

| 证券研究报告 |

轮胎行业专题：短期景气有望出现拐点，长期成长具备持续性

2022.12.06

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

摘要

主要内容：

从需求端上看：看好全球轮胎市场量价齐升，国内企业扎根成长沃土；预计明年出口订单回暖助力企业盈利回升。

--量增：（1）替换市场方面，汽车保有量稳步上升将驱动存量市场规模扩张，而新能源汽车和货运量恢复将加快轮胎置换周期；（2）配套市场方面，以新能源为代表的国内企业快速成长将大力推进国产轮胎替代加速，挤占海外龙头企业份额。

--价增：（1）SUV、高端车型市占率的提升将驱动大尺寸轮胎占比增加；（2）汽车消费体验需求也将提升驱动轮胎高性能化及多功能化。

--外销：（1）海外轮胎替换市场空间大、毛利率高，国内胎企的制造优势将为企业竞争力保障；（2）长期来看，出口动能转换，“一带一路”国家有望成为轮胎出口新增长点，短期来看，美国进口市场有望出现拐点，欧洲能源危机或使进口需求持续激增。

从供给端上看：国内胎企有望重复海外龙头成长史，持续进行份额替代。

--结构优化+产能扩张，国产替代目标明确：（1）国内轮胎行业的准入门槛提高以及产品质量提升，促进国内市场竞争更为集中；（2）对比于海外巨头关厂频率持续提升，国内龙头加码资本开支对扩产进行布局有利于进一步抢占海外份额。

--以海外龙头成长路径为鉴，看好国内胎企未来发展趋势：（1）技术创新：塑造品牌影响力的最有效途径，国内胎企已在新材料、新配方、新技术、新工艺、新结构等方面发力；（2）海外布局：有效解决政治制裁政策与原材料高价进口两大难题，国内胎企积极推进优势产能向海外扩张。

从成本端上看：橡胶、炭黑等周期性较强的化工品成本占比较高，未来价格趋缓，有望减轻下游压力。

--原材料：（1）天然胶国内自给率低，供给压力叠加较弱需求，天然橡胶价格短期将处于低位震荡，合成胶整体产能过剩，价格或持续低位震荡；（2）中国是炭黑主要生产国与出口国，焦企由于疫情等原因开工积极性不高，炭黑价格将维持高位。

--海运费：（1）国内胎企出口占比高，盈利水平对海运成本敏感度大；（2）疫情缓解、全球海运运力稳定提升，叠加库存前期挤压导致的订单荒蔓延，海运价格持续走弱。

核心观点：

我们认为短期美国进口市场有望迎来触底反弹的行情，伴随着海运费成本高位回落，主要出口美国市场的胎企Q4业绩有望充分受益。长远来看，行业需求具备持续性，我们看好在海外提前布局，产能陆续释放的轮胎企业。

重点关注：赛轮轮胎（产品实现平台化供应，受益于“液体黄金”创新具备产品力的竞争优势，越南柬埔寨双海外工厂具有国内最为突出的“抗双反”优势）、森麒麟（产品定位高端化叠加工厂的智能化建设降本具备“更赚钱”优势）；**建议关注：**玲珑轮胎（国内产能领先，主攻配套市场将带来主机厂粘性&消费者品牌效应的长期效益）。

风险提示：

1) 终端市场乘用车销量不达预期的风险；2) 新能源汽车销量不及预期的风险；3) 原材料价格及海运费价格波动超预期风险；4) 海内外政策风险；5) 依据的数据信息滞后的风险。

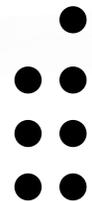
目录

CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01. 行业简介：中国制造，走向世界
02. 需求：总盘稳增长，短期看外销
03. 供给：产能全球布局，产品持续创新
04. 成本：原料压力趋缓，盈利能力回暖
05. 重点标的
06. 投资建议&风险提示



1

行业简介：中国制造，走向世界

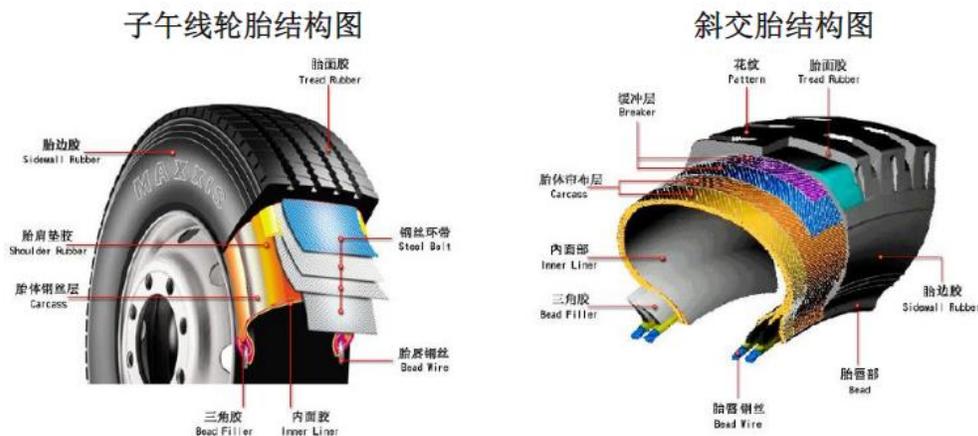
领先一步

1.1 行业简介：子午对应汽车，斜交用于非公

- 按结构计划分，分为斜交轮胎和子午线轮胎。斜交轮胎具有胎面和胎侧强度大的特点，但胎侧刚度较大，舒适性差。高速时帘布层间移动与磨擦较大，因此并不适合高速行驶。子午线轮胎最早是由米其林公司于1946年发明。与普通斜交轮胎相比，子午线轮胎滚动阻力小，附着性能好，弹性大，缓冲力强，承载能力大，耐磨耐刺，但制造技术相对复杂，成本较高。
- 根据胎体不同，子午线轮胎分为全钢和半钢。全钢子午胎指胎体和带束层全部采用钢丝帘布的轮胎（只有一层钢丝帘布层）；半钢子午胎指胎体用纤维材料，带束层采用钢丝帘布的轮胎（只有2-3层纤维帘布层数）。

图表：轮胎产品主要分类/结构图

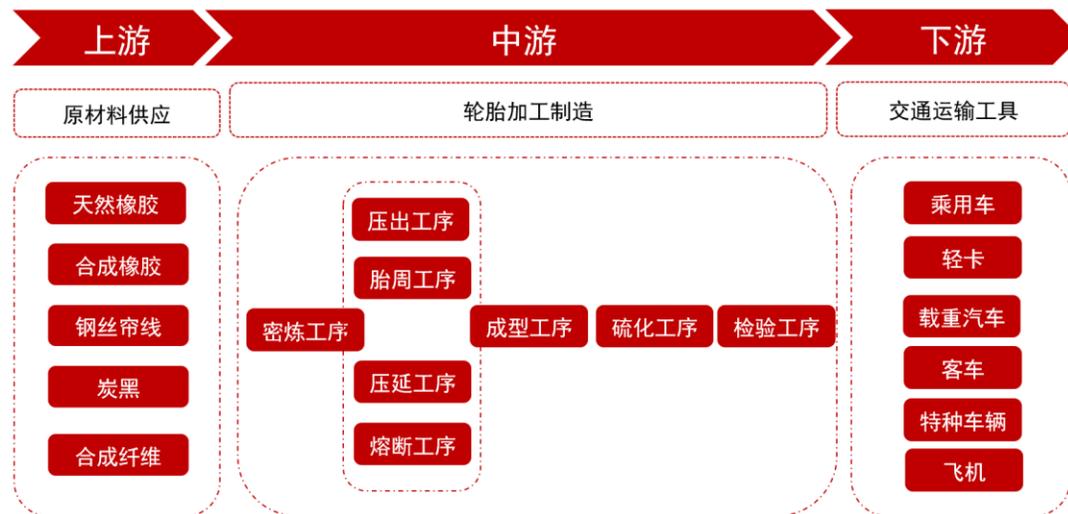
轮胎分类	特点	应用领域
半钢子午胎	滚动阻力小、弹性大、胎体骨架为纤维	乘用车
全钢子午胎	承载能力强、耐磨耐刺、制造成本较高，骨架材料全为钢丝	货车、客车
斜交胎	胎面和胎侧强度大，舒适性差，不适合高速行驶	农用机械、工程机械



1.2 产业链：上游成本看周期，下游需求看景气

- **上游：**由周期性较强的化工品构成，价格波动直接影响轮胎盈利能力。上游包括天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线、炭黑和合成纤维，目前轮胎产品原材料成本构成中橡胶大概占生产成本的30-50%，因此天然橡胶和合成橡胶对轮胎成本影响在各类原材料中较为突出。
- **中游：**产能周期决定长期价格，库存周期影响短期价格。轮胎是资金密集型与技术密集型产业，产能建设周期较长，从投资建厂到产能投放通常在5年以上，因此短时间内轮胎供给不会出现明显变化；库存周期的影响一方面是需求指引，另一方面则是例如冬季北方限电停产导致的短期库存积压催化短期价格变动。
- **下游：**汽车领域占比最高，产销量及保有量决定需求端景气度。下游包括乘用车、载重车、工程机械车、农用和林业机械车、工业车辆、飞机、特种车辆等应用领域。其中，汽车领域用胎占比最高，其行业景气度将影响中游轮胎制造的规模增长变动。

图表：轮胎行业产业链图





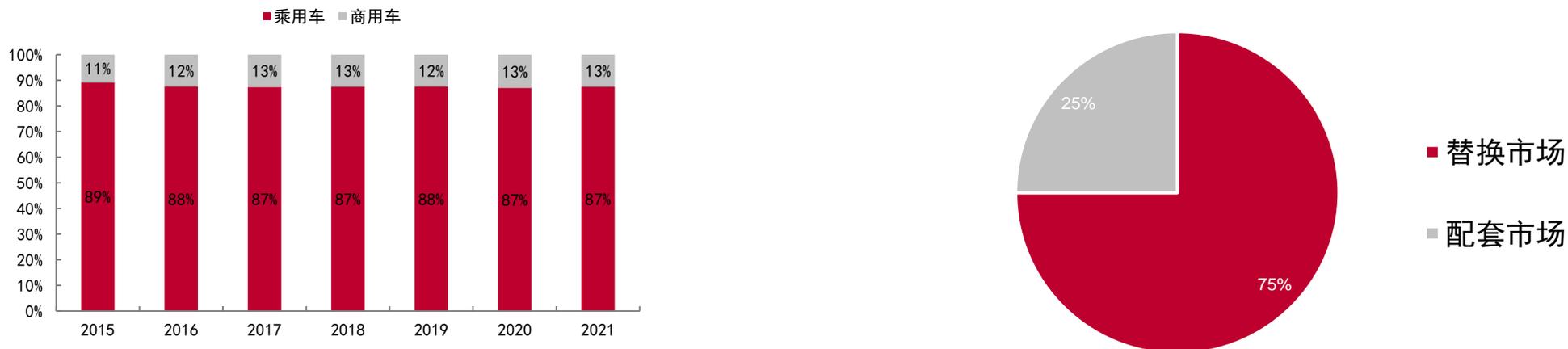
2

需求：总盘稳增长，短期看外销

需求端：乘用车半钢占比高，替换市场总量大

- 量价齐升：“量”主要来源于国内庞大的汽车保有量对替换市场的需求以及新能源汽车快速放量带来的配套市场需求；“价”主要来源于SUV、高端车型对大尺寸轮胎需求增加以及新能源汽车轮胎的更高性能要求。
- 轮胎的下游涵盖了乘用车、商用车、工程机械车等领域，主要领域仍是乘用车领域，2015-2021年乘用车胎（半钢子午胎为主）的销量占比接近90%，因此轮胎行业发展与汽车工业高度相关。汽车行业受宏观经济、下游需求景气周期的影响比较明显，但轮胎产品的特殊消费属性使得轮胎行业景气度独立于汽车行业，不同于汽车可选消费品的属性，轮胎作为一种必需消费品其需求刚性大于汽车行业。作为汽车必不可少的部件之一，轮胎的产量取决于汽车产量和保有量。在发展初期，汽车保有量较少，轮胎需求主要受汽车产量影响；随着保有量逐步增加，轮胎替换需求超过配套需求成为影响轮胎行业的主要因素。

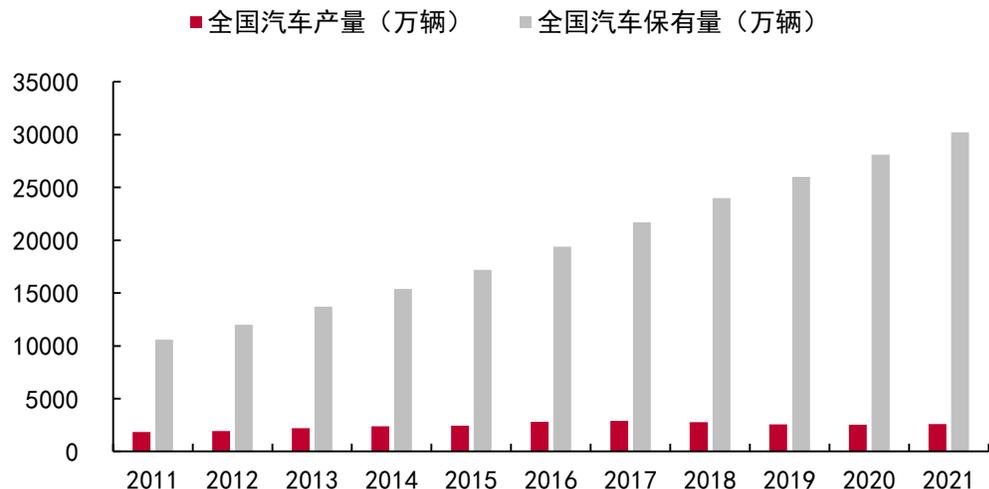
图表：2015-2021年全球轮胎市场应用领域分布/2021年分渠道轮胎销量分布



2.1 乘用车：汽车保有量稳步上升将驱动替换市场规模扩张

- **替换市场规模取决于汽车保有量和置换周期。**在汽车保有量方面，中国汽车保有量为世界第一，截至2021年底，中国汽车保有量为3.02亿辆，2011-2021年汽车保有量年均复合增长率为11.06%，而同期国内汽车产量年均复合增长率为3.54%，故国内替换市场增速高于配套市场；在置换周期方面，通常要求5年或6—8万公里更换。根据玲珑轮胎招股书，平均每台轿车每年更换轮胎的数量为1.5条/年·辆，即“替换系数”为1.5，以目前汽车3.02亿辆的保有量为基础，国内汽车轮胎替换市场规模高达4.53亿条。
- **新能源汽车保有量提升将加速置换周期。**在新能源汽车领域，纯电动或者混动车型比传统车辆更重，提速快，轮胎的磨损消耗更快，从而置换周期相较于传统汽车更短，随着新能源汽车逐步进入售后市场，将会进一步拉动替换市场轮胎需求量的提升。

图表：2011-2021年我国汽车产量与保有量变化（万辆）/不同车型替换系数变化情况

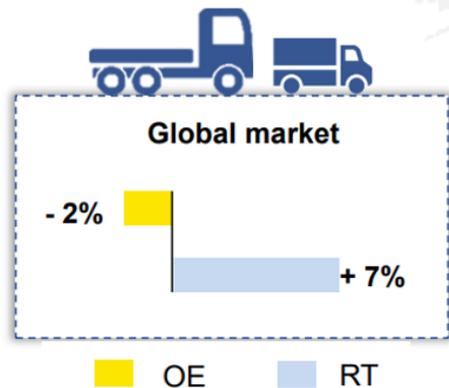
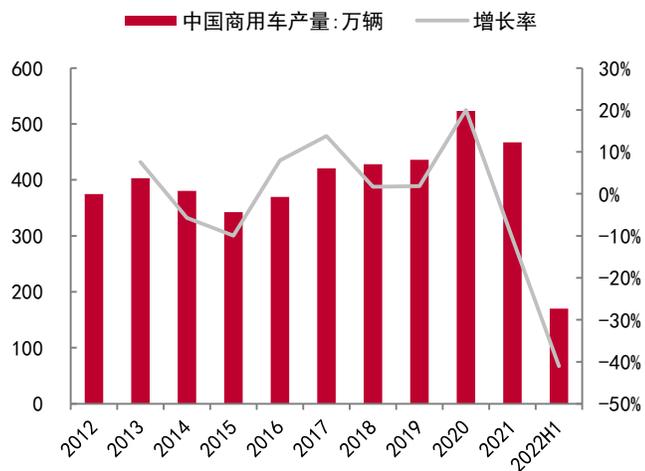


轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数（条）	替换系数（条/辆·年）
轿车胎	轿车	5	1.5
	中型载重卡车	11	15
载重胎	重型载重卡车	16~22	10~20
	轻型载重卡车	7	4.2
	大型客车	7~11	2~5
工程胎	装载机械	4	2
	运输工程机械	6	3

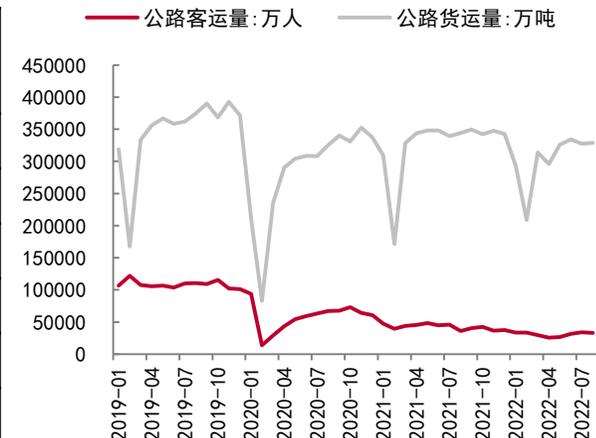
2.2 商用车：替换市场表现亮眼，基建投资支撑增长

- **商用车需求短期见顶回落：**2021年中国商用车产量实现467.4万辆，同比下降10.7%，结束了之前快速增长的态势，2022年上半年，商用车产销170万辆，下滑41%，行业正处在调整周期的低谷阶段。
- **商用车替换系数大，替换需求较高。**据米其林2021年年报，全球卡车轮胎市场增量主要体现于替换市场，2021年同比增长7%。相比于乘用车，商用车载重胎尤其是中重型卡车具有更高的替换系数，轮胎替换周期更短，替换量更大。
- **基建投资支撑商用车市场轮胎长期需求：**随着基建投资的持续推进，房地产、基建将大规模动工，需要调派上游基建材料的运输车辆将会增多，截止2021年，商用车保有量超过3400万辆，承担了全社会74%的货物运输量和61%的旅客运输量，随着货运量进一步恢复，商用车轮胎替换需求也将进一步上升。

图表：中国商用车产量见顶回落/全球卡车轮胎替换市场实现增量/重卡更换需求/客运量及货运量缓慢恢复



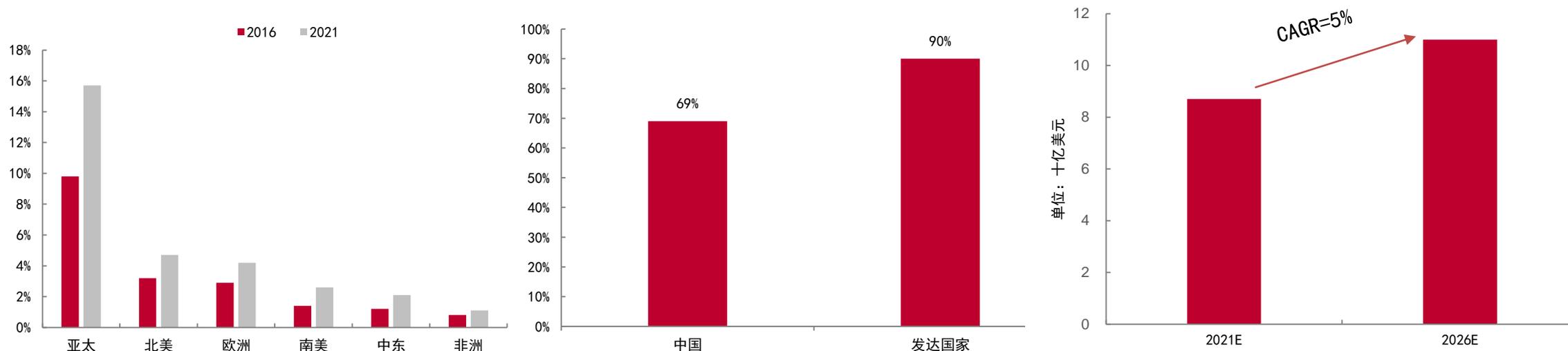
时间	年销售量: 万辆	更换时间	更换需求预期
2016年	73	2021E	58
2017年	112	2022E	90
2018年	115	2023E	92
2019年	117	2024E	94
2020年	162	2025E	130
2021年	139	2026E	111



