

证券研究报告—深度报告

基础化工

化学制品

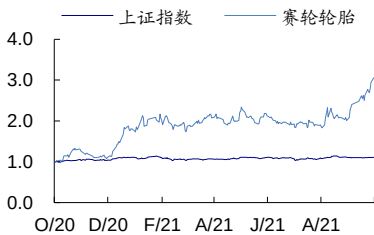
赛轮轮胎(601058)

买入

合理估值: 20.03-22.2 元 昨收盘: 14.06 元 (首次评级)

2021年10月27日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,063/2,559
总市值/流通(百万元)	44,727/37,360
上证综指/深圳成指	3,610/14,597
12个月最高/最低(元)	14.92/4.70

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379

E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

电话:

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001

证券分析师: 刘子栋

电话:

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041

E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

国产轮胎领跑者, 产能扩张加速前行

● 中国轮胎企业逐渐崛起, 赛轮位居第一梯队

从国际轮胎行业格局来看, 近二十年来国际一、二线巨头的市场份额呈下降趋势, 同时中国企业市场份额大幅提升, 发展迅猛。国内轮胎市场头部企业扩张提速, 行业集中度逐渐提升。公司深耕行业二十载, 2021年位列国内轮胎企业排行榜前三名。

2020年11月, 公司董事长袁仲雪成为公司新实际控制人, 同时2021年3月公司定增获批, 袁仲雪先生拥有具有表决权的股份合计为27.04%, 对公司的实控权进一步加强, 公司治理结构风险因素逐渐消除, 估值中枢回归。

● “双反”影响最小, 产能扩张提速, 发展步入快车道

2020年美国启动对韩国、泰国、越南及中国台湾地区轮胎企业“双反”调查, 2021年5月25日美国商务部公布终裁结果, 其中赛轮轮胎反补贴税率与初裁结果一致, 反补贴税率为6.23%, 反倾销税率为0, 为受影响最小的头部企业。公司有望凭借税率优势巩固竞争优势, 进一步抢占美国市场。

截止2020年底, 公司共有半钢子午胎、全钢子午胎、非公路胎产能分别为4000万条/年、740万条/年、9万吨/年。预期21-23年半钢胎产能分别增加至5000/6000/6800万条, 全钢胎产能分别达到1100/1435/1495万条。

● 风险提示

国际贸易摩擦加剧风险; 在建项目进度不达预期风险; 原材料价格波动风险。

● 首次覆盖给予“买入”评级

预计2021-2023年公司净利润水平为15.01/20.60/29.88亿, 综合绝对估值和相对估值, 我们判断2022年公司合理价值区间为20.03-22.2元, 对应当前价格有42%-58%的增长空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15128	15,405	18,035	21,773	26,304
(+/-%)	10.5%	1.8%	17.1%	20.7%	20.8%
净利润(百万元)	1195	1491	1501	2060	2988
(+/-%)	78.9%	24.8%	0.7%	37.2%	45.1%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.55	0.49	0.67	0.98
EBIT Margin	19.4%	16.5%	10.6%	11.5%	13.3%
净资产收益率(ROE)	16.91%	17.6%	15.8%	18.8%	22.9%
市盈率(PE)	10.96	26.4	29.8	21.7	15.0
EV/EBITDA	17.0	15.9	21.0	17.0	13.1
市净率(PB)	5.58	4.66	4.70	4.08	3.43

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

近几年为公司轮胎产能释放高峰期，我们看好公司产能逐步投放带动公司业绩增长。预计 2021-2023 年公司净利润水平为 15.01/20.60/29.88 亿，综合绝对估值和相对估值，我们判断 2022 年公司合理价值区间为 20.03-22.2 元，对应当前价格有 42%-58% 的增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

假设 1：公司半钢胎产品产能增长按照我们的预期 21-23 年分别达到 5000/6000/6800 万条，产品毛利率在 21 年有所下降，此后逐年提升。

假设 2：公司全钢胎产品产能增长按照我们的预期 21-23 年分别达到 1100/1435/1495 万条，产品毛利率在 21 年有所下降，此后逐年提升。

假设 3：公司其他板块业务维持稳定。

与市场的差异之处

第一，市场认为轮胎行业未来在关税上会面临更不利的境地，但是我们认为以公司为首的头部企业产能均在海外不断扩张，以此来抵消双反带来的困扰，反观国内小厂将面临更加窘迫的情况，因此未来行业集中度将继续提升，头部企业将掌握更多行业话语权。

第二，市场对成本端上涨过快表示担心，我们认为公司上半年业绩主要受到原材料及海运价格的上涨，均属于短期不利因素，优质的企业都会通过涨价等方式将成本的上升传导到下游，长期看来公司的高速增长逻辑不会受到上游涨价的制约。

股价变化的催化因素

第一，海运费价格下降；

第二，限电限产政策下，轮胎行业加速小产能清退；

第三，公司新产品、新产能的放量。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，国际贸易摩擦加剧风险；

第二，在建项目进度不达预期风险；

第三，原材料价格波动风险。

内容目录

公司基本情况.....	6
深耕行业二十载，始终坚持“做一条好轮胎”	6
业绩稳定增长，海外工厂表现亮眼	6
治理结构逐渐清晰，估值中枢回归	9
世界轮胎格局悄然生变，中国企业逐渐崛起	10
全球市场：传统巨头市占率下降，中国企业崛起	10
中国市场：行业集中度不断上升，赛轮位居前列	13
国际贸易摩擦不断，倒逼中国企业全球化布局	17
轮胎行业贸易摩擦不断，中国企业海外建厂规避	17
美国“双反”终裁落地，赛轮受影响最小	19
产能扩张提速，发展有望再上新台阶	20
产能加速扩张，全球化布局加快	20
聚焦品牌建设，打造国际影响力	21
持续推进智能化制造，率先推出“橡链云”平台	22
碳中和升温，赛轮抢先布局“液体黄金”胎	23
非公路胎市场空间广阔，公司将迎来快速放量	24
盈利预测	25
假设前提	25
未来 3 年盈利预测	26
业绩敏感性测算	26
估值与投资建议	27
绝对估值	27
相对估值	28
投资建议	28
风险提示	28
附表：财务预测与估值	31
国信证券投资评级	32
分析师承诺	32
风险提示	32
证券投资咨询业务的说明	32

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司营收及增长率 (亿元, %)	7
图 3: 公司归母净利润及增长率 (亿元, %)	7
图 4: 公司毛利率与净利率情况 (%)	7
图 5: 2020 年公司轮胎生产成本分布	7
图 6: 天然橡胶与丁苯橡胶的价格走势 (元/吨)	7
图 7: 公司子午胎产能利用率不断提高	7
图 8: 公司 ROE 情况 (%)	8
图 9: 公司期间费用率情况 (%)	8
图 10: 2020 年公司营收结构 (%)	8
图 11: 2020 年公司毛利结构 (%)	8
图 12: 越南工厂营收及占总营收比例情况 (%)	9
图 13: 越南工厂净利润及占总利润比例情况 (%)	9
图 14: 公司股权结构.....	9
图 15: 公司估值逐渐回归	10
图 16: 全球轮胎销量及增速 (亿条, %)	10
图 17: 全球轮胎销售额及增速 (亿美元, %)	10
图 18: 全球替换市场占比超 70% (亿条, %)	11
图 19: 全球汽车保有量及增速 (亿辆, %)	11
图 20: 全球汽车销量及增速 (亿量, %)	11
图 21: 全球轮胎 CR3/CR10 销售额占比变化 (%)	12
图 22: 中国轮胎企业销售额占比及数量	12
图 23: 全球新能源车保有量 (辆)	13
图 24: 中国汽车轮胎总产量及增速 (亿条, %)	14
图 25: 中国汽车保有量 (亿辆)	14
图 26: 中国汽车销量及增速 (亿条, %)	14
图 27: 中国汽车千人拥有量较低 (2019 年)	14
图 28: 2021 年度中国轮胎企业排行榜	17
图 29: 2020 年国内上市企业轮胎产销情况 (万条)	17
图 30: 公司与玲珑轮胎单季度归母净利润对比 (亿元)	17
图 31: 中国出口美国乘用车轮胎 (万条)	18
图 32: 中国出口美国卡客车轮胎 (万条)	18
图 33: 公司的全球化布局	21
图 34: 公司旗下子品牌	21
图 35: 公司持续聚焦品牌建设	22
图 36: 2021 年公司位列亚洲品牌 500 强第 335 位	22
图 37: 2021 年公司位列中国 500 最具价值品牌第 121 名	22
图 38: “橡链云”平台简要示意图	23
图 39: “橡链云”合作单位	23
图 40: “液体黄金”打破魔鬼三角定律, 进一步减少能耗	24

图 40: 我国 OTR 轮胎产量及增速.....	24
图 41: 我国 OTR 轮胎出口及占产量比重走势图	24
图 42: 公司子品牌迈驰轮胎参加国际矿业展览会暨矿山机械展	25
图 43: 公司战略合作伙伴	25
表 1: 公司主要产品.....	6
表 2: 不同类型的车辆轮胎配套和替换数	12
表 3: 全球轮胎生产企业竞争格局	12
表 4: 近年全球轮胎工厂关闭名单	13
表 5: 2021 年国内部分倒闭轮胎橡胶企业	15
表 6: 国内头部轮胎企业扩产提速	15
表 7: 山东省轮胎行业标准	16
表 8: 山东 18 家轮胎落后产能淘汰企业名单.....	16
表 9: 主要海外建厂的轮胎企业产能情况	18
表 10: 2019-2020 年美国乘用车轮胎进口量（万条）	19
表 11: 美国对韩国、台湾、泰国和越南轮胎企业反倾销和反补贴税调查终裁结果	19
表 12: 主要海外建厂的轮胎企业产能情况	20
表 13: 公司业务板块分拆预测（亿元）	26
表 14: 未来 3 年盈利预测表（百万元）	26
表 15: 情景分析（乐观、中性、悲观）	26
表 16: 公司盈利预测假设条件（%）	27
表 17: 绝对估值法-FCFF	27
表 18: 资本成本假设.....	28
表 19: 绝对估值相对折现率和永续增率的敏感性分析（元）	28
表 20: 可比公司相对估值	28

公司基本情况

深耕行业二十载，始终坚持“做一条好轮胎”

赛轮轮胎成立于 2002 年，公司第一条轮胎于 2003 年下线，2006 年第一条全钢工程胎试制成功，2009 年第一条全钢子午线巨胎试制成功。2011 年 6 月，公司成功上市。2012 年 4 月开始越南基地建设，同年 8 月全资收购沈阳和平轮胎，次年越南工厂一期建成。2014 年公司完成对金宇实业的收购，组建赛轮金宇集团。2016 年收购北美马公司，同时成为卡特彼勒全球配套供应商。2017 年通过吉利商用车供应商评审，且成为三一重工和上汽大通的配套供应商。2019 年首次入围亚洲品牌 500 强。2020 年，公司沈阳工厂及东营工厂扩建项目陆续开工，产能继续扩张。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

从 2002 年建厂至今，公司始终将“做一条好轮胎”奉为最高原则，专注从事轮胎产品的研发、生产和销售，努力为全球轮胎用户和相关方提供更优质的产品与服务。目前公司轮胎产品主要分为半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和非公路轮胎，广泛应用于轿车、轻型载重汽车、大型客车、货车、工程机械、特种车辆等领域；循环利用产品主要包括翻新轮胎、胎面胶、胶粉、钢丝等，分别应用于轮胎替换、旧轮胎翻新、再生胶制造、钢材生产等领域；轮胎贸易业务主要采取市场化运作方式，采购其他公司的轮胎产品并对外销售。

