

去东南亚投资赚的什么钱？ ——以越南轮胎产业链为例

✍️ : 范飞 执业证书编号: S1230512030001
☎️ : 021-80106025
✉️ : fanfei@stocke.com.cn

投资要点

□ 轮胎企业去越南建厂的竞争对手是谁？

中资企业在越南设厂同样面临全球性的竞争对手：普利司通、锦湖、优科豪马，以及越南本土的CSM和DRC轮胎企业（分列全球轮胎第65和66强）。

□ 越南的要素成本优势

我们估计，一个1200人规模，240万套的全钢工厂，相对于国内而言：人力成本节省在0.5-0.8亿左右；电力及能源成本基本相当；天然橡胶等原材料采购优势被合成橡胶、炭黑、助剂等进口配套等抵消；水泥建材等基础材料与国内相当；

□ 税收优势

越南符合条件的外资企业享受税收优惠：15年内企业所得税率为10%，自产生应税收入之日起4年内免缴企业所得税，以后9年减按5%税率征收企业所得税，国内可比公司所得税率平均实际税率约20%，普利司通所得税率更是高达24%，因此在越南的外资企业享受的税收优惠综合看，大约相当于税前利润的10-15%，折合成利润率，约相当于提升2.5%-3.5%的利润率。

□ 自由贸易协定带来的大市场才是最重要的

中国出口到美国的轮胎目前被征收25%附加税，以及最高达87.99%的倾销税率几乎让中国内地轮胎企业完全丢掉美国大市场。而越南出口到美国享受4%关税待遇；

另外，越南-东盟FTA有代表意义。双方将消除货物贸易领域99%以上的关税，欧盟将在7年内最终取消自越南进口的数千个税目项下的产品的关税；市场和产业开放水平上达到了新的高度，代表了越南所签自由贸易协定的最高水平。

□ 投资建议与风险提示

建议关注以下在东南亚设厂的轮胎产业链企业，玲珑、赛轮、海利得、贵州轮胎、通用股份，将会受益于低人力成本、低关税壁垒。

□ 风险提示：

国别风险：包括政治、政策变动、汇率变动风险；

管理风险：跨国别管理难度加大，供应链要求提高，文化冲突等；

行业评级

橡胶 看好

相关报告

1《轮胎行业增长点在哪里？全球轮胎半年报管中窥豹》2019.08.08

报告撰写人：范飞

数据支持人：范飞

正文目录

1. 投资东南亚挣的什么钱？以越南轮胎产业链为例	4
1.1. 轮胎企业去越南建厂的竞争对手是谁？	4
1.2. 越南的要素成本优势	4
1.3. 税收优势	4
1.4. 自由贸易协定带来的大市场才是最重要的	4
1.5. 投资建议与风险提示	4
2. 轮胎企业去越南建厂的竞争对手是谁？	5
2.1. 越南轮胎行业基本情况	5
2.2. 越南轮胎行业竞争对手：普利司通、锦湖、CSM 和 DRC	6
3. 越南的优势	7
3.1. 轮胎成本主要构成	7
3.2. 人力成本优势是关键优势之一	8
3.2.1. 代表性工资薪酬：	8
3.2.2. 越南最低工资待遇	9
3.2.3. 相对于国内轮胎业实际薪酬的人力成本节省	9
3.3. 电力与能源供应	10
3.3.1. 电力供应成本：越南成本不断提升，逐渐接近中国电力成本	10
3.3.2. 蒸汽成本基本相当	11
3.4. 工业用地与建材价格	11
3.4.1. 工业用地火热：价格持续上涨	11
3.4.2. 越南建材价格：与国内基本相当	11
4. 越南的轮胎产业链原料供应	11
4.1. 天然橡胶	11
4.2. 轮胎帘子布：配套逐步完善中	13
4.3. 炭黑、合成橡胶、助剂等其他原料：依赖进口，但是无关税壁垒	13
5. 税收优势：越南轮胎生产的关键武器	13
5.1. 所得税率	13
5.2. 增值税：出口产品免增值税	14
5.3. 自由贸易协定：	14
5.3.1. 越南的主要自由贸易协定	15
5.3.2. 对轮胎出口而言重要的：越南—欧盟 FTA	15
5.4. 中国出口到欧洲和美国的关税：	16
5.4.1. 中国出口到美国 VS 越南出口到美国	16
5.4.2. 中国出口到欧盟 VS 越南出口到欧盟	16

6. 相对劣势:	17
7. 投资建议:	17
8. 风险提示:	17
9. 附录:	18

图表目录

图 1: 越南出口到美国轮胎与中国出口到美国对比	5
图 2: 越南主要轮胎生产企业	6
图 3: CSM 季度财务数据: 2019Q2 环比明显好转	6
图 4: DRC 季度财务数据: 2019Q2 环比明显好转	6
图 5: 轮胎成本构成	7
图 6: 越南全钢胎轮胎成本估计	8
图 7: 越南规划 2020 年电力供应装机结构	10
图 8: 越南橡胶种植与开割面积	12
图 9: 中国进口天然橡胶税率	12
图 10: 越南所得税率	14
图 11: 越南 2017 年轮胎出口去向	18
图 12: 越南就业人口	18
图 13: 美国从越南进口卡客车轮胎单价 (美元/单位)	18
图 14: DRC 季度财务数据: 2019Q2 环比明显好转	18
表 1: 越南轮胎出口增长惊人	5
表 2: 普利司通越南招聘人员薪资待遇	8
表 3: 越南最低工资标准	9
表 4: 国内轮胎行业薪酬	9
表 5: 越南电力价格 110KV 电压, 超过 100MVA 时的电价	10
表 6: 越南建材价格与国内比较	11
表 7: 可比轮胎企业实际所得税率	14
表 8: 越南的主要自由贸易协定	15
表 9: 中国和越南轮胎及帘子布出口到美国关税对比	16
表 10: 中国出口到欧盟反倾销税	16
表 11: 国内轮胎及产业链企业在东南亚设厂一览	17
表 12: 越南本地轮胎企业估值	19

