



Research and  
Development Center

# 行业整合与公司重组共振，业绩成长与估值修复齐飞！

—— 赛轮轮胎（601058.SH）深度报告

2020年5月4日

张燕生 化工行业首席分析师  
洪英东 研究助理

# 行业整合与公司重组共振，业绩成长与估值修复齐飞！

2020年5月4日

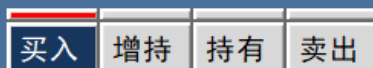
## 本期内容提要：

- ◆ **共享经济引发轮胎需求结构变化，中国轮胎行业将攫取更大全球份额。** 中国轮胎行业的竞争优势在于制造优势，满足全球高性价比轮胎需求。共享经济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。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。虽然全球行业总需求低速增长，但是受益于需求结构的调整，中国轮胎行业的增速将高于全球行业增速。
- ◆ **中国轮胎行业的总体市场份额快速收敛于几家龙头。** 中国轮胎行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的龙头企业可以参与分享未来的成长空间。中国轮胎行业在全球的市场份额未来会整合收敛于国内少数龙头企业。
- ◆ **公司治理结构补短板，估值修复可期。** 赛轮轮胎的产品层次、业务规模、盈利能力、成长性都与另一行业龙头玲珑轮胎类似，但是估值水平明显低于玲珑轮胎，甚至也低于其余轮胎上市公司。赛轮轮胎与可比公司的一大不同点在于股权结构。公司第一大股东、实控人、董事长公司带头人错位，制约了资本市场对公司的估值水平。2020年4月15日公司公告了《2020年非公开发行股票预案》，若此次非公开发行股票成功，公司的第一大股东、实控人、董事长合一，有利于公司治理结构的稳定和公司业务发展长期战略的实施，降低潜在风险。公司的估值水平将逐步修复，与可比公司估值水平看齐。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预测公司 2020-2022 年 EPS(摊薄)分别为 0.53 元、0.65 元和 0.79 元，我们采用 DCF 模型对公司进行估值，计算可得公司内在价值 8.38 元/股，对应 2020 年 4 月 30 日的收盘价 PE 为 8 倍、7 倍、6 倍，给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：** 1、中国轮胎海外产能增速过快导致利润率降低的风险；2、东南亚工厂遭遇新的贸易制裁的风险；3、新冠肺炎疫情影响轮胎需求的风险；4、天然橡胶价格波动的风险。

## 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

洪英东 研究助理

联系电话：+86 10 83326848

邮箱：hongyingdong@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

### 公司主要数据（2020.4.30）

收盘价(元)	4.48
52周内股价波动区间(元)	2.9-5.11
最近一月涨跌幅(%)	16.67%
总股本(亿股)	27
流通 A 股比例(%)	76.94%
总市值(亿元)	121

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	13,684.75	15,127.84	17,084.72	19,066.40	22,807.03
增长率 YoY %	-0.88%	10.55%	12.94%	11.60%	19.62%
归属母公司净利润(百万元)	668.13	1,195.18	1,419.94	1,747.03	2,141.79
增长率 YoY%	102.54%	78.88%	18.81%	23.04%	22.60%
毛利率%	19.82%	25.86%	24.00%	25.71%	25.38%
净资产收益率 ROE%	10.89%	17.87%	18.29%	18.72%	18.99%
EPS(摊薄)(元)	0.25	0.44	0.53	0.65	0.79
市盈率 P/E(倍)	18	10	9	7	6
市净率 P/B(倍)	1.92	1.71	1.43	1.19	0.98

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；注：股价为2020年4月30日收盘

## 目 录

投资聚焦	1
一、公司概况	3
二、轮胎行业简介	6
三、全球轮胎行业格局及中国轮胎行业的成长	7
1、全球轮胎需求在波动中长期向上增长	7
2、全球轮胎市场集中度下降	9
3、中国轮胎企业发挥自身优势扩大全球份额	10
四、中国轮胎行业的竞争格局	11
1、我国轮胎产量总体规模	11
2、我国全钢胎竞争格局	12
2、我国半钢胎竞争格局	13
五、中国轮胎行业下一个十五年的成长空间	15
1、中国轮胎行业的比较优势在于高性价比产品	15
2、全球乘用车销量下滑背后的共享经济新趋势	16
3、乘用车轮胎需求结构变化给中国企业更大市场空间	18
六、中国轮胎行业的市场份额快速收敛于几家龙头	19
1、中国轮胎遭遇贸易壁垒	19
2、中国轮胎产能过剩	19
3、国内轮胎产能开始出清	20
4、贸易壁垒催生海外布局盈利机会	22
5、行业分化，龙头强者愈强	22
七、赛轮轮胎产能分析	24
1、赛轮轮胎现有产能及规划	24
2、各基地产能利用率	24
3、赛轮的产能投资效率	25
4、国内同业绩对比	27
5、产品对比	29
八、赛轮轮胎估值水平被低估	30
九、赛轮股权和治理结构	31
十、盈利预测、估值与投资评级	33
1、公司产能	33
2、盈利假设	34
3、公司估值及评级	36
十一、风险因素	37
1、中国轮胎海外产能增速过快导致利润率降低的风险	37
2、东南亚工厂遭遇新的贸易制裁的风险	38
3、新冠肺炎疫情影响轮胎需求的风险	38
4、天然橡胶价格波动的风险	39

## 表 目 录

表 1 2019 年中国轮胎破产情况	20
--------------------	----

## 图 目 录

图 1 本文核心观点导图	1
图 2 赛轮轮胎业务布局	3
图 3 赛轮轮胎历年销售收入（亿元）及同比变化（%）	4
图 4 赛轮轮胎历年归母净利润（亿元）及同比变化（%）	4
图 5 赛轮轮胎历年毛利率及净利率（%）	5
图 6 赛轮轮胎历年经营活动现金流净额及股权自由现金流（亿元）	5
图 5 轮胎分类	6
图 6 全球轮胎销售额（亿美元）	8
图 7 全球汽车保有量（万辆）	8
图 8 全球轮胎厂商市场份额变化（%）	9
图 9 全球轮胎厂商市场份额变化（%）	10
图 10 全球轮胎 75 强中国轮胎企业收入及份额（亿美元）	11
图 11 我国汽车轮胎产量、出口量和子午化率（亿条）	12
图 12 我国全钢胎产量（亿条）	12
图 13 2018 年我国全钢胎产量排名（万条）	13
图 14 我国半钢胎产量（万条）	14
图 15 2018 年我国全钢胎产量排名（万条）	14
图 16 中国乘用车月销量（辆）及同比变化	16
图 17 全球汽车销量（万辆）及同比变化	17
图 18 优步季度出行订单数（百万次）	18
图 19 国内轮胎开工率%	20
图 20 A 轮胎上市公司及工厂净利润率（%）	22
图 21 2015-2019 年中国轮胎上市公司营业收入（亿元）	23
图 22 赛轮各基地共产开工率（%）	25
图 23 中国轮胎企业百万条 TBR 产能投资额（亿元）	27
图 24 A 股轮胎上市公司近三年单季营业收入（亿元）	28
图 25 A 股轮胎上市公司近三年单季扣非归母净利润（亿元）	28
图 26 主流规格乘用车轮胎单价（元/条）	29
图 27 轮胎上市公司 PE	30
图 28 轮胎上市公司 PB	30
图 29 轮胎上市公司 PS	31
图 30 轮胎上市公司 EV/EBITDA	31
图 31 中国轮胎企业海外建成产能及规划产能（十万条）	37
图 32 全球天然橡胶消费量（万吨）及增长情况	41
图 33 全球天然橡胶产量（万吨）及增长情况	42
图 34 ANRPC 中 9 国 2018 年天然橡胶产量（万吨）及占比	42
图 35 亚洲 9 国天然橡胶总种植面积及开割面积（千公顷）	43
图 36 马来西亚 SMR20 橡胶期货结算价（美元/吨）	44
图 37 天然橡胶生产成本分析	46
图 38 天然橡胶生产完全成本敏感性分析（美元）	47
图 39 天然橡胶生产可变成成本敏感性分析（美元）	48

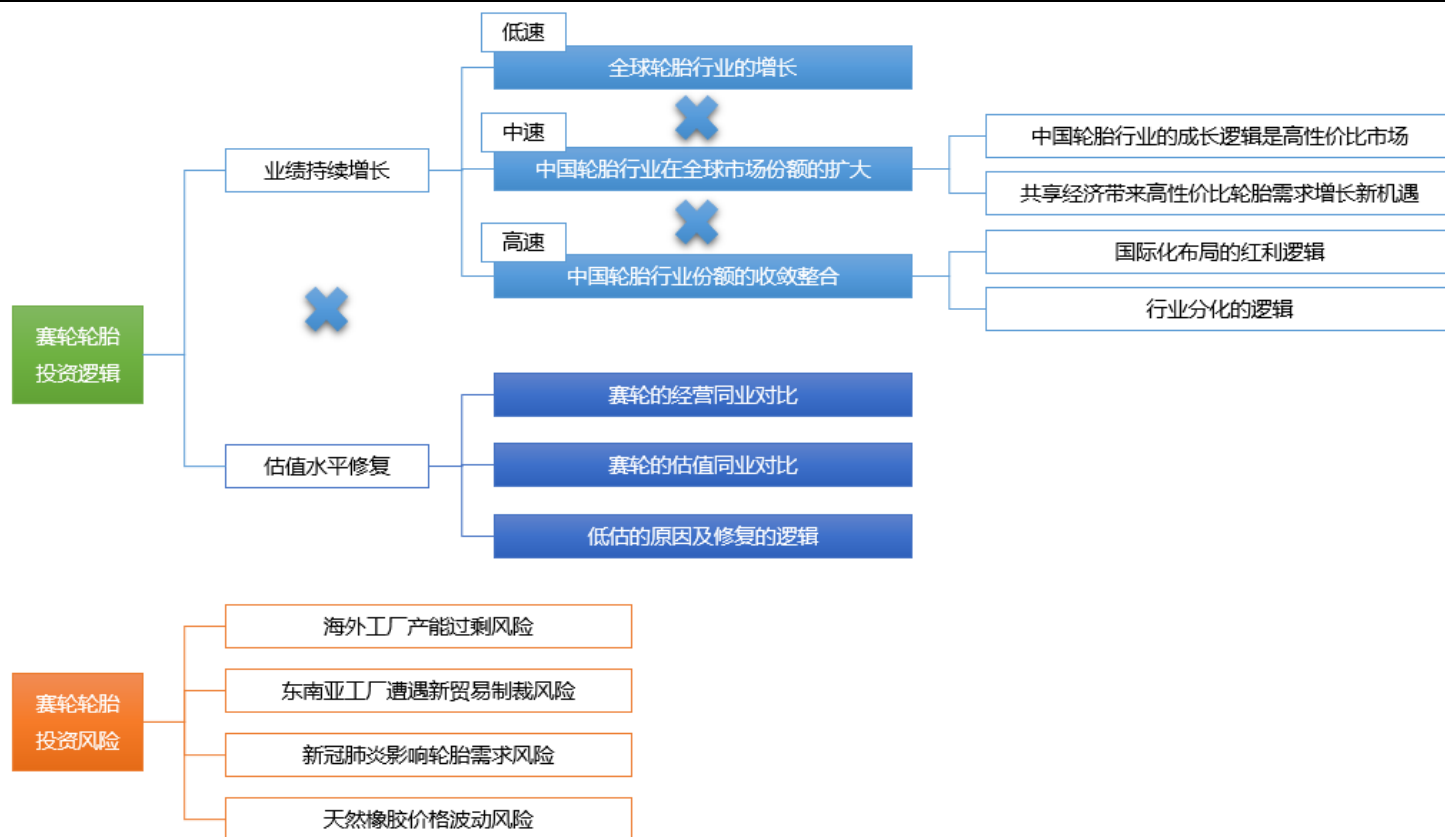
表 2 赛轮各区产能 .....	24	图 40 亚洲 9 国天然橡胶新种植面积及重新种植面积（千公顷） .....	49
表 3 中国轮胎企业近年投资项目 .....	26	图 41 印尼农业和制造业就业人口（万人） .....	50
表 4 赛轮前十大股东 .....	31	图 42 泰国农业和制造业就业人口（万人） .....	50
表 5 公司产能与开工情况 .....	34	图 43 亚洲 9 国天然橡胶未来开割面积预测（千公顷） .....	50
表 6 公司主要子公司经营情况（万元） .....	34	图 44 非洲天然橡胶产量（万吨） .....	51
表 7 公司产能预测 .....	35		
表 8 公司产能开工率预测 .....	35		
表 9 主要业务毛利率预测（%） .....	36		
表 10 轮胎上市公司估值情况 .....	36		
表 11 USTMA 预测 2020 年美国轮胎市场出货量（百万条） .....	39		

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑:

粗看轮胎行业算不上好赛道，全球轮胎行业是个成熟稳定的产业，又逢全球经济增长风险不断涌现的时期，轮胎行业整体需求进入平稳期，增速较低。但是中国轮胎行业龙头之一的赛轮轮胎的投资价值却有坚实的逻辑支撑，来自确定性较强的业绩持续增长和估值水平修复。

图1 本文核心观点导图



资料来源：信达证券研发中心

赛轮轮胎的业绩持续增长来自于行业增长、中国轮胎行业在全球市占率的提高和中国轮胎行业内部的整合。中国轮胎行业的竞争优势在于制造优势，满足全球高性价比轮胎需求。共享经济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。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。虽然全球行业总需求低速增长，但是受益于需求结构的调整，中国轮胎行业的增速将高于全球行业增速。

中国轮胎行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的龙头企业可以参与分享未来的成长空间。中国轮胎行业在全球的市场份额未来会整合收敛于国内少数龙头企业。

赛轮轮胎的产品层次、业务规模、盈利能力、成长性都与另一行业龙头玲珑轮胎类似，但是估值水平明显低于玲珑轮胎，甚至也低于其余轮胎上市公司。赛轮轮胎与可比公司的一大不同点在于股权结构。公司第一大股东、实控人、董事长公司带头人错位，制约了资本市场对公司的估值水平。2020年4月15日公司公告了《2020年非公开发行股票预案》，若此次非公开发行股票成功，公司的第一大股东、实控人、董事长合一，有利于公司治理结构的稳定和公司业务发展长期战略的实施，降低潜在风险。公司的估值水平将逐步修复，与可比公司估值水平看齐。

#### 盈利预测与投资评级:

我们预测公司 2020-2022 年 EPS(摊薄)分别为 0.53 元、0.65 元和 0.79 元，我们采用 DCF 模型对公司进行估值，计算可得公司内在价值 8.38 元/股，对应 2020 年 4 月 30 日的收盘价 PE 为 8 倍、7 倍、6 倍，给予“买入”评级。

#### 风险因素:

- 1、中国轮胎海外产能增速过快导致利润率降低的风险。
- 2、东南亚工厂遭遇新的贸易制裁的风险。
- 3、新冠肺炎疫情影响轮胎需求的风险。
- 4、天然橡胶价格波动的风险。



## 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。

图2 赛轮轮胎业务布局

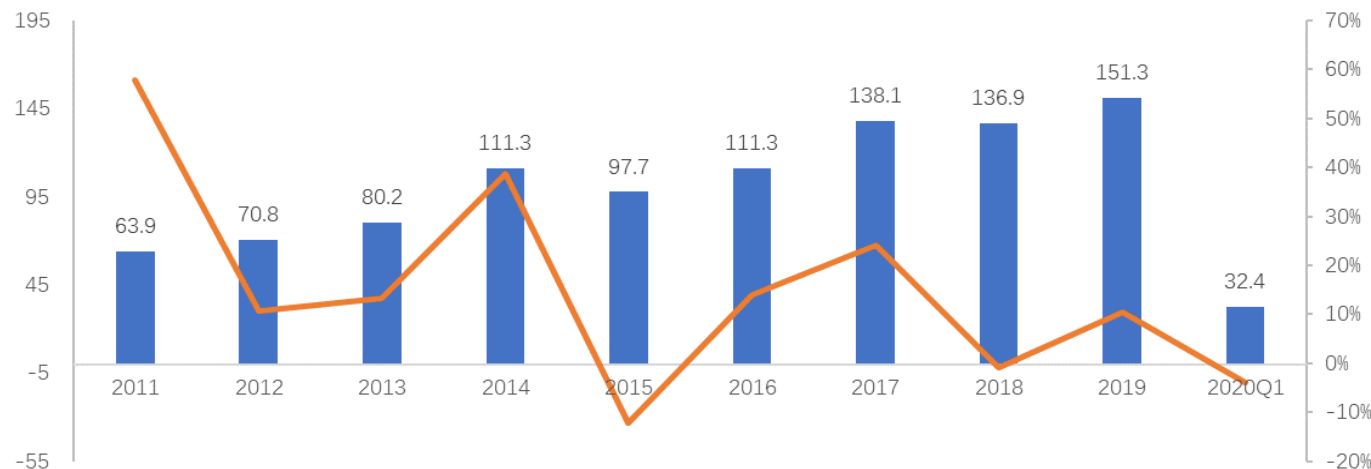


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



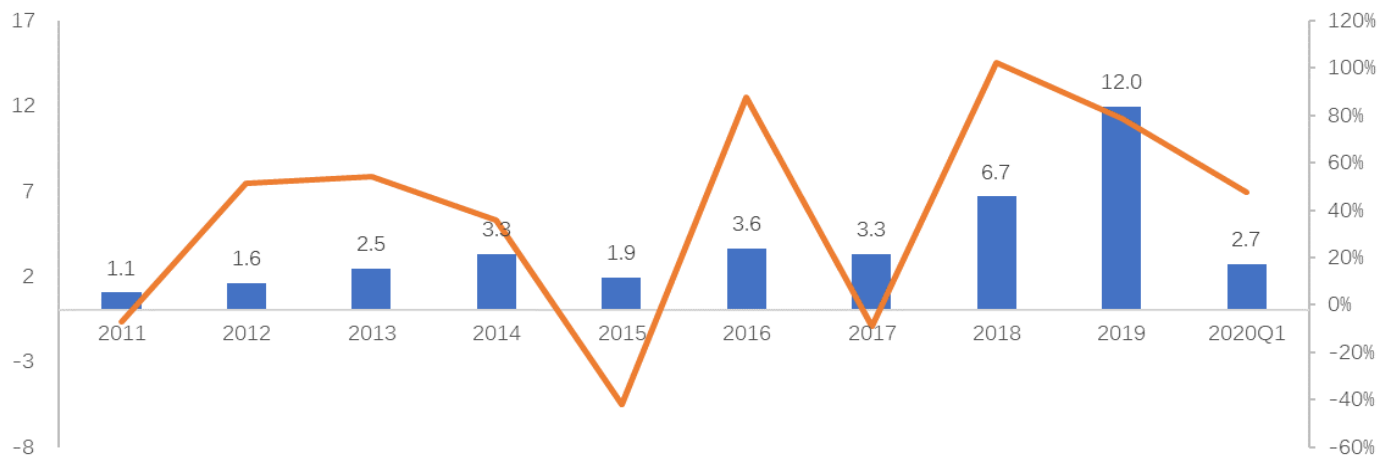
自 2011 年上市以来，公司营业收入由 63.9 亿元增长到 151.3 亿元，年均复合增长率 11.4%，归母净利润由 1.05 亿元增长到 11.95 亿元，年均复合增长率 35.5%。公司毛利率受逐年上升，近年达到在 25% 左右。最近一期 2020 年 Q1 即便在新冠肺炎疫情影响下，公司实现营业收入 32.4 亿元，同比降低 3.9%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比增加 48%。

