

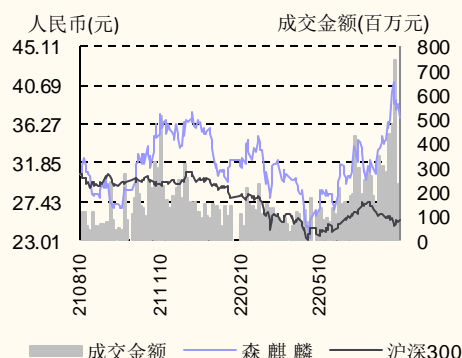
森麒麟 (002984.SZ) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 36.90 元

目标价格 (人民币): 46.96 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.50
已上市流通 A 股(亿股)	2.88
总市值(亿元)	239.73
年内股价最高最低(元)	40.95/23.27
沪深 300 指数	4156
深证成指	12331

**匠心独具，引领轮胎行业的中国“智造”****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,705	5,177	6,998	8,985	10,692
营业收入增长率	2.76%	10.03%	35.17%	28.39%	18.99%
归母净利润(百万元)	981	753	1,090	1,514	1,871
归母净利润增长率	32.38%	-23.17%	44.64%	38.94%	23.59%
摊薄每股收益(元)	1.509	1.160	1.677	2.330	2.880
每股经营性现金流净额	2.59	1.28	2.17	2.94	3.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.67%	11.34%	15.18%	17.99%	18.87%
P/E	16.82	30.67	22.00	15.83	12.81
P/B	2.97	3.48	3.34	2.85	2.42

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司为国内轮胎行业龙头，产品结构优化的同时全球化产能布局持续推进：**2021 年底公司青岛和泰国工厂分别拥有 1200、1000 万条半钢胎产能，当年总产量为 2244 万条，同比增长 11.3%，产能利用率提升至 102%。新建的 600 万条半钢胎和 200 万条全钢胎今年已经投产，8 万条航空胎的产能预计明年正式放量，公司产品丰富的同时在下市场的竞争力也将得到提升。
- **产品定位高端，依托智能制造实现“新旧动能转换”，盈利能力遥遥领先：**公司新增 600 万条半钢胎和规划中的西班牙 1200 万条乘用车胎以高性能产品为主，整体盈利能力将继续提升。公司还将智能制造引入生产流程实现降本增效，2021 年公司人均创收和创利分别为 192、28 万，人均创利为国内同业的 2-3 倍；相比同业销售毛利率高出 5%左右，净利率高出 7%以上。
- **产业链边际向好，公司作为海外产能占比最高的轮胎龙头业绩有望持续修复：**需求方面，国内在汽车购置税减免政策的支持下配套市场需求复苏明显，海外在高通胀背景下国产轮胎有望凭借性价比优势提升市占率。成本方面，今年 7 月以来核心原料橡胶价格开始回落，从供需来看后续不具备大涨基础；并且东南亚至欧美海运费 2 季度以来出现大幅回落，目前已经降回了 2021 年年中时的水平。随整体行业开始底部回暖，公司依托海外产能优势业绩修复速度相对会更快。
- **航空胎产业化项目正式开启，为公司业绩增长注入新动力：**历经八年持续攻坚，突破航空轮胎海外技术封锁，成为中国首家生产民用航空轮胎的民营企业。拥有两大产品系列且具备相关生产销售的资质，目前已经向中国商飞正式供货。预计公司航空胎项目 2023-2024 年可贡献 1.2、2.2 亿元收入。

投资建议

- 公司为国内高端智能轮胎龙头企业，未来 2 年随着规模扩张，带动公司业绩增长的确定性较高。我们预测 2022-2024 年公司归母净利润分别为 10.9、15.1、18.7 亿元，对应的 EPS 分别为 1.68、2.33、2.88 元，给予公司 2022 年 28 倍的 PE，对应目标价为 46.96 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格波动、新增产能释放不及预期、国际贸易摩擦、海运费价格波动、汇率波动、大股东质押、股东减持

陈屹

分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

李含钰

联系人
lihanyu@gjzq.com.cn

内容目录

一、国内轮胎后起之秀，盈利能力遥遥领先	5
1.1 产品结构优化，全球化布局持续推进	5
1.2 定位高端+产销渠道完善，竞争优势凸显	7
1.3 依托智能制造实现高效管理，业绩稳步向上	10
二、轮胎行业底部回暖，优质企业有望突围	13
2.1 国内需求复苏，供给格局优化	13
2.2 原料运费均有回落，盈利能力逐渐修复	17
2.3 海外扩张加速，头部企业市占率有望提升	19
三、研发销售双轮驱动，助力公司长期发展	22
3.1 打破海外垄断，实现航空胎产业化	22
3.2 推进品牌建设，配套+替换同步发力	24
四、盈利预测与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 投资建议及估值	27
五、风险提示	28

图表目录

图表 1: 2015-2021 年公司产量情况 (万条)	5
图表 2: 2015-2021 年公司分地区产能 (万条)	5
图表 3: 公司产能规划情况 (万条)	5
图表 4: 2015-2021 年公司不同销售模式收入	6
图表 5: 2015-2021 年公司不同销售模式毛利率	6
图表 6: 2015-2021 年公司分地区销售收入 (亿元)	6
图表 7: 2015-2021 年公司分地区销售毛利率	6
图表 8: 汽车消费结构升级拓宽大尺寸轮胎消费空间	7
图表 9: 2015-2021 年各公司轮胎销量 (万条)	7
图表 10: 2015-2021 年各公司轮胎销量增速	7
图表 11: 各轮胎企业销售收入对比 (亿元)	8
图表 12: 各轮胎企业销售收入同比增速对比	8
图表 13: 公司分产品销量情况 (万条)	8
图表 14: 公司分产品营收结构情况	8
图表 15: 公司分产品售价情况 (元/条)	9
图表 16: 公司分产品毛利率情况	9
图表 17: 2015-2021 年各公司海外销售收入占比	9
图表 18: 2015-2021 年各公司海外销售毛利占比	9
图表 19: 2015-2021 年各公司海外销售毛利率	9
图表 20: 2015-2021 年各公司国内销售毛利率	9

图表 21: 公司智慧工厂示意图.....	10
图表 22: 2021 年各公司轮胎成本分拆情况.....	10
图表 23: 2015-2021 年各公司人工费用率对比.....	10
图表 24: 2015-2021 年各公司人均创收 (万元)	11
图表 25: 2015-2021 年各公司人均创利 (万元)	11
图表 26: 各轮胎企业销售费用率对比.....	11
图表 27: 各轮胎企业管理费用率对比.....	11
图表 28: 各轮胎企业销售毛利率对比.....	12
图表 29: 各轮胎企业销售净利率对比.....	12
图表 30: 各轮胎企业归母净利润对比 (亿元)	12
图表 31: 各轮胎企业归母净利润同比增速对比.....	12
图表 32: 公司股票期权业绩考核目标.....	12
图表 33: 2011-2021 年全球汽车产量 (万辆)	13
图表 34: 全球轮胎配套市场需求随汽车产量同步变化.....	13
图表 35: 我国新能源汽车月度生产情况 (万辆)	13
图表 36: 我国汽车月度生产情况 (万辆)	13
图表 37: 2011-2021 年我国汽车保有量 (亿辆)	14
图表 38: 2011-2021 年我国人均汽车保有量.....	14
图表 39: 各类车型配套轮胎数及替换系数.....	14
图表 40: 全球替换市场增速相对更高.....	15
图表 41: 2021 年各个地区替换市场占比情况.....	15
图表 42: 中国备案的轮胎企业数量 (家)	15
图表 43: 2000-2021 年我国橡胶轮胎外胎产量.....	15
图表 44: 2021 年我国各省市全钢胎产量分布.....	16
图表 45: 2021 年我国各省市半钢胎产量分布.....	16
图表 46: 2021-2022 年山东省轮胎落后产能淘汰清单.....	16
图表 47: 轮胎原材料成本结构占比.....	17
图表 48: 2021 年至今橡胶现货价格情况 (元/吨)	17
图表 49: 我国天然橡胶产销情况 (万吨)	17
图表 50: 全球天然橡胶产量情况 (万吨)	17
图表 51: 主要橡胶产地新种植面积 (千公顷)	18
图表 52: 主要橡胶产地种植面积 (千公顷)	18
图表 53: 中国出口集装箱运价指数.....	18
图表 54: 泰国至欧洲集装箱运价.....	18
图表 55: 泰国至美西集装箱运价.....	19
图表 56: 泰国至美东集装箱运价.....	19
图表 57: 欧美对中国及东南亚双反政策整理.....	19
图表 58: 美国从中国进口乘用车轮胎数量.....	20
图表 59: 美国从东南亚国家进口乘用车轮胎数量.....	20

图表 60: 美国“双反”税率终裁和终裁结果对比	20
图表 61: 轮胎行业在建工程情况 (亿元)	21
图表 62: 轮胎行业固定资产情况 (亿元)	21
图表 63: 全球前十大轮胎企业销售额占比情况	21
图表 64: 我国头部轮胎企业市占率情况	21
图表 65: 我国头部轮胎企业 2021 年底产能和远期规划产能分布	22
图表 66: 我国民用飞机数量预测 (架)	23
图表 67: 2020 年航空轮胎各主要地区预计市场份额	23
图表 68: 全球航空轮胎生产企业情况	23
图表 69: 公司航空轮胎产品布局	24
图表 70: 公司分品牌营收情况 (亿元)	25
图表 71: 公司分品牌毛利率情况	25
图表 72: 公司旗下三大自主品牌	25
图表 73: 公司配套市场客户	25
图表 74: 麒麟云店的功能及作用	26
图表 75: 公司分产品盈利预测和费用假设	27
图表 76: 可比公司估值比较	27

一、国内轮胎后起之秀，盈利能力遥遥领先

1.1 产品结构优化，全球化布局持续推进

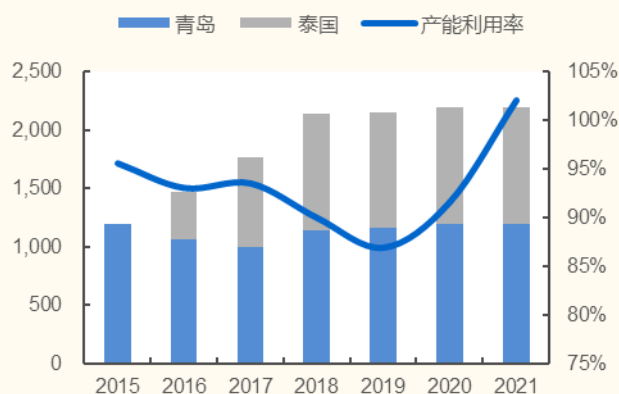
- 公司成立于 2007 年并于 2020 年在深交所上市，当前已经成为行业内领先的轮胎智能制造企业。自成立以来，公司一直专注于绿色、安全、高品质、高性能的半钢子午线轮胎和航空轮胎的研发、生产及销售，经过十多年的发展，公司形成了独特的产品布局和市场定位，通过向智能制造转型实现了产业升级。公司当前已经进入转型后的扩张期，未来业绩有望随产能释放实现高速增长。

图表 1：2015-2021 年公司产量情况（万条）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：2015-2021 年公司分地区产能（万条）



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司拥有青岛和泰国两大生产基地，产品种类逐渐丰富。公司过去一直专注于半钢子午线轮胎的生产销售，截至 2021 年底，青岛和泰国工厂分别拥有 1200、1000 万条半钢胎产能，当年总产量为 2244 万条，同比增长 11.3%，产能利用率提升至 102%。2021 年底的在建项目包括 600 万条半钢胎、200 万条全钢胎和 8 万条航空胎，预计今年将会有产能逐渐释放，随着产品结构的丰富，公司在下游应用市场的综合竞争力也将得到提升。

图表 3：公司产能规划情况（万条）

产品	所属项目	设计产能 (万条)	2021 年底产能 (万条)	预测产能（万条）			备注
				2022E	2023E	2024E	
半钢胎	青岛一期	1200	1200	1550	1550	1550	技改后产能提升，实际产量根据市场情况释放
	泰国一期	1000	1000	1000	1000	1000	已达产
	泰国二期	600	0	300	600	600	建设投产中
	欧洲工厂	1200	0	0	0	500	规划中
	合计产能	4000	2200	2850	3150	3650	
全钢胎	泰国二期	200	0	80	200	200	建设投产中
航空胎	青岛工厂	8	0	0	3	5	预计 23 年开始批量供货
总产能		4208	2200	2930	3353	3855	

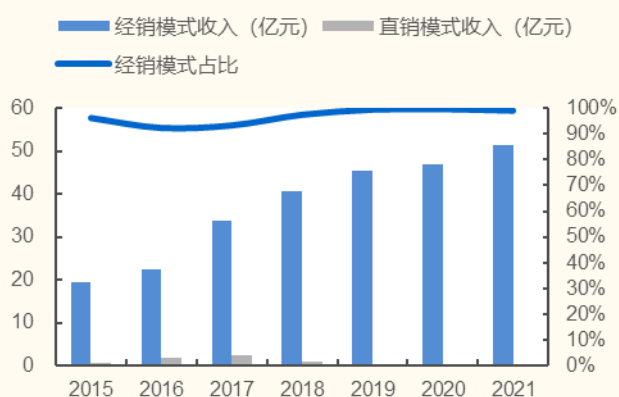
来源：公司公告、国金证券研究所

- 在建产能丰富，全球化战略布局持续推进。针对未来的全球市场，公司制定了“833plus”战略规划，计划用 10 年左右时间在全球布局 8 座数字化智能制造基地（中国 3 座，泰国 2 座，欧洲、非洲、北美各 1 座），同时实现运行 3 座研发中心（中国、欧洲、北美）和 3 座用户体验中心，plus 是指择机并购一家国际知名轮胎企业。目前泰国二期项目正在建设中，包含 600 万条半钢胎和 200 万条全钢胎，同时年产 1200 万条的欧洲工厂也正

