



Research and
Development Center

随风潜入越，润物细无声

化工行业 2023 年度策略报告

2022 年 12 月 5 日

证券研究报告

行业研究

专题研究报告

行业名称 化工行业

投资评级

上次评级

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: +86 010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: +86 010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

尹柳 化工行业研究助理

联系电话: +86 010-83326712

邮箱: yinliu@cindasc.com

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

随风潜入越，润物细无声

2022年12月5日

本期内容提要:

- **国际供应链转移与重构趋势不可挡，越南后起之秀地位不容忽视。**我们细致分析了2017年以来的国际进出口变化趋势。以2017年1月的数值为基准，我们将各数值转化成了指数：
 - 从中国出口来看，2017年1月-2022年3月，我国外贸出口的第一大目的地一直是美国，其次是欧盟。2019年开始，中国出口美国、欧盟的速度开始不及中国出口总体速度，2022年10月，中国出口总金额指数为166，对美出口指数为139，对欧盟出口指数为144。但2022年10月中国对东盟出口指数为219，增速较快，在东盟国家之中，又数中国对越南的出口速度增长最快，指数为254。在体量上，东盟已经跟美国、欧盟不分伯仲，成为我国出口的前三大客户之一。
 - 从美国进口来看，2017年1月美国从中国进口商品413亿美元，从东盟进口商品133亿，东盟商品是中国商品的32%。2022年9月美国从中国进口商品492亿，从东盟进口商品300亿，东盟商品是中国商品的61%。2022年9月，美国进口商品总金额指数为148，从中国进口金额指数为119，从东盟进口金额指数为226，从泰国进口金额指数为216，从越南进口金额指数为291，越南是东盟中对美出口增长最快的。在体量方面，美国从东盟进口商品的最主要来源国是越南，占到东盟商品的三分之一。
 - 从欧盟进口来看，2022年7月，欧盟进口商品总金额指数为170，从中国进口金额指数为176，从东盟进口金额指数为146，从越南进口金额指数为157。2017年1月欧盟从越南进口商品26亿欧元，越南商品占欧盟进口商品总额的1.7%。2022年7月欧盟从越南进口商品41亿欧元，越南商品占欧盟进口商品总额的1.6%。
 - 从中国出口越南来看，2022年10月，中国出口越南总金额指数为254，对越出口金属制品指数为150，对越出口纺织原料指数为229，对越出口机电设备指数为283，对越出口化学品指数为310，对越出口橡塑制品指数为364。越南与美欧日韩一起出现在中国出口前几大目的地的名单中，意义与其它几个不同。**中国出口越南的商品大部分是工业品、原材料、中间品，而并非终端消费品。**
 - **越南商品在欧美日韩市场抢得了更多的市场份额，这是由于全球地缘政治、投资环境、贸易政策的变化而导致的供应链转移与重构。**对于中国企业来说，无论是上游原料企业还是下游商品企业，单个企业难以撼动全球供应链的变化，而是应该顺应变化的趋势，根据自身的竞争优势和所处的产业链环节，选择合适的发展路径。毕竟，对于所有企业而言，拿到更多的客户订单，是基本的生存之道。
- **相关标的：**细数基础化工板块向东南亚转移工厂的情况，截止2021年报，基础化工行业384家上市公司中共有38家上市公司在23个海外

的国家或地区规划建设了 50 多个工厂。这些工厂的布局时间、地理位置、管理能力等不尽相同，这就导致我们需要对海外工厂加以甄别，选择布局时间恰当、贸易环境良好、战略规划得当的标的，我们推荐投资者关注以下企业：

赛轮轮胎：

公司海外双基地落成，产能持续加码。海外的越南三期（100 万条全钢胎、400 万条半钢胎和 5 万吨非公路轮胎）和柬埔寨项目（165 万条全钢胎）有望在 2023 年建成。柬埔寨工厂 900 万条半钢胎项目从开工建设到正式投产历时不到九个月，在 2022 年上半年开始贡献业绩，海外越南和柬埔寨双基地有望助力业绩持续腾飞。

公司的“液体黄金”实现技术突破，能够同时降低滚动阻力、提升耐磨性能和抗湿滑性能，液体黄金轮胎的优异性获得了多家权威机构的认可。2022 年 6 月益凯新材料 6 万吨 EVE 胶已完成空负荷试车，有望在下半年给液体黄金轮胎贡献增量，助力液体黄金产品持续丰富。在高油价和新能源汽车渗透率不断提升的背景下，高性能的液体黄金轮胎有望给公司打开新的成长空间。

确成股份：

公司随下游客户一起走出国门建设泰国工厂。确成泰国已于 2020 年 1 月建设完成 1 条高分散二氧化硅生产线，现已正式投产。泰国工厂是公司根据“一带一路”“走出去”战略建成并投产的第一个海外工厂，有效缩短与客户的距离，降低包装、运输成本，降低物流国际风险，更好地服务客户，减少汇率波动风险，降低因可能存在国际贸易摩擦而带来的经营风险，提高了自身的抗风险能力，同时也提高产品的国际竞争力。

绿色轮胎景气提升，公司有望充分受益。高分散二氧化硅作为一种配套专用材料，应用于绿色轮胎制造。俄乌冲突等因素推高油价和新能源汽车渗透率快速提升，对轮胎的节油节电性能提出了更高更迫切的要求，促使二氧化硅行业不断革新，高分散二氧化硅将成为重要方向。而下游轮胎生产企业对高分散二氧化硅合格供应商的认证周期较长，通常情况下国内客户认证需要 1-1.5 年，国际客户认证需要 2-4 年。截至 2021 年末，公司的高分散二氧化硅产品已取得国内外多家轮胎公司的认证，并与上述客户形成了良好合作关系。公司作为合格供应商获得主流客户认证提升了公司的市场竞争力和持续盈利能力，有望充分受益于绿色轮胎的渗透率提升。

通用股份：

公司积极拓展产品品类，海外建厂进行国际化布局。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。2020 年泰国项目新增 50 万条全钢、300 万条半钢产能。2021 年 12 月末泰国工厂新增 50 万条全钢和 300 万条半钢产能。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。

公司泰国工厂仍处于产能爬坡和持续放量期。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释放空间。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。

柬埔寨工厂拥有多重利好。公司柬埔寨项目将享受当地所得税 9 年免税期、零双反税率的优惠政策。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，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。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。

贵州轮胎：

贵州轮胎迈出国门，前往越南建设工厂。2017 年，贵州轮胎发布公告称，公司与越南龙江工业园发展有限责任公司签订了《建设轮胎生产项目投资协议》，规划总投资为 4 亿美元，分三期实施，其中：一期为年产 120 万条全钢子午线轮胎项目，预计投资 2.4 亿美元；二期为年产 200 万条全钢载重及特种轮胎项目，预计投资 1.4 亿美元；三期为橡胶加工项目，预计投资 2000 万美元。

贵州轮胎越南 120 万条全钢项目实现首胎下线，95 万条全钢项目在规划中。2021 年 4 月，贵州轮胎越南年产 120 万条全钢子午线轮胎项目首条轮胎成功下线，标志着贵州轮胎“双基地、全球化”发展战略迈出里程碑式的一步。2021 年 7 月，贵州轮胎发布公告称，公司计划在越南龙江工业园建设年产 95 万条高性能全钢子午线轮胎项目，项目总投资 11.76 亿元，建设周期 12 个月，项目建成后预计可实现年平均收入 12.25 亿元，年平均税后利润 1.78 亿元。

百隆东方：

全球纺织品服装贸易流向发生明显变化，越南等新兴国家纺服出口出现明显增长。越南凭借投资优惠政策和较为低廉的劳动力成本，承接了许多来自新加坡、韩国和中国的海外资本，开始成为各国劳动密集型产业链的转移方向。纺织服装是外迁越南的制造业之一。2011-2021 年，越南棉纱纺织物产量从 1.82 亿平方米增长到 6.87 亿平方米，CAGR 为 14%，越南进口棉花数量从 11.13 万吨增长到 96.67 万吨，CAGR 为 24%。越南已发展成为全球重要的纺织服装生产基地。

顺应趋势走出国门，越南工厂已成为公司最重要的利润来源。公司是国内领先的色纺纱生产企业之一，主营业务为色纺纱的研发、生产和销售。2013 年，为响应国家“走出去”号召，公司选择赴越南建立首个海外生产基地，至 2021 年末，越南百隆已建成并投产 110 万锭产能，占到公司全部产能的 60%以上。2021 年公司收入 77.74 亿元，

其中越南工厂贡献收入 42.83 亿元，占比 55.09%；公司实现净利润 13.18 亿元，其中越南贡献 9.86 亿元，占比 74.78%。总体来看，纺织服装行业向东南亚其他国家转移的趋势不变，随着越南 21Q4 防疫政策调整，越南生产和需求得到恢复，未来越南工厂业绩有望继续高增长趋势。

- **风险因素：**1、中美贸易战风险；2、全球疫情控制不及预期风险；3、能源价格管控不及预期风险；4、宏观经济风险。

目录

一、中国商品出口增长动力切换，产业链转移趋势明确	8
1、中国出口商品流向	8
2、美国进口商品溯源	12
3、欧盟进口商品溯源	14
4、日本进口商品溯源	16
5、韩国进口商品溯源	18
6、中国商品出口越南	20
二、化工板块向东南亚转移工厂	21
1、海外工厂总体情况	21
2、赛轮轮胎	23
3、贵州轮胎	26
4、通用股份	27
5、确成股份	32
6、百隆东方	34
三、风险因素	36

表目录

表 1: 赛轮轮胎产能 (截止 2021 年报)	23
表 2: 我国轮胎企业出海建设工厂情况	24
表 3: 美国对东南亚轮胎双反情况	25
表 4: 贵州轮胎产能 (截止 2021 年报)	26
表 5: 公司产能 (万条)	29
表 6: 轮胎企业泰国工厂产能情况	30
表 7: 确成股份产能 (万吨)	33

图目录

图 1: 中国 2017 年至今月度出口金额 (单位: 亿美元)	8
图 2: 中国 2017 年至今月度出口、出口美国、出口欧盟金额指数	8
图 3: 中国 2017 年至今月度出口金额、出口日本、出口韩国金额指数	9
图 4: 中国 2017 年至今月度出口、出口东盟金额指数	9
图 5: 中国 2017 年至今月度出口、出口泰国、出口越南金额指数	10
图 6: 中国对美国、欧盟、东盟月度出口金额 (单位: 亿美元)	10
图 7: 中国对日本、韩国、越南等国月度出口金额 (单位: 亿美元)	11
图 8: 美国月度进口金额及中国所占份额 (单位: 亿美元)	12
图 9: 美国月度从中国、东盟进口金额 (单位: 亿美元)	12
图 10: 美国月度进口金额指数	13
图 11: 美国月度从越南进口金额及越南所占份额 (单位: 亿美元)	13
图 12: 欧盟月度进口金额及中国所占份额 (单位: 亿欧元)	14
图 13: 欧盟月度进口金额指数	14
图 14: 欧盟月度进口金额及越南所占份额 (单位: 亿欧元)	15
图 15: 日本月度进口金额及中国所占份额 (单位: 亿美元)	16
图 16: 日本月度从中国、东盟进口金额 (单位: 亿美元)	16
图 17: 日本月度进口金额指数	17
图 18: 日本月度从越南进口金额及越南所占份额 (单位: 亿美元)	17
图 19: 韩国月度进口金额及中国所占份额 (单位: 亿美元)	18
图 20: 韩国月度从中国、东盟进口金额 (单位: 亿美元)	18
图 21: 韩国月度进口金额指数	19

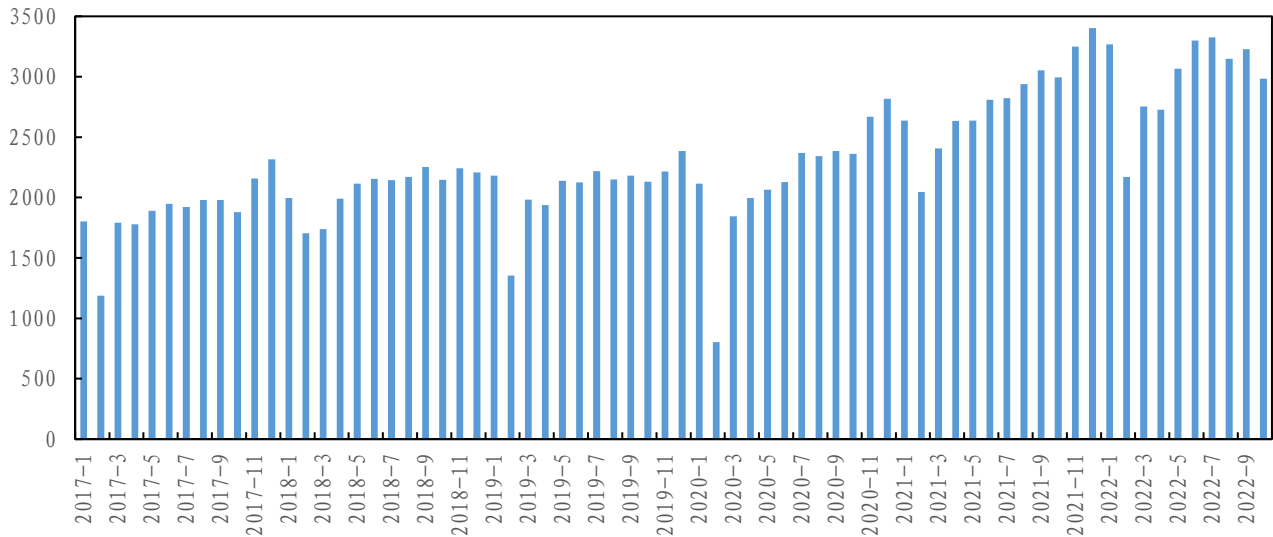
图 22: 韩国月度进口金额及越南所占份额 (单位: 亿美元)	19
图 23: 中国商品出口越南月度金额指数	20
图 24: SW 基础化工行业海外工厂分布情况 (单位: 家)	21
图 25: SW 基础化工二级子行业出海建厂情况	22
图 26: SW 基础化工三级子行业出海建厂情况	22
图 27: 赛轮及赛轮越南净利润 (亿元)	23
图 28: 美国进口轮胎数量 (万条)	25
图 29: 贵州轮胎收入及同比增速 (亿元, %)	26
图 30: 贵州轮胎扣非归母净利润 (亿元)	26
图 31: 贵州轮胎产销情况 (万条, %)	27
图 32: 通用股份营业收入 (亿元) 及增长情况	28
图 33: 通用股份归母净利润 (亿元) 及增长情况	28
图 34: 轮胎公司泰国工厂净利润 (亿元)	31
图 35: 柬埔寨西港特区地图	31
图 36: 通用股份柬埔寨子公司与 API 战略合作签约仪式	32
图 37: 确成股份主要产品	32
图 38: 确成股份营业收入 (亿元) 及增长情况	33
图 39: 确成股份归母净利润 (亿元) 及增长情况	33
图 40: 百隆东方产能 (万纱锭)	34
图 41: 百隆东方收入情况 (亿元)	35
图 42: 百隆东方净利润情况 (亿元)	35
图 43: 越南进口棉花数量 (万吨)	35
图 44: 越南棉纱纺织物产量 (百万平方米)	35

一、中国商品出口增长动力切换，产业链转移趋势明确

1、中国出口商品流向

根据海关总署数据显示，2017年1月我国外贸出口金额1803亿美元，至2022年10月这个数字增长到2984亿美元。2017年1至10月我国外贸出口总额为18160亿美元，2022年1至10月外贸出口总额29970亿美元，年复合增长率10.5%。

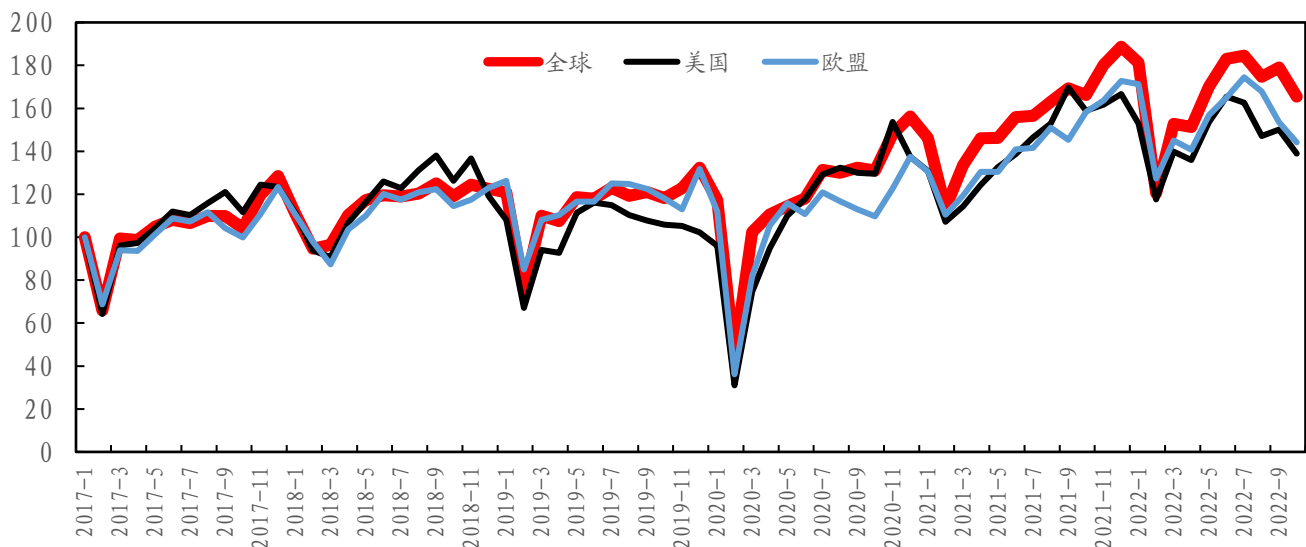
图 1：中国 2017 年至今月度出口金额（单位：亿美元）



资料来源:wind, 信达证券研发中心

2017年1月-2022年3月，我国外贸出口的第一大目的地一直是美国，其次是欧盟。在2017年1月时，我国出口总金额中19%去往美国，17%去往欧盟，然而到2022年10月，我国出口总金额中16%去往美国，15%去往欧盟。本文以构建月度出口指数的方式，更清晰的去观察这种变化。将2017年1月中国外贸出口金额作为基准100，连续将后续每月的出口金额也转化为指数。由下图可以看出，2018年以前中国出口总金额、对美出口、对欧盟出口的趋势趋同，2019年之后对美出口指数开始落后于中国出口总金额指数，2020年之后对欧盟出口指数也开始落后。到2022年10月，中国出口总金额指数为166，对美出口指数为139，对欧盟出口指数为144。