图 3 赛轮轮胎历年销售收入（亿元）及同比变化（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

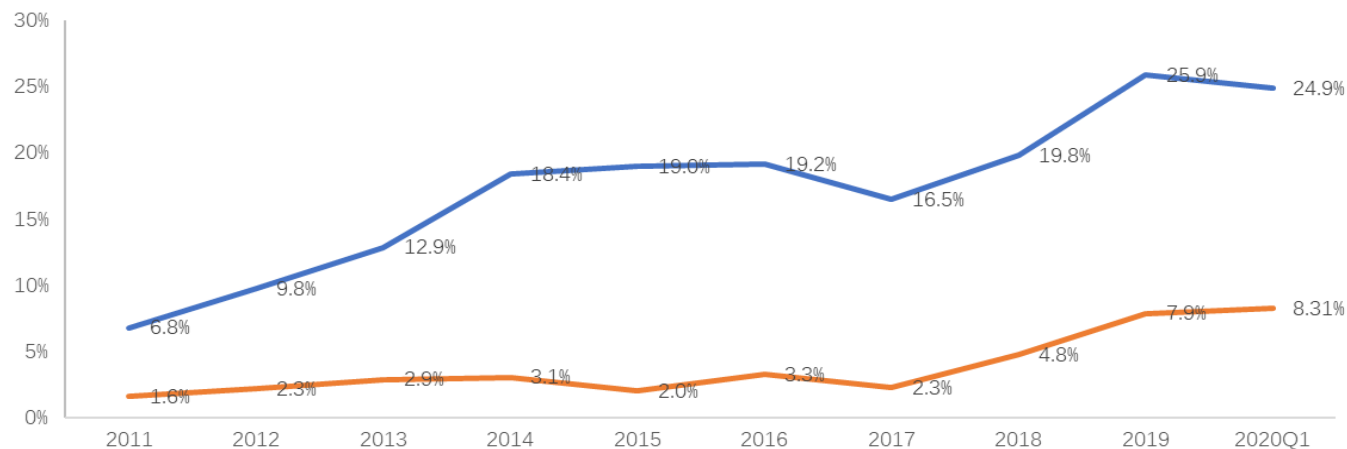
图 4 赛轮轮胎历年归母净利润（亿元）及同比变化（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

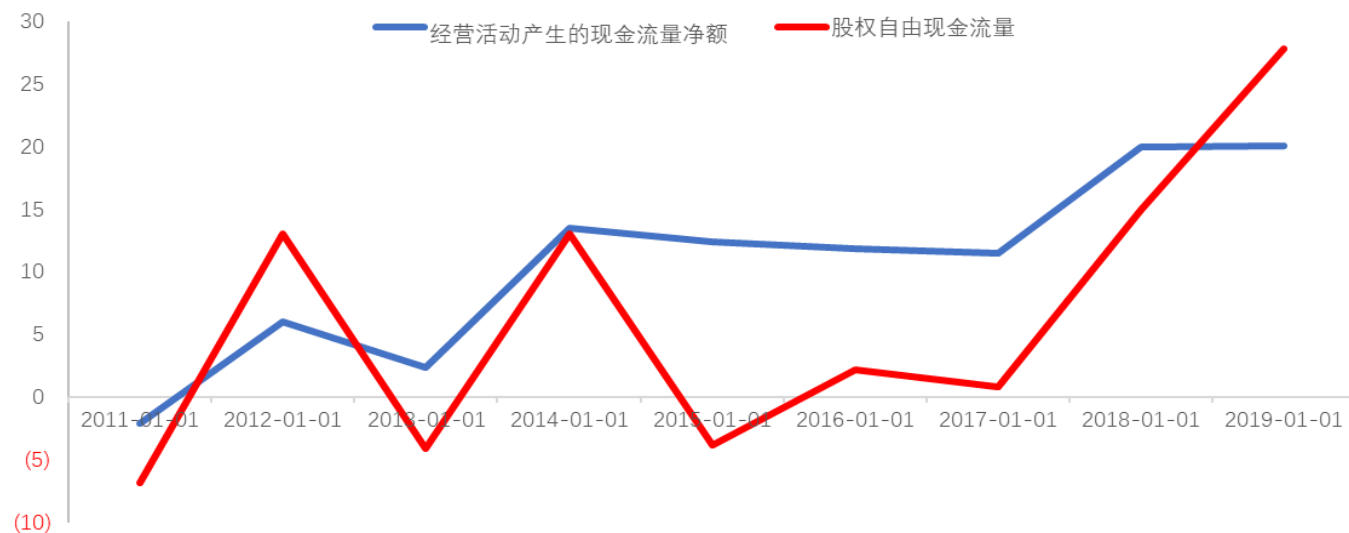
自 2011 年上市以来,公司销售毛利率和销售净利率都不断提高,毛利率从 2011 年的 6.8%提高到目前的 25%,净利率从 2011 年的 1.6%提高到目前的 8.3%。公司已经从无差别产品的混战中脱颖而出,形成了自身的竞争壁垒。公司的经营活动现金流净额和股权自由现金流量也从 2015 年之前的波动状态转变为稳步增长状态,实现真实、高质量的成长。

图 5 赛轮轮胎历年毛利率及净利率 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6 赛轮轮胎历年经营活动现金流净额及股权自由现金流 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

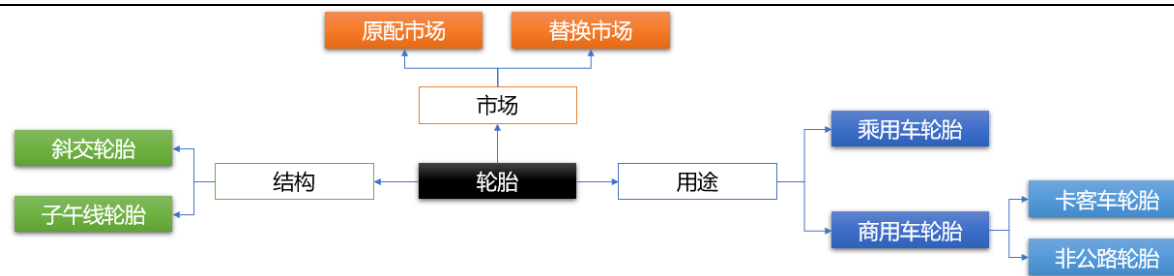
## 二、轮胎行业简介

轮胎是在各种车辆或机械上装配的接地滚动的圆环形弹性橡胶制品。通常安装在金属轮辋上，能支承车身，缓冲外界冲击，实现与路面的接触并保证车辆的行驶性能。轮胎常在复杂和苛刻的条件下使用，它在行驶时承受着各种变形、负荷、力以及高低温作用，因此必须具有较高的承载性能、牵引性能、缓冲性能。

我们通常讨论的轮胎产业是指通用的机动交通工具上使用的轮胎，包括汽车、飞机、工程机械等。另有一类力车轮胎，包括自行车、三轮车、手推车等，虽然以数量计巨大，但技术门槛低，生产企业小微，所以一般在讨论轮胎产业时不包含这类产品。

目前的轮胎都是以橡胶（天然橡胶、合成橡胶）加骨架材料（钢丝、纤维）制造，在可以预见的未来相当长的时期内也没有替代产品。

图2 轮胎分类



资料来源：信达证券研发中心

轮胎的下游主要是以汽车为工具的交通需求，其中新车原配轮胎占到需求的 20%，存量车的替换轮胎需求占 80%。

轮胎产品通常有两个分类的维度，一是按结构，另一个是按用途。

轮胎按结构分为斜交轮胎和子午线轮胎，轮胎在一个多世纪前诞生之初是斜交结构，半个多世纪前米其林发明子午线结构，我国在 2000 年以后不断引进子午线轮胎技术，提高轮胎子午化率。目前轮胎子午化在我国已经接近完成，斜交轮胎将会退出市场。

轮胎按用途分为乘用车轮胎和商用车轮胎，乘用车轮胎（Passenger tire，简写 PCR）包括我们日常乘坐的轿车、SUV 轮胎，商用车轮胎包括卡客车轮胎（Truck and bus tire，简写 TBR）、非道路轮胎（Off the road，简写 OTR），OTR 包括工程机械轮胎、农用机械轮胎、飞机轮胎等特种用途轮胎。2018 年全球轮胎消费量约 18 亿条，其中 PCR 约 15.8 亿条，商用车轮胎 2.2 亿条，商用车轮胎里面以 TBR 为主，OTR 仅是个细分市场。所以可以说全球轮胎行业中的大型企业以生产 PCR 和 TBR

为主。商用车轮胎的平均单价远高于乘用车轮胎，所以二者的销售额比例并没有这么悬殊。全球轮胎市场以销售额计，乘用车轮胎占一半多，商用车轮胎占近一半。

国内的乘用车轮胎 PCR 已经全部子午化，不存在斜交轮胎，子午结构的 PCR 称为半钢子午线轮胎，或者常见的简称半钢胎，国内乘用车轮胎 PCR 和半钢胎基本就是一个概念。

国内的卡客车轮胎 TBR 接近全部子午化，斜交轮胎即将消失，子午结构的 TBR 称为全钢子午线轮胎，或者常见的简称全钢胎，国内卡客车轮胎 TBR 和全钢胎基本就是一个概念。

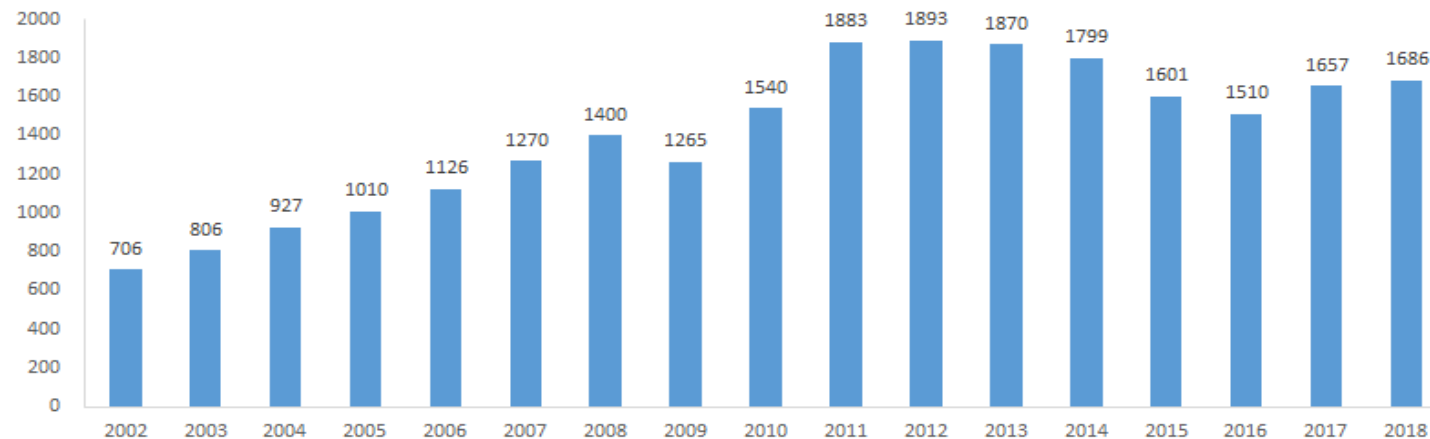
国内的非道路轮胎 OTR 子午化率还不到一半，斜交轮胎性价比还有一定的竞争力，但高端产品已经是子午线结构的 OTR。斜交 OTR 近些年几乎无新建产能，随着现有的产能老化，总产能逐渐净减少。目前新建的 OTR 项目大部分为子午线结构。全钢巨胎指的是子午线 OTR 中的一个分支，大尺寸的 OTR，一般用在百吨载重量以上露天矿山自卸车上使用。全球 PCR、TBR 产销量以亿计，OTR 数量小两个数量级，以百万计，而全钢巨胎的数量再小两个数量级，以万计。

### 三、全球轮胎行业格局及中国轮胎行业的成长

#### 1、全球轮胎需求在波动中长期向上增长

全球轮胎市场 2002 年销售额 706 亿美元，2018 年增长至 1686 亿美元，年复合增长率 6%。2002 年至 2008 年保持了稳健快速的增长，这主要得益于中国汽车市场的启动。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。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。2009 年的全球经济危机，导致轮胎市场出现下滑。2012 年之后大宗能源化工商品的下降周期，导致轮胎生产成本降低，轮胎平均销售单价也下降，全球轮胎销售额出现了下滑。下行周期在 2016 年触底反弹。

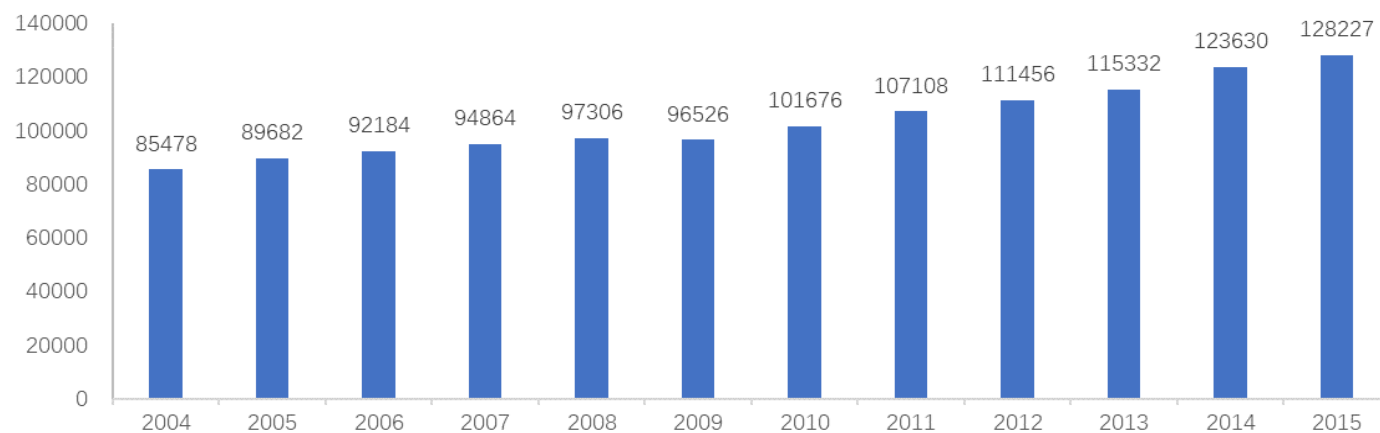
图3 全球轮胎销售额（亿美元）



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

虽然全球经济发展存在周期性, 全球汽车的新车销量存在起伏, 但是全球汽车保有量持续保持增长。2004 年全球汽车保有量 8.5 亿辆, 2015 年增长到 12.8 亿辆, 年复合增长率 3.8%。全球各国的千人汽车保有量还有较大差异, 存在着成长空间。并且随着全球经济的长期增长, 物流需求也会保持长期增长。轮胎在不存在替代品的情况下, 轮胎需求长期看必然仍然是成长趋势。

图4 全球汽车保有量（万辆）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2、全球轮胎市场集中度下降

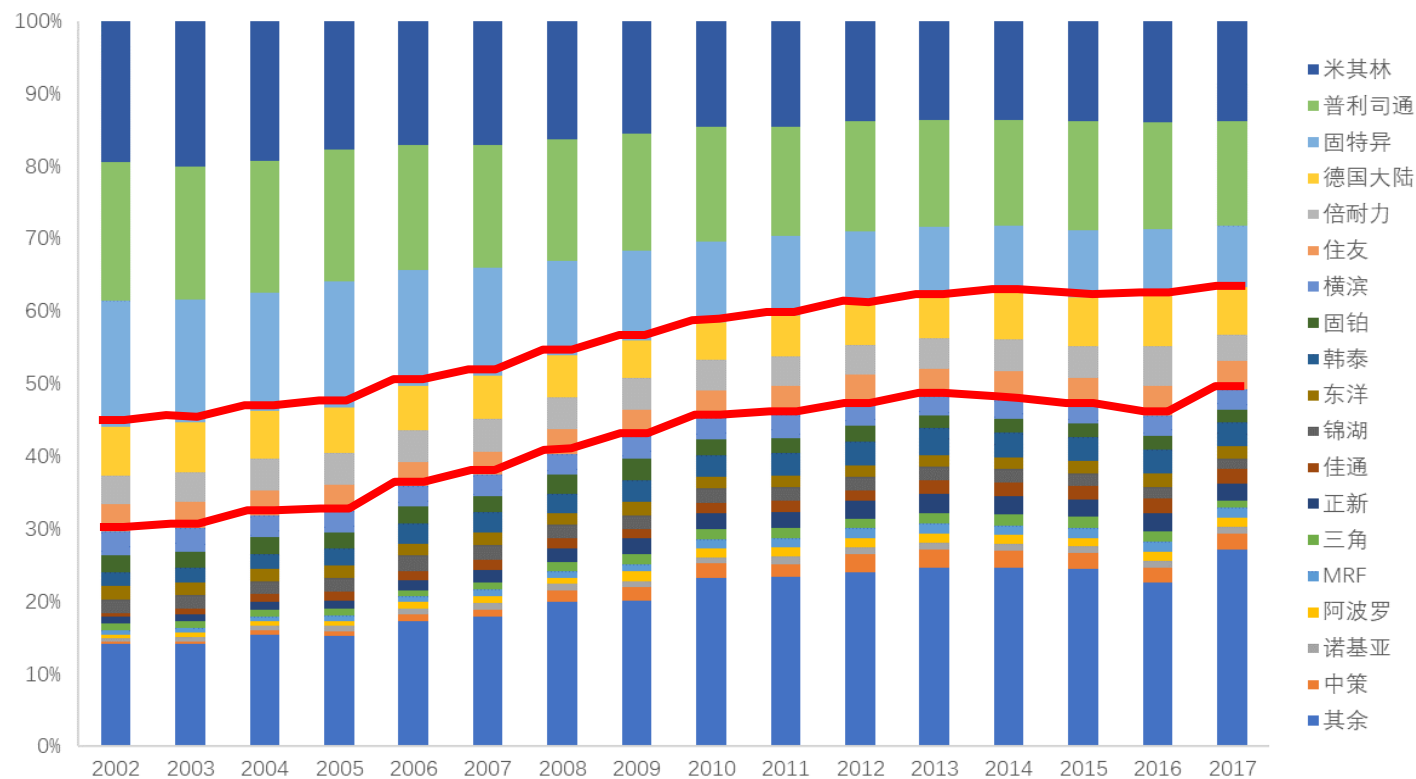
在最近的十几年间，全球轮胎行业前三名虽然名次有若干次交替变化，但前三名厂商未变，分别是米其林、普利司通和固特异。全球轮胎行业的四、五、六名也是名次交替变化，厂商未变，分别是德国大陆、倍耐力和住友。

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%。

国际领先品牌的排名位置依然在占据榜首位置，市场占有率下降了。

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。而在 2018 年排行榜前 20 名中有了 5 家中国企业，分别是第 9 名杭州中策、第 10 名台湾正新、第 17 名玲珑轮胎、第 18 名赛轮轮胎、第 19 名山东恒丰。中国轮胎企业的排名在上升，市占率在提高。

图 5 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

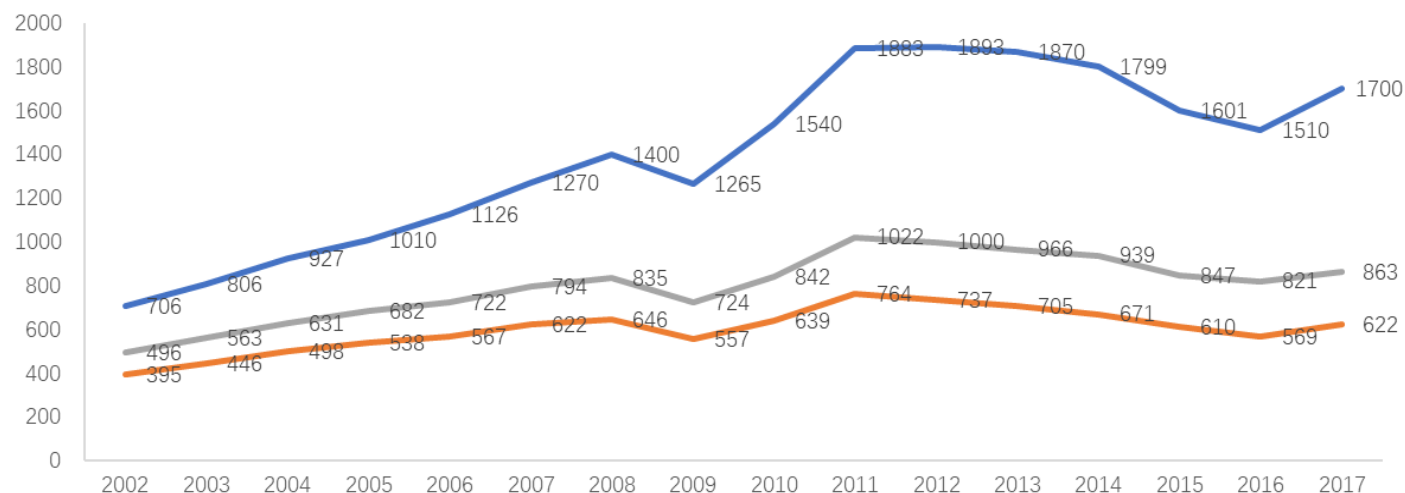


虽然 TOP3、TOP6 的全球市占率在过去 15 年都有不小幅度的下降，但是他们的收入并没有下降。2008 年以前全球经济向好时稳健增长，2008 年之后这 10 年虽然经历了波动，但保持了以前的水平。2008 年时 TOP3 合计收入 835 亿美元，2017 年合计收入 863 亿美元。

