



Research and  
Development Center

# 共享出行带来行业巨变，国产轮胎龙头迎风起飞！

—— 赛轮轮胎（601058.SH）深度报告

2019年10月28日

张燕生 化工行业首席分析师  
刘 栋 行业分析师  
洪英东 研究助理

# 共享出行带来行业巨变，国产轮胎龙头迎风起飞！

2019年10月28日

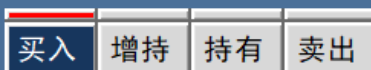
## 本期内容提要：

- ◆ **共享汽车多样化出行需求，国产轮胎向乘用车领域突围。** 过去十五年，中国轮胎快速成长超过全球行业增速，主要是攫取了全球轮胎市场中的商用车轮胎产品份额。下一个十五年，中国轮胎企业的成长将必然来自于向乘用车市场的扩张。尽管全球主要经济体的乘用车销量都出现拐点，但是共享经济正在改变人们的出行模式。共享汽车情景下，消费者更多的享有使用权而不拥有汽车。汽车的产权将向上游转移，乘用车轮胎将从消费品转换为生产资料。乘用车轮胎的品牌溢价空间将会压缩。未来大部分乘用车轮胎需求中品牌弱化的趋势，恰恰使这部分市场需求落入中国轮胎企业擅长的竞争优势中。继续立足于现有优势，以高性价比产品占领乘用车轮胎市场是中国轮胎企业的确定性成长空间！
- ◆ **海外布局抢占市场先机，新机遇下的成长之路！** 中国轮胎企业的确定性成长空间打开，却不是面向所有中国轮胎企业的。最近几年中国轮胎行业一直处在产能过剩、开工率不足背景下的供给侧改革当中。只有少数已经布局了海外产能、走上了投资拉动业绩正循环的几家领先企业可以参与分享未来的成长空间。目前我国布局海外工厂的企业主要有中策、玲珑、赛轮、浦林成山、通用，建成海外工厂的企业已经开始收获国际布局的红利！赛轮轮胎已建成越南轮胎产能1120万条/年，2018年，公司两度与国际知名轮胎企业固铂轮胎深度合作，公司参股固铂轮胎在国内的生产工厂和双方在越南合资建设新的轮胎生产基地，在不断提升公司技术水平、品牌影响力的同时，继续拓展公司的海外产能布局，充分享受海外工厂低贸易壁垒的红利！
- ◆ **赛轮全球市占仅1%，广阔成长空间迎来确定性机会！** 全球轮胎市场需求接近1700亿美元，目前国内最大的轮胎企业中策的收入还不足40亿美元，远低于空调、洗衣机等消费品制造业中国企业市场占比！过去十年，在全球前六轮胎企业收入增长21%的同时，赛轮同期增长420%，尽管如此，2018年赛轮轮胎全球份额仅1%，公司成长空间广阔，并且成长逻辑确定，其估值水平应该高于成熟期的国际企业。目前赛轮轮胎的估值水平接近国际企业，低于A股轮胎板块估值均值。因此，在市场发现和认可其成长性后，估值水平将有较大的修复空间。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预测公司2019-2021年EPS(摊薄)分别为0.36元、0.39元和0.49元，对应2019年10月24日的收盘价PE为11倍、10倍、8倍，我们采用DCF模型对公司进行估值，计算可得公司内在价值为5.87元/股，给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：** 1、全球宏观经济形势波动，导致需求持续下行。2、中国轮胎出口持续遭遇更为严厉的国际反倾销打压的风险 3、天然橡胶、合成橡胶价格大幅波动的风险。

## 证券研究报告

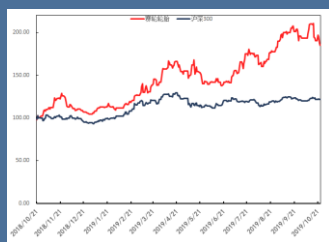
## 公司研究——深度报告

## 赛轮轮胎（601058.SH）



张燕生 化工行业首席分析师  
 执业编号：S1500517050001  
 联系电话：+86 10 83326847  
 邮箱：zhangyansheng@cindasc.com

### 赛轮轮胎相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

刘栋 行业分析师  
 执业编号：S1500517060001  
 联系电话：+86 10 83326846  
 邮箱：liudong@cindasc.com

洪英东 研究助理  
 联系电话：+86 10 83326848  
 邮箱：hongyingdong@cindasc.com

### 公司主要数据（2019.10.24）

收盘价(元)	3.89
52周内股价波动区间(元)	2.10-4.43
最近一月涨跌幅(%)	-8.25%
总股本(亿股)	27
流通A股比例(%)	79.96%
总市值(亿元)	112

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	13,806.90	13,684.75	15,215.90	16,176.69	18,311.59
增长率 YoY %	24.02%	-0.88%	11.19%	6.31%	13.20%
归属母公司净利润(百万元)	329.89	668.13	972.37	1,043.03	1,322.79
增长率 YoY%	-8.93%	102.54%	45.54%	7.27%	26.82%
毛利率%	16.47%	19.82%	20.41%	20.39%	21.21%
净资产收益率 ROE%	6.28%	10.89%	14.46%	13.61%	14.95%
EPS(摊薄)(元)	0.12	0.25	0.36	0.39	0.49
市盈率 P/E(倍)	32	16	11	10	8
市净率 P/B(倍)	1.76	1.67	1.47	1.28	1.10

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 注: 股价为 2019 年 10 月 24 日收盘

## 目 录

投资聚焦 .....	1
一、公司概况 .....	3
二、站在行业的十字路口，中国轮胎企业的发展路径在何方 .....	5
1、过去十五年中国轮胎成长空间 .....	5
2、乘用车销量出现向下拐点 .....	7
3、共享汽车多样化满足出行需求 .....	9
4、乘用车轮胎消费需求面临品牌影响弱化 .....	10
5、中国轮胎企业面对的确定性成长空间 .....	11
6、中国轮胎企业兴衰的分水岭 .....	11
7、公司确定性的广阔成长空间未在估值体现 .....	13
三、盈利预测、估值与投资评级 .....	16
1、公司产能 .....	16
2、盈利假设 .....	17
3、公司估值及评级 .....	18
四、风险因素 .....	19

## 表 目 录

表 1 轮胎上市公司产能分布 (万条/年) .....	12
表 2 公司产能与开工情况 .....	16
表 3 公司主要子公司经营情况 (万元) .....	16
表 4 公司产能预测 .....	17
表 5 公司产能开工率预测 .....	18
表 6 主要业务毛利率预测 .....	18
表 7 轮胎上市公司估值情况 .....	19

## 图 目 录

图 1 公司营业收入 (亿元) 及增长情况 .....	3
图 2 公司归母净利润 (亿元) 及增长情况 .....	3
图 3 公司 ROA 和 ROE (%) .....	4
图 4 公司销售毛利率和净利率 (%) .....	4
图 5 公司费用率 (%) .....	4
图 6 公司资产负债率 (%) .....	4
图 7 全球轮胎市场、TOP3、TOP6 销售额 (亿美元) .....	5
图 8 全球轮胎厂商市场份额变化 (%) .....	6
图 9 中国乘用车月销量 (万辆) 及同比变化 (%) .....	7
图 10 美国乘用车年度销量 (万辆) 及同比变化 (%) .....	8
图 11 欧洲乘用车月度销量 (万辆) 及同比变化 (%) .....	8
图 12 美国商用车年度销量 (万辆) 及同比变化 (%) .....	8
图 13 欧洲商用车月度销量 (万辆) 及同比变化 (%) .....	8
图 14 优步季度出行订单数 (百万次) .....	9
图 15 轮胎上市公司 PE .....	13
图 16 轮胎上市公司 PB .....	13
图 17 轮胎上市公司 PS .....	14
图 18 轮胎上市公司 EV/EBITDA .....	14
图 19 2009 至 2018 年全球轮胎销售额、全球前 6 国际厂家合计销售额、赛轮销售额增长幅 度 .....	15
图 20 2010 年至 2018 年全球前 6 国际厂家合计收入同比增长率、赛轮收入同比增长率超越 同年全球行业同比增长率幅度 .....	15

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑:

过去十五年，中国轮胎快速成长超过全球行业增速，主要是攫取了全球轮胎市场中的商用车轮胎产品份额。在下一个十五年，中国轮胎厂商能否继续当前的趋势，树立起消费品市场中的品牌形象，从第一梯队国际厂商手中攫取乘用车轮胎市场份额，通过品牌溢价获得高回报，跻身全球轮胎前五的行列？

全球主要经济体的乘用车销量都出现拐点，共享经济正在改变人们的出行模式。共享汽车情景下，消费者更多的享有使用权而不拥有汽车。汽车的产权将向上游转移。乘用车轮胎将从消费品转换为生产资料。乘用车轮胎的品牌溢价空间将会压缩。

未来大部分乘用车轮胎需求中品牌弱化的趋势，恰恰使这部分市场需求落入中国轮胎企业擅长的竞争优势中。继续立足于现有优势，以高性价比产品占领乘用车轮胎市场是中国轮胎企业的确定性成长空间。

中国轮胎企业的确定性成长空间打开，却不是面向所有中国轮胎企业的。事实上，最近几年中国轮胎行业一直处在产能过剩、开工率不足背景下的供给侧改革当中。虽然这个改革的速度不如其它化工子行业在安全、环保、搬迁的驱动下来得那么猛烈，但却是扎实和坚定的，没有反复。只有少数已经布局了海外产能、走上了投资拉动业绩正循环的几家领先企业可以参与分享未来的成长空间。

