

基础化工

报告日期：2023年07月26日

关税降幅超预期，森麒麟、玲珑轮胎有望大幅受益

——轮胎行业点评报告

投资要点

□ 轮胎出海建厂，实现弯道超车

面临美国对我国轮胎加征高额关税，国内轮胎企业纷纷主动出击，在东南亚建厂，夺回失去的美国市场。根据 USITC，东南亚（泰国、越南、柬埔寨）出口至美国半钢、全钢自 2015 年后快速增加，2019 年半钢出口至美达 4750 万条，占美国同期需求的 17.66%，2022 年全钢出口至美达 2560 万条，占同期美国需求的 33.42%。

□ 东南亚优势得天独厚，海外工厂为主要利润来源

国内企业通过出海东南亚建厂，有效填补了中国因高额关税而失去的美国市场份额，此外在关税、原材料、人工成本多重优势下，海外工厂利润丰厚，已经成为轮胎企业主要利润来源。根据万得，玲珑泰国、赛轮越南、森麒麟泰国工厂净利润由 17 年的 6.42/3.41/2.57 亿元分别增至 20 年的 15.82/13.59/8.20 亿元，增幅分别达 146%/299%/219%。从占比看，20 年玲珑、赛轮、森麒麟海外工厂利润占公司总利润比分别为 71.2%、91.1%、54.2%，22 年玲珑、赛轮、森麒麟占比分别为 273.2%（国内亏损）、81.5%、38.1%，海外工厂已经成果国内企业盈利主要来源。

□ 再遇东南亚关税风波，各家轮胎境况有所分化

2020 年 6 月美国商务部宣布对泰国、越南乘用车胎进行反倾销调查，此外还将发起对越南乘用车胎反补贴调查。2021 年美国商务部终裁显示，玲珑、住友作为强制应诉企业，反倾销税率分别为 21.09%、14.59%，森麒麟获得平均税率 17.06%。反补贴方面，赛轮、锦湖税率分别为 6.23%、7.89%。鉴于贸易关税影响，泰国产品竞争力有所下降，根据 USITC，泰国出口至美半钢胎数量从 19 年的 3750 万条下降至 22 年的 3040 万条，与此同时低关税区越南出口数量逐渐增加，由 19 年的 1000 万条增加至 22 年的 1050 万条。

□ 泰国关税降幅超预期，森麒麟、玲珑轮胎有望大幅受益

根据公告，森麒麟由 17.06% 降至 1.24%（降幅 15.82%），住友由 14.59% 降至 6.16%（降幅 8.43%），玲珑轮胎由 21.09% 降至平均税率 4.52%（降幅 16.57%），随着关税下降，泰国出口至美半钢双反税率已低于越南，产品竞争力大幅提升，森麒麟和玲珑轮胎有望大幅受益。根据我们测算，假设 90% 出口美国，且企业自己承担 50% 销量关税，森麒麟、玲珑轮胎有望分别获得返税 2.5 亿元、3.2 亿元。另一方面，关税下降公司产品竞争力提升，公司产品提价后盈利有望增加。森麒麟现有半钢产能 1600 万条，假设半钢提价 7.91%，满产下泰国半钢利润有望达 8.05 亿元，较 22 年增加 96%（其中量增 62%，提价增 21%）。玲珑泰国现有半钢 1500 万条，假设半钢提价 8.28%，满产下泰国半钢利润有望达 9.25 亿元，较 22 年增加 90%（其中量增 61%，提价增 18%）。

□ 风险提示

贸易政策影响，海运费影响，全球宏观经济影响，测算偏差风险。

行业评级：看好(维持)

分析师：李辉

执业证书号：S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

研究助理：沈国琼

shenguoqiong@stocke.com.cn

相关报告

1 《需求弱复苏，看好三条主线》 2023.03.28

2 《2023 年化工行业风险排雷手册-年度策略报告姊妹篇》 2022.12.11

3 《【浙商化工】基础化工行业 2023 年策略报告》 2022.12.06

正文目录

1 轮胎出海建厂，实现弯道超车	4
1.1 为规避贸易壁垒，国内轮胎纷纷布局海外基地.....	4
2 再遇东南亚关税风波，各家轮胎境况有所分化	6
2.1 东南亚优势得天独厚，海外工厂为主要利润来源.....	6
2.2 出口数量快速增加，美国再出“双反”制裁.....	7
2.3 关税初裁降幅超预期，森麒麟、玲珑轮胎有望大幅受益.....	8
3 风险提示	9