1. 投资东南亚挣的什么钱？以越南轮胎产业链为例

去东南亚的要素成本低，是第一反应，包括人力成本、环保成本；那实际情况如何？人力成本低是最关键的因素嘛？本文以越南轮胎产业链为例，管中窥豹，试图理解去东南亚投资的逻辑。

1.1. 轮胎企业去越南建厂的竞争对手是谁？

中资企业在越南设厂摆脱了国内的恶性竞争，但是也面临全球性的竞争对手，竞争进入一个新的阶段。越南轮胎的主要企业有普利司通、赛轮、锦湖、优科豪马，以及越南本土的 CSM 和 DRC 轮胎企业（分列全球轮胎第 65 和 66 强）。

1.2. 越南的要素成本优势

越南政局稳定，经济发展较快，越南执政党和政府执政能力较强，政策具有持续性，注重经济建设，近年来越南 GDP 增长基本在 5%-7%；地理位置优越、具有一定基础配套设施等各方面均是重要考虑。

对于轮胎行业而言，劳动力成本较低、较大力度的优惠政策，16 项自贸协定、本地化的天然橡胶原材料供应是被重点关注的。

我们估计，一个 1200 人规模，240 万套的全钢工厂，相对于国内而言：人力成本节省在 0.5-0.8 亿左右；电力及能源成本基本相当；天然橡胶等原材料采购优势被合成橡胶、炭黑、助剂等进口配套等抵消；水泥建材等基础材料与国内相当；

1.3. 税收优势

越南符合条件的外资企业享受税收优惠：15 年内企业所得税率为 10%，自产生应税收入之日起 4 年内免缴企业所得税，以后 9 年减按 50% 税率征收企业所得税（即税率为 5%），国内可比公司所得税率平均实际税率约 20%，普利司通所得税率更是高达 24%，因此，在越南的外资企业享受的税收优惠综合看，大约相当于税前利润的 10-15%，折合成利润率，约相当于提升 2.5%-3.5% 的利润率。

1.4. 自由贸易协定带来的大市场才是最重要的

中国出口到美国的轮胎目前被征收高额关税和双反税（反补贴和反倾销），25% 附加税，以及最高达 87.99% 的倾销税率几乎让中国内地轮胎企业完全丢掉美国大市场。而越南出口到美国享受 4% 关税待遇；

另外，越南—东盟 FTA 有代表意义。2019 年 6 月 30 日欧洲理事会宣布批准签署《越南与东盟自由贸易协定》（EVFTA）及《投资保护协定》：双方将消除货物贸易领域 99% 以上的关税，东盟将在 7 年内最终取消自越南进口的数千个税目项下的产品的关税；越南则分步实施，协议生效后先取消对东盟 65% 的进口关税，其余税目项下产品的关税将在 10 年内逐步取消。越南—东盟 FTA 不但从市场和产业开放水平上达到了新的高度，且在多维制度因素融合方面实现了新的突破，代表了越南所签自由贸易协定的最高水平。

1.5. 投资建议与风险提示

建议关注以下在东南亚设厂的轮胎产业链企业，玲珑、赛轮、海利得、贵州轮胎、通用股份，将会受益于低人力成本、低关税壁垒。

风险提示：

- 国别风险：包括政治、政策变动、汇率变动风险；
- 管理风险：跨国别管理难度加大，供应链要求提高，文化冲突等；

2. 轮胎企业去越南建厂的竞争对手是谁？

2.1. 越南轮胎行业基本情况

越南共有约 830 个大大小小的轮胎企业，包括自行车胎、摩托车胎、轿车和卡车轮胎等。对于汽车轮胎，80-90% 均为出口。

越南轮胎出口一直在快速增长，其中 2017 年出口金额 7.89 亿美元（中国轮胎出口额整体是 141 亿美元），同比增长 37%；其中对美国的出口增长是关键驱动力，出口美国占比从 2010 年的 28% 增长到 57%，特别是 2015 年以后出口到美国市场连续高增长。

表 1：越南轮胎出口增长惊人

	越南轮胎出口 (百万美元)	增长	其中出口到美国金额 (百万美元)	增长	出口到美国占比
2017 年	789	37%	452	64%	57%
2016 年	574	5%	276	46%	48%
2015 年	545	22%	189	152%	35%
2014 年	445	22%	75	2%	17%
2013 年	365	14%	73.8	-18%	20%
2012 年	320	1%	90	29%	28%
2011 年	316	32%	69.7	6%	22%
2010 年	239		65.9		28%

资料来源：oec.world、浙商证券研究所

与之对比的是，中国出口到美国的数量和金额一直处于下滑之中，其中小客车轮胎金额从高峰时的 19 亿美元下降到 3.5 亿美元。总的出口到美国的轮胎金额从 40 亿美元，下滑到 2018 年的 22 亿美元，而 2019 年 1-8 月更是下降到 8.25 亿美元，下滑幅度达 45%；按照此趋势，越南出口到美国的轮胎预计会很快超越中国的份额。