全球轮胎市场需求接近 1700 亿美元，目前国内最大的轮胎企业中策的收入还不足 40 亿美元。这在诸多制造业子行业中无异于一块处女地，例如在空调、洗衣机这样的消费品制造业中，排名前列的中国企业全球市场份额都超过 20%。

排名前列的国际公司已处于业务的稳定期，在过去十年中，全球轮胎市场规模增长了 33%，全球前六名轮胎企业的合计收入增长了 21%，而同期赛轮轮胎的销售收入增长了 420%。即便如此，2018 年赛轮轮胎在全球轮胎市场中所占份额也仅接近 1%。公司成长空间广阔，并且成长逻辑确定，其估值水平应该高于成熟期的国际企业。而目前赛轮轮胎的估值水平接近国际企业，低于 A 股轮胎板块估值均值。因此，在市场发现和认可其成长性后，估值水平将有较大的修复空间。

### 盈利预测与投资评级:

我们预测公司 2019-2021 年 EPS(摊薄)分别为 0.36 元、0.39 元和 0.49 元，对应 2019 年 10 月 24 日的收盘价 PE 为 11 倍、10 倍、8 倍，我们采用 DCF 模型对公司进行估值，计算可得公司内在价值为 5.87 元/股，给予“买入”评级。

### 风险因素:

1、全球宏观经济形势波动，导致需求持续下行。

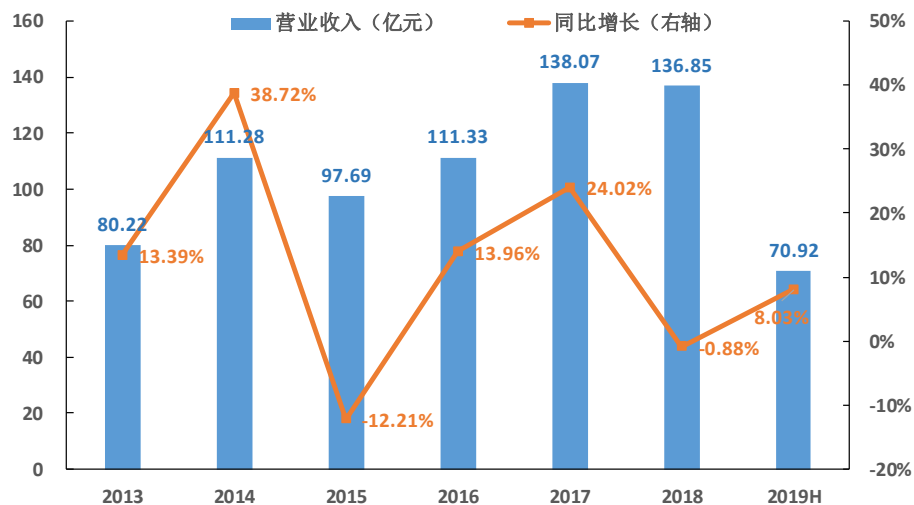
- 2、中国轮胎出口持续遭遇更为严厉的国际反倾销打压的风险。
- 3、天然橡胶、合成橡胶价格大幅波动的风险。

## 一、公司概况

赛轮集团股份有限公司（以下简称“赛轮轮胎”），是一家主营全钢载重子午胎、半钢子午胎和工程子午胎的研发、制造和销售的民营轮胎上市企业，中国首家轮胎资源循环利用示范基地。公司在中国青岛、东营、沈阳及越南西宁建有现代化轮胎制造工厂，在加拿大、德国、马来西亚等地设有服务于美洲、欧洲、东南亚等区域的销售网络与服务中心，轮胎产品畅销欧、美、亚、非等一百多个国家和地区。公司在越南设立的生产工厂不断发展壮大，运营效率稳定提升，成为公司应对国际市场变局和全年利润来源的重要生产基地。2018年，公司两度与国际知名轮胎企业固铂轮胎深度合作，公司参股固铂轮胎在国内的生产工厂和双方在越南合资建设新的轮胎生产基地，不断深化的合作有利于公司持续提升技术水平、品牌影响力等综合竞争能力。

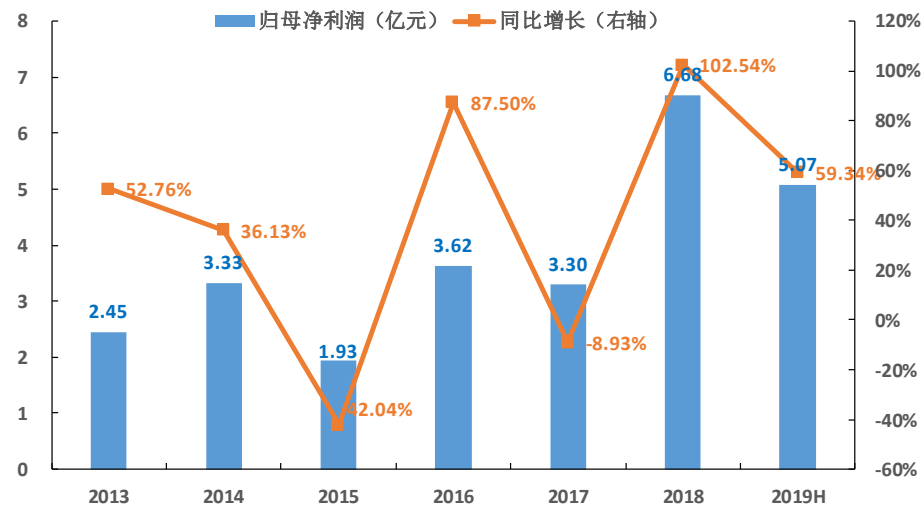
自2011年上市以来，公司营业收入由63.90亿元增长到136.85亿元，年均复合增长率11.49%，归母净利润由1.05亿元增长到6.68亿元，年均复合增长率30.27%。公司毛利率受上游原材料价格尤其是天然橡胶的波动影响较大，近年稳定在20%左右。2018年，公司实现营业收入136.85亿元，同比降低0.88%；实现归母净利润6.68亿元，同比增加102.54%，销售毛利率与净利率分别为22.18%和7.13%，实现EPS 0.25元/股。2019年上半年，公司实现归母净利润5.07亿元，同比增长59.34%。公司近年来，三项费用率控制得当，资产负债率不断下降，销售毛利率和净利率均有一定增长。

图1 公司营业收入（亿元）及增长情况

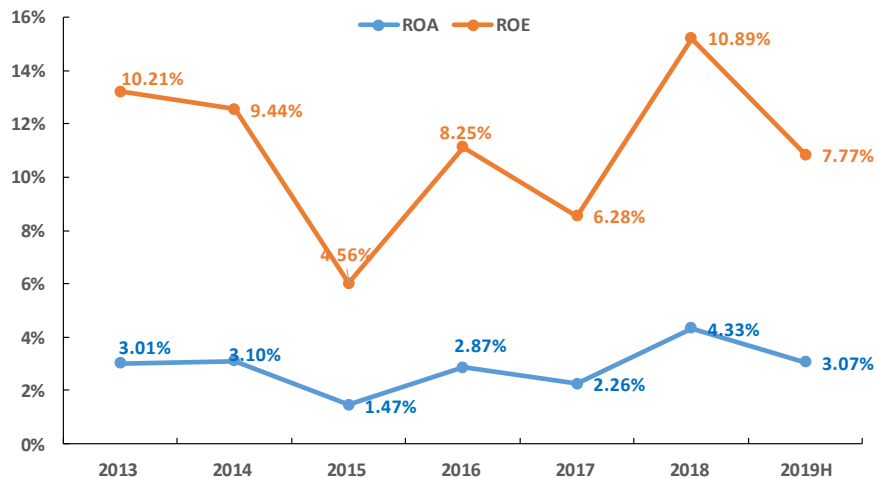


资料来源：Wind，信达证券研发中心

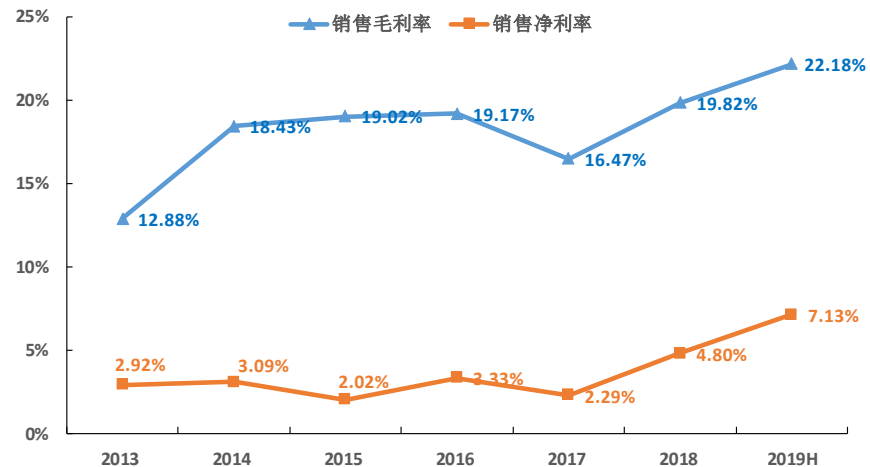
图2 公司归母净利润（亿元）及增长情况



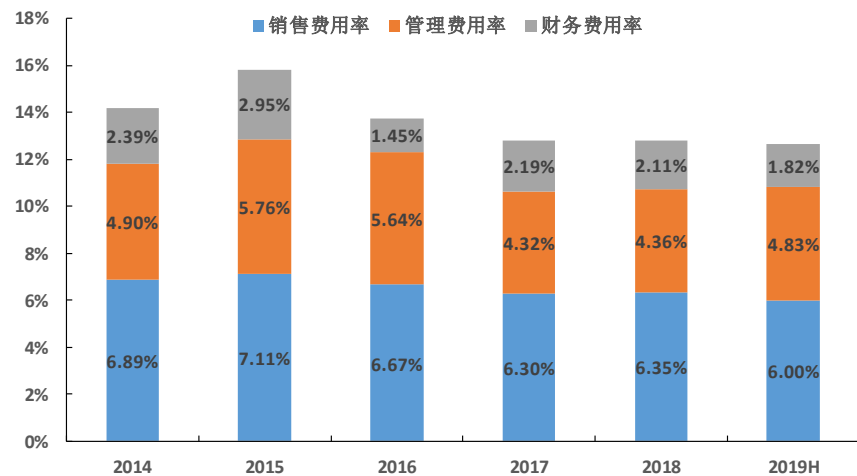
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图3 公司 ROA 和 ROE (%)**