图表目录

图 1: 中国轮胎产量及出口量 (亿条, %)	4
图 2: 2022 年美国进口约 1.63 亿条乘用车胎	4
图 3: 2022 年美国进口约 5900 万条卡客车胎	4
图 4: 同品牌同尺寸轮胎, 美国市场盈利能力更强 (元/条)	4
图 5: 受关税影响, 中国对美乘用车胎出口快速下降 (百万条)	5
图 6: 受关税影响, 中国对美卡车胎出口快速下降 (百万条)	5
图 7: 轮胎出海, 东南亚对美乘用车胎出口增加 (百万条)	5
图 8: 轮胎出海, 东南亚对美卡车胎出口增加 (百万条)	5
图 9: 我国轮胎企业海外收入和产量快速增加 (亿元, 万条)	6
图 10: 国内轮胎龙头海外工厂净利润(亿元)	6
图 11: 海外基地贡献了绝大部分利润	6
图 12: 东南亚各国出口至美国乘用车胎数量 (百万条)	7
图 13: 东南亚各国出口至美卡客车胎数量 (百万条)	7
表 1: 美国对我国轮胎贸易保护政策	5
表 2: 美国对东南亚双反税率情况	7
表 3: 东南亚出口至美半钢双反税率情况	8
表 4: 关税下降森麒麟和玲珑轮胎返税及利润测算	8

1 轮胎出海建厂，实现弯道超车

1.1 为规避贸易壁垒，国内轮胎纷纷布局海外基地

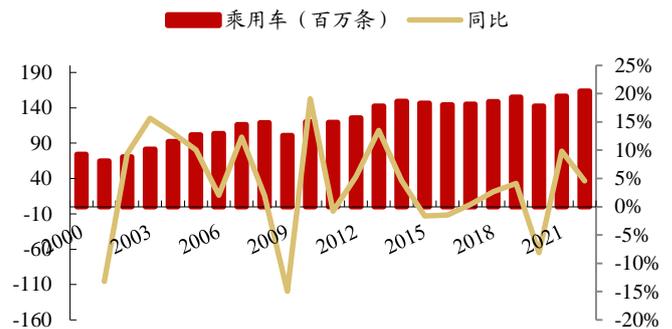
中国是轮胎生产和出口大国。轮胎制造是相对劳动密集型产业，我国凭借完善的工业链配套和充沛的劳动力逐渐发展为轮胎生产和出口大国，根据万得，2022 年我国轮胎产量 8.56 亿条，轮胎出口量 5.53 亿条，出口占全球轮胎销量的 31.6%。

图1： 中国轮胎产量及出口量（亿条，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

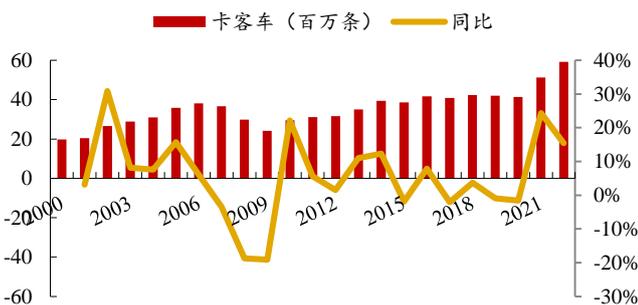
图2： 2022 年美国进口约 1.63 亿条乘用车胎



资料来源：USITC，浙商证券研究所

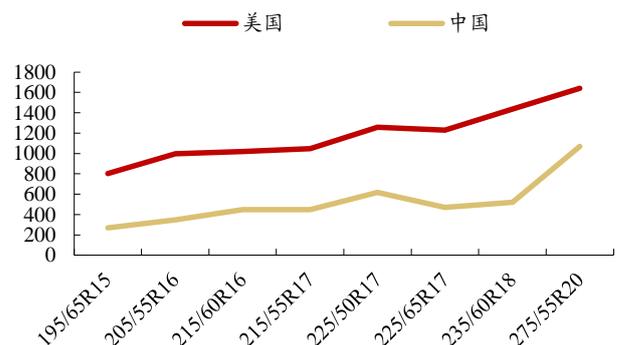
美国是更具吸引力的轮胎出口市场。根据 USTMA，22 年美国乘用车胎、卡客车胎需求分别为 2.55 亿条、7660 万条，而根据 USITC，22 年美国乘用车胎、卡客车胎分别进口 1.63 亿条、5900 万条，进口占比达 63.8%、77.0%，美国是轮胎进口大国。此外从产品盈利能力看，以韩泰为例，同品牌同尺寸轮胎，美国市场产品价格更高，轮胎盈利更强。中国作为轮胎出口大国，无论从需求还是产品盈利，美国都是更具吸引力的市场。

