用率呈下降趋势.....	12
图 11：公司资产负债率逐年下降.....	13
图 12：公司固定资产和在建工程.....	13
图 13：公司 ROE 稳定上行（单位：%）.....	13
图 14：公司净利率逐渐上行（单位：%）.....	13
图 15：轮胎产业链.....	14
图 16：轮胎成本结构.....	14
图 17：原材料成本占比.....	14
图 18：我国天然橡胶长期依赖进口.....	15
图 19：天然橡胶新种植和重新种植面积在 2012 年达到峰值.....	15
图 20：天然橡胶产量增速仍大幅高于消费增速.....	16
图 21：天然橡胶库存维持高位.....	16
图 22：天然橡胶价格维持低位震荡.....	16
图 23：合成橡胶原料价格与油价相关.....	17
图 24：合成橡胶价格低位震荡.....	17
图 25：炭黑价格高位回落.....	17
图 26：锦纶价格同比回落.....	17
图 27：18-19 年乘用车景气度下滑.....	19
图 28：汽车库存量逐渐下降.....	19
图 29：2018 年我国轮胎产量出现下滑.....	20

图 30 : 2018 年轮胎开工率提升	20
图 31 : 我国乘用车保有量创新高	20
图 32 : 我国二手车交易量维持高速增长	20
图 33 : 人均 GDP (横轴, 单位为美元) 与千人汽车保有量 (纵轴, 单位为辆)	21
图 34 : 日本人均 GDP 与千人汽车保有量增速	22
图 35 : 我国商用车产量维持稳定	22
图 36 : 2019 年重卡销量趋稳	22
图 37 : 我国载货汽车保有量增速较高	23
图 38 : 基建投资增速有望回暖	23
图 39 : 轮胎出口量及其增速	23
图 40 : 汽车轮胎出口市场分布	23
图 41 : 我国轮胎总出口及出口美国数据 (月度)	24
图 42 : 我国对美轮胎出口量逐年下滑	25
图 43 : 对新兴市场出口量增加 (单位: 万条)	25
图 44 : 赛轮越南净利润持续提升	26
图 45 : 配备赛轮轮胎的赛车	27
图 46 : 公司生产设备展示	28
图 47 : 赛轮轮胎全球业务布局	29
图 48 : 重型机械采用巨型轮胎	31
图 49 : 公司成功生产 63 英寸巨胎	31
图 50 : 可比公司历史 PB 估值	34
图 51 : 可比公司历史 PE 估值	34
表 1 : 公司产能分布	7
表 2 : 2018 年中国轮胎企业十强	8
表 3 : 公司核心高管情况	9
表 4 : 轮胎企业出口退税利润静态弹性测算 (单位: 亿元)	18
表 5 : 美国对我国轮胎实施双反或关税制裁一览表	24
表 6 : 国内轮胎企业海外投资情况	26
表 7 : 海外零售价格对比 (单位: 美元/条)	30
表 8 : 产销量假设	33

表 9 : 价格假设.....	33
表 10 : 可比公司估值表	34

1. 赛轮轮胎：国内第三大轮胎企业

1.1 布局两国四地生产基地，实现销售网络全球化

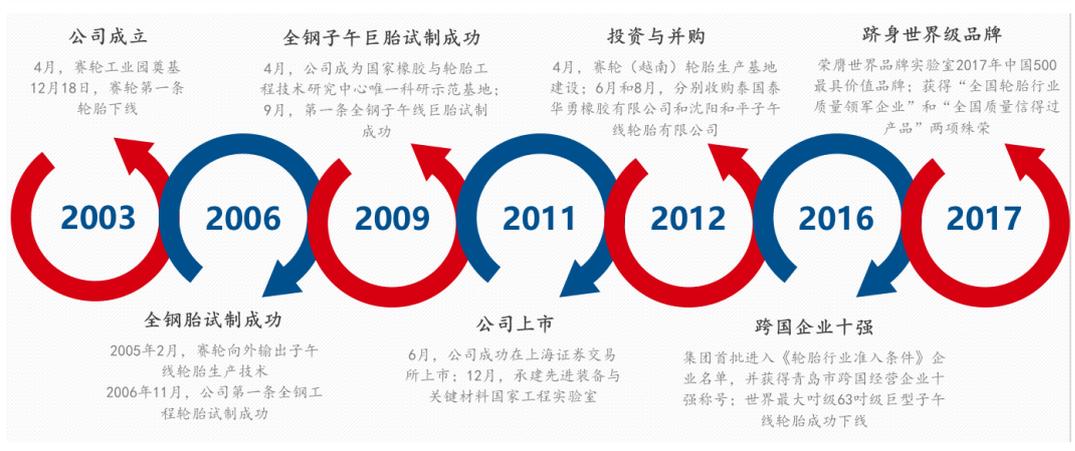
赛轮集团股份有限公司成立于 2002 年，是中国首家 A 股上市的民营轮胎企业，公司集轮胎研发、生产、销售和服务于一体，目前在青岛、东营、沈阳及越南建有现代化轮胎制造工厂，在加拿大、德国等地设有服务于美洲和欧洲等区域的销售网络与物流中心，具备全钢子午线轮胎 560 万条、半钢子午线轮胎 4000 万条、非公路轮胎 6 万吨以上的年生产能力，产品畅销欧、美、亚、非等一百多个国家和地区。

表 1：公司产能分布

	设计产能 (万条/年)	实际达产产能 (万条/年)	产能利用率 (2018 年, %)	在建产能及投资情况
青岛工厂全钢	260	260	96.37	
青岛工厂半钢	1000	1000	73.06	
青岛工厂非公路轮胎	6 万吨	2.9 万吨	87.81	在建中，预计 2020 年完工
东营工厂半钢	2700	2000	75.56	尚有 700 万条/年产能在建， 预计 2019 年完工
沈阳工厂全钢	180	180	98.29	
越南工厂半钢	1000	1000	92.56	
越南工厂全钢	120	120	69.88	
越南工厂非公路轮胎	5 万吨	3.5 万吨	41.89	在建中，预计 2019 年完工
越南合资工厂全钢	240	0		在建中，预计 2020 年完工
全钢合计	800	560		
半钢合计	4700	4000		
非公路轮胎合计	11 万吨	6.4 万吨		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司先后获批成为“国家工信部首批智能制造试点示范企业”、“国家橡胶与轮胎工程技术研究中心科研示范基地”、“国家博士后科研工作站”、“中国首批轮胎资源循环利用示范基地”、“服务型制造示范企业”、“山东省企业技术中心”和“高新技术企业”，并与青岛科技大学等单位联合承建了“轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室”。公司始终将品质作为立企之本，使用稳定、可靠的原材料，引进先进的工艺设备，采用高效、务实的管理方法，执行严格的质量控制标准，不断加强上下游合作，开拓创新，保持了稳定和健康运营，建立了进一步发展的良好基础。

图 1：公司发展历程


资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司自 2002 年成立以来，秉承“做一条好轮胎”的发展理念，在企业规模快速扩大的同时，质量上追求精益求精。2003 年 12 月，公司第一条轮胎下线；2006 年 11 月，公司第一条全钢工程轮胎试制成功；2009 年 4 月，公司获得国家橡胶与轮胎工程技术研究中心唯一科研示范基地称号，同年 9 月，公司第一条全钢子午线巨型胎试制成功。2012 年，公司在越南建设赛轮(越南)轮胎生产基地，并收购泰国泰华罗勇橡胶有限公司和沈阳和平子午线轮胎有限公司，2014 年公司实现战略整合，在半钢子午胎市场的竞争力大幅提升；2016 年，赛轮越南工厂的全钢胎产能投产，公司成为了卡特彼勒全球配套供应商。进入 2017 年，公司进入了吉利商用车、三一重工、上汽大通等企业的配套供应体系，并且获得“全国轮胎行业质量领军企业”和“全国质量信得过产品”两项殊荣。经过多年发展，公司在 2018 年度的世界轮胎 75 强排名中位列第 19 位，首次进入前 20 强；在国内轮胎企业排名中位列第三。

表 2：2018 年中国轮胎企业十强

排名	企业名称	2017 年销售收入（亿元）	2016 年销售收入（亿元）
1	中策橡胶集团有限公司	227.4	207.8
2	山东玲珑轮胎股份有限公司	137.7	105.2
3	赛轮集团股份有限公司	127.6	100.1
4	厦门正新橡胶工业有限公司	94.9	119.9
5	山东恒丰橡塑有限公司	92.9	59.8
6	兴源轮胎股份有限公司	82.8	66.3
7	三角轮胎股份有限公司	79.2	67.1
8	风神轮胎股份有限公司	71.2	72.3
9	双星集团有限责任公司	70.0	73.0
10	贵州轮胎股份有限公司	69.7	40.4

资料来源：轮胎商业，申万宏源研究

公司始终关注技术研发与创新，不断提高产品质量。目前赛轮轮胎已建立了总部研发中心、欧洲和北美研发中心、泰国泰华罗勇天然橡胶研发基地，并在山东建立了赛亚试验场。公司与高校、科研院所及国内外高端实验室广泛开展技术交流合作，引进了一大批国际国内技术专家，现已形成了具有自主知识产权的、具备持续创新能力的技术研发体系，搭建起了“产学研深度融合的开放式技术创新平台”，努力推动行业的健康持续发展。

1.2 公司核心高管股权比例持续提升

积极优化内部治理结构，核心高管控制力提升。2018 年公司管理层进行调整，袁仲雪先生就任公司董事长、总裁，延万华辞去公司总裁职务。袁仲雪先生从事轮胎行业多年，同时现任国家橡胶与轮胎工程技术研究中心常务副主任、中国橡胶工业协会高级副会长、轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室副主任、山东省橡胶工业协会专家委员会主任委员，在行业内积累了丰富的经验和很高的知名度。经过调整之后，袁仲雪、杜玉岱、宋军等核心高管人员对公司控制力有所提升。