2.3 非公：斜交非公路用轮胎仍有增长需求

- **工程机械轮胎需求持续增长。**随着国内外港口运输业的蓬勃发展、矿山开采业崛起与扩张、现代制造业物流机械化自动化的普及和一带一路沿线国家及南美等发展中国家大力推进基础建设，有力推动了工程工业特种轮胎需求的持续增长；据MARKETS AND MARKETS数据，2021年全球非公路用轮胎市场规模为87亿美元，2021-2026年将以5%的复合增长率增长至110亿美元，市场空间广阔。
- **农业机械化拉升农业轮胎需求。**受益于农机械设备的不断增加和农业替换轮胎需求不断增加，农业轮胎的需求量持续攀升。2019年农业农村部数据显示中国农业机械化率为69%，而发达国家普遍在90%以上，其中美国、日本和韩国更是达到99%以上。随着中国农业机械化率的提升，国内农业轮胎需求将进一步加大。

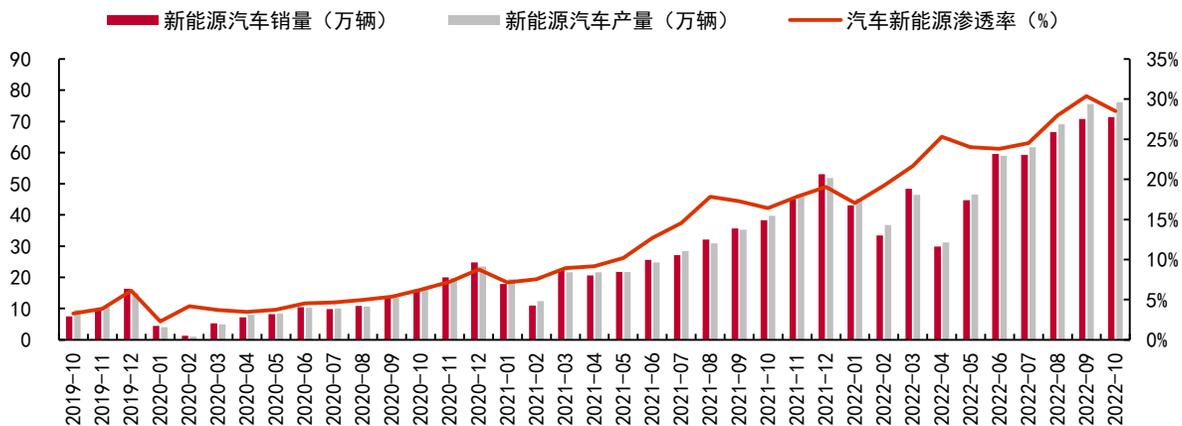
图表： OTR轮胎全球各地区发展分布/中国与发达国家农业机械化率比较/全球OTR市场规模



2.4 配套市场：配套市场量增由新能源渗透及国产替代驱动

- **乘用车需求恢复，新能源渗透率进一步提升。**我国新能源汽车产业发展迅猛，三年来由每月产量与销量均不达10万辆到2022年10月份单月产量与销量分别为76.2万辆和71.4万辆，渗透率由不到5%上升至30%左右。下游需求恢复及新能源放量背景下，轮胎作为汽车核心配件配套市场空间巨大。
- **国产轮胎品牌配套率提升。**相比于替代市场，配套市场要求更高，供货需求稳定，品牌认知度更强，同时用户对“原装”的追求有助于提前培育替代市场品牌份额，随着中国新能源车市场的快速发展，中国轮胎品牌有望借助新能源赛道，实现对配套市场的渗透。

图表：新能源汽车产销量&渗透率持续高升/ 2022年9月新能源车销量15强配套轮胎

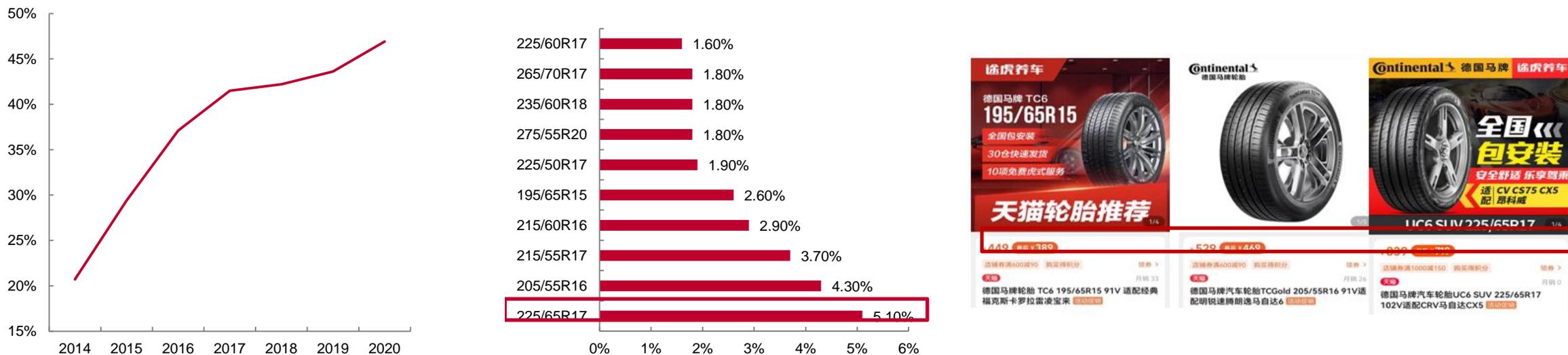


排名	车型	销量	配套轮胎
1	特斯拉Model Y	46694	固特异鹰驰F1 ASYMMETRIC 3
			韩泰万途仕S1 evo3 EV
			米其林PS EV
2	比亚迪宋	45934	玲珑绿行4X4 HP
			佳通Control SUV880
			佳通舒适225V1
3	宏光MINI	37416	佳通舒适F50
			玲珑绿行
4	比亚迪秦Plus	37415	阿特拉斯AS380
			佳通舒适F22
			朝阳RP76+
5	比亚迪汉	31336	马牌MC6
			固特异Eagle F1 Asymmetric3
6	特斯拉Model 3	30919	米其林PS4
			倍耐力P ZERO
			韩泰万途仕S1 evo3
7	比亚迪海豚	24855	朝阳RP76
8	比亚迪元Plus	16701	阿特拉斯Batman A51
			朝阳SU318a+
			马牌UC6
9	比亚迪唐	15051	佳通舒适225V1
			马牌CSC5
			米其林浩悦SUV
10	埃安S	13522	米其林PS4 SUV
			玛吉斯WALTZ MS1
11	埃安Y	13408	米其林e·聆悦
			森麒麟Qirin990
12	哪吒V	11935	朝阳SU318a
			赛轮ATREZZO SH22
13	理想L9	10123	耐克森NPriz CX
			米其林PS4 SUV
14	长安Lumin	10010	赛轮ESL R01
			朝阳RP28
15	奇瑞小蚂蚁	9288	朝阳RP28

2.5 价格端：价增由汽车销量结构变化驱动

- SUV、高端车型市占率提升，17寸以上轮胎有望成为市场主流。** 轮胎ASP随着SUV、CUV和MPV等大型车或高价车的占比逐渐增高，通常来说，SUV、MPV等大型车或高价车由于车型较大，速度较快，对轮胎的平衡力和抓地性要求较高，因而通常会配备高性能轮胎，使得全球乘用车替换胎市场中17寸及以上的大尺寸轮胎和轻卡轮胎的零售量比重持续增加，根据美国公布的最新统计数据，2020年美国轿车轮胎替换市场的最畅销的规格为225/65R17，自2019年该规格超越205/55R16位居第一。一般而言，对于同一个品牌的同种类型轮胎，尺寸越大，对应的价格就越高。以途虎养车淘宝旗舰店中马牌不同尺寸的轮胎为例，15寸轮胎价格在300-400元之间，16寸价格在400-500元之间，17寸价格在700-800元之间。

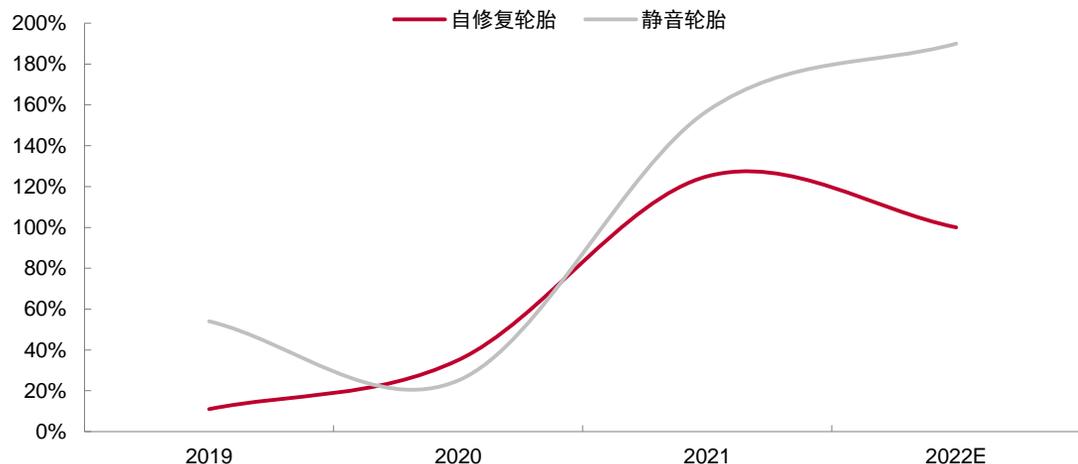
图表：SUV销量占乘用车销量比重变化/2020年美国轿车轮胎替换市场畅销排行榜/途虎养车淘宝旗舰店马牌不同尺寸轮胎价格比较



2.5 价格端：价增由汽车性能需求提升驱动

- 新能源汽车轮胎性能要求更高，高端车型拉动高价值轮胎需求。相比较传统燃油车，电动汽车对轮胎在滚动阻力、载重性能、静音性能等多个方面有着更高的要求，以满足电动汽车对高续航、舒适性能、稳定操控性能的综合需求。相关需求驱动下，“自修复”、“静音”等细分化轮胎产品出现增长。随着高端车型在新能源汽车渗透率提升，新能源汽车轮胎价值量将持续提升。

图表：2019-2022E中国乘用车自修复轮胎和静音轮胎零售量同比增长率及预测/ 18款新能源汽车轮胎配置情况（2019年2月统计数据）



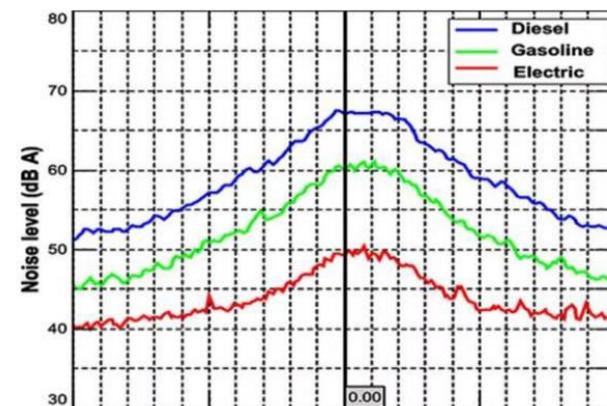
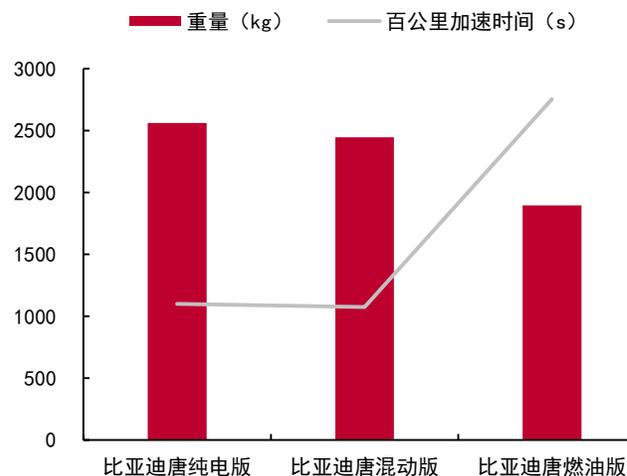
车型	最低车价. 万元(官方指导价)	轮胎品牌	胎面宽	扁平比	直径	网络售价: 元(取整数)
特斯拉 Model S	72.35	固特异	245	45	19	1600
腾势	36.98	韩泰	215	55	18	770
比亚迪e6	30.98	玛吉斯	225	65	17	490
荣威ERX5	26.59	米其林浩悦	235	50	18	930
比亚迪宋 EV300	26.59	固特异	235	50	19	1170
比亚迪秦EV	23.59	米其林浩悦	215	50	17	1000
广汽传祺 GE3	22.28	米其林浩悦	215	55	18	1050
奇瑞艾瑞泽 5e	21.28	佳通Comfort	205	55	16	290
北汽EU400	20.59	韩泰傲特马	205	60	16	500
现代伊兰特 EV	19.98	锦湖Solus	185	65	15	260
比亚迪e5	19.59	佳通Comfort	205	55	16	290
帝豪EV	19.58	佳通	205	50	17	340
北汽EX260	19.29	万力	205	50	16	350
众泰E200	18.18	锦湖	195	50	15	220
北汽EC200	15.88	玲珑	165	60	14	220
奇瑞eQ1	15.59	好运	165	65	15	180
长安奔奔EV	15.48	玛吉斯	175	60	15	360

2.5 价格端：新能源汽车轮胎对性能要求更高

- **整车重量更重**—轮胎承受的压力更大，要求更强的负荷能力，更高的抗湿滑性能，更小的滚动阻力：1) 新能源车需要额外搭载电池包结构，车重一般情况下会比同尺寸的燃油汽车大20%左右；2) 轮胎充气压力需要比传统普通轮胎大，在提高刚性，降低阻力的同时可以提高负荷能力。
- **启动速度更快**—初始扭矩力更强，轮胎承受摩擦力更大，要求更好的抓着力及耐磨性能：传统发动机从起步阶段到峰值扭矩的输出需要时间放大，电机发动可以起步瞬间达到最大扭矩，轮胎表面的摩擦力增加，加剧磨损程度。
- **无发动机噪音**—胎面噪声突出，轮胎噪声控制要求更为严格：由电机驱动替代发动机，去掉了巨大的噪声源，使得高速行驶期间胎面噪声更为突出。

图表：新能源汽车与传统燃油车轮胎性能指标对比/比亚迪唐纯电与燃油版对比/电动车与燃油车的噪声级差别为11.3DB

性能	普通轮胎	绿色轮胎	新能源汽车轮胎
滚动阻力	→	↓	↓↓
轮胎负荷	→	→	↑
轮胎重量	→	↓	↓↓
耐磨性能	→	→	↑
轮胎噪音	→	→	↓
抗湿滑性	→	→	↑
干地抓地	→	→	↑

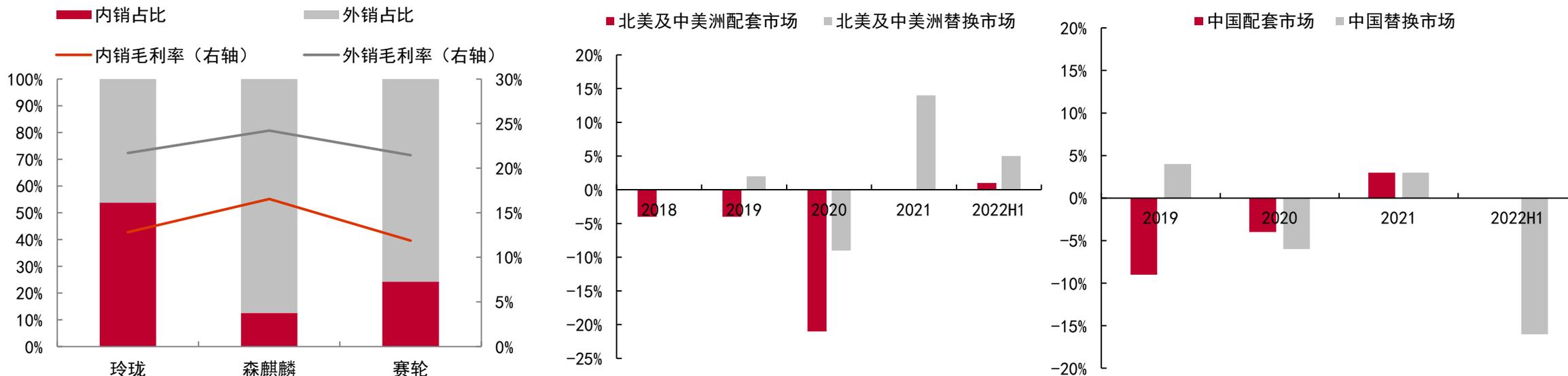


2.6 外销：高利润体现重要性，价格优势带来可行性

据前瞻产业研究院，我国是轮胎的生产大国，常年来贸易顺差为正，轮胎出口占据我国轮胎贸易的近70%。国内轮胎上市公司外销占比较大，主要原因在于国产胎在海外市场的价格优势和高利润率。

- **毛利率高：**以国内三家胎企龙头为例，轮胎外销的毛利率比国内高1.5倍以上，这主要是海内外的消费环境差异导致。根据米其林2021年报，相比于中国，海外对轮胎替换市场的需求更加旺盛。由于配套市场的消费方为整车厂企业，议价能力强，压缩胎企利润率；相反，替换市场主要消费方为车主，个体议价能力弱，胎企利润率相对较高。因此国内胎企出口主要满足国外替换需求能够实现更高的利润率。

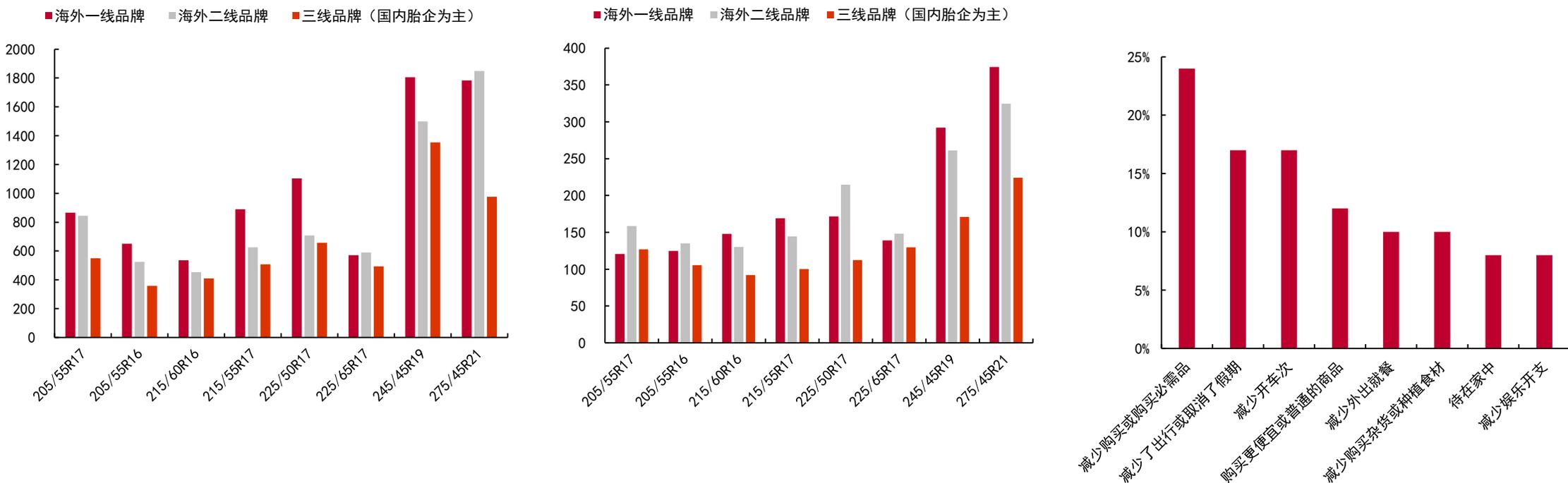
图表：三家胎企外销占比及内外销毛利率对比（%）/北美及中美洲替换市场增速高于原配市场（%）/中国替换市场增速低于配套市场（%）