图3： 2022 年美国进口约 5900 万条卡客车胎



资料来源：USITC，浙商证券研究所

图4： 同品牌同尺寸轮胎，美国市场盈利能力更强（元/条）



资料来源：京东、Simpletire，浙商证券研究所

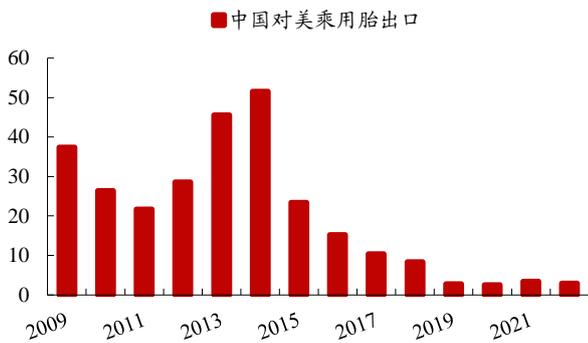
遭遇贸易关税狙击，中国出口至美轮胎数量断崖式下降。中国企业凭借高性价比产品，出口至美轮胎数量快速增加。为保护本土企业，美国自 2009 年开始多次对我国轮胎加征高额贸易关税。2014 年关税政策空窗期，我国出口至美半钢、全钢轮胎数量一度达 5160 万条、1500 万条。随后美国再次对我国半钢、全钢进行“双反”调查，高额关税下，我国轮胎性价比优势不复存在，出口至美轮胎快速下降。据 USITC，22 年我国出口至美半钢、全钢胎分别为 290 万条、330 万条。

表1: 美国对我国轮胎贸易保护政策

国家	开始时间	名称	轮胎类型	结果及贸易保护措施
美国	2009年6月	中美轮胎特保案	乘用车胎及轻卡胎	2009年9月开始连续三年对中国输美乘用车及轻卡胎分别加征55%/45%/35%从价特别关税
	2013年12月	对华新重启工程机械轮胎反倾销情势变迁复审	工程轮胎	2014年2月终裁决定惩罚税率为16.18%-105.59%
	2014年7月	对华半钢子午线轮胎“双反”调查	乘用车胎及轻卡胎	2015年8月终裁认定我国半钢轮胎征收反倾销和反补贴合并税率30.61%-107.68%; 2018年3月行政复议终裁延续双反裁定,其中反倾销税率1.50%-76.46%不等,反补贴税率16.16%-119.46%不等。
	2016年2月	对华全钢子午线轮胎“双反”调查	卡客车轮胎	2017年2月中国轮胎行业取得终裁胜诉,反倾销和反补贴不成立。 2018年重启双反调查,2019年2月确定对中国卡客车胎征收反倾销和反补贴合并税率23.81%-66.17%。
	2018年6月	中美贸易战加征关税	多种轮胎	美国商务部对华输美轮胎产品加征25%关税

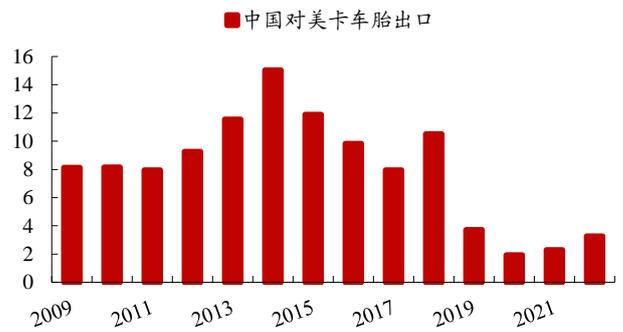
资料来源: 轮胎商业网, 浙商证券研究所

图5: 受关税影响, 中国对美乘用车胎出口快速下降 (百万条)