表 3：公司核心高管情况

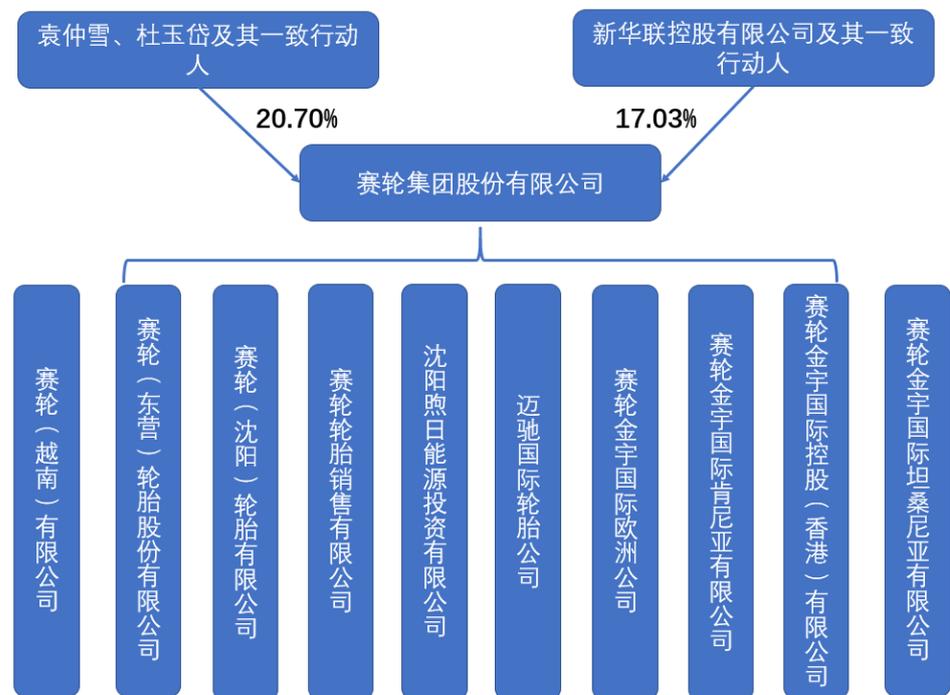
姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份	个人简历
袁仲雪	董事长、 总裁	2018/9/17	男	中国	硕士	1955	享受国务院政府特殊津贴，现任瑞元鼎实投资有限公司执行董事兼总经理，青岛普元栋盛商业发展有限公司执行董事兼总经理，青岛瑞元鼎辉控股有限公司执行董事兼经理，青岛青大产学研中心有限公司董事长兼总经理，青岛煜华商业发展有限公司执行董事兼经理，赛轮轮胎集团股份有限公司董事长。
延万华	副董事长	2012/10/11	男	中国		1973	曾任赛轮金宇集团股份有限公司副董事长、总裁，山东金宇实业股份有限公司董事长、总经理，沈阳和平子午线轮胎制造有限公司董事长，赛亚轮胎检测有限公司董事长、总经理。现任赛轮集团副董事长，卓越金宇控股有限公司总裁。
杜玉岱	董事	2010/12/24	男	中国	本科	1960	历任青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地有限公司董事长，总经理，赛轮股份有限公司董事长。现任赛轮集团董事、赛轮轮胎销售公司青岛分公司负责人，青岛煜明投资中心执行事务合伙人。
宋军	董事、董 事会秘 书、副总 裁	2014/1/2	男	中国	本科	1970	历任贵州凯涤股份有限公司投资发展部经理，山东英亚集团股份有限公司投资部、证券部经理，软控股份有限公司证券投资部经理，现任赛轮轮胎董事，董事会秘书，副总裁。
谢小红	副总裁	2014/1/2	男	中国	--	1970	历任风神轮胎股份有限公司副总经理，黄海橡胶股份有限公司董事，总经理，赛轮股份有限公司总经理助理，副总经理，现任赛轮轮胎副总裁。
周波	副总裁	2014/1/2	男	中国	本科	1967	历任青岛高校软控装备公司副总经理，赛轮股份有限公司副总经理，赛轮集团股份有限公司副总裁，青岛赛轮子午线轮胎销售有限公司总经理。现任赛轮轮胎副总裁，赛轮轮胎销售公司总经理。
周天明	副总裁	2014/1/2	男	中国	本科	1968	历任银川(长城)轮胎有限责任公司技术部部长，工程师，赛轮有限公司研发中心主任，副总工程师，总工程师。现任赛轮轮胎公司董事，副总裁。

朱小兵	副总裁	2014/1/2	男	中国	硕士	1976	历任软控股份有限公司智能配料部副经理，赛轮股份有限公司信息化发展应用部部长，赛轮股份有限公司副总经理。现任赛轮轮胎副总裁。
刘燕华	副总裁, 财务总监	2015/12/8	女	中国	本科	1973	注册会计师。曾任山东汇德会计师事务所经理，普华永道中天会计师事务所高级经理，软控股份有限公司财务部顾问，瑞元鼎实投资有限公司监事。现任赛轮轮胎副总裁，财务总监，赛轮(越南)有限公司董事长。
周如刚	副总裁	2018/3/26	男	中国	硕士	1969	曾任青岛黄海橡胶集团有限责任公司技术员，轮胎厂副厂长，轮胎厂厂长，办公室主任，总经理助理，中车(青岛)橡胶有限公司总经理，盐城新奥燃气有限公司副总经理，天津鹏翎胶管股份有限公司常务副总经理，总经理，广东圣丰集团有限公司工业事业部总经理，沈阳第四橡胶(厂)有限公司总经理，新华联控股有限公司化工与轮胎事业部副总裁。
王建业	执行副总裁	2014/1/2	男	中国	硕士	1971	历任三角集团副总裁，赛轮股份有限公司技术研发中心副主任，副总经理，总经理，董事。现任赛轮轮胎董事，执行副总裁，沈阳和平子午线轮胎制造有限公司总经理。

资料来源：Wind，申万宏源研究

轮胎行业投资规模较大，公司在 2014-2017 年间共进行三次股权融资以支持产能扩张，合计进行股权融资 32.28 亿元，核心管理层股权摊薄。近年来公司核心高管不断增持公司股份，实际控制人与中小股东的利益趋于统一。袁仲雪、杜玉岱及其一致行动人合计能够行使表决权的股份数为 5.59 亿股，占公司总股本的 20.70%。

图 2：公司股权结构和参控股公司情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

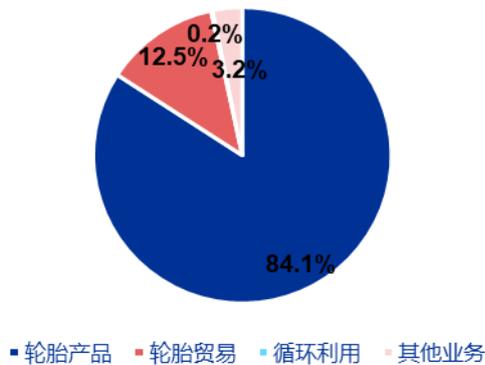
新华联控股增持公司股权，看好公司长期发展。日前公司股东新华联控股完成最近一次增持计划，截至 2019 年 6 月底，新华联控股合计持有公司股份 3.97 亿股；新华联控股

的一致行动人黄山海慧科技投资有限公司持有 6270 万股。新华联控股合计可控制的公司股份为 4.60 亿股，占公司总股本的 17.03%。新华联控股承诺不谋求公司控制权。

1.3 收入规模快速扩大，ROE 稳步提升

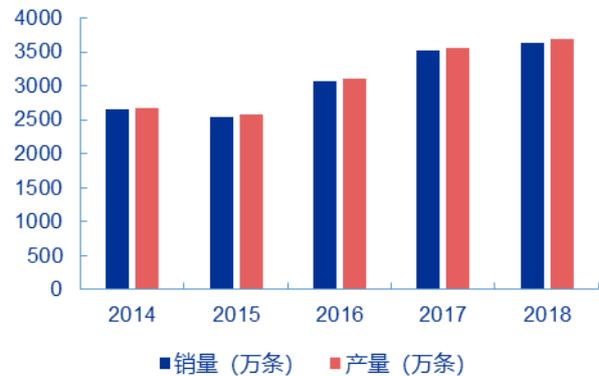
赛轮轮胎主要从事轮胎产品的研发、生产和销售，2009 年开始从事循环利用相关产品的研发，2014 年开始从事轮胎贸易业务。公司轮胎产品主要分为半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和非公路轮胎，广泛应用于轿车、轻型载重汽车、大型客车、货车、特种车辆等领域；循环利用产品主要包括翻新轮胎、胎面胶、胶粉、钢丝等，分别应用于轮胎替换、旧轮胎翻新、再生胶的制造、优质钢材生产等领域；轮胎贸易业务主要采取市场化运作方式，采购其他公司的轮胎产品并对外销售。2018 年公司自产轮胎产品占收入 84.1%，轮胎贸易占收入 12.5%，以上两项是公司收入主要来源。

图 3：公司主要业务构成（2018 年）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：公司产销规模稳步增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司内生外延增长并举，上市以来发展迅猛。赛轮轮胎于 2011 年成为国内首家上市的民营轮胎企业，上市以来积极扩张，于 2014 年战略整合山东金宇轮胎，于 2016 年投产赛轮越南工厂。产能的扩张带来公司销量和业绩的快速增长，公司轮胎销量从 2014 年的 2662 万条增至 2018 年的 3634 万条，四年间销量增长了 37%。2018 年公司实现营业收入 136.85 亿元，近五年 CAGR 为 11.3%；实现归母净利润 6.68 亿元，近五年 CAGR 为 22.2%。

图 5：公司营业收入增速较高



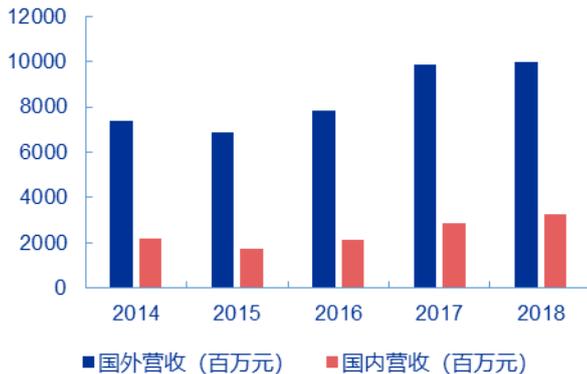
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公司净利润增速较高



资料来源：Wind，申万宏源研究

不断扩大海外销售规模，深耕海外零售市场。 公司从创立伊始就确定了国际化的发展战略，近年来更是有半数以上的产品出口到了海外一百多个国家和地区。目前公司已经形成了以北美、非洲、东南亚、欧洲等地的销售公司和服务中心为重点，以其他地区的销售代表处为辅助的覆盖全球的营销网络；根据市场区域采取经销商代理分销的模式，与多家国际大型经销商结成了战略合作关系。2018年，公司海外销售收入达到99.74亿元，占收入的73%；海外销售产生的毛利润为20.37亿元，占总毛利润的75%。

图 7：公司海外收入快速增加


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：海外销售是主要利润来源


资料来源：Wind，申万宏源研究

原材料价格低位稳定，公司利润率回升。 轮胎零售市场的调价相对灵活，近五年来公司毛利率波动较小（不包括轮胎贸易）。2017年上半年由于天然橡胶价格上涨过快，导致轮胎企业的利润率严重受损，此后随着橡胶等原材料价格逐渐回落，行业利润率处于回升阶段。与此同时，公司不断优化管理团队，控制期间费用，降低企业经营成本，提升公司净利率水平。

图 9：公司毛利率基本稳定（单位：%）

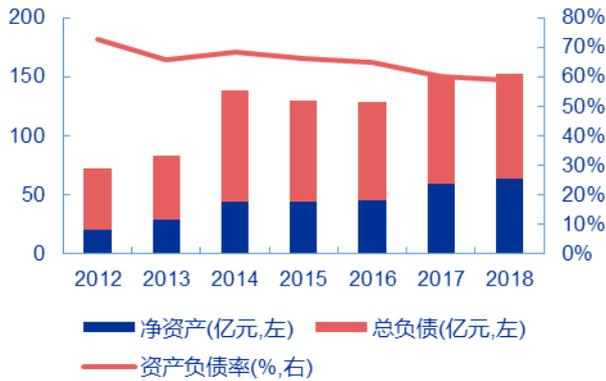

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：公司期间费用率呈下降趋势

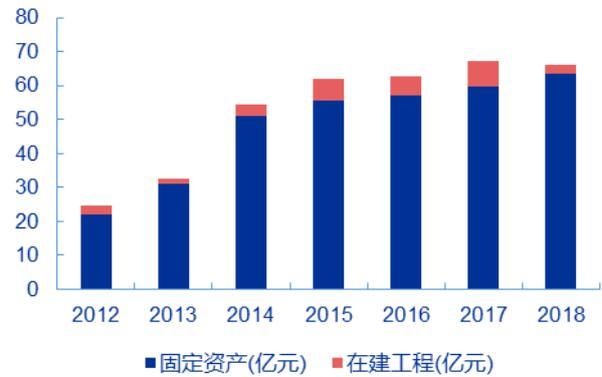

资料来源：Wind，申万宏源研究

公司资产结构健康，资产负债率逐年下降。 轮胎行业属于资金密集型产业，轮胎企业大多负债率较高。公司在2014-2017年间先后进行三次定向增发，累计募集资金总额32.38亿元，先后投向金宇实业1500万条高性能子午胎项目、赛轮越南项目、年产120万套全

