



Research and
Development Center

通用股份：时人不识凌云木，直待凌云始道高

—通用股份(601500.SH) 首次覆盖报告

2022 年 9 月 18 日

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

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

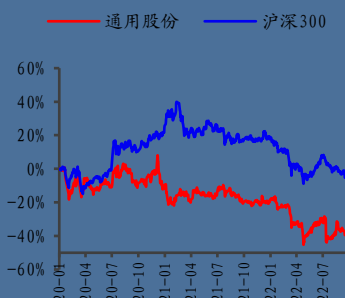
证券研究报告

公司研究

首次覆盖报告

通用股份 (601500. SH)

投资评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	3.97
52 周内股价波动区间 (元)	3.48-5.53
最近一月涨跌幅 (%)	-4.11
总股本 (亿股)	12.89
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	51.16

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

时人不识凌云木，直待凌云始道高

2022 年 9 月 18 日

本期内容提要：

◆**产品和产能稳步扩张，5X 计划展望全球。**通用股份前身为南方橡胶，主要生产摩托车胎。2004 年第一条全钢丝载重子午线轮胎 10.00R20 研制成功投产，公司扩展了全钢胎业务。2019 年公司 600 万条高性能半钢子午胎技改项目新增产能 250 万条，新增产量 57.4 万条，公司逐渐拓展了半钢胎板块。2020 年公司海外第一基地泰国项目新增 50 万条全钢、300 万条半钢产能。2021 年 12 月末，泰国工厂新增 50 万全钢和 300 万半钢。除了以上产能外，公司还规划了柬埔寨西港特区高性能子午胎项目、安徽 1020 万条高性能子午线轮胎项目、安徽 10 万条工程胎技改项目。目前规划的产能全部投产后，公司轮胎总产能将达到近 4000 万条。2021 年公司制定了“5X 战略计划”，表示公司将紧抓国内国际双循环机遇，力争未来 10 年内实现国内外 5 大生产基地，5 大研发中心，500 家战略渠道商、5000 家核心门店，以及 5000 万条以上的产能规模。公司将产品从斜交拓展至全钢，又拓展至半钢，实现了产品品类的丰富和产能的扩张。同时公司注重品牌价值，公司的“千里马”轮胎品牌连续多年入选中国 500 最具价值品牌，且 2022 年千里马品牌价值增加了 36 亿人民币，实现了品牌价值的连续提升，是江苏省内唯一入选的轮胎品牌。在“5X 战略”的持续引领下，公司品牌价值有望持续提升，继续展现强大的品牌实力。

◆**轮胎企业想要脱离竞争激烈的国内红海、迈向高价格水平的蓝海市场，国际化布局是关键。**公司海外双工厂意味着双倍机遇，柬埔寨工厂更是有着得天独厚的优势。

(1) **欧美对华双反由来已久，愈演愈烈。**2007 年，美国对中国非公路轮胎反倾销反补贴立案。这是美对华首次进行轮胎反倾销调查。2009 年，美国启动对中国输美乘用车与轻型卡车轮胎的特保调查。2014 年，美国对来自中国的乘用车及轻卡轮胎产品启动双反调查。2016 年，美国针对中国非公路用轮胎、卡客车轮胎进行双反调查。2017 年，欧盟正式立案对中国卡客车轮胎进行双反调查。

(2) **双反会重挫轮胎对外出口。**2014 年美国进口自中国的乘用车胎在当年美国进口量中占有 1/3，2015 年美国对华乘用车及轻卡轮胎的双反终裁结果落地后，当年美国进口自中国的乘用车胎数量极速下滑，直接腰斩。在美国双反的持续影响下，2019-2021 年美国进口自中国的乘用车胎在进口量中占比降低到只有 2% 的水平。

(3) **双反之下，海外基地是进入欧美轮胎市场的关键。**欧美对中国轮胎的双反，在中国轮胎生产企业角度看是贸易壁垒，在欧美市场角度看，则是一场供给侧改革，减少了市场上大量的低成本供应者，所以欧美轮胎市场会成为高价格水平市场。中国轮胎企业设立海外工厂的目的就是为了进入欧美市场。

(4) **拥有海外工厂的轮胎企业业绩明显好于其他。**赛轮轮胎、玲珑轮胎和森麒麟，分别在 2013、2014、2015 年投产了海外第一工厂，是我国较早在海外建厂的轮胎企业。2015 年我国轮胎上市公司净利润基本都同比下滑，而早早布局海外工厂的这几家企业能够率先从竞争激烈的国内市场跳出来，继续进入欧美高价轮胎市场，享受其带来的丰厚回报。这三家公司 2015-2020 年净利润年均复合增速分别达到 50.45%、26.80%、49.13%，相比之下，其他轮胎上市公司的增速均是下滑或是微盈。

(5) 公司在海外第一工厂的建设上并不占据先机，但新一轮双反落地后，在海外第二工厂建设方面，公司完全可能后来居上。公司的泰国工厂 2019 年底投产，投产后经历了疫情、美国对东南亚双反、海运费高涨等诸多不利因素，业绩承压难以释放。在 2022 年产能持续得到释放、海运费回落等因素利好下，泰国工厂业绩有望得以提升。更为关键的是，在第二海外工厂的建设中，公司规划的柬埔寨工厂占据多重优势。在速度上，柬埔寨工厂有望在 2022 年底首胎下线，公司有望成为继赛轮轮胎之后第二个拥有海外双工厂的中国轮胎企业。在税率上，柬埔寨的双反税率不仅为零，公司还享受 9 年免税期的优惠政策。在配套设施上，柬埔寨工厂所在园区由公司控股股东红豆集团参与建设，园区配套完善、有自备电厂、地理位置优越。柬埔寨工厂在诸多利好之下，有望成为公司发展的新引擎。

◆**海运边际改善，原材料成本回落，毛利率有望进一步提高。**2021 年轮胎行业经历了原材料价格上涨、海运费价格高涨等压力，行业整体承压。目前来看，9 月 16 日，我们计算的轮胎原材料价格指数较年初下降 102.02%，基本回落到 2018 年初的正常水平。海运费维持下降态势，波罗的海货运指数 (FBX) 在 2021 年 9 月 10 日达到历史高位 11108.56 点，随后开始震荡回落，9 月 16 日收于 4653.00 点，基本回落到 2021 年 6 月的水平。我们认为随着世界各国码头拥堵情况持续缓解，疫情情况逐渐缓解，港口陆续运力提升，海运费的下降会利好出口行业。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别达到 48.79、66.78、87.17 亿元，同比增长 14.65%、36.88%、30.54%，归属母公司股东的净利润分别为 1.57、3.33、7.80 亿元，同比增长 1254.04%、112.10%、133.87%，2022-2024 年摊薄 EPS 分别达到 0.12 元、0.26 元和 0.61 元，当前股价对应 2022PE 为 33。我们认为公司未来业绩有望高速增长，2022-2024 年归母净利润同比增速均有望超过 100%，因而我们采用 PEG 法进行估值。从 2024 年轮胎行业 wind 一致预期来看，行业可比公司 2024 平均 PEG 为 0.30，我们出于谨慎，取公司 2024 年 PEG 为 0.15，则公司 2024 年 7.80 亿元的预测归母净利润，对应市值为 157 亿元，相较目前的 51 亿元市值有较大空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**产能建设不如预期的风险；下游需求大幅下降的风险；原材料价格大幅上涨的风险；欧美对东南亚轮胎发起新双反的风险

主要财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3448	4256	4879	6678	8717
增长率 YoY %	3.36%	23.43%	14.65%	36.88%	30.54%
归属母公司净利润(百万元)	91	12	157	333	780
增长率 YoY%	-12.60%	-87.24%	1254.04%	112.10%	133.87%
毛利率%	13.14%	9.96%	13.26%	13.74%	17.11%
净资产收益率 ROE%	2.48%	0.29%	3.64%	7.38%	15.36%
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.01	0.12	0.26	0.61
市盈率 P/E(倍)	56	441	33	15	7
市净率 P/B(倍)	1.39	1.19	1.18	1.09	0.94

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 9 月 16 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
公司基本情况.....	7
(一) 公司简介.....	7
(二) 公司经营情况.....	10
轮胎行业风云变幻，头部企业加速全球化布局.....	14
(一) 轮胎行业特点.....	14
1. 轮胎子午化.....	14
2. 轮胎绿色化.....	17
(二) 轮胎行业风云迭起，全球化是大势所趋.....	18
1. 轮胎总体需求稳步提升.....	18
2. 行业竞争格局.....	21
3. 双反加速中国轮胎企业全球化布局.....	25
(三) 轮胎行业至暗时刻已过.....	33
1. 原材料价格明显下降.....	33
2. 海运不利正在消散.....	34
公司战略布局海外双基地，未来空间广阔.....	36
(一) 公司近年三大战略调整，海外双基地将成为左膀右臂.....	36
(二) 品牌价值建设成果显著，千里马广受好评.....	43
(三) 智能化建设水平一流，黑灯车间运营良好.....	45
投资评级.....	48
(一) 盈利预测.....	48
(二) 相对估值.....	49
风险因素.....	50

表 目 录

表 1: 公司产能 (万条).....	11
表 2: 绿色轮胎相关法规和行业标准.....	17
表 3: 全球轮胎“20 亿美元俱乐部”企业.....	21
表 4: 中国轮胎企业在海外建厂先后顺序.....	29
表 5: 中国轮胎企业海外产能情况 (万套, 截止 2021 年报).....	30
表 6: 美国对东南亚轮胎双反税率.....	32
表 7: 轮胎企业泰国工厂产能情况.....	37
表 8: 关键假设.....	48
表 9: 盈利预测.....	48
表 10: 相对估值.....	49

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	7
图 2: 公司主要子品牌.....	8
图 3: 公司股权结构图 (截至 2022 半年报).....	9
图 4: 公司主要子公司 (截至 2022 半年报).....	9
图 5: 公司业务收入比例 (%).....	10
图 6: 公司营业收入 (亿元) 及增长情况.....	12
图 7: 公司归母净利润 (亿元) 及增长情况.....	12
图 8: 公司 ROA 和 ROE (%).....	12
图 9: 公司销售毛利率和净利率 (%).....	12
图 10: 公司费用率 (%).....	13
图 11: 公司资产负债率 (%).....	13
图 12: 充气轮胎结构示意图.....	14
图 13: 轮胎种类.....	14
图 14: 斜交轮胎、子午线轮胎、浇注轮胎结构示意图.....	15
图 15: 轮胎子午化率.....	15
图 16: 2020 年全球不同轮胎市场份额占比.....	16
图 17: 2020 年全球不同轮胎市场份额占比.....	16
图 18: 全球汽车保有量及增速 (亿辆, %).....	18
图 19: 全球汽车销量及同比 (百万辆, %).....	18
图 20: 全球轮胎消费量 (亿条).....	19
图 21: 全球轮胎销售额及同比增减情况 (亿美元, %).....	19

图 22: 我国汽车保有量及同比 (百万辆, %)	20
图 23: 我国汽车销量及同比 (百万辆, %)	20
图 24: 我国橡胶轮胎外胎产量 (亿条)	20
图 25: 2022 年全球轮胎 75 强企业及其销售额 (亿美元)	22
图 26: 全球轮胎行业市场份额变化	23
图 27: 全球各国家和地区轮胎 75 强企业数量	24
图 28: 外资品牌轮胎在中国建厂分布	25
图 29: 中国出口到美国轮胎数量 (万条)	26
图 30: 美国进口乘用车轮胎情况 (万条, %)	27
图 31: 中国半钢胎开工率 (%)	27
图 32: A 股轮胎上市公司归母净利润 (亿元)	28
图 33: 赛轮轮胎、玲珑轮胎主要海外公司净利润 (亿元)	31
图 34: 乘用车轮胎各成分比例	33
图 35: 卡车轮胎各成分比例	33
图 36: 轮胎原材料价格指数	34
图 37: 各上市轮胎企业海外收入占比	34
图 38: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	35
图 39: 国际海运费指数	35
图 40: 公司业务收入比例 (%)	36
图 41: 轮胎公司泰国工厂净利润 (亿元)	38
图 42: 柬埔寨天然橡胶产量 (千吨)	39
图 43: 柬埔寨外商直接投资净流入金额 (百万美元)	39
图 44: 柬埔寨西港特区地图	40
图 45: 柬埔寨子公司与 API 战略合作签约仪式	40
图 46: 公司按地区收入水平 (亿元)	41
图 47: 公司按地区净利润 (亿元)	42
图 48: 公司近年新品	43
图 49: 公司千里马品牌 2022 年中国 500 最具价值品牌证书	44
图 50: 公司千里马品牌连续多年入选中国 500 最具价值品牌	44
图 51: 公司千里马轮胎图示	45
图 52: 公司智能化建设方面取得的成绩	46
图 53: 公司黑灯车间	46
图 54: 公司 120 万套智能化全钢胎项目	47

投资聚焦

业绩承压掩盖公司成长潜力：回顾公司以往业绩，公司归母净利润最高点还是在未上市的2013年，当年实现了2.20亿元的归母净利润。2016年公司上市，但适逢美国2015年对华轮胎双反余威尚在，我国轮胎行业步履维艰，公司不得不迎头面对轮胎行业的风云巨变。近年在疫情和行业短期困境的影响下，业绩更是跌入谷底，2020年、2021年归母净利润分别为0.91亿元、0.12亿元。业绩不可谓不惨淡，导致市场对公司关注较少。**但是我们认为，公司在行业困境下一直没有停止扩张，正积极面对行业和宏观环境带来的种种挑战。**其中最值得一提的是，公司的泰国工厂在2020年克服疫情，投产了50万条全钢胎和300万条半钢胎产能，2021年在一期基本满产的情况下，又在年底新增了50万条全钢胎和300万条半钢胎产能。公司也积极规划海外第二工厂，在柬埔寨规划了90万条全钢胎和500万条半钢胎产能。到了如今的2022年，轮胎行业最困难的时刻已然过去，海运费等不利因素已经在上半年开始消退。公司的泰国、柬埔寨基地全速建设中，将成为公司进入欧美轮胎市场的关键，有望给公司业绩带来显著增量。

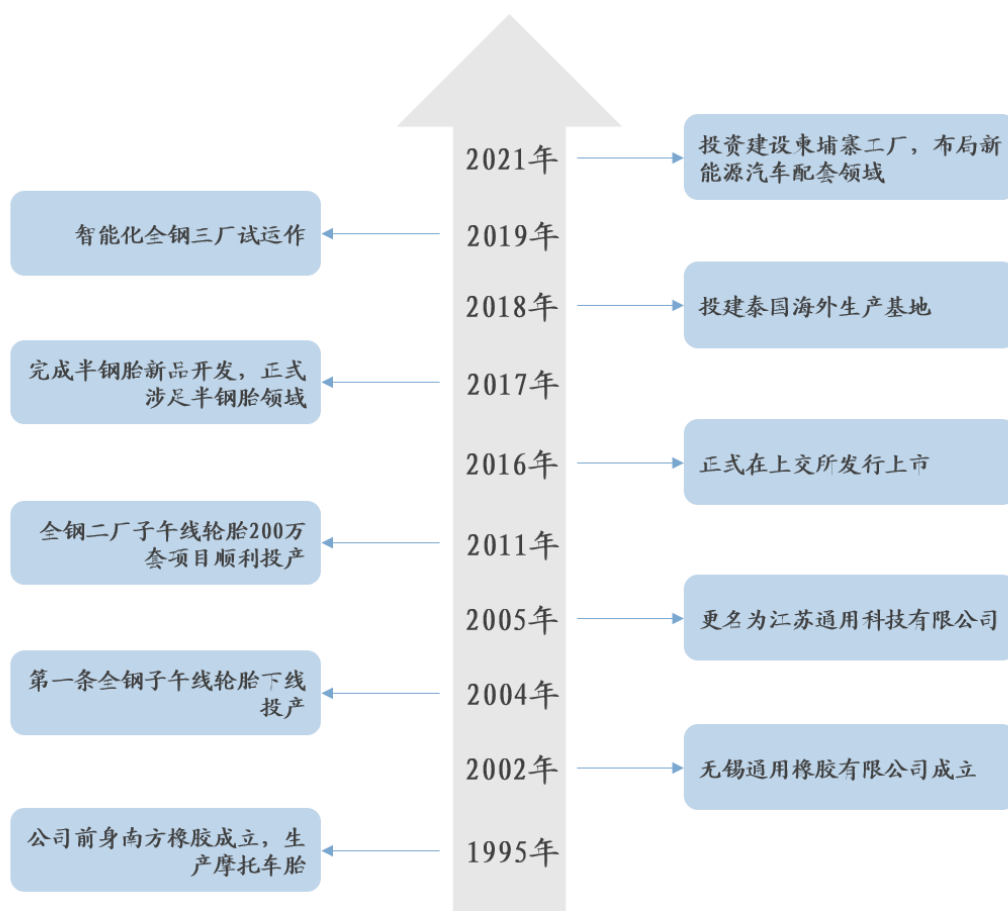
柬埔寨工厂得天独厚，后来居上再添动力：2011年赛轮在越南投资建厂，成为首家在海外建厂的中国轮胎企业。公司的海外第一工厂泰国工厂2020年投产，在第一个海外工厂的建设上，公司并不占据先机。但是第二工厂的选址，却在美国对东南亚的双反中占据零税率的劣势。在美国对东南亚几个国家的双反中，泰国反倾销税为：玲珑21.09%，住友14.62%，其他企业17.08%；越南没有反倾销税，反补贴税在6%-8%之间；而**柬埔寨零税率**，有望取代高税率地区，成为美国进口轮胎的重要来源。此外，**柬埔寨工厂将享受当地所得税9年免税期、出口零税率的优惠政策，所在园区有自备电厂、配套完善、地理位置优越。**公司柬埔寨项目实施地为柬埔寨发展最好的园区——西哈努克港经济特区，由公司控股股东红豆集团联合中柬企业共同开发建设，是中柬双边政府协定的经贸合作区。在配套设施方面，园区内有柬埔寨国内首个热电联产项目，能够进一步保障供热、供电的可靠性和稳定性，解决企业用能的后顾之忧；西港特区公司还可为入驻企业提供“一站式”行政审批、人力资源、培训、法律咨询、安保物业、金融物流等六大服务。在地理位置方面，柬埔寨地处东南亚交通枢纽位置，到其他东盟国家飞行时间平均只需1.5小时，园区拥有国际级深水港码头——西哈努克国际港口。总体来说，西港特区是中柬务实合作的样板，拥有显著的投资优势、开放的经济体制、便利的交通运输以及特区独享的优惠政策，为公司海外布局提供了巨大优势。

