

## 海外布局优势凸显，巨胎业务打开成长空间 增持（首次）

2019年07月25日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,685	15,244	17,306	19,908
同比(%)	-0.9%	11.4%	13.5%	15.0%
归母净利润(百万元)	668	1,027	1,558	2,197
同比(%)	102.5%	53.7%	51.7%	41.0%
每股收益(元/股)	0.25	0.38	0.58	0.81
P/E(倍)	14.84	9.66	6.36	4.51

### 投资要点

- **公司是国内头部轮胎企业之一：**公司自2002年成立伊始便聚焦于轮胎的研发、生产和销售，2012年上市之后开始快速扩张，先后收购沈阳和平、金宇实业，并布局越南基地。随着在建产能逐步达产，产销量增加有望进一步巩固和提升公司的行业地位。
- **替换胎市场保障轮胎需求：**全球和国内的替换胎分别占轮胎总市场的81%、68%，所以轮胎市场的需求仍以替换胎为主。考虑到我国千人汽车保有量尚未达到全球平均水平，汽车保有量与销量之比仅为全球平均水平的一半，未来国内汽车市场仍然值得期待。
- **轮胎行业头部稳定，中国企业正由大变强：**纵观全球市场，普利司通、米其林和固特异长期位居轮胎行业的前三甲，三者市场份额合计占比38.6%。目前国内轮胎行业结构性过剩，随着供给侧改革的推进，中小产能逐渐出清，国内市场正处于向头部轮胎企业集中的过程中，中国轮胎企业有望由大变强。
- **巨胎产品迎来收获期，打开公司成长空间：**巨胎作为高端工程机械胎，其技术和市场长期被国际巨头垄断，受益于下游采矿业景气度的增加，巨胎需求有望迎来新一波行情。公司经过近十年的研发，于2016年成功下线世界最大63寸巨型子午胎，目前成为全球最大工程机械和矿山设备生产厂家卡特彼勒的三大轮胎配套供应商之一，并进入了中国70%大型矿山市场，巨胎业务的突破有望打开公司的成长空间。
- **海外布局及新增产能投产将加速业绩释放：**公司的海外布局已获得正反馈，在中美贸易摩擦过程中，越南生产基地的作用日益突出。同时，公司计划于近两年投产240万条全钢胎、700万条半钢胎和4.6万吨非公路胎，新增产能的投产将进一步加速公司业绩的释放。另外，出口退税和增值税降税也将显著增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年营业收入152.44亿元、173.06亿元和199.08亿元，归母净利润分别为10.27亿元、15.58亿元和21.97亿元，EPS分别为0.38元、0.58元和0.81元，当前股价对应PE分别为9.7X、6.4X和4.5X。考虑到行业集中度的提升和新增产能的放量，未来公司盈利有望得到持续性增长，同时巨胎业务打开了公司的成长空间。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**投产进度不及预期；原材料价格大幅波动；大股东股权质押率高

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	3.67
一年最低/最高价	2.00/3.80
市净率(倍)	1.55
流通 A 股市值(百万元)	7924.11

### 基础数据

每股净资产(元)	2.37
资产负债率(%)	60.77
总股本(百万股)	2701.46
流通 A 股(百万股)	2159.16

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司是国内橡胶轮胎头部企业之一</b>	<b>5</b>
1.1. 聚焦轮胎主业，率先布局海外	5
1.2. 产销增长带动公司可持续发展	6
<b>2. 轮胎市场需求仍以替换胎为主</b>	<b>7</b>
2.1. 轮胎需求主要分为配套胎和替换胎	7
2.2. 国内替换胎市场高速增长，配套胎市场仍有空间	9
2.3. 一带一路和新能源车引领全球汽车增长	10
<b>3. 原材料成本处于低位，天然橡胶强调产地优势</b>	<b>11</b>
<b>4. 国际巨头格局稳定，中国轮胎企业有望由大变强</b>	<b>13</b>
4.1. 国际三巨头优势显著	14
4.2. 国内低端产能结构性过剩	15
4.3. 国内轮胎企业有望由大变强	16
<b>5. 巨胎产品迎来收获期，打开公司成长空间</b>	<b>17</b>
5.1. 巨型子午胎市场呈现高度垄断的竞争格局	18
5.2. 下游采矿业景气为巨胎需求上升提供支撑	19
5.3. 公司的巨胎产品迎来收获期，进口替代有望加速	20
<b>6. 扩产+降税，海外产能持续加码，公司进入加速成长期</b>	<b>21</b>
6.1. 新产能投产将加速业绩释放	21
6.2. 越南基地竞争优势得到凸显	21
6.3. 出口退税和增值税降税增厚业绩	22
<b>7. 盈利预测与估值</b>	<b>22</b>
<b>8. 风险提示</b>	<b>23</b>
8.1. 投产进度不及预期	23
8.2. 原材料价格大幅波动的风险	23
8.3. 大股东股权质押存在风险	23

## 图表目录

图 1: 公司股权结构及部分主要子公司	5
图 2: 公司营收复合增速高 (百万元)	6
图 3: 归母净利润受原料价格波动而起伏 (百万元, %)	6
图 4: 轮胎产品为公司主要毛利来源 (百万元, %)	7
图 5: 轮胎产品毛利率较为稳定 (%)	7
图 6: 期间费用率整体下降 (%)	7
图 7: 公司销售额国外占比逐年提高	7
图 8: 轮胎产业链	8
图 9: 国内轮胎需求占比 (%)	8
图 10: 全球轮胎需求结构 (%)	8
图 11: 中国汽车保有量增速远高于全球增速	9
图 12: 我国汽车产量 (百万辆, %)	10
图 13: 中国汽车千人保有量 (辆, %)	10
图 14: 2017 年各国千人汽车保有量 (辆)	10
图 15: 2017 年各国汽车保有量与销量之比	10
图 16: 全球汽车产量 (万辆, %)	11
图 17: 中国新能源车产量增长迅速 (万辆, %)	11
图 18: 半钢子午胎原材料成本构成	12
图 19: 全钢子午胎原材料成本构成	12
图 20: 天然胶与合成胶价格走势 (元/吨, 美元/吨)	12
图 21: 炭黑价格近两年来整体保持平稳 (元/吨)	13
图 22: 2017 年全球前十大轮胎企业销售额 (亿美元)	14
图 23: 2017 年中国大陆前十大胎企销售额 (亿美元)	14
图 24: 2018 年全球轮胎市场份额	14
图 25: 中国轮胎产量 2014 年后出现大幅下降	16
图 26: 山东占据子午线轮胎半壁江山	16
图 27: 2016 年全球轮胎企业销售额占比	16
图 28: 2016 年中国轮胎企业销售额占比	16
图 29: 斜胶胎结构示意图	18
图 30: 子午胎结构示意图	18
图 31: OTR 市场全球分布及预测	19
图 32: 国内采矿业固定资产投资完成额累计同比 (单位: %)	20
图 33: 公司生产的世界最大 63 寸巨型子午胎	20
图 34: 公司的全球化布局	22
表 1: 不同类型车辆车胎配套和替换系数及周期	9
表 2: 近年部分国内轮胎并购案	17
表 3: 矿用车辆与巨胎规格装配情况	18
表 4: 国外主要巨胎企业生产情况	19
表 5: 公司轮胎产能及在建计划	21
表 6: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)	23

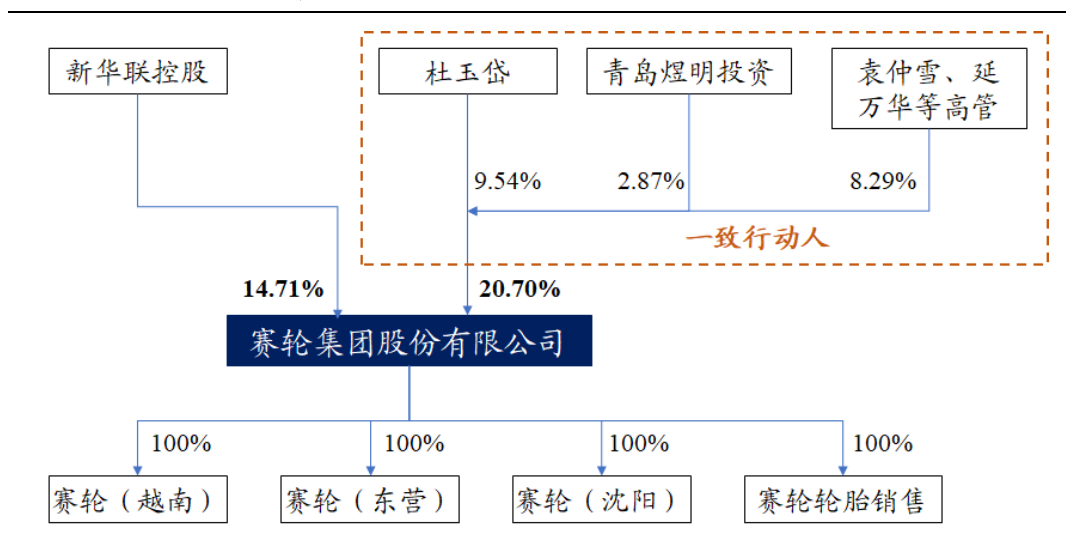
表 7: 可比公司估值表..... 23

## 1. 公司是国内橡胶轮胎头部企业之一

赛轮集团股份有限公司的前身是青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地有限公司，成立于2002年11月18日，2007年整体变更为股份有限公司，2011年6月在上交所挂牌上市，是国内橡胶轮胎领域的头部企业之一。