在规划中，远期总设计产能为 4208 万条。未来随着公司产能密集投放，预计公司全球市占率持续提升。

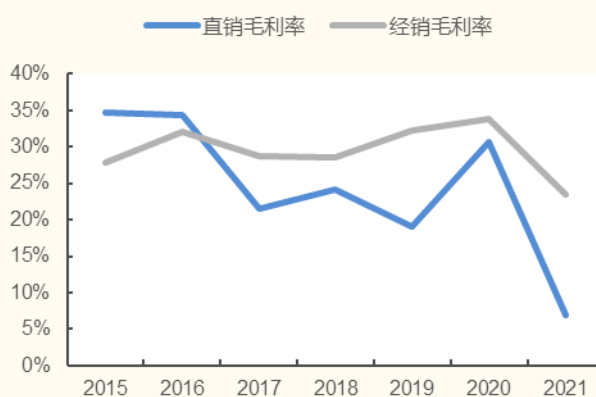
- **目前销售以境外替换市场为主，重点攻坚高端配套市场。**受益于实控人在轮胎贸易业务领域的经验积累，公司拥有完善的境外轮胎替换市场销售体系，因而当前以这一市场为销售核心。公司的替换市场收入占比一直在 90% 以上，2021 年经销模式的收入占比高达 99.1%，其毛利率自 2017 年以来一直高于直销模式。2021 年在原料价格高位、海运费暴涨和需求偏弱的背景下，叠加配套市场客户议价能力较强，直销毛利率出现大幅下滑，但经销毛利率仍然维持在 23.5% 的水平。虽然当前配套市场的收入占比和毛利率均位于低位，但考虑到配套市场长期对替换市场的带动作用，公司将借助海外经营的品牌效应，打通国内销售渠道从而巩固替换市场，面对配套市场将通过打入整车企业供应商体系来稳步推进。公司在配套市场采取攻坚全球中高端主机厂的策略，目前已成为德国大众集团、广州汽车、长城汽车、吉利汽车、北汽汽车、奇瑞汽车等整车厂商的合格供应商。

图表 4：2015-2021 年公司不同销售模式收入



来源：公司公告、国金证券研究所

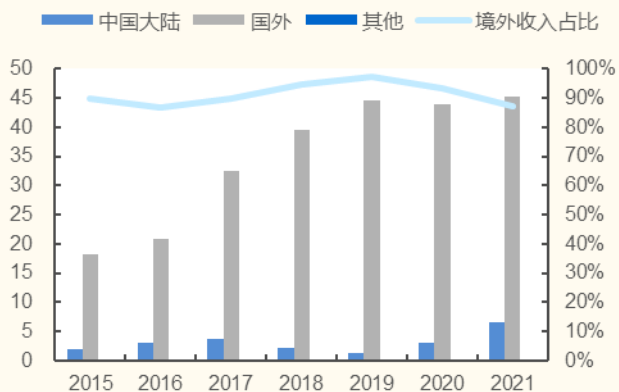
图表 5：2015-2021 年公司不同销售模式毛利率



来源：公司公告、国金证券研究所

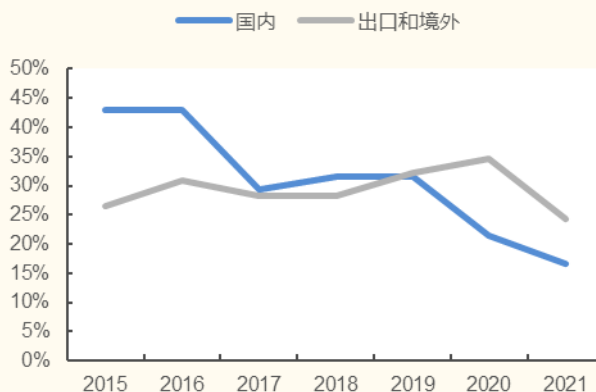
- **从销售市场的地域分布来看，公司主要面向海外市场，随着在建产能投放海外销售贡献将持续提升。**公司泰国工厂主要面向美国市场，青岛工厂产品则主要销往欧洲、南美。2021 年公司境外市场的销售占比高达 87.3%，其中北美为公司的最大市场，自 2017 年以来销售占比一直在 50% 以上，2019 年销售占比为 62%，欧洲地区为公司的第二大市场，2019 年销售占比为 22%。从盈利能力来看，境外市场盈利能力较为稳定，自 2019 年以来毛利率持续高于国内市场。在泰国二期项目投产后，预计欧美市场的业绩贡献将快速增长。

图表 6：2015-2021 年公司分地区销售收入 (亿元)



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：2015-2021 年公司分地区销售毛利率

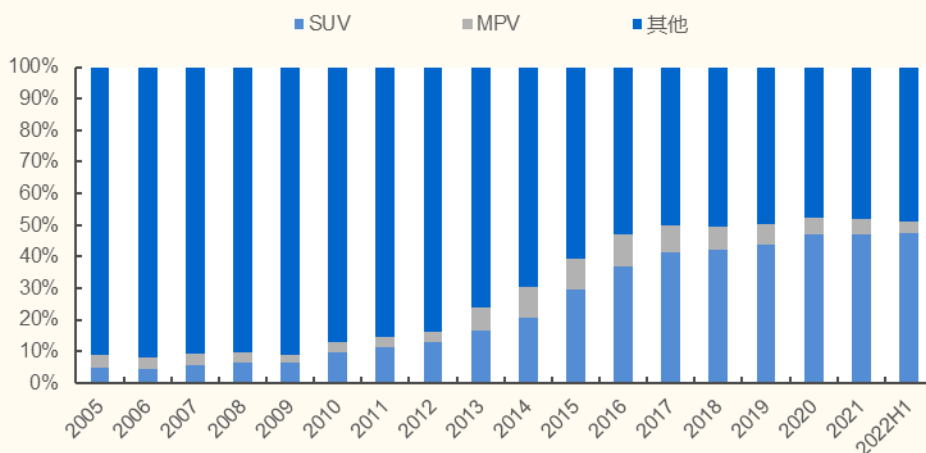


来源：公司公告、国金证券研究所（境外全为经销模式）

1.2 定位高端+产销渠道完善，竞争优势凸显

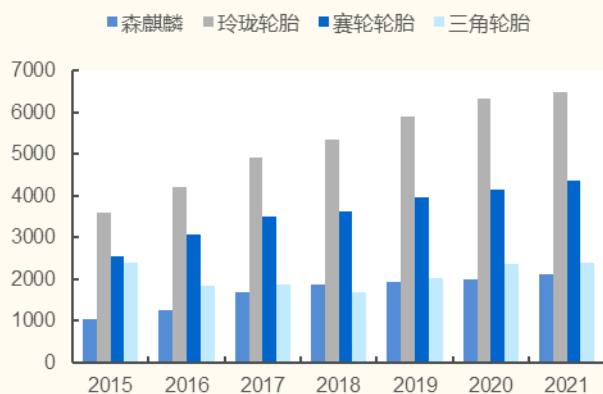
- **高性能及大尺寸半钢胎为公司主打产品，汽车消费升级推动需求持续增长。**公司具备研发、设计及生产半钢子午线轮胎全系列尺寸的能力，产品最大尺寸为 32 寸，其中高性能乘用车轮胎轮胎尺寸主要在 17 寸及以上。随着我国消费结构升级，乘用车消费习惯趋同于北美市场，体验感与舒适度更佳的车型逐渐得到大众消费者青睐，城市多功能车、SUV 车型销量占比逐渐提升，自 2019 年开始我国 SUV 和 MPV 车型合计销量占比一直在 50% 以上，带动轮胎消费习惯也逐渐向高性能及大尺寸轮胎迁移。公司轮胎销量呈现出稳步向上的态势，从 2015 年的 1050 万条增长至 2021 年的 2124 万条，年均复合增速为 12%。

图表 8：汽车消费结构升级拓宽大尺寸轮胎消费空间



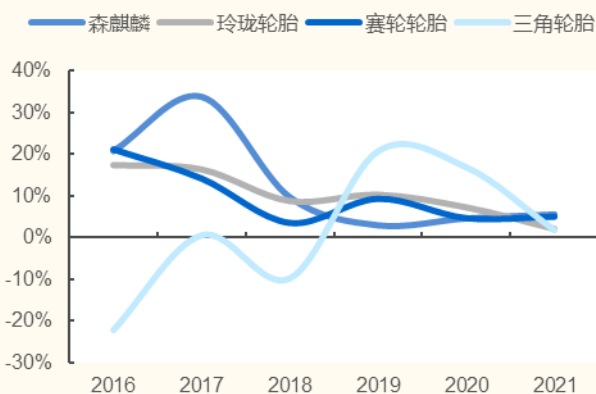
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：2015-2021 年各公司轮胎销量（万条）



来源：Wind、国金证券研究所

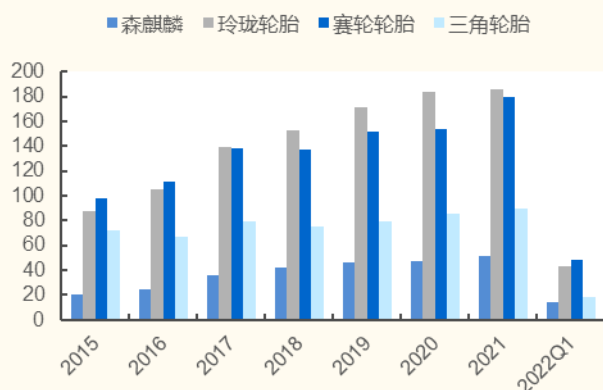
图表 10：2015-2021 年各公司轮胎销量增速



来源：Wind、国金证券研究所

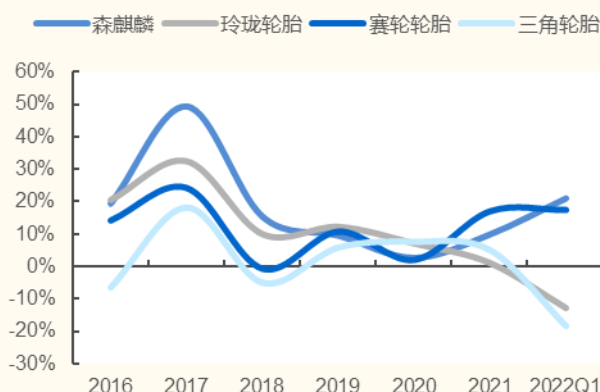
- **公司产品单胎价格较高，量价齐升推动销售收入稳步向上。**公司专注于品质要求高、技术难度大、更新换代快、利润水平较高的中高端半钢子午线轮胎领域，不断提升轮胎品质。从产品价格来看，17 寸轮胎价格约为 15 寸轮胎价格两倍，且大尺寸轮胎利润空间更高。在销量稳步向上和产品结构持续优化的背景下，公司的轮胎产品销售收入从 2015 年的 20.2 亿元增长至 2021 年的 51.7 亿元，年均复合增速达到 17%，高于销量增速。今年以来行业在疫情反复、原料价格高位等多重因素影响下陷入困境，但公司凭借较强的产品竞争力仍然实现了较好的收入增长，2022 年 1 季度实现营业收入总收入 14.5 亿元，同比增长 21%。

图表 11: 各轮胎企业销售收入对比 (亿元)



来源: Wind、国金证券研究所

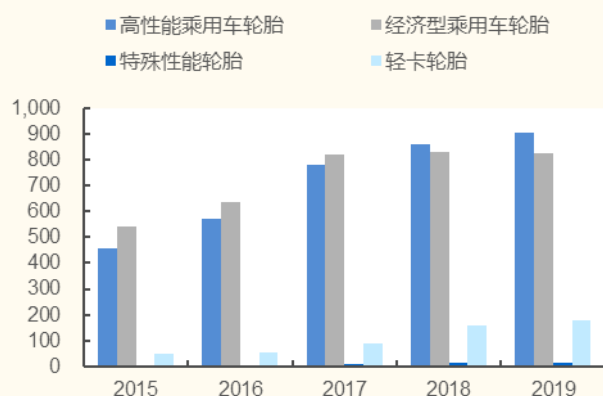
图表 12: 各轮胎企业销售收入同比增速对比



来源: Wind、国金证券研究所

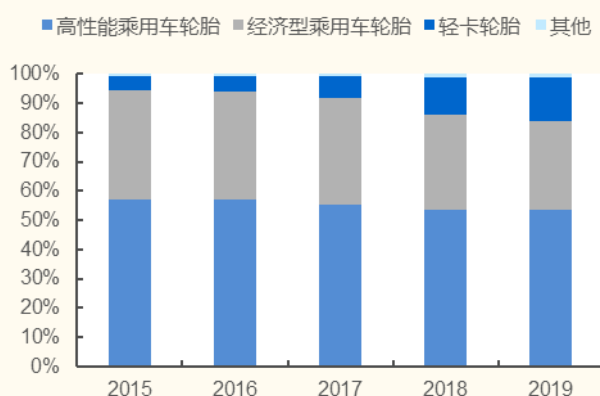
- **产品矩阵清晰, 高性能乘用车胎为公司的主要收入利润来源。**公司产品按应用领域可分为乘用车胎 (高性能、经济型和特殊性能)、轻卡轮胎和特种轮胎 (赛车轮胎、航空轮胎)。过去几年随着相关项目产能逐渐释放, 轻卡轮胎销量增长显著, 从 2015 年的 47 万条增长至 2019 年的 178 万条, 营收占比也从 5% 提升至 15%。2019 年乘用车胎合计销售收入与为 39 亿元, 占总营收的 85%。其中高性能轮胎销量为 903 万条, 贡献了 53% 的收入和 56% 的毛利。

图表 13: 公司分产品销量情况 (万条)



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

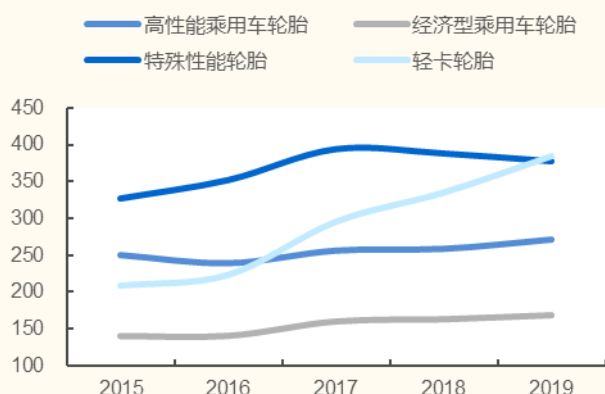
图表 14: 公司分产品营收结构情况



来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

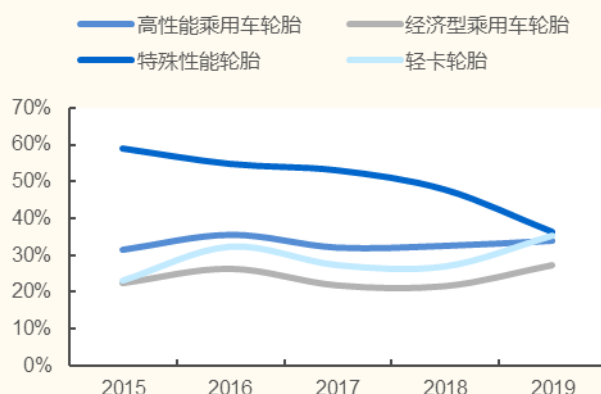
- **高附加值产品产能持续扩张, 公司综合盈利能力有望提升。**从各产品的盈利能力来看: 高性能乘用车胎的销售均价高出经济型乘用车胎 60% 左右, 2019 年高性能乘用车胎的毛利率也比经济型乘用车胎高出 6.5%; 2015-2019 年期间随着大尺寸轻卡轮胎收入占比上升和定价更高的泰国原产地轻卡轮胎占比持续提升, 轻卡轮胎的销售均价大幅提升, 从 2015 年的 209 元/条提升至 2019 年的 384 元/条, 毛利率也从 2015 年的 23% 提升至 2019 年的 35%。从后续产能扩展规划来看, 目前在建的泰国二期产品均为高性能产品, 正在规划中的西班牙项目产品为高性能轿车、轻卡子午线胎, 未来随着新增产能的逐渐释放, 高附加值产品产能占比将进一步提升。