图 1：越南出口到美国轮胎与中国出口到美国对比



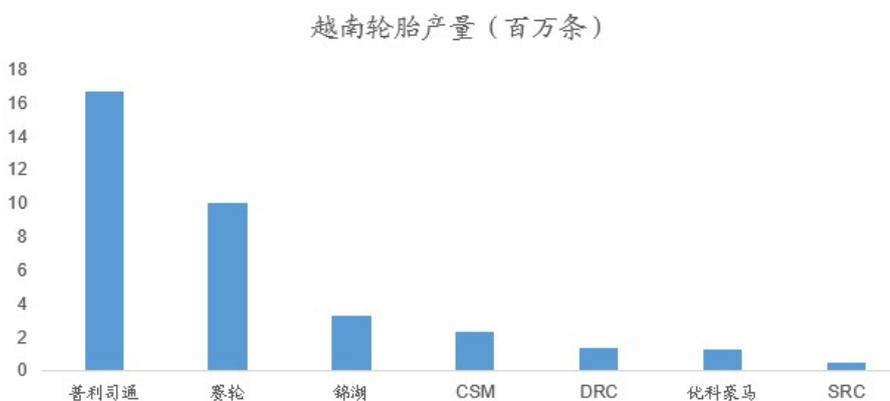
资料来源：oec.world、Wind、浙商证券研究所

2.2. 越南轮胎行业竞争对手：普利司通、锦湖、CSM 和 DRC

总的来说，中资企业在越南面临的是全球性的竞争对手，摆脱了国内的恶性竞争，竞争进入一个新的阶段。越南轮胎的主要企业有普利司通、赛轮、锦湖、优科豪马，以及本地的 CSM 和 DRC，越南本土的 CSM 和 DRC 轮胎企业分列全球轮胎第 65 和 66 强。

普利司通：在全球有 51 个轮胎生产工厂，以及 26 个与轮胎相关的工厂，17 个原料工厂；在亚太地区共有 17 个工厂，中国 7 个（含港澳台 2 个）；泰国 4 个，以及越南一个。普利司通越南海防工厂于 2014 年竣工，投资额为 12.2 亿美元，占地面积 102.4 公顷。

图 2：越南主要轮胎生产企业



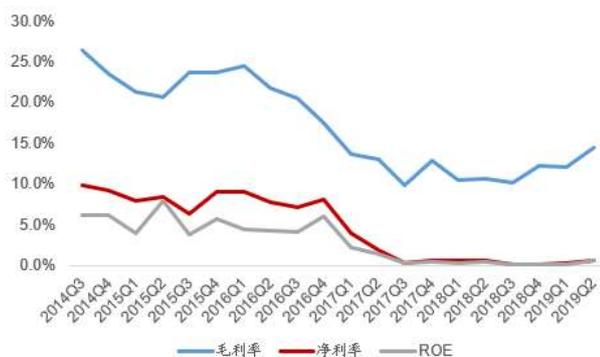
资料来源：Tire business（转引自 FPTS）、浙商证券研究所估计

注：CSM：越南南方橡胶；DRC：越南大囊轮胎；

CSM：越南化学品集团（Vinachem）持有 51% 股权，产能有 35 万套全钢胎、70 万套半钢胎，以及其余有斜交轮胎、摩托车轮胎等；CSM 2018 年总资产约 10.5 亿人民币，所有者权益约 3.57 亿元。2018 年销售额 1.741 亿美元；

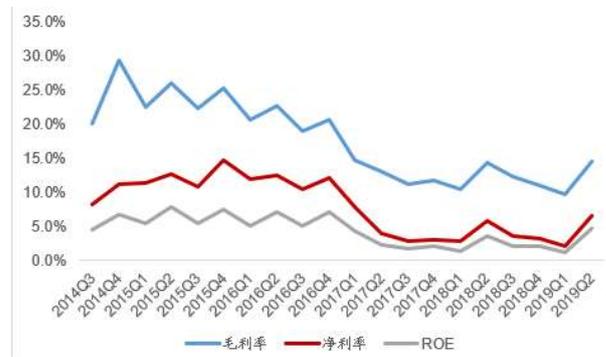
DRC：2018 年销售额 1.741 亿美元 1.546 亿美元；公司总资产约 8.13 亿元，所有者权益约 4.52 亿元；DRC 公司的盈利能力和 ROE 显著强于 CSM 公司，市场给与 SRC 公司 1.59PB 估值，给与 CSM 公司 1.28PB 估值。

图 3：CSM 季度财务数据：2019Q2 环比明显好转



资料来源：vietstock、浙商证券研究所

图 4：DRC 季度财务数据：2019Q2 环比明显好转



资料来源：vietstock、浙商证券研究所

3. 越南的优势

据商务部国际贸易经济合作研究院出版的《对外投资合作国别（地区）指南-越南（2018年版）》，去越南投资的主要优势可以简单概况为，以下几个方面：

一是政局稳定，经济发展较快，越南执政党和政府执政能力较强，政策具有持续性，注重经济建设，近年来越南GDP增长基本在5%-7%；

二是劳动力成本相对较低，越南15岁以上劳动力5480万人；

三是地理位置优越，海岸线长达3260公里，港口众多，运输便利；

四是越南投资法较为开放、完善，为外国投资者提供了较为全面的基础法律保障和较大力度的优惠政策；

五是对外开放程度较高，目前越南已签署或正在推进16项自贸协定，投资者可利用东盟经济共同体、中国-东盟自贸区等自由贸易平台接近更广阔的国际市场；

对于轮胎行业而言，劳动力成本较低、较大力度的优惠政策，以及16项自贸协定是被重点关注的。

3.1. 轮胎成本主要构成

对于轮胎的成本主要分为几个部分：

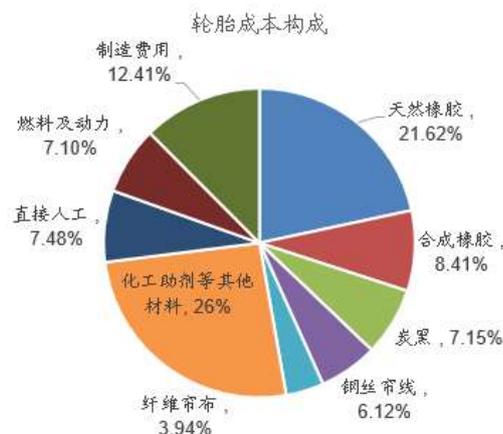
——原材料：天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢帘线、帘子布、化工助剂；根据玲珑招股书计算的轮胎成本构成，原材料占据大头，合计占比73%（随着价格变动有所浮动，范围在70-80%间波动），其中天然橡胶占比21%、合成橡胶8%、炭黑7%的材料成本；