钢子午胎和 3 万吨非公路轮胎项目；同时，随着公司净利润水平提升，公司净资产持续增加，负债率不断下降。

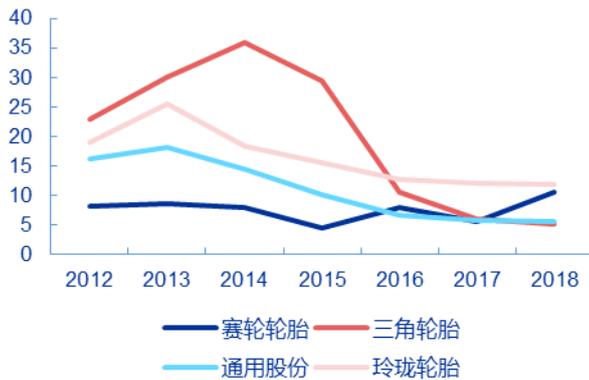
图 11：公司资产负债率逐年下降


资料来源：Wind，申万宏源研究

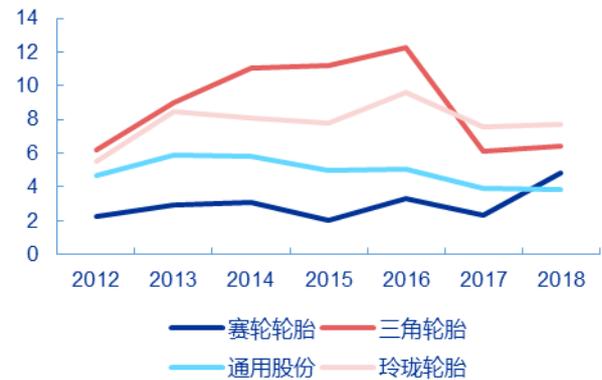
图 12：公司固定资产和在建工程


资料来源：Wind，申万宏源研究

18 年公司净利率提升，ROE 位居行业前列。随着公司海外销售规模扩大、半钢胎占收入比重提升，以及越南工厂开工率提高，公司毛利率维持上行趋势、期间费用率不断下降，2018 年公司净利率大幅提升至 4.80%，净资产收益率也随之上升至 10.59%。我们测算 2018 年公司全钢胎、半钢胎和非公路轮胎的平均开工率分别为 91%、79%和 63%，产能利用率仍有很大提升空间。未来随着公司产能利用率的提高，总资产周转率和销售净利率都有较大提升空间，公司 ROE 将持续上行。

图 13：公司 ROE 稳定上行（单位：%）


资料来源：Wind，申万宏源研究

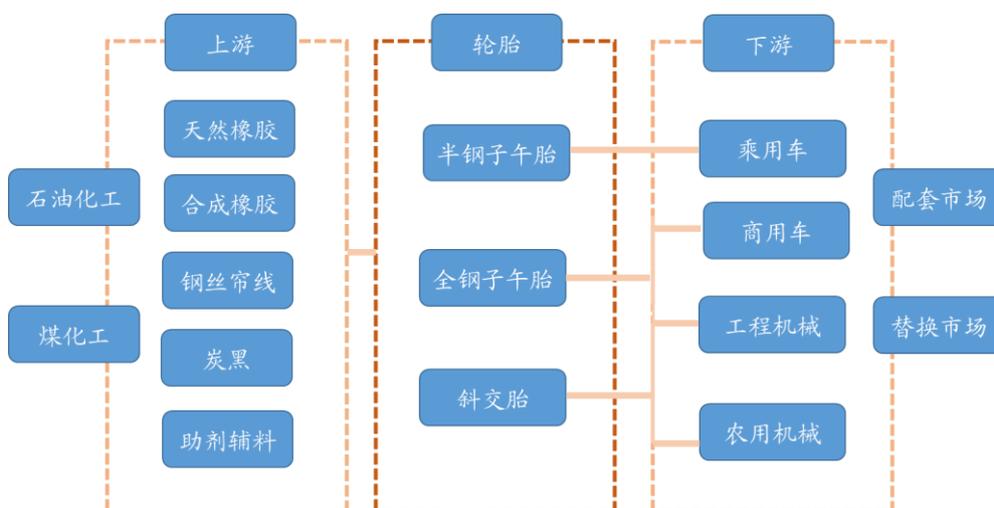
图 14：公司净利率逐渐上行（单位：%）


资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 原材料回落、行业减税降负，轮胎毛利率提升

轮胎作为汽车的重要配套产业，上游主要是天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线、橡胶助剂等原材料，其中橡胶在轮胎的生产成本中占比最高约 45%。上游原材料普遍都具有较强的周期性，原材料价格的波动对轮胎生产企业的成本影响较大。

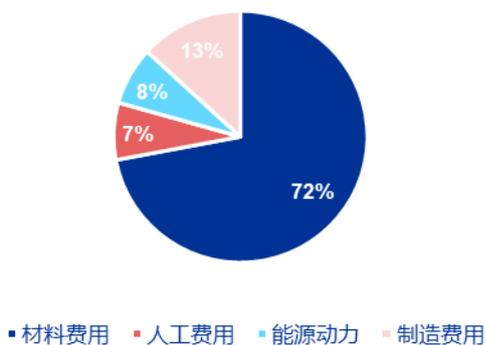
图 15：轮胎产业链



资料来源：申万宏源研究

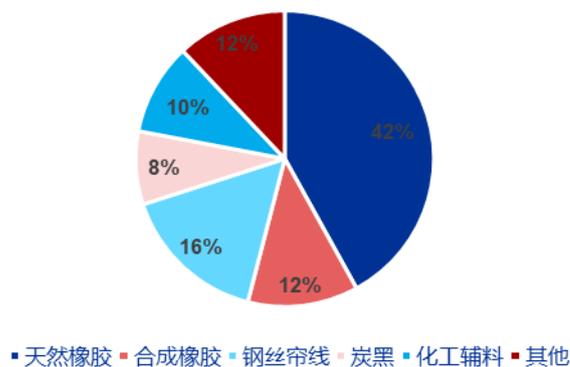
轮胎生产中原材料成本大约占 70%，主要包括天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线材料以及炭黑、橡胶助剂等，其中与油价相关的合成橡胶、帘子布、炭黑占生产成本的 80%左右。油价波动对轮胎企业盈利能力的影响极大，直接影响轮胎制造企业的生产成本。

图 16：轮胎成本结构



资料来源：Wind 资讯，申万宏源研究

图 17：原材料成本占比

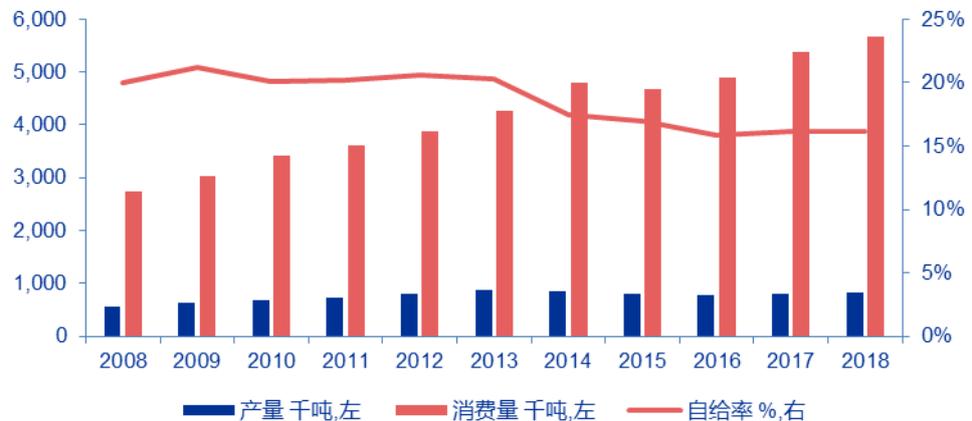


资料来源：Wind 资讯，申万宏源研究

2.1 天然橡胶大概率维持低位震荡

我国天然橡胶依赖进口，价格由全球供需决定。我国天然橡胶消费量增长迅速，然而受气候因素限制，我国天然橡胶产量不足，严重依赖进口。中国的天然橡胶种植面积约为1700万亩，年产量在80万吨左右，由于我国的地理与气候环境不适宜种植橡胶，因此随着天然橡胶需求的增长，天然橡胶的进口依赖度逐年上升。2018年我国天然橡胶的消费量达到567万吨，而我国的天然橡胶产量为83.7万吨，自给率仅15%。我国橡胶产业在全球市场上是价格的接受者。

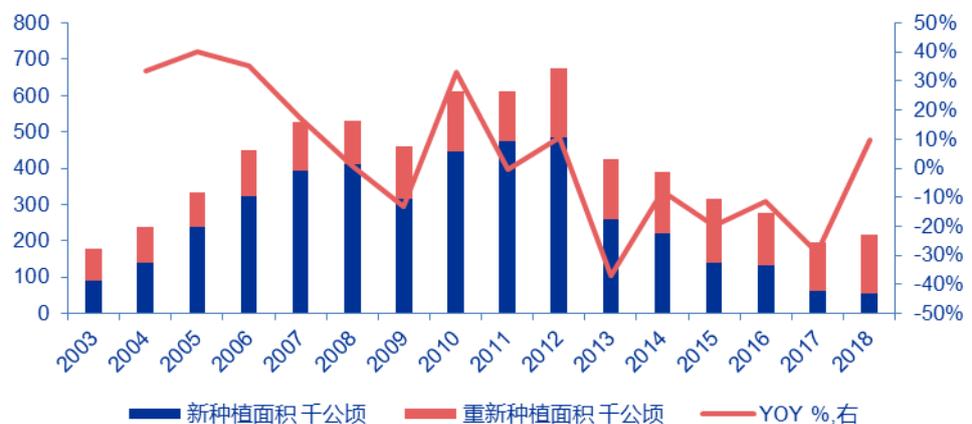
图 18：我国天然橡胶长期依赖进口



资料来源：Wind 资讯，申万宏源研究

上一轮天然橡胶种植高峰为2007-2012年。2005-2008年，全球橡胶主要生产国大幅增加天然橡胶的种植面积，4年时间新增面积达139万公顷；此后天然橡胶新种植面积每年保持40万公顷以上的高位直到2013年。橡胶树一般成熟期为6-7年，因此从2011年开始这些新种植的天然橡胶将相继进入开割期，泰国、越南、印度尼西亚等天然橡胶主产国的开割面积迅速登上新的台阶，天然橡胶的产量和出口量快速增长。2011年，ANRPC天胶的产量同比增长8.1%，自此开始天然橡胶价格持续走低。

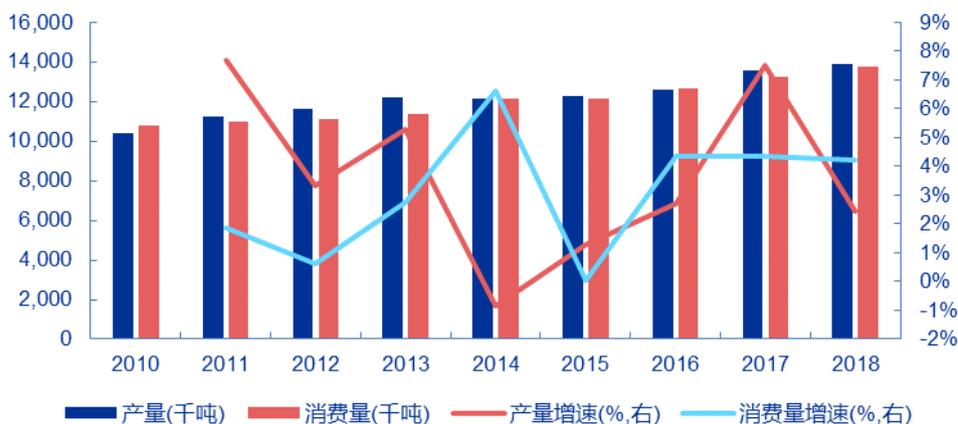
图 19：天然橡胶新种植和重新种植面积在2012年达到峰值



资料来源：Wind，申万宏源研究

天然橡胶的主产国处于产量高峰期，供给过剩局面持续。全球天然橡胶主要产区集中在东南亚地区，其产量占全球 90%以上。泰国、印度尼西亚、越南和马来西亚等国家是全球主要的产胶国，自 2011 年以来，全球天然橡胶年产量保持较高增速，并高于消费量增速。2018 年 ANRPC 成员国的天然橡胶总产量为 1216 万吨，较上年度增长 3.3%，其中泰国产量为 488 万吨，印度尼西亚产量为 363 万吨，马来西亚的产量为 60 万吨，越南产量为 114 万吨。2018 年全球天然橡胶产量达 1388 万吨，同比增长 2.46%；消费量为 1378 万吨，同比增长 4.21%，产量增速有所收窄，但天然橡胶仍然供大于求。