图表 15: 公司分产品售价情况 (元/条)



来源: Wind、国金证券研究所

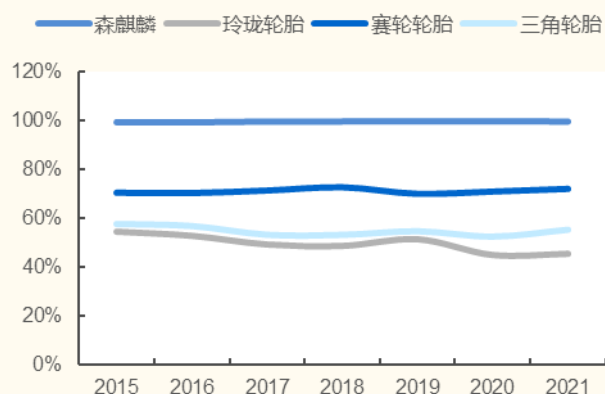
图表 16: 公司分产品毛利率情况



来源: Wind、国金证券研究所

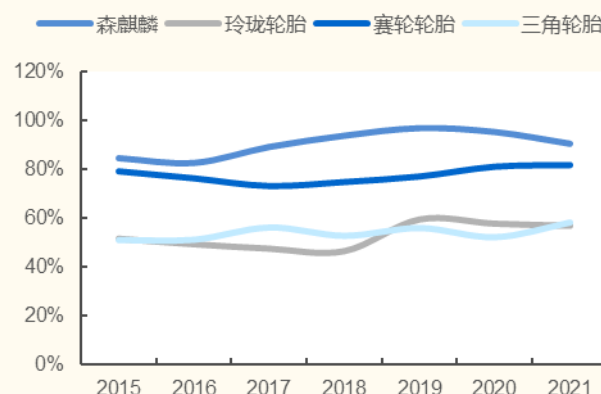
■ 以海外市场为核心, 销售渠道不断完善。公司董事长从事轮胎贸易多年, 成立以来为公司铺设了完善的海外经销渠道, 公司目前为 Discount Tire、OAK Tyres 等欧美最大轮胎经销商、零售商供货, 产品销售有保障。美国对华“双反”后, 公司快速拓展海外生产基地, 建立泰国工厂用以供应美国市场同时规避税率, 公司的海外销售收入和毛利占比一直都在 90%以上。凭借高端产品定位和完善销售渠道, 海内外市场的毛利率均长期领先同业。

图表 17: 2015-2021 年各公司海外销售收入占比



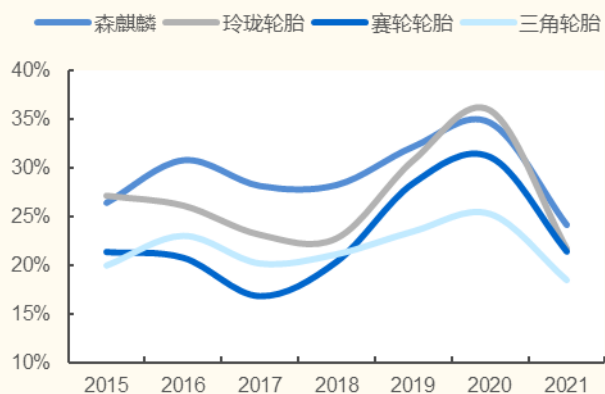
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 2015-2021 年各公司海外销售毛利占比



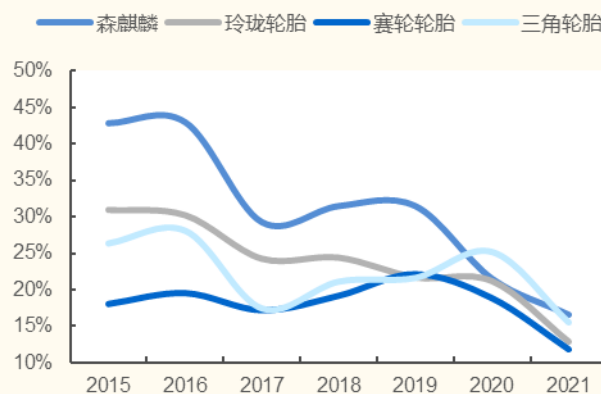
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 2015-2021 年各公司海外销售毛利率



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 2015-2021 年各公司国内销售毛利率



来源: Wind、国金证券研究所

1.3 依托智能制造实现高效管理，业绩稳步向上

- **打造智慧工厂，以智能制造实现轮胎产业“新旧动能转换”。**公司将智能制造引入轮胎生产工艺流程，2014 年以智能制造模式完成了青岛工厂第二条生产线的建设，从智能中央控制系统、智能生产执行系统、智能仓储物流系统、智能检测扫描系统、智能调度预警系统等方面，打造覆盖研发及设计、生产制造及检测、仓储及信息化管理的智慧工厂物联网体系。公司泰国工厂完全按照智能制造模式设计与建造，自 2015 年投入运营以来持续进行深度智能化升级，拥有领先的生产效率；青岛工厂 2018 年 6 月智能化改造验收通过。数字可视化的生产系统提高了公司的品控能力，2018-2019 年，公司泰国工厂和青岛工厂的产品合格率均超过了 99.5%。

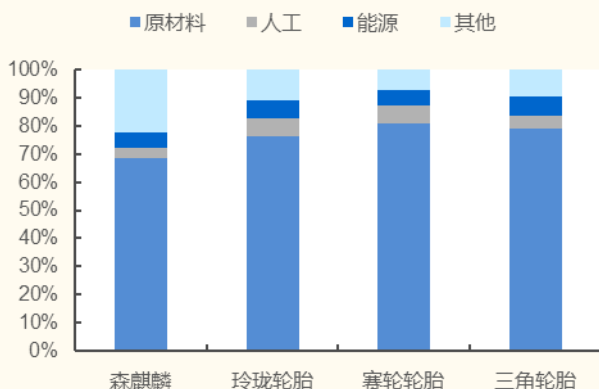
图表 21：公司智慧工厂示意图



来源：公司公告、国金证券研究所

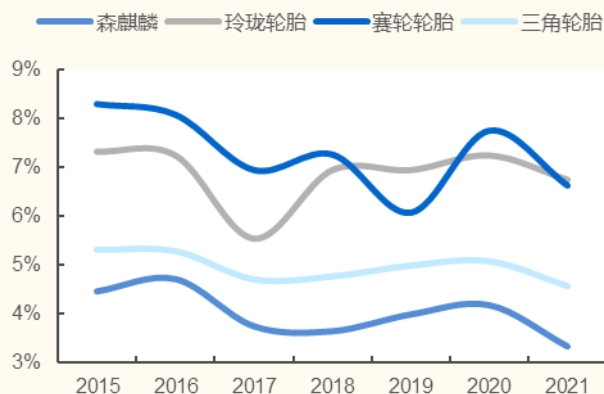
- **通过智能制造提高信息化和自动化程度，人工成本大幅降低。**公司通过智能化改革，覆盖了轮胎生产的各个环节，减少人工干预的同时有效地提升了生产效率。对比同业可看出公司的产品成本结构中制造及其他的占比偏高，人工费用占比则显著低于同业，一直在 4% 左右浮动，同业其他公司大多在 5-8% 之间。未来公司也将继续推动智能工厂的建设，在泰国和欧洲基地建设完成后，将构建形成以公司总部为核心、海外公司为节点的全球智能化产业链，当前的智能制造优势还将进一步巩固。

图表 22：2021 年各公司轮胎成本分拆情况



来源：Wind、国金证券研究所

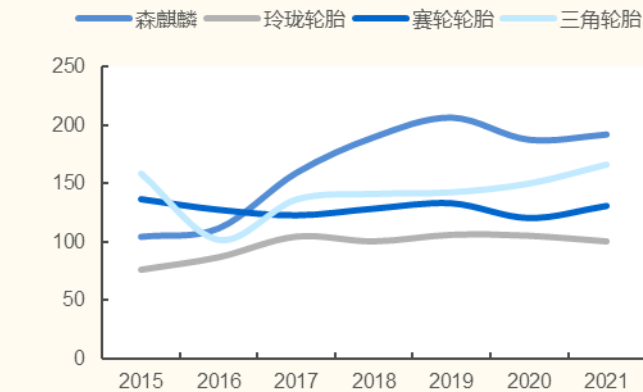
图表 23：2015-2021 年各公司人工费用率对比



来源：Wind、国金证券研究所

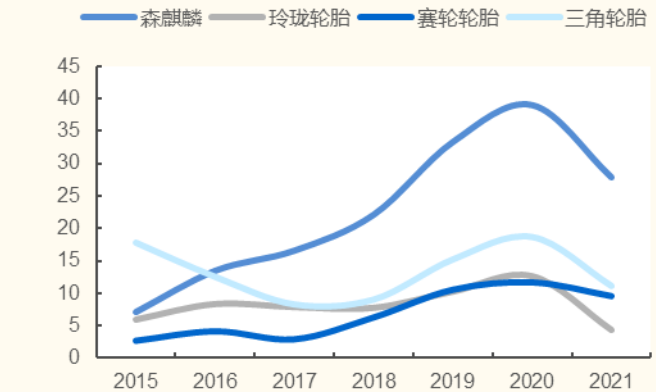
- **智能化生产模式下降本增效成果显著，公司人均创收创利位居国内首位。**公司建造的智能工厂自动化和信息化的程度较高，极大地降低了对工人的需求，自 2018 年开始公司的人均创收维持在 200 万元左右，国内同业大多在 100-150 万元。智能化生产实现了效率提升，人均创利同样遥遥领先，2021 年公司人均创利为 28 万元，为国内同类企业的两倍以上。在未来国内人口红利递减，人工价格上涨的背景下，公司通过智能化改革有效地降低人力成本，规避了人工价格提高带来的风险。

图表 24：2015-2021 年各公司人均创收（万元）



来源：Wind、国金证券研究所

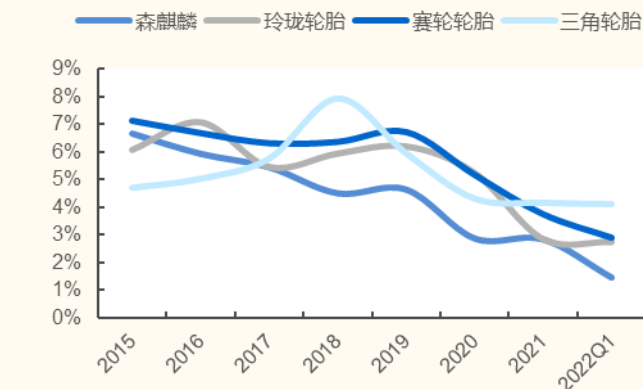
图表 25：2015-2021 年各公司人均创利（万元）



来源：Wind、国金证券研究所

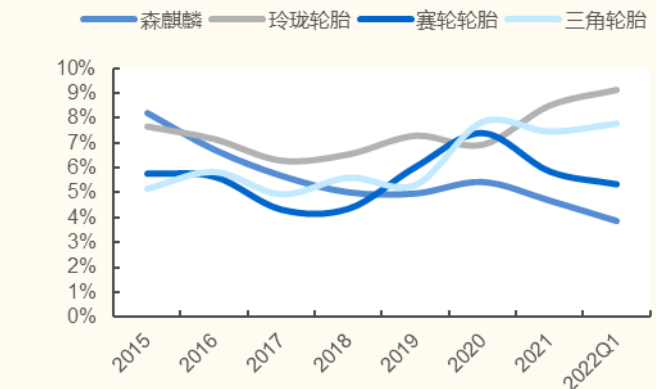
- **管理能力持续优化，公司期间费用率处于较低水平。**自 2014 年公司开始向智能化转型后，为更好实现轮胎“智造”与企业发展的融会贯通，公司推动“扁平化架构、平行化管理”管理理念，并在生产及研发环节得到落实，同时随着公司总产能的不断扩大，规模效应也开始显现。在优秀的管理理念和先进的生产方式下，公司期间费用率呈现持续下降的状态，销售费用率从 2015 年的 6.7%降低至 2021 年的 2.8%；管理费用率也从 2015 年的 8.2%下降至 2021 年的 4.7%。

图表 26：各轮胎企业销售费用率对比



来源：Wind、国金证券研究所

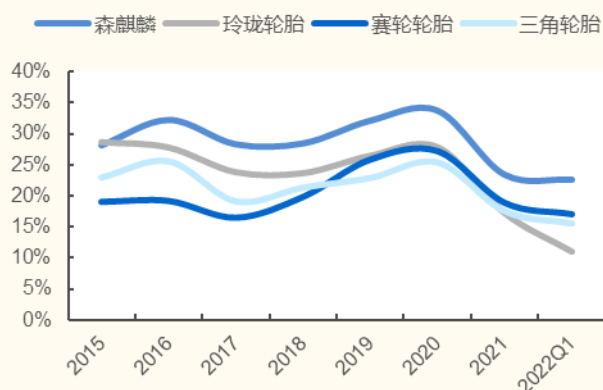
图表 27：各轮胎企业管理费用率对比



来源：Wind、国金证券研究所

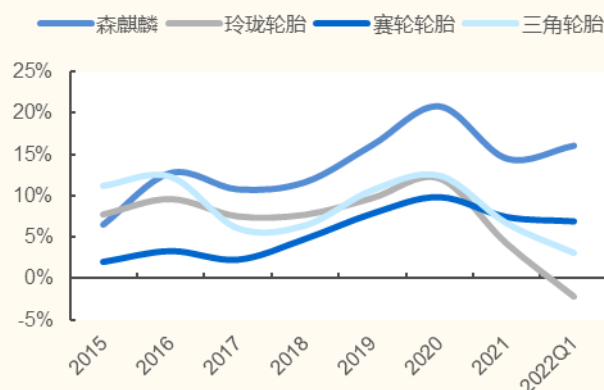
- **公司整体盈利能力持续领先，业绩稳步向上。**依靠高端的产品定位、优秀的产能布局和完善的销售渠道，公司产品综合售价相对较高，成本方面凭借智能制造实现降本增效，从而实现了较高的盈利水平，公司的销售毛利率和净利率均显著领先同业。2021 年开始轮胎行业陷入经营困境，各家企业毛利率纷纷下滑至 20%以下，仅有公司毛利率仍维持在 22%以上，销售净利率也仅有公司维持在 15%左右，其他同类企业基本在 10%以下。因而公司业绩表现也相对较好，2015-2020 年公司归母净利润由 1.4 亿元增长至 9.8 亿元，2021 年受整体行业影响净利润同比下滑 23%至 7.5 亿元，2022 年 1 季度重回增长状态，单季度实现 2.3 亿净利润。

