



买入 (首次)

所属行业: 化工/橡胶  
当前价格(元): 47.62

# 民族轮胎企业领军者，加速全球布局对标国际一线品牌

## 投资要点

- **公司是国内轮胎行业龙头企业，未来有望迈进全球一线胎企。**2020年公司半钢胎、子午胎、海外工厂产量及利润位居国内第一，全钢胎产量位居国内第二。公司全球战略布局全面升级为“6+6战略”，即中国6个、海外6个生产基地共同发展，实现国内海外市场双轮驱动。目前公司在国内拥有招远、德州、柳州、荆门、长春（在建）5个生产基地，在海外有泰国、塞尔维亚（在建）2个生产基地，其中塞尔维亚一期工程预计2021年三季度试生产，长春工厂一期工程预计2021年10月试生产，规模优势不断提升。预计2030年公司轮胎产销量将达1.6亿条，届时公司有望跻身全球轮胎第一梯队。
- **全球轮胎行业竞争格局生变，民族品牌加速崛起。**2019年全球轮胎市场规模达1670亿美元，2000-2019年复合增速达5%。受益于下游汽车行业的高速增长，轮胎行业得到快速发展，但是行业集中度并未得到提升。第一梯队（米其林、普利司通、固特异）CR3市占率从2000年的56.8%下滑至2019年的37.7%，而以国产品牌为主的第三梯队逐步崛起，市占率稳步提升。2020年受疫情影响，一些大型轮胎企业选择性关闭或停产部分工厂，而以公司为代表的民族品牌则因国内疫情控制较好加速抢占外资品牌的份额。目前国内轮胎企业市占率均不足2%，未来国产替代将创造出巨大的市场空间，国内头部轮胎企业迎来发展良机。
- **配套零售齐发力，核心竞争力持续提升。**公司连续多年位居国内配套市场第一，为全球60多家汽车厂100多个生产基地提供配套服务，进入全球10大车企其中7家的配套体系，实现了对德系、欧系、美系、日系等全球重点车系的配套，公司持续发力配套市场，在汽车市场负增长的情况下实现逆势增长。2020年公司开启新零售元年，与腾讯、华制智能联合开发智慧营销云平台，全面赋能终端门店并为线下消费助力，进一步增强客户的粘性，计划到2022年在全国打造300家战略合作经销商、2000家旗舰店、5000家核心品牌店、30000家紧密合作店；2020年公司国内零售市场销量增长约43%，3月实行新零售以来同比增长约50%。
- **投资建议：**预计公司2021-2023年每股收益分别为1.96、2.37和2.77元，对应PE分别为24、20和17倍。参考SW轮胎板块当前平均18倍PE水平，结合行业可比公司平均估值，考虑公司将充分受益于产能规模扩张和配套市场的先发优势，未来有望保持快速发展，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产能投放不及预期；原材料价格波动；国际贸易摩擦加剧。

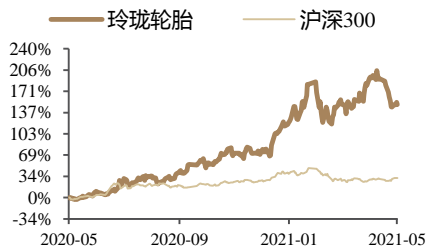
## 证券分析师

**李骥**  
资格编号: S0120521020005  
邮箱: lij3@tebon.com.cn

## 研究助理

**任杰**  
邮箱: renjie@tebon.com.cn

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.35	-0.23	-6.96
相对涨幅(%)	-16.31	-3.81	3.30

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

## 相关研究

## 股票数据

总股本(百万股):	1,373.51
流通A股(百万股):	1,356.49
52周内股价区间(元):	18.40-57.96
总市值(百万元):	65,406.66
总资产(百万元):	30,688.36
每股净资产(元):	12.39

资料来源: 公司公告

## 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17,164	18,383	21,337	24,954	27,718
(+/-)YOY(%)	12.2%	7.1%	16.1%	17.0%	11.1%
净利润(百万元)	1,668	2,220	2,685	3,257	3,804
(+/-)YOY(%)	41.2%	33.1%	20.9%	21.3%	16.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.21	1.62	1.96	2.37	2.77
毛利率(%)	26.5%	27.9%	28.4%	29.0%	29.5%
净资产收益率(%)	15.1%	13.5%	13.4%	13.4%	13.1%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

1. 国内轮胎龙头企业，聚焦全球化布局 .....	6
1.1. 深耕轮胎行业，“6+6”战略巩固龙头地位 .....	6
1.2. 股权结构稳定，股权激励调动员工积极性 .....	8
1.3. 业绩表现优异，利润率稳步提升 .....	9
2. 疫情加速全球轮胎行业洗牌，中国企业有望实现弯道超车 .....	13
2.1. 万亿级市场空间广阔，新能源汽车为行业注入新动能 .....	13
2.1.1. 全球轮胎万亿级赛道，汽车行业发展推动需求增长 .....	13
2.1.2. 国内千人汽车保有量较低，轮胎市场仍有巨大发展潜力 .....	15
2.2. 全球轮胎格局生变，民族企业加速崛起 .....	17
2.2.1. 三巨头市占率下滑明显，中国企业加速抢占市场 .....	17
2.2.2. 落后产能持续出清，国内轮胎行业集中度将进一步提升 .....	19
2.3. 原材料价格高位运行，轮胎企业再掀涨价潮 .....	20
3. 国际贸易摩擦加剧，国内企业加快海外布局 .....	22
3.1. 美国对中国多次“双反”倒逼中国企业布局海外 .....	22
3.2. 美国对东南亚“双反”即将落地，全球化布局企业最为受益 .....	22
3.3. 国内企业加速海外基地建设，有效规避贸易摩擦风险 .....	24
4. 核心竞争优势显著，推动公司迈入新发展阶段 .....	26
4.1. 全球化基地布局，扩建项目潜力巨大 .....	26
4.2. 研发投入持续增加，产品性能居行业前列 .....	28
4.3. 多元化营销，品牌价值快速提升 .....	30
4.4. 依托新零售发力替换市场，巩固开拓配套市场 .....	32
5. 盈利预测与投资建议 .....	36
6. 风险提示 .....	38

## 图表目录

图 1: 公司成立以来发展历程.....	6
图 2: 公司“6+6”全球化战略布局图.....	7
图 3: 公司细分品牌.....	8
图 4: 公司股权结构图 (截至 2021 年 3 月 31 日).....	9
图 5: 公司营业收入及其增速.....	10
图 6: 公司归母净利润及其增速.....	10
图 7: 公司利润率情况.....	10
图 8: 公司三费情况.....	10
图 9: 公司研发费用及其增速.....	10
图 10: 公司研发人员及其占公司总人数的比例.....	10
图 11: 公司主要成本构成.....	11
图 12: 公司主要原材料采购价格情况 (万元/吨).....	11
图 13: 公司国外营收及其增速.....	11
图 14: 公司国内营收及其增速.....	11
图 15: 公司国内外营收占比情况.....	12
图 16: 公司国内外毛利率情况.....	12
图 17: 公司主要产品产量情况.....	12
图 18: 公司主要产品销量情况.....	12
图 19: 2010-2019 年全球轮胎销售额情况.....	13
图 20: 2010-2020 年全球轮胎消费量情况.....	13
图 21: 2017-2020 年全球配套轮胎市场分地区情况 (百万条).....	14
图 22: 2017-2020 年全球替换轮胎市场分地区情况 (百万条).....	14
图 23: 2009-2020 年全球汽车产量及其增速.....	14
图 24: 2009-2020 年全球汽车销量及其增速.....	14
图 25: 全球新能源汽车保有量情况 (百万辆).....	15
图 26: 2005-2019 年中国轮胎产量情况.....	15
图 27: 2010-2020 年国内汽车产销量情况.....	16
图 28: 2010-2020 年国内汽车保有量情况.....	16
图 29: 2020 年全球各地区客车及轻卡车替换比.....	17
图 30: 全球轮胎 75 强 CR3、CR5 和 CR10.....	18
图 31: 全球轮胎 75 强中国上榜企业数量.....	18
图 32: 全球轮胎 75 强中国企业销售额及其占比.....	18

图 33: 国内轮胎企业集中度 .....	19
图 34: 国内轮胎企业数量 .....	20
图 35: 2020 年玲珑轮胎原材料成本构成 .....	20
图 36: 2020 年米其林原材料成本构成 .....	20
图 37: 天然橡胶和丁苯橡胶价格走势 .....	21
图 38: 美国轿车轮胎进口量 (百万条) .....	22
图 39: 美国乘用车轮胎进口量 (百万条) .....	22
图 40: 2017-2019 年四地出口至美国的轮胎金额 (亿美元) .....	23
图 41: 2017-2019 年四地出口至美国的轮胎数量 (百万条) .....	23
图 42: 美国实施反倾销政策的重要时间节点 .....	23
图 43: 欧洲轮胎市场进出口情况 .....	24
图 44: 公司“6+6”全球化战略布局图 .....	26
图 45: 公司固定资产情况 .....	26
图 46: 公司在建工程情况 .....	26
图 47: 公司产能变动情况 (万条/年) .....	27
图 48: 泰国工厂营收及其占比 .....	27
图 49: 泰国工厂归母净利润及其占比 .....	27
图 50: 公司研发费用及其占比 .....	28
图 51: 公司与国际巨头研发费用率对比 .....	28
图 52: 超低滚阻绿色轮胎 .....	29
图 53: 新能源汽车轮胎-EV100 .....	29
图 54: 公司广告费用及占销售费用比例 .....	30
图 55: 玲珑轮胎为沃尔夫斯堡官方合作伙伴 .....	31
图 56: 玲珑轮胎为尤文图斯官方合作伙伴 .....	31
图 57: 玲珑轮胎亮相中东 (迪拜) 国际汽配展 .....	31
图 58: 玲珑轮胎亮相美国森马展 .....	31
图 59: 玲珑轮胎海外经销商大会 .....	31
图 60: 玲珑轮胎开展“千店工程” .....	31
图 61: 玲珑轮胎获得“中国工业大奖” .....	32
图 62: 玲珑轮胎品牌价值 .....	32
图 63: 公司“新零售元年”战略 .....	33
图 64: 公司配套全球 60 多家车企 .....	33
图 65: 公司配套的部分新能源汽车 .....	34

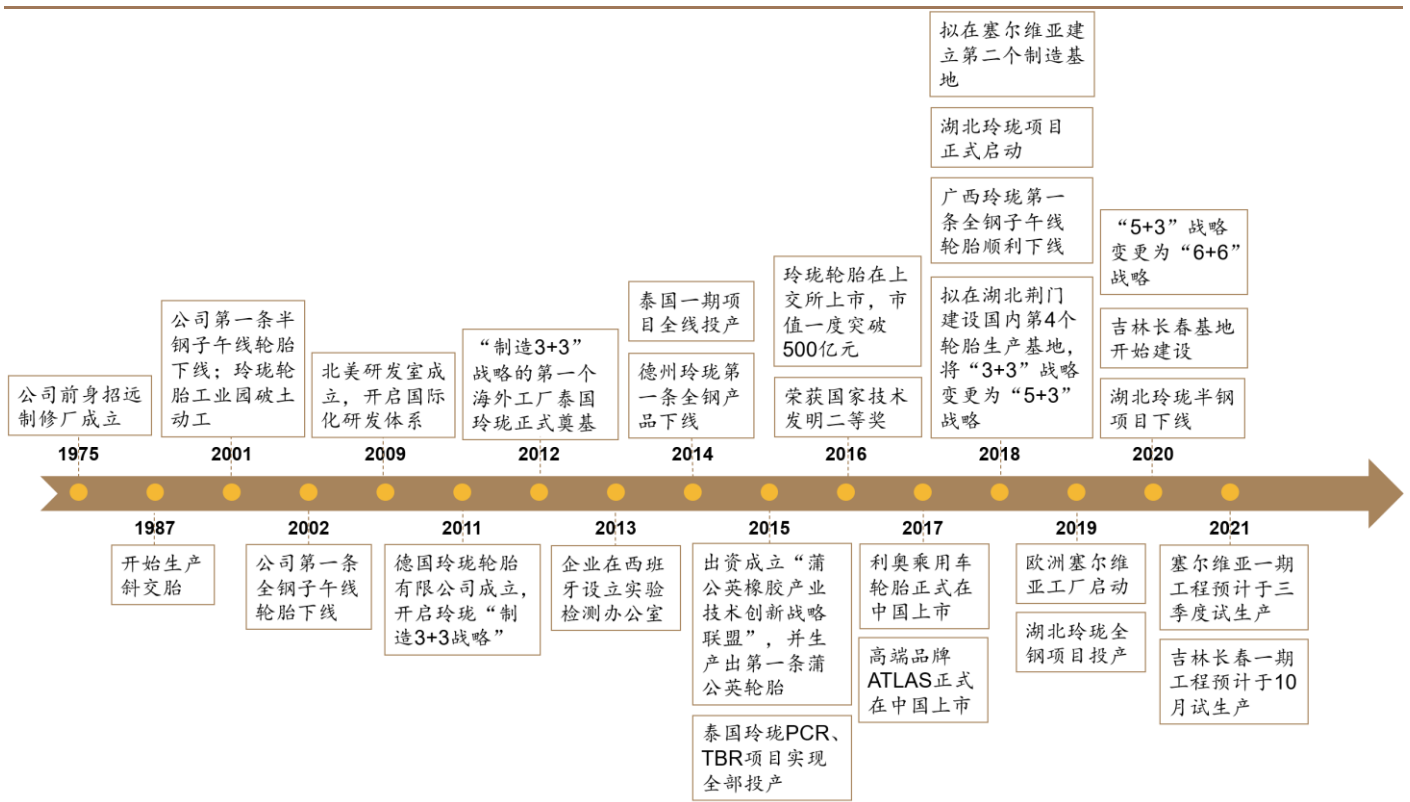
表 1: 公司各生产基地产能一览 (单位: 万条) .....	7
表 2: 公司品牌简介 .....	8
表 3: 公司股权激励计划 .....	9
表 4: 新能源汽车轮胎所需满足的性能要求 .....	15
表 5: 2019 年全球主要国家千人汽车保有量 .....	16
表 6: 2019 年全球轮胎竞争格局 .....	17
表 7: 全球 2020 年部分关停工厂 .....	18
表 8: “坚决淘汰一批”任务清单 (轮胎) .....	19
表 9: 部分国内外轮胎企业涨价通知 .....	21
表 10: 美国对中国关于轮胎贸易的相关政策 .....	22
表 11: 2020 年美国对四地进口轮胎反倾销税率初裁结果 .....	23
表 12: 公司塞尔维亚基地建设计划 .....	24
表 13: 中国企业海外建厂情况 .....	25
表 14: 公司塞尔维亚基地建设计划 .....	28
表 15: 公司吉林基地建设计划 .....	28
表 16: 公司研发成果 .....	29
表 17: 17 款夏季轮胎测试总分排名 .....	29
表 18: 17 款夏季轮胎各项测试项目的分表 .....	30
表 19: 2020 年全球最优价值轮胎品牌排名 .....	32
表 20: 2020 年原配品牌排行榜 .....	34
表 21: 2020 年纯电动新车原配轮胎品牌排行榜 .....	35
表 22: 公司核心产品业绩拆分与盈利预测 .....	36
表 23: 可比公司估值分析 .....	37