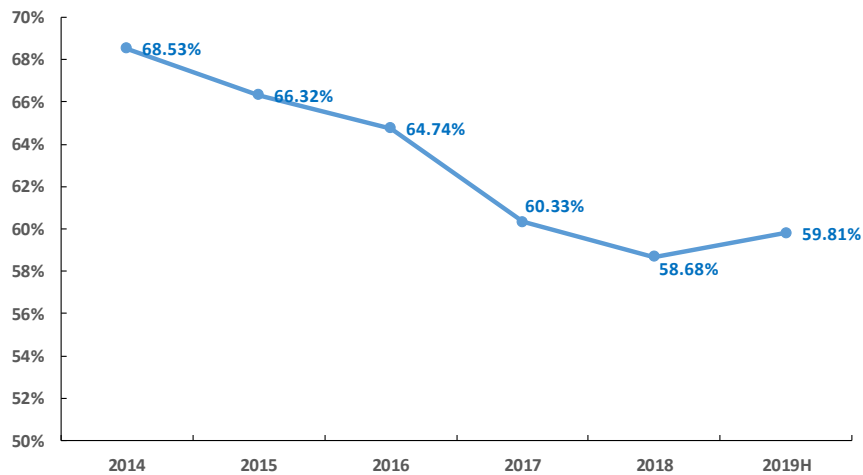
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图4 公司销售毛利率和净利率 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图5 公司费用率 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图6 公司资产负债率 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



## 二、站在行业的十字路口，中国轮胎企业的发展路径在何方

### 1、过去十五年中国轮胎成长空间

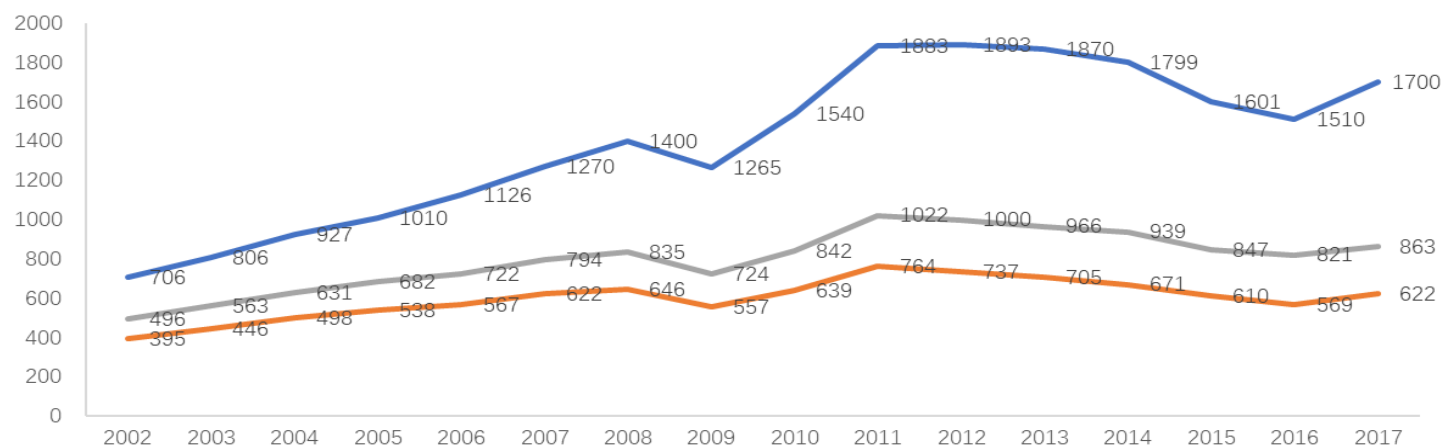
2001年11月11日中国加入WTO，承诺从2002年起逐年降低进口整车和零部件的进口关税。2002年也成为了中国汽车市场的“井喷”元年。中国汽车产销量飞速攀升，至2009年首次超越美国，成为了全球汽车产销第一大国。汽车从普通人家家庭望尘莫及的大额资产，逐步变成“私家车”，甚至泛滥到政府不得不推出“摇号”、“拍卖号牌”等政策限制其购买。

2002年起汽车行业的爆发式增长带动了上游轮胎行业的快速发展、催生了天然橡胶价格的一轮长牛。

全球轮胎市场2002年销售额706亿美元，2017年增长至1700亿美元，年复合增长率6%。期间经历了两次波动，一是2009年的全球经济危机，二是2012年之后大宗能源化工商品的下降周期，在2016年触底反弹。

在最近的十几年间，全球轮胎行业前三名虽然名次有若干次交替变化，但前三名厂商未变，分别是米其林、普利司通和固特异。前三名2017年的合计收入相比2007年没有变化。全球轮胎行业的四、五、六名也是名次交替变化，厂商未变，分别是德国大陆、倍耐力和住友。

图7 全球轮胎市场、TOP3、TOP6销售额（亿美元）

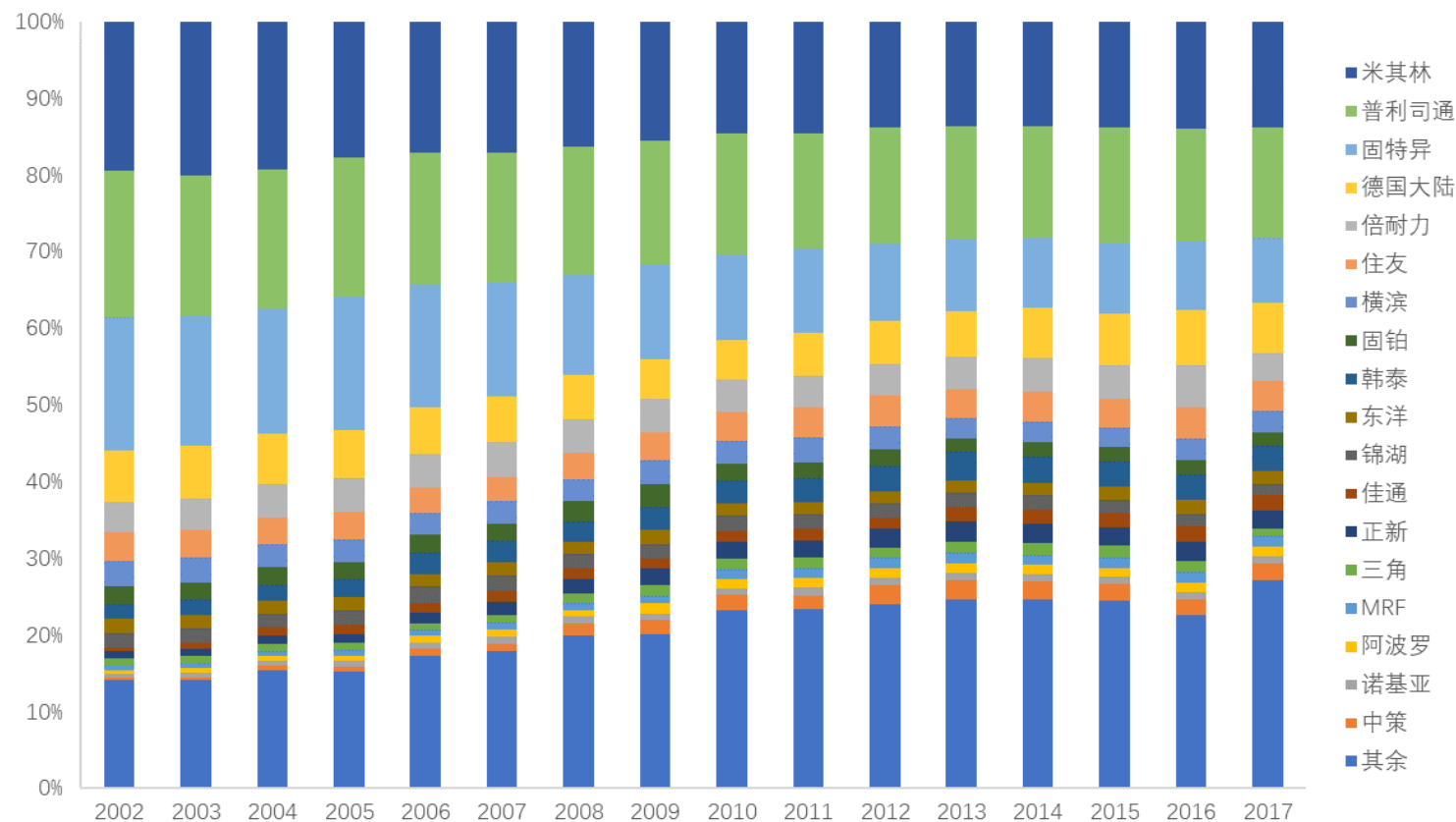


资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

2002年至2017年这十五年间，全球轮胎行业并未出现整合度提升的趋势。相反，行业CR3从2002年的56%下降到2017年的37%；行业CR6从2002年的70%下降到2017年的51%。

