

森麒麟 (002984) 深度报告：

天时地利人和，智能制造走向全球

翟绪丽

首创证券化工行业首席分析师

SAC执证编号：S0110522010001

Email: zhaixuli@sczq.com.cn

电话：010-81152683

2023-7-20

主要观点

天时：海外集中度降低，国内集中度提升，原料成本及海运费回落，经济复苏可期

长周期来看，全球轮胎行业集中度较高，但降低趋势明显，以米其林、普利司通、固特异组成的头部轮胎制造商的全球市占率在2000-2021年间约以1%/年的年化速度降低，而隶属于第三、第四梯队的其他轮胎制造商却以0.8%/年的年化速度提升。国内轮胎行业集中度较低，但呈现提升趋势。我们选取森麒麟、玲珑、赛轮、三角、风神、青岛双星、贵州轮胎7家轮胎企业，发现七家全球占比之和已由2017年的7.9%提升至2022年的10.1%，相信国内轮胎企业凭借高性价比在全球市场份额将进一步扩大。

短周期来看，2021年全球疫情反复海运费高涨，原材料价格大幅上涨，2022年，海运费急速回落导致海外经销商高价库存高企、欧美通货膨胀压力带来终端市场需求缩减，进入2023年，多重不利因素逐渐远去，国内经济复苏可期，海外经销商去库存结束，严峻的行业环境迎来转机，有望带动行业和企业盈利触底反弹。

地利：泰国工厂二期已投产，摩洛哥西班牙项目已在路上，未来践行“833Plus”战略，全球布局

目前公司已建成中国青岛、泰国罗勇两大轮胎生产基地，产能达到3000万条/年，其中泰国工厂二期600万条/年高性能半钢子午线轮胎和200万条/年高性能全钢子午线轮胎已于2022年6月投产，目前处于产能爬坡中，预计2023年具备满产能力。另外，公司已经陆续启动西班牙和摩洛哥项目，预计2023年开工建设，在已经完成中国、泰国、欧洲和非洲的智能制造生产基地布局基础上，未来将继续践行“833plus”战略规划，深入实施全球化发展战略。

人和：智能制造，高端定位，持续研发投入和出色费用控制共同铸就卓越盈利能力和竞争优势

公司过去几年在全行业逆境中负重前行，不仅经营业绩稳步增长，而且毛利率和净利率保持七家所选企业中的最高水平，充分体现出强大的竞争力。我们认为这与公司坚持智能制造，坚持高端定位，坚持研发投入，以及出色的费用控制能力密切相关。公司轮胎产品已经具备比肩国际大牌的品质，但产品价格却还有很大差距，在全球消费者都在寻求更高性价比产品的大环境下，公司的竞争优势将愈加显著。

盈利预测和评级：我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为12.40/15.28/20.92亿元，EPS分别为1.91/2.35/3.22元，对应PE分别为16/13/9倍，考虑公司作为轮胎行业智能制造的典范，盈利能力强，竞争优势显著，泰国二期、摩洛哥、西班牙陆续建设投产，成长空间大，维持“买入”评级。

风险提示：需求疲弱，轮胎价格和销量下滑；规划项目进展不及预期；原料价格、海运费成本升高。

目录

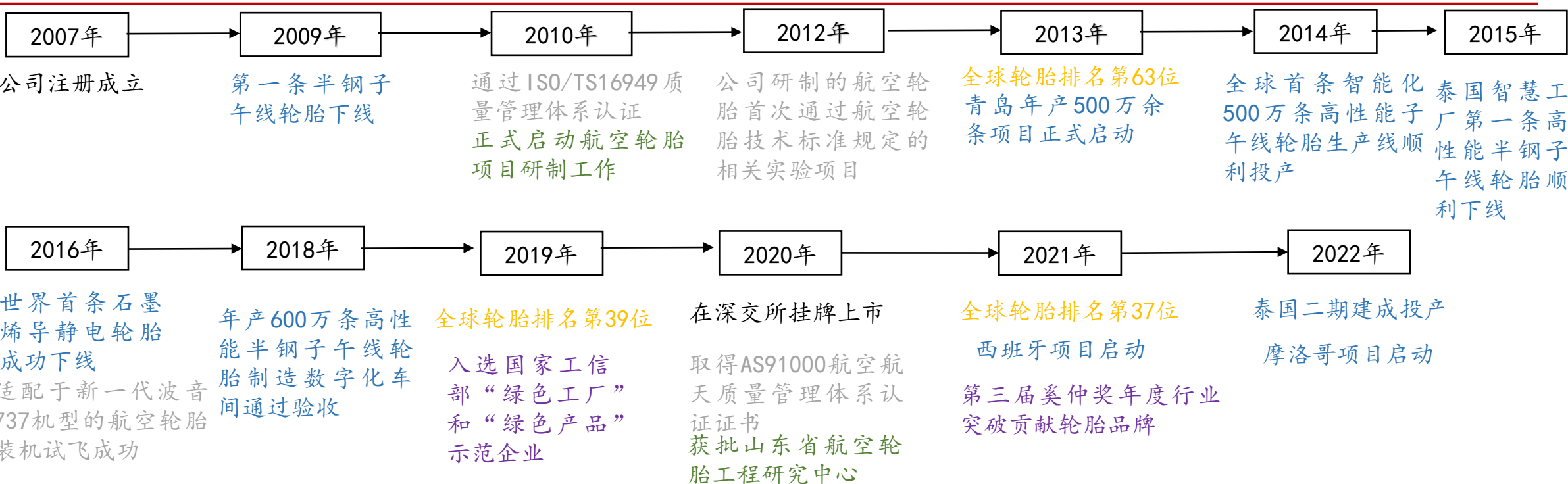
- 1、**智能化制造典范，全球化布局稳步推进**
- 2、**全球轮胎需求稳中有升，行业集中度较高，但降低趋势明显**
- 3、**国内轮胎行业复苏在即，原料成本和海运费已回落至合理区间**
- 4、**国内轮胎行业集中度低，但呈现提升趋势，公司盈利能力强，竞争优势显著**
 - 4.1 **国内轮胎行业集中度低，但呈现提升趋势**
 - 4.2 **与其他6家轮胎企业相比，森麒麟盈利能力强**
 - 4.3 **森麒麟卓越盈利能力、竞争优势原因分析**
 - 4.3.1 **智能制造降低成本、提升品质**
 - 4.3.2 **大尺寸高性能的中高端定位溢价能力强，毛利率高**
 - 4.3.3 **研发持续投入，航空轮胎和新能源汽车轮胎放量在即**
- 5、**盈利预测和评级**
- 6、**风险提示**

1、智能化制造典范，全球化布局稳步推进

1.1 成为国际少数航空轮胎制造企业之一，航空胎质量已达国际领先水平

- 创世界轮胎品牌，建智能化示范工厂。**森麒麟成立于2007年，公司秉承“创世界一流轮胎品牌”的战略目标，拥有森麒麟（SENTURY）、路航（LANDSAIL）、德林特（DELINTE）、吉翔速（GROUNDSPEED）四大轮胎品牌，通过智能制造模式实现生产过程的“自动化、信息化、智能化、数字化、可视化、可溯化”，成为轮胎行业智能制造标杆企业。
- 航空胎质量已达国际领先水平。**航空轮胎作为轮胎制造领域尖端产品，公司历经多年研发，多款航空轮胎通过测试和批准，已经成为国际少数航空轮胎制造企业之一。

图表1 公司历史沿革

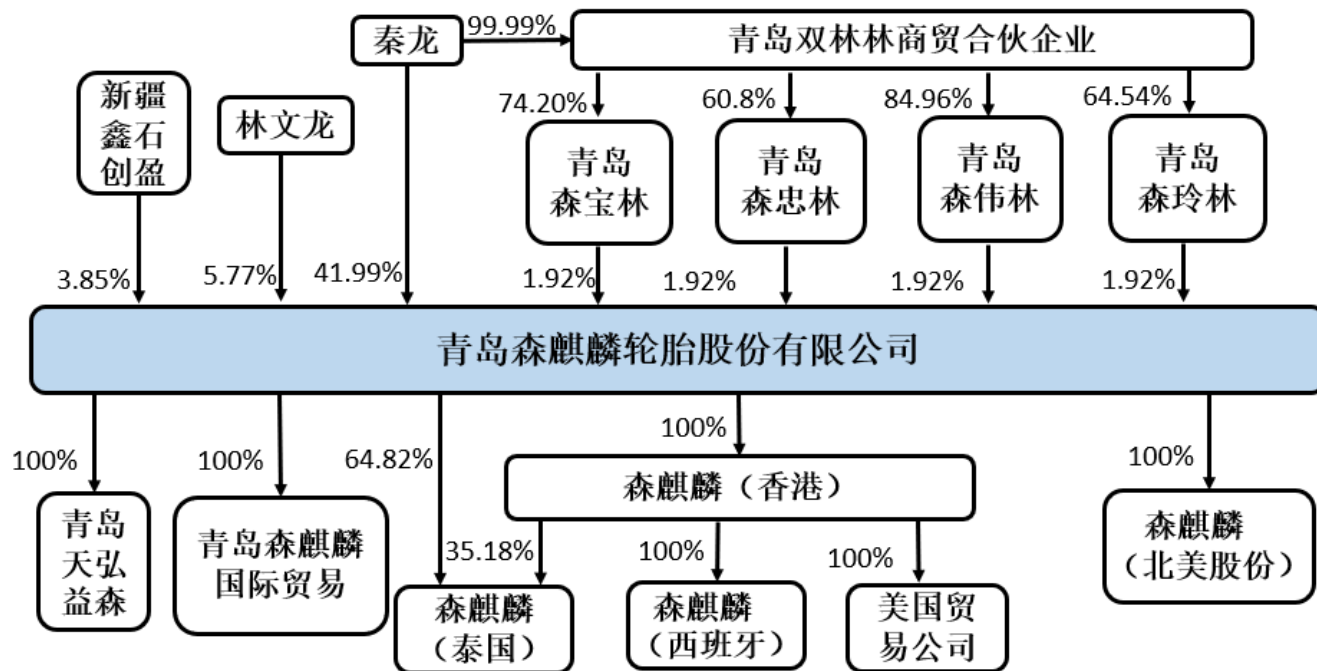


资料来源：公司官网，公司公告，首创证券

1.2 股权结构稳定，下属公司全球化布局

- 公司控股股东及实际控制人为秦龙。公司股权结构集中、稳定，公司创始人、现任董事长秦龙为公司第一大股东，截至2022年12月31日，直接持有公司41.99%的股权，并通过青岛森忠林、青岛森玲林、青岛森伟林、青岛森宝林四个持股平台间接持有公司7.70%的股权，共计持有公司49.69%的股权，为公司控股股东和实际控制人。
- 设立5家全资子公司，全球化布局。森麒麟（泰国）为泰国工厂运营主体，为公司重要的海外生产基地，森麒麟（香港）主要从事轮胎贸易及对外投资业务，另有森麒麟（北美股份），助力公司的全球化布局。

图表2 公司股权结构集中稳定



资料来源：公司2022年报，首创证券

1.2 股权结构稳定，下属公司全球化布局

- 公司现有轮胎产能3000万条/年。目前公司已建成中国青岛、泰国罗勇两大轮胎生产基地，其中泰国工厂二期600万条/年高性能半钢子午线轮胎和200万条/年高性能全钢子午线轮胎已经于2022年6月投产，目前处于产能爬坡中，预计2023年具备满产能力。
- 未来继续布局西班牙工厂和摩洛哥工厂。公司分别于2021年启动西班牙工厂项目，2022年启动摩洛哥工厂项目，均计划建设高性能轿车、轻卡子午线轮胎，产能分别为1200万条/年和600万条/年，预计2023年开工建设，国际化进程进一步加速。
- 践行公司“833plus”战略规划，深入实施全球化发展战略。“833plus”战略是指森麒麟计划用10年左右时间在全球布局8个数字化智能制造基地（中国3座，泰国2座，欧洲、非洲、北美各1座），同时实现运行3个研发中心（中国、欧洲、北美）和3个用户体验中心，plus是指择机并购一家国际知名轮胎企业。目前，森麒麟已完成在中国、泰国、欧洲和非洲的智能制造生产基地布局，未来将继续深入实施全球化发展战略，稳健实现“创世界一流轮胎品牌、做世界一流轮胎企业”愿景。

图表3 公司轮胎产品产能

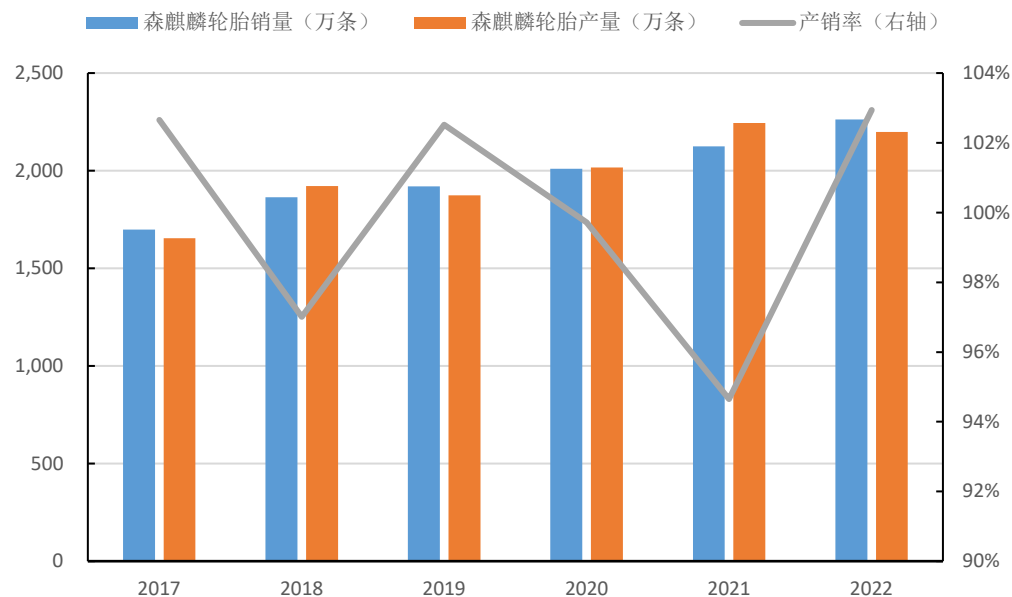
工厂	主要产品	已有产能，万条	在建产能，万条	备注
青岛工厂	半钢子午线轮胎	1200		2014年投产
	航空轮胎		8（含5万翻新轮胎）	预计2023年完成产线贯通，逐步扩大产量
泰国工厂（一期）	半钢子午线轮胎	1000		2015年投产
泰国工厂（二期）	高性能半钢子午线轮胎	600		2022年已投产，产能爬坡中，2023年具备满产能力
	高性能全钢子午线轮胎	200		2022年已投产，产能爬坡中，2023年具备满产能力
西班牙工厂	高性能轿车、轻卡子午线轮胎		1200	预计2023年开工建设，建设周期36个月
摩洛哥工厂	高性能轿车、轻卡子午线轮胎		600	预计2023年开工建设，建设周期18个月
合计		3000	1808	