公司股权结构较为分散，第一大股东新华联控股持有公司股权14.71%，二股东杜玉岱先生直接持有公司股权9.54%。另外，杜玉岱先生相继与高管持股平台青岛煜明投资、袁仲雪及延万华等高管签订协议形成一致行动人，拥有的表决权合计占公司总股本的20.70%，为公司实际控制人。

图 1：公司股权结构及部分主要子公司



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.1. 聚焦轮胎主业，率先布局海外

公司成立之初就聚焦于轮胎的生产，随产销量的增长，公司不断发展壮大，尤其是11年上市之后，公司得以借助资本市场的力量实现快速扩张。

2012年4月，公司在越南成立全资子公司——赛轮（越南）。借助当地廉价天然胶优势，2013年赛轮（越南）在越南规划建设年产300万条半钢子午胎、1万条全钢工程胎的项目。2015年12月赛轮（越南）规划建设扩展项目，包括年产120万条全钢子午线轮胎和3万吨非公路轮胎。

2012年8月公司收购沈阳和平子午线轮胎制造有限公司100%股权，承接其在沈阳的年产120万套全钢载重子午线轮胎的生产能力，对当时的赛轮来说，此项收购提高了公司全钢子午胎生产能力的约50%。

2012年8月公司从金宇轮胎集团等五名股东处受让金宇实业49%的股权；2013年5月公司通过非公开发行股票筹资收购金宇实业50%的股权，另由子公司赛瑞特物流收购金宇实业1%的股权。至2014年1月14日公司完成支付收购款，直接享有金宇实业

99%的股权，彼时的金宇实业拥有半钢子午胎年产能 1200 万条，纳入合并范围后公司拥有半钢子午胎合计年产能约 2200 万条，公司在行业中头部地位得以巩固。

2014 年 3 月，公司再次向金宇轮胎集团收购其工程胎相关资产，涉及约 5000 吨全钢工程子午胎的年产能。

2018 年 12 月，赛轮（越南）与固铂越南利用各自优势资源在越南成立合资公司，其中赛轮越南出资 9,100 万美元，持有 65% 股权，规划建设年产能 240 万条的全钢胎项目。该项目进一步提升公司在越南的生产规模，增强应对国际贸易壁垒的能力。

目前公司共拥有青岛、东营、沈阳和越南四个生产基地，合计全钢胎产能 560 万条、半钢胎产能 4000 万条、非公路胎产能 6.4 万吨。另有在建全钢胎产能 240 万条，半钢胎产能 700 万条，非公路胎产能 4.6 万吨，在建产能将在今年年底到明年相继释放出产量。

## 1.2. 产销增长带动公司可持续发展

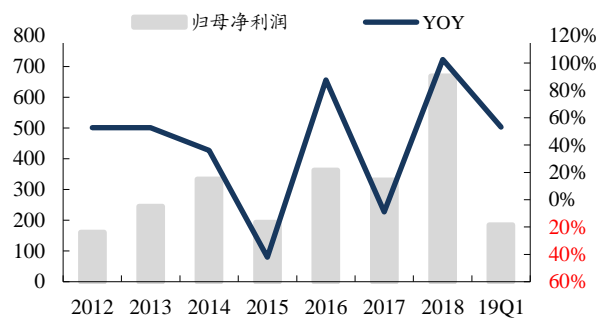
虽然受橡胶原材料价格波动的影响，公司业绩有所波动，但总体来讲，公司凭借产销量的稳步提升，近十年的营收年均复合增速高达 20.54%，到 2018 年营收达到 136 亿。受益于原材料价格的下降和公司管理费用的控制，2018 年虽然营收同比减少了 0.88%，但归母净利达到 6.68 亿，同比增加 102.54%。据公司 2019 年中报业绩预告，受益于越南工厂产能发挥较好销量不断增加叠加原材料价格下跌，2019 年上半年公司预计归母净利为 5 亿元左右，同比增长 57.14%。

图 2：公司营收复合增速高（百万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

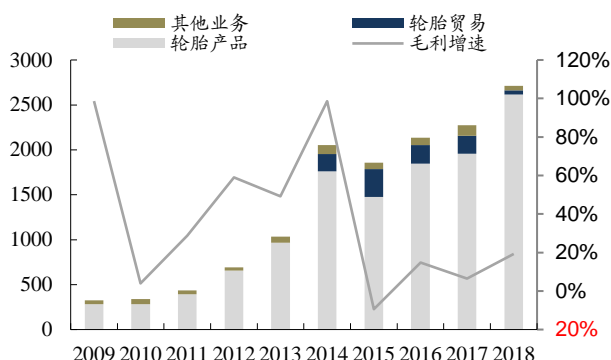
图 3：归母净利润受原料价格波动而起伏（百万元，%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

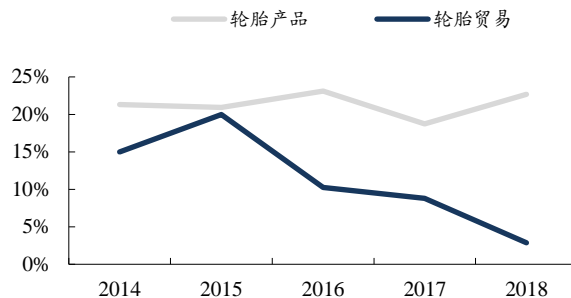
公司聚焦主业，集中精力做大做强轮胎产品，轮胎产品业务目前已占据毛利来源的 95% 以上，轮胎产品的毛利率保持较为平稳，盈利能力较为稳定。

图 4：轮胎产品为公司主要毛利来源（百万元，%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

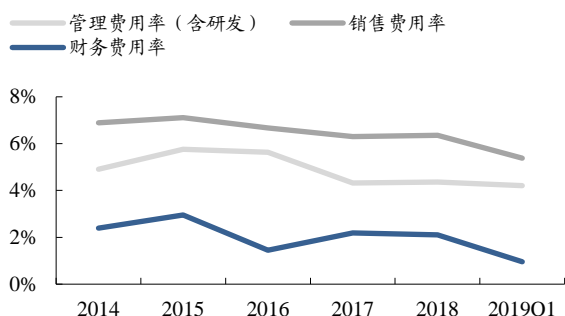
图 5：轮胎产品毛利率较为稳定（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

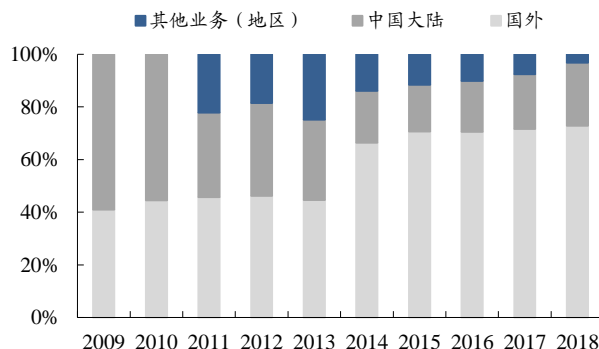
公司期间费用率处于整体下降通道，成本控制能力增强，为公司的盈利能力进一步创造增长空间。同时，公司加大在越南工厂的投入，一方面应对双反和贸易战等不确定因素对公司产品出口的风险，另一方面在原料产地可以更好的控制生产成本。随着越南工厂的上量，公司的国外收入占比显著提升，目前占公司销售额的 75%左右。

图 6：期间费用率整体下降（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 7：公司销售额国外占比逐年提高