整合度下降的主要原因是中国轮胎企业的快速成长，中国轮胎企业收入增速超过行业增速。2002 年在全球轮胎企业排行榜中最靠前的中国企业是 12 名的台湾正新、13 名的山东三角、14 名的山东成山、18 名的佳通。而在 2017 年排行榜前 20 名中有了 6 家中国企业，分别是第 9 名正新、第 10 名中策、第 11 名佳通、第 17 名玲珑、第 18 名恒丰、第 19 名赛轮。

图 8 全球轮胎厂商市场份额变化 (%)



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

中国轮胎快速成长超过全球行业增速，主要是攫取了全球轮胎市场中的商用车轮胎产品份额。轮胎依据用途可以分为两大类，一是乘用车轮胎 (Passenger Tire)，二是商用车轮胎 (Commercial Tire)，商用车轮胎又包括卡车和巴士轮胎 (TBR)、工程机械轮胎 (OTR) 和航空轮胎等。中国轮胎的主力领域在 TBR 市场，占有七成以上的全球市场份额。

近年，中国轮胎不断提升品牌形象，也开始以自主品牌配套供应 A 级和 B 级乘用车轮胎市场。

在下一个十五年，中国轮胎厂商能否继续当前的趋势，树立起消费品市场中的品牌形象，从第一梯队国际厂商手中攫取乘用车轮胎市场份额，通过品牌溢价获得高回报，跻身全球轮胎前五的行列？

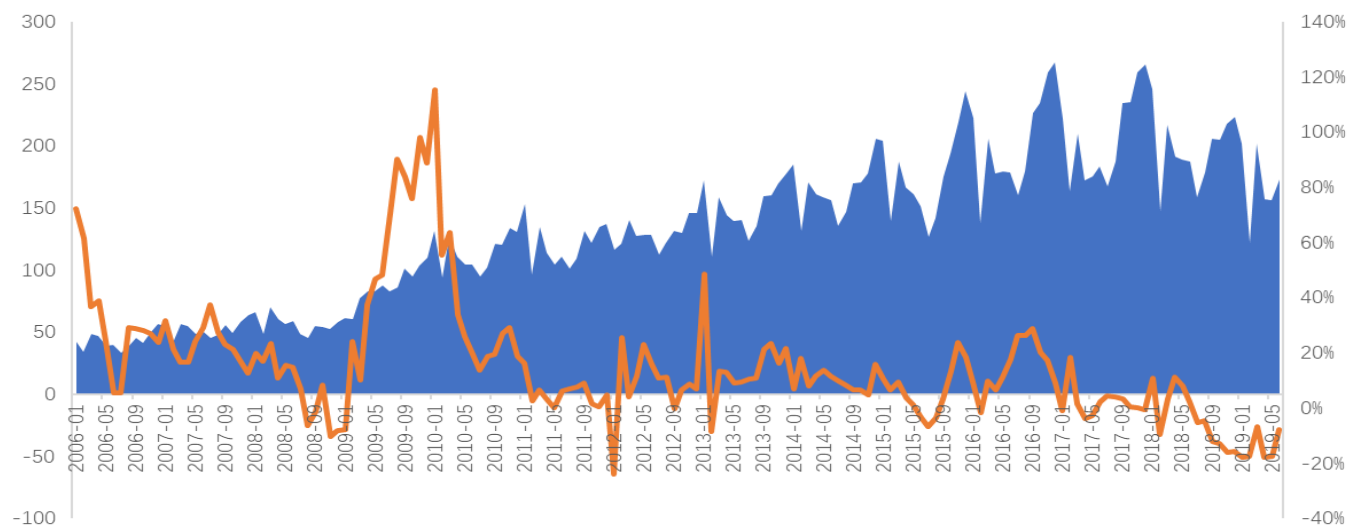
若轮胎市场仍沿袭固有的需求模式，虽然中国轮胎企业的品牌形象也在成长，但是否能够逆袭还有较大不确定性，需要时间去验证。类似消费品中的运动鞋领域，虽然李宁、安踏等中国企业的品牌成长速度很快，但消费市场端的消费升级速度同样很快，中国企业在品牌梯队中的相对低位的提升并不容易。

## 2、乘用车销量出现向下拐点

2017 年底中国乘用车销量迎来拐点，2018 年乘用车销售 2367 万辆，相比 2017 年的 2474 万辆下降了 4.5%。2019 年上半年乘用车销量 1012 万辆，相比 2018 年又同比下滑了超过 15%。2018 年 6 月之后到 2019 年 6 月，中国乘用车月度销量的同比变化已经连续 12 个月为负。

乘用车销量的下滑，影响因素很多，如宏观经济供给侧结构性改革过程中的 GDP 增速降档、居民杠杆率高企导致的消费意愿下降等，除此以外，其中另一个重要因素可能是 2018 年初开始爆发的中美贸易摩擦对我国实体经济的负面影响。

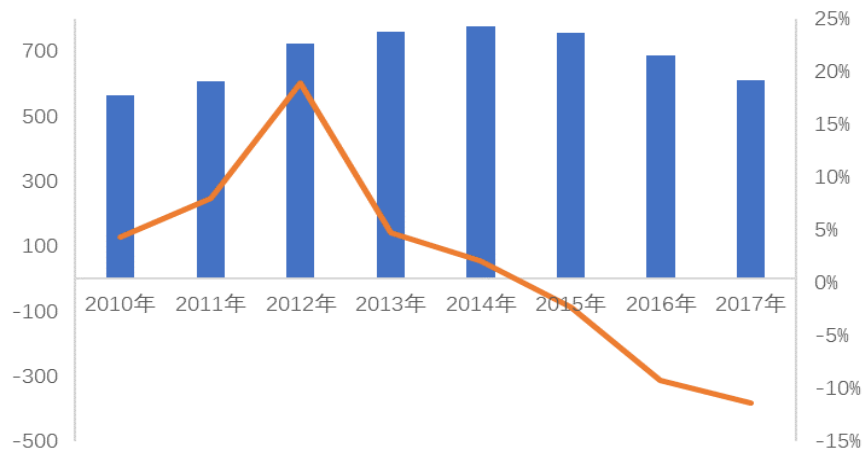
图 9 中国乘用车月销量（万辆）及同比变化（%）



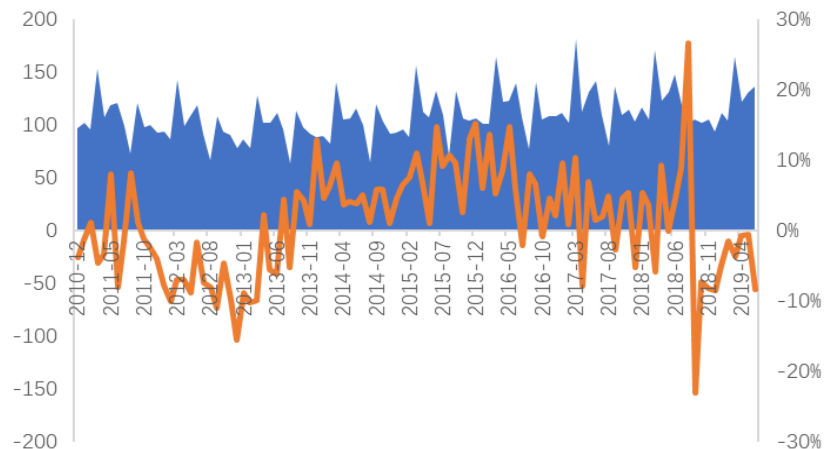
资料来源：中汽协，信达证券研发中心

然而我们观察美国的汽车市场，发现乘用车销量从 2009 年经济危机后的一轮复苏在 2014 年达到顶峰，2015 年之后销量也是逐年下降。2017 年乘用车销量相比 2014 年顶峰已经下降了 21%。

我们观察欧洲的汽车市场，发现乘用车销量也是从 2009 年经济危机后复苏，一路缓慢增长，但月度销量在 2017 年初达到顶点，之后波动中开始小幅下滑。2018 年 9 月至 2019 年 6 月，同比增速已经连续 10 个月为负。

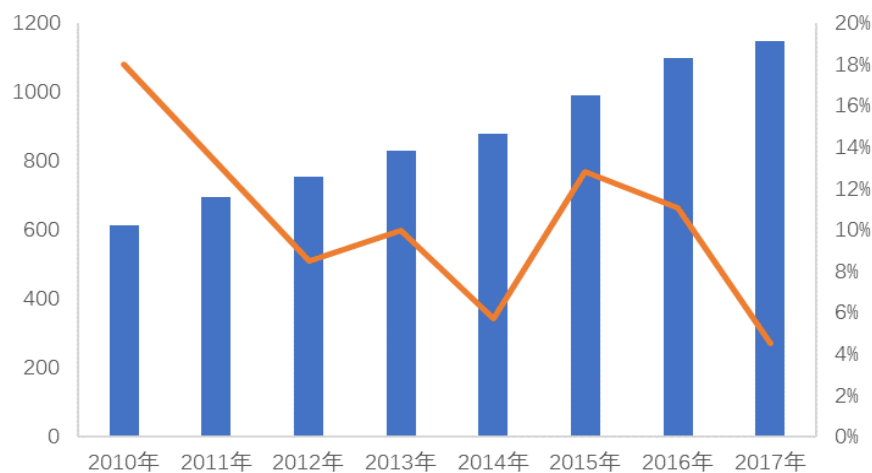
**图 10 美国乘用车年度销量（万辆）及同比变化（%）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