2008 年时 TOP6 合计收入 646 亿美元，2017 年合计收入 622 亿美元。

米其林、普利司通、固特异、马牌、倍耐力、邓禄普这些品牌仍然在其优势的中高端乘用车轮胎市场上把握着消费者的需求，中国品牌尚没有能力在这个市场上向其发起有效的挑战。

图 6 全球轮胎厂商市场份额变化 (%)



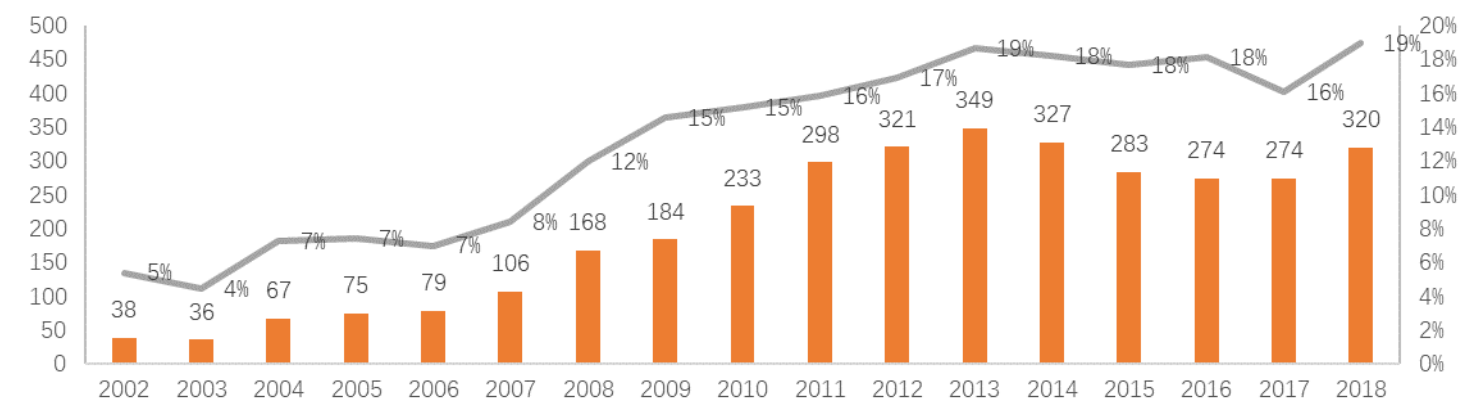
资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

### 3、中国轮胎企业发挥自身优势扩大全球份额

国际大牌轮胎企业虽然稳固的占据着自己的固有优势市场，但随着全球轮胎市场的增长，中国轮胎企业的收入和市场份额占比都有了大幅的提升。全球轮胎 75 强榜单中，2002 年中国轮胎企业合计收入 38 亿美元，仅占当年全球 5% 市场份额。到了 2018 年，其中中国轮胎企业收入 320 亿美元，占全球市场份额 19%（75 强名单并不能囊括中国所有轮胎企业，但其表现出趋势具有代表性）。取得这个增长，中国轮胎企业并不是靠产品力、品牌力去跟国际轮胎企业硬拼，而是靠的中国制造的成本与效率优势。商用车轮胎是下游客户的生产资料，因此对价格更为敏感，中国轮胎已经占据了全球商用车轮胎超过一半的市场份额。另外就是部分的低端乘用车轮胎市场份额。不过，2018 年中国轮胎企业占据全球轮胎 19% 市场份额是整体的概念，

这里面包含了上榜的 32 家中国轮胎企业，其中最高者的份额为 2.3%。中国轮胎企业的个体发展还有很大空间。

图 7 全球轮胎 75 强中国轮胎企业收入及份额（亿美元）



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

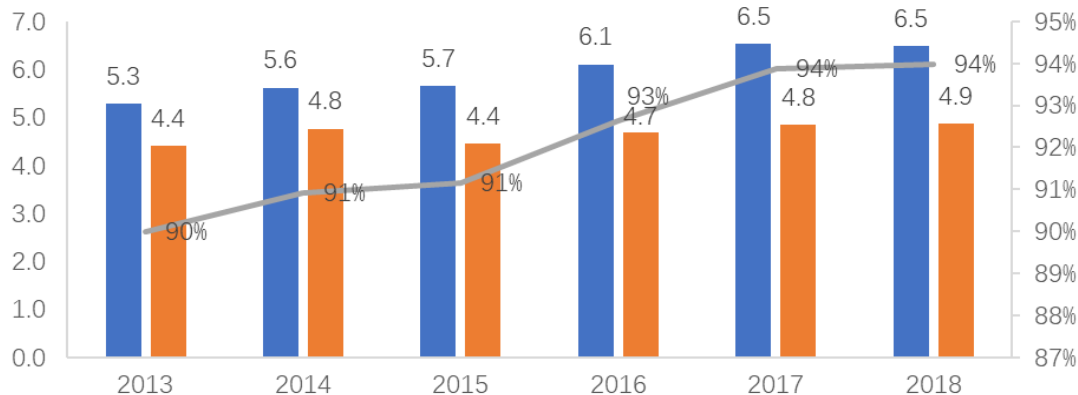
## 四、中国轮胎行业的竞争格局

### 1、我国轮胎产量总体规模

我国的轮胎产量统计一般参考国家统计局和轮胎工业协会数据，需要注意的是这里面包括了国际轮胎企业在中国工厂的产量。

2013 年到 2018 年，我国汽车轮胎产量从 5.3 亿条增长到 6.5 亿条，子午化率从 90%提升到 94%。这期间出口轮胎从 4.4 亿条增长到 4.9 亿条。随着轮胎行业面临的贸易制裁增多，出口量徘徊，国内消费量增长。可以从数据看出，我国的轮胎产量远大于轮胎的消费量，这是因为中国具备制造优势，成为了全球轮胎产业的重要生产基地。因此，中国轮胎企业的市场也是全球市场，研究中国轮胎企业的成长空间，就要研究全球轮胎需求的趋势和偏好。同是中国制造故事，不同行业存在差异，例如格力电器，全球空调老大，占有全球空调 20%市场份额，但格力空调的 85%销售在国内市场。

图 8 我国汽车轮胎产量、出口量和子午化率（亿条）

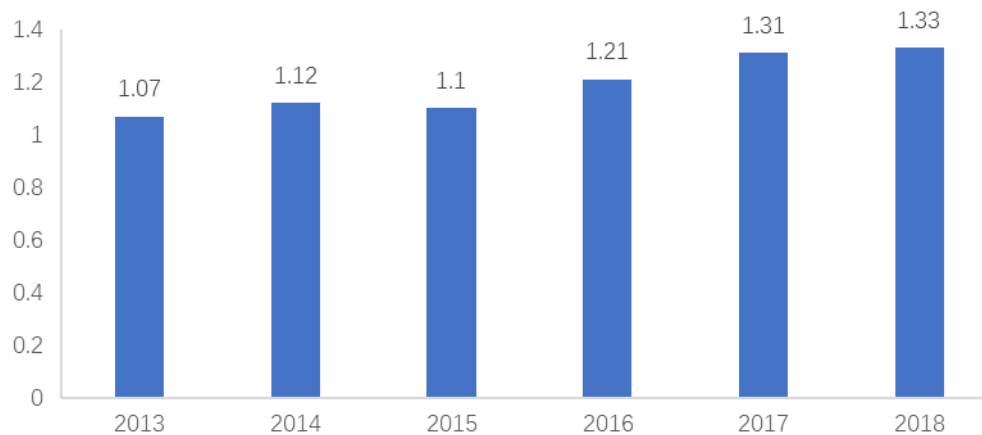


资料来源：中国橡胶工业协会，信达证券研发中心

## 2、我国全钢胎竞争格局

2013 年到 2018 年，我国全钢胎产量从 1.07 亿条增长到 1.33 亿条，主要市场以出口为主。其中 2017 年出口了 8817 万条，2018 年出口了 9131 万条。中国的全钢胎产量已经超过了全球产量的一半。

图 9 我国全钢胎产量（亿条）

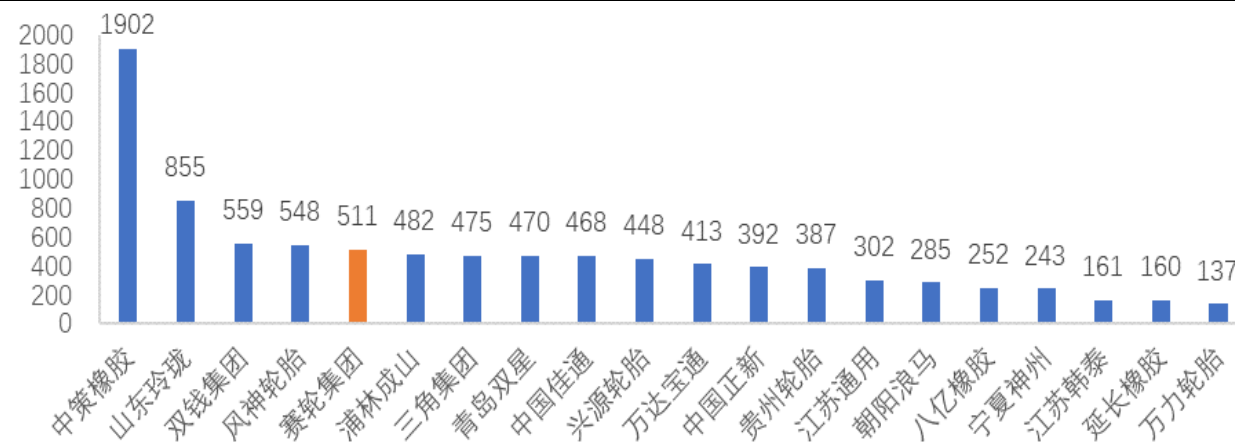


资料来源：中国橡胶工业协会，信达证券研发中心

中国橡胶工业协会轮胎分会中有 37 家会员企业，2018 年它们共生产全钢胎 9800 万条，占全国总产量的 74%。其中第一名中策橡胶全钢胎产量 1902 万条，超过第二名玲珑轮胎的 855 万条一倍多，排名三、四、五比较接近，分别是双钱轮胎 559 万条，风神轮胎 548 万条，赛轮轮胎 511 万条。

2019 年全行业数据统计虽然还没有出，但是赛轮轮胎有产能增量，而三、四名没有，目前在全钢胎产销规模上，赛轮轮胎在国内排名第三。

图 10 2018 年我国全钢胎产量排名（万条）

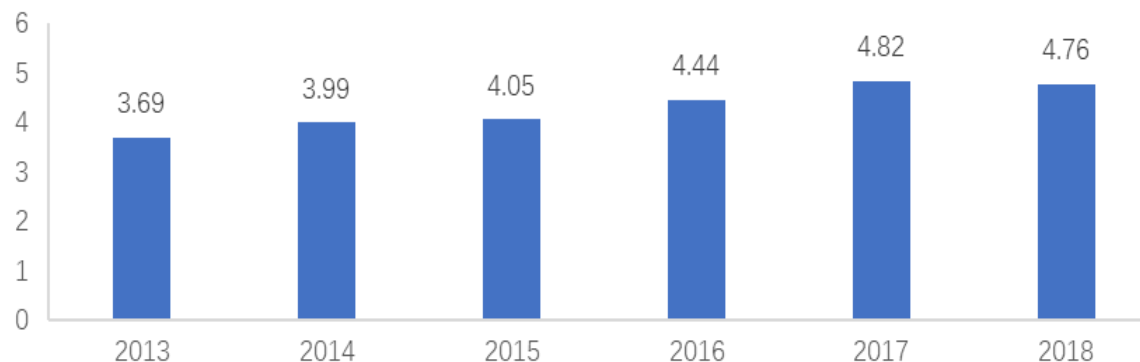


资料来源：中国橡胶工业协会，信达证券研发中心

### 3、我国半钢胎竞争格局

2013 年到 2018 年，我国半钢胎产量从 3.69 亿条增长到 4.76 亿条，但是 2018 年相比 2017 年是小幅下滑的。半钢胎国内消费占多半，其中 2017 年出口了 2.01 亿条，2018 年出口了 2.10 亿条。但需注意的是，国内生产、国内消费的半钢胎并不都是国内品牌的，全球前十大轮胎企业在中国都有设厂，目前我国乘用车主流消费的轮胎仍是外资品牌。国内生产的半钢胎约占全球产量的 30%。

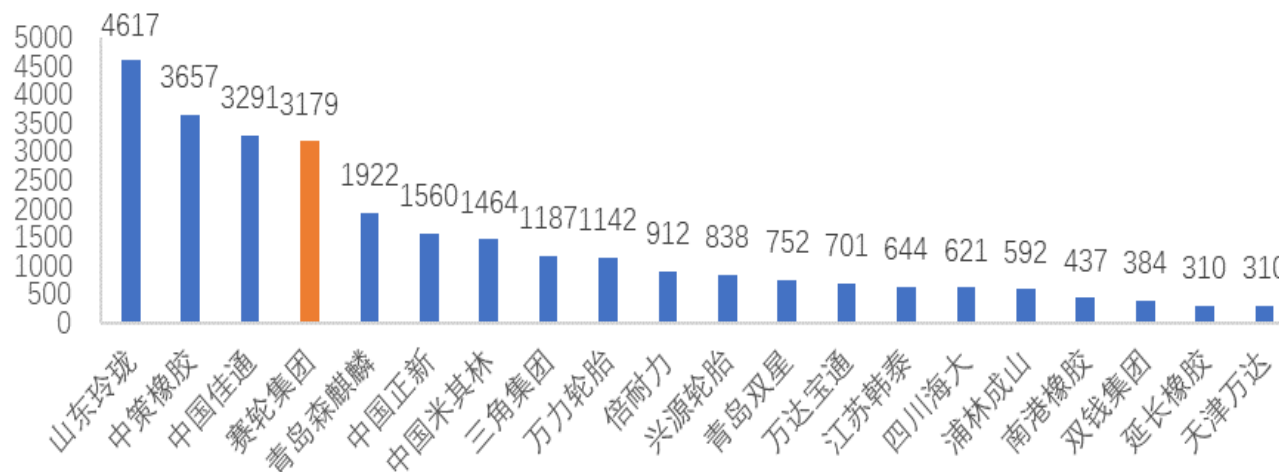
图 11 我国半钢胎产量（万条）



资料来源：中国橡胶工业协会，信达证券研发中心

中国橡胶工业协会轮胎分会中有 37 家会员企业，2018 年它们共生产半钢胎 2.6 亿条，占全国总产量的 55%。其中第一名玲珑轮胎半钢胎产量 4617 万条，为第一梯队。排名二、三、四名比较接近，分别是中策橡胶 3657 万条，中国佳通 3291 万条，赛轮轮胎 3179 万条。中国佳通是一家新加坡轮胎公司，如果统计中国轮胎企业，赛轮轮胎半钢胎产销量在国内排名第三。

图 12 2018 年我国全钢胎产量排名（万条）



资料来源：中国橡胶工业协会，信达证券研发中心

## 五、中国轮胎行业下一个十五年的成长空间

### 1、中国轮胎行业的比较优势在于高性价比产品

中国轮胎行业在过去十五年中无论收入还是全球市场份额都取得了快速的发展。今天的情况，坏消息是全球轮胎市场进入慢速增长，好消息是中国轮胎行业在全球的份额还不高，距离天花板还很远。那么中国轮胎行业能否在下一个十五年攫取到更大的全球市场份额呢？产能显然不是问题，中国轮胎行业的平均开工率只有 70%左右，重点要关注的还是需求以及我们的竞争优势去满足何种需求。

如果以乘用车轮胎或商用车轮胎、配套市场或维修市场来拆分需求，还只是停留在表层。而以中国需求和外国需求来区分市场，那更是没有抓住实质。轮胎在地理市场层面是充分竞争的，中国的轮胎出口全球，而全球的老牌轮胎企业不管是产能还是市场早就做到了充分的全球分布。国际领先的轮胎企业们在分析市场时，往往是把市场分为高、中、低端三个层次。这个分类方法初看起来模糊不清，其实却对应着 3 种泾渭分明的消费需求。

高端轮胎需求，指的是最注重安全性的客户，典型的客户群体就是私家车主和运输危化品的卡车司机。轮胎区别于其它消费品的一个显著特殊性，就是轮胎在出现质量问题时会给消费者带来巨大的损失，远远超过轮胎自身的价格。消费者选择轮胎时第一看重的是质量（安全），然而对于普通消费者来讲，选择质量最好的抓手就是品牌。消费者在选择其它大品牌消费品时，品牌往往额外具有展示的效用，然而轮胎显然并没有，很少有人会低头关注别人车上是什么品牌的轮胎。消费者选择品牌轮胎，实际是选择百年品牌背书质量的外在表现。

中端轮胎需求，指的是最注重性价比的客户，典型的客户群体就是运输普通货物的卡车司机。卡车司机最大的三项运营成本是汽油、过路费和轮胎。司机对轮胎使用成本是非常敏感的。并且轮胎对于卡车司机不是偶尔采购的耐用消费品，而是经常采购的生产资料，经过长时间的记录和计算，会发现中国的卡车轮胎即便行驶里程可能短于外资大牌轮胎，但是单位里程的成本更低，更具性价比。

低端轮胎需求，指的是更注重价格的客户，典型的客户群体就是配套主机厂和一些轮胎消费的初级不成熟地区。这部分需求最在意极限的低价，不关心质量，甚至为了低价可以放弃三包保证。

清楚了这个逻辑，就会印证一些轮胎市场现象：

- （1）我国轮胎从单价看，就是从低端到中端，逐渐占领高性价比市场。短期内还难以明显的渗透进入高端市场。
- （2）全球 2 亿条左右的全钢胎需求中，中国生产了 1.3 亿条，并且绝大部分是中资企业。中国轮胎占领了全球一半以上的卡车胎市场，因为这个市场更多的是高性价比需求。



(3) 中国的半钢胎市场份额小于全钢胎，因为半钢胎市场需求更多的是高端需求。而我们在国内半钢胎消费市场上看到国产品牌轮胎的机会还要远小于中国所生产的半钢胎在全球的市场份额。也就是说我国的半钢胎反而更多的是满足海外需求。其原因是汽车消费在我国相比在欧美等国家，还是一种较为高端的消费，即中国的乘用车主会更偏好选择高端轮胎。

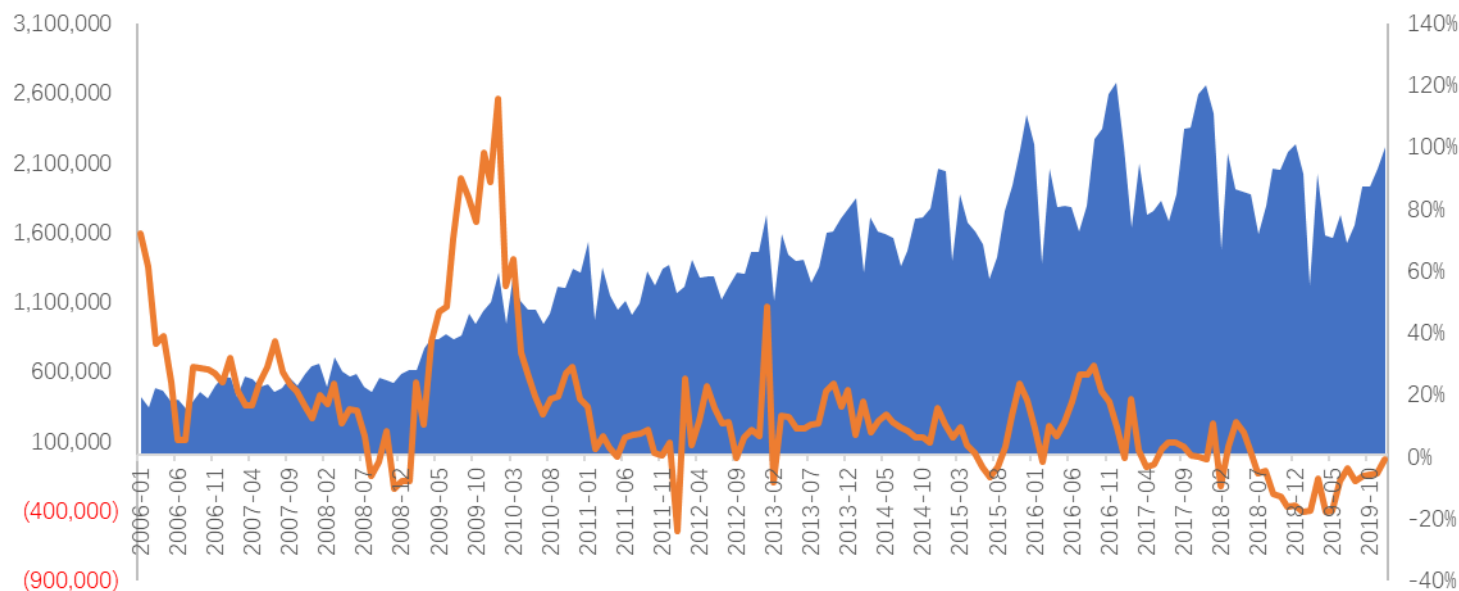
现阶段，我国轮胎行业的竞争优势是制造优势，提供高性价比轮胎。其实这也和很多其它中国制造的优势一样，即便在格力全球市占率第一的空调行业，高端市场仍然是大金的优势市场。因此，把握好我们目前的比较优势，就更加需要关注高性价比轮胎市场需求的变化趋势，判断我们轮胎行业增长的空间在哪里。

