



Research and  
Development Center

# 亮剑：新白马，新消费！

—赛轮轮胎(601058)公司深度报告

2021年2月24日

张燕生 化工行业首席分析师  
S1500517050001  
+86 10 83326847  
zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师  
S1500520080002  
+86 10 83326848  
hongyingdong@cindasc.com

**证券研究报告**
**亮剑：新白马，新消费！**
**公司研究**

2021年02月24日

**公司深度报告**
**本期内容提要：**
**赛轮轮胎 (601058)**
**投资评级**          买入

**上次评级**          买入


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	10.00
52周内股价波动区间(元)	10.51-3.49
最近一月涨跌幅(%)	14.6
总股本(亿股)	26.55
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	266.00

资料来源：信达证券研发中心

◆**新消费：**市场普遍认为，轮胎属于化工周期板块，或者属于汽车零配件，属于工业品，受原材料价格波动影响较大。而我们认为，轮胎从消费方式来看，直接面向消费者的替换轮胎占约80%。尤其是其中的乘用车胎属于面向消费者的C端消费品，而不是一般认为的工业品。市场又认为今天中国轮胎尚没有得到消费者认可，但明天会逐渐实现国产替代得到消费者接受。我们认为今天中国轮胎已经得到消费者接受，路径不是国产替代。国产替代这个词隐含着民族情愫，这当然没有错，但更高层次的是回归产品的本质，通过好的产品无国界地征服消费者。就像在观看CBA联赛时我们并没有要求一定用本土球员替代外援，我们本质是想看更精彩的表演、看到赢得比赛，而我们以我国最优秀的篮球运动员能进入NBA打球而骄傲，那是全球最大的篮球市场，是水平的历练，是实力的证明，也是获取收益的最好市场。与NBA和CBA的关系类似，目前美国轮胎市场远大于中国轮胎市场，是全球第一大市场。而中国轮胎龙头企业已经在美国市场得到了消费者的直接认可。几个龙头企业近年产品升级，在欧美市场量价齐升，取得业绩连续快速增长，显著区别于化工周期资产的表现，体现出了消费品的属性。未来中国轮胎龙头在中国市场的表现会随着中国汽车保有量的增加而呈现水到渠成之势。

◆**新白马：**中国轮胎行业正在剧烈分化整合，赛轮轮胎是胜出的少数龙头企业之一。过去三年盈利持续增长，增速业内第一。2020年末美国对东南亚乘用车轮胎反倾销调查初裁税率落地，赛轮的越南工厂反倾销税率为0，其产能布局相较于同业处于更优位置。赛轮轮胎的产品在美国市场中取得了由小到大全系列规格下消费端的认可，产品价格更为接近国际二线轮胎品牌。轮胎企业长期成长的核心竞争优势是提升产品，在制造、材料、产品设计、工艺设备等轮胎全产业链协同研发上，赛轮轮胎厚积薄发是中国轮胎行业最具潜力的企业。敏于行讷于言的赛轮轮胎正在被资本市场重新认识。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年营业收入分别达到173.8、211.3、250.6亿元，同比增长14.9%、21.6%、18.6%，归属母公司股东的净利润分别为16.48、20.94、26.33亿元，同比增长37.85%、27.09%、25.75%，2020-2022年摊薄EPS分别达到0.61、0.79、0.99元。对应2020年的PE为16倍、2021年PE为13倍，维持买入评级。

◆**股价催化剂：**公司定增正式获得批复

- ◆**风险因素：**
- 1、新项目建设不及预期的风险
  - 2、天然橡胶价格短期大幅波动的风险
  - 3、全球疫情导致的出行需求下降风险

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	13685	15128	17382	21131	25058
增长率 YoY %	-0.88%	10.55%	14.90%	21.57%	18.58%
归属母公司净利润(百万元)	668	1195	1648	2094	2633
增长率 YoY%	102.54%	78.88%	37.85%	27.09%	25.75%
毛利率%	19.82%	25.86%	25.26%	26.33%	26.46%
净资产收益率ROE%	10.89%	17.87%	20.91%	21.51%	21.76%
EPS(摊薄)(元)	0.25	0.44	0.61	0.79	0.99
市盈率 P/E(倍)	40	23	16	13	10
市净率 P/B(倍)	4.28	3.82	3.11	2.46	1.98

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 02 月 24 日收盘价

## 目录

投资聚焦	6
轮胎龙头藏身化工板块，难掩消费属性放光华	7
历史缘由轮胎制造划归化工行业	7
轮胎是终端消费商品	7
中国轮胎龙头在过去5年中已经呈现消费属性	8
赛轮轮胎的产品去哪儿了？	11
赛轮的乘用车轮胎产品系列	11
赛轮的乘用车轮胎产品价格水平	12
赛轮的乘用车轮胎市占率	15
中美轮胎消费市场对比	17
中美轮胎消费市场存在结构性差异	17
韩泰轮胎的抉择	21
中美轮胎市场上同样的产品不同的价格	23
产品才是竞争壁垒，赛轮方显英雄本色	26
营销？产品？	26
轮胎产品的提升的三个层次	26
赛轮的全产业链协同研发基因	27
轮胎是否是一门好生意？	31
新增产能与盈利预测	33
现有产能	33
公司新建产能	34
东南亚双反落地，半钢替代空间巨大！	36
盈利预测	37
投资评级	38
风险因素	39

## 表目录

表 1: 米其林、韩泰、赛轮轮胎品牌系列	12
表 2: 2020 年美国乘用车销量 Top10 车型	18
表 3: 2020 年中国乘用车销量 Top12 车型	18
表 4: 赛轮近年项目投资回报率（亿元）	31
表 5: 公司现有产能	33
表 6: 美国对东南亚双反调查初裁税率（%）	36
表 7: 公司盈利预测（百万元）	37
表 8: 可比公司（亿元）	39

## 图目录

图 1: 全球轮胎销售额（亿美元）	7
图 2: 化工周期龙头单季度 EPS（元/股）	8
图 3: 过去 5 年赛轮轮胎单季度收入（亿元）	9
图 4: 过去 5 年赛轮轮胎单季度扣非归母净利润（亿元）	9
图 5: 过去 5 年赛轮轮胎毛利率、净利润率、ROE 以及天然橡胶价格	10
图 6: 赛轮轮胎乘用车轮胎产品示例	11
图 7: 赛轮轮胎 SUV 轮胎产品示例	11
图 8: 赛轮轮胎雪地轮胎产品示例	12
图 9: 235/50R18 规格轿车轮胎美国市场价格（美元/条）	13
图 10: 295/45R20 规格 SUV 轮胎美国市场价格（美元/条）	14
图 11: 赛轮越南工厂半钢胎产能及开工率（万条/年和%）	15
图 12: 赛轮越南工厂半钢胎出口美国收入（亿元）	16
图 13: 2019 年米其林市场分布（%）	19
图 14: 2019 年普利司通市场分布（%）	19
图 15: 2019 年固特异市场分布及平均单价（美元/条）	19
图 16: 2019 年德国大陆市场分布（%）	19
图 17: 2019 年住友市场分布（%）	19
图 18: 2019 年倍耐力市场分布（%）	19
图 19: 2019 年韩泰市场分布及 18 寸以上占比（%）	20

图 20: 2019 年横滨市场分布 (%) .....	20
图 21: 2019 年全球乘用车轮胎替换市场消费量分布 (亿条) .....	20
图 22: 美国家庭汽车保有量分布 .....	21
图 23: 韩国韩泰轮胎年收入及全球市占率 (亿美元) .....	22
图 24: 韩泰轮胎季度收入分布 (百万美元) .....	23
图 25: 中美轮胎价格对比 (元/条) .....	24
图 26: 2016 年《Tire Technology International》杂志封面文章 .....	29
图 27: 性价比偏好 .....	30
图 28: 公司分产品开工率 (%) .....	34
图 29: 公司分区域开工率 (%) .....	34
图 30: 公司未来三年利润增长 (亿元) .....	37

## 投资聚焦

### 与市场主流认识的不同

**新消费：**市场普遍认为，轮胎属于化工周期板块，或者属于汽车零配件，属于工业品，受原材料价格波动影响较大。而我们认为，轮胎从消费方式来看，直接面向消费者的替换轮胎约占 80%。尤其是其中的乘用车胎属于面向消费者的 C 端消费品，而不是一般认为的工业品。市场又认为今天中国轮胎尚没有得到消费者认可，但明天会逐渐实现国产替代得到消费者接受。我们认为今天中国轮胎已经得到消费者接受，路径不是国产替代。国产替代这个词隐含着民族情愫，这当然没有错，但更高层次的是回归产品的本质，通过好的产品无国界地征服消费者。就像在观看 CBA 联赛时我们并没有要求一定用本土球员替代外援，我们本质是想看更精彩的表演、看到赢得比赛，而我们以我国最优秀的篮球运动员能进入 NBA 打球而骄傲，那是全球最大的篮球市场，是水平的历练，是实力的证明，也是获取收益的最好市场。与 NBA 和 CBA 的关系类似，目前美国轮胎市场远大于中国轮胎市场，是全球第一大市场。而中国轮胎龙头企业已经在美国市场得到了消费者的直接认可。几个龙头企业近年产品升级，在欧美市场量价齐升，取得业绩连续快速增长，显著区别于化工周期资产的表现，体现出了消费品的属性。未来中国轮胎龙头在中国市场的表现会随着中国汽车保有量的增加而呈现水到渠成之势。

**新白马：**中国轮胎行业正在剧烈分化整合，赛轮轮胎是胜出的少数龙头企业之一。过去三年盈利持续增长，增速业内第一。2020 年末美国对东南亚乘用车轮胎反倾销调查初裁税率落地，赛轮的越南工厂反倾销税率为 0，其产能布局相较于同业处于更优位置。赛轮轮胎的产品在美国市场中取得了由小到大全系列规格下消费端的认可，产品价格更为接近国际二线轮胎品牌。轮胎企业长期成长的核心竞争优势是提升产品，在制造、材料、产品设计、工艺设备等轮胎全产业链协同研发上，赛轮轮胎厚积薄发是中国轮胎行业最具潜力的企业。敏于行讷于言的赛轮轮胎正在被资本市场重新认识。

## 轮胎龙头藏身化工板块，难掩消费属性放光华

### 历史缘由轮胎制造划归化工行业

新中国成立几个月后，1950年重工业部设立化学工业局，轻工业部设立橡胶工业管理局。

1956年，合并化学工业局和橡胶工业管理局，组建化学工业部，主管全国的化工行业。

虽然计划经济时代过去后，国务院机构精简撤销了化工部。但至今在统计局的核算中，橡胶和塑料制造业仍是化工行业的一个分支。

今天A股市场上广泛采用的申万行业分类框架中，轮胎也依然被定义为化工板块中的一个细分子行业。

本文并不是想讨论中国轮胎工业的历史，而是回溯这段渊源，给今天A股的轮胎行业龙头形成了普遍认知的偏见，即轮胎属于周期类化工资产。

然而，轮胎与绝大部分化工品属性不同，轮胎是差异化产品，是消费品。本文的核心观点即是以消费的视角重新评估轮胎资产的价值。

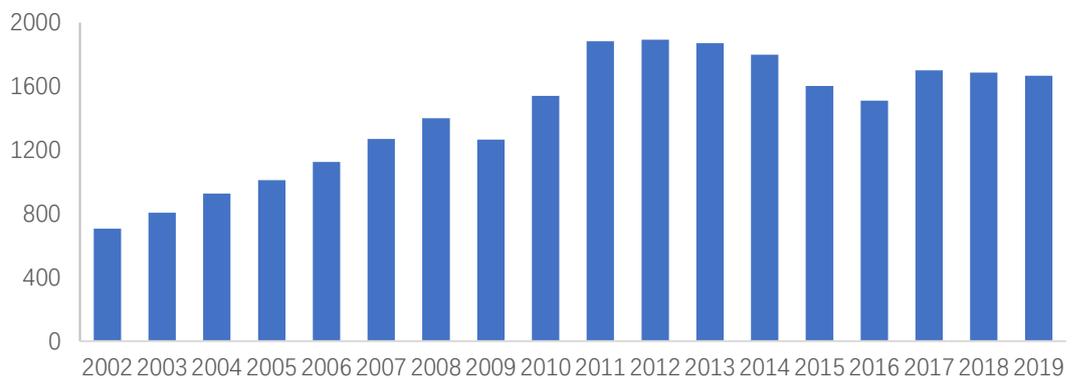
### 轮胎是终端消费商品

根据《轮胎商业》统计，全球轮胎市场每年销售额，以出厂价口径统计，大约在1700亿美元左右，万亿人民币的规模可以算是不小的一个消费市场。其中乘用车轮胎大约占比60%，商用车轮胎大约占比40%。

之所以说轮胎市场是个消费市场，是因为以金额计大约仅有20%的轮胎销售于配套市场，即汽车整车制造厂，而80%的轮胎消费发生于替换市场，即消费者存量汽车更换轮胎的需求。全球最大的轮胎企业米其林估算的数据，若以数量计，在乘用车轮胎消费中28%在配套市场，72%在替换市场；而在商用车轮胎消费中17%在配套市场，83%在替换市场。

即便在配套市场中，轮胎作为一个汽车零部件，也与手机零部件等电子产品不同。因为轮胎是汽车上除了汽车品牌外，另一个唯一凸显品牌的零部件，轮胎品牌独立为自己产品的性能、质量背书。因此在配套市场上轮胎依然似乎是个差异化的品牌消费品，并不弱于替换市场。

图 1：全球轮胎销售额（亿美元）



资料来源：TireBusiness，信达证券研发中心

在A股市场上，资金偏好消费股远甚于周期股，消费的估值水平远高于周期。其背后是有逻辑支撑的。

周期股的产品，价格随着供需关系而上下往复波动，其价格中枢并不随着时间推移有长期上升的趋势。比如化工品中的MDI、PVC、PTA等产品，以10年的时间维度去观察，其价格

不仅没有上升的趋势，甚至随着技术进步有下行的趋势。

而生产周期品的个体公司，并不能在产品上过多的发挥，各家的 MDI 在规定牌号下，分子量、各项性能参数是固定的，每家企业要完成规定动作，然后接受市场统一的价格。个体企业可以把聚合 MDI 的分子量做得更大以期价格卖得更高吗？显然不行，这样不符规格的产品下游根本没法应用。

所以周期品以长期视角观察，熨平波动，则只有增量的逻辑，而没有提价的逻辑，若市场已成寡头格局，则量的空间也有限，反应到估值水平，天花板就低了。

消费品则不同，消费品是差异化的产品，个体企业若能实现产品的不断升级，则有量、价齐升的可能。例如 8 年前的 1 代小米手机定价 1999 元，而今天的 11 代小米手机已经定价 4699 元，并且还伴随了市占率的提升。所以，消费品公司上升的空间更大，市场给予更高的估值水平。

轮胎，虽然一直被列为化工的子行业，但明显并不是大宗化工品，轮胎的属性是消费品。

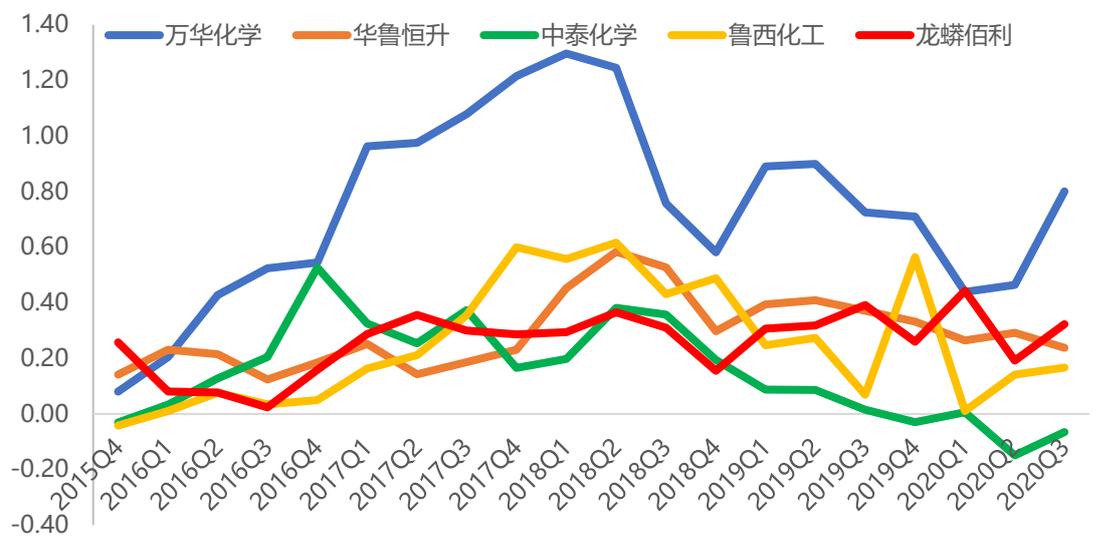
中国轮胎的龙头，全球市占率仍不足 2%，同规格产品的价格也仅有米其林等国际品牌的一半左右。上升的空间有了，下面就剖析它们是否树立了自己的品牌、是否销售于消费端、是否进入了产品升级量价提升的轨道。