——人工成本：6-7%左右的人力成本

——燃料及动力：包括用电和蒸汽；6-7%左右；

——制造费用：在12%左右，包含折旧和其他；

图 5：轮胎成本构成



资料来源：玲珑公司招股书、浙商证券研究所估计

其中，全钢胎和半钢胎的成本构成区别较大，根据赛轮公告的《赛轮越南与固铂越南组建合资公司年产 240 万套全钢子午线轮胎项目可行性研究报告》中的材料，我们估计在越南生产全钢胎的成本结构如下图所示，与半钢胎的明显区别是，天然橡胶、炭黑成本所占比重加大；

图 6：越南全钢胎轮胎成本估计



资料来源：赛轮公司公告、浙商证券研究所估计

3.2. 人力成本优势是关键优势之一

3.2.1. 代表性工资薪酬：

我们查阅到普利司通越南的招聘信息，其薪资待遇如下，可以看出与国内的薪资待遇比还是有明显距离：

表 2：普利司通越南招聘人员薪资待遇

岗位	薪资（折人民币元/月）	福利	要求
生产计划管理人员	2650-3500	一年一次的奖金、海防市内 8 个停靠点的班车、免费工作午餐	1、本科学历（工程、行政管理、经济专业）； 2.有无经验均可； 3. 基本的英语沟通能力；
会计管理人员	4760-7000	每年 2 次的奖金、班车、免费工作午餐；	1、30 岁以上； 2、男性优先； 3、本科或者硕士（会计、金融、审计专业） 4、最少 3 年外资制造型企业相同职位工作经验； 5、熟练使用 Office 软件及会计软件（SAP、或者 Bravo 等优先） 6、能够处理大规模数据；
维护、维修人员，电气和机械	2600-5000		1、大学学历（自动化、工业、机械等专业）； 2、2-8 年的丰富工作经验，电力维修和工业电力设备，维护和修理工业水力系统、压缩空气、工业泵等；

资料来源：越南招聘网站（vietnamwork）、浙商证券研究所

3.2.2. 越南最低工资待遇

越南将全国分为四个类别区，实施不同的最低工资标准。一类区为河内和胡志明市，二类区为河内和胡志明市的农村地区、以及芹苴、岘港和海防市区；三类区为省级城市及北宁、北江、海阳和永福市区；四类区为其他区域。

越南福东工业园区所在的西宁市鹅油县区属于第三类区域。

表 3：越南最低工资标准

最低工资（折美元/月）	一类地区	二类地区	三类地区	四类地区	四类地区增速	山东最低工资标准（人民币）
2019 年	180	160	140	126	4%	1550
2018 年	174	155	135	121	5%	1550
2017 年	167	148	129	115	6%	1470
2016 年	158	140	122	108	10%	1390
2015 年	142	126	110	98	10%	1300
2014 年	127	113	99	89	14%	1200
2013 年	112	100	86	78	17%	1080
2012 年	96	85	74	67		950

资料来源：越南相关网站（vietnambriefing）、浙商证券研究所整理

注：山东省最低标准也分为三档，对应的也是不同区域；我们选取的为最低档次的工资标准；

2017 年，越南劳动力人均月工资收入 660 万越盾（约合 292 美元，或 2000 元/月），同比增长 9.3%。其中，国有企业员工人均月工资收入 790 万越南盾（约合 349.6 美元、或 2450 元/月），外资企业 670 万越南盾（约合 296.5 美元，或 2100 元/月），民营企业 560 万越南盾（约合 248 美元，或 1750 元/月）。

除工资外，企业尚需要为员工缴纳 17.5% 的养老金、3% 的医疗保险、1% 的失业保险，并考虑 2018-2019 年薪酬增长，并假设 15% 的技能或管理型员工，我们估计一个 1200 人的轮胎企业，当前人力成本开支每年约 4000 万元。（注：赛轮公告年工资及福利费总额 7,170 万元人均年工资及福利费 5.97 万元，预计一定程度考虑了未来的薪酬增长）

3.2.3. 相对于国内轮胎业实际薪酬的人力成本节省

2018 年国内几家主流轮胎企业，平均薪酬约 9.22 万元。

表 4：国内轮胎行业薪酬

人均薪酬(万元)	2015	2016	2017	2018
赛轮轮胎	11.30	9.31	9.81	10.32
玲珑轮胎	6.71	7.50	7.38	7.49
三角轮胎		8.06	9.87	10.76
风神股份	7.03	7.12	7.63	8.30

资料来源：wind、浙商证券研究所

据此估计，如果对应国内的平均人力成本，一个 1200 人的轮胎工厂，在国内的人力开支约 1.2 亿左右；

仅人力成本差异，在越南的轮胎工厂，可以实现成本节约 0.8 亿元；即使按照保守的估计，成本节约也在 0.5 亿元左右；

3.3. 电力与能源供应

3.3.1. 电力供应成本：越南成本不断提升，逐渐接近中国电力成本

越南工商部于 2019 年 3 月 20 日公布第 648/QD-BCT 号公告，调整电力平均价格，平均上调 8.36%，根据该公告，电力平均零售价格为 1864.44 越南盾/kwh（约 0.08 美元）。

