



Research and
Development Center

从韩泰看中国轮胎龙头的成长!

2021年2月6日

证券研究报告

行业研究

专题研究报告

行业名称 化工行业

投资评级

上次评级

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: +86 010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: +86 010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

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

从韩泰看中国轮胎龙头的成长!

2021年2月6日

本期内容提要:

- **中国轮胎的下一个二十年。**过去的20年,中国轮胎快速成长超过全球行业增速。中国轮胎企业的市场占有率大幅上升。2002年,中国轮胎企业市场占有率仅为5%,截止2019年,中国轮胎企业市场占有率已经达到17%。中国轮胎企业在全州市占率的提升,主要得益于两方面的因素,一方面是中国汽车市场的快速发展,另一个重要因素主要是攫取了全球轮胎市场中的商用车轮胎产品份额。站在当前节点来看,中国轮胎企业要进一步突围,就必须占领乘用车轮胎市场,一方面是提升市占率,一方面是提升自己的品牌力。哪些品牌可以突围?崛起之路如何?正是我们需要向国际龙头借鉴之处。首先是中国轮胎行业的品牌牌众多,尤其是山东地区,集中了上百家轮胎企业,这也导致了轮胎行业的部分产能过剩,目前这些企业正在加速破产退出,而另一方面,中国轮胎行业的龙头也在诞生,2019年,中策轮胎已经进入前10,位列全球第十位,玲珑轮胎位列14位,赛轮轮胎位列17位。这三家企业连续3年位列全球轮胎的前20。他们将成为中国轮胎的突破力量,而与位居世界前8的企业相比,1-6名常年排名稳定且从产品档次和营收上都明显高出中国轮胎品牌,位居第7的韩泰轮胎正是中国轮胎企业的发展目标!
- **韩泰轮胎的崛起之路,韩国品牌走向世界。**韩泰轮胎成立于1941年,1980年代开始进入欧美市场,1990年开始进入中国建厂,2002年开始随着中国汽车市场的爆发,韩泰迎来了其高速发展期。2013年以后,韩泰轮胎营收增速放缓,而从其收入结构来看,中国市场份额逐渐下降,而北美市场逐步增大。这一方面说明,在韩泰这个档次的轮胎消费者中,其并没有享受到足够大的配套带动替换市场的红利,另一方面,这也是韩泰的一种战略选择,产品升级进击消费能力更强的欧美市场。在同样产品的情况下,中国市场的销售价格更低、盈利更差,同时美国有更高比例的大尺寸轮胎需求,这些都使得韩泰轮胎选择逐步升级产品将重心转向美国市场,从而保持了其世界轮胎前十的稳定地位!
- **它山之石可以攻玉。**从韩泰的发展崛起,我们认为有几个关键性因素是国内轮胎龙头企业可当借鉴之路,品牌力的提升是产品的升级+消费者的认可,前者为本。韩泰的升级即包含了几方面因素,一**积极研发投入**,韩泰建立了韩国第一个轮胎试验厂,而国内龙头玲珑、赛轮也纷纷宣布建立轮胎试验厂;二、**与赛事合作验证极限性能**,韩泰积极与各项重大赛事合作,在赛车品牌中验证其品牌力;三、**高端车配套提升品牌力**,韩泰从大众、向奥迪、奔驰、宝马的配套进阶,说明在高端车的配套才能真正提升品牌力!
- **相关标的: 赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎**
- **风险因素: 贸易制裁的风险, 轮胎销售不及预期的风险**

目录

一、中国轮胎企业的下个二十年！	4
中国轮胎的过去二十年	4
中国轮胎的现状	5
二、韩泰轮胎：韩国崛起的后起之秀！	9
韩泰的历史沿革	10
三、他山之石：韩泰的战略选择！	12
韩泰发展的转型	12
在中国市场的狂飙	12
韩泰的产能布局对中国轮胎的启示	16
韩泰的品牌建设之路	18
风险因素	22

表目录

表 1: 2020 全球轮胎前 75 强（销售额：亿美元）	6
表 2: 2019 年进入过全球前 75 的破产中国轮胎企业	8
表 3: 韩泰轮胎全球产能分布	17
表 4: 2020 年中国市场轿车销量前十配套轮胎	21
表 5: 2020 年中国市场高端轿车前 8 销量配套轮胎	22
表 6: 2020 年中国市场高端轿车前 8 销量配套轮胎	22

图目录

图 1: 中国轮胎企业销售额和市场占有率（亿美元，%）	4
图 2: 中国汽车（乘用车）销量（辆）	4
图 3: 商用车和乘用车消费数量占比（%）	5
图 4: 中国轮胎企业破产数量	6
图 5: 2019 年中国龙头轮胎企业与前 8 企业营业收入对比(亿美元)	8
图 6: 中国轮胎与国际龙头企业销售价格对比(元)	9
图 7: 公司全球网络	10
图 8: 韩泰轮胎的发展轨迹	11
图 9: 2001-2019 年韩泰轮胎收入和全球市占比	12
图 10: 2004 年中国乘用车销售厂商分布	13
图 11: 韩泰收入增速与中国乘用车增速（%）	13
图 12: 米其林首次换胎品牌忠诚度	14
图 13: 韩泰轮胎过去 42 个季度的收入分布	14
图 14: 韩泰 2019 年收入分布及各市场 18 寸以上产品收入占比	15
图 15: 韩泰轮胎产品中美价格（元/条）	16
图 16: 美国双反调查税率（%）	17
图 17: 中国轮胎企业海外产能布局	18
图 18: 中亚轮胎试验厂	18
图 19: 韩泰轮胎的赛事合作	19
图 20: 赛轮轮胎的赛事合作	20
图 21: 韩泰轮胎的配套进度	21

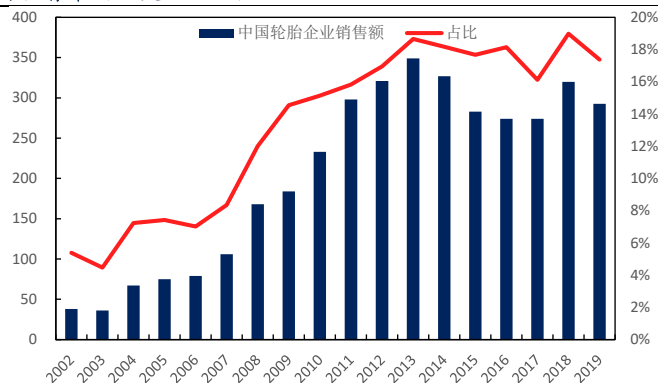
一、中国轮胎企业的下个二十年！

中国轮胎的过去二十年

在我们的轮胎行业专题报告《C 端看中外轮胎龙头，消费属性凸显》中，我们详细分析了轮胎从消费场景、消费结构、市场表现几个角度来消费属性凸显的特征，尤其是其中的乘用车胎，我们认为乘用车胎随着市场的成熟，将具有丰富的产品需求，随着中国的汽车消费需求更加多元化，轮胎的消费需求也将驱动更高端的、更偏向审美属性的轮胎消费需求诞生。

那么从中国轮胎的发展来看。过去的 20 年，中国轮胎快速成长超过全球行业增速。中国轮胎企业的市场占有率的大幅上升。2002 年，中国轮胎企业市场占有率仅为 5%，截止 2019 年，中国轮胎企业市场占有率已经达到 17%，提升了 12 个百分点。

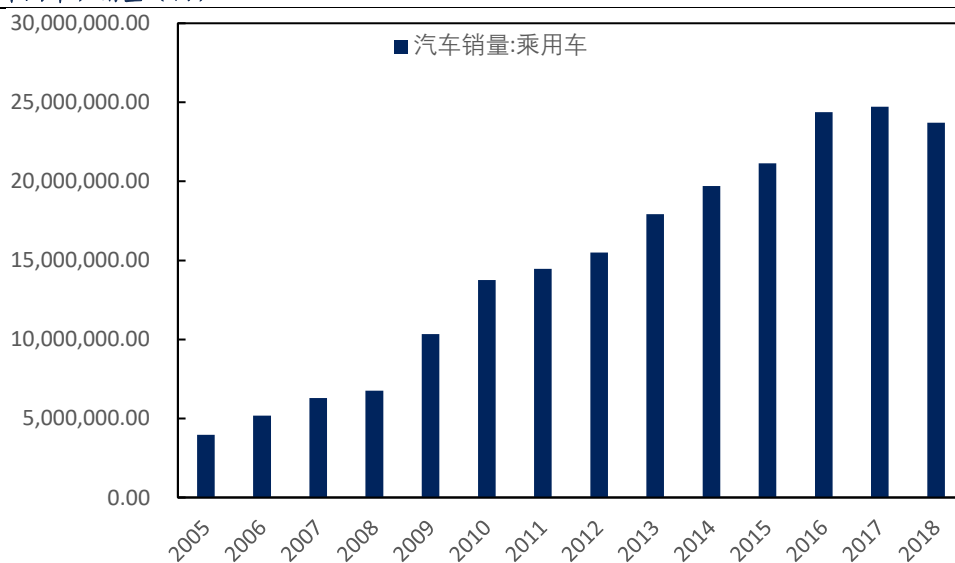
图 1：中国轮胎企业销售额和市场占有率（亿美元，%）



资料来源：中国橡胶业协会，轮胎商业，信达证券研发中心

中国轮胎企业在全州市占率的提升，主要得益于两方面的因素，一方面是中国汽车市场的快速发展。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。汽车从普通人家望尘莫及的大额资产，逐步变成“私家车”，甚至由于交通出行的压力使得部分大城市的政府不得不推出“摇号”、“拍卖号牌”等政策限制其购买。