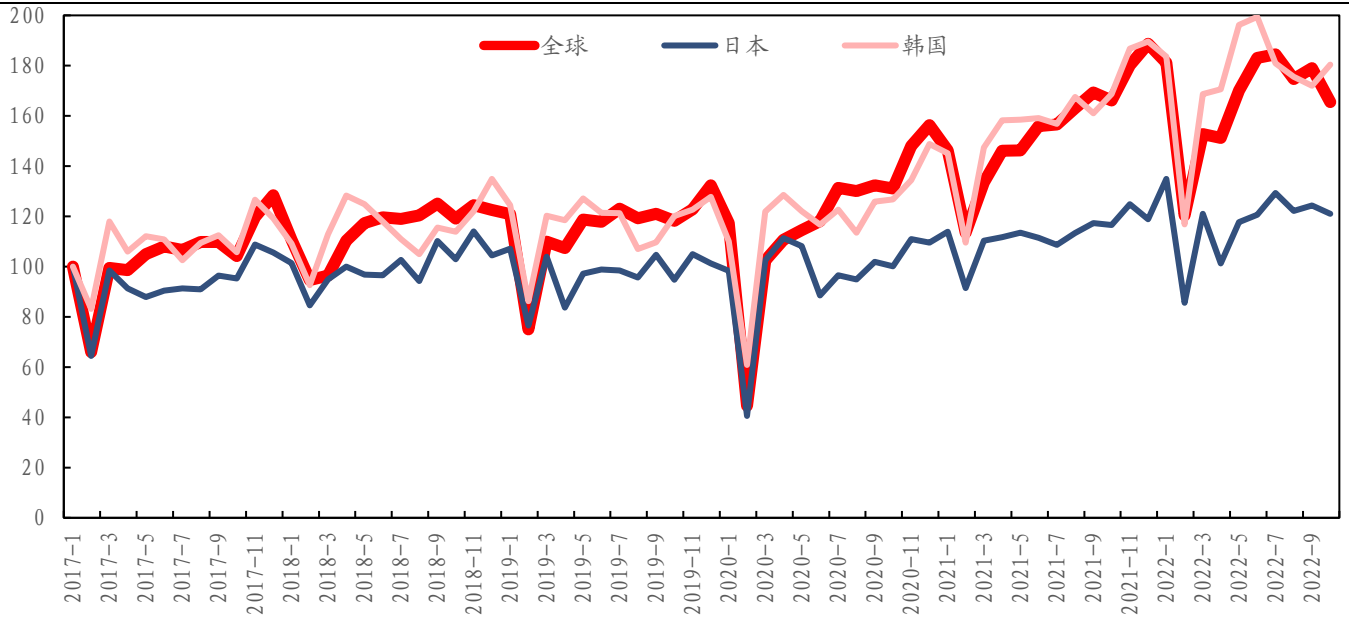
图 2：中国 2017 年至今月度出口、出口美国、出口欧盟金额指数



资料来源:wind, 信达证券研发中心

美国、欧盟之后，按国家排序的话，中国外贸出口的第三、第四目的地是日本和韩国，合计约占有中国出口总金额的十分之一。由下图可以看出，2017年之后中国对韩国出口趋势与中国出口总趋势保持一致，而对日本出口金额则增长微弱。

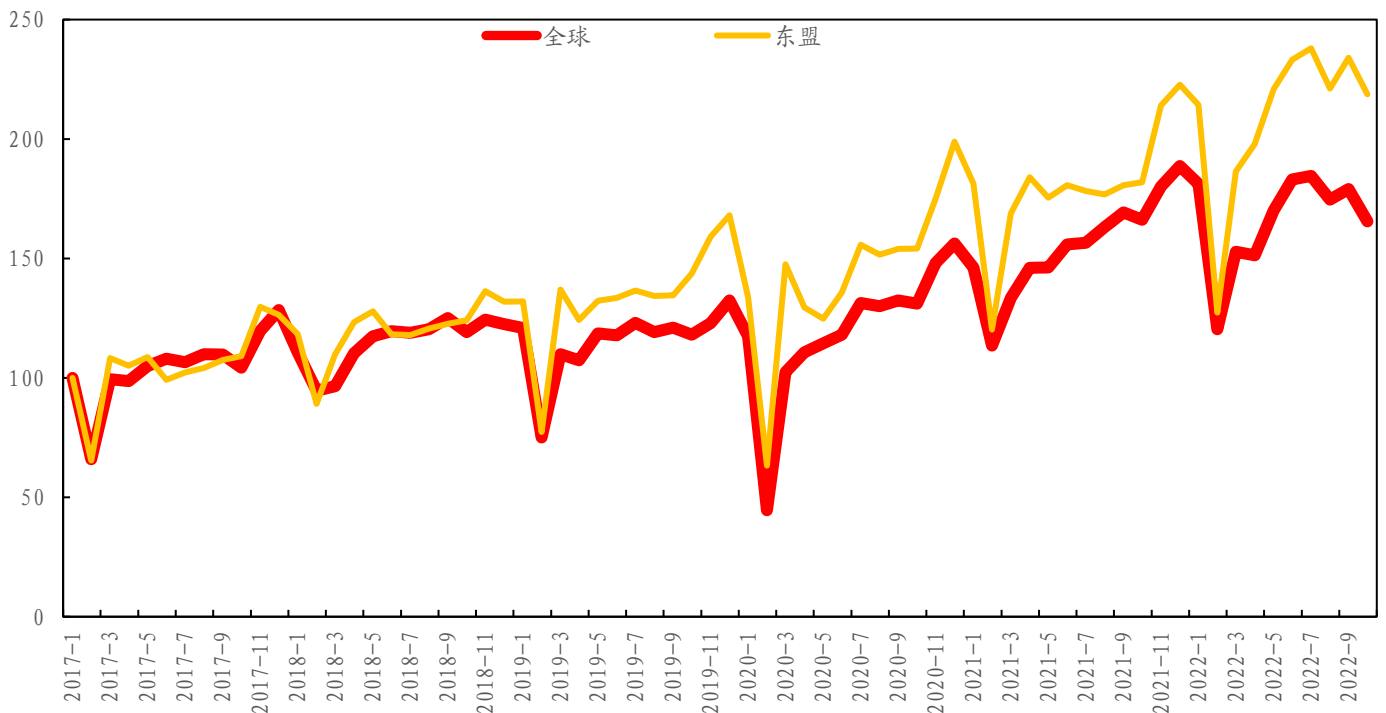
图 3: 中国 2017 年至今月度出口金额、出口日本、出口韩国金额指数



资料来源:wind, 信达证券研发中心

中国对欧美日韩的出口的增长落后于中国出口总额的增长趋势，即出现了其它出口目的地，其增长趋势迅猛，拉高中国出口总额的增速，这个出口目的地就是东盟。由下图可以看出，2019年以后中国出口东盟的增长趋势开始超过整体增长趋势。将 2017 年 1 月出口金额作为基准 100，到 2022 年 10 月，中国出口总金额指数为 166，对东盟出口指数为 219。

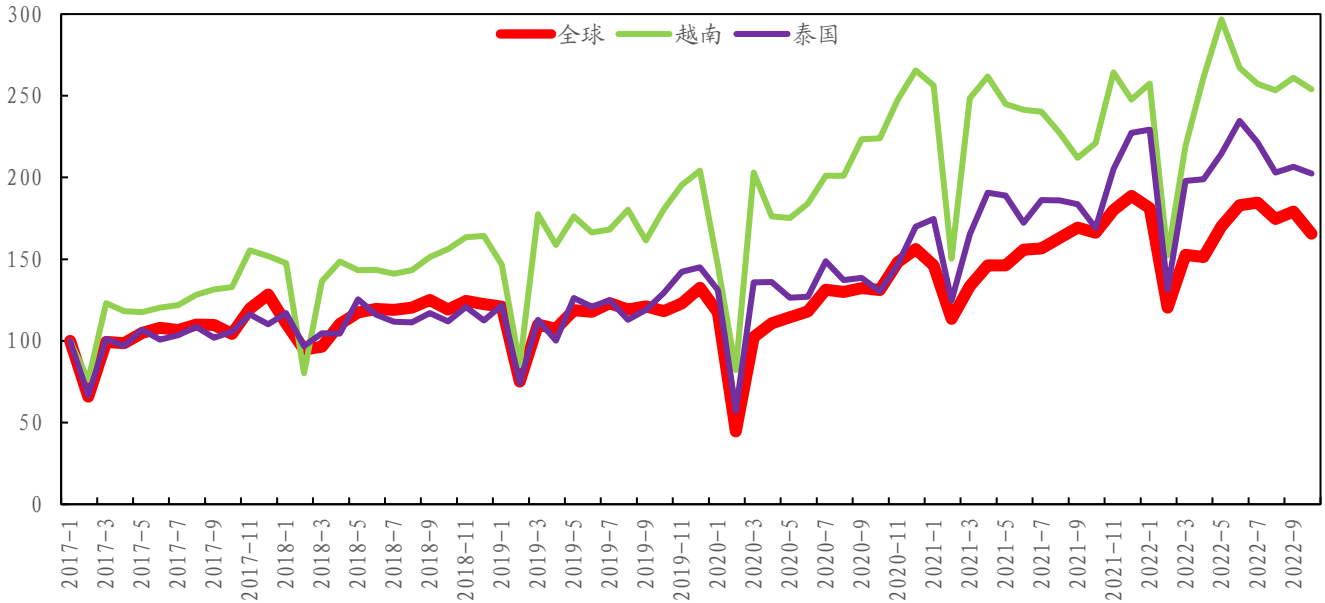
图 4: 中国 2017 年至今月度出口、出口东盟金额指数



资料来源:wind, 信达证券研发中心

东南亚国家联盟（Association of Southeast Asian Nations，缩写：ASEAN，简称：东盟），于1967年8月8日在泰国曼谷成立，秘书处设在印度尼西亚首都雅加达。截止2019年，东盟有10个成员国：文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、缅甸、越南。在东盟之中，中国对越南出口的增长速度最快。将2017年1月出口金额作为基准100，到2022年10月，中国出口总金额指数为166，对泰国出口金额指数为202，对越南出口金额指数为254。

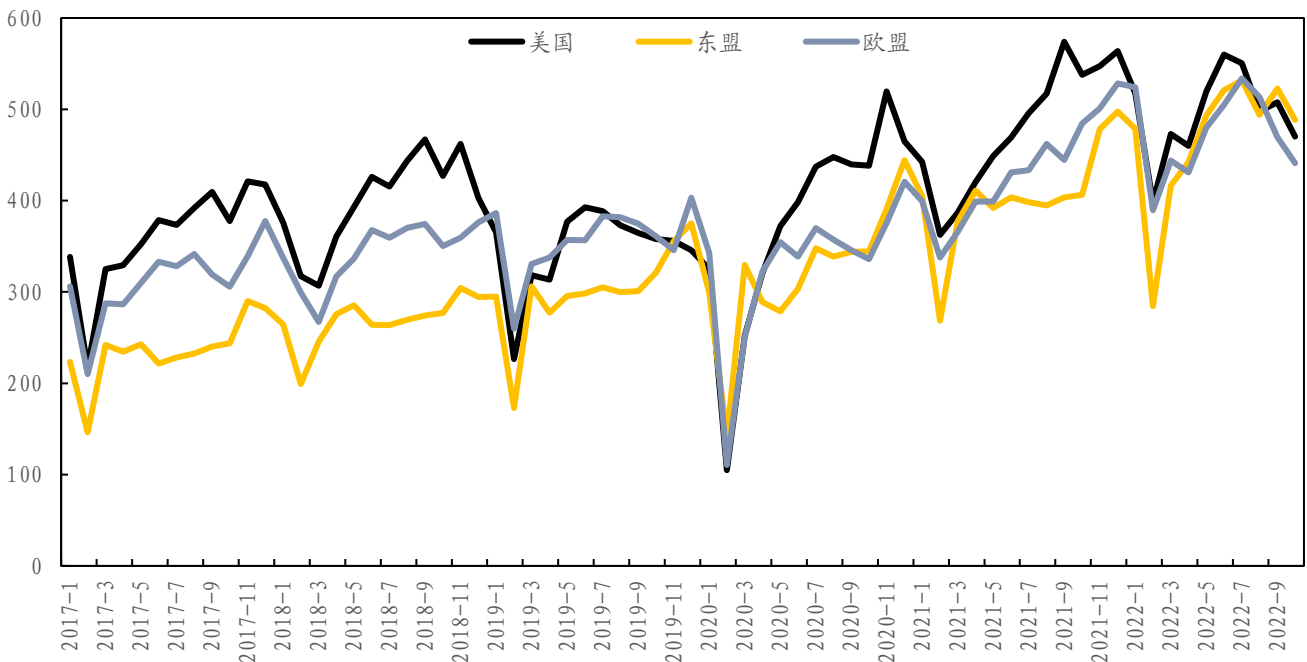
图 5：中国 2017 年至今月度出口、出口泰国、出口越南金额指数



资料来源:wind, 信达证券研发中心

我国对东盟的出口不仅增长快，并且金额体量上也超乎想象了。2017年1月我国对美出口338亿美元，对东盟出口306亿美元，对东盟出口223亿美元。而到了2022年10月我国对美出口470亿美元，对东盟出口441亿美元，对东盟出口489亿美元。东盟已经跟美国、欧盟不分伯仲，成为我国出口的前三大客户之一了。

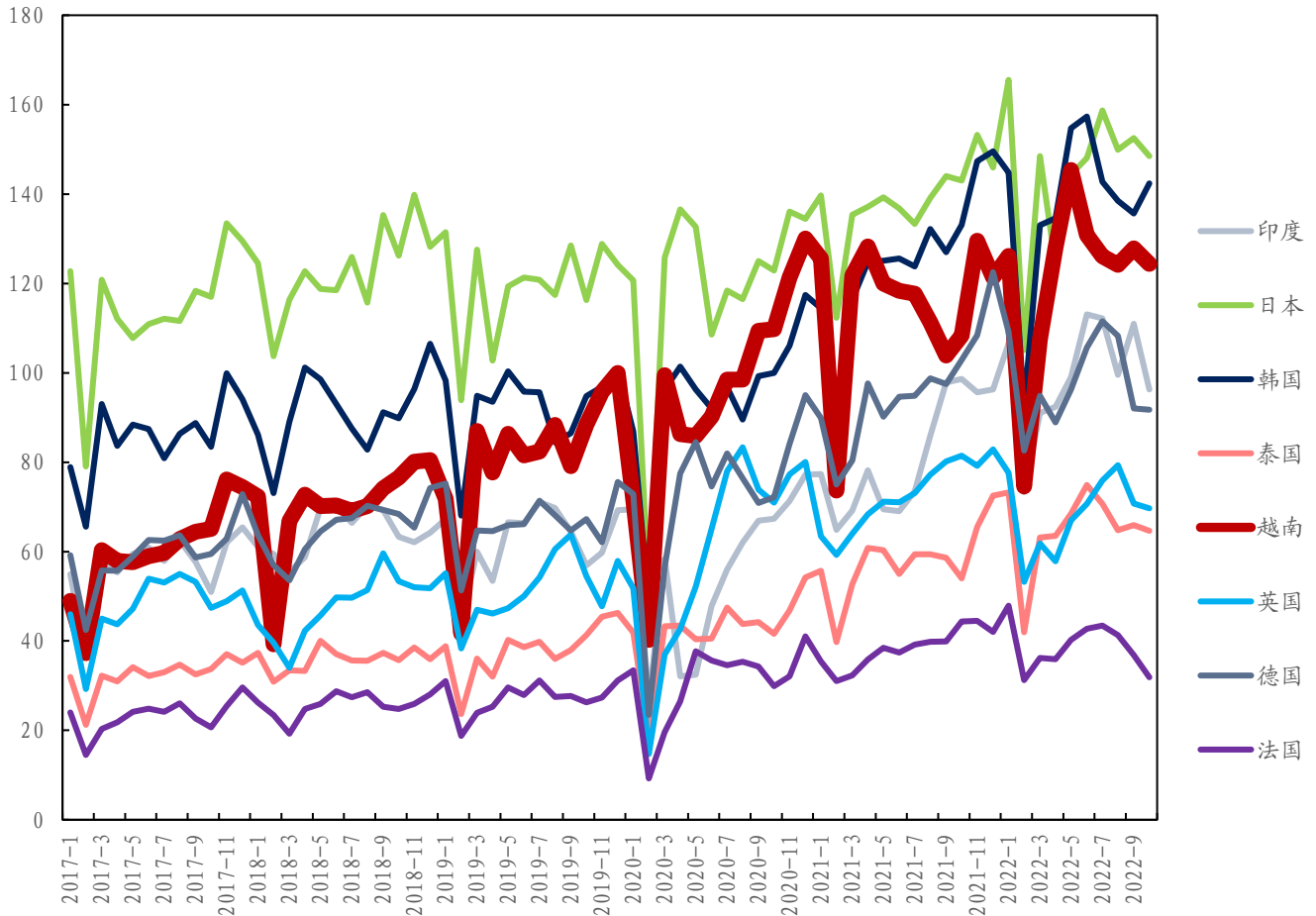
图 6：中国对美国、东盟、东盟月度出口金额（单位：亿美元）



资料来源:wind, 信达证券研发中心

若不考虑欧盟、东盟这些组织，以国家维度对中国出口目的地排序，第一位是美国并且远超后面的国家，每月中国对美出口 500 亿美元左右。第二、第三位分别为日本、韩国。越南已经悄无声息的上升到了第四位，它是过去五年中中国出口增速最快的国家。按照这个增速，2023 年越南将超越日韩，成为美国之后，中国出口的第二大客户国家。