表 1：公司主要产品

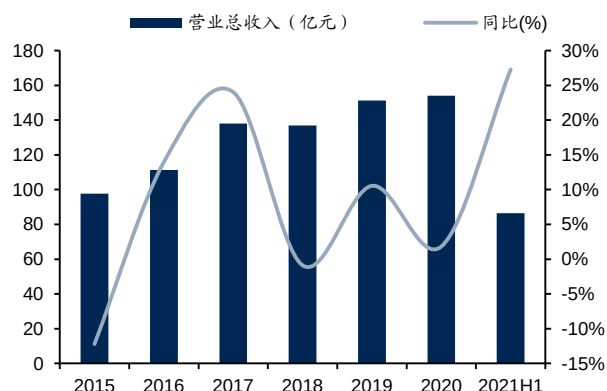
主要产品	主要用途
半钢子午线轮胎	主要用于轿车、越野车、轻型载重汽车及小吨位拖拉车上轮胎的配套及替换。
全钢子午线轮胎	主要用于大型客车、货车的配套及替换。
非公路轮胎	主要用于矿山、雪地、码头、装载等车辆上轮胎的配套及替换。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业绩稳定增长，海外工厂表现亮眼

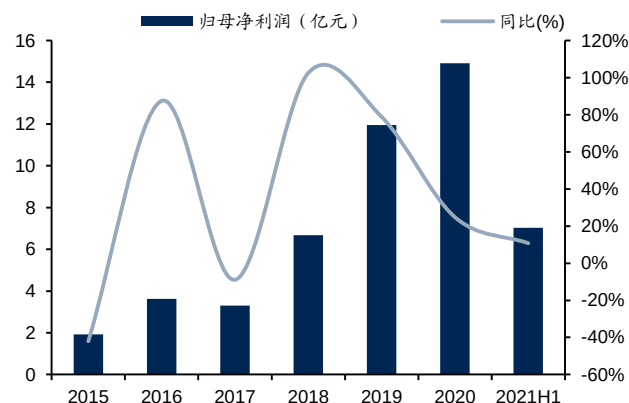
公司业绩保持稳定增长。2015-2020 年，公司营收从 97.69 亿元增加到 154.05 亿元，CAGR 为 9.54%。得益于公司销售净利率逐年提高，同期归母净利润 CAGR 为 50.52%，增速大幅快于营收。2021H1 公司营收和归母净利润分别为 86.54、7.03 亿元，同比增加 27.28%、10.77%，营收继续保持稳定增长，而净利润主要受到短期原材料价格上涨导致增速放缓。

图 2: 公司营收及增长率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

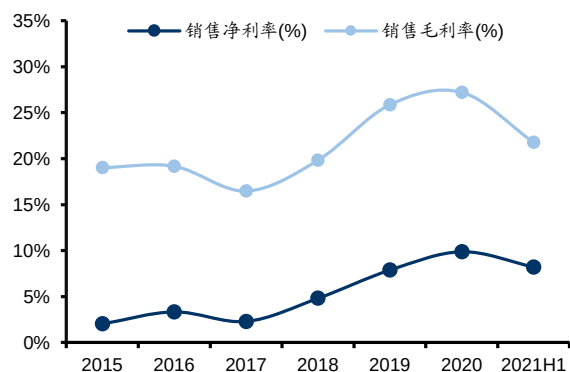
图 3: 公司归母净利润及增长率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

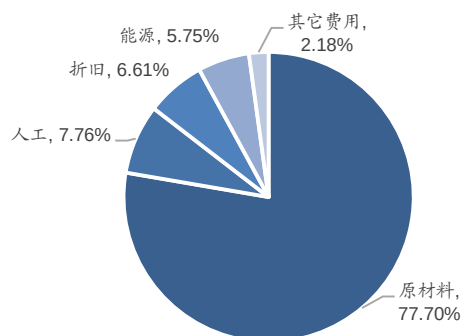
毛利率受原材料价格影响，产能利用率逐年提高。轮胎的主要成本为原材料，约占 70%~80%，主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、炭黑等，其中橡胶作为主材，成本占比最大，天然橡胶约占原材料成本 30%~40%，合成橡胶约占原材料成本 20%~30%。2020 年上半年受疫情影响，市场需求急剧下降，天然橡胶、合成橡胶等主要原材料价格一路下跌，下半年疫情得到控制，价格有所回升。受益于此，2020 年公司销售毛利率提升至 27.21%，同期销售净利率也到达了 9.87%。但 2021H1 受到原材料价格上涨叠加海运价格攀升，公司毛利率略有下降，同时净利率下降到 8.21%。产能方面，2016-2020 年公司子午胎产能增速并不大，CAGR 为 4.47%，但产能利用率逐年提升，2020 年达 86.9%，2016-2020 年产量 CAGR 为 8.14%，推动了公司业绩的增长。

图 4: 公司毛利率与净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

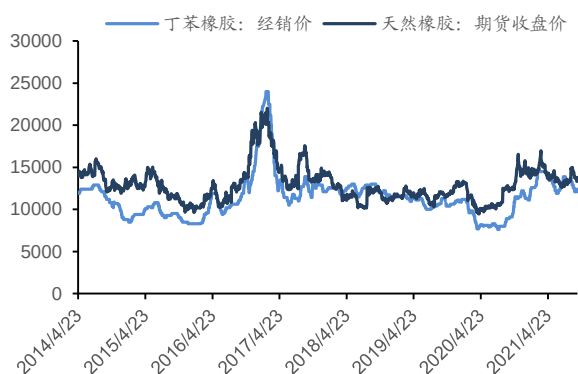
图 5: 2020 年公司轮胎生产成本分布



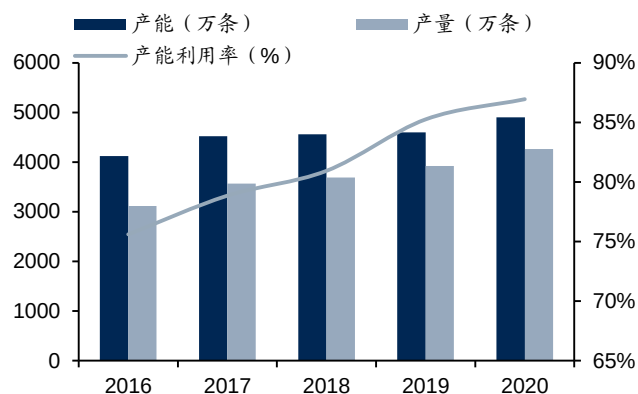
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 天然橡胶与丁苯橡胶的价格走势 (元/吨)

图 7: 公司子午胎产能利用率不断提高



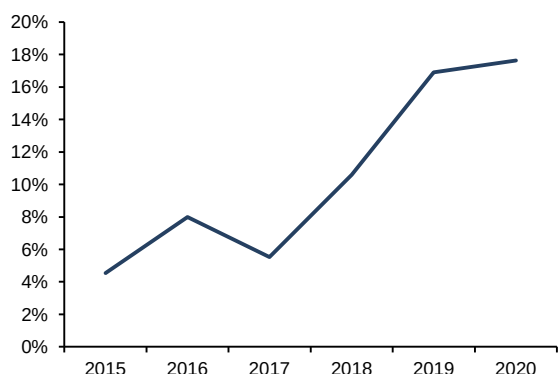
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

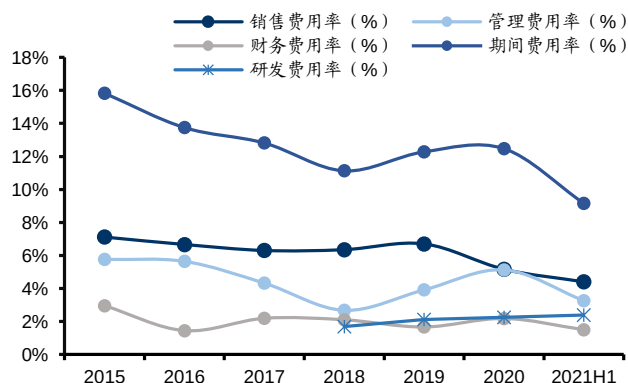
控费能力优异, 轮胎产品为主要业务。近年来公司的 ROE 水平也逐渐提高, 2020 年达到了 17.63%。公司期间费用率呈逐年下降趋势 (2019-2020 期间费用率有所上升是由于公司实施了股权激励), 2015-2021H1 年期间费用率从 15.84% 下降至 9.16%, 体现出公司优异的控费能力。此外, 公司研发费用率呈平稳上升趋势, 2021H1 为 2.39%。从收入结构来看, 公司轮胎产品 2020 年占营收、毛利比例达到了 90%、98%, 居绝对领导地位。

图 8: 公司 ROE 情况 (%)



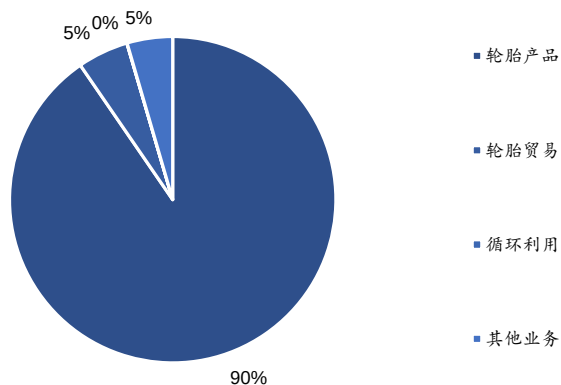
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司期间费用率情况 (%)



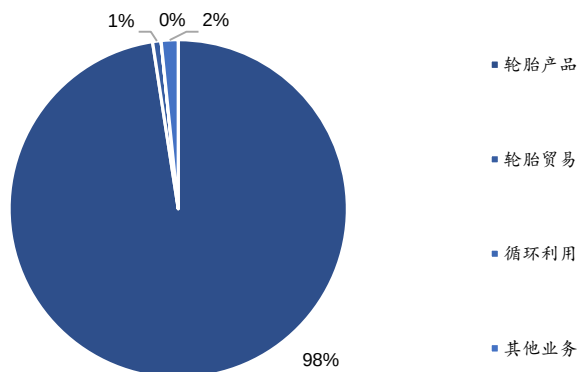
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 2020 公司营收结构 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

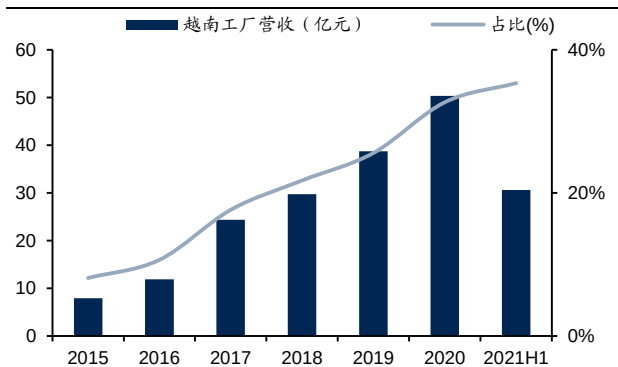
图 11: 2020 公司毛利结构 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

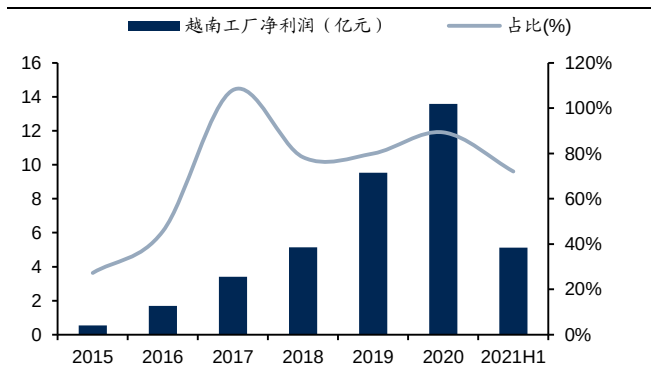
海外工厂盈利能力表现出色。公司自设立以来，一直重视国际化运营。2013 年在越南建设的轮胎工厂投产后，已逐渐成为公司重要的盈利增长点，同时有效的规避了国际间贸易摩擦。2020 年，越南工厂营收、净利润占公司总营收、总净利的 32.66%、89.32%。越南工厂靠近原料产地，同时主要向欧美出口轮胎产品，盈利能力较强。

图 12: 越南工厂营收及占总营收比例情况 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 越南工厂净利润及占总利润比例情况 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