## 2、全球乘用车销量下滑背后的共享经济新趋势

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 年乘用车销量 2143 万辆，相比 2018 年又同比下滑了 9.5%。

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，其中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。

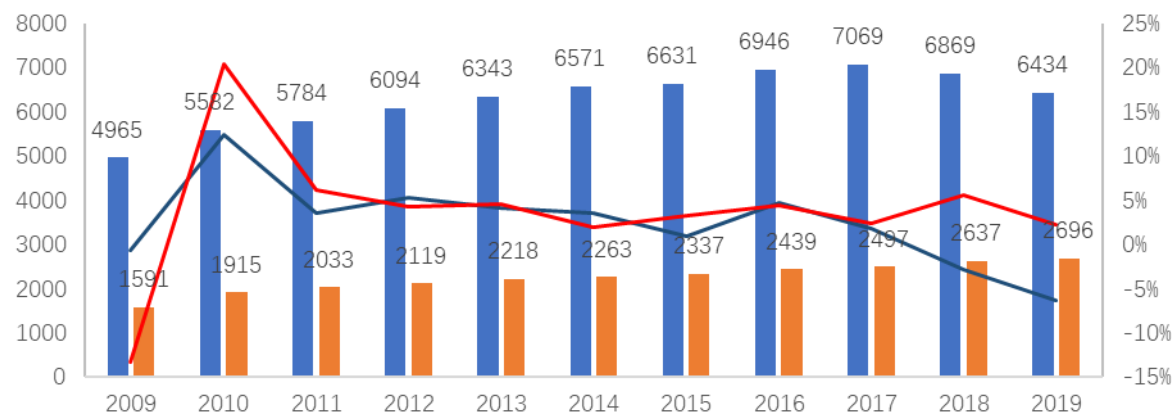
图 13 中国乘用车月销量（辆）及同比变化



资料来源：中汽协，信达证券研发中心

然而扩大观察范围发现全球的乘用车销量从 2017 年之后都出现了下滑。即便是剔除中国数据，发现销量依然是负增长，那么原因应该是全球性的。全球商用车销量从 2009 年的 1591 万辆到 2019 年的 2696 万辆，一直保持了增长，符合全球经济发展带动物流需求的逻辑。那么全球经济向前发展的情况下，乘用车销量从 2017 年的 7069 万辆峰值后已经连续两年下滑，其原因是什么呢？

图 14 全球汽车销量（万辆）及同比变化



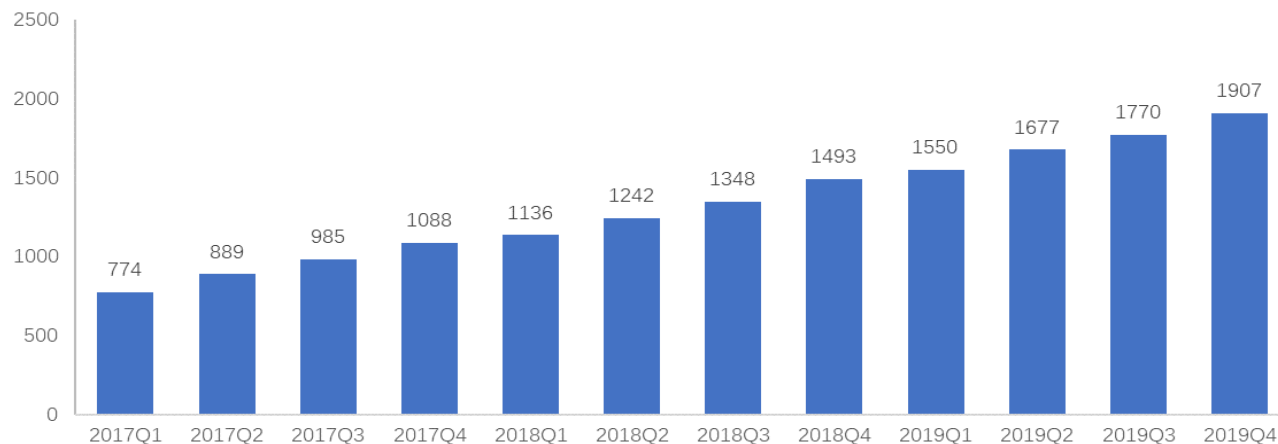
资料来源：OICA，信达证券研发中心

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，对应人们在出行需求的满足上，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，目前每个季度都保持着近 30% 的同比增速。

图 15 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

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。

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。

### 3、乘用车轮胎需求结构变化给中国企业更大市场空间

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。乘用车车主中运营者的比例将会提升。而运营者对乘用车轮胎的采购将从消费品转换为生产资料。

运营车辆目前在整体汽车保有量中的占比并不高，但是运营车辆的平均行驶里程比普通的私家车高一个数量级。例如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。而运营车辆年行驶里程要在 10 万公里左右。那么运营车辆采购轮胎在整体乘用车轮胎市场中的占比将越来越成为一股重要的力量。

正如过去十五年中全球商用车轮胎市场中发生的变化，乘用车轮胎市场中需求结构的变化将给中国轮胎行业新的机遇。虽然全球轮胎市场低速增长，但未来五到十年中，中国轮胎行业在全球轮胎市场中的占比将继续提升，中国轮胎行业总体销售收入的增速将高于行业增速。

当然共享经济带来需求结构变化的逻辑并不影响中国轮胎品牌的不断做强，这是并行并不冲突。同时，我们也不要狭义的理解做品牌就是做高溢价产品，事实上米其林等企业的产品价格虽高，但净利润率并不比中国龙头轮胎企业高。做高性价比品牌同样是做品牌，同样可以做成全球行业龙头，这在家电、手机等行业已经被数次证明。

## 六、中国轮胎行业的市场份额快速收敛于几家龙头

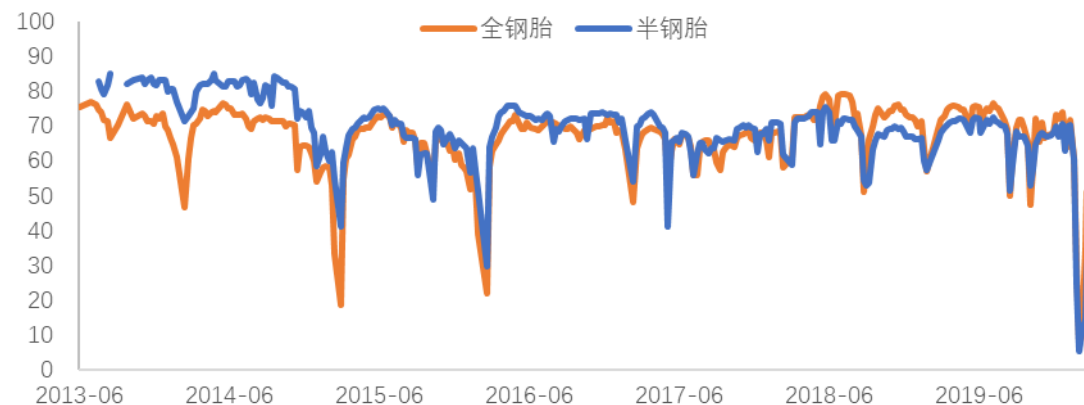
中国轮胎企业作为一个整体，在过去十五年中从全球轮胎市场中分得的蛋糕无论是比例还是绝对数额都有了大幅的增长。共享经济的逻辑也支持未来十五年中国轮胎企业继续分得更大的蛋糕。但是，中国轮胎企业并不是一个整体，并不能目前说看好中国轮胎行业，中国轮胎企业正在明显的分化。

### 1、中国轮胎遭遇贸易壁垒

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。中国轮胎出口的主要市场美国、欧盟、俄罗斯、印度、巴西等对中国轮胎都有或高或低的反倾销税。例如，美国对中国的半钢胎和全钢胎都要征收反补贴、反倾销税，根据企业不同，税率在 40%至 70%之间，并且并不是从中美贸易战开始的，而是从 2009 年奥巴马执政时期就开始了加税；中国出口到欧盟的卡车轮胎也要征收附加的双反税，征收方式是每条轮胎固定征收 62 欧元。沉重的加税，使得中国出口轮胎在全球的竞争力逐渐下降。

### 2、中国轮胎产能过剩

国内不管是化工行业还是制造业，在开始引进国外技术填补国内空白后，往往一窝蜂扎堆投资，在短短几年之内就会出现产能过剩，开工率降低。中国的轮胎行业也不例外。雪上加霜的是，出口市场又受阻。目前国内轮胎行业的平均开工率只有 60%至 70%左右。

**图 16 国内轮胎开工率%**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 3、国内轮胎产能开始出清

2015 年开始，国内轮胎行业开始了自发的供给侧改革。与其他化工子行业的供给侧改革不同，轮胎行业的环保、安全风险水平较低。大部分化工行业的供给侧改革是自上而下通过政策推动的，强度大但不持续，效果有反复。而轮胎行业的供给侧改革是自发的，效果没有那么立竿见影，但趋势坚定不反复。

2010-2015 年的 6 年间，我国共淘汰轮胎企业 14 家。而近三年，2017 年淘汰轮胎企业 27 家，2018 年有 25 家破产/被拍卖，2019 年则飙升到 36 家。轮胎业兼并整合，已有愈演愈烈之势。

**表 1 2019 年中国轮胎破产情况**

公司	目前状况	所在地区
山东万鑫轮胎有限公司	破产重整	山东
好友轮胎有限公司	破产重整	河南
山东豪克国际橡胶工业有限公司	破产重整	山东
奥戈瑞轮胎有限公司	破产重整申请被驳回	山东
万来伦轮胎有限公司	厂房设备被拍卖	辽宁
盛泰集团有限公司	破产重整	山东
铸盛华橡胶有限公司	破产重整	山东
雄鹰橡胶工业有限公司	厂房被拍卖	山东
宁夏泰利龙轮胎厂	工业用地被拍卖	宁夏

隆泰橡胶有限公司	设备被拍卖	山东
奥赛轮胎有限公司	破产重整申请被驳回	山东
康龙橡胶科技有限公司	设备被拍卖	山东
徐州正海橡胶有限公司	工业房地产被拍卖	江苏
潍坊吉航橡胶有限公司	破产清算	山东
潍坊东河橡胶有限公司	破产清算	山东
潍坊华宇橡胶有限公司	破产清算	山东
荣成市轮胎设备厂	设备被拍卖	山东
中汽轮胎河北有限公司	厂房土地被拍卖	河北
杭州凯能橡胶有限公司	破产清算	浙江
东营市泰达橡胶有限责任公司	资部分厂房被拍卖	山东
江西古耐得轮胎有限公司	资产被拍卖	江西
重庆长江橡胶制造有限公司	破产清算	重庆
广宗县正宇童车轮胎有限公司	厂房设备被拍卖	河北
山东省寿光市正鑫橡胶制品厂	厂房被拍卖	山东
山东正顺失业有限公司	厂房被拍卖	山东
山东华伦实业有限公司	厂房设备被拍卖	山东
山东金山汽配有限公司	资产被拍卖	山东
山西代县礼信橡胶科技有限公司	厂房设备被拍卖	山西
山东三工橡胶有限公司	设备被拍卖	山东
山西德邦橡胶制品有限公司	设备被拍卖	山西
山东九泰车轮科技有限公司	资产被拍卖	山东
诸城市益和盛橡胶有限公司	资产处置	山东
安徽省华洋橡胶有限公司	轮胎被拍卖	安徽
山东国鹏橡胶有限公司	资产被拍卖	山东
兴国慈兴再生橡胶有限公司	设备被拍卖	江西

资料来源：《车与轮》，信达证券研发中心



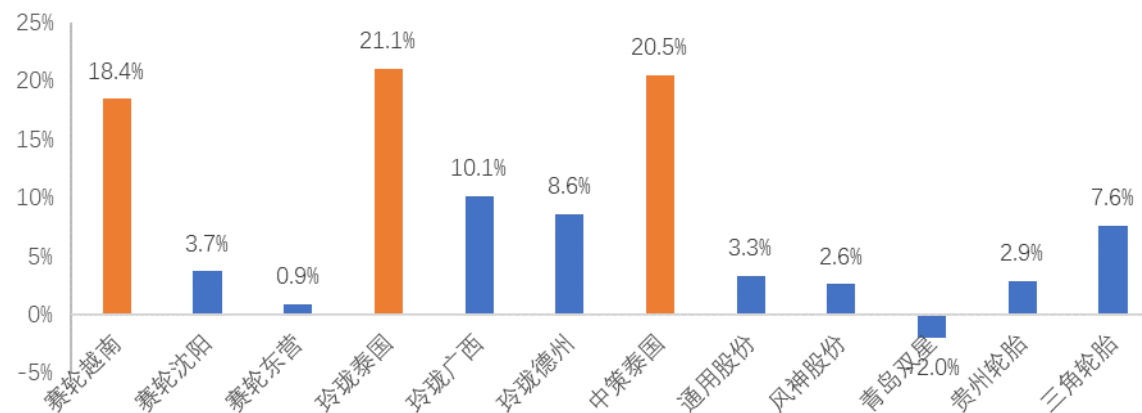
#### 4、贸易壁垒催生海外布局盈利机会

如果以企业的数量计，那现在中国大部分轮胎企业要么在苦苦挣扎，要么已经走在倒闭的路上。

但就像全球乘用车销量下滑反而孕育着乘用车轮胎需求结构调整的机会。产能过剩和贸易壁垒既是挑战也是机会。贸易壁垒阻挡了中国的低价产品，抬高了全球主要轮胎市场的价格水平。此时对于走出国门、国际化布局的中国轮胎企业，则可以享受壁垒保护下市场的高利润。中国轮胎企业中最早尝试海外布局的是赛轮轮胎 2012 年到越南设厂，之后是中策和玲珑，其后跟进的浦林成山、通用现在也在东南亚建成了工厂。

我们分析了 A 股轮胎上市公司中海外工厂和国内工厂净利润率（中策泰国工厂取杭叉集团公告中的中策 2019 年前 4 个月业绩，其余公司取 2019 年上半年业绩），发现其分为泾渭分明的两档。海外工厂净利润率约 20%，国内轮胎工厂大部分净利润率在 10% 以下，多半为微利状态。

图 17 A 轮胎上市公司及工厂净利润率（%）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

#### 5、行业分化，龙头强者愈强

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

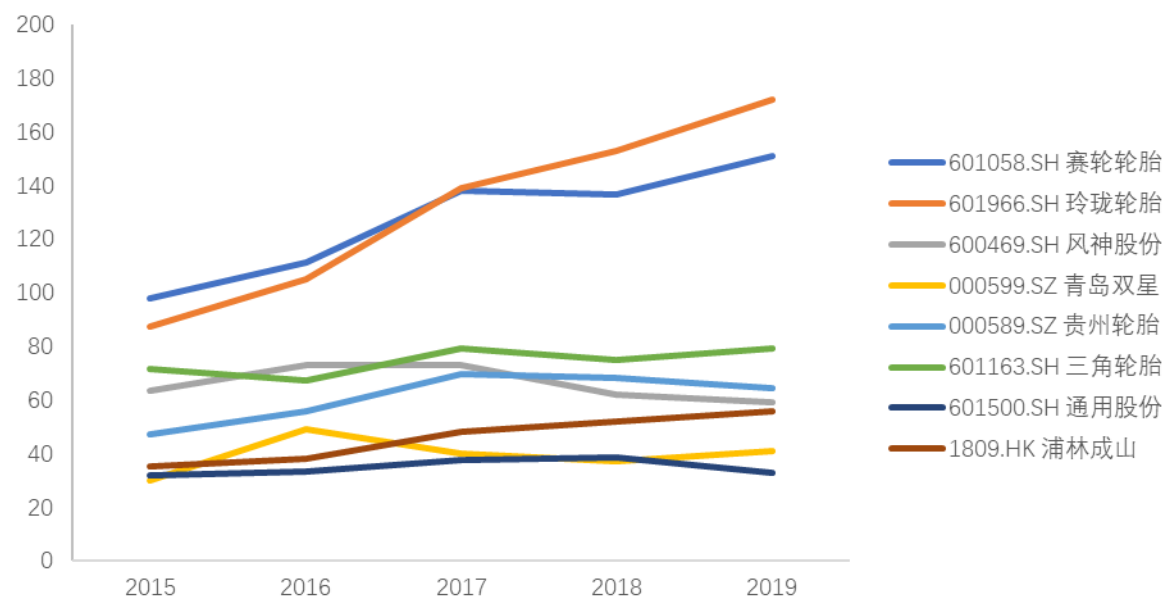
新、老生产线生产出的产品成本相同，但质量不同导致价格不同。

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。

因此战略眼光长远、提前布局了海外产能的国内龙头轮胎企业靠健康的现金流滚动增长，扩大市场份额。中部、尾部的国内轮胎企业近几年一直处于挣扎状态，没有足够的现金流维护自己的产能，产品竞争力就会变差，导致现金流更差，这样负循环进行下去，这些企业最终只有退出市场，并不存在可以期盼的周期性。

观察 A 股 8 家轮胎上市公司近 5 年的收入，发现有海外工厂的龙头玲珑、赛轮的收入增幅最大，强者愈强。其余收入规模在百亿以下的企业能够维持规模，但增长优先。须知这 6 家企业也是中国轮胎行业中的佼佼者，还有大量企业的市场份额是不断萎缩的态势。

**图 18 2015-2019 年中国轮胎上市公司营业收入（亿元）**



资料来源：万得，信达证券研发中心

总结中国轮胎行业的发展趋势，目前中国轮胎行业的主要趋势并不能用周期性来描述。主要的行业趋势是两极分化，大部分中小企业无力扭转下行趋势，最终将退出市场；而中国轮胎行业整体依托制造优势在未来取得乘用车轮胎需求结构变化的增量市场，以及中小企业退出市场让出的份额，都将被中国轮胎行业的少数几家龙头企业所占据。这是玲珑、赛轮等企业

未来几年的成长空间，其确定性是非常强的。前面分析到中国轮胎企业的龙头在全球的市占率仅有 2% 左右，未来经过行业供给侧改革的持续深化，五到十年的时间内，必将走出 2 至 3 家全球市占率 5% 至 10% 的企业。

## 七、赛轮轮胎产能分析

### 1、赛轮轮胎现有产能及规划

赛轮轮胎目前的产能主要分为国内产能和国外产能两大类。

**在国内**，赛轮拥有三大生产基地，分别为青岛、东营和沈阳。

青岛生产基地为赛轮产能最大、品种最为齐全的生产基地，分别拥有 270 万条/年全钢胎、1000 万条/年半钢胎和 6 万吨/年非公路胎（在建，预计 2020 年满产）。

东营生产基地主要生产半钢胎，分为两期，一期 1200 万条/年，二期 1500 万条/年，总共为 2700 万条/年半钢胎。

沈阳生产基地主要生产全钢胎，目前拥有 180 万条/年全钢胎，2020 年开始建设 300 万条/年全钢胎，预计建设时间 24 个月。

**在国外**，赛轮目前主要产能为越南，同时 2020 年开始，赛轮预计在墨西哥建设新的生产基地。

在越南，截止 2019 年底，赛轮拥有一期+二期共 1000 万条/年半钢胎、120 万条/年全钢胎和 5 万吨/年非公路胎。2020 年开始，与固铂合资（赛轮持有 65% 股权）建设的 240 万条/年全钢胎越南三期投产，同时通过技改，越南一期+二期新增 300 万条/年半钢胎产能。