公司基本情况

（一）公司简介

江苏通用科技股份有限公司（通用股份）前身是南方橡胶，主要生产摩托车胎。2002 年 8 月，南方橡胶与自然人戴克新、褚菊芬分别以货币资金出资 285 万元、9 万元和 6 万元，共同组建红豆集团无锡通用橡胶有限公司。2003 年 6 月，红豆集团以货币资金增资 3,700 万元。2004 年第一条全钢丝载重子午线轮胎 10.00R20 研制成功投产。2005 年 5 月，公司更名为江苏通用科技有限公司。2016 年公司在上交所上市。2017 年公司正式跨入半钢胎领域，2018 年开始建设泰国海外基地，2021 年拟建设海外第二基地柬埔寨工厂。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

公司拥有“千里马”、“赤兔马”、“骏马”、“通运”、“喜达通”等多个知名品牌。公司的主要产品为全钢子午胎、半钢子午胎和斜交轮胎，其中全钢子午胎产品根据使用用途包括短途工矿型轮胎、中短途承载型轮胎、中长途公路运输型轮胎、轻卡型轮胎等。半钢子午胎产品根据使用用途包括 PCR（家用轿车轮胎）、SUV（城市越野轮胎）、AT/MT（越野轮胎）、LT（商用载重胎）等。服务对象包括配套市场的汽车制造厂、工程机械厂，以及替换市场的轮胎经销商与消费者。

图 2：公司主要子品牌

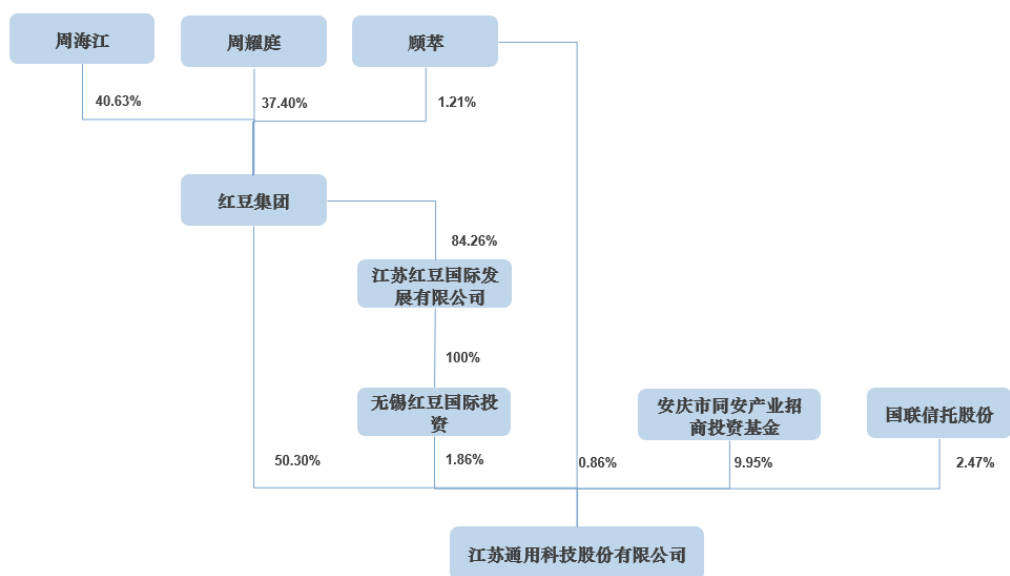


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

股权结构方面，截止 2022 半年报，公司第一大股东是红豆集团有限公司，直接持有公司 50.30%的股权，通过其控制的无锡红豆国际投资有限公司间接持有公司 1.86%的股权。截止 2021 年报，红豆集团由周海江持股 40.63%，周耀庭持股 37.40%，周海燕持股 1.89%，刘连红持股 1.45%，顾萃持股 1.21%。公司最终控制方是周耀庭、周海江、周海燕、顾萃、刘连红。其中，周海江、周海燕为周耀庭子女，顾萃为周海燕配偶，刘连红为周海江配偶。

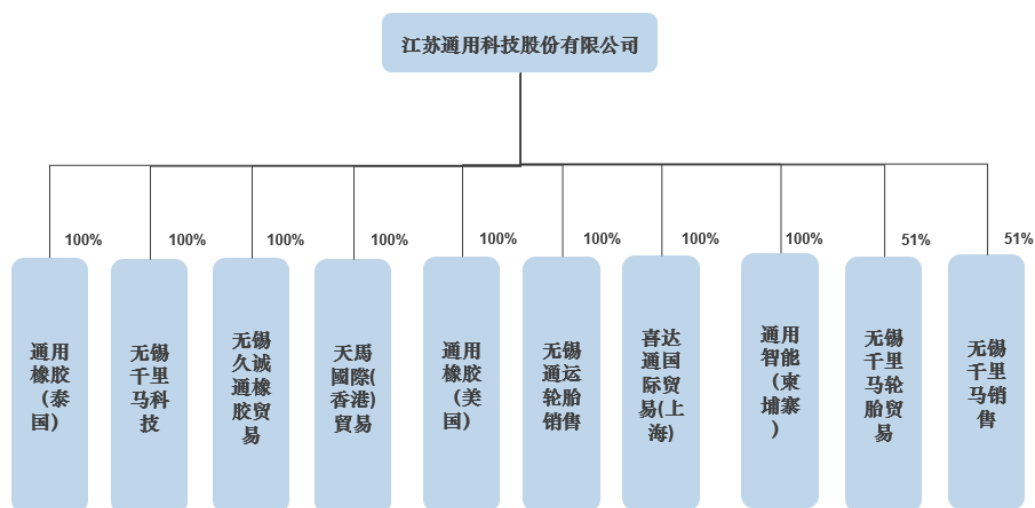
主要子公司方面，无锡千里马科技主要从事轮胎、轮胎用帘子布的制造、加工、销售等业务；无锡久诚通橡胶贸易公司主要从事橡胶及橡胶制品、橡胶轮胎等的销售等业务；通用橡胶泰国、美国公司主要从事橡胶及橡胶制品、轮胎等产品的生产加工与销售等业务。

图 3：公司股权结构图（截至 2022 半年报）



资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

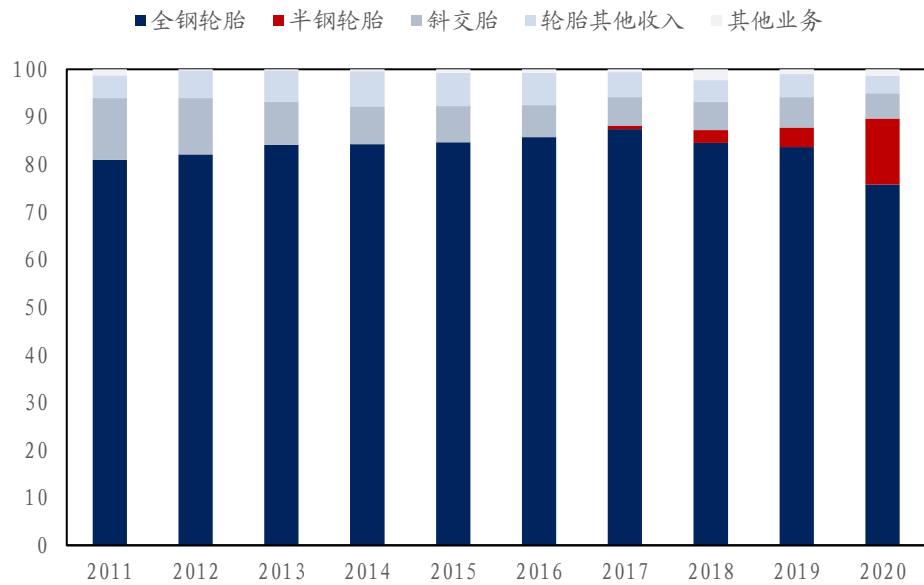
图 4：公司主要子公司（截至 2022 半年报）



资料来源：wind，信达证券研发中心

从行业来看，公司主要从事橡胶轮胎的生产、制造和销售。公司不同轮胎产品中，全钢胎占比最多，2011-2016 年，公司轮胎产品主要是全钢胎和斜交胎，平均收入占比分别为 83.66% 和 9.35%。2017 年公司半钢胎产品开始贡献收入，收入占比从 2017 年的 0.71% 提高到 2020 年的 13.84%，全钢胎和斜交胎的收入占比相应降低到了 2020 年的 75.82% 和 5.32%。公司未详细披露 2021 年各轮胎产品的收入情况。根据我们的拆分，2021 年公司半钢胎收入占比近 32%，全钢胎收入占比近 58%，半钢胎在公司收入中占比持续提升。

图 5：公司业务收入比例（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

（二）公司经营情况

公司积极拓展产品品类，海外建厂进行国际化布局：

在上市之前，截止 2015 年底，公司年拥有 345 万条全钢子午胎产能、100 万条轻卡、农用斜交胎产能和 380 万条摩托车胎产能，这其中包括了全钢一期（200 万条全钢胎，2013 年 6 月全部投产）产能和部分全钢二期产能。

2017 年 1 月全钢二期（200 万条全钢胎产能）全部投产。

2017 年公司开始进入半钢胎领域，进一步拓展了公司的业务范围。2019 年公司 600 万条高性能半钢子午胎技改项目新增产能 250 万条，新增产量 57.4 万条。

2020 年公司新增全钢三期 50 万条产能，600 万条高性能半钢子午胎技改项目新增产能 50 万条，泰国项目新增 50 万条全钢、300 万条半钢产能。

2021 年，全钢一厂因技改减少 100 万条产能，12 月末，全钢三期新增 40 万条产能，泰国工厂新增 50 万条全钢和 300 万条半钢产能。

截止 2021 年底，公司产能情况为：国内全钢胎 390 万条、国内半钢胎 300 万条、泰国全钢 100 万条、泰国半钢 600 万条、国内轻卡、农用斜交胎 100 万条、国内摩托车斜交胎 380

万条，合计轮胎产能为 1870 万条。

根据公司年报等公告，除了以上产能外，公司还规划了柬埔寨西港特区高性能子午胎项目、安徽 1020 万条高性能子午线轮胎项目、江苏无锡 10 万条工程胎技改项目。目前规划的产能全部投产后，公司轮胎总产能将达到近 4000 万条。

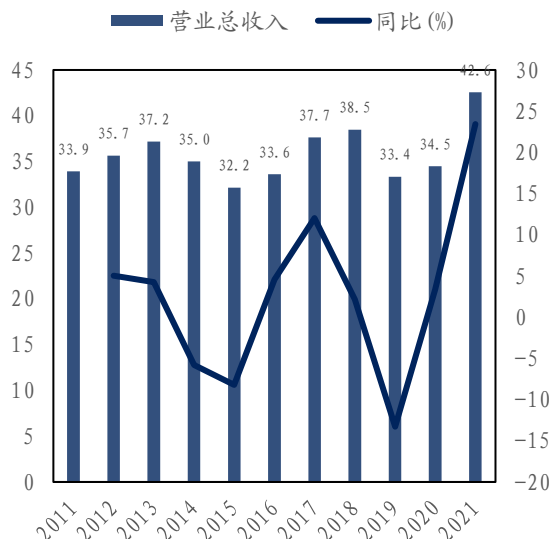
2021 年公司制定了“5X 战略计划”，表示公司将紧抓国内国际双循环机遇，力争未来 10 年内实现国内外 5 大生产基地，5 大研发中心，500 家战略渠道商、5000 家核心门店，以及 5000 万条以上的产能规模。

表 1: 公司产能（万条）

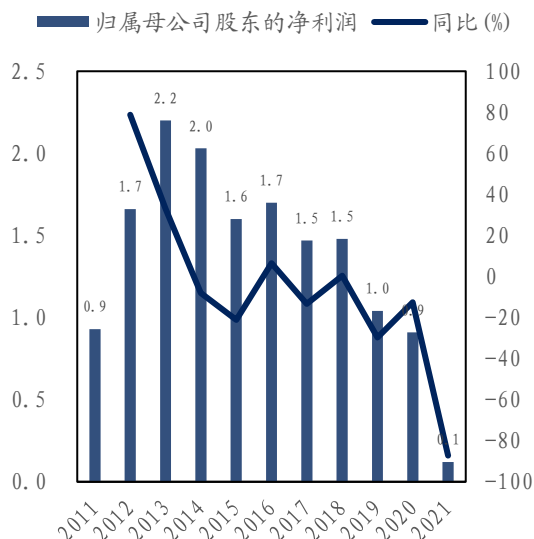
项目	位置	产能	产品类型	投产时间
斜交胎-轻卡、农用	江苏省无锡市	100	斜交胎	2013 年之前
斜交胎-摩托车胎	江苏省无锡市	380	斜交胎	2013 年之前
全钢一期工程项目	江苏省无锡市	100	全钢	2013 年 6 月，200 万条产能全部投产。2021 年，因 10 万条工程胎技改项目，产能减少至 100 万条。
全钢二期工程项目	江苏省无锡市	200	全钢	2014-2015 年部分投产，2017 年 1 月全部投产
全钢三期工程项目	江苏省无锡市	120	全钢	2020 年 8 月投资进度 58%，2022 年 1 月达到预计可使用状态并结项
600 万套轮胎项目	江苏省无锡市	600	半钢	2019 年 250 万条，2020 年 300 万条，剩余 300 万条预计 2023 年完工
泰国全钢	泰国罗勇工业园区	130	全钢	2020 年 50 万条，2021 年底增加 50 万条，2022 年预计新增 30 万条
泰国半钢	泰国罗勇工业园区	600	半钢	2020 年 300 万条，2021 年底新增 300 万条
柬埔寨全钢	柬埔寨西港特区	90	全钢	预计 2023 年 6 月投产
柬埔寨半钢	柬埔寨西港特区	500	半钢	预计 2023 年 6 月投产
安徽全钢	安徽省安庆市	120	全钢	2021 年 5 月公告，建设期 40 个月，分两期
安徽半钢	安徽省安庆市	900	半钢	2021 年 5 月公告，建设期 40 个月，分两期
10 万条工程胎技改项目	江苏省无锡市	10	工程胎	2021 年 7 月公告，建设期 18 个月

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司 2016 年上市以来收入在波动中增加，净利润持续承压。2016 年到 2021 年，公司营业总收入由 33.61 亿元增长到 42.56 亿元，年复合增长率为 4.84%。2021 年公司收入同比增速达到 23.43%，实现了 2011 年以来的最大增幅。公司近年归母净利润有所下降，主要是受到新冠疫情及疫情后全球经济增速放缓、美国轮胎双反、国内轮胎行业竞争激烈、原材料价格上涨、海运费上涨等的影响，同时，公司投建多个新项目，部分生产线逐步投入运行，产能尚处于爬坡阶段，效益尚未释放。公司归母净利润在 2013 年达到 2.20 亿元的最高点，2014-2018 年，公司整体利润维持在 1.5 亿元左右，2019 年开始，随着美国、欧洲对于国内轮胎的双反以及国内轮胎企业在海外工厂的放量，国内轮胎行业遇到空前挑战，尤其是对于没有海外工厂的轮胎企业而言利润承压严重，公司的利润也进一步下降至 1 亿元的水平。2021 年，在海运费大幅上涨、国内需求不振、原材料价格上涨的多重压力之下，公司归母净利润 0.12 亿元，同比下降 87.24%。

图 6：公司营业收入（亿元）及增长情况


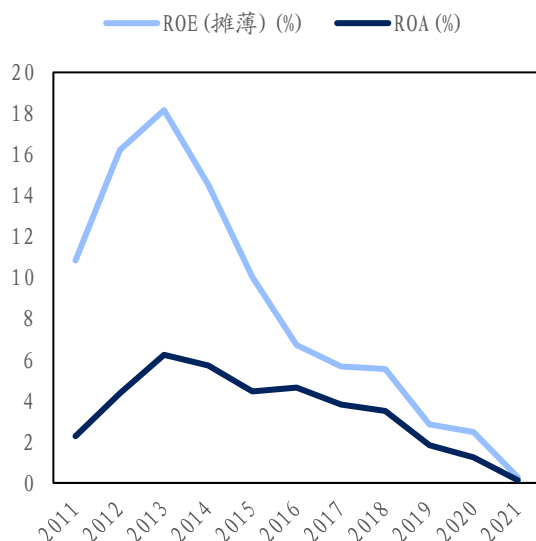
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 7：公司归母净利润（亿元）及增长情况


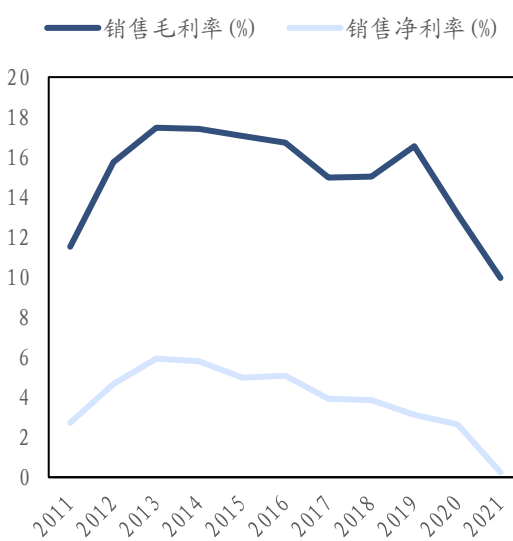
资料来源：wind，信达证券研发中心

公司 ROA、ROE 也和归母净利润一样，在 2013 年达到高点，随后逐渐下降。2021 年公司 ROE（摊薄）为 0.27%，ROA 为 0.13%，达到 2011 年以来的最低点。公司 2019 年毛利率和净利率分别为 16.54% 和 3.12%，2020 年、2021 年在疫情、海运费等多重打压之下毛利率净利率连续下滑，我们预计随着疫情防控常态化、海运费价格回落，未来公司盈利能力能逐步恢复。