治理结构逐渐清晰，估值中枢回归

董事长袁仲雪为公司实控人。截止 2019 年底，杜玉岱先生拥有具有表决权的股份合计占公司总股本的 24.20%，为公司实际控制人。2020 年 11 月 4 日，杜玉岱、延万华分别与袁仲雪签署了《股份委托管理协议》，约定将其持有的公司股份共计约 2.18 亿股除处置权和收益权以外的全部股东权利委托给袁仲雪管理，董事长袁仲雪成为公司新的实际控制人，拥有具有表决权的股份合计占公司总股本的 19.81%。2021 年 3 月，公司非公开发行股票募集 12.27 亿元，发行对象对为袁仲雪和瑞元鼎实投资公司，董事长袁仲雪认购比例为 4.95%，瑞元鼎实为 95.05%。本次权益变动后，瑞元鼎实直接持有公司股份占公司发行后股份总数的 13.51%，成为公司第一大股东。同时袁仲雪拥有具有表决权的股份合计为 27.04%，对公司的实控权进一步加强。

图 14: 公司股权结构

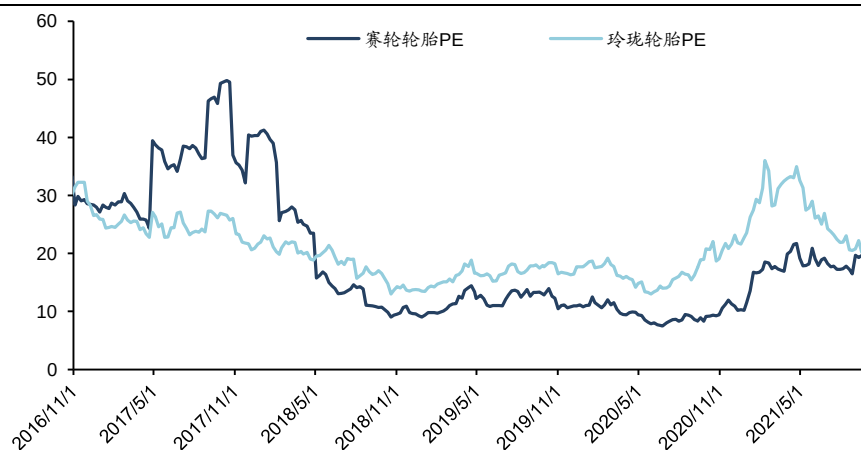


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

治理结构逐渐稳定，估值中枢回归。2017 年，新华联通过二级市场连续增持及参与公司定增等方式，至年末其一致行动人持有公司股份占比到达了 15%。此时董事长杜玉岱拥有具有表决权的股份合计为 16.68%，仍为公司实控人。2018-2019 年，新华联继续增持公司股份，但董事长杜玉岱通过签署一致行动人协议、股份委托管理协议等方式始终保持对公司的实控权。不过受此影响公司估值也从高位回落，2018-2019 年始终处于低位。2018 年袁仲雪先生辞去软

控董事长职务，同年接任杜玉岱成为公司董事长。2020 年 11 月，袁仲雪先生成为公司新实控人，同时公司推出定增预案，袁仲雪将加强对公司的实控权。另外新华联因出现债务违约，所持股份被全部冻结。2020 年 12 月开始，公司估值开始逐渐回归。2021 年 3 月，公司定增受理通过，治理结构风险因素逐渐消除，公司估值中枢回归。

图 15: 公司估值逐渐回归



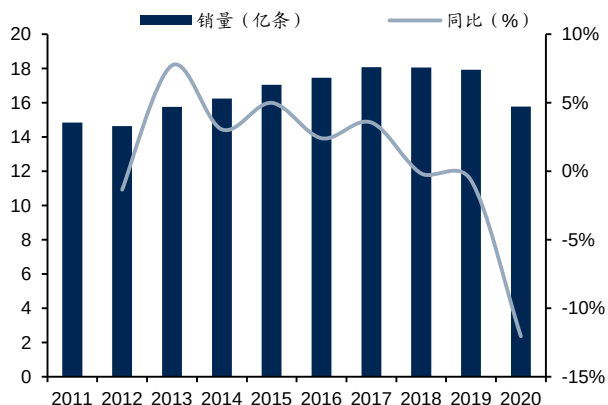
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

世界轮胎格局悄然生变，中国企业逐渐崛起

全球市场：传统巨头市占率下降，中国企业崛起

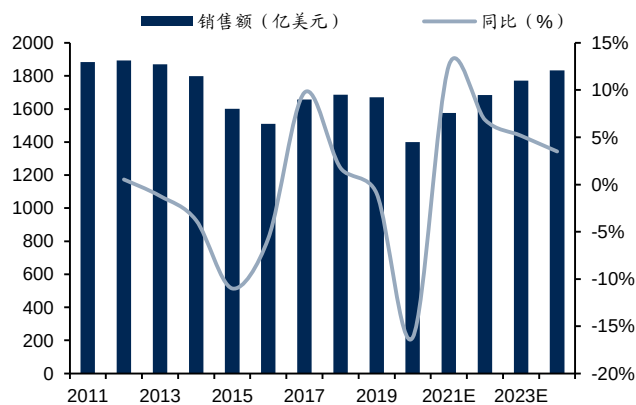
全球轮胎行业已步入稳定增长长期。2011 年-2019 年全球轮胎销量 CAGR 为 2.4%，2020 年受疫情影响，全球轮胎总销量同比下降了大约 12%，为 15.77 亿条，其中 2020 年上半年全球轮胎销量仅为 6.71 亿条，同比下降了大约 23.5%。2020 年下半年，随着海外疫情得到一定程度的控制，全球轮胎市场需求开始回暖。2012 年-2016 年全球轮胎受原材料波动叠加主要国家货币对美元汇率走低的影响，全球销售额连续五年下降，2017 年橡胶等主要原材料价格上涨，轮胎价格上行，总销售额上涨 9.7%，近几年全球销售额保持平稳，2019 年达 1670 亿美元，预计 2024 年将增长至 1833 亿美元。

图 16: 全球轮胎销量及增速 (亿条, %)



资料来源: Tire business, 国信证券经济研究所整理

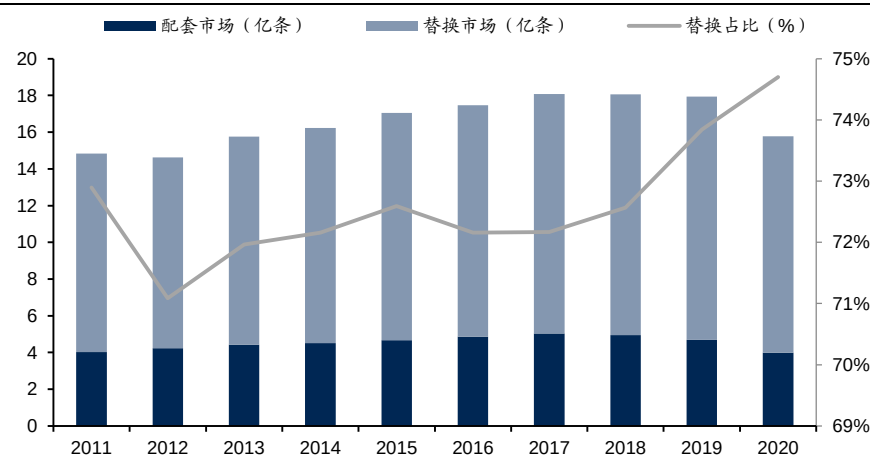
图 17: 全球轮胎销售额及增速 (亿美元, %)



资料来源: Tire business, 《轮胎产业的市场现状与发展趋势分析》, 国信证券经济研究所整理

全球轮胎替换市场占比超 70%。轮胎市场按需求可分为配套市场和替换市场。配套市场即配套新产汽车，其需求量主要取决于下游车企的产量；替换市场指用于替换旧胎的轮胎需求，其需求量主要取决于目前的汽车保有量和轮胎的替换频率。近年来全球轮胎替换市场占比逐年提高，2020 年全球原配市场同比下降了大约 17%，替换市场同比下降了大约 11%，替换市场占比继续提升，占比达到了 74.7%。

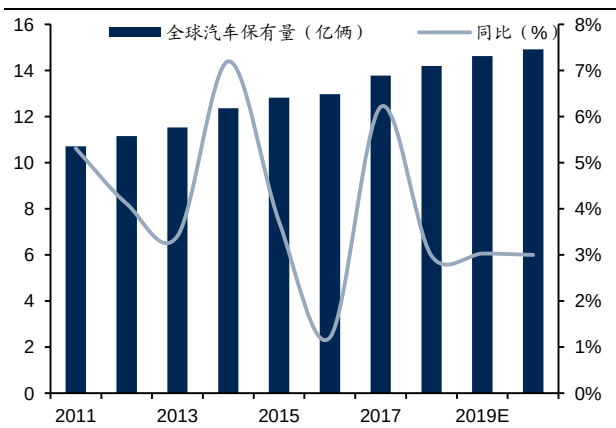
图 18: 全球替换市场占比超 70% (亿条, %)



资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

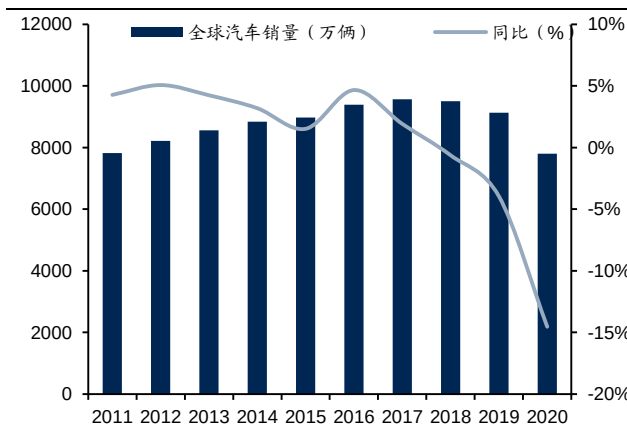
汽车保有量及销量保证轮胎市场需求。轮胎是重要的汽车安全件，显著影响整车性能。在需求结构上，每辆轿车平均配套 5 条轮胎，载重车及工程机械均有不同的配套比例。对于替换市场，平均每辆轿车每年需替换 1.5 条轮胎，载重机械和工程机械替换系数远高于轿车。根据 OICA 数据，2011-2018 年全球汽车保有量呈稳步增长态势，假设保持 3.0% 的增速，2020 年全球汽车保有量预计已到达 14.91 亿辆，不断增长的保有量为轮胎替换市场提供了强劲的需求。2011-2017 年，全球汽车销量不断上升，但随后出现了负增长，2018-2019 年全球汽车销量由于新兴国家经济增速放缓，居民汽车消费意愿下降，同时中国电动车补贴标准提高，及柴油车购置税补贴取消等因素，进一步抑制了汽车销量增长，2020 年销量则是受疫情的影响。2021 年汽车业复苏步伐加快，其中电动车销量显著上升。国际信用评级机构标准普尔预计 2021 年全球汽车销量约 8300 万至 8500 万辆，将增长 8% 到 10%。

图 19: 全球汽车保有量及增速 (亿辆, %)



资料来源：OICA、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图 20: 全球汽车销量及增速 (亿量, %)