### 中国轮胎龙头在过去 5 年中已经呈现消费属性

即便生产的产品是 2C 端的消费品，但如果是无差别的产品，那么依然会主要表现出受供需关系波动影响的周期性。而我们在 2020 年 5 月的报告《赛轮轮胎：行业整合与公司重组共振，业绩成长与估值修复齐飞》已经阐述，中国超过 600 家轮胎企业同质化竞争，并受到欧美等市场的贸易壁垒限制的时候，布局海外工厂的少数企业将双反的风险变成机遇，跳出中国轮胎产能过剩的红海，实现了很好的盈利，并且有余力投入到研发实现产品升级。中国轮胎行业出现了分化，极少数龙头企业中策、玲珑、赛轮、森麒麟实现了持续的成长。此时，与绝大多数在国内陷入经营危机的企业相比，轮胎龙头企业已经实现了差异化的产品竞争，步入了消费的赛道。

对比一下过去 5 年中，化工板块的周期股与轮胎龙头在基本面趋势上已经呈现出明显不同。

图 2：化工周期龙头单季度 EPS（元/股）

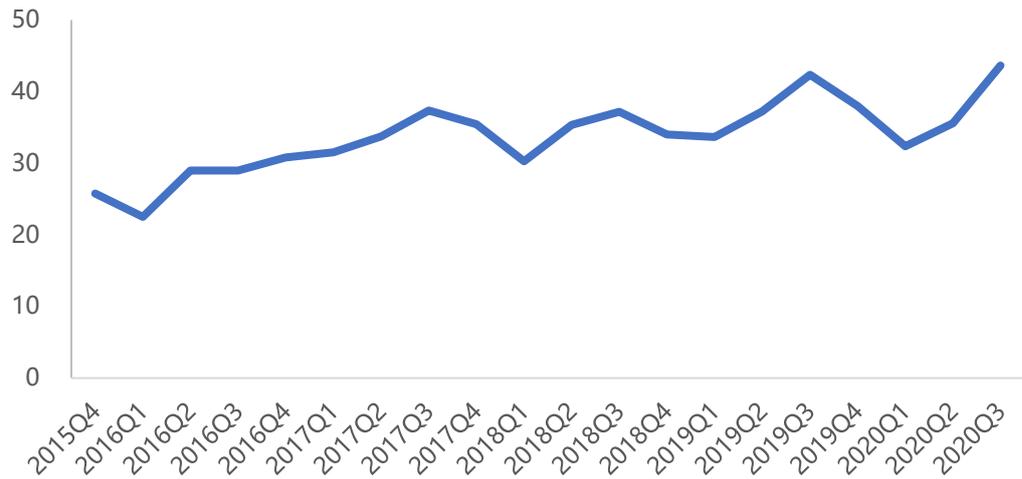


资料来源：Wind，信达证券研发中心

在过去的五年内，化工板块的周期性资产经历了周期冰点、供给侧改革启动周期反转、环保安全限产加速周期品登顶、贸易争端带动周期下行、新冠疫情周期品加速深跌、疫情恢复周期品回暖的波动历程。

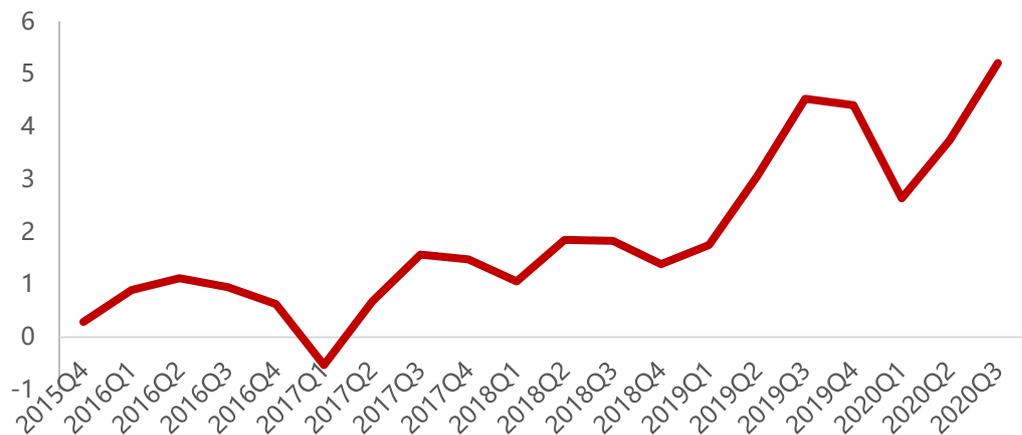
而赛轮轮胎过去 20 个季度的单季度收入明显呈现了持续的增长趋势，单季度的扣非归母净利润更是从盈亏边缘有了快速的提升。即使在 2020 年的全球新冠疫情疫情影响下，利润却在创历史新高。2015 年 Q3 赛轮轮胎收入 26.5 亿元，扣非归母净利润仅有 0.5 亿元；而 2020 年 Q3 收入增长到 43.7 亿元，单季度扣非归母净利润达到了 5.2 亿元。

图 3：过去 5 年赛轮轮胎单季度收入（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：过去 5 年赛轮轮胎单季度扣非归母净利润（亿元）



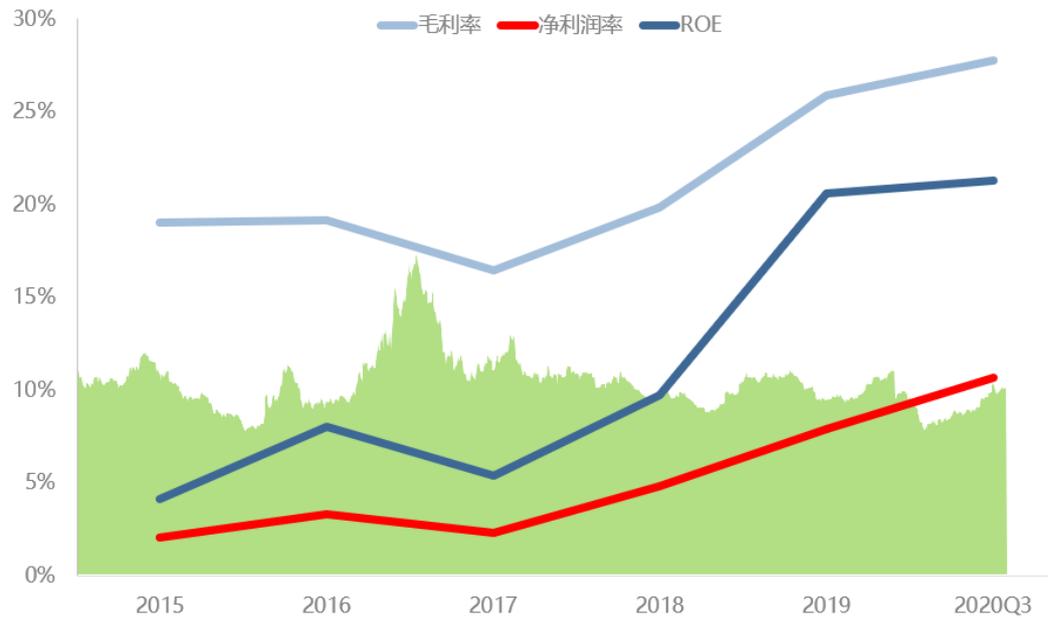
资料来源：Wind，信达证券研发中心

赛轮轮胎不仅收入、利润表现出持续增长而非周期波动的趋势，并且明显利润增速高于收入增速，可以推理出其销售利润率的提升。利润的增长不仅是靠量的扩张，也是靠利润率的提升。

我们通过下图也可以看出，过去 5 年赛轮轮胎的毛利率、净利率、ROE 都在不断抬升。那么是否证明产品附加值提升、价格水平提升带来的利润率提升呢？逻辑上还差一环。下图绿色部分是过去 5 年的天然橡胶价格，可以看到除了 2016 年底的短暂几个月，由于当时供给侧改革驱动的各类大宗商品涨价带动天然橡胶也坐了一次过山车，5 年中大部分时间橡胶

价格保持平稳，没有存在明显的持续下行。即过去 5 年赛轮轮胎利润率的提升并不是依靠原料便宜了，而只能是产品附加值提升了。这体现出成长中的消费品企业才有的特性。

图 5：过去 5 年赛轮轮胎毛利率、净利润率、ROE 以及天然橡胶价格



资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利代表一个制造企业从原材料到产品取得的附加值，2015 年至 2019 年，赛轮轮胎赚取的毛利从 18.6 亿增长到 39.1 亿元。

在海外市场，赛轮获取的毛利增加了 104%，14.8 亿增长到 30.3 亿元。其中两个因素：

- 1、海外收入增长了 54%（69 亿增长到 106 亿）
- 2、海外收入毛利率从 21% 增长到了 28%

海外毛利的增加额中，份额、价格的影响应该各占一半。

在中国市场，赛轮获取的毛利增加了 162%，3.1 亿增长到 8.2 亿元。其中两个因素：

- 1、国内收入增长了 114%（17 亿增长到 37 亿）
- 2、国内毛利率从 18% 增长到了 22%

毛利的增加额中，份额的增长贡献大于价格的贡献。

然而，赛轮轮胎报表上呈现的量价持续提升的消费品特性，却与国内消费者认知的现实出现了背离。能够读到本文的读者大概率是没有使用过赛轮轮胎的，甚至没有见过赛轮的轮胎。2019 年报中即可以算出赛轮轮胎当年产销卡车轮胎 589 万条，乘用车轮胎 3318 万条。即便普通消费者对卡车轮胎的消费场景不熟悉，但 3318 万条乘用车轮胎不是个小数目，赛轮的乘用车轮胎有自己的品牌吗？都消费到哪儿去了？

## 赛轮轮胎的产品去哪儿了？

### 赛轮的乘用车轮胎产品系列

赛轮轮胎的乘用车轮胎产品分为轿车系列、SUV 系列、补气保用系列、轻卡系列、冬季轮胎系列和赛车系列。每种车型轮胎系列里面又有细分，比如轿车轮胎里面分为静音舒适产品、运动操控产品、耐磨经济产品、超高性能产品等。产品的规格从 175/65R14 这样的微型车轮胎到 255/35R20 这样的改装车、赛车大尺寸轮胎。产品规格多达数百种。

既然要揭示一个产品被低估的消费属性，下面就多用一些篇幅描绘其产品及消费场景。

图 6：赛轮轮胎乘用车轮胎产品示例

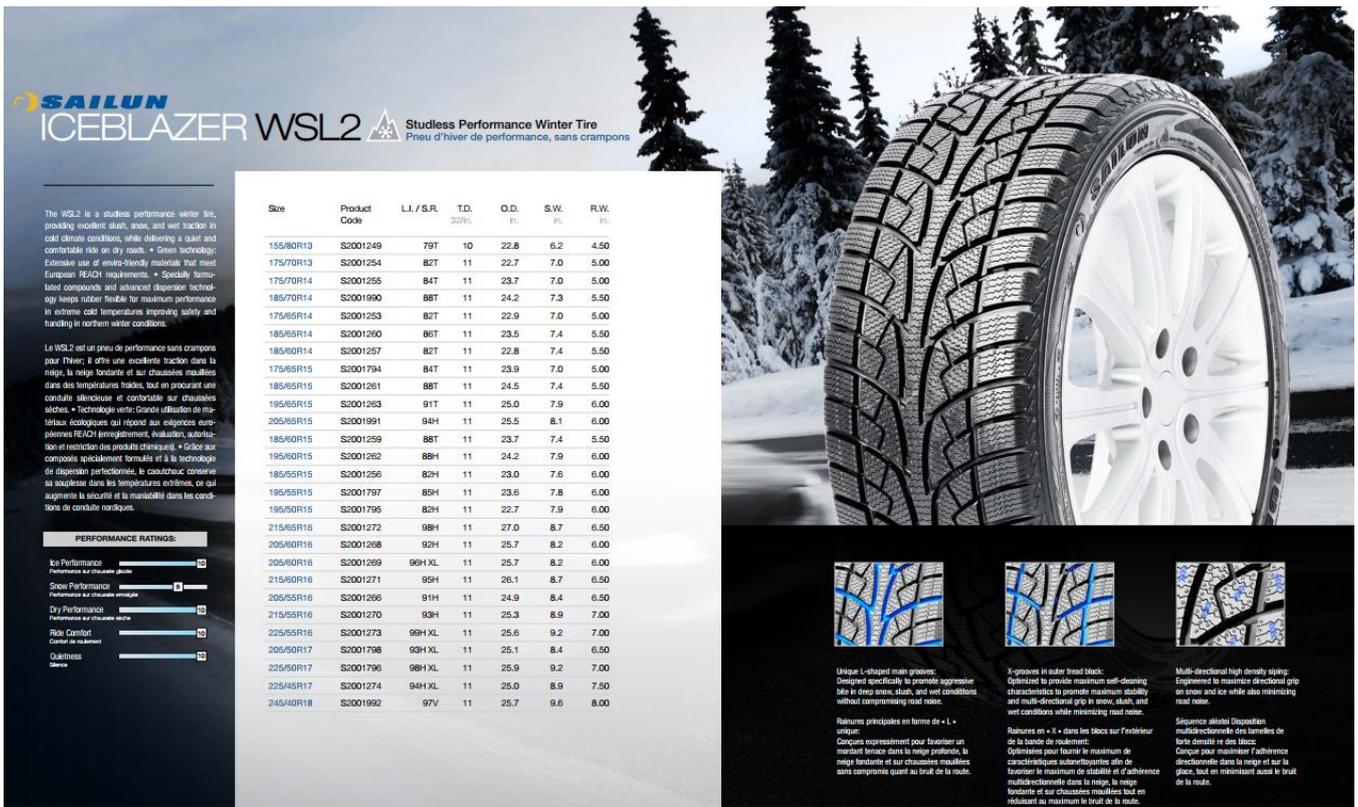


资料来源：公司网站，信达证券研发中心

图 7：赛轮轮胎 SUV 轮胎产品示例



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

**图 8: 赛轮轮胎雪地轮胎产品示例**


**SAILUN ICEBLAZER WSL2** Studless Performance Winter Tire  
 Pneu d'hiver de performance, sans crampons

The WSL2 is a studless performance winter tire, providing excellent slush, snow, and wet traction in cold climate conditions, while delivering a quiet and comfortable ride on dry roads. • Green technology: Extensive use of silica/silica masterbatches that meet European REACH requirements. • Specially formulated compounds and advanced dispersion technology keeps rubber flexible for maximum performance in extreme cold temperatures improving safety and handling in northern winter conditions.

La WSL2 est un pneu de performance sans crampons pour l'hiver. Il offre une excellente traction dans la neige, la boue fondante et sur chaussées mouillées dans des températures froides, tout en procurant une conduite silencieuse et confortable sur chaussées sèches. • Technologies vertes: Grande utilisation de pigments de silice/silice qui répondent aux exigences européennes REACH (environnement, évaluation, autorisation et restriction des produits chimiques). • Grâce aux composés spécialement formulés et à la technologie de dispersion perfectionnée, le caoutchouc conserve sa souplesse dans les températures extrêmes, ce qui augmente la sécurité et la maniabilité dans les conditions de conduite nordiques.