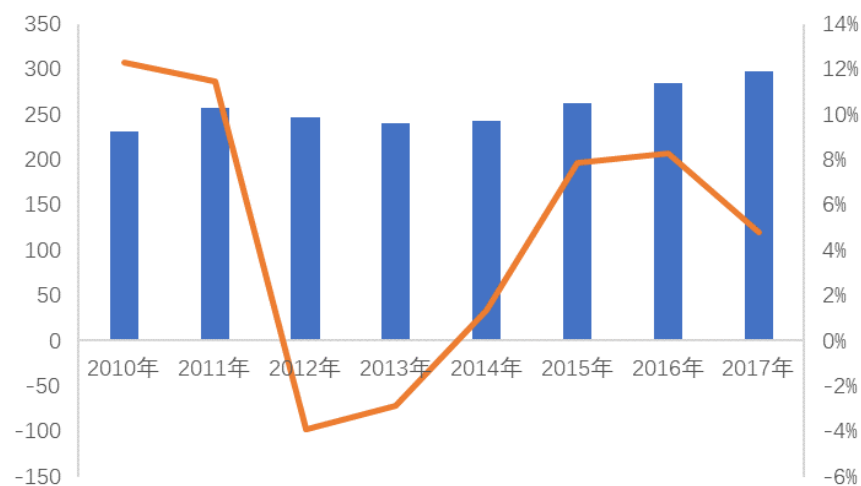
**图 11 欧洲乘用车月度销量（万辆）及同比变化（%）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

不仅中国，欧美国家的乘用车销量也在下滑。然而观察更能反映经济运行状况的商用车销售情况：美国商用车销量从 2009 年经济危机后一直保持增长，而欧洲的商用车销量近几年也保持了稳步增长。可见经济形势尚属平稳，那么乘用车销量的大面积下滑隐含了哪些未惹人注意的因素呢？

**图 12 美国商用车年度销量（万辆）及同比变化（%）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 13 欧洲商用车月度销量（万辆）及同比变化（%）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

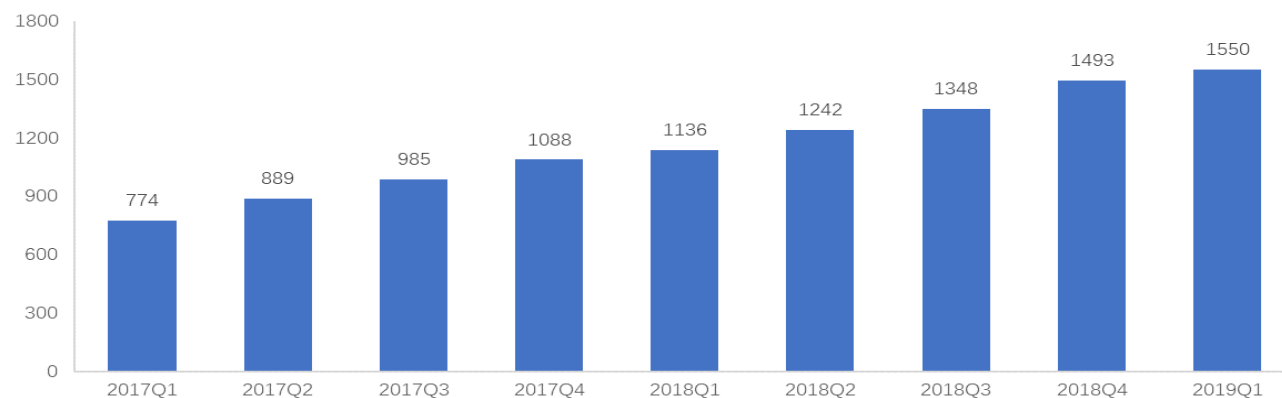
### 3、共享汽车多样化满足出行需求

虽然从长期看，全球经济不断增长、人均收入不断提高的趋势的不用质疑的，对应在人们出行需求的满足上，人均汽车拥有量也应该不断提升。尽管汽车价格与人均收入的比值在不断降低，消费汽车应该变得越来越容易，然而土地、道路资源却是有限的，会构成乘用车消费的限制条件。乘用车的使用会从单纯的车数量提升逐渐向使用效率提升转变。

在过去十年中，多样化的汽车使用方式快速萌芽和成长。共享汽车包括传统的汽车租赁、出租车，和近年出现的网约车、P2P 租车、B2C 的分时共享，以及未来自动驾驶技术成熟时的无人驾驶汽车服务。共享汽车一方面方便了人们的出行，另一方面提高了汽车的使用效率。

全球最大的共享汽车公司优步成立于 2009 年，近年随着网络基础设施的成熟，业务量快速增长，2019 年一季度出行订单数量达到 15.5 亿次，比 2017 年一季度翻一番。

图 14 优步季度出行订单数（百万次）



资料来源：Uber，信达证券研发中心

我国最大的共享汽车公司滴滴在其《智能出行大数据报告》中公布其 2015 年共运营了 14.3 亿订单，总里程达到了 128 亿公里，而到了 2018 年这个数字已经快速增长到 488 亿公里。

北京交通发展研究中心的研究数据表明北京私人小汽车年均行驶里程约为 1.5 万公里。照此估算的话，488 亿公里相当于 325 万辆私家车的年行驶距离。

被称为“硅谷精神之父”和“世界互联网教父”的美国作家凯文·凯利（Kevin Kelly）在其分析科技发展趋势的著作《必然》中提到：“当我们推进减物质化、去中心化、即时性、协同平台化和云端等所有这些方面的发展时，**使用权将逐步取代所有权。对于日常生活中的大部分事物，对事物的使用将会胜过对其拥有。**”

在我们的日常生活中已经出现不少这类案例，汽车、自行车、住宿、高档服装，甚至充电宝，消费者可以方便的享有其使用权而不再必须拥有其产权。

**共享个人交通工具是目前这个趋势中最大、最成功的品类，分时复用提高了交通工具的使用效率，降低了使用者的成本。但另一方面的影响是，会抑制或降低对交通工具的需求数量。这对生产者来说可不是个太好的消息。**

**造成乘用车销量的下滑原因中，共享汽车可能今天尚不是最重要的原因，未来却是最大的威胁因素。**

与乘用车数量息息相关的乘用车轮胎会受到什么影响呢？

#### 4、乘用车轮胎消费需求面临品牌影响弱化

乘用车轮胎是消耗品，其需求数量 Q 受到 3 种消耗因素影响：

$$Q=f(W)+f(A)+f(D)$$

W 磨损消耗：轮胎正常磨损消耗，与行驶里程正相关。

A 事故消耗：轮胎意外受到穿刺、磕碰而损坏，其概率也与行程里程正相关。

D 耐候消耗：橡胶制品在恶劣的户外工况下，即便静置也会随时间老化，因此其消耗也与轮胎的使用时间正相关。

共享汽车改变的是满足人们出行需求的方式，而不是出行需求本身，因此 W 和 A 并没有变化。共享汽车降低汽车数量，也就会降低耐候状态下的 D。综合来看，共享汽车对未来乘用车轮胎需求量的影响是负面的。

**除了对乘用车需求数量的抑制以外，更大的影响是对产品价格的负面影响。**

**共享汽车情景下，消费者更多的享有使用权而不拥有汽车。汽车的产权将向上游转移。乘用车轮胎将从消费品转换为生产资料。乘用车轮胎的品牌溢价空间将会压缩。**

影响选择轮胎产品有多种因素，包括舒适性、燃油经济性、耐久性、安全性等，最主要的因素还是安全性。而选择品牌只是选择安全性的抓手。个人消费者选择乘用车轮胎时，无法通过专业知识、验证数据来判断安全性，品牌是企业多年声誉的积

累，因此个人消费者可以通过选择品牌来达到确保安全性的目的。这是品牌溢价存在的根本逻辑。

而当产品的客户由个人消费者变成企业时，由于企业可以具备专业的判断能力，品牌的影响力将大大削弱。虽然大品牌产品依靠更好的质量还可以卖得高价，但品牌溢价部分已经难以实现。

**共享汽车趋势下，汽车的客户群体发生变化，乘用车轮胎产品的客户也随之变化。乘用车轮胎市场特性将可能靠拢对标商用车轮胎市场。**

## 5、中国轮胎企业面对的确定性成长空间

中国制造业者与欧美传统制造业者最大的不同，就是国际制造业经营者把 ROE 作为重要的经营指标，甚至经营目标，而我们的制造业者以边际利润为目标。轮胎行业的国际企业通过不断研发创新，将产品线不断向高处迁移，剥离低端产品，维持高 ROE。而中国轮胎企业在存在边际利润的区域就会扩产，扩大生产规模降低成本，以高性价比产品抢占市场份额。两种类型的轮胎企业形成了各自的竞争优势。

未来大部分乘用车轮胎需求中品牌弱化的趋势，恰恰使这部分市场需求落入中国轮胎企业擅长的竞争优势中。

过去十五年，中国轮胎企业依靠高性价比产品占领了绝大部分商用车轮胎市场，未来十五年，继续立足于现有优势，以高性价比产品占领乘用车轮胎市场是中国轮胎企业的确定性成长空间。