2.6 外销：高利润体现重要性，价格优势带来可行性

- 价格优势：**国内轮胎企业出口产品凭借较低的成本优势主要聚焦于低端低价领域，相比于国内中小型胎企参与者众多，低价不断突破下限，国外品牌主要聚焦高端高价市场，国内胎企出口产品与其形成了价格带错位竞争，从而凭借价格优势具有足够大的吸引力，尤其是后疫情期间，海外多个国家出现了不同程度的经济下滑和通货膨胀，据盖洛普发布的一项最新民调结果，12%的人在应对物价上涨时选择购买更便宜或普通的品牌，此时的低价轮胎便更加具有吸引力。

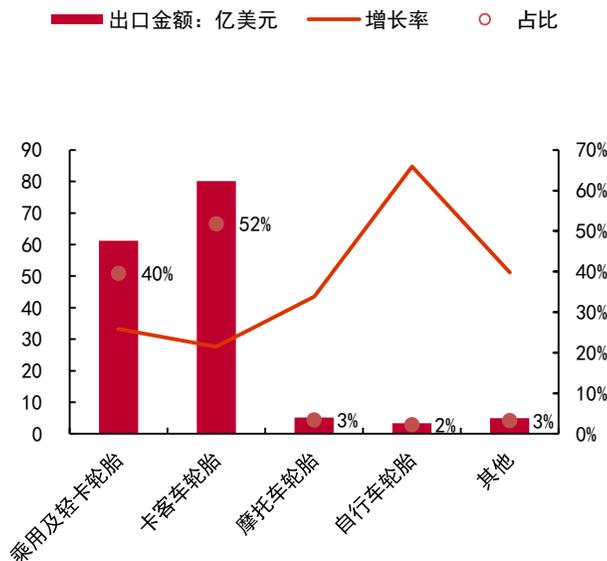
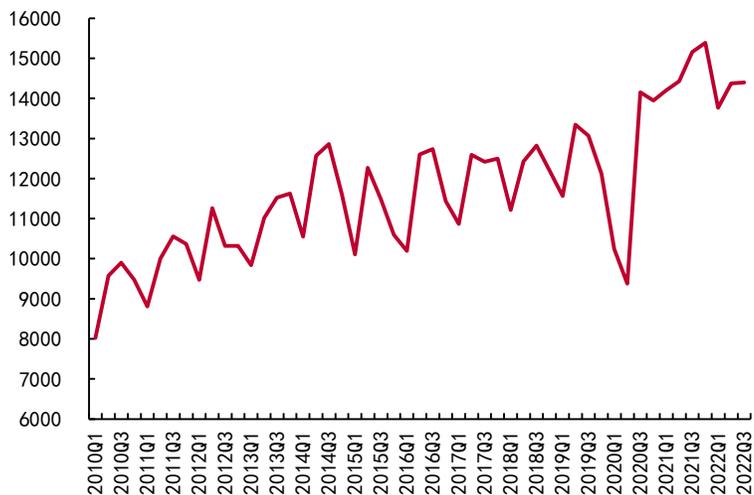
图表：中国市场各类品牌价格对比（元）/美国市场各类品牌价格对比（美元）/美国居民应对物价上涨的措施



2.6 外销：国内出口持续增长，英美贡献主要需求

- **橡胶轮胎出口量稳步保持增长态势。**据海关总署，2021年我国新充气轮胎出口数量为近6亿条，同比增长24%，2010-2021年CAGR为4.37%。2022年5月4日，欧盟作出裁定，将撤销欧盟委员会对中国卡车和客车轮胎进口的双反处罚，也将在远期利好国内轮胎出口。
- **我国出口主要为卡客车轮胎和乘用及轻卡轮胎，**2021年出口金额合计占轮胎出口总额的92%。卡客车出口金额为80亿美元，占轮胎出口总额近52%；乘用及轻卡轮胎出口金额为61亿美元，占轮胎出口总额近40%。
- **在出口目的地方面，**2021年我国乘用及轻卡轮胎出口量第一的国家为英国，出口量约为17.07万吨，出口金额高达4.35亿美元；客车及重卡轮胎出口量第一的国家为美国，出口量约为27.29万吨，出口金额高达6.26亿美元。

图表：2010-2022年新充气轮胎出口数量（万条/分季度） / 2021年我国不同种类轮胎出口金额 / 2021年我国不同种类轮胎出口主要目的国

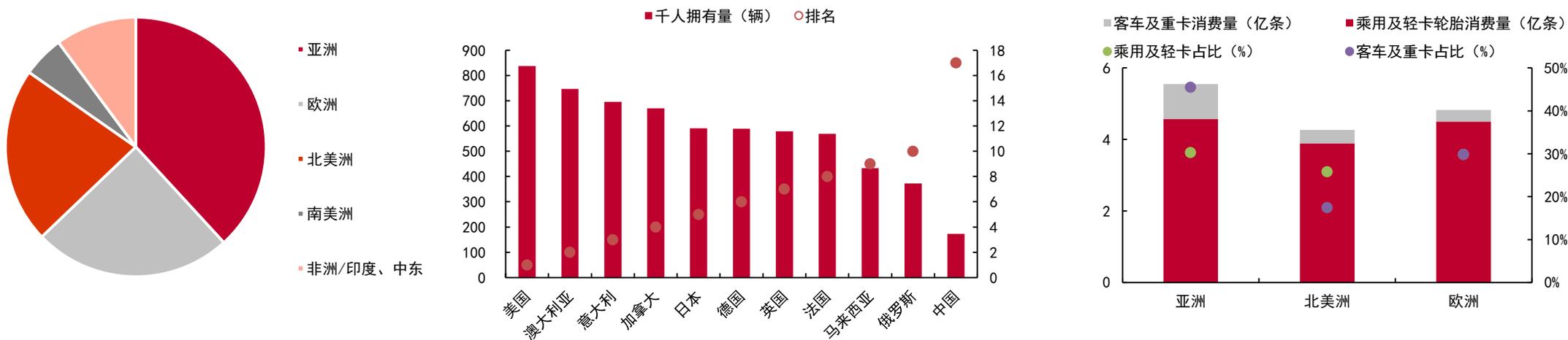


乘用车及轻卡轮胎			客车及重卡轮胎		
出口国家（地区）	出口量/万吨	出口金额/万美元	出口国家（地区）	出口量/万吨	出口金额/万美元
英国	17.07	43504.37	美国	27.29	62552.42
沙特阿拉伯	10.6	24148.85	墨西哥	21.88	46633.74
墨西哥	10.4	26448.34	沙特阿拉伯	16.22	29274.38
巴西	9.98	23564.89	阿联酋	16.14	32358.84
荷兰	8.67	25221.8	澳大利亚	13.23	30179.4
澳大利亚	8.63	25614.03	尼日利亚	11.81	22933.5
美国	8.61	21363.46	俄罗斯	10.96	23126.39
德国	7.97	24661.55	菲律宾	10.62	22008.69
日本	7.58	25241.37	加拿大	9.82	22500.63
加拿大	7.06	20000.35	巴基斯坦	9.77	19435.65

2.6 外销：亚洲、北美洲与欧洲是主要的轮胎消费市场

- 从全球轮胎消费地来看，亚洲、北美洲与欧洲是主要的轮胎消费市场，占据全球轮胎消费金额的85%。
- 亚洲是最大的消费市场，据观研天下，2021年，亚洲轮胎消费量约为5.5亿条左右，其中，乘用车消费量4.57亿条，2008-2021年CAGR为47.90%，占全球乘用车轮胎总消费量30.26%；卡客车消费量9850万条，2008-2021年复合增长率为177.46%，占全球卡客车轮胎总消费量的45.48%。
- 发达国家汽车轮胎消费需求大，千人汽车保有量排名前列大多为欧美国家。据观研天下，2021年，欧洲轮胎行业消费量约为4.9亿条，其中欧洲乘用车消费量4.5亿条，2008-2021年复合增长率18.4%，占全球乘用车轮胎总消费量的29.8%；卡客车消费量3270万条，上升61.1%，占全球卡客车轮胎总消费量的15.1%；2021年，北美轮胎消费量约为4.4亿条，其中北美乘用车消费量3.9亿条，上升19.95%，占全球乘用车轮胎总消费量的25.76%，卡客车消费量3770万条，上升72.94%，占全球卡客车轮胎总消费量的17.41%。

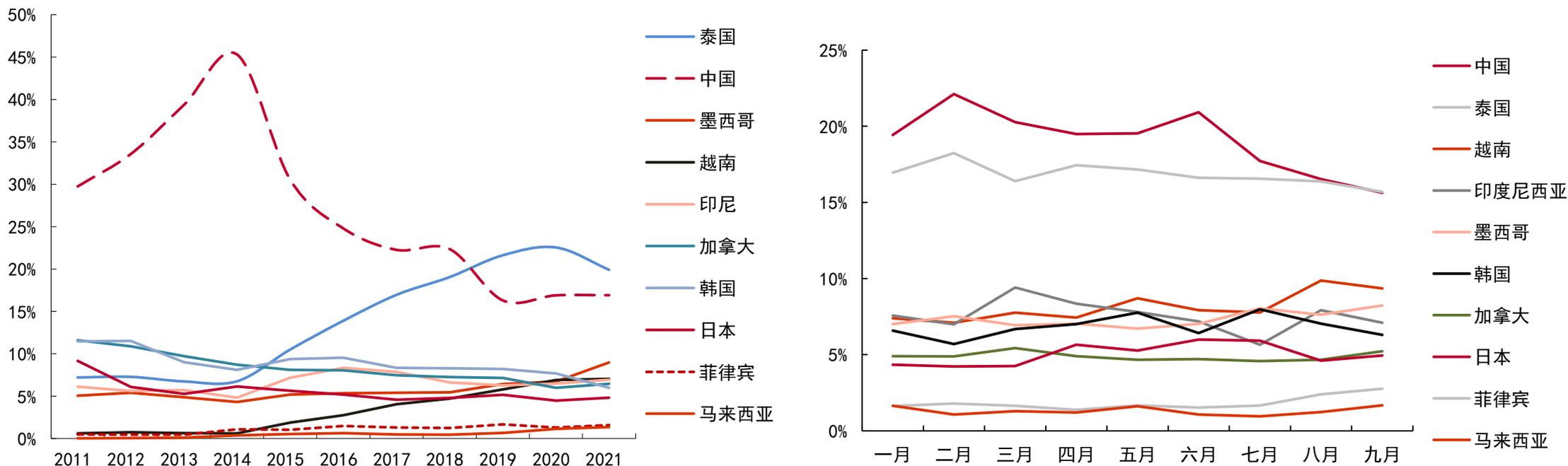
图表：2020年全球轮胎区域消费金额占比（%）/2019年各地区汽车千人拥有量（辆）/2021年三大洲轮胎消费量及占比（亿条/%）



2.6 美国：中泰为主要进口国，双反制约下份额下降显著

- 国内出口美国受双反制约明显，份额逐年下降。2014年美国开启了对中国出口轮胎的一系列双反制约政策，使中国出口轮胎在美国进口市场中的份额缩水较为严重，据美国商务部，中国占美国进口轮胎的比例由2014年的45%下降至2021年的17%。
- 东南亚国家份额增长显著，其中泰国份额最高。泰国在2019年份额反超中国，但同样受2021年双反终裁影响份额出现下滑。其余东南亚国家例如越南、印尼、菲律宾份额也在稳步爬升。

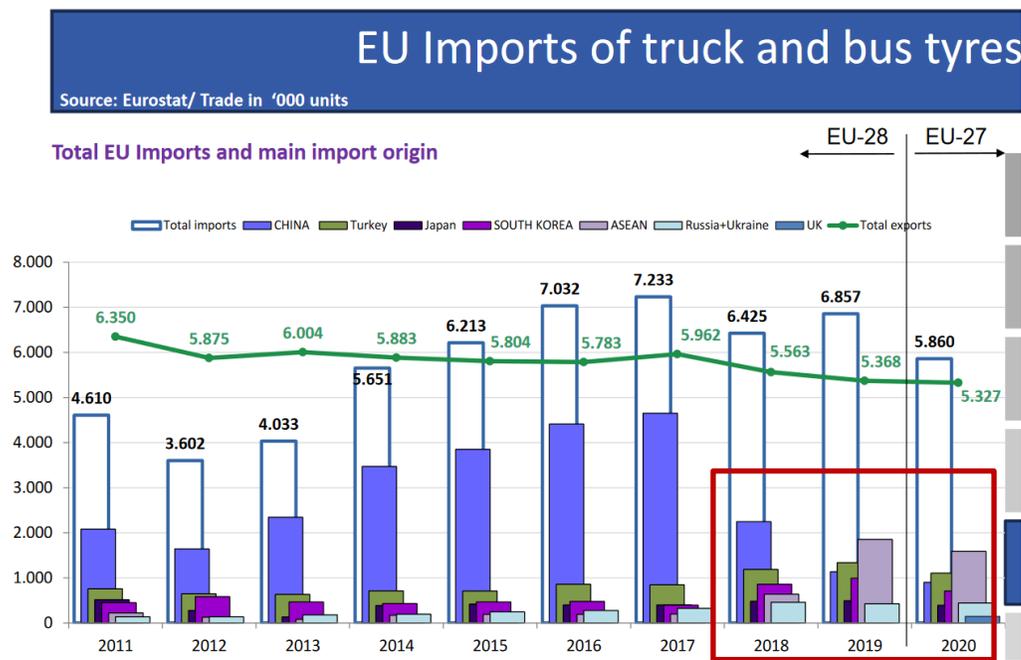
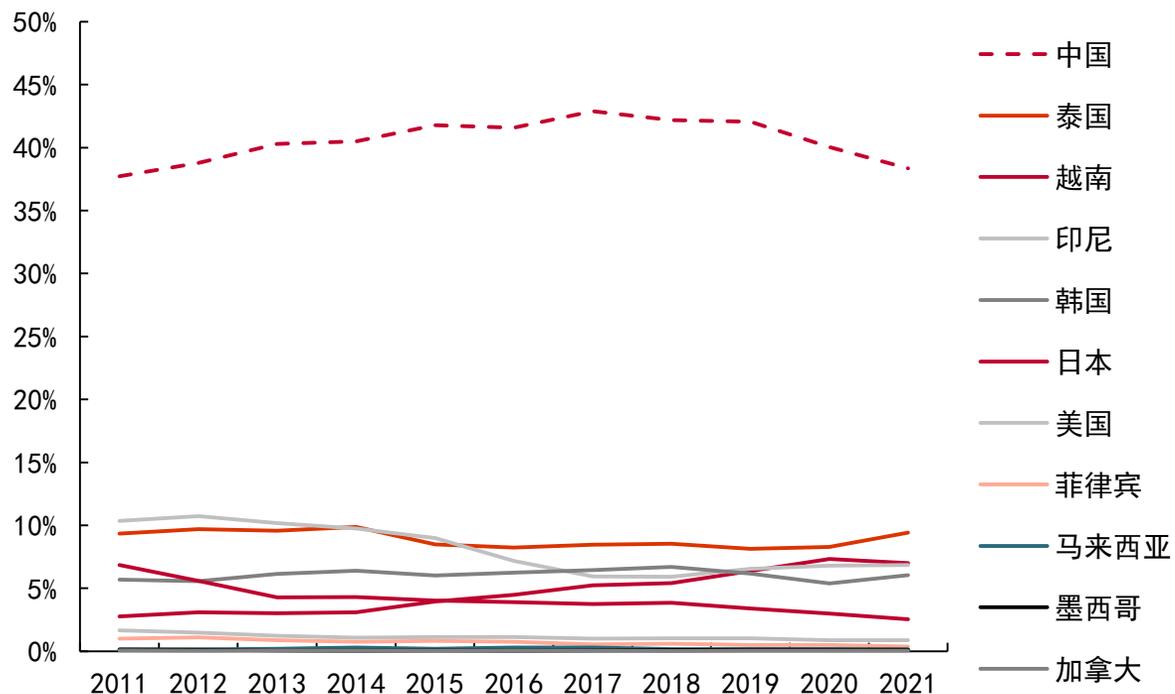
图表：各国占美国进口比例变化（年度）/2022年各国占美国进口比例变化（月度）



2.6 欧洲：中国为主要进口国，份额稳定维持高位

- 中国常年占据欧洲轮胎进口市场主要份额。据Undatabase，从各国占欧洲进口比例年度变化来看，中国份额占比一直处于40%左右，与东南亚国家差别甚大。
- 在重卡客车轮胎方面，由于2018年10月22日欧盟委员会发布公告称，对原产于中国的全新或翻新卡客车轮胎作出反倾销终裁，反倾销税率的增加是的中国轮胎竞争性下降，2018年从中国进口量出现断崖式下跌，之后的几年中，泰国逐渐代替中国成为欧盟卡客车轮胎主要进口国。但由于重卡客车轮胎数量较少，并未对总体份额产生太大的影响。

图表：各国占欧盟进口比例变化（年度）/欧盟卡客车轮胎进口量及进口国分布

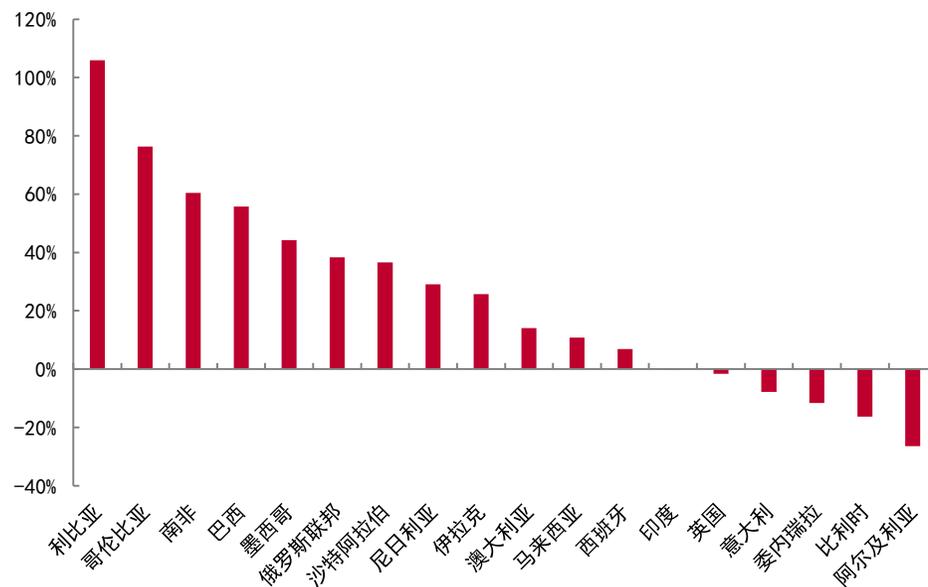


2.6 长期：“一带一路”国家有望成为中国轮胎出口新的增长点

- 在传统出口市场遭遇欧美‘双反’等阻碍背景下，中国轮胎行业逐步将目光转向‘一带一路’相关国家，争取更多的出口份额。据iFinD，2021年自中国乘用车轮胎进口量实现了正增长的12个国家中，有8个为“一带一路”国家；2020年受新冠肺炎疫情影响，全球进出口普遍受创，仅马来西亚和比利时自中国乘用车轮胎进口量实现了正增长；2019年自中国乘用车轮胎进口量实现正增长的11个国家中，有8个国家为“一带一路”国家；2018年实现了自中国乘用车进口量的正增长13个国家中，有9个为“一带一路”国家。未来随着合作的深入，“一带一路”国家有望成为橡胶轮胎业新增长点。