表 5：越南电力价格 110KV 电压，超过 100MVA 时的电价

110kv 电压以上电力 工业批发价格表	越南 每度电(越盾)	越南 折人民币/度	山东省 电网销售电价表
平时	1,480	0.4485	0.5872
低谷	945	0.2864	0.3082
高峰时段	2,702	0.8188	0.8663
尖峰时段	-	-	0.9779

资料来源：越南电力集团网站、浙商证券研究所

注：按照 1 人民币=3300 越南盾换算

高峰时段:8:30-11:30, 16:00-21:00; 低谷时段: 23: 00-7: 00; 其余时段为平时段。尖峰电价在 6-8 月实施(为便于操作，按 7-9 月抄见电量执行)。尖峰时段: 10: 30-11: 30, 19: 00-21: 00。

可以看到，在高峰时段，中越电价已经比较接近了。

越南电力需求增长较快，2016-2020 年增速预计在 10.07%，其中高峰负荷增速预计为 10.26%；且有公开报道，随着电力需求快速增长，可能会出现电力短缺现象。

规划的电力结构中，到 2020 年 60Gw 的装机容量中，煤电占比 43%，水电占比从 2015 年的 37%下降到 30%；

图 7：越南规划 2020 年电力供应装机结构

越南规划2020年电力供应结构



资料来源：PDP 7 REV、浙商证券研究所

3.3.2. 蒸汽成本基本相当

蒸汽主要通过燃煤生产，主要取决于动力煤成本。

根据中国煤炭市场网，越南 2019 年 1-7 月进口煤炭 2300 万吨，7 月进口均价约 95.2 美元/吨，折约人民币 666 元/吨，去年同期为 117 美元/吨；

我国山东 5000 大卡兖州产动力煤市场价今年 7 月均价约 615 元/吨。

因此，总体看，其他条件相同的情况下，中越动力煤产蒸汽成本基本相当。

3.4. 工业用地与建材价格

3.4.1. 工业用地火热：价格持续上涨

工业用地原则上实行集中供地，即由国家设立若干工业园区，企业从工业园区租借用地，租期最长为 50 年，价格因地域、地段不同而差异很大。南方以胡志明市、北方以河内市为中心的工业用地价格最高。

我们草根调研了解到，越南西宁省鹅油县福东工业用地价格现在已飙升到 50-60 美元/平方，而一年前才 30 美元，价格已经与国内的工业用地价格相当了。且周边看似荒芜的工业用地均已被国内企业租下。

3.4.2. 越南建材价格：与国内基本相当

越南是世界第三大水泥生产国。越南水泥协会(VNCA)的数据显示，越南水泥出口量在 2018 年同比增长 55%，达到 3170 万吨。

越南钢铁协会(VSA)表示，全球钢铁产业中比较突出的问题是产能过剩，越南也是其中之一，导致市场不稳定。2018 年钢铁总产量约 1800 万吨、消费为 1000 万吨。

表 6：越南建材价格与国内比较

	越南	越南	中国	中国
	2017 年	2019 年 6 月	2017 年	2019 年
水泥	49.21-53.48 美元/吨	42.68 美元/吨	381 元/吨	443 元/吨
钢材	538 美元/吨		3728 元/吨	3850 元/吨

资料来源：越南 2017 年数据为中国驻越南大使馆经商参处市场采集信息，Wind、浙商证券研究所

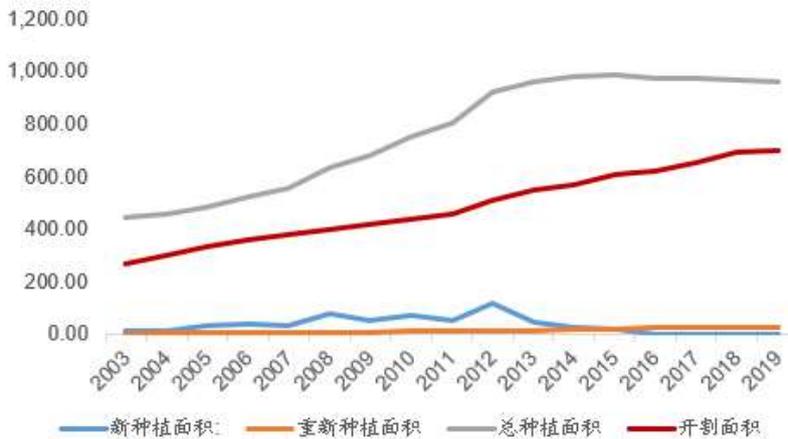
4. 越南的轮胎产业链原料供应

4.1. 天然橡胶

越南是重要的天然橡胶生产国，其天然橡胶约 80% 出口，但是其国内使用比例在逐渐提升。

越南天然橡胶出口量由 2008 年的 62 万吨左右增加到 2018 年的 150 万吨左右，年平均增长速度高达 7.38%。其中，2009 年、2012 年、2015 年至 2018 年越南天然橡胶出口量均出现高速增长。

图 8：越南橡胶种植与开割面积



资料来源：wind、浙商证券研究所

天然橡胶是全球定价产品，但是在越南本地使用天然橡胶的好处是：

——节约运费：一年 5 万吨左右天然橡胶假设以 30 美元/吨计算，可节省约 1000 万运费（但是考虑到炭黑等从国内运往越南，需要增加运费，所以实际该项成本节省有限）

——无关税成本：

2019 年起我国对天然胶乳进口继续实行 10%或 900 元/吨的关税政策；天然橡胶烟胶片及技术分类天然橡胶等原材料继续实行 20%或 1500 元/吨的进口关税政策；但对加入亚太贸易协定的国家其天然橡胶烟胶片、其他初级形态的天然橡胶只征收 17%的进口关税；