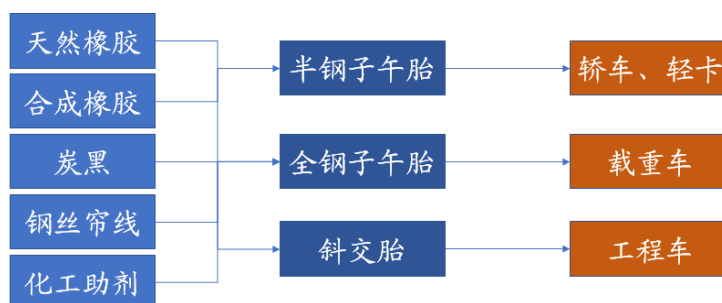
数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 轮胎市场需求仍以替换胎为主

### 2.1. 轮胎需求主要分为配套胎和替换胎

轮胎市场根据适配车型分为乘用车和商用车，按照需求分为新车配套和旧车替换。轮胎根据自身结构又分为半钢子午胎、全钢子午胎和斜交胎。半钢子午胎则主要用作轿车和轻卡轮胎，而全钢子午胎主要用作载重轮胎，应用于大部分商用车；斜交胎目前应用占比较低，主要应用于对速度要求不高的场合，比如部分农用车、工程车轮胎等。

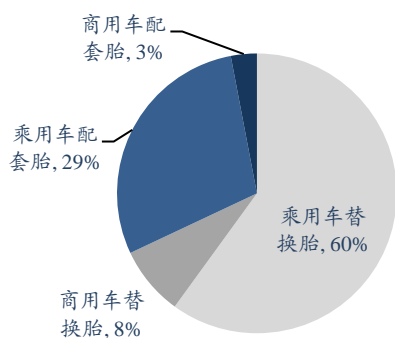
图 8: 轮胎产业链



数据来源: 东吴证券研究所

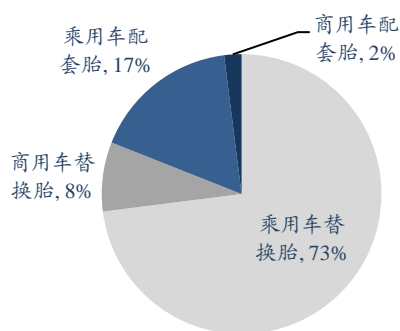
轮胎需求取决于下游汽车产量和保有量,即替换和配套市场。根据观研天下的数据,国内乘用车和商用车替换胎需求分别占比 60%和 8%,替换市场合计占据国内轮胎需求的 68%,而全球乘用车和商用车替换胎需求分别占比 73%和 8%,因此替换胎需求比例在全球范围内已提高至 81%。可以说,无论从国内还是全球的角度,替换胎市场都是轮胎市场需求的主战场,其中乘用车替换胎市场尤为重要。

图 9: 国内轮胎需求占比 (%)



数据来源: 观研天下, 东吴证券研究所

图 10: 全球轮胎需求结构 (%)



数据来源: 观研天下, 东吴证券研究所

不同的车型的配套胎和替换系数有所差别。轿车的配套胎比为 1:5, 中型载重卡车的配套胎比为 1:11, 大部分车辆的使用年限在 10~15 年, 不同类型的车辆替换周期不同, 中型载重卡车的替换周期最短仅为 0.7 年, 轿车的替换周期较长平均为 3.3 年, 大部分车辆投入使用 2 年后, 开始进入替换周期。



表 1: 不同类型车辆车胎配套和替换系数及周期

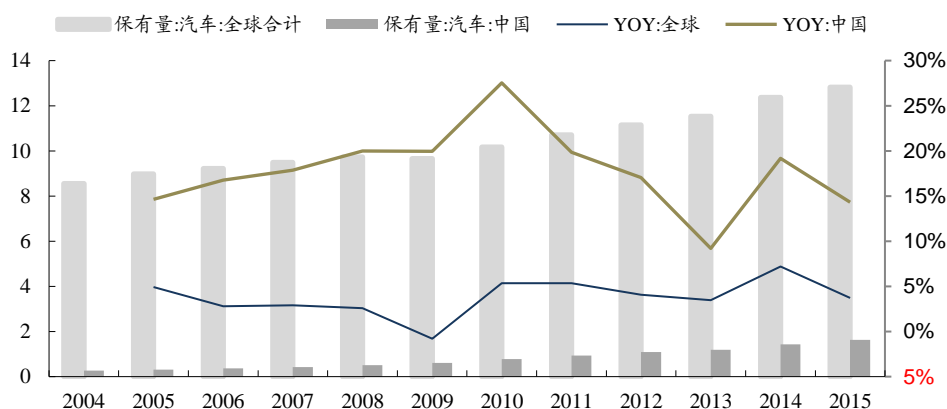
轮胎类别	车辆类别	配套胎(条)	替换系数	替换周期 (年)
乘用车	轿车	5	1.5	3.3
	轻型载重卡车	7	4.2	1.7
商用胎	中型载重卡车	11	15	0.7
	重型载重卡车	16-22	10-20	1.1-1.6
	大型客车	7-11	2-5	2.2-3.5
工程胎	装载机械	4	2	2
	运输工程机械	6	3	2

数据来源: 观研天下, 东吴证券研究所

## 2.2. 国内替换胎市场高速增长, 配套胎市场仍有空间

我国自改革开放以来经历了三十多年的高速发展期, 汽车工业在此期间也取得了长足的发展, 我国汽车保有量增速远高于全球汽车保有量增速。

图 11: 中国汽车保有量增速远高于全球增速 (亿辆, %)



数据来源: 中国汽车工业年鉴, 东吴证券研究所

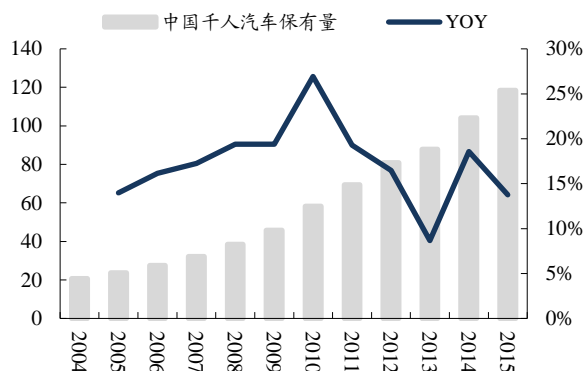
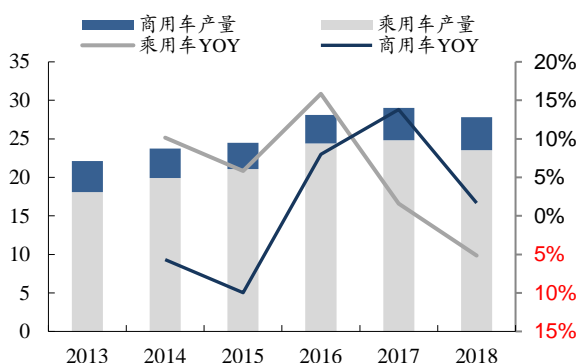
国内汽车保有量保持快速增长, 已经由 2008 年的 5100 万辆发展到 2015 年的 1.63 亿辆, 在 2010 年的增速高达 27.53%, 之后逐渐放缓, 每年仍保持 15% 左右的增速增长, 国内千人汽车保有量由 2008 年的 49 辆发展到 2017 年的 140 辆。

中国高速增长的汽车保有量为替换胎奠定了广阔的市场空间。以轿车为例, 大多数新车使用三年后就开始进入了替换期, 那么三年前的国内汽车销量就开始转化为当下的替换胎需求市场。而一旦进入了替换期, 替换胎的更换频率将缩短至一到两年, 也就是 4~5 年前的国内汽车销量市场转化为当下的替换胎市场, 这部分汽车销量的增速即使放缓, 对替换胎市场需求也将延后三到五年的时间。2014~2017 年国内汽车销量年均复合增速约为 7%, 考虑替换周期, 中国替换轮胎市场未来三年仍将维持高速增长。

另一方面，随着我国的经济增长路径由粗犷高速增长向高质量发展转变，宏观经济增速放缓，我国汽车产量增速出现阶段性增长乏力，2018年乘用车产量甚至出现负增长。

图 12: 我国汽车产量 (百万辆, %)

图 13: 中国汽车千人保有量 (辆, %)



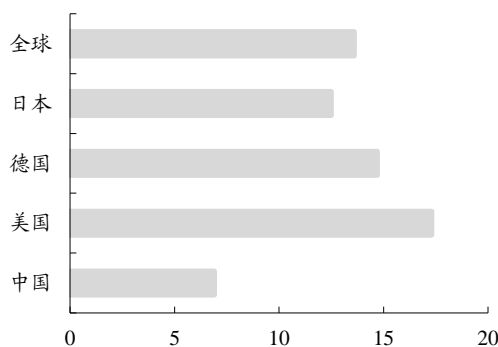
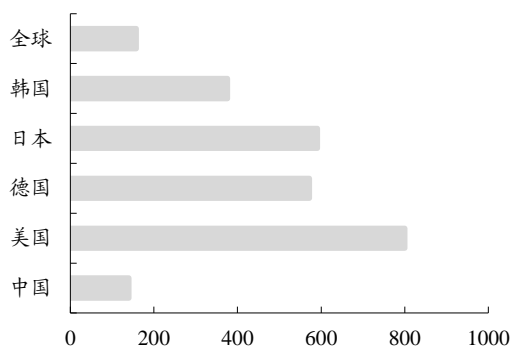
数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