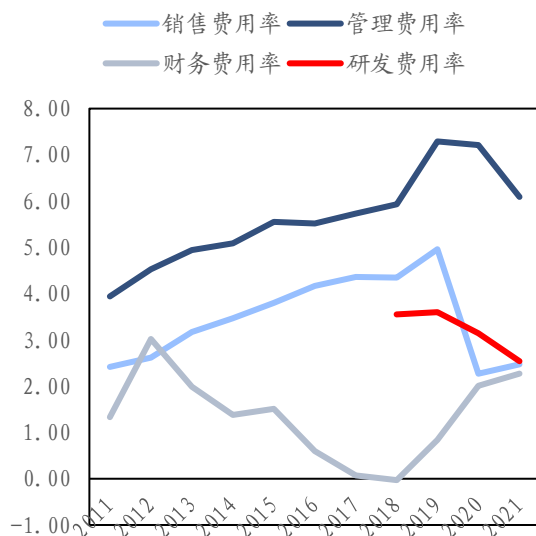
公司销售费用、管理费用、财务费用三费费率和近三年来不断下降，2019-2021 年三费费率分别为 13.09%、11.49%、10.83%。随着公司未来产能落地，公司三费费率有望进一步降低。公司 2019-2021 年研发费用投入分别为 1.20、1.08、1.08 亿元，占营业收入的比重分别为 3.60%、3.14%、2.54%。根据公司“5X 战略计划”中建设 5 大研发中心的目标，我们认为公司还会持续加大研发投入。

图 8：公司 ROA 和 ROE (%)


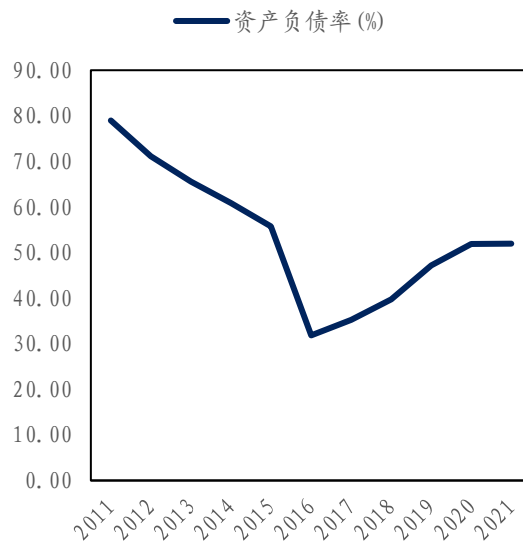
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 9：公司销售毛利率和净利率 (%)


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 10: 公司费用率 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 11: 公司资产负债率 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

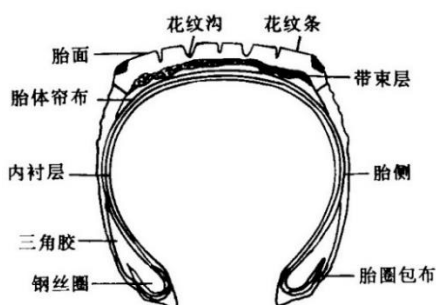
轮胎行业风云变幻，头部企业加速全球化布局

（一）轮胎行业特点

1. 轮胎子午化

现代汽车一般都采用充气轮胎，一般包括胎面、胎身、钢带、补强带、内衬层、胎侧、胶条、衬垫、子口包布、胎圈钢丝等结构。

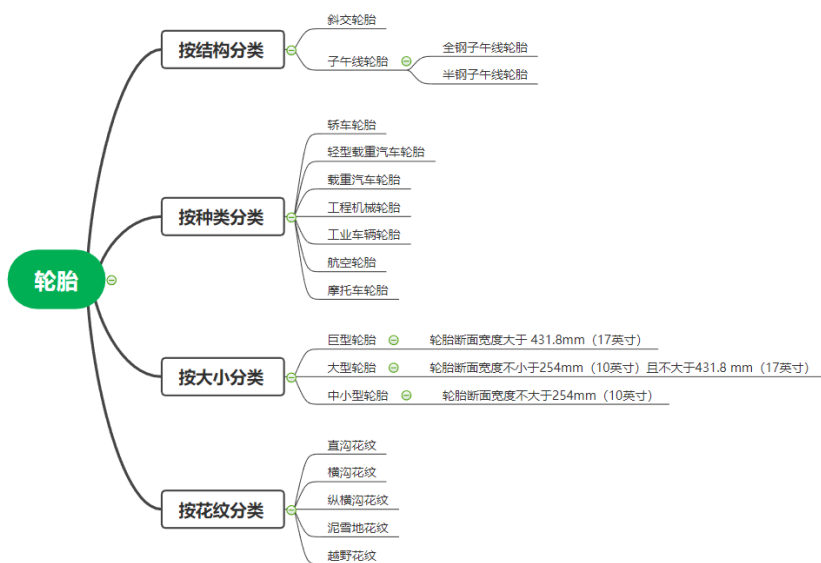
图 12：充气轮胎结构示意图



资料来源：《轮胎结构力学设计理论研究进展》，信达证券研发中心

轮胎种类繁多多样，按照不同的分类方法，有不同的产品类型。按照结构来分类，可以分为斜交轮胎、子午线轮胎；按照种类来分类，可以分为轿车轮胎、轻型载重汽车轮胎、载重汽车轮胎、工程机械轮胎、工业车辆轮胎、航空轮胎和摩托车轮胎等；按大小可分为巨型轮胎 [轮胎断面宽度大于 431.8mm (17 英寸) 的轮胎]、大型轮胎 [轮胎断面宽度不小于 254mm (10 英寸) 且不大于 431.8 mm (17 英寸) 的轮胎]、中小型轮胎 [轮胎断面宽度不大于 254mm (10 英寸) 的轮胎]；按花纹可分为直沟花纹、横沟花纹、纵横沟花纹、泥雪地花纹和越野花纹轮胎等。

图 13：轮胎种类



资料来源：《我国汽车轮胎行业现状及发展》，信达证券研发中心

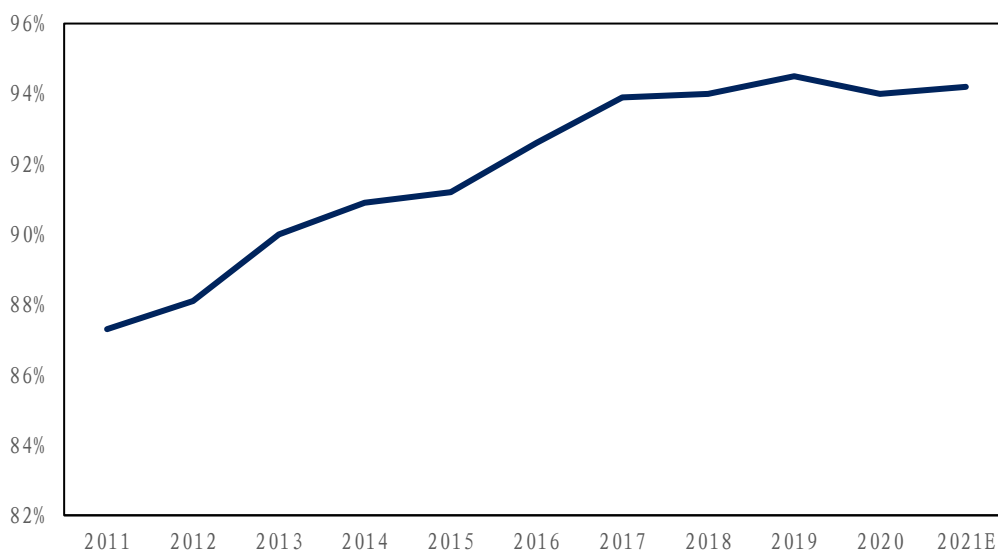
图 14：斜交轮胎、子午线轮胎、浇注轮胎结构示意图



资料来源：《轮胎结构力学设计理论研究进展》，信达证券研发中心

斜交轮胎的胎面和胎侧强度大、胎侧刚度大、舒适性稍差，由于其在高速转动过程中帘布层间错位和摩擦大造成胎体生热大而不适宜高速行驶。随着子午线轮胎的发展，斜交轮胎正在逐步淡出轮胎市场，目前其主要应用于工程机械轮胎。根据《中国橡胶工业年鉴》的统计，我国轮胎子午化率在 2011 年已达到 87.3%，2018 年以来进一步提升到 94% 以上。（注：数据来源于中国橡胶工业协会轮胎分会调查测算；不包括摩托车、自行车轮胎等；2021 年数据为 2021 年 12 月出版的《中国橡胶工业年鉴》预测值）

图 15：轮胎子午化率

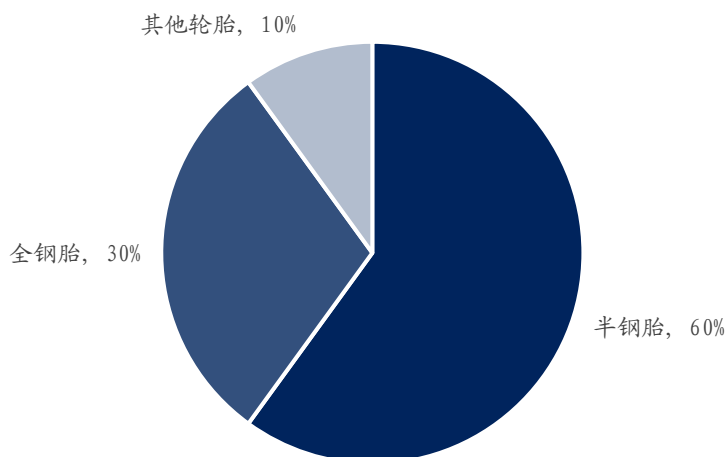


资料来源：《中国橡胶工业年鉴》，信达证券研发中心

子午线轮胎又可分为全钢子午线轮胎和半钢子午线轮胎，全钢子午线轮胎主要应用于客车、货车等大型商用车领域，半钢子午线轮胎主要应用于乘用车及小型商用车领域。根据米其林

2021 年报的统计，2020 年全球轮胎市场总额约 1530 亿美元，其中半钢胎占比约 60%，全钢胎占比约 30%。

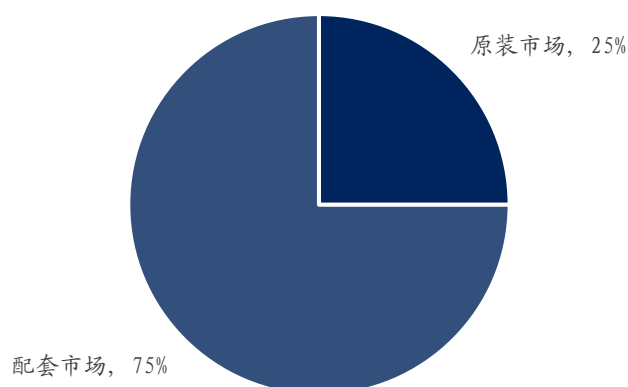
图 16：2020 年全球不同轮胎市场份额占比



资料来源：米其林 2021 年报，信达证券研发中心

轮胎按市场渠道分，可分为原配市场和替换市场。原配市场为汽车和工程机械主机厂配套轮胎，约占轮胎销售额的 1/4；替换市场为使用中汽车和工程机械更换轮胎，约占轮胎销售额的 3/4。由于全球车辆的保有量远大于每年增量，替换市场大于原配市场，即使在经济低迷新车销量锐减的时候，替换市场并不会有很大变动，因此轮胎行业的需求弹性低，抗周期性较强。

图 17：2020 年全球不同轮胎市场份额占比



资料来源：米其林 2021 年报，信达证券研发中心

2. 轮胎绿色化

绿色轮胎是指高性能子午线轮胎，是指节能、环保、安全的子午线轮胎产品，具有低滚动阻力、低燃油消耗、出色的操纵稳定性、更短的制动距离、更好的耐磨性、可多次翻新等突出的动态产品特性，并符合《绿色轮胎技术规范》要求的轮胎。国际上亦称为 FE 轮胎、低滚动阻力轮胎或者 UHP 轮胎。

20 世纪 30 年代，德国、美国等欧美发达国家开始研制二氧化硅产品，进入 40 年代，二氧化硅实现了工业化生产。70 年代以来，随着西方国家对二氧化硅研究的不断深入，其生产和应用领域方面得到了很大发展，全球产能达到了较高水平。

20 世纪 90 年代，米其林公司使用罗地亚公司（现已被索尔维收购）提供的高分散二氧化硅，推出了高性能的绿色轮胎后，绿色轮胎以其舒适安全、环保节能的特点被大众接受。

进入 21 世纪之后，绿色轮胎的概念更加深入人心，在欧盟的推动下，多项关于绿色轮胎的法规和行业标准得以施行。2008 年，欧盟实行了 REACH 法规；2009 年，欧盟颁布 EC661/2009《欧盟汽车一般安全的型式认证要求》和 EC1222/2009《有关燃油效率及其他基本参数的轮胎标签》，对轮胎滚动阻力、湿路面抓着性及噪声性能提出了要求，并将轮胎的性能划分为 7 个等级，达不到最低限定等级的轮胎不得在欧盟内销售。

表 2：绿色轮胎相关法规和行业标准

时间	相关法规	地区	相关内容
2008	REACH 法规	欧盟	企业需为在欧盟境内年产量或进口量超过 1 吨的化学物质（物质本身，混合物中的物质或物品中有意释放的物质）向欧盟化学品管理局（ECHA）提交注册，否则该企业将不得在欧盟范围内继续制造、进口或销售该化学品。
2009	EC661/2009《欧盟汽车一般安全的型式认证要求》和 EC1222/2009《有关燃油效率及其他基本参数的轮胎标签》	欧盟	对轮胎滚动阻力、湿路面抓着性及噪声性能提出了要求，并将轮胎的性能划分为 7 个等级，达不到最低限定等级的轮胎不得在欧盟内销售。
2010	轮胎燃油效率法规	美国	所有轮胎生产商都必须在该法规公布的 12 个月内，按照燃油效率（滚动阻力）、安全性能（牵引力）和耐久性能（磨耗）对替换轮胎进行分级，并在轮胎的显著位置进行标识。
2010	自愿标签制度	日本	标示轮胎的滚动阻力和湿路面抓着性能等级。
2011	轮胎标签法	韩国	对轿车轮胎和轻型载重汽车轮胎的滚动阻力和湿路面抓着性能提出了明确的指标和分级标准，确定了自 2011 年 12 月 1 日起分步实施的时间节点，并强制性要求轮胎制造商从 2012 年 12 月 1 日起将轿车轮胎和轻型载重汽车轮胎的燃油效率和安全性能信息以标签的形式予以体现。
2012	轮胎标签法	欧盟	在欧盟销售的轿车胎、轻卡胎、卡车胎及公共汽车轮胎必须加贴标签，标示轮胎的燃油效率、滚动噪声和湿滑路面抓地力的等级。欧盟根据燃油消耗和湿滑路面抓地力，将轮胎分为 A~G 七个等级，A 代表性能最高，G 代表性能最差。另外，欧盟还对轮胎的噪声排放进行了分级。
2016	《轮胎标签分级标准》、《轮胎标签管理规定》	中国	推动中国绿色轮胎产业化。规范国内轮胎性能指标，淘汰一些性能不达标的轮胎产品和落后产能，提高产业集中度，促进市场良性竞争，实现产品结构调整及企业转型升级。同时，对轮胎性能提出更高要求，全面提高产品档次和市场竞争能力，促进技术创新，增强品牌效应，提高企业竞争力。
2021	《轮胎行业“十四五”发展规划指导纲要》	中国	树立新发展理念，提高“市场免疫”能力、“危机管理”能力；坚持技术创新，提高轮胎质量，培育知名品牌；进一步采用智能化、数字化和平台化实现转型升级；大力开展产业结构调整，淘汰落后产能；坚持绿色环保和“走出去”发展，稳定轮胎出口，力争“十四五”末进入轮胎工业强国中级阶段。

资料来源：《全球轮胎标签制度现状》，《中国橡胶工业年鉴》，确成股份招股书等，信达证券研发中心

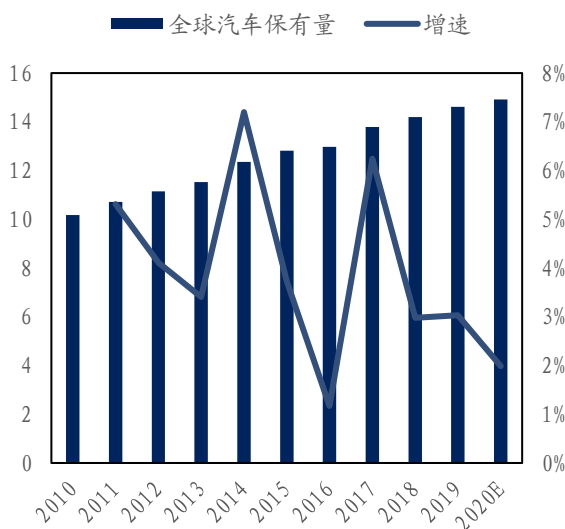
（二）轮胎行业风云迭起，全球化是大势所趋

1. 轮胎总体需求稳步提升

轮胎市场主要包括配套和替换两个市场，配套市场需求主要取决于新车产量，受下游汽车市场的影响较大；替换市场需求与汽车保有量相关性较大，全球范围内约 70% 以上的轮胎需求由汽车保有量创造。一般来说，轿车有 4 条配套胎，轮胎寿命 2~3 年，一般 6~8 万公里要更换，替换市场受经济周期的影响也远小于配套和出口市场。

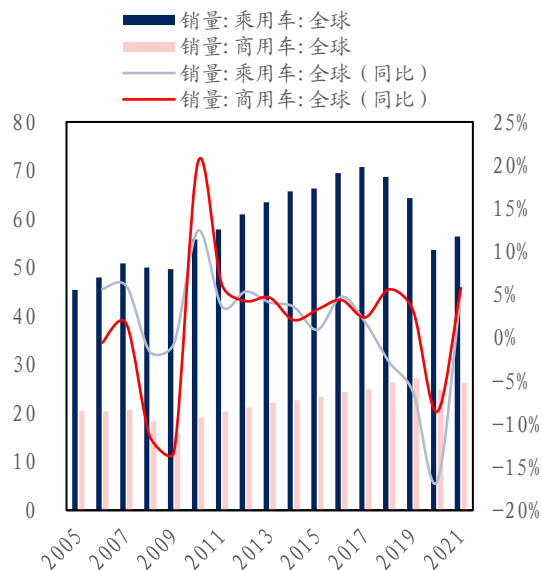
从全球来看，替换市场对轮胎需求持续保持平稳增长，同时配套市场也积累了一定量级。全球汽车保有量维持正向增长，从 2010 年的 10.17 亿辆增长到了 2019 年的 14.62 亿辆，年均复合增速达 4.12%，OICA 认为 2020 年的保有量达 14.91 亿辆，虽受到疫情影响但仍有 1.98% 的增速。全球汽车销量方面，2011-2019 年，全球商用车销量仍正向增长，乘用车销量在 2018 年达到顶峰，随后开始有所回落。2021 年全球商用车和乘用车销量分别达到 2629 万辆和 5640 万辆，相较 2020 年均有所恢复。我们认为，全球汽车保有量近十年来逐年增长，且全球汽车销量已经达到每年数千万条的量级，每年将会给汽车保有量带来正的贡献，再加之新能源汽车的异军突起，全球轮胎市场需求将会稳中有增。