图 9：中国进口天然橡胶税率

橡胶原材料新一轮进口关税调整情况						
序号	税则号列	商品名称	最惠国税率/%	协定税率/%		2019年暂定税率
				亚太	韩国	
1	40011000	天然胶乳	20		13.3	10%或900元/吨
2	40012100	天然橡胶烟胶片	20	17	13.3	20%或1500元/吨
3	40012200	技术分类天然橡胶(TSNR)	20			20%或1500元/吨
4	40012900	其他初级形状的天然橡胶	20	17		
5	40013000	巴拉塔胶、古塔波胶、银胶菊胶等天然树胶	20		13.3	

资料来源：《2019 年进出口暂定关税等调整方案》、浙商证券研究所

不过，我国在 2018 年 10 月 22 日，财政部公布调整部分产品出口退税率的通知，其中将我国轮胎外胎出口中占比最大的“机动小客车用新的充气轮胎”（占 2017 年轮胎外胎出口总量 33%）和“客或货运车用新的充气橡胶轮胎”（占

2017 年轮胎外胎出口总量 57%) 的税率分别从 9% 大幅上调至 13%，极大的缓解了进口关税对国内的轮胎生产成本压力。

4.2. 轮胎帘子布：配套逐步完善中

2018 年 10 月 8 日，可隆工业集团宣布了其在越南新开设的轮胎帘子布工厂投产的消息，工厂坐落于越南胡志明市北部的平阳省，新工厂距离越南最大的城市——胡志明市只有约两小时车程。新工厂拥有年产 1.68 万吨涤纶帘子布的能力，生产线完全达产后将使该集团帘子布总产能达到 9.38 万吨。

2018 年 5 月，海利得（越南）有限公司在建年产 11 万吨差别化涤纶工业长丝（一期）项目，项目地址位于越南西宁省福东工业园，距离最近的轮胎工厂 10 分钟车程距离。

2018 年，韩国晓星集团在越南广南省投资 1.52 亿美元，生产以聚酯和尼龙为原料的轮胎帘线；韩国晓星公司于 2007 年在距胡志明市东北方向 100 公里的同奈省全资建设的年产 5 万吨聚酯帘布工厂已于 2009 年投产。

4.3. 炭黑、合成橡胶、助剂等其他原料：依赖进口，但是无关税壁垒

越南的炭黑、钢丝帘线、及部分化工原料等需要从包括中国在内的国外进口。

据中国海关数据统计，6 月份炭黑出口量为 60781.14 吨，其中，出口到泰国的数量为 17294.35 吨，占我国炭黑出口量的 28.45%；印度尼西亚占比 14.92%；越南占比 14.72%。

2010 年 1 月 1 日，中国—东盟自由贸易区建成。中国与东盟 6 国有 90% 的商品实现了零关税，中国对东盟商品的平均关税从 9.8% 下降至 0.1%，而东盟对中国商品的平均关税从 12.8% 下降至 0.6%。

2018 年 1 月，越南财政部发布了 10 项自由贸易协定相关的优惠关税法令。根据该国在自由贸易协定框架内的承诺，大部分商品从 2018 年 1 月 1 日开始实行零进口关税，而部分商品的关税至 2022 年逐步降为零。

因此，虽然部分原料需要进口，但是考虑到无关税壁垒，所以实质上的成本压力不大，依赖于全球供应链的采购，相对于在中国采购生产，区别主要在于运费和仓储成本。

5. 税收优势：越南轮胎生产的关键武器

越南实行属地税法，已建立以所得税和增值税为核心的全国统一税收体系。

5.1. 所得税率

根据越南《投资法》规定，外国投资企业和越南内资企业都采用统一税收标准，对于不同领域的项目实施不同的税率和减免期限。如特别鼓励投资项目所得税率为 10%，减免期限为 4-15 年；鼓励投资项目所得税率为 15%，减免期限为 2-10 年；所有优惠税率最长不超过 15 年，过优惠期后按普通税率征税。

图 10：越南所得税率

	法定企业所得税	企业所得税实际税率	实际税率*	税率对投资决策的影响 (1为影响很大, 7为没有影响)
泰国	20%	22.6%	32.6%	4.1
菲律宾	30%	20.3%	42.9%	3.5
印度尼西亚	25%	16.6%	30.6%	4.2
越南	20%	13.1%	39.4%	3.6
印度	30%	23.5%	60.6%	4.5

* 包含企业在一个区域市场内的所有纳税义务
(来源: IMF、World Economic Forum)

资料来源: 知网《越南凭什么吸引亚洲制造业者》、浙商证券研究所

越南财政部、总税务局下发的 205 号公文, 确认: 赛轮越南若在 2015 年 3 月份前总投资不少于 6 万亿越南盾, 或自 2017 年度起员工人数每年平均超过 3,000 人。则可以享受以下税收优惠: 15 年内企业所得税率为 10%, 自产生应税收入之日起 4 年内免缴企业所得税, 以后 9 年减按 50% 税率征收企业所得税 (即税率为 5%)。

表 7：可比轮胎企业实际所得税率

	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1
玲珑轮胎	10%	7%	4%	5%
赛轮轮胎	13%	10%	9%	12%
三角轮胎	14%	13%	13%	15%
贵州轮胎	-7%	18%	17%	26%
风神股份	40%	4%	70%	18%
S 佳通	26%	27%	26%	26%
通用股份	14%	14%	13%	13%
普利司通	35%	29%	30%	24%

资料来源: 各公司公告, wind、浙商证券研究所

国内可比公司所得税率平均实际税率约 20%, 普利司通所得税率更是高达 24%-35% (日本企业实质综合税率 2018 年估计约为 29.74%: 来源驻日本经商参处);