图 2：中国汽车（乘用车）销量（辆）

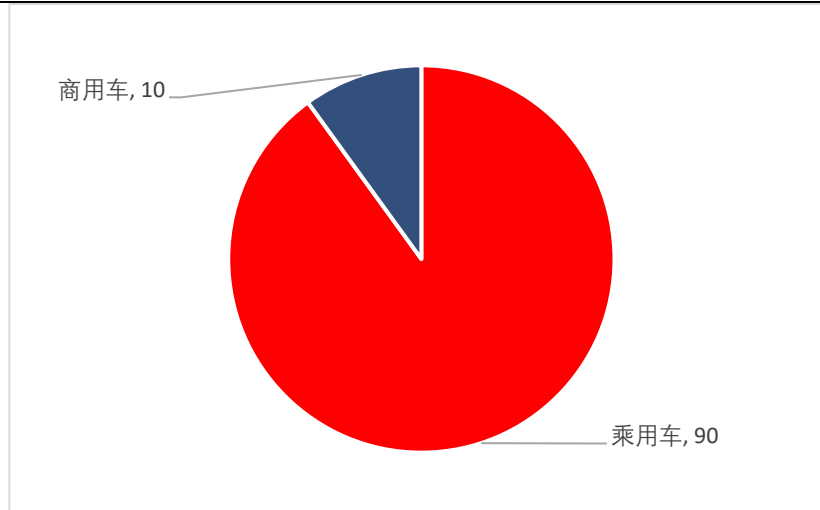


资料来源：万得，信达证券研发中心

除了中国汽车销量带动的全球轮胎市场的大发展以外，中国轮胎市场份额的提升的另一个重要因素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。

而从数量上来看，在全球轮胎市场中，商用车轮胎近占约 10%，而乘用车胎占 90%。从金额上来看，由于一条商用车胎的价值量约为一条同等级别的乘用车轮胎的 5-6 倍，因此从市场规模来看，乘用车胎的市场仍为商用车胎的 1.5 倍左右。

图 3: 商用车和乘用车消费数量占比 (%)



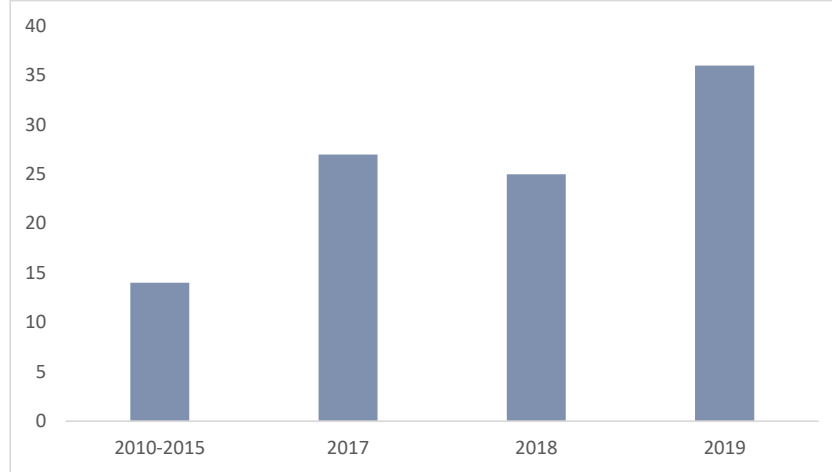
资料来源: 观研网, 信达证券研发中心

中国轮胎的现状

站在当前节点来看，中国轮胎企业要进一步突围，就必须占领乘用车轮胎市场，一方面是提升市占率，一方面是提升自己的品牌力。而且这二者往往是相辅相成的。相较于商用车轮胎，乘用车轮胎市场面向的更多是个人客户，也更加注重品牌，而在商用车胎市场，顾客更在乎的是性价比，性价比是中国轮胎企业的最大优势，中国轮胎企业凭借中国的制造业优势生产出品质稳定、价格有优势的产品，而在乘用车市场，则需要进一步通过品牌+性价比优势打动消费者。

树立品牌，我们就要明白，中国轮胎品牌目前处于什么位置，未来应该向谁学习？

首先是中国轮胎行业的品牌，中国轮胎行业的品牌众多，尤其是山东地区，集中了上百家轮胎企业。这也导致了中国轮胎行业的部分产能过剩，尤其是随着欧美等主要出口市场对中国加征双反税使得中国轮胎出口受限以来，这一现象就更加严重。2010 年-2015 年，中国轮胎企业破产数量为 14 家，而到了 2019 年，根据搜狐统计，破产数量已经达到了 36 家。中国轮胎行业的产能正在加速出清。因此我们在讨论中国轮胎行业未来的突破时，显然这些企业不会是中国轮胎行业未来取得突破的力量。

图 4：中国轮胎企业破产数量


资料来源：搜狐网，信达证券研发中心

在中国轮胎企业加速淘汰的同时，中国轮胎行业也诞生了一批成长起来的龙头企业。根据轮胎商业网的统计，在 2019 年的全球轮胎 75 强中，中策轮胎已经进入前 10，位列全球第十位，玲珑轮胎位列 14 位，赛轮轮胎位列 17 位。这三家企业连续 3 年位列全球轮胎的前 20。

表 1：2020 全球轮胎前 75 强（销售额：亿美元）

2020 排名	2019 排名	品牌	所在国家（地区）	2019 年销售额
1	2	米其林	法国	250
2	1	普利司通	日本	243.25
3	3	固特异	美国	136.9
4	4	德国大陆	德国	112.75
5	5	住友橡胶	日本	70.6
6	6	倍耐力	意大利	59.35
7	7	韩泰轮胎	韩国	57.25
8	8	优科豪马	日本	48.1
9	10	正新橡胶	中国台湾	39.081
10	9	中策橡胶	中国	35.85
11	12	佳通轮胎	新加坡	31
12	11	东洋轮胎	日本	30.6
13	13	固铂轮胎	美国	27.5
14	17	玲珑轮胎	中国	24.004
15	14	阿波罗	印度	22.672
16	15	MRF 轮胎	印度	22.428
17	18	赛轮轮胎	中国	20.385
18	16	锦湖轮胎	韩国	20.215
19	20	耐克森	韩国	18.21
20	19	恒丰橡塑	中国	17.974
21	21	诺记轮胎	芬兰	16.977
22	23	昊华轮胎	中国	15.043
23	22	J.K 轮胎工业	印度	12.237
24		太阳轮胎及车轮	印度	12.000
25	24	帝坦轮胎	美国	11.6
26	26	建大轮胎	中国台湾	11.273
27	25	三角轮胎	中国	11.251
28	30	双钱轮胎	中国	10.096
29	27	兴源轮胎	中国	

30	29	西亚特	印度	9.506
31	31	双星轮胎	中国	9.284
32	34	贵州轮胎	中国	8.94
33	32	风神轮胎	中国	8.589
34	35	浦林成山	中国	7.759
35	28	特瑞堡	瑞典	7.75
36	38	华勤橡胶	中国	
37	36	Balkrishna	印度	6.858
38	38	卡迪安特	俄罗斯	6.600
39	39	青岛森麒麟	中国	6.444
40	40	普利司通-萨巴奇轮胎	土耳其	6.265
41	33	Prometeon 轮胎集团	意大利	6.25
42	42	华盛橡胶	中国	6.244
43	45	潍坊跃龙橡胶		6.168
44	37	万达宝通	中国	6.021
45	44	四川海大集团	中国	5.669
46		Barez 轮胎	伊朗	5.412
47	43	通用轮胎	中国	5.092
48	41	Carlstar 轮胎	美国	4.95
49		江苏通用科技	中国	4.82
50	50	Petlas 轮胎	土耳其	4.818
51	48	山东八亿橡胶	中国	4.329
52	61	徐州徐工轮胎	中国	4.25
53	46	万力轮胎	中国	4.188
54	51	白俄罗斯轮胎	白俄罗斯	
55	53	南港轮胎	中国台湾	3.584
56	56	山东三利轮胎	中国	3.278
57	54	朝阳浪马轮胎	中国	3.272
58	52	TVS Sri chakra	印度	2.966
59		Art a wheel	伊朗	2.86
60		山东中创轮胎	中国	2.503
61	58	延长橡胶	中国	2.341
62	59	山东中一	中国	
63	62	FATE 公司	阿根廷	2.21
64	55	Nizhnekamskshina	俄罗斯	2.19
65	65	Casumina	越南	1.842
66	68	丰源轮胎公司	中国	1.777
67	66	大囊轮胎	越南	1.667
68	64	华丰橡胶工业	中国台湾	1.656
69	70	VEE 橡胶	泰国	1.608
70	69	特种轮胎	美国	1.5
71		Hung-A 公司	韩国	1.473
72	60	泰丰轮胎	中国台湾	1.465
73		OZ KA 轮胎	土耳其	1.21
74	71	Magna	荷兰	
75	72	Service 工业	巴基斯坦	1.027