资料来源：公司公告，公司官网，首创证券

1.3 产销量及利润稳步增长，期间费用率逐步下降

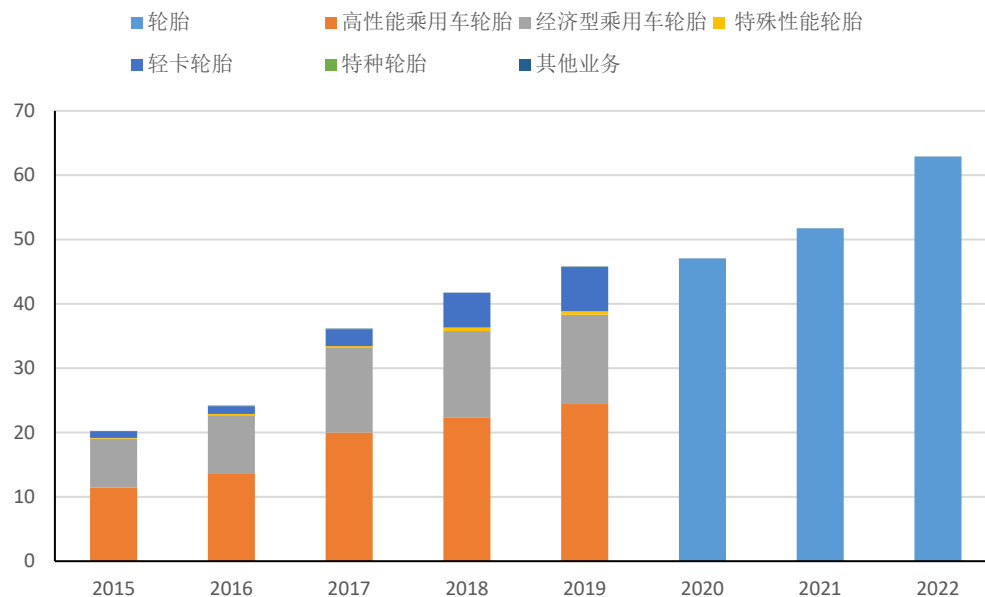
- **轮胎产销量稳步增长。**2017-2022年森麒麟轮胎产品的产销量整体呈稳步增长态势，产销率围绕100%小幅波动。2022年轮胎产量2198.63万条，产能利用率约为76.75%，主要是因为泰国工厂二期仍在产能爬坡过程中，预计2023年可以满产，2022年销量达到2263.25万条，产销率102.94%。
- **高性能乘用车胎是核心产品，收入占比高。**公司产品结构高端，以轮毂尺寸17寸及以上的高性能乘用车（主要用于C级车、D级车、SUV、MPV等）和轻卡轮胎为主，2015-2019年，高性能乘用车胎收入占总收入比重保持在55%左右，轻卡轮胎收入占总收入的比重大幅上升，由2015年的4.9%上升至2019年的14.9%。

图表4 2017-2022年森麒麟产销量稳步增长



资料来源: wind, 公司公告, 首创证券

图表5 2015-2022年森麒麟收入结构 (亿元)

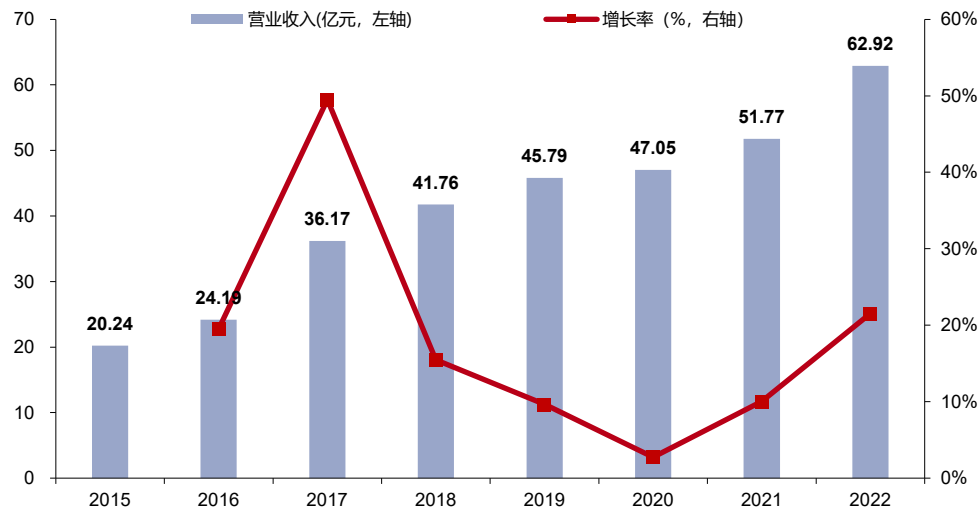


资料来源: wind, 公司公告, 首创证券

1.3 产销量及利润稳步增长，期间费用率逐步下降

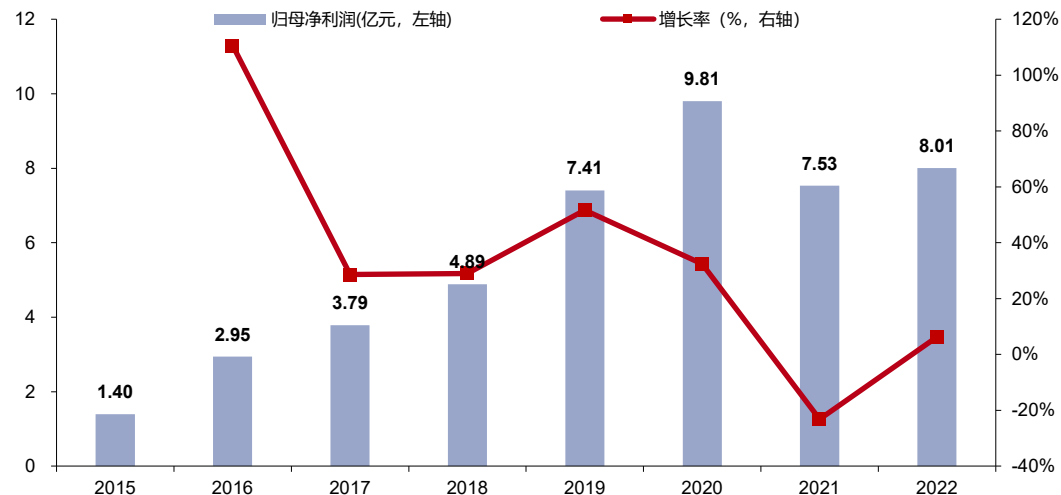
- 公司营收盈利稳步增长，轮胎为主要收入来源。2015-2022年，公司营业收入均保持增长态势，年复合增速17.5%，2022年营业收入为62.92亿元，同比增长21.53%。其中轮胎营业收入62.85亿元，占比达到99.89%。
- 公司归母净利润重回增长通道。2021年受全球疫情反复海运费高涨，原材料价格大幅上涨等原因影响，公司实现归母净利润7.53亿元，同比下滑23.17%。2022年海运费及原材料价格压力得到缓解，公司实现归母净利润8.01亿元，同比增长6.3%。同时2022年下半年海外轮胎经销商去库存逐渐结束，2023年一季度公司订单饱满，单季度实现归母净利润2.5亿元，行业至暗时刻逐渐远去，公司未来盈利有望保持增长态势。

图表6 2015-2022营业收入稳步增长



资料来源: wind, 公司公告, 首创证券

图表7 森麒麟归母净利润2022年重回增长

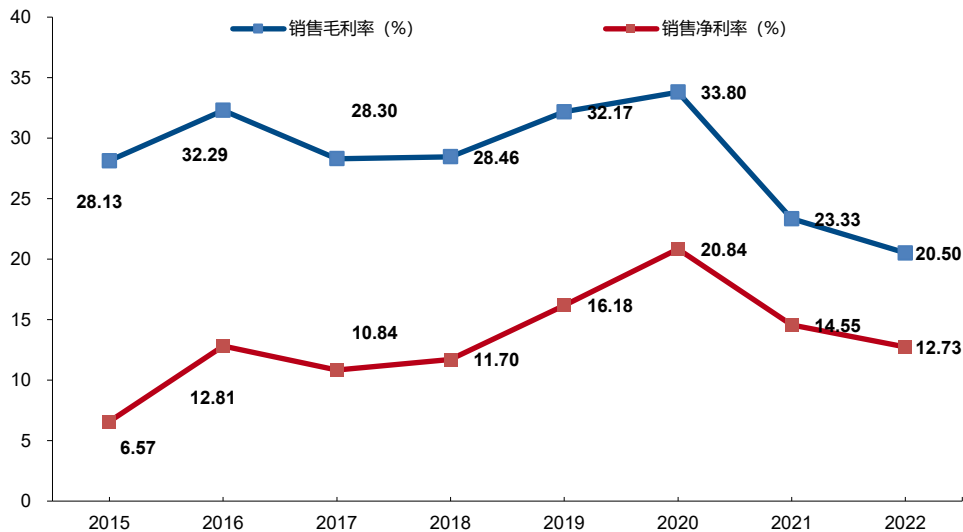


资料来源: wind, 公司公告, 首创证券

1.3 产销量及利润稳步增长，期间费用率逐步下降

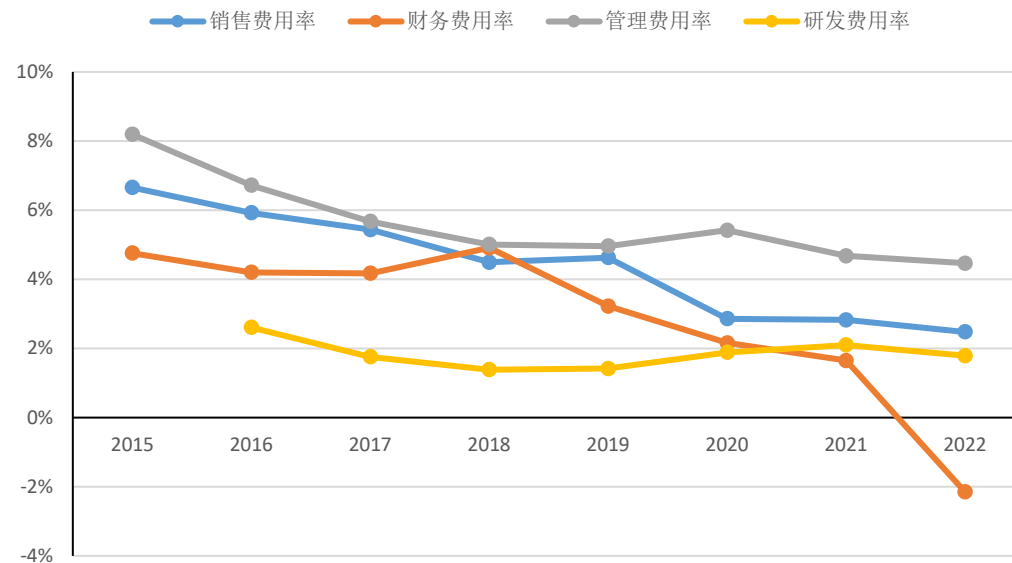
- 毛利率和净利率保持相对高位。**2020年以前，公司毛利率和净利率基本保持逐步提高的趋势，2021年开始受海运费高涨、原材料价格上涨、美国对原产于泰国的半钢子午胎加征反倾销税等多重因素影响，毛利率和净利率随之下滑，2022年又叠加海运费急速回落导致的海外经销商高价库存高企，欧美通货膨胀压力带来的终端市场需求缩减，毛利率和净利率分别下滑至20.5%和12.73%。2023年随着各种不利因素的逐渐缓解，行业触底反弹，2023Q1单季度已经分别回升至22.34%和15.09%，盈利能力有望继续修复。
- 公司期间费用率逐年下降，管理效率不断提升。**依托高自动化、信息化产线的投产以及公司出色的费用管理能力，公司的三项期间费用均呈明显下降趋势。2022年公司销售费用率为2.48%，同比-0.35pct；管理费用率为4.47%，同比-0.21pct；财务费用率为-2.14%，同比-3.79pct，主要由汇兑收益及利息收入高于相关费用所致。

图8 近两年毛利率和净利率下滑



资料来源：wind，公司公告，首创证券

图9 森麒麟期间费用率逐步下降

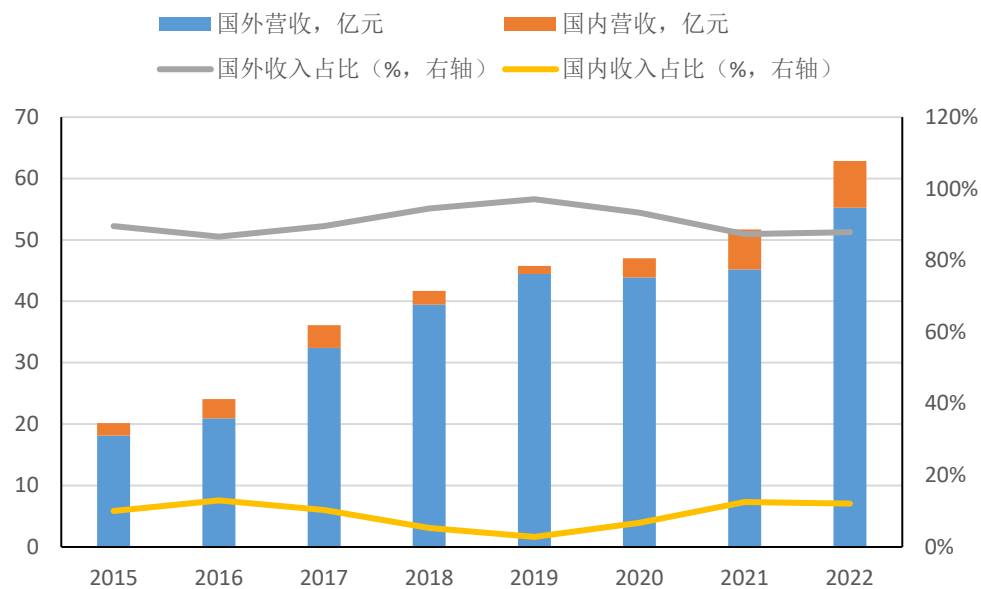


资料来源：wind，公司公告，首创证券

1.3 产销量及利润稳步增长，期间费用率逐步下降

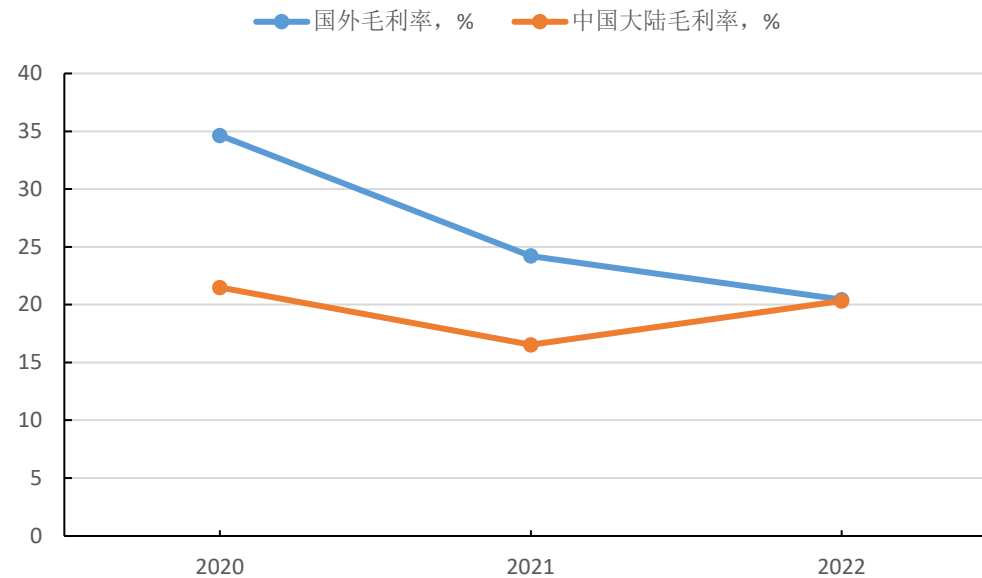
- 海外营收占比常年保持85%以上。公司轮胎业务一直以海外市场为主，包括北美、欧洲、亚太、南美、非洲等，多年来海外营收占比85%以上。2022年海外营收55.27亿元，占比87.84%，国内营收7.57亿元，占比12.03%。
- 海外毛利率高于国内。从毛利率数据来看，2020年海外和国内毛利率分别为34.64%和21.48%，海外高13.16pct，2021年，海运费高企和原料价格上涨影响海外盈利能力，海外和国内毛利率分别为24.21%和16.53%，海外高7.68pct，2022年海外经销商库存压力大，轮胎出口受阻，海外毛利率下降，海外和国内毛利率分别为20.44%和20.33%，海外仍然高于国内，预计随着海外去库存接近尾声，毛利率的差别将再次拉大。