因此, 在越南的外资企业享受的税收优惠综合看, 大约相当于税前利润的 10-15%, 折合成利润率, 约相当于提升 2.5%-3.5% 的利润率。

5.2. 增值税：出口产品免增值税

对商品和服务的增值金额征税。在越南设立的内资和外资盈利性机构都应当缴纳增值税。自 2004 年 1 月 1 日起, 根据商品和服务种类, 增值税适用 5% 和 10% (标准税率) 两种税率。加工制造业产品出口和劳务出口, 免征增值税。进口环节增值税优惠政策自 2004 年 1 月 1 日起取消。

5.3. 自由贸易协定：

5.3.1. 越南的主要自由贸易协定

贸易协定包括东盟商品贸易协定 (ATIGA); 东盟国家与日本、印度、澳大利亚、新西兰、韩国及中国之间的自由贸易协定; 越南与韩国、日本、智利和欧亚经济联盟之间的自由贸易协定。

表 8: 越南的主要自由贸易协定

贸易对手方	协议	主要内容
东盟	东盟商品贸易协定 (ATIGA)	越南承诺到 2018 年时取消所有进口关税
中国	东盟国家与中国的自贸协定	从 2018 年起享受零进口关税的类目包括鸡肉、咖啡、茶叶、加工食品、服装面料、装、电子设备和电器
日本	越南与日本的经济伙伴协定 (VJEPA)	根据 VJEPA, 456 类产品可以享受零进口关税, 比如建筑石材、钢铁、铝、糖、机械、设备和汽车配件等
韩国	越南与韩国的自贸协定	从 2018 年起, 704 类产品享受零进口关税, 比如海鲜、小麦、糖果、柴油、机械和电子设备等

资料来源:《越南凭什么吸引亚洲制造业者》、浙商证券研究所

5.3.2. 对轮胎出口而言重要的: 越南—欧盟 FTA

越南—欧盟 FTA 有代表意义。2018 年 10 月 17 日, 欧盟委员会将《越南与欧盟自由贸易协定》(EVFTA) 及《投资保护协定》递交欧洲理事会审批, 2019 年 6 月 25 日欧洲理事会宣布批准签署, 越南与欧盟于 6 月 30 日签署了这两项协定: 双方将消除货物贸易领域 99% 以上的关税, 欧盟将在 7 年内最终取消自越南进口的数千个税目项下的产品的关税; 越南则分步实施, 协议生效后先取消对欧盟 65% 的进口关税, 其余税目项下产品的关税将在 10 年内逐步取消。

越南—欧盟 FTA 不但从市场和产业开放水平上达到了新的高度, 且在多维制度因素融合方面实现了新的突破, 代表了越南所签自由贸易协定的最高水平。

越南—欧盟 FTA 原产地规则:

原产地规则始终是自由贸易协定的核心要素。它是确定某进口商品是否具备享受优惠关税资格的标准。原产地规则的落实将有助于提升贸易便利化水平, 防止贸易欺诈并正确衡量 FTA 成员对各项优惠的利用率。

2019 年 8 月 2 日, 越南工贸部紧急发出一份通知草案, 就如何确定越南的产品和货物和在越南生产的产品和货物提出具体意见

——根据第 8 条规定, 有如下情况之一的产品, 可被视为纯粹或完全在越南生产作物和作物产品在越南种植和收获; 鲜活动物在越南出生和长大; 在越南出生和喂养的鲜活动物的相关产品;

——非纯粹原产地或非完全在越南生产的货品, 但在越南进行了最终加工和生产, 改变了货品的性质。在该通知草案中, 越南工贸部提供了两个识别 “Made in Vietnam” 货品的标准, 即增值的标准和 “商品代码转换” 的标准。

关于增值标准, 越南工贸部又为企业选择申请提供了如下两种方案: 一是, 一种被认定为越南原产地商品, **则当地原材料的价值必须占该商品出厂价值的 30%**。比如, 如果一件衬衫的出厂价为 10 万越南盾, 其越南当地原材料的价值约为 30%, 则被视为越南制造 (Made in Vietnam) 的产品。“越南当地原材料价值” 包括, 越南国内生产者购买或由组织或个人自己生产的原材料的价值; 直接人工成本, 与生产过程相关的工厂成本, 即工厂保险, 租金及购买成本, 工厂折旧, 维修, 维护, 税收, 抵押贷款利息; 工厂和设备的租赁购买及利息等; 工厂安全保卫;

根据该草案：毫无疑问在越南生产的轮胎属于“越南制造”，仅天然橡胶加制造成本即超过 30%；

5.4. 中国出口到欧洲和美国的关税：

5.4.1. 中国出口到美国 VS 越南出口到美国

中国出口到美国的轮胎目前被征收高额关税和双反税（反补贴和反倾销），2015 年 06 月 18 日，美国商务部作出终裁，对乘用车和轻型货车轮胎，对于中国轮胎企业普遍征收 87.99%的反倾销税率，除以下外：1.佳通轮胎：29.97%；2.赛轮 14.35%；3.单独税率企业:25.30%。

表 9：中国和越南轮胎及帘子布出口到美国关税对比

品种	越南出口到美国税率	中国出口到美国税率		
		关税	附加税	反倾销税
新的橡胶充气轮胎	一般			
汽车用子午胎	4%	29%	25%	
巴士或者卡车用子午轮胎	4%	29%	25%	87.99%
帘子布	5.8%	5.8%	25%	