资料来源: USITC, 浙商证券研究所

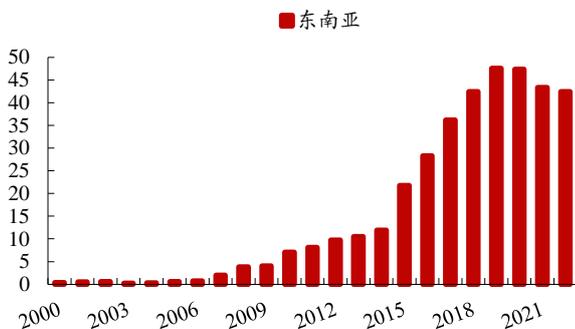
图6: 受关税影响, 中国对美卡车胎出口快速下降 (百万条)



资料来源: USITC, 浙商证券研究所

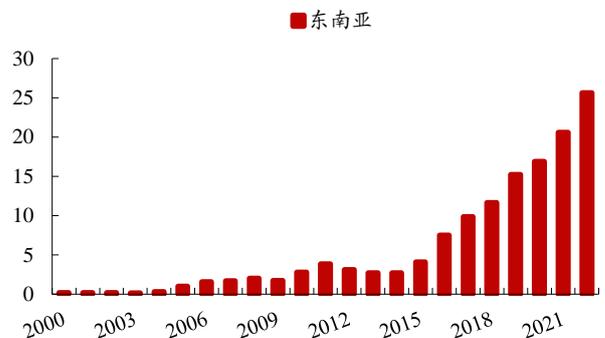
落子东南亚, 实现弯道超车。 面临美国对我国轮胎加征高额关税, 国内轮胎企业纷纷主动出击, 在东南亚建厂, 夺回失去的美国市场。根据 USITC, 东南亚 (泰国、越南、柬埔寨) 出口至美国半钢、全钢自 2015 年后快速增加, 2019 年半钢出口至美达 4750 万条, 占美国同期需求的 17.67%, 2022 年全钢出口至美达 2560 万条, 占同期美国需求的 33.45%。

图7: 轮胎出海, 东南亚对美乘用车胎出口增加 (百万条)



资料来源: USITC, 浙商证券研究所

图8: 轮胎出海, 东南亚对美卡车胎出口增加 (百万条)



资料来源: USITC, 浙商证券研究所

2 再遇东南亚关税风波，各家轮胎境况有所分化

2.1 东南亚优势得天独厚，海外工厂为主要利润来源

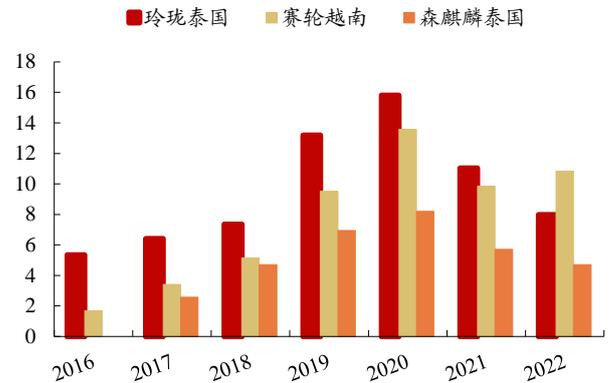
东南亚是国内轮胎海外建厂首选。东南亚作为国内轮胎企业出海建厂首选，主要得益于以下优势：一方面在 2020 年以前，东南亚出口轮胎至美国具有关税优势；另一方面东南亚靠近天然橡胶主产地，采购原料上具有价格优势；此外东南亚还具有丰富而低廉的劳动力。得天独厚的优势下，根据知网，中国轮胎企业在东南亚工厂由 15 年的 2 家增加 20 年的 7 家。与此同时随着东南亚产能的逐渐释放，海外轮胎工厂收入快速增加，由 15 年的 28.7 亿元增至 20 年的 191.96 亿元，GAGR 达 46.2%。