Size	Product Code	L.I. / S.R.	T.D. 32/31	O.D. in.	S.W. in.	R.W. in.
155/80R13	S2001249	79T	10	22.8	6.2	4.50
175/70R13	S2001254	82T	11	22.7	7.0	5.00
175/70R14	S2001255	84T	11	23.7	7.0	5.00
185/70R14	S2001900	88T	11	24.2	7.3	5.50
175/65R14	S2001253	82T	11	22.9	7.0	5.00
185/65R14	S2001260	86T	11	23.5	7.4	5.50
185/60R14	S2001257	82T	11	22.8	7.4	5.50
175/65R15	S2001794	84T	11	23.9	7.0	5.00
185/65R15	S2001261	88T	11	24.5	7.4	5.50
195/65R15	S2001263	91T	11	25.0	7.9	6.00
205/65R15	S2001991	94H	11	25.5	8.1	6.00
185/60R15	S2001259	88T	11	23.7	7.4	5.50
195/60R15	S2001262	88H	11	24.2	7.9	6.00
185/55R15	S2001266	82H	11	23.0	7.6	6.00
195/55R15	S2001797	85H	11	23.6	7.8	6.00
195/50R15	S2001796	82H	11	22.7	7.9	6.00
215/65R16	S2001272	98H	11	27.0	8.7	6.50
205/40R16	S2001268	92H	11	25.7	8.2	6.00
205/60R16	S2001269	98H XL	11	25.7	8.2	6.00
215/60R16	S2001271	95H	11	26.1	8.7	6.50
205/55R16	S2001266	91H	11	24.9	8.4	6.50
215/55R16	S2001270	93H	11	25.3	8.9	7.00
225/55R16	S2001273	98H XL	11	25.6	9.2	7.00
205/50R17	S2001798	93H XL	11	25.1	8.4	6.50
225/50R17	S2001796	98H XL	11	25.9	9.2	7.00
225/45R17	S2001274	94H XL	11	25.0	8.9	7.50
245/40R18	S2001992	97V	11	25.7	9.6	8.00

**PERFORMANCE RATINGS:**

- Ice Performance: 10
- Snow Performance: 10
- Dry Performance: 10
- Ride Comfort: 10
- Quietness: 10

Unique L-shaped main grooves: Directed specifically to promote aggressive bite in deep snow, slush, and wet conditions without compromising road noise.

X-grooves in outer tread block: Optimized to provide maximum self-cleaning characteristics to promote maximum stability and multi-directional grip in snow, slush, and wet conditions while minimizing road noise.

Multi-directional high density siping: Explores the maximum directional grip in snow and ice while also minimizing road noise.

Rabures principales en forme de « L » unique: Conçues expressément pour favoriser un mordant ferme dans la neige profonde, la boue fondante et sur chaussées mouillées sans compromettre quant au bruit de la route.

Rabures en « X » dans les blocs sur l'extérieur de la bande de roulement: Optimisées pour fournir le maximum de caractéristiques autorégénératives afin de favoriser le maximum de stabilité et d'adhérence multidirectionnelle dans la neige, la boue fondante et sur chaussées mouillées tout en réduisant au maximum le bruit de la route.

Séquence aléatoire Dispositif multidirectionnel: Des lamelles de haute densité et des blocs. Conçus pour maximiser l'adhérence directionnelle dans la neige et sur la glace, tout en minimisant aussi le bruit de la route.

资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心

国际大品牌轮胎公司在产品命名时一般采用“公司名”+“系列名”的方式, 比如普利司通的泰然者系列, 在轮胎侧面也会相应的搭配这样的 Logo——BRIDGESTONE TURANZA。这样的方式既有利于区分不同产品特性的子系列名称, 又能很好的塑造主品牌的家族产品序列。

而新兴轮胎企业一般在初期不打公司名品牌, 而是只打造子品牌名。这样的方式更加灵活, 也可以隔离子品牌与公司的风险, 但反面是不利于公司形象的打造。赛轮轮胎是目前国内唯一一家参考国际领先企业, 建立了自己公司主品牌体系的公司。

**表 1: 米其林、韩泰、赛轮轮胎品牌系列**

	米其林	韩泰	赛轮
舒适静音产品	Michelin Primacy	Hankook Kinergy	Sailun Inspire
运动操控产品	Michelin Pilot Sport	Hankook Ventus	Sailun Atrezzo
超高性能产品	Michelin Primacy LC	Hankook Optimo	Sailun Atrezzo ZSR
冬季轮胎产品	Michelin X-ice	Hankook i*cept	Sailun IceBlazer

资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心

### 赛轮的乘用车轮胎产品价格水平

赛轮的乘用车轮胎产品品牌、规格明晰后, 下一步就是认识其价格水平。本文的读者除了作为投资者之外, 作为消费者在国内没有感知过赛轮轮胎的产品, 因为其乘用车轮胎的主力市场是美国的替换轮胎市场。

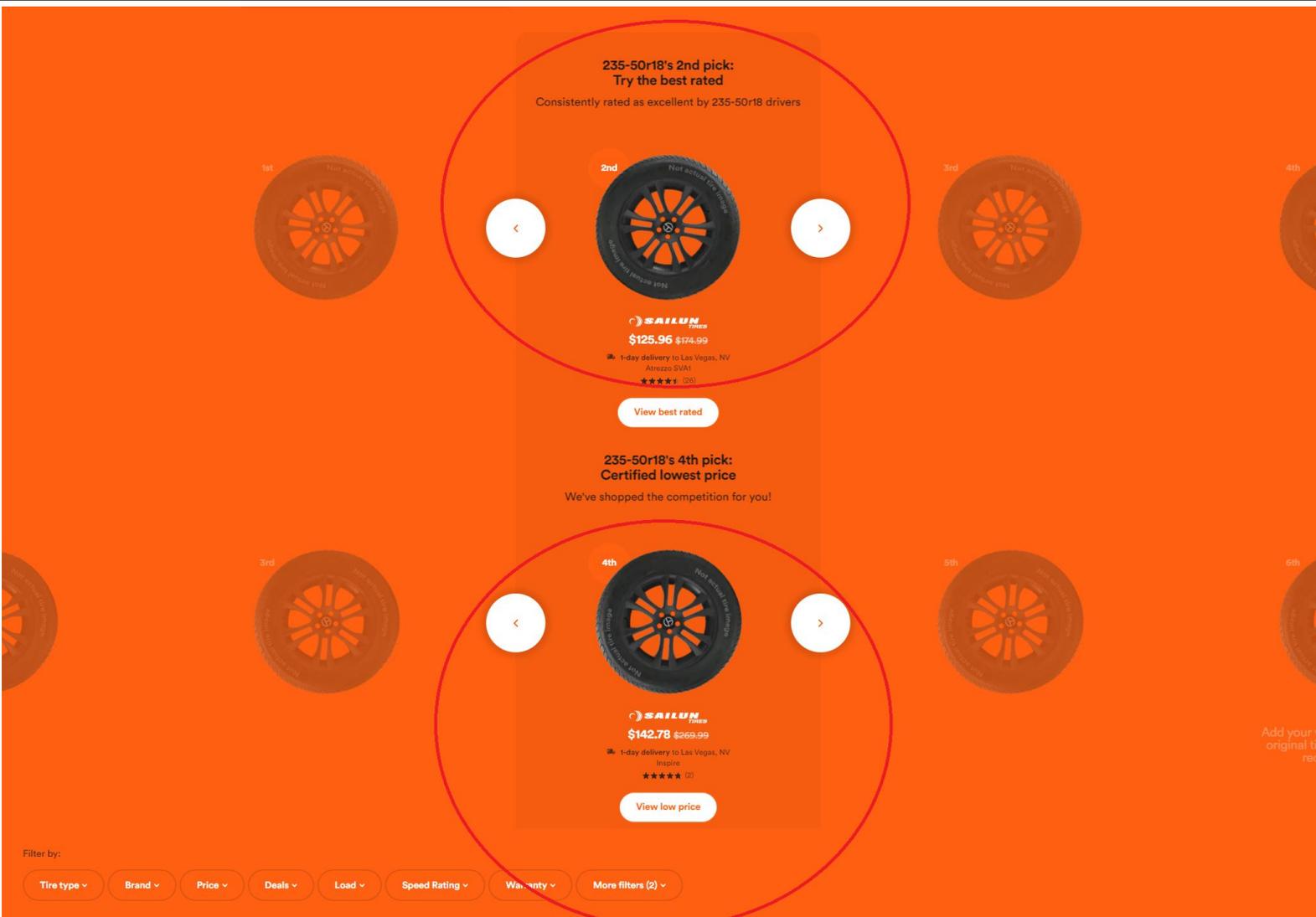
我们通过美国知名的轮胎电商网站 SimpleTire 来查询美国替换轮胎市场上消费者直接面对的轮胎产品。

轮胎的规格数百种，我们举几个示例。例如搜索 235/50R18 规格的轮胎，不设置其它过滤条件。使用此轮胎的典型车型是凯迪拉克 CT6。

SimpleTire 网站推荐的第二位为赛轮的 Atrezzo SVA 运动系列，单价 125.96 美元；推荐的第四位也是赛轮的产品，Inspire 静音舒适系列，单价 142.78 美元。

在此规格下，赛轮的价格明显低于国际一线普利司通等品牌，接近了国际二线日本东洋轮胎，与国际一线品牌的中低端子品牌住友 Falken 相当，高于了台湾玛吉斯品牌的价格。

图 9：235/50R18 规格轿车轮胎美国市场价格（美元/条）



192 results

Show technical specs  Sort by Best match

### Most popular in your location

Top choices from drivers near you



**MAXXIS**  
 \$96.03 ~~\$189.99~~  
 Bravo HP-M3 101W  
 2-day delivery  
 ★★★★★ (46)



**Voox**  
 \$324.02 ~~\$399.99~~  
 Custom Built Radial VIII 101V  
 1-day delivery  
 ★★★★★ (25)



**FALKEN**  
 \$107.97 ~~\$124.99~~  
 ZIEX ZE950 A/S 101W  
 1-day delivery  
 ★★★★★ (87)



**PIRELLI**  
 \$163.50 ~~\$284.99~~  
 P Zero All Season Plus 101W  
 1-day delivery  
 ★★★★★ (20)



**GOODYEAR**  
 \$233.96 ~~\$299.99~~  
 Eagle RS-A Police 99W  
 1-day delivery  
 ★★★★★ (11)



**TOYO TIRES**  
 \$152.71  
 Proxes Sport A/S 101W  
 1-day delivery  
 ★★★★★ (1)



**BRIDGESTONE**  
 \$197.84  
 Blizzak WS90 101H  
 1-day delivery  
 ★★★★★ (6)

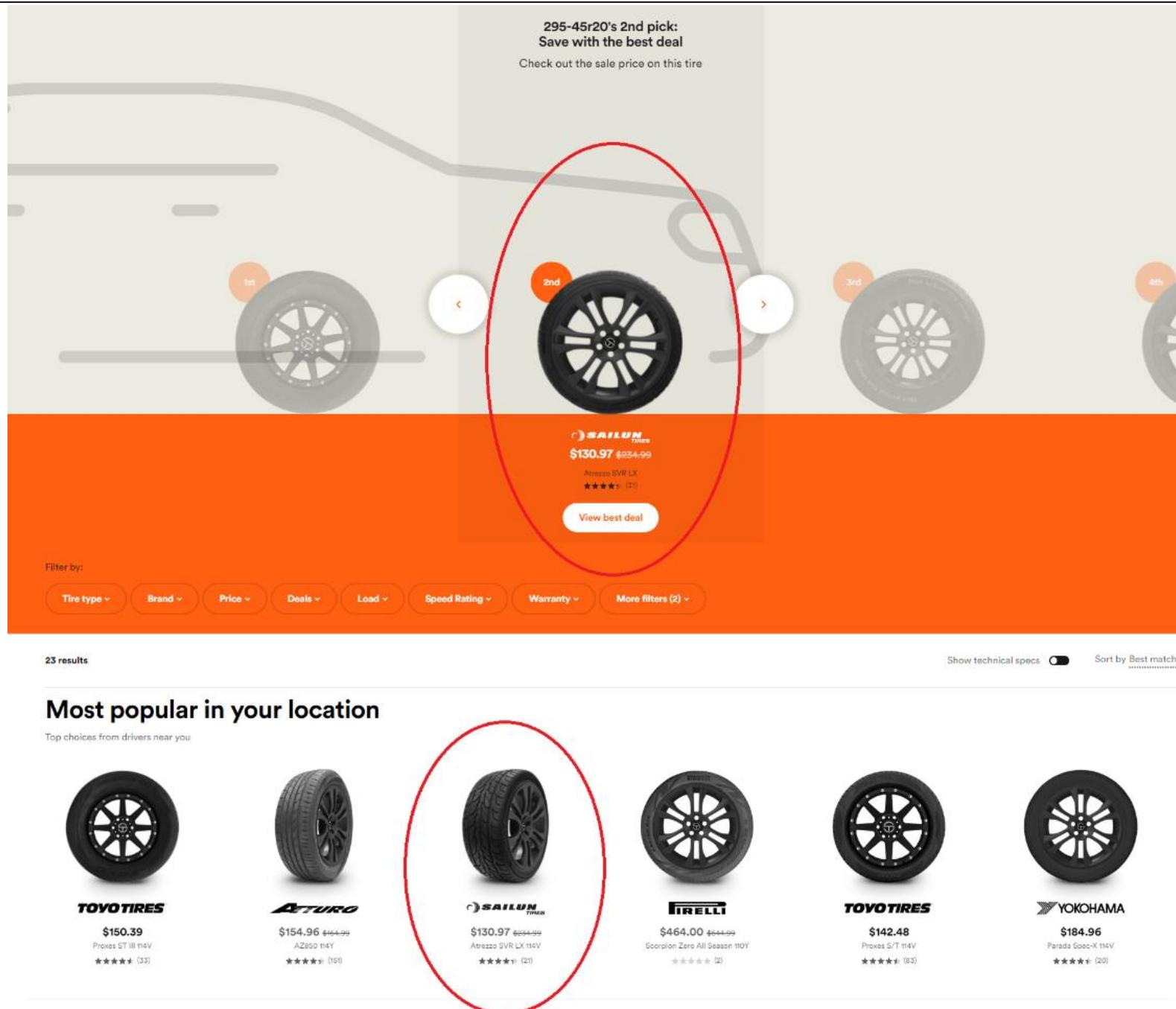
资料来源：SimpleTire，信达证券研发中心

再搜索一款 SUV 轮胎 295/45R20 规格，不设置其它过滤条件。使用此轮胎的典型车型非常美式，是大切诺基 SRT 改装版。

SimpleTire 网站推荐的第二位为赛轮的 Atrezzo SVR LX 运动系列，单价 130.97 美元。

在此规格下，赛轮的价格依然是明显低于国际一线倍耐力品牌，接近了国际二线日本东洋轮胎。

图 10：295/45R20 规格 SUV 轮胎美国市场价格（美元/条）



295-45r20's 2nd pick:  
 Save with the best deal  
 Check out the sale price on this tire

1st 2nd 3rd 4th

**SAILUN** Tires  
 \$130.97 ~~\$254.99~~  
 Atrezzo SVR LX  
 ★★★★★ (21)  
 View best deal

Filter by:  
 Tire type ▾ Brand ▾ Price ▾ Deals ▾ Load ▾ Speed Rating ▾ Warranty ▾ More filters (2) ▾

23 results Show technical specs  Sort by Best match

### Most popular in your location

Top choices from drivers near you

Brand	Model	Price	Rating	Count
TOYO TIRES	Proxes ST III 114V	\$150.39	★★★★★	(33)
PIRELLI	Scorpion Zero All Season 110Y	\$464.00 <del>\$544.99</del>	★★★★★	(2)
TOYO TIRES	Proxes S/T 114V	\$142.48	★★★★★	(83)
YOKOHAMA	Parada Spec-X 114V	\$184.96	★★★★★	(20)
<b>SAILUN</b>	Atrezzo SVR LX 114V	\$130.97 <del>\$254.99</del>	★★★★★	(21)
PIRELLI	Scorpion Zero All Season 110Y	\$464.00 <del>\$544.99</del>	★★★★★	(2)
TOYO TIRES	Proxes S/T 114V	\$142.48	★★★★★	(83)
YOKOHAMA	Parada Spec-X 114V	\$184.96	★★★★★	(20)