图表10 公司以海外营收为主



资料来源: wind, 公司公告, 首创证券

图表11 海外毛利率高于中国大陆



资料来源: wind, 公司公告, 首创证券

2、全球轮胎市场稳中有升，行业集中度较高，但是降低趋势明显

2.1 全球轮胎市场行业集中度较高，但降低趋势明显

目前全球轮胎企业可被分成四个梯队：

- 第一梯队以米其林、普利司通和固特异为代表，其主要生产中高端产品，拥有技术、品牌优势及较强的市场定价能力。该梯队企业的市场优势在于生产高档轿车、轻型载重子午线轮胎。
- 第二梯队的主要企业有住友、横滨和韩泰，其市场定位为生产中端产品，优势为中档轿车、轻型载重子午线轮胎。
- 第三梯队如玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟等虽在国内拥有较强的竞争优势，但在全球范围内占有中低端市场，且市占率较低。
- 第四梯队为本土中小规模轮胎企业。

图表12 全球轮胎行业可以分为四个梯队

梯队	主要品牌和企业	市场定位
第一梯队	米其林、普利司通、固特异	生产中高端产品，拥有技术、品牌优势及较强的市场定价能力，优势在于高档轿车、轻型载重子午线轮胎
第二梯队	马牌、倍耐力、住友、韩泰	主要生产中端产品，优势在于中档轿车、轻型载重子午线轮胎
第三梯队	玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟	在国内保持行业龙头地位，全球内处于中低端市场
第四梯队	本土中小规模轮胎企业	

资料来源：华经产业研究院，首创证券

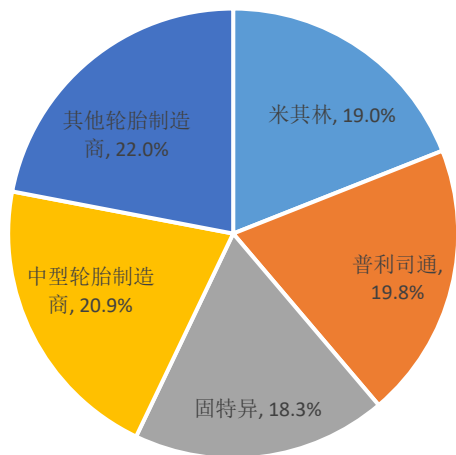
2、全球轮胎市场稳中有升，行业集中度较高，但是降低趋势明显

2.1 全球轮胎市场行业集中度较高，但降低趋势明显

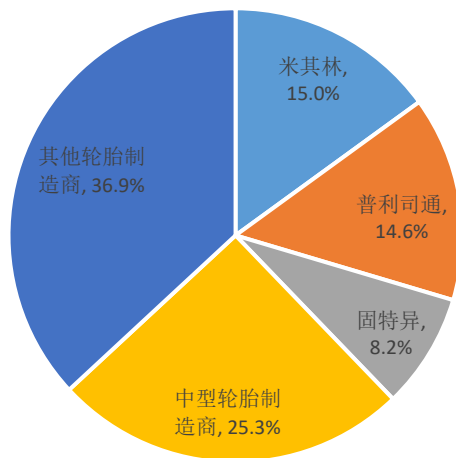
我们将米其林、普利司通、固特异合称为头部轮胎制造商，每家企业全球市占率8%以上，对应第一梯队，2021年三家合计市占率36.4%；全球市占率2~7%的为中型轮胎制造商，对应第二梯队；全球市占率低于2%的为其他轮胎制造商，对应第三梯队和第四梯队。

□ 从全球市占率角度，2000-2021年间，头部轮胎制造商约以平均1%的速度降低，而其他轮胎制造商约以平均0.8%的速度提升。根据米其林年报可以看出，头部轮胎制造商的市占率2000年高达57.1%，2019年降为37.8%，2021年进一步降低至36.4%，过去21年间平均降低速度约为每年1%。中型轮胎制造商过去21年整体来说市占率缓慢提升，但是2020年以来受疫情以及经济增长乏力等影响，市场被其他轮胎制造商挤占。其他轮胎制造商市占率则由2000年的22%提升至2021年的38.6%，平均提升速度约为0.8%每年。

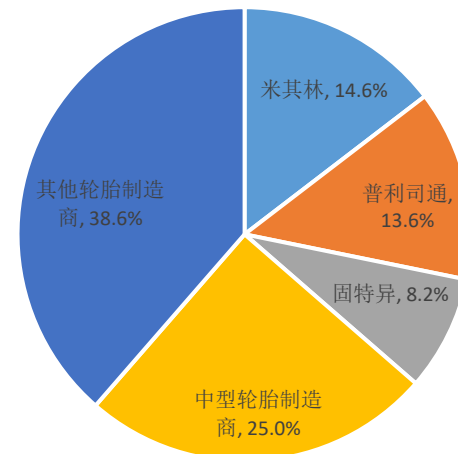
图表13 2000年全球轮胎各梯队市场占比



图表14 2019年全球轮胎各梯队市场占比



图表15 2021年全球轮胎各梯队市场占比



资料来源：米其林2001年年报，首创证券

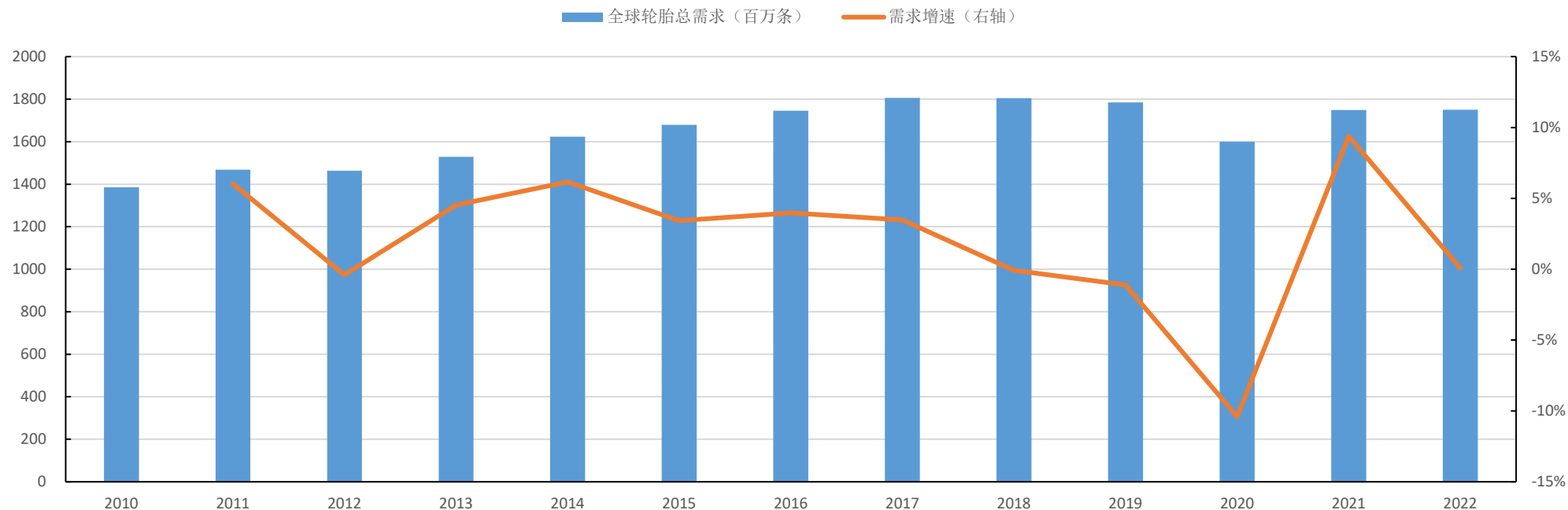
资料来源：米其林2020年年报，首创证券

资料来源：米其林2022年年报，首创证券

2.2 全球轮胎需求稳中有升

- **全球轮胎需求刚性，2022年稳中有升。**2010-2019年，全球轮胎需求整体呈现稳步增长的态势，年均复合增速约为2.9%。2020年受新冠疫情冲击，全球轮胎需求降低为16亿条，降幅10.4%；2021年强势反弹，需求数量上涨9.4%至17.49亿条，市场规模大幅增长18%至1800亿美元；2022年尽管受到欧美通胀压力带来的市场需求萎缩以及国内疫情反复等不利影响，**全球轮胎需求依然稳中有升，上涨0.1%至17.51亿条，刚性十足。**
- **未来轮胎需求有望继续保持稳中有升。**据米其林年报预测，从长远来看，成熟市场的轮胎需求会以每年0~2%的速度增长，而新兴市场的轮胎需求会以2~4%的速度增长。

图表16 全球轮胎需求刚性，2022年稳中有升

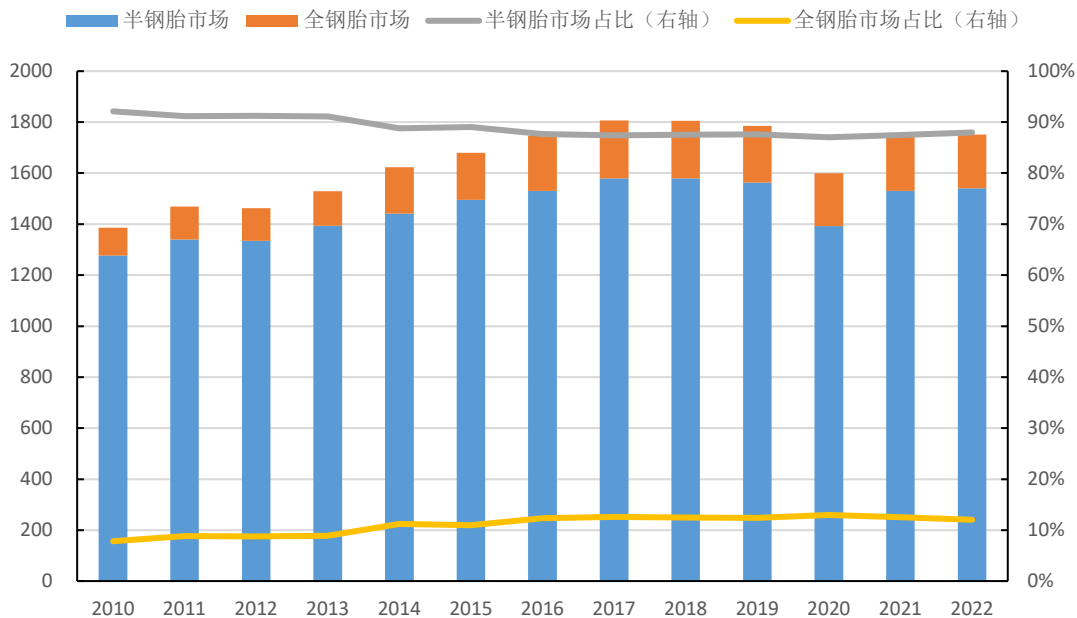


资料来源：米其林年报，首创证券

2.2 全球轮胎需求稳中有升

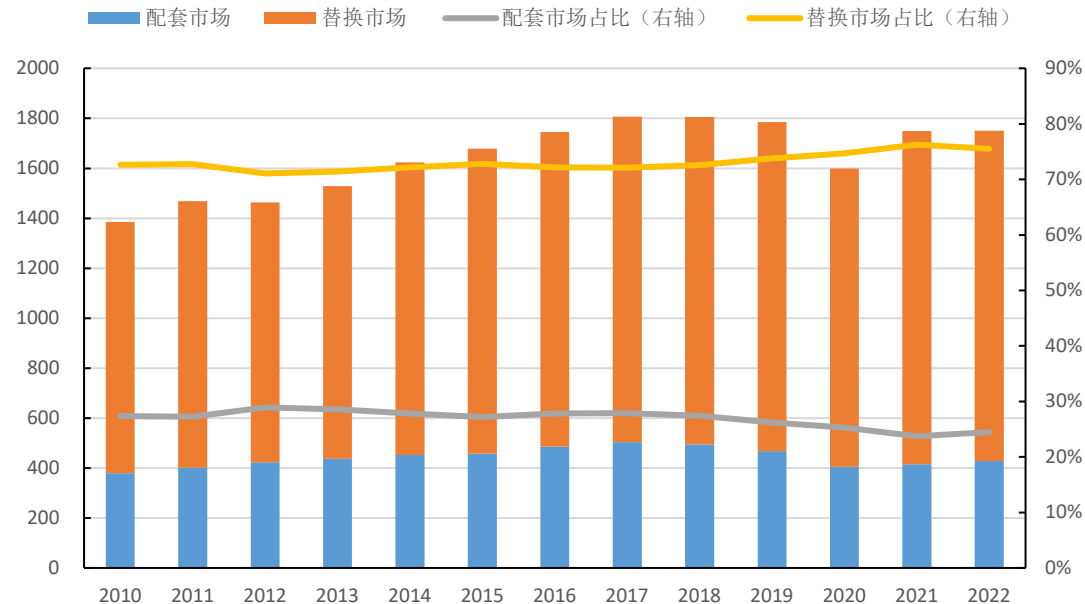
- 从半钢胎和全钢胎的角度看，半钢胎占比长期维持88%左右。乘用车胎和轻卡车胎，即半钢胎是主要的消费类型。长时间来看，半钢胎的市场占比由2010年的92.1%缓慢降低，自2016年开始，近7年来一直维持在87%~88%区间。2022年，受汽车制造商零部件采购困难，全球供应链扰动，中国新冠疫情的反复，俄乌战争的爆发等影响，全球半钢胎市场需求小幅增长0.7%至15.4亿条，而全钢胎市场下滑3.9%至2.11亿条，其中中国需求大幅下滑26%，除中国外的市场增长7%。
- 从配套市场和替换市场角度看，替换市场占比长期维持75%左右。2022年配套市场增长3.2%至4.28亿条，而替换市场降低0.9%至13.23亿条。

图表17 半钢胎市场占比长期维持88%左右（百万条）



资料来源：米其林年报，首创证券

图表18 替换市场占比长期维持75%左右（百万条）

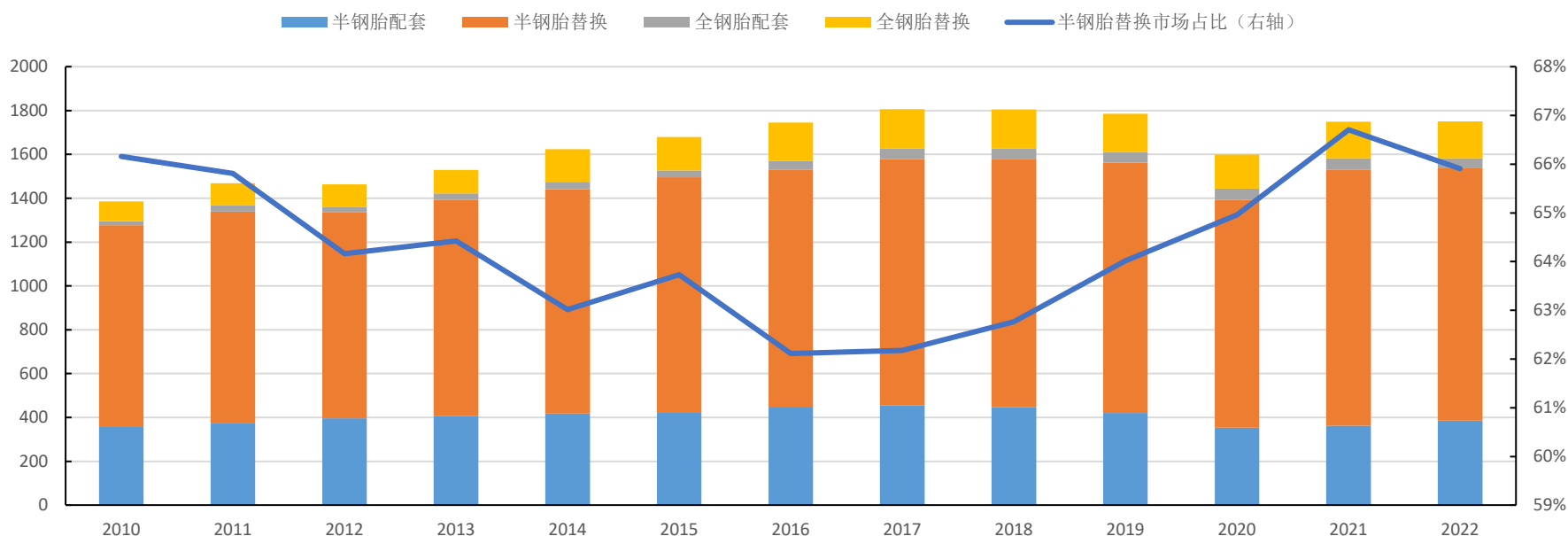


资料来源：米其林年报，首创证券

2.2 全球轮胎需求稳中有升

- 细分来看，全球半钢胎配套市场2022年增长约6.34%，其中欧洲受能源危机等影响全年增长2.94%。北美受新机动车库存低位影响，全年需求增长10%。中国受新冠疫情反复以及汽车消费刺激政策的双重影响，全年需求增长7%。
- 全球半钢胎替换市场2022年受到中国和北美的严重冲击小幅下滑1%，保持基本稳定，与2019年的水平相当。其中北美由于经销商下半年要消化前期高价库存，全年下滑4%，而中国受新冠疫情影响，需求下滑13%。
- 全球全钢胎轮胎配套市场2022年下滑19%，其中中国市场大幅下滑44%，除中国外的其他市场增长12%，其中欧洲增长5%，北美增长10%，主要是由于司机的短缺和强劲运输需求促使卡车公司升级他们的车队装备，从而为卡车制造商带来充足订单。
- 全球重卡轮胎替换市场2022年小幅增长0.72%，其中中国市场大幅下滑14%，除中国外的其他市场增长6%。