图 18：全球汽车保有量及增速（亿辆，%）



资料来源：前瞻产业研究院，OICA，信达证券研发中心

图 19：全球汽车销量及同比（百万辆，%）



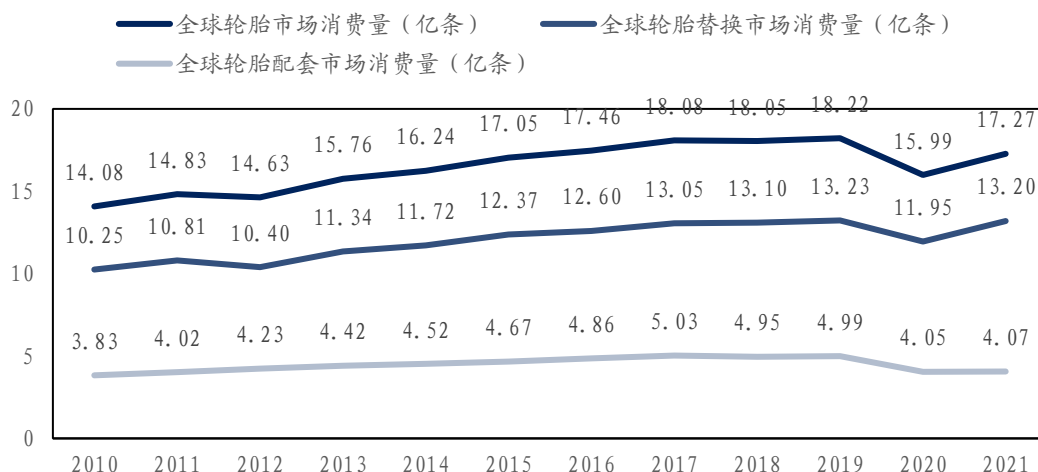
资料来源：wind，信达证券研发中心

汽车保有量的提升会顺势拉动轮胎需求。据 Bonafide Research 数据，从 2015 年到 2020 年，全球轮胎市场以 4.08% 的复合年增长率增长。由于 COVID-19 大流行的爆发而实施了封锁和社会行动限制，全球轮胎市场在 2020 年急剧下跌了约 4%。但从主要轮胎巨头 2021 年的业绩来看，2021 年，全球轮胎消费需求已经从 2020 年疫情中逐步修复，恢复正向增长。Bonafide Research 的《2026 年全球轮胎市场展望》研究报告显示：截至 2020 年，全球轮胎市场的年销量超过 20 亿条。预计全球轮胎市场到 2026 年将有 27 亿条轮胎。

2010-2019 年全球轮胎市场消费量整体稳中有增。全球轮胎消费量从 2010 年的 14.08 亿条增加到 2019 年的 18.22 亿条，年均复合增速达到 3%，其中替换市场占比在 71%-75% 之间，占据了轮胎市场绝大部分江山。2020 年在新冠疫情的冲击下，全球轮胎市场消费量下滑至 15.99 亿条，降幅 12%，其中替换市场下滑至 11.95 亿条，降幅 10%，配套市场下滑至 4.05 亿条，降幅 19%，配套市场受到疫情影响更明显。2021 年全球轮胎消费量回升到

了 17.27 亿条，同比增加 8%，但仍未达到 2019 年的水平。细分来看，2021 年替换市场消费量达到 13.20 亿条，已基本接近 2019 年的 13.23 亿条，但是配套市场消费量达 4.07 亿条，距离 2019 年的 4.99 亿条仍有一定距离。总体来看，配套市场受到疫情影响更大、恢复更慢，而替换市场更具有韧性。

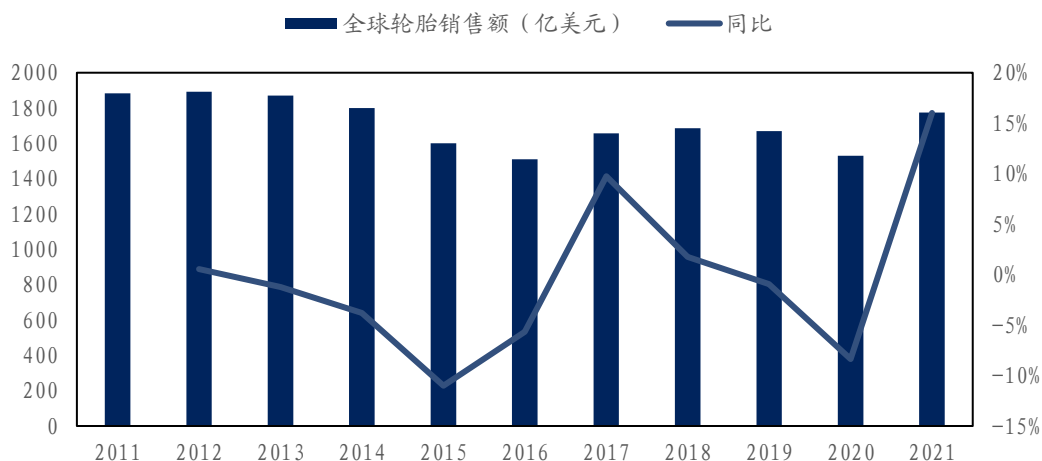
图 20：全球轮胎消费量（亿条）



资料来源：米其林，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

除疫情影响外，全球轮胎销售额近五年有所恢复和增长。2011-2019 年，全球轮胎消费量稳中有增，但是销售额却是先降后增。这主要是因为轮胎销售额还受到轮胎单价的影响，2012 年之后大宗能源化工商品价格进入下降周期，降低轮胎成本和平均销售单价，进而导致全球轮胎销售额出现下滑，从 2012 年的 1893 亿美元下滑至 2016 年的 1510 亿美元。2016 年之后价格恢复、数量持续增加，全球轮胎销售额缓慢增长，2019 年达到 1670 亿美元，2020 年疫情影响下有所下滑，但 2021 年已回升到 1775 亿美元，达到 2014 年以来的新高。

图 21：全球轮胎销售额及同比增减情况（亿美元，%）

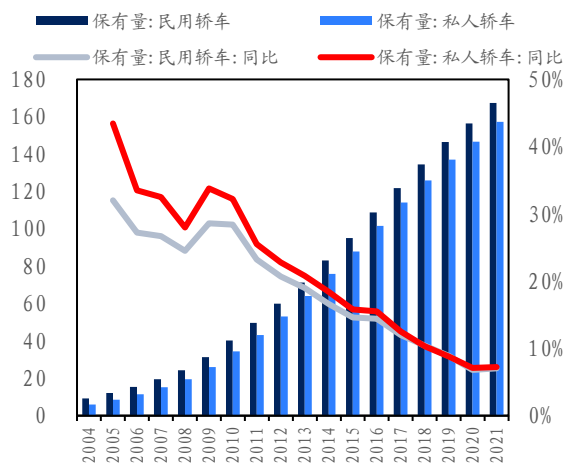


资料来源：前瞻经济学人，米其林，中国化工报等，信达证券研发中心

从国内来看，我国汽车保有量基数巨大，产量趋于稳定。替换市场方面，在经历了十几年的高速发展后，2021 年民用轿车保有量达 1.67 亿辆，同比增幅达到 7.03%。虽然 2021 年

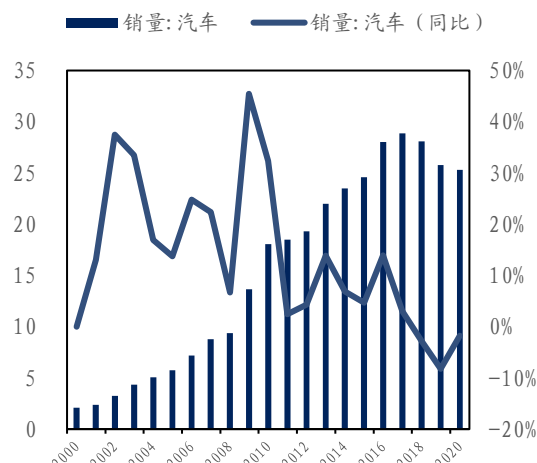
增速回落,不及之前高速发展时期增速最高达到 40%+,但是由于之前积累的体量巨大,2021 年同比仍有 1099 万辆的增量,给轮胎带来新的需求。配套市场方面,2021 年我国汽车销量达 2531 万辆,近几年销量在 2700 万辆附近震荡,配套市场能够给轮胎带来较为稳定的需求。

图 22: 我国汽车保有量及同比 (百万辆, %)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

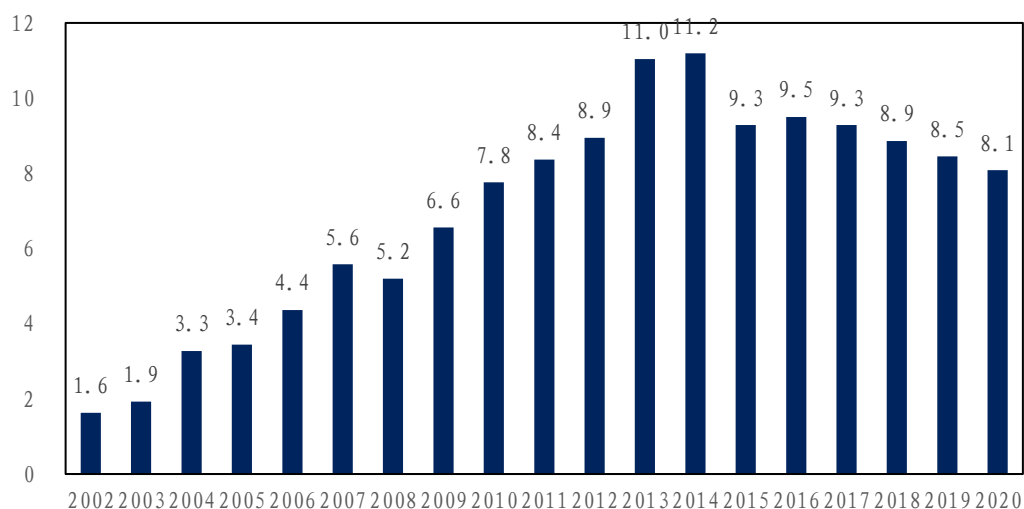
图 23: 我国汽车销量及同比 (百万辆, %)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

2002 年至 2014 年,我国橡胶轮胎外胎产量由 1.6 亿条增长到 11.2 亿条。但随着 2015 年我国宏观经济发展降速,以及轮胎出口市场不断遭遇各种反倾销制裁,2015 年全国轮胎产量只有 9.3 亿条,比 2014 年同期降低了 17.05%。如果再考虑到产品均价的降低,2015 年我国轮胎全行业的产值出现了大幅负增长。2015 年后,我国橡胶轮胎外胎产量大致维持在 8.5-9.5 亿条。2020 年我国橡胶轮胎外胎产量达到 8.1 亿条,疫情影响下达到 2011 年以来最低。

图 24: 我国橡胶轮胎外胎产量 (亿条)



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

2. 行业竞争格局

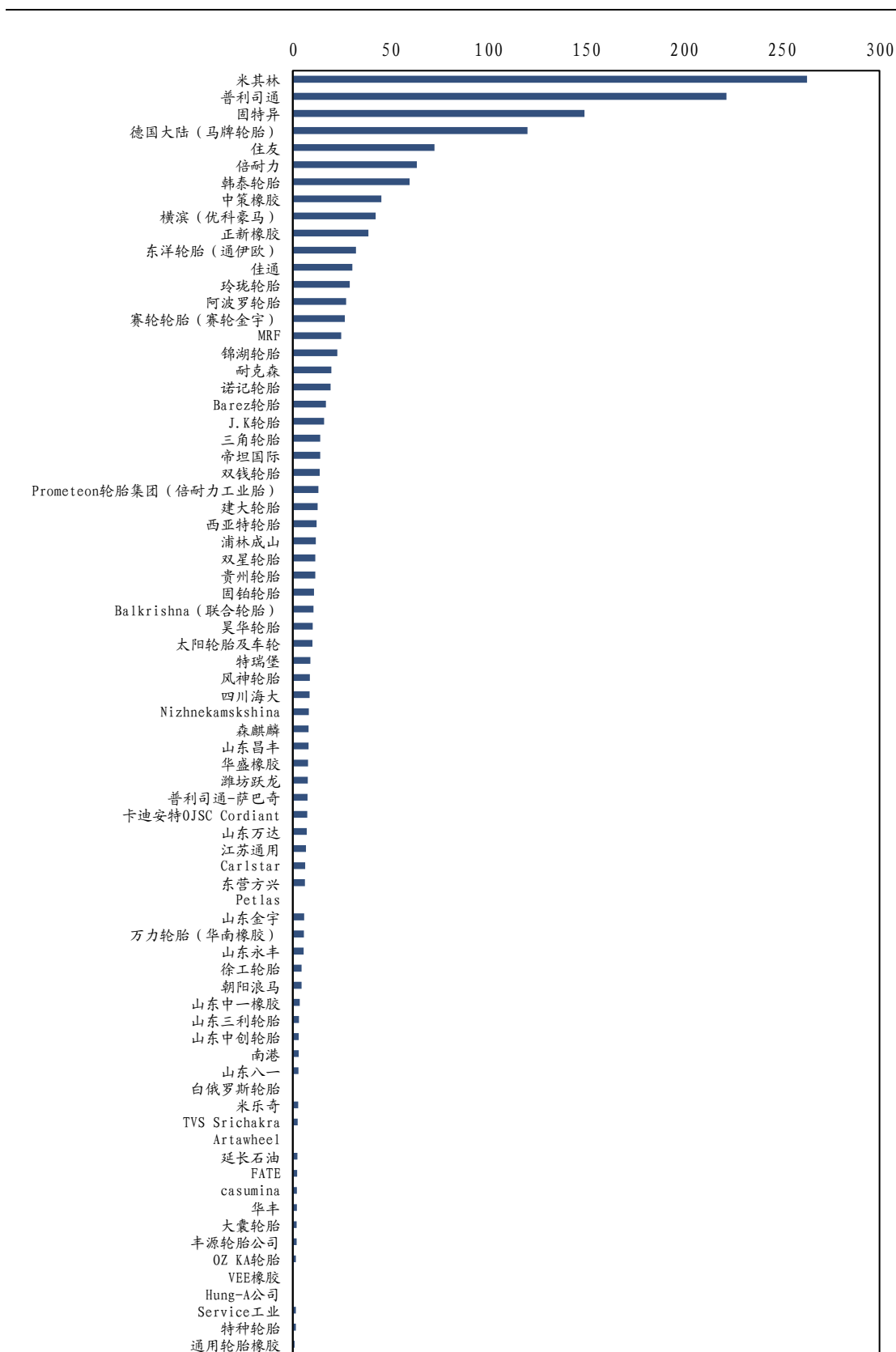
静态来看，2021 年全球轮胎销售额约 1775 亿美元。其中，CR3 占比约 36%，CR10 占比约 61%，CR20 占比约 75%。全球轮胎“20 亿美元俱乐部”企业共 17 家，前三把交椅分别属于米其林、普利司通、固特异，销售额分别达到 263、222、149 亿美元。有 4 家中国企业也跻身“20 亿美元俱乐部”，分别是中策橡胶（销售额 45 亿美元），中国台湾的正新橡胶（销售额 39 亿美元），玲珑轮胎（销售额 29 亿美元），赛轮轮胎（销售额 27 亿美元）。

表 3：全球轮胎“20 亿美元俱乐部”企业

品牌	国家	2021 年销售额（亿美元）	全球排名
米其林	法国	262.95	1
普利司通	日本	221.75	2
固特异	美国	149.17	3
德国大陆（马牌轮胎）	德国	120.00	4
住友	日本	72.50	5
倍耐力	意大利	63.40	6
韩泰轮胎	韩国	59.76	7
中策橡胶	中国	45.28	8
横滨（优科豪马）	日本	42.30	9
正新橡胶	中国台湾	38.66	10
东洋轮胎（通伊欧）	日本	32.27	11
佳通	新加坡	30.40	12
玲珑轮胎	中国	29.14	13
阿波罗轮胎	印度	27.32	14
赛轮轮胎	中国	26.61	15
MRF	印度	24.76	16
锦湖轮胎	韩国	22.74	17