图 7：中国对日本、韩国、越南等国月度出口金额（单位：亿美元）



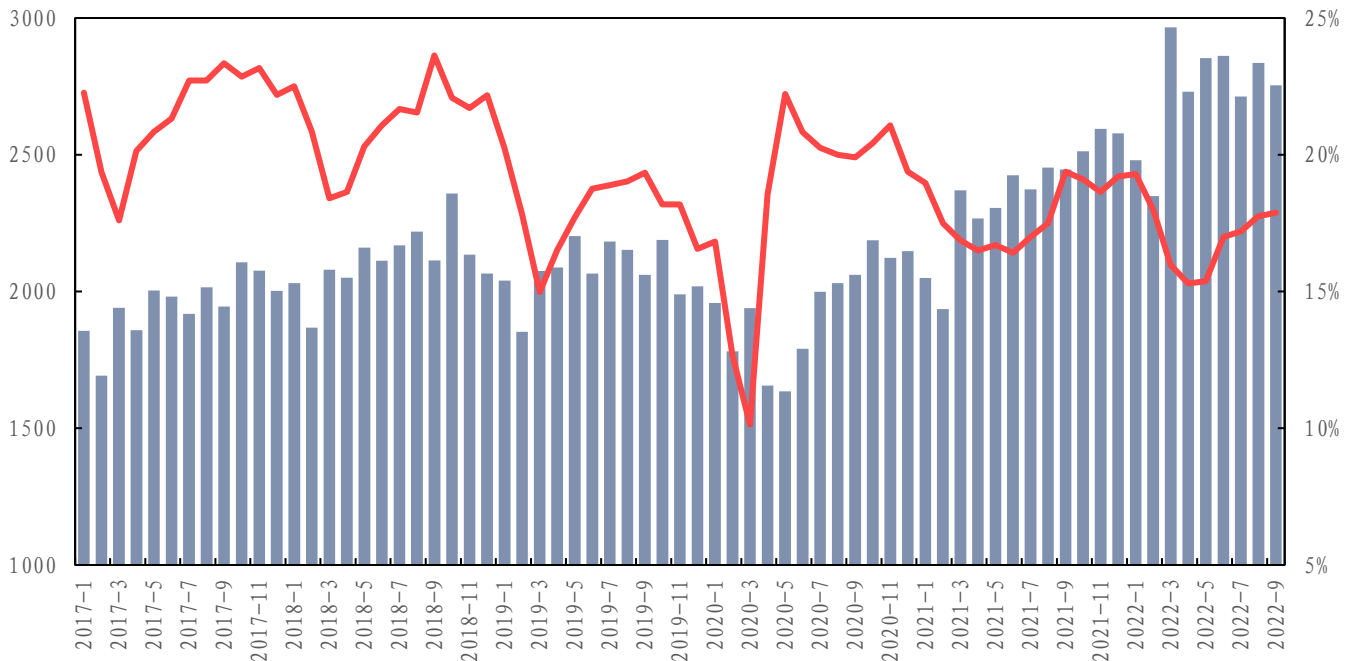
资料来源:wind, 信达证券研发中心

中国外贸出口的增速中，对欧美日韩的出口增速是负贡献，对东盟的出口是正贡献，是否是因为发达国家市场过于成熟和饱和导致本身进口低增速，而新兴国家的进口需求增长更加旺盛？验证这一点，只需要观察反面，即这些中国的出口目的国本身的进口情况。

2、美国进口商品溯源

2017年1月美国进口商品总金额为1857亿美元，其中从中国进口商品413亿，中国商品所占份额为22.3%。2022年9月美国进口商品总金额为2754亿美元，其中从中国进口商品492亿，中国商品所占份额为17.9%。

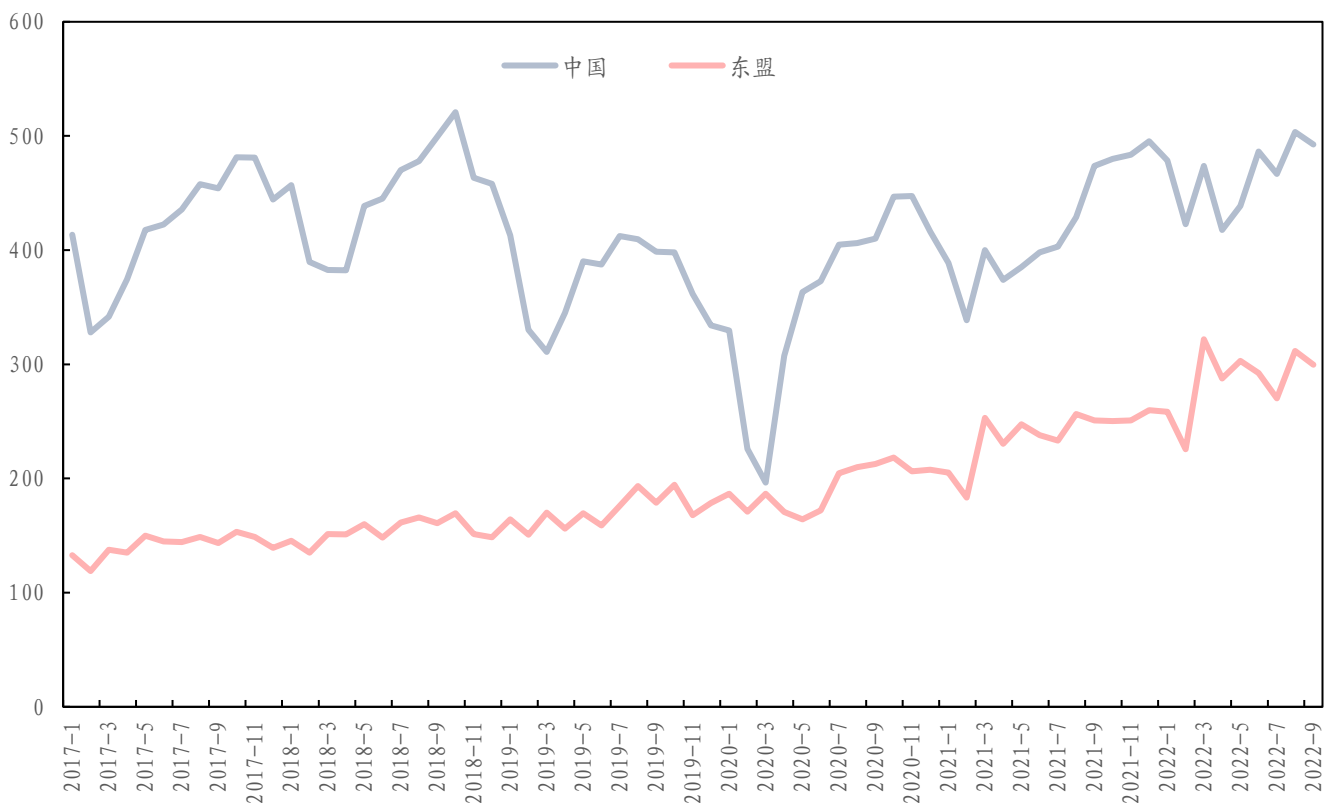
图 8: 美国月度进口金额及中国所占份额 (单位: 亿美元)



资料来源:wind, 信达证券研发中心

2017年1月美国从中国进口商品413亿美元，从东盟进口商品133亿，东盟商品是中国商品的32%。2022年9月美国从中国进口商品492亿，从东盟进口商品300亿，东盟商品是中国商品的61%。

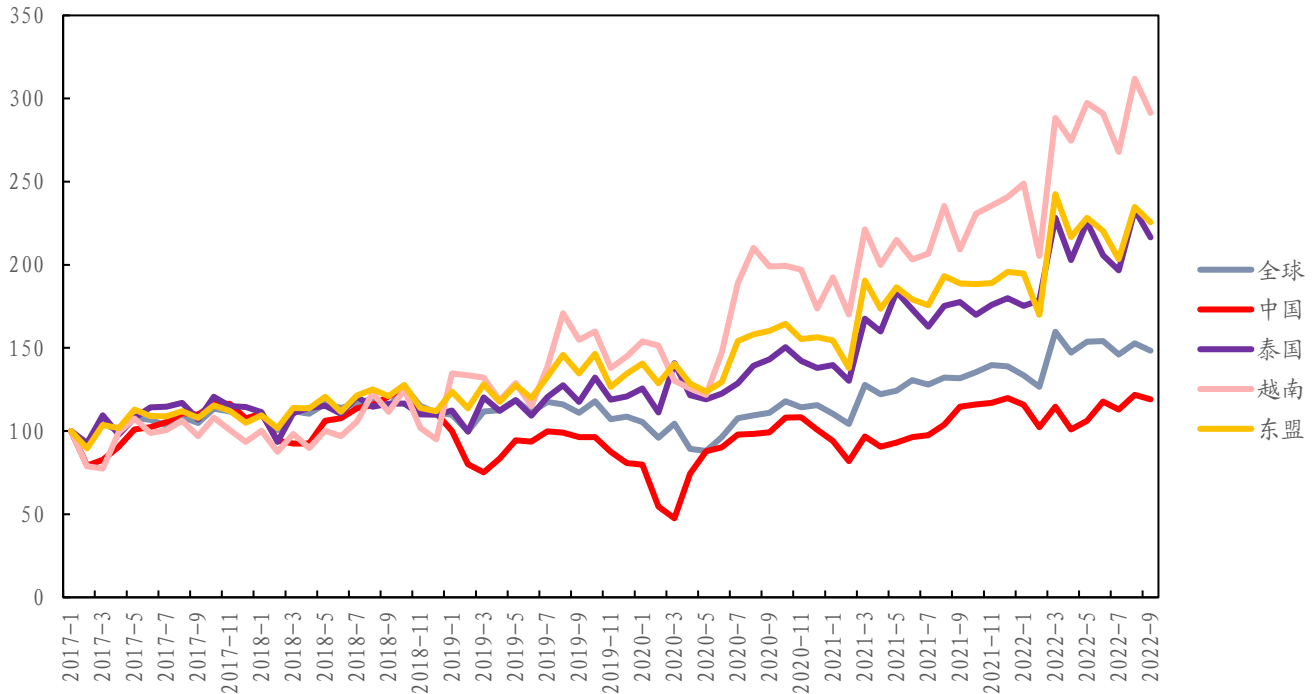
图 9: 美国月度从中国、东盟进口金额 (单位: 亿美元)



资料来源:wind, 信达证券研发中心

将 2017 年 1 月美国进口商品金额作为基准 100，连续将后续每月的进口金额也转化为指数。由下图可以看出，2019 年以前美国从中国、东盟进口的趋势与美国进口商品总金额趋势趋同，2019 年之后开始分化。到 2022 年 9 月，美国进口商品总金额指数为 148，从中国进口金额指数为 119，从东盟进口金额指数为 226，从泰国进口金额指数为 216，从越南进口金额指数为 291。

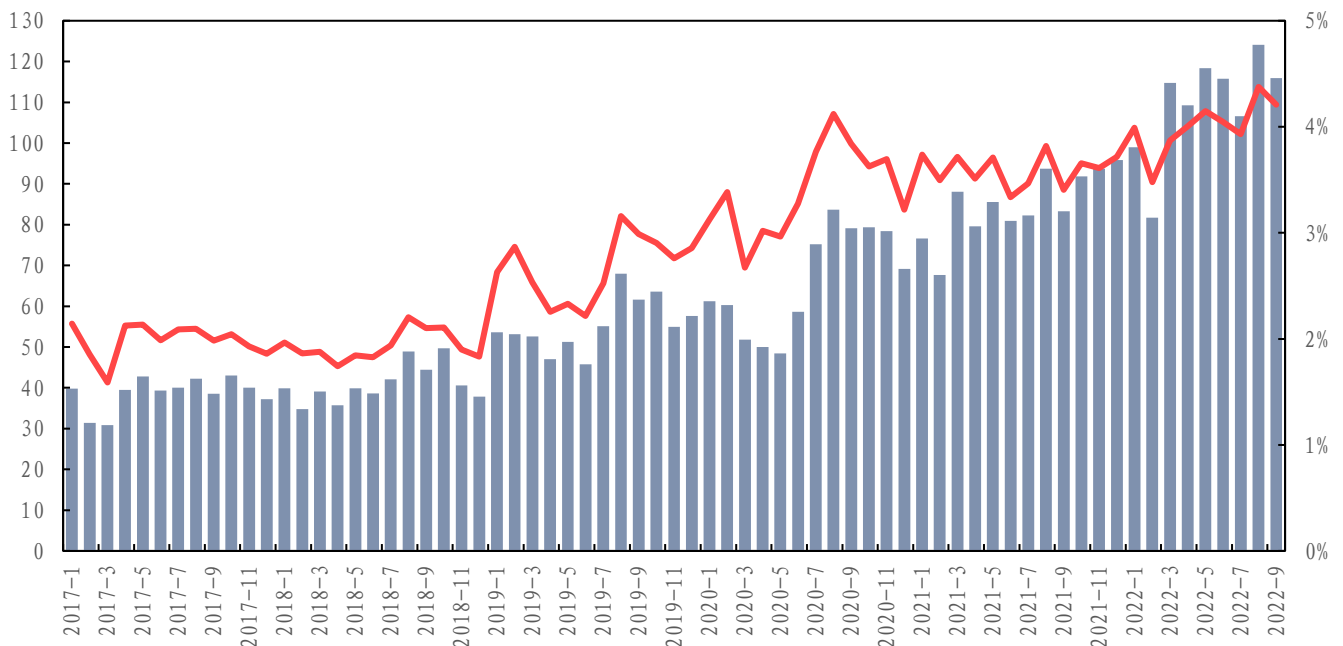
图 10: 美国月度进口金额指数



资料来源:wind, 信达证券研发中心

美国从东盟进口商品的最主要来源国是越南，占到东盟商品的三分之一。同时，越南也是东盟中对美出口增长最快的。2017 年 1 月美国从越南进口商品 40 亿美元，越南商品占美国进口商品总额的 2.1%。2022 年 9 月美国从越南进口商品 116 亿美元，越南商品占美国进口商品总额的 4.2%。

图 11: 美国月度从越南进口金额及越南所占份额 (单位: 亿美元)