## 1. 国内轮胎龙头企业，聚焦全球化布局

### 1.1. 深耕轮胎行业，“6+6”战略巩固龙头地位

立足于轮胎产业，成长为国内优质龙头企业。公司自 1987 年开始涉足斜交胎生产，除了不断扩大在国内的产能与轮胎产品类型以外，公司也从未停下全球化脚步。公司于 2001 和 2002 年分别开始半钢子午线轮胎及全钢子午线轮胎的生产。2012 年，公司在泰国建立了第一个海外工厂，同时泰国玲珑的第一条全钢胎下线。2014 年，德州玲珑的第一条全钢胎下线。2016 年，公司成功于上交所上市。

图 1：公司成立以来发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

**“6+6”战略升级，加快全球化布局。**随着公司业务的快速拓展，原先的“5+3”战略已不能满足公司发展需要，公司于 2020 年 3 月提出“6+6”发展战略（中国 6 个生产基地，海外 6 个生产基地）。目前公司在国内拥有招远、德州、柳州、荆门、长春（在建）五个生产基地，在海外拥有泰国、塞尔维亚（在建）两个生产基地，并在全球范围内继续考察建厂。其中塞尔维亚一期工程预计 2021 年三季度开始试生产，长春工厂一期工程预计 2021 年 10 月开始试生产，公司产能规模优势不断提升。

图 2: 公司“6+6”全球化战略布局图



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

产能扩张迅猛, 未来发展空间依旧广阔。2013 年公司轮胎的总产能为 3738 万条, 2020 年已经提升至 7685 万条, CAGR 达 10.8%。预计到 2025 年, 公司总产能将达到 14856 万条, CAGR 高达 14.1%, 公司未来发展动力十足。

表 1: 公司各生产基地产能一览 (单位: 万条)

基地	产品	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
招远总部	半钢	2704	2704	2800	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
	全钢	450	480	500	510	510	510	510	510	510	510
	斜交	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
山东德州	半钢	210	330	350	600	670	900	1000	1000	1000	1000
	全钢	200	220	220	220	220	220	220	220	220	220
广西一期	半钢	420	580	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
	全钢			30	100	140	140	140	140	140	140
	特胎				1	5	6	6	6	6	6
广西二期	半钢							1000	1000	1000	1000
	全钢							100	100	100	100
泰国	半钢	800	1100	1300	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
	全钢	70	100	145	200	220	220	220	220	220	220
湖北	半钢					200	1200	1200	1200	1200	1200
	全钢				240	120	240	240	240	240	240
	特胎						6	6	6	6	6
	内胎垫带						150	150	150	150	150
塞尔维亚	半钢						350	350	700	700	1200
	全钢						80	80	160	160	160
	工程及农用胎										2
长春	半钢									600	1200
	全钢								120	160	200
	翻新胎										20
第三个国外生产基地	高性能子午线轮胎										1700
	非公路轮胎										2
合计		4954	5614	6445	7231	7685	9602	10802	11352	11992	14856

资料来源: 公司公告, 项目环评报告, 德邦研究所

**多品牌共同发展，公司品牌地位不断提升。**自成立以来，公司已形成玲珑、ATLAS、利奥、山玲、Evoluxx、Benchmark 等多个面向全球差异化市场定位的多元化品牌。针对不同的车型和应用场景，公司对其轮胎产品进行了市场细分：乘用车轮胎下，公司产品可以分为高性能轿车、SUV 和轻卡轮胎，卡客车产品分为高速标载、工程载重、矿山、轻卡微卡、客车公交、宽基胎系列。

图 3：公司细分品牌



资料来源：公司产品手册，德邦研究所

表 2：公司品牌简介

品牌名称	品牌简介
ATLAS	阿特拉斯轮胎始于上世纪二十年代，由美国标准石油在全美经销，美国经济大萧条期间，ATLAS 以责任和担当赢得了广泛的民众认可，一举成为美国高端轮胎市场的风向标。2009 年，公司将 ATLAS 阿特拉斯轮胎品牌收入麾下并重新开发塑造，致力于把 ATLAS 的世界级品质和前瞻性的发展趋势引入国内，着力打造成为适合中国市场的高端轮胎品牌
利奥	2003 年公司注册利奥品牌，利奥源于 1994 年与香港合资的企业名称“招远利奥”，是公司旗下出口欧美的品牌
Benchmark	邦驰轮胎，玲珑轮胎集团高端系列
GREEN MAX	“绿行”轮胎，高操作性，优良的排水性能，有效降低水漂的发生，适用于高档轿车和跑车
CROSSWIND	全地形轮胎，湿地性能优异；沟壁角度大，自洁性能好；铺装路面与非铺装路面的绝佳平衡

资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

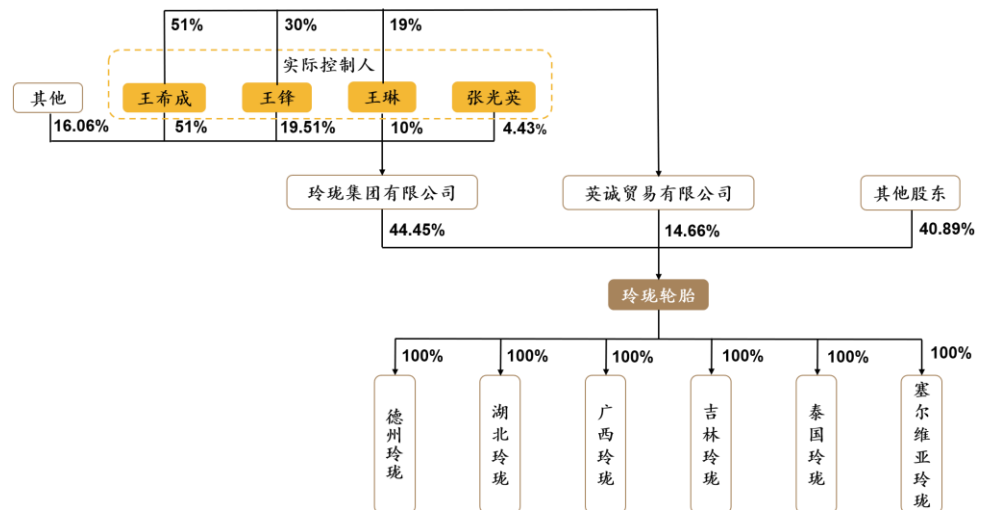
## 1.2. 股权结构稳定，股权激励调动员工积极性

**公司股权分布较为集中。**截至 2021 年 3 月 31 日，公司控股股东为玲珑集团有限公司，持股比例达 44.45%，英诚贸易持有公司 14.66% 的股份。玲珑集团和英诚贸易的实际控制人皆为王希成、王锋、王琳和张光英，王氏家族通过玲珑集团和英诚贸易间接持有公司 59.11% 的股份，对公司有着较强的控制力。

公司设立多家全资子公司以负责不同地区及国家的轮胎生产及贸易活动，除了吉林、德州、广西和湖北玲珑分别管理各地区的生产销售外，公司还在泰国设立了 LLIT (THAILAND) CO.,LTD，在塞尔维亚设立了 Linglong International Europe d.o.o. Zrenjanin 以便公司实现全球化战略。



图 4: 公司股权结构图 (截至 2021 年 3 月 31 日)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

健全长期激励机制, 充分调动员工积极性。公司分别于 2019 年 11 月和 2020 年 11 月公布了限制性股权激励计划, 分别授予限制性股票 1281 万股和 817 万股, 激励对象主要为中高层管理者和核心技术骨干人员。两次股权激励计划有效地将股东、公司和核心团队三者的利益结合在一起, 使各方共同关注公司的长远发展, 提升公司可持续发展能力。

表 3: 公司股权激励计划

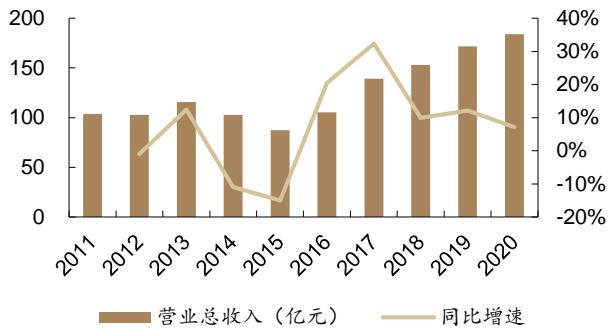
	第一次限制性股票激励计划	第二次限制性股票激励计划
公告时间	2019 年 11 月	2020 年 11 月
激励总数	1281 万股	817 万股
占当时总股本比例	1.07%	0.62%
授予价格	10.38 元/股	16.59 元/股
激励对象	295 人	557 人
第一个解售期	以 2018 年净利润为基数, 2019 年净利润增长率不低于 30% (已于 2020 年 1 月解售)	以 2019 年净利润为基数, 2020 年净利润增长率不低于 30% (已于 2021 年 2 月解售)
第二个解售期	以 2018 年净利润为基数, 2020 年净利润增长率不低于 50%	以 2019 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 45%
第三个解售期	以 2018 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 70%	以 2019 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 60%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 1.3. 业绩表现优异, 利润率稳步提升

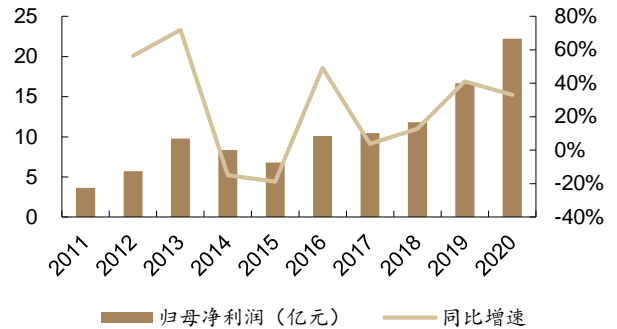
公司业绩总体呈现增长态势, 疫情期间依然增长迅猛。面对疫情带来的冲击, 公司积极调整产品结构, 加大高性能产品的市场开拓力度, 实现了业绩的持续增长。2020 年公司实现营业收入 183.83 亿元, 同比增长 7.10%, 2011-2020 年 CAGR 达 6.55%; 实现归母净利润 22.20 亿元, 同比增长 33.13%, 2011-2020 年 CAGR 达 22.23%。

图 5：公司营业收入及其增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

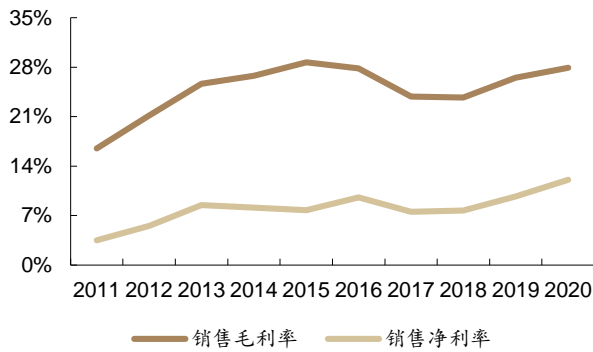
图 6：公司归母净利润及其增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

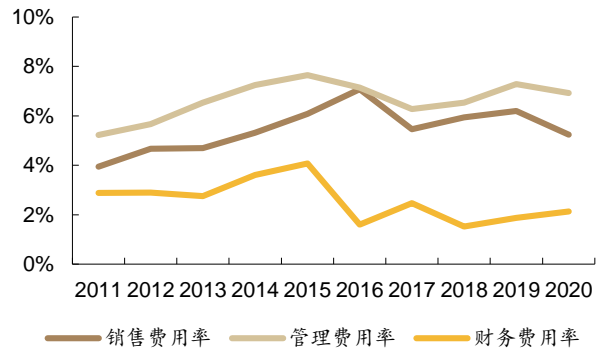
**利润率稳步上升，三费总体较为平稳。** 轮胎行业价格竞争激烈，行业利润率总体处于较低水平，而公司毛利率和净利率自 2011 年稳步上升，2020 年公司毛利率和净利率分别为 27.91% 和 12.08%，较 2011 年显著增长。公司销售费用率及管理费用率有小幅上涨，分别从 2011 年的 3.94% 和 5.33% 提升至 2020 年的 5.24% 和 6.92%，财务费用率则从 2011 年的 2.89% 下降至 2020 年的 2.13%。

图 7：公司利润率情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

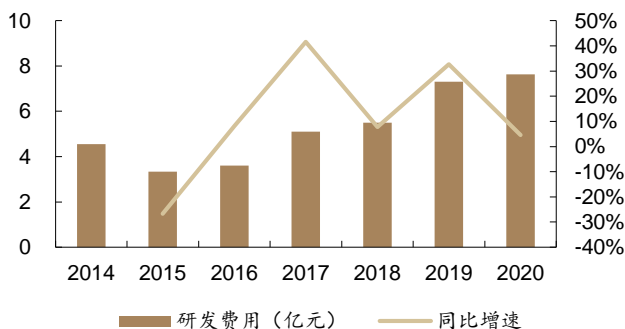
图 8：公司三费情况



资料来源：公司公告，德邦研究所 注：2011-2017 年管理费用中包含研发费用

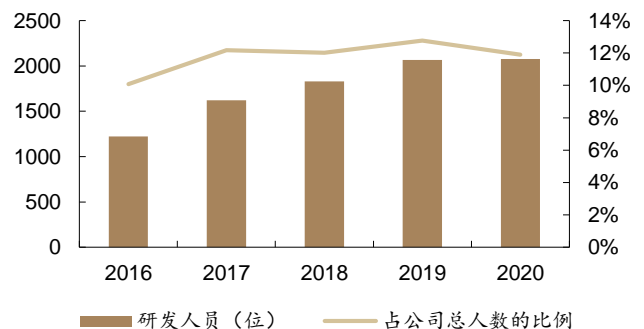
**公司研发水平国内领先，逐步向全球第一梯队看齐。** 公司不断加大研发投入，研发费用从 2014 年的 4.55 亿元增加至 2020 年的 7.63 亿元，年均复合增长率达 9%。截至 2020 年末，公司研发人员已达到 2077 人，占公司员工总数的 12%。同时，玲珑集团投资建设了国内首家轮胎试验场——中亚轮胎试验场，大大提升了公司的研发水平和新产品开发能力。