图表 28: 各轮胎企业销售毛利率对比



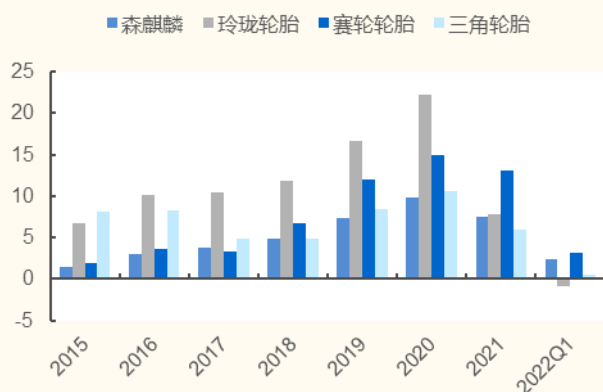
来源: Wind、国金证券研究所

图表 29: 各轮胎企业销售净利率对比



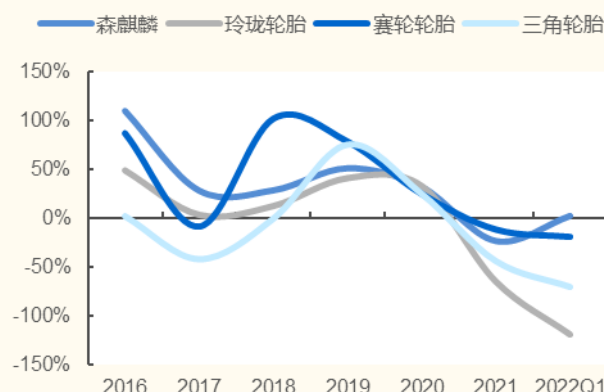
来源: Wind、国金证券研究所

图表 30: 各轮胎企业归母净利润对比 (亿元)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 31: 各轮胎企业归母净利润同比增速对比



来源: Wind、国金证券研究所

- 股权激励充分, 在充分激励下业绩增长的确定性相对较高。今年 4 月, 公司公布新一轮股票期权激励计划, 向符合条件的 452 名激励对象授予 1979.7 万份股票期权, 未来 3 年销售净利率的考核目标均为 15%, 2022-2024 年相对 2021 年营业收入增长率的考核目标分别为 35%、70%、100%。

图表 32: 公司股票期权业绩考核目标

行权期	公司业绩考核目标		行权比例	可行权数量占比
	营业收入增长率 (以 2021 年为基数)	销售净利率		
2022 年	不低于 35% (含 35%)	不低于 15% (含 15%)	100%	40%
	不低于 35% (含 35%)	低于 15%	70%	
	低于 35%	不低于 15% (含 15%)	30%	
2023 年	不低于 70% (含 70%)	不低于 15% (含 15%)	100%	40%
	不低于 70% (含 70%)	低于 15%	70%	
	低于 70%	不低于 15% (含 15%)	30%	
2024 年	不低于 100% (含 100%)	不低于 15% (含 15%)	100%	20%
	不低于 100% (含 100%)	低于 15%	70%	
	低于 100%	不低于 15% (含 15%)	30%	

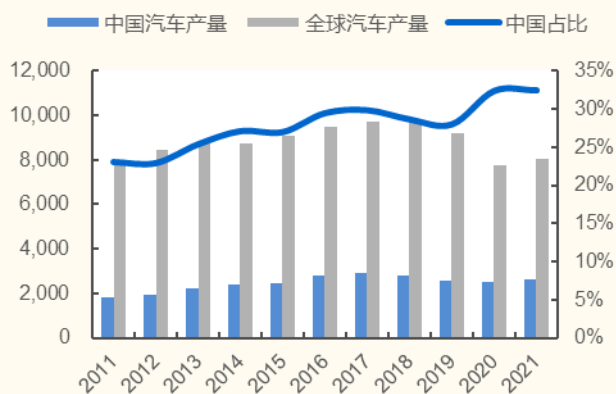
来源: 公司公告、国金证券研究所

二、轮胎行业底部回暖，优质企业有望突围

2.1 国内需求复苏，供给格局优化

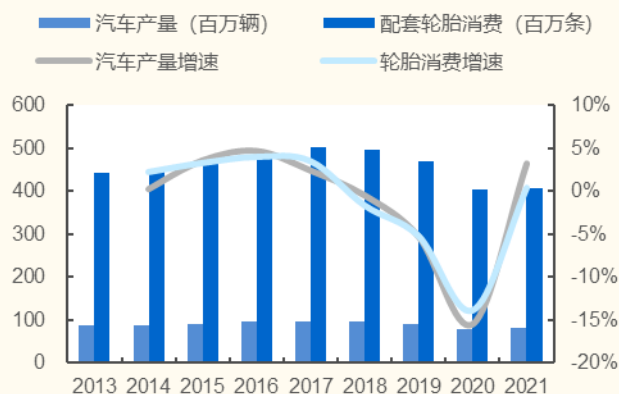
- 我国为汽车产销大国，产量增速高于全球且产业链国产化仍在持续推进中。过去十年全球汽车产量并无明显增长，整体波动范围在 8000-9000 万辆，我国汽车产量的年均复合增速达到 3.5%，2021 年产量达到 2606 万辆，同时我国汽车在全球的供应占比提升显著，从 2011 年的 23% 提升至 2021 年的 33%。汽车行业历经多年发展后，目前已经进入成熟期，自 2018 年开始全球汽车产量持续下滑，轮胎配套消费市场也随之同步回落，2020 年全球配套轮胎消费量下滑至 4.05 亿条，为过去十年的最低点。2021 年在上一年的低基数的背景下，整体行业呈现小幅复苏的状态，汽车产量增速首次由负转正，全球配套轮胎消费量也回升至 4.07 亿条。

图表 33：2011-2021 年全球汽车产量（万辆）



来源：Wind、国金证券研究所

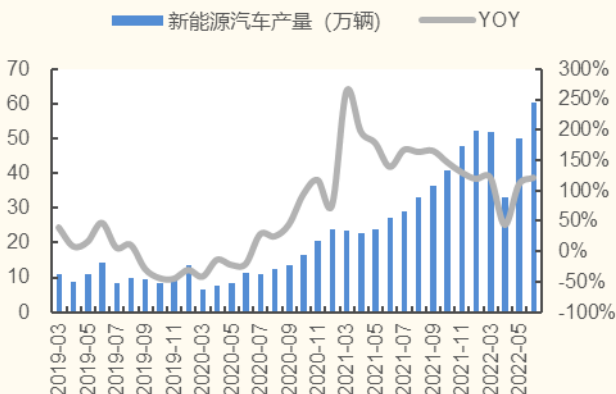
图表 34：全球轮胎配套市场需求随汽车产量同步变化



来源：Wind、米其林年报、国金证券研究所

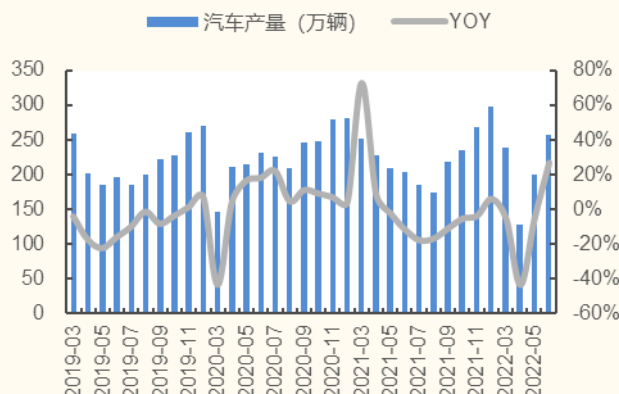
- 政策推动汽车行业消费回暖，轮胎配套市场需求预计同步向好。今年 3 月开始各地疫情出现反复，对汽车行业的正常生产造成了一定的影响，因而 4 月份开始汽车产量出现了大幅降低，同比下滑 44%（环比下滑 46%）至 128 万辆。后续随着复工复产的推进，汽车产量开始逐渐提高，同时为了刺激消费，5 月底国家税务总局发布了关于减征部分乘用车车辆购置税的公告，对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。5 月、6 月单月新能源汽车产量环比分别提升 111%、122%，整体汽车产量环比分别提升 55%、29%，6 月单月产量回升至 258 万辆。

图表 35：我国新能源汽车月度生产情况（万辆）



来源：Wind、国金证券研究所

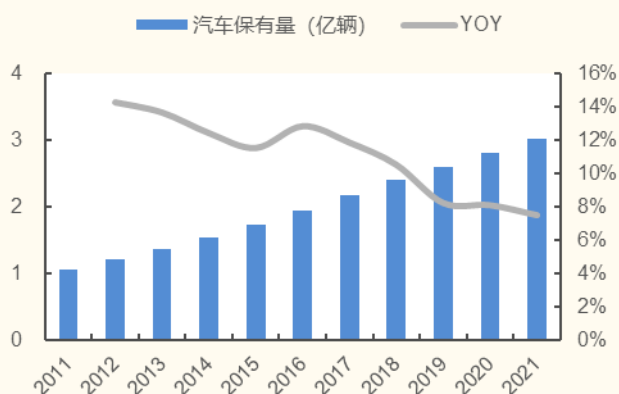
图表 36：我国汽车月度生产情况（万辆）



来源：Wind、国金证券研究所

- 我国汽车保有量增长空间较大，可带动替换市场需求持续提升。替换市场需求与汽车保有量密切相关，我国汽车保有量近 5 年复合增速为 9%，2021 年汽车保有量达到 3.02 亿辆。尽管我国的汽车保有量绝对值很大，但考虑到我国巨大的人口基数，人均汽车保有量在全球仍处于较低水平，2021 年每千人汽车保有量首次超过 200 辆达到 214 辆，但仍远低于发达国家的人均汽车保有量，日本和德国的千人汽车拥有量均超过 600 辆。若对标日德数据，测算我国汽车保有量远期可提升至当前的三倍规模，轮胎需求量也将随之持续增长。

图表 37：2011-2021 年我国汽车保有量（亿辆）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 38：2011-2021 年我国人均汽车保有量



来源：Wind、国金证券研究所

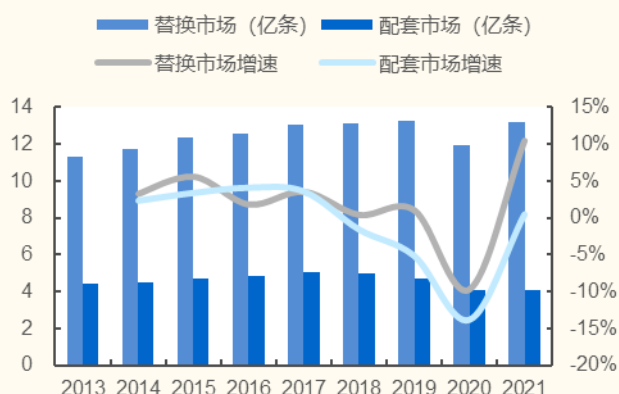
- 轮胎替换市场增速相对更高，未来仍有广阔增长空间。在汽车零件中，由于轮胎属于消耗品，一般使用 5 年或 6-8 万公里后至少要更换一次，因此替换市场相对配套市场的空间更大。2017 年至今全球轮胎销量维持在 18 亿条左右，其中替换市场销量占比一直在 72% 以上，且 2021 年提升至 76%。对比全球市场来看，中国汽车和轮胎行业起步较晚，终端市场的成熟度不及欧美地区，这也导致轮胎市场在结构方面仍与欧美等国际市场存在显著差异。2021 年中国轮胎替换市场比重仅有 56%，远低于全球平均水平的 76%，除却亚洲市场外，欧美非等地区轮胎市场 2021 年替换市场占比均已达到 80% 以上。远期来看，在海外地区随着汽车行业增长趋缓，替换市场的占比预计持续提升；国内替换市场占比具有较大提升空间，随着汽车保有量的增长稳定和消费升级的带动，轮胎替换市场消费将同步增长。