资料来源：轮胎商业，车与轮等，信达证券研发中心

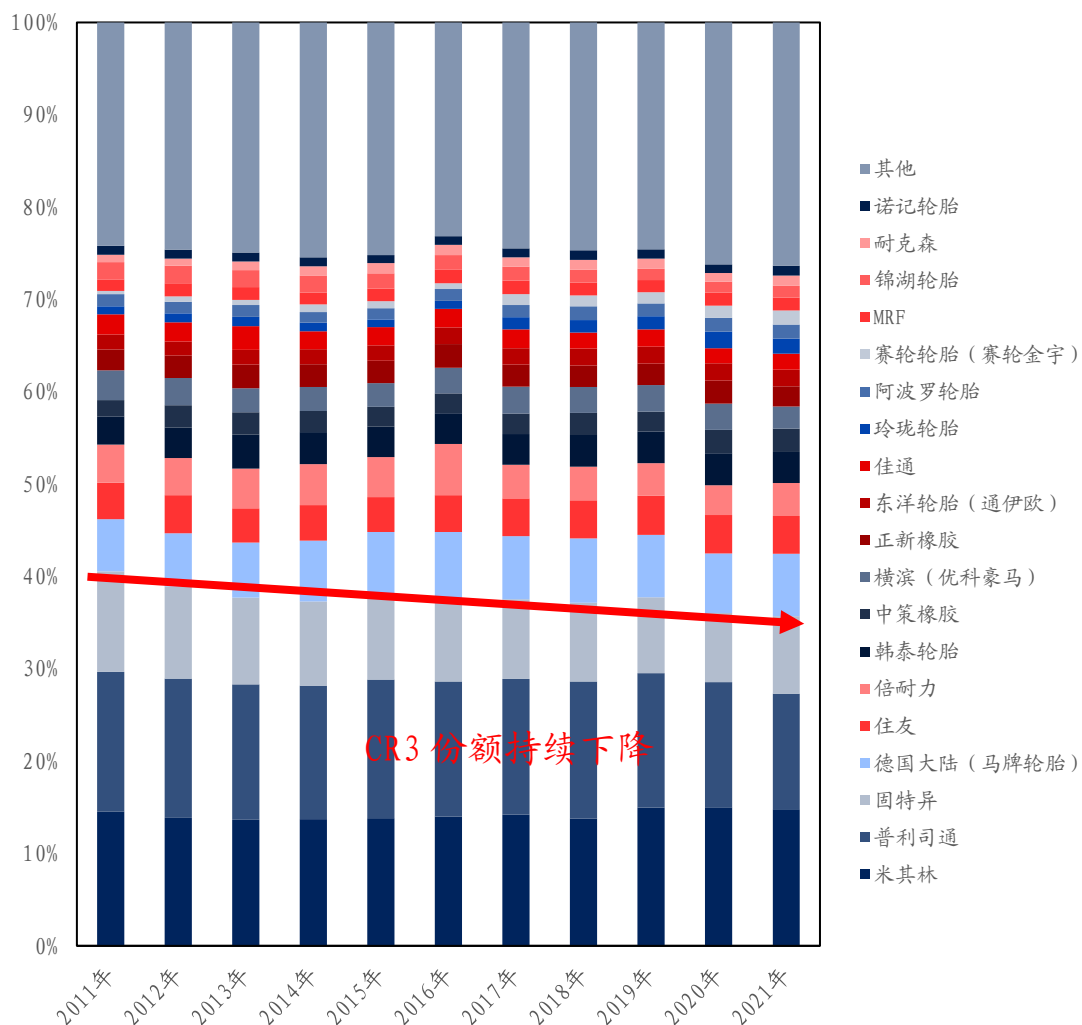
图 25: 2022 年全球轮胎 75 强企业及其销售额 (亿美元)



资料来源: TireBusiness, 车与轮等, 信达证券研发中心

动态来看，传统轮胎三巨头（米其林、普利司通、固特异）虽然稳居前三位，但 2001 年三巨头合计占有全球轮胎市场的 57%，2011 年占有 41%，2021 年已经下降至 36%，份额显著下降。而新兴市场制造商，尤其是中国轮胎制造商规模增长迅速。

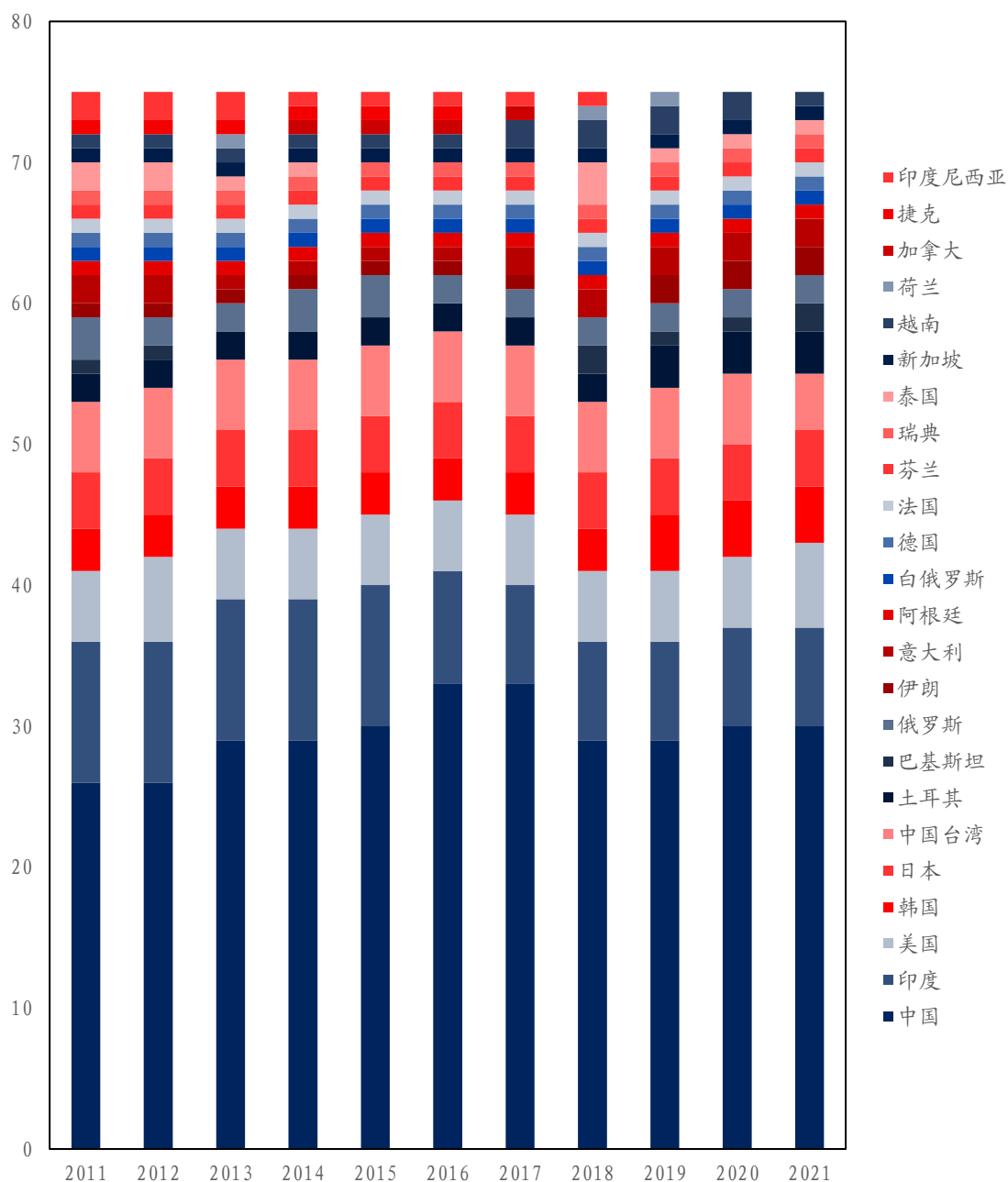
图 26：全球轮胎行业市场份额变化



资料来源：TireBusiness，轮胎世界网等，信达证券研发中心

中国轮胎企业靠低成本生产优势快速扩大规模，首先占领了对于性价比要求最高的全钢胎市场，同时，也凭借着在安全稳定性方面的逐步稳定和价格优势，进一步占领了部分半钢胎市场。全球轮胎 75 强企业中，中国企业数量最多，近十年数量均值接近 30 家，占比近半。

图 27：全球各国家和地区轮胎 75 强企业数量



资料来源：TireBusiness，轮胎世界网等，信达证券研发中心

轮胎生产是劳动密集型企业，在外资品牌的欧美生产基地中，劳动力成本在总成本中占比很高，因此向低成本地区转移产能是轮胎行业发展的趋势。中国劳动力成本低，产业工人素质高，并且本身就是轮胎消费的重要市场，因此国际领先的外资企业纷纷在中国建立工厂。全球轮胎前十品牌制造商均已在中国设厂。

图 28：外资品牌轮胎在中国建厂分布



资料来源：信达证券研发中心

3. 双反加速中国轮胎企业全球化布局

2007 年,美国对中国非公路轮胎反倾销反补贴立案。这是美对华首次进行轮胎反倾销调查。

2009 年,美国国际贸易委员会发布公告,启动对中国输美乘用车与轻型卡车轮胎的特保调查。

2013 年,美国对华非公路用轮胎展开日落复审,对中国 6 家轮胎企业进行 337 调查。

2014 年,美国对来自中国的乘用车及轻卡轮胎产品启动“双反”调查。

2016 年,美国钢铁工人联合会提出诉求,针对中国的非公路用轮胎进行“双反”调查。

2016 年,美国钢铁工人联合会提出诉求,针对中国的卡客车轮胎进行“双反”调查。

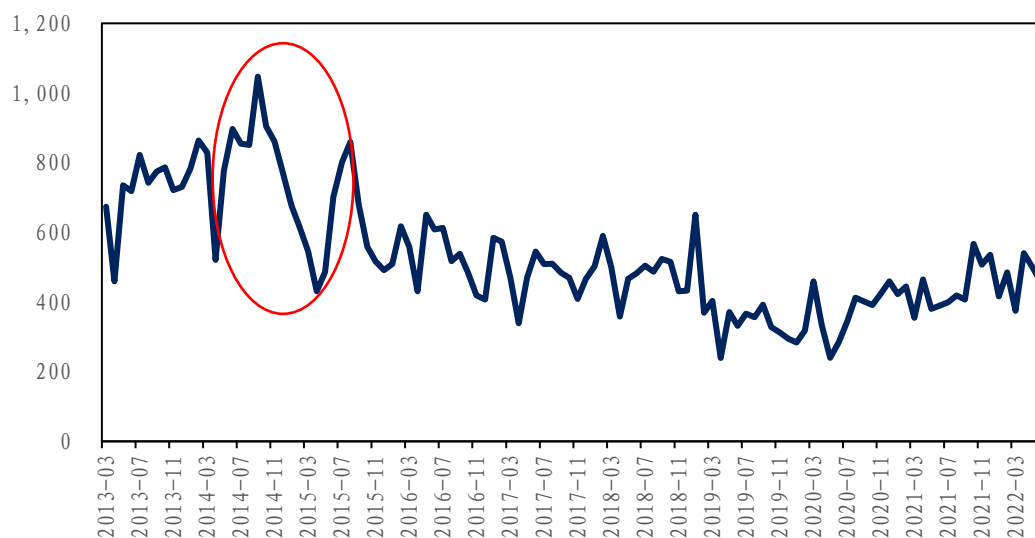
2017 年,欧盟正式立案对中国卡客车轮胎进行“双反”调查。

历次美国对进口轮胎发起双反调查都是由钢铁工人协会等机构提出申请,美国商务部负责调查和裁定税率,最终交由美国国际贸易委员会仲裁投票是否最终确立双反并征税。钢铁工人协会是美国最大的工会组织,不仅是钢铁钢业,而是涵盖了几乎整个制造业。以美国工人为发起点提出的申请,针对的是进口产品,最终目的是减少进口,保护美国本土的就业岗位。这种调查并加征关税,首要的矛头是指向进口数量最大的来源国,因为进口数量对美国本土就业岗位数量的影响最大,即便是固特异在中国工厂向美国出口也要被固特异美国本土的工人反对。发起调查后,拟被税企业可以提交材料应诉自证不存在对美不公平的倾销,一般在半年后美国商务部发布初裁的税率结果,并在宣布时刻起按照初裁税率征税。此后又有近半年的时间,被税企业仍可以复议。最后美国商务部对税率做出终裁,交美国国际贸易委员仲裁,仲裁判断此次双反成立与否,成立则继续按照美国商务部定下的税率征税,期限 5 年;不成立则全盘推翻此次调查,退还已经征收的反倾销、反补贴税,这种需要退税情况出现的概率可想而知。

像其它制造业上面的中国效率优势一样，轮胎制造在中国快速发展。到了 2014 年，美国乘用车及轻卡替换轮胎市场上，将近 46% 的产品来自美国自产，18% 来自中国，剩下 36% 来自所有其它对美出口国家。虽然这 18% 来自中国的产品不都是中国企业的，但这在美国轮胎工人眼里是没差别的，要限制来自中国的进口。

2015 年 1 月美国商务部做出了初裁，2015 年 6 月做出了终裁，中国轮胎厂商将被征收 14.35% 至 87.99% 的反倾销税和 20.73% 至 100.77% 的反补贴税。贸易制裁直接导致我国出口到美国轮胎数量出现明显下降。

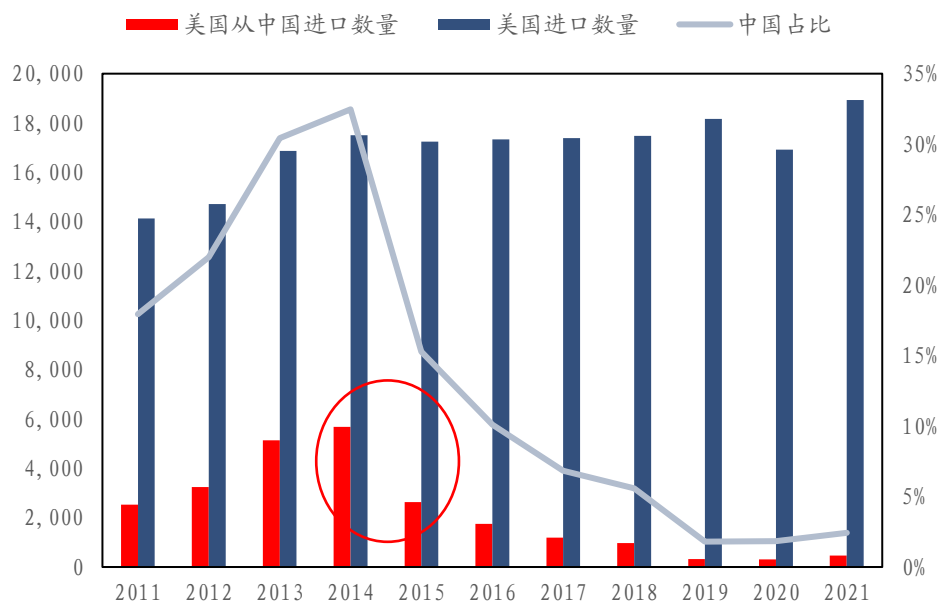
图 29：中国出口到美国轮胎数量（万条）



资料来源：wind，信达证券研发中心

国家之间进出口数据彼此之间可以互相验证，美国进口轮胎数据也直观反映出来：来自中国的轮胎已经逐渐淡出美国市场。2011-2021 年，除了新冠疫情对 2020 年进口量的扰动外，美国进口乘用车胎数量总体上稳中有增。美国进口自中国的乘用车胎在 2014 年达到高点，在当年美国进口量中占有 1/3，而从 2015 年开始，美国进口自中国的乘用车胎数量极速下滑，2015 年直接腰斩，并在之后持续下滑，2021 年美国进口轮胎市场中，已经很难看到来自中国的轮胎。

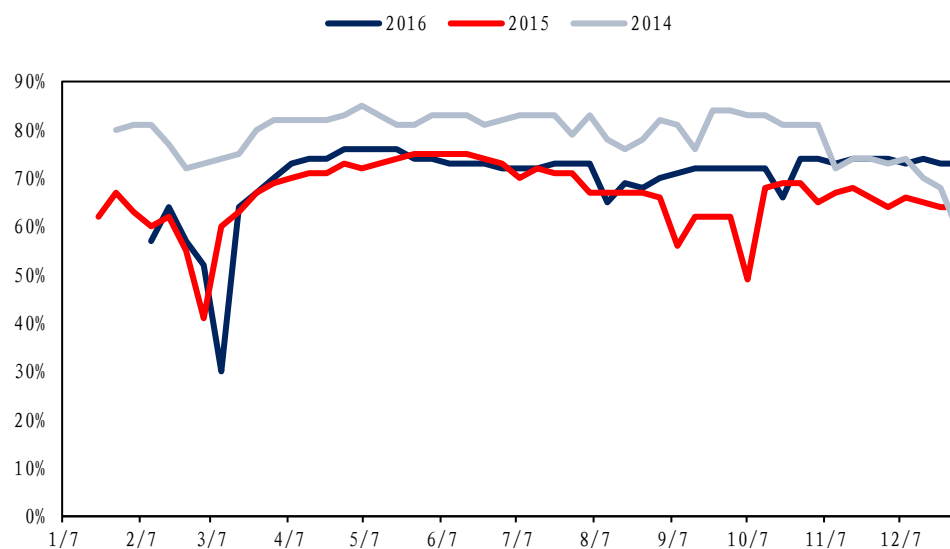
图 30: 美国进口乘用车轮胎情况 (万条, %)



资料来源: 美国海关, 信达证券研发中心

同时, 2014 年对美出口乘用车轮胎巅峰, 2015 年被美国双反之后, 国内半钢胎开工率出现了明显的同比下滑。

图 31: 中国半钢胎开工率 (%)



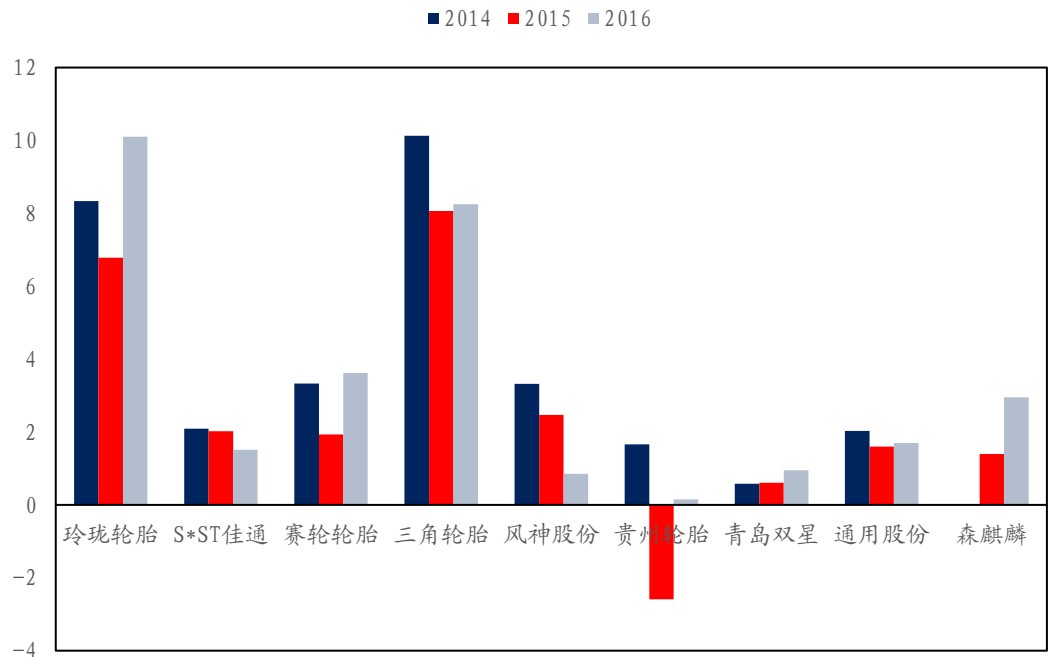
资料来源: wind, 信达证券研发中心

从我国轮胎行业上市公司的归母净利润来看, 风神、贵轮、赛轮、玲珑、三角、通用股份 2015 年的利润都出现了同比下滑。美国是全球最大的乘用车轮胎消费市场, 这个市场对中国企业