图表19 半钢胎替换市场占比长期维持在65%附近（百万条）

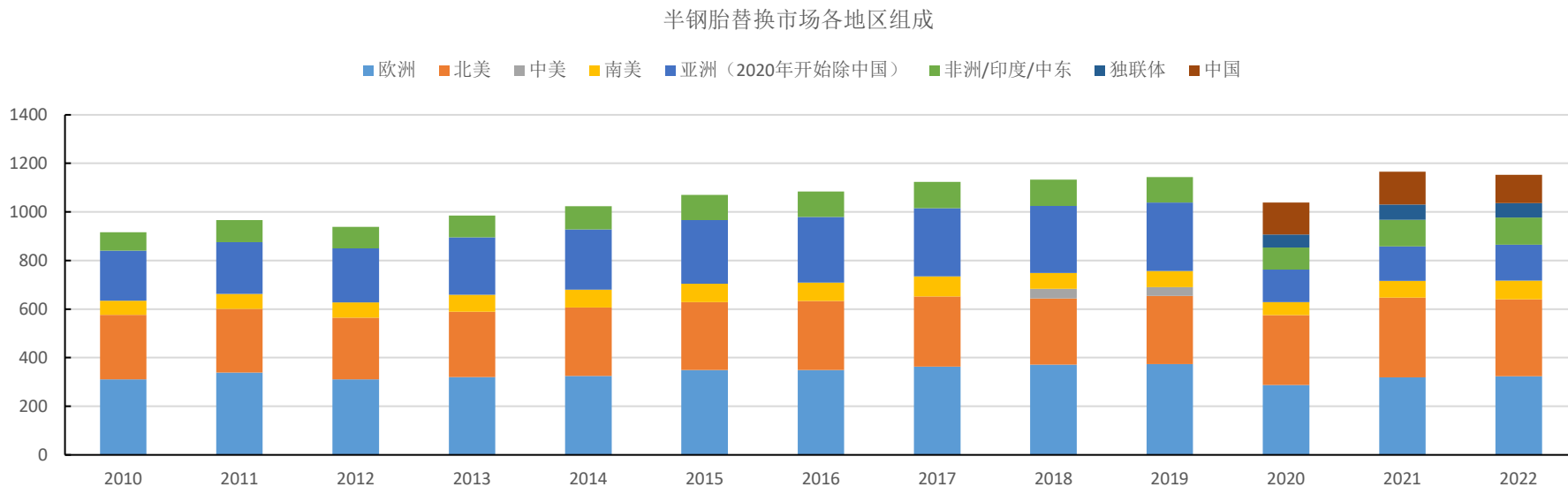


资料来源：米其林年报，首创证券

2.2 全球轮胎需求稳中有升

- 作为全球轮胎主战场的半钢胎替换市场，2010年全球需求9.17亿条，逐年稳步增长，2019年增长至11.43亿条，年均复合增速为2.5%。2020年受新冠疫情冲击，需求下滑8.3%至10.39亿条，2021年大幅上涨12.3%，增至11.67亿条，已经超过2019年2个百分点。2022年小幅下滑1.1%至11.54亿条，仍然高于2019年水平。
- 从地区分布来看，欧洲一直是半钢替换轮胎的第一大市场，2019年需求最高达到3.74亿条，全球占比约33%。2020年大幅下滑23%至2.87亿条，尽管2021年和2022年均有一定程度增长，但是2022年约为3.24亿条，仍未恢复至2019年水平。北美是除欧洲之外的第二大市场，长期需求相对稳定，所以2020年需求量并没有下滑，反而小幅上涨2.7%至2.88亿条。2021年跟随全球市场增长至3.28亿条，增幅13.9%，2022年小幅降低3.7%至3.16亿条。

图表20 半钢胎替换市场各地区组成（百万条）



资料来源：米其林年报，首创证券

2.2 全球轮胎需求稳中有升

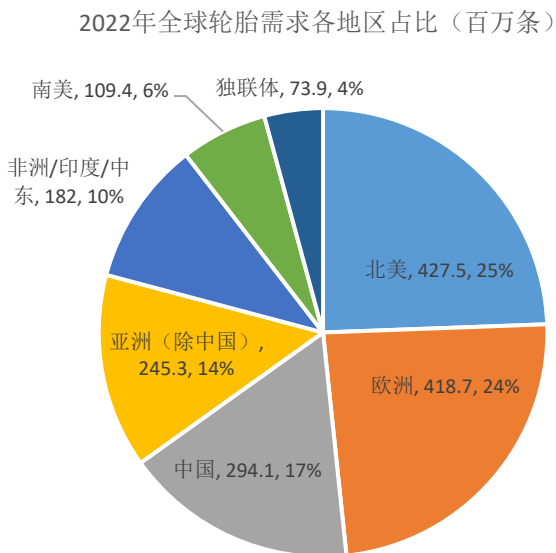
□ 欧洲及北美占据全球轮胎市场半壁江山。

从全球轮胎市场来看，2022年北美占比为24.4%，其次为欧洲23.9%，两者合计占比达到48.3%。而从最重要的细分市场，半钢胎替换市场来看，2022年欧洲和北美占比分别为28%和27%，两者合计占比达到55%。

□ 中国轮胎需求全球占比17%，为全球第三大市场。

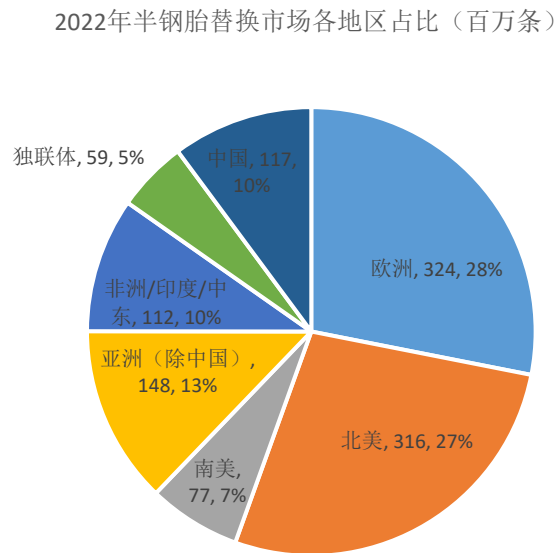
从全球轮胎市场来看，2022年中国总需求为2.94亿条，全球占比17%，为仅次于北美和欧洲的第三大市场。而从半钢胎替换市场来看，中国需求为1.17亿条，占比约10%，位居全球第四位。

图表21 2022年全球轮胎需求各地区占比



资料来源：米其林年报，首创证券

图表22 2022年半钢胎替换市场各地区占比



资料来源：米其林年报，首创证券

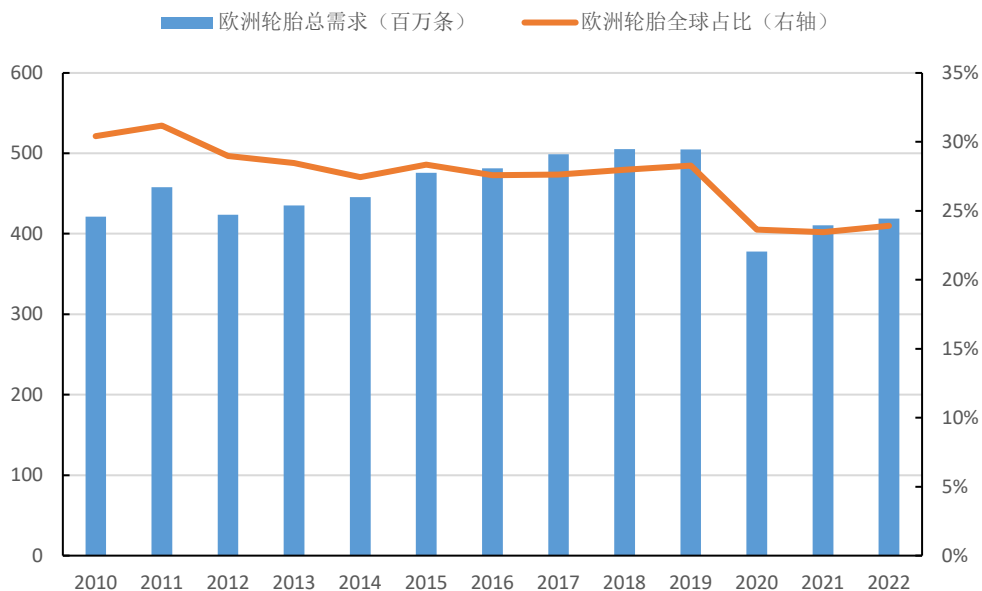
2.2 全球轮胎需求稳中有升

□ 欧美两大成熟市场目前均处于疫后修复阶段。

2010年至2019年，欧洲轮胎需求整体呈上升趋势，年复合增长率为2%。受疫情影响，2020年需求量大幅减少了25%。2021年和2022年两年连续增长，2022年恢复至4.19亿条，基本达到了与2010年相当的水平，但是较2019年仍然低17.0%，预计未来将继续修复。

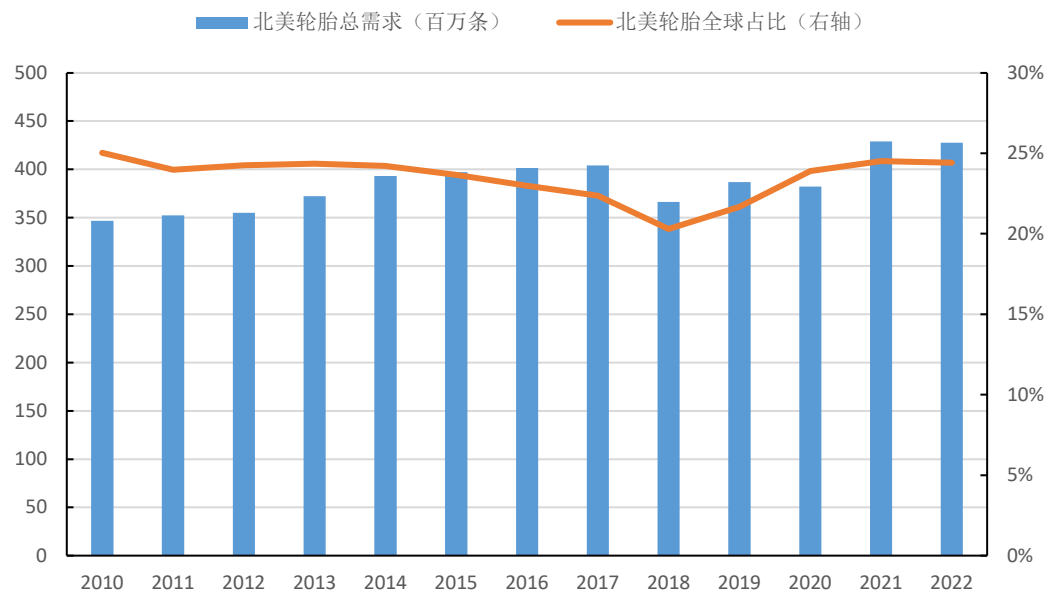
北美作为另一个成熟市场，受疫情影响相对较小，2010-2022年整体呈现增长趋势，12年间复合增长率1.8%。2022年由于通胀高企带来的需求萎缩，尽管其他细分市场保持增长，但是占比最大的半钢胎替换市场下滑3.7%，导致北美轮胎总需求小幅下滑0.3%，整体与2022年需求相当。