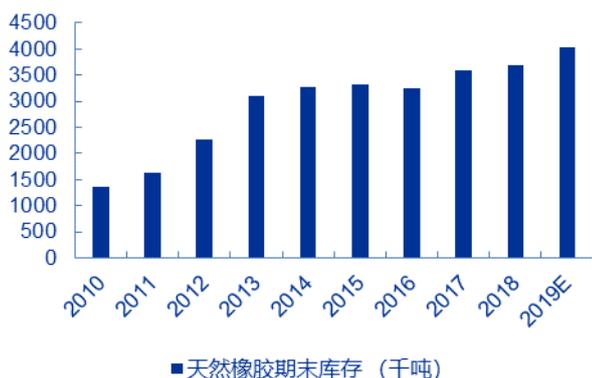
图 20：天然橡胶产量增速仍大幅高于消费增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

短期的供需失衡一度导致天然橡胶价格暴涨，但中长期来看价格回归合理区间。2016 年，全球天然橡胶需求持续增长至 1265 万吨，而供应同比出现小幅下降，导致全球的天然橡胶供应出现了约 45 万吨的缺口；2016 年四季度泰国的严重洪水也对橡胶开割造成较大影响，对产量的影响在 12-15 万吨左右，且影响持续到 2017 年 1 月。由于短期的供需失衡，2016 年 10 月以来，天然橡胶价格大幅上涨，天然橡胶价格从 2016 年 10 月的 11550 元/吨暴涨到 2017 年 2 月的 20000 元/吨高点，涨幅达到 73%。天然橡胶价格的本轮暴涨给下游轮胎企业造成了巨大的成本压力。随后，受库存增加、合成橡胶价格下跌、下游产品景气切换等因素影响，天然气价格迅速回落至 2017 年 6 月的 14000 元/吨。2017 年 9 月以后，天然橡胶价格稳中趋降，轮胎企业成本压力逐步得到缓解。

图 21：天然橡胶库存维持高位



资料来源：Wind 资讯，申万宏源研究

图 22：天然橡胶价格维持低位震荡



资料来源：Wind 资讯，申万宏源研究

未来一到两年之内，天然橡胶产量将呈稳定增长的局面，这主要是由于天然橡胶主产国的新种植面积在 2012-2013 年达到顶峰，在 2014 年出现大幅回落，因此到 2018 年，天然橡胶的总种植面积仍然呈增长态势；我们预计 2019-2020 年，天然橡胶供给仍将保持 3-4% 的增速，供给过剩的局面难以改变。天然橡胶的价格将维持低位震荡走势。对于轮胎企业而言，其主要原材料价格的下降，有利于企业的利润增厚。

2.2 原油价格区间震荡，基础化工原料整体回落

原料价格下跌，合成橡胶低位稳定。除天然橡胶外，合成橡胶也是轮胎生产的主要原材料。轮胎用合成橡胶主要为顺丁橡胶和丁苯橡胶。近年来，我国合成橡胶工业发展迅速，产能产量不断提高。2018 年中国合成橡胶自给率约为 60%，其中丁苯橡胶、顺丁橡胶的总产能分别达到 170 万吨和 160 万吨，近三年来产能几乎无净增加。2019 年以来，油价中枢较去年同期明显回落，丁二烯、纯苯合成橡胶原料下跌，成本端支撑不足，合成橡胶价格维持较低水平。

图 23：合成橡胶原料价格与油价相关



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：合成橡胶价格低位震荡



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：炭黑价格高位回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：锦纶价格同比回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

炭黑、帘子布、橡胶助剂价格回落，原材料成本整体回落。炭黑、帘子布、橡胶助剂是轮胎的重要辅材，在原材料成本中分别占比约 10%、8%和 10%。国内炭黑的上游原料为煤焦油；帘子布主要为涤纶、锦纶等化纤产品，原料端均与油价较为相关。18 年四季度油价大幅下行导致上述产品成本下降、产品价格亦大幅下行，2019 年产品价格维持震荡、并明显低于去年同期水平，原材料成本的下降使得轮胎盈利空间有所扩大。

2.3 增值税下调、出口退税率提升，行业利润大幅增厚

行业减税降负，提升轮胎企业利润率。2018 年 11 月 1 日起，轮胎行业出口退税率从 9%提升至 13%；2019 年 4 月 1 日起，轮胎行业增值税从 16%下降至 13%。国内大型轮胎企业大都以零售市场为主，轮胎企业对零售客户的议价能力相对较强，在内销市场上可享受增值税下调带来的利润，在海外销售上可以享受出口退税，受税收政策支持行业利润率有所提升。我们以 2018 年轮胎企业的收入和利润情况作为基数，对各公司受益于出口退税的利润增厚进行了测算（其中赛轮轮胎和玲珑轮胎已扣除海外工厂销售收入，仅计算享受出口退税部分的出口额），赛轮轮胎受益最为明显。

表 4：轮胎企业出口退税利润静态弹性测算（单位：亿元）

	营业收入	出口收入	出口退税利润增厚	归母净利润(18A)
赛轮轮胎	136.85	52.94	2.12	6.68
三角轮胎	75.11	40.08	1.60	4.83
玲珑轮胎	153.02	36.70	1.47	11.81
风神股份	62.19	25.05	1.00	0.18
贵州轮胎	68.25	23.60	0.94	0.88
青岛双星	37.45	12.97	0.52	0.28
通用股份	38.47	4.98	0.20	1.48

资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 轮胎需求韧性较强，海外布局优势突出

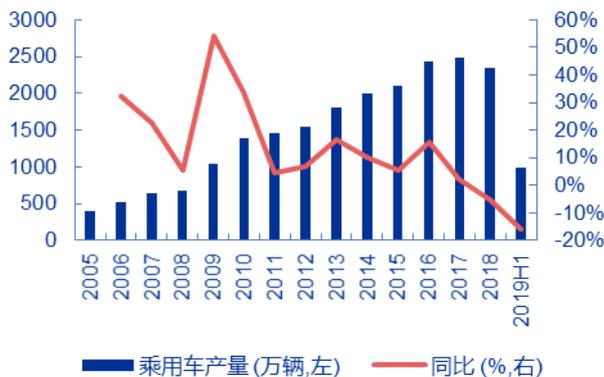
轮胎作为汽车的重要配套产业，下游涵盖了乘用车、商用车、工程机械车等领域。轮胎行业的发展与汽车工业高度相关，且其上游原材料的价格轮胎的销售主要是经销和直销两种模式，在全球市场上，75%的轮胎通过替换市场销售，即经销市场、也称零售市场；25%的轮胎直接向整车厂销售，即直销市场、又称配套市场。乘用车胎（即半钢胎）平均单车配套量为5条/辆，替换系数为1.5条/辆/年；商用车胎（即全钢胎）平均单车配套量约为11条/辆，替换系数为12条/辆/年。

全球轮胎市场超万亿，北美、中国及新兴市场贡献重要增量。2017年全球轮胎总产量约20亿条，总产值超万亿元人民币。2017年世界汽车产量为9730.25万辆，同比增长2.4%，其中乘用车产量7345.65万辆，同比增长1.9%，同时，2016年全球汽车保有量超过13亿辆，预计2020年将超过14亿辆。庞大的汽车市场为全球轮胎市场的稳定增长提供动力。

3.1 乘用车景气度静待反转，半钢胎长期需求空间大

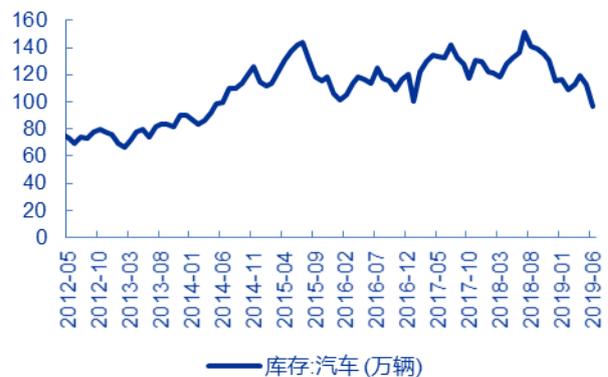
我国汽车市场发展迅速。2005年我国乘用车年产量仅393万辆，到2017年全年的乘用车产量达到了2483万辆，CAGR为16.60%；同时我国汽车保有量从2005年的4329万辆，增长至2017年的2.17亿辆，CAGR为14.40%。

图 27：18-19 年乘用车景气度下滑



资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

图 28：汽车库存量逐渐下降

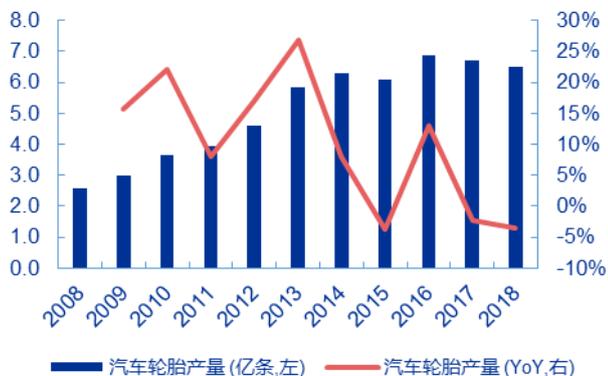


资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

我国乘用车市场下滑，行业景气有望迎拐点。2018年受到购置税优惠政策取消、内外环境因素等影响，2018年乘用车市场低迷、销量出现负增长，全年实现乘用车销量2371万辆，同比下降4.1%。2019年上半年乘用车产销量延续下滑趋势，乘用车产销量分别下滑16%和14%。我们观察到汽车库存量逐步下降至相对低位，预计到2019年下半年乘用车景气度有望迎来拐点。

2018年受到汽车景气下滑影响，轮胎产量下降，但开工率触底回升。我国轮胎产业在2005年之后迎来了高速发展阶段，2018年我国汽车轮胎总产量为6.48亿条，十年CAGR为9.7%，与此同时，在2015年以前国内轮胎企业大幅扩产，导致轮胎行业出现明显产能

过剩、行业开工率下滑。2018 年受到汽车景气下滑的影响，国内轮胎产量下降，但经过过去三年的行业整合，行业过剩产能逐步出清，开工率触底回升。

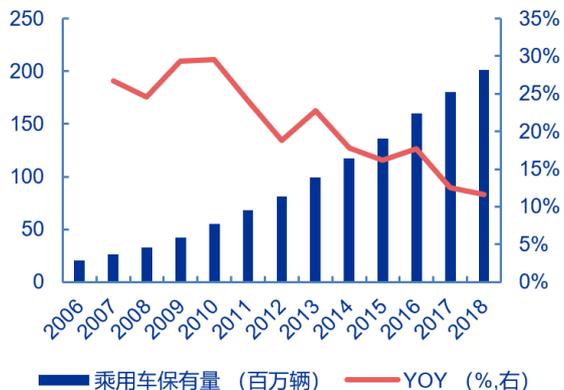
图 29：2018 年我国轮胎产量出现下滑


资料来源：轮胎世界网，申万宏源研究

图 30：2018 年轮胎开工率提升


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

配套市场需求达 1 亿条/年。以 2018 年乘用车销量 2371 万辆为基数、每辆乘用车配套 5 条半钢胎的数量测算，国内半钢胎配套市场规模约为 1.2 亿条。假设 2019 年全年乘用车产量回落至 2000 万辆，半钢胎配套市场规模为 1 亿条。