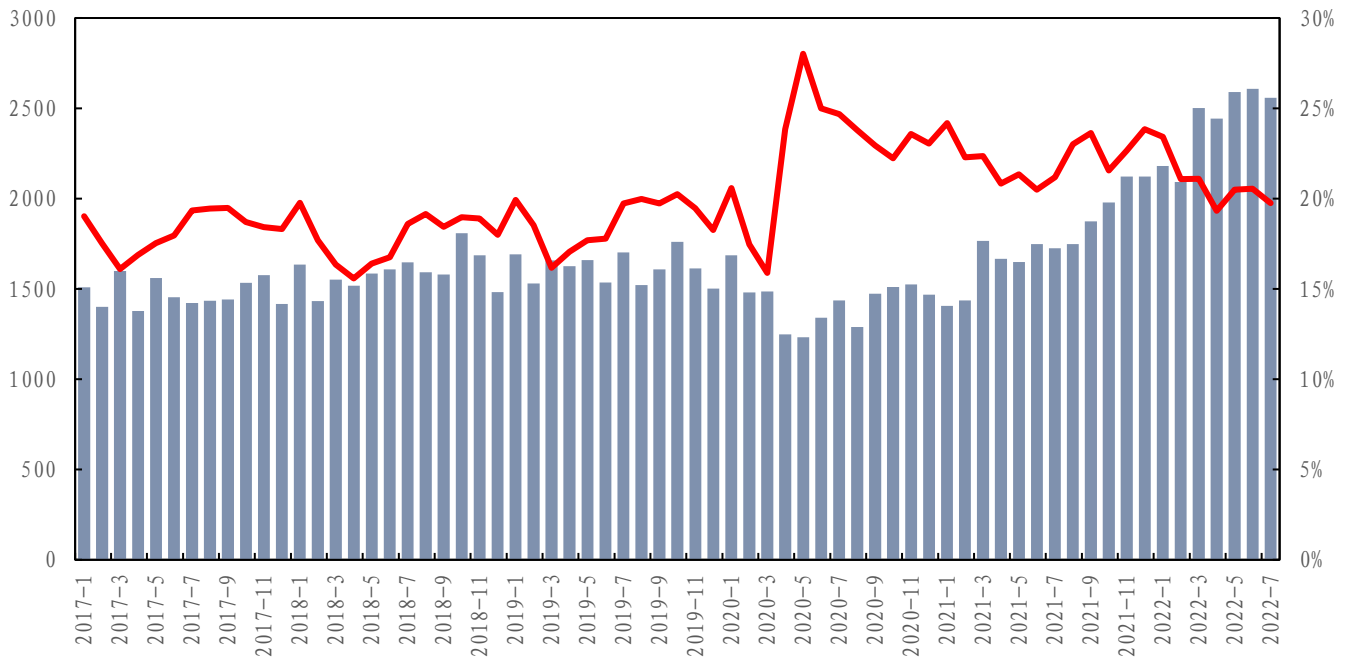
资料来源:wind, 信达证券研发中心

3、欧盟进口商品溯源

2017年1月欧盟进口商品总金额为1509亿欧元，其中从中国进口商品287亿，中国商品所占份额为19.0%。

2022年7月欧盟进口商品总金额为2559亿欧元，其中从中国进口商品505亿，中国商品所占份额为19.8%。

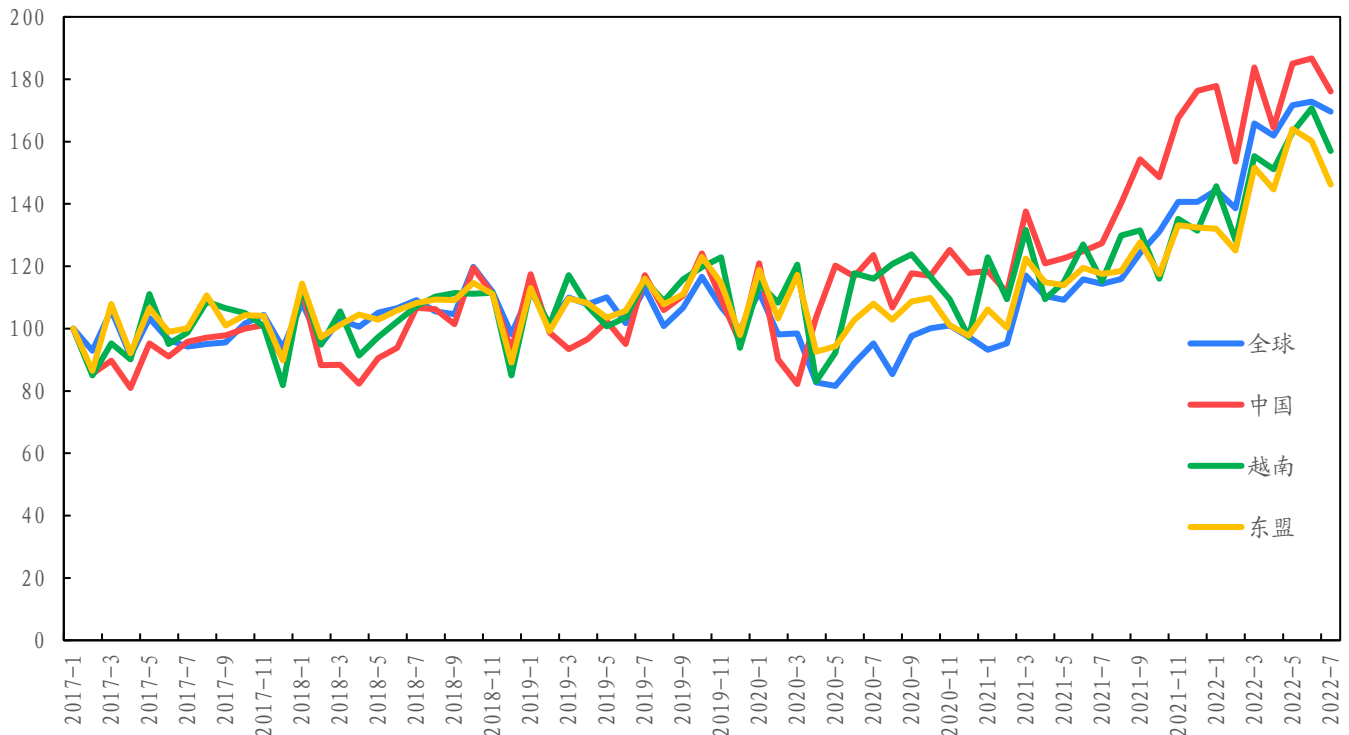
图 12: 欧盟月度进口金额及中国所占份额(单位: 亿欧元)



资料来源:wind, 信达证券研发中心

将2017年1月欧盟进口商品金额作为基准100，连续将后续每月的进口金额也转化为指数。由下图可以看出，欧盟进口商品的来源结构相对比较平稳。到2022年7月，欧盟进口商品总金额指数为170，从中国进口金额指数为176，从东盟进口金额指数为146，从越南进口金额指数为157。

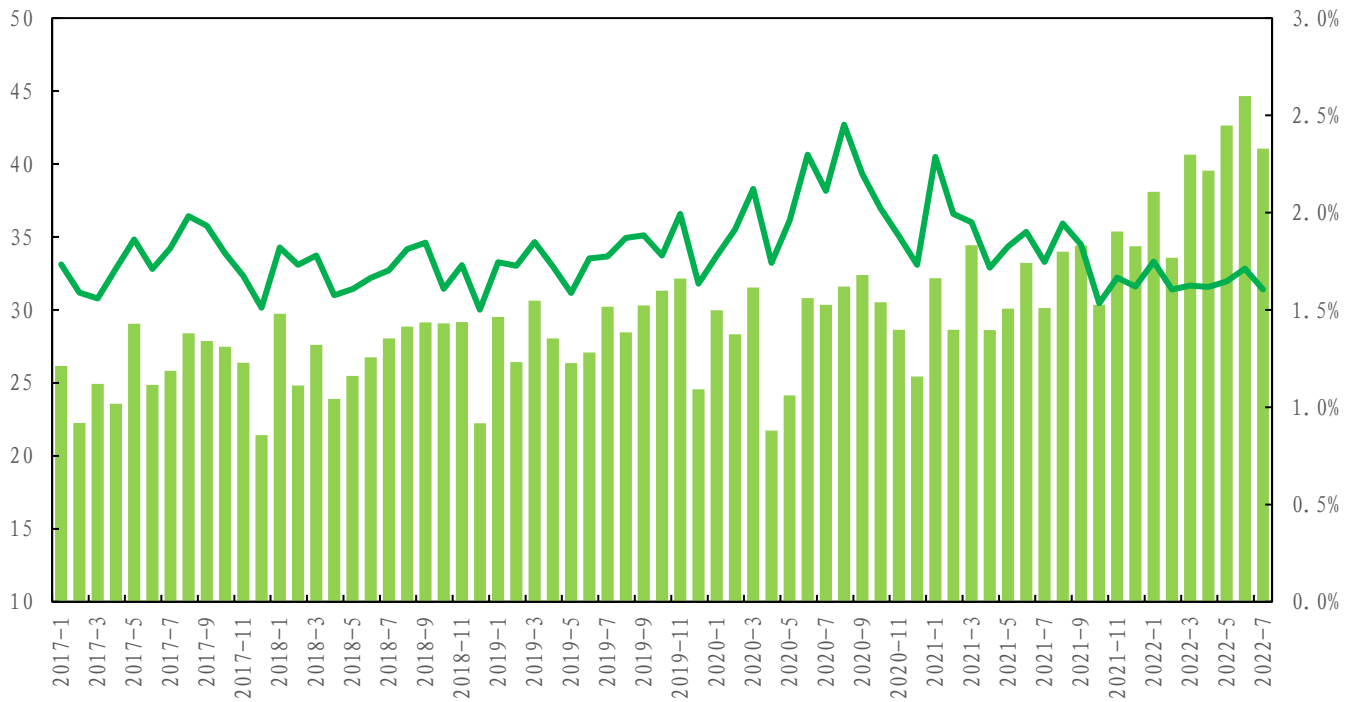
图 13: 欧盟月度进口金额指数



资料来源:wind, 信达证券研发中心

2017年1月欧盟从越南进口商品26亿欧元，越南商品占欧盟进口商品总额的1.7%。2022年7月欧盟从越南进口商品41亿欧元，越南商品占欧盟进口商品总额的1.6%。

图 14: 欧盟月度进口金额及越南所占份额 (单位: 亿欧元)



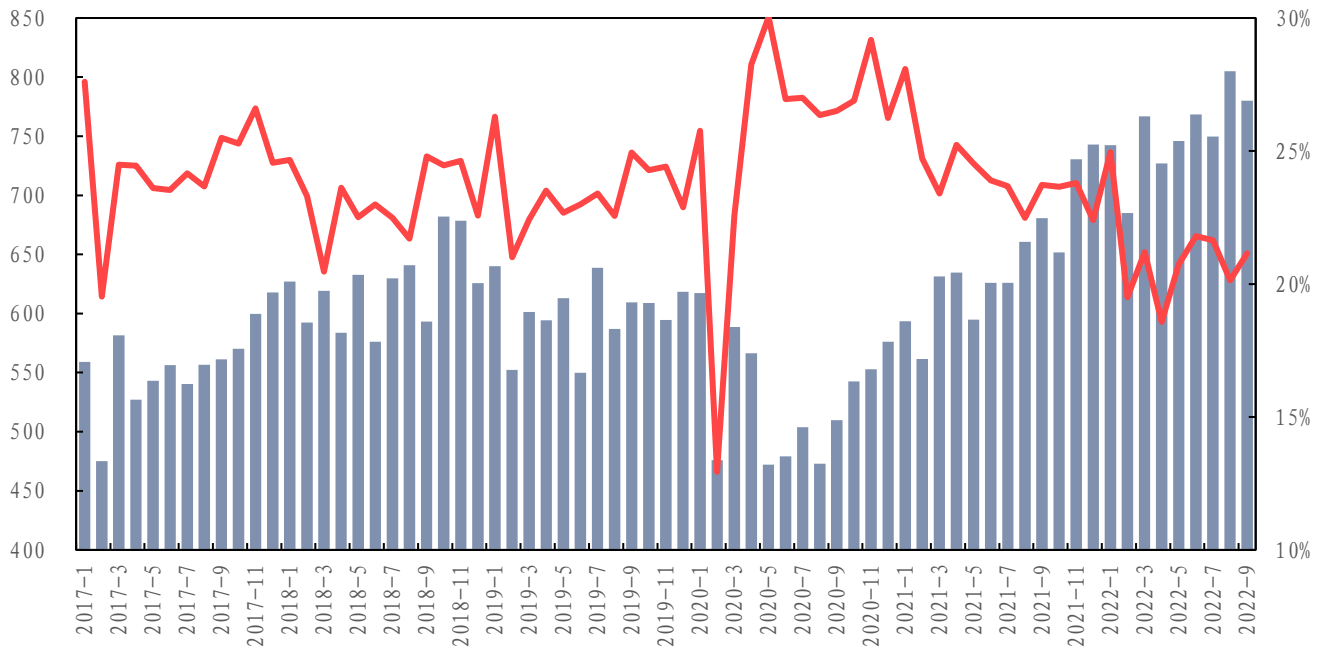
资料来源:wind, 信达证券研发中心

4、日本进口商品溯源

2017年1月日本进口商品总金额为559亿美元，其中从中国进口商品154亿，中国商品所占份额为27.6%。

2022年9月日本进口商品总金额为780亿美元，其中从中国进口商品165亿，中国商品所占份额为21.1%。

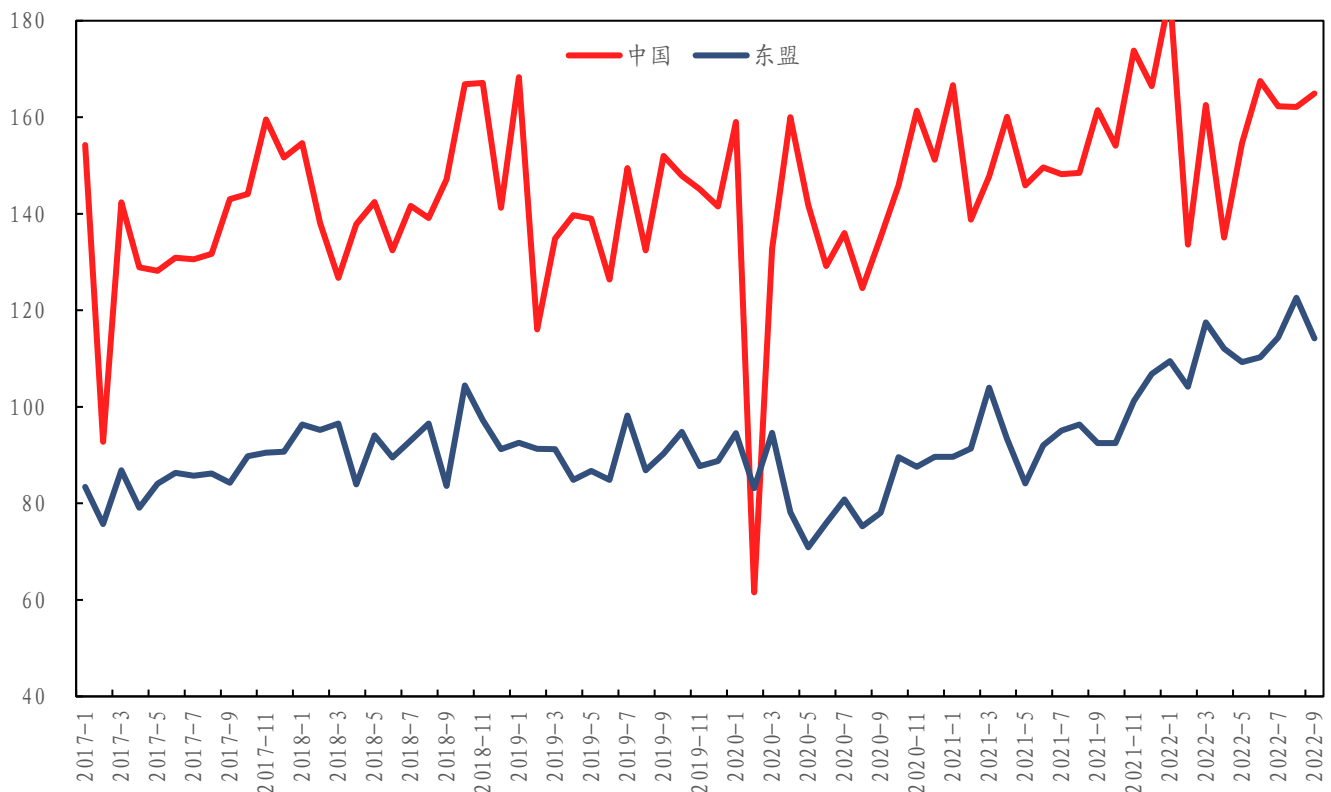
图 15: 日本月度进口金额及中国所占份额 (单位: 亿美元)



资料来源:wind, 信达证券研发中心

2017年1月日本从中国进口商品154亿美元，从东盟进口商品83亿，东盟商品是中国商品的54%。2022年9月日本从中国进口商品165亿，从东盟进口商品114亿，东盟商品是中国商品的69%。

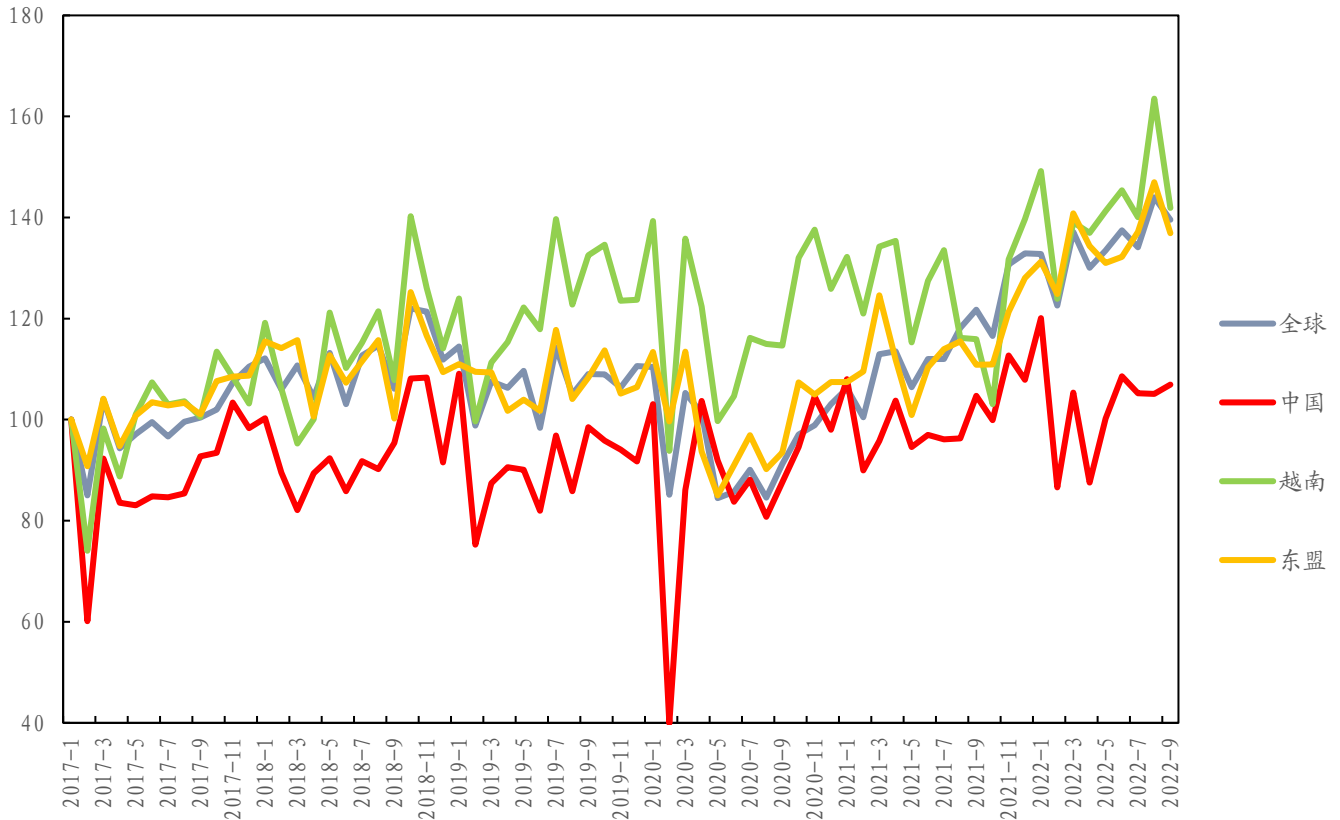
图 16: 日本月度从中国、东盟进口金额 (单位: 亿美元)