数据来源：wind，国家统计局，东吴证券研究所

但是，对标发达国家的千人汽车保有量，我国汽车市场仍有较大的填补空间。据中国产业信息网统计，2017 年我国千人汽车保有量仅为 140 辆，尚未达到全球平均水平的 158 辆；尽管我国汽车销量连续九年位居世界第一，但我国汽车保有量与销量之比也仅为 6.9，约为全球平均水平 13.6 的一半。所以尽管目前我国汽车产市场疲软，但长远来看我国汽车需求还将随着居民生活水平的提高保持增长，汽车配套市场仍有空间。

图 14: 2017 年各国千人汽车保有量 (辆)

图 15: 2017 年各国汽车保有量与销量之比



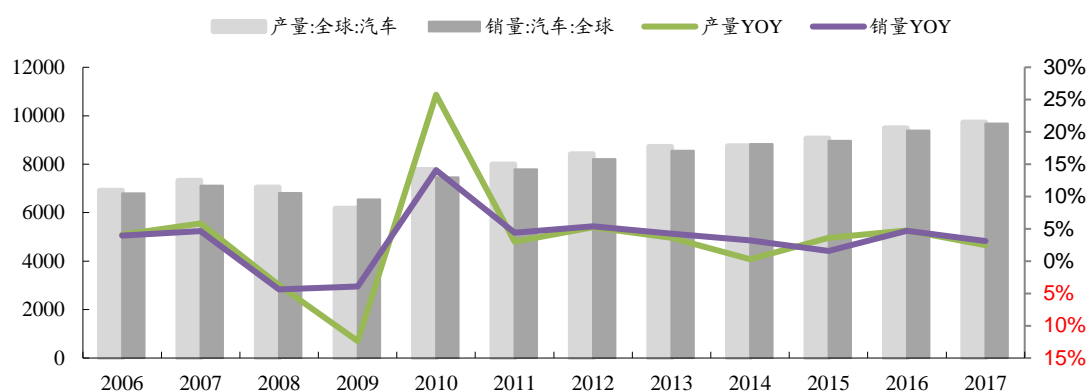
数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

### 2.3. 一带一路和新能源车引领全球汽车增长

近年来，受全球主要新兴市场及发达国家和地区需求旺盛影响，全球汽车产量持续增长，2017 年全球汽车产销量分别为 9730.25 万辆和 9680.44 万辆，同比增长 2.5% 和 3.1%。根据中汽协的预测，至 2021 年全球汽车轮胎需求预计将以 2.3% 的复合年增长率增长，乘用车行业及商用车行业的需求分别以 2.9% 及 1.7% 的复合年增长率增长。

图 16: 全球汽车产量 (万辆, %)

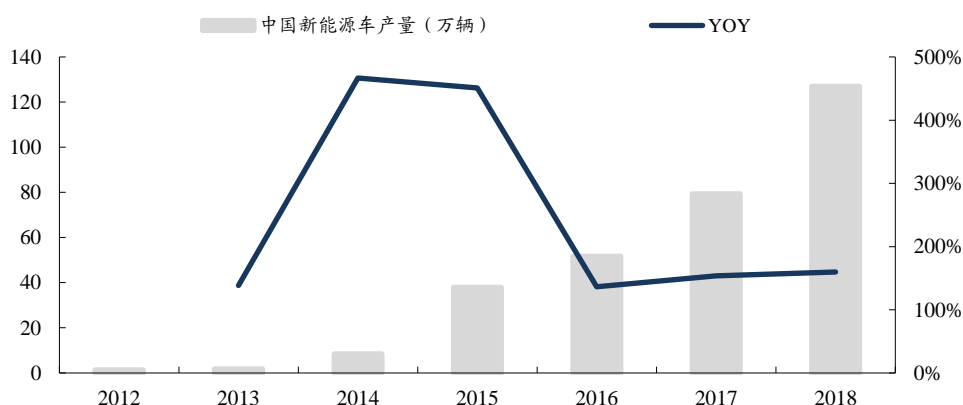


数据来源: 中国汽车工业协会, 国际汽车制造商协会, 东吴证券研究所

**一带一路倡议的实施带动沿线地区商用车轮胎需求的增加。**一带一路横跨亚欧非大陆, 一端是活跃的东亚经济圈, 另一端是发达的欧洲经济圈。由于其合作重点是加强区域互通, 因此, 一带一路倡议的实施已强烈刺激沿线超过 60 个国家和地区的基础设施建设及运输行业, 催生了强劲的商用车需求。更重要的是, 不断提高的运输频率加速了卡车的轮胎损耗; 因此, 商用车对替换轮胎的需求增加引发替换轮胎市场的扩张性发展。

**新能源车的大力推广带动全球乘用车轮胎需求的增加。**随着新能源车的推广加之政府对新能源车的大力补贴, 各大主流厂商相继提出了全部采用新能源车产线的时间表, 极大促进了新能源车的消费需求, 新能源车的配套胎将成为全球轮胎市场新的增长点。由于新能源车没有发动机带来的噪声, 用户对整车的噪声将更为敏感, 因此对轮胎的要求也更高, 传统轮胎将不能满足新能源车行驶过程中对噪声的要求, 一个更高标准的轮胎市场将得以发展。

图 17: 中国新能源车产量增长迅速 (万辆, %)

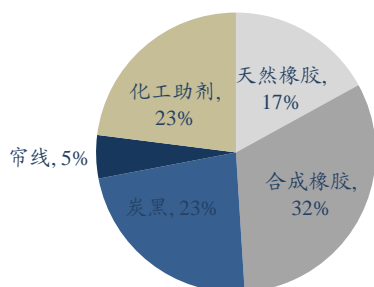


数据来源: 智研咨询, 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

### 3. 原材料成本处于低位, 天然橡胶强调产地优势

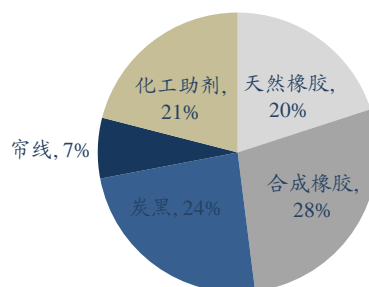
轮胎的生产成本中，原材料成本约占 80%。原材料中，天然橡胶占比 18%左右，合成橡胶占比 30%左右，炭黑占比 24%左右，三者合计占原材料成本的 75%以上，占轮胎生产成本的 60%，因此轮胎生产成本对其价格变动十分敏感。

图 18: 半钢子午胎原材料成本构成



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

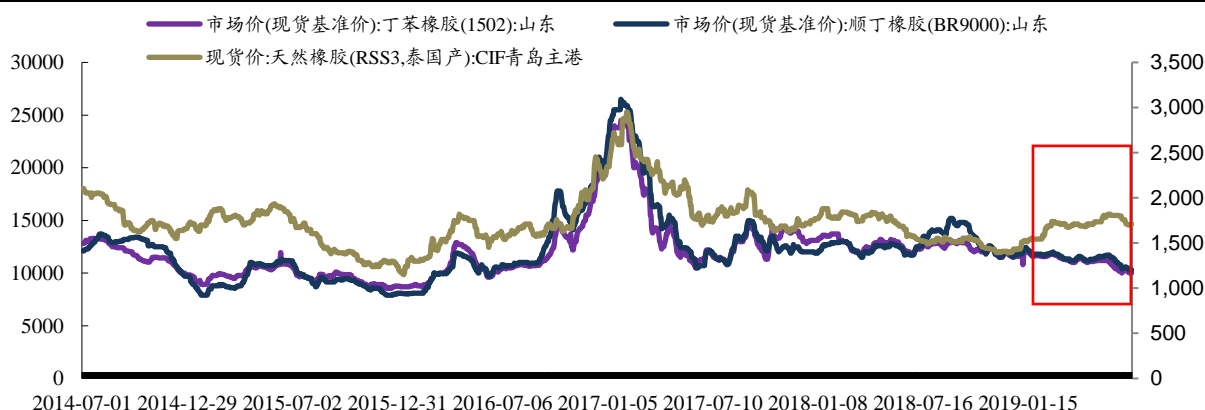
图 19: 全钢子午胎原材料成本构成



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

今年上半年天然橡胶与合成橡胶价格走势出现分化，进口天然橡胶价格上涨，泰国产青岛港到岸价上半年涨幅达 25%，但合成橡胶上半年价格平均降幅为 10%左右，进入七月依赖天然橡胶和合成橡胶价格都出现不同程度的下降。同比来看，天然橡胶虽然上半年出现价格上涨，上半年平均价格仍然同比下降 5%左右；合成橡胶中，丁苯橡胶均价同比下降 11%，顺丁橡胶均价同比下降 7%，公司上半年原材料成本整体下降提升公司盈利水平。