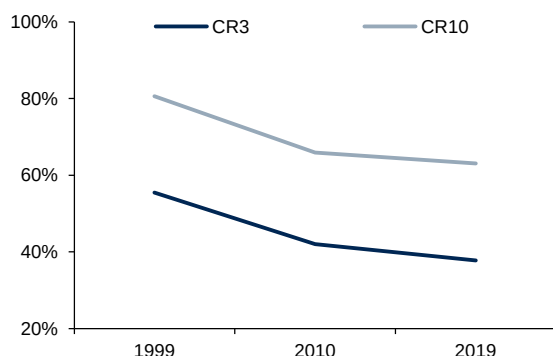
资料来源：OICA、中国汽车流通协会、国信证券经济研究所整理

表 2: 不同类型的车辆轮胎配套和替换数

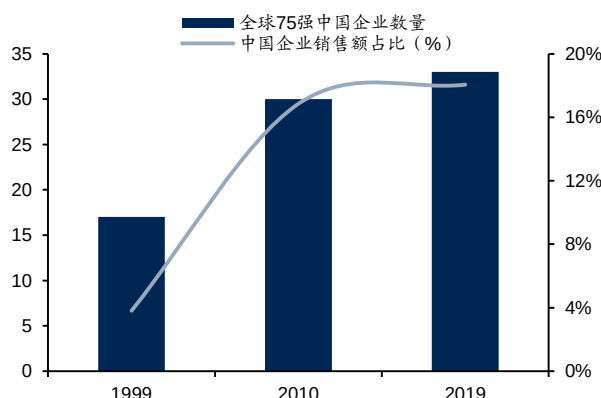
轮胎类型	车辆类型	配套轮胎数	替换系数 (条/辆/年)
轿车胎	轿车	5	1.5
载重胎	中型载重卡车	11	15
	重型载重卡车	16-22	10-20
	轻型载重卡车	7	4.2
	大型客车	7-11	2-5
工程胎	装载机械	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源: 观研报告网、国信证券经济研究所整理

国际巨头市占率下降, 中国轮胎企业发展迅猛。作为起步较早的重资产行业, 轮胎行业经过近百年的发展, 现已进入成熟期。从行业格局来看, 全球轮胎行业可划分为几个梯队: 第一梯队长期由三家企业占据 (普利司通、米其林、固特异); 第二梯队包括剩余 4-10 名生产企业; 剩余约三分之一的市场份额由第三梯队和第四梯队的大量企业竞争。目前, 全球轮胎 90% 以上的销售市场由轮胎 Top75 企业控制。近年来, 随着中国轮胎企业的迅速崛起, 国际一、二线巨头的市场份额呈下滑趋势, 全球 CR3、CR10 市场份额从 1999 年的 55.48%、80.60% 下降到 2019 年的 37.74%、63.07%。同期中国企业的销售额占比从 3.81% 上升到 18.06%, 同时 2019 年世界 75 强中中国企业上升至 33 家, 中国已成为世界上最大的轮胎生产国。

图 21: 全球轮胎 CR3/CR10 销售额占比变化 (%)


资料来源: OICA、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图 22: 中国轮胎企业销售额占比及数量 (个)


资料来源: OICA、中国汽车流通协会、国信证券经济研究所整理

表 3: 全球轮胎生产企业竞争格局

第一梯队	普利司通、米其林、固特异
第二梯队	马牌、住友橡胶、倍耐力、韩泰、优科豪马、正新、中策
第三梯队	佳通、通伊欧、固铂、锦湖、NRP、阿波罗、玲珑、恒丰、赛轮、耐克森
第四梯队	其他中小型轮胎生产企业

资料来源: 前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

疫情改变世界轮胎格局, 中国占比有望继续增加。受疫情影响, 轮胎企业的销售利润大受冲击, 一些大的轮胎公司出于战略考虑选择性关闭、停产轮胎企业。普利司通公司计划 2021 年停产其拥有 60 年历史的法国白求恩乘用车轮胎工厂, 以应对欧洲乘用车轮胎市场的长期挑战。2020 年 12 月, 米其林德国哈尔施塔特

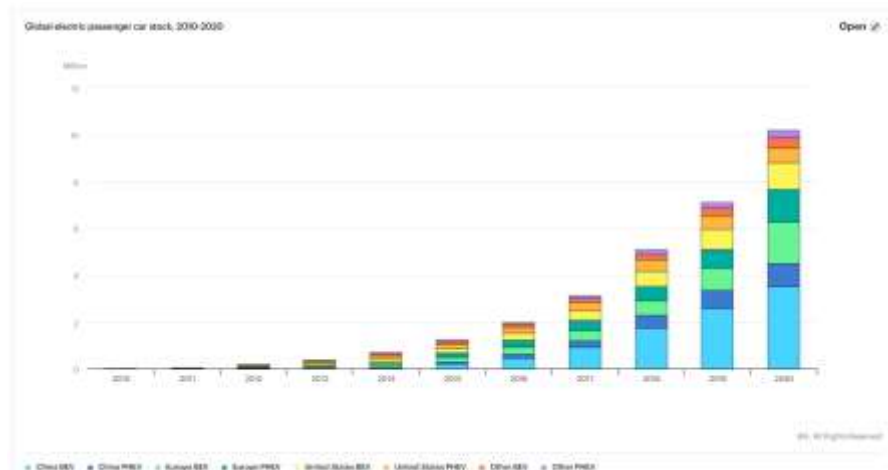
工厂在生产完最后一条轮胎后，关闭了所有设备，主要原因是轮胎需求下降。随着疫情持续，轮胎行业的收购重组将更活跃。中国是最早控制住疫情的国家，中国轮胎去年产量基本与 2019 年持平，今年上半年产销两旺，轮胎产量较大幅度增长成定局，而疫情在国外持续使得全球轮胎生产仍未正常，中国轮胎占全球的比重将进一步增加。

表 4: 近年全球轮胎工厂关闭名单

轮胎企业	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	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
	2021 年 4 月	贝蒂纳工厂	法国
固特异	2020 年	加兹登工厂	美国
德国马牌	2021 年底	亚琛轮胎工厂	德国
倍耐力	2021 年	Gravatari 轮胎工厂	巴西

资料来源：观研报告网、国信证券经济研究所整理

新能源车带来新需求。国际能源署发布的《2021 年全球电动汽车展望》报告中表示，电动车未来十年将继续增长，全球注册的电动汽车数量将从今天的约 1000 万辆增加到 2030 年的 1.45 亿辆。IHS Markit 预计 2027 年电动汽车将在中国达到与内燃机（ICE）汽车的制造成本平价，此后不久将在欧盟实现。预计 2030 年全球将售出 8900 万辆汽车，其中 2350 万辆将是电动汽车（近 27%）。轮胎作为汽车的关键部件之一，是影响电动化进程的重要组件。生产轮胎的制造商不但需要为整车厂继续提供稳定、安全且良好性能的轮胎，更要紧跟新能源的潮流，具备整合先进技术的能力，提供更具前瞻性的专用轮胎产品，这也给轮胎厂商提出了新的要求。

图 23: 全球新能源车保有量（辆）


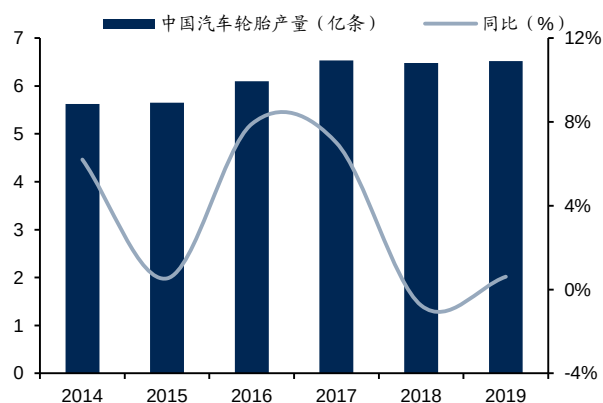
资料来源：IHS Markit、IEA、国信证券经济研究所整理

中国市场：行业集中度不断上升，赛轮位居前列

中国轮胎市场稳步增长，未来发展空间巨大。中国目前已是世界上轮胎产量最大的国家，2019 年我国汽车轮胎总产量达 6.52 亿条，同比增长 0.61%。同时，中国汽车保有量稳步增长，2020 年底全国汽车保有量已达 2.81 亿辆。汽车销量方面，2017 年销量达到峰值，随后出现了连续三年的下滑。据中汽协预计，伴随国民经济稳定回升，消费需求加快恢复，加之中国汽车市场总体潜力依然

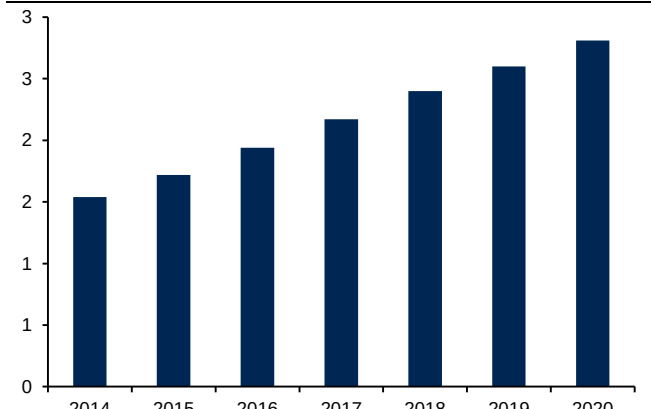
巨大，预计 2020 年或将是中国汽车市场的峰底年份，2021 年将实现恢复性正增长。巨大的汽车保有量及销量将为轮胎销量提供了强有力的支撑。另外，截至 2019 年，中国汽车千人保有量为 173 辆，跟发达国家差距较大。随着收入水平提升及道路交通环境改善，预计中国汽车千人保有量在 2025 年将达到 238 辆/千人，2030 年达到 289 辆/千人。综合考虑人口密度、交通承载力与环境因素，400 辆/千人大概是中国汽车千人保有量的极限值，由此推测中国轮胎市场仍有较大的增长空间。

图 24: 中国汽车轮胎总产量及增速 (亿条, %)



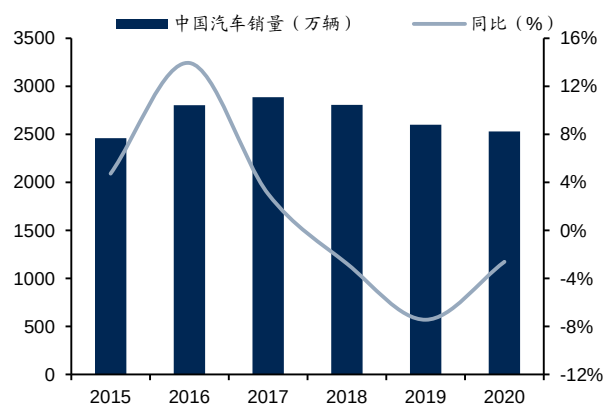
资料来源：中国橡胶协会、国信证券经济研究所整理

图 25: 中国汽车保有量 (亿辆)



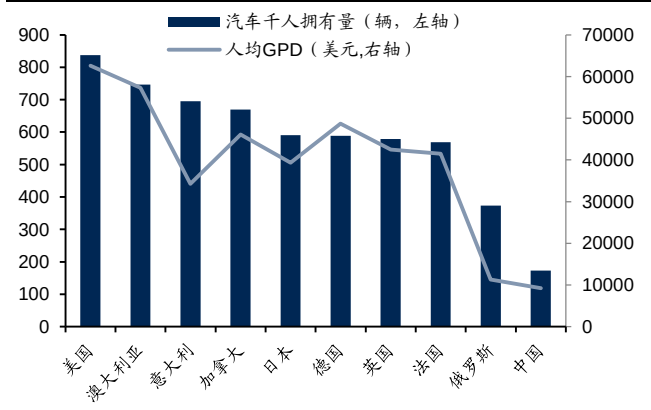
资料来源：公安部、国信证券经济研究所整理

图 26: 中国汽车销量及增速 (亿条, %)



资料来源：OICA、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

图 27: 中国汽车千人拥有量较低 (2019 年)



资料来源：世界银行、国信证券经济研究所整理

行业发展两极分化，小企业逐步出清。近年来，中国轮胎行业洗牌的速度越来越快，低端产能过剩、低端产品同质化严重，生产企业规模小、数量多、行业乱的发展弊端逐渐显现。整个产业在经历“野蛮生长”以后开始进入冷却期，行业逐步回归理性。随着供给侧改革的推进，落后产能将逐渐出清。2020 年有超过五十家企业破产；资金链断裂，产能落后，是大部分被淘汰出局的轮胎企业面临的主要问题。2021 年，小企业破产潮仍在继续，随着国内产业环保趋严，行业开始重视清洁生产，将加速淘汰行业内不达标的中小企业。