资料来源：轮胎商业，信达证券研发中心

从全球轮胎前 75 在过去 10 年的排名变化来看，前 8 名的企业排名非常稳定，1-3 名为普利司通、米其林、固特异，4-6 名为德国大陆、倍耐力和住友，7-8 名为韩泰和横滨（优科豪马）。尽管排名内部在不同年份略有差异，但前 8 名的梯度和排序已经相对稳定，从品牌上来说也呈现出与其排名相对应的梯度分布。而中国大陆轮胎企业

中，除中策、玲珑、三角的排名稳定提升并在最近 3 年稳定在前 20 以外，其余波动较大。其中不乏进入过全球前 75 强的中国轮胎企业由于中国轮胎行业的产能过剩而被淘汰出局。2019 年，盛泰轮胎破产，其层在 2011 年-2018 年进入过全球轮胎前 75，但是从其排名轨迹来看，持续处于下滑状态。与之相同的包括三工橡胶集团、好友轮胎。

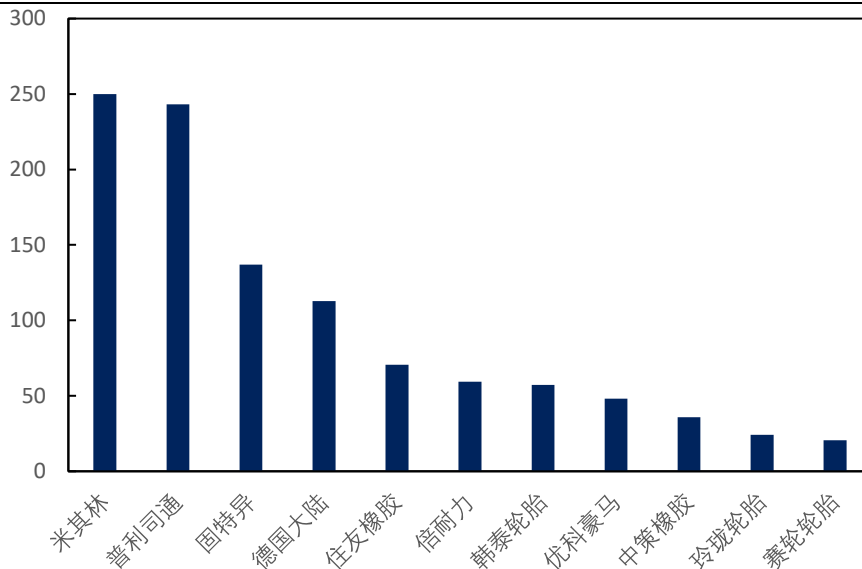
表 2: 2019 年进入过全球前 75 的破产中国轮胎企业

企业	登榜年份	名次	破产时间
山东盛泰	2018	40	2019
	2017	33	
	2016	30	
	2015	29	
	2014	29	
	2013	33	
	2012	32	
	2011	29	
三工橡胶集团	2018	68	2019
	2017	67	
	2016	59	
	2015	54	
	2014	51	
	2013	49	
	2012	50	
	2011	42	
好友轮胎	2016	71	2019
	2015	73	
	2014	74	
	2013	65	
	2012	61	

资料来源：轮胎商业，信达证券研发中心

因此，我们认为，中国轮胎企业从品牌、市场份额的角度而言，关键的突破正在于已经在全球前 20 站稳的龙头企业。中国龙头的轮胎企业中策、玲珑和赛轮与第一梯队的普利司通、米其林、固特异仍存在着一定的差距，但与位于第 7-8 位的韩泰和优科豪马的差距正在缩小。

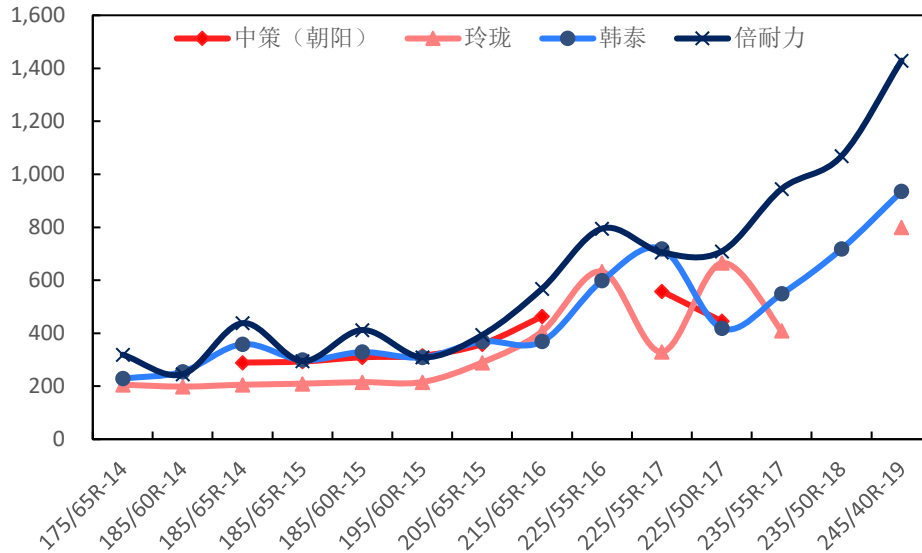
图 5: 2019 年中国龙头轮胎企业与前 8 企业营业收入对比(亿美元)



资料来源：《轮胎商业》，信达证券研发中心

不仅是在销售规模上，中国的龙头轮胎企业正在逼近位于二线的韩泰、优科豪马，从价格上看，中国轮胎企业的产品价格也更接近二线品牌。我们选取了国内最大的轮胎零配件网站途虎养车网的销售价格数据，选择了从 14 寸到 19 寸的中策、玲珑、韩泰和倍耐力 4 个品牌的轮胎进行对比，可以看到，倍耐力、韩泰、中策和玲珑价格呈现出梯度分布的特点，在小尺寸领域，中策的价格已经与韩泰基本没有差异，中策略高于玲珑，在大尺寸领域，中策和玲珑较为接近，华泰相对更高，倍耐力显著高于另外 3 个品牌。

图 6：中国轮胎与国际龙头企业销售价格对比(元)



资料来源：途虎养车网，信达证券研发中心

因此，我们认为，在中国龙头轮胎企业崛起的之路上，向国际龙头轮胎企业对标的最佳、也最为接近的范本就是韩国的韩泰轮胎，不论是从市场占有率的角度还是从品牌力的角度，韩泰都是中国轮胎企业的下一个追赶的目标，而从韩泰的崛起之路和当前的经营中，也有诸多值得中国轮胎企业借鉴和学习之处。

二、韩泰轮胎：韩国崛起的后起之秀！

韩泰轮胎的前身是朝鲜轮胎会社，成立于 1941 年，1953 年更名为韩泰轮胎，生产销售斜交轮胎。1979 年大田子午线轮胎工厂竣工，公司实现子午线轮胎量产，产品出口至美国、欧洲。1991 年公司与大众签订合同供应配套轮胎，成功进入对轮胎技术和品质标准要求严苛的海外轮胎配套市场。

20 世纪 90 年代，公司持续投资基础设施，在韩国锦山、中国江苏、中国淮安建厂，在美国、德国、中国成立技术中心，扩大生产力和技术优势，巩固全球市场竞争力。目前公司在韩国、中国、美国、匈牙利、印度尼西亚有 8 个生产基地，可年产 1.02 亿条轮胎；销售网络遍布全球，有 34 个销售子公司和办事处，在 180 多个国家/地区销售，2019 年销售额 57 亿美元。

图 7: 公司全球网络



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

韩泰的历史沿革

1941-1960: 韩泰轮胎起步

韩泰轮胎的历史最早可以追溯至 1941 年, 其前身是朝鲜轮胎会社, 是成立于韩国的一家汽车轮胎公司。在朝鲜战争结束的前期, 设施和供应匮乏, 早期工业化的种子刚刚种植到这个因资金短缺而发展不顺利的国家, 韩泰轮胎通过方方面面的刻苦工作, 从战争中恢复, 为公司的今天奠定了基础。