**表 2 赛轮各区产能**

2019 年	工厂	产能	建设情况
青岛	青岛工厂全钢	270 万条/年	已投产
	青岛工厂半钢	1000 万条/年	已投产
	青岛工厂非公路轮胎	6 万吨/年	在建
东营	东营工厂半钢	2700 万条/年	已投产
沈阳	沈阳工厂全钢	180 万条/年	已投产
	沈阳工厂全钢	300 万条/年	在建
越南	越南工厂半钢	1000 万条/年	已投产
	越南工厂全钢	120 万条/年	已投产
	越南工厂非公路轮胎	5 万吨/年	已投产
	越南合资工厂全钢	240 万条/年	已投产

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 2、各基地产能利用率

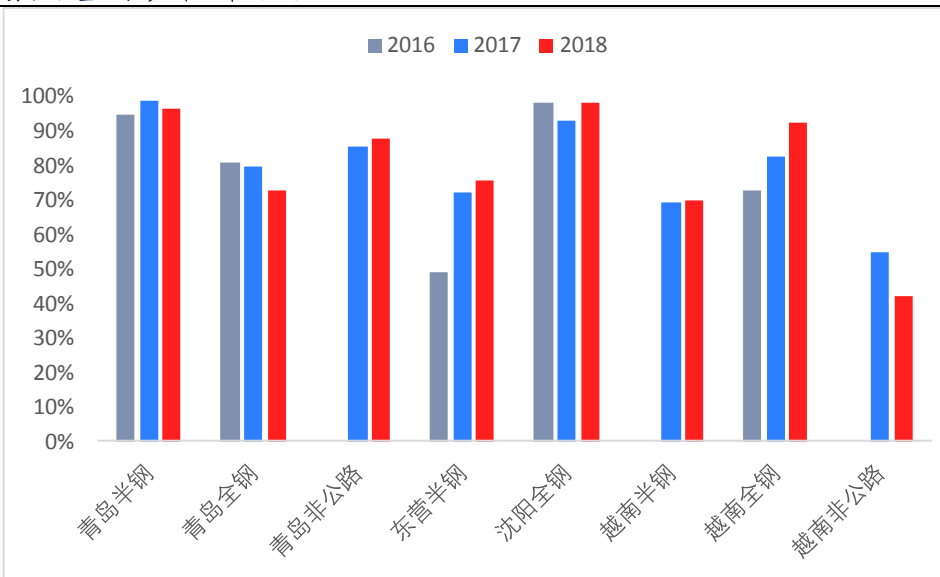
从过去三年（2016-2018）各基地、不同产品工厂的开工率来看，青岛和沈阳的工厂开工率较高，相对而言，东营工厂开工率较低，越南工厂在建设初期开工率较低，随着项目的推进，开工率逐渐提升。

而分轮胎品种来看，赛轮不同轮胎的开工率差异较为明显。全钢胎开工率 > 半钢胎和非公路胎。

全钢胎开工率显著高于半钢胎。青岛和沈阳的全钢胎开工率都接近 100%，而越南的全钢胎截止 2018 年开工率也提升至 92%。而青岛的半钢胎开工率在最高的 2016 年仅为 80%，且随着东营工厂的投产，开工率逐步下降，2018 年下降至 73%。而东营半钢胎在建设初期仅为 50%，截止 2018 年开工率提升至 75%，但仍显著低于全钢胎。

由于非公路胎整体产能较少，青岛的非公路胎建设时间较早，开工率维持在 80% 附近。而越南的非公路胎开工率不足 50%，后续有待进一步提高。

图 19 赛轮各基地共产开工率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3、赛轮的产能投资效率

赛轮轮胎虽然不是中国产能最大、收入最高的公司，但因其管理层特点（后文详述）是国内对轮胎技术和生产最专业的公司，其投资工厂在中国轮胎公司中最为经济。下表列出了近五年内中国轮胎企业扩产的基地、产品类型、产能和投资额。

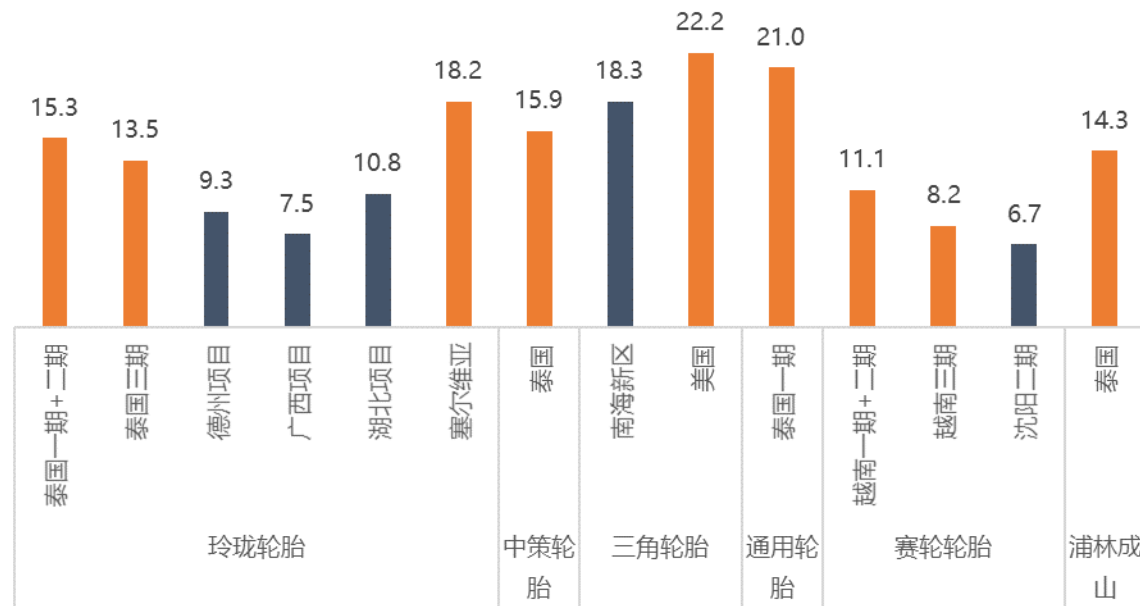
表 3 中国轮胎企业近年投资项目

公司	项目	产品	产能 (万条)	投资额 (亿元)
玲珑轮胎	泰国一期+二期	PCR	1200	49.00
		TBR	120	
	泰国三期	PCR	300	14.86
		TBR	60	
	德州项目	PCR	600	28.00
		TBR	200	
	广西项目	PCR	2000	40.00
		TBR	200	
	湖北项目	PCR	1200	54.00
		TBR	240	
		OTR	6	
	塞尔维亚	PCR	1200	69.30
		TBR	160	
		OTR	2	
中策轮胎	泰国	PCR	850	55.90
		TBR	210	
三角轮胎	南海新区	PCR	1000	67.00
		TBR	200	
	美国	PCR	500	40.60
		TBR	100	
通用轮胎	泰国一期	PCR	300	21.00
		TBR	50	
赛轮轮胎	越南一期+二期	PCR	1000	38.50
		TBR	120	
		OTR	6	
	越南三期	TBR	240	19.60
	沈阳二期	TBR	300	20.00
浦林成山	泰国	PCR	400	21.00
		TBR	80	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

我们将 PCR 和 OTR 都统一折算成 TBR，这也是轮胎行业内的常见算法。我们把 PCR 产能除以 6 换算成 TBR 产能，无论从材料用量、单价、设备投资额都是比较接近这个比例的。同理，我们把 OTR 产能乘以 10 换算成 TBR 产能。换算成统一的 TBR 产能后，再用项目总投资额和产能数算出“百万条 TBR 投资额”，就可以直观的观察了。见下图：

图 20 中国轮胎企业百万条 TBR 产能投资额（亿元）



资料来源：信达证券研发中心

可以看出各家企业的单位产能投资强度的差别还是比较大的，当然这里面因素可能很多，比如土地成本不同、产品结构不同或者“智能”程度不同。智能工厂的兴起，也就是自动化程度的不断提高，会增加设备投资的数量，导致单位投资额增大。这时各家企业的决策就不同了，追求极致的自动化率，甚至黑灯工厂，那么投资就高；如果仅在关键工序追求自动化，非产品质量相关的工序降低自动化要求，则投资就可以节省。当然这里面也要权衡各地不同的人力成本水平。我们可以看出无论是国内项目还是海外项目，赛轮轮胎的单位投资额是最为节省的。

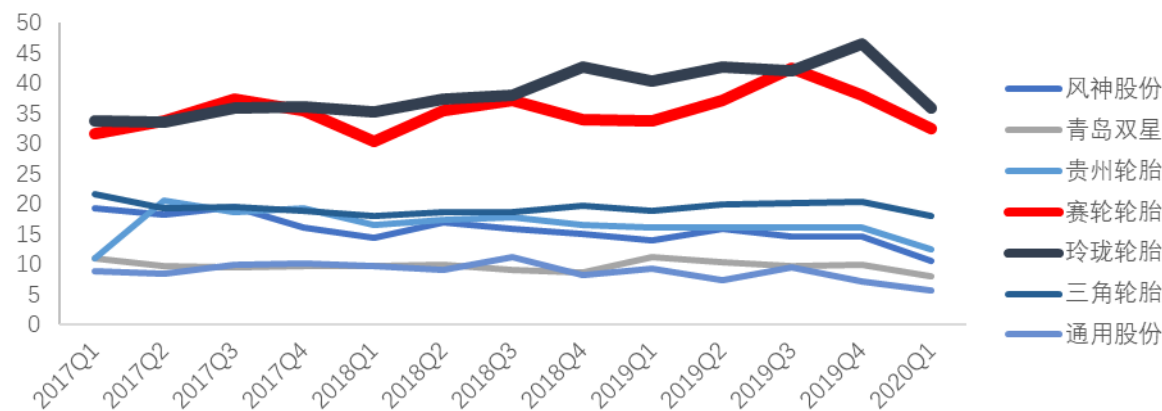
#### 4、国内同业业绩对比

轮胎板块中大部分公司的盈利在近 3 年中持续小幅改善，两家龙头企业盈利快速提高。过去 3 年中，扣非后的归母净利润年复合增长率，赛轮是 214%，玲珑是 25%。在过去几年中赛轮和玲珑没有进行大规模的并购和资产重组，增长主要来自于主



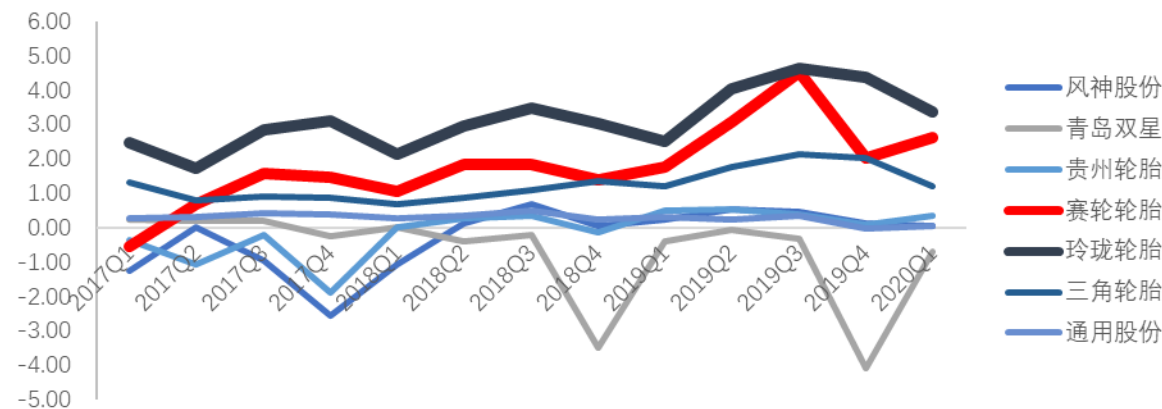
营业务的内生增长。从最新 2020 年一季度来看，赛轮与玲珑两家龙头企业在营收和归母净利润上都几乎一致。显著高于 A 股上市的其他轮胎企业。

图 21 A 股轮胎上市公司近三年单季营业收入（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22 A 股轮胎上市公司近三年单季扣非归母净利润（亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

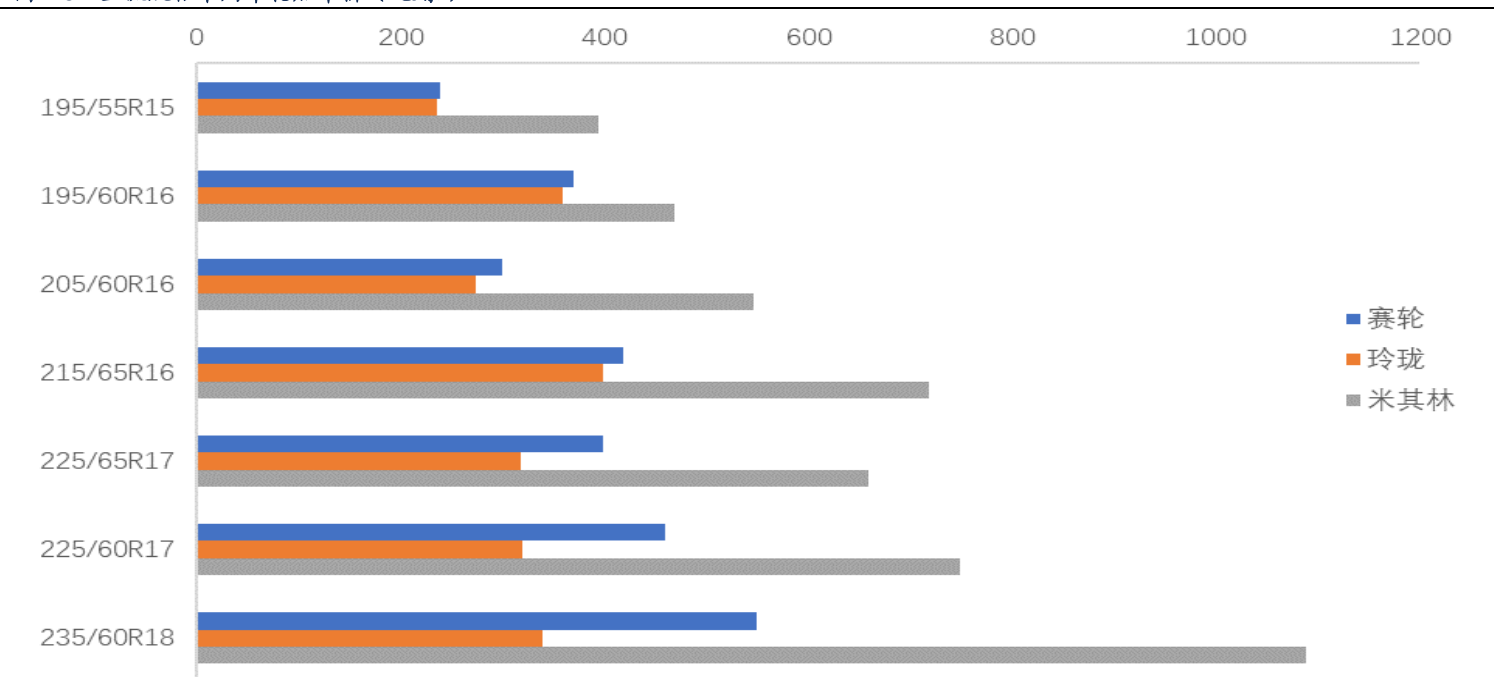
从营收增速来看，赛轮、玲珑和三角三家企业领先于其他企业。且 2018 年以来，增速加快。

## 5、产品对比

轮胎是一种终端消费品，消费者接受的终端市场价格是产品定位、层次的最好风向标。我们从京东、途虎养车网摘取赛轮、玲珑、米其林同规格的乘用车轮胎产品（主流规格，各家产品在网站评价数量均在 1 万条以上的产品），进行比价。

发现从产品单价看我国轮胎产品尚与米其林有较大差距，并不明显构成竞品关系，主要还是定位不同，针对不同偏好的客户群体。而赛轮和玲珑之间对比，价差并不明显，处于同一层次。玲珑的产品规格更加丰富，在 195mm 胎面宽以下尚有多个规格；赛轮在大尺寸规格的价格优势更明显，并且在胎面宽 235mm 以上还有几个规格的产品在售。

图 23 主流规格乘用车轮胎单价（元/条）



资料来源：京东，途虎，信达证券研发中心

## 八、赛轮轮胎估值水平被低估

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。

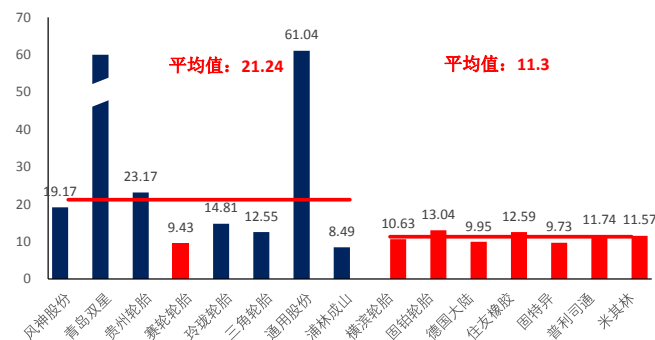
以 2020 年 4 月 30 日收盘价计算，米其林、固特异、普利司通、德国大陆、日本住友、固铂、横滨 7 家公司的平均市盈率为 11.3，赛轮轮胎市盈率为 9.43。

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。

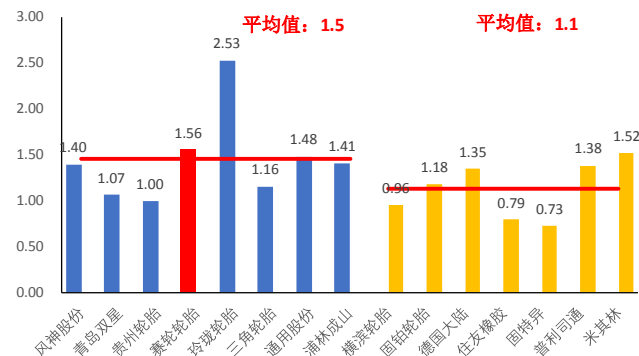
7 家国际公司的平均 EV/EBITDA 倍数是 5.0，赛轮轮胎 EV/EBITDA 倍数为 6.62。

图 24 轮胎上市公司 PE

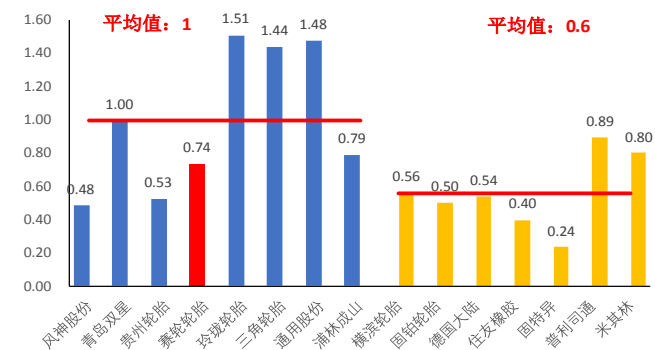


资料来源：万得，信达证券研发中心

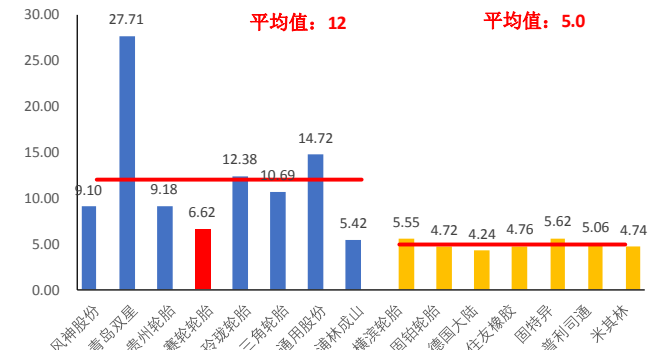
图 25 轮胎上市公司 PB



资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 26 轮胎上市公司 PS**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 27 轮胎上市公司 EV/EBITDA**


资料来源：万得，信达证券研发中心

## 九、赛轮股权和治理结构

赛轮轮胎的产品层次、业务规模、盈利能力、成长性都与另一行业龙头玲珑轮胎类似，但是估值水平明显低于玲珑轮胎，甚至也低于其余轮胎上市公司。赛轮轮胎与可比公司的一大不同点在于股权结构。