图 31：我国乘用车保有量创新高


资料来源：申万宏源研究，中国汽车工业协会

图 32：我国二手车交易量维持高速增长


资料来源：申万宏源研究，中国汽车工业协会

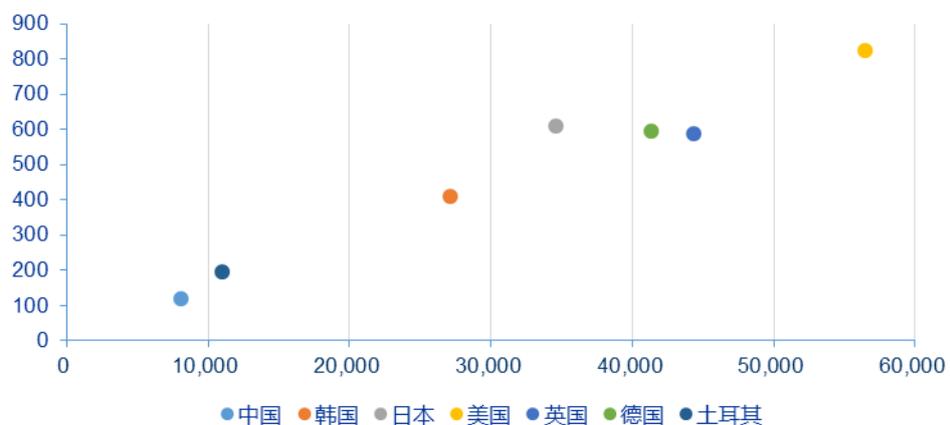
汽车保有量创新高，轮胎替换市场空间达 3 亿条。我国机动车保有量在 2006 年只有 1.45 亿辆，截至 2018 年年底，我国机动车保有量近 3.3 亿辆；汽车保有量达到 2.40 亿辆，十年的复合增长率约 14%。其中小型载客汽车的保有量为 2.01 亿辆，载货汽车保有量为 2570 万辆。按照普通乘用车轮胎 1.5 条/年的更换系数计算，则每年半钢胎的替换市场需求量将在 3 亿条以上。由于车主对汽车轮胎的更换保养仍习惯使用原配胎，配套胎对于替换市场的销售有着很强的拉动效应，随着国内轮胎企业更多地进入到配套市场，其在零售市场上的占有率也将逐年提升。

二手车市场逐步成熟，提升轮胎替换系数。车主在购买二手车后经常会对包括轮胎在内的部分零部件进行更换，因此会在存量市场的基础上，提高半钢胎的替换系数。随着我国汽车消费深度普及，大规模的存量市场以及居民汽车使用经验的增加使二手车市场正在

迅速放量。近三年来，我国二手汽车交易量呈迅速上升的趋势，二手车市场交易量已经从2016年的1031万辆迅速增长至2018年的1382万辆，复合增长率高达15.80%，2018年仍维持10%以上增速。目前美国二手车新车销量比约为1.4，日本约为0.9，我国约为0.5，与发达国家相比，我国二手车市场仍然有着巨大的发展空间。在国内汽车保有量持续增长的背景下，随着人均购买力的提高、消费及安全理念的改变、二手车市场的逐步成熟，未来国内替换轮胎市场将快速增长。

千人汽车保有量与人均GDP具有强相关性。汽车消费是社会经济发展水平的重要标志，通过对美国、英国等经济体的研究发现，人均GDP水平与每千人汽车保有量有着较强的线性关系，人均GDP提高对汽车保有量的提升有明显带动作用。

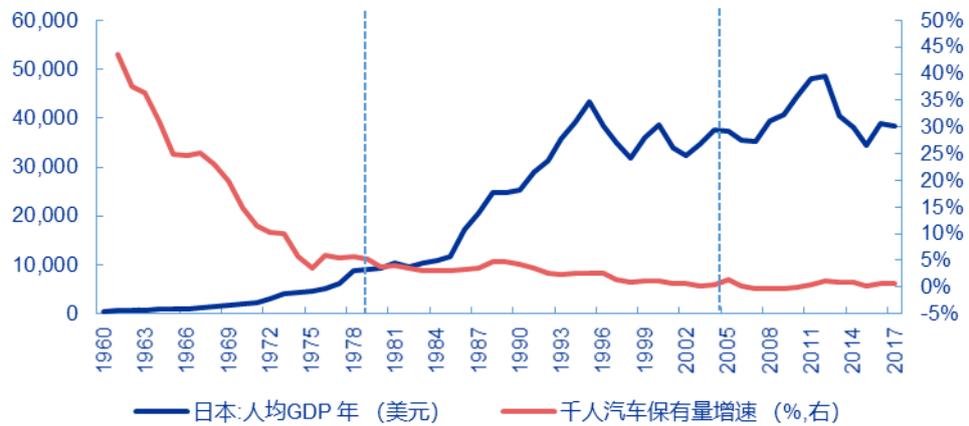
图 33：人均 GDP（横轴，单位为美元）与千人汽车保有量（纵轴，单位为辆）



资料来源：申万宏源研究，Wind

对标日本，我国汽车产销量和保有量仍处于中高速的上升期。我们复盘了日本最近五十年人均GDP和汽车保有量增长的情况，从中可以看出，日本汽车保有量大概经历了高、中、低速增长的三个阶段。其中高速阶段是从1960年代到1980年前后，日本人均GDP从500美元迅速增长至近1万美元，千人汽车保有量也维持在10%以上的增速，到1980年达到323辆；中速阶段是从1980年代到2005年前后，这一时期日本千人汽车保有量的增速不断放缓，但仍维持在1-5%左右；此后日本的千人汽车保有量的增速长期徘徊在0-1%，进入低速阶段。当前我国人均GDP正在逐年接近1万美元关口，参考日本的情况，我国汽车市场目前仍处于中高速的增长期。

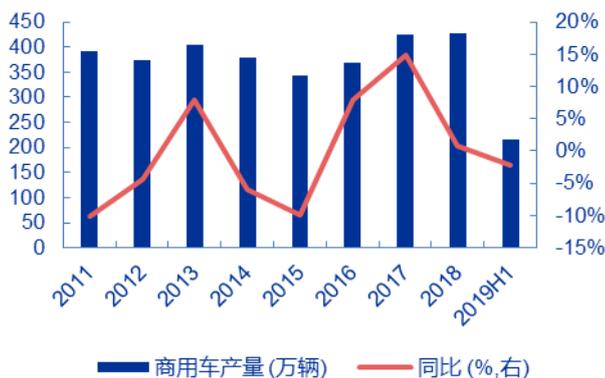
长期来看，我国乘用车市场仍有很大空间，对应半钢胎替换市场达4亿条。我们测算，到2018年年底，我国千人汽车保有量为172辆，远低于世界平均水平。与此同时中国人均GDP正在接近1万美元关口，在同一发展阶段，日本的千人汽车保有量已经达到了300辆；而韩国、土耳其等国家在GDP达到1万美元时，千人汽车保有量也都达到了200辆以上。据此计算，我国汽车保有量至少达到2.8亿辆，对应年均替换需求为4.2亿条。

图 34：日本人均 GDP 与千人汽车保有量增速


资料来源：申万宏源研究，Wind

3.2 商用车产销量维持稳定，全钢胎景气有支撑

全钢胎市场进入成熟期。2010 年以前我国商用车市场年均增速在 20% 的水平，2011 年和 2012 年连续两年出现负增长，随后又出现了一定程度的修复。在 2014 年、2015 年的负增长过后，国内商用车产量增速回升明显，2017 年我国商用车总产量达到 424.20 万辆，同比增长率高达 14.85%。2018 年，我国商用车产量维持小幅增长，较上年增加 0.87%。整体来看，目前我国商用车市场发展比较成熟，市场增速有所放缓。根据橡胶工业协会数据，每辆中型重卡，配套的轮胎条数为 11，重型重卡的配套轮胎 16-22 条，轻型重卡的配套轮胎为 7 条，按照 400 万辆的市场空间来算，每年商用车带来的全钢胎配套市场需求将超过 4000 万条。

图 35：我国商用车产量维持稳定


资料来源：申万宏源研究，中国汽车工业协会

图 36：2019 年重卡销量趋稳


资料来源：申万宏源研究，中国汽车工业协会

重卡景气有支撑，全钢胎替换市场不断扩大。2016 年 9 月开始实施的超载超限运输车辆管理办法新规，超限超载治理工作加强，老旧车辆加速淘汰，极大地促进了重卡市场的发展。2016-2017 年，在政策性利好下重卡市场高速增长，到 2018 年，国内重卡累计销量达 114.80 万辆，在去年的高基数下依旧实现了 3% 的增长。销量的持续提升也带动了近

三年保有量的快速增长，截至 2018 年，载重汽车保有量已达到 2570 万辆，全钢胎替换市场不断扩大，为未来三到五年全钢胎的替换市场提供支撑。

展望 2019 年，基建补短板有望带动投资回暖，提振全钢胎行业景气度。2019 年宏观经济面临一定的下行压力，政府或将在 2019 年采取更为积极的财政政策，带动基建投资增速小幅回升。根据解放、陕汽、上汽红岩等市场预测，2019 年重卡销量区间为 90-110 万辆，较上年稍有回落，但整体维持高位。

图 37：我国载货汽车保有量增速较高



资料来源：申万宏源研究，中国汽车工业协会

图 38：基建投资增速有望回暖



资料来源：申万宏源研究，国家统计局

3.3 轮胎面临贸易壁垒，内资企业走出去谋发展

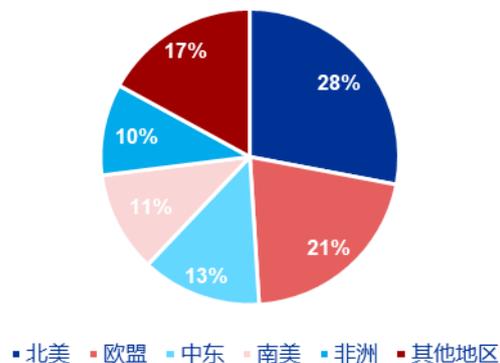
我国是全球最大的轮胎生产国，也是全球轮胎贸易的主要出口国。在 2008 年以前，我国轮胎出口数量每年保持在 20% 左右的增速，2014 年出口数量达到 4.76 亿条，此后由于受到国际轮胎贸易壁垒的影响，2015 年轮胎出口量出现了下滑。2016 和 2017 年随着我国轮胎出口市场的进一步开拓，贸易战的影响基本消除，2017 年我国轮胎出口数量达到 4.84 亿条，同比增长 3%。2018 年，在中美贸易战、欧盟及其他国家对华反倾销等因素的影响下，国内轮胎出口增速进一步回落，约为 0.58%。随着世界贸易局势日趋稳定，国内轮胎出口压力有所缓解，预期随着海外经济的逐渐复苏，出口需求将有所回升。