重要事件: 1941 年朝鲜轮胎会社成立, 1953 年更名为韩泰轮胎, 1958 年公司翻新了永登浦工厂。

1961-1978: 韩泰轮胎在本土市场的崛起

在 20 世纪 60 年代和 70 年代, 在韩国制造业的推动下, 韩国经济得到了快速的发展。随着韩国迅速的崛起, 韩泰轮胎凭借其产品竞争力和对技术的渴望实现了飞跃。

随着韩国两条主要的高速公路项目的完工, 迎来了汽车时代, 而韩泰轮胎恰逢此时引领了韩国交通业的发展。韩泰轮胎成为韩国较早为乘用车开发冬季胎、无内胎轮胎和子午线轮胎的企业。

随着品质的提高, 韩泰轮胎也实现了将轮胎出口到亚洲邻国。

重要事件: 1962 年第一次出口至巴基斯坦, 1975 年获得了伊朗道路交通部价值 \$1300 万的订单, 1976 年在科威特成立了第一家中东分公司。

1979-1990 年: 大田工厂引领子午化

1979 年专门用于生产子午线轮胎的大田工厂成立于。相对于斜交轮胎, 子午线轮胎的使用寿命更长, 更有效, 早在 20 世纪 60 年代就已经在欧洲得到了广泛的应用。

20 世纪 80 年代，韩泰轮胎通过大田工厂扩大了子午线轮胎的供应，并拓展出口到美国和欧洲。

1982 年，公司在大田成立了技术研发中心之后，韩泰打造了一套可以增强轮胎研发的高水准体系，并获得了发达汽车市场的认可，如美国和欧洲。

重要事件：1979 年大田工厂竣工，1981 年在美国设立分公司，1982 年在大田成立了技术研发中心，1985 年设立了韩国第一个轮胎试验厂。

1991-2000 年：欧美开花，初登中国

20 世纪 90 年代，韩泰轮胎继续投资基础设施并扩大生产力。通过对技术能力和生产能力竞争力的加强，公司成功进入海外轮胎配套市场。1991 年，韩泰与大众签订了第一份合约供应轮胎。1992 年韩泰在美国成立了研发中心，1997 年在德国、1998 年在中国也分别成立了研发中心。1999 年在中国嘉兴和淮安设立了海外生产工厂。

2000-2010 年：中国市场爆发，进入全球前十

21 实际前十年，新兴市场对汽车的需求猛增，轮胎的需求也急速上涨。跟随这一全球趋势，韩泰拓展了全球生产和分销网络，并于 2006 年在匈牙利设立了新的工厂。

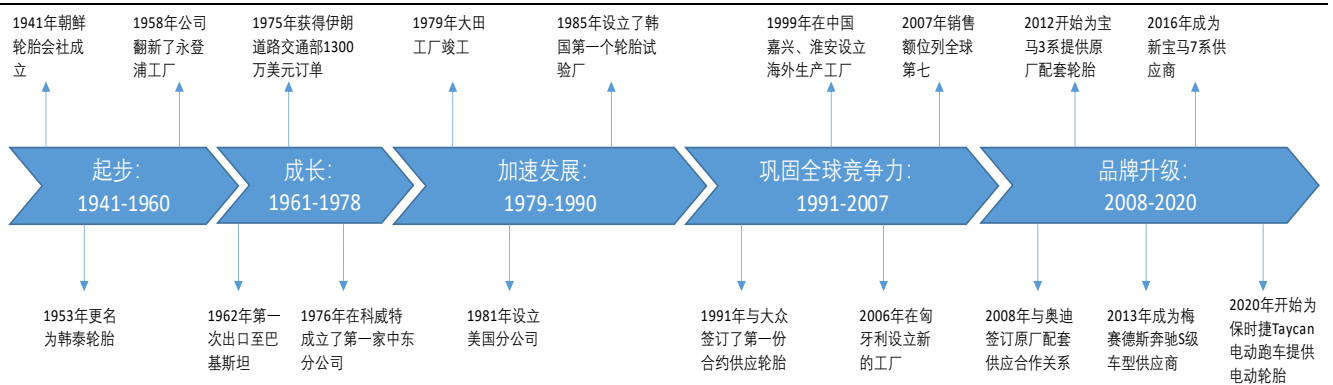
同时，韩泰轮胎也加入到了全球主要的赛车赛事中，以打造特有的企业形象并建立全球品牌体系。通过全球市场运作及赛事赞助，韩泰的品牌地位得到了提升，并与欧洲著名的汽车厂商如奥迪等建立了伙伴关系。2007 年，销售额位列全球第七。

2011 年至今：品牌力持续提升

2011 年，韩泰轮胎在中国重庆和印尼开始新工厂的建设，极大地提高了生产能力。此外，韩泰轮胎还成为了全球三大房车赛事之一的德国房车大师赛（DTM）的官方轮胎供应商。

同时，韩泰的品牌力持续提升，2012 年开始为宝马 3 系提供原厂配套轮胎。2013 年成为梅赛德斯奔驰 S 级车型供应商，2016 年成为新宝马 7 系的供应商，2020 年开始为保时捷 Taycan 电动跑车提供电动轮胎。

图 8：韩泰轮胎的发展轨迹



资料来源：韩泰轮胎公司官网，信达证券研发中心

三、他山之石：韩泰的战略选择！

韩泰发展的转型

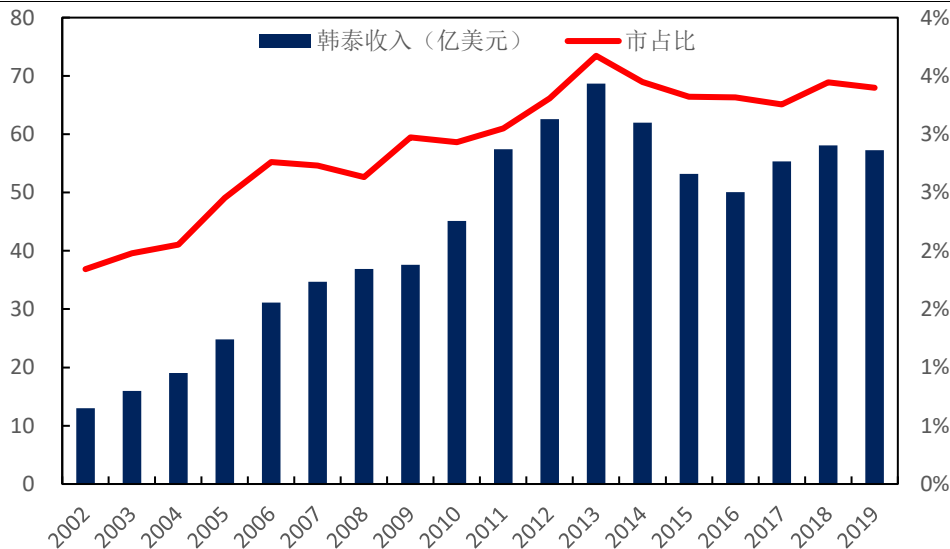
在中国市场的狂飙

我们可以大致把 2001 年以来的韩泰轮胎分为两个阶段：（1）在中国配套轮胎市场占据领先地位，随中国汽车销量井喷起飞；（2）产品升级，进击欧美市场。

韩泰轮胎的收入和全球市占率从 20 世纪初跟随中国汽车销量井喷而起飞。韩泰的收入从 2001 年的 11 亿美元增长到巅峰 2013 年的 69 亿美元，全球市占率从 2001 年的 1.6% 增长到 2013 年的 3.7%，成长速度超过行业平均增速。

然而韩泰轮胎收入在 2013 年之后出现了下滑波动，部分原因是天然橡胶价格回落导致轮胎价格下降，在全球轮胎消费数量保持增长的情况下，销售总金额出现了下滑和波动。2013 年之后至今，韩泰依靠产品升级拓展利润更高的欧美市场，全球市占率基本稳定在 3.4% 左右，地位稳固。