图表：2018-2021年部分国家自中国进口乘用车轮胎增长率/2021年向中国进口轮胎增长率国家排名

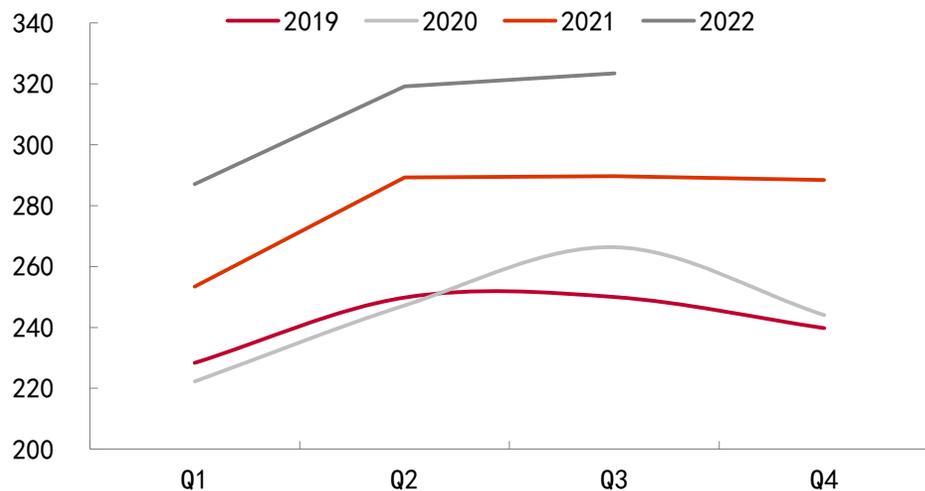
国家	是否为一带一路国家	2018	2019	2020	2021
阿尔及利亚	√	59.24%	-23.06%	-11.96%	-26.42%
巴西	×	-22.46%	35.14%	-24.06%	55.74%
比利时	×	-26.05%	3.01%	6.76%	-16.26%
俄罗斯联邦	√	62.62%	17.19%	-11.62%	38.33%
哥伦比亚	×	13.69%	-3.65%	-28.00%	76.29%
利比亚	√	34.60%	42.86%	-56.56%	105.91%
马来西亚	√	171.49%	111.36%	69.76%	10.85%
墨西哥	×	15.98%	-1.67%	-8.55%	44.19%
南非	√	-2.68%	9.88%	-12.83%	60.38%
尼日利亚	√	3.88%	22.70%	-12.52%	29.08%
沙特阿拉伯	√	7.31%	53.42%	-24.93%	36.56%
委内瑞拉	√	88.97%	95.53%	-61.84%	-11.60%
西班牙	√	10.05%	-2.40%	-10.80%	6.83%
伊拉克	√	-16.82%	37.37%	-7.10%	25.69%
意大利	√	22.30%	-6.80%	-11.63%	-7.78%
印度	×	-7.99%	9.41%	-73.12%	-0.14%
澳大利亚	×	4.35%	-0.33%	-1.01%	14.05%
英国	×	9.34%	-4.59%	-1.20%	-1.58%



2.6 短期：美国进口市场短期拐点有望出现

- **美国汽零消费市场情绪稳定。**据美国人口普查局，美国汽零部件及轮胎店零售额持续保持稳定增长，并未出现拐点，2022年前三季度和单三季度分别实现消费金额930亿美元和323亿美元，同比均增长12%。
- **进口数据强势，从历史看拐点即现。**据美国商务部，2022年美国轮胎进口市场前三季度总体进口2.6亿条，同比增长7.8%，9月进口2425万条，为全年最低点，Q3总体进口8224万条，环比显著下降15.2%，同比增加了2.2%。从历史数据来看，2018年以来美国进口轮胎并没出现过连续两个季度的显著下滑，这也表明美国经销商库存消耗周期并未超过2个季度，在1个季度的显著进口下滑后紧接着的就是需求反弹。故Q4有望成为进口需求拐点，短期行情有望触底反弹。

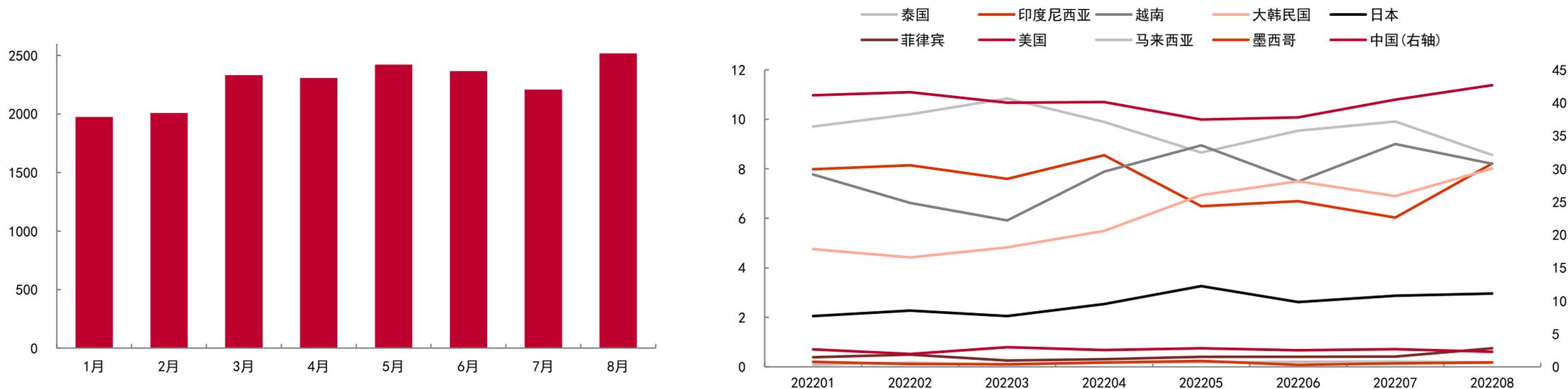
图表：2019–2022美国汽车零部件及轮胎零售额（亿美元，季度）/2018–2022美国轮胎进口数量（万条，季度）



2.6 短期：欧洲能源危机下或激增进口需求

- 欧洲轮胎市场规模庞大，多家海外龙头产能布局。2021年世界轮胎75强前三名中有两家是总部位于欧洲的轮胎企业，分别是第一位米其林和第三位大陆马牌。以米其林为例，在其2022年全球产能分布中，欧洲产能占比达到45%。
- 能源危机下或刺激轮胎进口需求提升。俄乌冲突&北溪停气等因素导致的能源危机下欧洲轮胎厂生产将受限，欧洲本土轮胎产量将会受到影响。据联合国数据，欧洲轮胎进口数量在今年2月份以来持续呈上升趋势，目前来看能源危机尚未好转，或在短期持续刺激进口需求。从进口结构上来看，中国远超其他国家，2022年逐月基本保持在40%左右，其次是泰国和越南。

图表： 2022年2月份以来欧洲轮胎进口数量呈上升趋势（万条）/中国是最大的欧洲轮胎进口国家（%）





3

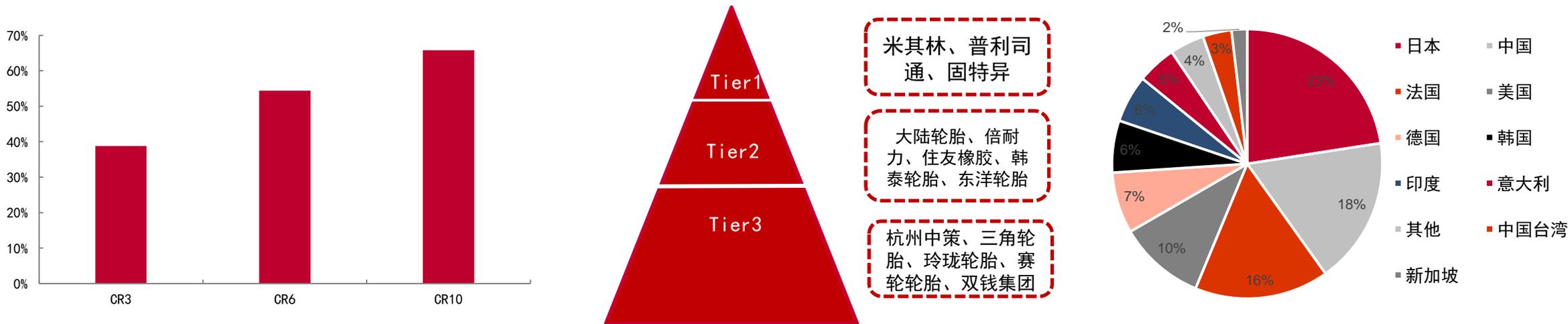
供给：产能全球布局，产品持续
创新

领先

3.1 供给端：全球竞争格局集中，海外垄断优势明显

- 全球轮胎行业整体发展较为成熟，市场集中度较高，全球轮胎行业75强销售额占全球市场份额在90%以上，其中2022年以行业75强销售额为总量计算的行业CR3为39%，CR5为54%。行业传统前三强企业分别为米其林、普利司通和固特异，其在高档轿车、轻型载重子午线轮胎市场具有较强竞争力，构成业界公认的第一梯队。
- 就其他国际品牌而言，大陆轮胎、倍耐力（已被中国化工集团并购）、住友橡胶、韩泰轮胎、东洋轮胎等品牌的半钢产品较多集中于中档轿车及轻型载重子午线轮胎市场，构成业界公认的第二梯队。
- 杭州中策、三角轮胎、玲珑轮胎、赛轮轮胎、双钱集团、风神股份等在全球轮胎行业75强上榜企业，系国内轮胎厂商的主要代表，目前处于第三梯队。国内轮胎企业正逐渐通过技术研发、装备工艺、生产组织管理等方面努力接近或达到世界先进水平，其市场竞争力逐步赶超第二梯队企业。

图表：2022年全球轮胎75强市场集中度（%）/全球胎企梯队/2022年全球轮胎国别份额（%）



3.2 供给端：政策引导+市场作用下供给结构持续优化

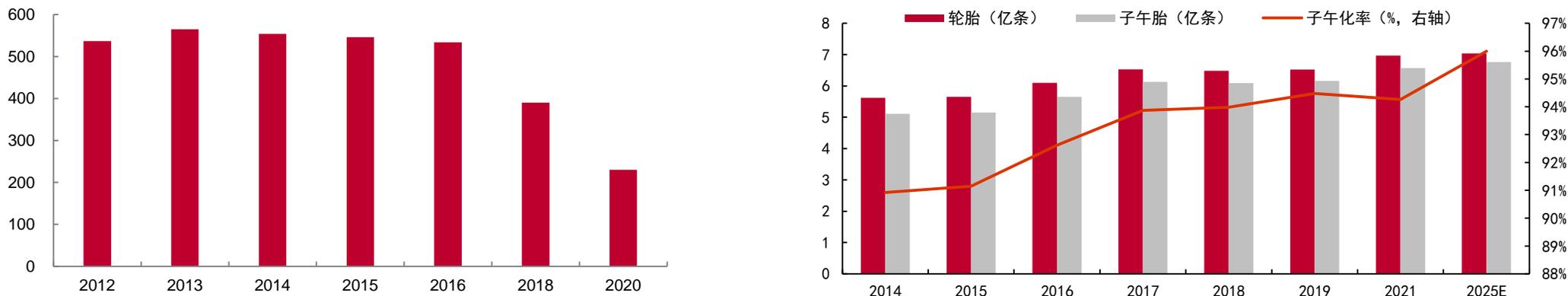
根据中国轮胎橡胶工业协会统计，2020年，其42家会员单位的轮胎产量，占中国轮胎产量的77%左右。其中，前十名的轮胎产量，约占全国的53%；前十名的利润，约占42家企业的97.29%，市场集中度较高。

中国轮胎行业供给侧优化成果主要体现在两方面：

(1) 产能出清加速。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。自2010年工信部发布《轮胎产业政策》以来，多个政策文件对轮胎业调整产业结构、提升行业集中度、淘汰落后产能做出了规定。2021年4月份，山东省印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022年）》的通知，到2022年年产120万条以下的全钢子午胎、年产500万条以下的半钢子午胎企业全部整合退出，落后产能出清力度进一步加大。

(2) 产品质量提升。子午化率不断提升。轮胎子午化率是衡量一个国家轮胎制造水平的重要指标。据《轮胎工业》统计，欧洲、美国、日本等发达地区和国家的轿车轮胎子午化率已达到100%，载重轮胎子午化率已达到90%以上，工程机械轮胎子午化率约达70%。

图表：中国轮胎工厂数量变化情况（家）/2014-2025E中国轮胎子午化率变化情况（亿条，右轴）

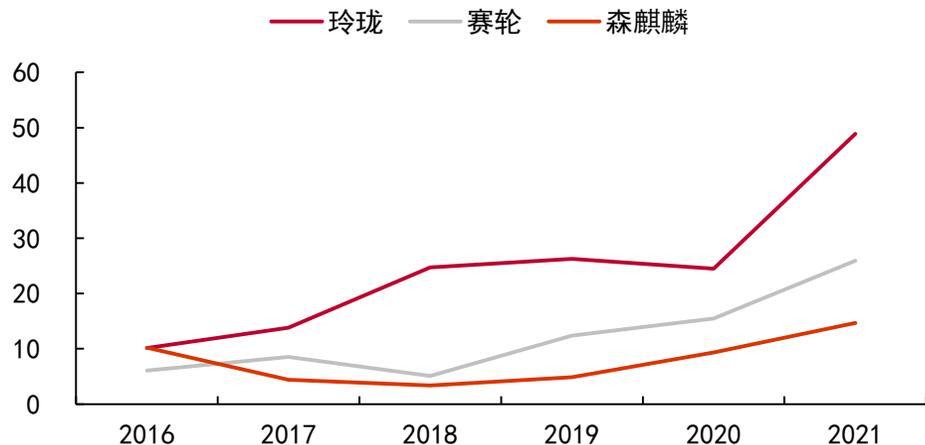


3.3 产能端：国内龙头加码资本支出，产能布局分化利好国内企业

- 国内：逆势扩产，工厂建设如火如荼。2021年以来，在原材料价格、海运费价格上涨的背景下，轮胎行业虽然发起一般提价潮，但仍不足弥补成本端上涨，轮胎行业整体利润同比下降，一定程度上加剧了国产轮胎企业的洗牌速度，2021年多家中小轮胎企业破产，而部分国内龙头则选择继续加码资本开支，自2018年以来，玲珑、赛轮、森麒麟三家领先胎企持续加大资本支出，工厂建设如火如荼，产能持续扩张。

企业名称	开工时间	投资 / 亿元	工期	地点	全钢胎 / 万条	半钢胎 / 万条	工程胎 / 万条	合计 / 万条
赛轮集团	2021/1/1	30.1	36个月	越南	610	2250	32.8	2922.8
	2020/2/1	20.0	24个月	沈阳				
	2021/2/1	9.2	8个月	潍坊				
山东玲珑	2021/3/1	22.9	24个月	柬埔寨				
	2020/9/1	48.94	5年	长春市	200	1200		1400
	2020/5/1	66.25	6年	塞尔维亚	160	1200		1361
	2020/4/1	60.66	6年	铜川	300	1200		1500
江苏通用	2021/9/1	13.05	15个月	柬埔寨		600		600
双钱轮胎	2021/6/1	0.36	7个月	重庆	20			20
贵州轮胎	2019/7/1	2.14 (亿美元)	12个月	越南	120			120
森麒麟	2020/1/1	31.85	18个月	泰国罗勇府	200	600		800
山东金宇	2020年	1.50 (亿美元)	72个月	越南西宁省	120			120
朝阳浪马	2020/11/1	1.60	3个月	辽宁朝阳	30			30
四川海大	2020/12/1	1.83	12个月	简阳	30	100		130
山东昊华	2020年	5.00 (亿美元)	36个月	斯里兰卡	330	1670		2000
潍坊顺福昌	2022/8/1	8.00	12个月	寿光	150			150

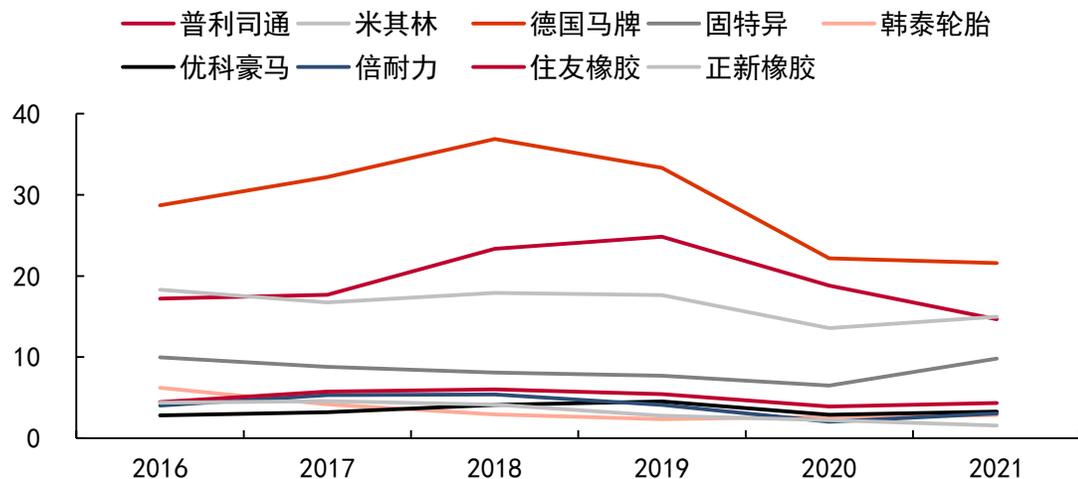
图表：中国主要胎企资本支出（亿元）/近年来部分胎企新建项目情况（亿元，万条）



3.3 产能端：国内龙头加码资本支出，产能布局分化利好国内企业

- 国外：资本开支增长缓慢，轮胎巨头们关厂频率提高。全球龙头自2016年以来资本支出保持相对平稳，2020年受疫情影响资本支出大幅收缩，2021年虽有所回升但仅固特异和正新恢复至2019年水平，其他企业仍低于疫情前水平。除此之外，海外代表性轮胎企业自疫情以来相继关闭部分工厂，一方面是因为部分旧工厂年久失修，另一方面也反映了当前轮胎行业利润率低位徘徊下，部分企业实施产能转移，剥离盈利性较差业务。

图表：全球三大胎企龙头资本支出（亿美元）/近年来全球胎企工厂关闭名单



轮胎企业	关闭时间	工厂名称	工厂所在国	关闭原因
	2020/6/1	邓迪工厂	英国	-
米其林	2020年底之前（计划）	La Roche-sur-Yon卡车轮胎工厂	法国	-
	2019-2021分阶段关闭	班贝格轮胎工厂	德国	-
普利司通	2020/11/15	伊丽莎白斜交胎工厂	南非	工厂关闭后将会转向生产子午线轮胎，因为子午线轮胎使用寿命更长，而且生产速度快且现代化
	2021年4月底	Bethune工厂	法国	贝蒂纳工厂由于中国等新兴企业的进驻面临激烈竞争，收益能力下降，普利司通为了专注于利润率高的大型轮胎等业务，选择关闭。
固特异	2020年底	加兹登工厂	美国	-
德国马牌	2021年底	亚琛工厂	德国	-
倍耐力	2021年年中	Gravatari	巴西	根据倍耐力巴西业务合并重组计划，该工厂关闭后生产将转移至圣保罗的Campinas工厂。Campinas工厂目前只生产汽车轮胎
通伊欧	2021/6/1	Silverstone Berhad	马来西亚	该工厂在通伊欧全球战略中的地位以及整体生产能力落后

3.3 产能端：国内龙头加码资本支出，产能布局分化利好国内企业

- 国内产能布局分化反应了国外大牌胎企将聚焦盈利性更高的轮胎业务，而国内龙头通过海内外建厂降低成本，规避贸易壁垒，产品凭借较大的性价比优势有望占据更大的市场份额。目前中国部分轮胎企业产能如下：

图表：2021年中国胎企产能情况（万条）/外资轮胎中国工厂产能（万条）

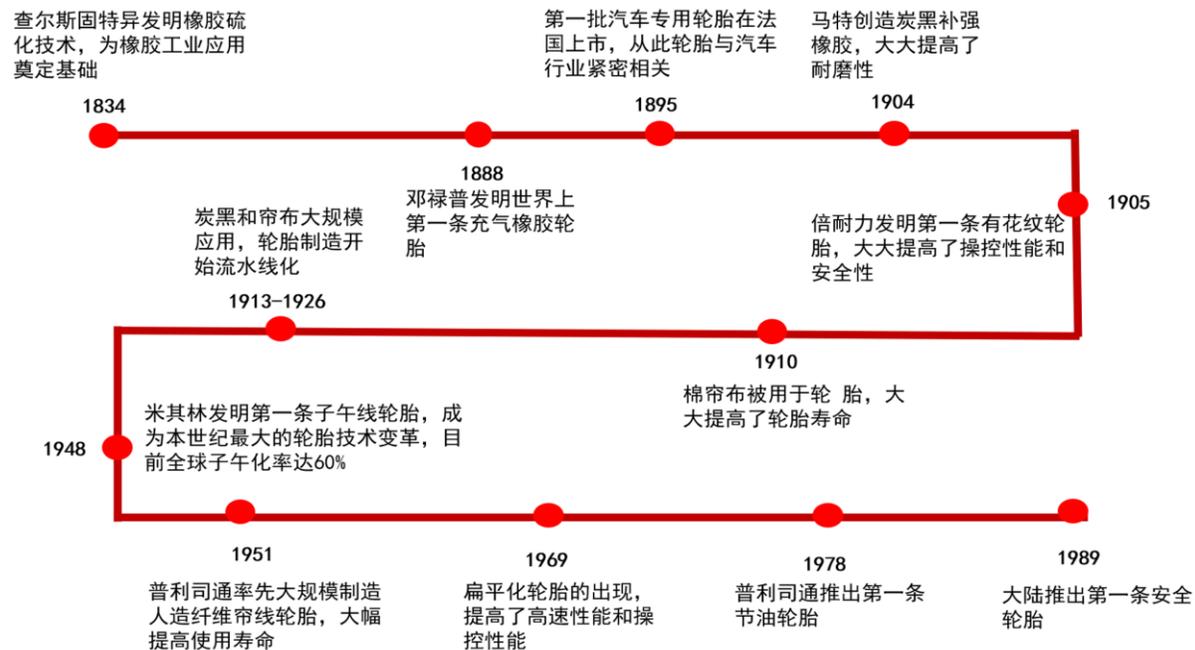
企业	总产能	半钢胎	全钢胎	其他
中策橡胶	18000	4500	2500	11000
玲珑轮胎	7685	6370	990	415
赛轮集团	7820	6500	1320	11万吨
三角轮胎	2700	2000	650	50
浦林成山	2300	1300	900	100
双钱集团	1420	600	820	
森麒麟	2400	2400	投建中	80
通用股份	1820	1200	620	
贵州轮胎	1031	0	636	325
双星轮胎	2500	2150	150	200
风神轮胎	780	0	700	80