图 9：公司研发费用及其增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

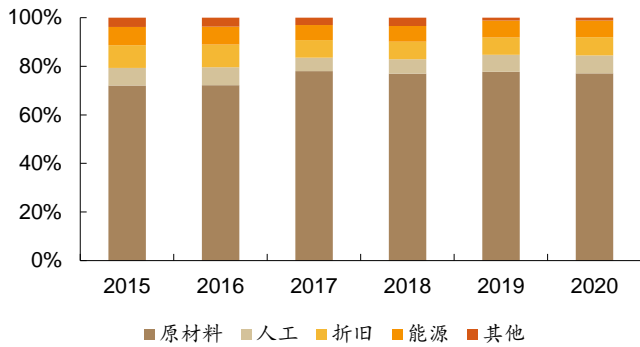
图 10：公司研发人员及其占公司总人数的比例



资料来源：公司公告，德邦研究所

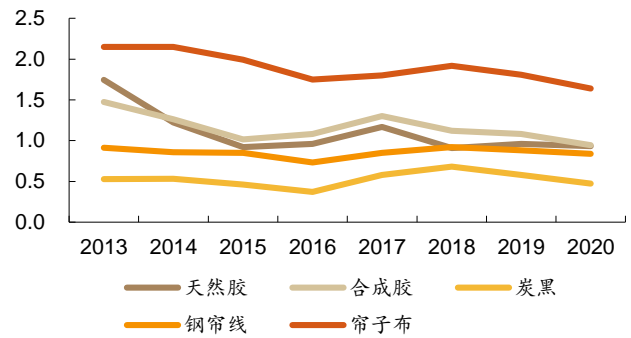
公司生产成本构成保持稳定，重要原材料采购价格有所下降。公司生产成本中，原材料成本占总成本的80%左右，直接人工、燃料及动力的占比长期稳定在7%左右。公司与德国朗盛、费舍尔、荷兰VMI、圣莱科特等全球知名供应商建立了稳定的合作关系。2018-2020年间公司重要原材料采购价格均有所下降，生产成本进一步降低。

图 11：公司主要成本构成



资料来源：公司公告，德邦研究所

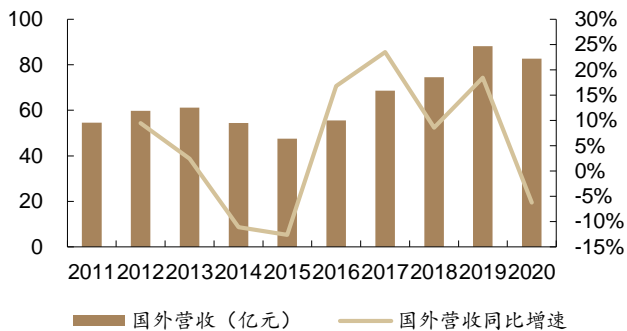
图 12：公司主要原材料采购价格情况 (万元/吨)



资料来源：公司公告，德邦研究所

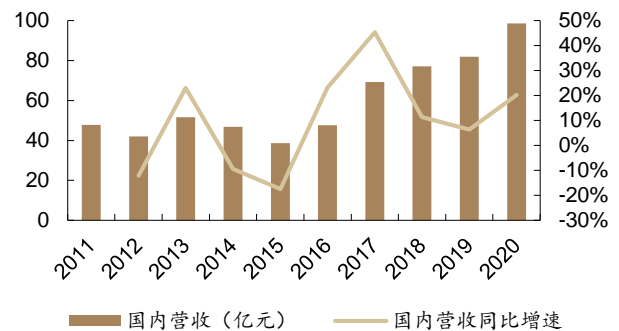
国内外业务同步快速扩张。2011-2020年，公司国外营收从54.56亿元增长至82.72亿元，年均复合增长率为4.73%；国内营收从47.80亿元增长至98.44亿元，年均复合增长率为8.36%。2020年，公司启动“新零售”战略，加大国内替换市场的开拓力度，国内营收同比增速达20.45%。

图 13：公司国外营收及其增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 14：公司国内营收及其增速

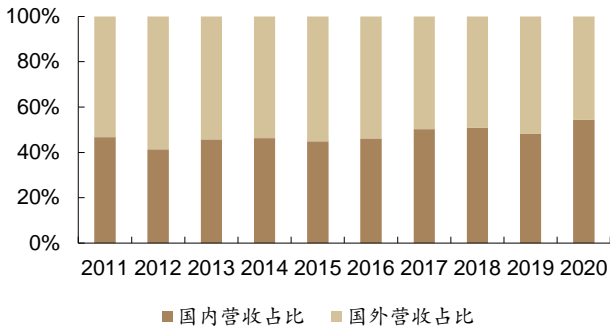


资料来源：公司公告，德邦研究所

国内外业务占比保持稳定，国外业务盈利能力提升明显。2011-2019年，公司国外业务总营收一直超过国内业务总营收，且国外营收占比保持在55%左右。2020年国内营收占比首次超越国外营收占比，达到54%。

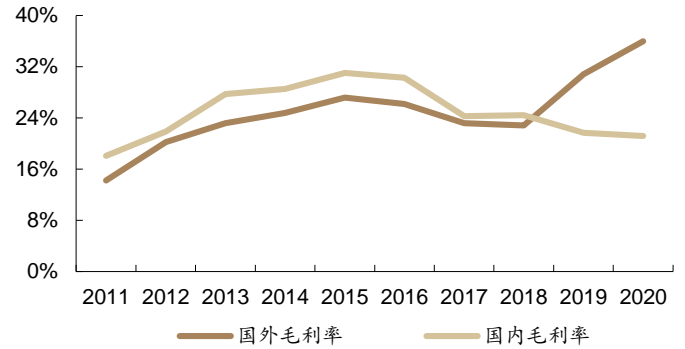
公司国内外业务的利润率变动情况基本保持一致，国外业务毛利率略低于国内业务。自2019年开始国外业务的毛利率超过国内业务的毛利率，并保持快速增长的态势。2020年国外业务的毛利率达到35.97%，高于同期国内业务毛利率14.81pct。公司国外业务的利润率较高的主要原因有泰国工厂的产品大多为出口欧美的中高端产品，议价能力较高；且泰国工厂目前处于免税期，也无需承担大量的研发及营销费用。

图 15: 公司国内外营收占比情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

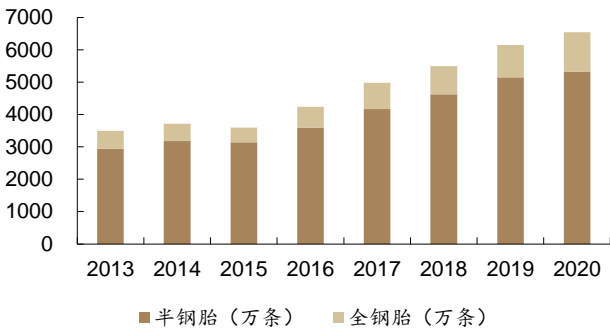
图 16: 公司国内外毛利率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

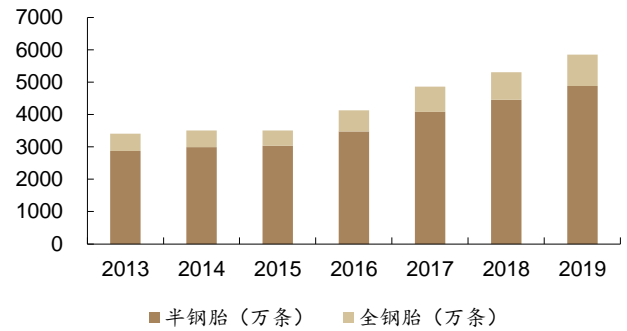
公司轮胎产销量保持平稳增长。公司主要产品为半钢胎和全钢胎, 2020 年, 公司半钢胎和全钢胎的产量分别占总产量的 81%和 19%, 该比率从 2013 年开始基本保持不变。自 2015 年起, 公司半钢胎和全钢胎的产销量均保持增长。

图 17: 公司主要产品产量情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 18: 公司主要产品销量情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

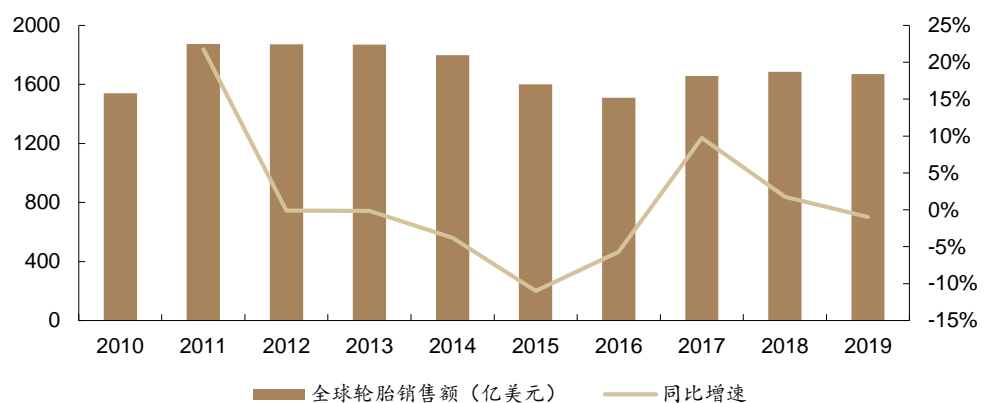
## 2. 疫情加速全球轮胎行业洗牌，中国企业有望实现弯道超车

### 2.1. 万亿级市场空间广阔，新能源汽车为行业注入新动能

#### 2.1.1. 全球轮胎万亿级赛道，汽车行业发展推动需求增长

**全球轮胎市场具备万亿级规模。**近几年受汽车市场较为低迷的影响，全球轮胎市场增长缓慢。根据 Tire Business 统计，2019 年全球轮胎销售额为 1670 亿美元，虽然较 2018 年的 1686 亿美元有所下降，但全球轮胎市场仍是万亿级的大市场。据米其林预测，未来成熟市场的轮胎需求量增速将保持在 2% 左右，新兴市场的需求量增速将保持在 2%-4%，仍能为轮胎企业提供广阔的发展空间。

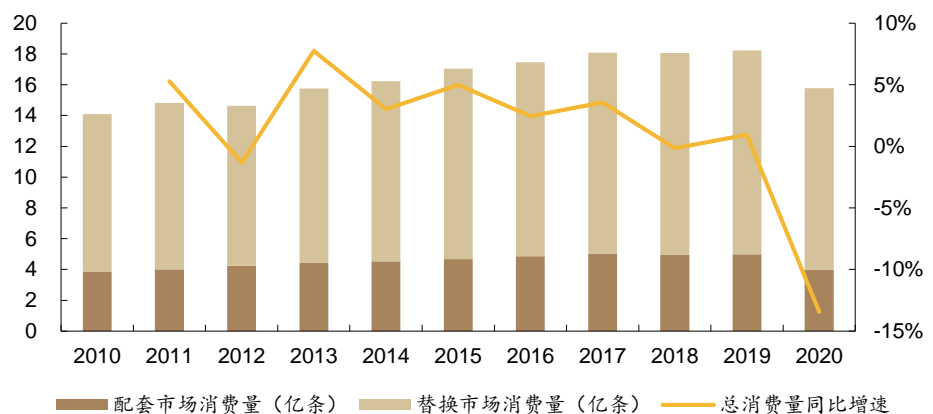
图 19: 2010-2019 年全球轮胎销售额情况



资料来源: Tire Business, 德邦研究所

**分配套和替换市场来看，2010-2019 年，全球轮胎总销量稳定增长，且配套市场和替换市场的比例维持在 1: 2.5 左右。**2020 年，全球轮胎市场受疫情重创，全球轮胎总销量为 15.77 亿条，同比下降 13.44%，其中配套市场消费量为 3.99 亿条，同比下降 20.07%；替换市场消费量为 11.78 亿条，同比下降 10.93%。预计到 2022 年下半年全球轮胎市场才能恢复至 2019 年的水平。

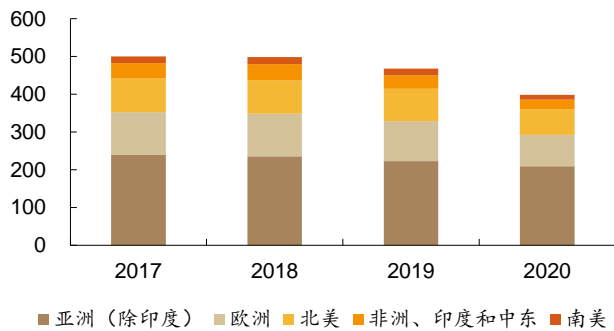
图 20: 2010-2020 年全球轮胎消费量情况



资料来源: 米其林, 德邦研究所

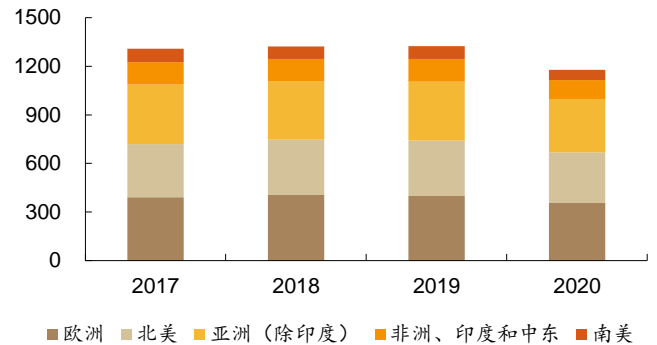
在配套市场方面，亚洲地区尤其是中国汽车产业的发展带动轮胎的需求快速增长，超越欧洲和北美地区成为最大的配套轮胎消费市场。2020年，亚洲配套轮胎的销量为209.55百万条，仅略低于2019年的222.93百万条。在替换市场方面，欧洲和北美地区市场比较成熟，销量稳定，2020年替换轮胎的销量分别为355.47百万条和312.25百万条。

图 21：2017-2020 年全球配套轮胎市场分地区情况（百万条）



资料来源：米其林，德邦研究所

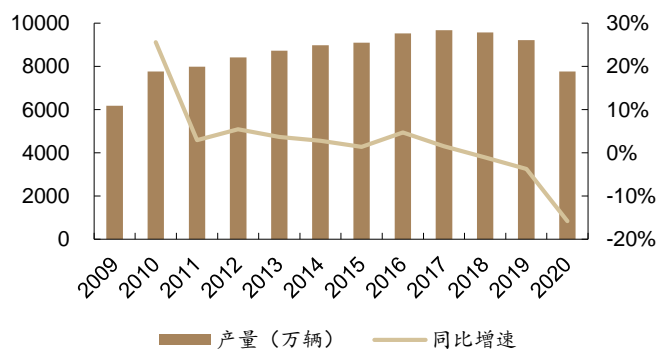
图 22：2017-2020 年全球替换轮胎市场分地区情况（百万条）



资料来源：米其林，德邦研究所

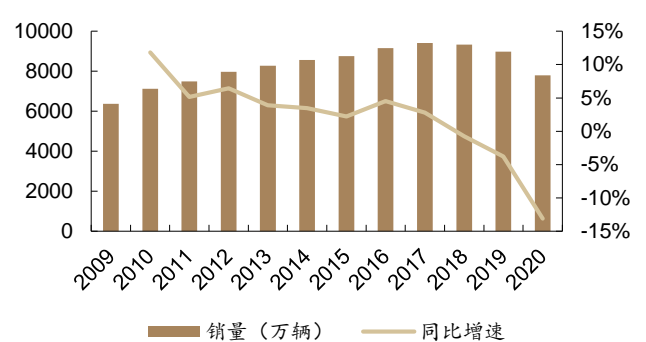
庞大的汽车市场为轮胎行业带来稳定需求。2009-2019 年全球汽车产量和销量的年均复合增速分别为 4.09% 和 3.50%。受疫情影响，2020 年全球汽车产销量分别下降至 7762 万辆和 7803 万辆，但全球汽车保有量仍会保持稳定增长，推动轮胎市场持续扩张。