图表 39：各类车型配套轮胎数及替换系数

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

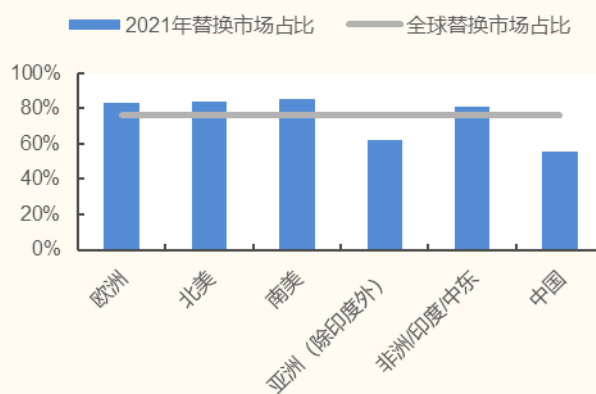
来源：中国橡胶工业协会、国金证券研究所

图表 40: 全球替换市场增速相对更高



来源: Wind、国金证券研究所

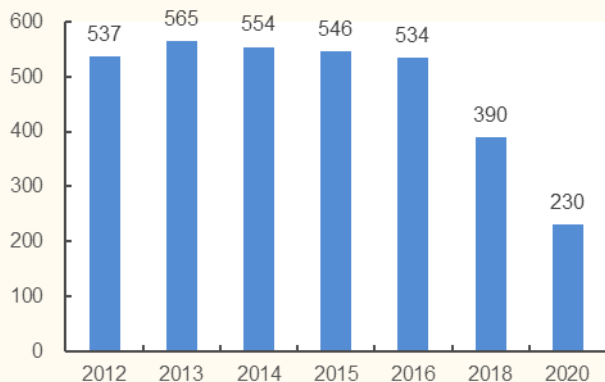
图表 41: 2021 年各个地区替换市场占比情况



来源: 米其林年报、国金证券研究所

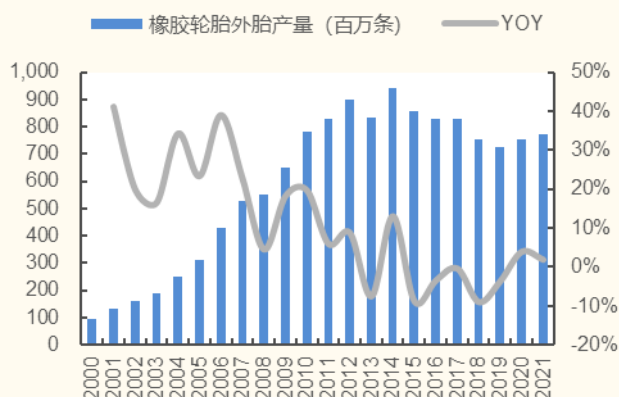
- 供给侧改革下国内小厂产能出清, 推动行业步入高质量发展阶段。我国轮胎产业中一直存在低端产能过剩, 生产企业规模小且数量多, 产品同质化较高等问题。2014 年时受国家供给侧改革政策影响, 轮胎行业开始进行结构性调整, 逐步淘汰行业中的低效落后产能。2 月中国橡胶工业协会发布了《绿色轮胎技术规范》并于 3 月试运行, 对原材料使用范围、污染物排放均做出严格限制, 此后新修订的《中华人民共和国环境保护法》也开始实行, 在国内环保监管日趋严格的情况下, 不合格的低端产能被直接查封或逐步出清, 市场中备案的企业数量已从 2016 年之前的 500 家以上大幅降低至 2020 年的 230 家。2015 年以来我国轮胎产量开始回落, 从 2014 年最高峰时的 9.4 亿条回落至 2021 年的 7.7 亿条。

图表 42: 中国备案的轮胎企业数量 (家)



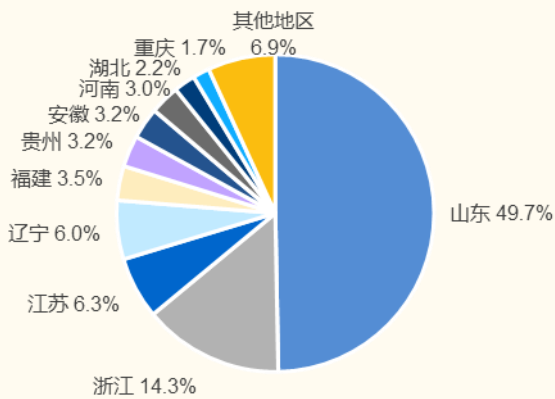
来源: 中国轮胎商务网、国金证券研究所

图表 43: 2000-2021 年我国橡胶轮胎外胎产量



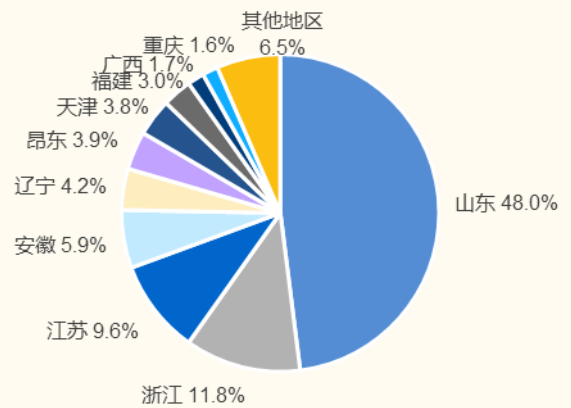
来源: iFind、国金证券研究所

图表 44: 2021 年我国各省市全钢胎产量分布



来源: 中国橡胶工业协会轮胎分会、国金证券研究所

图表 45: 2021 年我国各省市半钢胎产量分布



来源: 中国橡胶工业协会轮胎分会、国金证券研究所

- 供给格局仍在持续优化，头部企业市占率有望提升。2021 年我国全钢胎产量为 1.4 亿条，半钢胎产量为 5.2 亿条，山东省作为我国轮胎大省，无论是全钢胎还是半钢胎产量占比均接近一半，全钢胎产量同比提升 0.6% 达到 6950 万条，半钢胎同比增加 9.8% 至 2.48 亿条。山东省政府发布的《全省落实“三个坚决”行动方案（2021-2022 年）》文件中明确强调“坚决淘汰落后产能”，在 2022 年年产能 120 万条以下的全钢子午线轮胎、500 万条以下的半钢子午线轮胎企业全部整合退出，退出产能可以进行减量置换，逾期未完成的直接关停退出，共计影响 18 家省内轮胎厂商，涉及淘汰的产能达到 3117 万条，其中全钢胎产能 556 万条，占全国产能的 3%，半钢胎产能 2561 万条，占全国产能的 4%。

图表 46: 2021-2022 年山东省轮胎落后产能淘汰清单

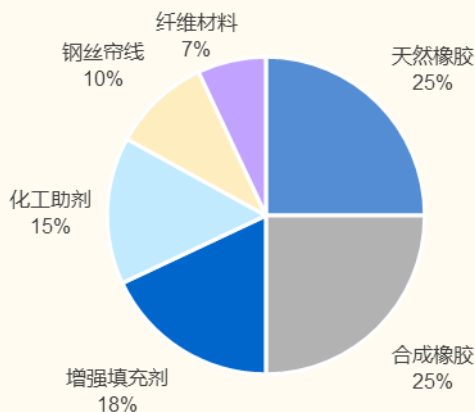
产品类型	企业名称	产能（万条）
全钢	潍坊市跃龙橡胶有限公司	107
	山东元丰橡胶科技有限公司	100
	山东银宝轮胎集团有限公司	80
	青岛途乐驰橡胶有限公司	70
	山东凯通轮胎制造有限公司	61
	山东金斯坦轮胎有限公司	60
	通伊欧轮胎（诸城）有限公司	48
	山东君诚橡胶科技有限公司	30
	合计	556
半钢	山田橡胶科技有限公司	450
	山东吉路尔轮胎有限公司	410
	滕州赛阳橡胶工业有限公司	400
	山东皓丰轮胎工业有限公司	375
	青岛福轮科技有限公司	300
	远新轮胎有限公司	300
	青岛奥诺轮胎有限公司	120
	诸城市沪泰橡胶制品有限公司	100
	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

来源: CNKI、国金证券研究所

2.2 原料运费均有回落，盈利能力逐渐修复

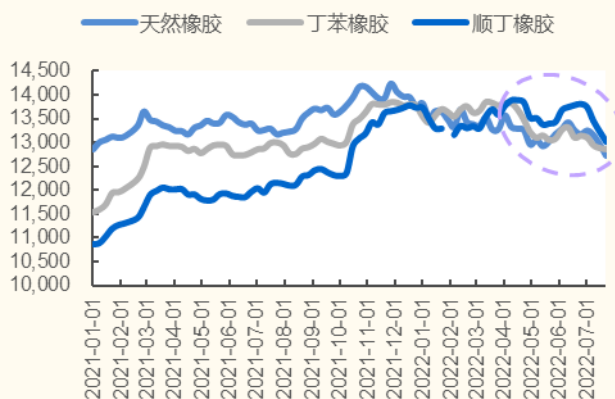
- **原料价格开始从高位松动，企业成本压力有望减缓。**轮胎企业的成本主要由原材料、人工、能源、设备折旧以及其他费用等构成，其中原料成本占比普遍在 70% 以上。从原料结构来看，天然橡胶和合成橡胶的占比最高，两者合计约占原料成本的 50%，因此橡胶价格波动对于轮胎企业生产成本有较大影响。2021 年在疫情反复、恶劣天气和宏观政策等多方面因素影响下，橡胶价格持续上涨，全年天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶同比分别上涨 12%、18%、15%，轮胎企业毛利率也因此承压。今年 7 月以来橡胶价格已经开始呈现回落趋势，预计下半年轮胎行业的盈利能力也将得到改善。

图表 47：轮胎原材料成本结构占比



来源：华经产业研究院、国金证券研究所（为 2021 年参考数据）

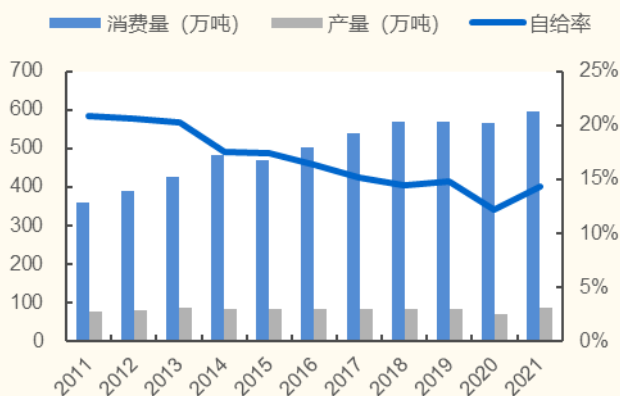
图表 48：2021 年至今橡胶现货价格情况（元/吨）



来源：Wind、国金证券研究所

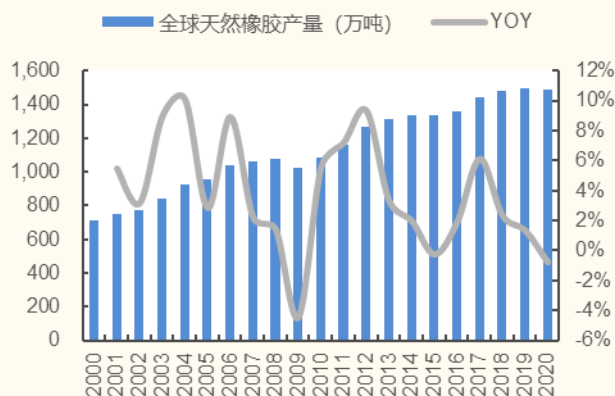
- **我国天然橡胶产能产量有限，进口依赖度较高。**近几年我国天然橡胶消费量稳中有增，但产量方面受限于气候环境等方面因素难以提升，因此自给率处于偏低水平。2021 年全年消费量达到了 595 万吨的水平，消费量同比 2020 年显著提升，产量方面 2020 年受疫情影响明显，全年产量为 69 万吨，同比降低 18%，2021 年基本恢复至疫情前的水平，目前自给率为 14%。

图表 49：我国天然橡胶产销情况（万吨）



来源：iFinD、国金证券研究所

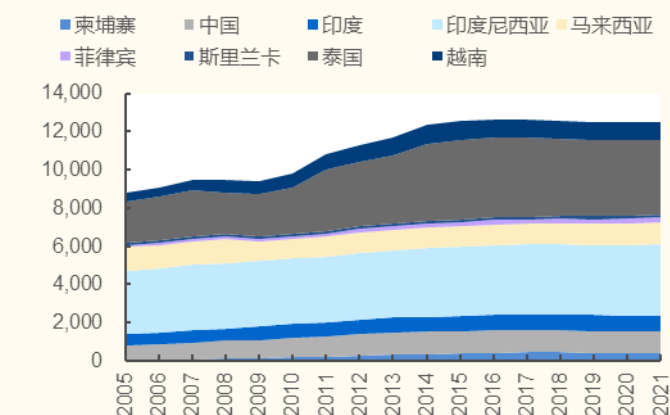
图表 50：全球天然橡胶产量情况（万吨）



来源：Wind、国金证券研究所

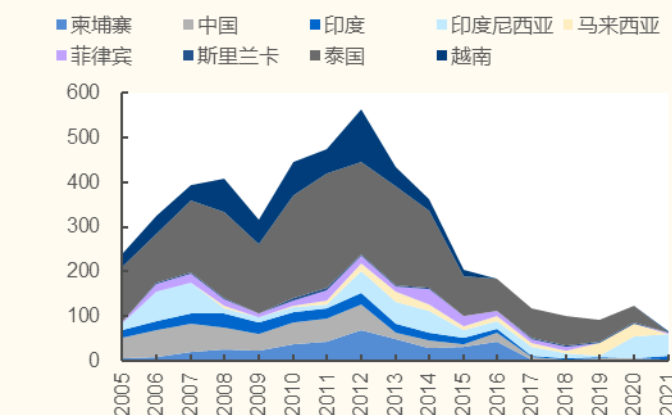
- **天然橡胶产量和种植面积趋稳，中短期价格不具备大涨基础。**近几年全球天然橡胶产量增速虽然有所回落但整体仍然维持着正增长的态势，2020 年产量在疫情影响下同比下滑 0.8% 至 1484 万吨。从全球橡胶的新增种植面积来看，2012 年达到了种植高峰后开始回落，近几年总种植面积趋于稳定，考虑到橡胶树一般 7-8 年开割，且在 15 龄以下产胶能力仍然均处于上升期，整体割胶周期长达 30 年，因此预计中短期全球天然橡胶的供应仍有保障。

图表 51: 主要橡胶产地新种植面积 (千公顷)



来源: Wind、国金证券研究所

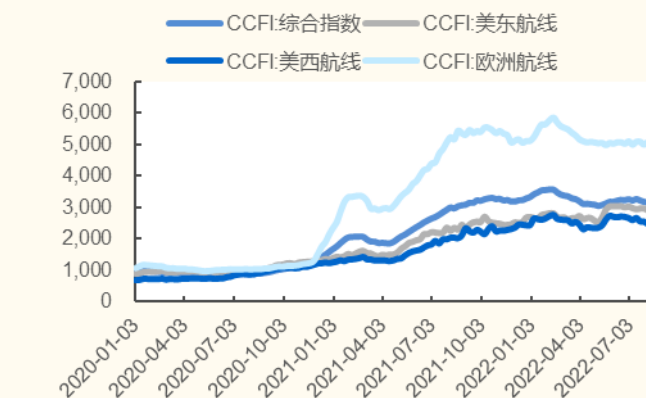
图表 52: 主要橡胶产地种植面积 (千公顷)