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 27

关上大门的话，影响是不容忽视的。上面这些企业不都对美出口乘用车轮胎，甚至有些是只生产销售卡车轮胎的，但也不能置身事外。因为对美出口乘用车轮胎受阻的企业会将产品投入非美市场，所有生产乘用车轮胎的企业都会感觉到竞争加剧；竞争加剧导致利润下降，同时生产乘用车、卡车轮胎的企业会将更多的业绩期望转向卡车轮胎，所以只生产卡车轮胎的企业也会被裹挟到这场更激烈的竞争中。用今天的话说，就是发生了“内卷”。

图 32：A 股轮胎上市公司归母净利润（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

欧美对中国轮胎的双反，在中国轮胎生产企业角度看是贸易壁垒，在欧美市场角度看，则是一场供给侧改革，减少了市场上的大量的低成本供应者。供给侧改革的威力我们都不陌生，一定会导致竞争减弱、产品价格水平提升。所以美国的乘用车轮胎、美国的卡车轮胎、欧盟的卡车轮胎市场会成为高价格水平市场。中国轮胎企业设立海外工厂的目的就是为了进入这 3 个市场。海外工厂的全钢胎产能是为了生产产品进入欧美，海外工厂的半钢胎产能是为了生产产品进入美国。

中国轮胎企业到海外设立工厂，第一个是赛轮轮胎 2012 年越南建厂，第二个是玲珑轮胎 2013 年泰国建厂。至今在海外建成投产的企业包括：

越南：赛轮轮胎、贵州轮胎、金宇轮胎；

泰国：玲珑轮胎、森麒麟、中策橡胶、华谊集团、浦林成山、通用股份；

马来西亚：福临轮胎；

巴基斯坦：浪马轮胎；

柬埔寨：赛轮轮胎（第二工厂）。

在第二海外工厂的筹备中，赛轮轮胎、通用股份第二海外工厂布局在柬埔寨，森麒麟布局在西班牙，玲珑布局在塞尔维亚。这其中，赛轮轮胎柬埔寨工厂已经投产，并在 2022 年上半

年开始贡献业绩；通用股份柬埔寨工厂预计 2022 年末实现首胎下线，有望成为继赛轮之后第二个拥有海外双工厂的中国轮胎企业。

表 4：中国轮胎企业在海外建厂先后顺序

企业	海外工厂所在地	投产时间（一期）	备注
赛轮轮胎	越南	2013 年	
玲珑轮胎	泰国	2014 年	2014 年首条 PCR 下线，2015 年首条 TBR 下线
森麒麟	泰国	2015 年	2015 年首胎下线，2016 年投产
中策橡胶	泰国	2015 年	
福临轮胎	马来西亚	2018 年	
华谊集团	泰国	2018 年	
浦林成山	泰国	2020 年	
通用股份	泰国	2020 年	
贵州轮胎	越南	2021 年	
金宇轮胎	越南	2021 年	
赛轮轮胎	柬埔寨（第二工厂）	2021 年	
浪马轮胎	巴基斯坦	2022 年	
通用股份	柬埔寨（第二工厂）	预计 2023 年	预计 2022 年末实现首胎下线
玲珑轮胎	塞尔维亚（第二工厂）	/	
森麒麟	西班牙（第二工厂）	预计 2024 年	
昊华轮胎	斯里兰卡		原计划 2022 年底投产，但因斯里兰卡局势问题，投产存在不确定性
青岛双星	越南		2021 年增资锦湖越南而拥有海外产能
风神股份	无		2021 年末，拥有 PTG（继承意大利百年轮胎企业倍耐力公司的工业胎资产）62%表决权
三角轮胎	无		2017 年决定建设美国工厂，2022 年公告终止该项目

资料来源：各公司公告，轮胎世界网等，信达证券研发中心

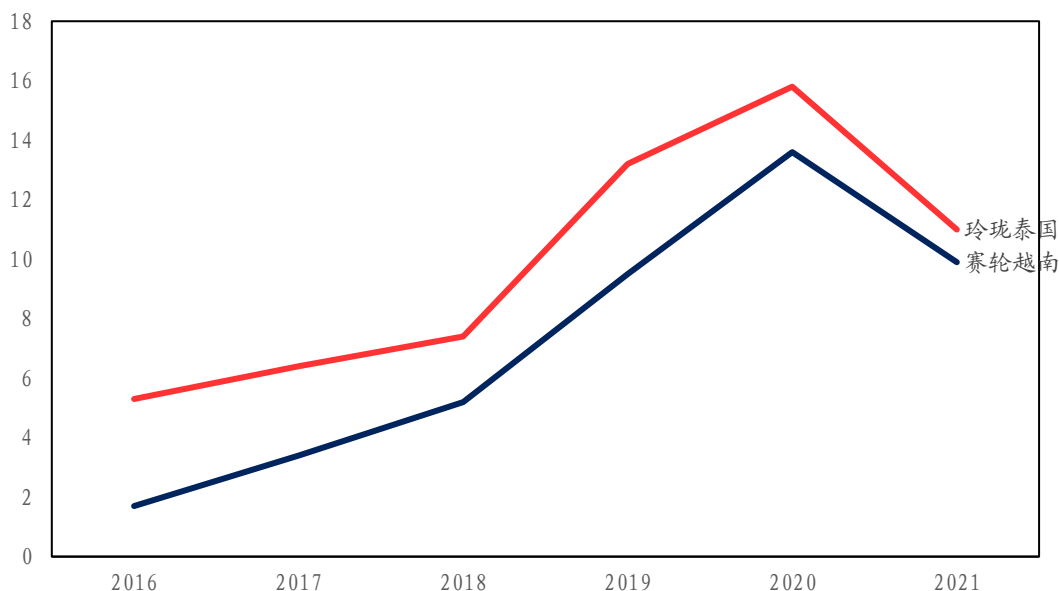
表 5: 中国轮胎企业海外产能情况 (万套, 截止 2021 年报)

企业	海外生产地	轮胎类型	实际达产产能	在建产能	在建产能预计完工时间
赛轮轮胎	越南	半钢	1,200	400	2023 年
	越南	全钢	160	100	2023 年
	越南	非公路	5	5	2023 年
	越南	ACTR 全钢	265		
	柬埔寨	半钢		900	2023 年
	柬埔寨	全钢		165	2023 年
森麒麟	泰国	半钢	1000		
	泰国	半钢（二期）	600		
	泰国	全钢（二期）	200		
	西班牙	半钢		1200	2024、2025 年分别 600 万条
玲珑轮胎	泰国	半钢	1,500		
	泰国	全钢	220		
	塞尔维亚	半钢		1,200	正在建设中
	塞尔维亚	全钢		160	正在设备调试中
	通用股份	泰国	全钢	100	30
	泰国	半钢	600		
	柬埔寨	全钢		90	2023 年 6 月
	柬埔寨	半钢		500	2023 年 6 月
	华谊集团	泰国	全钢	120	
浦林成山	泰国	半钢（一期）	400		
	泰国	全钢（一期）	80		
	泰国	半钢（二期）		400	预计 2022 年第一季度陆续达产
	泰国	全钢（二期）		120	预计 2022 年第一季度陆续达产

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

海外工厂已经成为中国轮胎企业主要的利润源泉。2020 年，赛轮越南和玲珑泰国分别贡献了 89%和 71%的净利润，而在 2021 年，轮胎行业经历了海运费、疫情、原材料价格等方面的多重不利影响，海外工厂业绩相对国内更是表现出强大的韧性，以玲珑为例，玲珑泰国 2021 年实现净利润 11.00 亿元，而国内工厂却是亏损状态，拖累整体业绩表现，导致玲珑轮胎 2021 年净利润为 7.89 亿元。

图 33: 赛轮轮胎、玲珑轮胎主要海外公司净利润（亿元）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

到东南亚建厂并不是一件一劳永逸的事情，因为美国对海外轮胎双反的脚步并未停歇。

2020 年，美国国际贸易委员会发布公告，对来自韩国、泰国、越南以及中国台湾地区的乘用车与轻型卡车轮胎进行反倾销和反补贴调查。2021 年，美国对韩国、中国台湾、泰国、越南的双反终裁结果落地，泰国反倾销税率达 17.08%-21.09%，越南没有反倾销税，反补贴税率大多在 6.46%左右。

表 6: 美国对东南亚轮胎双反税率

国家和地区	公司	反倾销税		反补贴税	
		初裁	终裁	初裁	终裁
韩国	韩泰	38.07%	27.05%		
	耐克森	14.24%	14.72%		
	其它	27.81%	21.74%		
台湾	正新	52.42%	20.04%		
	南港	98.44%	101.84%		
	其它	88.82%	84.75%		
泰国	玲珑	22.21%	21.09%		
	住友	13.25%	14.62%		
	其它	16.66%	17.08%		
越南	赛轮	0.00%	0.00%	6.23%	6.23%
	建大	0.00%	0.00%	6.77%	6.46%
	普利司通	0.00%	0.00%	6.77%	6.46%
	锦湖	0.00%	0.00%	10.08%	7.89%
	横滨	0.00%	0.00%	6.77%	6.46%
	其它	22.30%	22.30%	6.77%	6.46%

资料来源：轮胎世界网，信达证券研发中心

显然来自欧美的贸易壁垒不会轻易消失，轮胎企业依然要面对被双反调查的可能。为了应对这一局势，生产基地的全球化布局显得尤为重要，能够在海外工厂的建设中抢得先机、战略布局的企业将会首先受益。

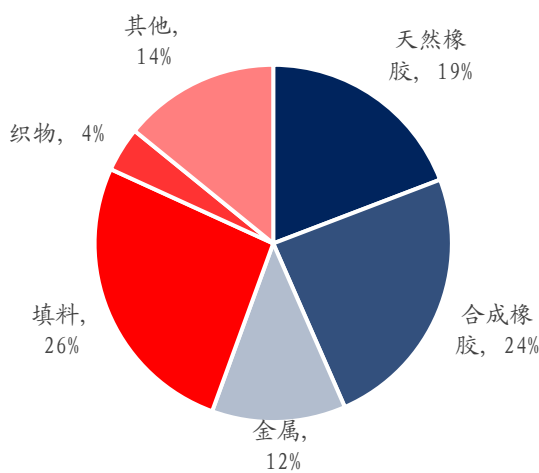
（三）轮胎行业至暗时刻已过

2021 年，轮胎上游主要原材料价格持续上涨，加之海运价格疯涨，原料及出口成本剧增，而在现在，轮胎原材料和海运的压力已经基本褪去，轮胎行业有望迎来业绩恢复和反弹。

1. 原材料价格明显下降

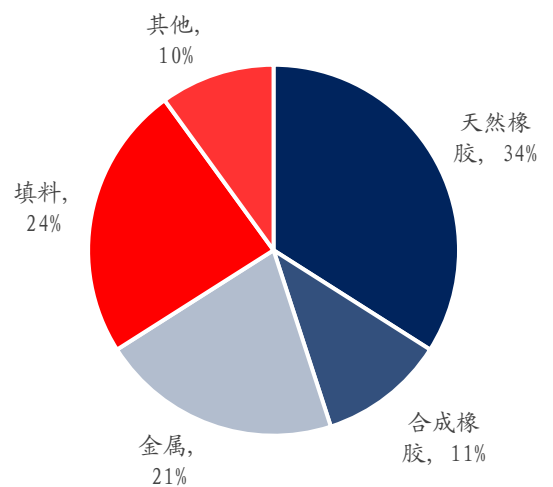
轮胎的主要原料包括橡胶、填料、金属、织物等，橡胶占据其中最大部分。美国轮胎生产协会的数据显示，轮胎的主要原料包括天然橡胶、合成橡胶、金属、填料、织物以及抗氧化剂等，乘用车轻型轮胎中天然橡胶、合成橡胶、金属、填料、织物和其他的比例分别为 19%、24%、12%、26%、4%和 14%，而货车轮胎中各成分比例分别为 34%、11%、21%、24%、0%、10%。乘用车轮胎中天然橡胶的比例较高，而合成橡胶比例较低，由于卡车轮胎要求的承载能力较强，金属的比例也相对较高。

图 34：乘用车轮胎各成分比例



资料来源：美国轮胎生产协会，信达证券研发中心

图 35：卡车轮胎各成分比例



资料来源：美国轮胎生产协会，信达证券研发中心

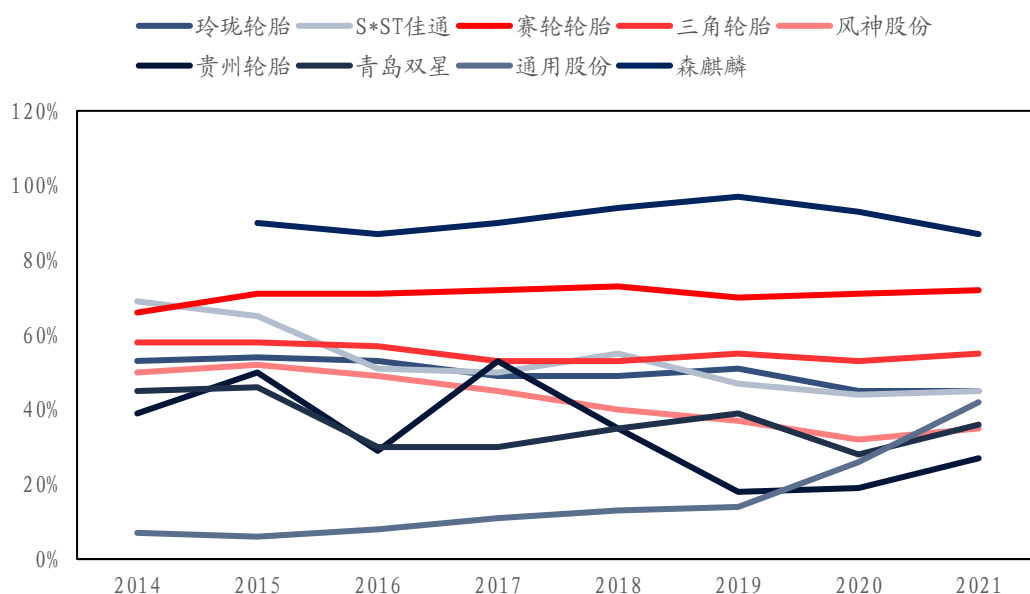
轮胎上游原料价格指数较年初下降 5.23%。截止 9 月 16 日，天然橡胶市场均价 12150 元/吨，较 2022 年初下降 11.53%；丁苯橡胶市场均价 11725 元/吨，较 2022 年初下降 2.60%；炭黑市场均价 10255 元/吨，较 2022 年初上涨 12.40%；螺纹钢市场均价 4143 元/吨，较 2022 年初下降 12.67%。我们假设轮胎原材料中天然橡胶、丁苯橡胶、炭黑、螺纹钢的占比分别为 40%、20%、20%、20%，设定 2018 年 1 月 2 日的原材料价格为 100，得到了轮胎原材料价格指数。9 月 16 日轮胎原材料价格指数为 102.02，较年初下降 5.23%。

图 36: 轮胎原材料价格指数


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

2. 海运不利正在消散

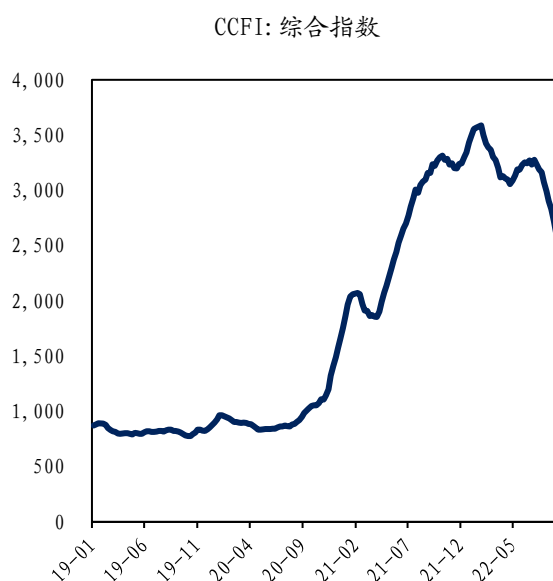
随着中国轮胎公司加快“走出去”步伐, 海外收入在轮胎公司中占比愈发重要。国内上市轮胎公司中, 2021 年海外收入比例最高达到 87%(森麒麟), 最低也能达到 27%(贵州轮胎)。正因此, 海运费的大幅波动就会对轮胎公司盈利造成不利影响。

图 37: 各上市轮胎企业海外收入占比


资料来源: wind, 信达证券研发中心

2021 年，海运费出现了不同寻常的高涨，运费的高涨其实是运力不足的表现。我们认为，新冠疫情下，美联储放水补贴导致消费需求暴涨，同时疫情又压制了美国国内的生产，导致进口需求爆棚。进口激增的时候，美国港口老旧的基础设施叠加松散懈怠不愿加班的码头工人，导致了港口史无前例的拥堵。堵塞之下，运力周转不畅，导致了涨价。波罗的海货运指数(FBX)在 2021 年 9 月 10 日达到历史高位 11108.56 点，中国出口集装箱运价指数(CCFI)在 2022 年 2 月 11 日达到历史高位 3587.91 点。随着美国政府提出对滞留在港的空箱收取高额、累进的罚金，港口周转效率得以提高，运力得到释放，运费随之下降。FBX 指数和 CCFI 指数 9 月 16 日分别收于 4653.00 点和 2609.09 点。我们认为随着世界各国码头拥堵情况持续缓解，疫情情况逐渐缓解，港口陆续运力提升，海运费的下降会利好出口行业。