图 9： 2001-2019 年韩泰轮胎收入和全球市占比



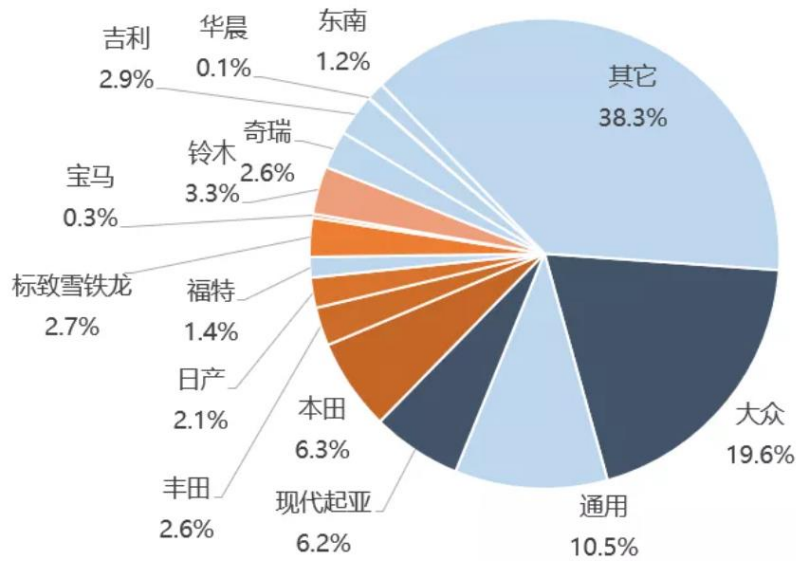
资料来源：韩泰年报，信达证券研发中心

在中国市场的狂飙

2001 年底，中国加入 WTO，降低了汽车零配件关税；2002 年史称中国家用轿车井喷元年，汽车产销量快速增长，轮胎需求激增，而韩泰搭上了这班快车。从目前全球轮胎市场的格局来看，配套轮胎需求仅占约 20%，而替换轮胎需求占 80% 左右。

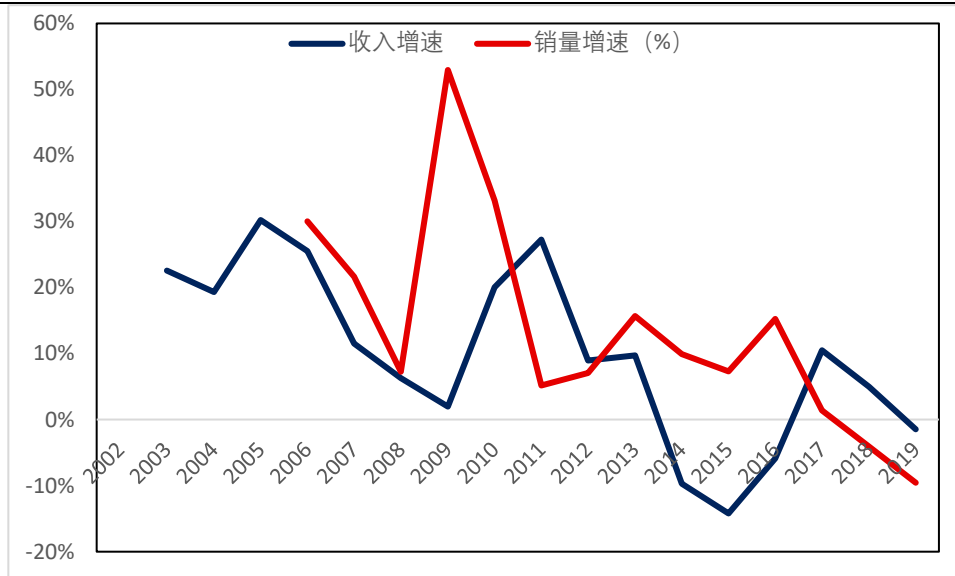
但是在 21 世纪初期，中国汽车市场刚刚发展起来，还没有存量汽车轮胎替换需求，配套轮胎市场蓬勃发展。当时的合资车厂选择配套轮胎时往往会优先考虑外方国家品牌，比如日系车都会配套普利司通、横滨等日本轮胎；但当时的国产车型多为低档产品，因此不会配套高端品牌轮胎，因此对于米其林、马牌等轮胎选择会相对较少，而韩国轮胎有很强的性价比优势，在中国汽车配套市场占据了领先地位。

2004 年占有约五分之一市场份额的大众没有使用高端品牌德国马牌轮胎，全系车型都配套锦泰、锦湖的轮胎，以韩泰为主；上海通用除别克君威外，畅销的家用车凯越配套的是韩国轮胎；现代起亚全系车型配套韩国轮胎；国产的奇瑞、吉利、东南等低端车型也大量配套韩泰、锦湖轮胎。韩泰在配套轮胎市场中占据了碾压性的优势份额，借中国汽车销量井喷东风，韩泰轮胎起飞。

图 10： 2004 年中国乘用车销售厂商分布


资料来源：万得，信达证券研发中心

从韩泰的收入增速以及中国汽车销量的增长来看，韩泰在 2002 年至 2013 年的高速发展与中国汽车销量的高速增长高度相关。

图 11： 韩泰收入增速与中国乘用车增速（%）


资料来源：韩泰年报，万得，信达证券研发中心

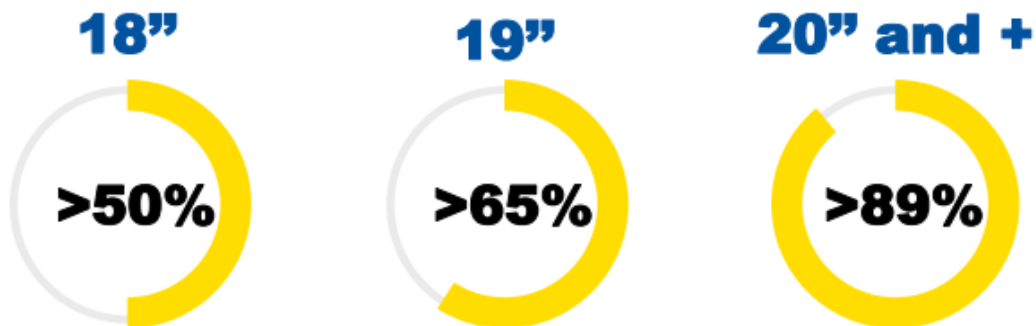
随着中国乘用车销量的下滑，韩泰的收入增速也出现了下滑。但实际上，从中国轮胎的需求而言，并没有出现下滑，因为中国轮胎的乘用车保有量仍然在上升，中国轮胎的消费结构也发生了变化，原本以配套为主要需求的中国轮胎市场随着汽车使用年限的增加，替换需求逐渐增加，目前，中国轮胎需求结构中，配套轮胎与替换轮胎的需求比例已经与全球市场接近。

但是 2013 年以后，韩泰的收入却陷入了停滞甚至负增长，这当然有一部分天然橡胶价格下跌的因素，但另一方面，也说明其虽然享受了中国汽车销量快速增长的红利，但并没有因此在替换市场占据太大的优势。根据米其林最新 2020 年 3 季度披露的数据，其在欧洲市场 18 寸以上轮胎的忠诚度，18 寸轮胎为 50%，19 寸为 65，20 及以上轮胎为 89%，轮胎尺寸越大，通常对应的是越高档次的消费需求。也就是说，消费层次高的消费者对品牌的忠诚度也更高，在这一部分市场中，通过配套来带动替换的需求效应比较显著，而韩泰在中国市场主要是通过性

价比进入了一些中端车型的配套市场,因此在中国汽车销量下滑以后,韩泰并没有在该市场继续获得持续的增长!

图 12: 米其林首次换胎品牌忠诚度

MICHELIN OE/RT loyalty rate in Europe*:

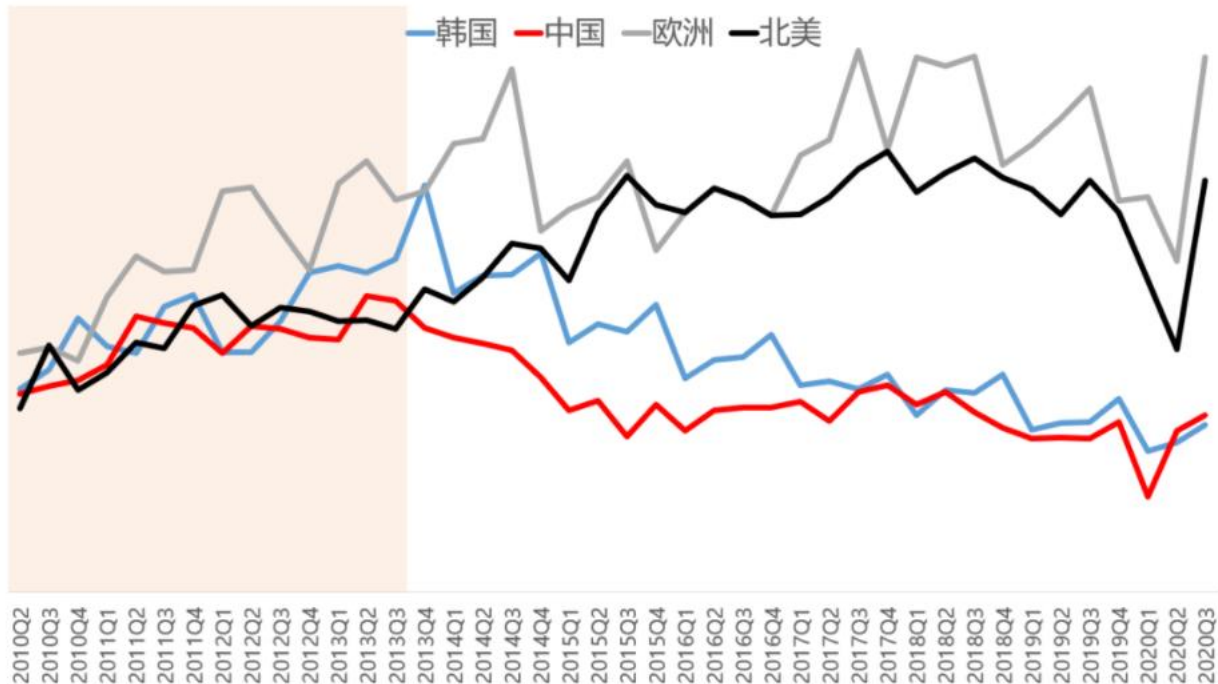


资料来源: 米其林季报, 信达证券研发中心

进击的欧美市场

2013 年以来, 韩泰轮胎表面上平稳发展, 事实上销售结构却发生了巨大变化, 在亚洲和欧美市场的发展速度显著分化。从韩泰的公开数据可以查到其 2010Q2 到 2020Q3 连续 42 个季度的收入分布, 发现其韩国、中国、欧洲、北美 4 大市场的收入在 2013 年之前是齐头并进的增长。但是在 2013 年之后, 却出现了分化的走势, 韩泰在韩国和中国的收入却持续下滑; 在欧美的收入保持增势, 即便是在全球轮胎市场金额下滑的趋势下, 韩泰在欧美的市占率仍然在提升。2019 年, 韩泰收入仅有 13% 来自中国, 七成以上收入来自欧美市场

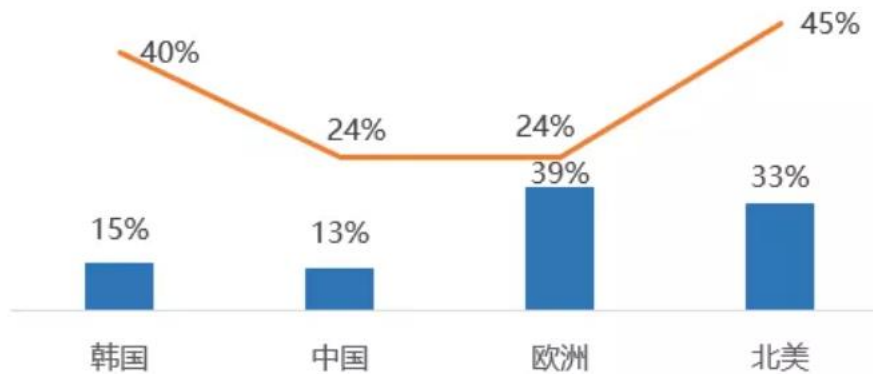
图 13: 韩泰轮胎过去 42 个季度的收入分布



资料来源: 韩泰公司年报, 信达证券研发中心

而从 18 寸以上的轮胎销售占比来看, 这一差异更加显著。在北美市场, 18 寸及以上的轮胎销售占比达到了 45%, 而在中国这一比例仅为 24%。

图 14： 韩泰 2019 年收入分布及各市场 18 寸以上产品收入占比



资料来源：韩泰年报，信达证券研发中心

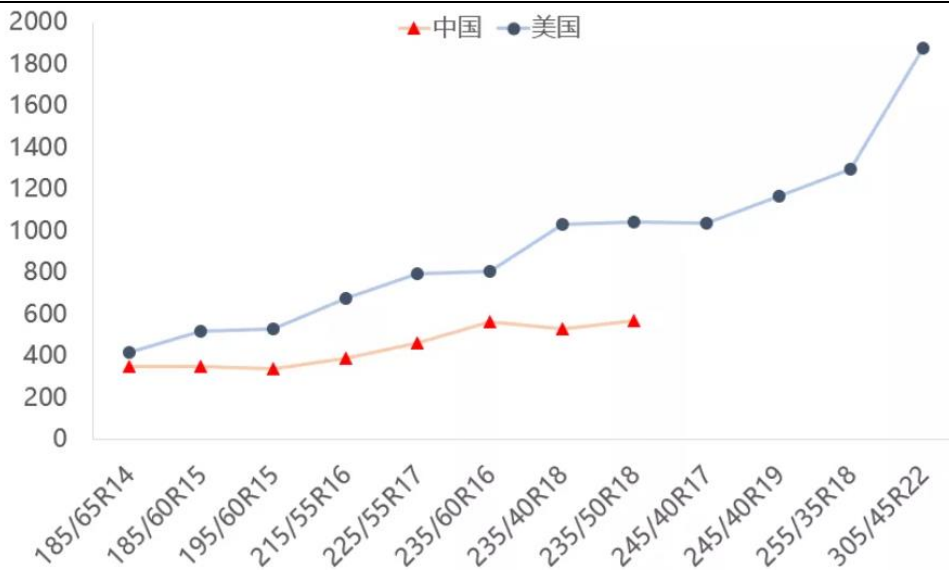
韩泰的这种变化的原因是什么呢？

一方面，2013 年后，韩泰轮胎在亚洲中低端市场遭遇困局。在配套市场，韩泰的市场地位受到上下夹击，不复当年霸主地位。在高端车型市场，韩泰面临高端轮胎品牌随汽车品牌下沉带来的打击。近年中国人均收入提高，高端品牌车价格区间下沉，销量连年快速增长，相应的配套轮胎品牌也升级了。2005 年的老式大众高尔夫原值价格与今天的 BBA 价格区间重合，而 BBA 的配套轮胎基本被倍耐力垄断，倍耐力是意大利百年品牌、F1 比赛唯一使用的轮胎。在低端小微车型市场，如五菱、宝骏，开始使用价格更低的中国轮胎品牌。

在替换市场，韩泰轮胎没有收获消费者的忠诚。轮胎的配套市场对替换市场有带动作用，但带动强度因时而异。在 21 世纪初期中国家用汽车井喷的年代，多数中国家庭开始消费第一辆车，对汽车后市场没有概念，车主保养、维修会去 4S 店，换用原厂配件，在这个阶段韩泰在替换市场拥有过优势地位。但消费理念逐步走向成熟是必然趋势，今天壳牌、美孚润滑油最大的经销商是京东，可以看出消费者已经开始自主选择购买保养品，然后找方便临近的快修美容店去花工时费更换。中国新车销量、保有量仍在大幅增长，但韩泰在中国的市场份额和绝对收入都在连年下滑，可以看出当年家喻户晓的配套品牌并没有收获消费者的忠诚。消费者建立起对轮胎品牌的认知后，一部分选择了消费升级，一部分选择了做价格信徒，韩泰曾经的配套辉煌没能适应维修市场的变化。

韩泰在亚洲困境中的选择是产品升级，进击欧美市场。在 2013 年后，全球轮胎消费金额下降波动，而韩泰轮胎在欧洲、北美的销售收入却连年提升。

美国是全球最大、消费能力最强的市场，只要有过硬的产品，就能在美国市场获得更好的利润。

图 15: 韩泰轮胎产品中美价格 (元/条)


资料来源: 途虎养车网, simple tire, 信达证券研发中心

除了价格的差异以外,从各个市场的利润率水平也能看出韩泰在不同市场占用率变化除了竞争因素以外,也包含了主动的改变。通过对比韩泰 12 个规格的乘用车轮胎在中美两个市场的价格,我们可以发现两个特点:

1.同样的产品,在美国销售价格更高。美国对中国出口轮胎征收反倾销关税,最近又开始对泰国等地出口美国的乘用车轮胎征收反倾销关税。而中国市场上集中了全球所有欧美大牌轮胎和国内轮胎公司的产品。美国轮胎市场竞争没有中国市场激烈。导致韩泰在竞争下,中国区的产品销售价格低于美国。

2.美国对大尺寸、高性能轮胎需求更多,而此类产品中国需求出现空白。2019 年美国市场收入的 45%来自 18 寸以上产品,而韩泰在中国市场的收入中仅有 24%来自 18 寸以上产品。

韩泰在中国的配套轮胎市场借了中国汽车消费井喷的东风,但在窗口期消失后又没有恋战,产品升级进击消费能力更强的欧美市场。中国市场限于价格战泥潭时,在高价格的美国市场收之桑榆,保持了全球地位。避免了类似锦湖的沉沦。

韩泰的产能布局对中国轮胎的启示

2020 年 5 月,美国钢铁工人协会提出对东南亚地区的越南、泰国、韩国和中国台湾地区的轮胎企业发起双反调查,北京时间 2020 年 12 月 31 日,美国商务部和美国国际贸易委员会公布对韩国、泰国、越南及台湾地区乘用车和轻卡车轮胎反倾销调查的初裁结果,赛轮、建大、普利司通、锦湖、横滨在越南的工厂的反倾销税率被裁定为 0%,其他企业在越南的反倾销税率为 22.3%,玲珑泰国 22.21%,住友泰国 13.25%,其他在泰国地区的轮胎企业 16.66%,中国台湾地区正新 52.42%,南港 98.44%,其他企业 88.82%,韩国韩泰 38.07%,耐克森 14.24%。其他 27.81%。