资料来源:wind, 信达证券研发中心

将 2017 年 1 月日本进口商品金额作为基准 100，连续将后续每月的进口金额也转化为指数。由下图可以看出，日本从中国进口商品增长趋势非常微弱，日本从越南进口商品增长趋势超过日本进口商品总金额的增长趋势。到 2022 年 9 月，日本进口商品总金额指数为 140，从中国进口金额指数为 107，从东盟进口金额指数为 137，从越南进口金额指数为 142。

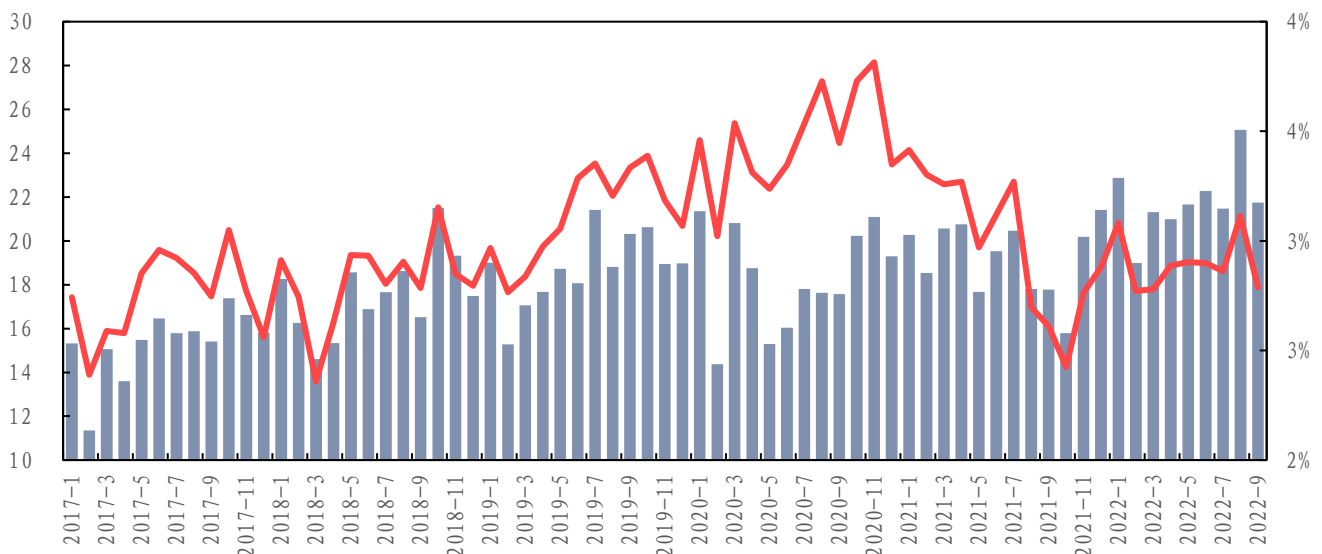
图 17: 日本月度进口金额指数



资料来源:wind, 信达证券研发中心

2017 年 1 月日本从越南进口商品 15 亿美元，越南商品占日本进口商品总额的 2.7%。2022 年 9 月日本从越南进口商品 22 亿美元，越南商品占日本进口商品总额的 2.8%。

图 18: 日本月度从越南进口金额及越南所占份额 (单位: 亿美元)

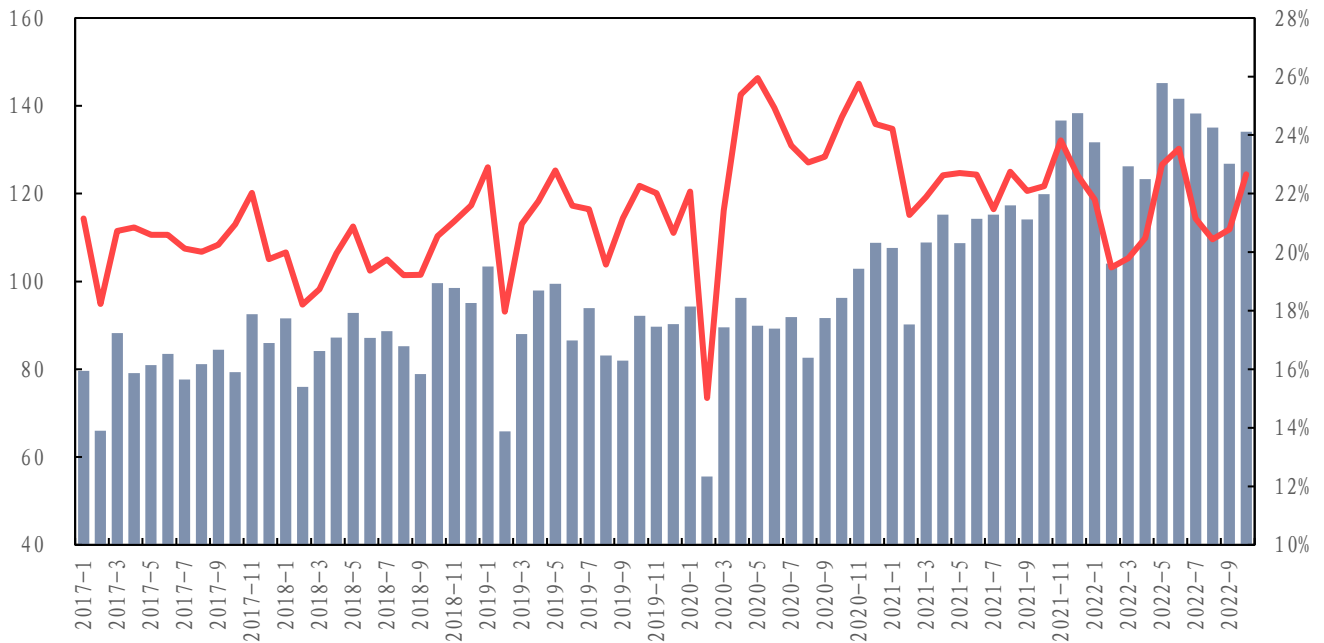


资料来源:wind, 信达证券研发中心

5、韩国进口商品溯源

2017年1月韩国进口商品总金额为377亿美元，其中从中国进口商品80亿，中国商品所占份额为21.2%。2022年10月韩国进口商品总金额为592亿美元，其中从中国进口商品134亿，中国商品所占份额为22.7%。

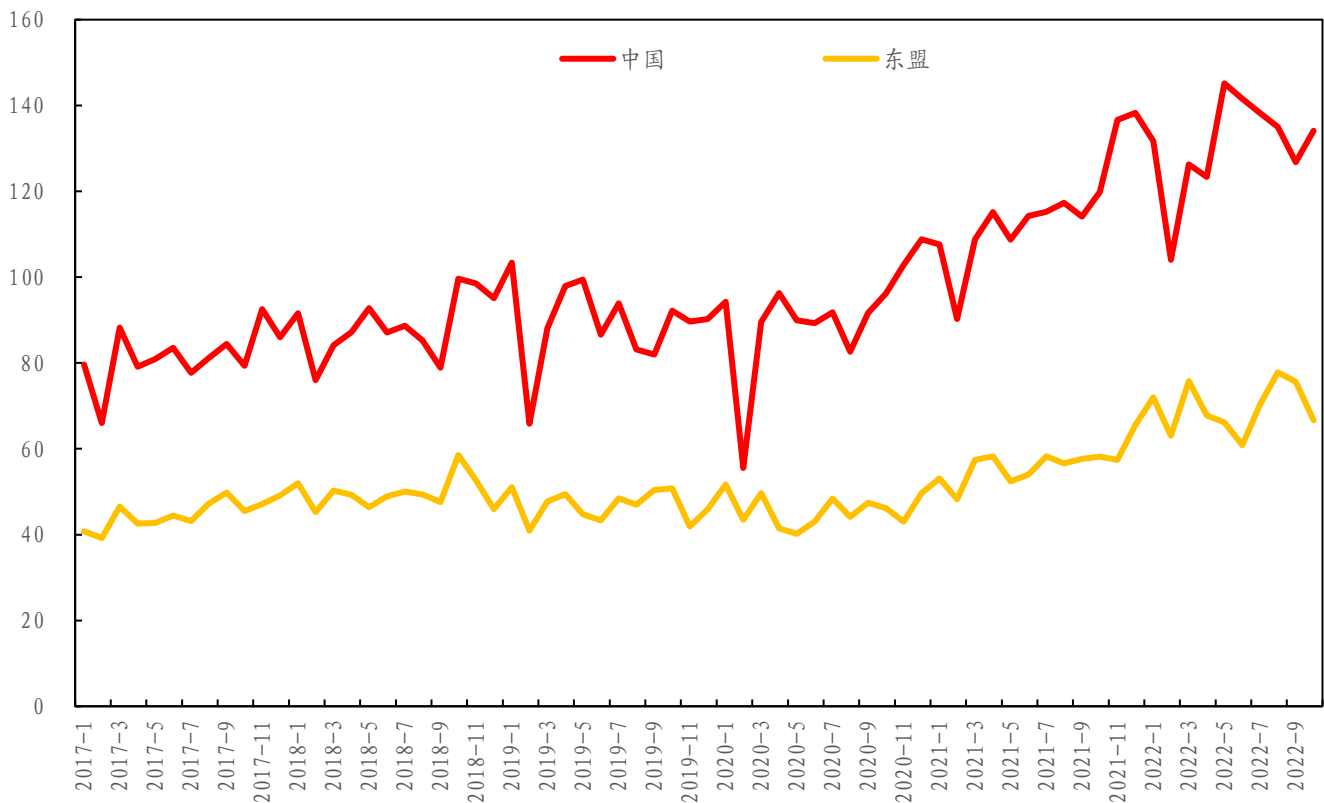
图 19：韩国月度进口金额及中国所占份额（单位：亿美元）



资料来源:wind, 信达证券研发中心

2017年1月韩国从中国进口商品80亿美元，从东盟进口商品41亿，东盟商品是中国商品的51%。2022年10月韩国从中国进口商品134亿，从东盟进口商品67亿，东盟商品是中国商品的50%。

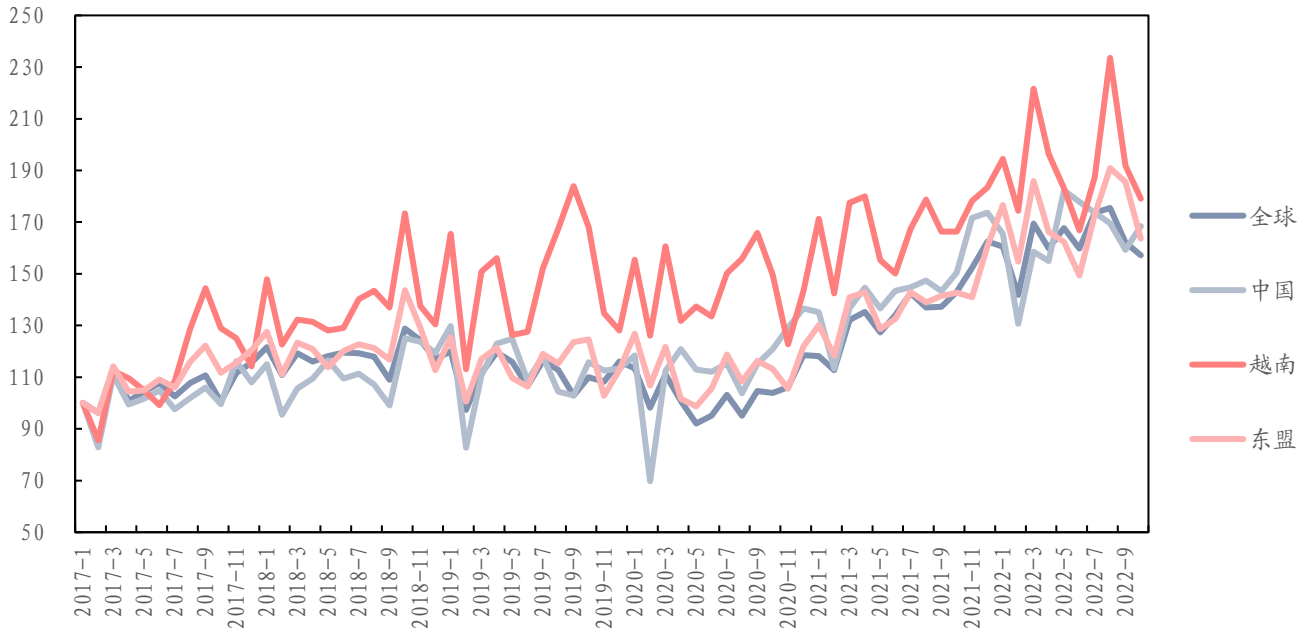
图 20：韩国月度从中国、东盟进口金额（单位：亿美元）



资料来源:wind, 信达证券研发中心

将 2017 年 1 月韩国进口商品金额作为基准 100，连续将后续每月的进口金额也转化为指数。由下图可以看出，韩国从中国、东盟进口的趋势与韩国进口商品总金额趋势趋同，韩国从越南进口商品增长趋势高于韩国进口总金额的增长趋势。到 2022 年 10 月，韩国进口商品总金额指数为 157，从中国进口金额指数为 168，从东盟进口金额指数为 164，从越南进口金额指数为 179。

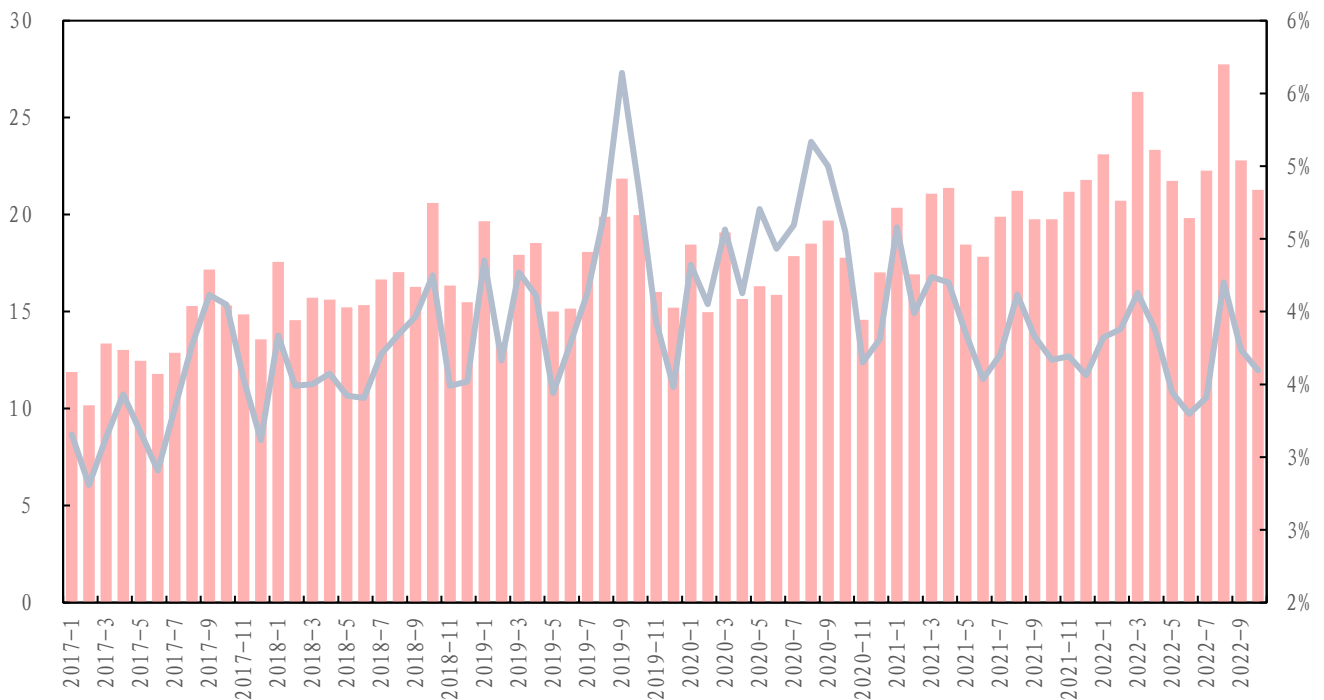
图 21: 韩国月度进口金额指数



资料来源:wind, 信达证券研发中心

韩国从东盟进口商品的最主要来源国是越南，占到东盟商品的三分之一。2017 年 1 月美国从越南进口商品 12 亿美元，越南商品占韩国进口商品总额的 3.2%。2022 年 10 月美国从越南进口商品 21 亿美元，越南商品占韩国进口商品总额的 3.6%。

图 22: 韩国月度进口金额及越南所占份额 (单位: 亿美元)