图9：我国轮胎企业海外收入和产量快速增加（亿元，万条）



资料来源：知网《2021年度中国轮胎排名企业产能产量数据析评》，浙商证券研究所

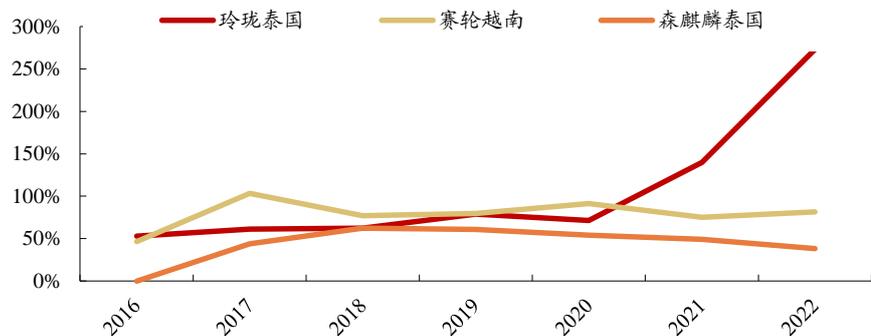
图10：国内轮胎龙头海外工厂净利润(亿元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

海外工厂是轮胎企业主要利润来源。国内企业通过出海东南亚建厂，有效填补了中国因高额关税而失去的美国市场份额，此外在关税、原材料、人工成本多重优势下，海外工厂利润丰厚，已经成为轮胎企业主要利润来源。根据万得，玲珑泰国、赛轮越南、森麒麟泰国工厂净利润由 17 年的 6.42/3.41/2.57 亿元分别增至 20 年的 15.82/13.59/8.20 亿元，增幅分别达 146%/299%/219%。从占比看，20 年玲珑、赛轮、森麒麟海外工厂利润占公司总利润比分别为 71.2%、91.1%、54.2%，22 年玲珑、赛轮、森麒麟占比分别为 273.2%（国内亏损）、81.5%、38.1%，海外工厂已经成为国内企业盈利主要来源。

图11：海外基地贡献了绝大部分利润



资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：海外工厂利润与公司归母净利润比值）

2.2 出口数量快速增加，美国再出“双反”制裁

随着东南亚出口至美国轮胎数量快速增加，2020年6月美国商务部宣布对进口自泰国、越南的乘用车和轻型卡车轮胎发起反倾销立案调查，同时对进口自越南的乘用车和轻型卡车轮胎发起反补贴立案调查。2021年美国商务部终裁显示，玲珑、住友作为强制应诉企业，反倾销税率分别为21.09%、14.62%，森麒麟获得平均税率17.06%。反补贴方面，赛轮、锦湖税率分别为6.23%、7.89%。

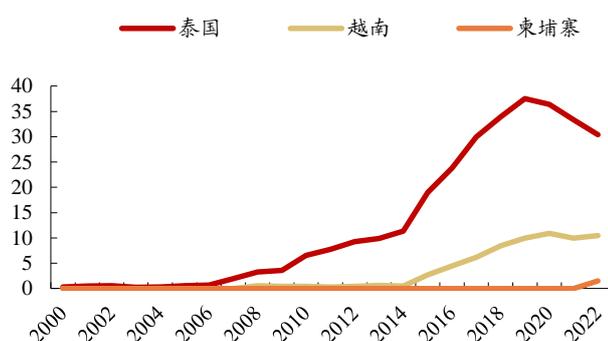
表2: 美国对东南亚双反税率情况

国家和地区		反倾销税	反补贴	双反
		终裁	终裁	终裁
泰国	玲珑	21.09%		21.09%
	住友	14.59%		14.59%
	森麒麟	17.06%		17.06%
	其他	17.06%		17.06%
越南	赛轮	0	6.23%	6.23%
	建大	0	6.46%	6.46%
	普利司通	0	6.46%	6.46%
	锦湖	0	7.89%	7.89%
	横滨	0	6.46%	6.46%
	其他	22.30%	6.46%	28.76%
柬埔寨	赛轮	0	0	0.00%

资料来源：中国橡胶，美国商务部，浙商证券研究所

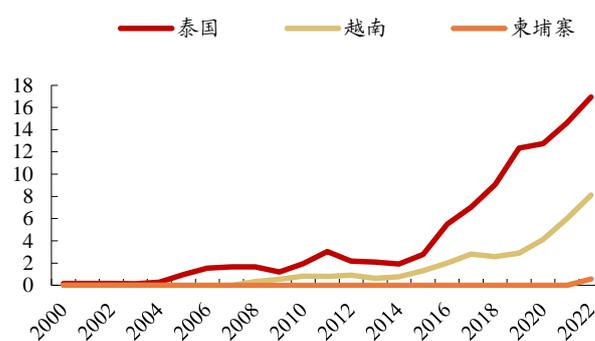
受双反税率影响，泰国出口至美半钢胎数量有所下滑。综合考虑双反税率，在泰国建厂企业的关税为14.59%-21.09%，越南建厂企业的关税为6.23%-7.89%。鉴于泰国关税更高，产品竞争力有所下降，根据USITC，泰国出口至美半钢胎数量从19年的3750万条下降至22年的3040万条，与此同时低关税区越南出口数量逐渐增加，由19年的1000万条增加至22年的1050万条。全钢方面，美国还未对东南亚出台贸易制裁政策，近年出口数量快速增加。