资料来源：SimpleTire，信达证券研发中心

## 赛轮的乘用车轮胎市占率

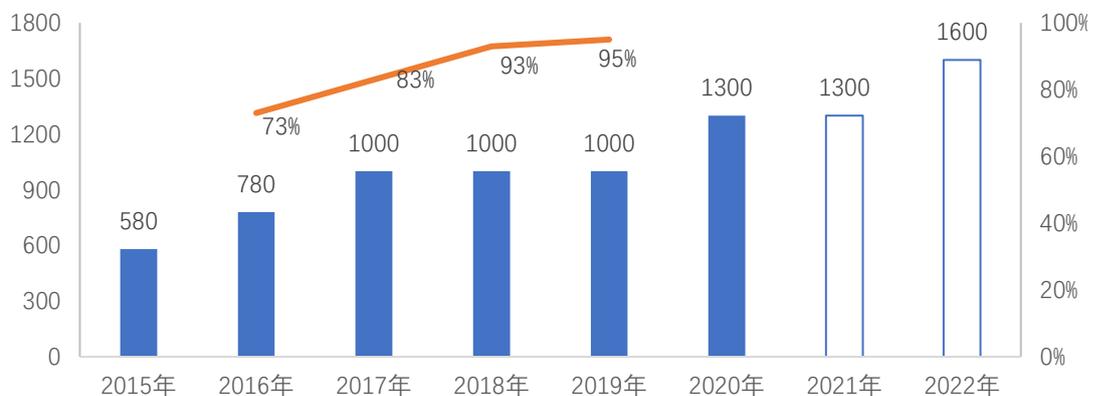
明晰了品牌和产品，也了解了品牌档次和价格水平，第三步就是究竟卖出去多少产品，以及品牌的市占率。下面我们依然分析的是美国市场。

赛轮品牌进入美国市场有十余年的积累，但中国大陆从 2015 年之后半钢胎（乘用车轮胎）出口美国受到双反制裁，2018 年之后又叠加了 25% 的贸易战关税。因此，赛轮进入美国的乘用车轮胎，从其越南工厂制造和出口。

2020 年即便在新冠疫情的阻碍下，赛轮轮胎依然完成了越南工厂 1000 万条/年半钢胎产能的技改填平补齐项目，增加了 300 万/条年，达到了 1300 万条/年。公司 2021 年 1 月公告拟投资越南工厂三期项目，其中又包括半钢胎 300 万条/年产能。因此，我们预计公司越南工厂半钢胎产能在 2022 年达到 1600 万条/年。

由公司过往几年越南工厂半钢胎产能的开工率可知，首先，公司半钢胎产品的市场需求稳步逐年增长，其次，公司历来投资谨慎，以市场需求拉动产能投放，维持高开工率运行。因此，我们判断未来两年公司越南工厂半钢胎产能增加也可以保证良好的产销率。

图 11：赛轮越南工厂半钢胎产能及开工率（万条/年和%）

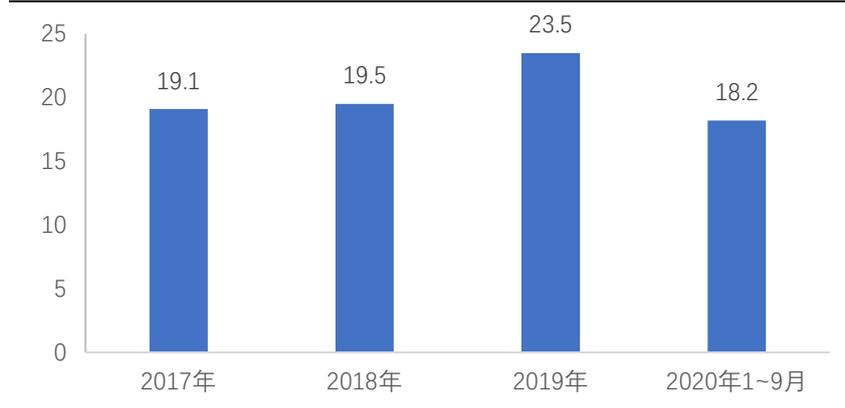


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

目前欧盟、美国对中国出口的卡车轮胎都征收双反关税，越南工厂生产的卡车轮胎目标市场是欧盟和美国。目前欧盟对中国出口的乘用车轮胎未设置贸易壁垒，所以越南工厂生产的乘用车轮胎目标市场就是美国。依据美国轮胎制造商协会的数据，2019 年美国乘用车轮胎替换市场的需求大约 2.5 亿条，那么赛轮轮胎越南工厂千万条乘用车轮胎出口到美国，对应在美国 2C 端的替换轮胎市场上品牌市占率大约 4%。已经是不能忽视的品牌市占率。

赛轮轮胎公告其越南工厂出口到美国的乘用车轮胎 2019 年达到 23.5 亿元，新冠疫情影响下的 2020 年 1 至 9 月依然达到了 18.2 亿元。以公司 2020 年半年报数据计算，其越南工厂的净利润率达到了 27%。其乘用车轮胎产品不仅进入、占领美国市场，还实现了丰厚的回报。

图 12: 赛轮越南工厂半钢胎出口美国收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

为什么分析乘用车轮胎市场就要专提美国市场?

为什么赛轮要把美国市场作为自己乘用车轮胎产品的主攻市场?

下一个章节就对比中美乘用车轮胎消费市场, 探究背后逻辑。

## 中美轮胎消费市场对比

### 中美轮胎消费市场存在结构性差异

周期品的市场上，无差别客户接受无差别的产品，企业要向内挖潜，通过资源、技术控制成本。而消费品市场上，是差异化的客户接受差异化的产品，企业必须要研究客户。

煤炭的热值和价格之比可能呈现一个常数，而绝大部分消费品的性能效用和价格之比则不是常数。

如果厂商 B 提供的商品性能有 80 分，价格为 80 元；也会存在厂商 A 提供的商品性能有 100 分，但价格为 200 元。理性的选择并非只有一个，因为额外的 120 元对每个消费者的边际效用是不同的。并且，也会存在厂商 C 提供性能为 30 分价格为 50 元的商品。

作为厂商不要抱怨消费者不理性，也不要试图教育消费者，而是要搞清楚两件事，第一，自己有能力提供哪种商品？第二，需要这种商品的消费者在哪里？然后把商品卖给他们。

### 中美汽车存量接近

中美是全球 GDP 排行一二的国家，中国又是人口第一大国，很多人朴素的认为中国是全球第一大消费市场，至少体量是不输美国的。但轮胎消费市场真相是否如此？下面就层层递进研究一下二者轮胎市场的对比关系。

首先是新车销量，十年前中国即超过了美国，成为全球第一大汽车产销国。2020 年中国乘用车销量 1976 万辆，美国乘用车销量 1460 万辆，从这个角度看，至少从数量上，中国配套轮胎的需求超过美国。

然而轮胎的主体需求市场是存量车市场。根据我国公安部和美国交通部的数据，2020 年中美的汽车保有量都达到了 2.8 亿辆，旗鼓相当。本文我们要重点讨论乘用车轮胎，那么根据我国国家统计局的数字，2020 年我国小型载客汽车的保有量是 2.2 亿辆。而美国交通部的数据显示乘用车的保有量在 2.5 亿辆。美国的存量市场更大。

### 中美轮胎消费市场金额差异悬殊

但是车的数量不等于轮胎的消费量，更不等于轮胎消费额。尤其是金额要远比数量重要，因为轮胎规格方差很大，单价的差异倍数甚至可能超过一个数量级。由于没有权威机构数据统计各国轮胎消费市场的大小。下面本文用两个方法做一个对比关系的推算：

#### 方法一：存量车轮胎总价值模型

中美 2020 年的乘用车新车销量、保有量差异并不是特别大，但再深一层要考虑车型不同。

Motor Intelligence 公布了 2020 年美国乘用车销量前 10 名的车型和销量，可以看到以皮卡和 SUV 为主。我们查询其使用的轮胎规格，并且假设它们都用中档的轮胎品牌韩泰，在 SimpleTire 网站上查询对应规格轮胎的单价。每辆车使用 4 条轮胎，可以算出 Top10 车型合计销量下，使用轮胎的金额。Top10 车型合计销量约 400 万辆，大约占 2020 年美国新车销量的 30%，样本足够大。我们假设美国 2.5 亿辆存量车的结构与这 400 万辆相同。因此把 400 万辆使用的轮胎金额按比例放大到 2.5 亿辆。

**表 2: 2020 年美国乘用车销量 Top10 车型**

名次	车型	销量 (万辆)	轮胎规格	单价 (美元)
1	福特 F 系	78.7	275/55R20	189
2	雪佛兰 Silverado	59.4	275/50R22	212
3	Ram 1500	56.4	275/60R20	165
4	丰田 RAV4	43.0	235/55R19	178
5	本田 CRV	33.4	235/60R18	158
6	丰田凯美瑞	29.4	235/45R18	173
7	雪佛兰 Equinox	27.1	225/65R17	139
8	本田思域	26.1	215/50R17	103
9	GMC Sierra	25.3	275/65R20	245
10	丰田 Tacoma	23.9	245/75R16	168

资料来源: Motor Intelligence, SimpleTire, 信达证券研发中心

我国的乘联会公布了 2020 年我国乘用车销量排行, 把前 12 名的车型的销量累加的话大约是 400 万辆, 与美国的 Top10 车型可以对比。我们查询 Top10 车型使用的轮胎规格, 并且假设它们都用中档的轮胎品牌韩泰, 在我国的轮胎电商平台途虎网站上查询对应规格轮胎的单价。每辆车使用 4 条轮胎, 可以算出 Top12 车型合计销量下, 使用轮胎的金额。我们假设 2.2 亿辆存量车的结构与这 400 万辆相同。因此把 400 万辆使用的轮胎金额按比例放大到 2.2 亿辆。

**表 3: 2020 年中国乘用车销量 Top12 车型**

名次	车型	销量 (万辆)	轮胎规格	单价 (美元)
1	轩逸	54.1	195/60R16	339
2	朗逸	44.9	195/65R15	299
3	五菱宏光	39.6	185/65R14	199
4	哈佛 H6	36.4	235/60R18	489
5	卡罗拉	35.7	196/65R15	412
6	宝来	34.5	195/65R15	299
7	速腾	31.2	205/60R16	425
8	英朗	30.5	205/55R16	309
9	长安 CS75	26.2	225/65R17	329
10	本田 CRV	24.3	235/60R18	489
11	思域	24.3	215/50R17	499
12	帝豪	23.2	195/65R15	299

资料来源: 乘联会, 途虎, 信达证券研发中心

仅是直观的观察也会看出中美轮胎市场差异很大。美国销量 Top3 的车型全部是皮卡, 我国销量 Top3 车型是两款 A 级紧凑型轿车和一款 A0 级微型车。美国销量 Top10 的车型中有 5 款皮卡、3 款 SUV 和 2 款轿车, 我国销量 Top10 的车型中有 7 款轿车和 3 款 SUV。中美 Top10 车型的轮胎规格差异很大, 对应单价也有明显区别。

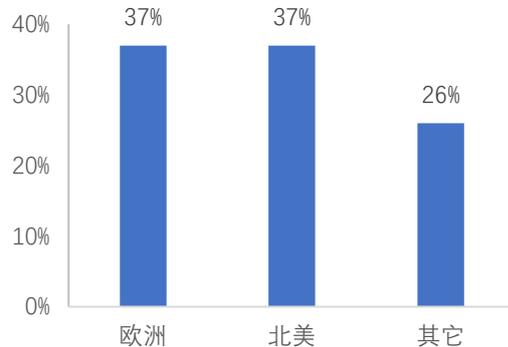
按上面的模型测算出来, 相当于结果是美国 2.5 亿辆乘用车上轮胎的总价值和我国 2.2 亿辆乘用车上轮胎的总价值, 这两个总价值的比值是 3.6 倍。如果再考虑每年中美轮胎市场消费额的话, 还需要一个参数就是轮胎的更换频率。美国这个高铁不发达、车轮上的国家, 更换轮胎的频率会低于我国吗?

结论应该就是中美两国每年乘用车轮胎消费市场的规模, 差距比我们想象中的大得多。

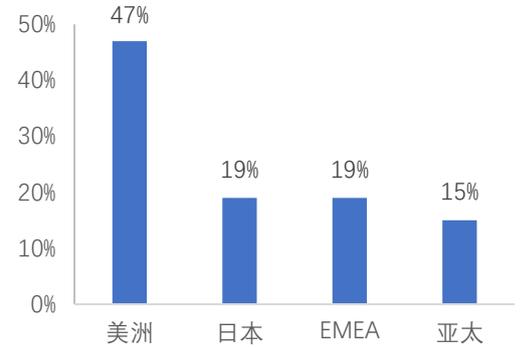
### 方法二: 轮胎企业市场分布累加模型

我们再换另外一种方法对上面这个结论做一次验证。通过研究国际排名前列的轮胎企业自家的市场分布情况, 累计起来估计中美轮胎市场的大小。我们研究了按金额计算, 合计占有全球轮胎市场 60% 份额的前 8 名企业。

1. 全球市占率 15%的米其林,2019 年收入分为 3 个地理板块,北美收入占公司收入 37%,其它(亚洲、澳洲、非洲、南美洲)地区收入占比 26%。
2. 全球市占率 15%的普利司通,2019 年收入分为 4 个地理板块,美洲占比高达 47%,除日本外的亚太占比 15%,EMEA 指欧洲、中东、非洲。

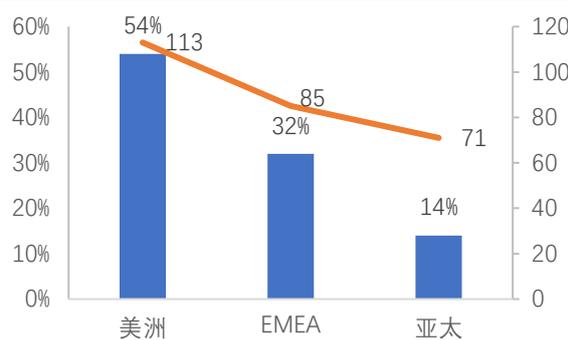
**图 13: 2019 年米其林市场分布 (%)**


资料来源: Michelin 年报, 信达证券研发中心

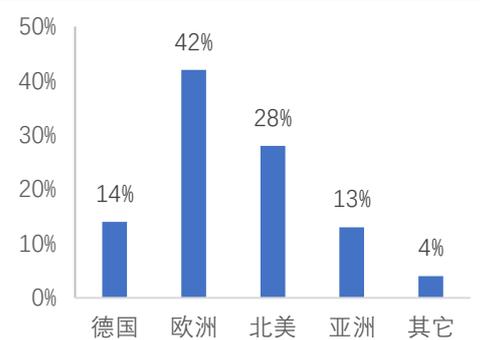
**图 14: 2019 年普利司通市场分布 (%)**


资料来源: Bridgestone 年报, 信达证券研发中心

3. 全球市占率 8%的固特异,2019 年收入分为 3 个地理板块,美洲占比高达 54%,亚太占比 14%,美洲销售的轮胎平均单价 113 美元/条,亚太的平均单价 71 美元/条。
4. 全球市占率 7%的德国大陆,2019 年收入分为 5 个地理板块,北美占比 28%,亚洲占比 13%。

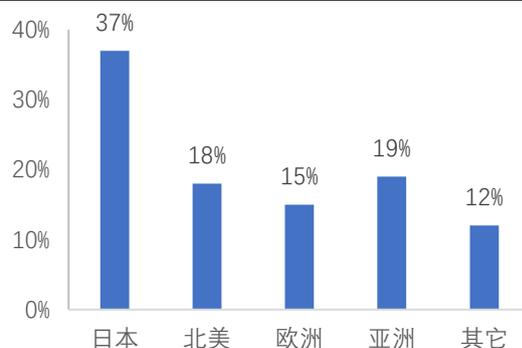
**图 15: 2019 年固特异市场分布及平均单价 (美元/条)**


资料来源: Goodyear 年报, 信达证券研发中心

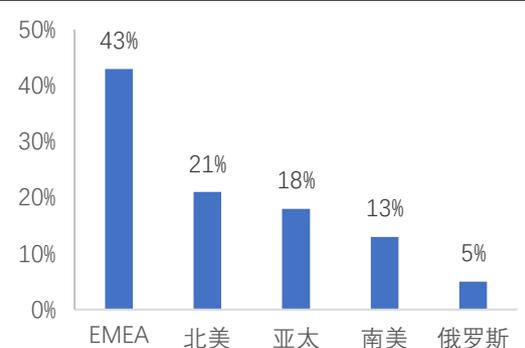
**图 16: 2019 年德国大陆市场分布 (%)**


资料来源: Continental 年报, 信达证券研发中心

5. 全球市占率 4%的住友,2019 年收入分为 5 个地理板块,北美占比 18%,除日本外的亚洲占比 19%。
6. 全球市占率 4%的倍耐力,2019 年收入分为 5 个地理板块,北美占比 21%,亚太占比 18%。