## 6、中国轮胎企业兴衰的分水岭

中国轮胎企业的确定性成长空间打开，却不是面向所有中国轮胎企业的。事实上，最近几年中国轮胎行业一直处在产能过剩、开工率不足背景下的供给侧改革当中。虽然这个改革的速度不如其它化工子行业在安全、环保、搬迁的驱动下来得那么猛烈，但确实最为扎实和坚定的，没有反复。

### 只有国际化布局的轮胎企业能够脱颖而出

轮胎制造是劳动力密集型产业，有轮胎产业布局的国家和地区多数会有贸易壁垒对本国产业进行保护。贸易壁垒既是挑战也是机会。对于国际化布局的轮胎企业，则可以享受壁垒保护下市场的高利润。我国多家排名前列的轮胎企业都已经布局了海外工厂，包括中策、玲珑、赛轮、浦林成山、通用等，有能力跨过国际布局门槛的企业将与国内其它企业间的距离不断拉大。

**2018年开始的中美贸易摩擦不断升级，轮胎行业是化工行业所有子行业中受贸易战影响最小的子行业之一。原因是轮胎行业多年来一直不断受到各种贸易壁垒制裁，但从未上升到国家支持的层次，企业在逆境中顽强的通过国际布局，现在逐渐开始摆脱了贸易制裁的影响。**

**表 1 轮胎上市公司产能分布（万条/年）**

上市公司	TBR	其中：海外 TBR	PCR	其中：海外 PCR
赛轮轮胎	560	120	4000	1000
玲珑轮胎	895	145	5450	1300
三角轮胎	500		1400	
风神股份	780			
通用股份	400			

资料来源：各公司公告、信达证券研发中心

除了 A 股上市公司，还有中策轮胎、森麒麟轮胎和港股上市公司浦林成山已经布局了海外工厂。已经建成海外工厂的企业已经开始收获国际布局的红利。未布局的国内轮胎企业面临更为激烈的红海竞争，企业盈利能力丧失，难以再做大额的投资动作。海外布局将成为中国轮胎行业竞争的分水岭。

### 投资扩产拉动业绩的正循环

决定一家轮胎厂产品品牌、价格层次的，不是使用里程最长的那一条，而是最短的那一条。

轮胎的可靠性、均一性是轮胎产品最重要的竞争力。国际一流厂商保证产品均一性是靠其几十年积累的精细管理经验、生产流程的控制。而国内轮胎厂近十几年走的是一条大干快上的路线，在精细管理方面是弱项。近年多家国内轮胎企业都在建设所谓的智能工厂，其实主要目的并不是使产品性能更高或者成本更低，而是通过自动化来确保产品的均一性。因此，轮胎行业出现了与其它化工子行业不同的特点。一个煤化工企业的新、老装置生产出的产品相同，但成本不同。而一个轮胎企业的新、老生产线生产出的产品成本相同，但质量不同导致价格不同。

**投资新产能，生产更高质量的轮胎产品，获得更好的利润和现金流，有能力进行持续的资本支出建设新产能，构成了国内轮胎企业投资拉动业绩的正循环。**

所以轮胎行业并非所有企业一起经历相同的周期波动。2019 年国内几家排名前列的轮胎企业业绩同比、环比都在增长，而山东地区的中小轮胎企业命运并未迎来转机，仍是在痛苦挣扎中逐步退出市场。

因此，虽然乘用车轮胎需求的变化给中国轮胎行业打开了未来十五年的成长空间，但却不是所有中国轮胎企业都能享有这块蛋糕了，只有少数已经布局了海外产能、走上了投资拉动业绩正循环的几家领先企业可以参与分享了。然而国内几家大厂的持续新增投资是否会造成新一轮产能过剩？全球轮胎市场需求接近 1700 亿美元，目前国内最大的轮胎企业中策的收入还不足 40 亿美元。这在诸多制造业子行业中无异于一块处女地，例如在空调、洗衣机这样的消费品制造业中，排名前列的中国企业全球市场份额都超过 20%。对于中国排名前列的几家轮胎企业，成长空间还非常广阔。



## 7、公司确定性的广阔成长空间未在估值体现

目前 A 股轮胎上市公司的估值水平与行业领先的国际公司比并不高。特别是业绩处在上升期，估值体现正常估值水平的公司，基本与国际估值差别不大。

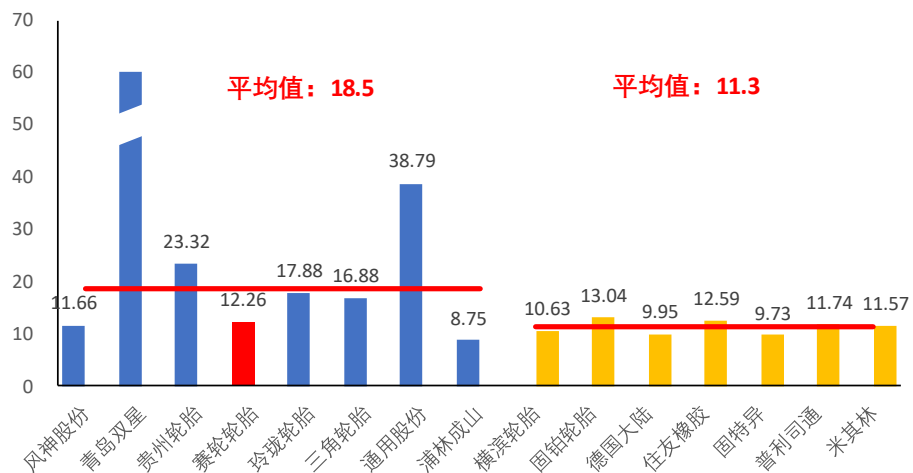
以 2019 年 10 月 24 日收盘价计算，米其林、固特异、普利司通、德国大陆、日本住友、固铂、横滨 7 家公司的平均市盈率为 11.3，赛轮轮胎市盈率为 12.3。

7 家国际公司的平均市净率是 1.1，赛轮轮胎市净率为 1.56。

7 家国际公司的平均市销率是 0.6，赛轮轮胎市销率为 0.74。

7 家国际公司的平均 EV/EBITDA 倍数是 5.0，赛轮轮胎 EV/EBITDA 倍数为 6.62。

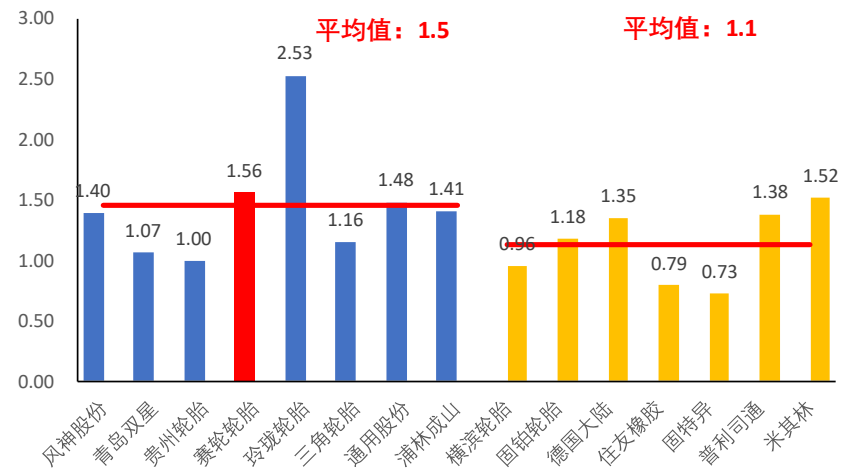
图 15 轮胎上市公司 PE



资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心

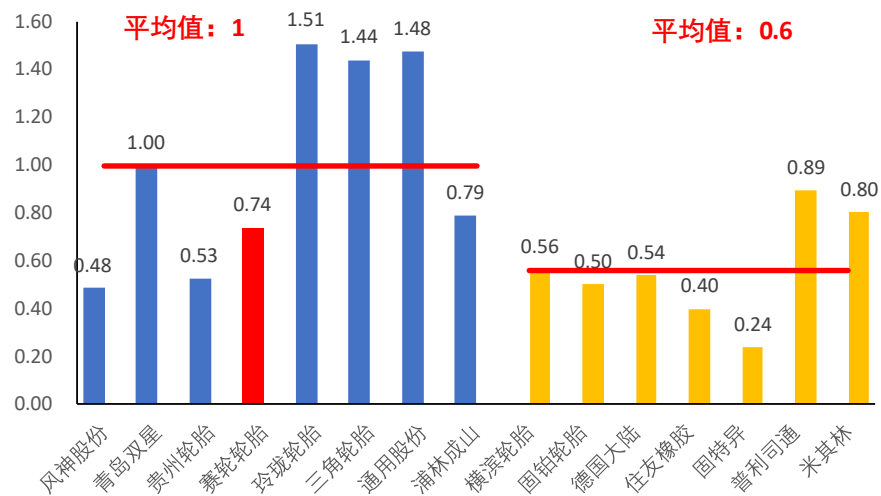
注: 2019-10-24 收盘价计算

图 16 轮胎上市公司 PB



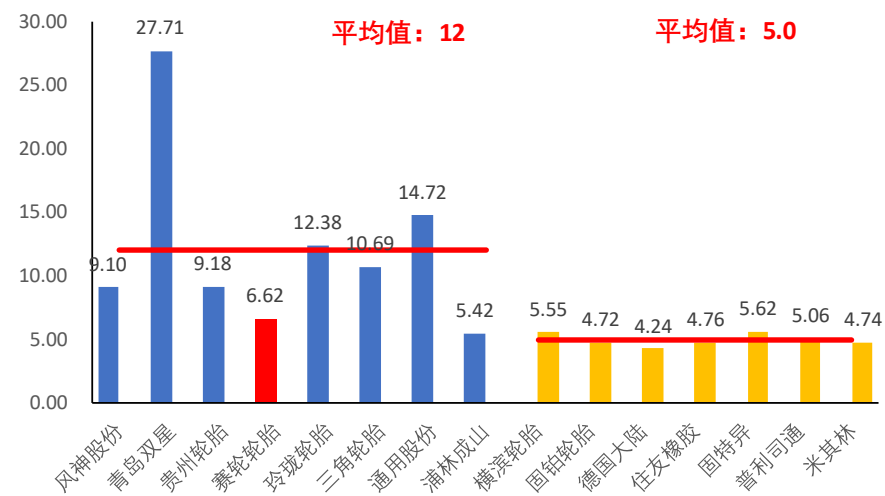
资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心