表 5：2021 年国内部分倒闭轮胎橡胶企业

公司名称	主要经营范围	破产公布日期	成立日期
杭州海龙橡胶制品有限公司	批发、零售橡胶制品	1 月 4 日	2002 年
贺兰九天源橡胶有限公司	批发、零售橡胶制品	1 月 7 日	2009 年
昆明三叶轮胎制造有限责任公司	轮胎制造销售	1 月 13 日	1991 年
浙江天箭橡胶有限公司	橡塑制品、纺织品制造	1 月 15 日	2011 年
天津市陆港石油橡胶有限公司	橡胶制造、销售	1 月 25 日	2008 年
大连第四橡胶塑料机械厂	橡胶、塑料机械制造维修	1 月 26 日	1994 年
重庆威星橡胶工业有限公司	生产和销售各类轮胎	2 月 2 日	2001 年
金平金阳橡胶有限责任公司	橡胶收购、加工、销售	2 月 2 日	2003 年
佛山市华佳通轮胎有限公司	汽车配件及轮胎销售	2 月 5 日	2006 年
临海市禾丰橡胶有限公司	橡胶制品及配件制造	2 月 9 日	2013 年
瑞安市正泰橡胶有限公司	内胎生产销售	2 月 26 日	2002 年
肥城市新陶橡胶有限公司	生产、销售自行车轮胎等	3 月 5 日	2013 年
山东新轮轮胎有限公司	生产力车外胎,电动车胎	3 月 5 日	2004 年
台州广通凯越轮胎有限公司	轮胎批发、零售	3 月 17 日	2011 年

资料来源：观研报告网、国信证券经济研究所整理

头部企业加速扩产，行业集中度快速提升。据中国轮胎橡胶工业协会统计，2020 年其 42 家会员单位的轮胎产量，占中国轮胎产量的 77% 左右。其中，前十名的轮胎产量，约占全国的 53%；前十名的利润，约占 42 家企业的 97.29%。中国纳入统计部门监测的轮胎工厂，从过去的 500 多家，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。近年来，包括赛轮在内的头部企业加大了产能扩张的步伐，未来几年，中国领军轮胎企业有望快速抢占国际轮胎品牌的中高端份额，全球排名也将进一步提升。

表 6：国内头部轮胎企业扩产提速

企业名称	扩产计划
赛轮轮胎	(1)2020 年，公司投资沈阳年产 300 万套全钢子午线胎项目；
	(2)2021 年，公司投资越南年产 300 万条半钢子午线轮胎、100 万条全钢子午线轮胎及 5 万吨非公路轮胎项目；
	(3)2021 年，公司投资年产 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项目；
	(4)2021 年，公司投资柬埔寨年产 900 万条半钢子午线轮胎项目。
玲珑轮胎	(1)2020 年，公司投资长春年产 1,400 万条高性能子午线轮胎和 20 万条翻新轮胎项目； (2)2021 年 6 月，玲珑轮胎发布公告计划在陕西建设第六个生产基地，年产 1200 万套半钢子午线轮胎、300 万套全钢子午线轮胎、10 万套航空胎(含 6 万套翻新胎)、10 万套特种胎、50 万套翻新汽车胎和 100 万条内胎及垫带。
森麒麟	2020 年，公司投资泰国年产 600 万条半钢子午线轮胎及 200 万条全钢子午线轮胎项目。
中策橡胶	2019 年，公司投资春秋厂区年产 670 万条全钢轮胎项目。
通用股份	2021 年，公司拟在安徽省安庆市投资 30.62 亿元建设 1020 万条高性能子午线轮胎项目,项目内容包括 120 万条全钢子午胎和 900 万条半钢子午胎。
山东昊华	(1)2020 年，公司投资山东年产 300 万条全钢胎项目； (2)2020 年,公司投资斯里兰卡 2000 万条子午线轮胎项目。

资料来源：智研咨询、轮胎商业、公司公告、国信证券经济研究所整理

政策加持，行业整顿提速。世界轮胎看中国，中国轮胎看山东，山东作为我国轮胎制造大省，代表着中国轮胎行业的发展方向。2019 年全球 75 强排行榜，山东轮胎企业占了 18 家，2019 年山东轮胎累计出口额占全国的 60.27%，轮胎产量占全国总产量的 50% 以上，其中全钢胎占比超过 5 成，半钢胎占比超过 4 成。可以说一个山东几乎就撑起了中国轮胎的大半壁江山。但山东轮胎行业混乱不堪，中小企业举债生存、产能过剩且产品同质化严重。对于山东轮胎的状态，只能用多、小、散来形容。年产量在 50 万条以下的小轮胎厂，约占该地区轮胎企业总数的 70%。2021 年，东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组印发了《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022 年）》，对轮胎行业提出

了新的行业标准，不达标的企业将被淘汰，其中涉及全钢胎产能共计 556 万条/年，半钢胎产能共计 2561 万条/年。

表 7: 山东省轮胎行业标准

标准类型	具体要求
环保标准	《挥发性有机物排放标准第 6 部分有机化工行业》，《区域性大气污染物综合排放标准》，《流域水污染物综合排放标准》
安全标准	《轻工行业（包括橡胶行业在内）较大危险因素辨识与防范指导手册》（安监总管四[2016] 31 号）
技术标准	50 万条/年及以下斜交轮胎生产线、以天然棉帘子布为骨架的轮胎生产线（国家标准），年产能 120 万条以下的普通全钢子午胎企业、年产能 500 万条以下的普通半钢子午胎企业（省定标准）
能耗标准	《轮胎单位产品能耗限额》（DB37/756-2018）

资料来源：山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组、国信证券经济研究所整理

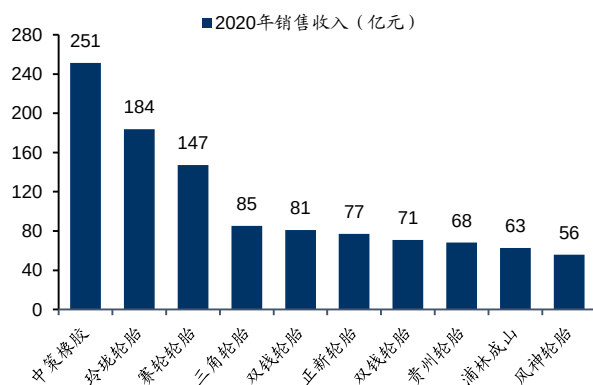
表 8: 山东 18 家轮胎落后产能淘汰企业名单

公司名称	轮胎类型	产能（万条/年）
山东君诚橡胶科技有限公司	全钢胎	30
通伊欧轮胎（诸城）有限公司		48
山东金斯坦轮胎有限公司		60
山东凯通轮胎制造有限公司		61
山东途乐橡胶有限公司		70
山东银宝轮胎集团有限公司		80
山东元丰橡胶科技有限公司		100
潍坊市跃龙橡胶有限公司		107
合计		556
山东固可力轮胎有限公司	半钢胎	46
山东红光橡胶科技有限公司		60
诸城市沪泰橡胶制品有限公司		100
山东奥诺轮胎有限公司		120
远新轮胎有限公司		300
青岛福轮科技有限公司		300
山东皓丰轮胎工业有限公司		375
山东吉路尔轮胎有限公司		400
滕州赛阳橡胶工业有限公司		410
山田橡胶科技有限公司		450
合计		2561

资料来源：再生橡胶信息网、国信证券经济研究所整理

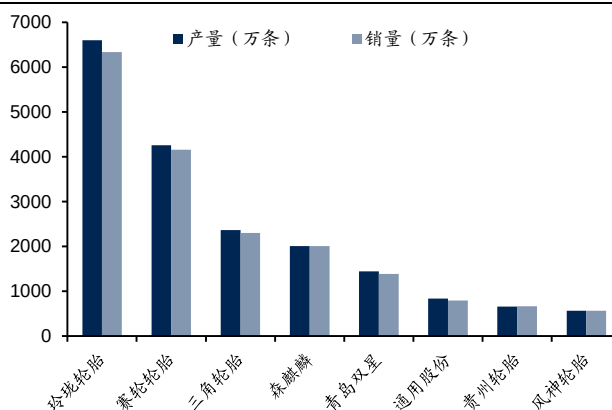
中国市场赛轮位居前列。根据《中国橡胶》杂志社发布的 2021 年度中国轮胎企业排行榜，中策、玲珑、赛轮稳居前三，赛轮连续 4 年位居前三名。在 2020 年国内上市轮胎企业中，玲珑轮胎产销量分别达到 6597.0 万和 6332.5 万，轮胎销售额达到 183.8 亿元，排行第一。赛轮轮胎企业轮胎产销 4155、4260.3 万条，轮胎销售额 147.1 亿元，位列上市轮胎企业第二位。2021 上半年在原材料价格上涨叠加海运受限的情况下，公司业绩依然保持正增长，2021Q2 单季度公司归母净利润已经超过玲珑轮胎，位居轮胎行业上市公司首位。

图 28: 2021 年度中国轮胎企业排行榜



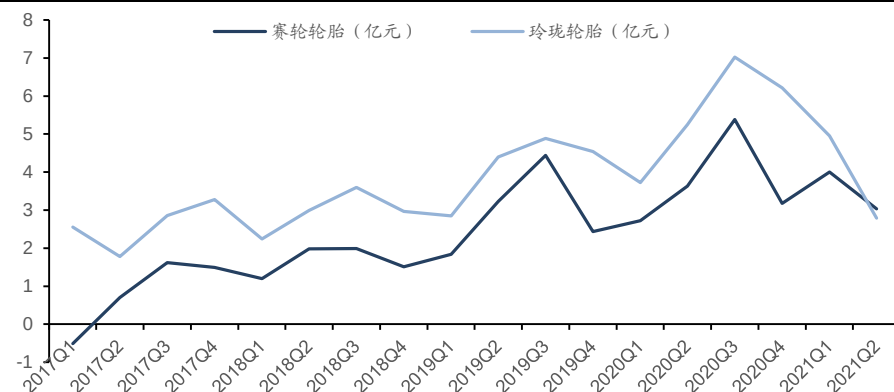
资料来源:《中国橡胶》、国信证券经济研究所整理

图 29: 2020 年国内上市企业轮胎产销情况 (万条)



资料来源: 智研咨询、国信证券经济研究所整理

图 30: 公司与玲珑轮胎单季度归母净利润对比 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国际贸易摩擦不断, 倒逼中国企业全球化布局

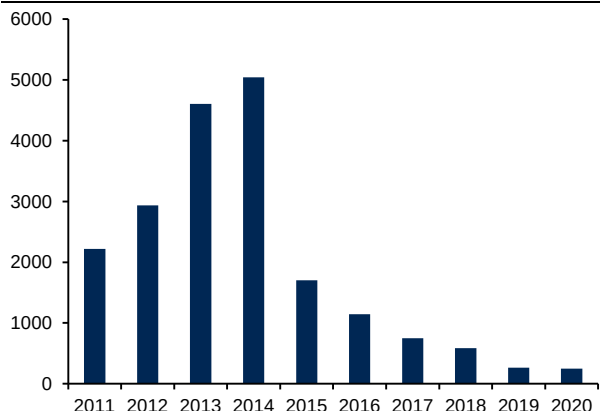
轮胎行业贸易摩擦不断, 中国企业海外建厂规避

美国是世界上最大的轮胎市场之一, 也是高度依赖轮胎进口的大国, 2020 年美国仅替换胎市场销售额达 400 亿美元, 美国市场历来是各大轮胎厂商的必争之地。但随着中国制造业的逐渐崛起, 中国也成了世界各国贸易保护主义针对的对象, 各种围绕中国产品的贸易保护主义事件频频发生, 中国轮胎更是重灾区。2009 年, 美国以“保护就业”为由对中国轿车胎和轻卡轮胎实施“双反”。就此开始, 美国频繁对中国轮胎实施贸易保护政策。2009-2021 年, 短短十二年间, 美国针对中国轮胎进口的“双反”调查近十起, 除了中国 OTR 轮胎“双反”税令被撤销外, 其他调查几乎都申诉无效。美国以外, 印度、巴西、白俄罗斯等国家也对中国轮胎接连不断地实施“双反”。