来源: Wind、国金证券研究所

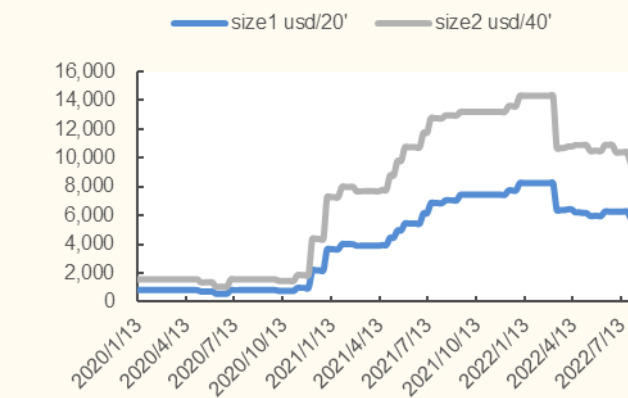
- 国内海运价格仍处于高位，东南亚地区运费大幅回落，出口业务将回归常态。去年受疫情的影响，海运船期严重延误，集装箱码头作业停摆导致港口堵塞，海运极度紧张背景下运费暴涨，2021 年中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 中的综合指数、美东航线、美西航线、欧洲航线全年均值同比分别提高 168%、96%、105%、275%；泰国出口集装箱运价同样大幅提高，去欧洲、美东和美西的集装箱运价涨幅在 200% 以上，均达到了历史高位。海运成本的持续增长既影响到了产品价格的调整又抑制了客户采购的积极性，因而海外销售和毛利同样受损明显。今年以来，国内运价指数虽然有所回落但整体仍在高位震荡；泰国的船运费自 2 季度以来出现大幅回落，目前已经降回了 2021 年年中时的水平，考虑到后续海运继续缓解后运价也将同步继续回落，各家轮胎企业的海外业务盈利将持续修复。

图表 53: 中国出口集装箱运价指数



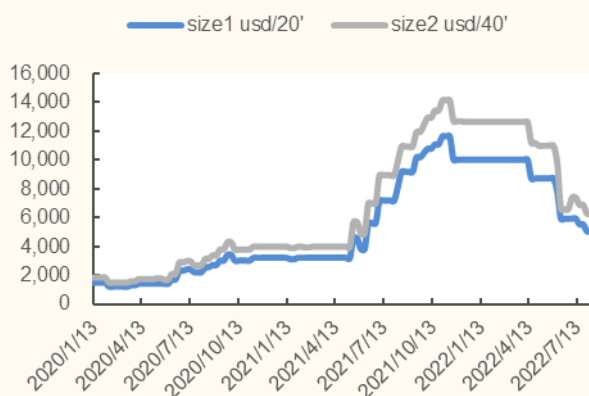
来源: Wind、国金证券研究所

图表 54: 泰国至欧洲集装箱运价



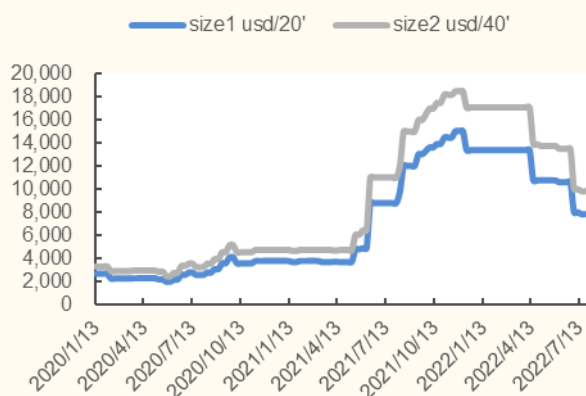
来源: TNSC、国金证券研究所

图表 55: 泰国至美西集装箱运价



来源: TNSC、国金证券研究所

图表 56: 泰国至美东集装箱运价



来源: TNSC、国金证券研究所

2.3 海外扩张加速，头部企业市占率有望提升

- 美国对华实行“双反”，我国出口美国轮胎数量显著减少。2015 年初美国商务部发布了对华乘用车及轻卡轮胎反倾销初裁结果，对中国部分轮胎征收 14.35%-87.99% 的反倾销税和 20.73%-100.77% 的反补贴税。同年 6 月美国商务部发布了对华乘用车及轻卡轮胎反倾销终裁结果，未来 5 年内将对华轮胎企业延续征收高“双反”税率。相较之前中美轮胎特保案，本次贸易摩擦延续时间更久，对进口自我国的轮胎整体加征关税更高。我国轮胎高性价比这一重要优势在美国这一高毛利市场被大幅削弱甚至基本丧失，轮胎外销遭受重大打击，我国轮胎出口美国数量也出现暴跌，从 2014 年 6050 万条持续下降 2020 年的 280 万条。2021 年初根据美国国际贸易委员会投票结果，美国将继续对中国乘用车轮胎征收“双反”税。

图表 57: 欧美对中国及东南亚双反政策整理

产品	日期	事件	结果
非公路轮胎双反案	2007	美国商务部发起对中国非公路轮胎双反调查	
	2008	美国发布双反税令	反倾销税: 0%-210.48% 反补贴税: 2.45%-14%
	2014	美国日落复审	宣布维持该税率
	2019	美国商务部发布公告	撤销该税率
轿车和轻型卡车轮胎特保案	2009	USW 要求美政府对中国涉案轮胎每年 2100 万条的配额，同年九月终裁	对涉案轮胎连续三年 35%，30%，25% 的特别关税
卡客车轮胎双反案	2016	美国启动双反调查	反倾销税: 9%-22.57% 反补贴税: 38.61%-65.46%
	2017	美国对华双反案裁决，中国胜诉	美国将不对中国卡客车轮胎产品征税，已经征收的保证金将全额退还
	2018	欧盟针对中国卡客车轮胎 (TBR) 实施反倾销和反补贴税令	未来 5 年每条卡客车轮胎需缴 42.73-61.76 欧元固定税
	2022	5 月欧盟普通法院做出一审裁决	撤销欧委会对华卡客车轮胎的反倾销和反补贴税令，并由欧委会及其支持方承担诉讼费用
载重轮胎反倾销案	2015	欧亚经济委员启动反倾销调查	反倾销税: 14.79%-35.35%，有效期至 2020 年 12 月 17 日
	2020	欧亚经济委员决定将反倾销措施期限延长	延长至 2021 年 8 月
	2014	美国对涉案轮胎启动双反调查	
乘用车和轻卡车轮胎双反案	2015	美国商务部发布终裁结果	反倾销税: 14.35%-87.99% 反补贴税: 20.73%-100.77%
	2020	USW 申请对越南、泰国、台湾、韩国轮胎双反调查	
	2021	美国宣布双反案终裁结果	

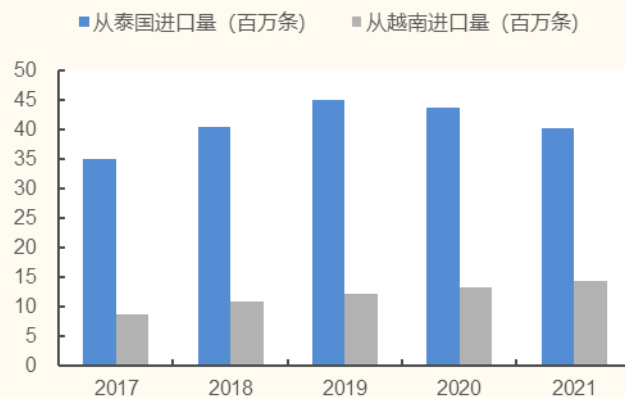
来源: 美国商务部、轮胎商务网、国金证券研究所

图表 58: 美国从中国进口乘用车轮胎数量



来源:《中国橡胶》、国金证券研究所

图表 59: 美国从东南亚国家进口乘用车轮胎数量



来源:《中国橡胶》、国金证券研究所

- 国内部分企业通过在东南亚地区投资建厂将美国订单转移至海外生产。在过去长期贸易政策的压制下,国内多家头部轮胎企业开始在东南亚地区布局生产基地。2011 年赛轮轮胎在越南投资建厂,成为首家在海外建厂的中国轮胎企业;2014 年玲珑轮胎也在泰国开设了第一家海外工厂;同年森麒麟也在泰国进行了投资建厂。2020 年之前美国从泰国和越南地区的乘用车轮胎进口量呈现稳步增长的态势。
- 美国对东南亚地区“双反”终裁落地,结果基本符合预期。近几年全球的贸易摩擦仍在继续,2020 年 5 月 13 日美国 USW 申请对越南、泰国、韩国及中国台湾地区进行双反调查,进一步限制输美廉价轮胎的数量,6 月美国商务部投票启动调查。2021 年 5 月 25 日,美国商务部公布了对四地双反案的终裁结果:森麒麟反倾销税率为 17.08%,较初裁 16.66%略高;赛轮轮胎反倾销税率为 0,反补贴税率为 6.23%,与初裁结果一致;玲珑轮胎的反倾销税率为 21.09%,低于初裁的 22.21%。对比来看森麒麟虽然终裁税率相比初裁税率略高,但整体税率对比同业仍然处于低位。

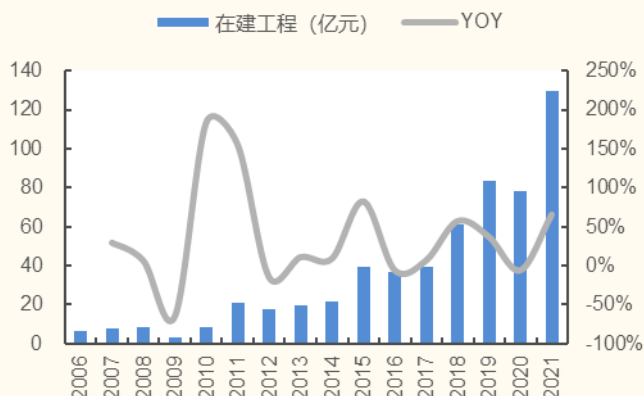
图表 60: 美国“双反”税率终裁和终裁结果对比

地区	企业	反倾销初裁	反倾销终裁	反补贴初裁	反补贴终裁	初裁税率合计	终裁税率合计	终裁相对初裁结果变动
越南	锦湖轮胎	0.00%	0.00%	10.08%	7.89%	10.08%	7.89%	-2.19%
	赛轮轮胎	0.00%	0.00%	6.23%	6.23%	6.23%	6.23%	0.00%
	普利司通、建大轮胎、优科豪马	0.00%	0.00%	6.77%	6.46%	6.77%	6.46%	-0.31%
	其他	22.30%	22.30%	6.77%	6.46%	29.07%	28.76%	-0.31%
韩国	韩泰轮胎	38.07%	27.05%	0.00%	0.00%	38.07%	27.05%	-11.02%
	耐克森轮胎	14.24%	14.72%	0.00%	0.00%	14.24%	14.72%	0.48%
	其他	27.81%	21.74%	0.00%	0.00%	27.81%	21.74%	-6.07%
泰国	玲珑轮胎	22.21%	21.09%	0.00%	0.00%	22.21%	21.09%	-1.12%
	住友橡胶	13.25%	14.62%	0.00%	0.00%	13.25%	14.62%	1.37%
	其他	16.66%	17.08%	0.00%	0.00%	16.66%	17.08%	0.42%
中国台湾	正新轮胎	52.42%	20.04%	0.00%	0.00%	52.42%	20.04%	-32.38%
	南港轮胎	98.44%	101.84%	0.00%	0.00%	98.44%	101.84%	3.40%
	其他	88.82%	84.75%	0.00%	0.00%	88.82%	84.75%	-4.07%

来源:美国商务部、国金证券研究所

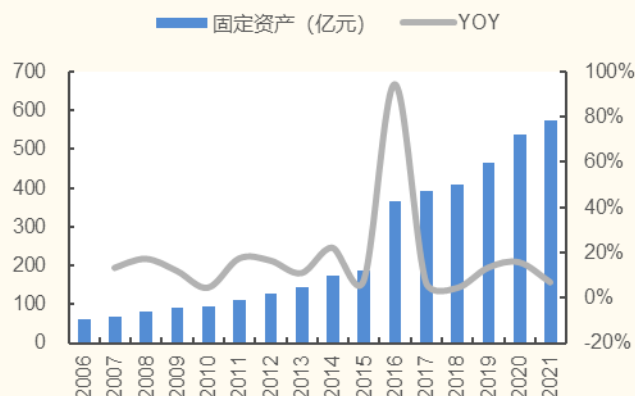
- 国内龙头胎企持续增加资本开支，把握机遇抢夺全球市场。在中小产能持续出清的背景下，原本由中小企业占据的市场空间可被释放，龙头企业可进一步提升国内市场份额。同时由于东南亚地区具备更低的“双反”综合税率以及相对较低的橡胶原料采购价格，吸引了国内众多头部轮胎企业纷纷在当地建厂投资，考虑到贸易摩擦等因素，各家龙头企业的海外建厂布局也开始逐渐完善。从轮胎行业的在建工程和固定资产情况可以看出，在2014年“双反”政策后头部企业的扩张开始加速，2021年轮胎行业的在建工程大幅提升65%达到130亿元，固定资产提升7%达到575亿元。未来随着小产能的淘汰和龙头企业的产能释放，国产轮胎市场的集中度有望提升。

图表 61：轮胎行业在建工程情况（亿元）



来源：Wind、国金证券研究所

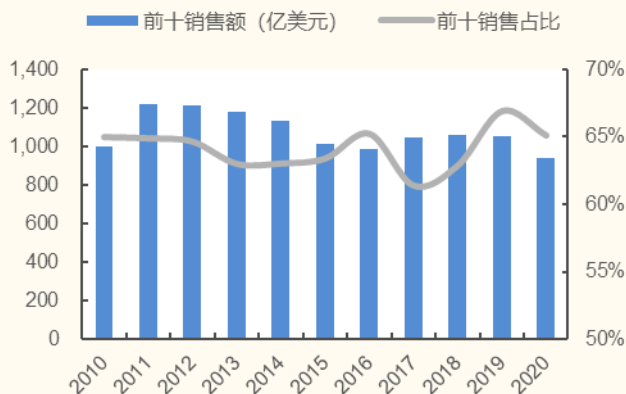
图表 62：轮胎行业固定资产情况（亿元）



来源：Wind、国金证券研究所

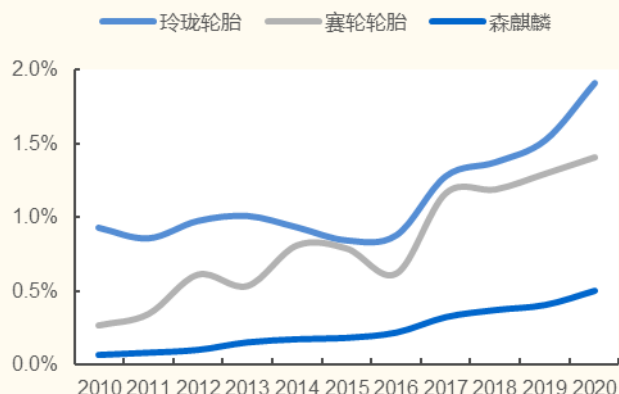
- 国内轮胎企业依托性价比优势冲击全球市场，头部企业占有率持续提升。经过多年的发展我国轮胎产品性能质量不断提升，开始逐渐得到全球市场的认可，但由于发展时间不长所以品牌力仍有所欠缺，因此国内企业主要依靠性价比去和海外品牌竞争。2021年全球轮胎75强中我国内地企业中仅有中策橡胶进入销售额前十，前十销售额占比在65%左右波动。此外进入前二十的还有玲珑轮胎和赛轮轮胎，森麒麟由于发展时间较晚、规模较小，排名相对靠后，2021年相比2020年上升2名达到37名。按照2020年销售额计算，玲珑轮胎、赛轮轮胎和森麒麟的全球市占率分别达到了1.9%、1.4%、0.5%。