注: 2019-10-24 收盘价计算

**图 17 轮胎上市公司 PS**


资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心

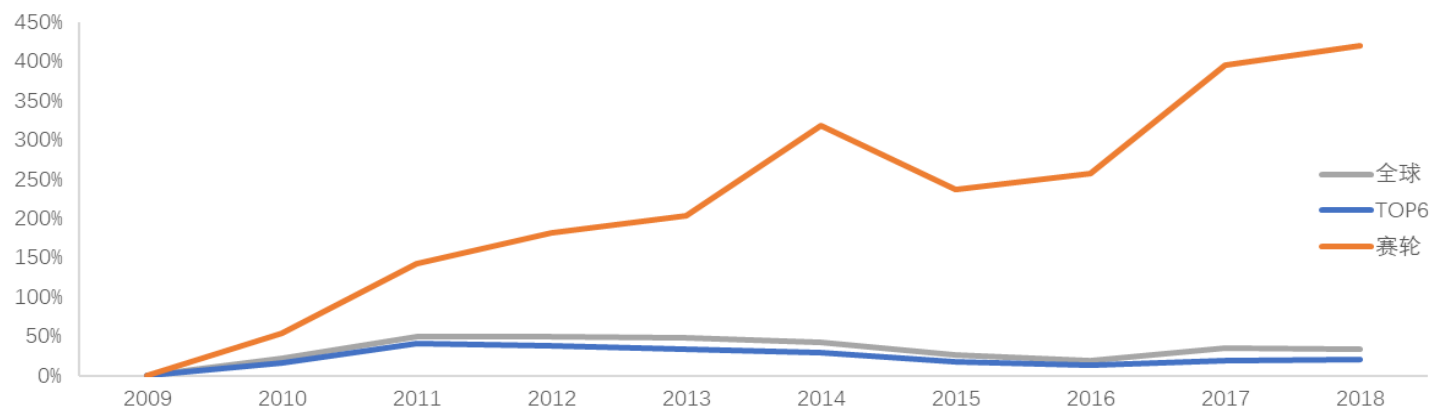
注: 2019-10-24 收盘价计算

**图 18 轮胎上市公司 EV/EBITDA**


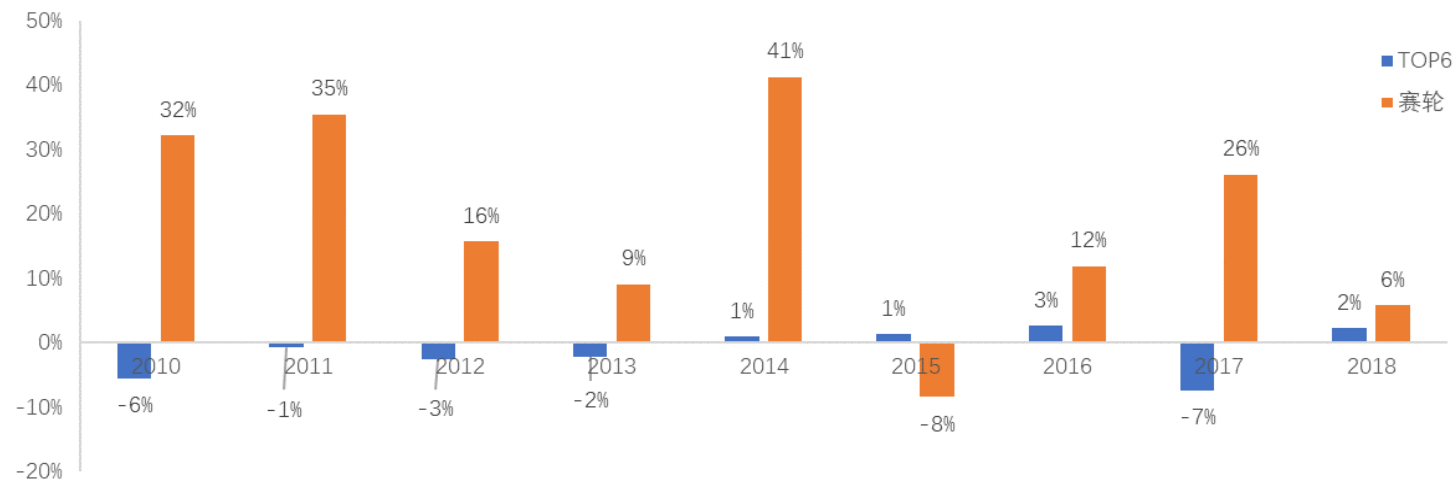
资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心

注: 2019-10-24 收盘价计算

排名前列的国际公司已处于业务的稳定期, 在过去十年中, 全球轮胎市场规模增长了 **33%**, 全球前六名轮胎企业的合计收入增长了 **21%**, 而同期赛轮轮胎的销售收入增长了 **420%**。即便如此, **2018** 年赛轮轮胎在全球轮胎市场中所占份额也仅接近 **1%**。公司成长空间广阔, 并且成长逻辑确定, 其估值水平应该高于成熟期的国际企业。而目前赛轮轮胎的估值水平接近国际企业, 低于 A 股轮胎板块估值均值。因此, 在市场发现和认可其成长性后, 公司具有较大增长空间。

**图 19 2009 至 2018 年全球轮胎销售额、全球前 6 国际厂家合计销售额、赛轮销售额增长幅度**


资料来源: Tirebusiness, Wind, 信达证券研发中心

**图 20 2010 年至 2018 年全球前 6 国际厂家合计收入同比增长率、赛轮收入同比增长率超越同年全球行业同比增长率幅度**


资料来源: Tirebusiness, Wind, 信达证券研发中心

### 三、盈利预测、估值与投资评级

#### 1、公司产能

公司国内产能主要分布在青岛、东营和沈阳，国外产能主要分布在越南。目前在建产能主要还有越南合资工厂的 240 万条/年全钢胎，预计将在 2020 年建成达产。2018 年，青岛工厂非公路轮胎实际达产产能增加 1 万吨，越南工厂全钢实际达产产能增加 40 万条，越南工厂非公路轮胎实际达产产能增加 2.2 万吨。

表 2 公司产能与开工情况

主要厂区或项目	设计产能	实际达产产能	产能利用率 (%)	在建产能及投资情况	在建产能预计完工时间
青岛工厂全钢	260 万条/年	260 万条/年	96.37		
青岛工厂半钢	1000 万条/年	1000 万条/年	73.06		
青岛工厂非公路轮胎	6 万吨/年	2.9 万吨/年	87.81	在建中，截至 2018 年末累计投入 90,824.77 万元。	2020 年
东营工厂半钢	一期：1200 万条/年；二期：1500 万条/年	2000 万条/年	75.56	二期在建中，截至 2018 年末二期产能达 800 万条，累计投入 96,384.59 万元。	2019 年
沈阳工厂全钢	180 万条/年	180 万条/年	98.29		
越南工厂半钢	1000 万条/年	1000 万条/年	92.56		
越南工厂全钢	120 万条/年	120 万条/年	69.88		
越南工厂非公路轮胎	5 万吨/年	3.5 万吨/年	41.89	在建中，截至 2018 年末累计投入 3,830.19 万美元。	2019 年
越南合资工厂全钢	240 万条/年	0		在建中，报告期内投入金额为 0。	2020 年

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

2018 年，公司归母净利润 6.68 亿元，其中赛轮（越南）有限公司贡献了 5.15 亿元净利润，海外工厂已成为公司利润的最大来源。

表 3 公司主要子公司经营情况（万元）

主要子公司名称	主要业务	主营业务收入	主营业务利润	净利润
赛轮轮胎销售有限公司	轮胎销售	317,044.45	19,611.21	1,685.95
赛轮（沈阳）轮胎有限公司	轮胎生产经营	627,695.98	57,463.80	9,939.42
赛轮（越南）有限公司	轮胎生产经营	297,368.24	72,611.10	51,461.74
赛轮（东营）轮胎股份有限公司	轮胎生产经营	1,059,348.70	36,611.54	481.81

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

## 2、盈利假设

- (1) 公司在建产能建设进度顺利，已形成产能开工率稳步增长，越南合资厂 2021 产能释放 60%。
- (2) 公司产品单价基本保持稳定。
- (3) 主要原材料价格保持稳定。
- (4) 其他业务收入和毛利率保持稳定。
- (5) 汇率保持稳定。