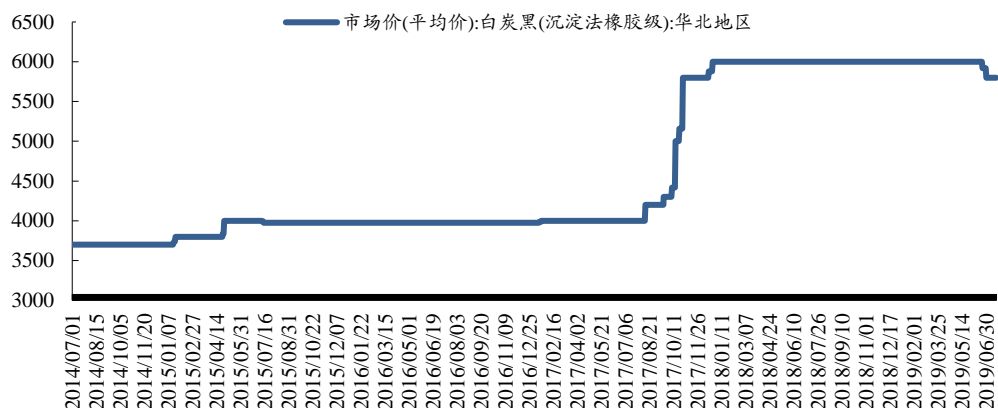
图 20: 天然胶与合成胶价格走势 (元/吨, 美元/吨)



数据来源：wind，东吴证券研究所

炭黑价格近两年来整体保持平稳，维持在 6000 元/吨的价格水平，进入到 19 年 7 月份价格开始有所松动下行，目前为 5800 元/吨，炭黑价格下降有利于公司成本控制，提升轮胎盈利能力。

图 21：炭黑价格近两年来整体保持平稳（元/吨）



数据来源：wind，东吴证券研究所

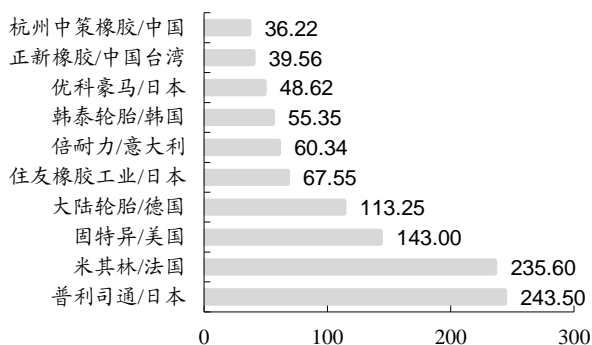
由于天然橡胶在轮胎生产成本中占有重大比例，如何有效控制天然橡胶成本成为轮胎企业的一个重要课题。延伸产业链至天然橡胶园可有效控制生产成本。国际巨头普利司通和米其林均有其自家的天然橡胶园，鉴于轮胎生产成本对天然橡胶价格高度敏感，自产天然橡胶可有效对冲天然橡胶价格剧烈波动的风险并降低生产成本。

靠近天然橡胶产地建厂也是轮胎企业的一个合理选择。东南亚的泰国、越南等地生产天然橡胶，在当地建厂就地取材生产轮胎也可有效降低生产成本。国内轮胎上市公司赛轮轮胎选择在越南投资建设轮胎工厂正是基于这个原因考虑的，玲珑轮胎则选择在泰国建设海外生产基地，可以说在天然橡胶产地建厂成为国内轮胎企业全球化扩张的一个必经之路。

#### 4. 国际巨头格局稳定，中国轮胎企业有望由大变强

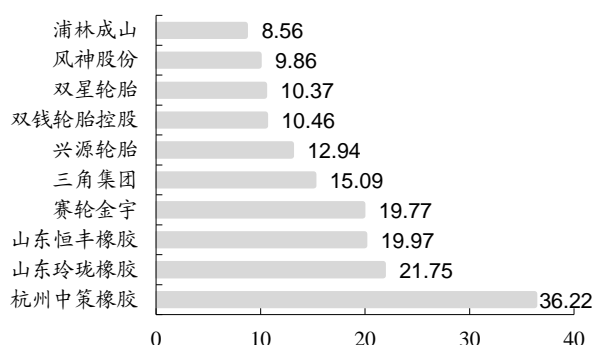
轮胎市场是一个充分竞争的市场，经过数十年的发展，目前全球轮胎市场格局基本保持稳定。美国《轮胎商业》杂志评选出的全球轮胎企业 75 强排行榜中，普利司通、米其林、固特异三家公司长年排名三甲，合计占全球轮胎市场份额的 38.6%，属于全球轮胎市场第一梯队。据 2018 年该排行榜最新数据，中国大陆上榜企业有 33 家，占据上榜企业数量的 44%，然而中国大陆前十大轮胎企业销售额合计仅为普利司通一家的 2/3，中国轮胎企业规模与国际巨头之间仍有较大差距。

图 22: 2017 年全球前十大轮胎企业销售额 (亿美元)



数据来源: 轮胎商业, 东吴证券研究所

图 23: 2017 年中国大陆前十大胎企销售额 (亿美元)

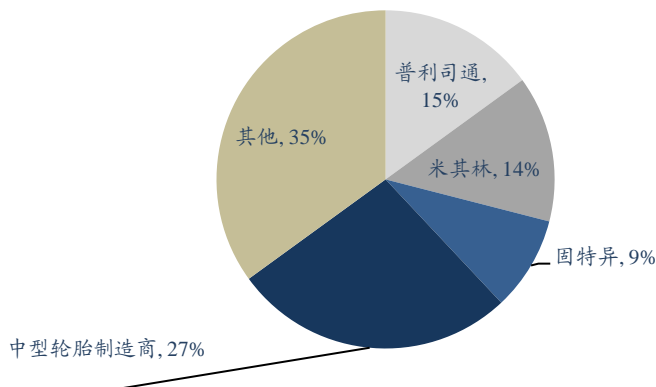


数据来源: 轮胎商业, 东吴证券研究所

#### 4.1. 国际三巨头优势显著

全球轮胎三大巨头普利司通、米其林和固特异, 被公认为是世界级的大强轮胎企业, 他们垄断着所有一线品牌的轮胎市场, 分别占据市场份额的 15%、14%和 9%, 合计占据全球轮胎市场份额的 38%。

图 24: 2018 年全球轮胎市场份额



数据来源: 观研天下, 东吴证券研究所

日本普利司通是世界最大的轮胎及橡胶产品生产商, 自 1931 年创建至今, 公司沿着橡胶工业的上下游发展, 在 27 个国家建设有 122 家原材料及相关化工品生产工厂。目前公司已实现全产业链布局战略, 包括合成橡胶、化纤帘线、钢帘线、炭黑、机械厂以及天然橡胶园等。普利司通在我国有 4 个轮胎企业, 生产能力约为 1900 万条/年。

法国米其林集团同样是全球车辆轮胎科技的领导者, 在其逾百年公司历史中, 米其林集团先后在五大洲设立 74 家工厂, 6 个橡胶种植园; 分别在法国、日本、美国及中国设有研究与测试中心, 在超过 170 个国家设立了销售与市场机构。轮胎技术创新是米其林的灵魂, 据称世界 2/3 以上的轮胎发明成果来自米其林, 目前米其林现已在法、日、

美、泰、中 5 个国家建有技术研发中心，专门从事新产品、新技术的开发工作。

美国固特异是仅次于普利司通、米其林的第三大世界轮胎巨头，目前在 21 个国家拥有 37 家轮胎工厂，其中 7 家位于美国本土，1 家在中国，综合轮胎生产能力为年 1.7 亿条，海外销售占比约为 60%。

纵观世界三巨头发展史，我们不难总结出轮胎企业发展壮大的特征：全球化布局构建全球化生产工厂和营销网络；产业链延伸，配套天然橡胶种植园降低并稳定生产成本；设立强大的研发中心，对轮胎的设计引到行业潮流，这些经验将引导着国内轮胎企业做大做强，成长为世界轮胎巨头。