企业	总产能	半钢胎	全钢胎	其他
米其林	2380	2200	180	
普利司通	1850	1200	650	
佳通轮胎	5450	4800	400	250
固特异	2700	2200	50	
马牌轮胎	1570	1400	0	170
住友橡胶	2560	2350	10	
韩泰轮胎	3760	3200	560	
锦湖轮胎	3000	2700	300	
倍耐力	1540	1400	140	
耐克森	1000	1000	0	

3.4 供给端：技术创新是品牌升级的重要驱动力

- 以海外龙头成长路径为鉴，技术创新是品牌升级中不可或缺的驱动力。技术创新引领着全球轮胎产业的发展方向，纵观世界轮胎技术发展史，自1834年查尔斯固特异发明了橡胶硫化技术，为橡胶工业应用奠定了基础。此后，1888年邓禄普发明了世界上第一条充气橡胶轮胎；1895年第一批汽车专用轮胎在法国上市；1904年马特创造了炭黑补强橡胶，大大提高了耐磨性；1905年倍耐力发明了第一条有花纹轮胎，大大提高了操控性能和安全性。1910年，绵帘布用于轮胎制造，大大提高了轮胎寿命，1913-1926年，炭黑和帘布大规模应用，轮胎制造开始流水线化；1948年米其林发明第一条子午线轮胎，成为本世纪最大的轮胎技术变革，目前全球子午化率达60%；1951年普利司通率先大规模制造人造纤维帘线轮胎，大幅提高使用寿命；1969年扁平化轮胎出现，提高了高速性能和操控性能；1978年普利司通推出第一条节油轮胎，1989年大陆推出第一条安全轮胎等等。可以看出，每一次轮胎技术革命几乎都由米其林、普利司通、倍耐力等知名企业主导，正是因为持续不断的技术创新造就了他们在行业中的品牌影响力。

图表：世界轮胎企业发展史



3.4 供给端：技术创新是品牌升级的重要驱动力

近年来中国轮胎企业也不断在新材料、新配方、新技术、新工艺、新结构等方面发力。

1) 玲珑轮胎主导的蒲公英橡胶产业技术创新战略联盟在多地建立种植基地，在北京建有“吨级溶剂法提胶装置”，成功制造出蒲公英橡胶概念轮胎；

2) 森麒麟则主打石墨烯轮胎，在保证轮胎高抗湿滑、高耐磨的基础上，还可兼顾低滚阻性能，打破性能不可兼顾的“魔鬼三角”定律。

3) 赛轮轮胎利用世界首创“化学炼胶”技术制备的新材料，自主研发出了低碳绿色轮胎产品-液体黄金轮胎。解决了困扰行业多年的轮胎滚动阻力、抗湿滑性能、耐磨性能难以兼顾的“魔鬼三角”问题。

随着轮胎产品消费趋势逐渐向高品质、高性能、绿色环保转移及国家对碳排放的目标要求，国内头部轮胎企业越来越重视产品的性能与研发，并不断投资扩产中高端产品产能。未来优质企业将凭借性能好、性价比高的产品在市场不断渗透，带动整个行业的升级与发展。

图表：国内各胎企产品技术创新布局

企业	技术	性能
玲珑轮胎	自主开发全新一代超低滚阻轮胎	滚阻达到4.0以下，比常规产品降低38%，可实现整车百公里油耗降低2.2L
	第一条生物基衣康酸酯轮胎	绿色低碳新材料解决方案
	第一条蒲公英轮胎	
	第一条石墨烯轮胎	
森麒麟	石墨烯轮胎	保证轮胎高抗湿滑、高耐磨的基础上，还可兼顾低滚阻性能，打破性能不可兼顾的“魔鬼三角”定律
赛轮轮胎	液体黄金轮胎	液体黄金轮胎解决了困扰行业多年的轮胎滚动阻力、抗湿滑性能、耐磨性能难以兼顾的“魔鬼三角”问题
通用股份	杜仲轮胎千里马5X290	提高了轮胎性能，行驶里程可提升30%以上
青岛双星	“稀土金”轮胎	滚阻可以达到3.8-4.5，具有很好的节能性，可以提高新能源车的续航里程

3.5 供给端：海外布局成为行业内企业主流成长路径

- **加强全球布局是成为国际一流轮胎企业的必由之路。**由于发展中国家具有原材料成本和人力资源成本优势，全球轮胎工业的投资和新建产能逐步向发展中国家和亚太地区转移，国际轮胎巨头纷纷在亚洲投资设厂。2019年普利司通在海外拥有115个工厂，72%的生产量来自于海外地区，其中来自中国与其他亚太地区产量占比超过22.8%。
- 国内轮胎企业海外布局方面，一方面由于中国轮胎出口比例较高，在国际上屡受“双反”制裁，使得出口产品在海外的竞争力下降，极大限制了我国轮胎的出口；另一方面，中国轮胎重要原材料天然橡胶进口依赖性较强，而天然橡胶主要产区位于东南亚地区，如：泰国、马来西亚、越南等地区，在相关地区建厂一方面更能贴近上游原料市场，减低原料成本和运输费用，另一方面也能够减轻贸易关税的不利影响。

图表：多国历年来频繁对我国轮胎发展实施制裁手段

时间	国家	制裁事件
2009年	美国	“轮胎特保案”实施限制关税,
2013年	巴西	对中国产汽车轮胎征收1.08~2.17美元/公斤的反倾销税
2013年	美国	对中国6家轮胎企业进行337调查
2018	欧盟	此后5年中国轮胎出口至欧盟的每条卡客车轮胎需要缴纳42.73-61.76欧元的固定税率
2019	美国	对台湾产轮胎征收21%-147%的反倾销税

3.5 供给端：海外布局成为行业内企业主流成长路径

- 为解决政治政策和原材料高价进口的两大难题，我国部分具备实力及前瞻性的轮胎企业积极推进国内优势产能向海外扩张，逐步打造具备国际竞争力的中国轮胎产业。上市公司玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟等分别在泰国、塞尔维亚、越南等国进行产能投资，取得显著成绩。

图表：各胎企均做出了全球化布局的措施

企业	地点	产业布局
玲珑轮胎	泰国	规划产能全钢胎180万条、半钢胎1500万条
	塞尔维亚	规划产能全钢胎160万条、半钢胎1200万条
赛轮轮胎	越南	规划产能全钢胎260万条、半钢胎1600万条、非公路轮胎10万吨
	越南	与固铂公司合资ACTR项目规划全钢胎265万条
	柬埔寨	规划产能全钢胎165万条、半钢胎900万条，预计2023年投产
通用股份	泰国	规划产能全钢胎100万条、半钢胎600万条
三角轮胎	美国	规划产能全钢胎100万条、半钢胎500万条
森麒麟	泰国	规划产能全钢胎200万条、半钢胎1000万条



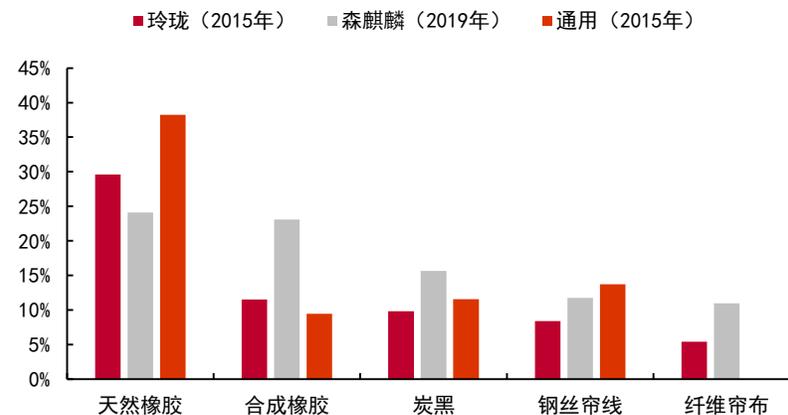
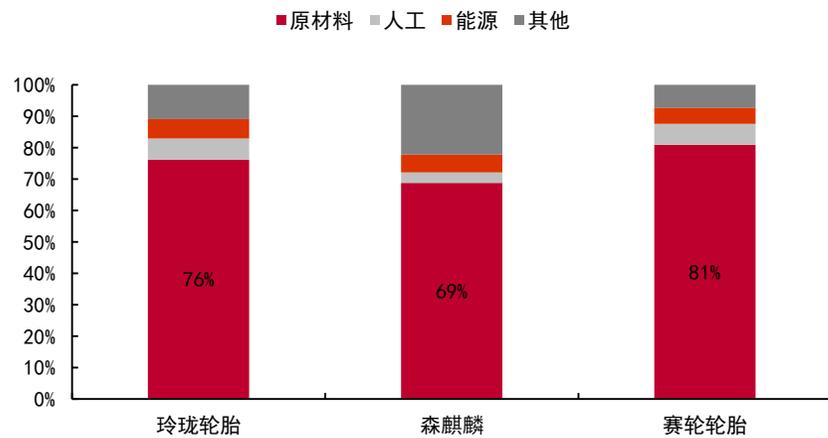
4

成本：原料压力趋缓，盈利能力
回暖

成本端：原材料成本占比高，橡胶占比最大

- 成本端来看，原材料占比最高，其次是人工及能源。据玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟2021年公司年报数据表明，原材料的成本占比高达69%-81%。
- 原材料端来看，天然橡胶和合成橡胶成本占比最大。天然橡胶耐磨损，加工方便，对环境污染小，但是产量有限；合成橡胶可以替代天然橡胶的部分性能，但总体来看合成橡胶性能不如天然橡胶全面。全钢子午胎使用天然橡胶比重高于半钢子午胎。据玲珑轮胎、森麒麟、通用轮胎招股说明书数据表明，原材料的成本占比分布中，橡胶成本占比最大，因此公司盈利能力对原材料价格尤其是天然胶与合成胶的价格变动较为敏感。

图表：2021年国内三大轮胎企业营业成本占比分布情况（%）/原材料占比分布情况（%）

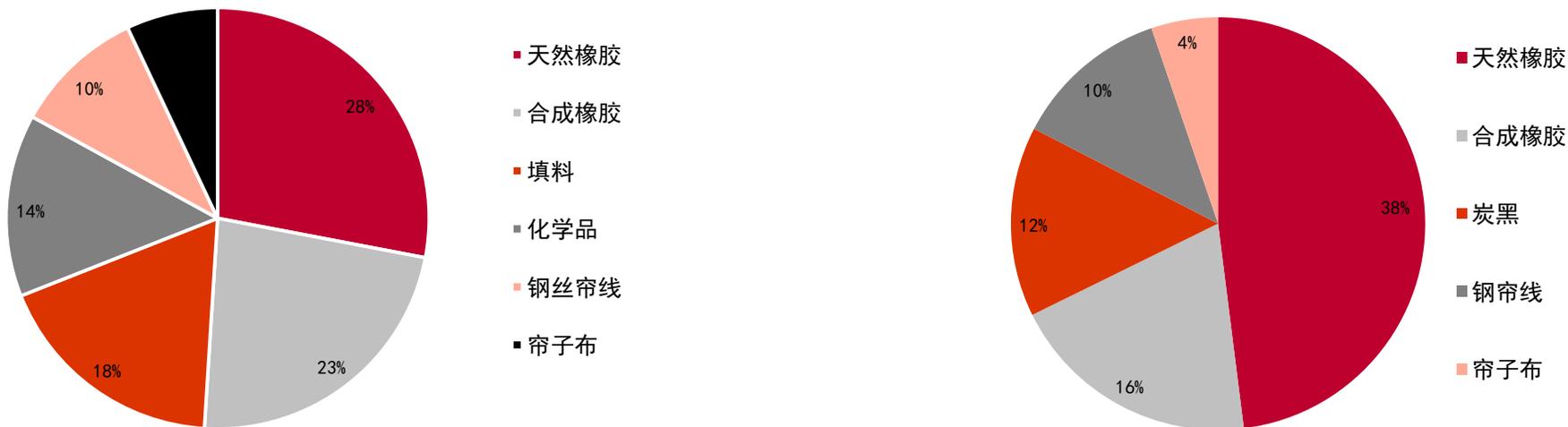


成本端：对比于海外，国内轮胎天然橡胶需求更高

不同胎企原材料成本结构有分化，主要由于产品结构与业务布局的不同：

- 产品结构来看，米其林的半钢胎生产量占比较高，全钢子午胎的天然橡胶使用比重高于半钢子午胎，据观研天下，全钢胎单条耗天胶约30公斤，半钢平均为1-1.5公斤，全钢胎市场的变化对天胶影响更大。国外龙头半钢生产偏多，而国内大多生产全钢子午胎，因此国内胎企如玲珑轮胎的天然橡胶使用比例高于海外企业米其林天然橡胶使用比例。
- 业务布局上，米其林、普林斯通、固特异均拥有橡胶园，可以较好抵御天然橡胶价格波动的影响。

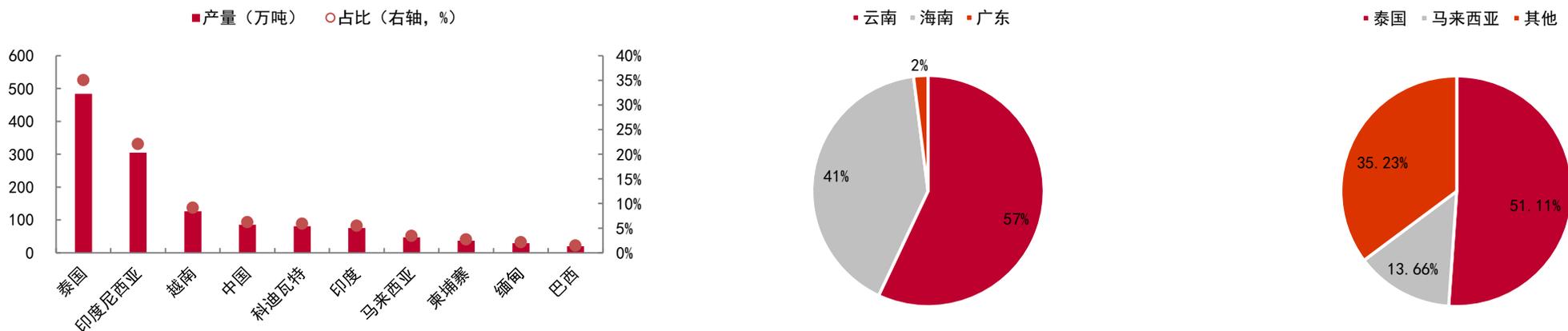
图表：2021年米其林原材料成本构成（%）/2017H1玲珑轮胎原材料成本构成（%）



4.1 天然橡胶：东南亚为全球主要产区，国内自给率低

- **东南亚天然胶产量全球占比超七成。**从全球天然橡胶产量分布情况来看，2021年全球天然橡胶产量为1381.2万吨，产量前三名均为东南亚国家，产量之和占全球天然橡胶产量的65%。其中泰国以483.6万吨的产量位列第一，占比34.6%，中国以85.1万吨的产量位列第四，占比6.1%。
- **云南、海南天然胶产量国内占比超九成。**从国内天然橡胶产量分布情况来看，橡胶种植主要集中在云南、海南两省，2020年云南和海南橡胶产量总和占全国橡胶总产量的97.9%，其中云南橡胶产量完成472110吨，占全国橡胶总产量的57.1%，占比最大；海南橡胶产量完成336634吨，占全国橡胶总产量的40.7%。
- 据中国工业橡胶协会，2020年我国天然橡胶自给率约为13.70%，连续7年自给率不足20%。从进口来源地来看，目前我国天然橡胶产品进口主要来自泰国、越南以及印度尼西亚等橡胶主产地。2021年，我国进口自泰国的天然橡胶为121.89万吨，占总进口量的51.11%；进口自马来西亚的天然橡胶为32.57万吨，占总进口量的13.66%。

图表：2021年全球天然胶产量区域分布情况（万吨，%） / 2020年中国天然胶产量区域分布情况（%） / 中国橡胶进口量分地区占比（%）

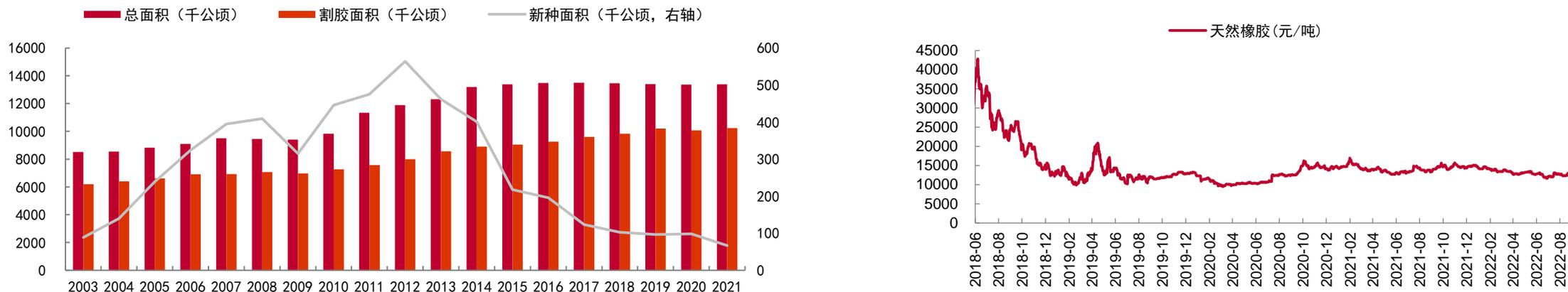


4.1 天然橡胶：供给压力+需求较弱，天然橡胶价格低位承压

2022年以来，天然橡胶价格维持震荡下行的趋势，9月30日天然橡胶现货价格为13200元/吨，较年初14380元/吨下跌11%。未来供给压力叠加需求不确定将使得天然橡胶价格低位承压。

- **供给方面**，ANRPC成员国新胶种植面积自2012年到达峰值后逐渐回落，2016-2021年维持相对稳定，开割面积在近几年新种胶林陆续开启割胶的带动下逐年上升，同时时值“金九”，季节性增产周期下供给持续增加。
- **需求方面**，橡胶68%应用于下游轮胎行业，随着国内汽车消费政策利好频出带动轮胎消费背景下，国内橡胶需求有望发力；而欧美经济普遍“滞涨”，面临减速乃至衰退的风险，导致占比较高的轮胎行业外需可能下降。综上，未来橡胶的需求波动取决于内外需之间的博弈。
- 据中国热带农业科学院橡胶研究所，2022年全球天然橡胶产量可能增长1.80%~3.50%，消费量增长3.00%，天然橡胶价格大幅度增长的可能性较小，波动性较大；其中，我国天然橡胶产销量可能小幅度增长，浓缩胶乳市场竞争可能加重。