2015 年美国正式开始对进口自中国的乘用车轮胎进行双反征税, 此后中国轮胎对美国出口量出现暴跌, 2020 年, 美国进口的乘用车轮胎, 中国轮胎的占比仅有 1.2%, 数量大约为 248 万条, 和 2014 年相比下跌近 95%。2019 年美国开始对进口自中国的卡客车轮胎进行双反征税, 中国出口到美国的卡客车轮胎数量开始出现暴跌, 2020 年跌入谷底, 数量大概为 138 万条。

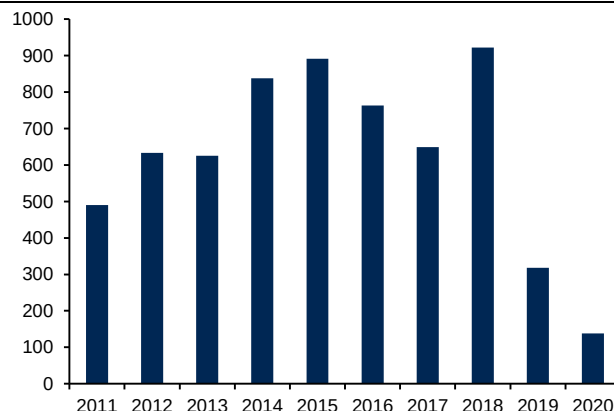
五年期满，针对中国轮胎的双反调查继续。2020 年 11 月 3 日，美国商务部决定对进口自中国的乘用车轮胎征收 5 年双反关税之后，继续征收高达 87.99% 的反倾销税。该决定是美国商务部对原 2015 年订单进行了复审后做出。可以预见，中国轮胎直接出口美国依然困难重重。此外，2015 年 11 月 24 日欧亚经济委员会官方发布对中国载重汽车轮胎反倾销终裁公告，决定对进口自中国的载重汽车轮胎产品征收 14.79%-35.35% 的反倾销税，为期 5 年。据报道，欧亚经济执委会决定对原产自中国的载重轮胎反倾销措施延长至 2026 年 8 月。

图 31: 中国出口美国乘用车轮胎 (万条)



资料来源: 轮胎商业网、国信证券经济研究所整理

图 32: 中国出口美国卡客车轮胎 (万条)



资料来源: 轮胎商业网、国信证券经济研究所整理

国内头部企业选择在海外建设工厂规避贸易摩擦。近年来受国外贸易摩擦和市场技术性贸易措施影响，中国轮胎出口欧美市场份额呈下滑趋势，中国轮胎企业通过寻求海外建厂方式减缓贸易压力，同时也根据企业发展需要进行国际化战略布局。目前有十多家轮胎企业在海外布局产能，大多选择在东南亚地区建厂。东南亚拥有全球 70% 以上的天然橡胶，橡胶供应充足而且运输成本低，价格相对稳定，对我国轮胎企业形成了巨大的吸引力。其次的选择是欧美以及“一带一路”沿线国家，如塞尔维亚、巴基斯坦及非洲阿尔及利亚等国家。

赛轮轮胎是我国第一个在国外建厂的轮胎企业，海外工厂进入红利收获期。赛轮轮胎越南工厂早在 2013 年就建成投产，2017 年底其半钢胎产能已达 1000 万条，同时 120 万条全钢胎于 2018 年正式达产并贡献利润，2019 年又有 3.6 万吨年非公路轮胎达产。2020 年赛轮越南子公司贡献净利润 13.6 亿元，占公司整体净利润的 89.4%，而 2020 年公司越南工厂产能共计 1380 万条/年（另外还有非公路胎 3.6 万吨/年），占公司整体产能仅为 28%，越南工厂盈利能力十分出众。除赛轮外，玲珑轮胎、森麒麟等企业在海外的工厂均有较高盈利水平的表现。

表 9: 主要海外建厂的轮胎企业产能情况

公司	主要厂区或项目	已达产能 (万条/年)	规划产能 (万条/年)	在建产能 (万条/年)
赛轮轮胎	越南半钢胎	1300	1600	300
	越南全钢胎	160	260	100
	越南非公路轮胎 (万吨/年)	3.6	10	6.4
	越南 ACTR 全钢胎 (合资)	240	265	25
玲珑轮胎	柬埔寨半钢胎	-	900	900
	泰国半钢胎	1500	-	-
	泰国全钢胎	220	-	-
	塞尔维亚半钢胎	-	-	1200

	塞尔维亚全钢胎	-	-	160
森麒麟	泰国半钢胎	1200	1800	600
	泰国全钢胎	-	200	200
中策轮胎	泰国半钢胎	850	-	-
	泰国半钢胎	210	-	-
通用橡胶	泰国半钢胎	-	300	300
	泰国全钢胎	-	50	50

资料来源：各公司公告、中国轮胎商务网、国信证券经济研究所整理

中国企业通过在海外工厂将轮胎出口至美国。从美国公布的进口轮胎数据看，进口自泰国和越南的正在不断增长，而这两个国家是中国轮胎企业海外工厂的主要建设地。2020 年美国从越南、泰国进口的乘用车胎分别为 4270 万条、1310 万条，同比-5.1%、+8.3%。在同等质量下，价格的诱惑力依旧最大，因此美国本土较高价格的轮胎正在被进口轮胎吞食。在美国轮胎电商 Simple Tire 上可以发现，来自亚洲的乘用车轮胎正在被越来越多的美国车主选择。

表 10：2019-2020 年美国乘用车轮胎进口量（万条）

进口国家/地区	2020 年	2019 年	同比/%
泰国	4270	4500	-5.1
韩国	1550	1930	-19.2
墨西哥	1520	1590	-4.4
印度尼西亚	1320	1450	-8.9
越南	1310	1210	8.2
加拿大	1220	1590	-23.2
中国台湾	960	910	5.4
日本	820	1070	-23.3
智利	410	600	-31.6
中国大陆	280	330	-15.1

资料来源：《2020 年北美轮胎市场概况》、国信证券经济研究所整理

美国“双反”终裁落地，赛轮受影响最小

美国启动对韩国、泰国、越南及中国台湾的双反调查。2020 年 5 月 13 日，美国钢铁工人联合会(USW)提出对韩国、泰国、越南及中国台湾地区轮胎企业的反倾销和反补贴调查申请。2020 年 12 月 30 日，美国商务部公布针对进口自上述地区半钢胎的反倾销初裁税率结果：泰国反倾销初裁税率为 13.25%-22.21%，越南为 0%-22.30%，韩国为 14.24%-38.07%，中国台湾为 52.42%-98.44%。此外美国商务部在 2020 年 11 月 4 日公布了针对进口自越南半钢胎的反补贴初裁税率为 6.23%-10.08%。

双反终裁落地，赛轮受影响最小。美国商务部于 2021 年 5 月 25 日公布对来自韩国、泰国、越南及中国台湾地区的乘用车和轻卡车轮胎产品作出反倾销和反补贴税终裁。对于韩国乘用车轮胎反倾销税分别为 27.05%、14.72%和 21.74%；对于来自泰国的乘用车轮胎税则分别为 21.09%、14.62%和 17.08%；而对于来自中国台湾的乘用车轮胎则是分别征收 20.04%、101.84%，84.75%的反倾销税；越南地区部分乘用车轮胎反倾销税率为 22.27%，此外越南的轮胎制造商还有 6.23%至 7.89%的反补贴税；其中，赛轮轮胎反补贴税率与初裁结果一致，反补贴税率为 6.23%，反倾销税率为 0，为受影响最小的头部企业。公司有望凭借税率优势巩固其市场地位。

表 11：美国对韩国、台湾、泰国和越南轮胎企业反倾销和反补贴税调查终裁结果

国家	生产商	反倾销税率	反补贴税率
韩国	韩泰	27.05%	-

	耐克森	14.72%	-
	其他企业	21.74%	-
台湾	正新橡胶	20.04%	-
	南港橡胶	101.84%	-
	其他企业	84.75%	-
泰国	玲珑轮胎	21.09%	-
	住友橡胶	14.62%	-
	其他企业	17.08%	-
越南	普利司通、建大工业、横滨橡胶	0%	6.46%
	锦湖轮胎	0%	7.89%
	赛轮轮胎	0%	6.23%
	其他企业	22.27%	6.46%

资料来源：U.S. Department of Commerce、国信证券经济研究所整理

产能扩张提速，发展有望再上新台阶

产能加速扩张，全球化布局加快

预计公司 21 年半钢胎产能约 5000 万条、全钢胎产能约 1100 万条、非公路胎产能约 11 万吨。未来公司在全钢胎和半钢胎领域具有大量的扩张计划，主要包括：赛轮东营年产 1500 万条大轮辋高性能子午线轮胎项目、沈阳年产 300 万套高性能智能化全钢载重子午线轮胎项目、潍坊年产 600 万套半钢子午线轮胎及年产 120 万套全钢子午线轮胎项目、越南三期项目、柬埔寨年产 900 万套半钢子午线轮胎项目，这些项目预计从 2021 年开始逐步建成达产贡献业绩。

表 12：主要海外建厂的轮胎企业产能情况

轮胎类型	生产基地	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
半钢子午胎 (万条/年)	青岛	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
	东营	2000	2000	2000	2000	2500	2700	2700
	越南	1000	1000	1000	1000	1300	1400	1600
	潍坊	-	-	-	-	200	600	600
	柬埔寨	-	-	-	-	-	300	900
	合计	4000	4000	4000	4000	5000	6000	6800
全钢子午胎 (万条/年)	青岛	260	260	260	260	300	350	350
	沈阳	180	180	190	200	350	500	500
	越南	80	120	140	140	160	200	260
	ACTR 合资	-	-	-	240	240	265	265
	潍坊	-	-	-	-	50	120	120
	合计	520	560	590	740	1100	1435	1495
非公路胎 (万吨/年)	青岛	6.8	2.9	3.5	4	6	6	6
	越南	5	3.5	3.5	5	5	7	10
	合计	11.8	6.4	7	9	11	13	16

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（注：2017 年非公路胎单位为万条/年）

公司自设立以来，公司一直重视国际化运营，不断健全和完善全球化营销体系和网络，目前已形成了以北美、亚洲、欧洲等地的销售公司和服务中心为重点，其他地区的销售代表处为辅助的覆盖全球的营销网络，产品已出口至海外 180 多个国家和地区。在生产基地布局方面，公司在国内的青岛、东营、沈阳、潍坊建有规模化的生产基地。在国外，作为中国轮胎行业中首家在海外设立生产工厂的轮胎企业，公司投资建设的越南工厂近几年得到了快速发展，其全钢胎、半钢胎及非公路轮胎的产能不断提升，已成为公司应对国际贸易壁垒的重要手

段。

图 33: 公司的全球化布局



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

聚焦品牌建设, 打造国际影响力

公司持续聚焦品牌建设, 扩大品牌影响。公司通过持续赞助国外体育赛事、汽车赛事、参与社会公益等方式, 不断扩大品牌在全球范围内的知名度。公司除了已经是西甲瓦伦西亚足球俱乐部的全球官方合作伙伴外, 2020 年还牵手英超西汉姆联足球俱乐部, 成为其 2020-2022 年全球官方合作伙伴。2020 年赛轮飘移车队参加日本 D1GP、俄罗斯 RDS 及中国 CDB、CDC、天马论驾、SMA 等多项汽车赛事, 包揽 RDS 单走和追走冠军, 并夺取 RDS 年度总冠军, 获得 CDB、CDC、SMA 年度冠军, 2021 年 6 月 12 日, 赛轮轮胎飘移车队 Damir Idiyatulin 在 IDC(飘移世界杯)单走比赛中夺得冠军, 这是中国轮胎品牌在飘移赛事乃至世界级汽车赛事中取得的最好成绩, 也是 FIA IDC 转战欧洲赛场后诞生的首位飘移世界冠军, 有效提升了公司品牌在国内外的知名度。同时, 公司还参加爱卡汽车举办的 X-MEETING 车迷大会及三一重工举办的第二届卡车音乐节, 还参加“第 17 届中国国际轮胎暨车轮(青岛)展览会”, 使得更多消费者了解了公司品牌及产品。