图表23 欧洲轮胎市场需求情况



资料来源：米其林年报，首创证券

图表24 北美轮胎市场需求情况

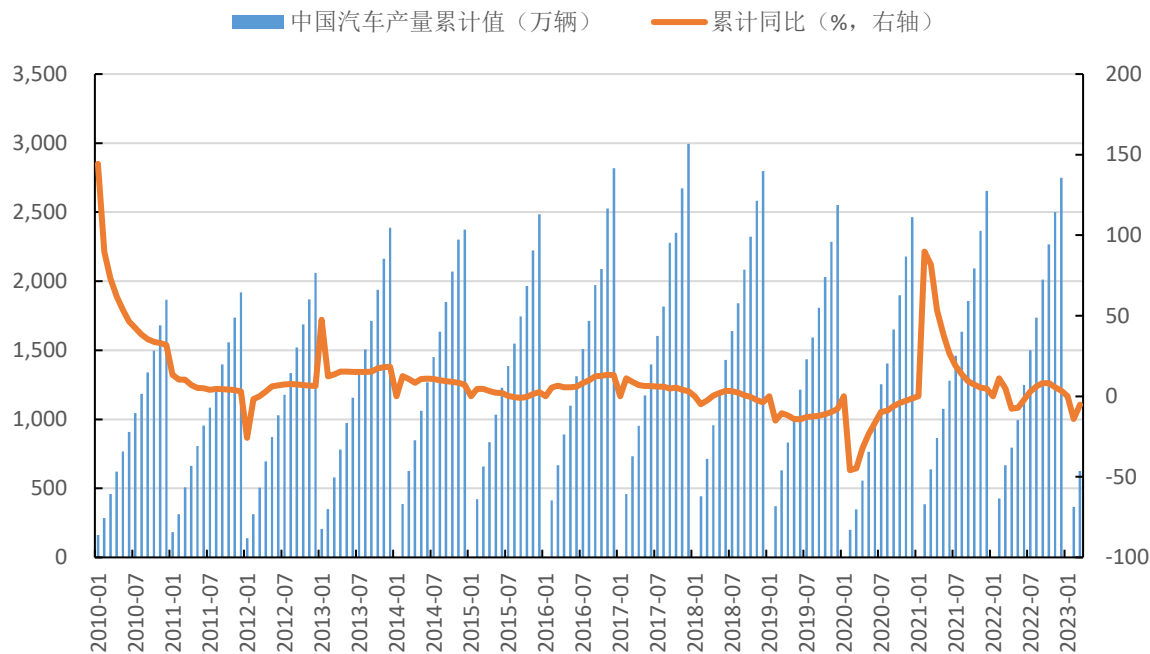


资料来源：米其林年报，首创证券

3、国内轮胎行业复苏在即，原料成本和海运费已回落至合理区间

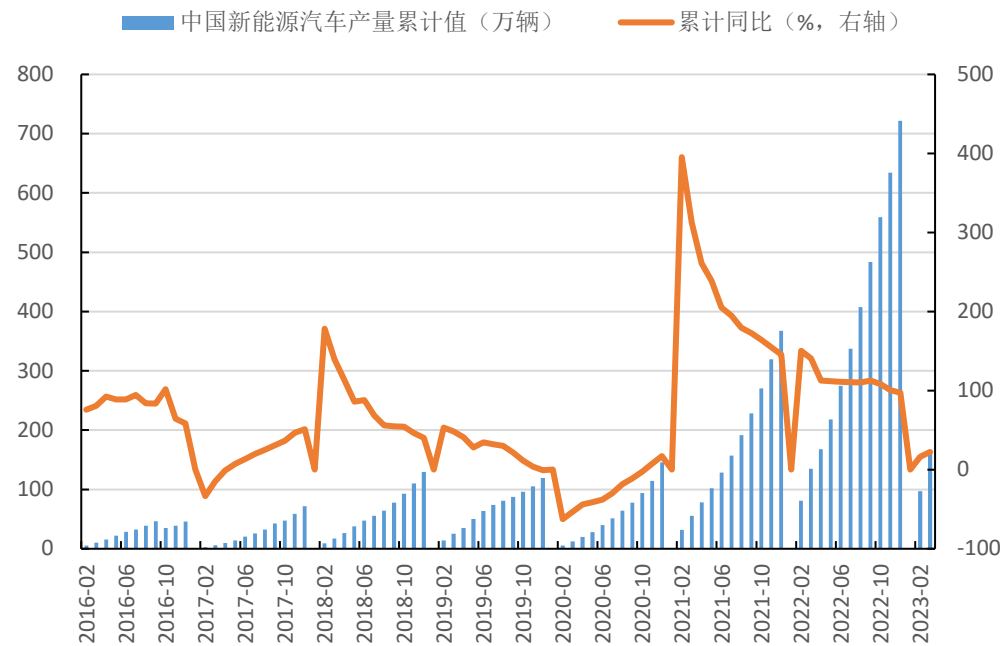
- 国内汽车产销量韧性十足，延续稳步增长态势。2020年中国汽车受经济下行压力以及疫情等冲击，产量降至2462.5万辆，为近年来低点，2021年随着经济底部复苏，产量增长4.8%至2652.8万辆，2022年尽管受到疫情反复等不利影响，但在国家促进汽车消费等政策刺激下，汽车产量增长3.4%至2747.7万辆，销量增长2.2%至2686.4万辆，2023年随着疫情的影响逐渐远去，经济企稳向好，汽车市场或将迎来复苏。
- 新能源汽车产销量持续快速增长，是拉动汽车产量的主要力量。2021年，我国新能源汽车产量367.7万辆，增速高达145.6%，2022年依然增长97.5%至721.9万辆，销量增长95.6%至688.7万辆，成为拉动国内汽车产量增长的主要力量，也将带动国内轮胎需求的增长。

图表25 2022年中国汽车产量保持增长



资料来源: wind, 首创证券

图表26 中国新能源汽车产量快速增长

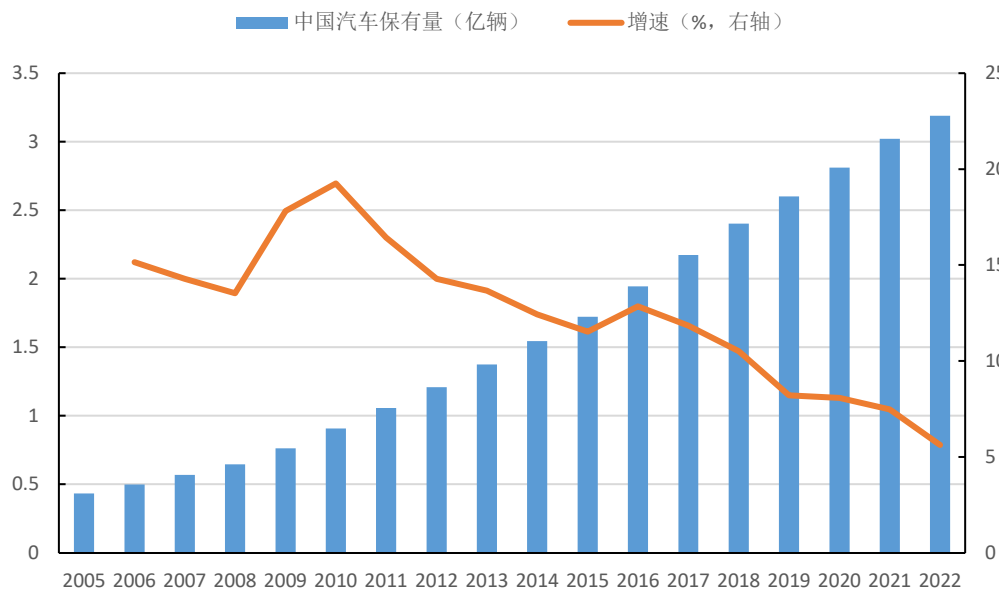


资料来源: wind, 首创证券

3、国内轮胎行业复苏在即，原料成本和海运费已回落至合理区间

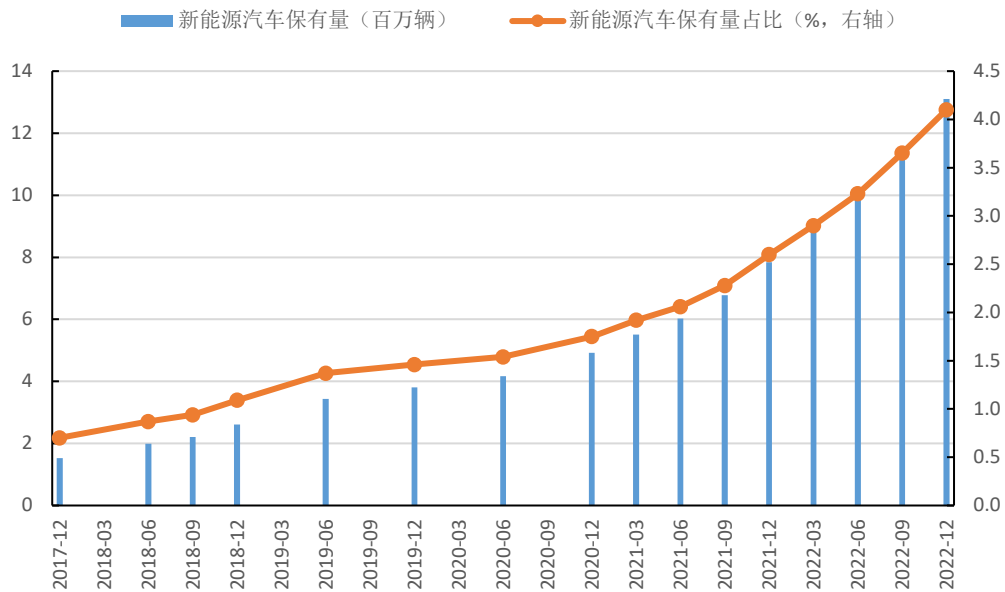
- 国内汽车保有量稳步增长。尽管随着我国汽车保有量基数的不断扩大，增速不断下滑，但是每年新增保有量的绝对值整体呈现增长的态势。2022年，我国机动车保有量增加0.17亿辆至3.19亿辆，增幅5.6%。日益庞大的汽车保有量将带来不断增长的轮胎替换市场需求。
- 新能源汽车的渗透率和保有量占比快速提升。随着新能源汽车产业的迅猛发展，2022年我国新能源汽车销量688.7万辆，渗透率达到25.6%，同时2022年新能源汽车保有量达到1310万辆，占比达到4.1%。伴随着国家与地方政策的大力扶持，特别是在《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》的大力推动下，未来中国新能源汽车行业有望继续实现稳健发展。

图表27 中国汽车保有量稳步增长



资料来源: wind, 首创证券

图表28 新能源汽车占汽车保有量比重持续提升

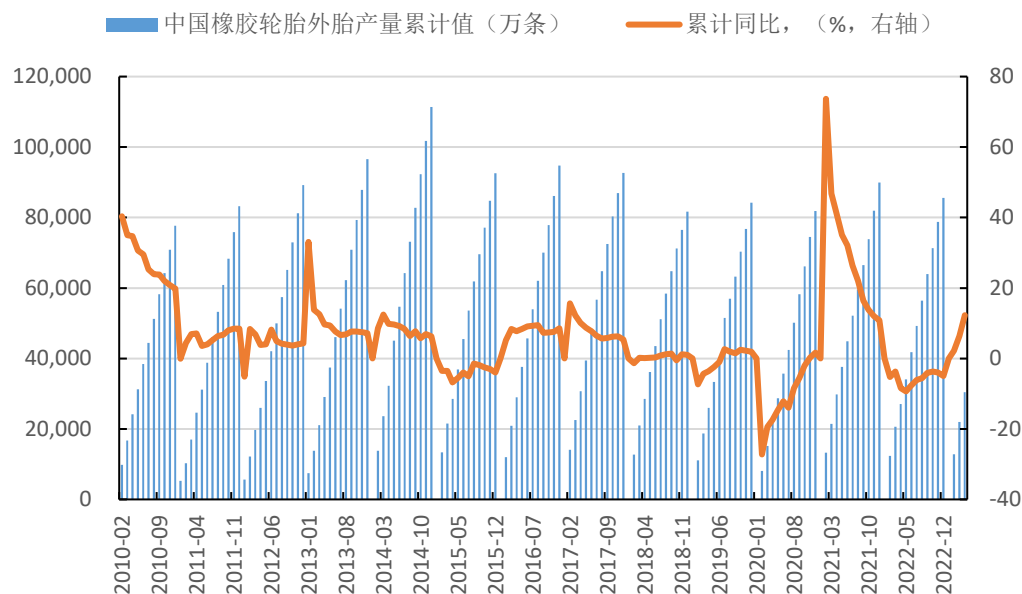


资料来源: wind, 首创证券

3、国内轮胎行业复苏在即，原料成本和海运费已回落至合理区间

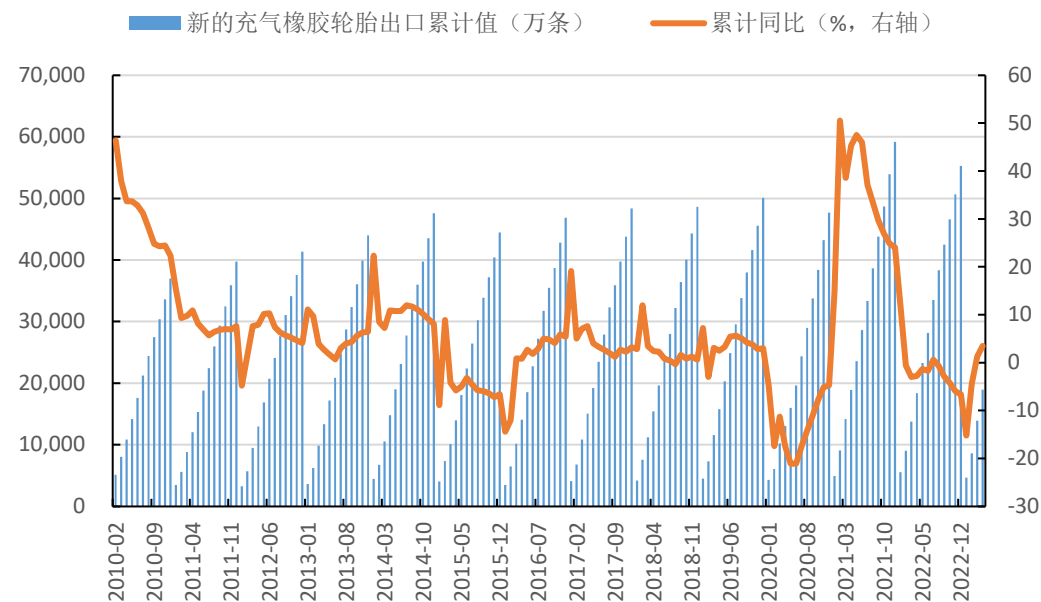
- **2022年我国轮胎行业面临严峻的海内外形势。**2022年中国橡胶轮胎外胎产量为85,600万条，同比下降5%，主要与全球疫情反复、国内疫情管控等有关。2022年共计出口新的充气橡胶轮胎55,255万条，同比下降6.6%，主要系欧美市场通胀压力较大带来的终端市场需求缩减所致。特别是2022年下半年，出口量快速下滑，累计出口27,124万条，较上半年下降约3.6%。主要因为海运费急速回落，海运流转速度加快，海运供应链恢复正常后，海外经销商短期高价库存高企延迟了下单需求，对订单产生的负面影响。
- **2023年我国轮胎行业有望回归稳中有升的良好发展态势。**伴随国内疫情防控措施的优化，以及促进消费政策的带动，经济持续复苏，2023年1-4月，中国橡胶轮胎外胎产量累计30488万条，同比增长12.3%，新的充气橡胶轮胎出口累计18977万条，同比增长3.5%。

图表29 中国橡胶轮胎外胎产量2023年开始同比增长



资料来源: wind, 首创证券

图表30 新的充气橡胶轮胎出口2023年3月开始同比增长



资料来源: wind, 首创证券

3、国内轮胎行业复苏在即，原料成本和海运费已回落至合理区间

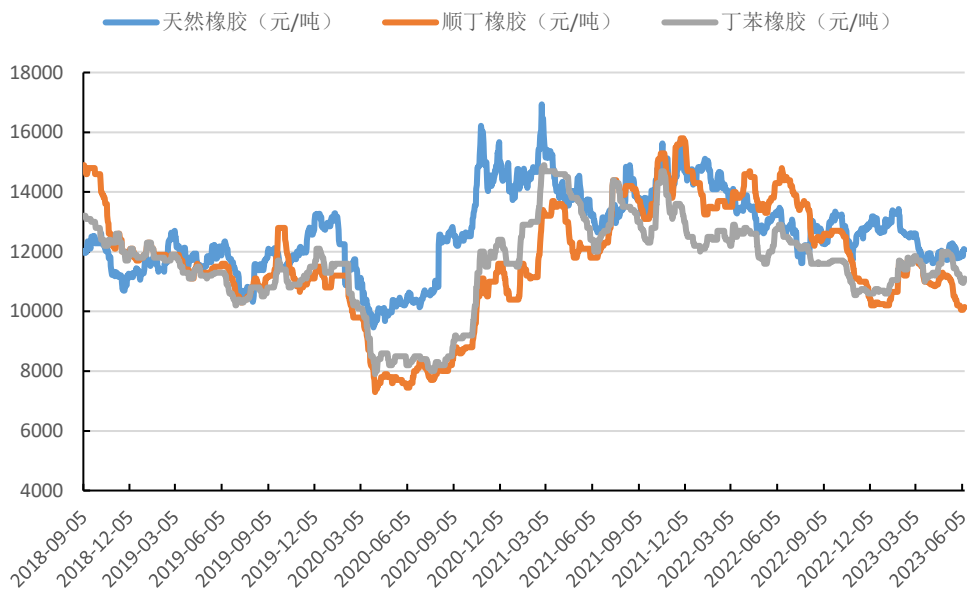
□ 轮胎各原料2021年高位震荡，2022年起逐步回落。

作为轮胎的主要原料，天然橡胶和合成橡胶的价格在2021年处于高位，如天然橡胶最高达到16935元/吨，自2022年初开始震荡下行，2023年6月12日，天然橡胶回落至11955元/吨，顺丁橡胶和丁苯橡胶分别回落至10150元/吨和11100元/吨。

作为两种主要的轮胎帘子布材料，钢丝帘线在2021年5月最高达到6700元/吨，2023年6月12日价格回落至4156元/吨，降幅达到38.0%。锦纶6帘子布在2021年11月达到31000元/吨，2023年6月12日回落至20000元/吨，降幅35.5%。