图12: 东南亚各国出口至美国乘用车胎数量（百万条）



资料来源：USITC，浙商证券研究所

图13: 东南亚各国出口至美卡客车胎数量（百万条）



资料来源：USITC，浙商证券研究所

2.3 关税初裁降幅超预期，森麒麟、玲珑轮胎有望大幅受益

根据 23 年 7 月 24 日森麒麟公告，从公司聘请的协助开展美国商务部对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销调查的第一次年度行政复审应诉工作的北京金诚同达律师事务所及其美国合作律所获悉本次复审的初裁结果，泰国出口至美关税降幅大超预期。其中强制应诉企业森麒麟由 17.06% 降至 1.24%（降幅 15.82%），住友由 14.59% 降至 6.16%（降幅 8.43%），玲珑轮胎由 21.09% 降至平均税率 4.52%（降幅 16.57%），随着关税下降，泰国出口至美半钢双反税率已低于越南，产品竞争力大幅提升，森麒麟和玲珑轮胎有望大幅受益。

表3：东南亚出口至美半钢双反税率情况

		双反	初裁	降幅
泰国	玲珑	21.09%	4.52%	16.57%
	住友	14.59%	6.16%	8.43%
	森麒麟	17.06%	1.24%	15.82%
	其他	17.06%	4.52%	12.54%
越南	赛轮	6.23%		
	建大	6.46%		
	普利司通	6.46%		
	锦湖	7.89%		
	横滨	6.46%		
	其他	28.76%		
柬埔寨	赛轮	0.00%		

资料来源：公司公告，轮胎世界网，浙商证券研究所

关税降低，泰国工厂利润有望增加。一方面随着出口至美关税下降，2021 年到 2022H1 已缴纳的超额关税有望返还，根据我们测算，假设 90% 出口美国，且企业自己承担 50% 销量关税，森麒麟、玲珑轮胎有望分别获得返税 2.5 亿元、3.2 亿元。另一方面，关税下降公司产品竞争力提升，公司产品提价后盈利有望增加。森麒麟现有半钢产能 1600 万条，假设半钢提价 7.91%，满产下泰国半钢利润有望达 8.05 亿元，较 22 年增加 96%（其中量增 62%，提价增 21%）。玲珑泰国现有半钢 1500 万条，假设半钢提价 8.28%，满产下泰国半钢利润有望达 9.25 亿元，较 22 年增加 90%（其中量增 61%，提价增 18%）。

表4：关税下降森麒麟和玲珑轮胎返税及利润测算

	玲珑泰国	森麒麟泰国	备注
半钢产能（万条）	1500	1600	
21&22H1 半钢收入（亿元）	43.5	34.7	
返税（亿元）	3.2	2.5	假设 90% 出口美国，且自销 50%
提价幅度（%）	8.29%	7.91%	假设提价关税降幅的一半
22 年提价收入（亿元）	26.9	26.4	
收入增量（22 年）（亿元）	1.48	1.75	
22 年提价利润（亿元）	5.75	5.49	
利润增量（22 年）（亿元）	0.88	1.39	
提价满产收入（亿元）	43.8	42.7	
提价满产利润（亿元）	9.25	8.05	
利润增幅（%）	90%	96%	
销量增幅（%）	61%	62%	
提价增幅（%）	18%	21%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3 风险提示

- 1.贸易政策影响：若美国商务部对东南亚各个轮胎企业双反关税进行调整，将影响各公司产品竞争力和盈利能力，进而影响公司业绩。
- 2.海运费：若海运费大幅波动，将对轮胎企业发货节奏以及盈利造成一定影响。
- 3.全球宏观经济，若全球经济大幅下行，轮胎需求受到影响，将影响各轮胎公司的销量及盈利。
- 4.测算偏差风险：若前提假设与实际情况有出入，森麒麟与玲珑轮胎泰国工厂返税及盈利测算有偏差。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>