图表 63：全球前十大轮胎企业销售额占比情况



来源：《轮胎商业》、国金证券研究所

图表 64：我国头部轮胎企业市占率情况



来源：《轮胎商业》、国金证券研究所

- 公司海外产能占比领先，随产能释放未来业绩有望延续高增长的态势。公司作为轮胎行业中的后起之秀，自成立以来就进行了全球化的产业布局，海外产能占比显著高于其他老牌企业。对比其他同类企业来看，玲珑轮胎的现有和远期规划产能70%以上均在国内，赛轮轮胎的现有和远期规划产能中国内占比也同样在一半以上，而公司目前的在建产能均位于海外基地，

包括 200 万条全钢胎和 1800 万条半钢胎。考虑到当前海外消费市场相对国内市场竞争压力相对更小，且海外基地出口具备关税优势，因而海外产能占比更高的企业在盈利方面优势会更强。

图表 65：我国头部轮胎企业 2021 年底产能和远期规划产能分布

公司	产品种类	2021 年底产能	远期产能	2021 年底产能分布	远期产能分布
森麒麟	全钢胎（万条/年）	0	200	海外	海外
	半钢胎（万条/年）	2200	4350		
	国内	1200	1550	54.5%	35.6%
	海外	1000	2800	45.5%	64.4%
	航空胎（万条/年）	0	8	国内	国内
玲珑轮胎	全钢胎（万条/年）	1375	2325		
	国内	1155	1985	84.0%	85.4%
	海外	220	340	16.0%	14.6%
	半钢胎（万条/年）	6800	12500		
	国内	5300	9800	77.9%	78.4%
	海外	1500	2700	22.1%	21.6%
	非公路轮胎（万条/年）	31	49		
	国内	31	47	100.0%	95.9%
	海外	0	2	0.0%	4.1%
	航空胎（万条/年）	0	10	国内	国内
赛轮轮胎	全钢胎（万条/年）	1155	2660		
	国内	730	1970	63.2%	74.1%
	海外	425	690	36.8%	25.9%
	半钢胎（万条/年）	4650	8800		
	国内	3450	6300	74.2%	71.6%
	海外	1200	2500	25.8%	28.4%
	非公路轮胎（万吨/年）	10	31		
	国内	5	21	50.0%	67.7%
	海外	5	10	50.0%	32.3%
	航空胎（万条/年）	0	10	国内	国内

来源：各公司公告、国金证券研究所（注：玲珑的翻新汽车胎未计入，赛轮的非公路轮胎计量单位为“万吨/年”）

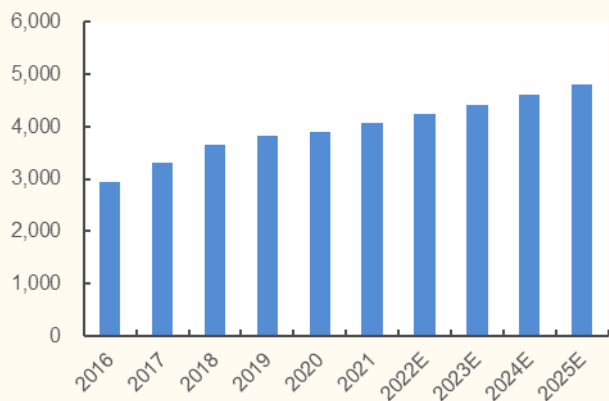
三、研发销售双轮驱动，助力公司长期发展

3.1 打破海外垄断，实现航空胎产业化

- 我国民用航空市场极具发展潜力，推动航空轮胎需求同步增长。根据中国航空工业发展研究中心发布的《民用飞机中国市场预测年报（2021~2040 年）》，2021 年我国每亿人均运输飞机保有量仅为 287 架，仍显著低于全球平均水平，预测未来 20 年我国将要补充 7646 架客机用于满足运量增长和替换退役飞机。随着我国飞机保有量和运输量的快速提升，航空轮胎的更新保养需求量将持续增长，通常每架飞机经过 200 多次起降后需要更换一次轮胎，预计航空轮胎需求量将从 2016 年的 25 万条增长至 2024 年的 42 万条。航空轮胎市场中翻新胎为主要市场，价格大多为全新胎的一半，依据公司公告测算中给出的 0.8 万元的单胎平均价格，预计 2030 年我国民用航空轮胎市场规模将突破 40 亿元。

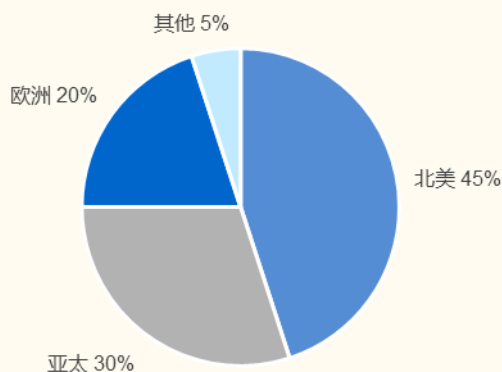
- 亚太地区在全球航空轮胎市场版图中的重要性还将提升，航空轮胎国产化为大势所趋。受益于区域内航空工业的快速增长，亚太地区在全球航空轮胎市场份额中的占比将持续提升，预计 2020 年攀升至 30%，仅次于常年占据航空轮胎榜首位置的北美地区。考虑到我国近几年对国产高端制造板块的重视，航空飞行器领域未来有望实现供需共振，航空轮胎作为飞行器的重要零部件，随着国产化进程的持续推进，具备航空胎产业化实力的企业将持续受益。

图表 66：我国民用飞机数量预测（架）



来源：《2021-2040 年民用飞机中国市场预测年报》、国金证券研究所

图表 67：2020 年航空轮胎各主要地区预计市场份额



来源：Markets and Markets、国金证券研究所

图表 68：全球航空轮胎生产企业情况

航空轮胎生产企业	总部所在国	拥有航空轮胎厂数量
米其林集团	法国	3 (美国、法国、泰国各 1 个)
固特异轮胎橡胶公司	美国	2 (美国、泰国各 1 个)
邓禄普航空轮胎公司	英国	2 (美国、印度各 1 个)
普利司通公司	日本	2
美国特种轮胎公司	美国	1
Mitas	捷克	1
Altai 轮胎公司	俄罗斯	1
卡迪安特股份公司 (JSC Cordiant)	俄罗斯	1
Antel	俄罗斯	1
银川佳通长城轮胎有限公司	中国	1
中橡集团曙光橡胶工业研究设计院(蓝宇航空轮胎发展公司)	中国	1
北京大地神州轮胎科技有限公司	中国	1
青岛森麒麟轮胎有限公司	中国	1
Michigan	印度	1
MRF 公司	印度	2
锦湖轮胎公司	韩国	1
Petlas 轮胎工业公司	土耳其	1

来源：轮胎世界网、国金证券研究所

- 航空胎技术壁垒较高，行业长期被国外巨头垄断。航空轮胎为轮胎制造领域的尖端产品，其对于载荷能力、变形率和转动速度上极其苛刻的要求。目前全球航空轮胎生产企业仅十余家，其中民用航空轮胎市场份额主要由

米其林、普利司通、固特异等企业垄断。根据中国橡胶工业协会轮胎分会《国内外航空轮胎市场现状》信息显示，中国航空轮胎生产企业除公司外仅有银川佳通长城轮胎、中国化工集团曙光橡胶工业研究设计院（蓝宇航空轮胎）和北京大地神州轮胎。

- **历经八年持续攻坚，突破航空轮胎海外技术封锁，成为中国首家生产民用航空轮胎的民营企业。**为打造航空轮胎领域的民族品牌，早在 2007 年成立之初公司就把制造国产民航航空轮胎作为企业目标，及早启动了航空轮胎项目的研制工作，成功掌握航空轮胎技术，开发出两大产品系列。并于 2016 年具备了航空轮胎装机使用资格和销售资质。当前已经成功开发出适配于波音 737 系列和中国商飞 ARJ21-700 等机型的多规格航空轮胎产品，且已取得中国民航局技术标准规定批准书（CTSOA 证书），并获得中国民航局重要改装设计批准书（MDA 证书），拥有国家发明专利四项、实用新型专利三项。

图表 69：公司航空轮胎产品布局

产品类型	产品型号	适配机型	当前进展
主起	H44.5 × 16.5-21 28PR	波音 737NG	通过 CTSO 试验测试，成功进行装机试飞，获得重要改装设计批准书（MDA）
	H40 × 14.5-19 26PR	波音 737 CLASSIC	通过 CTSO 试验测试
	H40 × 14.0 - 19 20PR	ARJ21-700	通过 CTSO 试验测试，成为商飞合格供货商
前起	27 × 7.75-15 12PR	波音 737 系列	通过 CTSO 试验测试
	24 × 7.7 12PR	ARJ21-700	通过 CTSO 试验测试，成为商飞合格供货商

来源：公司官网、国金证券研究所

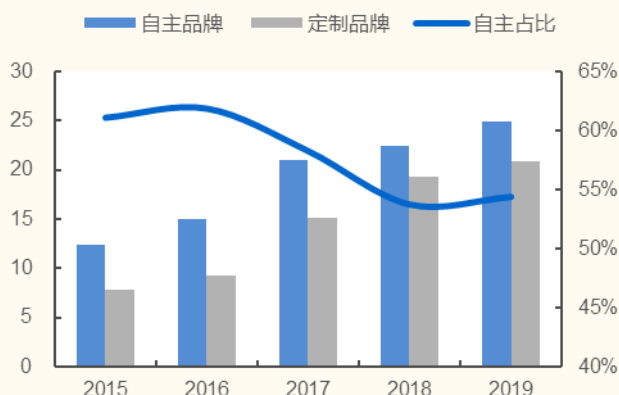
- **公司正积极推进航空轮胎领域的客户开发，目前已经向中国商飞正式供货。**公司已与中国商飞签署相关合作研发协议，开展国产大飞机航空轮胎合作，中国商飞 C909 及 C919 培育供应商名录，于 2019 年成为中国商飞 ARJ21-700 航空轮胎合格供应商。2020 年，公司取得 AS9100D 航空航天质量管理体系认证证书，AS9100D 标准适用于航空航天供应链产品质量控制，得到国际普遍认可，AS9100D 证书的取得标志着公司的航空航天质量管理体系规划化、系统化已达国际领先水平。
- **航空轮胎产业化项目正式开启，为公司业绩增长注入新动力。**公司在取得相关生产销售资质并打通销售渠道的基础上，开始完善航空轮胎领域的产能布局，在青岛工厂新建了年产 8 万条航空轮胎（含 5 万条翻新轮胎）项目，项目总投资 3.14 亿元，预计明年开始正式放量并于 2025 年达产，达产后预计可实现 3.86 亿元营业收入和 8340 万元净利润，净利率可达到 21.6%。考虑到近几年我国民航市场的快速发展加上国产替代的大趋势，公司进入商飞供应体系后能够较好地承接航空轮胎市场的增量需求，从而推动公司业绩持续增长，并通过高附加值产品占比的提高进一步改善整体盈利能力。

3.2 推进品牌建设，配套+替换同步发力

- **产品性能优异，各项指标均可比肩国际著名一线品牌。**公司的路航轮胎曾多次参加轮胎评测并取得了出色的成绩：在芬兰 2014-2016 年 Test World 夏季轮胎测试中连续三年均为排名最高的中国品牌；在 Auto Bild 举办的国内轮胎海外评测第七季中，综合排名超过普利司通及佳通，在滚动阻力、通过噪音两项细节测试中名列第一。2019 年，《Auto Bild China》对十款高端运动型轿车轮胎进行对比测试，路航综合排名仅次于米其林（两款轮胎）、德国马牌，与普利司通并列第三，在车内噪音、滚动阻力两项细节测试中继续排名首位。
- **高度重视自主品牌推广，提升终端消费市场影响力。**公司旗下品牌有自主和定制两类，由于公司正处于快速发展阶段，为积极消化产能及开拓市场，会在不影响自主品牌运营的情况下接受定制品牌客户，近几年自主品牌营

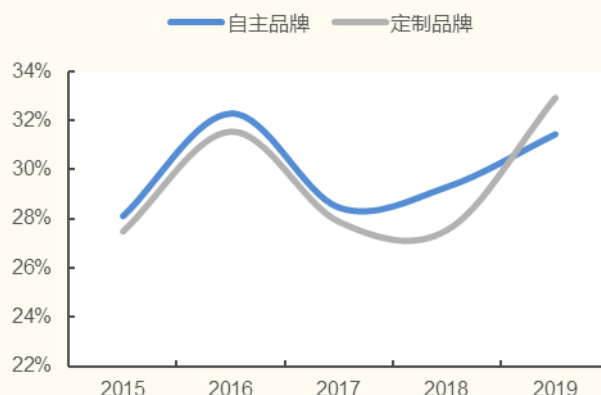
收占比略有下滑，但对总营收贡献仍在一半以上，2019 年占比为 54%，在盈利能力方面两种品牌的差异并不大，2019 年自主品牌毛利率为 31%，首次低于定制品牌 33%的毛利率。

图表 70：公司分品牌营收情况（亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 71：公司分品牌毛利率情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- **通过三大自主核心品牌打开市场，客户覆盖面不断扩大。**公司针对不同细分市场打造了相应的自主品牌，主要有以航空胎技术为核心面向中高端市场的森麒麟（“SENTURY”），以赛车轮胎技术为核心面向中端市场的路航（“LANDSAIL”）和面向年轻消费人群的德林特（“DELINTE”），针对其他市场通过 GROUNDSPED、AVANTECH 和 CITY STAR 等产品完善覆盖档次。2014-2021 年，在美国竞争激烈的超高性能轮胎（UHP）市场，公司旗下“德林特 Delinte”品牌轮胎已连续 8 年保持 2.5%的市场份额，为唯一榜上有名的中国品牌，显示出公司在高性能轮胎市场强劲的国际品牌竞争力与市场影响力；2021 年，公司旗下“森麒麟 Sentury”、“路航 Landsail”、“德林特 Delinte”三大自主品牌在美国替换市场的占有率达到 2%，公司全部轮胎产品在美国替换市场的占有率约 4.5%、在欧洲替换市场的占有率超 4%。