#### 4.2. 国内低端产能结构性过剩

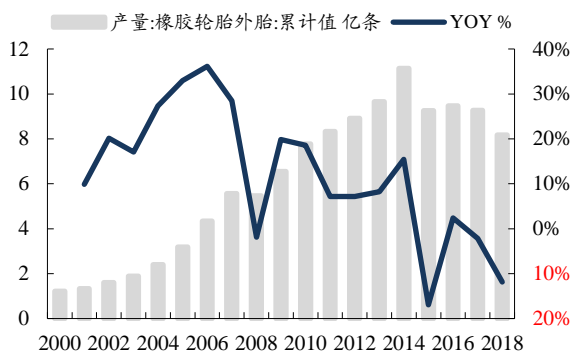
经过几十年的发展，我国依靠前期投资扩产、低水平重复建设和数量扩张的传统发展模式，已成为世界第一大轮胎生产国，但也造成轮胎行业目前产能相对过剩、低端产品同质化严重的现状。2017 年世界轮胎 75 强中，前十名的销售额 1043 亿美元，占总销售额的 38.6%，而中国大陆前 10 家轮胎企业销售总额为 165 亿美元，只占总销售额的 10%。

根据轮胎工业协会数据统计，2013 年米其林中国工厂子午胎出口比例为 3%左右，普利司通出口比例约为 5%，而中国轮胎企业子午胎出口比例达到 45%左右。在世界轮胎巨头设法满足国内高端市场需求的同时，国内轮胎企业却为能在中低端饱和的竞争中生存而拼尽全力扩大出口，结果是遭受越来越频繁的贸易保护壁垒，这也使得 2014 年之后，我国轮胎产量出现断崖式下降，产量从 10 亿级以上下降到 10 亿级以下。

另一方面，山东作为我国轮胎大省，占据中国子午线轮胎半壁江山。2014 年初，山东省政府原则通过了《化解产能严重过剩矛盾的实施意见》，轮胎等行业被列入山东省产能过剩行业。在环保压力和资金链断裂的双重压力下，中小轮胎企业加速出清。仅 2017 年全年，全国共淘汰落后产能斜交胎 730 万条，普通型子午胎 1800 万条，其中全钢胎 1000 万条，半钢胎 800 万条；淘汰退出轮胎工厂 10 家。

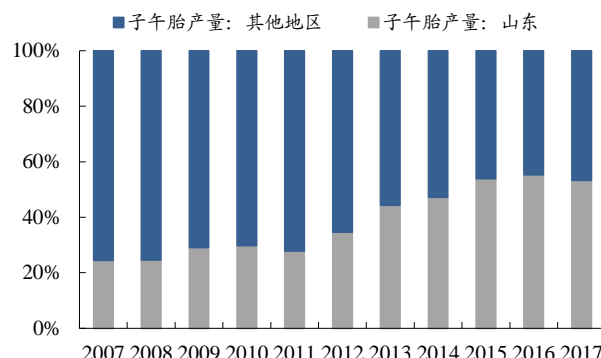
轮胎行业产量下滑促使行业落后产能退出市场，供给侧改革则使得行业结构得到进一步优化，这也有利于行业集中度的提高和行业的良性发展，并为企业由大到强提供了新的契机。

图 25: 中国轮胎产量 2014 年后出现大幅下降



数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

图 26: 山东占据子午线轮胎半壁江山

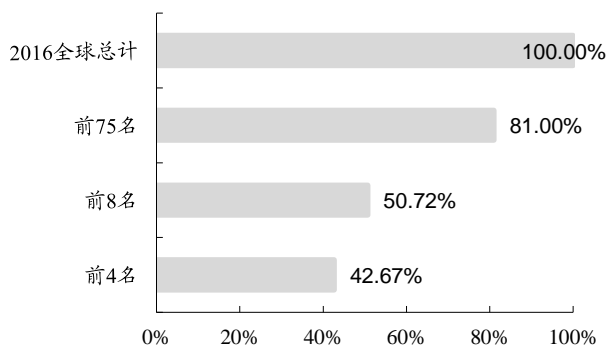


数据来源: wind, 国家统计局, 东吴证券研究所

### 4.3. 国内轮胎企业有望由大变强

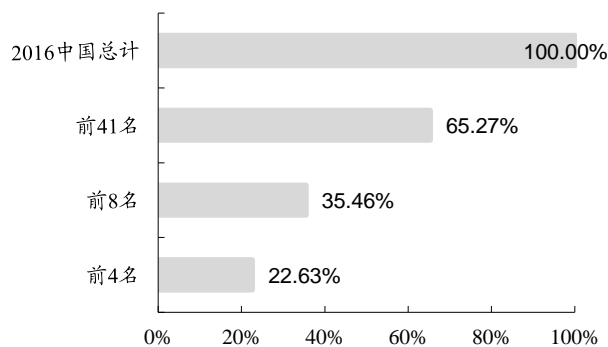
目前中国轮胎企业众多, 行业集中度远低于世界平均水平。2016 年, 从世界轮胎 75 强排名数据中我们可以看出, 全球轮胎企业前 4 名的销售额占比达到了 42.67%, 而根据中国橡胶工业协会轮胎分会的统计数据看, 中国前 4 名轮胎企业销售额占比仅为 22.63%, 远远低于全球同期指标; 而全球前 8 名的销售额占比 50.72%, 中国仅为 35.46%, 同样远远不及全球水平。

图 27: 2016 年全球轮胎企业销售额占比



数据来源: 世界轮胎 75 强排名, 东吴证券研究所

图 28: 2016 年中国轮胎企业销售额占比



数据来源: 中国橡胶工业协会, 东吴证券研究所

从发达国家轮胎行业的发展经验来看, 当市场竞争加剧, 部分无法适应竞争的企业被淘汰或被并购, 行业集中度会逐步上升, 最终形成几家实力强大的大型轮胎企业。从近两年国家出台的轮胎产业政策上已经可以看到这种导向, 如在国民经济“十三五”规划中“推动传统产业升级改造”小节明确提出“鼓励企业并购, 形成以大企业集团为核心, 集中度高、分工细化、协作高效的产业组织形态”; 在石化和化学工业发展规划(2016—2020 年)中五次提到鼓励兼并重组; 《中国橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》提出“通过上市公司兼并重组、品牌共享兼并重组、产销一体等方式, 建立纵向



资产重组企业、横向资产重组企业、品牌共享重组企业、轮胎及橡胶制品电商企业和境外投资企业等”。

在市场环境的倒逼和国家政策的鼓励下，近年来国内轮胎并购案频发。中国化工集团早期收购了国内风神、黄海、双喜、桂林四家轮胎企业（新疆昆仑轮胎也一度加入中国化工集团，后退出），并在 2017 年高价收购意大利著名轮胎企业倍耐力。双星股份在收购华青工业进入轮胎行业后，又收购了国内东风轮胎厂，并于 2018 年主导收购了韩国锦湖轮胎 45% 股份。赛轮轮胎收购山东金玉、沈阳和平，双钱收购海口轮胎、江苏轮胎和新疆昆仑等。

表 2: 近年部分国内轮胎并购案

并购主体	并购/重组标的	并购主体	并购/重组标的
双钱	海口轮胎	固铂轮胎	青岛格锐达
	江苏轮胎	兴源集团	盛泰集团
	新疆昆仑	山东华盛轮胎	永泰化工
赛轮轮胎	山东金宇		风神股份
	沈阳和平轮胎		双喜轮胎
华东橡胶	龙跃轮胎	中国化工集团	黄海轮胎
山东恒丰	沃森轮胎		桂林轮胎
	德瑞宝		倍耐力
	涌金橡胶		华青工业
		青岛双星	东风轮胎
			锦湖轮胎
			恒宇

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

## 5. 巨胎产品迎来收获期，打开公司成长空间

所谓工程机械轮胎，是指用于轮式车辆与工程机械上的充气轮胎，包括重型自卸汽车、装载机、挖掘机、铲运机、推土机和压路机等多种类型轮胎，而巨型工程机械轮胎（简称巨胎）是工程机械轮胎的高端产品，具有体积和质量大、连续工作时间长、工作条件苛刻等特点。根据行业专家的定义，标准轮辋直径为 33 英寸（838mm）及其以上、轮胎设计外直径在 2000mm 以上、单胎承载量（★★级、 $10\text{km} \cdot \text{h}^{-1}$ ）大于 20 吨的工程机械轮胎可称为巨型工程机械轮胎；从生产工艺和使用角度来看，多数轮胎企业认为轮胎的标准轮辋直径为 49 英寸（1245mm）及以上、承载量为 90 吨以上的车辆使用的工程机械轮胎可称为巨型工程机械轮胎。