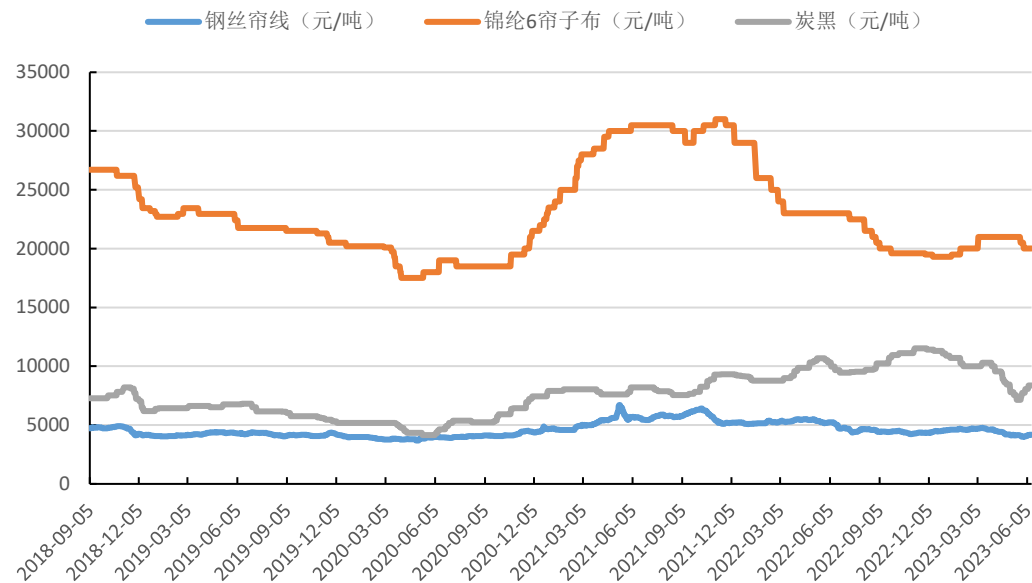
炭黑的价格走势与其他几种原料有所不同，自2020年中触底后，一直处于震荡上行趋势中，2022年11月达到11526元/吨，之后出现回落。近期受原料端价格上涨影响，炭黑价格有所反弹。2023年6月12日为8354元/吨，较高点下降27.5%。

图表31 天然橡胶及合成橡胶价格高位回落



资料来源：wind，首创证券

图表32 帘子布、炭黑等辅材价格走势



资料来源：wind，首创证券

3、国内轮胎行业复苏在即，原料成本和海运费已回落至合理区间

□ 轮胎原料加权成本2021年底达到高点，2022年开始持续回落。

我们以30%天然橡胶、30%合成橡胶（顺丁橡胶和丁苯橡胶各占15%）、16%炭黑、16%帘子布（钢丝帘线和锦纶6帘子布各占8%）、8%其他计算轮胎原料加权成本。

整体来看，原料加权成本2021年高位震荡，2021年11月25日到达本轮高点，达到14606元/吨。2022年开始持续回落，至2023年6月12日，回落至10916元/吨，较本轮高点跌幅25.3%，降至疫情之前2019年的水平。原料成本的下降有利于轮胎公司盈利能力的修复。

图表33 轮胎原材加权成本回落至2019年水平



资料来源：wind，百川盈孚，首创证券

3、国内轮胎行业复苏在即，原料成本和海运费已回落至合理区间

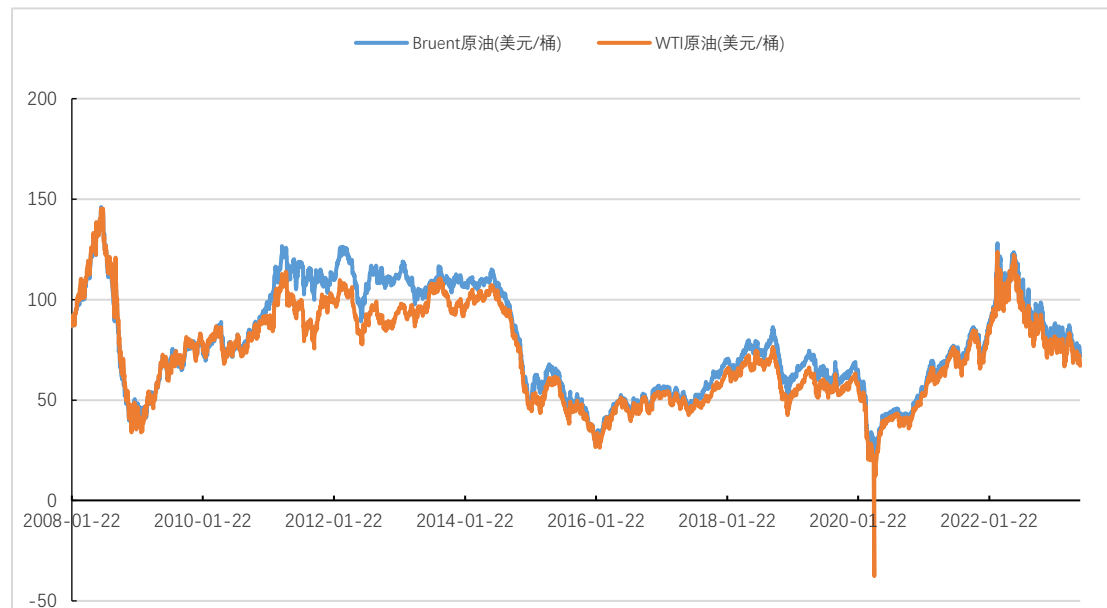
- 海运费已经回落至合理水平。**2021-2022年间，轮胎企业除了承受原材料带来的高成本压力外，还承受着海运成本上涨的压力。作为衡量国际海运情况的权威指数，波罗的海货运指数（FBX）由几条主要航线的即期运费加权计算而成。自2022年下半年开始，海运费快速回落，2023年6月9日已经回落至1440.8，较2023年初2167.5下降33.5%，较本轮高点2021年9月10日的11108.56，下降87%。
- 原油价格高位回落有利于海运费维持合理水平。**船用燃料油的价格跟国际油价的相关性很强。2022年上半年国际油价的快速上涨带来了海运费的上涨。自从2022年下半年开始，国际油价高位回落，有利于海运费回归合理水平。

图表34 波罗的海货运（FBX）指数回落至正常水平



资料来源：wind，首创证券

图表35 国际原油价格高位回落

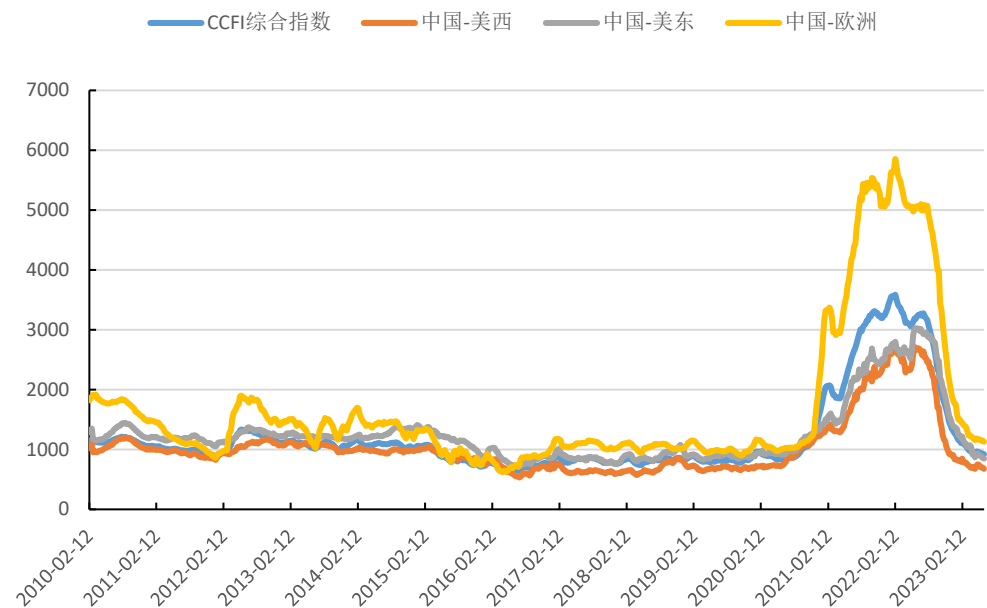


资料来源：wind，首创证券

3、国内轮胎行业复苏在即，原料成本和海运费已回落至合理区间

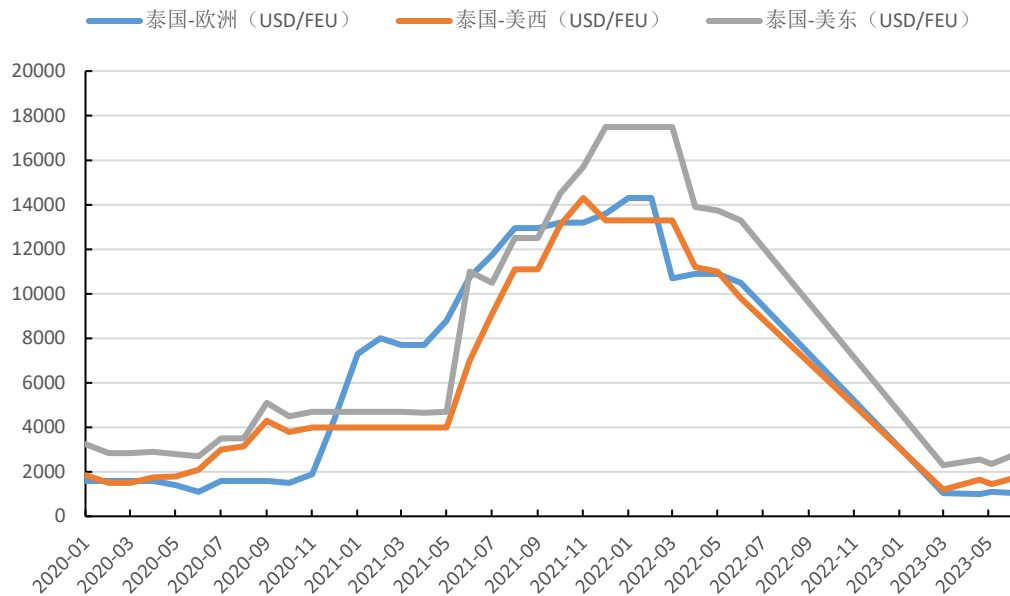
- 中国出口至欧美的集装箱运价已经回落至多年均值。根据中国出口集装箱运价指数CCFI数据，自2020年底开始中国至美西、美东、欧洲的集装箱运价开始大幅上涨，2022年上半年到达高点，自2022年下半年开始回落，目前已经回落至多年平均水平。
- 泰国出口至欧美的集装箱运价亦回落至合理区间。据TNSC官网数据，泰国出口海运集装箱运价同样自2020年下半年开始上涨，2020和2021年也呈上涨趋势，2022年一季度达到高点，随后逐步回落，2023年以来，泰国-欧洲、泰国-美西、泰国-美东线路运费均已经回落至合理区间。

图表36 中国出口集装箱运价指数CCFI回落至正常水平



资料来源: wind, 首创证券

图表37 泰国出口集装箱运价回落至正常水平



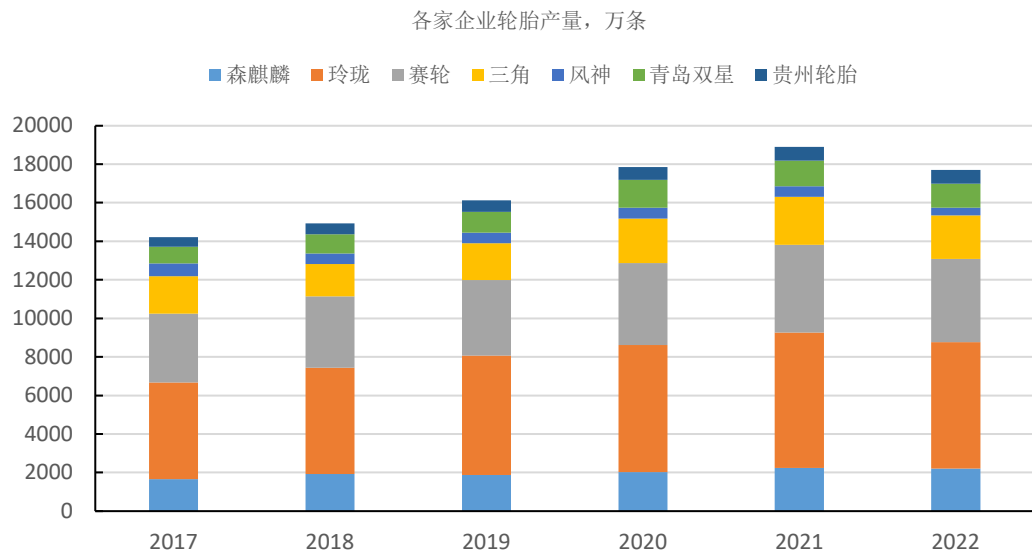
资料来源: TNSC官网, 首创证券

4.1 国内轮胎行业集中度低，但呈现提升趋势

我们选取森麒麟、玲珑、赛轮、三角、风神、青岛双星、贵州轮胎共7家轮胎企业，分析国内轮胎行业的发展趋势以及森麒麟的竞争优势。

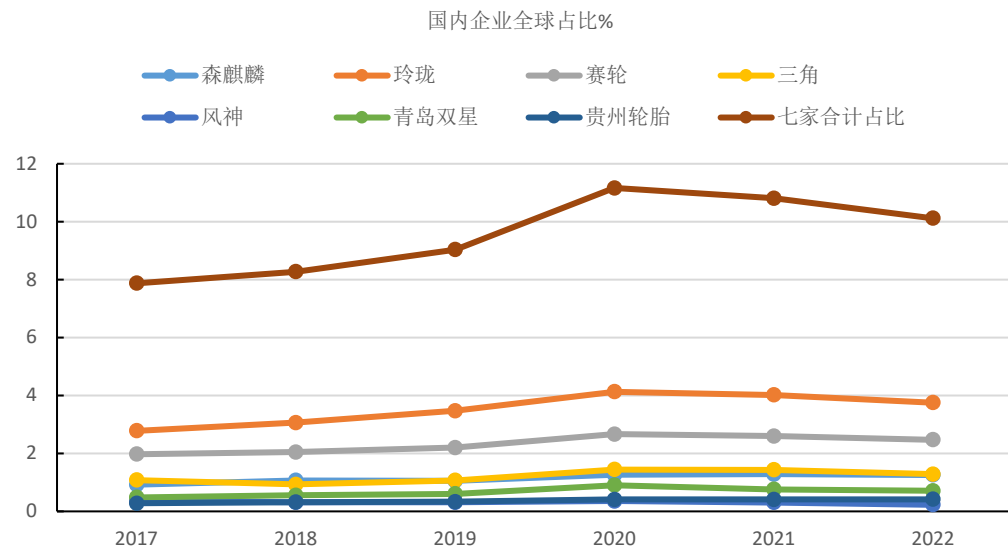
- 玲珑和赛轮稳居国内轮胎企业产量前两位。2022年国内轮胎企业大多数产量有所下滑，2022年玲珑轮胎产量6571.03万条，赛轮轮胎产量4320.78万条，稳居前两位。第三位是三角轮胎，产量2248.16万条，森麒麟产量2198.63万条，与三角轮胎差别不大。
- 国内轮胎行业全球占比整体处于提升趋势中。2017年，七家国内轮胎企业全球占比之和为7.9%，2020年提升至11.2%，尽管2021年和2022年因疫情等扰动，稍有下降，但仍然相对稳定，维持在10%以上。