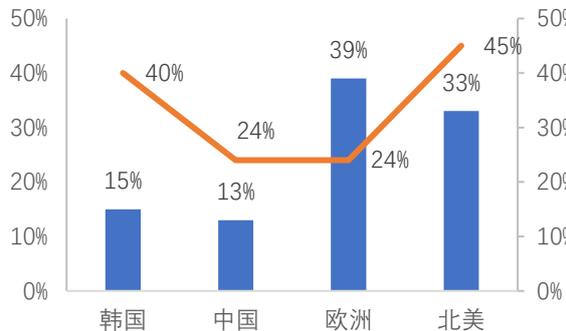
**图 17: 2019 年住友市场分布 (%)**


资料来源: Sumitomo 年报, 信达证券研发中心

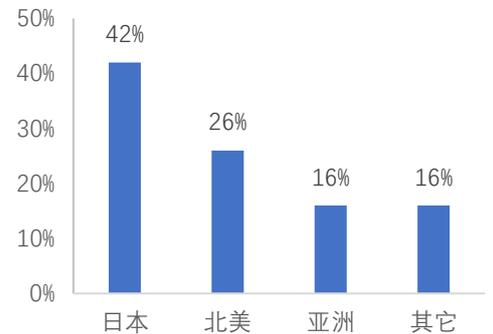
**图 18: 2019 年倍耐力市场分布 (%)**


资料来源: Pirelli 年报, 信达证券研发中心

7. 全球市占率 3% 的韩泰, 2019 年收入分为 4 个地理板块, 北美占比 33%, 中国占比 13%。  
 北美收入中 45% 来自 18 寸以上高端产品, 中国收入中 24% 来自 18 寸以上高端产品。
8. 全球市占率 3% 的横滨, 2019 年收入分为 4 个地理板块, 北美占比 26%, 亚洲占比 16%。

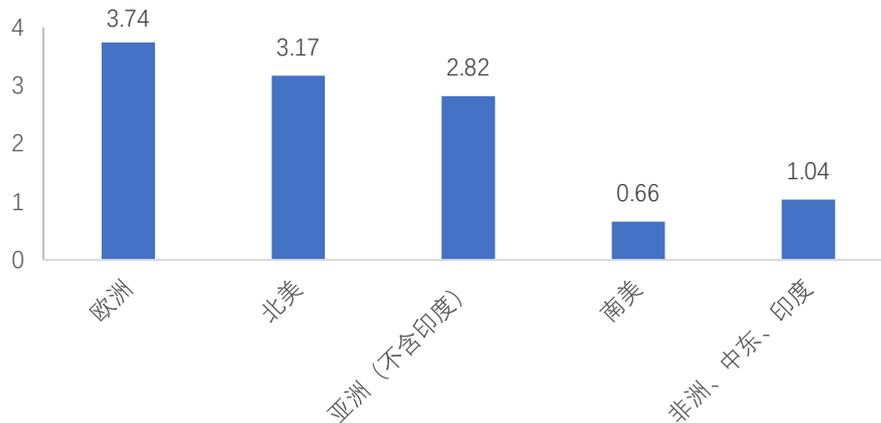
**图 19: 2019 年韩泰市场分布及 18 寸以上占比 (%)**


资料来源: 韩泰年报, 信达证券研发中心

**图 20: 2019 年横滨市场分布 (%)**


资料来源: 横滨公司年报, 信达证券研发中心

另外, 米其林年报中还有其对 2019 年全球乘用车轮胎替换市场消费数量的估算, 欧洲 3.74 亿条, 北美 3.17 亿条, 剔除印度的亚洲 2.82 亿条。

**图 21: 2019 年全球乘用车轮胎替换市场消费量分布 (亿条)**


资料来源: Michelin 年报, 信达证券研发中心

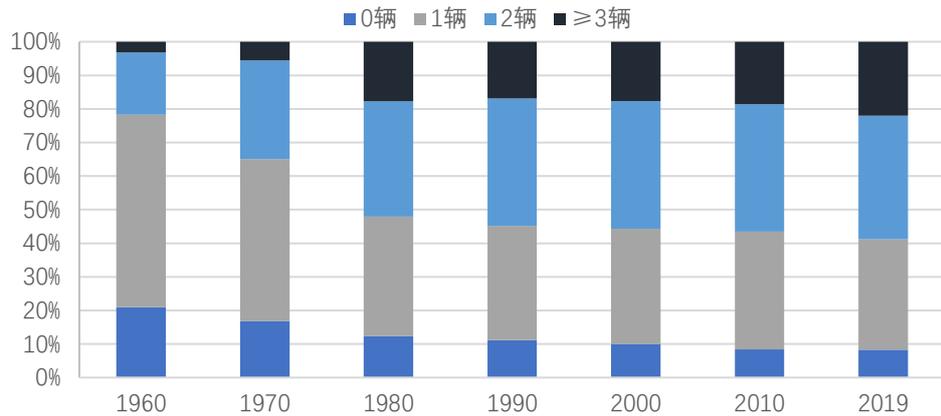
这种用轮胎行业大公司的市场分布来归纳中美轮胎市场大小的方法, 与上面的用中美车型差异来估算轮胎市场大小的模型, 得到的结论相符。中国现阶段乘用车轮胎消费市场仍比美国小得多, 按模型推算销售额有 3 倍以上的差距。

### 中美车主结构存在差异

中国拥有 2.2 亿辆乘用车, 美国拥有 2.5 亿辆, 而中国目前有 14 亿人口, 美国有 3.3 亿人口。相当于美国百人拥有乘用车 76 辆, 而中国百人拥有乘用车 16 辆。

美国商务部的社会调查显示, 按家庭口径统计, 平均每个美国家庭拥有汽车 1.9 辆, 无车家庭占比已经下降到了全美家庭总数的 9%, 而 91% 的美国家庭拥有 1 辆以上汽车。

如果再考虑时间维度, 美国 1960 年时即有 79% 的家庭拥有 1 辆以上的汽车。

**图 22: 美国家庭汽车保有量分布**


资料来源: 美国交通部网站, 信达证券研发中心

美国的汽车基本实现了人口的全覆盖, 即社会的各个阶层均拥有汽车, 并且已经长时间拥有汽车, 对汽车的消费、汽车后市场的消费是完全成熟、充分认识的时代。

而我国的百人拥有 16 辆乘用车, 其阶层分布应该是不均的。首先拥有私家车的应该是社会中的偏高收入群体, 这部分消费能力强, 甚至近年出现消费升级趋势。2020 年即便在全国乘用车销量继续下滑了 6.3% 的情况下, 华晨宝马销量逆势增长 10%, 北京奔驰销量增长 12%, 而奥迪 A6 单一车型销量同比增长了 39%。其次, 另外还有一个群体的汽车保有量也不小, 就是销量榜排行前三车型, 轩逸、朗逸、五菱宏光, 实际上代表的是我国小微经济的用车需求。

中美车主结构的巨大差异, 也会带来汽车后市场消费偏好的差异。

前文提到, 一个消费品面对的客户是分层的, 有 200 元买 100 分性能的高端需求, 有 80 元买 80 分性能的中端需求, 也有 50 元买 30 分性能的低端需求。厂商无法教育消费者, 而要寻找自己产品的消费者。

我国轮胎龙头目前所处的发展阶段, 竞争优势是在于提供中端的高性价比产品。今天美国市场不仅体量大, 并且各层次需求均有分布, 有大量对中端高性价比产品的需求。而中国市场则是正在走向成熟市场的过程中。无论从市场体量还是消费者偏好角度, 美国市场都是今天中国轮胎龙头企业必须主攻的市场。

## 韩泰轮胎的抉择

中国轮胎行业、汽车行业起步比欧美晚了太多, 只能在已经固有的市场格局中寻找成长机会。韩国的韩泰轮胎从很多角度都与我们类似, 当然, 韩泰走在我们前面, 因此, 韩泰的发展路径很值得我们参考。

2001 年时, 韩泰轮胎的全球排名正好在 TOP10 之外, 第 11 名。第 10 名是非常接近的锦湖。第 12、13 名是中国山东的三角和成山, 两家合计的收入比韩泰还差一点儿。韩泰当时正好是中外轮胎的分水岭。

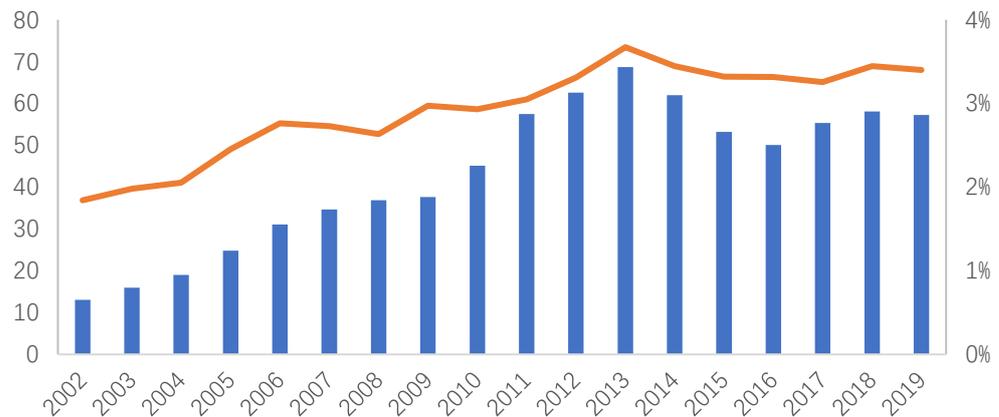
2001 年底中国加入 WTO 降低了汽车零配件关税, 2002 年史称中国家用轿车井喷元年, 汽车产销量快速增长。中国的轮胎需求自然也激增, 而韩泰搭上了这班快车。

当时汽车销售刚起步，谈不上什么存量车的替换轮胎市场，韩泰进入的是配套轮胎市场。

那个互联网才刚开始普及的年代，轮胎销量、市占率的数据已经不可考了。不过今天中国车主记忆中的第一条轮胎大部分是韩泰。当时的一众合资车厂选择配套轮胎时，南北大众并不配套高端品牌德国大陆轮胎，而是几乎全系配套韩泰、锦湖轮胎；上海通用除了别克君威外，畅销的家用车凯越配套的也是韩国轮胎。韩国现代起亚汽车自然也是全系韩国轮胎。而国产的奇瑞、吉利、东南等车厂更是低端车型，也是大量配套外资轮胎中的低端——韩泰、锦湖。粗略估计下来，当时的韩泰在中国配套轮胎中的地位真是碾压性的优势份额。

韩泰轮胎的收入和全球地位也从那个年代起，跟随着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%。这几年中，韩泰的成长速度超过行业增速。

**图 23： 韩国韩泰轮胎年收入及全球市占率（亿美元）**

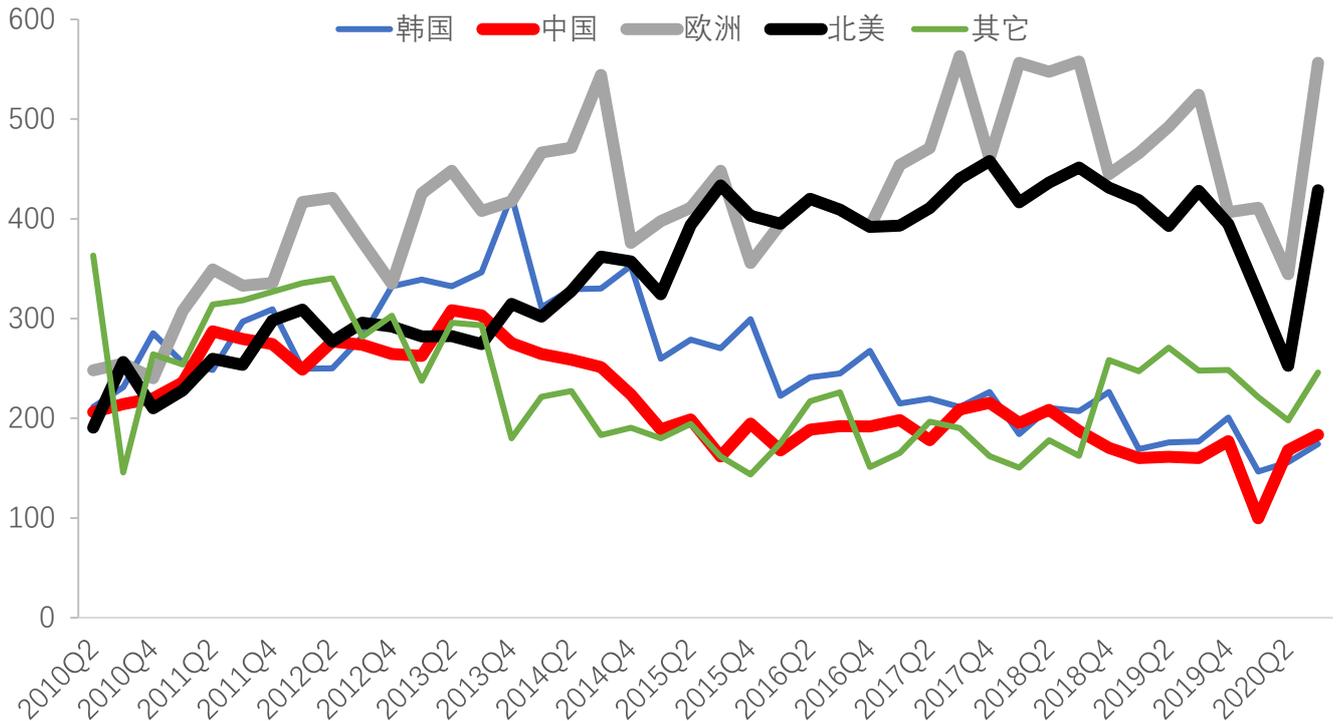


资料来源：Hankook 年报，信达证券研发中心

然而，韩泰轮胎的收入从 2013 年之后下滑、波动。这里面有天然橡胶价格回落的原因，导致全球轮胎消费数量保持增长的情况下，总金额产生了下滑和波动。不过 2013 年之后至今，韩泰的全球市占率基本稳定在 3.4% 左右，地位稳固。

然而韩泰轮胎表面平稳，实际却暗流涌动，发生了变化。

从韩泰的公开数据可以查到其 2010Q2 到 2020Q3 这连续 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，也就是韩泰的在欧美的市占率在提升。而 2013 年之后韩泰在韩国和中国的收入却持续下滑。

**图 24： 韩泰轮胎季度收入分布（百万美元）**


资料来源：韩泰公司年报，信达证券研发中心

首先是韩泰的配套市场地位被上下夹击。前面提到，近两年多，在中国乘用车销量连年下滑的背景下，BBA（奔驰、宝马、奥迪）的销量连年快速增长，这和 BBA 的价格区间下沉密不可分。国民收入提高了，高端品牌车的价格亲民了，所以消费升级了。而到 BBA 的配套轮胎几乎被一个品牌垄断——倍耐力，意大利的百年品牌，F1 比赛唯一使用的轮胎。也就是说自上而下，韩泰面临的是高端轮胎品牌随着汽车品牌的下沉而来的降维打击。而在低端小微车型市场，比如五菱、宝骏，开始配套使用价格更低的中国轮胎品牌。腹背受敌，韩泰在原配市场的份额不复当年霸主的地位。

然后在替换市场。轮胎的配套市场对替换市场有带动作用，但带动的强度因时而异。中国家用汽车井喷的年代，大多数中国家庭开始消费家里第一辆车，汽车后市场在中国车主脑中仍没有概念。新车主们保养、维修都要去 4S 店才安心，要换原厂配件才放心。然而消费理念逐步走向成熟是必然的趋势，中国汽车车主们在后市场中美容维修保养的品牌意识增强、自主选择意识增强。中国新车销量、保有量仍在大幅增长的背景下，韩泰在中国不仅是份额，而且是绝对收入都在连年下滑，可以看出当年家喻户晓的配套并没有收获消费者的忠诚。消费者在有了轮胎品牌的认知后，一部分选择了消费升级，一部分选择了做价格信徒。曾经配套的辉煌没有保住替换市场的转换。

中国这样的巨大汽车市场的启动期，后市场消费的蒙昧期，可遇不可求，韩泰抓住了，借这股东风跃迁进入了全球 TOP10 行列。然而这个窗口期抓住了，却会变成抓住过，并不是永恒的逻辑。窗口期之后，锦湖沉沦了。而韩泰是否也败走了呢？并没有。