表 3: 矿用车辆与巨胎规格装配情况

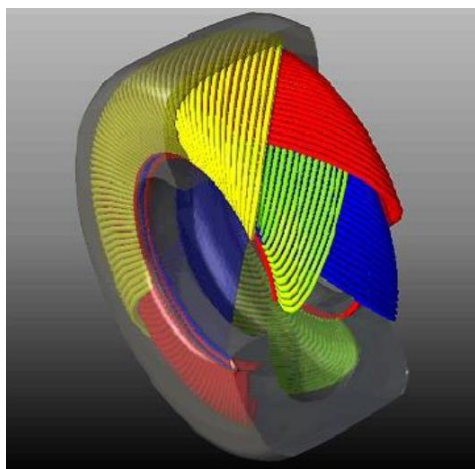
矿用车辆载质量/吨	轮胎规格
90	27.00R49
140	33.00R51
190	37.00R57
240	40.00R57
290	53/80R63
360	59/80R63

数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

### 5.1. 巨型子午胎市场呈现高度垄断的竞争格局

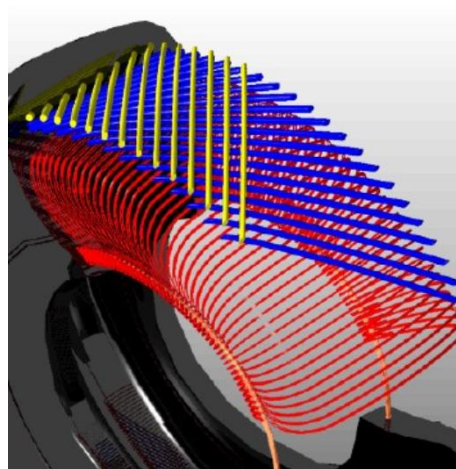
根据胎体帘布的贴合形式不同, 巨胎可以分为巨型工程机械斜交轮胎(简称巨型斜交胎)和巨型工程机械子午线轮胎(巨型子午胎)。其中, 斜交胎胎体帘线各层间排列彼此交叉呈网状, 并与胎冠中心线形成一定角度(35°~45°); 子午胎胎体帘线各层间排列是相互平行呈径向排列, 与胎冠中心线呈 90° 夹角。

图 29: 斜胶胎结构示意图



数据来源: 兴源轮胎, 东吴证券研究所

图 30: 子午胎结构示意图



数据来源: 兴源轮胎, 东吴证券研究所

与巨型斜交胎相比, 巨型子午胎行驶性能提高, 生热降低, 耐磨性能、抗刺扎性能、缓冲性能、操纵性能好, 负荷量大, 使用寿命长。一般巨型斜交胎使用寿命不超过 2000 小时, 在相同条件下, 巨型子午胎的使用寿命可达到巨型斜交胎的 1.5~2 倍, 但由于技术难度大、质量要求高, 整个巨型子午胎行业呈现高度集中的竞争格局, 全球 95% 以上市场被米其林公司、普利司通公司、固特异公司、蒂坦国际公司等轮胎巨头垄断。

表 4: 国外主要巨胎企业生产情况

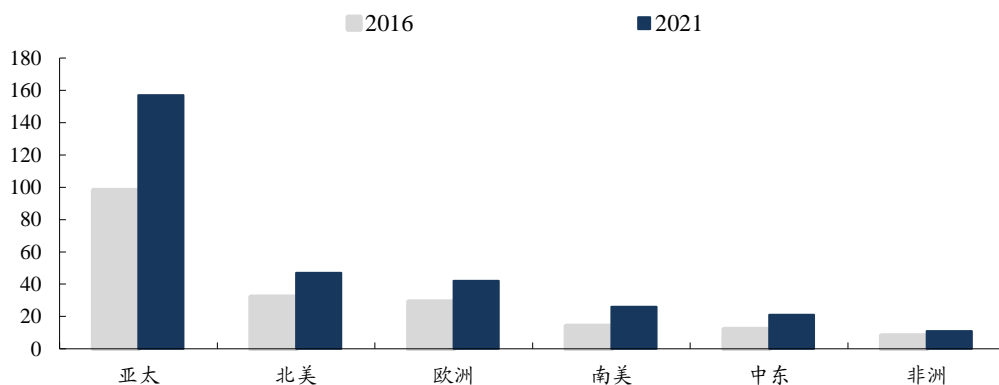
企业	地点	厂家	产品轮辋直径/英寸 (mm)
<b>米其林公司</b>			
美国	南卡罗莱纳州安德森	Starr	57 (1448) 和 63 (1600)
美国	南卡罗来纳州列克星敦	列克星敦	57 (1448) 和 63 (1600)
西班牙	维多利亚		63 (1600)
<b>普利司通公司</b>			
日本	山口县	Shimonoseki	63 (1600)
日本	福冈县	Kitakyushu	
美国	南卡罗来纳州艾肯	艾肯	49 (1245) 和 63 (1600)
泰国	罗勇府	Amata	49 (1245) 和 63 (1600)
<b>蒂坦国际公司</b>			
美国	俄亥俄州	Bryan	49 (1245) 和 63 (1600)

数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

## 5.2. 下游采矿业景气为巨胎需求上升提供支撑

随着世界各国的建筑业、工业和基础设施建设投资的不断增长, 2016 年全球非公路轮胎 (OTR) 市场规模达到了 192 亿美元, 其中矿山轮胎、建筑和工业机械设备轮胎所占的市场份额最大。根据轮胎商业数据中心的预测, 2021 年 OTR 轮胎销售额将达到 296 亿美元, 年复合增长率超过 8%, 增长的动力主要来自亚太地区强大的工程车轮胎需求 (约占全球整个市场的 50%)。

图 31: OTR 市场全球分布及预测 (亿美元)

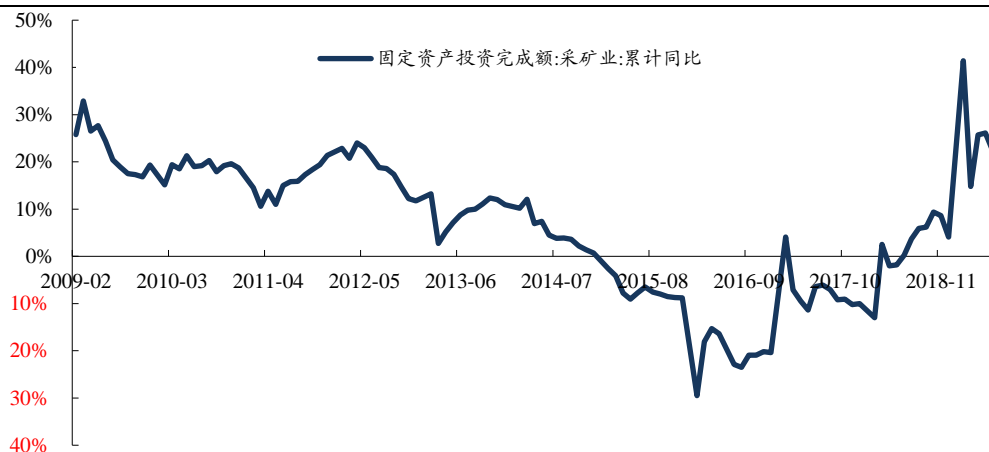


数据来源: 轮胎商业数据中心, 东吴证券研究所

由于巨胎主要用于重型车和装载机, 受下游煤矿、铁矿等采掘业景气度的影响较大。2016 年, 随着我国在煤炭、钢铁等行业启动供给侧改革, 供给端格局优化的影响持续深

入,大型煤炭、钢铁开采企业的盈利状况大幅改善,开工率显著回升。2018年6月以来,采矿业固定资产投资增速转正并持续回升,2019年6月,同比增速达到22.3%,因此煤炭采掘行业的回暖有望带动巨胎等相关配套材料行业的需求上升。

图 32: 国内采矿业固定资产投资完成额累计同比 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 5.3. 公司的巨胎产品迎来收获期, 进口替代有望加速

根据《橡胶工业》的估计,2015年全球巨胎的需求量为22万~25万条,考虑到95%以上的市场均被外资轮胎巨头企业垄断,加之外企巨头对国内实施了全面技术封锁,所以从效益、安全和成本等方面考虑后,我国企业自2006年左右陆续投入到对巨型子午胎项目的研发和生产中。

经过近十年的研发,公司于2016年成功下线世界最大63寸巨型子午胎,2019年收到中国神华国际工程有限公司的“中标通知书”,成为“MT5500矿用卡车59/80R63轮胎研制与应用”项目中标人。目前,公司已成为世界上最大的工程机械和矿山设备生产厂家卡特彼勒的三大轮胎配套供应商之一,巨胎产品也已经进入中国约70%的大型矿山市场并成为国内四大工程机械制造企业的配套供应商。未来,随着巨胎市场的需求向好和生产技术的持续进步,以公司为代表的国内厂商有望全面打破外资巨头的市场垄断和技术封锁,不断提高我国巨胎产品的市场份额及轮胎产业的综合竞争力。