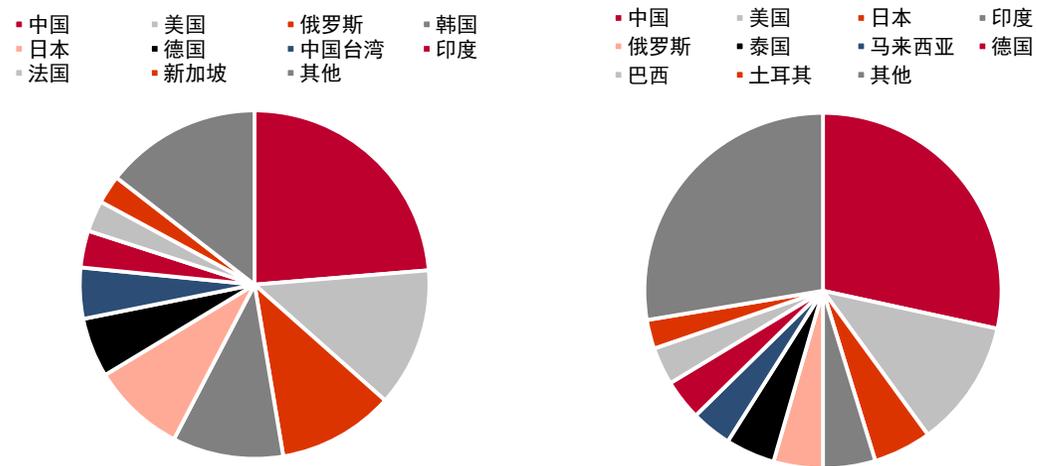
图表：2003-2021年ANRPC橡胶种植情况（千公顷）/2018-2022年天然胶价格走势（元/吨）



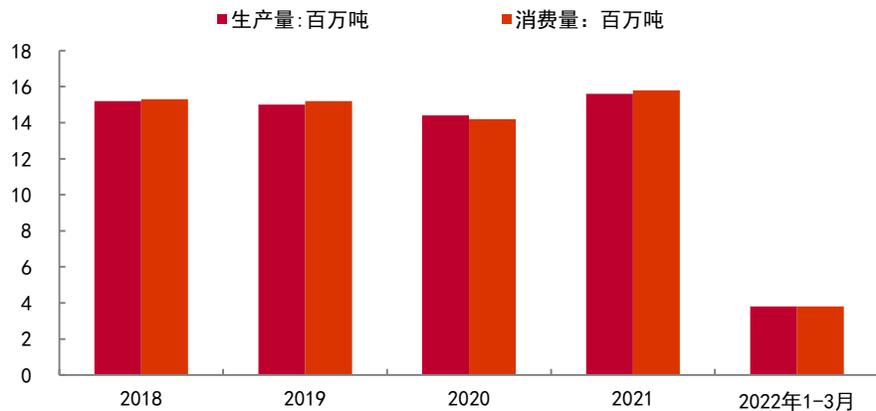
4.2 合成橡胶：我国产销居全球首位，为主要进口国与出口国

- 据马来西亚橡胶委员会数据，2021年，全球合成橡胶产量为1558万吨，消费量为1574万吨，其中，**中国是全球合成橡胶最大的生产国和消费国**，2022年1-3月份全球合成橡胶产量和消费量均为380万吨，国内合成橡胶产量为90万吨，占全球总产量约24%，消费量为108万吨，占全球总消费量约28%。全球合成胶进口量、出口量分别为270万吨和250万吨，中国合成胶进口量为37万吨，占比13.7%，位列第一；出口量为18万吨，占比7.2%，位列第六。

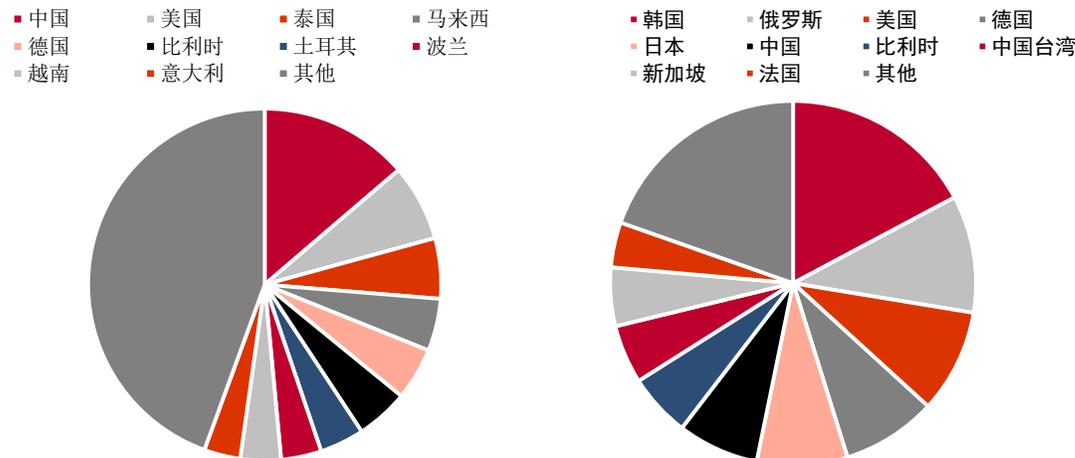
图表：2022年1-3月全球合成胶产量结构/消费量结构



图表：全球合成胶产销量（百万吨）



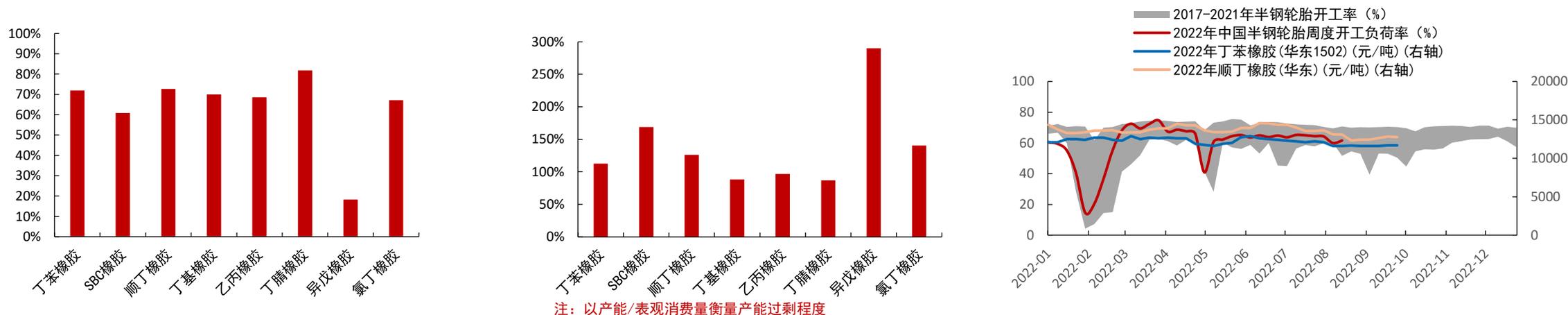
图表：2022年1-3月全球合成胶进口结构/出口结构



4.2 合成橡胶：整体产能过剩，价格持续低位震荡

- 合成橡胶价格低位运行，未来预计或持续低位震荡。2月底俄乌冲突陡然升级，欧洲区域合成橡胶供给受限，但由于下游开工低迷，合成橡胶价格整体呈先走高后下降趋势。9月末丁苯橡胶和顺丁橡胶价格分别为11700元/吨和12750元/吨，相较年初下降3.31%和11.09%。
- 供给端：近年来，随着我国环保政策日益趋紧，落后产能持续出清，国内合成橡胶逐步向绿色、低碳方向发展，但目前行业仍然面临产能过剩的局面，所有合成橡胶胶种的产能/表观消费量的均值为139%，产能利用率平均为63.44%，产能过剩使得合成胶价格弹性较小。
- 需求端：合成橡胶两大主流胶种丁苯和顺丁橡胶的主要应用领域都是轮胎生产，因此其价格与下游轮胎景气度程度高度相关，由于半钢胎市场对合成橡胶的耗用量较全钢胎市场更大，因此半钢胎轮胎开工率是需求端主要影响因素，而随着多地在“能耗双控”的目标下陆续出台2022年大气污染防治百日攻坚行动方案，作为“两高项目”的轮胎产业的开工会受到冲击，未来需求端疲弱不利于合成橡胶价格回暖。

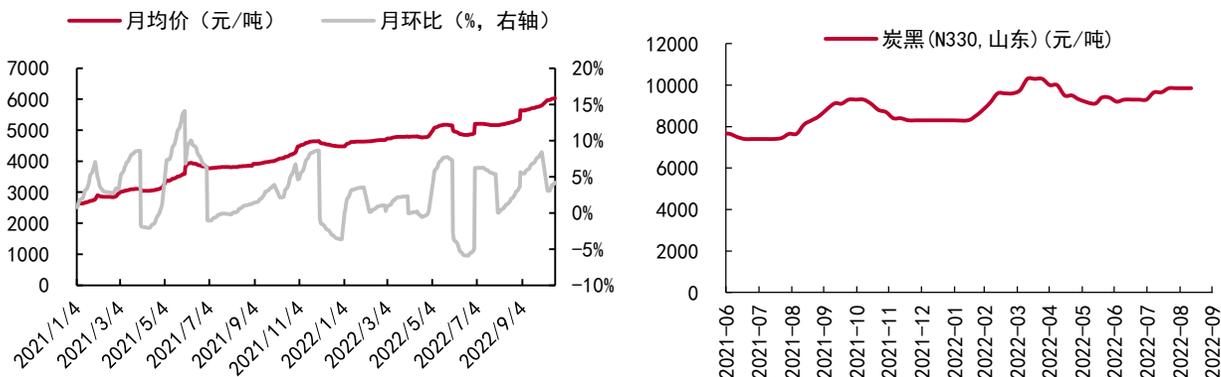
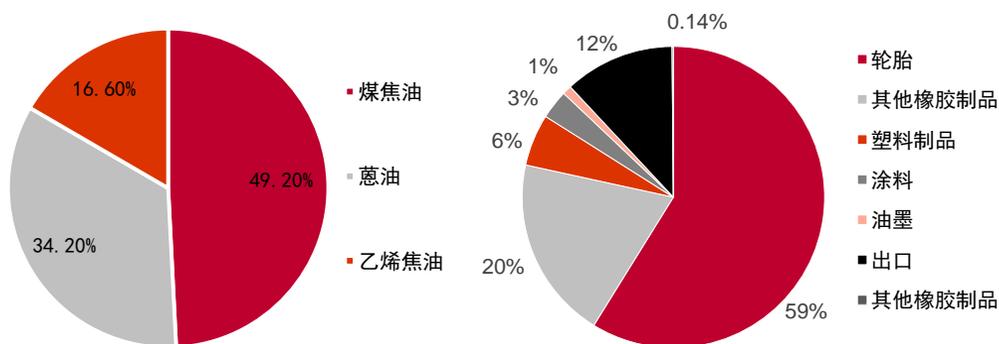
图表：不同胶种产能利用率（%）/产能过剩程度（%） /合成橡胶价格走势与半钢胎开工率联动趋势（元/吨，%）



4.3 炭黑：成本高企推涨炭黑市场价格

- 炭黑原料油主要成分为煤焦油、蒽油和乙烯焦油，分别占总原材料的49.2%、34.2%、16.6%。其中，煤焦油占比近50%，是最主要的原料油；中游是不同类型的炭黑；下游则是炭黑的应用领域，其中轮胎是炭黑第一大应用领域，应用占比约为70%，其次炭黑也作为着色剂、紫外光屏蔽剂或导电剂，广泛用于塑料、油墨、涂料和干电池等制品中。
- 受焦企限产和深加工产品需求上涨影响，其上游原材料煤焦油市场供应依然偏紧，高温煤焦油市场走势上行，2022年9月30日煤焦油价格为5794.71元/吨，较年初上涨29%。在原材料价格高企下，炭黑行业整体承压，炭黑价格再度走高，以山东地区的N330产品为例，该地区N330价格在2022年初约为8400元/吨，而截至9月30日，其价格已经上涨至9850元/吨，上涨约17%。

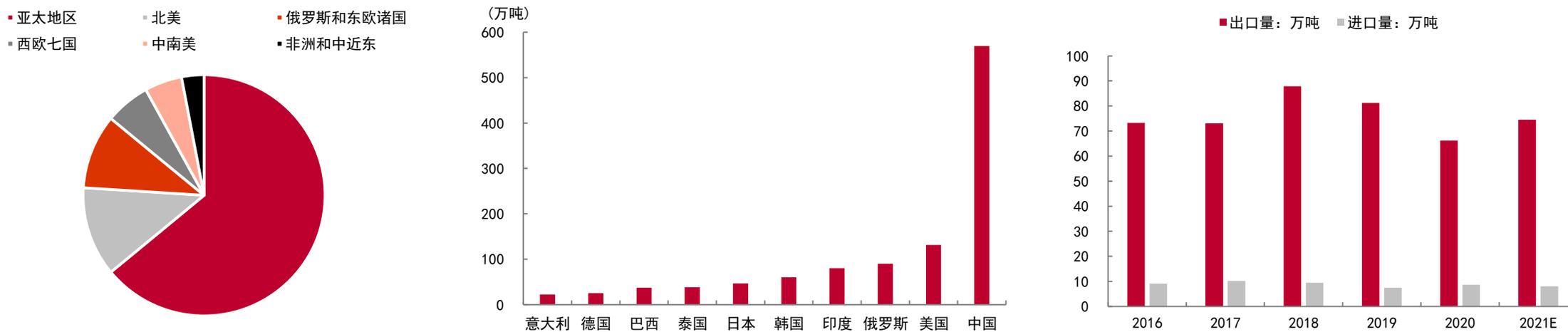
图表：炭黑原料占比/炭黑消费结构/煤焦油价格走势（元/吨）/炭黑价格走势（元/吨）



4.3 炭黑：中国是炭黑主要生产国与出口国

- 根据日本炭黑协会出版的2021年版《Carbon Black年鉴》数据，2020年全球炭黑总产量为1235.3万吨，中国位列2020年世界10大炭黑生产国排行榜第一，产量为570.0万吨，占总产量46%，我国炭黑产地主要分布在山东、山西、河北等地。同时中国是全球主要炭黑出口国之一，2018年-2020年，中国炭黑出口数量逐年下降。2020年中国炭黑进口数量为8.7万吨；出口数量为66.2万吨，较2019年减少15万吨，同比下降18.5%。预计2021年中国炭黑出口数量将达74.5万吨；进口数量达8万吨。

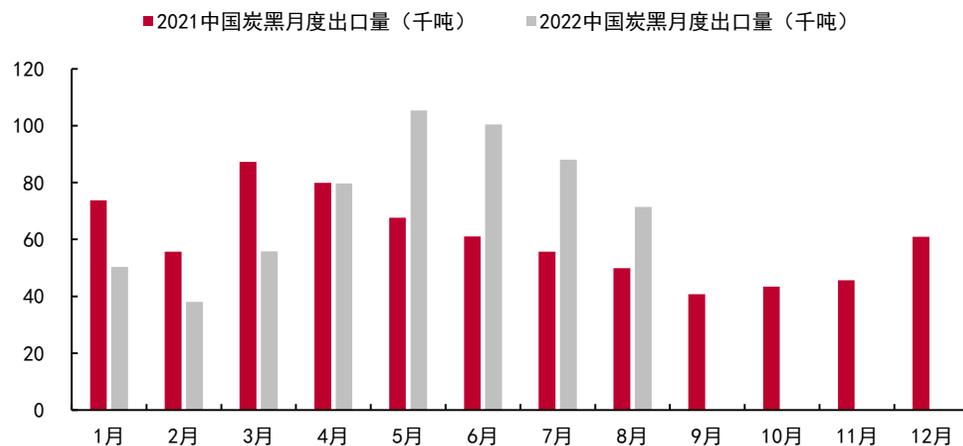
图表：全球炭黑产量按区域分布（%）/2020年前十大炭黑产量国（万吨）/2016-2021年中国炭黑进出口数量及预测（万吨）



4.3 炭黑：成本推动+外需增加支撑炭黑价格强势依旧

- **成本层面：**短期来看，因十月份重要会议、公共卫生事件存在，焦企开工积极性难以提升，9月以来开工率持续下降，10月13日仅为71%，回落至2022年以来较低水平。同时由于部分地市物流限制及焦企限产影响仍存，高温煤焦油市场供应延续紧张格局，市场价格呈现一定上涨态势，预计短期内煤焦油市场价格高位坚挺。
- **需求层面：**受乌克兰局势影响，欧洲市场俄罗斯炭黑供应中断，欧洲市场供应缺口触角中国地区，部分国内炭黑头部企业出口订单量剧增，在短期内推动了炭黑产品出口，根据卓创咨询数据，2022年前8个月炭黑出口总量为58.9万吨，较去年同期增长了11.0%，国外新增进口需求被国内市场消化，也给炭黑价格上升提供了支撑。

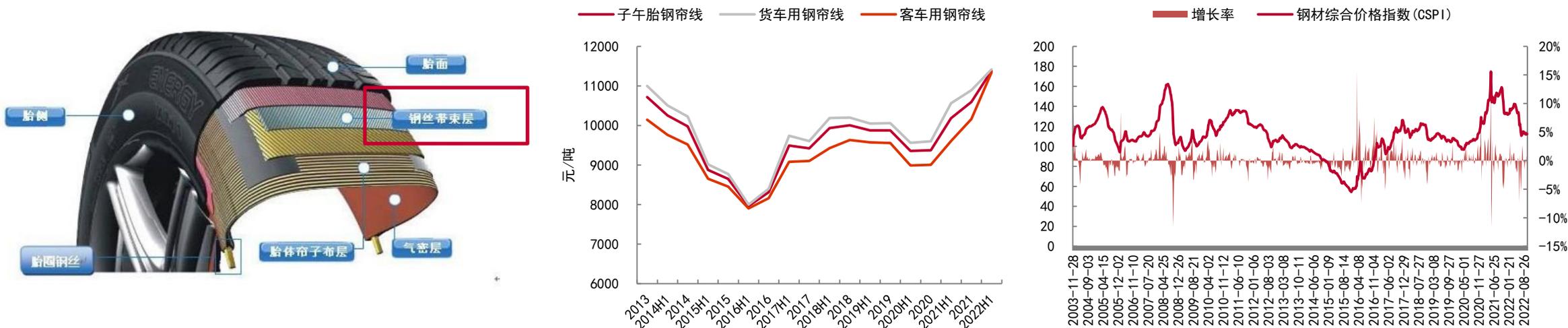
图表： 2021-2022年煤焦油月度开工率走势（%）/2021-2022年中国炭黑出口量对比（千吨）



4.4 钢帘线&帘子布:成本回落趋势下价格有望缓和

- 钢帘线是子午线轮胎的主要骨架材料，主要由高碳钢制成，表面镀有黄铜的细规格钢丝股或绳，主要用于轮胎胎体与带束层。根据兴达国际年报，2021年来钢丝帘线价格销售均价呈上升趋势，主要由于2020年以来，随着大宗原材料一波涨价行情，国内钢材综合价格指数不断上涨，2021年5月14日达到峰点174.81，同比增长77%，成本上涨推动钢帘线价格一路走高。
- 钢材价格指数回落，钢帘线价格上涨趋势有望缓和。2021年5月以来钢材综合价格指数总体呈回落趋势，2022年延续了总体价格下降的趋势，9月底钢材综合价格指数为112.23，较年初降低15%，钢材价格回落趋势下钢帘线成本端支撑较弱，未来钢帘线价格或迎来拐点。

图表：钢帘线&帘子布应用/兴达国际钢丝帘线销售均价价格（元/吨）/钢材综合价格指数走势

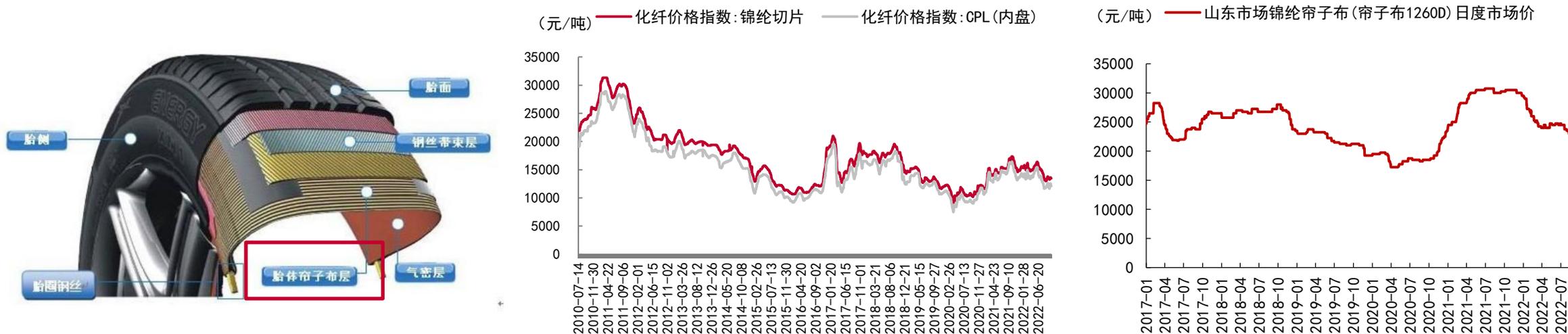


注：1994年4月=100

4.4 钢帘线&帘子布:成本回落趋势下价格有望缓和

- 帘子布是汽车轮胎骨架增强材料，其重量约占外胎总重量的10%-15%，由多层浸胶帘线以橡胶黏合而成，起到增强轮体强度的作用，技术含量高，其原料包括锦纶、涤纶、钢丝等。其中涤纶帘子布主要用于半钢子午胎，锦纶帘子布主要用于斜交胎和工程胎，钢丝帘子布主要用于全钢子午胎。
- 2022年以来帘子布上游原材料锦纶切片呈现缓慢下降的趋势，2022年9月底锦纶切片价格13250元/吨，较年初下降12.5%，同比下降20%。根据山东市场锦纶帘子布日度市场价走势，帘子布价格自2022年初以来总体呈下降趋势，2022年8月12日帘子布日度均价为23000元/吨，相比于2022年1月4日日度均价29500元/吨降低22%。随着原材料锦纶价格呈回落趋势，未来帘子布价格有望继续下降。