图 23：2009-2020 年全球汽车产量及其增速



资料来源：OICA，德邦研究所

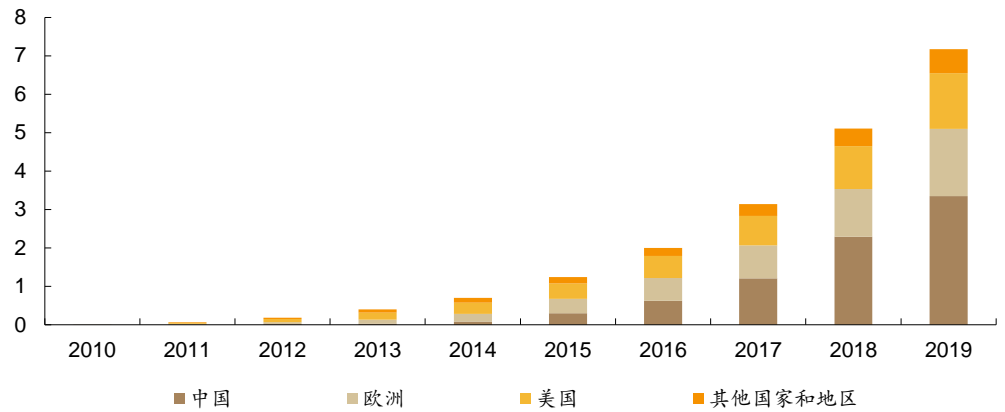
图 24：2009-2020 年全球汽车销量及其增速



资料来源：乘联会，德邦研究所

新能源汽车市场为轮胎企业提供新增长引擎。全球新能源汽车保有量从 2010 年的 1.7 万辆已激增至 2019 年的 720 万辆，2014-2019 年的年均复合增速高达 60%。中国是最大的新能源汽车市场，占比达 47%。此外，据 IEA 预测，到 2030 年，全球电动汽车的产量将会达到汽车总产量的 30%。新能源汽车市场巨大的增长空间有望催生同样庞大的新能源汽车轮胎配套和替换市场。

图 25: 全球新能源汽车保有量情况 (百万辆)



资料来源: IEA, 德邦研究所

电动汽车的发展给轮胎行业带来新的挑战。电动汽车比传统燃油车通常重 30%、在加速时能瞬间输出最大扭矩以及行驶更为安静的特点对轮胎性能提出更高的要求, 要求与之配套的轮胎不仅具有低滚动阻力和低噪声的特点, 而且能够同时积极响应提供驱动力的电动机输出的瞬时峰值扭矩, 并能承受额外的重量。

表 4: 新能源汽车轮胎所需满足的性能要求

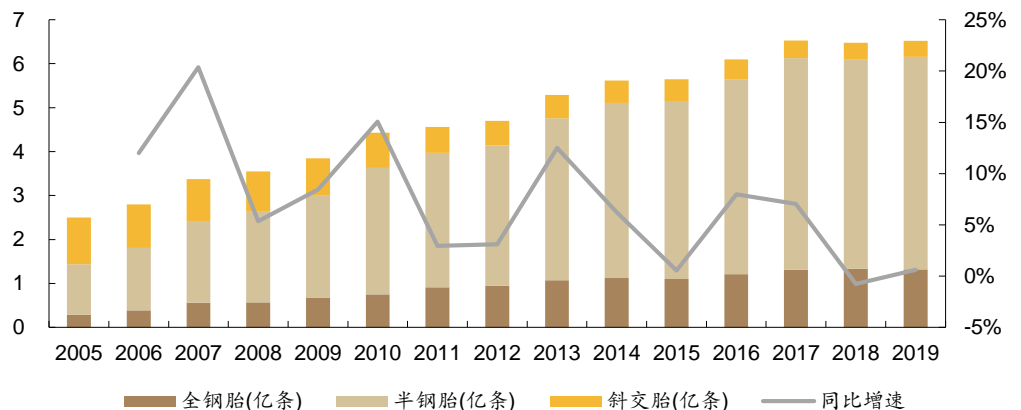
特点	性能要求介绍
高负载能力	电动汽车使用的电池组自重较大, 整车重量比传统燃油车重。电动汽车轮胎侧壁需要采用更坚硬的材料, 才能支撑更多重量
低滚阻	为保证电动汽车更好的续航表现能力, 轮胎的低滚阻系数需满足更高的要求。每降低 10% 的滚阻动力, 油耗可降低 1%, 电动车的续航里程可提高 2%
低噪音	相比传统燃油汽车, 电动汽车电驱动系统噪声小, 轮胎噪声反而更加明显

资料来源: 公司公告, 轮胎商业, 德邦研究所

### 2.1.2. 国内千人汽车保有量较低, 轮胎市场仍有巨大发展潜力

我国是世界轮胎生产第一大国。我国轮胎产量稳步增长, 从 2005 年的 2.50 亿条增长至 2019 年的 6.52 亿条, 年均复合增长率达 7.09%。2019 年我国全钢胎产量为 1.32 亿条, 半钢胎产量为 4.84 亿条, 子午化率已提升至 94.49%。据中橡协轮胎分会预测, 2021 年国内轮胎行业将恢复增长, 轮胎产量同比有望增长 3% 以上。

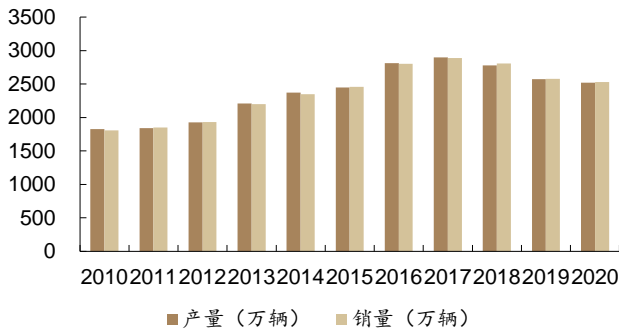
图 26: 2005-2019 年中国轮胎产量情况



资料来源: 中国橡胶工业协会轮胎分会, 德邦研究所

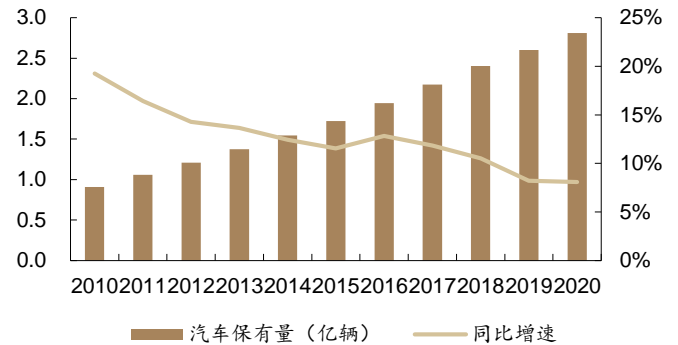
我国汽车保有量稳步增长，轮胎市场空间广阔。2020 年我国汽车产销量分别为 2523 万辆和 2531 万辆，近几年增速放缓；汽车保有量已达 2.81 亿辆，同比增长 8.08%。根据世界银行 2019 年发布的数据，我国千人汽车拥有量为 173 辆，仅约美国（837 辆）、澳大利亚（747 辆）等国家千人汽车拥有量的 1/5。我国汽车行业仍有很大的发展潜力，轮胎需求量将持续攀升。

图 27：2010-2020 年国内汽车产销量情况



资料来源：中国汽车工业协会，德邦研究所

图 28：2010-2020 年国内汽车保有量情况



资料来源：公安部，德邦研究所

表 5：2019 年全球主要国家千人汽车保有量

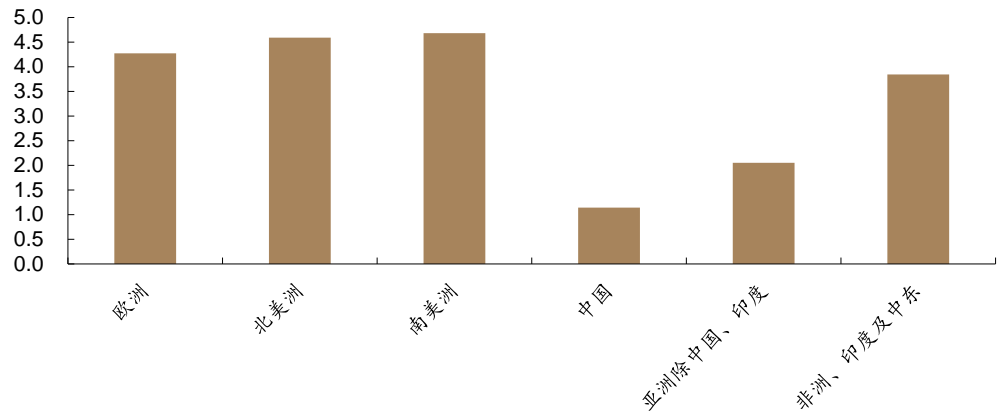
排名	国家	千人保有量 (辆)	排名	国家	千人保有量 (辆)
1	美国	837	11	巴西	350
2	澳大利亚	747	12	墨西哥	297
3	意大利	695	13	沙特	209
4	加拿大	670	14	土耳其	199
5	日本	591	15	伊朗	178
6	德国	589	16	南非	174
7	英国	579	17	中国	173
8	法国	569	18	印度尼西亚	87
9	马来西亚	433	19	尼日利亚	64
10	俄罗斯	373	20	印度	22

资料来源：世界银行，德邦研究所

替换比的提高将进一步拉动轮胎需求的增长。现阶段，我国大量车主仍属于“被动换胎”，主动维护和更换轮胎的意识较薄弱。我国目前轮胎的替换比约 1.1，与欧美等成熟市场维持在 4.5 左右的替换率相差较大。2021 年 1 月起，新年检中增加了对轮胎花纹深度的检测，花纹深度不达标的轮胎将被强制更换，这将直接提高轮胎的替换比。在此背景下，轮胎需求的增长速度将高于我国汽车保有量的增长速度。



图 29：2020 年全球各地区客车及轻卡车替换比



资料来源：米其林，德邦研究所

## 2.2. 全球轮胎格局生变，民族企业加速崛起

### 2.2.1. 三巨头市占率下滑明显，中国企业加速抢占市场

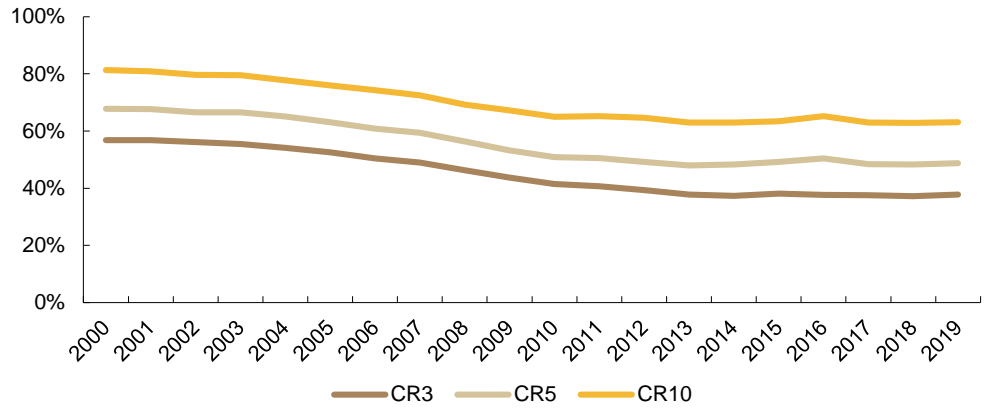
轮胎行业集中度较高，传统三巨头市场份额有所下滑。目前全球轮胎市场呈垄断竞争的格局，CR5 和 CR10 的市占率分别稳定在 50%和 65%的水平，而三巨头米其林、普利司通和固特异的市占率则呈现下滑的趋势。2019 年三巨头的销售总额为 630 亿美元，市场份额从 2000 年的 56.75%下降至 37.73%。

表 6：2019 年全球轮胎竞争格局

排名	企业名称	总部	2019 年销售额 (亿美元)	市占率
1	米其林	法国	250.00	14.97%
2	普利司通	日本	243.25	14.57%
3	固特异	美国	136.90	8.20%
<b>CR3</b>			<b>630.15</b>	<b>37.73%</b>
4	德国马牌	德国	112.75	6.75%
5	住友橡胶	日本	70.60	4.23%
<b>CR5</b>			<b>813.50</b>	<b>48.71%</b>
6	倍耐力	意大利	59.35	3.55%
7	韩泰轮胎	韩国	57.25	3.43%
8	优科豪马	日本	48.10	2.88%
9	正新玛吉斯	中国台湾	39.08	2.34%
10	中策橡胶	中国	35.85	2.15%
<b>CR10</b>			<b>1053.13</b>	<b>63.06%</b>

资料来源：Tire Business，德邦研究所

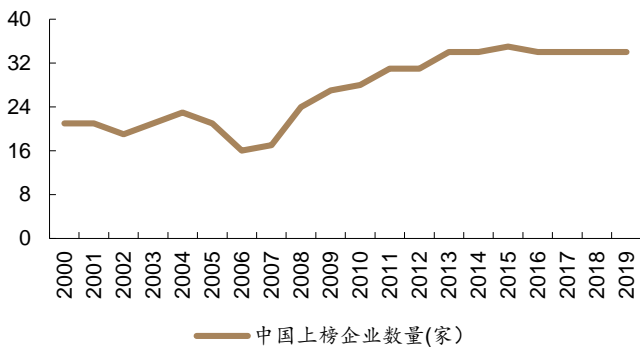
图 30: 全球轮胎 75 强 CR3、CR5 和 CR10



资料来源: Tire Business, 德邦研究所

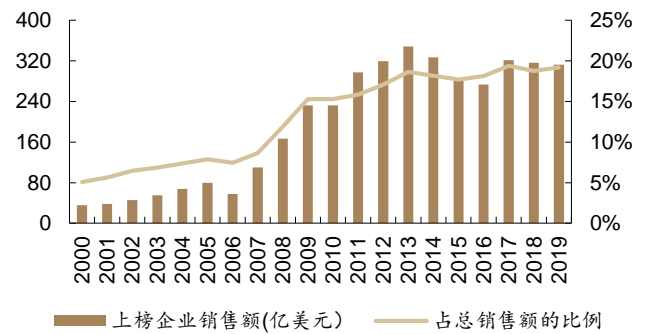
**中国企业快速崛起。**2000 年,全球轮胎 75 强仅有 21 家中国企业上榜,销售总额仅为 34.90 亿元,占全球轮胎总销售额的 5.01%。2019 年,入围全球 75 强的中国企业已增长至 34 家,且销售总额为 313 亿元,占全球总销售额的 19.19%。未来随着中国轮胎企业不断突破与成长,市场影响力持续提升,将抢占更多的市场份额。