图 39：轮胎出口量及其增速



资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

图 40：汽车轮胎出口市场分布



资料来源：申万宏源研究，卓创资讯

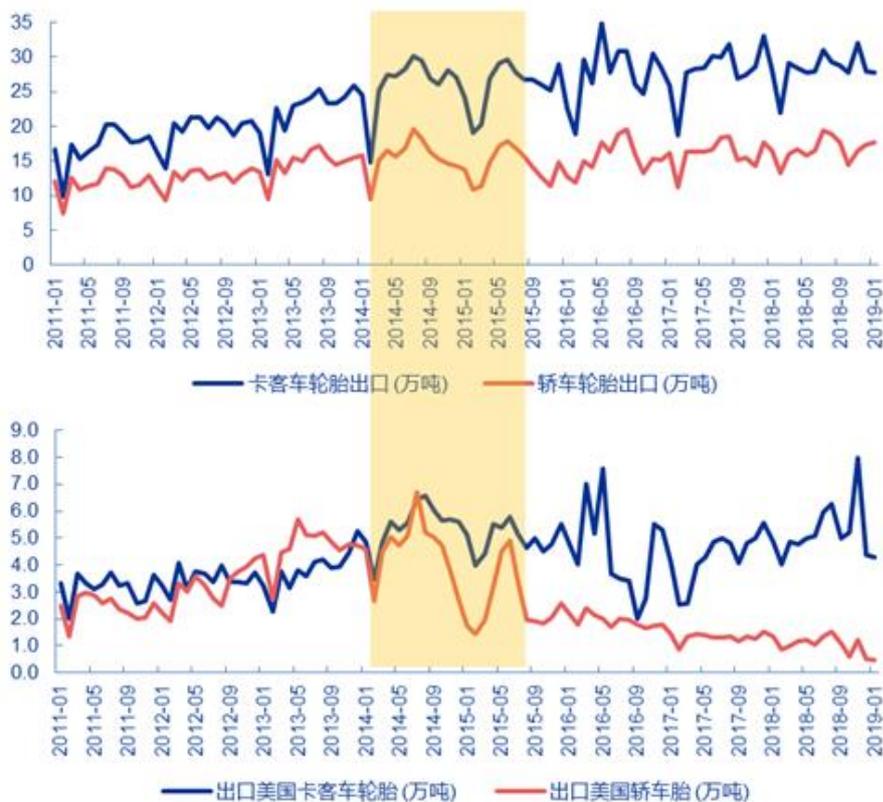
表 5：美国对我国轮胎实施双反或关税制裁一览表

年月	名称	涉及产品	相关内容
2009年6月	中美轮胎特保案	轮胎	美国国际贸易委员会于 2009 年 6 月 29 日提出建议，对中国输美乘用车与轻型卡车轮胎连续三年分别加征 55%、45%和 35%的从价特别关税。2009 年 9 月 11 日，美国总统奥巴马决定对中国轮胎特保案实施限制关税为期三年。
2013年12月	美国对华新充气工程机械轮胎作出反倾销情势变迁复审	工程轮胎	2013 年 12 月 27 日，美国商务部对该案进行反倾销情势变迁复审立案调查，申诉企业为杭州中策橡胶有限公司。2014 年 2 月 12 日，美国商务部对华新充气工程机械轮胎（新充气非公路用轮胎）作出反倾销情势变迁复审终裁：杭州中策橡胶集团公司是杭州中策橡胶有限公司的权利义务继承者，因此按照先前的反倾销税率，对杭州中策橡胶集团公司征收 112.41%的反倾销税
2014年6月	美国针对中国半钢子午线轮胎展开“双反”调查	乘用车和轻卡轮胎	美国时间 2014 年 6 月 3 日，美国钢铁工人联合会(USW)代表美国国内产业再次向美国国际贸易委员会(USITC)和美国商务部(USDOC)正式提交申请，要求对中国出口到美国的轿车及轻型卡车轮胎展开反倾销和反补贴调查，并采取“双反”措施，终裁认定我国半钢轮胎存在倾销和补贴行为，征收高额惩罚性关税。
2016年2月	美国针对中国全钢子午线轮胎展开“双反”调查	卡客车轮胎	美国时间 2 月 19 日，美国商务部发布立案公告，宣布对进口自中国的卡车和公共汽车轮胎启动反倾销和反补贴调查。2016 年 11 月 3 日，美国海关发布公告，根据 WTO 规则及 1930 年关税法的要求，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	7 月 22 日，美国商务部上调了中国工程轮胎(OTR)的反倾销税率。调整后的税率为 13.92%，之前为 12.91%。
2018年3月	美国对进口自中国的钢制轮毂启动反倾销和反补贴立案调查	钢制车轮	Accuride Corporation 和 Maxion Wheels Akron 两家美国公司，提交对来自中国的钢制车轮产品实施“双反”的申请。同年 8 月，美国商务部发布初裁决定，对来自中国的钢制车轮，征收 48.75%-172.51%的反补贴税率。
2018年6月	中美贸易战轮胎确认加税	多种轮胎	6 月 15 日，美国贸易代表办公室公布加征关税的中国商品清单，多种轮胎产品确认加征 25%关税。根据清单，对华征税的轮胎商品包括在飞机上使用的新的充气轮胎、在飞机上使用的橡胶充气轮胎、翻新的橡胶充气轮胎。
2019年2月	美国商务部对华卡客车轮胎发布双反税率	卡客车轮胎	美国商务部经过 2016~2017 年的反倾销和反补贴调查，确定浦林成山、双钱轮胎及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%；同时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%，其他生产者的补贴率为 42.16%。

资料来源：轮胎商业网，申万宏源研究

受到双反等贸易制裁影响，我国对美轮胎出口量下滑。2014 年以前，我国对美国轮胎出口在市场上占有重要地位，大约占据 30%的市场份额，2014 年我国出口到美国的各类轮胎总数达到 9600 万条。自 2015 年开始，受到美国商务部的双反政策影响，出口到美国的轮胎将被征收 14.35%~87.99%的反倾销税，和 20.73%~100.8%的反补贴税，使得我国轮胎对美出口量明显下滑。

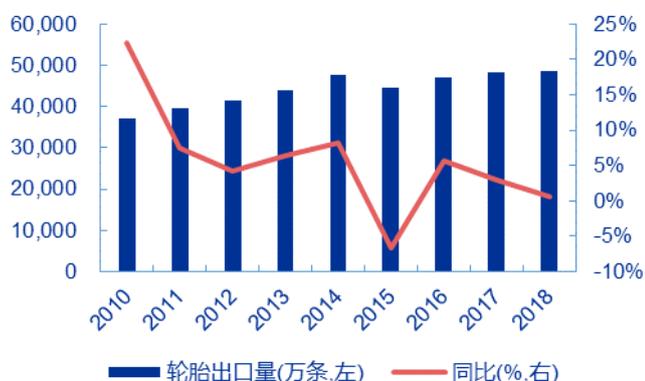
图 41：我国轮胎总出口及出口美国数据（月度）



资料来源：申万宏源研究，Wind

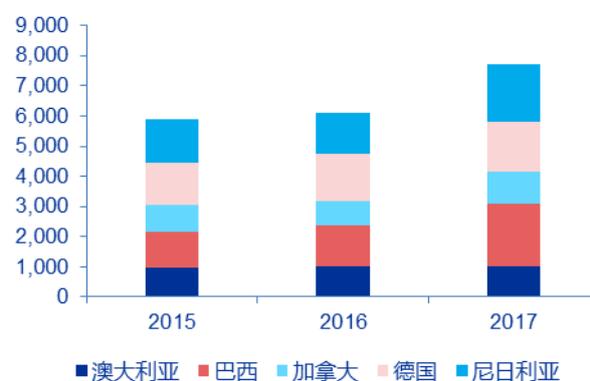
内资企业积极扩展新的出口市场，受益新兴国家需求增长，我国轮胎出口基本恢复。国内轮胎企业转移出口重心，澳、非、欧地区出口增量有效弥补出口总量缺口。我国企业加大对非洲、欧洲地区的出口，其中尤其是出口到澳大利亚、德国和尼日利亚等地区的轮胎数量出现了较大幅度的增长，从而实现了出口总量的恢复。随着国内轮胎企业品牌影响力和产品附加值的提升，未来我国轮胎产品将在全球市场上继续发挥重要作用。

图 42：我国对美轮胎出口量逐年下滑



资料来源：申万宏源研究，海关总署

图 43：对新兴市场出口量增加（单位：万条）



资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

国内龙头积极走出去，海外布局规避贸易摩擦。近年来，为了规避美国、欧洲等市场的贸易摩擦风险，以及降低轮胎的生产、物流成本等，国内轮胎的龙头企业纷纷选择到海

外建厂。玲珑轮胎等公司在投资海外的浪潮中走在行业前列，并不断扩大海外投资规模，在本轮贸易摩擦中，拥有海外基地的公司进一步拉大了领先优势。

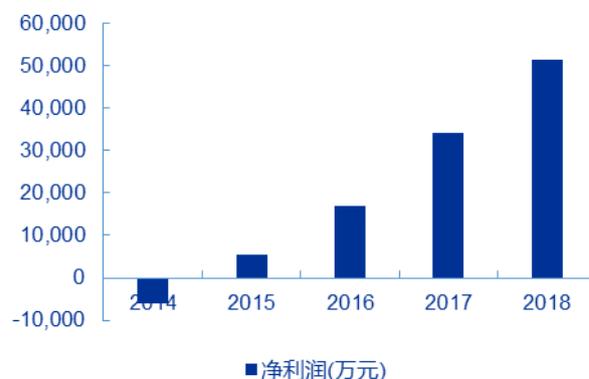
表 6：国内轮胎企业海外投资情况

企业	地点	投资进展
玲珑轮胎	泰国	已完成三期项目建设，形成 1500 万条半钢、180 万条全钢、36 万条高性能拖车胎、4 万条特种胎的年产能
	塞尔维亚	拟投资 9.94 亿美元建设 1200 万套半钢胎、160 万套全钢胎和 2 万套工程胎
赛轮轮胎	越南	1000 万套半钢胎、120 万套全钢胎和 3.5 万吨非公路轮胎产能
	越南	与固铂轮胎合作建设 240 万套全钢胎产能
通用股份	泰国	拟投资 3 亿美元建设 100 万条全钢、600 万条半钢产能
三角轮胎	美国	拟投资 3 亿美元建设 500 万条半钢胎、100 万条全钢胎产能
森麒麟	泰国	1000 万套半钢胎产能
青岛双星	韩国	双星集团收购锦湖轮胎

资料来源：公司公告，申万宏源研究

赛轮越南兼具成本和税收优势，随产能释放业绩逐年提升。为了充分利用越南当地原材料丰富、投资成本低、进出口政策优惠的优势，将产业链的发展延伸到了天然橡胶富产区，并规避国内企业面临的贸易壁垒风险，赛轮轮胎于 2011 年在越南设立全资子公司，2012 年 3 月在越南西宁省福东工业区投资设立赛轮（越南）有限公司作为公司在越南的子午线轮胎生产基地，2013 年将募集资金 2.9 亿元投入越南子午线轮胎制造项目，2014 年越南工厂一期投入使用、并开始投资建设二期、三期项目，截至 2018 年底赛轮越南已实现 1000 万套半钢胎、120 万套全钢胎和 3.5 万吨非公路轮胎产能。赛轮越南享受 15 年内企业所得税率 10% 的税收优惠，前 4 年免缴企业所得税，以后 9 年按照 50% 征收企业所得税（即所得税率为 5%）。赛轮越南投产以来充分发挥优势，目前产能利用率仍在持续提升中，成为公司利润的重要增长点。

图 44：赛轮越南净利润持续提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 深耕海外零售市场，工程胎打造盈利新增长点

4.1 注重研发提升质量，扩大品牌影响力

加强配套市场投入，提升品牌竞争力。随着公司规模不断发展壮大，为更好的提高企业竞争力和品牌影响力，公司2018年度完成了品牌构建梳理工作及垂直传播媒体体系的搭建，进一步明确了未来的品牌运营战略，公路轮胎形成了以赛轮品牌为核心、其他品牌为辅助，非公路轮胎以迈驰品牌为核心的品牌结构。公司通过微信公众号、户外大牌、外部媒体、国内外展会等多种形式进行品牌宣传和推广。2018年公司入选CCTV《消费主张》品牌公信力展播；公司旗下“AA”等级绿色轮胎、智能芯片轮胎、镶钉冬季安全轮胎等明星产品亮相首届中国自主品牌博览会，获得了众多专业人士与消费者的青睐。赛轮品牌自2017年起连续两年入围世界品牌实验室“中国最具价值品牌500强”，品牌价值位于国内轮胎企业第三位。