图表38 各家轮胎企业产量



资料来源：各公司年报，首创证券

图表39 国内轮胎企业全球占比整体处于提升趋势中



资料来源：米其林年报及图中各公司年报，首创证券

4. 国内轮胎行业集中度低，但呈现提升趋势，公司盈利能力强，竞争优势显著

4.2 与其他6家轮胎企业相比，森麒麟盈利能力强

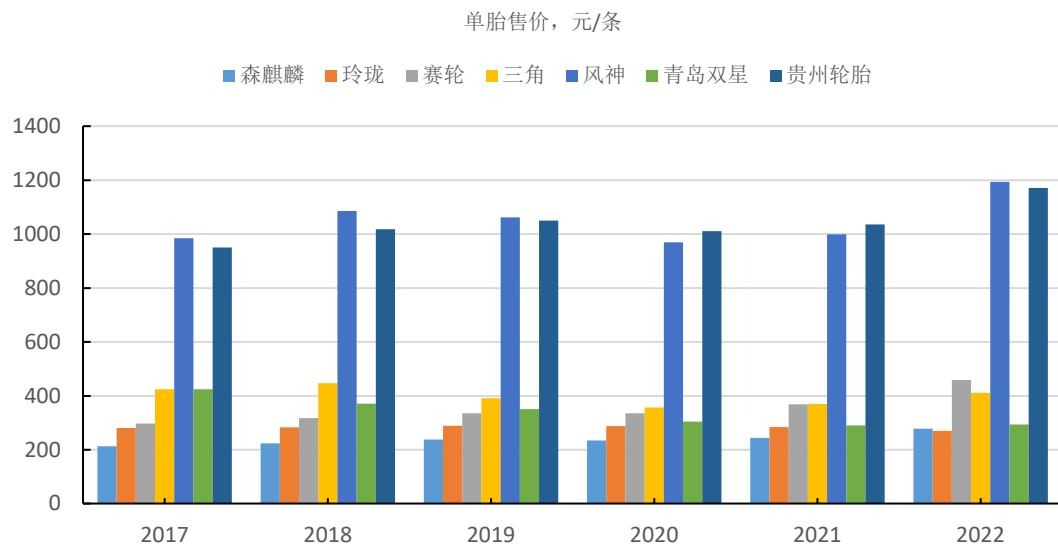
□ 因为产品结构的不同，风神股份和贵州轮胎的单胎售价大幅高于其他轮胎企业。

贵州轮胎深耕商用轮胎领域多年，产品覆盖卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、林业机械轮胎、工业车辆轮胎、矿用轮胎、实心轮胎和特种车辆轮胎，是全国乃至全球商用轮胎规格品种齐全的轮胎制造企业之一。风神股份是一家全钢载重子午线轮胎生产企业和工程机械轮胎生产企业，主要生产多个规格品种的卡客车轮胎。所以贵州轮胎和风神股份的单胎售价基本保持在1000元/条左右。

□ 森麒麟以半钢子午线轮胎为主，单胎售价处于较低水平。

除了贵州轮胎和风神轮胎之外，其他5家企业的单胎售价集中在200-500元/条区间，同样因为产品结构、销售市场等不同，单胎售价有所区别。其中森麒麟在2017-2021年间绝大部分产品均为半钢子午线轮胎，所以单胎售价处于7家企业中的最低水平，2022年随着泰国二期200万条/年全钢子午线轮胎的投产，单胎售价由2021年的244元/条上涨至2022年的278元/条，涨幅14%，高于玲珑轮胎的270元/条，预计未来随着产能逐步爬坡，单胎售价仍将进一步提升。

图表40 国内轮胎企业单胎售价差别较大



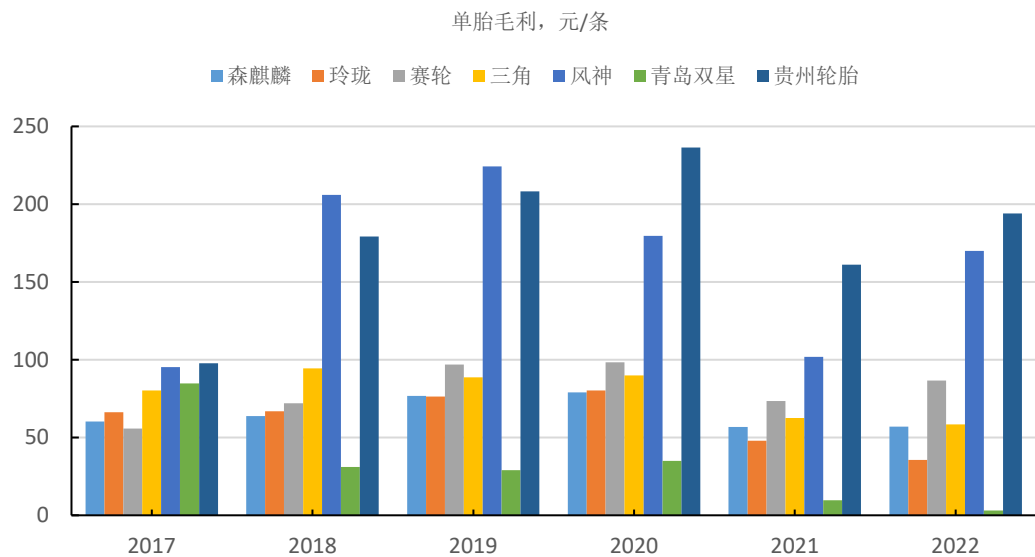
资料来源：各公司年报，首创证券

4. 国内轮胎行业集中度低，但呈现提升趋势，公司盈利能力强，竞争优势显著

4.2 与其他6家轮胎企业相比，森麒麟盈利能力强

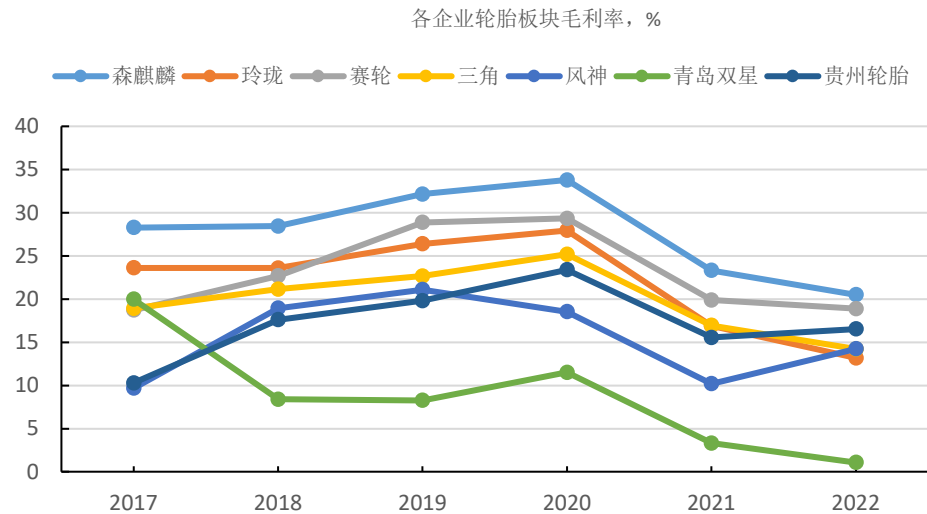
- 单胎毛利方面，因为风神和贵州轮胎的单胎售价均为1000元/条，为其他企业轮胎单价的3~4倍，所以去除生产成本之后，两企业的单胎毛利仍然显著高于其他轮胎企业，多处于150-200元/条之间。森麒麟的单胎毛利近年来位于50-80元/条的区间，已经由单胎售价的最低水平上升到单胎毛利的中等水平。
- 从各企业轮胎板块的毛利率来看，2020年达到最高，之后两年连续下滑，在此大趋势下，森麒麟近年来稳居最高水平，其次为赛轮轮胎，保持较高水平。2022年，森麒麟、赛轮、玲珑的毛利率分别为20.5%、18.9%、13.2%。

图表41 森麒麟单胎毛利提升至中等水平



资料来源：各公司年报，首创证券

图表42 森麒麟毛利率稳居最高水平



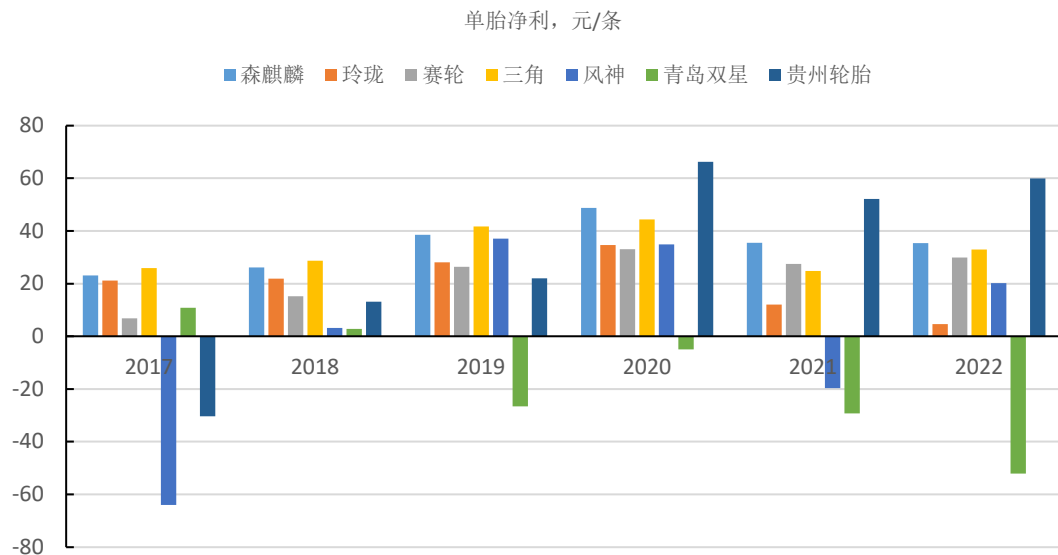
资料来源：各公司年报，首创证券

4. 国内轮胎行业集中度低，但呈现提升趋势，公司盈利能力强，竞争优势显著

4.2 与其他6家轮胎企业相比，森麒麟盈利能力强

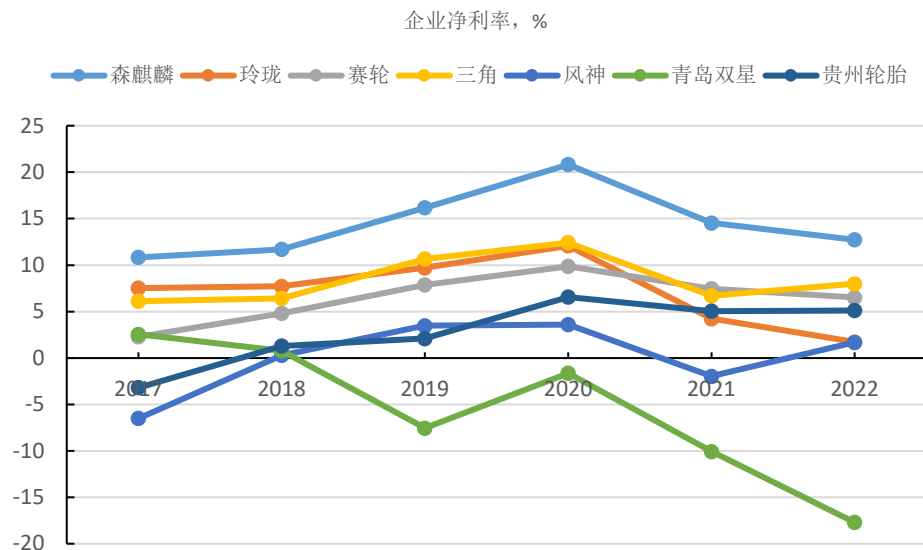
- **单胎净利方面**，贵州轮胎因为其单胎售价高达1000元/条以上，其最近三年来单胎净利最高，约为60元/条左右。除去贵州轮胎，在其他六个轮胎企业中，**尽管森麒麟的单胎售价最低，但却凭借其智能化的制造以及出色的费用控制能力，单胎净利达到最高水平，近三年平均约为40元/条。**
- **净利率方面**，因为七家公司几乎全部净利润都来自于轮胎产品，所以我们采用公司净利率比较。跟毛利率类似，多数企业2020年净利率达到近年来新高，之后连续两年持续下滑，**其中森麒麟的净利率水平稳居在最高水平**，其次为赛轮和三角，保持较高水平。这主要得益于森麒麟卓越的费用控制能力。

图表43 近三年来森麒麟单胎净利仅次于贵州轮胎



资料来源：各公司年报，首创证券

图表44 森麒麟净利率稳居最高水平



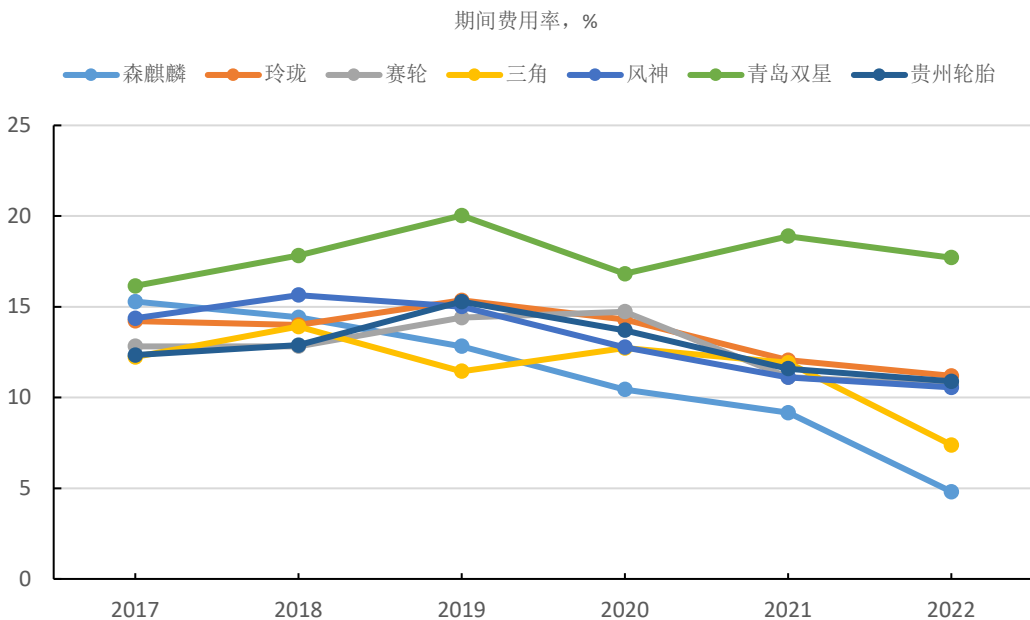
资料来源：各公司年报，首创证券（贵州轮胎2020年剔除资产处置收益6.91亿元）

4. 国内轮胎行业集中度低，但呈现提升趋势，公司盈利能力强，竞争优势显著

4.2 与其他6家轮胎企业相比，森麒麟盈利能力强

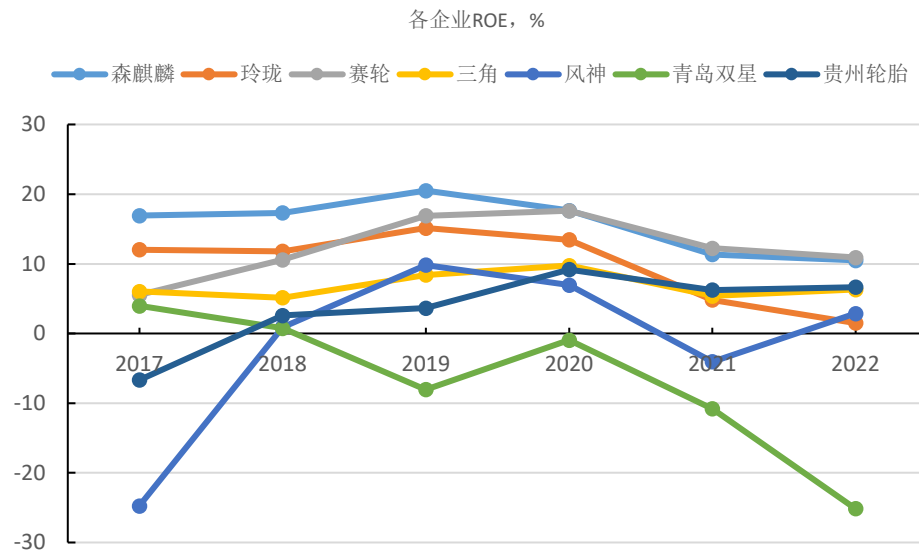
- 期间费用率方面，多数企业集中在10%~15%之间，青岛双星处于15%~20%区间，高于其他企业。森麒麟近三年以来处于各企业最低水平，2022年因汇率变动财务费用为负，进一步将期间费用率拉低至4.8%。
- ROE方面，多数企业近年来处于下降趋势中，2020-2022年森麒麟和赛轮水平相当，同处于头部位置，2022年分别为10.5%和10.9%。青岛双星多年处于0以下。