图 31: 全球轮胎 75 强中国上榜企业数量



资料来源: Tire Business, 德邦研究所

图 32: 全球轮胎 75 强中国企业销售额及其占比



资料来源: Tire Business, 德邦研究所

**疫情影响下,全球轮胎行业格局加速调整。**2020 年在盈利压力下,国外大型轮胎企业选择性地关停部分工厂收紧产能。而以公司为代表的国内头部企业正在大刀阔斧地建设海外生产基地,掀起新一轮海外建厂潮,国内头部企业将进一步抢占海外市场,全球轮胎行业格局有望重塑。

表 7: 全球 2020 年部分关停工厂

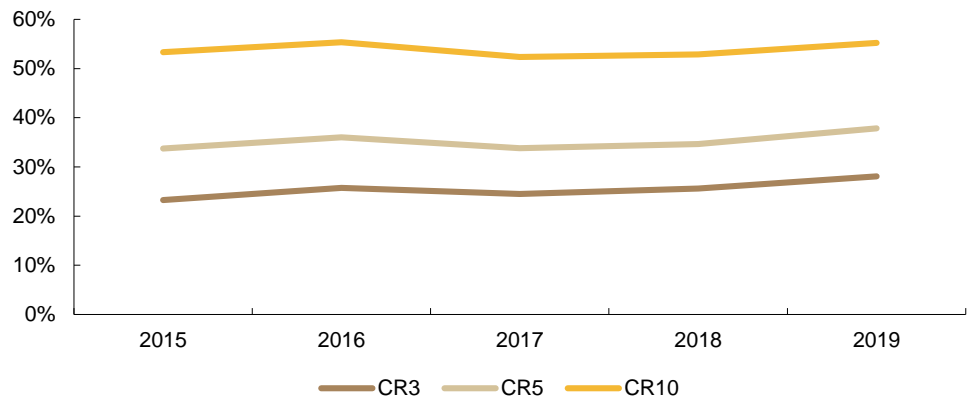
企业名称	关闭时间	工厂名称	工厂所在国
米其林	2020 年 6 月 30 日	邓迪工厂	英国
	2020 年底之前 (计划)	La Roche-sur-Yon 卡车轮胎工厂	法国
	2019-2021 分阶段关闭	班贝格轮胎工厂	德国
普利司通	2020 年 11 月 15 日	伊丽莎白港斜交轮胎工厂	南非
	2020 年 9 月 (宣布)	Bethune 工厂	法国
德国马牌	2020 年	加兹登工厂	美国
	2020 年 9 月 (宣布)	亚琛工厂	德国
倍耐力	2020 年 7 月 (宣布)	Gravatai 工厂	巴西

资料来源: 轮胎商业, 德邦研究所

### 2.2.2. 落后产能持续出清，国内轮胎行业集中度将进一步提升

国内轮胎行业集中度存在较大的提升空间。根据《中国橡胶》发布的“中国轮胎企业排行榜”，国内轮胎行业 CR3、CR5 和 CR10 分别从 2015 年的 23.24%、33.73% 和 53.33% 上升至 2019 年 28.08%、37.85% 和 55.23%。然而，与国际行业集中度近几年 CR3/CR5/CR10 分别维持在 38%/48%/63% 的水平相比，国内轮胎行业的集中度仍有很大的提升空间。

图 33：国内轮胎企业集中度



资料来源：中国橡胶工业协会轮胎分会，德邦研究所

落后产能退出与企业兼并重组加速行业集中度的提升。2020 年，山东省 65 家轮胎企业共计退出 1732 万条斜交胎产能。2021 年 4 月，山东省新旧动能转换小组发布的《全省落实“三个坚决”行动方案(2021-2022 年)》中明确指出到 2022 年将继续淘汰 18 家轮胎企业的 556 万条全钢胎和 2561 万条半钢胎产能。落后产能的持续淘汰加速了行业洗牌，改善行业竞争生态。

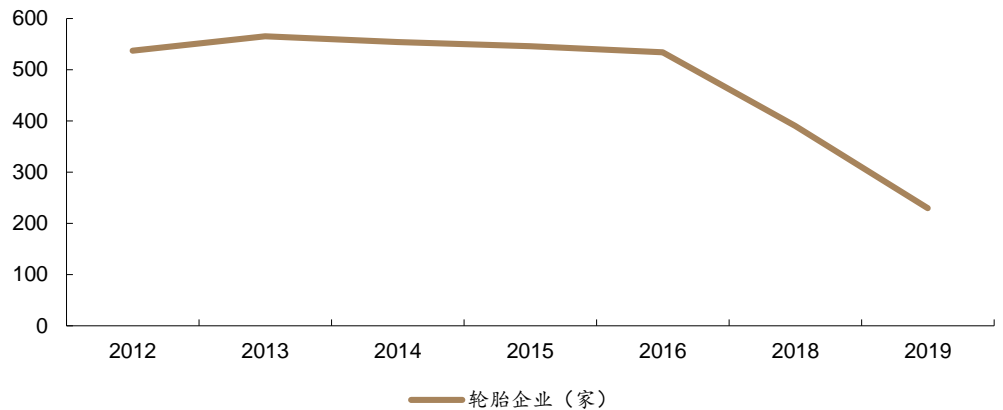
表 8：“坚决淘汰一批”任务清单（轮胎）

企业名称	类型	产能（万条）	责任市
青岛途乐驰橡胶有限公司	全钢	70	青岛市
山东君诚橡胶科技有限公司	全钢	30	淄博市
山东元丰橡胶科技有限公司	全钢	100	潍坊市
潍坊市跃龙橡胶有限公司	全钢	107	潍坊市
山东凯通轮胎制造有限公司	全钢	61	潍坊市
山东银宝轮胎集团有限公司	全钢	80	潍坊市
通伊欧轮胎(诸城)有限公司	全钢	48	潍坊市
山东金斯坦轮胎有限公司	全钢	60	德州市
山东固可力轮胎有限公司	半钢	46	济南市
青岛福轮科技有限公司	半钢	300	青岛市
青岛奥诺轮胎有限公司	半钢	120	青岛市
山田橡胶科技有限公司	半钢	450	枣庄市
山东吉路尔轮胎有限公司	半钢	400	枣庄市
滕州赛阳橡胶工业有限公司	半钢	410	枣庄市
远新轮胎有限公司	半钢	300	东营市
山东红光橡胶科技有限公司	半钢	60	潍坊市
诸城市沪泰橡胶制品有限公司	半钢	100	潍坊市
山东皓丰轮胎工业有限公司	半钢	375	菏泽市
<b>合计 18 家企业</b>		<b>3117</b>	

资料来源：山东省新旧动能转换小组，德邦研究所

据中国橡胶工业协会轮胎分会数据，行业集中度纳入统计部门监测的轮胎工厂，从 2012 年的 537 家已下降到 230 家左右；通过 CCC 安全产品认证的汽车轮胎工厂，从 300 多家减少到 225 家。

图 34：国内轮胎企业数量

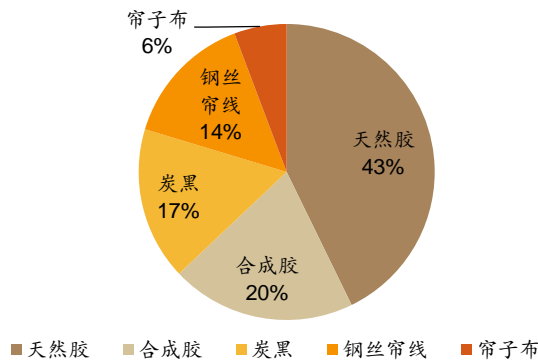


资料来源：中国橡胶工业协会轮胎分会，德邦研究所

### 2.3. 原材料价格高位运行，轮胎企业再掀涨价潮

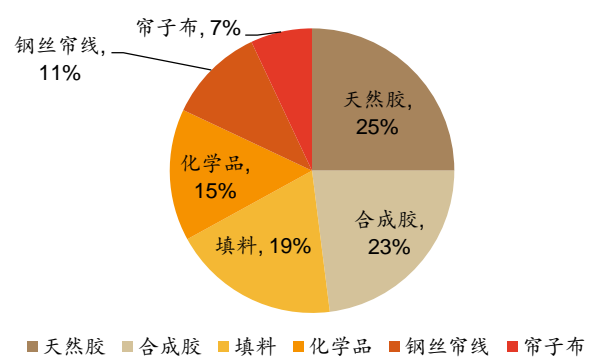
天然橡胶和合成橡胶是生产轮胎的主要原材料。根据公司和米其林 2020 年年报披露的数据，天然橡胶和合成橡胶占轮胎总生产成本比重较大，约 50%-60%。此外，由于天然橡胶和合成橡胶价格有一定的联动性，天然橡胶的价格对轮胎成本影响较大。生产所用的原材料主要还有炭黑、钢丝帘线和帘子布。

图 35：2020 年玲珑轮胎原材料成本构成



资料来源：公司公告，德邦研究所

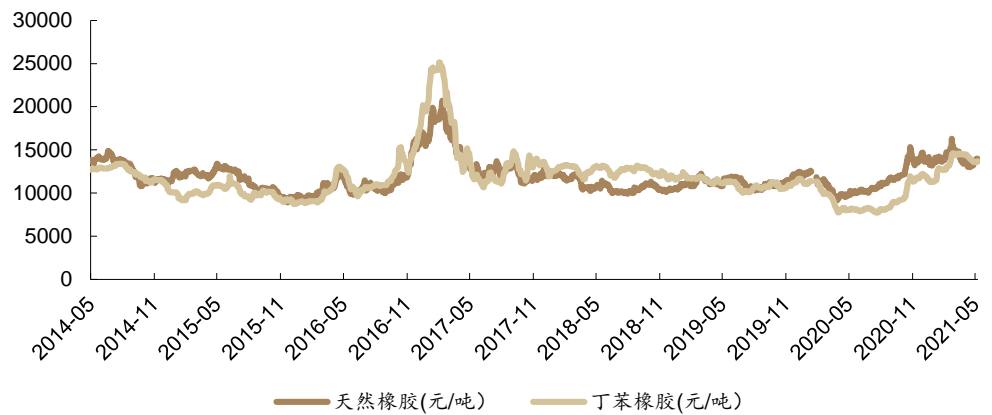
图 36：2020 年米其林原材料成本构成



资料来源：米其林，德邦研究所

近期主要原材料橡胶价格持续上涨。橡胶作为重要的基础工业原材料，其价格容易受到全球市场及政策因素而产生波动。2020 年年初橡胶价格骤跌，之后受到全球疫情及东南亚地区天气和地缘政治影响，橡胶价格不断攀升恢复至下跌前水平。2021 年受印度、泰国等东南亚国家疫情反复和全球经济通胀政策的影响，橡胶价格仍然维持在高位运行，轮胎企业普遍面临着成本上升压力。

图 37：天然橡胶和丁苯橡胶价格走势



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

**原材料价格暴涨倒逼轮胎企业集体涨价。**原材料价格上涨叠加国际运输和物流成本上升，给国内外的轮胎企业带来了较大的生产成本和流通压力。为尽快消化持续上升成本压力，国内外轮胎企业自 2020 年 8 月开始纷纷发布轮胎涨价通知。

表 9：部分国内外轮胎企业涨价通知

企业	涨价内容
玲珑轮胎	自 2021 年 1 月 1 日起，国内零售市场的所有 PCR 品牌价格上调 2%-5%
赛轮轮胎	自 2021 年 4 月 21 日起，乘用车轮胎替换市场中国区各品牌价格上调 2%-6%
森麒麟	自 2021 年 3 月 1 日起，对全系列产品进行价格上调 1%-2% 自 2021 年 3 月 20 日起，对全系列产品进行价格再上调 2%-3%
中策橡胶	自 2021 年 1 月 1 日至 1 月 20 日，对全钢子午线轮胎价格上调 2% 自 2021 年 1 月 21 日起，再次对全钢子午线轮胎价格上调 2%
浦林成山	自 2021 年 3 月 1 日起，对替换市场全钢胎、斜交胎价格上调 2%-3%
玛吉斯	自 2021 年 5 月 16 日起，TBR 轻卡产品价格上涨 2%
三角轮胎	自 2021 年 1 月 1 日起，对商用车胎各系列产品价格上调 3%
贵州轮胎	自 2021 年 5 月 1 日起，维修市场、配套厂实心轮胎 OB-501 系列统一上调 5%
米其林	自 2021 年 4 月 1 日起，对乘用车及轻卡轮胎、摩托车及自行车轮胎、公路运输卡客车轮胎、非公路运输轮胎，卡摩速品牌轮胎及履带产品，百路驰品牌轮胎进行价格调整
普利司通	自 2021 年 6 月 1 日起，美国和加拿大的 OTR 和农用轮胎轮胎价格上调 8%
固特异	自 2021 年 4 月 1 日起，固特异、开利轮胎 (Kelly) 和邓禄普品牌的乘用车轮胎在北美地区的价格提高 8% 自 2021 年 6 月 1 日起，固特异、开利轮胎 (Kelly) 和邓禄普品牌的乘用车轮胎在北美地区的价格再度上调 8%
德国马牌	自 2021 年 7 月 1 日起，提高美国部分马牌和将军品牌乘用车和轻型卡车轮胎的价格
韩泰轮胎	自 2020 年 12 月 1 日起，对美国地区销售的卡车轮胎价格上调 5% 自 2021 年 5 月 1 日起，对美国销售的商用车轮胎价格上调 5%

资料来源：轮胎商业，德邦研究所

### 3. 国际贸易摩擦加剧，国内企业加快海外布局

#### 3.1. 美国对中国多次“双反”倒逼中国企业布局海外

美国针对中国轮胎厂商多次出台“双反”政策。自2007年起，美国先后多次开展针对中国轮胎的“双反”政策，对中国出口美国的各类型轮胎征收反倾销税和反补贴税。在此背景下，中国出口至美国的轮胎大幅度减少，公司及其他中国轮胎制造厂商纷纷将生产工厂迁至海外，以此来降低关税壁垒对其盈利所造成的损害，同时也倒逼中国企业开始走出去，布局海外生产基地。