资料来源:wind, 信达证券研发中心

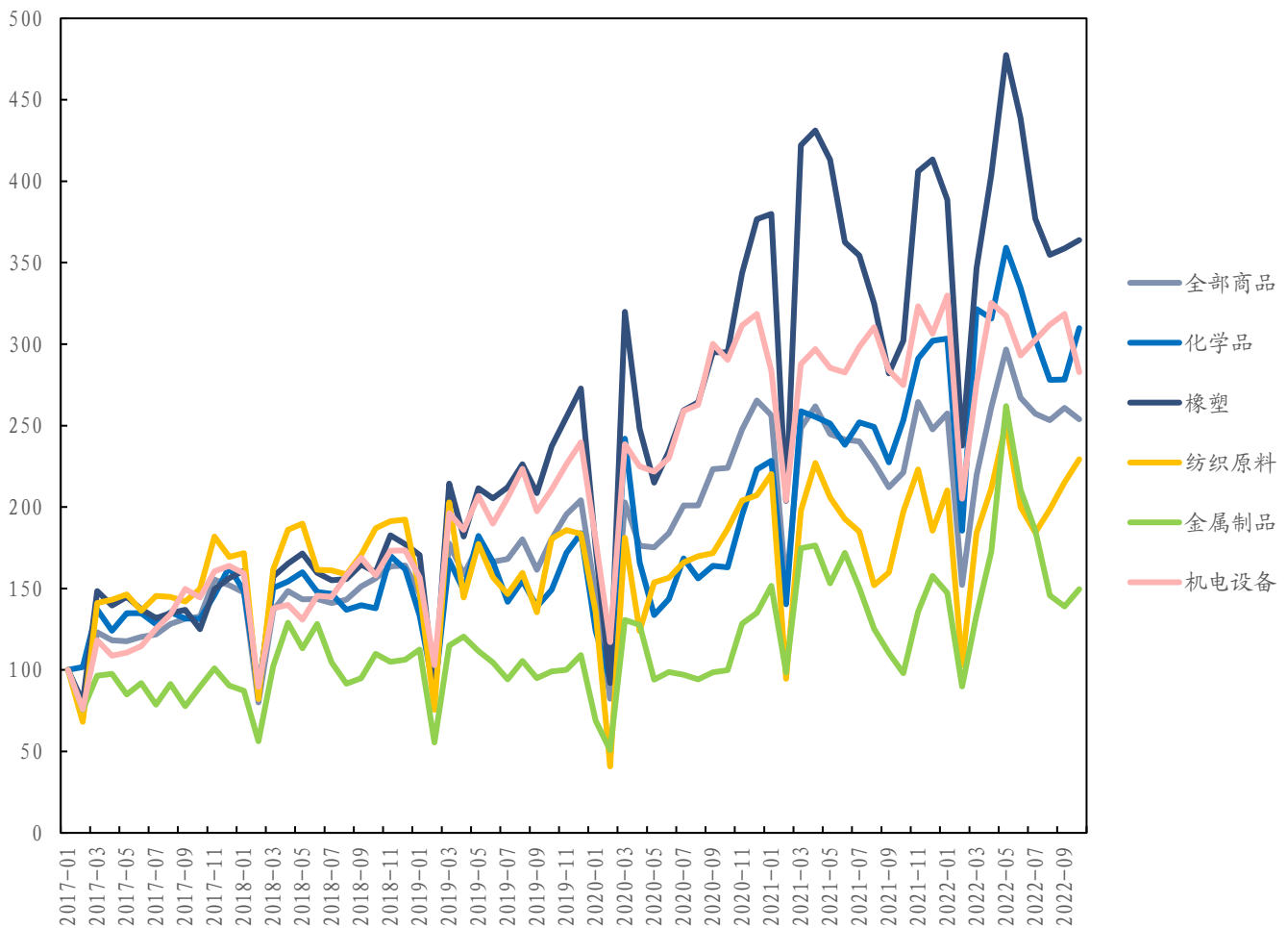
6、中国商品出口越南

将本国商品出口至美欧日韩市场，越南商品的增长趋势快于中国商品，甚至在美国等市场中国商品的市场份额在收缩。但是中国商品出口越南的增长趋势却非常明显。

2022年10月，中国商品出口越南124亿美元，排在美日韩之后，已经是中国出口的第四大客户国，并且与日韩的差距已经非常小。机电产品、纺织品、金属制品、化学品、橡塑制品是中国出口越南的前五大商品。

将2017年1月中国出口越南金额作为基准100，连续将后续每月的出口金额也转化为指数。由下图可以看出，到2022年10月，中国出口越南总金额指数为254，对越出口金属制品指数为150，对越出口纺织原料指数为229，对越出口机电设备指数为283，对越出口橡塑制品指数为364。

图 23：中国商品出口越南月度金额指数



资料来源:wind, 信达证券研发中心

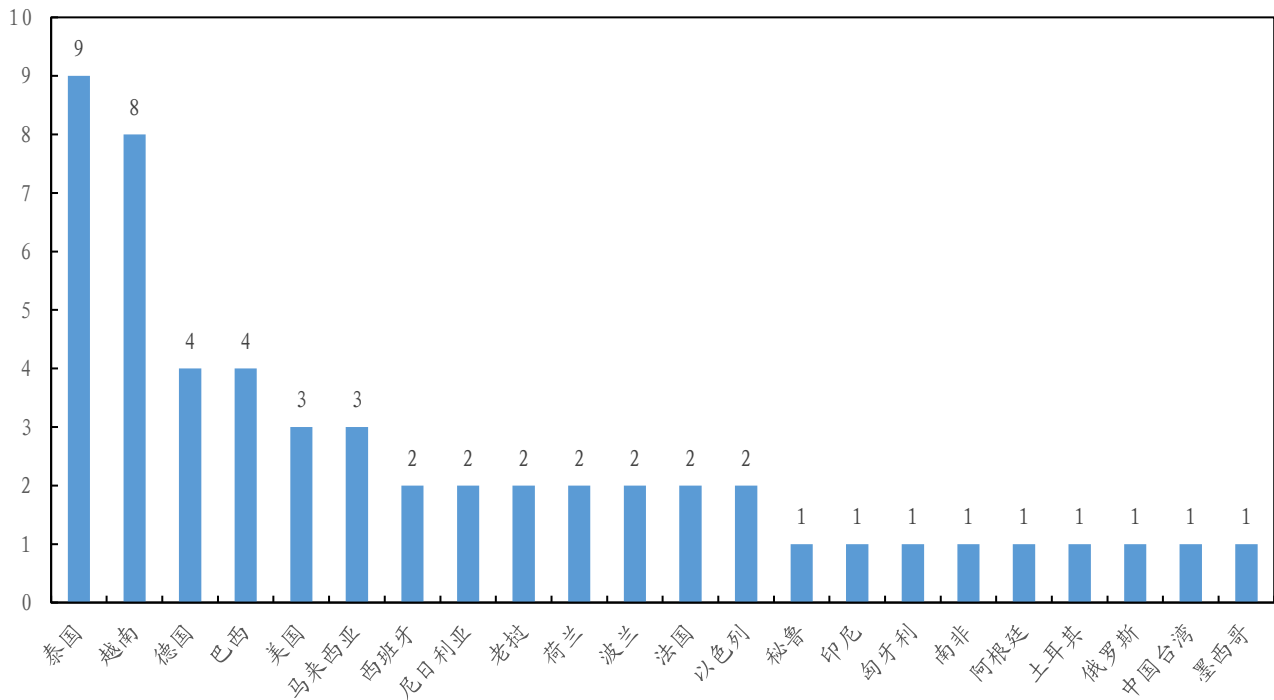
越南与美欧日韩一起出现在中国出口前几大目的地的名单中，意义与其它几个不同。中国出口越南的商品大部分是工业品、原材料、中间品，而并非终端消费品。与此同时，越南商品在欧美日韩市场抢得了更多的市场份额。这是由于全球地缘政治、投资环境、贸易政策的变化而导致的供应链转移与重构。对于中国企业来说，无论是上游原料企业还是下游商品企业，单个企业难以撼动全球供应链的变化，而是应该顺应变化的趋势，根据自身的竞争优势和所处的产业链环节，选择合适的发展路径。毕竟，对于所有企业而言，拿到更多的客户订单，是基本的生存之道。

二、化工板块向东南亚转移工厂

1、海外工厂总体情况

我们统计了 SW 基础化工行业 384 家上市公司的情况，截止 2021 年报，共有 38 家上市公司在海外的 22 个国家或地区规划建设了 50 余个工厂。从海外工厂的分布来看，泰国和越南等东南亚地区是我国基础化工行业出海建厂的多数选择，泰国和越南分别有着 9 家、8 家中国工厂。除了东南亚，SW 基础化工行业出海的选择也有南美洲、非洲等地，少数企业选择了到欧美发达国家建立工厂。

图 24：SW 基础化工行业海外工厂分布情况（单位：家）

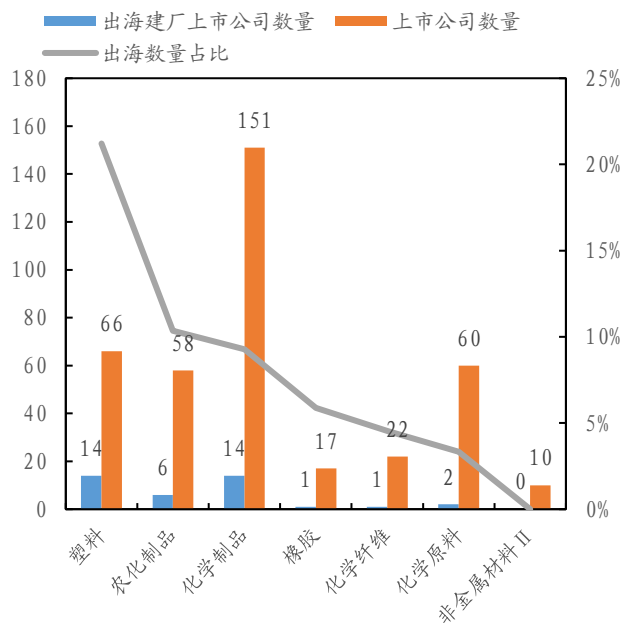


资料来源：SW 基础化工行业相关公司公告，信达证券研发中心

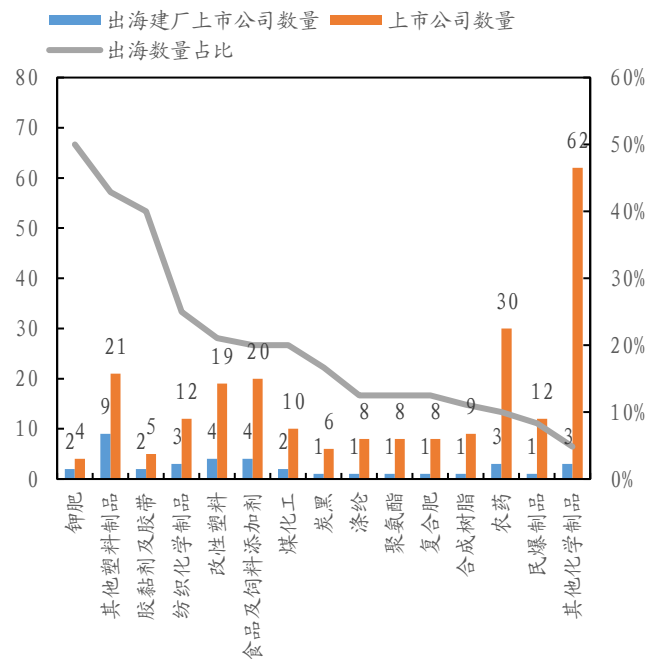
对于出海建设海外工厂的这 38 家公司，我们进一步分析了其所在子行业的情况。

从二级行业来看，这 38 家子公司主要分布在塑料、化学制品、农化制品等二级行业里，偏向上游的化学原料、倚重资源的非金属材料 II 行业的企业出海建厂比例较低。

从三级行业来看，SW 钾肥行业出海建厂比例最高，主要由于我国钾资源总体稀缺，钾盐资源储量逐年减少，服务年限逐步下降，资源型钾肥产能扩张已不可持续，钾盐资源全球化配置已经是必然选择。东南亚地区钾肥生产集中在老挝，我国的亚钾国际等钾肥企业已在老挝建设工厂。SW 其他塑料制品、SW 改性塑料、SW 胶黏剂及胶带、SW 纺织化学制品等行业的出海建厂比例也比较高，主要建立在全球纺织服装、家居建材、消费电子等行业的生产中心从我国向东南亚其他国家转移的大背景之下，行业的部分上市公司顺应全球下游市场产业转移的趋势，在东南亚尤其是越南设立工厂，利用东南亚的区位优势发展优势，化解国际贸易冲突带来的关税风险，提升企业应变能力以及国际竞争能力。

图 25: SW 基础化工二级子行业出海建厂情况


资料来源: SW 基础化工行业相关公司公告, 信达证券研发中心

图 26: SW 基础化工三级子行业出海建厂情况


资料来源: SW 基础化工行业相关公司公告, 信达证券研发中心

出海建厂需要面对语言、文化、经商环境等各方面的挑战,并非易事。以三角轮胎到美国建厂为例,三角轮胎 2017 年 11 月发布可研报告,计划直接到全球最大的汽车市场、轮胎市场之一——美国建设工厂,规划了年产 500 万条乘用车胎和 100 万条商用车胎的生产基地,计划 2018 年开工、2020 年投产,试图突破美国对中国本土轮胎的“双反”高额税率限制,打开新的发展路径。2018 年 4 月,三角轮胎美国工厂项目完成相关备案、项目投资主体公司成立、项目建设地点定于美国北卡罗来纳州厄齐康县。2022 年 5 月,三角轮胎发布美国工厂项目终止的公告,称项目自确定地址至公告日,一直由美国当地政府进行土地平整,公司未开工建设。项目的终止主要由于投资环境的变化以及新冠疫情的影响。这是我国企业出海建厂的所遇困难的一个缩影,经商环境、国家关系等不确定性增强,给中国企业海外工厂的建设增添了难度。

此外,海外工厂投产后还需数月或数年才能释放业绩。以赛轮轮胎为例,赛轮越南工厂一期在 2013 年投产,二期在 2015 年投产,2013、2014 年赛轮越南子公司净利润分别为-666.32 万元、-6009.14 万元,在一期投产两年、二期投产后的 2015 年实现了扭亏为盈,当年净利润 5368.04 万元,并在此后随着产能产量的增加而不断攀升。上述的 38 家企业中,有 21 家企业的海外工厂在 2021 年之前已落地,需特别关注海外工厂的业绩、盈利能力以及未来增量;有 7 家企业的海外工厂在 2021 年以后落地,需特别关注海外工厂的放量节奏;有 10 家企业的海外工厂仍处于规划或建设之中,需特别关注建设的进度和项目可行性。

海外工厂所处状态不尽相同。在布局时间上,布局早的企业已经能够享受海外工厂的红利,而有的海外工厂还在规划中;在地理位置上,东南亚工厂有着人力成本低、贸易摩擦少的优势,但原材料和成品的运输成本可能偏高,欧美工厂直接靠近消费终端,省去了部分运输成本,但人力和能源成本可能更高;在企业管理方面,不同企业对海外工厂的管理模式、管理能力也可能存在不同。这就导致我们需要对海外工厂加以甄别,优秀的标的应该具备的条件:地理位置优越,顺应全球产业链转移大趋势;布局和投产时间恰当,在未来一两年有增量和业绩释放;所在地投资环境、国际政治关系良好;公司管理得当,规划恰当等。

我们建议投资者关注以下企业。

2、赛轮轮胎

赛轮轮胎在国内拥有青岛、东营、沈阳、潍坊等多个生产基地，在海外有越南和柬埔寨两个生产基地。截止 2021 年报，公司在越南规划了 260 万条全钢胎、1600 万条半钢胎和 10 万吨非公路轮胎，在柬埔寨规划了 900 万条半钢胎和 165 万条全钢胎。截止 2022 年三季报，越南的一期、二期和 ACTR 合资工厂均已投产，三期预计 2023 年投产；柬埔寨工厂的 900 万条半钢胎已投产，并在 2022 年上半年开始释放业绩，165 万条全钢胎已经在 2022 年 11 月全线贯通，有望在 2023 年投产。