赛轮轮胎名义股权结构比较分散，前 10 大股东持有公司 48% 股权，第一大股东新华联持有公司近 15% 股权，但新华联并不是公司控股股东。

**表 4 赛轮前十大股东**

排名	股东名称	占股本比例(%)
1	新华联控股有限公司	13.98
2	杜玉岱	9.54
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	4.3
4	延万华	4.27
5	青岛煜明投资中心(有限合伙)	2.87
6	袁仲雪	2.63
7	黄山海慧科技投资有限公司	2.32
8	泰康人寿保险有限责任公司-传统-普通保险产品-019L-CT001 沪	1.5
9	招商银行股份有限公司-东方红睿丰灵活配置混合型证券投资基金(LOF)	1.41
10	泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002 沪	1.09

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

新华联控股在 2017 年通过定增和二级市场买入方式成为赛轮轮胎单一第一大股东。

新华联控股创立于 1990 年 10 月，历经 29 年的持续快速发展，已成为涵盖化工、矿业、文旅地产、新能源、投资、金融、陶瓷、酒业等多个产业的大型现代企业集团，2018 年企业总资产超过 1300 亿元。目前，集团拥有全资、控股、参股企业 100 余家，其中包括 12 家控股、参股上市公司，拥有“新华联文旅”“东岳制冷剂”“金六福酒”“华联陶瓷”“新华联喜阳阳”“香格里拉·藏秘”“红官窑”等 10 余个知名品牌。新华联控股实控人傅军，1957 年 10 月生，湖南醴陵人，中共党员，研究生学历。现任中国民间商会副会长、新华联集团董事局主席兼总裁。政协第十三届全国委员会委员、社会和法制委员会委员，第十届全国工商联副主席。

新华联控股入股后在 9 人董事会中拥有 1 个董事席位，新华联在公司管理层中派驻了 1 位副总裁。

在近两年的宏观经济去杠杆进程中，新华联控股以地产为主业同时多元股权投资的模式遇到调整，流动性逐渐紧张，进入处置资产周期。2020 年 1 月辽宁成大公告三股东新华联控股将全部 5%股权转让。2020 年 2 月赛轮轮胎公告新华联控股拟通过集中竞价方式减持不超过 2%股权。2020 年 3 月赛轮轮胎公告新华联所持全部赛轮股权被浦发银行申请司法冻结。

公司 2019 年底公告显示，杜玉岱直接持有加上受委托管理的股权占公司总股本的 24%，为公司的实控人。而公司的真正带头人是目前公司董事长兼总裁袁仲雪。

袁仲雪，1955 年出生，中国国籍，无境外居留权，硕士学位，工程技术应用研究员，享受国务院政府特殊津贴，是国内最顶级的轮胎制造技术专家。

- 2000 年获青岛市优秀民营科技企业家称号；
- 2001 年被授予山东省十佳高新技术企业、青岛市贡献突出人才；
- 2003 年被评为青岛市专业技术拔尖人才；
- 2005 年获得全国化工优秀科技工作者称号和山东省软件企业领军人物；
- 2006 年被评为青岛市劳动模范
- 2012 年 12 月 10 日当选中华全国工商业联合会第十一届执行委员会常委；
- 2013 年当选第十二届全国人大代表。

袁仲雪领衔开发的高新技术产品小料自动配料称量系统、轮胎企业管控网络系统、轮胎动平衡试验机等，分别被列入国家重点新产品计划、重点国家级火炬计划、青岛市重点技术创新计划等，并获得山东省科技进步一、二等奖各 1 项、山东省计算

机应用优秀成果二等奖 2 项、青岛市科技进步一等奖 1 项。

目前袁仲雪除担任赛轮轮胎董事长、总裁职务外，还兼任国家橡胶与轮胎工程技术研究中心常务副主任，中国橡胶工业协会高级副会长，轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室副主任，山东省橡胶工业协会专家委员会主任委员。

公司第一大股东、实控人、董事长公司带头人错位，制约了资本市场对公司的估值水平。

2020 年 4 月 15 日公司公告了《2020 年非公开发行股票预案》。

本次发行前杜玉岱为公司实际控制人，合计控制公司 24.18%股份。本次发行后，袁仲雪与杜玉岱将解除一致行动关系；袁嵩等 11 名股东将与杜玉岱解除股份委托管理关系。因此，本次发行后，杜玉岱控制公司的股份比例将下降至 9.69%，不再对公司实施控制。

本次发行前公司总股本为 2,700,260,678 股，本次非公开发行股份数量不超过 800,000,000 股。

本次发行，公司董事长、总裁袁仲雪认购 20,000,000 股，通过其控制的瑞元鼎实认购 384,000,000 股。本次发行前，袁仲雪直接及通过瑞元鼎实持有公司股份 95,998,681 股，其配偶杨德华持有公司股份 4,007,969 股，其子袁嵩持有公司股份 26,977,228 股。同时根据《上市公司股权激励管理办法》，本次发行后袁仲雪及袁嵩将不再符合股权激励对象的条件，公司将回购注销袁仲雪和袁嵩届时尚未解除限售的限制性股票，目前袁仲雪和袁嵩尚未解除限售的限制性股票为 42,477,228 股。假设未来公司回购注销袁仲雪和袁嵩限制性股票的数量为 42,477,228 股，则本次发行后袁仲雪合计控制公司股份 488,506,650 股，占公司总股本的比例为 14.13%，为实际拥有公司表决权最高的股东。

本次非公开发行已经公司第五届董事会第三次会议审议通过，尚需提交公司股东大会审议。若股东大会审议通过，本次发行还需中国证监会核准。

若此次非公开发行股票成功，公司的第一大股东、实控人、董事长合一，有利于公司治理结构的稳定和公司业务发展长期战略的实施，降低潜在风险。公司的估值水平将逐步修复，与可比公司估值水平看齐。

## 十、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。越南合资工厂的 240 万条/年全钢胎在 2020 年建成达产。2019 年，青岛工厂全钢胎实际达产产能增加 10 万条/年，青岛工厂非公路轮胎实际达产产能增加 0.6 万吨/年，沈阳

工厂全钢实际达产产能增加 10 万条/年，越南工厂全钢增加 20 万条/年。

**表 5 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	270 万条/年	97.40%	-	-
青岛工厂半钢	1,000 万条/年	1,000 万条/年	79.10%	-	-
青岛工厂非公路轮胎	6 万吨/年	3.5 万吨/年	80.30%	在建中，截至 2019 年末累计投入 885,662 万元。	2021 年
东营工厂半钢	2700 万条/年	2,000 万条/年	79%	二期在建中，截至 2019 年末二期产能为 800 万条。累计投入 96,384.59 万元	2020 年
沈阳工厂全钢	180 万条/年	190 万条/年	100%	-	-
越南工厂半钢	1,000 万条/年	1,000 万条/年	94.70%	-	-
越南工厂全钢	120 万条/年	140 万条/年	97.10%	-	-
越南工厂非公路轮胎	5 万吨/年	3.5 万吨/年	54.10%	在建中，截至 2019 年末累计投入 3,961.19 万美元。	2020 年
ACTR 全钢胎	240 万条/年			在建中，截至 2019 年末累计投入 17,963 万美元。	2020 年

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

2019 年，公司归母净利润 11.95 亿元，其中赛轮（越南）有限公司贡献了 9.5 亿元净利润，海外工厂已成为公司利润的最大来源。

**表 6 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	377,534.58	4,818.17	4,486.91
赛轮（沈阳）轮胎有限公司	轮胎生产经营	672,789.45	27,235.04	21,640.35
赛轮（越南）有限公司	轮胎生产经营	386,794.12	100,323.15	95,234.14
赛轮（东营）轮胎股份有限公司	轮胎生产经营	1,057,041.83	28,649.45	23,860.21

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。
- (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。
- (6) 不考虑公开发行影响

**表 7 公司产能预测**

	产能	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
青岛	TBR (万条)	260	260	270	270	270	270
青岛	PCR (万条)	1000	1000	1000	1000	1000	1000
青岛	OTR (万吨)	1.9	2.9	3.5	6	6	6
东营	PCR (万条)	2000	2000	2000	2000	2000	2000
沈阳	TBR (万条)	180	180	190	190	190	190
沈阳 (智能)	TBR(万条)					300	300
越南	TBR (万条)	80	120	140	140	140	140
	PCR (万条)	1000	1000	1000	1300	1300	1300
	OTR (万吨)	1.3	3.5	3.5	5	5	5
越南合资	TBR (万条)				240	240	240

资料来源：信达证券研发中心

**表 8 公司产能开工率预测**

	开工率	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
青岛	TBR (万条)	98.85%	96.37%	97.40%	97.00%	100.00%	100.00%
青岛	PCR (万条)	79.85%	73.06%	79.10%	80.00%	85.00%	90.00%
青岛	OTR (万吨)	85.35%	87.81%	80.30%	85.00%	90.00%	90.00%
东营	PCR (万条)	72.38%	75.56%	79.00%	80.00%	85.00%	90.00%
沈阳	TBR (万条)	93.38%	98.29%	100.00%	95.00%	100.00%	100.00%

沈阳（智能）	TBR(万条)					30%	40%
越南	TBR（万条）	69.55%	69.88%	97.10%	97.00%	97.00%	97.00%
	PCR（万条）	82.88%	92.56%	94.70%	94.00%	94.00%	95.00%
	OTR（万吨）	54.83%	41.89%	54.10%	50.00%	60.00%	70%
越南合资	TBR（万条）				40.00%	95.00%	95.00%

资料来源：信达证券研发中心

表 9 主要业务毛利率预测（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
轮胎产品	18.73	22.7	28.74	27.40	29.33	28.88
轮胎贸易	8.79	2.87	0.15	0.15	0.15	0.15
循环利用	21.04	7.07	(11.07)	5.68	5.68	5.68
其他业务	10.47	10.94	10.80	10.80	10.80	10.80

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 2020-2022 年营业收入分别达到 170.84、190.66、228.07 亿元，同比增长 12.94%、11.06%、19.62%，归属母公司股东的净利润分别为 14.29、17.58、21.41 亿元，同比增长 19.55%、23.05%、22.60%，2020-2022 年摊薄 EPS 分别达到 0.53 元，0.65 元和 0.79 元，对应 2020 年 4 月 30 日收盘价（4.48 元/股）的动态 PE 分别为 8 倍、7 倍和 6 倍。

### 3、公司估值及评级

延用上述盈利假设，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 8.38 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 10 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	20E	21E			
2	601058.SH	赛轮轮胎	120.9717	9	8*	7*	1.64	1.28	6.25
1	601966.SH	玲珑轮胎	259.9234	15	14	12	2.32	2.07	10.19
3	601163.SH	三角轮胎	107.3600	13	12	12	1.05	1.50	7.07
4	600182.SH	S 佳通	43.8260	55			4.45	1.99	12.68
5	601500.SH	通用股份	50.3311	61	27	15	1.39	2.36	19.27

6	000599.SZ	青岛双星	31.4831	(9)	0.94	1.95	109.73
7	000589.SZ	贵州轮胎	31.1857	23	0.82	1.03	7.00
8	600469.SH	风神股份	26.4897	19	1.25	0.88	5.82

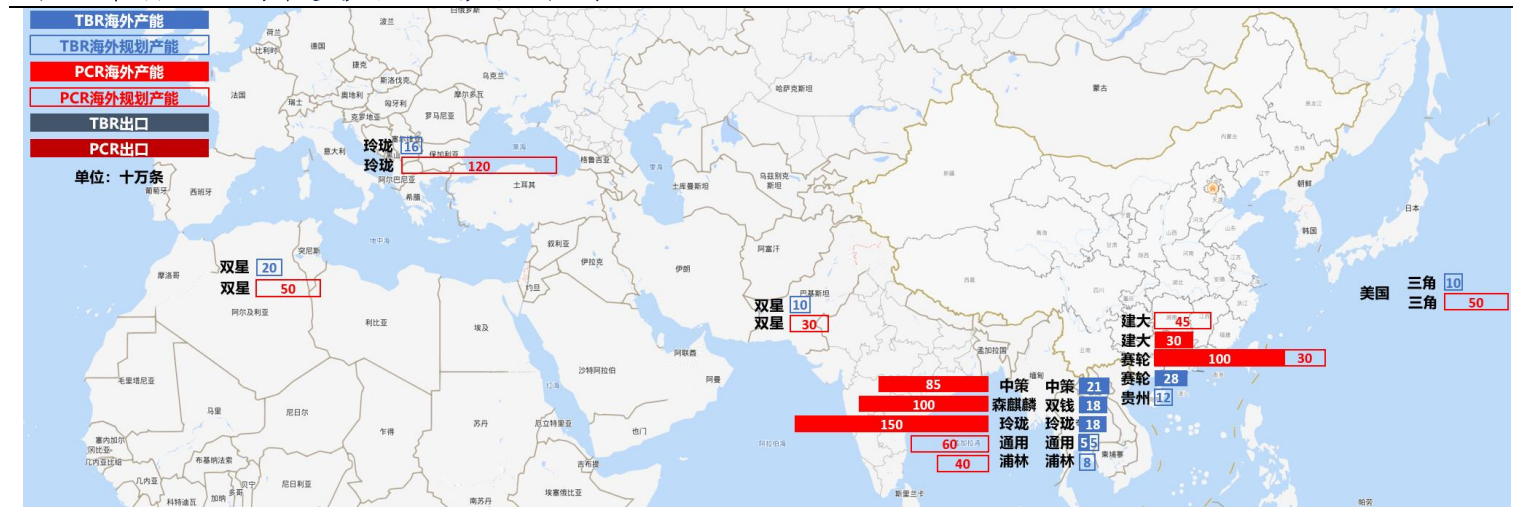
资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为2020年4月30日收盘价，除赛轮轮胎外，可比公司未来两年EPS取Wind一致预测，排名为市值

## 十一、风险因素

### 1、中国轮胎海外产能增速过快导致利润率降低的风险。

中国轮胎企业目前在东南亚建成全钢胎约900万，规划中还有760万；建成半钢胎约4380万，规划中还有近4250万。从过往的第一批出海者经验看，第一次出海和第一次去一个新目的地国，项目建设到实现产能释放往往需要四到五年的时间，而已经出海者在现有产能上扩建则进度快得多。因此，我们估计中国轮胎企业在目前的海外产能基础上翻倍需要至少五年的时间。

图 28 中国轮胎企业海外建成产能及规划产能（十万条）



资料来源：信达证券研发中心

2018 年从我国本土出口的全钢胎大约还有 9100 万条，半钢胎有 2.1 亿条。其中出口美国的情况，中国本土出口美国的半钢胎巅峰时每年接近每年 6000 万条，全钢胎超过 1700 万条。虽然近两年随着税负的提高，出口量快速下降，一部分被中国海外产能代替，一部分是被更高档次的国际品牌轮胎代替（中国轮胎加税后失去性价比）。但是这两个峰值时的数字代表着美

国市场对中国高性价比类型轮胎的需求。也是中国轮胎企业出海首先要夺回的市场。欧洲市场，2018 年底开始，欧盟对中国全钢胎加收每条轮胎 62 欧元的固定税后，中国本土出口欧洲的全钢胎数量也在快速萎缩，而欧洲原本对中国全钢胎的需求也有每年大约 1000 万条的规模。

可以发现，目前虽然中国轮胎企业在海外的产能盈利效应明显，也引发了跟风的海外产能规划，但即便如此，有海外规划的中国轮胎企业数量已经比国内巅峰期的轮胎企业数量下降了两个数量级。我们判断目前中国轮胎企业出海的进程还远未饱和，目前海外工厂的红利期在中期内仍可持续。

## 2、东南亚工厂遭遇新的贸易制裁的风险

赛轮轮胎目前超过一半的利润来自海外工厂，受益于欧美等主要市场对中国轮胎的贸易壁垒。

如果对中国轮胎的贸易限制政策取消，中国本土仍是最低成本的制造基地，轮胎顺畅出口的话，海外工厂盈利水平则会大幅下降。但是这个风险是非常低的，对中国轮胎出口的贸易壁垒政策由来已久，并非近两年的中美贸易摩擦引起，也没有谈判议和的动作。对中国轮胎出口松绑是非常小概率事件。

真正的贸易政策变化风险来自于是否会出现对海外工厂征税的情况。

全球轮胎行业在东南亚布局工厂由来已久，米其林、普利司通、固特异在泰国都设有工厂，并且已经有较长历史。并未引来主要市场的贸易制裁。中国轮胎行业在近十年开始在东南亚布局，但绝对数量跟中国本土比还远称不上大量聚集。

中国轮胎行业目前的东南亚布局大部分设厂在泰国，越南产能体量较小。从地缘政治的角度看，中美贸易战背景下，越南走到美国对立面的概率较小。

当然，最好的规避风险办法就是中国轮胎企业尽快实现多地国际化布局，不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里。

## 3、新冠肺炎疫情影响轮胎需求的风险

我国的新冠肺炎疫情已经得到了很好的控制，生产生活正在逐步恢复正常。但是中国以外全球范围内还有很多国家和地区疫情尚处于较为严峻的状态。赛轮轮胎超过七成的收入来自海外市场，尤其是北美市场。因此海外疫情的持续长度和深度都可能对今年赛轮轮胎收入构成影响。

4 月 24 日美国轮胎制造商协会（USTMA）公布了对新冠肺炎疫情影响下 2020 年全美轮胎出货量的预测值。

表 11 USTMA 预测 2020 年美国轮胎市场出货量（百万条）

		2019 年实际	2020 年预测	同比%	变动数量
原配市场	乘用车	46.3	35	-24.3	-11.2
	轻卡	5.9	4.8	-18.4	-1.1
	卡车	6.5	4.5	-30.7	-2
替换市场	乘用车	222.6	184.4	-17.2	-38.2
	轻卡	32.5	27.3	-16	-5.2
	卡车	18.9	17.6	-7.3	-1.4
总出货量		332.7	273.6	-17.8	-59.1

资料来源：USTMA，信达证券研发中心

可以看出，替换轮胎市场的所受影响小于原配轮胎市场。替换市场中的乘用车轮胎全年预计出货量下滑 17.2%，卡车轮胎仅下滑 7.3%。而原配轮胎市场中的乘用车轮胎预计下滑 24.3%，卡车轮胎下滑 30.7%。与以前的经济危机年份相比，没有什么意外。原配轮胎市场对应的是汽车新车销售，而危机的出现会让消费者降低这种大额耐用消费品的购买欲望。而替换轮胎市场对应的是存量车的交通出行、运输需求，生活还要继续，这部分的弹性并不太大。并且，还可以看出卡车轮胎的替换市场下滑幅度最小，仅 7.3%，

美国轮胎制造商协会由分布在美国 17 个州运营着 58 家轮胎工厂的 13 个轮胎会员企业组成，会员们年销售额 270 亿美元（全球轮胎市场的六分之一），会员包括：普利司通、大陆、固铂、佳通、固特异、韩泰、锦湖、米其林、诺基亚、倍耐力、住友、东洋、横滨。以往的数据表明 USTMA 的预测具有相当高的专业性和准确性。

目前中国轮胎企业的产品，无论是国内工厂输美，还是海外工厂输美，都是销售于美国的替换市场。从预测的疫情影响 2020 年下滑幅度来看，海外市场今年存在风险和确定性，但也不用过于悲观。

#### 4、天然橡胶价格波动的风险

##### （1）天然橡胶简介

天然橡胶具备优良的综合性能，具有高弹性、高强度、高伸长率，耐磨、耐撕裂、耐冲击、耐油、耐酸碱、耐腐蚀，以及良好的绝缘性、密封性、柔韧性和黏合性，被广泛运用到工业、农业、国防、交通、医疗卫生等各个领域。目前有超过 5 万种



工业制品以天然橡胶为原料或与其相关，其最主要的应用领域是轮胎制造。天然橡胶与石油、煤炭、钢铁并称为四大工业原料，天然橡胶消费量成为一国工业化水平的重要标志。自上世纪 50 年代起，我国在海南、云南西双版纳等北纬 18—24 度地区逐步建立了天然橡胶种植基地。但受自然条件限制，我国宜胶地区面积非常有限，我国政府一直从保障国家战略资源安全的角度，以多种产业支持政策来推动天然橡胶行业的发展。本世纪以来，我国已成为世界最大的天然橡胶消费国和进口国。