表 10：美国对中国关于轮胎贸易的相关政策

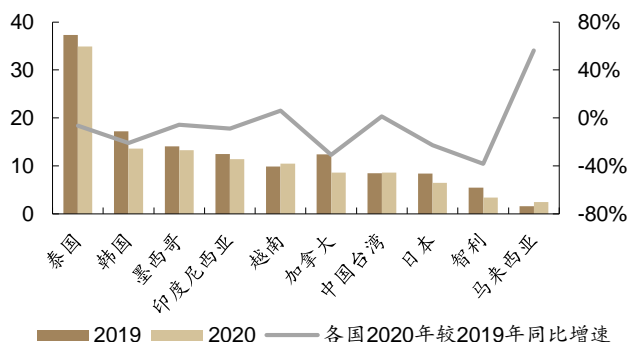
时间	事件概述
2007年7月	美国商务部决定正式发起针对中国非公路用轮胎的反倾销和反补贴调查
2008年9月	美国商务部发布了双反税令，决定对中国企业征收 5.25%-210.48%的反倾销税及 2.45%-14%的反补贴税
2009年6月	美国对中国乘用车与轻卡车轮胎连续三年分别加征 55%、45%和 35%的从价特别关税
2015年6月	宣布对 PCR 轮胎“双反”终裁，美国商务部终裁中国产轮胎存在倾销和补贴行为，相关中国厂商将被征收 14.35%~87.99%的反倾销税和 20.73%~100.77%的反补贴税
2016年2月	美国对 TBR 轮胎“双反”调查
2016年7月	美国商务部对从中国进口的工程机械轮胎征收的反倾销税率进行了轻微的调整，从之前的 12.91%上调至 13.92%
2017年4月	美国商务部发布的对来自中国的非公路轮胎第七次反倾销和反补贴行政复审终裁结果：最高反倾销税率高达 105.31%
2018年3月	美国商务部已经对华钢制轮毂作出反补贴初裁，裁定中国涉案企业的临时反补贴税率为 58.75%-172.51%。如此一来，美国商务部对华钢制轮毂征收的临时反倾销和反补贴税率合计达到 290.45%-404.21%
2018年7月	美国宣布对 2000 亿美元中国商品征收 10%关税，其中包括 4011 项下的橡胶外胎
2019年2月	美国商务部于 2019 年 2 月 15 日对华卡客车轮胎实施“双反”税令；最终美国对浦林成山、双钱轮胎和贵州轮胎的合并保证金税率分别为 42.16%、23.81%和 66.17%，其他企业单独税率为 42.16%

资料来源：美国商务部，德邦研究所

#### 3.2. 美国对东南亚“双反”即将落地，全球化布局企业最为受益

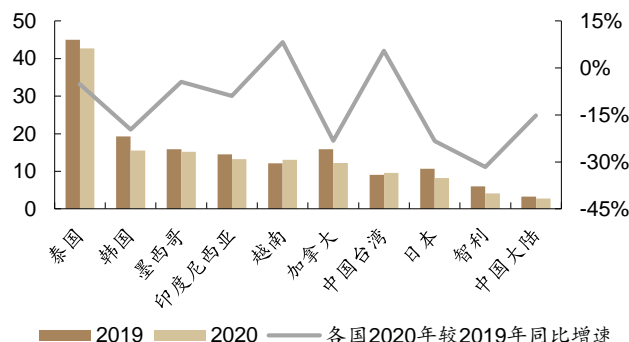
泰国是美国轮胎的第一大进口国。在美国进口的轮胎中，泰国、韩国、越南和中国台湾占有重要地位。受疫情影响，2020 年这四个国家和地区出口至美国的轮胎数量都有所下滑，其中泰国出口至美国的轿车轮胎和乘用车轮胎分别达到 3490 万条和 4270 万条。

图 38：美国轿车轮胎进口量（百万条）



资料来源：MTD，德邦研究所

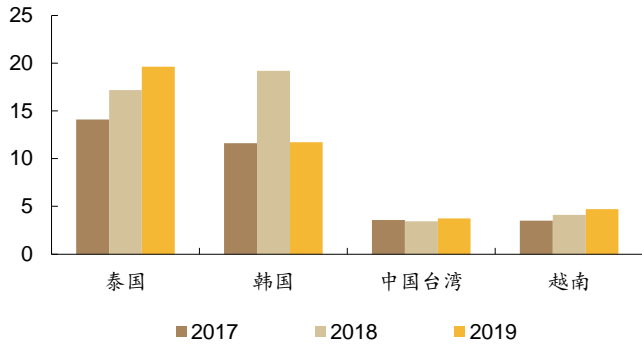
图 39：美国乘用车轮胎进口量（百万条）



资料来源：MTD，德邦研究所

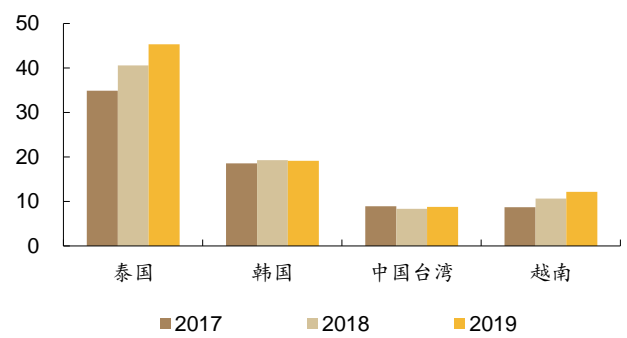
据美国国际贸易委员会统计，2019 年泰国、韩国、越南和中国台湾四地出口至美国的乘用车及轻卡轮胎金额和数量分别达到 39.76 亿美元和 8538 万条，相较于 2017 年的 32.77 亿美元和 7115 万条分别增长 21.34%和 20.01%。

图 40: 2017-2019 年四地出口至美国的轮胎金额 (亿美元)



资料来源: 美国国际贸易委员会, 德邦研究所

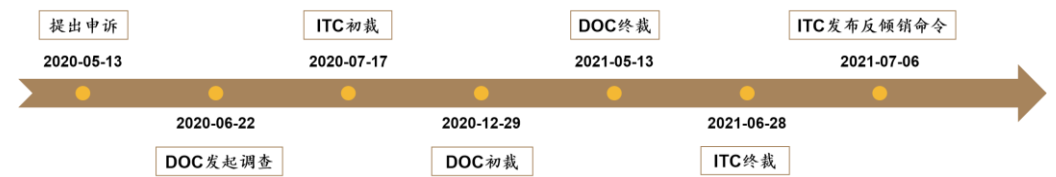
图 41: 2017-2019 年四地出口至美国的轮胎数量 (百万条)



资料来源: 美国国际贸易委员会, 德邦研究所

**美国针对泰国进口轮胎的“双反”终裁即将落地。**2020 年 5 月, 美国钢铁工人联盟向美国商务部及国际贸易委员会提出申请, 希望对部分地区的乘用车及轻卡进行反倾销调查。2020 年 12 月 29 日, 美国商务部公布了针对进口自韩国、中国台湾、泰国、越南半钢胎的“双反”税率结果, 其中公司泰国工厂的反倾销初裁税率为 22.21%, 反补贴税率为 0。美国商务部预计于 2021 年 5 月公布终裁结果。

图 42: 美国实施反倾销政策的重要时间节点



资料来源: 美国国际贸易委员会, 德邦研究所

表 11: 2020 年美国对四地进口轮胎反倾销税率初裁结果

国家/地区	企业	反倾销税率	反补贴税率
韩国	韩泰	38.07%	
	耐克森	14.24%	
	其他企业	27.81%	
中国台湾	正新	52.42%	
	南港轮胎	98.44%	
	其他企业	88.82%	
泰国	泰国玲珑	22.21%	
	住友橡胶泰国	13.25%	
	其他企业	16.66%	
越南	赛轮轮胎	0%	6.23%
	普利司通	0%	6.77%
	优科豪马	0%	6.77%
	锦湖轮胎	0%	10.08%
	其他企业	0%	6.77%

资料来源: 美国国际贸易委员会, 德邦研究所

**国际贸易摩擦加剧, 公司加快塞尔维亚基地建设。**面对美国对泰国的“双反”政策, 加快海外基地建设有利于克服贸易摩擦带来的不利影响。2019 年公司开始筹备建设塞尔维亚基地, 选择塞尔维亚主要是考虑到将来进一步打开欧洲市场以及塞尔维亚与国内合作关系较为稳定。该项目一期预计于 2021 年三季度试生产,

并于 2025 年全面建成，建成后基地年产能为 1200 万套半钢子午胎、160 万套全钢子午胎和 2 万套工程及农用于午胎，年总产值或将达到 40.19 亿元。

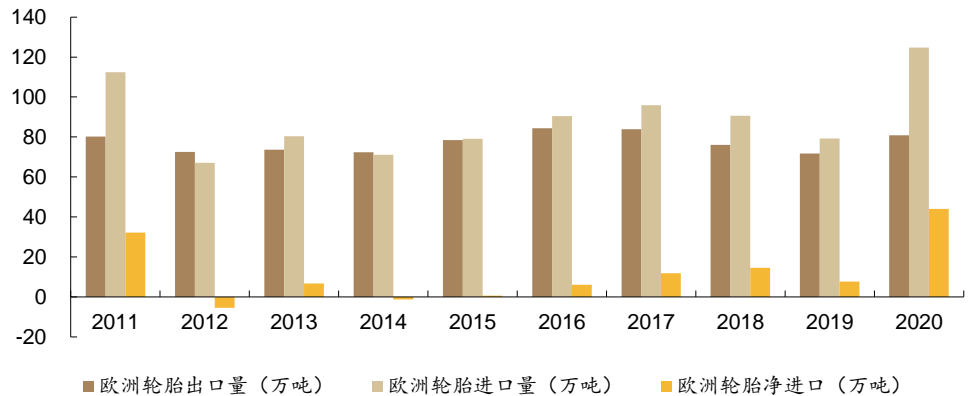
表 12：公司塞尔维亚基地建设计划

阶段	建设时间	产品名称	达产年产量 (万套)	年均产值 (亿元)
一期阶段	2019.4-2021.3	半钢子午胎	350	6.55
		全钢子午胎	80	8.42
二期阶段	2021.4-2023.3	半钢子午胎	350	6.55
		全钢子午胎	80	8.42
三期阶段	2023.4-2025.3	半钢子午胎	500	9.35
		工程及农用于午胎	2	0.90
总计				40.19

资料来源：项目可行性研究报告，德邦研究所

塞尔维亚基地将助力公司进军欧洲市场，获得新的增长点。近年来，欧洲市场轮胎进出口量基本保持稳定，进口量大于出口量较为明显，公司将第二个海外基地设立在塞尔维亚有助于公司更好地进入庞大稳定的欧洲轮胎消费市场。

图 43：欧洲轮胎市场进出口情况



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

### 3.3. 国内企业加速海外基地建设，有效规避贸易摩擦风险

为应对贸易摩擦，国内轮胎企业纷纷在海外建设工厂。以玲珑轮胎、赛轮轮胎、中策橡胶等为首的头部企业均前瞻性战略布局海外，率先享受到了海外建厂的红利，不仅有效规避了国际贸易摩擦，还利用东南亚国家的资源和地理优势，进一步降低生产成本和物流成本，保持其行业领先地位。目前已有近 20 家中国轮胎企业在海外建厂或正在计划建厂，且海外综合产能已过亿。



**表 13: 中国企业海外建厂情况**

公司	项目/基地	总投资额 (亿元)	半钢 (万条)	全钢 (万条)	斜交 (万条)	特胎/其他 (万吨)	开工/规划年份	进度
玲珑轮胎	泰国	58.32	1500	220			2012 年	2014 年一期投产, 2018 年二期投产, 2019 年三期达产
	塞尔维亚	66.25	1200	160		2	2019 年 3 月	2020 年三季度一期试生产
赛轮轮胎	越南一期、二期		1000	140		5	2012 年	2013 年一期投产, 2015 年二期投产
	越南三期	30.11	300	100		5	2021 年	
	越南合资	19.32		240			2018 年	2019 年 11 月投产
	柬埔寨	11.78	500				2021 年	
森麒麟	泰国一期		1200				2014 年 11 月	2015 年末试生产, 2016 年投产
	泰国二期	31.84	600	200			2021 年	
中策橡胶	泰国一期、二期	240 亿泰铢	850	210	30	1.2	2012 年	2015 年一期投产, 2019 年二期整体完工
	泰国三期						2020 年 2 月开工	
三角轮胎	美国	38.51	500	100			2017 年	预计最晚 2023 年投产
双钱轮胎	泰国	2.85 亿美元		150		5		2017 年投产
贵州轮胎	越南	14.34		120			2018 年	2021 年 4 月首胎下线
浦林成山	泰国	21	400	80			2019 年 3 月	2020 年 3 月首条轮胎下线
青岛双星	哈萨克斯坦合资	1.1 亿美元	60		1.5		2015 年	目前无进一步消息
	巴基斯坦合资	2.2 亿美元	300	100			2019 年 11 月	预计 2021 年底投产
通用股份	泰国	不超过 3 亿美元	600	100			2018 年	2019 年试生产, 预计 2021 年投产
昊华轮胎	斯里兰卡一期	3 亿美元	750	150			2020 年	2020 年 11 月签约
金宇轮胎	越南			200				2020 年 6 月奠基, 2021 年 3 月首胎下线
新迪	马来西亚	1.66	600	50			2019 年 6 月	预计 2021 年投产
龙道博特	阿布扎比	42.40	1000	100			2019 年 2 月	预计 2022 年建成
福临	马来西亚	13.60	300	50			2016 年	2018 年末投产
奥格瑞	印尼	2.7 亿美元	800	200				2016 年投产
朝阳浪马	巴基斯坦一期	1 亿美元		60			2019 年	2019 年 11 月签约, 二期 120 万条
山东银宝	泰国合资		300	120			2016 年	

资料来源: 各公司公告, 轮胎商业, 德邦研究所

## 4. 核心竞争优势显著，推动公司迈入新发展阶段

### 4.1. 全球化基地布局，扩建项目潜力巨大

“6+6”全球化战略前瞻布局，向着全球第一梯队迈进。2020年，公司将“5+3”战略全面升级为“6+6”战略（中国6个生产基地，海外6个生产基地并行发展）。目前，公司在全球共有7个生产基地，其中在中国拥有招远、德州、柳州、荆门、长春（在建）五个生产基地，在海外拥有泰国、塞尔维亚（在建）两个生产基地，并在全球范围内继续考察建厂，预计2030年前全面完成“6+6”全球布局，届时公司有望跻身全球轮胎行业第一梯队。

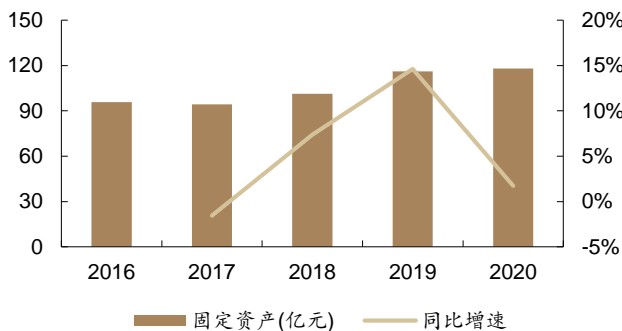
图 44：公司“6+6”全球化战略布局图



资料来源：公司公告，德邦研究所

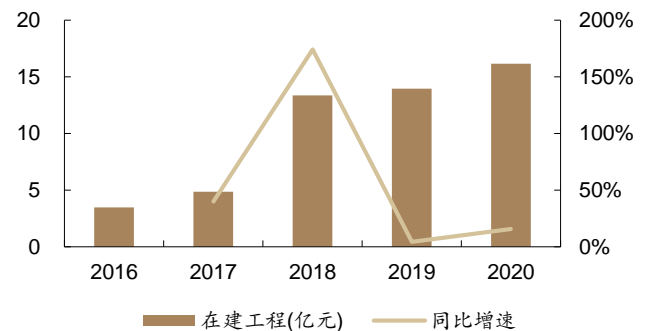
加快基地建设步伐，产能提升优势明显。随着公司全球化基地布局及产能扩张建设加快，公司固定资产和在建工程快速上升。2020年，公司固定资产和在建工程的数额分别达到118.13亿元和16.16亿元。目前公司总产能已达到7685万条/年，待广西、长春、塞尔维亚基地全部投产后，公司总产能将突破1.4亿条。