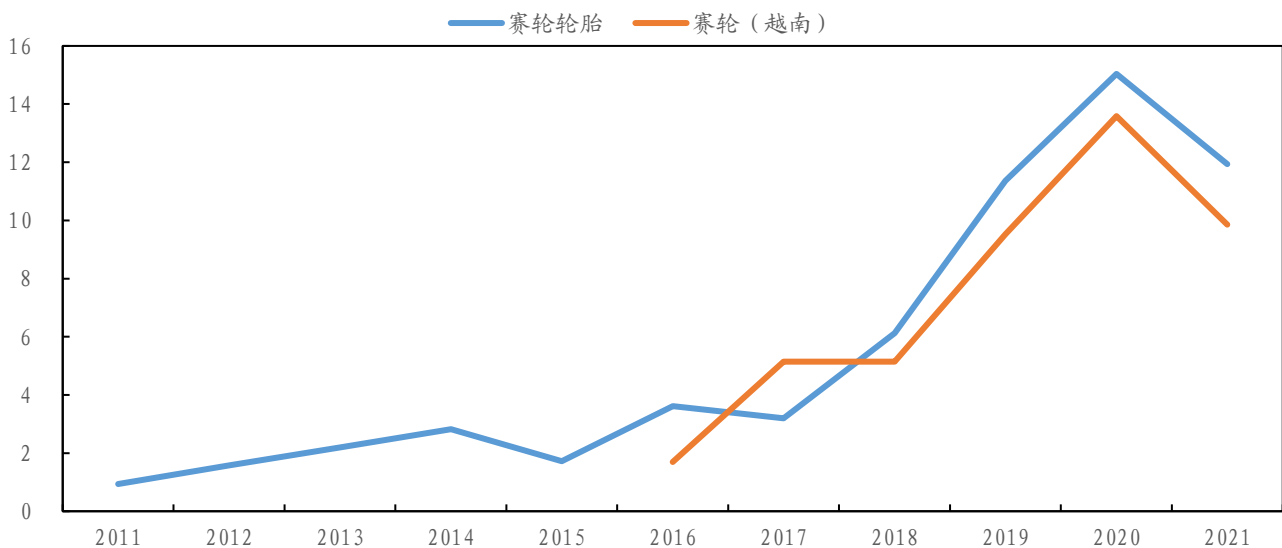
表 1：赛轮轮胎产能（截止 2021 年报）

主要厂区	轮胎产品	设计产能	实际达产产能	在建产能	在建产能预计完工时间
青岛	TBR (万条)	350	320	30	2022 年
青岛	PCR (万条)	1000	1000		
青岛	OTR (万吨)	6	5	1	2022 年
东营	PCR (万条)	2700	2400	300	2022 年
沈阳	TBR (万条)	500	400	100	2022 年
潍坊	TBR (万条)	120	10	110	2023 年
	PCR (万条)	600	50	550	2023 年
越南	TBR (万条)	260	160	100	2023 年
	PCR (万条)	1600	1200	400	2023 年
	OTR (万吨)	10	5	5	2023 年
越南合资 ACTR	TBR (万条)	265	265		
柬埔寨	PCR(万条)	900		900	2023 年
	TBR (万条)	165		165	2023 年

资料来源：赛轮轮胎公告，信达证券研发中心

越南工厂是主要利润源泉。2016 年，赛轮越南贡献 1.69 亿元净利润，贡献了整个公司 47% 的净利润。自 2018 年起，赛轮越南成为公司最重要的利润贡献者，对公司净利润的贡献占比超过 80%。2021 年在越南疫情和海运费用快速上涨的情况下，赛轮越南的盈利有所下滑，但我们认为随着越南防疫政策调整及海运费 2022 年以来大幅下滑，赛轮越南的盈利有望得到恢复，公司整体盈利也将被向上拉动。

图 27：赛轮及赛轮越南净利润（亿元）



资料来源：wind，赛轮轮胎公告，信达证券研发中心

赛轮轮胎是我国最早出海建设工厂的轮胎企业。早在 2013 年，赛轮越南一期就已投产，使得赛轮成为我国最早出海建设海外生产基地的轮胎企业。玲珑轮胎、森麒麟、中策橡胶这几家企业在随后的两年时间建成海外第一个基地。之后我国轮胎企业出海的脚步放缓，到了 2018 年以后，才有比较多的轮胎企业海外工厂落地。我们认为，较早的布局海外工厂体现了赛轮轮胎管理层超前的战略眼光，2014 年美国启动对华乘用车及轻卡轮胎的双反调查，导致中国本土轮胎出口到美国的数量锐减，而早早布局、早先投产的海外工厂在此时优势尽显。

表 2: 我国轮胎企业出海建设工厂情况

企业	海外工厂所在地	海外工厂一期项目投产时间	备注
赛轮轮胎	越南	2013 年	
玲珑轮胎	泰国	2014 年	
森麒麟	泰国	2015 年	
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：轮胎世界网，各相关公司公告等，信达证券研发中心

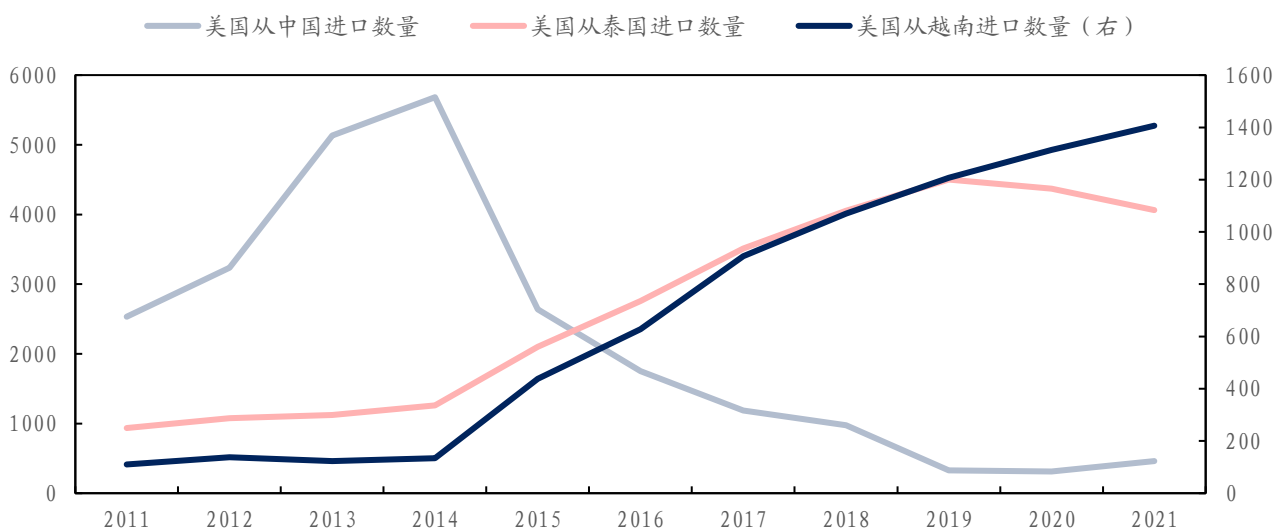
双反使得越南、柬埔寨有着低税率零税率优势。2020 年，美国启动对东南亚工厂的双反调查，2021 年 5 月，美国商务部做出终裁。总体来看，越南的双反税率最低，其中赛轮越南没有反倾销税率，反补贴税率为 6.23%。对比之下，其他东南亚地区或公司的双反税率是赛轮越南的两倍以上，南港轮胎中国台湾工厂面临的税率更是超过 100%。此外，赛轮的第二海外工厂建在柬埔寨，更有着双反零税率的优势。

表 3: 美国对东南亚轮胎双反情况

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

双反的结果是出口国的替换。2015 年美国对中国轮胎双反落地后, 美国从中国进口轮胎数量直接腰斩, 来自中国的份额快速被泰国、越南等国家补上。2020 年美国对东南亚轮胎发起双反后, 美国进口自泰国、越南的轮胎数量出现不同的走势。我们认为未来几年, 低税率、零税率的地区有望取代高税率地区, 在未来几年对美出口轮胎量保持高速增长。

图 28: 美国进口轮胎数量 (万条)


资料来源: 美国海关, 信达证券研发中心

3、贵州轮胎

贵州轮胎股份有限公司（贵州轮胎）系经贵州省人民政府批准，由原贵州轮胎厂进行资产重组，以其主要生产线和供销系统为主体改组而设立的股份有限公司。公司于 1996 年 3 月 8 日在深圳证券交易所挂牌上市交易，注册地及总部均设立于贵州省贵阳市。

2011 年以来，公司的业绩经历了下滑再恢复的过程，主要受到公司搬迁项目和行业环境等的影响。例如 2015 年，受到全球经济下行和国内经济新常态下增速明显放缓的影响，轮胎行业经营环境继续处于艰难状态，再加上美国等西方国家对我国轮胎出口实施贸易壁垒，出口难度增大，公司 2015 年全年完成轮胎产量 485.70 万条，较上年下降 11.17%；完成轮胎销售 489.98 万条，较上年下降 8.35%，公司 2015 年业绩也随之陷入低谷，实现收入 47.33 亿元，扣非归母净利润-2.76 亿元。2014 年起，为贯彻贵阳市二环四路城市控制性详细规划、三马片区控制性详细规划以及贵阳市生态文明建设规划要求，公司老厂区进行整体搬迁。2021 年，公司全钢三期搬迁项目逐步形成增量，并于 2021 年 9 月达产；农业子午胎、中小型工程胎、实心轮胎等填平补齐项目陆续投产，公司产能逐步提升，2021 年末达到 788.63 万条。

图 29：贵州轮胎收入及同比增速（亿元，%）

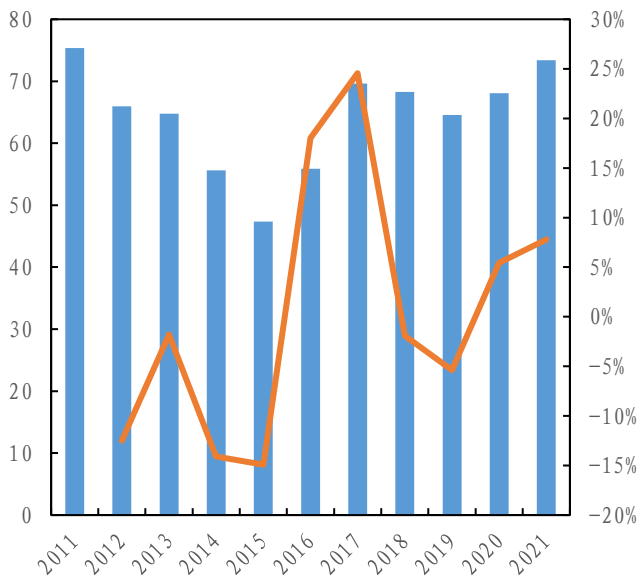
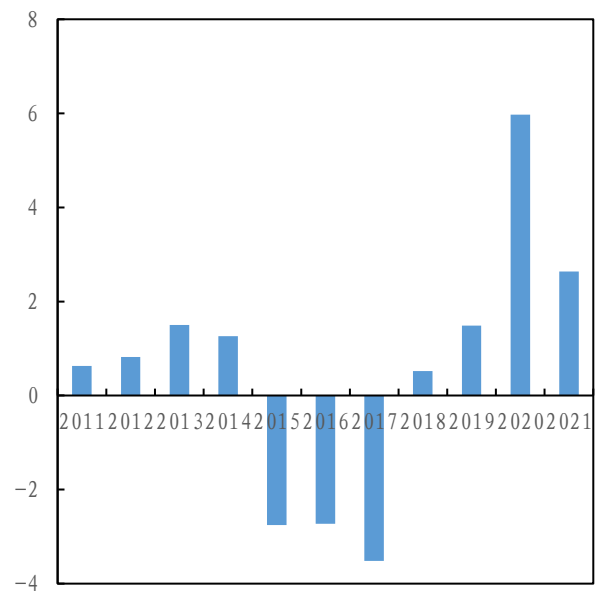


图 30：贵州轮胎扣非归母净利润（亿元）



资料来源:wind, 信达证券研发中心

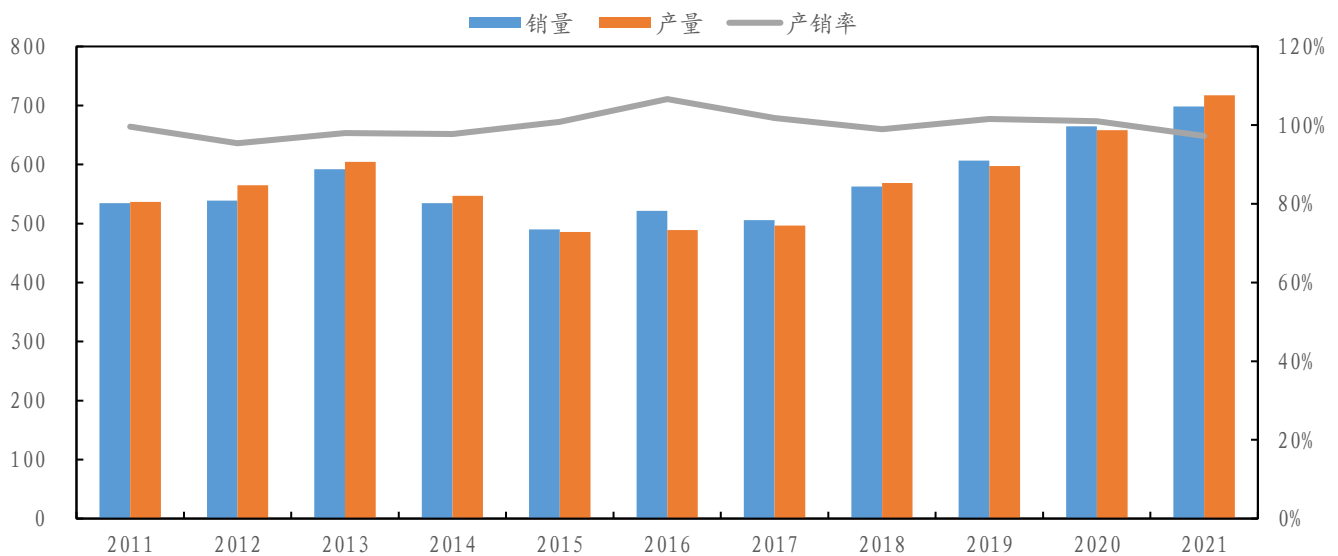
资料来源:wind, 信达证券研发中心

截止 2021 年，贵州轮胎年平均产能为 730.22 万条，年末产能达到 788.63 万条，贵州轮胎越南建设了 120 万条载重子午线轮胎项目。

表 4：贵州轮胎产能（截止 2021 年报）

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
轮胎	730.22 万条 (年平均产能)	98.27%	越南 120 万条载重子午线轮胎	2021 年全钢三期搬迁项目逐步形成增量，并于 2021 年 9 月达产；农业子午胎、中小型工程胎、实心轮胎等填平补齐项目陆续投产，公司产能逐步提升，报告期末达到 788.63 万条。

资料来源:贵州轮胎公告, 信达证券研发中心

图 31: 贵州轮胎产销情况 (万条, %)


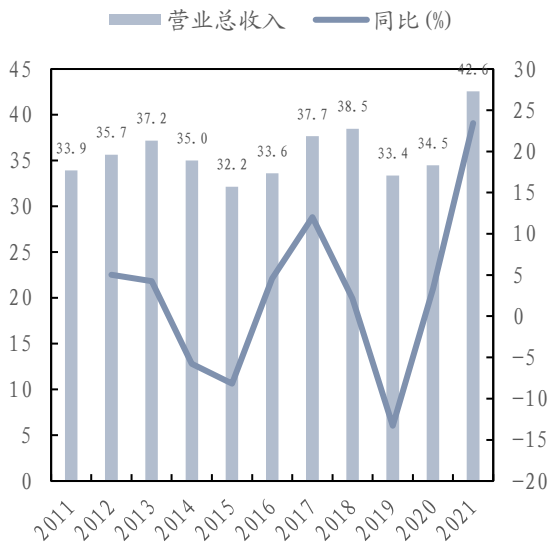
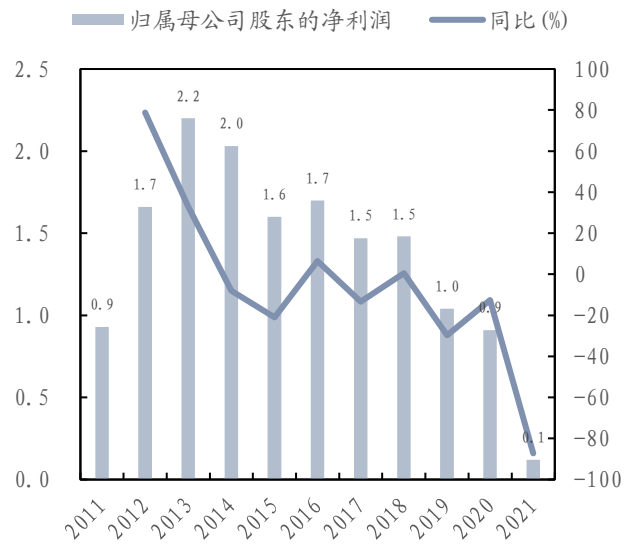
资料来源:wind, 信达证券研发中心

贵州轮胎迈出国门, 前往越南建设工厂。2017年, 贵州轮胎发布公告称, 公司与越南龙江工业园发展有限责任公司签订了《建设轮胎生产项目投资协议》, 规划总投资为4亿美元, 分三期实施, 其中: 一期为年产120万条全钢子午线轮胎项目, 预计投资2.4亿美元; 二期为年产200万条全钢载重及特种轮胎项目, 预计投资1.4亿美元; 三期为橡胶加工项目, 预计投资2000万美元。

贵州轮胎越南120万条全钢项目实现首胎下线, 95万条全钢项目在规划中。2021年4月, 贵州轮胎越南年产120万条全钢子午线轮胎项目首条轮胎成功下线, 标志着贵州轮胎“双基地、全球化”发展战略迈出里程碑式的一步。2021年7月, 贵州轮胎发布公告称, 公司计划在越南龙江工业园建设年产95万条高性能全钢子午线轮胎项目, 项目总投资11.76亿元, 建设周期12个月, 项目建成后预计可实现年平均收入12.25亿元, 年平均税后利润1.78亿元。

4、通用股份

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 32: 通用股份营业收入 (亿元) 及增长情况

图 33: 通用股份归母净利润 (亿元) 及增长情况


资料来源:wind, 信达证券研发中心

资料来源:wind, 信达证券研发中心

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 5: 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: 通用股份公告, 信达证券研发中心

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 万条全钢胎产能正在建, 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。