图 16: 美国双反调查税率 (%)

国家和地区	公司	反倾销税	反补贴税
韩国	韩泰	38.07%	
	耐克森	14.24%	
	其它	27.81%	
台湾	正新	52.42%	
	南港	98.44%	
	其它	88.82%	
泰国	玲珑	22.21%	
	住友	13.25%	
	其它	16.66%	
越南	襄轮	0.00%	6.23%
	建大	0.00%	6.77%
	普利司通	0.00%	6.77%
	锦湖	0.00%	10.08%
	横滨	0.00%	6.77%
	其它	22.30%	6.77%

资料来源:美国商务部, 信达证券研发中心

我们一直强调,中国轮胎行业之所以出现显著的竞争格局分化,其重要的原因就在于一批龙头企业前瞻性的布局了海外产能,从而享受了海外市场相较于国内市场的贸易壁垒的优势从而持续高增长,在高增长的同时投入资金研发增强产品品质从而加速分化。

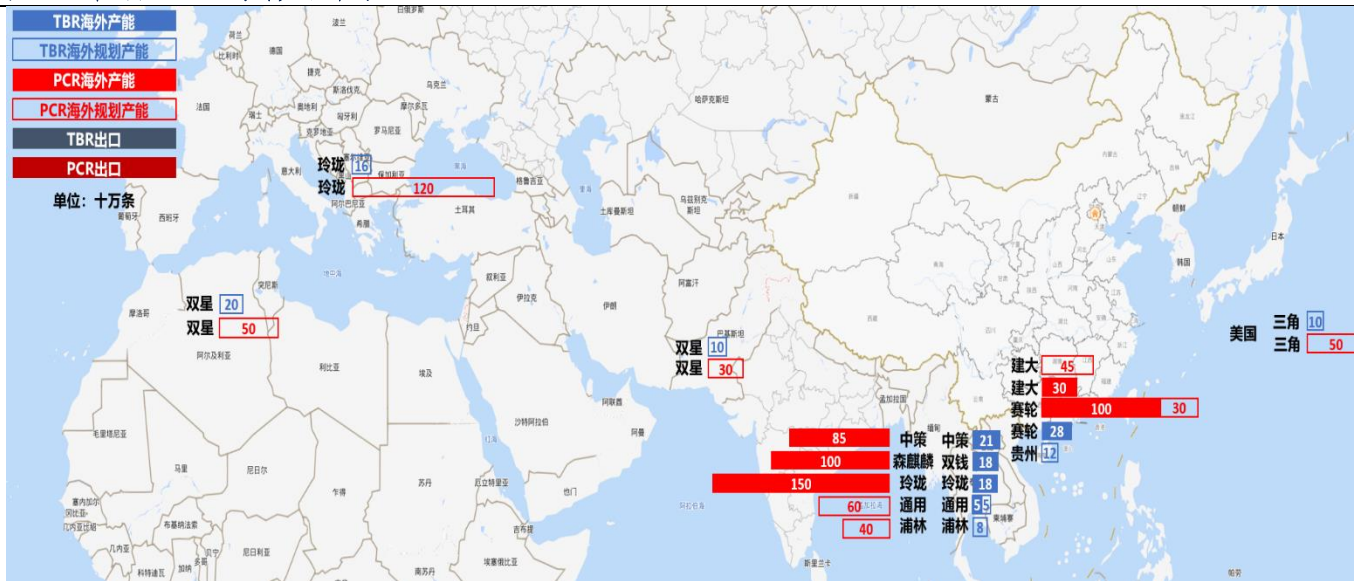
而从韩泰的产能布局来看,韩泰也从最初的以韩国为中心的产能布局效仿国际一线的品牌布局,分别在中国、印尼、美国和匈牙利布局了海外产能。

表 3: 韩泰轮胎全球产能分布

工厂	建成时间	现有产能(万条)	轮胎类型
韩国大田工厂	1979	2350	全钢胎和半钢胎
韩国锦山工厂	1997	2350	全钢胎和半钢胎
江苏淮安	1999	1940	全钢胎和半钢胎
浙江嘉兴	1999	940	半钢胎
重庆	2013	630	全钢胎和半钢胎
	2024E	1290	90万条全钢子午胎、1107.6万条半钢子午胎、92.4万条自修复半钢胎
美国田纳西	2017	550	超高性能轮胎占比 50%, 乘用车轮胎占比 25%, 轻卡轮胎占比 25%
匈牙利	2007	500	全钢胎和半钢胎
	2011	1000	全钢胎和半钢胎
印度尼西亚	2018	600	全钢胎、半钢胎、超高性能轮胎

资料来源: 轮胎世界, 信达证券研发中心

我们认为,从此次美国对于东南亚地区的双反调查来看,轮胎作为劳动力相对密集型的行业,其贸易壁垒会是一个长期的过程,在成长为国际轮胎龙头的过程中,要占领全球的轮胎市场,其根本的解决之道是进行分散化的产能布局。目前,国内的龙头轮胎企业也正在积极推进其海外第二工厂的建设,玲珑轮胎正在投建其塞尔维亚工厂,而森麒麟也在规模其欧洲工厂。

图 17： 中国轮胎企业海外产能布局


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

韩泰的品牌建设之路

品牌的建设,核心是产品+消费者认知,其中产品是第一要素。韩泰在成长为全球轮胎前十并长期稳居第7,其重要的因素之一就是其在产品上的巨大投入。

从其研发中心的布局来看,韩泰全球设立了5个研发中心,韩国大田研发中心、日本名古屋研发中心、中国嘉兴研发中心、欧洲汉诺威研发中心和美国阿克伦研发中心。全球布局的研发中心保证了韩泰对于全球相关人才的吸引。







除此以外,早在1985年,韩泰轮胎就在韩国设立了韩国第一家轮胎试验场。轮胎试验场是汽车轮胎室外测试的专用场地,通过对轮胎各项指标进行测试,提高产品技术,以更好地适应市场需要。轮胎试验场的建立,是保证轮胎性能研究、实测的基础。中国轮胎龙头的发展也必然伴随着这一过程。2016年10月18日,由玲珑集团投资建设的国内首家大型室外轮胎试验场—中亚轮胎试验场在招远试运营。在玲珑轮胎之后,赛轮轮胎、中策轮胎也相继投建了自己的轮胎试验场。

图 18： 中亚轮胎试验场


资料来源:搜狐网, 信达证券研发中心

除了研究，轮胎产品的的检验最佳的场所之一就是赛车赛事，相比于一般的乘用车轮胎，赛车轮胎对于的性能要求更高、使用环境更加极致，因此能够获得赛事认可，是极佳的证明产品性能的佐证。韩泰一直积极的推进与参与世界各地的赛车赛事，是世界汽车拉力锦标赛（WRC）的赞助商。

图 19： 韩泰轮胎的赛事合作

		
<p>赛车赛事</p> <p>韩泰轮胎一直以来都积极参与世界各地的赛车赛事，突破各种极限，技术实力得以充分展现。</p>	<p>赛事日程</p> <p>韩泰轮胎是世界汽车拉力锦标赛（WRC）的赞助商，该比赛要求在某些最恶劣的路况轮胎展示完美性能。</p>	<p>赛事车辆</p> <p>我们一直致力于研发优秀的产品。</p>
		
<p>24H Series</p> <p>韩泰轮胎与世界顶级赛车在赛事中共同证明其性能和耐用性。</p>	<p>Supercar Challenge</p> <p>作为跑车挑战赛（展现最高速度的跑车比赛）的唯一轮胎供应商，韩泰轮胎凭借其技术和质量而赢得认可。</p>	<p>British F4</p> <p>British F4 以初级赛车比赛著称，面向那些向往参加 F1 比赛的青少年车手，是最有竞争力的初级类别的赛车比赛。</p>

资料来源:韩泰轮胎官网, 信达证券研发中心

在赛事合作方面，中国龙头轮胎企业也在积极推进。赛轮合作的车队获得 2019 环塔拉力赛汽车 T2 量产组冠军和厂商杯冠军，这是赛轮第三次获此殊荣。2019 年，赛轮首次涉足国际顶级汽车运动赛事丝绸之路拉力赛便取得令人瞩目的好成绩，首次参加中国高水平的飘移赛事——大庆赛车小镇·劳特润滑油杯 DCGP 飘移系列赛，获得单走、追走及厂商杯三料冠军。2020 年 1 月 11 日，东京改装展（Tokyo Auto Salon）期间，赛轮集团与日本著名飘移赛事 D1GP 举行签约仪式，赛轮轮胎成为 D1GP 官方战略合作伙伴及 D1 官方轮胎供应商。另外，公司还与西甲知名足球俱乐部瓦伦西亚签署了战略合作协议，成为瓦伦西亚全球官方合作伙伴。2020 年 3 月 10 日，公司旗下轮胎品牌（RoadxTyre）正式牵手英超西汉姆联足球俱乐部，成为其 2020-2022 年全球官方轮胎合作伙伴。