图 45：公司固定资产情况



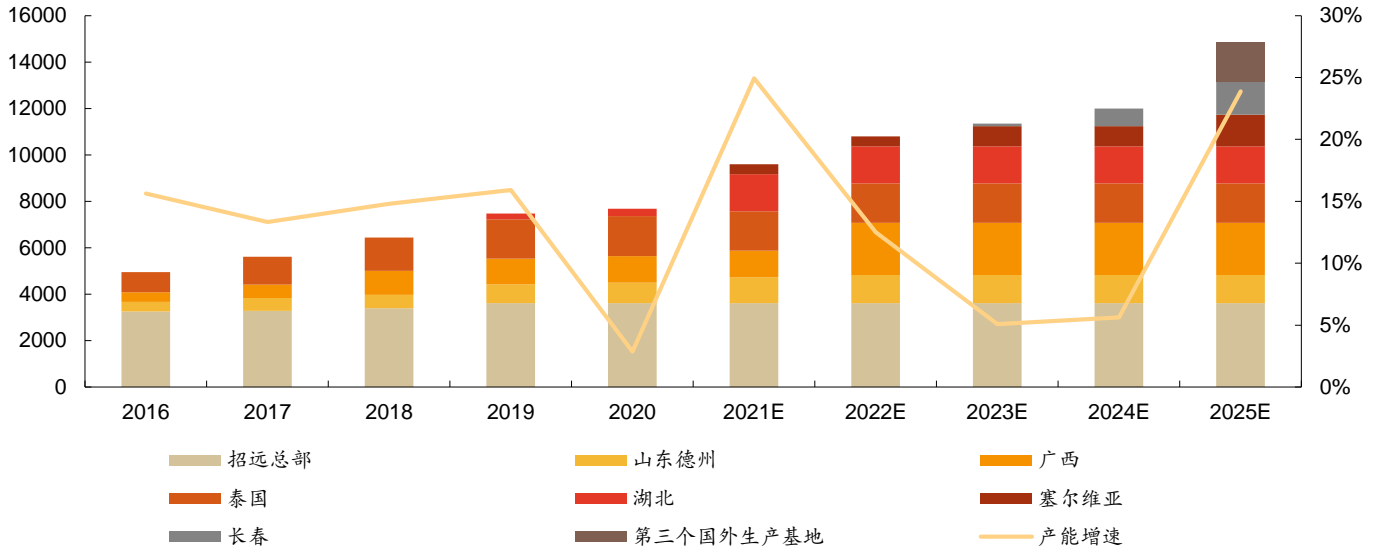
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 46：公司在建工程情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

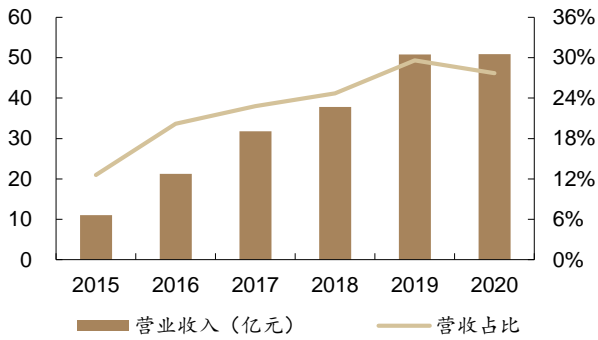
图 47: 公司产能变动情况 (万条/年)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

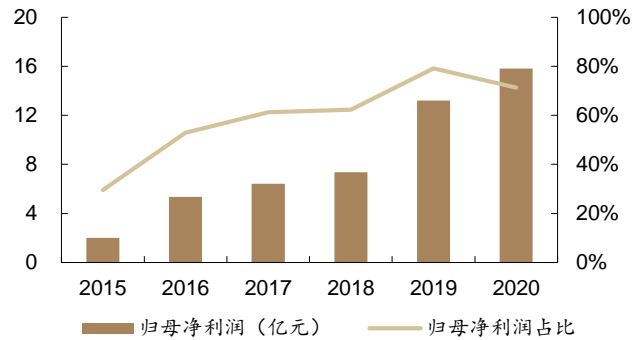
**泰国工厂成为公司重要的盈利增长点。**为实施国际化战略和应对贸易壁垒,公司于 2012 年在泰国建设了第一个海外生产基地。泰国工厂自一期项目投产后,不断扩大自身产能,目前拥有半钢胎产能 1500 万条/年和全钢胎产能 220 万条/年,订单消化能力进一步提高。2020 年,泰国工厂实现营收 50.88 亿元,营收占比为 27.68%;实现归母净利润 15.82 亿元,归母净利润占比达 71.27%。

图 48: 泰国工厂营收及其占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 49: 泰国工厂归母净利润及其占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

**海外基地布局提升公司在全球市场的占有率和竞争力。**公司第二个海外生产基地塞尔维亚一期项目预计于 2021 年三季度试生产,其产能的逐步释放将有利于增加公司在欧洲地区的市场份额,并促进海外配套业务的开展。按照现有战略规划,公司计划于 2025 年完成第三个海外基地的建设,并力争 2030 年前完成 6 个海外基地的布局。

表 14: 公司塞尔维亚基地建设计划

阶段	时间	产品名称	达产年产量 (万套)
一期阶段	2019.4-2021.3	半钢子午胎	350
		全钢子午胎	80
二期阶段	2021.4-2023.3	半钢子午胎	350
		全钢子午胎	80
三期阶段	2023.4-2025.3	半钢子午胎	500
		工程及农用于午胎	2

资料来源: 项目可行性研究报告, 德邦研究所

**国内生产基地并行发展。**在有序推进海外基地布局的同时, 公司加快了吉林基地的建设。该项目是公司的全球第七个生产基地, 计划总投资 48.93 亿元。该项目全部建设完成后, 年可实现 1200 万条半钢子午线轮胎, 200 万条全钢子午线轮胎和 20 万条翻新轮胎的生产, 达产后可实现销售收入 44.4 亿元。2020 年 4 月项目正式启动, 一期工程预计于 2021 年 10 月试生产。

表 15: 公司吉林基地建设计划

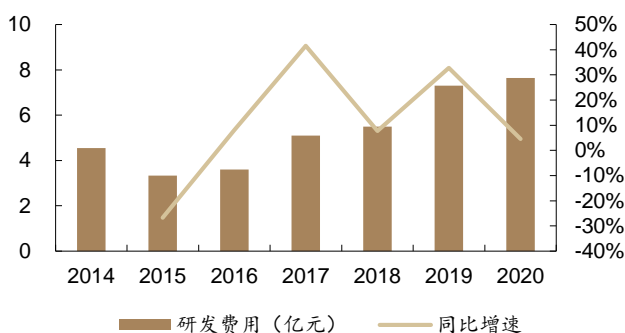
阶段	时间	产品名称	达产年产量 (万套)
一期阶段	2020.9-2023.8	全钢子午胎	120
		半钢子午胎	600
二期阶段	2021.9-2024.8	全钢子午胎	40
		半钢子午胎	600
三期阶段	2023.9-2025.8	全钢子午胎	40
		翻新轮胎	20

资料来源: 项目可行性研究报告, 德邦研究所

#### 4.2. 研发投入持续增加, 产品性能居行业前列

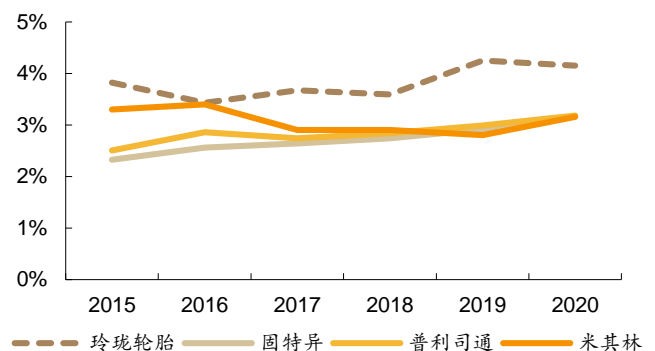
**公司重视研发创新, 研发支出自 2015 年快速上升。**近几年公司的研发费用率高于国际巨头, 维持在 4% 左右, 而国际巨头的研发费用率在 2.5%-3.5% 左右。公司 2020 年公司的研发费用高达 7.63 亿元, 占营业收入的 4.15%。截至 2020 年, 公司累计授权专利 930 多项, 专利保有量居国内轮胎企业前列。

图 50: 公司研发费用及其占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 51: 公司与国际巨头研发费用率对比



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 德邦研究所

**公司具备完善的研发体系和强大的新产品开发能力。**公司已成功开发出石墨烯补强胎面轮胎、3D 打印超低生热与高抗切割聚氨酯轮胎、赛车胎、补气保用轮胎、低气味轮胎、蒲公英橡胶轮胎等, 并连续四年每年设计开发 1000 多个新产品。目前公司两款大飞机子午线轮胎产品性能通过民航航空胎性能测试标准, 达到中国先进水平, 预计 2021 年完成设备和生产线升级工作, 具备批量生产条件。

表 16: 公司研发成果

产品开发	成果介绍
蒲公英轮胎	有助于摆脱东南亚天然橡胶的限制、降低合成橡胶的用量，从而降低碳排放，改善环境
大飞机子午线轮胎	目前两款产品通过西安航空制动科技有限公司进行的动静态测试，产品性能通过民航航空胎性能测试标准，达到中国先进水平，预计 2021 年完成设备和生产线升级工作，具备批量生产条件
轮胎 3D 打印技术	成功制备出国际首条 3D 打印超低生热与高抗切割聚氨酯轮胎，有望成为下一代绿色轮胎的主打材料，结合 3D 打印技术，实现轮胎一体成型，制造更快速、更高效
有机硅复合弹性体材料	研制出有机硅复合弹性体材料，并完成世界首条硅橡胶概念轮胎的试制，提升轮胎的耐老化性能
石墨烯补强胎面轮胎	成功制备出世界首条石墨烯补强纳米复合材料胎面半钢子午线轮胎，石墨烯的应用大大提升了轮胎的耐磨性能及抗静电性能

资料来源：公司公告，德邦研究所

公司致力于低滚阻轮胎的开发，滚阻性能处于业内领先水平。每降低 10% 的滚阻动力，油耗可降低 1%，电动车的续航里程可提高 2%。2020 年，公司研发出的绿色超低滚阻轿车用轮胎，滚阻性能较普通轮胎提升 20%，滚阻成绩达到欧盟标签 A 等级，并获得“2020 中国年度节能环保轮胎”大奖。

图 52: 超低滚阻绿色轮胎



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 53: 新能源汽车轮胎-EV100



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司产品测试排名全球第七。2017 年芬兰《Test World》从制动测试、湿地抓地力、水滑测试、驾驶性能以及噪音和滚动阻力等方面对全球 17 款不同品牌的夏季轮胎进行测试，公司的产品获得总分 8.3 分，位列第七名，并在湿地上的制动、动态抓地力和操控性能以及降噪方面表现优异。

表 17: 17 款夏季轮胎测试总分排名

轮胎名称	总分	排名	轮胎名称	总分	排名
诺记	9.2	1	建大	8.3	7
德国马牌	9.1	2	玲珑	8.3	7
米其林	8.9	3	弗雷德	8.2	8
普利司通	8.8	4	万力	8.2	8
倍耐力	8.7	5	优科豪马	8.2	8
宝龙	8.5	6	玛吉斯	8.1	9
固特异	8.5	6	达万蒂	7.3	10
邓禄普	8.3	7	德安通	6.7	11
韩泰	8.3	7			

资料来源：《Test World 轮胎测试报告》，德邦研究所

表 18: 17 款夏季轮胎各项测试项目的分表

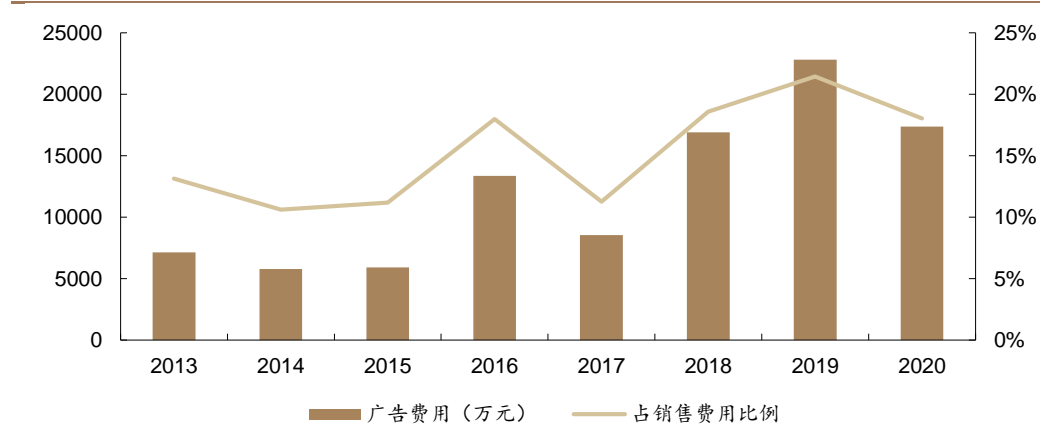
	比重	诺记	德国马牌	米其林	普利司通	倍耐力	宝龙	固特异	邓禄普	韩泰	建大	玲珑	弗雷德	万力	优科豪马	玛吉斯	达万	蒂德	安通
<b>湿地</b>	<b>55%</b>																		
制动	15%	9	9	10	9	8	9	8	8	9	8	9	9	8	9	8	8	8	6
动态抓地力	15%	19	9	10	9	10	9	9	8	8	9	9	9	9	9	8	8	8	6
水滑性能	15%	9	8	7	10	8	8	9	8	7	10	8	7	10	6	7	7	7	8
操控性能	10%	9	9	9	8	9	9	8	7	8	8	9	8	8	7	7	7	7	5
<b>干地</b>	<b>25%</b>																		
制动	15%	8	9	10	9	8	7	8	9	9	8	8	8	7	9	8	6	7	7
操控性能	10%	9	10	8	8	8	8	8	9	8	7	7	8	7	8	9	7	7	7
<b>经济与舒适性</b>	<b>20%</b>																		
噪音	10%	10	10	9	9	9	9	9	8	10	9	9	9	9	9	10	9	9	8
滚动阻力	10%	10	9	7	7	10	9	9	9	7	6	7	7	7	8	8	6	6	6
<b>总分</b>	<b>100%</b>	<b>9.2</b>	<b>9.1</b>	<b>8.9</b>	<b>8.8</b>	<b>8.7</b>	<b>8.5</b>	<b>8.5</b>	<b>8.3</b>	<b>8.3</b>	<b>8.3</b>	<b>8.3</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>8.2</b>	<b>8.1</b>	<b>7.3</b>	<b>6.7</b>	