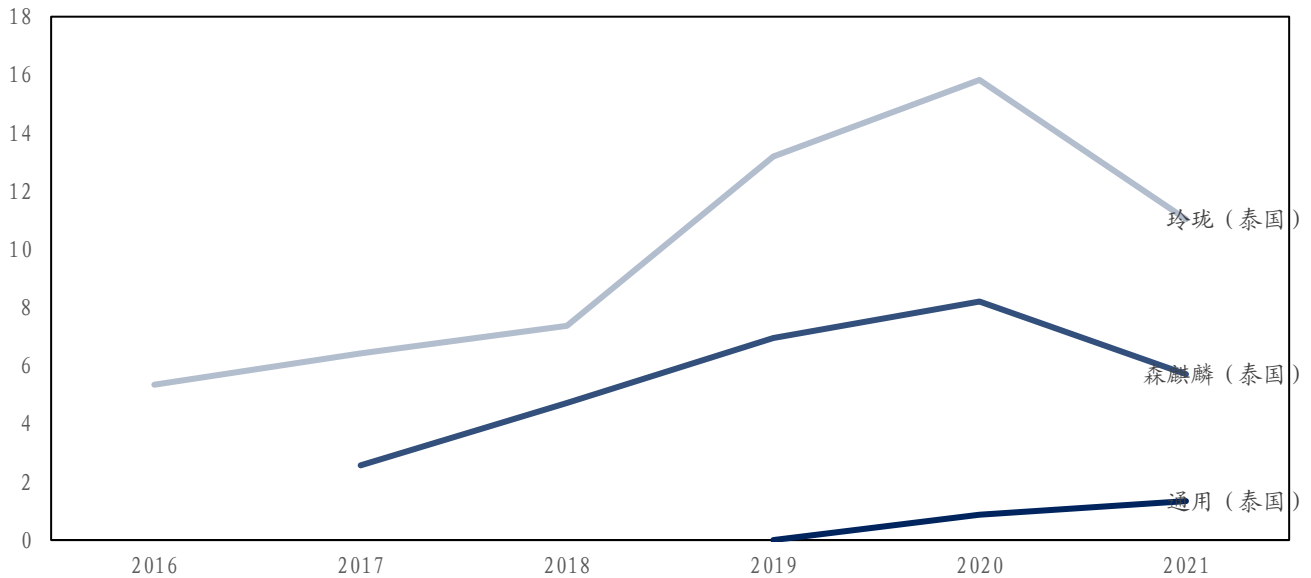
相较其他轮胎公司泰国工厂, 公司泰国工厂仍处于产能爬坡和持续放量期。截止 2021 年, 玲珑泰国有 1500 万条半钢和 220 万条全钢产能; 森麒麟泰国有 1600 万条半钢和 200 万条全钢产能, 其中 600 万条半钢和 200 万条全钢产能是泰国二期项目, 2021 年基本建成, 预计 2022 年大规模投产。玲珑泰国和森麒麟泰国 (一期) 在 2021 年已经较为充分地释放了产能。与其他泰国工厂相比, 公司泰国工厂在 2020 年 12 月末、2021 年 12 月末均投产 300 万条半钢和 50 万条全钢产能, 产能利用率不高, 尚处于产能爬坡阶段, 且未来还有 30 万条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

表 6: 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
	2021	全钢	200	200
通用泰国	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 34: 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

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、零双反税率的优惠政策。

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。

图 35: 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 36：通用股份柬埔寨子公司与 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

5、确成股份

确成硅化学有限公司（确成股份）前身是无锡确成硅化学有限公司。公司成立 2003 年 1 月，2005 年 1 月，无锡工厂的首条二氧化硅产线正式投产，2011 年 12 月完成股改，2015 年挂牌新三板，2020 年正式登录上交所主板。公司主要从事沉淀法二氧化硅产品的研发、制造和销售。公司产品主要用于橡胶工业、饲料添加剂等领域。主要产品为橡胶工业用二氧化硅（高分散型和传统型）、饲料添加剂二氧化硅、其他应用二氧化硅，公司还生产、销售少量硫酸等产品。

图 37：确成股份主要产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2021 年需求旺盛叠加泰国工厂开工率提升，公司业绩快速增长。2016 年到 2021 年，公司营业总收入由 8.03 亿元增长到 15.03 亿元，年复合增长率为 13.35%，归母净利润由 1.87 亿元增长到 3.00 亿元，年复合增长率为 9.91%。2021 年公司收入同比增长 42.42%，归母净利润同比增长 55.16%。2021 年公司显著受益于国内绿色轮胎渗透率的提高，国内高分散二氧化硅的销量快速增长，且泰国疫情防控政策调整，泰国工厂开工率得以提升，多重利好之下，公司不仅成功消除 2020 年疫情影响，也创造了公司收入和利润的新高。

图 38: 确成股份营业收入 (亿元) 及增长情况

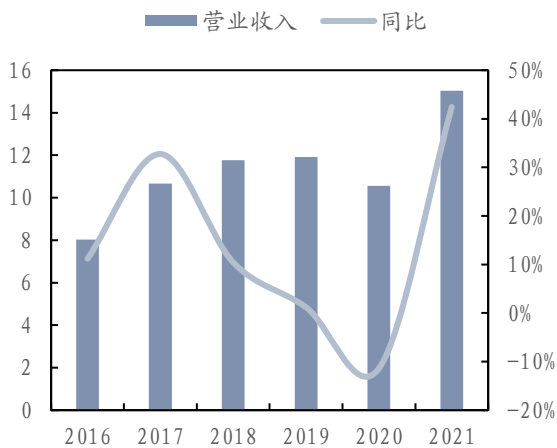
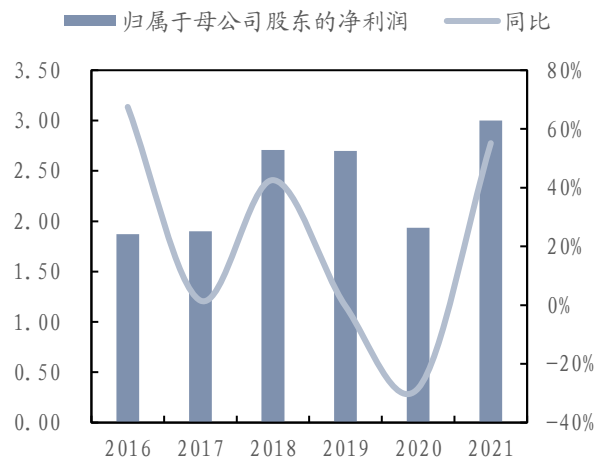


图 39: 确成股份归母净利润 (亿元) 及增长情况



资料来源:wind, 信达证券研发中心

资料来源:wind, 信达证券研发中心

从公司产能情况来看，截至 2021 年底，公司沉淀法二氧化硅产能为 33 万吨/年。公司目前二氧化硅总产能位居世界第三，拥有江苏无锡、安徽凤阳、福建沙县国内三个生产基地以及泰国一个海外生产基地，其中核心工厂无锡单体工厂 15 万吨产能位居世界前列。

表 7: 确成股份产能 (万吨)

公司产能	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
沉淀法二氧化硅产能	33.0	33.0	33.0	36.5	40.5	43.0
高分散产品产能	19.5	19.5	19.5	23.0	27.0	29.5
高分散占比	59.09%	59.09%	59.09%	63.01%	66.67%	68.60%

资料来源:确成股份公告, 信达证券研发中心

公司随下游客户一起走出国门建设泰国工厂。确成泰国已于 2020 年 1 月建设完成 1 条高分散二氧化硅生产线，现已正式投产。泰国工厂是公司根据“一带一路”“走出去”战略建成并投产的第一个海外工厂，有效缩短与客户的距离，降低包装、运输成本，降低物流国际风险，更好地服务客户，减少汇率波动风险，降低因可能存在国际贸易摩擦而带来的经营风险，提高了自身的抗风险能力，同时也提高产品的国际竞争力。

绿色轮胎景气提升，公司有望充分受益。高分散二氧化硅作为一种配套专用材料，应用于绿色轮胎制造。一方面，汽车保有量的提升会顺势拉动轮胎需求。根据米其林 2021 年报的测算，2020 年全球轮胎市场容量达到 1530 亿美元，其中半钢胎占比近 60% (14 亿条)，全钢胎占比近 30% (超过 2 亿条)。米其林同时认为，从长远来看，成熟市场轮胎需求会以每年 0-2% 的速度增长，新市场每年增长 2-4%。另一方面，轮胎绿色化率的提升将有效提升高分散二氧化硅的市场需求。随着轮胎标签法的实施，为有效提升轮胎的安全性能和节约能耗，二氧化硅更大程度地在轮胎中替代炭黑是一种必然的趋势。而俄乌冲突等因素推高油价更是加速了这一进程，对轮胎的节油节电性能提出了更高更迫切的要求。节能环保的要求将促使二氧化硅行业不断革新，企业需加快二氧化硅的生产工

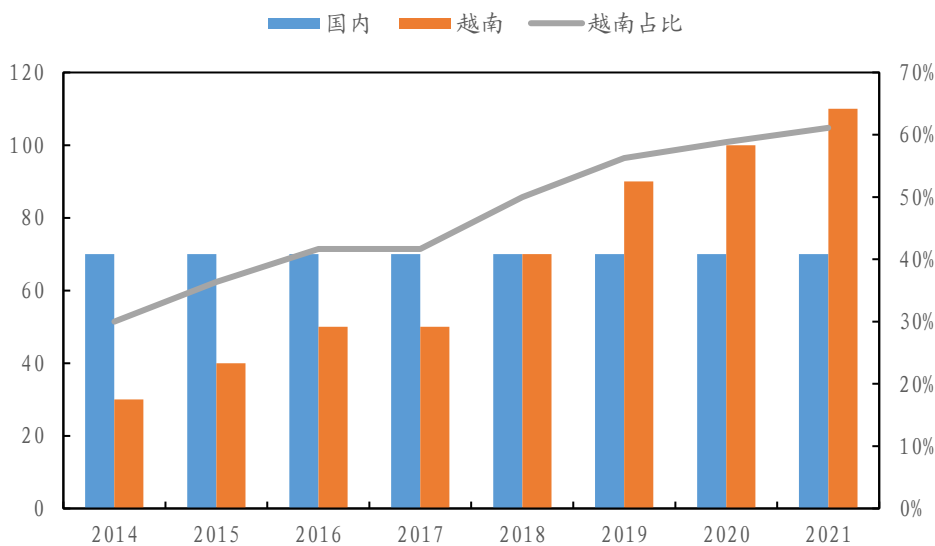
艺改进步伐，高分散二氧化硅将成为重要方向。而下游轮胎生产企业对高分散二氧化硅合格供应商的认证周期较长，通常情况下国内客户认证需要 1-1.5 年，国际客户认证需要 2-4 年。截至 2021 年末，公司的高分散二氧化硅产品已取得国内外多家轮胎公司的认证，并与上述客户形成了良好合作关系。公司作为合格供应商获得主流客户认证提升了公司的市场竞争力和持续盈利能力，有望充分受益于绿色轮胎的渗透率提升。

6、百隆东方

公司是国内领先的色纺纱生产企业之一，主营业务为色纺纱的研发、生产和销售。深耕色纺纱行业 30 余年，已形成特有的“小批量、多品种、快速反应”经营模式，致力于向客户提供全系列、多品种、质量可靠的以纯棉品种为主的色纺纱线。

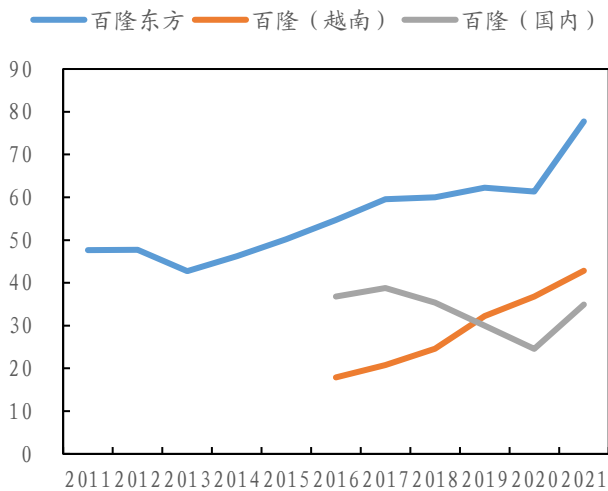
2013 年，为响应国家“走出去”号召，公司选择赴越南建立首个海外生产基地，至 2021 年末，越南百隆已建成并投产 110 万纱锭产能，占到公司全部产能的 60% 以上。

图 40：百隆东方产能（万纱锭）

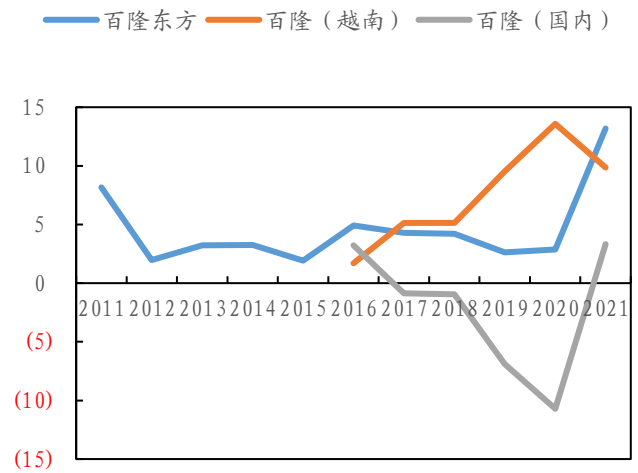


资料来源：百隆东方公告，信达证券研发中心

越南工厂是公司最主要的盈利来源。2021 年公司收入 77.74 亿元，其中越南工厂贡献收入 42.83 亿元，占比 55.09%；公司实现净利润 13.18 亿元，其中越南贡献 9.86 亿元，占比 74.78%。总体来看，纺织服装行业向东南亚其他国家转移的趋势不变，国内工厂 2017 年-2020 年均处于亏损状态，2021 年在大趋势中出现短期波动，主要是在越南遭到疫情冲击、影响供应后，海外订单出现暂时回流，公司国内工厂顺势扭亏为盈。随着越南 21Q4 防疫政策调整，越南生产和需求得到恢复，公司越南工厂的业绩未来有望继续高增长趋势。

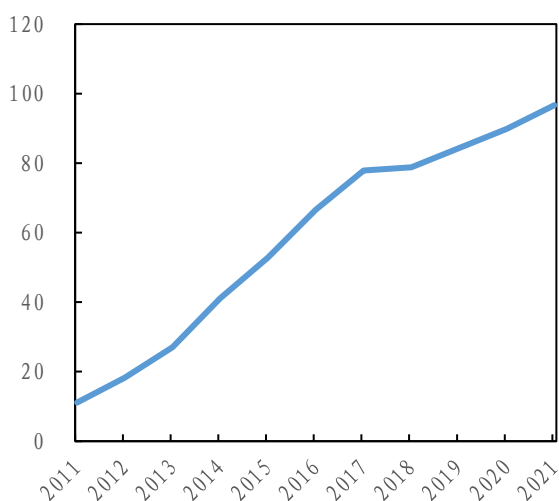
图 41: 百隆东方收入情况 (亿元)


资料来源:wind, 百隆东方公告, 信达证券研发中心

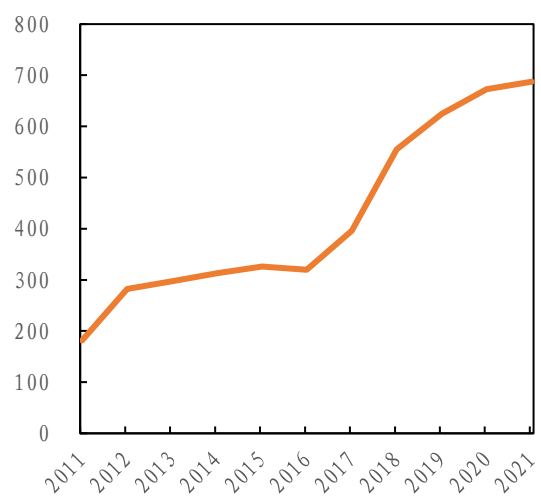
图 42: 百隆东方净利润情况 (亿元)


资料来源:wind, 百隆东方公告, 信达证券研发中心

全球纺织品服装贸易流向发生明显变化, 越南等新兴国家纺服出口出现明显增长。据纺织快报, 2006 年越南加入世贸组织, 再加上越南近几年与多个国家和地区, 签订了自由贸易协定和区域全面经济伙伴关系协定。这些对外贸易的促进文件, 使得越南在地区内实现了 90% 以上的货物贸易“零关税”。凭借投资优惠政策和较为低廉的劳动力成本, 越南承接了许多来自新加坡、韩国和中国的海外资本, 开始成为各国劳动密集型产业链的转移方向。纺织服装是外迁越南的制造业之一。2011-2021 年, 越南棉纱纺织物产量从 1.82 亿平方米增长到 6.87 亿平方米, CAGR 为 14%, 越南进口棉花数量从 11.13 万吨增长到 96.67 万吨, CAGR 为 24%。越南已发展成为全球重要的纺织服装生产基地, 2021 年, 世界知名运动品牌耐克有超过一半的鞋类生产和超过 30% 的服装生产都来自于越南。同类运动品牌阿迪达斯也有 40% 以上的鞋类产品生产自越南工厂。

图 43: 越南进口棉花数量 (万吨)


资料来源:wind, 信达证券研发中心

图 44: 越南棉纱纺织物产量 (百万平方米)


资料来源:wind, 信达证券研发中心

三、风险因素

- 1、中美贸易战风险
- 2、全球疫情控制不及预期风险
- 3、能源价格管控不及预期风险
- 4、宏观经济风险

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。

尹柳，中山大学高分子材料学士，中央财经大学审计硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事基础化工行业研究。

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	hanqiuyue@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	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@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	孙憧	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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。