通常我们所说的天然橡胶，是指从橡胶树上采集的天然胶乳，经过凝固、干燥等加工工序而制成的弹性固状物。天然橡胶是一种以聚异戊二烯为主要成分的天然高分子化合物，分子式是  $(C_5H_8)_n$ ，其橡胶烃（聚异戊二烯）含量在 90% 以上，还含有少量的蛋白质、脂肪酸、糖分及灰分等。

### 天然橡胶的物理特性

天然橡胶在常温下具有较高的弹性，稍带塑性，具有非常好的机械强度，滞后损失小，在多次变形时生热低，因此其耐屈挠性也很好，并且因为是非极性橡胶，所以电绝缘性能良好。

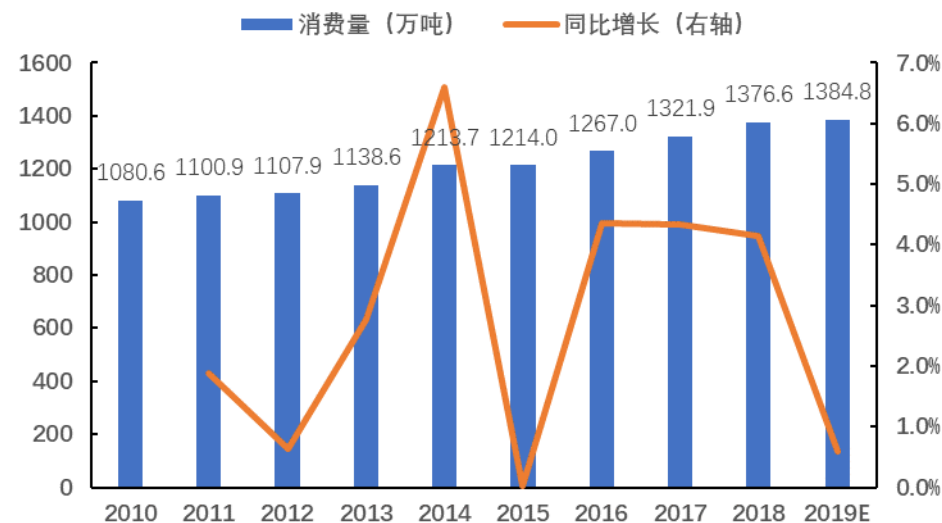
### 天然橡胶的化学特性

因为有不饱和双键，所以天然橡胶是一种化学反应能力较强的物质，光、热、臭氧、辐射、屈挠变形和铜、锰等金属都能促进橡胶的老化，不耐老化是天然橡胶的致命弱点，但是，添加了防老剂的天然橡胶，有时在阳光下曝晒两个月依然看不出多大变化，在仓库内贮存三年后仍可以照常使用。天然橡胶有较好的耐碱性能，但不耐浓强酸。由于天然橡胶是非极性橡胶，只能耐一些极性溶剂，而在非极性溶剂中则溶胀，因此，其耐油性和耐溶剂性很差，一般说来，烃、卤代烃、二硫化碳、醚、高级酮和高级脂肪酸对天然橡胶均有溶解作用，其溶解度受塑炼程度的影响，低级酮、低级酯及醇类对天然橡胶则是非溶剂。

## （2）天然橡胶的需求

天然橡胶产业是国民经济的基础产业，其需求非常广泛，与宏观经济密切相关，特别是随着新兴市场汽车工业的迅速发展，为天然橡胶的需求创造了广泛的空间。自上世纪 60 年代到 2008 年，全球天然橡胶的消费平均年增长率保持在 3.1% 以上，从 1960 年的 200 多万吨消费量发展到 2008 年的 1107 万吨。但由于受 2008 年下半年至 2009 年全球金融危机影响，2009 年全球天然橡胶消费 939 万吨，同比下降 7.67%。随着全球经济的缓慢复苏，2010 年天然橡胶消费量同比增长至 1081 万吨。我们预计 2019 年天然橡胶消费量将达到 1385 万吨，经济危机后 2010 年至 2019 年这 9 年间，天然橡胶需求增速放缓到年复合增长率 2.8%。

图 29 全球天然橡胶消费量（万吨）及增长情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

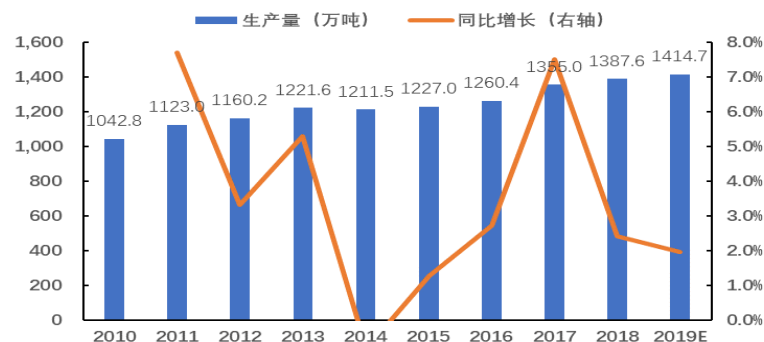
按地区来统计天然橡胶消费，亚太地区消费占全球的 74%，美洲地区占 13%，欧洲、中东、非洲合计占 13%。亚太地区，特别是中国，因是制造业集中地区，是天然橡胶最大的需求市场。如果按下游需求行业来划分，全球轮胎行业消费了天然橡胶的 70%，是最重要的下游行业，非轮胎橡胶制品行业消费了 30%。

### （3）天然橡胶的供应

天然橡胶对地理环境、土壤、气候、湿度等自然条件的要求较严格，宜胶区域主要集中在东南亚地区，种植面积约占世界的 90%。生产国主要有印度尼西亚、泰国、马来西亚、印度、中国、越南和斯里兰卡。其中，泰国、印尼、马来西亚三国合计总产量近年来在全球天然橡胶产量中的比例一直保持在 70% 以上。传统理论认为，天然橡胶无法在北纬 15 度以北地区生长。此外，橡胶树作为长期作物，一般在定植 6-9 年后才可开割。因此，天然橡胶的供给增长速度较难以快速提高，受自身和自然条件的限制，全球的天然橡胶种植面积从 1961 年至 2018 年平均每年增长 3.4% 左右，产量从 1961 年的约 210 万吨达到 2018 年的 1388 万吨。



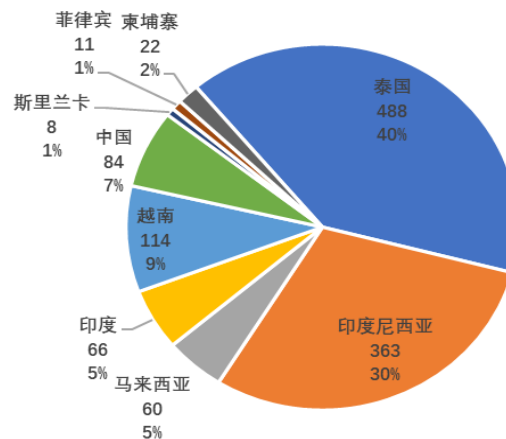
图 30 全球天然橡胶产量（万吨）及增长情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

天然橡胶生产国协会(ANRPC: Association of Natural Rubber Producing countries)现在有 11 个成员国, 按国家名称英文首字母排列, 它们分别是柬埔寨、中国、印度、印度尼西亚、马来西亚、巴布亚新几内亚、菲律宾、新加坡、斯里兰卡、泰国和越南。

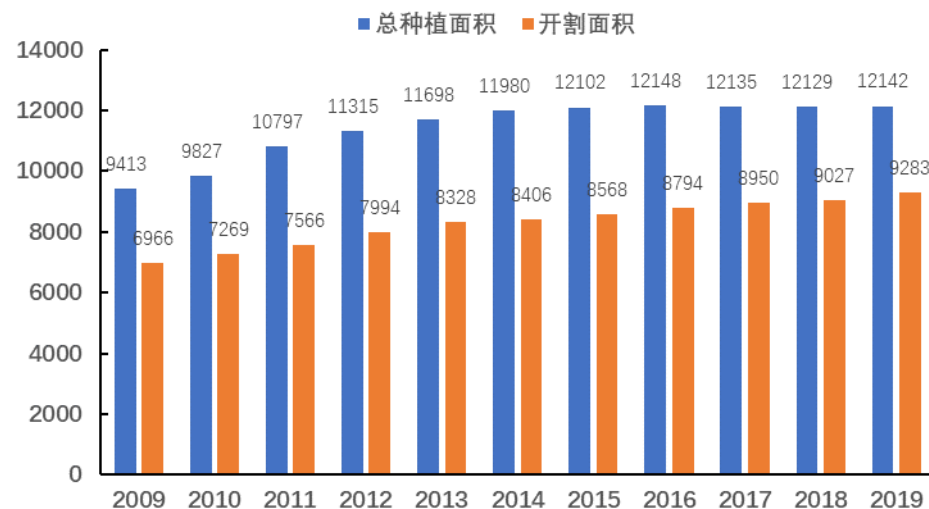
图 31 ANRPC 中 9 国 2018 年天然橡胶产量（万吨）及占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

剔除巴布亚新几内亚和新加坡，我们统计 9 个天然橡胶主产国，2019 年的天然橡胶总种植面积是 1214 万公顷。由于橡胶树有 6 到 9 年的成熟期，所以开割面积一直在总种植面积的四分之三左右。2019 年，9 国的总开割面积是 928 万公顷，2010 年至 2019 年间总开割面积的年复合增长率是 2.8%，基本等于同期的天然橡胶需求增速。

图 32 亚洲 9 国天然橡胶总种植面积及开割面积（千公顷）



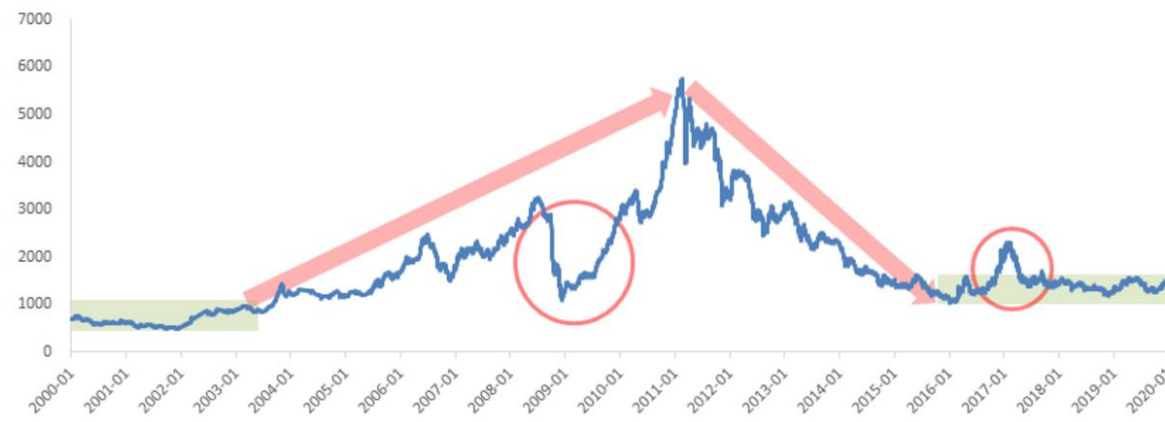
资料来源：Wind，信达证券研发中心

#### （4）天然橡胶历史价格

天然橡胶的价格受供需和金融市场的影 响，但从长期来看，价格的基础仍是供需关系。需求方面受全球经济周期影响，但由于存量汽车的替换轮胎市场是天然橡胶最大的需求市场，因此需求弹性并不很大。在供应方面，橡胶价格影响种胶国家、企业、胶农的种植积极性和割胶积极性，而种植增加供应因为胶树需要 6 至 9 年的成熟期而存在滞后性。

天然橡胶是轮胎生产的重要原材料，天然橡胶价格的波动影响轮胎企业盈利。2016 年底至 2017 年中天然橡胶价格就出现过大幅的动荡，对当年的轮胎行业盈利产生较大负面影响。

图 33 马来西亚 SMR20 橡胶期货结算价（美元/吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

观察近 20 年天然橡胶的价格，主要的波动趋势就是出现了一波供需关系驱动的涨跌周期，以及 2008 年和 2017 年在趋势中出现两个噪点：

- 1995 年至 2002 年保持相对平稳，缓慢下行，是一个高点后的漫长下跌和平稳周期；
- 2002 年中国加入 WTO 元年，也是中国汽车产销量井喷元年，轮胎需求激增，天然橡胶的供需平衡被打破，需求增长，价格开始缓慢上行；
- 2005 年以后开始加速上行。价格的上涨，刺激了东南亚等主要产胶国种植橡胶，但橡胶树的成熟期需要 6-9 年，供不应求的情况下，天然橡胶价格急速上行；
- 2008 年的经济危机造成需求骤降，价格骤降。
- 2009 年起我国的经济刺激，带动房地产和基础设施建设，快速提振了运输需求，刺激轮胎生产，导致橡胶价格的快速上行，创了 5000 美元/吨的高点。
- 2011 年后，我国的经济刺激过后，经济增速放缓，导致天然橡胶需求增速下降，加上 2005 年后开始种植的橡胶树逐年进入成熟期，供求关系开始反转，天然橡胶价格开始一路下行。
- 2014 年底至 2016 年上半年，在 1500 美元/吨上下震荡，由于受生产和生活成本制约，胶农开始放弃割胶，天然橡胶价格开始逐渐企稳。

- 2015 年各类大宗商品在悲观的全球经济预期下超跌，2016 年下半年开始反弹，天然橡胶价格也快速反弹。虽然距离 5000 美元的历史高点尚远，但从底部反弹到 2017 年 2 月 2500 美元/吨见顶，斜率也是惊人。其后又用半年时间跌回底部，至今仍在底部震荡。长期的供需趋势未变，这次短起脉冲具有一定的特殊性和偶然性，原因归纳起来有 5 点：
  - 2016 年 9 月出台严格的限制超载新政后，导致国内重卡销量井喷。
  - 经历了几年的连续下跌后，各种化工品周期都在 2016 年下半年发生逆转，轮胎替换市场几年一直维持低库存，此时有涨价预期出现连续补库存。
  - 美国对中国卡客车轮胎发起双反调查，美国经销商加速备货。
  - 丁二烯去产能，供应紧缺，2016 年下半年至 2017 年初价格上涨超过 300%，导致合成橡胶涨价。轮胎企业更改配方，以天然橡胶代替合成橡胶。
  - 共享单车短时间窗口内井喷式爆发，突增橡胶需求。

#### （5）天然橡胶未来价格预判

##### 需求端：下游需求增长趋势停滞

虽然全球贸易摩擦增多，但总体经济形势仍保持增长，全球商用车销量也保持增长。但乘用车销量却出现不同走势，由于共享经济的快速发展，全球乘用车销量 2017 年见顶，2018、2019 两年连续微弱下滑。轮胎市场分为新车的配套市场和存量车的替换市场，乘用车新车销售的拐点，无疑对轮胎需求出现负面影响。事实上，近几年全球轮胎销售额已经呈小幅波动状态，增长时速，2017 年全球轮胎销售额 1657 亿美元，2018 年 1686 亿美元。轮胎是全球天然橡胶占比超过 70% 的下游应用，轮胎需求的增长乏力，使得天然橡胶未来几年的需求量在目前基础上难有亮眼的增长点。

##### 供应端：

##### A、主动去产能未现：

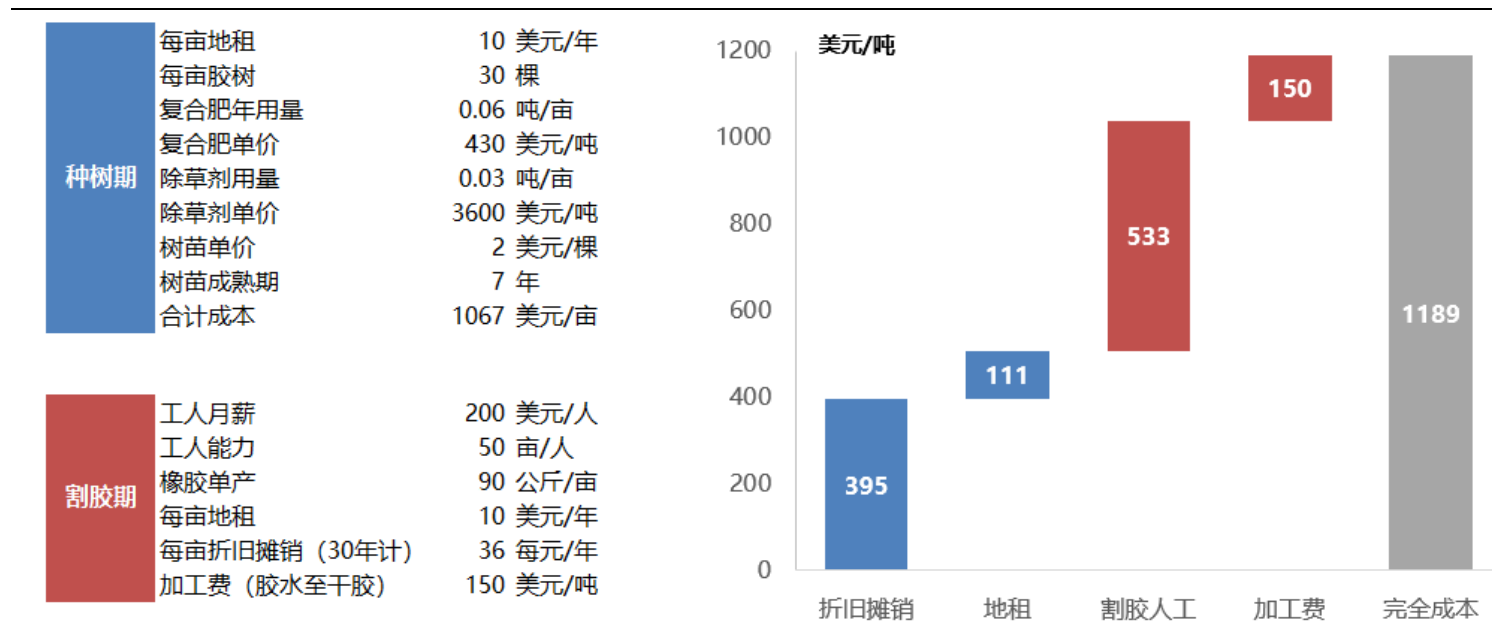
我们先分析一下天然橡胶种植、收割到加工的成本构成。橡胶园每亩地可以种植胶树 30 棵，每棵树苗的采购成本约 2 美元，从种植到开始割胶需要 7 年的时间。这 7 年间需要施复合肥和除草剂，具体数量见下表。另外就是土地成本，其实大部分橡胶园历史上都是开荒得来，并没有土地成本。当然现有橡胶园存在转让交易，所以相当于持有橡胶园有一定的机会成本。因

此，精确的地租价格难以得到。我国的海南橡胶向海垦集团租用橡胶园，年租金约为 10 美元/亩。我们暂用这个地租水平来进行下面的分析。综合算下来 7 年的种植成本为 1067 美元/亩。

到了割胶期，由于正常橡胶树的割胶寿命为 35 至 40 年，我们采用 30 年为期限线性折旧摊销种植成本。天然橡胶的主要成分是聚异戊二烯，构成元素是碳氢氧，均由光合作用取得。在割胶期内一般不再需要额外投入农化物资。主要割胶成本就是人工成本，每名胶农可以收割 50 亩胶园，东南亚主产国的橡胶园单产一般在 90 至 100 公斤每亩每年，我国胶园要低一些，一般在 70 公斤左右，在此我们取 90 公斤进行计算。胶农的薪资水平，东南亚各国的收入水平存在不小差异，我们从各国政府公布的数据看，第一大产胶国泰国的农民平均收入约为 200 美元/月，而第二大产胶国印尼的农民平均月薪还不到 3 美元，在此我们取 200 美元每人每月进行计算。

割胶之后，还要将胶水加工成可以运输和销售的干胶，加工成本约每吨 150 美元。

图 34 天然橡胶生产成本分析



资料来源：信达证券研发中心

综合计算后得到每吨天然橡胶的完全生产成本为 1189 美元，其中折旧摊销种植成本属于沉没成本，这部分每吨 395 美元，地租部分每吨 111 美元，由于地租可能是持有胶园的机会成本，所以也可以归为固定成本。可变成本包括割胶人工薪酬每吨 533 美元和加工费 150 美元，合计每吨天然橡胶的可变成本为 683 美元。

我们再将割胶工资和地租作为变量，对天然橡胶的完全成本进行敏感性分析，见下表。由于割胶工资水平大概率落在每月 100 至 200 美元区间、地租在每年每亩 0 至 10 美元，所以大概率完全成本落在下表的绿色区间。2019 年天然橡胶的全年均价为每吨 1400 美元，下表的桔色区间内，种植橡胶会发生亏损。