图 38: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 39: 国际海运费指数



资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司战略布局海外双基地，未来空间广阔

（一）公司近年三大战略调整，海外双基地将成为左膀右臂

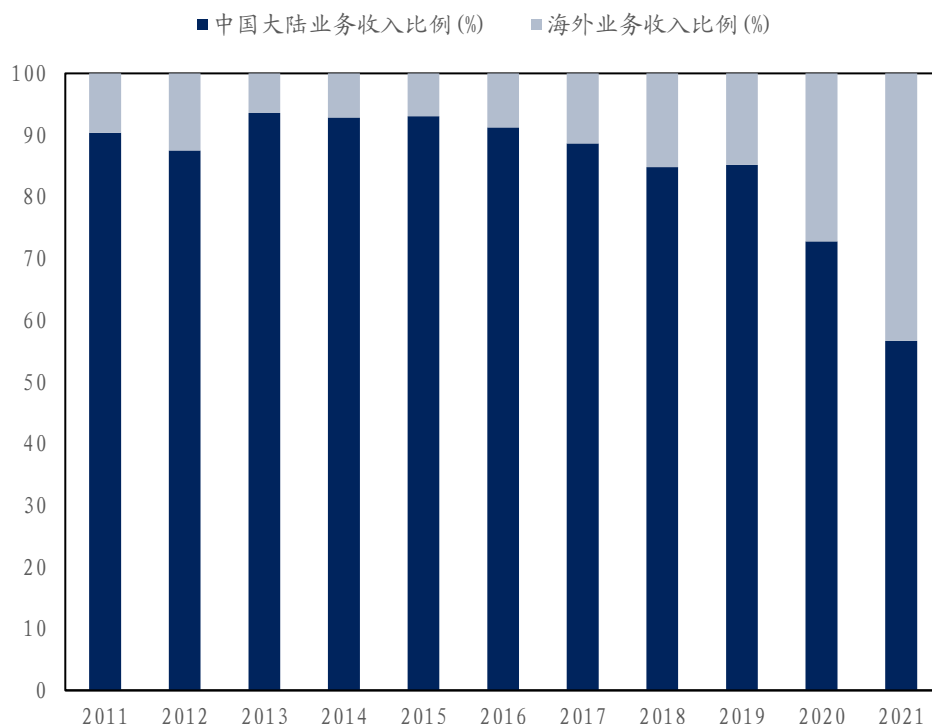
1、公司战略调整，指明发展方向

我们认为近十年来，公司在三个方面进行了大的战略调整。

第一，产品结构方面。公司在最开始的斜交胎基础上，逐步增加了全钢胎产品（2004 年），此后的十余年时间里，公司产品一直是全钢胎和斜交胎。2017 年公司进行了产品结构方面的重大调整，开始进入半钢胎领域。公司的 10 万条工程胎技改项目正在建设中，未来还将有工程胎产品。半钢胎的全球市场份额是全钢胎的两倍左右，工程胎的毛利率在轮胎产品中处于较高水平，公司一步步将产品结构进行了拓展，丰富了产品种类，增大了市场空间，也有望增强公司盈利能力。

第二，市场销售方面。公司之前一直以内销为主，外销收入比例 2019 年之前基本不超过 15%，2020 年达到 27.21%，2021 年达到 43.38%。外销收入比例的提高当然有海外工厂的贡献，但更重要的原因是公司在销售端的战略调整，国内工厂出口比例也有提升，2022 年上半年约 30%，2022 年全年有望增加到 50%，未来公司可能持续提升到 60%-70%。我们一直看好中国轮胎企业“走出去”，脱离竞争激烈的红海，争取进入更大、利润率更高的蓝海。国内工厂出口比例提升后，公司有望进一步向蓝海市场迈进，同时方便公司进行国内、泰国、柬埔寨三个基地联动，更好消化订单和利用产能。

图 40：公司业务收入比例（%）



资料来源：wind，信达证券研发中心

第三，海外工厂方面。

公司海外第一工厂是泰国工厂。2021 年底泰国工厂已投产 100 万条全钢胎和 600 万条半钢胎产能，还有 30 万条全钢胎产能在建，预计 2022 年投产。

公司海外第二工厂是柬埔寨工厂。公司 2021 年公布了柬埔寨工厂建设计划，规划了 90 万条全钢胎和 500 万条半钢胎，预计 2023 年投产。

对中国的轮胎企业来说，海外生产基地至关重要。一方面来说，从 2015 年开始，美国对中国进口的乘用车胎和轻卡轮胎征收高昂关税，效果显著，美国当年从中国的进口量直接腰斩，这个缺口几乎全部被来自于其他亚洲低成本国家的轮胎进口所取代。另一方面来说，中国作为轮胎的生产制造和出口大国，行业竞争非常激烈，同时考虑到贸易壁垒、汇率风险、原材料采购等因素，寻求综合条件相对优越的周边国家独资或合资建设轮胎生产基地，已经成为国内轮胎企业必须考虑的重要问题。从国内工厂到海外第一、第二工厂，公司正逐步建设中、泰、柬三大生产基地，未来有望实现基地联动、资源互补，国际化水平进一步提升。

2、泰国工厂持续放量，业绩仍有很大空间

相较其他轮胎公司泰国工厂，公司泰国工厂仍处于产能爬坡和持续放量期。截止 2021 年，玲珑泰国有 1500 万条半钢和 220 万条全钢产能；森麒麟泰国有 1600 万条半钢和 200 万条全钢产能，其中 600 万条半钢和 200 万条全钢产能是泰国二期项目，2021 年基本建成，预计 2022 年大规模投产。玲珑泰国和森麒麟泰国（一期）在 2021 年已经较为充分地释放了产能。与其他泰国工厂相比，公司泰国工厂在 2020 年 12 月末、2021 年 12 月末均投产 300 万条半钢和 50 万条全钢产能，产能利用率不高，尚处于产能爬坡阶段，且未来还有 30 万条全钢产能，我们认为泰国工厂产量仍有较大空间。

表 7：轮胎企业泰国工厂产能情况

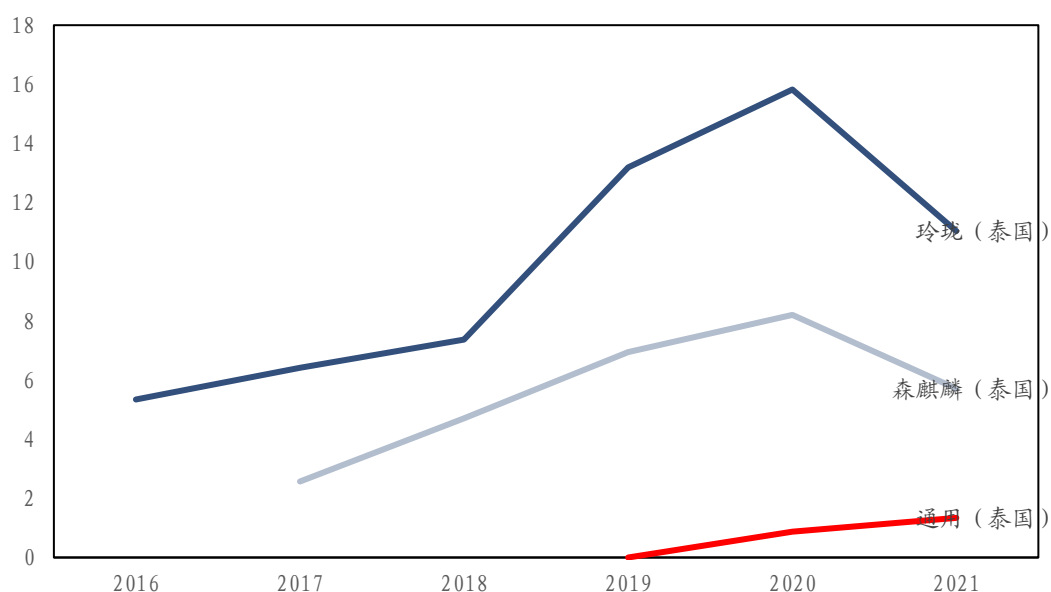
企业	时间	产品结构	当年新增产能（万条）	当年累计产能（万条）
玲珑泰国	2015	半钢		600
	2015	全钢		10
	2016	半钢	200	800
	2016	全钢	60	70
	2017	半钢	300	1100
	2017	全钢	30	100
	2018	半钢	200	1300
	2018	全钢	45	145
	2019	半钢	200	1500
	2019	全钢	55	200
	2020	半钢	0	1500
	2020	全钢	20	220
	2021	半钢	0	1500
	2021	全钢	0	220
森麒麟泰国	2014	半钢	1000	1000
	2021	半钢	600	1600

通用泰国	2021	全钢	200	200
	2020	全钢	50	50
	2020	半钢	300	300
	2021	全钢	50	100
	2021	半钢	300	600
	2022	全钢	30	130
	2022	半钢	0	600

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

公司泰国工厂业绩有望持续攀升。玲珑轮胎和森麒麟是我国较早在海外建厂的轮胎企业。玲珑泰国、森麒麟泰国在 2020 年都实现了将近 30% 的净利率水平，分别实现 15.82 亿元和 8.20 亿元的净利润。2021 年，在美国对东南亚双反、海运费上涨等压力之下，玲珑泰国和森麒麟泰国业绩均出现大幅下滑。但公司的泰国工厂尚处于起步阶段，2021 年抵住了行业的不利，并未出现净利润的下滑，反而是高速增长，2021 年公司泰国工厂实现净利润 1.34 亿元，同比大增 53.68%。**2022 年上半年，公司泰国工厂实现净利润 1.36 亿元，已经超过 2021 年全年净利润，维持着高增长的趋势。**

图 41：轮胎公司泰国工厂净利润（亿元）

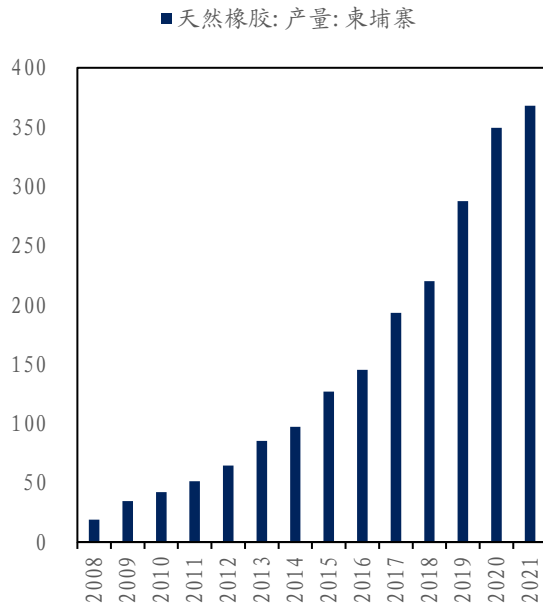


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

3、柬埔寨工厂具有独特优势

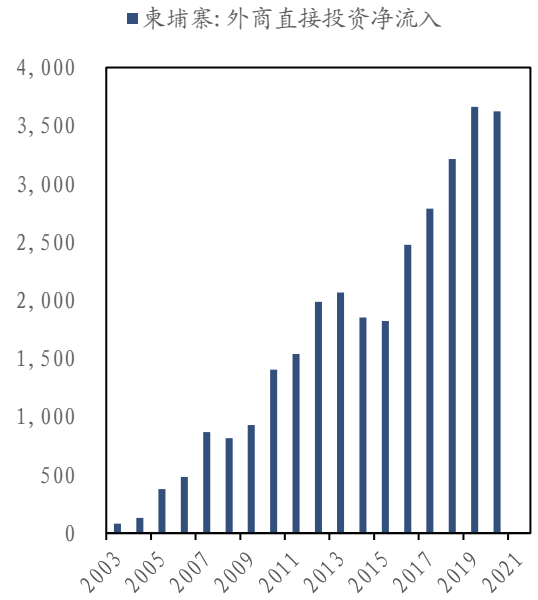
泰国和柬埔寨地处东南亚，是天然橡胶主要产区，同时处于经济发展的初始阶段，对外来投资的政策和环境相对优越。

图 42：柬埔寨天然橡胶产量（千吨）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 43：柬埔寨外商直接投资净流入金额（百万美元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

项目政策优惠方面，公司柬埔寨项目将享受当地所得税 **9 年免税期**、**出口零税率**的优惠政策。

项目所在园区方面，公司柬埔寨项目实施地为柬埔寨发展最好的园区——西哈努克港经济特区，由公司控股股东红豆集团联合中柬企业共同开发建设，是中柬双边政府协定的经贸合作区。经过十多年的开发建设，现已成为柬埔寨发展最快、影响最大、社会形象最好的经济特区，得到了中柬双边领导人的高度关注及肯定。习近平主席赞誉“蓬勃发展的西哈努克港经济特区是中柬务实合作的样板”；李克强总理指出西哈努克港经济特区“以实实在在造福民众的方式续写着中柬友谊的时代新篇章”；柬埔寨首相洪森高度评价“西哈努克港经济特区是中柬两国‘一带一路’合作取得丰硕成果的典范”。

在配套设施方面，园区内有柬埔寨国内首个热电联产项目，能够进一步保障供热、供电的可靠性和稳定性，解决企业用能的后顾之忧。西港特区热电厂于 2019 年 5 月启动建设，一期配置 2 台 90t/h 高温高压循环硫化床、1 台 C15MW 抽凝式汽轮发电机组，二期配置 1 台 90t/h 高温高压循环硫化床、1 台 C20MW 抽凝式汽轮发电机组，达产后将实现年供电量 2.37 亿度，年供热量 71.28 万吨。目前，热电厂一期已竣工投产，二期已试运行。

经过十多年的开发建设，西哈努克港经济特区已成为柬埔寨生产、生活配套设施完善的国际化工业园，6 平方公里区域内已初步实现“六通一平”（通路、通电、通水、通网、排水、排污、平地），建有一个大型污水处理厂，热电厂一期已竣工投产，二期已试运行，配套建设了综合服务中心大楼、员工公寓、职工宿舍、邻里中心和卫生服务中心等设施。区内还引入了由柬埔寨发展理事会、海关、商业部、劳工局、西哈努克省政府组成的“一站式”行政服务窗口，常年为企业提供投资申请、登记注册、原产地证签发、进出口报关等“一站式”服务；

建立了劳动力市场，协助企业招工；成立了法律服务中心，提供专业法律咨询服务；建有西哈努克省中柬友谊理工学院及西哈努克港工商学院两所大学，提供技能、语言等专业人才支撑。

在地理位置方面，柬埔寨地处东南亚交通枢纽位置，到其他东盟国家飞行时间平均只需 1.5 小时。西哈努克港经济特区总体规划面积约 11.13 平方公里，位于西哈努克省波雷诺县，紧邻柬埔寨 4 号国道，距西哈努克市（西港）约 17 公里，离西哈努克国际港口 12 公里，离西哈努克国际机场仅 3 公里，离金边-西哈努克港高速公路出入口 4 公里，海陆空交通便利。

总体来说，西港特区是中柬务实合作的样板，拥有显著的投资优势、开放的经济体制、便利的交通运输以及特区独享的优惠政策，为公司海外布局提供了巨大优势。未来公司有望借助两个海外生产基地，完善公司轮胎产品的海外布局，进一步稳固公司轮胎产品在海外的市场地位，保持企业尤其是出口贸易的健康发展。

图 44：柬埔寨西港特区地图



资料来源：西港特区官网，信达证券研发中心

柬埔寨工厂与全球领先轮胎经销商 API 达成战略合作，深化国际化布局。2022 年 7 月 12 日，公司柬埔寨子公司与美国太平洋工业有限公司（API）签署战略合作协议，公司表示将始终坚持以“三优先”的原则——产品研发优先、销售订单优先、物流运输优先，为合作方提供全方位的资源保障。API 成立于 1982 年，是全球领先的轮胎经销商，深耕北美市场三十多载。知名轮胎零售商 Discount Tire、北美全钢胎销售商 STM 等，均是 API 的忠实顾客。在柬埔寨工厂尚未落成之际，公司提前布局，已在销售端与重要的经销商达成战略合作，此次合作有望加速柬埔寨工厂产品进入美国市场，提升公司国际化水平。

图 45：柬埔寨子公司与 API 战略合作签约仪式



资料来源：轮胎世界网，信达证券研发中心

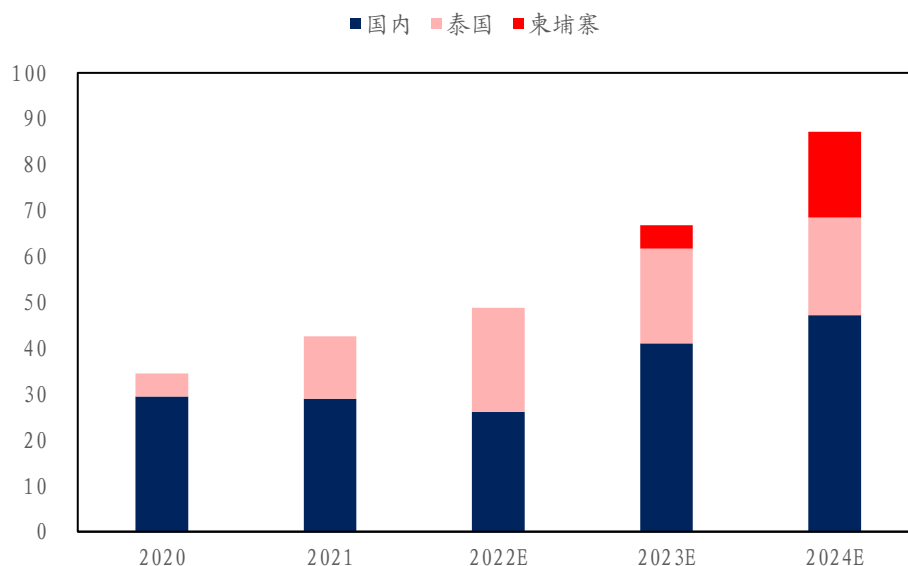
4、公司海外两工厂盈利预测

参考同行业其他公司海外工厂的净利率水平，我们认为公司的海外工厂盈利能力也会是高水平。泰国工厂方面，将美国对公司泰国工厂征收的 17.08% 的双反税率考虑在内，即便公司完全自己承担这一税率，我们认为正常情况下公司泰国工厂的净利率也能有 10% 以上。柬埔寨工厂方面，柬埔寨零双反税率的优势使其完全可能实现接近 30% 的净利率。海外双基地均落地后有望大幅提升公司盈利能力。