图 20: 赛轮轮胎的赛事合作



SAILUN MOTORSPORT

高性能运动轮胎
Gene R

2018 D1GP 中国杯 飘移赛年度冠军
2019 DCGP 飘移系列赛 年度冠军

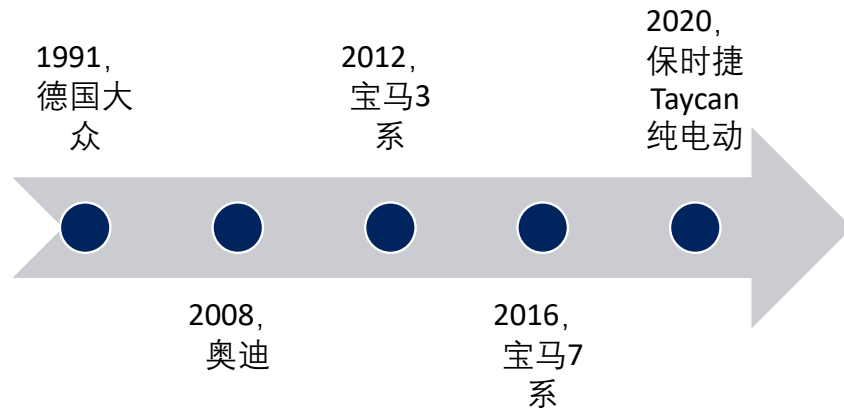
195/50R15	235/40R18	285/35R18
225/45R17	265/35R18	285/35R19
		285/35R20

GENE R 高性能运动轮胎

"GENE R" 是由赛轮轮胎运动部研发制造的高性能运动轮胎系列品牌

资料来源:车讯网, 信达证券研发中心

最后, 从轮胎配套来看, 进入整车厂的配套轮胎确实可以证明轮胎企业的性能, 但另一方面, 进入不同档次的车企的配套轮胎, 其带来的品牌力提升是有显著差异的。从韩泰轮胎来看, 1991 年, 韩泰与大众签订了第一份合约供应轮胎, 到 2008 年, 与奥迪签订原厂配套供应合作关系, 2012 年开始为宝马 3 系提供原厂配套轮胎, 2016 年成为新宝马 7 系的供应商, 2020 年开始为保时捷 Taycan 电动跑车提供电动轮胎, 从其发展路径来看, 就有一个配套轮胎升级、品牌升级的过程, 但这个过程从 1991 年到 2020 年, 是一个缓慢、稳步提升的过程, 但最关键的, 还是产品本身的提升。

图 21: 韩泰轮胎的配套进度


资料来源:韩泰轮胎官网, 信达证券研发中心

根据乘联会公布的 2020 年汽车销量数据,《车与轮汽车后市场》杂志根据汽车之家配套信息统计了 2020 年热销汽车和对应轮胎规格、品牌进行了汇总,在轿车销量前 10 中,中国大陆龙头的轮胎企业仅有玲珑进入了配套轮胎,且为较小的 15/16 寸轮胎。

表 4: 2020 年中国市场轿车销量前十配套轮胎

排名	车型	销量	配套规格	配套轮胎
1	轩逸	540947	205/60 R16 215/50 R17 195/60 R16 185/65 R15	邓禄普 ENASAVE EC300+ 普利司通 TURANZA T005A 优科豪马 BluEarth GT 等
2	新朗逸	449194	195/65 R15 205/55 R16 225/45 R17	韩泰 KINERGY EX 邓禄普 SP SPORT MAXX 050 邓禄普 ENASAVE EC300+ 玛吉斯 ME3+等
3	卡罗拉	357165	195/65 R15 205/55 R16 225/45 R17	韩泰 KINERGY EX 普利司通 ECOPIA EP150 等
4	新宝来	344687	195/65 R15 205/55 R16	锦湖 ECSTA HS81 韩泰 KINERGY EX 锦湖 SOLUS HS61 等
5	速腾	311695	205/60 R16 225/45 R18 205/55 R16 225/45 R17	锦湖 ECSTA HS81 邓禄普 ENASAVE EC300+ 佳通 Wingro 等
6	全新英朗	305002	205/55 R16 195/65 R15	固特异 Assurdnce 佳通 Comfort 228 等
7	思域	243312	215/55 R16 215/50 R17	玛吉斯 VICTRA 510 优科豪马 ADVAN dB V551V 等
8	帝豪	231576	205/65 R15 205/55 R16	玲珑 GREEN-Max HP010 玲珑 CrossWind HP010 等
9	雷凌	230210	205/55 R16 225/45 R17	普利司通 ECOPIA EP150 优科豪马 V551D 优科豪马 BluEarth GT 等
10	雅阁	215479	225/50 R17 235/45 R18 215/60 R16	米其林 Primacy 3st 优科豪马 ADVAN dB V551V 等

资料来源:《车与轮后市场》, 信达证券研发中心

而在高端轿车前 8 销量汽车中,则全部为一线国际轮胎品牌,主要为米其林、倍耐力、普利司通,韩泰进入了其中奔驰 C 级配套。

表 5: 2020 年中国市场高端轿车前 8 销量配套轮胎

排名	车型	销量	配套规格	配套轮胎
1	奥迪 A6L	182032	225/55 R18 245/45 R19 255/40 R20	固特异鹰驰 FI Asymmetric 3 倍耐力 P ZERO 等
2	宝马 5 系	158672	245/45 R18 245/40 R19 275/35 R19	倍耐力 Cinturato P7 米其林 Primacy 3st 等
3	奔驰 E 级	155634	245/45 R18 245/40 R19 275/35 R19	普利司通 TURANZA T005L 米其林 Primacy 4 等
4	奔驰 C 级	153132	225/50 R17 245/40 R18	普利司通 TURANZA T001 韩泰 Ventus SI evo? 等
5	奥迪 A4L	138707	225/50 R17 245/40 R18 245/35 R19	倍耐力 P ZERO 米其林 PILOT SPORT4 倍耐力 Cinturato P7 等
6	沃尔沃 S90	35631	245/45 R18 255/40 R19	米其林 Primacy 3st 倍耐力 P ZERO 等
7	凯迪拉克 CT6	22526	235/50 R18 245/45 R19	固特异御乘 II 代等
8	红旗 H9	11266	235/50 R18 245/45 R19	米其林 Primacy 3st 米其林 Primacy 4 等

资料来源:《车与轮后市场》, 信达证券研发中心

最后再来看市场关注的新能源车的配套轮胎。在 2020 年新能源车销量前 10 中, 中国龙头轮胎企业玲珑、中策进入了宏光 mini、欧拉、全新泰 EV 的配套, 但从尺寸可以看出, 宏光 mini 为 12 寸轮胎, 欧拉和全新泰为 15-17 寸轮胎, 与特斯拉、理想、蔚来等 18/19/20 寸轮胎仍有较大差距。

表 6: 2020 年中国市场高端轿车前 8 销量配套轮胎

排名	车型	销量	配套规格	配套轮胎
1	特斯拉 Model 3	137459	235/45 R18 235/40 R19	倍耐力 PZERO 米其林 PILOT SPORT4 韩泰 Ventus SI evo? 等
2	宏光 MINI	112758	145/70 R12	玲珑 GREEN-Max EcoTouring 等
3	欧拉 R1	46774	165/65 R15 175/55 R16	朝阳 RP18e 等
4	埃安(Aion S)	45626	215/55 R17 235/45 R18	固特异御乘 II 代 玛吉斯 WALTZ MS1 等
5	全新泰 EV	41219	205/50 R17 205/55 R16	佳通 Comfort 228 VI 玲珑 GREEN-Max HP010 等
6	奇瑞 eQ	38249	175/60 R14 165/60 R14	佳通舒适 220 等
7	理想 ONE	32624	255/50 R20	米其林 Primacy SUV 等
8	比亚迪汉 EV	28772	245/45 R19	固特异鹰驰 FI ASYMMETRIC 3 德国马牌 MaxContact MC6 等
9	蔚来 ES6	27945	255/55 R19 255/50 R20	德国马牌 MaxContact MC6 韩泰 Ventus SI evo2 SUV 等
10	宝马 5 系 PHEV	23433	245/45 R18	普利司通泰然者 T005 德国马牌 EcoContact 6 等

资料来源:《车与轮后市场》, 信达证券研发中心

风险因素

- 1、贸易制裁的风险
- 2、轮胎销售不及预期的风险

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	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。