在汽车赛事中磨砺品质。赛车场是汽车部件性能检验的最佳试验场，近几年来，赛轮集团持续开拓不同领域赛事，自2015年起，连续三年参加中国国际环塔拉力赛、获得厂商杯年度冠军2个，亚军1个；2018年首秀D1GP飘移大奖赛赛场，即获单、追走年度双料总冠军，单站冠军4个，赛轮轮胎以优异的性能表现和稳定的产品品质，为车队夺冠提供了有力保障。2019年，赛轮集团将在越野、飘移、卡车赛等不同赛事领域7大赛事全面出击。在越野赛事方面，组建了赛轮轮胎越野车队参加环塔拉力赛、丝绸之路大越野，中国场地越野锦标赛、中国昆仑越野拉力赛、亚洲巴哈拉力赛。在飘移赛方面，赛轮轮胎飘移车队将再次征战世界最高水平飘移大赛D1GP飘移大奖赛——中国杯。此外，赛轮集团还将携手零公里车队征战6月份开始的的中国卡车公开赛。

图 45：配备赛轮轮胎的赛车



资料来源：公司官网，申万宏源研究

在配套市场，公司成为三一重工、一汽解放、比亚迪、吉利等多家知名汽车主机厂轮胎配套供应商。公司优秀的产品和服务质量获得了客户的好评，作为汽车主机厂高品质轮胎配套供应商，公司同时获得了奇瑞商用车（安徽）有限公司颁发的“2018年度最佳合作奖”及浙江合众新能源汽车有限公司颁发的“优秀质量奖”两项殊荣。

坚持自主创新，提升制造水平和产品质量。公司始终把企业发展深度融入国家发展战略中，坚持创新发展，不断转型升级。公司是行业内首家采用信息化技术控制生产全过程的企业，目前公司半钢胎生产可以实现在生产过程中抓取分析上百项数据，实现智能压合，大幅提升工作效率；公司智能立体仓库采用整体自动化解方案，轮胎混装正确率达到100%；选用世界一流的生产设备，确保产品品质和生产过程稳定；国家橡胶与轮胎工程技术研究中心自主研发的 EVEC 胶开始应用于公司轮胎的生产，使用这种被行业称为“液体黄金”的 EVEC 胶制造的轮胎，可同时提升滚动阻力、抗湿滑和耐磨性能，综合性能达到世界领先水平。

图 46：公司生产设备展示



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司形成了全球化的研发体系，具备全系列产品的自主研发能力。公司是“国家橡胶与轮胎工程技术研究中心”科研示范基地，并与青岛科技大学、软控股份有限公司联合承建了“轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室”，拥有“博士后科研工作站”等资质，还凭借着产学研紧密结合的开放式研发平台，与高等院校、科研院所等保持了长期稳定的科研合作关系。公司建有滚阻实验室、噪音实验室、气密性实验室、热老化房、物化分析实验室，拥有外轮廓扫描设备、热老化房、胎阀压力试验机、六分力试验机、高速均匀性试验机、成品检测试验机等国内外先进实验设备，其中滚阻实验室与欧洲标准实验室之一的德国 TUV 进行对标。2018 年公司获得授权专利 64 项（其中发明专利 7 项），截至去年年底公司拥有专利约 253 项，累计参与制定或修订国家及行业标准 88 项。目前公司在技术研发、装备工艺、生产组织等各方面均已达到世界先进水平。

赛轮集团拟于东营市广饶县建设轮胎试验场，占地 167 万平方米，预计总投资 11.47 亿元。建成后的试验场将成为国内规模最大、测试道路最全的综合性轮胎试验场，包含三类测试道路、特种路面达 40 余种，涵盖国际法规认证测试道路。轮胎试验场的投入使用将大大缩短公司的研发周期，使公司研发实力进一步提升。

4.2 海外零售发展迅速，携手固铂提升全球竞争力

深耕海外市场多年，全球化销售网络布局完善。赛轮轮胎在发展过程中坚持“走出去”，不断扩大和完善全球化营销体系，目前公司已形成了以北美、非洲、东南亚、欧洲等地的销售公司和服务中心为重点，以其他地区的销售代表处为辅助的覆盖全球的营销网络；公司与多家国际大型经销商结成了战略合作关系，利用其批发及零售网络，建立起多层次的分销体系。

图 47：赛轮轮胎全球业务布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

设立海外销售公司从事轮胎贸易，加深当地渠道建设。 为了加强在北美的渠道建设，公司于 2014 年收购了加拿大国马集团，加拿大国马是一个以轮胎贸易、特种轮胎研发、翻新胎技术研发和生产为主的公司，在销售渠道及客户资源上具有优势，有助于公司产品在海外的销售。2018 年公司进行业务整合，对国马集团公司进行注销，原业务调整至赛轮北美和动力轮胎公司，继续从事当地渠道建设和轮胎销售，报告期内公司贸易业务实现营业收入 17.06 亿元，实现净利润 2977 万元。

凭借产品质量和市场开拓，赛轮轮胎在海外零售市场享有一定的知名度和良好的产品口碑，获得消费者认可。 在 2011 年的美国 SEMA 展会上，赛轮 ATREZZO SVR LX 轮胎获得由全球汽车媒体共同评选出来的“SEMA 2011”年度最佳新产品奖，是国产轮胎品牌首次摘得此奖项；在同一年加拿大 Mosport 试验场进行的轮胎测试比赛中，赛轮“ATREZZO ZS+”轮胎与米其林、普利司通、固特异、韩泰等几大国际品牌同台竞技、表现优异，在防侧滑、制动、转向、干湿地障碍绕行等综合性能方面取得了第二名的好成绩。

在海外市场上，公司轮胎产品规格齐全、性价比优势突出。 公司产品涵盖轿车轮胎、轻卡轮胎、重卡轮胎和工程机械轮胎，我们选取了有代表性的轮胎品牌和产品规格进行比较，赛轮轮胎在美国零售市场的销售价格远低于普利司通、米其林等一线品牌，比固铂、大陆、锦湖等二线品牌的价格也具有明显优势。随着赛轮轮胎的技术水平持续提升，产品优异的性价比将加速公司的海外市场开拓，未来公司的产销量、品牌力和定价权有望同步提升。

表 7：海外零售价格对比（单位：美元/条）

	225/65R-17	245/75R-16	295/80R-22.5
	轿车轮胎	轻卡轮胎	重卡轮胎
普利司通	159	164	826
米其林	164	204	780
大陆	157	217	755
固铂	135	175	-
锦湖	119	157	-
玲珑	67	128	378
赛轮	67	121	550

资料来源：Simple Tire，申万宏源研究

携手固铂轮胎建设越南全钢胎项目，提升海外竞争力。公司与美国固铂轮胎（Cooper Tire）在越南成立合资工厂，双方在 19-20 年预计投资 19.32 亿元（折合 2.8 亿美元）建设 240 万套/年全钢胎项目，该项目将于 2020 上半年投产，完全达产后预计年均实现营业收入 18.21 亿元，净利润 2.20 亿元。合资工厂的主要市场是南美、亚洲、非洲、北美、越南本地及新生的高关税区域市场，其中固铂指定品牌为 85 万套/年。该项目可增强公司应对国际贸易壁垒的能力，提升产品的技术水平和品牌影响力。

固铂轮胎以质优价廉的战略主打替换市场，享有很高的品牌知名度。固铂轮胎成立于 1914 年，是专业从事轿车、轻型卡车、中型卡车、摩托车、赛车轮胎的设计、制造、销售的全球性企业，目前已在全球布局 9 大生产基地和 22 个销售中心，2018 年实现营业收入 28.08 亿美元，在全世界轮胎企业排名中位列 13 位。固铂多年来专注于零售市场，拥有先进的全钢子午胎生产技术、完整优秀的技术管理团队、享誉国内外的产品品牌、遍布全球的市场销售网络以及丰富的建设管理工厂的经验，双方合作可以实现强强联合，优势互补；固铂在美国和亚太均建有研发中心，通过合作，赛轮轮胎将依托固铂强大的研发设计和企业管理能力，实现产品附加值的提升。

越南合资工厂可享受税收优惠、低廉的人工成本和进出口待遇优惠：

1). 目前合资公司确定的税收优惠政策为自企业有收入年度起十年内享受优惠税率为 17%，其中前 6 年享受 2 免 4 减半，十年优惠期结束后适用 20% 的税率。

2). 越南为鼓励境外的越南为鼓励境外的投资项目，对产品出口的生产企业所进口的用于固定资产投资的设备、材料以及产品生产所用的原材料，给予全部免关税的政策；除美国对越南实行永久性的最惠国待遇外，其他西方国家和地区都对越南等国给予较中国优惠的多的双边或多变贸易政策，可有效规避贸易摩擦。

3). 越南的人工成本低廉。由于越南的总体工业化水平还比较落后，越南近五年的人均国民收入则分别为 1390 美元、1560 美元、1740 美元、1890 美元和 1980 美元，刚刚进入中等收入国家行列。其劳动力成本与中国相比较低，大约是中国的 50% 的水平。

4.3 非公路轮胎成为盈利新增长点

非公路轮胎需求增速较高。非公路轮胎（简称 OTR 轮胎）包括航空轮胎、全地形轮胎以及直径大于或等于 39 英寸的采矿、建筑、工程机械、农用机械轮胎等，其中工程轮胎是非公路轮胎的主要种类。目前世界工程轮胎的生产量约为 700 万条，销售额达到 55 亿美元以上。近年来在半钢与全钢子午线轮胎的市场逐渐饱和的背景下，受益于基建、采掘等需求拉动，非公路轮胎市场仍维持较高增速。

非公路轮胎种类齐全，涵盖主要应用场景。公司目前在青岛和越南分别具备 2.9 万吨和 3.5 万吨非公路轮胎的生产能力，规划在两到三年内分别形成 6 万吨和 5 万吨非公路轮胎的年产能。公司拥有工程机械轮胎、矿业巨胎、农业胎等系列非公路轮胎产品，可用于工程机械中的装载机、推土机、运土机、铲运机、配重式吊车，矿山中的重型自卸车等。公司产品获得国内外重型装备企业的认可，现已是三一重工、卡特彼勒等企业的配套供应商。

公司突破巨型全钢子午胎技术，使用寿命达到国际领先水平。巨型全钢工程子午胎成型重大装备是巨型工程子午胎制造的关键核心设备，主要应用于轮胎制造成型工序，该设备基本上被米其林、普利司通、固特异三家世界轮胎巨头所垄断，其成型机多为自供，高度保密。软控股份有限公司与美国维柯轮胎技术公司(WYKO Tire Technology USA)经过 4 年多的合作研发，突破了成型鼓和正反包装置等关键技术瓶颈，创新了两次法的制造工艺，完成了胎圈直径 57-63 英寸巨型全钢工程子午胎成型重大装备的研制和生产。装备价格仅为国外同类型的 1/3--2/3，生产出的巨胎使用寿命长达 10000 小时，超过国外巨胎 9000 小时使用寿命，并远超国内巨胎不足 3000 小时的寿命。此项技术合作成功后，不仅打破了国外巨型工程子午线轮胎制造技术的封锁、填补了国内空白，同时大大降低了该设备的市场价格，解决了我国矿山用轮胎产品依赖进口的局面。

图 48：重型机械采用巨型轮胎



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 49：公司成功生产 63 英寸巨胎



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司产品获得卡特彼勒认可，工程胎的海外市场空间广阔。卡特彼勒（青州）有限公司前身为山东山工机械有限公司，2008年完全收购成为卡特彼勒全资子公司。卡特彼勒青州目前生产“Cat（卡特）”和“山工机械”两大品牌产品。山工机械品牌产品包括装载机、推土机、压路机、平地机、垃圾压实机等整机及路面机械结构件、工作机具等零部件，并在2017年新推出Cat（卡特）品牌950 GC轮式装载机产品，主攻中高端工程机械市场。赛轮集团特种胎品牌“MAXAM”作为Cat 950GC轮胎产品的主供应商之一，在2017年与Cat的配套工作中，实现了“产品质量0缺陷”和“交货0延误”的双满分成绩。目前，“MAXAM”品牌已经确定为卡特彼勒（青州）18年新机型966GC产品的轮胎供应商之一。公司与卡特彼勒合作，共同为全球工程/矿山用户提供更可靠、更具性价比的非公路产品解决方案。