公司泰国工厂在疫情、海运费高涨等带来的行业困境下，已经成为公司盈利的主要来源。2020 年泰国工厂收入近 5 亿，占比接近 15%，却贡献了 8717 万元净利润，占全年 9101 万元净利润的 96%。2021 年泰国工厂收入近 13 亿，占比接近 32%，却贡献了 1.34 亿元净利润，公司全年净利润仅为 1058 万元，也就是国内工厂亏损了将近 1.23 亿元。2022 年上半年，公司泰国工厂实现 1.36 亿元的净利润，公司整体实现净利润 1690 万元，泰国工厂地位不容小觑。

按照柬埔寨工厂 50 万条全钢胎和 500 万条半钢胎的设计产能在 2023 年投产一半，2024 年再投产一半的假设，我们预计柬埔寨工厂在 2023 年开始贡献业绩，2023-2024 年收入分别接近 5 亿元、19 亿元。

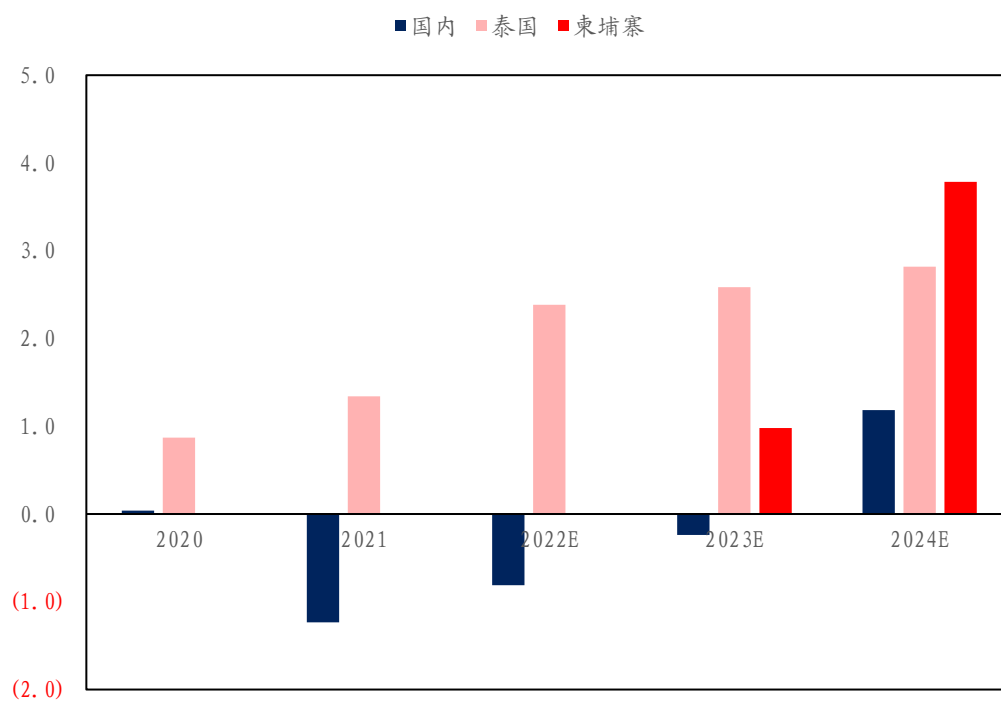
图 46：公司按地区收入水平（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

根据我们的预测，2024 年柬埔寨工厂有望成为公司最主要的利润来源，给公司贡献超过 3 亿元的净利润。同时，泰国工厂在 2022 年完成 30 万条全钢胎建设、充分释放产能后，未来给公司贡献的净利润有望接近 2.8 亿元。到 2024 年，两个海外工厂有望为公司贡献 40 元以上的收入和 6 亿元以上的净利润。此外，伴随着公司国内工厂外销的比例不断增大、产品不断升级，国内工厂有望扭亏为盈。

图 47: 公司按地区净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

（二）品牌价值建设成果显著，千里马广受好评

公司积极深化研究院建设，技术创新实力获认可。公司积极推进研发平台创新升级，持续投入，深化研究院建设，获评国家级工业设计中心，在工业设计、自主创新、匠心品质等方面获得了实力认可和肯定，深度赋能产业发展。2021 年公司累计获得授权专利 394 项，其中发明专利保有量位居中国轮胎企业前列。2021 年公司荣获“2021 轮胎之星-技术创新突破奖”。

公司近年不断推出新品高性能轮胎。全钢胎方面，推出“新一代安全轮胎”的全新之作，其中承载系列 XR666、XR777，使用全新低生热胎面配方，耐磨、生热性能较公司同类产品提升 20%以上，有效解决轮胎用户痛点。矿山防爆胎 XR1000、XR2000 应用新一代零冠带缠绕技术，耐久性能超公司同类产品 20%，大幅提高轮胎耐扎刺性能，进一步巩固矿山胎市场领军优势。

图 48：公司近年新品



资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

公司品牌建设卓有成效，千里马屡获肯定。公司拥有“千里马”、“赤兔马”、“骏马”、“通运”、“喜达通”等多个知名品牌。其中，公司的“千里马”轮胎品牌连续多年入选中国 500 最具价值品牌，该评选由世界品牌实验室(World Brand Lab)主办。世界品牌实验室是一家国际化的品牌价值研究机构，由 1999 年诺贝尔经济学奖得主罗伯特·蒙代尔(Robert Mundell)教授倡议创建并担任首任主席。其研究成果已经成为许多企业并购过程中无形资产评估的重要依据。千里马品牌多次上榜，彰显了品牌卓越的积淀与价值。

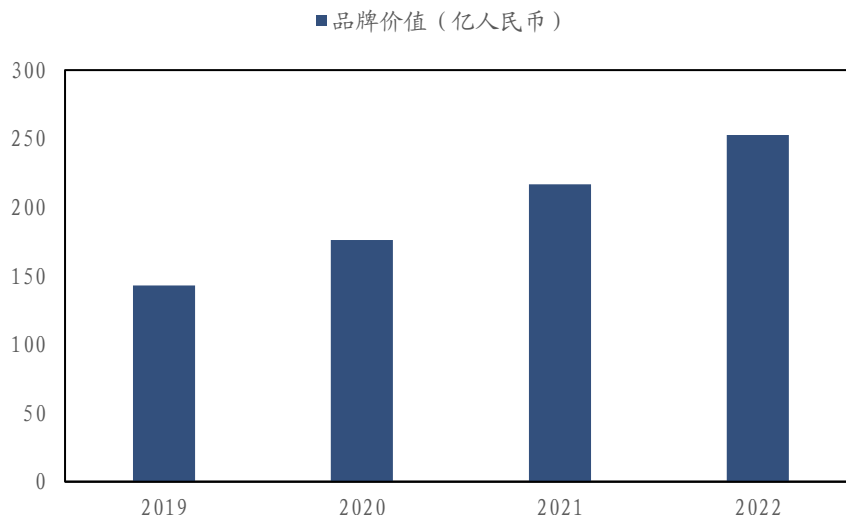
图 49：公司千里马品牌 2022 年中国 500 最具价值品牌证书



资料来源：车与轮，信达证券研发中心

千里马品牌 2022 年的品牌价值增加了 36 亿人民币，实现了品牌价值的连续提升，是江苏省内唯一入选的轮胎品牌。在“5X 战略”的持续引领下，公司品牌价值有望持续提升，继续展现强大的品牌实力。

图 50：公司千里马品牌连续多年入选中国 500 最具价值品牌



资料来源：车与轮，信达证券研发中心

千里马品牌价值是轮胎质量与实力的体现。千里马杜仲胶轮胎 5X 290，在行业首次实现了合成型杜仲橡胶(TPI)在全钢子午胎中的连续化生产，使轮胎耐磨性提升 30%以上，噪音和抗湿滑性能达到双 A 级，荣获“中国杜仲胶科技创新奖”。千里马抗扎胎，打造“新一代安全轮胎”，新一代静音棉抗扎胎，采用专利技术，搭配量身定制的聚氨酯海绵抑制空腔噪音，

在舒适静音的同时采用应用 CELISEAL™ 自修补技术，实现扎钉快速自动修补，无需补胎不会漏气，为用户提供高安全性保障，自愈合性能有效解决用户轮胎扎钉漏气痛点，得到了权威检测机构的验证，确保行车更加安全，其防御扎钉漏气的优势性能得到了广大用户认可，荣获 2021 年度“江苏精品”称号。公司 2021 年开发首款千里马 EV1 绿色轮胎，布局新能源汽车配套领域，能够减轻自重还保持高强度，使胎面刚性相比于原先自身提升 10%，降低胎面磨损和滚动阻力，为消费者提供更舒适静音、更耐磨、更节能的优质体验，目前已通过智能制造生产线实现定制化柔性生产。

图 51：公司千里马轮胎图示



资料来源：车与轮，信达证券研发中心

（三）智能化建设水平一流，黑灯车间运营良好

公司持续推进“数转智改”，智能化水平一流。在智能化方面，公司获得的荣誉主要有：国家两化融合管理体系 AAA 评定；江苏省示范智能车间；无锡市智能工厂；2021 中国智能工厂 TOP200 排行榜，位列轮胎行业首位；《5G 碳云平台打造碳值管理绿色智能工厂》入选中国上市公司协会数字化转型优秀案例。

图 52：公司智能化建设方面取得的成绩



资料来源：轮胎世界网，信达证券研发中心

在智能化建设方面，公司率先打造行业无人“黑灯车间”。公司半钢胎工厂“黑灯车间”运营良好，生产效率提升 40%，运营成本降低 20%，用工人数量减少 40%，已形成产能 300 万套。

图 53：公司黑灯车间

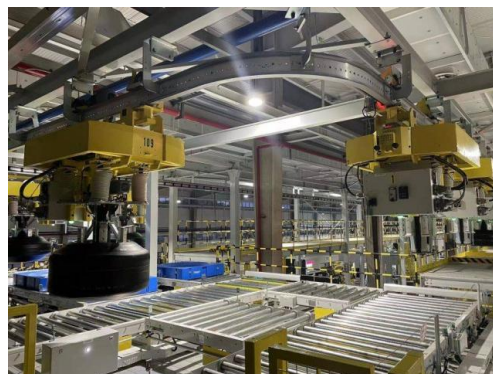


资料来源：轮胎世界网，信达证券研发中心

公司积极响应国家双碳战略，打造行业首个“5G 碳云智能化工厂”。120 万套高性能全钢胎智能工厂是国家工信部专项项目，公司携手中国移动等战略伙伴建设行业首个 5G 碳云智能工厂。请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 46

工厂。工厂按照“工业 4.0”标准规划，采用国际高端装备，基于工业互联网平台的基础上，通过 PLM、MES、ERP 高度协同的价值模型驱动的数字运营管理体系，并结合 APS 自动排产、能源管理平台及仿真技术的应用，实现产品从研发设计到生产制造全过程的智能化，充分满足用户定制化、柔性化生产需求。同时，公司有望实现工厂透明化管理，进一步提升企业人效、能效和品效。

图 54：公司 120 万套智能化全钢胎项目



资料来源：金融界资讯，信达证券研发中心

投资评级

（一）盈利预测

基于公司的产品扩张计划及行业格局，我们做出了以下关键假设：

产能方面，假设 2022 年公司全钢三期产能达到 120 万条，国内半钢项目达到 300 万条，泰国产能达到全钢 130 万条、半钢 600 万条。假设 2023 年公司新增产能：国内半钢 300 万条、柬埔寨全钢 45 万条和半钢 250 万条、国内工程胎 10 万条。假设 2024 年公司新增产能：柬埔寨全钢 45 万条和半钢 250 万条。

表 8：关键假设

主要厂区或项目	产能	2020	2021	2022E	2023E	2024E
斜交胎-轻卡、农用	斜交胎	100	100	100	100	100
斜交胎-摩托车胎	斜交胎	380	380	380	380	380
全钢一期工程项目	全钢	200	100*	100	100	100
全钢二期工程项目	全钢	200	200	200	200	200
全钢三期工程项目（120 万条）	全钢	50	90	120	120	120
600 万套轮胎项目	半钢	300	300	300	600	600
泰国全钢	全钢	50	100	130	130	130
泰国半钢	半钢	300	600	600	450*	450
柬埔寨全钢	全钢				45	90
柬埔寨半钢	半钢				250	500
10 万条工程胎技改项目	工程胎				10	10

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

*注：2021 年国内全钢一期项目因技改产能从 200 万条减少到 100 万条；

2023 年泰国半钢项目因产品结构调整，产能从 600 万条减少到 450 万条

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别达到 48.79、66.78、87.17 亿元，同比增长 14.65%、36.88%、30.54%，归属母公司股东的净利润分别为 1.57、3.33、7.80 亿元，同比增长 1254.04%、112.10%、133.87%，2022-2024 年摊薄 EPS 分别达到 0.12 元，0.26 元和 0.61 元，当前股价对应 2022PE 为 33。

表 9：盈利预测

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3448	4256	4879	6678	8717
增长率 YoY %	3.36%	23.43%	14.65%	36.88%	30.54%
归属母公司净利润(百万元)	91	12	157	333	780
增长率 YoY%	-12.60%	-87.24%	1254.04%	112.10%	133.87%
毛利率%	13.14%	9.96%	13.26%	13.74%	17.11%
净资产收益率 ROE%	2.48%	0.29%	3.64%	7.38%	15.36%
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.01	0.12	0.26	0.61
市盈率 P/E(倍)	56	441	33	15	7
市净率 P/B(倍)	1.39	1.19	1.18	1.09	0.94
EV/EBITDA	14.65	15.70	12.82	9.61	6.27

资料来源：wind，信达证券研发中心；股价为 2022 年 9 月 16 日收盘价

（二）相对估值

我们认为公司未来业绩有望高速增长,2022-2024 年归母净利润同比增速均有望超过 100%,因而我们采用 PEG 法进行估值。从 2024 年轮胎行业 wind 一致预期来看,行业可比公司 2024 平均 PEG 为 0.30,我们出于谨慎,取公司 2024 年 PEG 为 0.15,则公司 2024 年 7.80 亿元的预测归母净利润,对应市值为 157 亿元,相较目前的 51 亿元市值有较大空间,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 10: 相对估值

代码	证券简称	总市值(亿元)	净利润 (亿元)			2022-2024 年净利润年均复合增速 (%)	2024PEG
			2022	2023	2024		
601058.SH	赛轮轮胎	325.65	18.83	28.55	36.13	38.51%	0.34
601966.SH	玲珑轮胎	293.43	9.76	20.04	28.24	70.10%	0.25
002984.SZ	森麒麟	214.59	11.87	17.22	22.38	37.32%	0.32
平均值		277.89					0.30
601500.SH	通用股份	51.16	1.57	3.33	7.80	122.72%	

资料来源: wind, 信达证券研发中心, 收盘日期为 2022 年 9 月 16 日

注: 通用股份净利润及增速为我们预测值, 其他公司数据为 wind 一致预期

风险因素

- 1、产能建设不如预期的风险
- 2、下游需求大幅下降的风险
- 3、原材料价格大幅上涨的风险
- 4、欧美对东南亚轮胎发起新一轮双反的风险

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2682	3827	3497	4201	5333
货币资金	494	1023	445	133	237
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	555	810	929	1271	1659
预付账款	18	41	45	61	77
存货	1453	1698	1876	2553	3203
其他	163	255	203	183	157
非流动资产	4947	5082	6260	7133	8001
长期股权投资	430	425	425	425	425
固定资产	2665	3798	4012	4845	5619
无形资产	460	426	787	896	986
其他	1391	434	1037	967	971
资产总计	7629	8909	9757	11335	13334
流动负债	3051	3389	3866	4810	5729
短期借款	1322	1495	1745	1995	2245
应付票据	587	622	687	935	1173
应付账款	936	1065	1176	1601	2009
其他	206	206	257	278	302
非流动负债	905	1239	1539	1839	2139
长期借款	834	1166	1466	1766	2066
其他	72	73	72	72	72
负债合计	3957	4628	5405	6649	7868
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3672	4281	4353	4686	5466
负债和股东权益	7629	8909	9757	11335	13334

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3448	4256	4879	6678	8717
同比 (%)	3.36%	23.43%	14.65%	36.88%	30.54%
归属母公司净利润	91	12	157	333	780
同比 (%)	-	-87.24%	1254.04%	112.10%	133.87%
毛利率 (%)	13.14%	9.96%	13.26%	13.74%	17.11%
ROE%	2.48%	0.29%	3.64%	7.38%	15.36%
EPS (摊薄)(元)	0.10	0.01	0.12	0.26	0.61
P/E	56	441	33	15	7
P/B	1.39	1.19	1.18	1.09	0.94
EV/EBITDA	14.65	15.70	12.82	9.61	6.27

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3448	4256	4879	6678	8717
营业成本	2995	3832	4232	5761	7226
营业税金及附加	17	19	23	32	42
销售费用	78	105	117	134	157
管理费用	140	151	171	200	218
研发费用	108	108	117	147	174
财务费用	69	97	110	122	138
减值损失合计	-16	-23	-5	-13	-25
投资净收益	36	24	25	29	26
其他	-6	15	30	36	33
营业利润	87	7	169	361	846
营业外收支	1	0	2	2	2
利润总额	88	7	171	362	848
所得税	-3	-3	14	29	68
净利润	91	11	157	333	780
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	91	12	157	333	780
EBITDA	390	446	656	931	1516
EPS (当年)(元)	0.10	0.01	0.12	0.26	0.61

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	157	-63	556	550	1065
净利润	91	11	157	333	780
折旧摊销	237	355	391	460	541
财务费用	65	84	93	109	127
投资损失	-36	-24	-25	-29	-26
营运资金变动	-208	-478	-68	-329	-359
其它	8	-10	7	5	2
投资活动现金流	-526	-1084	-1505	-1304	-1383
资本支出	-663	-723	-1530	-1332	-1409
长期投资	329	31	25	29	26
其他	-193	-393	0	0	0
筹资活动现金流	409	1210	371	441	423
吸收投资	0	886	0	0	0
借款	547	559	550	550	550
支付利息或股息	138	235	179	109	127
现金流净增加额	39	69	-578	-312	105

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。