资料来源：商务部公共商务信息服务、中国贸易救济信息网、浙商证券研究所

截止 2018 年底，中国出口到美国仍有 22.7 亿美元，这一块市场，未来进一步受到越南产品的冲击可能性较大。

5.4.2. 中国出口到欧盟 VS 越南出口到欧盟

2018 年 10 月 22 日，欧盟委员会发布公告称，对原产于中国的全新或翻新卡客车轮胎作出反倾销终裁，出口到欧盟的轮胎受到反倾销和反补贴影响的是，巴士或者卡车用子午轮胎载重指数超过 121 大小的（产品欧盟 CN 编码为 4011 20 90 和 ex 4012 12 00（TARIC 编码为 4012 12 00 10）），每条胎征收的反倾销和反补贴金额在 43.73 欧元-61.76 欧元之间。

表 10：中国出口到欧盟反倾销税

中国出口商/制造商（参考译文）	最终反补贴税 （欧元/每单位）	修改后的反倾销税 （欧元/每单位）	合计
兴源	57.28	4.48	61.76
广饶新鸿源	57.28	4.48	61.76
佳通轮胎	11.07	36.89	47.96
风神轮胎	49.07	0.37	49.44
倍耐力	49.07	0.37	49.44
重庆/江苏韩泰	3.75	39.98	43.73
双反调查其他合作涉案企业（二）	27.69	21.62	49.31
反倾销调查其他合作涉案企业（三）	57.28	0	57.28
其他公司	57.28	4.48	61.76

资料来源：中国贸易救济信息网、浙商证券研究所

6. 相对劣势：

在越南投资的一些不利因素有：

- 劳动力素质不高，越南虽然劳动力人口充裕，但受过良好教育和职业技能培训的仅有 20%左右；
- 配套工业较落后，生产所需机械设备和原材料大部分依赖进口；
- 外汇管制较为严格，投资者在使用美元时受到较大限制；

7. 投资建议：

建议关注以下在东南亚设厂的轮胎产业链企业，玲珑、赛轮、海利得、贵州轮胎、通用股份，将会受益于低人力成本、低关税壁垒。

表 11：国内轮胎及产业链企业在东南亚设厂一览

项目	
越南	2012 年赛轮越南工厂建成：1000 万条/年半钢、120 万条/年全钢
	2019 年赛轮与固铂轮胎 240 万条/年全钢胎在建
	2019 年贵州轮胎：120 万条全钢
	2018 年海利得在建 11 万吨差别化涤纶工业长丝
泰国	2014 年玲珑轮胎：1500 万条/年半钢、180 万条/年全钢
	2015 年中策橡胶
	2015 年森麒麟
	2016 年上海华谊集团（双钱轮胎）
	2018 年通用科技，100 万条全钢+600 万条半钢，预计 2019 年底试生产
马来西亚	2016 年福临轮胎
	2018 年浦林成山

资料来源：各公司公告、浙商证券研究所根据公开信息整理

8. 风险提示

- 国别风险：包括政治、政策变动、汇率变动风险；
- 管理风险：跨国别管理难度加大，供应链要求提示，文化冲突等；

9. 附录：

图 11：越南 2017 年轮胎出口去向



资料来源：oec.world、浙商证券研究所

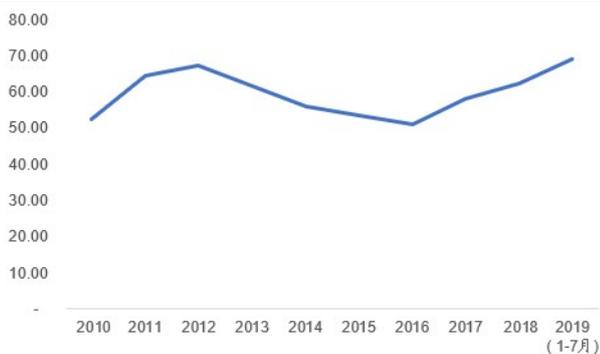
图 12：越南就业人口

(单位:千人)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
农业人口	22827	23970	24581	24348	24435	24428	23258	22314	21565
制造业人口	6952	7057	7044	7100	7284	7617	8292	8883	9316
建造活动从业人口	3035	3084	3248	3270	3258	3185	3231	3807	4028
运输仓储业人口	1467	1429	1433	1498	1496	1536	1622	1608	1752
信息通信业人口	256	260	273	284	267	318	338	325	338
金融保险业人口	230	257	306	312	334	352	365	400	384
房地产活动从业人口	102	102	122	148	150	158	157	188	226
科研工作人口	239	219	223	249	243	227	236	226	251
总就业人口	48012	49494	50881	51422	52208	52754	52839	53303	53703

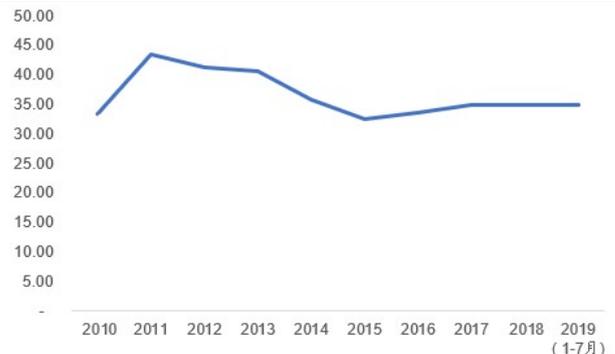
资料来源：ILOSTAT、浙商证券研究所

图 13：美国从越南进口卡客车轮胎单价（美元/单位）



资料来源：USITC、浙商证券研究所

图 14：DRC 季度财务数据：2019Q2 环比明显好转



资料来源：USITC、浙商证券研究所

表 12：越南本地轮胎企业估值

	PE (forward)	PB
SRC	25.86	1.47
DRC	17.47	1.85
CSM	19.11	1.29

资料来源：vietstock、浙商证券研究所

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“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

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 楼

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>