韩泰选择的是产品升级，进击欧美市场。2013 年之后全球轮胎消费金额下降和波动的时候，而韩泰轮胎的欧洲、北美销售收入却连年提升。

### 中美轮胎市场上同样的产品不同的价格

我们再看一下同样的轮胎产品在中美终端消费市场上不同的价格。我们选取从小到大 14 个规格的轮胎，从最小的五菱宏光使用的 185/65R14 轮胎，到中间的奔驰 C 级使用的

235/40R18 轮胎，再到改装越野车使用的 305/50R20 大尺寸轮胎。美国市场价格选取 SimpleTire 网站数据，国内市场价格选取途虎养车网数据。

我们选取的品牌样本：

黑色——韩泰轮胎在美国市场的价格

灰色——韩泰轮胎在中国市场的价格

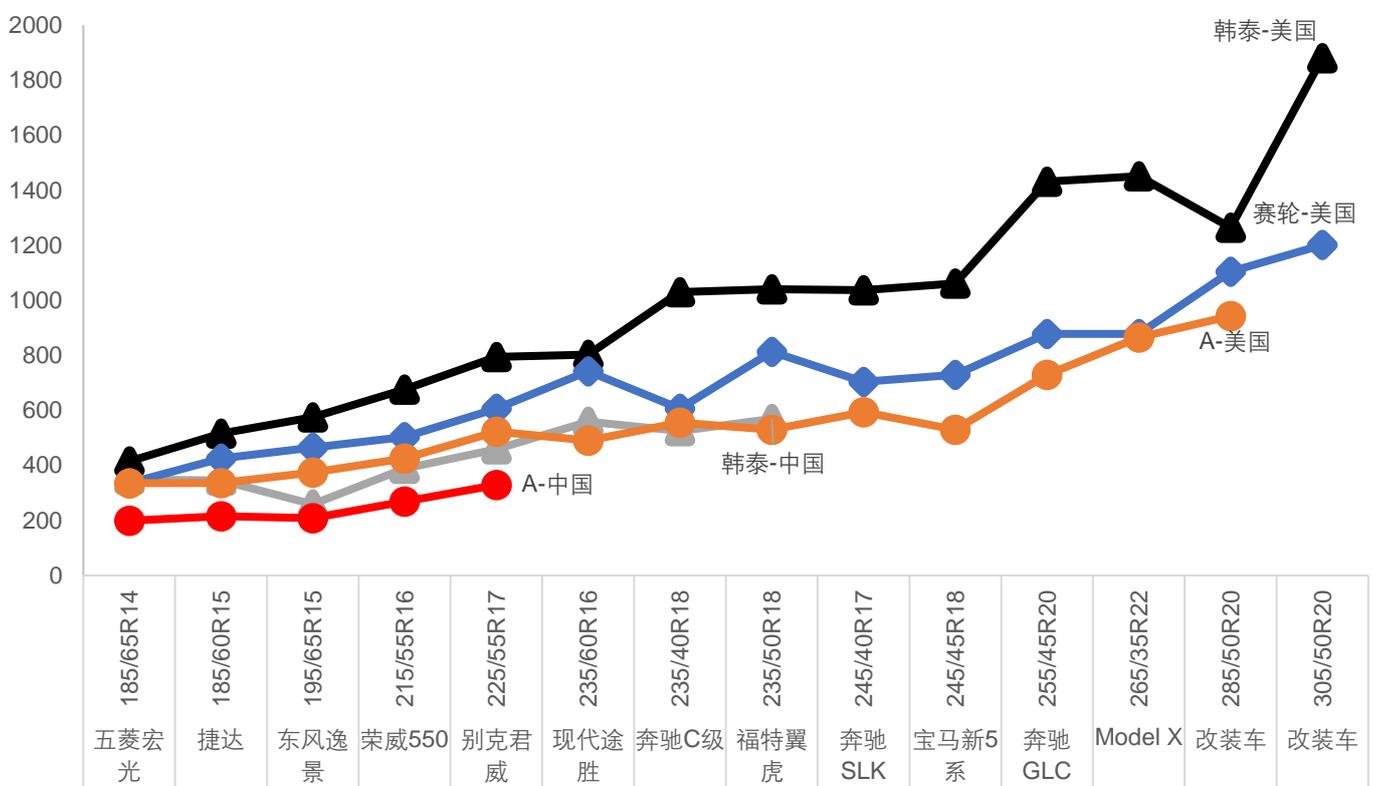
蓝色——赛轮轮胎在美国市场的价格

由于赛轮品牌主要销售在美国而不在中国市场，我们又选取了国内 A 公司的产品加入对比：

橘色——A 轮胎在美国市场的价格

红色——A 轮胎在中国市场的价格

图 25：中美轮胎价格对比（元/条）



资料来源：途虎，SimpleTire，信达证券研发中心

前文推导的所有逻辑都在这张图中可以验证，或者说此图中的各种隐含的信息都可以通过前面逻辑进行解密。

- 1、同样的产品，在美国销售价格更高。黑色和灰色的价差，橘色和红色的价差，都说明了同样的轮胎产品，美国市场上更贵。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。导致无论韩泰还是国内 A 公司，在竞争下，中国区的产品销售价格低于美国。甚至同规格的产品，韩泰在中国的价格与 A 公司在美国价格相同，甚至韩泰在中国的价格还不及赛轮在美国的价格。

- 2、**美国对大尺寸、高性能轮胎需求更多。**前文提到 2019 年韩泰年报披露的，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。本图中也可以看到在灰色线，韩泰的产品在 245 胎面宽以上的产品已经在国内没有需求，而在美国向上依然有很多大规格供应。前文中美畅销车型的对比，同样说明了这个问题，美国对大尺寸、高性能轮胎需求多，美国消费轮胎更贵。
- 3、**中美对高性价比轮胎接受度不同。**图中灰色和红色线之间存在价差，在国内市场，韩泰和国内 A 品牌层次不同，A 品牌相对来说属于高性价比产品，存在价差的情况下，在市场上有一席之地，但会发现仅局限于小规格。而蓝色的赛轮、橘色的 A 品牌在美国，也与黑色的韩泰保持价差，但从小尺寸到大尺寸，赛轮和 A 品牌都可以被消费者接受。对应前文的逻辑，中美消费者的结构不同。美国消费者类型分布更立体，存在大量中端消费者，需要消费高性价比产品，并且是从微车到高档车的车主，都存在高端需求也存在中端需求。而我国目前的轮胎消费者，要么就是高端需求者，不消费高性价比产品；要么就是微车车主，主要偏好是价格因素。

中国轮胎龙头的崛起，乘用车轮胎产品走入 2C 消费端，并非传统的国内对进口产品进行替代的故事。而是中国轮胎龙头的产品先在美国市场消费市场上取得了不俗的表现。今天美国市场是全球最大的轮胎消费市场，有好的产品，在美国就有对应层次的消费者需求，就可以得到产品价值对应的回报。而中国市场有巨大的潜力，中国的汽车保有量必将不断的增长，汽车后市场的消费也会更加成熟，消费者的层次也会更加多样。

美国市场是今天更重要的市场，中国市场的潜力在明天。

当然，对于中国轮胎行业的龙头，并不仅仅是保持自己高性价比中端产品的特色，去争取美国对应的消费者，去等待中国出现对应的消费者，而是应该不断提升自己，在全球轮胎品牌序列里努力向上攀登。但问题是，如何勇攀高峰？

## 产品才是竞争壁垒，赛轮方显英雄本色

Entering the market in 2001, Sailun tires utilize the latest technology, innovation, and quality control for the savvy customer who wants high-performance features at an economical price.

——美国 SimpleTire 电商平台上对赛轮品牌的介绍

### 做一条好轮胎

——赛轮轮胎公司 Slogan

#### 营销？产品？

如何将自己的品牌向上升级？通过营销秘籍？

长期看可以通过营销策略提升自己的品牌吗？这里有个悖论，营销策略从来就不可能是秘密，而若一条营销策略有效，那么它马上即将失效，因为都可以效仿，并不成其为壁垒。

通过营销提升品牌，背后蕴含的逻辑无非两种，一是我的产品 80 分，消费者只给 50 块，消费者错了，我要教育消费者；二是我的产品 80 分，我想让消费者给 100 块，我需要忽悠消费者。

消费者短期可能不理性，但是千万数量级的消费者长期看，不会有眼无珠，也不会被蒙蔽。企业的初心应该放在把 80 分的产品做到 100 分。

能否通过轮胎配套市场带动替换市场？在谈及这个策略时，里面隐含了一个逻辑，就是我的轮胎产品好，但是品牌不行，消费者认品牌，但是车厂认检测的产品性能。所以我可以先进车厂，用车来带动消费者。

这个逻辑链条里有个关键环节，汽车厂不认品牌吗？汽车厂认品牌，跟消费者一样认品牌。因为轮胎并不是车的挡风玻璃，玻璃上没有品牌标志，消费者购买汽车时不会过问玻璃品牌。但是轮胎上有品牌标志，消费者买车时会关注到轮胎品牌。所以汽车厂也不能让轮胎拖了自己车品牌的后腿，汽车厂会要求轮胎“门当户对”。

配套市场对替换市场有带动作用吗？对销量有带动，对品牌无带动。

宝马配套倍耐力轮胎，会促进倍耐力轮胎更有利于去跟米其林、德国大陆抢一些替换市场的份额。但宝马不会配套锦湖，去把锦湖带进米其林、大陆、倍耐力的俱乐部。

所以不要期盼错配层级的配套机会带来的捷径，不会有捷径，让我们还是把精力和财力回归投入到产品，是金子总会发光，是金子才会发光。

### 轮胎产品的提升的三个层次

轮胎的制造分为 4 道工序：

- 1、混炼：将天然橡胶、合成橡胶、助剂等按照配方比例混炼成待用胶料。
- 2、压延裁断：一条轮胎是几十个部件拼接起来的，将混炼胶挤出裁断成各个尺寸形状的零部件。

- 3、成型：将各个部件组合为胎坯，这部分的精度要求极高，其设备是不亚于数控机床的精密设备。
- 4、硫化：将胎坯置入磨具，蒸汽加热使橡胶分子产生交联，提升了强度，成为成品。

假设要从零基础投资建立一个轮胎厂，上面 4 种设备都能采购到，但是买齐了厨具不意味着会做饭。下一步就是需要所谓的“生产技术”了：

- 1、材料：混炼胶的配方。不仅各种轮胎的材料配方不同。甚至一个轮胎各个部件所承担的功能不同，自然材料性质也不同，各部件材料配方就不同。
- 2、产品设计：轮胎各个部件的规格、形状、尺寸，以及如何组合。
- 3、过程控制：工艺中需要的各种参数，比如硫化的温度、时间、压力。

中国轮胎行业起步时，购买的是欧洲过时的生产线和技术包。中国企业最先面对的问题不是产品如何升级，而是如何不降级。轮胎产品的品质分为两个层次：第一是单个产品的耐磨、滚动阻力、噪音、承载能力等性能，第二是批量产品的稳定性，如果方差大的话，每一条不良的轮胎可能都意味着一个车毁人亡的事故，对品牌有极大的负面影响。中国企业首先要关注的不是第一层次性能的提升，而是第二层次把产品做得都靠谱。

轮胎生产又是个管理难度很高的过程，一个完整产品序列的轮胎公司要有上千个不同规格的产品，每个规格还要几十个不同的部件、配方、工艺参数。可想而知，在最初中国轮胎行业涌现 600 多家企业时，肯定大部分是不能保证引进的设备可以一直稳定的产出的。这就是所谓的首先争取不降级。

这一关到今天就淘汰了绝大部分企业，今天国内排名前列的企业，可以发现有个共同点，就是都非常重视智能工厂的建设，通过信息化、自动化实现了这个纷杂的轮胎生意的过程管理、质量控制。也就是在轮胎生产技术的第 3 条过程控制方面，中国轮胎龙头企业们已经完全不输国际大牌企业了。

做到了产品不降级，再谋求产品升级，就要在生产技术的前两条里取得进步。一个是材料科学，一个是产品设计，产品结构又跟加工设备是密切相关的，事实上国际领先轮胎企业各家的设备和加工方式都是有自己独到之处的。也就是厨师所用的厨具都包含了自己的独有设计。

## 赛轮的全产业链协同研发基因

### 青岛科技大学

原化工部曾经直属管理 8 所高校，分别是：北京化工学院、青岛化工学院、武汉化工学院、郑州工学院、沈阳化工学院、南京化工动力专科学校、连云港化学矿业专科学校、化工部兴平化工学校，称为化工部老八校。

其中的青岛化工学院，其前身是 1950 年创建的沈阳轻工业高级职业学校，1956 年迁至青岛，改名为青岛橡胶工业学校，2002 年更名为青岛科技大学。该校被誉为“中国橡胶工业的黄埔”。

### 袁仲雪、赛轮、软控

青岛科技大学教授袁仲雪，1999 年带领几十名教师创业，创立了软控股份和赛轮轮胎。赛轮制造轮胎，而软控股份研发、制造轮胎设备和材料。

### 橡胶谷

2011 年中国橡胶工业协会、青岛市政府、青岛科技大学、软控股份四方共建了“橡胶谷”，青岛科技大学、软控和赛轮的总部在一起为核心形成了中国橡胶工业产学研一体化的生态圈。

### 国家橡胶与轮胎工程技术研究中心

经国家科技部批复，由软控股份与青岛科技大学承建国家橡胶与轮胎工程技术研究中心，之后又成立了轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室以及数字化橡胶轮胎装备国际联合研究中心。

### 怡维怡橡胶研究院

袁仲雪与软控股份又共同出资设立了怡维怡橡胶研究院，是国家橡胶与轮胎工程技术研究中心直属的研发机构，是集基础研究、应用研究、关键共性技术开发、产业化转化于一体的创新型研发组织，专业从事橡胶新材料技术开发。

怡维怡橡胶研究院广纳了国内外顶尖的橡胶轮胎行业专家。怡维怡橡胶研究院院长王梦蛟，曾任北京橡胶工业研究设计院总工程师，美国卡博特公司首席科学家。发表科技文章近 140 篇，参加编著专业书籍 7 本，翻译橡胶专著 5 本，拥有国际专利 20 余项、美国专利 40 余项及中国专利 30 余项。王梦蛟博士是美国《橡胶化学与工艺》编委会委员；2006 年荣获美国化学学会橡胶分会 Melvin Mooney 杰出科学技术奖；荣获美国化学学会橡胶分会终生荣誉会员；2012 年荣获山东省泰山学者海外特聘专家称号。

### 液体黄金

橡胶轮胎产品存在一个“魔鬼三角定律”，即耐磨性、抗湿滑性、滚动阻力三种性能无法同时提高。怡维怡橡胶研究院 2013 年开始投入湿法混炼胶项目的研究，对轮胎所用橡胶材料进行一次颠覆性的创新，意图同时提升轮胎的三种性能。

这种以连续液相法制备的合成胶/白炭黑母胶，相比传统胶料，特点是胶料制造工艺简化、能耗低、填料在橡胶中分散得更好、加工性能好；而由于橡胶与填料的相互作用高，而填料与填料之间的相互作用低，所以表征轮胎滚动阻力的动态滞后损失低，表征轮胎抗湿滑性能的动态滞后损失高，表征轮胎耐磨性能的补强因子高。同时，其制造工艺更加简化，且混炼能耗可降低 20% 以上，材料的最终性能相较于传统的干法混炼橡胶有显著提高。EVE 胶在 2016 年登上《Tire Technology International》杂志封面文章，得到了全球业界的关注。

图 26: 2016 年《Tire Technology International》杂志封面文章



资料来源: Tire Technology International, 信达证券研发中心

2019 年 EVE 胶已在轮胎上成功试用。在国内外投放“液体黄金”高性能乘用车轮胎超过 20 万条,为多家主机厂供货。根据已完成的多款车型轮胎评价数据,多项主要性能指标超越其原配胎。此外,应用该技术开发的四季胎综合性能优异,其冰地性能已达国际最高水平,且耐磨性提升 40%以上、滚动阻力降低 30%以上。2020 年 6 月,30 万吨 EVE 混炼胶商业化项目启动投建,彰显了袁仲雪在研发落地最后进程中的信心。