图 34: 公司旗下子品牌



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

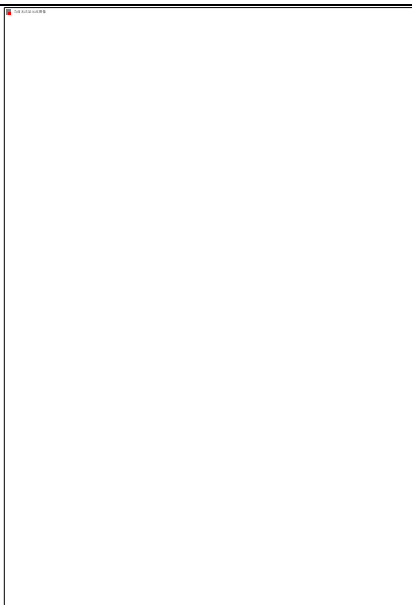
图 35: 公司持续聚焦品牌建设



资料来源: 中国轮胎商务网, 国信证券经济研究所整理

坚定不移走国际化品牌发展道路, 品牌价值不断攀升。2021 年, 赛轮轮胎继 2019 年上榜“亚洲品牌 500 强”榜单之后, 又一次实现品牌价值的弯道超车, 位列榜单第 335 位, 这是赛轮轮胎连续第三年入选该榜单, 品牌价值实现稳步攀升。此外, 自 2017 年以 218.82 亿元品牌价值位列“中国 500 最具价值品牌”榜单 185 位之后, 赛轮轮胎连续多年入榜, 正逐步迈进世界级品牌阵营。2021 年, 赛轮轮胎以 587.56 亿元品牌价值位列“中国 500 最具价值品牌”第 121 位, 品牌价值同比增加 78.84 亿, 排名上升 3 位, 品牌价值与排名再创新高。公司还成功入选青岛市工业和信息化局等联合确定的 2020 年新一代“青岛金花”培育企业名单; 荣登青岛民营企业百强榜第八位, 并蝉联民营制造业榜首。

图 36: 2021 年公司位列亚洲品牌 500 强第 335 位



资料来源: 轮胎商业网、国信证券经济研究所整理

图 37: 2021 年公司位列中国 500 最具价值品牌第 121 名



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

持续推进智能化制造, 率先推出“橡链云”平台

公司近年来特别注重工业互联网建设，探索 5G、人工智能、大数据、云计算等新一代信息技术在轮胎行业的应用，不断提升产品制造过程的智能化水平。经过 20 多年的积累沉淀和迭代研发，针对传统轮胎行业存在的制造工艺复杂、上下游资源信息缺乏互通、数字化转型困难、迭代创新门槛高等痛点，公司作为国内轮胎行业唯一一家“工业互联网试点示范企业”，联合橡胶行业智能制造领军企业软控股份，以及青岛科技大学、中国电信、阿里达摩院等合作伙伴，共同打造了“橡链云”工业互联网平台，并于 2020 年 6 月正式对外发布。

图 38：“橡链云”平台简要示意图



资料来源：中国日报中文网，国信证券经济研究所整理

图 39：“橡链云”合作单位



资料来源：橡链云官网，国信证券经济研究所整理

“橡链云”是目前橡胶行业里场景覆盖最全、应用最深的一个工业互联网平台，产业链的各种场景应用功能已经比较健全，而且都具备规模性复制和推广条件。目前，在全球有超过 3000 多家供应商、200 多家渠道商和 5 万多家门店已经接入“橡链云”平台。

在有 5G 技术支持的“橡链云”平台的工作下，一条轮胎从前期数据采集、传输再到生产线上，只需要 38 秒。过去研发一款新产品至少要用半年时间来测试上万条轮胎，现在首条新品下线就能达到标准要求。可以预见，随着 5G 技术的变革发展，赛轮将会不断实现高质量的数字化转型。利用得天独厚的工业基础，依托 5G 技术及“橡链云”平台，赛轮将努力打造出优质、成熟、简单、易用的“世界语言”，在工业互联网时代，势必拥有无限可能。

碳中和升温，赛轮抢先布局“液体黄金”胎

为响应“碳中和”，推动行业绿色低碳发展，国内多家龙头轮胎企业已经行动起来为中国轮胎行业做出了表率。其中赛轮为较早布局的企业之一，公司早在 2009 年就建成了废旧轮胎翻新再生利用示范项目，每年约可处理废轮胎 25 万条，翻新旧载重轮胎 15 万条、旧工程胎 1 万条，充分实现了废旧资源的二次有效利用。与此同时，公司着眼橡胶制造领域，调动自身资源积极投身科研，合理运用化

学炼胶技术，简化了橡胶的制造工艺，使混炼耗能进一步降低；公司还坚持在生产每个流程都实现最大程度的绿色低碳可持续，通过低温等离子法、光氧催化法、生物法等除臭技术对橡胶异味进行治理、处理污染物的同时做到无二次污染。

对于轮胎而言，在实现碳中和的过程中面临着更大的挑战，想要如愿“脱碳”，必然需要向更加绿色与环保的方向发展。在这方面，赛轮开发出综合性能优异的新一代轮胎产品——液体黄金轮胎。与普通轮胎相比，赛轮液体黄金轮胎通过降低自身滚动阻力大幅减少汽车在行驶过程中的燃油消耗，同时提升轮胎耐磨性能，合理延长轮胎使用寿命。实验数据显示，一辆使用液体黄金轮胎的载重卡车，按 22 条轮胎计，行驶 40 万公里，对比市场常用的普通轮胎（滚阻 D 级），可节油约 2.46 万升，二氧化碳排放减少约 65.48 吨。

图 40：“液体黄金”打破魔鬼三角定律，进一步减少能耗

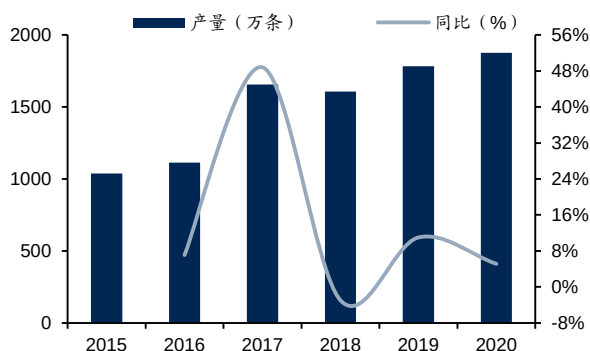


资料来源：怡维怡橡胶研究院官网，国信证券经济研究所整理

非公路胎市场空间广阔，公司将迎来快速放量

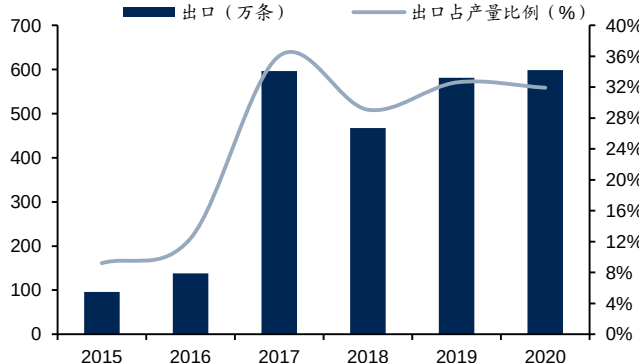
根据轮胎商业网，2018 年全球非公路胎（OFF-THE-ROAD tires, OTR）市场规模约为 250 亿美元，预计到 2022 年将超过 300 亿美元，年复合增长率在 4.5% 以上。2020 年我国 OTR 产量为 1874.82 万条，同期进口数量为 7.10 万条，出口数量为 598.55 万条，表观消费量为 1283.37 万条。近年来随着国内 OTR 轮胎制造业研发生产能力的提升、海外营销力度的加强，出口市场成为我国 OTR 轮胎制造业重要的销售通路之一。2015 年我国 OTR 轮胎出口数量占国内产量的 9.21%，2019 年 OTR 轮胎出口占产量比重增长至 31.93%。

图 41：我国 OTR 轮胎产量及增速



资料来源：产业信息网、国信证券经济研究所整理

图 42：我国 OTR 轮胎出口及占产量比重走势图



资料来源：产业信息网、国信证券经济研究所整理

公司非公路胎领域产品线定位为五个系列：矿用胎系列、建筑胎系列、农用胎系列、林业胎系列以及物料搬运胎系列。公司旗下的特种胎品牌 MAXAM 致力于研发生产满足市场多样化需求的特种胎产品，为终端用户提供个性化的特种胎解决方案。公司全球研发团队以及国家橡胶与轮胎工程技术研究中心为各产品线的创新升级提供了强有力的技术支撑。公司已与国内外多家矿业集团客户达成合作，矿山类型涵盖铁矿、煤矿、金矿等，目前已实现为全球多家设备生产厂商提供配套，产品范围涵盖大型矿用自卸车、建筑工程机械、农机具、林业机械以及物料搬运设备，成为全球最大特种设备生产商卡特彼勒，以及大型建筑和工程机械制造商徐工集团、三一重工、北重集团、DOOSAN、JOSKIN 等全球多家设备生产厂商提供配套。

图 43：公司子品牌迈驰轮胎参加国际矿业展览会暨矿山机械展



资料来源：轮胎商业、国信证券经济研究所整理

图 44：公司战略合作伙伴



资料来源：轮胎商业、国信证券经济研究所整理

MAXAM 现在在全世界范围内拥有非常完整的产品线，从实心叉车轮胎到现在最大的 59/80 R63 矿用轮胎，从各类井下矿山轮胎、农业子午线轮胎到港口机械轮胎等等，产品的质量在全世界来说名列前茅。目前，海螺水泥的矿山机械大都使用 MAXAM 的全线产品，并且在中煤集团、神华集团使用的中国轮胎产品中占据主要地位。和神华集团合作的 59/80 R63 作为国家“卡脖子”工程的项目之一，承载着我国矿山机械发展和矿山开采的重要使命。

经过十多年来的不断研究与创新，公司的特种胎产品刚性自卸车轮胎以其超高的 TKPH (Ton kilometer per hour, 每小时吨公里) 战胜任何苛刻的使用环境，超高 TKPH 值击败了世界领先的海外品牌，为中国产品精神赢得了全球掌声，从而收获了全球的原配和集团客户的一致认同。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

假设 1：公司半钢胎产品产能增长按照我们的预期 21-23 年分别达到 5000/6000/6800 万条，产品毛利率在 21 年有所下降，此后逐年提升。

假设 2：公司全钢胎产品产能增长按照我们的预期 21-23 年分别达到 1100/1435/1495 万条，产品毛利率在 21 年有所下降，此后逐年提升。

假设 3：公司其他板块业务维持稳定。

基于以上假设：我们预测公司 2021-2023 年分业务板块收入、成本及毛利如下表：

表 13: 公司业务板块分拆预测 (亿元)

	2020	2021E	2022E	2023E
收入	154	180	218	263
半钢子午胎	70	79	98	121
全钢子午胎	57	70	93	107
非公路胎	13	17	21	28
其他	7	7	7	7
成本	112	141	168	198
半钢子午胎	49	61	71	87
全钢子午胎	41	54	70	81
非公路胎	9	12	13	17
其他	6	6	6	6
毛利	42	39	50	65
半钢子午胎	20	18	26	35
全钢子午胎	16	16	22	26
非公路胎	4	5	8	11
其他	1	1	1	1
毛利率	27%	22%	23%	25%
半钢子午胎	29%	23%	27%	29%
全钢子午胎	28%	22%	24%	24%
非公路胎	34%	30%	37%	39%
其他	10%	8%	8%	8%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

按上述假设条件,我们预测公司 2021-2023 年收入达到 180.35、217.73、263.04 亿元, 归属母公司净利润 15.01/20.60/29.88 亿元, 利润年增速分别为 1%/37%/45%。每股收益分别为 0.49/0.67/0.98 元/股。