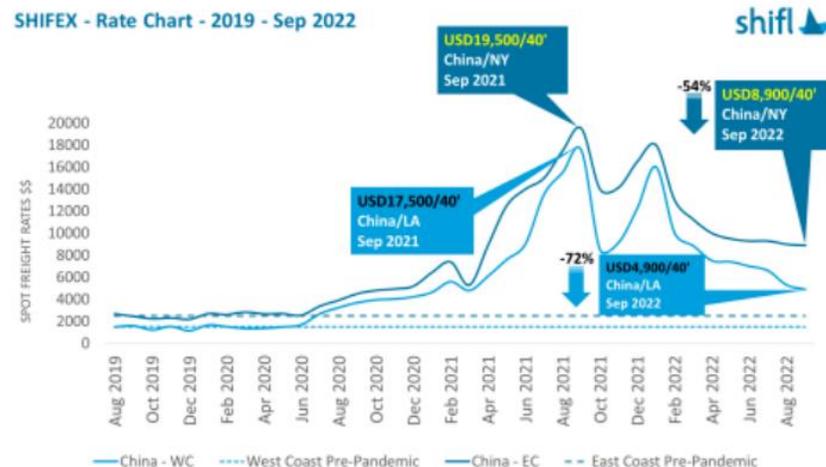
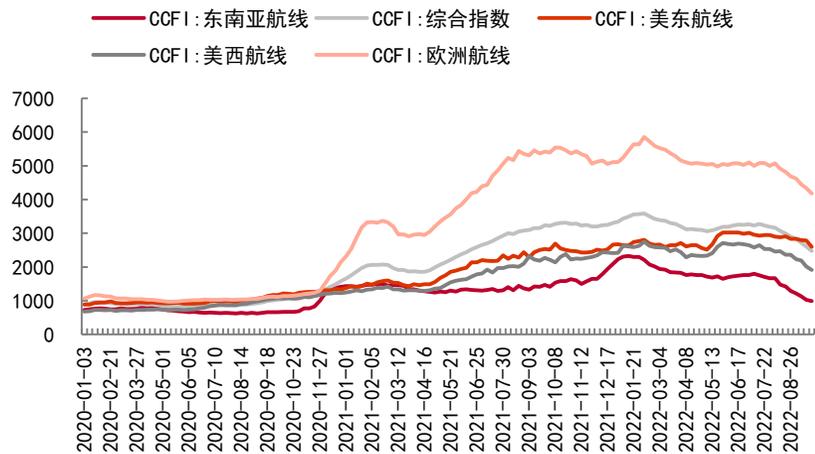
图表：钢帘线&帘子布应用/锦纶价格走势/国内锦纶帘子布价格（元/吨）



4.5 海运费：全球价格在前期高基数的情况下持续回落

- 2021年海运费基数高，2022年有所缓解。20英尺标准集装箱货柜从中国东部沿海港口到美国西海岸的价格通常是1000美元，但2021年最高时曾达到过15000美元。2022年上半年，全球通胀高企，欧美央行加快货币收紧步伐，需求边际增速急剧放缓，全球多国从1月份开始逐步放开疫情完全管控措施，船舶准班率和周转效率大幅回升，舱位供给增加，在需求增速明显放缓的情况下，运价逐步回落，三季度至今更有加速下跌趋势，但仍高于疫情前水平，处于合理期间内。
- 9月16日，上海航运交易所发布的上海出口集装箱综合运价指数为2609.09点，较上期下跌113.68点，较年初下降24%，东南亚航线指数较年初下降56%。根据SHIFEX指数显示，中国到美国西海岸的价格已经低于7000美元/FEU，而中国到美国东海岸的价格正在下降到9000美元/FEU以下。

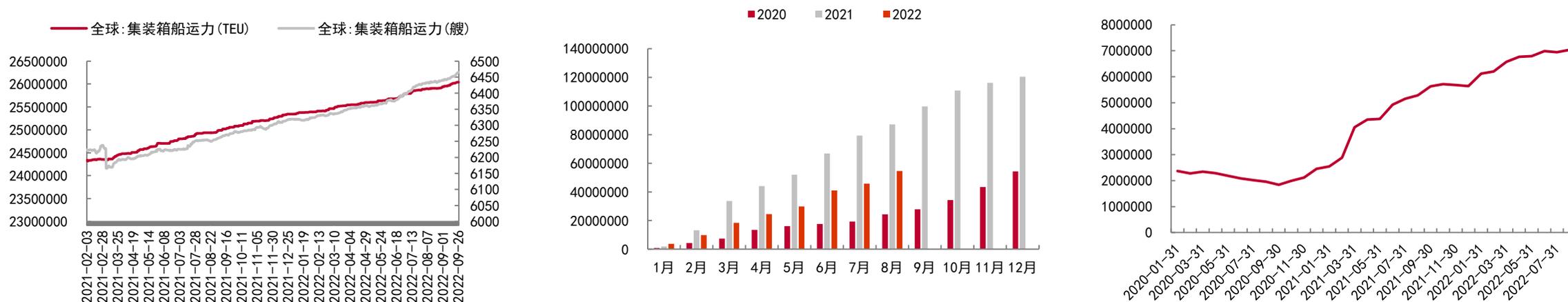
图表：中国出口集装箱运价指数/中国到美东&美西航运价格（美元）



4.5 海运费：供需不平衡将导致海运市场持续低迷

- **供给端：全球海运运力稳定提升，新签集装箱船订单量进一步增加运力供给。**2022年9月16日全球集装箱船运力为2601.3万TEU（6452艘），较2021年2月增加167.4万TEU（228艘），全球运力稳定上升。部分大型航运公司将盈利投入到新造船只上，2021年新签订单量显著高于2019年同期与2022年同期，同时集装箱手持订单量仍在不断增长。《华尔街日报》援引能源与船舶咨询公司Braemar的说法称，未来两年将有一系列新船下水，预计明年和2024年船队净增长率将超过9%，而集装箱货运量的同比增速在2023年就将转为负值，这会使得全球运力和运量间的失衡进一步加剧。
- **需求端：订单荒蔓延。**据中国国际海运网首席执行官康树春，疫情期间由于供应链断裂，部分国家某些物资出现断供情况，多国发生“囤货潮”，导致去年海运费畸高的发生。而2022年由于全球经济通胀压力大，需求下降，同时此前囤积的库存市场无法消化，使得欧美进口商减少甚至取消了商品订单，“订单荒”在全球蔓延。由于周转运力很充沛，但全球海运订舱需求量却在萎缩，供需间的不平衡将是导致海运费价格未来一段时间内继续下跌的重要原因。

图表：2021年以来全球运力稳定提升/2021年新签订单量显著增加/集装箱船手持订单量（TEU）自2021年快速提升





5

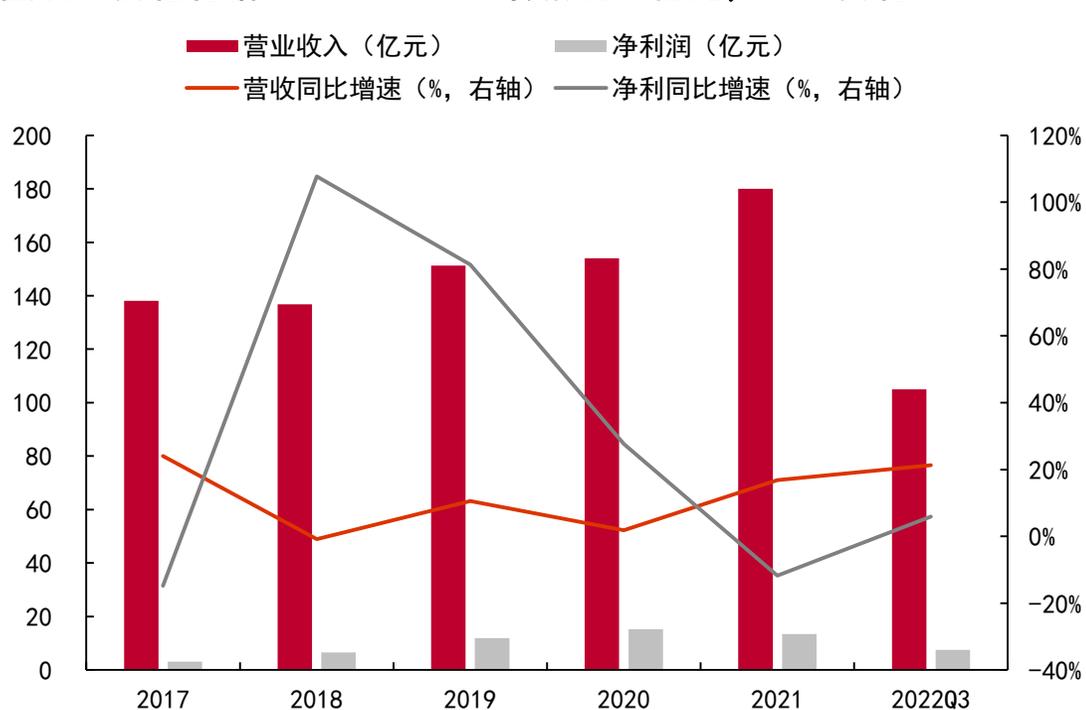
重点标的

领先一步

5.1 赛轮轮胎：营收规模稳增长，产能持续多面布局

- **公司规模稳步增长：**营收方面，公司2021年营业收入180.0亿元，同比增长16.8%，2022年前三季度营业收入为104.9亿元，同比增长21.28%，规模增长增速稳定；利润方面，2021年受海运费等成本上涨叠加海外越南工厂反优惠税终裁影响净利润同比下滑，但在2022年前三季度公司净利润为7.5亿元，同比增长5.9%，盈利能力有所缓解。
- **产能扩建继续加码：**国外方面，在继续建设越南三期项目和柬埔寨年产900万条半钢项目的同时，还投资建设柬埔寨“年产165万条全钢子午线轮胎项目”；国内方面，拟投资建设“青岛董家口年产3,000万套高性能子午胎与15万吨非公路轮胎项目”及“年产50万吨功能化新材料（一期20万吨）项目” 主要生产高性能绿色轮胎产品。

图表：赛轮轮胎2017-2022Q3盈利情况（亿元，%）/赛轮2021-2025年公司产能扩张情况（万套/万吨）

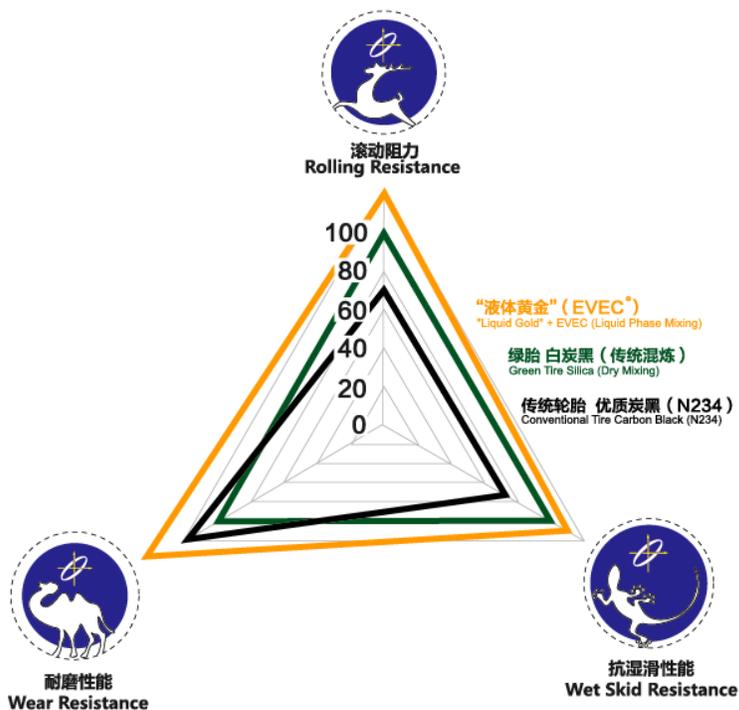


		产能扩张情况 (万套/万吨)					
		2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
赛轮轮胎	半钢	青岛	1000	1000	1000	1000	1,000
		东营	2400	2700	2700	2700	2,700
		越南	1200	1600	1600	1600	1,600
		潍坊	50	480	600	600	600
		董家口 (在建)	-	-	-	1000	2,000
	柬埔寨 (在建)	-	270	900	900	900	
		合计	4650	6050	6800	7800	8800
	全钢	青岛	320	350	350	350	350
		沈阳	400	500	500	500	500
		越南	160	260	260	260	260
ACTR		265	265	265	265	265	
潍坊		10	96	120	120	120	
	董家口					330	
	柬埔寨		112	165	165	165	
	合计	1155	1583	1660	1660	1990	
非公路 (吨)	青岛	5	6	6	6	6	
	越南	5	8	10	10	10	
	董家口 (在建)			5	10	15	
	合计	10	14	21	26	31	
功能化新材料	董家口 (在建)				7	14	
	合计				7	14	

5.1 赛轮轮胎：“液体黄金”创新—产品力的差异性

- “液体黄金”引领轮胎产业技术变革，成为最核心差异化竞争手段。2016年3月，世界首创的合成橡胶液相混炼技术获得2017国际轮胎技术年度提名奖，使用该技术制备的EVEC®胶具备突出的材料性能，突破了橡胶材料领域传统的经典磨损理论，并彻底打破了困扰世界轮胎行业多年的“魔鬼三角”定律，因此被欧洲《国际轮胎技术》赞誉为“liquid gold（液体黄金）”，被业界认为是橡胶轮胎领域继充气斜交轮胎（1888年）、子午线轮胎（1946年）、绿色轮胎（1996年）之后“第四个里程碑”式的中国原始创新。

图表：传统轮胎、绿胎、“液体黄金”性能比较



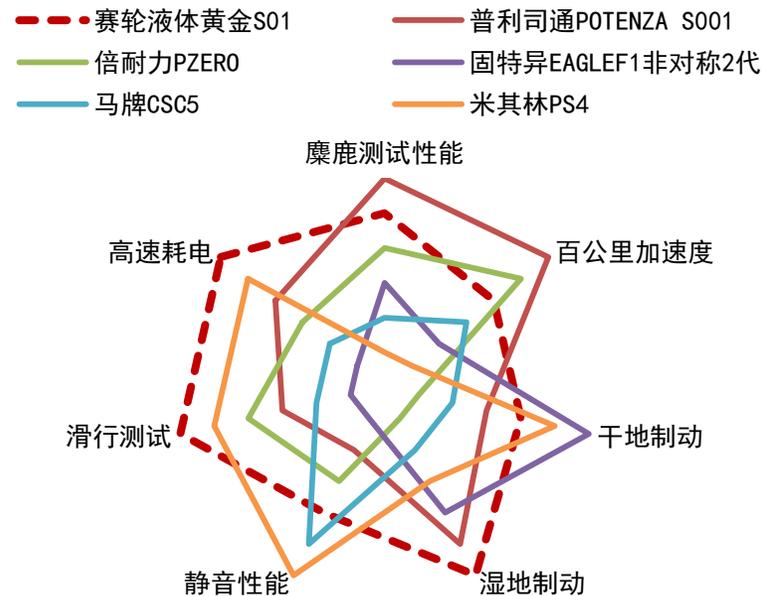
	传统轮胎 Conventional tire	绿胎 Green tire	液体黄金 Liquid gold
胎面胶填料 Filler in tread rubber	炭黑 Carbon black	白炭黑 Silica	液体黄金 Liquid gold
滚动阻力指数, % Rolling resistance index, %	73	100 (C级) 100 (Grade C)	111 (A/B级) 111 (Grade A/B)
抗湿滑指数, % Wet grip index, %	68	100 (B级) 100 (Grade B)	110 (A级) 110 (Grade A)
抗干滑及操纵性指数, % Dri grip and handing index, %	-	100	103
耐磨性能指数, % Wear resistance index, %	115	100	130

5.1 赛轮轮胎：产品性能突出，多指标强于海外一线品牌

- 公司“液体黄金”产品在多个性能指标强于海外一线品牌的同时，兼具价格优势。据轮胎商业，太平洋汽车对6款不同国家不同品牌轮胎——米其林PS 4、倍耐力P ZERO、马牌CSC5、固特异EAGLE F1非对称2代，普利司通POTENZA S001和赛轮液体黄金S01进行了百公里加速、干湿地制动、麋鹿测试（针对轮胎抓地力、操控性、胎侧支撑力度等）、滚阻测试、高速电耗、车内噪音这6大维度专业测试。测评结果显示赛轮液体黄金S01在湿地制动、滑行测试、高速耗电均取得了第一的性能表现，总体强于其他的海外一线品牌产品。

图表：赛轮液体黄金S01在与多个海外一线品牌产品性能对比中占据优势

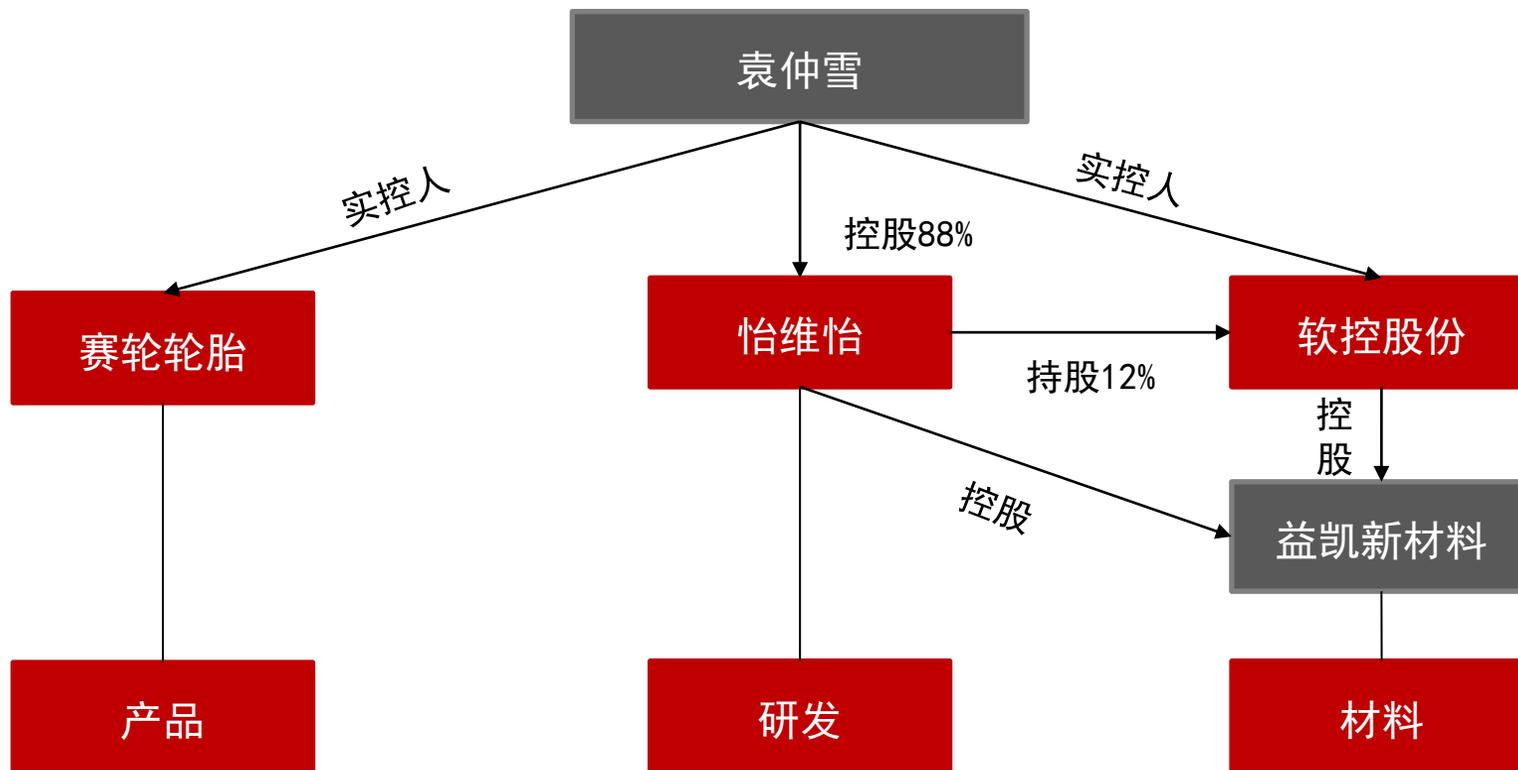
测试	赛轮排名	赛轮液体黄金S01	普利司通POTENZA S001	倍耐力PZERO	固特异EAGLE F1非对称2代	马牌CSC5	米其林PS4
麋鹿测试	2	80	81	76	76	73	71
百公里加速度 (km/h)	3	5.5	5.39	5.43	5.6	5.53	5.64
干地制动 (m)	3	37.89	38.48	40.87	36.49	40.59	37.79
湿地制动 (m)	1	39.74	39.84	42.63	40.6	41.96	41.94
静音性能 (分贝)	3	63.8	64.6	64.33	64.83	63.53	63.07
滑行测试 (m)	1	150.31	139.39	140.52	119.33	123.02	143.51
高速耗电 (m)	1	13.87	14.02	15.5	15.9	15.8	14
参考价格 (元)	1	1169	1399	1499	1279	1209	1295