赛轮轮胎的实控人、董事长袁仲雪是中国轮胎产业领军人物,之所以说轮胎产业而不是行业,是因为他的贡献贯穿于工艺、材料、设备和轮胎产品整个产业链。袁仲雪除了赛轮的职务外,还兼任国家橡胶与轮胎工程技术研究中心常务副主任,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,是享受国务院政府特殊津贴的轮胎技术专家。2020 年 4 月赛轮轮胎公告的非公开发行方案拟引进董事长袁仲雪为战略投资者。袁仲雪作为战略投资者给公司提供协同效应也确实名至实归。以袁仲雪串联起来的橡胶谷中的青岛科技大学、软控股份、国家橡胶与轮胎工程技术研究中心、怡维怡橡胶研究院、赛轮轮胎形成了中国轮胎产业研发的梦之队。

再回到本段落前文提到的轮胎产品提升的三个层次,基础的过程控制(智能制造),进阶的材料科学、产品结构设计与配合的轮胎生产设备。

在智能制造方面，赛轮联合软控股份、青岛科技大学、中国电信、阿里达摩院等共同打造了“橡胶链云”橡胶工业互联网平台，平台在智能制造、数字营销、智慧供应链、协同目标研发体系、数字运营等主要领域，实现完整的工业互联网解决方案，打造了轮胎工业的 SAP 系统。

之后赛轮又与科大讯飞建立战略合作，联合创建国内首个“橡胶工业设备声纹库”，全方位采集工业设备运转的声音，建立健康的声纹模型，通过声音对设备的健康状况进行智能化监测，对关乎质量和安全的设备和管道异响进行实时监测，助力生产设备在健康状态下以最高效率、最优工艺、最稳定工况生产出更高质量的产品。

在材料、产品结构设计方面，有前述的怡维怡橡胶研究院，以及“液体黄金”。

在需要轮胎设备创新去适配新材料、新结构设计时，有全球第三大轮胎设备公司软控股份。

所以这些协同努力，都是为了赛轮那句朴实到极致的愿景——做一条好轮胎。

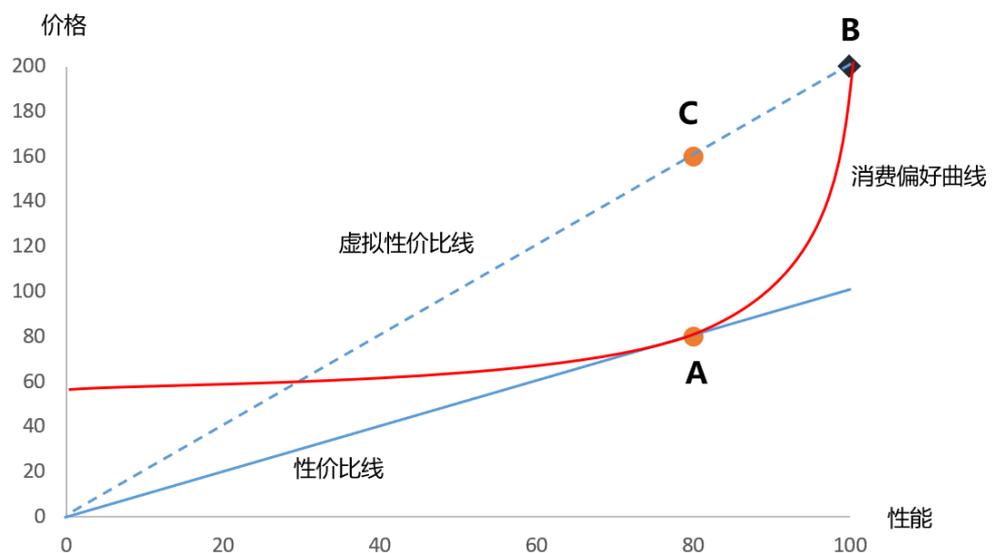
再回到消费偏好的话题。一分钱一分货是一条理想状态下的性价比线，80分产品卖80元的A点位于性价比线上，但消费品的特性就是并非所有产品都位于性价比线上，实际的消费偏好是曲线，B点的100分产品卖200元。

那么80分的产品为什么不卖160元呢（C点）？不能以B点为基准画一条新的性价比线吗？答案是遗憾的不能。

从供需两方面看，需求方面，消费高性能产品的客户消费力强，所以会愿意为了100分的产品支付200元。但是，在供应方面，能做100分产品的供应者稀少，而能提供80分产品的供应者更多，导致80分的产品不能提价到160元。

所以，要想真正的提高自己产品的档次、价格，就是要做曲高和寡者，把精力都放到扎实提升自己的产品上，做出85分、90分、95分性能的产品，自然就会在消费偏好曲线上攀登，得到更好的回报。

图 27：性价比偏好



资料来源：信达证券研发中心

## 轮胎是否是一门好生意？

轮胎是否是个重资产行业限制了其自身的内生发展能力？全球层出的贸易壁垒政策是否会对这种重资产投资工厂构成长期风险？

赛轮轮胎十年前的净资产收益率不到 6%，十年间不仅是扩大了产销规模，更重要的是提升了产品，获取了更高的附加值，到 2020 年净资产收益率已经可以超过 20%。

并且，要考察一门生意的滚动扩张能力，更重要的是看边际变化，观察其获得利润转化为资产后，新的投资能够带来的回报率。其实净资产收益率的不断提高，就隐含着新增投资的回报率一直超过存量资产的回报率。

2020 年初赛轮提出的沈阳二期全钢胎扩产项目的可研，拟投入资本金 15 亿元预计产生 3 亿元净利润，项目的资本金内部收益率达到了 19%。

2021 年初赛轮提出的潍坊技改项目的可研，拟投入资本金 4.4 亿元预计产生 1.4 亿元净利润，项目的资本金内部收益率达到了 29%。

海外项目的投资回报率更高。2019 年初赛轮提出的越南与美国固铂轮胎共建合资工厂 ACTR 项目的可研，拟投入资本金 9.6 亿元预计产生 2.2 亿元净利润，项目的资本金内部收益率达到了 25%。

2021 年初赛轮提出的越南三期工厂项目的可研，拟投入资本金 15.1 亿元预计产生 6 亿元净利润，项目的资本金内部收益率达到了 44%。

这些项目的可研报告中预计的投资收益率在逐年提高，这种预计是否靠谱？在投资化工项目的可研报告中，未能实现预计的收益率是常见现象。根源在于生产同质化的产品，同期也有竞争者的若干项目上马的话。自己可以控制自己的项目建设，但却不能控制投产后的产品价格，而是要接受同质化化工产品的市场价格。产品供应增加，价格降低，导致收益率不及预期。但是轮胎是产异化产品的生意。如果自身的产品研发升级速度超过市场平均水平，则对自己投产产品的价格可控，甚至有提升的空间。

我们观察赛轮前述 4 个项目之前，最近建立的工厂，是赛轮自 2013 年起在越南建立并不断扩建的越南一二期项目。共投入了资本金 14.4 亿元，2019 年贡献了净利润 9.5 亿元，其 2020 年上半年贡献净利润 5.2 亿元同比增长了 60%。赛轮通过自己产品的逐年升级，还在超越着历史可研中的预期。

表 4：赛轮近年项目投资回报率（亿元）

项目	建设时间	产能	投资	资本金	收入	利润	IRR
越南 ACTR	2019 年	240 万套卡车胎	19.3	9.6	19.3	2.2	25%
沈阳二期	2020 年	300 万套卡车胎	20.0	15.0	23.5	3.0	19%
潍坊技改	2021 年	120 万套卡车胎 600 万套乘用车胎	9.2	4.4	19.6	1.4	29%
越南三期	2021 年	100 万套卡车胎 300 万套乘用车胎 5 万吨非公路轮胎	30.1	15.1	28.5	6.0	44%
越南一二期	2013 年	120 万套卡车胎 1000 万套乘用车胎 5 万吨非公路轮胎	51.4	14.4	38.7	9.5	66%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

全球轮胎行业中的国际贸易壁垒政策确实是长期存在的，所有从全球领先的轮胎企业工厂布局看，都是分散布局工厂，追求低成本布局是一方面，但作为消费品更重要的是贴近消费市场布局。

中国轮胎企业的发展路径中，若不能实现产品升级，则只能突出制造成本优势，那轮胎生意就成了猫鼠游戏，工厂布局可能被新的贸易壁垒政策所屏蔽，不断造成投资的浪费，即便在不断转移工厂躲避贸易壁垒的空档期能够收回投资成本，长期看起来也不是一门好生意。

但是，若抓住盈利的窗口期，并不是将利润仅仅转化为扩张，而是将利润有效的通过正确的研发转发为产品升级，则我国轮胎企业的龙头将不再贴低成本制造优势的标签。

的确欧美地区布局工厂的人力成本要更高，但当产品升级附加值越过门槛后，则也可以去贴近欧美市场布局工厂。

做轮胎如果能进入消费品行列，则比抠成本更重要的是提升产品来赚钱。赛轮轮胎已经走上了这条轨道。

## 新增产能与盈利预测

### 现有产能

截止 2021 年 2 月，公司总共有半钢胎（PCR）产能 4300 万条/年，全钢胎（TBR）产能 1170 万条/年，非公路胎 7 万吨/年。公司的产能在国内分布在青岛、东营和沈阳，在海外目前在越南。

在国内，公司青岛工厂拥有半钢胎 1000 万/年，全钢 270 万条/年，非公路胎 3.5 万条；公司沈阳工厂拥有全钢胎 520 万条/年；东营工厂拥有半钢胎 2000 万条/年。

在越南，公司拥有越南一二期半钢胎 1300 万条/年，全钢 140 万条/年，非公路胎 3.5 万吨/年；越南 ACTR 项目全钢胎 240 万条/年。

表 5：公司现有产能

生产基地	产能状态	PCR (万条/年)	TBR (万条/年)	OTR (万吨/年)
青岛工厂	在产	1000	270	3.5
东营工厂	在产	2000		
沈阳一期	在产		190	
沈阳二期	建成投产		330	
潍坊工厂	2021建设	600	120	
越南一二期	在产	1300	140	3.5
越南ACTR	建成投产		240	
越南三期	2021建设	300	100	5

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从开工率来看，我们分两个维度来看，一个是从产品角度来看，一个是区域角度。

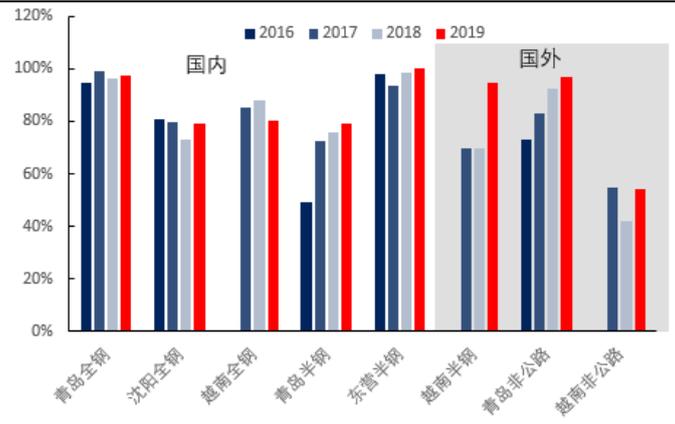
公司的轮胎产品分为三大类，全钢胎（TBR）、半钢胎（PCR）和非公路胎（OTR），在这三类产品中，全钢胎的开工率整体都接近 100%，半钢胎的开工率在 80%-95%之间，略低于全钢胎，而非公路胎则由于其产品型号差别较大、下游客户需求分散，整体开工率较全钢和半钢低。从公司的整体开工率来看，公司整体开工率维持在 90%附近，整体处于一个非常高的开工率水平。

在全钢产品供不应求的情况下，公司优先扩张全钢产能，越南合资工厂建设 240 万条/年全钢胎，2019 年底投产，2020 年年中产能逐步提升；2020 年底，沈阳 330 万条/年全钢投产，2021 年将贡献产量。在拟建的越南三期中，公司将进一步扩充越南全钢胎产能。

从区域来看，公司国内开工率整体略低于海外，尤其是在越南产能投建并逐步放量以后，2019 年，越南工厂无论半钢胎还是全钢胎，开工率都接近 100%，这主要是由于越南地区由于贸易壁垒的优势，盈利能力显著优于国内，因此公司优先安排订单在越南工厂进行生产。因此，公司在越南地区的产能扩张，对公司的成长速度影响尤为关键，自 2019 年以来，公司越南产能持续提升，除了与固铂合资建设越南合资工厂，公司近期公布了越南三期建设计划，建设全钢、半钢和非公路胎三种全面产能，同时，公司通过技术改造，提升原有工厂的产能，公司一期二期工厂半钢胎产能已经从原计划的 1000 万条/年提升至 1300 万条/年，全钢胎产能也从原计划的 120 万条/年提高至 140 万条/年。

**图 28: 公司分产品开工率 (%)**


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

**图 29: 公司分区域开工率 (%)**


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

## 公司新建产能

从公司新建产能和新增产量角度来看,我们认为公司的未来新增的产量主要来自于近两年的新建项目的逐步投产和未来新增的产能,公司 2019 年底建成了越南 ACTR 项目 240 万条/年全钢胎,2020 年 4 季度建成了沈阳二期 330 万条/年全钢胎,同时 2021 年,公司开始投资建设越南三期 300 万半钢胎、100 万条全钢和 5 万吨非公路胎,2021 年,公司同时开始投资进行潍坊 600 万半钢、120 万条全钢技改项目,新增一个国内产能基地。

### 越南 ACTR 项目

2018 年 12 月,公司公告与美国固铂合资建设 240 万套全钢子午线轮胎项目,2019 年 4 月 5 日,公司出资 9100 万美元设立合资公司 ACTR COMPANY LIMITED,2019 年 11 月,ACTR 项目建成。2020 年,受到疫情影响,公司的 ACTR 项目关键设备调试技术人员流动受到限制,公司的项目在 2020 年 4 季度正式满产,因此从其产量贡献而言,2020 年,240 万条/年全钢胎从满产开始按照 100%开工率计算,仅能贡献约 60 万条产量,而在 2021 年,ACTR 项目将贡献 240 万条产量,增加约 180 万条,我们预计 2022 年,越南 ACTR 项目将继续保持满产。

从产品角度来看,公司越南 ACTR 项目全部为全钢胎,由于美国和欧洲均对中国的全钢胎征税反倾销、反补贴税,因此公司的越南 ACTR 项目全钢胎将面向美国和欧洲市场。

从营收和利润贡献而言,我们预计 ACTR 在 2021 年和 2022 年预计贡献 24 亿元收入,以公司越南工厂 28%的净利率估算,预计贡献 7 亿元净利润,按照 65%的权益占比,归母净利润贡献 4.4 亿元净利润,较 2020 年增加约 3 亿元净利润。

### 沈阳二期项目

2020 年 2 月 28 日,公司发布公告,公司拟通过全资子公司赛轮(沈阳)投资建设年产 300 万套高性能智能化全钢载重子午线轮胎项目,项目投资总额 20 亿元,项目从 2020 年 2 月开始建设,建设期 24 个月。在疫情对全球经济造成严重影响的背景下,赛轮集团仍然坚决推进了沈阳工厂二期项目建设,2020 年 11 月 18 日短短 230 余天就实现了投产,又一次刷新了“赛轮速度”。

从公司沈阳一期的开工率来看，我们预计公司在设备正式调试成功、运行稳定后产能利用率也将达到 100%。公司 ACTR 项目稳定运行在疫情影响下耗费了约 3 个季度，而沈阳工厂一方面国内和海外疫情都相对得到有效控制、另一方面沈阳工厂在国内管理更便利，我们谨慎预计 2021 年年中正式稳定运行，则 2021 年可以贡献约 165 万条产量，2022 年可贡献 330 万产量。

从产品角度来看，公司的全钢胎产品一方面面向进一步扩大国内外市场对全钢胎产品的需求，同时面向非欧洲和北美的海外市场，海外市场主要为南美、亚洲、非洲。预计海外占比在 30% 以上。

从利润角度来看，公司沈阳一期 190 万条/年全钢贡献净利润 2.1 亿元，我们预计 330 万条/年全钢胎满产贡献 3 亿元净利润。2021 年，沈阳二期贡献 1.5 亿净利润，2022 年，沈阳二期贡献 3 亿元净利润。

### 越南三期项目

2021 年 1 月 9 日，公司公告对外投资公告，公司拟投资 30 亿元建设越南三期项目，越南三期包括半钢胎 300 万条/年，全钢胎 100 万条/年，非公路胎 5 万吨/年。