资料来源:《Test World 轮胎测试报告》, 德邦研究所

### 4.3. 多元化营销, 品牌价值快速提升

多元化宣传, 公司品牌影响力不断提升。2020 年, 公司在全国 22 个城市投放电梯广告; 在 30 多个城市机场和重要汽车厂所在地城市的高铁站广告; 在朋友圈投放广告, 帮助店铺引流, 调动店主积极转发活动, 广告宣传覆盖人群约 3.07 亿人; 在多档央视栏目投放广告, 精准对位目标人群。2020 年, 公司广告费用的支出为 1.74 亿元, 占销售费用的 18.04%。

图 54: 公司广告费用及占销售费用比例



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

积极进行体育营销, 扩大品牌知名度。公司赞助德甲沃尔夫斯堡足球俱乐部以及意甲豪门尤文图斯等全球顶级体育团队, 利用其庞大的粉丝基础, 加强品牌曝光度。公司 2018 年组建的飘移车队在 2020 年日本 D1GP 赛场拿下 5 个冠军、2 个亚军、1 个季军, 夺得年度车队、个人追走双料冠军。通过赛事参与, 加深了与体育受众这一庞大群体的交流互动, 不断提升品牌形象。

图 55: 玲珑轮胎为沃尔夫斯堡官方合作伙伴



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 56: 玲珑轮胎为尤文图斯官方合作伙伴



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

参加国际性展览, 塑造国际品牌形象。公司连续多年在德国科隆国际轮胎展、美国 SEMA 展, 意大利博洛尼亚国际轮胎及汽保展、迪拜国际汽车及轮胎展等亮相, 提升产品口碑, 塑造国际化品牌形象。作为中东地区专业汽配展览会, 中东(迪拜)国际汽配展是全球知名汽配商进入中东市场的一条捷径。

图 57: 玲珑轮胎亮相中东(迪拜)国际汽配展



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 58: 玲珑轮胎亮相美国森马展



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

公司营销网点及经销商众多, 遍布全球多个国家和地区。公司在全球拥有营销网点近十万家, 其中品牌店数量近 7000 家, 拥有 800 多家一级经销商, 市场遍及欧洲、中东、美洲、亚太、非洲等全球 173 个国家。

图 59: 玲珑轮胎海外经销商大会



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 60: 玲珑轮胎开展“千店工程”



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

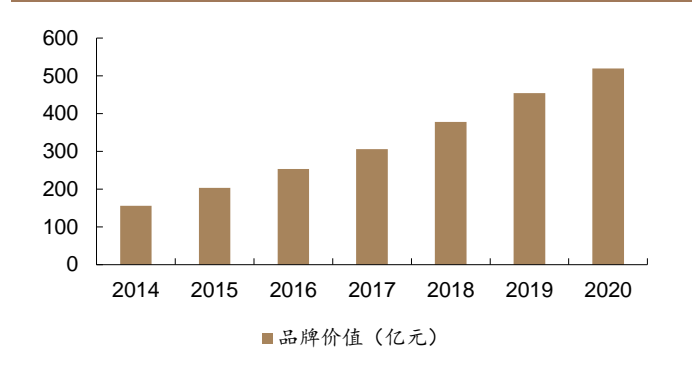
品牌价值逐年提升，荣登国内外众多榜单。2018年12月，公司荣获国内工业最高奖项“中国工业大奖”，成为国内首家获此殊荣的轮胎企业。截至2020年，“玲珑”品牌已连续16年入榜由世界品牌实验室发布的“中国500最具价值品牌”榜单。2020年“玲珑”的品牌价值为519.67亿元，位列116名，并再次入围“亚洲500最具价值品牌”榜。

图 61：玲珑轮胎获得“中国工业大奖”



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 62：玲珑轮胎品牌价值



资料来源：世界品牌实验室，德邦研究所

2020年，玲珑轮胎入选英国品牌价值咨询公司 Brand Finance 发布的“2020年全球十大最具价值轮胎品牌”榜单，成为唯一上榜的中国轮胎品牌。Brand Finance 咨询公司在报告中称，玲珑轮胎品牌价值为7.6亿美元，品牌评级为AA-，品牌强度指数（BSI）为68。

表 19：2020 年全球最优价值轮胎品牌排名

排名	公司名称	国家	品牌价值 (亿美元)	评级
1	米其林	法国	71.16	AAA
2	普利司通	日本	70.24	AA+
3	德国马牌	德国	33.20	AA+
4	邓禄普	美国	21.26	AA
5	固特异	美国	20.83	AA+
6	倍耐力	意大利	14.80	AA+
7	韩泰	韩国	13.19	AA
8	优科豪马	日本	8.73	AA-
9	玲珑轮胎	中国	7.60	AA-
10	住友橡胶	日本	7.56	A+

资料来源：Brand Finance，德邦研究所

#### 4.4. 依托新零售发力替换市场，巩固开拓配套市场

创新“新零售”模式，发力替换市场。2020年公司开启“新零售元年”，与腾讯、华制智能联合开发智慧营销云平台，打造线上线下相结合、仓储物流相结合、轮胎与非轮胎品类相结合、销售与服务相结合、精准营销与品牌引流相结合的玲珑新零售，全面赋能终端门店并为线下消费助力。2020年国内零售市场总销量增长约43%，其中自3月实行新零售以来同比增速约50%。分产品来看，3-12月国内全钢胎零售销量同比增长超60%，国内半钢胎零售同比增速超45%。



图 63: 公司“新零售元年”战略



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

配套市场优势显著, 产品覆盖 60 多家知名车企。公司是中国最大的原装轮胎生产基地, 已为红旗、奥迪、大众、通用、福特、本田、五菱、吉利、奇瑞、比亚迪、长城、一汽解放、中国重汽等全球 60 多家汽车厂提供配套服务, 进入全球 10 大车企其中 7 家的配套体系, 实现了对德系、欧系、美系、日系等全球重点车系的配套, 车企配套轮胎累计超 2 亿条。2020 年, 公司成功进入德国曼恩配套体系, 获得福特 Q1 优秀供应商评价, 并先后通过了大众主胎和宝马汽车的审核, 获得越来越多国际主机厂的项目定点和主胎开发。

图 64: 公司配套全球 60 多家车企

>> 中国汽车品牌合作伙伴

● 乘用车



● 商用车&工程车



>> 外资&合资汽车品牌合作伙伴

● 乘用车



● 商用车&工程车



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

配套实力逐年提升。2020 年在国内汽车市场连续第三年负增长的情况下, 公司仍然实现了配套市场同比增长 14.50%, 其中乘用车配套销量同比增长 11.2%, 商用车配套销量同比增长 28.6%。在 2020 年中国市场原配品牌排行榜中, 公司力压韩泰、固特异等品牌, 位列第五。

表 20：2020 年原配品牌排行榜

排名	企业名称
1	米其林
2	倍耐力
3	普利司通
4	马牌
5	玲珑
6	韩泰
7	固特异
8	佳通
9	邓禄普
10	玛吉斯

资料来源：轮胎商业，德邦研究所

公司在新能源汽车配套市场上独占鳌头。2020 年，公司成功配套五菱宏光 MINI、E200、E300、比亚迪秦 EV、雷诺日产电动车、一汽红旗高端电动车 E-HS9、E-HS3 等，实现新能源汽车配套轮胎同比增长 56%。

图 65：公司配套的部分新能源汽车



资料来源：公司公告，德邦研究所

同时，公司正在对标开发海外日产 Leaf、丰田卡罗拉、小鹏汽车等其他国内外主流新能源车型。公司在轮胎商业统计发布的“2020 年纯电动新车原配轮胎品牌排行榜”中名列第一，领先米其林、马牌、朝阳等国内外一线品牌。

表 21：2020 年纯电动新车原配轮胎品牌排行榜

排名	企业名称	排名	企业名称
1	玲珑	11	普利司通
2	米其林	12	倍耐力
3	马牌	13	万力
4	朝阳	14	耐克森
5	佳通	15	三角
6	邓禄普	16	成山
7	锦湖	17	海大
8	固铂	18	韩泰
9	固特异	19	赛轮
10	玛吉斯		

资料来源：轮胎商业，德邦研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

1. 半钢胎和全钢胎：公司各基地产能快速有序投放，并通过智能制造和加强中高端车型配套开发，获得更多主机厂的认证；同时国内汽车保有量后续增长空间大，创造巨大替换市场，公司有望凭借新零售战略和品牌影响力快速抢占替换市场份额，预计半钢胎 21-23 年收入增速分别约为 19%、20%和 13%；全钢胎 21-23 年收入增速分别约为 14%、14%和 10%。

2. 其他业务：斜交胎以及其他业务增速较为稳定，预计斜交胎 21-23 年实现营业收入分别约 3.65 亿元、3.68 亿元和 3.69 亿元；其他业务 21-23 年实现营业收入分别约 3.34 亿元、3.68 亿元和 4.04 亿元。

基于以上假设，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.96、2.37 和 2.77 元，对应 PE 分别为 24、20 和 17 倍。

表 22：公司核心产品业绩拆分与盈利预测

产品	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
半钢胎	营业收入 (百万元)	9334	11106	13364	15047
	营业成本 (百万元)	6307	7463	8933	10005
	毛利 (百万元)	3027	3642	4431	5042
	毛利率	32.43%	32.80%	33.16%	33.51%
全钢胎	营业收入 (百万元)	8373	9532	10855	11897
	营业成本 (百万元)	6447	7303	8259	8989
	毛利 (百万元)	1926	2229	2596	2908
	毛利率	23.00%	23.38%	23.92%	24.44%
斜交胎	营业收入 (百万元)	372	365	368	369
	营业成本 (百万元)	320	314	314	314
	毛利 (百万元)	52	51	54	55
	毛利率	13.93%	13.97%	14.56%	14.91%
其他	营业收入 (百万元)	304	334	368	404
	营业成本 (百万元)	179	201	221	243
	毛利 (百万元)	125	134	147	162
	毛利率	41.13%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	营业收入 (百万元)	18383	21337	24954	27718
	营业成本 (百万元)	13253	15281	17727	19550
	毛利 (百万元)	5130	6055	7227	8167
	毛利率	27.91%	28.38%	28.96%	29.47%

资料来源：公司公告，德邦研究所

我们采用了相对估值法，针对公司半钢胎和全钢胎的业务，我们选取赛轮轮胎、森麒麟、三角轮胎和贵州轮胎作为可比公司，据测算，行业主要公司 2021 年、2022 年平均估值为 13 倍和 11 倍，同时也参考 SW 轮胎板块当前平均 18 倍 PE 水平。公司依托“6+6”全球战略布局，产能快速扩张，抢占市场份额；2020 年启动新零售，全方位发力替换市场，同时持续开拓中高端配套市场；塞尔维亚工厂助力公司进军欧洲市场，有望成为公司新的利润增长点。我们认为公司将充分受益于产能规模扩张和配套市场的先发优势，未来有望保持快速发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 23: 可比公司估值分析**

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)			
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
赛轮轮胎	9.70	297	20.22	25.15	32.48	16	13	10	
森麒麟	32.56	212	12.85	17.76	22.43	17	12	10	
三角轮胎	15.19	122	11.96	12.29	13.10	10	10	9	
贵州轮胎	5.97	57	7.05	8.48	-	8	7	-	
			平均				13	11	
玲珑轮胎	47.62	654	26.85	32.57	38.04	24	20	17	

资料来源: Wind, 德邦研究所 注: 收盘价取自 2021 年 5 月 20 日; 除玲珑轮胎外, 其余均为 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

产能投放不及预期；原材料价格波动；国际贸易摩擦加剧。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.62	1.96	2.37	2.77
每股净资产	12.02	14.61	17.69	21.22
每股经营现金流	3.12	3.75	4.26	4.71
每股股利	0.49	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	21.76	24.36	20.08	17.19
P/B	2.93	3.26	2.69	2.24
P/S	3.56	3.07	2.62	2.36
EV/EBITDA	12.15	12.94	11.06	9.63
股息率%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	27.9%	28.4%	29.0%	29.5%
净利润率	12.1%	12.6%	13.1%	13.7%
净资产收益率	13.5%	13.4%	13.4%	13.1%
资产回报率	7.6%	7.7%	8.1%	8.2%
投资回报率	13.1%	12.1%	12.7%	12.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	7.1%	16.1%	17.0%	11.1%
EBIT 增长率	30.4%	11.3%	20.9%	14.4%
净利润增长率	33.1%	20.9%	21.3%	16.8%
偿债能力指标				
资产负债率	43.6%	42.2%	39.3%	37.0%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	54.6	54.6	54.6	54.6
存货周转天数	79.2	79.2	79.2	79.2
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	1.6	1.4	1.4	1.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,220	2,685	3,257	3,804
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
非现金支出	1,359	1,906	1,983	2,160
非经营收益	256	198	194	182
营运资金变动	456	368	416	324
经营活动现金流	4,292	5,157	5,850	6,471
资产	-2,426	-4,728	-4,255	-4,978
投资	12	10	8	10
其他	6	10	6	11
投资活动现金流	-2,408	-4,707	-4,241	-4,956
债权募资	5,200	577	-504	176
股权募资	1,979	0	0	0
其他	-8,459	-191	-194	-181
融资活动现金流	-1,280	386	-698	-5
现金净流量	537	836	911	1,509

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 20 日  
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	18,383	21,337	24,954	27,718
营业成本	13,253	15,281	17,727	19,550
毛利率%	27.9%	28.4%	29.0%	29.5%
营业税金及附加	105	121	142	158
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	963	1,323	1,547	1,718
营业费用率%	5.2%	6.2%	6.2%	6.2%
管理费用	509	621	724	793
管理费用率%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%
研发费用	763	885	1,061	1,206
研发费用率%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%
EBIT	2,790	3,104	3,753	4,292
财务费用	392	390	480	467
财务费用率%	2.1%	1.8%	1.9%	1.7%
资产减值损失	-169	0	0	0
投资收益	9	10	6	11
营业利润	2,319	2,807	3,391	3,967
营业外收支	-8	-13	-1	-7
利润总额	2,311	2,795	3,390	3,959
EBITDA	3,952	5,011	5,736	6,452
所得税	91	109	133	155
有效所得税率%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司所有者净利润	2,220	2,685	3,257	3,804

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,287	5,123	6,034	7,543
应收账款及应收票据	2,751	3,193	3,734	4,148
存货	2,875	3,314	3,845	4,240
其它流动资产	1,988	2,038	2,107	2,148
流动资产合计	11,901	13,668	15,720	18,079
长期股权投资	30	30	30	30
固定资产	11,813	15,346	18,392	22,076
在建工程	1,616	1,756	1,936	2,096
无形资产	769	778	787	796
非流动资产合计	17,398	21,080	24,315	28,168
资产总计	29,299	34,748	40,036	46,247
短期借款	1,565	2,142	1,638	1,814
应付票据及应付账款	5,779	6,664	7,730	8,525
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,823	4,247	4,747	5,135
流动负债合计	11,166	13,053	14,115	15,474
长期借款	1,078	1,078	1,078	1,078
其它长期负债	543	543	543	543
非流动负债合计	1,620	1,620	1,620	1,620
负债总计	12,787	14,673	15,735	17,094
实收资本	1,374	1,374	1,374	1,374
普通股股东权益	16,506	20,070	24,295	29,147
少数股东权益	6	6	5	5
负债和所有者权益合计	29,299	34,748	40,036	46,247

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。