图表 72：公司旗下三大自主品牌



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 73：公司配套市场客户



来源：公司公告、国金证券研究所

- **攻坚全球中高端主机厂，在新能源汽车配套市场极具竞争力。**在配套市场，公司不断加强与优质中高端国际、国内主机厂客户的技术交流与沟通，特别是重点开展公司低滚阻、高耐磨、低噪声的新能源汽车轮胎的配套推介；积极巩固和维护现有主机厂客户，广泛开展现有客户新车型特别是高端车型的攻坚工作。2021 年经过德国大众集团总部的严格审核，公司一次性获得德国大众集团的全球正式供应商资质，实现了高端主机厂配套的重大突破。目前公司已成为德国大众集团、广州汽车、长城汽车、吉利汽车、北汽汽车、奇瑞汽车等整车厂商的合格供应商。此外，公司土耳其福特项目

195/65R15 通过福特汽车的测试认可，并且顺利通过国内唯一飞行汽车轮胎项目—小鹏飞行汽车轮胎项目审核。

- **构建智慧零售新模式，“麒麟云店”应运而生，销售网络进一步扩大优化。**公司在巩固及扩大传统海外销售市场的基础上，制定了发力内销替换市场的销售策略，2020 年 4 月上线了自主开发的“麒麟云店”，着手对传统轮胎销售体系进行数字化升级，通过对生产制造、产品流通、产品销售环节的信息化升级，深度链接生产商、经销商、零售商及终端消费者，多方紧密相连并互相赋能。“麒麟云店”上线后的 2020 年较 2019 年，公司国内经销商增加至约 170 家，签约零售店增加至约 2.4 万家，销售量同比增长 286.33%，未来有望继续保持高速增长的态势。

图表 74：麒麟云店的功能及作用

用户类别	功能	效果
零售店	为其提供完善的线上工作台，手机即可便捷选货、快捷进货	极大提升了零售店的业务效率与业绩增长
经销商	独立经销商管理后台，实现订单接收、排期发货、门店管理于一体的线上业务管理模式；获取零售店客户后直接分配给经销商	提升业务效率，帮助其快速开拓市场
消费者	与传统电商进行了创新融合，分布在全国各地的数万家认证零售店为消费者持续提供服务；推出“麒麟保”微信小程序	可在天猫平台便捷线上选胎、零售店线下换胎；售后服务实现线上线下便捷化

来源：公司公告、国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- **半钢胎：**青岛工厂经过智能化改造后预计 2022 年产能可提升，同时泰国工厂二期的 600 万条产能也于今年投产并于 2023 年逐渐达产。随下游需求增长公司的产销量也稳步提升，预计半钢胎销量分别为 2478、2805、3151 万条，可实现营业收入 65、76、89 亿元。今年以来轮胎行业原材料压力逐渐缓解，同时海运费用有所回落，叠加公司高性能乘用车胎和轻卡轮胎的产能占比持续提升，预计后续产品综合单价有所提升，并且毛利率持续修复，未来 3 年毛利率分别为 25.7%、27.7%、29.9%。
- **全钢胎：**泰国二期 200 万条产能的项目今年投产并于 2023 年逐渐达产，预计未来三年销售量分别 50、140、180 万条，可实现营业收入 4.5、12.5、16.1 亿元。参考同业可知，相对半钢胎全钢胎价格更高但毛利率相对更低，预计 2022-2024 年公司全钢胎的毛利率分别为 23.6%、24.9%、26.2%。
- **航空胎：**青岛工厂 8 万条（含 5 万条翻新胎）项目预计明年开始放量，2025 年可完全达产，预计 2023-2024 年航空胎可实现的营业收入分别为 1.2、2.2 亿元。考虑到航空胎技术壁垒较高，产品单价和毛利率均较高，预计 2023-2024 年公司航空胎的毛利率分别为 31.3%、33.3%。
- **费用假设：**销售费用方面考虑到公司刚切入全钢胎市场，销售费用率应该会持续提升，预计 2022-2024 年销售费用率分别为 3%、3.5%、4%；管理费用率预计小幅回升，2022-2024 年分别为 3%、3.2%、3.5%；研发费用方面考虑到公司对于轮胎材料创新上的持续投入航空胎产品的技术研发优化，研发费用率应该还会呈现出小幅提升的态势，预计 2022-2024 年研发费用率分别为 2.2%、2.3%、2.4%。

图表 75：公司分产品盈利预测和费用假设

产品	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
半钢胎						
收入（百万元）	4574	4703	5171	6547	7615	8861
成本（百万元）	3105	3115	3969	4864	5504	6215
毛利（百万元）	1469	1588	1202	1683	2111	2645
毛利率	32.1%	33.8%	23.2%	25.7%	27.7%	29.9%
全钢胎						
收入（百万元）				445	1249	1609
成本（百万元）				340	938	1188
毛利（百万元）				105	311	421
毛利率				23.6%	24.9%	26.2%
航空胎						
收入（百万元）					115	216
成本（百万元）					79	144
毛利（百万元）					36	72
毛利率					31.3%	33.3%
总收入（百万元）	4579	4705	5177	6998	8985	10692
YOY	9.7%	2.8%	10.0%	35.2%	28.4%	19.0%
销售费用率	4.6%	2.9%	2.8%	3.0%	3.5%	4.0%
管理费用率	3.5%	3.5%	2.6%	3.0%	3.2%	3.5%
研发费用率	1.4%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
归母净利润（百万元）	741	981	753	1090	1514	1871
YOY	51.6%	32.4%	-23.2%	44.6%	38.9%	23.6%

来源：Wind、国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

- **整体来看**，未来三年公司的产品布局将进一步完善，通过半钢胎、全钢胎和航空胎三类产品的产能释放驱动公司的业绩增长。基于以上假设，我们预测 2022-2024 年公司可实现营业收入 70、90、107 亿元，归母净利润分别为 10.9、15.1、18.7 亿元，对应的 EPS 分别为 1.68、2.33、2.88 元。

图表 76：可比公司估值比较

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601966.SH	玲珑轮胎	25.97	0.71	1.41	1.97	36.41	18.42	14.35
601058.SH	赛轮轮胎	12.43	0.63	0.95	1.21	19.89	13.09	10.09
	中位数					28.15	15.75	12.22
	平均数					28.15	15.75	12.22
002984.SZ	森麒麟	36.90	1.68	2.33	2.88	22.00	15.83	12.81

来源：Wind、国金证券研究所（注：股价为 2022 年 8 月 9 日收盘价）

- **投资建议**：选取国内轮胎行业中业务结构与公司较为接近的两家企业作为

可比公司，2022 年可比公司的 PE 均值为 28.15。考虑到公司未来两年的高成长性，这里给予公司 2022 年 28 倍的 PE，对应目标价为 46.96 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险提示

- **原材料价格波动：**天然橡胶、合成橡胶是生产轮胎的主要原材料，且在产品成本中占比较高，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，因此各类原材料价格波动短期内对公司的盈利能力构成一定的不利影响。
- **新增产能释放不及预期：**目前公司部分新增产能仍在爬产期和建设期，若公司新产能的释放情况和在建项目建设进度不及预期，可能会影响公司轮胎的产销情况，从而影响公司的整体收入。
- **国际贸易摩擦：**公司产品的海外市场主要集中在美国和欧盟等地区，近两年持续的“反倾销、反补贴”等国际贸易摩擦对国内轮胎公司出口造成明显冲击，虽然目前美国市场“双反”终裁结果已出，但若后续别的市场出现新的贸易摩擦，公司的出口市场会受到影响。
- **海运费价格波动：**2021 年海运紧张同时运输费用暴涨，对公司的出口销售造成了较大影响，今年以来东南亚地区至欧美地区的运费回落较为明显，若后续运费价格再度上涨会对公司海外业绩产生影响。
- **汇率波动：**目前公司 90%左右的产品销售收入和利润均源于海外市场，若人民币汇率大幅波动可能对公司收入造成影响。
- **大股东质押：**公司实际控制人秦龙控制的股份合计 2.7 亿股，占公司总股本的 42%，累计质押 7449 万股，占公司总股本的 11.5%。公司第二大股东林文龙持股 3748 万股，占公司总股本的 5.77%，累计质押 535 万股，占公司总股本的 0.82%。
- **股东减持：**公司股东张磊先生、李忠东先生分别持有公司股份 374.77 万股，占公司股份总数的 0.58%，拟在 2023 年 1 月之前分别减持不超过 75 万股，合计占公司总股本的 0.24%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,579	4,705	5,177	6,998	8,985	10,692
增长率		2.8%	10.0%	35.2%	28.4%	19.0%
主营业务成本	-3,106	-3,115	-3,969	-5,204	-6,521	-7,547
%销售收入	67.8%	66.2%	76.7%	74.4%	72.6%	70.6%
毛利	1,473	1,590	1,208	1,794	2,464	3,145
%销售收入	32.2%	33.8%	23.3%	25.6%	27.4%	29.4%
营业税金及附加	-16	-18	-15	-21	-27	-32
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-212	-134	-146	-210	-314	-428
%销售收入	4.6%	2.9%	2.8%	3.0%	3.5%	4.0%
管理费用	-162	-166	-133	-210	-288	-374
%销售收入	3.5%	3.5%	2.6%	3.0%	3.2%	3.5%
研发费用	-65	-89	-109	-154	-207	-257
%销售收入	1.4%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	1,018	1,183	805	1,199	1,629	2,054
%销售收入	22.2%	25.1%	15.5%	17.1%	18.1%	19.2%
财务费用	-148	-102	-85	-76	-68	-57
%销售收入	3.2%	2.2%	1.7%	1.1%	0.8%	0.5%
资产减值损失	-99	-15	23	0	0	0
公允价值变动收益	-2	-18	-9	0	0	0
投资收益	-3	-15	-21	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	784	1,049	728	1,123	1,561	1,997
营业利润率	17.1%	22.3%	14.1%	16.1%	17.4%	18.7%
营业外收支	-22	-39	47	0	0	0
税前利润	762	1,009	775	1,123	1,561	1,997
利润率	16.6%	21.5%	15.0%	16.1%	17.4%	18.7%
所得税	-21	-29	-22	-34	-47	-126
所得税率	2.8%	2.9%	2.8%	3.0%	3.0%	6.3%
净利润	741	981	753	1,090	1,514	1,871
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	741	981	753	1,090	1,514	1,871
净利率	16.2%	20.8%	14.6%	15.6%	16.8%	17.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	741	981	753	1,090	1,514	1,871
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	449	395	335	381	454	490
非经营收益	177	67	72	98	83	83
营运资金变动	228	239	-329	-162	-140	-12
经营活动现金净流	1,594	1,681	832	1,407	1,911	2,432
资本开支	-483	-935	-1,467	-1,152	-1,400	-1,100
投资	0	-150	109	0	0	0
其他	-6	-56	3	0	0	0
投资活动现金净流	-490	-1,141	-1,355	-1,152	-1,400	-1,100
股权募资	0	1,234	0	-396	0	0
债权募资	-468	-912	1,929	-498	0	0
其他	-266	-216	-66	-262	-355	-457
筹资活动现金净流	-734	106	1,864	-1,156	-355	-457
现金净流量	374	630	1,316	-901	155	875

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	905	1,620	1,544	643	798	1,673
应收款项	554	545	704	946	1,166	1,329
存货	790	794	1,354	1,568	1,876	2,068
其他流动资产	118	298	1,422	1,405	1,431	1,452
流动资产	2,367	3,257	5,024	4,563	5,271	6,521
%总资产	36.9%	42.1%	48.3%	42.6%	42.6%	45.9%
长期投资	0	0	21	21	21	21
固定资产	3,525	3,563	4,963	5,791	6,746	7,364
%总资产	55.0%	46.1%	47.7%	54.1%	54.6%	51.8%
无形资产	193	151	141	134	127	121
非流动资产	4,039	4,480	5,371	6,143	7,089	7,699
%总资产	63.1%	57.9%	51.7%	57.4%	57.4%	54.1%
资产总计	6,406	7,737	10,395	10,705	12,360	14,220
短期借款	508	327	102	0	0	0
应付款项	762	1,105	1,190	1,401	1,753	2,036
其他流动负债	127	178	140	165	211	277
流动负债	1,397	1,610	1,432	1,566	1,963	2,313
长期贷款	1,307	452	396	0	0	0
其他长期负债	92	126	1,920	1,963	1,979	1,993
负债	2,796	2,187	3,749	3,529	3,943	4,306
普通股股东权益	3,610	5,550	6,646	7,176	8,418	9,914
其中：股本	581	650	650	650	650	650
未分配利润	1,700	2,559	3,292	4,218	5,459	6,956
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	6,406	7,737	10,395	10,705	12,360	14,220

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.276	1.509	1.160	1.677	2.330	2.880
每股净资产	6.217	8.543	10.230	11.046	12.957	15.261
每股经营现金净流	2.745	2.587	1.280	2.165	2.941	3.743
每股股利	0.000	0.166	0.170	0.252	0.419	0.576
回报率						
净资产收益率	20.52%	17.67%	11.34%	15.18%	17.99%	18.87%
总资产收益率	11.56%	12.67%	7.25%	10.18%	12.25%	13.16%
投入资本收益率	18.23%	18.16%	8.73%	12.95%	15.45%	16.42%
增长率						
主营业务收入增长率	9.65%	2.76%	10.03%	35.17%	28.39%	18.99%
EBIT增长率	31.47%	16.25%	-31.97%	49.04%	35.80%	26.12%
净利润增长率	51.63%	32.38%	-23.17%	44.64%	38.94%	23.59%
总资产增长率	1.81%	20.77%	34.36%	2.98%	15.46%	15.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.0	35.2	38.6	44.0	42.0	40.0
存货周转天数	103.2	92.8	98.7	110.0	105.0	100.0
应付账款周转天数	63.8	63.1	58.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	276.4	254.8	214.3	191.3	147.2	117.5
偿债能力						
净负债/股东权益	25.21%	-17.88%	-8.08%	-1.86%	-3.43%	-11.73%
EBIT利息保障倍数	6.9	11.6	9.4	15.8	24.0	35.8
资产负债率	43.65%	28.27%	36.06%	32.97%	31.90%	30.28%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	12	18	46
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402