根据公司越南 ACTR 的建设经验，我们预计公司 2021 年底越南三期可以实现投产，2022 年下半年可以满产。

根据公司的可研报告，越南三期满产预计实现收入 28 亿元，实现净利润 6 亿元，2022 年预计实现净利润 3 亿元，2023 年预计实现净利润 6 亿元。

### 潍坊技改项目

2021 年 2 月 2 日，公司公布对外投资公告。2020 年，公司参与了山东安驰轮胎有限公司的破产重整并中标成为重整投资方。2021 年 1 月法院裁定批准了安驰轮胎的重整计划草案，公司支付了 2 亿元资金以取得安驰轮胎的所有资产及轮胎生产立项批复等资质。公司拟增加投资实施性能子午线轮胎技术升级改造项目。项目总投资 7.2 亿元，技术升级改造项目建设完成后，公司潍坊技改项目将具备年产 120 万套高性能全钢载重子午线轮胎和 600 万套高性能半钢子午线轮胎的生产能力。

潍坊技改项目预计建设期 8 个月，我们预计公司 2021 年 4 季度可以完成项目建设，2022 年项目可以贡献约 75% 的产量，2023 年全年满产。

从产品来看，该项目轮胎市场以国内配套、替换市场及国际客户为主，根据现有设备和模具状况，结合赛轮集团各方面优势，合理调整产品升级和市场布局产品。

从盈利来看，项目满产预计可实现 19.6 亿元收入，净利润 1.4 亿元。

潍坊技改项目的投入产出比高于国内同类型轮胎产能项目，也是由于赛轮具有前文所述的竞争优势才投标成为重整投资方——即赛轮具备工艺、设备、产品协同优势，具备对一个不良轮胎资产技改重整的专业能力。

## 东南亚双反落地，半钢替代空间巨大！

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。根据美国商务部初裁结果，赛轮越南反倾销税率为 0%，结合之前裁定的反补贴税率 6.23%，此次美国对于东南亚地区的半钢胎双反调查，赛轮增加的总税率为 6.23%，为整个被调查地区企业中最低。从同在越南的企业来看，赛轮越南的反补贴税最低；而与泰国、中国台湾地区和韩国比较，泰国地区的反倾销整体税率为 16.66%，较赛轮高出 10 个百分点以上，而中国台湾地区的反倾销税则全部在 50% 以上，甚至接近 100%。

表 6：美国对东南亚双反调查初裁税率（%）

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	赛轮	0%	6.23%
	建大	0%	6.77%
	普利司通	0%	6.77%
	锦湖	0%	10.08%
	横滨	0%	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

从这次初裁结果来看，我们认为，一方面，相较于国内而言，东南亚地区的越南、泰国仍然相较于国内有较大的贸易壁垒优势。自 2009 年以来，美国就发动了对中国轮胎的特保案调查，2015 年启动双反调查，2018 年开始，美国进一步增加了对中国轮胎的 25% 关税，这使得中国轮胎出口至美国的贸易壁垒重重。而 2018 年底开始，欧洲也对中国卡车轮胎征收双反税，进一步增加了中国轮胎出口的难度。而美国对于东南亚地区的双反调查，整体而言，除对中国台湾地区征收的双反税率较高以外，其他地区都远低于对中国内地的轮胎税率。

目前，公司在越南已经建设有一期和二期（140 万条/年全钢胎，1300 万条/年半钢胎和 3.5 万吨/年非公路胎），同时和美国固铂合资建设 ACTR 项目（全钢胎 240 万条/年全钢胎），2019 年 11 月，ACTR 项目投产，2020 年该项目产能产量稳步提升，随着公司此次拟新建越南三期，公司在越南的产能进一步提升。

除了对于美国市场，越南在此次双反调查落地以后具有显著的优势，从欧洲市场的角度来看，根据中国新闻网 2020 年 2 月 13 日消息，当地时间 2020 年 2 月 12 日，欧洲议会以 401 票支持、192 票反对和 40 票弃权的表决结果，通过了越南与欧盟自由贸易协定(EVFTA)；以 407 票支持、188 票反对和 53 票弃权的表决结果，通过投资保护协定(EVIPA)。

根据澎湃新闻报道，越南与欧盟自由贸易协定在 2020 年 8 月 1 日起正式生效实施。越南由此成为亚太国家中第一个与欧盟建立自由贸易关系的新兴市场国家，同时，也是继新加坡后，第二个与欧盟建立自由贸易关系的东盟国家。在 8 月 1 日后，越南对欧盟出口 71% 产品的

关税，欧盟对越南出口 65% 产品的关税，立即豁免。根据协定，双边货物贸易中约 99% 的关税将逐渐削减直至取消。

随着协议的生效，公司在越南的全钢胎产能出口至欧洲也将较其他地区产能具有显著优势。

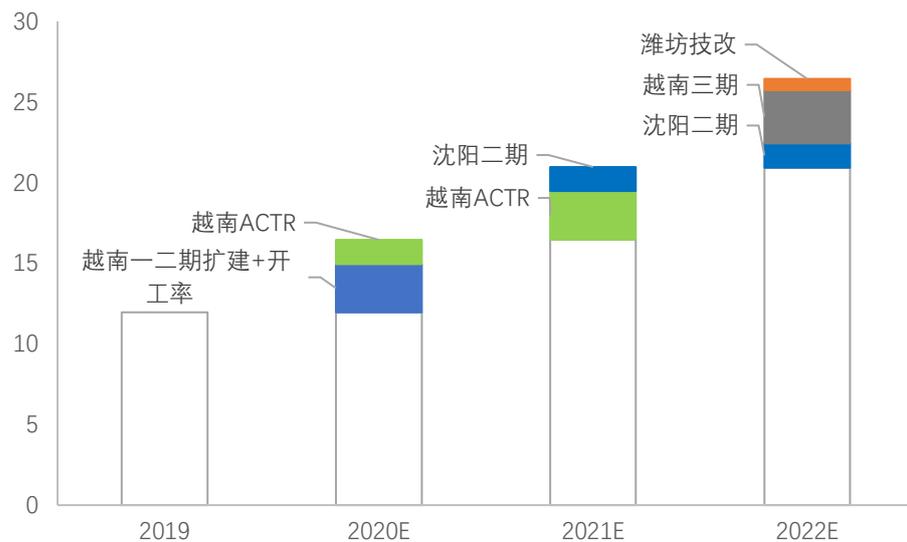
## 盈利预测

1、开工率假设：我们认为，公司全钢胎工厂开工率将继续保持高位，2021 年，公司沈阳二期开工率谨慎预测为 50%，2022 年开工率提升至 95%；公司越南合资工厂在 2021-2022 年将达到 95%；2022 年，公司越南三期产能开工率中全钢和半钢为 50%，非公路胎为 15%。2022 年，公司潍坊技改项目开工率达到 50%。

2、轮胎价格：2021-2022 年，我们认为，天然橡胶价格仍将维持相对低位。公司的轮胎产品价格，在出口至美国的部分将有小幅提升，其他产品价格将维持平稳。

我们预计，2020 年，公司由越南一期二期扩建+开工率提升+毛利率提升新增 3 亿元净利润，越南 ACTR 新贡献 1.5 亿元净利润，2021 年，新增利润主要来自于越南 ACTR(3 亿元)、沈阳二期(1.5 亿元)；2022 年，新增利润主要来自于沈阳二期(1.5 亿元)、潍坊(0.7 亿元)、沈阳三期(3.3 亿元)。

图 30：公司未来三年利润增长（亿元）



资料来源：信达证券研发中心

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别达到 173.8、211.3、250.6 亿元，同比增长 14.9%、21.6%、18.6%，归属母公司股东的净利润分别为 16.48、20.94、26.33 亿元，同比增长 37.85%、27.09%、25.75%，2020-2022 年摊薄 EPS 分别达到 0.61、0.79、0.99 元。对应 2020 年的 PE 为 16 倍、2021 年 PE 为 13 倍。

表 7：公司盈利预测（百万元）

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	13685	15128	17382	21131	25058
增长率 YoY %	-0.88%	10.55%	14.90%	21.57%	18.58%
归属母公司净利润(百万元)	668	1195	1648	2094	2633
增长率 YoY%	102.54%	78.88%	37.85%	27.09%	25.75%

毛利率%	19.82%	25.86%	25.26%	26.33%	26.46%
净资产收益率 ROE%	10.89%	17.87%	20.91%	21.51%	21.76%
EPS(摊薄)(元)	0.25	0.44	0.61	0.78	0.98
市盈率 P/E(倍)	40	23	16	13	10
市净率 P/B(倍)	4.28	3.82	3.11	2.50	2.01

资料来源：公司年报，信达证券研发中心，以 2020 年 2 月 24 日收盘价

## 投资评级

赛轮轮胎目前的估值水平依然是被当作化工股低估，并没有体现出其业绩持续高增长该对应的估值水平，也没有体现出产品作为消费品未来有巨大量价提升空间的估值水平。

在选择可比公司时，我们不选择 A 股的轮胎板块，因为目前中国轮胎行业是分化的趋势，没有可比性；也不选择国际老牌轮胎公司，这些企业固守着自己的优势市场面临着中国新龙头的挑战，近十年已经没有收入的明显增长，因此也不具有可比性。

赛轮轮胎的产品是消费品，进入了 2C 消费端，并且盈利能力强，业绩连续高增长。我们选取市场公认具有消费属性的白马股作为可比公司：

- 1、玲珑轮胎：业务规模与赛轮轮胎相近的市场普遍认同白马股。
- 2、福耀玻璃：中国制造的骄傲，同属汽车配件。然而轮胎比汽车玻璃的发展空间更大。汽车上明显标示的品牌除了汽车自己的品牌就是轮胎品牌，轮胎是可以独立消费的消费品。
- 3、长城汽车：中国本土汽车的希望之星，汽车无疑是消费品。
- 4、美的集团、海尔之家：中国家电的龙头，全球家电的著名品牌。巨量的收入规模、市场份额和市值，中国轮胎龙头的明天。
- 5、顾家家居、梦百合：沙发和床垫同属消费品，中国家居用品的龙头。梦百合的床垫与轮胎还有个相似性，其最重要的市场也是美国市场，美国人的床垫消费频率是中国人的 3 倍。
- 6、绝味食品：衣食住行中的食无疑是消费品，对比轮胎，国人会更认同鸭脖是消费品而轮胎不是。这其实正如前文所说的，中美市场对比，中国还未到轮胎消费的成熟市场阶段。美国人人均每年消费 1 条乘用车轮胎，中国人人均每 5 到 6 年消费 1 条乘用车轮胎。成熟市场的人均轮胎消费额可以去和食品对比。中国人的轮胎消费还有巨大的增长空间。

在上述的各种消费品生意中，赛轮轮胎的净资产收益率处于均值以上，是个不错的生意。

过去三年业绩成长性对比，赛轮轮胎业绩增长速度、稳定性都超过了这些市场熟知的消费白马们。

**表 8: 可比公司 (亿元)**

可比公司	市值	2020E净利润	PE	ROE (TTM)	2018利润同比增长	2019利润同比增长	2020E利润同比增长
赛轮轮胎	266	15.3	17.4	17.5	103%	79%	28%
玲珑轮胎	623	20.8	28.9	14.6	13%	41%	25%
福耀玻璃	1202	26.6	45.1	10.8	31%	-30%	-8%
长城汽车	2636	84.9	30.2	7.6	4%	-14%	89%
美的集团	6691	255.2	26.2	22.1	17%	20%	5%
海尔智家	2609	79.9	32.6	13.4	7%	10%	-3%
顾家家居	482	13.3	36.3	18.3	20%	17%	14%
梦百合	151	5.0	29.8	16.3	19%	101%	34%
绝味食品	544	7.8	69.7	14.9	28%	25%	-2%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 以 2020 年 2 月 24 日收盘价

公司的估值, 其中最关键的关注指标, 是成长性和未来空间。逐年业绩成长, 就会降低 PE 估值, 使估值重新具有吸引力, 因此高成长可以给予高估值水平。未来成长空间大, 则可以容纳的市值大。在家电行业, 中国龙头已经是全球的龙头。而赛轮轮胎目前的全球市占率尚不足 2%, 其已经走上了研发、产品升级、市占率提升的高速发展轨道, 进入全球排名前 10 的行列在未来 5 到 10 年内大概率就可以见到。

可比公司的平均 PE 为 37.4 倍, 我们对赛轮轮胎 2021 年 20.9 亿的预测净利润, 给予 37 倍 PE, 对应市值 773 亿元, 对应目标价 29.1 元, 若考虑公司正在推进的非公开发行方案落地实施所增加的 4.09 亿股本, 对应目标价 25.2 元, 维持买入评级。

## 风险因素

- 1、新项目建设不及预期的风险
- 2、天然橡胶价格短期大幅波动的风险
- 3、全球疫情导致的出行需求下降风险

	单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6859	8471	11311	13267	15806
货币资金	2343	3812	4393	5390	6882
应收票据	206	1	1	2	2
应收账款	1470	1565	1798	2186	2593
预付账款	141	176	204	244	289
存货	2271	2229	2582	3094	3663
其他	427	686	2332	2350	2378
<b>非流动资产</b>	8429	9407	8723	10646	13108
长期股权投资	232	430	430	430	430
固定资产(合计)	6359	6407	5929	7076	9134
无形资产	587	474	345	239	149
其他	1252	2096	2020	2902	3395
<b>资产总计</b>	15288	17877	20035	23913	28914
<b>流动负债</b>	8434	8467	9004	9788	10656
短期借款	3564	3687	3687	3687	3687
应付票据	1860	1676	1941	2326	2754
应付账款	1824	1579	1829	2192	2594
其他	1185	1524	1546	1582	1620
<b>非流动负债</b>	537	2001	2001	3001	4501
长期借款	450	1904	1904	2904	4404
其他	87	97	97	97	97
<b>负债合计</b>	8971	10468	11005	12789	15157
少数股东权益	9	341	341	341	341
归属母公司股东权益	6308	7068	8688	10782	13416
<b>负债和股东权益</b>	15288	17877	20035	23913	28914

	单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13685	15128	17382	21131	25058
同比(%)	-0.88%	10.55%	14.90%	21.57%	18.58%
归属母公司净利润	668	1195	1648	2094	2633
同比(%)	102.54	78.88%	37.85%	27.09%	25.75%
毛利率(%)	19.82%	25.86%	25.26%	26.33%	26.46%
ROE%	10.89%	17.87%	20.91%	21.51%	21.76%
EPS(摊薄)(元)	0.25	0.44	0.61	0.79	0.99
P/E	40	23	16	13	10
P/B	4.28	3.82	3.11	2.46	1.98
EV/EBITDA	17.80	13.99	11.57	9.67	8.16

	单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	13,685	15,128	17,382	21,131	25,058
营业成本	10,972	11,216	12,991	15,567	18,427
营业税金及附加	67	74	87	105	125
销售费用	869	1,014	1,144	1,390	1,649
管理费用	366	592	573	696	825
研发费用	231	320	367	447	530
财务费用	288	252	302	464	422
减值损失合计	230	401	139	195	217
投资净收益	42	51	36	43	43
其他	32	25	30	29	29
<b>营业利润</b>	735	1,335	1,846	2,338	2,937
营业外收支	-12	-13	-16	-14	-14
<b>利润总额</b>	723	1,322	1,829	2,325	2,923
所得税	66	131	182	231	290
<b>净利润</b>	657	1,191	1,648	2,094	2,633
少数股东损益	-11	-4	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	668	1,195	1,648	2,094	2,633
EBITDA	1,772	2,360	2,852	3,470	4,296
EPS(当年)(元)	0.25	0.44	0.61	0.79	0.99

	单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1999	2009	2540	3013	3773
净利润	657	1191	1648	2094	2633
折旧摊销	817	779	755	850	1019
财务费用	232	258	267	295	353
投资损失	-34	-51	-36	-43	-43
营运资金变动	106	-691	-206	-339	-351
其它	220	522	112	155	161
<b>投资活动现金流</b>	-170	-1363	-1665	-2721	-3428
资本支出	-476	-1206	-1701	-2764	-3472
长期投资	321	-52	36	43	43
其他	-15	-105	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-1510	584	-294	705	1147
吸收投资	135	605	0	0	0
借款	-880	1286	0	1000	1500
支付利息或股息	368	399	294	295	353
<b>现金流净增加额</b>	338	1262	581	997	1491

## 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 年管理工作经验。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	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@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	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。