图表45 森麒麟期间费用率近三年来维持最低



资料来源：各公司年报，首创证券

图表46 森麒麟ROE维持在头部水平



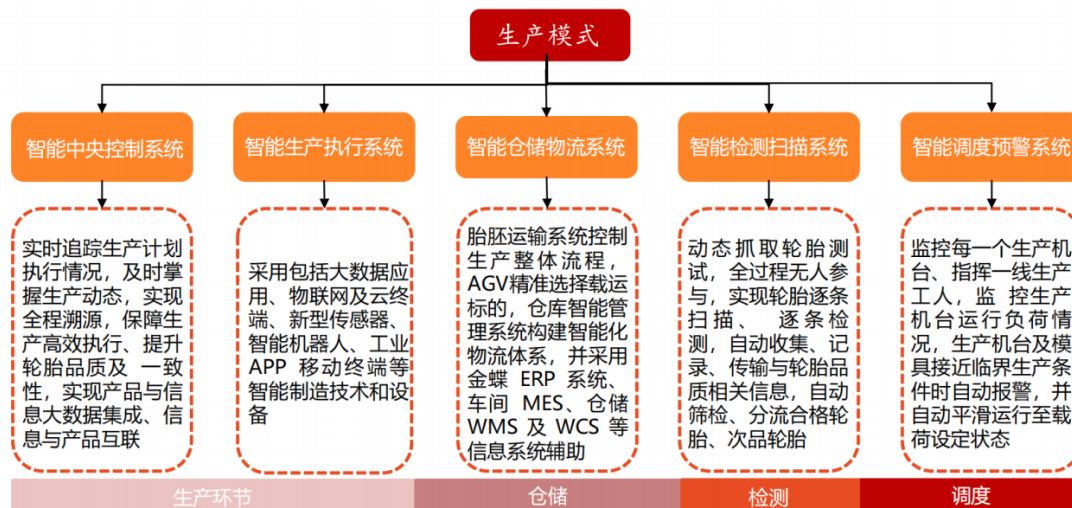
资料来源：各公司年报，首创证券（贵州轮胎2020年剔除资产处置收益6.91亿元）

4.3 森麒麟卓越盈利能力、竞争优势原因分析

4.3.1 智能制造降低成本、提升品质

- 公司是轮胎行业智能制造典范。公司将智能制造引入轮胎生产工艺流程，以智能中央控制系统、智能生产执行系统、智能仓储物流系统、智能检测扫描系统、智能调度预警系统五个主要模块，通过自动化生产设备及工业互联网技术实现生产“自动化”；借助现代传感技术及大数据分析技术实现生产“信息化”；借助“森麒麟智能管理系统”及人工智能算法实现生产“智能化”，进而实现生产过程控制“数字化”及“可视化”；通过条形码标识实现产品“可溯化”，实现密炼、部件、成型、硫化、质检、仓储各环节全面贯通，成功构建工业互联网和生产制造物联网体系。
- 森麒麟泰国一期轮胎智能制造基地被誉为全球轮胎行业智能制造的顶级水准，伴随公司泰国二期扩建项目的投产，公司持续深化泰国二期项目智能制造水平，将全球轮胎行业智能制造的水平带到一个新的高度。2022年，公司获得国家工信部“2022年度智能制造示范工厂”荣誉，成为唯一一家继2016年、2017年、2018年之后第四次获得国家级智能制造殊荣的中国轮胎企业。

图表47 森麒麟智能化工厂生产模式



- 智能制造应用可有效提高设备利用率及产能利用率，大幅提升生产效率、减少用工人数量、减少物流消耗、同时降低生产过程中的人工干预、提高产品的均一性及稳定性、提高产品品质及品相。

资料来源：公司招股说明书，首创证券

4.3 森麒麟卓越盈利能力、竞争优势原因分析

4.3.2 大尺寸高性能的中高端定位溢价能力强，毛利率高

- 大尺寸高性能轮胎溢价能力强，毛利率高。大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎市场需求旺盛，已成为轮胎行业的未来发展趋势，适配中型轿车、越野车、城市SUV、皮卡及商务车等车型，速度级别要求更高、操控要求更佳、舒适性要求更高、复杂路面适用性要求更广、载重负荷要求更大、对轮胎性能的要求更苛刻、轮胎研发程度更难、制造工艺更复杂，适用车型档次提升，附加值更高，相应定价环节溢价能力更强，毛利率更高。
- 米其林预计未来全球市场对18寸及以上轮胎的需求将持续增长。据米其林年报，2019至2023年18寸轮胎市场的年均复合增长率为6%，19寸及以上轮胎市场的年均复合增长率为16%，而小尺寸轮胎市场则会出现萎缩。

图表48 全球轮胎市场未来需求增长以大尺寸为主



- 公司产品结构以轮辋尺寸17寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主，轮辋尺寸最大可达全球领先的32寸。公司17寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品销售金额占比近年来持续保持在60%以上，为全球两家大尺寸高性能产品销售占比超60%的轮胎企业之一，如2020年森麒麟销往美国的产品中大尺寸轮胎占比62.81%。大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎销量及销售收入的增长，带动公司产品结构更加优化，推动销售溢价能力持续提升，增强了公司在全球中高端市场的客户合作黏性，推动公司盈利水平持续保持在较高水平。

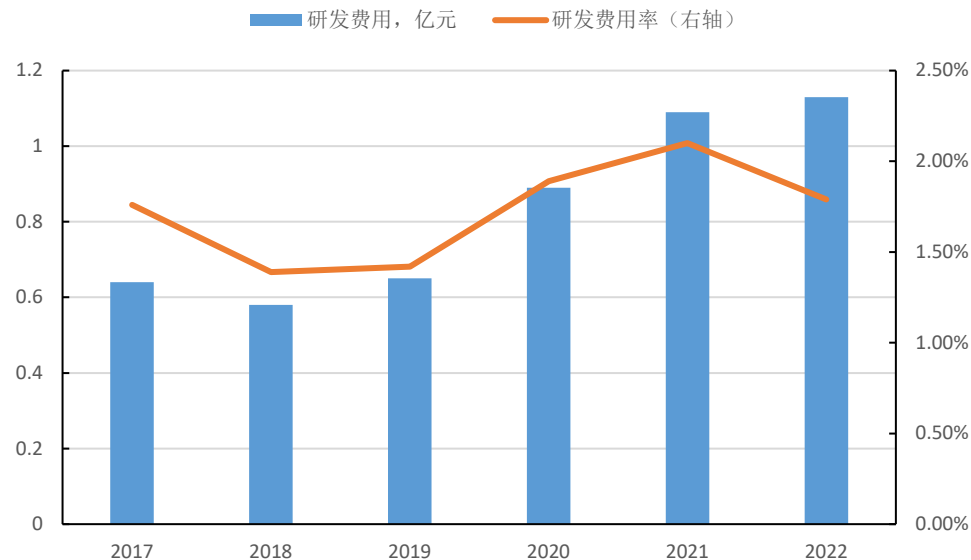
资料来源：米其林年报，首创证券

4.3 森麒麟卓越盈利能力、竞争优势原因分析

4.3.3 研发持续投入，航空轮胎和新能源汽车轮胎放量在即。

- 公司研发投入稳步增长，催生航空轮胎和新能源汽车轮胎问世。公司研发费用近年来随着营收的增长而稳步增长，研发费用率保持相对稳定。2022年研发费用1.13亿元，同比增长4%，研发费用率1.79%。正是由于多年持续增长的研发投入，催生了航空轮胎和新能源汽车轮胎的问世。
- 航空轮胎已实现小批量供货，新产能即将投产。航空轮胎作为飞机重要的A类安全零部件，其设计研发、生产制造、质量控制、适航认证等方面门槛很高，市场竞争者少，其市场一直为米其林、固特异、普利司通等少数几家国际轮胎巨头垄断。历经十余年持续研发投入，公司已成为国际少数航空轮胎制造企业之一，具备航空轮胎产品设计、研发、制造及销售能力。
- 2021年，公司研制的中国商飞ARJ21-700飞机轮胎通过了中国民航局、中国商飞的所有测试、成功进行了装机试飞，2022年正式给中国商飞配套装机。在成为中国商飞ARJ21-700机型航空轮胎正式供应商基础上，公司已进入中国商飞CR929潜在供应商名录、C909及C919培育供应商名录，打破了民用航空胎一直以来被外资品牌垄断的局面。
- 2023年，在航空轮胎产线建设方面，公司将完成“年产8万条航空轮胎（含5万条翻新轮胎）项目”产线贯通，逐步扩大产量。公司将积极推进航空轮胎领域全球客户的开发，为国内外各航空公司的商飞系列、空客系列、波音系列机型供应各型号航空轮胎，成为全球民用航空轮胎主要制造商之一，力争十年内占有中国市场50%份额。

图表49 公司研发投入持续增长



资料来源：公司公告，首创证券

4.3 森麒麟卓越盈利能力、竞争优势原因分析

4.3.3 研发持续投入，航空轮胎和新能源汽车轮胎放量在即。

□ 新能源汽车轮胎赛道火热，国内外龙头企业纷纷布局。

新能源汽车在续航、噪音和重量等方面较传统燃油汽车区别较大，需要轮胎同时满足低滚动阻力、高耐磨性和抗湿滑性。目前国内外轮胎龙头纷纷推出新能源汽车专用轮胎，布局新能源汽车赛道。2021年5月，米其林面向中国市场推出e聆悦和竞驰EV两款新能源汽车专用轮胎，定位高端新能源汽车配套。2022年7月，德国马牌在海南发布品牌首款新能源汽车轮胎eContact，该系列轮胎搭载了品牌的王牌黑科技ContiSeal自修补技术。同月，邓禄普在中国首发新能源汽车专用轮胎e.SPORT MAXX，进军中国新能源汽车后市场。玲珑轮胎2018年发布了首款新能源汽车专用轮胎EV100，已成为比亚迪的重要供应商，赛轮轮胎研发“液体黄金”轮胎适配新能源汽车，已进入北汽、长城等新能源车型的配套体系。

□ 公司新能源汽车轮胎产品凭借低滚阻、高耐磨、低噪声的产品性能在国内新能源汽车配套领域具备显著竞争力。

2022年，公司自主创新研发的超高性能新能源汽车专用轮胎Qirin EV，滚阻相较于普通燃油轮胎降低12%，相较于国际一线同类产品降低6%左右，续航里程相较于国际一线同类产品增加12%，耗电节省5%，干湿地制动能力与国际一线同类产品相当，噪声相较于国际一线同类产品降低2分贝左右。Qirin EV噪声、湿滑、滚阻全部达到欧盟标签法A等级。

2022年，公司为国内新能源汽车中高端品牌代表广汽埃安AION的多款车型提供新能源轮胎配套，特别是在广汽埃安高端车型AION S PLUS配套领域展开合作。作为最能体现广汽埃安高端智能电动车品牌的代表车型之一，AION S PLUS此前的轮胎供货为国际一线品牌独家供应，此次公司凭借自身新能源轮胎产品的高品质、高性能和独特优势成功跻身配套行列，表明公司新能源轮胎正加速驶入“高端化快车道”。未来，公司将持续扩大在新能源汽车轮胎领域的配套优势，致力于成为全球高端新能源轮胎领航者，而新能源汽车的强劲发展势头将为公司的发展目标提供良好的市场机遇。

5、盈利预测和评级

□ 核心假设：

- 1、随着泰国二期逐步达产，以及2025年摩洛哥项目预计也将开始逐步贡献产量，公司轮胎产销量逐步提高，2023、2024、2025年分别为2700万条、2900万条、3200万条；
- 2、随着全钢胎、航空轮胎的产销量提升，公司单胎价格将逐步提升，预计2023、2024、2025年分别为310元/条、330元/条、350元/条；
- 3、随着轮胎原料价格、海运成本逐步回归正常，以及公司规模效益的显现，产品结构的优化，公司的毛利率触底回升，预计2023、2024、2025年分别为23%、25%、28%，相应的单胎毛利分别为71.3元/条、82.5元/条、98元/条。

图表50 公司盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
轮胎销量，万条	2010.56	2124.08	2263.25	2700	2900	3200
单胎价格，元/条	234.01	243.73	278.01	310	330	350
销售额，亿元	47.05	51.77	62.92	83.7	95.7	112
销售额增长率		10.03%	21.54%	33.03%	14.34%	17.03%
毛利率，%	33.80	23.33	20.50	23	25	28
单胎毛利，元/条	79.10	56.86	56.99	71.3	82.5	98
毛利，亿元	15.90	12.08	12.90	19.251	23.925	31.36

资料来源：公司公告，首创证券

5、盈利预测和评级

- **估值分析：**玲珑轮胎是国内规模最大的轮胎生产企业，主要产品为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和斜交胎；赛轮轮胎同样是国内轮胎生产的头部企业，主营全钢、半钢子午线轮胎的研发、制造和销售；三角轮胎业务范围覆盖乘用车、商用车轮胎，工程胎和巨胎等，也是国内轮胎制造的领先企业；贵州轮胎深耕商用轮胎领域多年，产品覆盖卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、林业机械轮胎、工业车辆轮胎、矿用轮胎、实心轮胎和特种车辆轮胎，是全国乃至全球商用轮胎规格品种齐全的轮胎制造企业之一。我们选取以上四家企业作为对比公司，发现2022年和2023年公司估值低于可比公司平均水平，2024年略高于可比公司平均水平，整体处于行业平均水平。
- **盈利预测和评级：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为12.40/15.28/20.92亿元，EPS分别为1.91/2.35/3.22元，对应PE分别为16/13/9倍，考虑公司作为轮胎行业智能制造的典范，盈利能力强，竞争优势显著，泰国二期、摩洛哥、西班牙陆续建设投产，成长空间大，维持“买入”评级。

图表51 公司估值处于行业平均水平（2023-6-13收盘价）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
601966.SH	玲珑轮胎	335.81	22.74	0.20	0.85	1.34	115	27	17
601058.SH	赛轮轮胎	325.86	10.64	0.44	0.62	0.82	24	17	13
601163.SH	三角轮胎	122.80	15.35	0.92	1.06	1.27	17	15	12
000589.SZ	贵州轮胎	62.75	5.47	0.38	0.56	0.74	15	10	7
平均							43	17	12
002984.SZ	森麒麟	197.89	30.46	1.23	1.91	2.35	25	16	13

资料来源：公司公告，首创证券（除森麒麟外，其他盈利预测采用wind一直预期）

6、风险提示

1、需求疲弱，轮胎价格和销量下滑的风险。

如果海外持续加息阻碍经济复苏的步伐，汽车产销量带来的配套需求和汽车保有量带来的替换需求将下滑，同时可能引起价格下跌，而公司每年大部分营收来自于海外，将受到冲击。

2、规划项目进展不及预期的风险。

公司的全球化布局持续推进，未来新增的产能来自于泰国、摩洛哥、西班牙，如果受国际形势、投资国政府关系等影响，开工建设以及投产日期推迟，将削弱公司的成长性。

3、原料价格、海运费等成本升高的风险。

原料成本在总成本中的占比较高，而且价格随原油、煤炭等大宗商品波动，如果价格大幅上涨，将压缩公司的盈利空间。另外如果海运费受集装箱紧张等影响上涨，也将影响海外经销商采购的进度。

分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有6年实业工作经验和4年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022年1月加入首创证券。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现

谢谢!