图 35 天然橡胶生产完全成本敏感性分析（美元）

工资 美元/人/月 地租 美元/亩/月		100      150      200      250      300      350      400						
		100	150	200	250	300	350	400
0		786	919	1053	1186	1319	1452	1586
5		854	988	1121	1254	1388	1521	1654
10		923	1056	1189	1323	1456	1589	1723
15		991	1125	1258	1391	1525	1658	1791
20		1060	1193	1327	1460	1593	1727	1860
25		1128	1262	1395	1528	1662	1795	1928
30		1197	1330	1463	1597	1730	1864	1997

资料来源：信达证券研发中心

我们又将割胶工资和地租作为变量，对天然橡胶的可变成本进行敏感性分析，见下表。桔色区间内会出现现金流为负，即在每吨 1400 美元的胶价下，桔色区间的条件下，生产天然橡胶活动应该停止。

图 36 天然橡胶生产可变成成本敏感性分析（美元）

地租 美元/亩/月	工资 美元/人/月						
	100	150	200	250	300	350	400
0	417	550	683	817	950	1083	1217
5	472	606	739	872	1006	1139	1272
10	528	661	794	928	1061	1194	1328
15	583	717	850	983	1117	1250	1383
20	639	772	906	1039	1172	1306	1439
25	694	828	961	1094	1228	1361	1494
30	750	883	1017	1150	1283	1417	1550

资料来源：信达证券研发中心

由此可以看出，近四年中天然橡胶大部分时间徘徊在 1100 至 1500 美元的低迷区间，东南亚的几个主产国的胶农大部分时间尚可盈利，有时会陷入亏损，但不会亏现金流。所以理性决策，并不会放弃生产。

在近几年中，东南亚几国政府几次抱怨胶价低迷，声称要联合限产报价或者砍胶树换种其它经济作物。然而我们从数据发现 2016、2017、2018 三年大部分东南亚橡胶主产国的橡胶产量还是逐年上升的，并未出现保价减产和砍树。天然橡胶主产国的“OPEC”组织 ANRPC 比 OPEC 更难实现联合限产保价，有个不同点，石油减产依然是埋藏在地下的资源，而天然橡胶更类似于光伏，弃光的话不能储存，只能是净损失产量。而砍树的决策就更难了，7 年种植投入的成本沉没，换种其它作物仍要承担几年的价格风险，在割胶并不亏现金流的情况下还是要坚持。

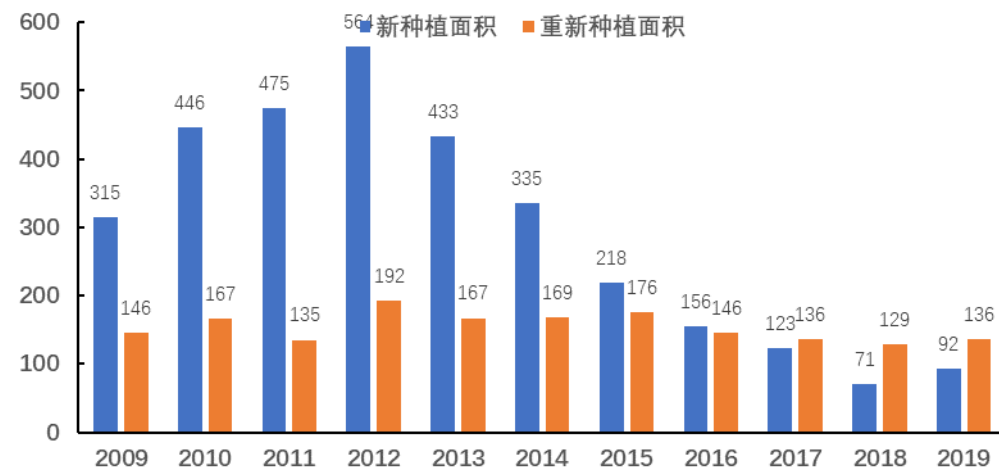
#### B、2021 年或是亚洲天然橡胶产能拐点

服役到年限的橡胶树失去经济性，种植者可以选择重新种植新的橡胶树，近十年亚洲 9 国的总翻种面积小幅波动、基本稳定，但相比于增长中的开割面积，其比例在下降。近三年翻种面积占开割面积的 1.5% 左右。

除翻种外，还有新增种植面积，从下图可以看出在橡胶价格高位年份，种植积极性高，2012 年新种植面积 56 万公顷，为历史高点。随着橡胶价格的周期下行，新种植面积也逐年下滑，在近两年达到冰点，2018 年新种植面积仅有 7 万公顷，2019 年 9 万公顷。



图 37 亚洲 9 国天然橡胶新种植面积及重新种植面积（千公顷）

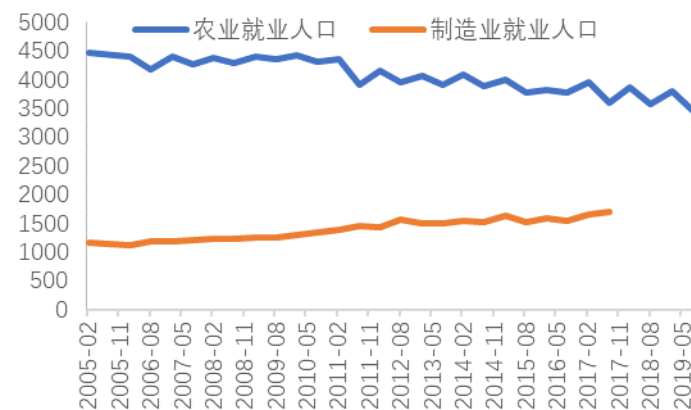


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

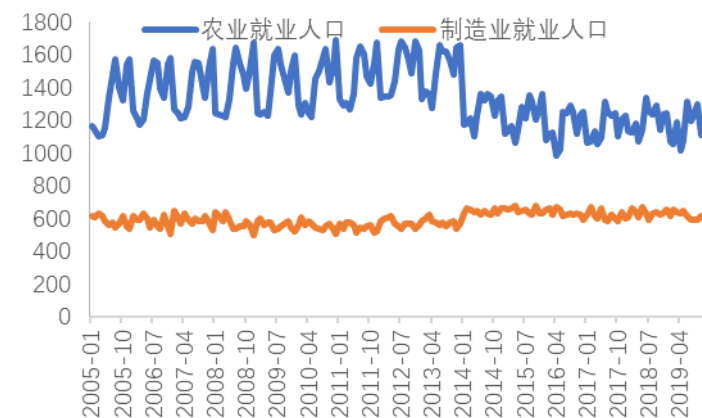
2019 年亚洲 9 国的开割面积是 928 万公顷，7 年的种植期意味着 2020 年至 2026 年的七年中 2013 年至 2019 年 7 年种植的胶树将陆续进入割胶期，这部分胶树总面积 249 万公顷。但并不能计算为未来七年中有近 30% 的产能等待释放，因为在目前的 928 万公顷产能中可能存在一部分被抛荒。

我们分析其原因并不是上面讨论的有计划地减产或者转产其它作物，而是第二产业的虹吸效应。

随着东南亚各国经济的发展，尤其是近两年中美贸易战背景下，东南亚国家制造业快速发展，加速吸收劳动力。农业人口在持续减少，制造业人口在持续增加。我们计算出 2017、2018、2019 三年中，亚洲 9 国的橡胶开割面积中每年减少近 50 万公顷（不是净减少），这里面可能存在翻种不足造成的减少（即翻种面积少于需要翻种面积），也可能包含一部分尚可以割胶的产能面积，胶农由于被制造业吸收而抛荒。这部分开割面积的减少，并非是转其它作物，因为这部分面积在各国的总种植面积中并未计提掉，应该属于可恢复产能。

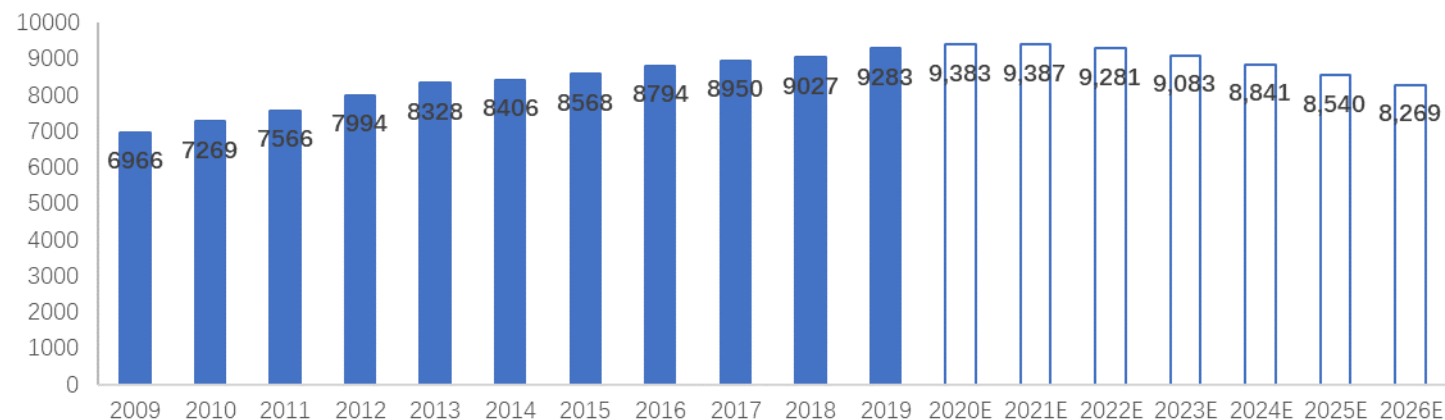
**图 38 印尼农业和制造业就业人口（万人）**


资料来源: Wind、信达证券研发中心

**图 39 泰国农业和制造业就业人口（万人）**


资料来源: Wind、信达证券研发中心

在未来七年中，可以新增的开割面积是已知的，我们假设减少的数量为每年 50 万公顷，那么如下图，开割面积将在 2021 年见顶，之后小幅下滑，产能呈减少，2026 年相比高点大约减少 10%。当然，也可能由于胶价上涨，割胶收入提高而重新吸引劳动力将抛荒产能恢复，因为总种植面积并没有减少。

**图 40 亚洲 9 国天然橡胶未来开割面积预测（千公顷）**


资料来源: 信达证券研发中心

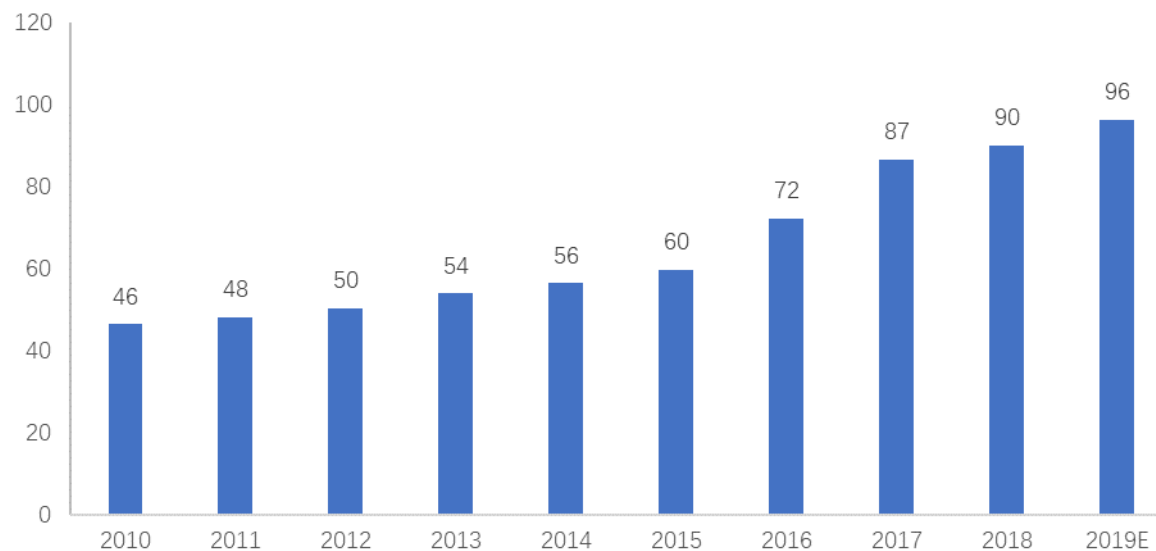
### C、新的低成本产能准备接棒

天然橡胶的种植和生产没有技术和资本壁垒，成本中最主要的组成部分是土地和人力。这两个要素的价格会随着经济水平的发展而逐渐提高。传统产胶国泰国等国天然橡胶种植的成本抬升，在价格低位时降低种植意愿，但会有其它更低成本国家和地区愿意接过天然橡胶种植生产的接力棒。

在东南亚国家中，缅甸的经济发展水平要明显弱于泰国、马来西亚、印尼等国家，2017 年 6 月至 2018 年 6 月，缅甸共采割了 24.2 万吨天然橡胶，来自于约 31 万公顷橡胶树。缅甸还有 35 万公顷的橡胶林未进入开割期。6 年内缅甸天然橡胶年产量可能超过 50 万吨。缅甸适宜种植天然橡胶的面积约 100 万公顷。2018 年底缅甸也加入了 ANRPC 组织，是成长速度最快的种植国。

同纬度适宜种植天然橡胶的地区还包括非洲，同样是更低成本的生产地区。非洲 2019 年预计将生产 96 万吨天然橡胶，产出量 7 年时间翻了一番。科特迪瓦的天然橡胶产量约占非洲的 60%。近年来，因可可利润缺乏稳定性，科特迪瓦越来越多的农户转向收入更加稳定的橡胶产业，增加橡胶园种植以提升收益。因此 2014 年后，科特迪瓦橡胶产量出现井喷式增长。2019 年初科特迪瓦天然橡胶协会表示 5 年内该国产量将会超过百万吨。

图 41 非洲天然橡胶产量（万吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## （6）结论

未来的几年，全球经济形势仍很具挑战，目前也并无端倪出现 2000 至 2007 年中国这样大型经济体的快速发展，加上共享经济趋势下对乘用车轮胎需求的负面影响。因此天然橡胶的需求将维持低速增长、甚至总量不增长。而在供应方面，需求停滞的信号也带来新增种植意愿的降低，但由于前期种植的惯性，全球主产区东南亚传统产胶国的供应能力还将增长 2 年，在 2022 年可能见顶，之后可能有小幅下滑。但是一些经济更欠发达的国家和地区将接过接力棒，例如缅甸和一些非洲国家目前的天然橡胶供应能力在显而易见的快速增长。综合来看，未来几年天然橡胶价格仍大概率在 1100 至 1500 美元/吨的低位徘徊。归根结底，天然橡胶的供应能力不是类似矿产资源的硬约束，适宜种植地区的潜力尚大，作为一种没有门槛的农产品，其价格常态就不可能维持高利润率，除非出现超过种植速度的突发快速增长的需求，天然橡胶价格不会出现向上的大幅波动。供需之外的偶然因素虽然可能会造成橡胶价格的短期波动，但并不会影响轮胎资产的长期价值。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6,859.29	8,470.55	11,079.29	12,266.68	14,312.30
货币资金	2,343.43	3,812.30	4,193.35	4,906.79	5,927.53
应收票据	206.41	1.20	1.35	1.51	1.80
应收账款	1,469.86	1,565.24	1,767.72	1,972.76	2,359.79
预付账款	141.33	175.86	203.60	222.09	266.84
存货	2,271.04	2,229.46	2,581.10	2,815.44	3,382.84
其他	427.22	686.48	2,332.19	2,348.10	2,373.49
<b>非流动资产</b>	8,428.91	9,406.78	8,723.36	10,644.39	13,105.29
长期股权投资	231.92	429.82	429.82	429.82	429.82
固定资产(合计)	6,358.54	6,407.15	5,929.39	7,075.61	9,134.16
无形资产	586.65	474.05	344.63	238.81	148.78
其他	1,251.80	2,095.75	2,019.52	2,900.15	3,392.52
<b>资产总计</b>	15,288.20	17,877.33	19,802.66	22,911.07	27,417.59
<b>流动负债</b>	8,434.07	8,466.73	8,999.12	9,360.50	10,225.24
短期借款	3,564.45	3,687.47	3,687.47	3,687.47	3,687.47
应付票据	1,860.28	1,676.09	1,940.45	2,116.63	2,543.19
应付账款	1,824.39	1,579.03	1,828.08	1,994.06	2,395.93
其他	1,184.94	1,524.13	1,543.12	1,562.35	1,598.65
<b>非流动负债</b>	536.59	2,001.24	2,001.24	3,001.24	4,501.24
长期借款	449.92	1,904.08	1,904.08	2,904.08	4,404.08
其他	86.66	97.16	97.16	97.16	97.16
<b>负债合计</b>	8,970.66	10,467.97	11,000.36	12,361.75	14,726.48
少数股东权益	9.06	341.50	341.50	341.50	341.50
归属母公司股东权益	6,308.48	7,067.86	8,460.80	10,207.83	12,349.62
<b>负债和股东权益</b>	15,288.20	17,877.33	19,802.66	22,911.07	27,417.59

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13,684.75	15,127.84	17,084.72	19,066.40	22,807.03
同比(%)	-0.88%	10.55%	12.94%	11.60%	19.62%
归属母公司净利润	668.13	1,195.18	1,419.94	1,747.03	2,141.79
同比(%)	102.54%	78.88%	18.81%	23.04%	22.60%
毛利率(%)	19.82%	25.86%	24.00%	25.71%	25.38%
ROE%	10.89%	17.87%	18.29%	18.72%	18.99%
EPS(摊薄)(元)	0.25	0.44	0.53	0.65	0.79
P/E	18	10	9	7	6
P/B	1.92	1.71	1.43	1.19	0.98
EV/EBITDA	9.39	7.67	6.97	6.20	5.50

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	13,684.75	15,127.84	17,084.72	19,066.40	22,807.03
营业成本	10,971.84	11,216.10	12,985.14	14,164.09	17,018.60
营业税金及附加	67.39	73.89	85.08	94.95	113.57
销售费用	869.17	1,014.20	1,124.17	1,254.57	1,500.70
管理费用	365.95	592.11	562.79	628.06	751.28
研发费用	230.59	319.76	361.12	403.01	482.07
财务费用	288.43	251.72	301.45	461.81	421.45
减值损失合计	229.96	400.55	138.11	178.34	200.60
投资净收益	41.59	51.30	36.14	43.01	43.48
其他	31.99	24.56	29.78	28.69	29.24
<b>营业利润</b>	735.01	1,335.38	1,592.77	1,953.18	2,391.46
营业外收支	-12.44	-12.89	-16.32	-13.59	-13.60
<b>利润总额</b>	722.56	1,322.49	1,576.45	1,939.60	2,377.86
所得税	65.63	131.30	156.51	192.56	236.07
<b>净利润</b>	656.94	1,191.19	1,419.94	1,747.03	2,141.79
少数股东损益	-11.20	-3.99	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	668.13	1,195.18	1,419.94	1,747.03	2,141.79
EBITDA	1,772.21	2,360.23	2,599.04	3,084.60	3,750.54
EPS(当年)(元)	0.25	0.44	0.53	0.65	0.79

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1,998.90	2,008.76	2,340.14	2,728.92	3,302.15
净利润	656.94	1,191.19	1,419.94	1,747.03	2,141.79
折旧摊销	817.48	779.39	755.16	850.09	1,019.40
财务费用	232.17	258.36	267.43	294.91	353.28
投资损失	-33.75	-51.30	-36.14	-43.01	-43.48
营运资金变动	105.70	-690.58	-177.79	-261.75	-317.72
其它	220.37	521.71	111.54	141.65	148.89
<b>投资活动现金流</b>	-170.02	-1,363.40	-1,664.66	-2,720.57	-3,428.13
资本支出	-475.68	-1,206.30	-1,700.79	-2,763.58	-3,471.61
长期投资	320.89	-51.64	36.14	43.01	43.48
其他	-15.23	-105.46	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-1,509.73	584.07	-294.44	705.09	1,146.72
吸收投资	134.78	604.74	0.00	0.00	0.00
借款	-880.27	1,285.60	0.00	1,000.00	1,500.00
支付利息或股息	368.12	399.09	294.44	294.91	353.28
<b>现金流净增加额</b>	337.79	1,262.41	381.04	713.44	1,020.74

## 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。

**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。