2019年赛轮轮胎成为中国神华“MT5500矿用卡车59/80R63轮胎研制与应用”项目中标企业。“MT5500矿用卡车59/80R63轮胎研制与应用”是国家能源集团的科技创新项目，该项目由赛轮集团承担研发试制，并联合国家能源集团神华准格尔能源公司哈尔乌素露天煤矿共同投资研发，轮胎研发成功后优先为神华集团供货。MT5500矿用卡车是世界上装载量领先的矿用车，车辆自重200余吨，载重后总重约550吨，由于载重负荷大，所以对轮胎的要求非常苛刻，不但在抗切割、强耐磨、耐冲击等方面有着极高的技术标准，更加在散热性、耐扎刺和高TKPH方面对配方提出了更高要求。

超大规格巨型轮胎一直以来都以技术难度超高令轮胎企业望而却步，国内大型矿山巨胎市场长期被普利司通、米其林等外国轮胎厂商占据。赛轮集团与中国神华战略合作的达成，标志着赛轮已经打破外国企业对高端超巨型工程子午线轮胎的垄断。此次与神华的合作，不仅是神华对赛轮长期发展的认可，更是对赛轮集团企业实力的肯定。

非公路轮胎“双反”令撤销，对美出口有望恢复。早在2008年，美国开始对从中国进口的非公路用轮胎产品征收“双反”关税，反倾销税率为0%至210.48%，反补贴税率为2.45%至14%。2013年8月，美国商务部宣布对此进行第一轮日落复审，2014年美国国际贸易委员会做出裁定，认为从中国进口的非公路用轮胎导致对美国相关产业造成实质性伤害，“双反”关税将继续征收。2019年，因截止非公路用轮胎第10次日落复审日，没有收到美国国内产业参与日落复审的意向通知，美国商务部决定撤销对中国非公路用轮胎“双反”令，对2019年2月4日之后从中国进口的非公路用轮胎不再征收反倾销和反补贴税。“双反”令撤销后，国内非公路轮胎的出口渠道将更加通畅，其中对美出口收入有望增加。

5. 盈利预测

5.1 关键假设表

关键假设：随着公司海外市场拓展，产销量逐年提升，并基本维持产销平衡，假设2019-2021年公司实现全钢胎产量532、612、720万条，半钢胎产量3400、3600、4000万条，非公路轮胎产量6.6、8.0、9.6万吨。

表8：产销量假设

	2018A	2019E	2020E	2021E
全钢胎				
产能(万条)	560	560	680	800
产量(万条)	511	532	612	720
开工率	91.3%	95.0%	90.0%	90.0%
半钢胎				
产能(万条)	4000	4000	4700	5300
产量(万条)	3167.4	3400	3600	4000
开工率	79.2%	85.0%	76.6%	75.5%
非公路轮胎				
产能(万吨)	6.4	7.9	9.5	11.0
产量(万吨)	4.0	6.6	8.0	9.6
开工率	62.7%	83.5%	84.2%	87.3%

资料来源：申万宏源研究

表9：价格假设

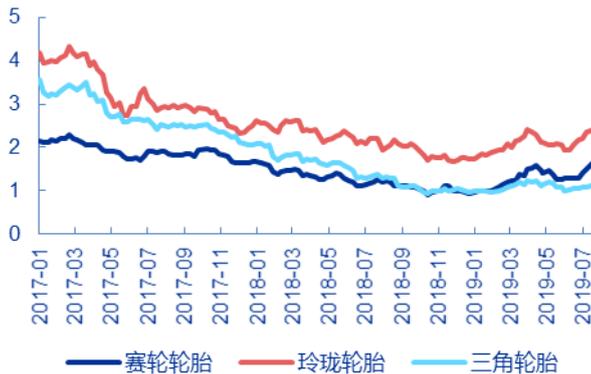
	2018A	2019E	2020E	2021E
全钢胎				
售价(元/条)	862.0	879.2	923.2	969.4
YoY	1%	2%	5%	5%
半钢胎				
售价(元/条)	199.1	201.1	203.1	205.2
YoY	2%	1%	1%	1%
非公路轮胎				
售价(元/吨)	20000	20400	20604	20810
YoY		2%	1%	1%

资料来源：申万宏源研究

5.2 投资建议

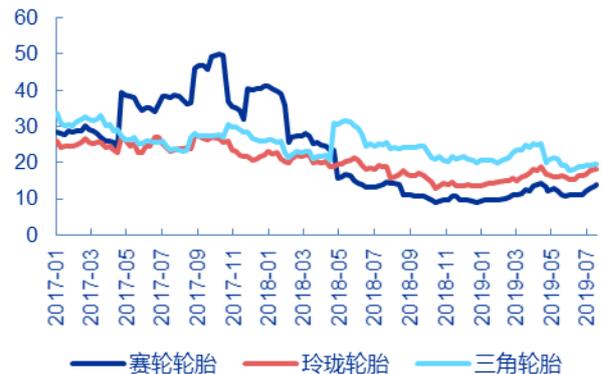
我们选取玲珑轮胎、三角轮胎作为可比公司进行估值比较。公司当前 PB 估值 1.64 倍，大幅低于玲珑轮胎 (PB 2.41 倍)、高于三角轮胎 (PB 1.10 倍)；公司 PE(TTM) 估值为可比公司最低。赛轮轮胎当前市值对应 19-21 年 PE 分别为 10X、8X、7X，大幅低于可比公司，公司当前估值水平具有一定安全边际。

图 50：可比公司历史 PB 估值



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 51：可比公司历史 PE 估值



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 10：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总股本 亿股	收盘价 0730 元/股	总市值 亿元	净利润				PE			
					18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
601058.SH	赛轮轮胎*	27.0	3.69	100	6.68	10.12	12.25	14.08	15	10	8	7
601966.SH	玲珑轮胎*	12.0	19.15	230	11.81	15.01	17.48	20.05	19	15	13	11
601163.SH	三角轮胎	8.0	12.99	104	4.83	6.26	7.34	8.67	22	17	14	12

资料来源：标*号为申万宏源研究预测，其他为 Wind 一致预测

公司作为国内轮胎龙头企业，未来三年产能快速扩张，盈利能力将持续提升，我们维持公司盈利预测，预计 2019-2021 年实现归母净利润为 10.12、12.25、14.08 亿元，对应 19-21 年 EPS 为 0.37、0.45、0.52 元，对应 PE 为 10X、8X、7X，维持“增持”评级。

财务摘要

合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,807	13,685	15,561	17,310	19,891
营业收入	13,807	13,685	15,561	17,310	19,891
营业总成本	13,453	13,023	14,530	16,012	18,321
营业成本	11,533	10,972	12,485	13,770	15,792
税金及附加	71	67	77	85	98
销售费用	870	869	988	1,099	1,263
管理费用	409	366	416	463	532
研发费用	189	231	262	292	335
财务费用	303	288	288	290	282
资产减值损失	80	230	14	12	19
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	44	32	32	32	32
投资收益	16	42	42	42	42
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-37	0	0	0	0
营业利润	376	735	1,104	1,372	1,643
营业外收支	-24	-12	1	-15	-40
利润总额	352	723	1,105	1,358	1,603
所得税	36	66	103	127	151
净利润	316	657	1,003	1,231	1,453
少数股东损益	-14	-11	-9	6	45
归母净利润	330	668	1,012	1,225	1,408

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

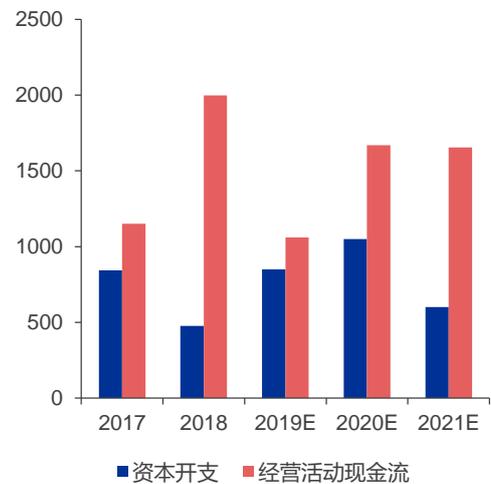
百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	316	657	1,003	1,231	1,453
加：折旧摊销减值	775	1,047	485	581	693
财务费用	275	232	288	290	282
非经营损失	-51	-43	-42	-42	-42
营运资本变动	-205	106	-674	-391	-730
其它	39	0	0	0	0
经营活动现金流	1,150	1,999	1,060	1,670	1,655
资本开支	843	476	850	1,050	600
其它投资现金流	-723	306	342	242	542
投资活动现金流	-1,566	-170	-508	-808	-58
吸收投资	1,295	135	0	0	0
负债净变化	590	-880	-509	153	-49
支付股利、利息	394	368	288	290	282
其它融资现金流	-617	-396	0	0	0
融资活动现金流	875	-1,510	-798	-138	-331
净现金流	428	338	-246	724	1,266

资料来源：wind，申万宏源研究

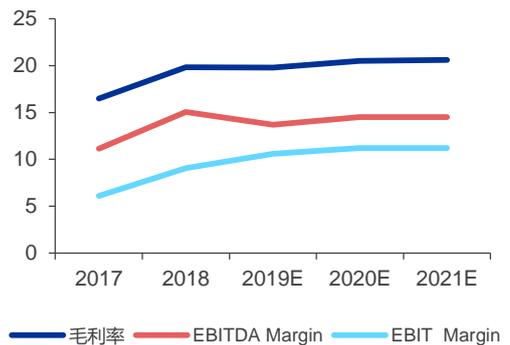
合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,909	6,859	7,274	8,376	10,354
现金及等价物	2,033	2,343	2,098	2,821	4,087
应收款项	1,958	1,926	2,273	2,386	2,679
存货净额	2,086	2,271	2,584	2,850	3,269
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	833	319	319	319	319
长期投资	90	314	314	314	314

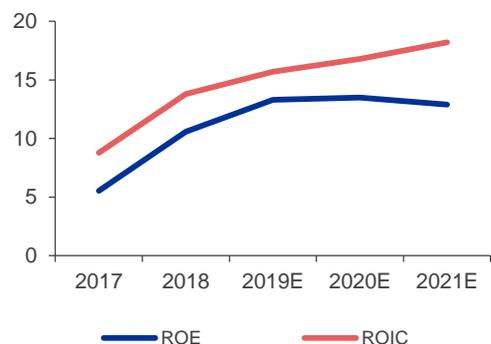
资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



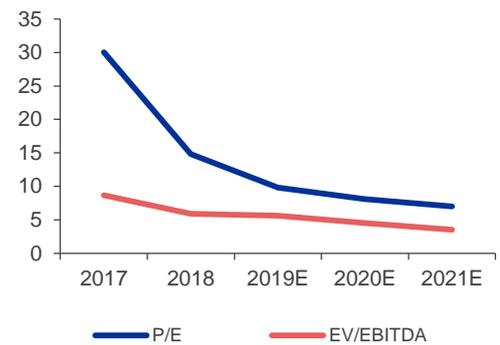
收入与利润增长趋势(%)

固定资产	6,731	6,614	6,993	7,474	7,401
无形资产及其他资产	1,324	1,501	1,501	1,501	1,501
资产总计	15,055	15,288	16,082	17,665	19,569
流动负债	8,230	8,434	7,913	7,913	7,913
短期借款	4,653	4,086	3,564	3,564	3,564
应付款项	3,288	3,911	3,911	3,911	3,911
其它流动负债	289	438	438	438	438
非流动负债	852	537	549	701	652
负债合计	9,082	8,971	8,461	8,614	8,565
股本	2,701	2,701	2,701	2,701	2,701
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,832	1,492	1,492	1,492	1,492
其他综合收益	-36	113	413	613	1,113
盈余公积	157	170	188	211	237
未分配利润	1,312	1,832	2,826	4,028	5,409
少数股东权益	6	9	0	6	51
股东权益	5,973	6,318	7,620	9,051	11,004
负债和股东权益合计	15,055	15,288	16,082	17,665	19,569

资料来源：wind，申万宏源研究



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。