图 33: 公司生产的世界最大 63 寸巨型子午胎



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 6. 扩产+降税，海外产能持续加码，公司进入加速成长期

### 6.1. 新产能投产将加速业绩释放

目前公司共拥用青岛、东营、沈阳和越南四个生产基地，合计全钢胎产能 560 万条、半钢胎产能 4000 万条、非公路胎产能 6.4 万吨。

表 5: 公司轮胎产能及在建计划

	生产基地	在产产能	在建产能	预计达产时间
全钢胎	青岛	260 万条/年		
	沈阳	180 万条/年		
	越南	120 万条/年		
	越南合资工厂		240 万条/年	2020 年
半钢胎	青岛	1000 万条/年		
	东营	2000 万条/年	700 万条/年	2019 年
	越南	1000 万条/年		
非公路胎	青岛	2.9 万吨/年	3.1 万吨/年	2020 年
	越南	3.5 万吨/年	1.5 万吨/年	2019 年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

今明两年是公司产能扩产投产的高峰年。预计越南合资工厂 240 万条/年全钢胎产能、4.6 万吨/年非公路胎（包括越南工厂 1.5 万吨/年和青岛工厂 3.1 万吨/年）产能、东营基地 700 万条/年半钢胎产能将陆续于 2019-2020 年建成，新增产能的投产有望进一步加速公司业绩的释放。

### 6.2. 越南基地竞争优势得到凸显

双反调查和中美贸易战为中国轮胎企业的出口业务带来较大不确定性，基于此，公司于 2012 年在越南设立全资子公司并布局生产基地，目前已经建成 120 万条/年全钢胎，1000 万条/年半钢胎和 3.5 万吨/年非公路胎。借助当地廉价的天然胶及越南工厂转产出口的优势，公司应对国际贸易壁垒的能力得到凸显，未来随着 1.5 万吨/年非公路胎以及越南合资工厂的 240 万吨/年全钢胎在建产能的投放，越南基地将发挥更加重要的作用。

此外，公司还在欧洲、越南设立研发中心，在美洲和欧洲等区域搭建了销售网络与物流中心。在全球贸易摩擦加剧的背景下。公司的全球化布局可有效规避贸易壁垒，进一步对冲贸易风险。

图 34: 公司的全球化布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 6.3. 出口退税和增值税降税增厚业绩

2018 年 10 月，财政部、国家税务总局发布通知，对轮胎产品的出口退税率从 9% 提高到 13%，自 2018 年 11 月 1 日起开始实施。我们预计 2019 年公司出口营收约为 50~60 亿元，轮胎产品成本占比约 81%，原材料和能源占轮胎成本的约 83.5%，2019 年前十个月相比 2018 年同期，轮胎产品出口退税率的提高将为公司增厚利润 1 亿元左右。

另外，自 2019 年 4 月 1 日起，国内增值税率由 16% 降至 13%，同样按照 18 年的营业成本计算，相比于 2018 年同期，增值税税率的降低将为 2019 年全年增厚利润约 4300 万元。

## 7. 盈利预测与估值

### 核心假设：

- 1、公司全钢胎产能为满产状态，越南合资工厂新建产能于 2019 年底投产；
- 2、公司半钢胎产能利用率为 90%，东营工厂新建产能于 2020 年投产；
- 3、各种轮胎产品的价格基本保持稳定，毛利率随产能利用率的提升而增加。

**盈利预测：**我们预计公司 2019-2021 年营业收入 152.44 亿元、173.06 亿元和 199.08 亿元，归母净利润分别为 10.27 亿元、15.58 亿元和 21.97 亿元，EPS 分别为 0.38 元、0.58 元和 0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 9.7X，6.4X 和 4.5X。考虑到行业集中度的提升和新增产能的放量，未来公司盈利有望得到持续性增长，同时巨胎业务打开了公司的成长空间。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 6: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)

		2018	2019E	2020E	2021E
全钢胎 (国内)	营业收入	3,600	3,600	3,600	3,600
	毛利	648	720	720	720
半钢胎 (国内)	营业收入	4,715	5,200	6,000	6,600
	毛利	943	1,196	1,500	1,650
非公路胎 (国内)	营业收入	600	1,000	1,100	1,500
	毛利	162	300	341	525
全钢胎 (越南)	营业收入	720	1,080	1,782	2,484
	毛利	202	324	570	869
半钢胎 (越南)	营业收入	1,600	2,000	2,400	3,200
	毛利	480	640	792	1,120
非公路胎 (越南)	营业收入	300	340	400	500
	毛利	90	105	128	165

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

表 7: 可比公司估值表

公司	总市值	收盘价	EPS			P/E			P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
赛轮轮胎	99.14	3.67	0.25	0.38	0.60	14.84	9.66	6.36	1.36
玲珑轮胎	222.24	18.52	0.98	1.20	1.45	13.87	15.38	12.78	2.17
三角轮胎	103.84	12.98	0.60	0.78	0.92	18.45	16.59	14.15	1.07

资料来源: Wind (除赛轮轮胎外为 Wind 一致预期), 东吴证券研究所

## 8. 风险提示

### 8.1. 投产进度不及预期

公司预计于今年下半年和明年有新增产能投产, 对业绩将产生显著影响, 但存在在建产能投产进度低于预期的风险。

### 8.2. 原材料价格大幅波动的风险

天然橡胶、合成橡胶和炭黑合计占轮胎生产成本的 60%, 上述原材料价格存在大幅波动, 导致轮胎价格不能及时传导, 进而影响公司盈利能力的风险。

### 8.3. 大股东股权质押存在风险

公司第一大股东新华联控股和实际控制人杜玉岱先生所持公司股份的股权质押率均超过 70%, 大股东股权质押率较高存在质押股权被平仓的风险。

赛轮轮胎三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,859	8,317	9,061	10,605	营业收入	13,685	15,244	17,306	19,908
现金	2,343	3,049	3,461	3,982	减:营业成本	10,972	11,897	13,193	14,797
应收账款	1,470	1,870	1,922	2,440	营业税金及附加	67	76	86	99
存货	2,271	2,453	2,786	3,090	营业费用	869	1,027	1,143	1,324
其他流动资产	775	946	892	1,094	管理费用	366	552	572	680
非流动资产	8,429	8,821	9,453	10,223	财务费用	288	307	325	309
长期股权投资	232	464	696	928	资产减值损失	230	200	248	278
固定资产	6,359	6,605	7,029	7,581	加:投资净收益	42	25	27	26
在建工程	256	254	257	272	其他收益	0	0	0	0
无形资产	587	588	566	548	营业利润	735	1,209	1,764	2,448
其他非流动资产	996	910	906	894	加:营业外净收支	-12	-16	-15	-15
资产总计	15,288	17,138	18,514	20,828	利润总额	723	1,193	1,749	2,433
流动负债	8,434	9,470	9,488	9,833	减:所得税费用	66	170	206	276
短期借款	3,564	4,762	4,186	4,052	少数股东损益	-11	-4	-15	-40
应付账款	1,824	2,117	2,254	2,648	归属母公司净利润	668	1,027	1,558	2,197
其他流动负债	3,045	2,591	3,048	3,133	EBIT	898	1,378	1,934	2,581
非流动负债	537	463	413	360	EBITDA	1,715	2,097	2,643	3,391
长期借款	450	376	326	273					
其他非流动负债	87	87	87	87	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	8,971	9,933	9,901	10,193	每股收益(元)	0.25	0.38	0.58	0.81
少数股东权益	9	5	-10	-50	每股净资产(元)	2.34	2.67	3.19	3.96
归属母公司股东权益	6,308	7,200	8,623	10,685	发行在外股份(百万 股)	2701	2701	2701	2701
负债和股东权益	15,288	17,138	18,514	20,828	ROIC(%)	7.5%	9.4%	12.8%	15.1%
					ROE(%)	10.4%	14.2%	17.9%	20.3%
					毛利率(%)	19.8%	22.0%	23.8%	25.7%
					销售净利率(%)	4.9%	6.7%	9.0%	11.0%
					资产负债率(%)	58.7%	58.0%	53.5%	48.9%
					收入增长率(%)	-0.9%	11.4%	13.5%	15.0%
					净利润增长率(%)	102.5%	53.7%	51.7%	41.0%
					P/E	14.84	9.66	6.36	4.51
					P/B	1.57	1.38	1.15	0.93
					EV/EBITDA	7.10	5.80	4.21	3.07

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