表 14: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	15405	18035	21773	26304
营业成本	11214	14103	16777	19800
销售费用	796	776	980	1184
管理费用	790	1195	1438	1732
财务费用	336	269	259	236
营业利润	1754	1650	2263	3283
利润总额	1721	1650	2263	3283
归属于母公司净利润	1491	1501	2060	2988
EPS	0.55	0.49	0.67	0.98
ROE	18%	16%	19%	23%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

业绩敏感性测算

影响公司业绩的重要因素主要是轮胎的销量与价格,我们倾向采用乐观、中性、悲观下的不同情景来测算公司对于价格的业绩敏感性。

表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021E	2022E	2023E
乐观预测				
营业收入(百万元)	15,405	18,299	22,470	27,614
(+/-%)	1.8%	18.8%	22.8%	22.9%
净利润(百万元)	1491	3063	4049	5512
(+/-%)	24.8%	105.4%	32.2%	36.1%

摊薄 EPS	0.55	1.00	1.32	1.80
中性预测				
营业收入(百万元)	15,405	18,035	21,773	26,304
(+/-%)	1.8%	17.1%	20.7%	20.8%
净利润(百万元)	1491	1501	2060	2988
(+/-%)	24.8%	0.7%	37.2%	45.1%
摊薄 EPS(元)	0.55	0.49	0.67	0.98
悲观预测				
营业收入(百万元)	15,405	17,772	21,087	25,037
(+/-%)	1.8%	15.4%	18.7%	18.7%
净利润(百万元)	1491	14	221	708
(+/-%)	24.8%	-99.1%	1457.4%	220.9%
摊薄 EPS	0.55	0.00	0.07	0.23

资料来源:

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值

我们分别通过 FCFF 绝对估值法对公司进行估值。绝对估值法得到公司合理估值为 22.50 元, 估值区间为 20.03 -25.74 元。

表 16: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	10.5%	1.8%	17.1%	20.7%	20.8%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	5.0%
营业成本/销售收入	74.1%	72.8%	78.2%	77.1%	75.3%	75.3%	75.3%	75.3%	75.3%	75.3%	75.3%	75.3%
管理费用/销售收入	3.7%	4.9%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
销售费用/销售收入	6.7%	5.2%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
营业税及附加/营业收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
所得税税率	9.9%	11.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股利分配比率	33.4%	35.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	60.0%	60.0%	60.0%	75.0%	90.0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表 17: 绝对估值法-FCFF

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
EBIT	1,908.3	2,512.9	3,509.2	3,791.7	4,096.9	4,426.4	4,782.3	5,166.7	5,581.9	5,862.1	
所得税税率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	1,717.5	2,261.6	3,158.3	3,412.5	3,687.2	3,983.8	4,304.1	4,650.1	5,023.7	5,275.9	
折旧与摊销	851.8	998.2	1,124.7	1,210.9	1,246.2	1,260.8	1,267.9	1,271.8	1,274.7	1,277.2	
营运资金的净变动	1,025.9	421.1	425.7	282.5	305.5	327.2	348.0	370.2	393.7	290.9	
资本性投资	(2,050.0)	(2,050.0)	(2,050.0)	(350.0)	(150.0)	(150.0)	(112.0)	(112.0)	(112.0)	(112.0)	
FCFF	1,545.2	1,630.9	2,658.7	4,555.9	5,088.8	5,421.7	5,808.0	6,180.0	6,580.1	6,732.0	94,337.3
PV(FCFF)	1,414.0	1,365.7	2,037.3	3,194.7	3,265.4	3,183.6	3,120.9	3,038.8	2,960.8	2,771.9	38,843.8
股票价值	60,749.6										
每股价值	22.50										

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表 18: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1	T	10.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.00%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.13
公司股价	14.6	Ke	9.83%
发行在外股数	2699	E/(D+E)	87.51%
股票市值(E)	39412	D/(D+E)	12.49%
债务总额(D)	5623	WACC	9.28%
Kd	6%	永续增长率(10 年后)	2.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表 19: 绝对估值相对折现率和永续增率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.9%	9.1%	9.28%	9.5%	9.7%
永 续 增 长 率 变 化	2.6%	25.74	24.79	23.89	23.05	22.25
	2.4%	25.17	24.26	23.40	22.59	21.83
	2.2%	24.63	23.76	22.94	22.16	21.43
	2.0%	24.13	23.29	22.50	21.76	21.05
	1.8%	23.65	22.85	22.09	21.37	20.69
	1.6%	23.20	22.43	21.70	21.01	20.35
	1.4%	22.78	22.03	21.33	20.66	20.03

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相对估值

公司主要产品为轮胎,从属于汽车零部件,因此我们选择的可比公司除玲珑轮胎、森麒麟两家优质的轮胎企业外,也加入其他优质的汽车零部件企业进行对比。在比较后我们发现,由于公司未来产能增速较快,因此合理估值水平应当高于行业平均水平,给与 2022 年合理的 PE 估值区间为 25-30 倍,对应股价区间为 18.5-22.2 元。

表 20: 可比公司相对估值

股票代码	公司名称	股价 (2021.10.25)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
601966	玲珑轮胎	37.71	1.54	2.14	2.57	24.49	17.62	14.67	3.11	518
002984	森麒麟	33.93	1.38	2.38	3.23	24.59	14.26	10.50	3.61	220
600660	福耀玻璃	50.2	1.54	1.92	2.33	32.60	26.15	21.55	5.25	1,310
600741	华域汽车	27.28	2.1	2.42	2.76	12.99	11.27	9.88	1.61	860
601799	星宇股份	218.05	4.99	6.28	7.67	43.70	34.72	28.43	8.34	623

资料来源: Wind 一致预期, 国信证券经济研究所预测

注: 本表格中涉及的其他上市公司, 仅作为可比公司进行业绩与估值的参考对象, 不作为有关公司投资评级建议

投资建议

我们认为公司未来轮胎产能进入快速释放期, 看好公司产能逐步投放带动公司业绩增长。我们预测公司 2021-2023 归母净利润分别为 15.01/20.60/29.88 亿元, 对应 EPS 分别为 0.49/0.67/0.98 元/股。综合绝对估值与相对估值, 我们判断公司合理股价区间为 20.03-22.2 元。首次覆盖, 给与“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采用的是分步估值法确定公司的合理市值，参考的是合理状态下的行业平均水平，但公司所处的周期行业整理估值随行业景气度变化波动较大，因此我们的估值可能与实际情况存在一定偏差。

盈利预测的风险

1、轮胎行业未来市场竞争有加剧风险，故未来轮胎价格可能存在大幅波动的可能，如果竞争加剧导致轮胎价格下跌，公司业绩将受到一定的损失，造成实际业绩不达预期。

2、近年来公司产能利用率逐年提高，我们预计后续公司产能利用率有望维持向上趋势，同时我们考虑了公司新增产能释放的影响。但公司在建产能众多，新增产能释放存在不确定性，若短期内产能释放节奏较慢，产能利用率有可能与我们的预测有偏差。

3、公司规划建设柬埔寨工厂预计在 2023 年投产，受诸多外在因素的影响，实际项目进度可能存在滞后等情况，如果这种情况出现，将对业绩增长造成一定影响。

4、公司轮胎产品主要原料为天然橡胶、合成橡胶，因此天然橡胶、合成橡胶对轮胎成本的影响在各类原材料中较为突出，若天然橡胶、合成橡胶价格大幅上涨，可能导致公司产品毛利率有所降低。公司生产用其他主要原材料包括炭黑、帘布（线）、橡胶助剂等，近年来价格呈现波动趋势。由于轮胎产品售价调整相对滞后，难以及时覆盖原材料价格上涨对成本的影响，各类原材料价格波动短期内可能对公司的盈利能力构成不利影响。

政策风险

近年来，美国、欧洲等地不断对我国的轮胎产品展开“反倾销、反补贴”调查，对中国轮胎企业的发展产生了较大冲击。美国商务部已公布对来自越南、泰国、台湾地区、韩国乘用车和轻卡车轮胎的反倾销税率终裁结果，赛轮越南公司税率较其他轮胎企业具有明显优势，但若美国未来将公司税率大幅提升或其他主要进口国也设置贸易壁垒，则仍会对公司产品出口产生不利影响。

经营风险

公司境外子公司在建设过程以及建成后生产经营的安全性、购销市场的稳定性以及盈利能力的持续性将在一定程度上受当地政治、经济、法律和人力资源等因素的综合影响，因此，一旦当地出现政局不稳等情况，进而影响公司在海外的生产经营活动，将给公司的经营带来一定程度的风险；此外，境外开展业务和设立机构需要遵守所在国家地区的法律法规，如果业务所在国家地区的法律法规或者产业政策发生变化，将可能给公司境外业务的正常开展和持续增长带来影响。

市场风险

在国家供给侧改革和新旧动能转换等政策影响下，国内不少技术落后的轮胎企业遭到淘汰，国内轮胎企业参与全球市场竞争的能力不断加强。但随着以美国“双反”为代表的国际贸易保护的频发，国内轮胎企业的出口业务受阻明显，而受阻的这部分产能将加剧国内市场的竞争压力，国内轮胎企业对国内市场的争夺将进一步加剧，存在国内市场竞争加剧的风险。

财务风险

公司外销占比较大，海外子公司较多，若汇率波动，将会对公司外销收入、以外币结算的原材料采购成本、外币资产与外币负债等方面造成影响，产生汇兑损益，影响公司净利润。

其他风险

目前轮胎市场仍面临新冠疫情的威胁，具有一定的不确定性，疫情可能对进出口贸易以及公司收益产生影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	4369	5000	6000	7000	营业收入	15405	18035	21773	26304
应收款项	1910	1482	1790	2162	营业成本	11214	14103	16777	19800
存货净额	2656	3177	3782	4476	营业税金及附加	59	54	65	79
其他流动资产	931	902	1089	1315	销售费用	796	776	980	1184
流动资产合计	10306	10999	13099	15391	管理费用	790	1195	1438	1732
固定资产	8126	9269	10275	11160	财务费用	336	269	259	236
无形资产及其他	565	592	620	647	投资收益	(11)	10	10	10
投资性房地产	1469	1469	1469	1469	资产减值及公允价值变动	134	0	0	0
长期股权投资	590	690	790	890	其他收入	(580)	0	0	0
资产总计	21056	23019	26253	29558	营业利润	1754	1650	2263	3283
短期借款及交易性金融负债	4514	4273	4171	3292	营业外净收支	(33)	0	0	0
应付款项	5164	5477	6521	7717	利润总额	1721	1650	2263	3283
其他流动负债	1189	1836	2195	2604	所得税费用	200	165	226	328
流动负债合计	10867	11586	12886	13613	少数股东损益	29		(23)	(33)
长期借款及应付债券	1203	1303	1703	2103	归属于母公司净利润	1491	1501	2060	2988
其他长期负债	176	276	376	476					
长期负债合计	1379	1579	2079	2579	现金流量表 (百万元)				
负债合计	12246	13165	14965	16192		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	348	342	333	320	净利润	1491	1501	2060	2988
股东权益	8462	9513	10955	13046	资产减值准备	(266)	28	18	13
负债和股东权益总计	21056	23019	26253	29558	折旧摊销	694	852	998	1125
					公允价值变动损失	(134)	0	0	0
					财务费用	336	269	259	236
					营运资本变动	382	1026	421	426
					其它	285	(35)	(27)	(26)
					经营活动现金流	2451	3372	3470	4525
					资本开支	(1300)	(2050)	(2050)	(2050)
					其它投资现金流	(178)	0	0	0
					投资活动现金流	(1638)	(2150)	(2150)	(2150)
					权益性融资	1	0	0	0
					负债净变化	(701)	100	100	100
					支付股利、利息	(533)	(450)	(618)	(896)
					其它融资现金流	2211	(242)	(102)	(879)
					融资活动现金流	(256)	(592)	(320)	(1375)
					现金净变动	557	631	1000	1000
					货币资金的期初余额	3812	4369	5000	6000
					货币资金的期末余额	4369	5000	6000	7000
					企业自由现金流	2026	1545	1631	2659
					权益自由现金流	3536	1162	1395	1668

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032