**表 4 公司产能预测**

	产能	2017	2018	2019E	2020E	2021E
青岛	TBR (万条)	260	260	260	260	260
青岛	PCR (万条)	1000	1000	1000	1000	1000
青岛	OTR (万吨)	1.9	2.9	4	6	6
东营	PCR (万条)	2000	2000	2000	2000	2000
沈阳	TBR (万条)	180	180	180	180	180
越南	TBR (万条)	80	120	120	120	120
	PCR (万条)	1000	1000	1000	1000	1000
	OTR (万吨)	1.3	3.5	4	5	5
越南合资	TBR (万条)					240

资料来源：信达证券研发中心

**表 5 公司产能开工率预测**

	开工率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
青岛	TBR	98.85%	96.37%	99.00%	100.00%	100.00%
青岛	PCR	79.85%	73.06%	80.00%	80.00%	80.00%
青岛	OTR	85.35%	87.81%	88.00%	90.00%	90.00%
东营	PCR	72.38%	75.56%	75.00%	80.00%	85.00%
沈阳	TBR	93.38%	98.29%	98.00%	99.00%	100.00%
越南	TBR	69.55%	69.88%	80.00%	80.00%	80.00%
越南	PCR	82.88%	92.56%	95.00%	98.00%	100.00%
越南	OTR	54.83%	41.89%	50.00%	60.00%	70.00%
越南合资	TBR					60.00%

资料来源：信达证券研发中心

**表 6 主要业务毛利率预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
轮胎产品	18.73%	22.70%	22.96%	23.11%	23.71%
轮胎贸易	8.79%	2.87%	2.87%	2.87%	2.87%
循环利用	21.04%	7.07%	7.07%	7.07%	7.07%
其他业务	10.47%	10.94%	10.94%	10.94%	10.94%

资料来源：信达证券研发中心

根据以上假设条件，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别达到 152.16、161.77、183.12 亿元，同比增长 11.19%、6.31%、13.2%，归属母公司股东的净利润分别为 9.72、10.43、13.23 亿元，同比增长 45.54%、7.27%、26.82%，2019-2021 年摊薄 EPS 分别达到 0.36 元，0.39 元和 0.49 元，对应 2019 年 10 月 24 日收盘价（3.89 元/股）的动态 PE 分别为 11 倍、10 倍和 8 倍。

### 3、公司估值及评级

沿用上述盈利假设，我们取无风险利率 2%，市场收益率 10.7%，永续增长率 1%，采用 DCF 模型对公司进行绝对估值，计算可得公司内在价值为 5.87 元/股，给予“买入”评级。从相对估值情况来看，公司市盈率低于行业平均水平。

**表 7 轮胎上市公司估值情况**

排名	代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值/收入 (倍)	企业价值/EBITDA(倍)
				TTM	19E	20E			
3	601058.SH	赛轮轮胎	105.0401	12.26	11*	10*	1.56	1.11	7.12
1	601966.SH	玲珑轮胎	247.2025	17.88	16.67	14.04	2.53	2.09	12.14
2	601163.SH	三角轮胎	111.1200	16.88			1.16	1.60	10.17
4	600182.SH	S佳通	57.0860	63.73			6.14	2.00	14.41
5	601500.SH	通用股份	53.3842	38.79	34.23	29.35	1.48	1.75	14.14
6	000599.SZ	青岛双星	39.1882	4000.62			1.06	1.74	15.44
7	000589.SZ	贵州轮胎	35.0510	23.32			1.00	1.06	8.22
8	600469.SH	风神股份	29.4705	11.66	9.04	6.71	1.39	0.88	8.53

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2019 年 10 月 24 日收盘价, 除赛轮轮胎外, 可比公司未来两年 EPS 取 Wind 一致预测, 排名为市值

## 四、风险因素

- 1、全球宏观经济形势波动, 导致需求持续下行。
- 2、中国轮胎出口持续遭遇更为严厉的国际反倾销打压的风险。
- 3、天然橡胶、合成橡胶价格大幅波动的风险。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	6,909.11	6,859.29	8,139.52	9,541.14	11,482.67
货币资金	2,032.84	2,343.43	3,185.68	4,300.83	5,640.09
应收票据	95.25	206.41	229.51	244.00	276.20
应收账款	1,527.95	1,469.86	1,634.32	1,737.52	1,966.83
预付账款	310.48	141.33	156.00	165.89	185.85
存货	2,085.61	2,271.04	2,506.79	2,665.68	2,986.48
其他	856.98	427.22	427.22	427.22	427.22
<b>非流动资产</b>	8,145.86	8,428.91	8,362.82	8,251.19	8,145.52
长期股权投资	0.00	231.92	231.92	231.92	231.92
固定资产(合计)	5,969.05	6,358.54	6,219.77	6,208.58	6,062.50
无形资产	594.28	586.65	616.62	617.01	622.21
其他	1,582.52	1,251.80	1,294.51	1,193.67	1,228.89
<b>资产总计</b>	15,054.97	15,288.20	16,502.34	17,792.32	19,628.19
<b>流动负债</b>	8,230.18	8,434.07	8,827.15	9,091.59	9,626.84
短期借款	3,441.73	3,564.45	3,564.45	3,564.45	3,564.45
应付票据	1,264.02	1,860.28	2,053.39	2,183.55	2,446.33
应付账款	1,810.13	1,824.39	2,013.78	2,141.42	2,399.13
其他	1,714.30	1,184.94	1,195.53	1,202.17	1,216.93
<b>非流动负债</b>	851.94	536.59	536.59	536.59	536.59
长期借款	762.45	449.92	449.92	449.92	449.92
其他	89.49	86.66	86.66	86.66	86.66
<b>负债合计</b>	9,082.12	8,970.66	9,363.74	9,628.17	10,163.43
少数股东权益	5.75	9.06	-7.23	-24.72	-46.89
归属母公司股东权益	5,967.09	6,308.48	7,144.64	8,187.66	9,510.45
<b>负债和股东权益</b>	15,054.97	15,288.20	16,501.14	17,791.12	19,626.99

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,806.90	13,684.75	15,215.90	16,176.69	18,311.59
同比(%)	24.02%	-0.88%	11.19%	6.31%	13.20%
归属母公司净利润	329.89	668.13	972.37	1,043.03	1,322.79
同比(%)	-8.93%	102.54%	45.54%	7.27%	26.82%
毛利率(%)	16.47%	19.82%	20.41%	20.39%	21.21%
ROE%	6.28%	10.89%	14.46%	13.61%	14.95%
EPS(摊薄)(元)	0.12	0.25	0.36	0.39	0.49
P/E	32	16	11	10	8
P/B	1.76	1.67	1.47	1.28	1.10
EV/EBITDA	12.04	8.49	7.29	6.85	5.85

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	13,806.90	13,684.75	15,215.90	16,176.69	18,311.59
营业成本	11,533.12	10,971.84	12,110.80	12,878.42	14,428.28
营业税金及附加	70.84	67.39	74.93	79.66	90.18
销售费用	870.10	869.17	966.42	1,027.44	1,163.04
管理费用	597.12	365.95	406.90	432.59	489.68
研发费用	0.00	230.59	256.38	272.57	308.55
财务费用	302.55	288.43	209.84	204.83	196.26
减值损失合计	79.52	229.96	110.73	122.84	160.25
投资净收益	15.52	41.59	19.31	25.47	28.79
其他	6.73	31.99	37.74	34.85	36.30
<b>营业利润</b>	375.92	735.01	1,136.95	1,218.64	1,540.44
营业外收支	-23.64	-12.44	-12.16	-12.12	-10.30
<b>利润总额</b>	352.27	722.56	1,124.79	1,206.52	1,530.14
所得税	36.05	65.63	168.72	180.98	229.52
<b>净利润</b>	316.22	656.94	956.07	1,025.54	1,300.62
少数股东损益	-13.66	-11.20	-16.30	-17.48	-22.17
<b>归属母公司净利润</b>	329.89	668.13	972.37	1,043.03	1,322.79
EBITDA	1,322.74	1,772.21	2,064.22	2,194.81	2,572.00
EPS(当年)(元)	0.12	0.25	0.36	0.39	0.49

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1,150.06	1,998.90	1,824.98	1,954.68	2,231.19
净利润	316.22	656.94	956.07	1,025.54	1,300.62
折旧摊销	695.76	817.48	741.40	795.62	846.51
财务费用	274.71	232.17	198.03	192.67	195.35
投资损失	-15.52	-33.75	-19.31	-25.47	-28.79
营运资金变动	-204.55	105.70	-155.62	-144.87	-227.28
其它	83.44	220.37	104.40	111.19	144.77
<b>投资活动现金流</b>	-1,566.19	-170.02	-649.68	-646.86	-696.58
资本支出	-843.49	-475.68	-668.98	-672.33	-725.37
长期投资	3.06	320.89	19.31	25.47	28.79
其他	-725.76	-15.23	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	874.90	-1,509.73	-333.04	-192.67	-195.35
吸收投资	1,295.30	134.78	0.00	0.00	0.00
借款	590.09	-880.27	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	393.86	368.12	333.04	192.67	195.35
<b>现金流净增加额</b>	428.07	337.79	842.26	1,115.15	1,339.25



## 研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

**张燕生**，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经历。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

**刘 栋**，清华大学工学博士，中国人民大学经济学硕士，2 年民航咨询从业经验。2015 年 3 月加入信达证券研发中心，现从事能源化工行业和交通物流行业研究。

**洪英东**，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。