5.1 赛轮轮胎：“液体黄金”生态链—产品力的持续性

- 产品力的持续性由“液体黄金”生态链支撑。袁仲雪董事长带来的“液体黄金”集产品、研发、材料端的生态体系将长期稳定的支撑公司的产品力。研发端紧系怡维怡橡胶研究院，袁董事长控股怡维怡橡胶研究院88%的股权，核心研发领军人物为王梦蛟博士，曾任美国卡博特首席科学家，掌握卡博特绿胎“连续液相混炼工艺”；材料端紧系益凯新材料，EVEC胶将优先供给赛轮，益凯新材控股股东为软控股份，而其实际控制人为袁董事长。

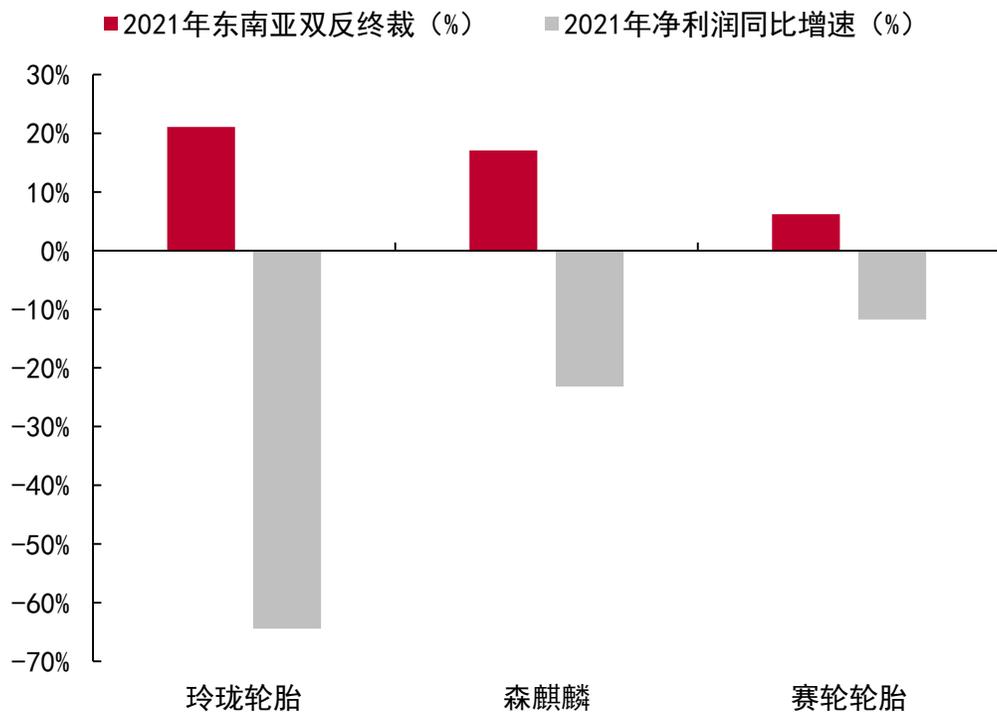
图表：袁董事长带来的集产品、研发、材料的生态体系



5.1 赛轮轮胎：双海外工厂“抗双反”税率优势明显

- “双反”综合税率最低，海外市场优势明显。2021年5月，美国公布针对东南亚相关国家和地区轮胎产品的“双反”税率终裁结果，其中反倾销税率：韩国14.72%~27.05%，泰国14.62%~21.09%，中国台湾地区20.04%~101.84%，越南0%~22.27%，其中赛轮越南为0%，处于最低税率位置；越南反补贴税率为6.23%~7.89%，其中赛轮越南为6.23%，同样处于最低税率位置，赛轮越南税率较其他轮胎企业具有明显优势。赛轮柬埔寨出口欧美无反倾销税与反补贴税，税率优势进一步放大。

图表：2021年东南亚双反压制下公司受影响相对较小

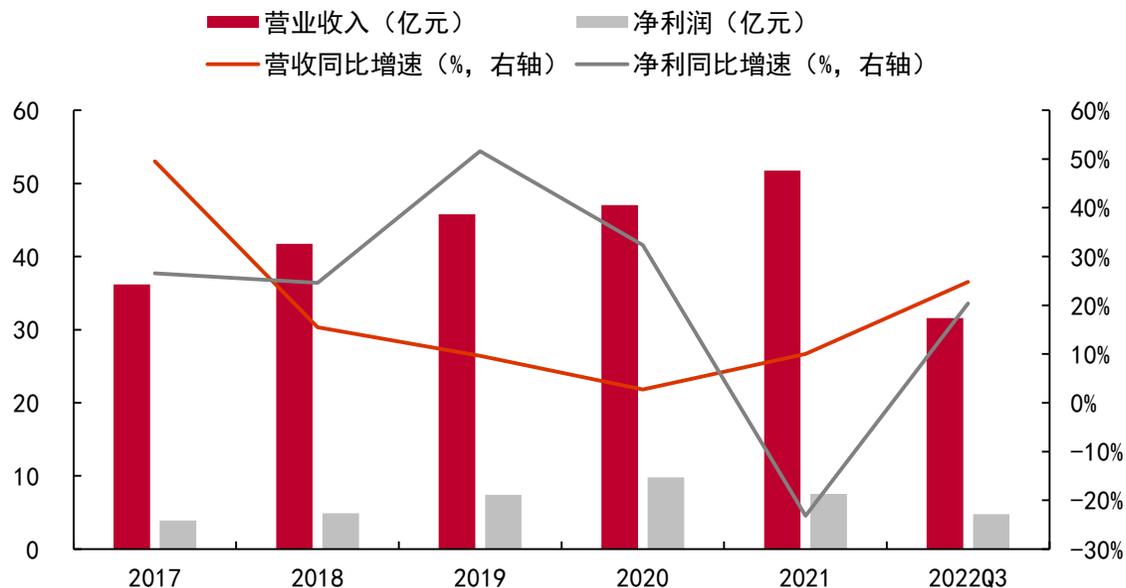


发起组织	轮胎类型	时间	税率情况
美国	乘用车和轻型卡车轮胎	2014年7月	1. 2014年7月，美国开启双反调查 2. 2015年8月，双反终裁，中国轮胎厂商将被征收14.35%~87.99%的反倾销税和20.73%~100.77%的反补贴税，此后，每年美国商务部将对征税的产品进行一次复审
	卡客车轮胎	2016年2月	1. 2016年2月启动调查 2. 2016年11月美国海关发布公告，美国商务部在反补贴初裁执行120天之后暂停征收反补贴税 3. 2017年，终裁中国胜诉
	覆盖大部分轮胎种类	2018年9月	1. 2018年9月，美国政府宣布对产自中国的2000亿美元产品（包括轮胎产品）加征10%关税 2. 2019年5月，前述商品关税由10%提升至25%
	卡客车轮胎	2018年11月	1. 2018年11月，美国重启卡客车轮胎双反调查 2. 2019年2月，美国商务部发布对中国卡客车轮胎双反税令，部分中国企业的双反税率为23.81%~66.17%，中国统一税率为44.99%
	乘用车和轻型卡车轮胎	2020年6月	1. 2020年6月，美国对东南亚部分国家和地区轮胎企业启动双反补贴调查 2. 2021年5月，美国公布针对东南亚相关国家和地区涉案产品的双反税率终裁结果
欧盟	卡客车轮胎	2018年10月	中国轮胎企业向欧盟每出口一条卡客车轮胎，需要缴纳42.73~61.76欧元（约合人民币333.7~482.3元）的固定税金

5.2 森麒麟：公司业绩稳中向好，海外产能持续放量

- **公司业绩稳步增长：**营收方面，公司2021年营业收入51.8亿元，同比增长10.0%，2022年前三季度营业收入为31.6亿元，同比增长24.8%，规模增长增速稳定；利润方面，2021年受海运费等成本上涨叠加海外泰国工厂双反终裁影响净利润同比下滑较为显著，但在2022年前三季度公司净利润为4.8亿元，同比增长20.36%，盈利能力有所缓解。
- **海外产能持续放量，产品结构改善明显。**公司泰国二期“年产600万条高性能半钢子午线轮胎及200万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目”已基本建成，预计下半年产能放量，助力公司半钢胎及全钢胎产能提升，产品结构改善明显；同时公司正加快“西班牙年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”建设，项目建成后有望成为中国轮胎企业在欧美发达国家首家建成的智慧轮胎工厂。

图表：森麒麟2017-2022Q3营收利润情况（亿元，%）/2022-2025年扩产能计划（万条）

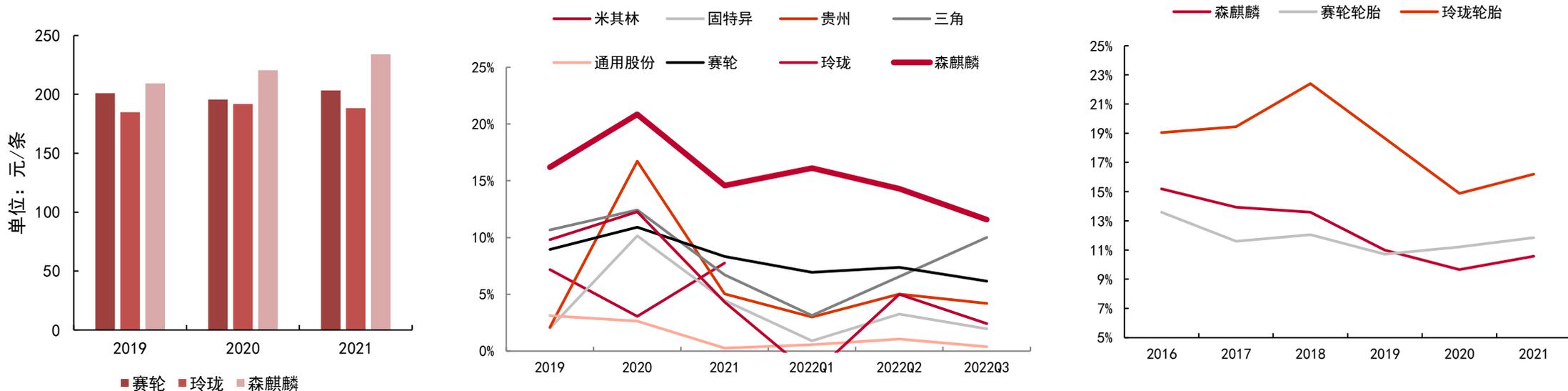


单位：万条		产品类型	厂区	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
森麒麟	半钢	青岛		1200	1,500	1,500	1,500	1,500
		泰国		1000	1,600	1,600	1,600	1,600
		欧洲		-	-	-	600	1,200
	合计		2200	3,100	3,100	3,700	4,300	
全钢	泰国		100	100	200	200	200	
	总计		100	100	200	200	200	
总计	合计		2300	3200	3300	3900	4500	

5.2 森麒麟：产品定位高端化，盈利能力行业领先

- 公司产品结构定位高端化，以大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主。公司产品结构以轮辋尺寸17寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品为主，轮辋尺寸最大可达全球领先的32寸。大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎市场需求旺盛，已成为轮胎行业的未来发展趋势，适配中型轿车、越野车、城市SUV、皮卡及商务车等多种车型。
- 大尺寸附加值更高，产业链话语权更强，净利率更高。大尺寸速度级别要求更高、操控要求更佳、舒适性要求更高、复杂路面适用性要求更广、载重负荷要求更大、对轮胎性能的要求更苛刻、轮胎研发程度更难、制造工艺更复杂，适用车型档次提升，相应定价环节溢价能力在国内同类型公司中更强，净利率更高，产业链话语权更强。

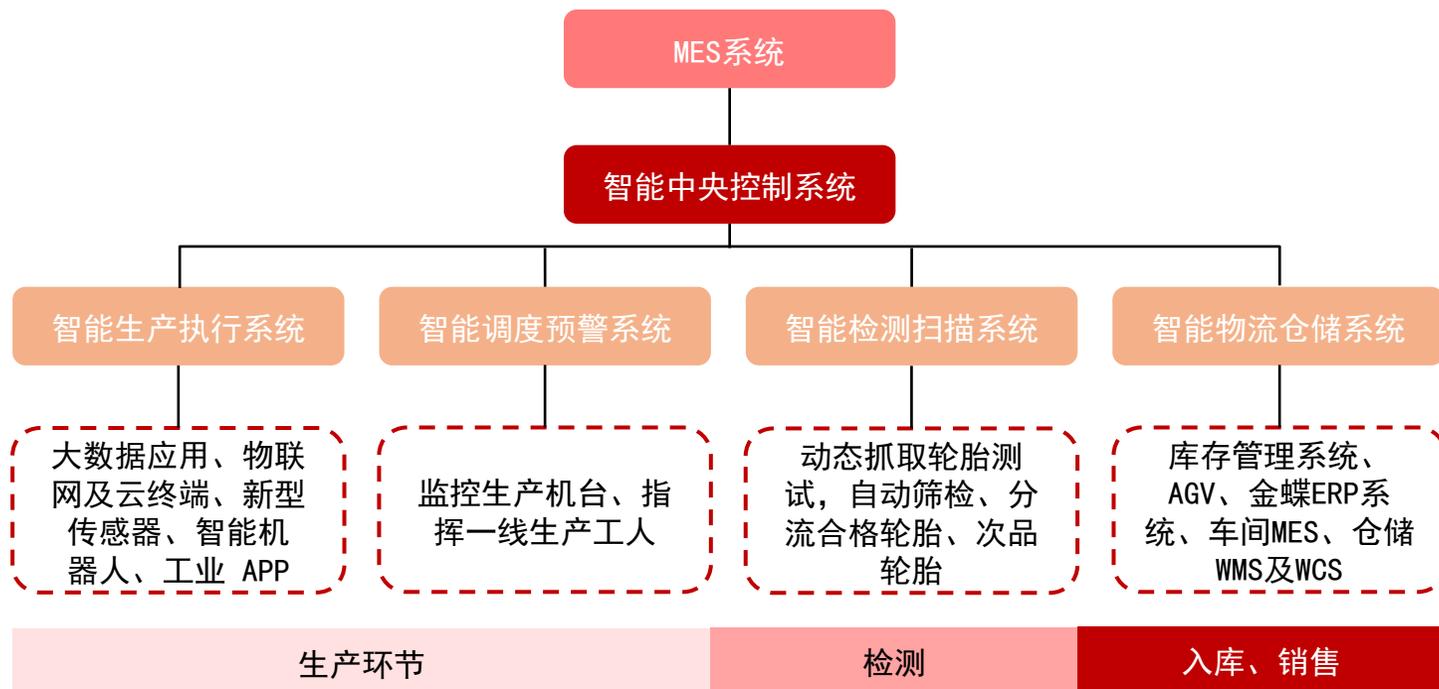
图表：公司半钢胎销售均价对比（元/条）/公司轮胎产品净利率对比（%）/平均应收账款及票据（期初额与期末额均值）营业收入占比（%）



5.2 森麒麟：全国首座4.0智慧工厂，赋能公司降本增效

- **打造全国首座轮胎 4.0 智慧工厂。**公司于2014年以智能制造模式完成了青岛工厂第二条生产线建设，借助MES指挥管理系统，实现了轮胎制造的“自动化、信息化、智能化、数字化、可视化、可溯化”，确保生产低成本、低投入、高效率、高质量地完成。
- **智能制造行业领先。**公司入选了“2016 年智能制造综合标准化 与新模式应用”、“2017年智能制造试点示范项目”、“2018年制造业与互联网融合发展试点示范项目”，是轮胎行业唯一连续三年入选国家工信部智能制造示范项目的企业，展现了公司业界领先的智能制造优势。

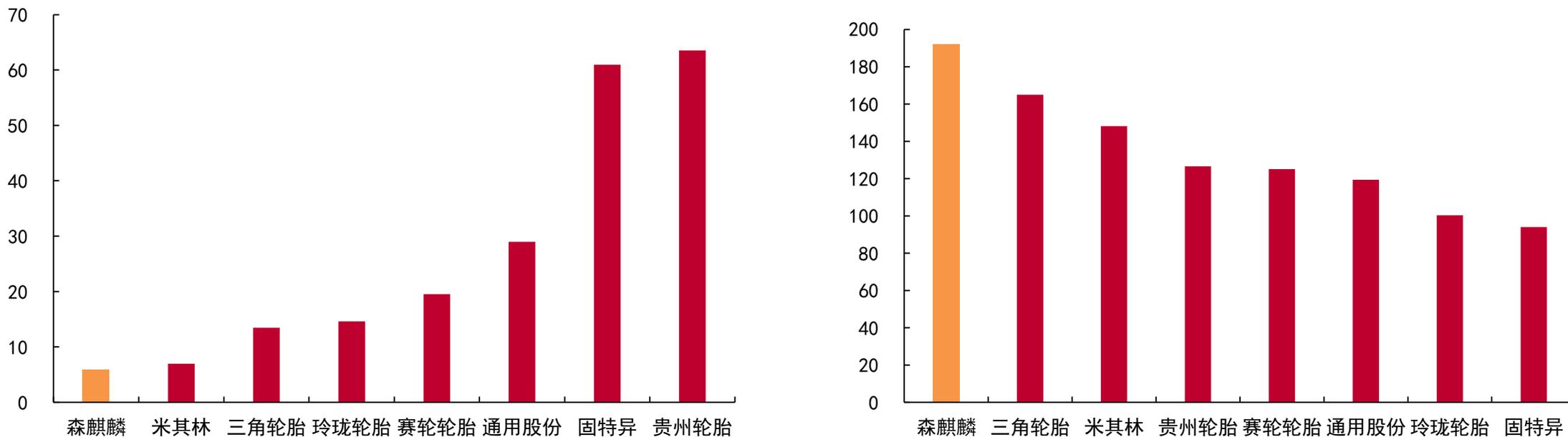
图表：公司智能制造系统



5.2 森麒麟：全国首座4.0智慧工厂，赋能公司降本增效

- 公司劳动生产率高于行业，智能制造优势凸显。智能制造有利于降低生产成本、提升生产效率，对生产用工影响尤为直观。据《森麒麟轮胎智能制造的实践与发展》，智能制造系统使单台设备的产出率提升50%，年产1200万条高性能半钢子午胎用工仅需476人，用工成本较同规模传统企业降低了75%，年节省人力成本近1亿元；用地面积节省50%；智能化立体仓储系统较同建筑面积的传统仓库增加库容50%以上。公司2021年单位人工成本仅为5.91元/条；平均人均创收约为191.89万元，与国内国外同行相比优势显著。

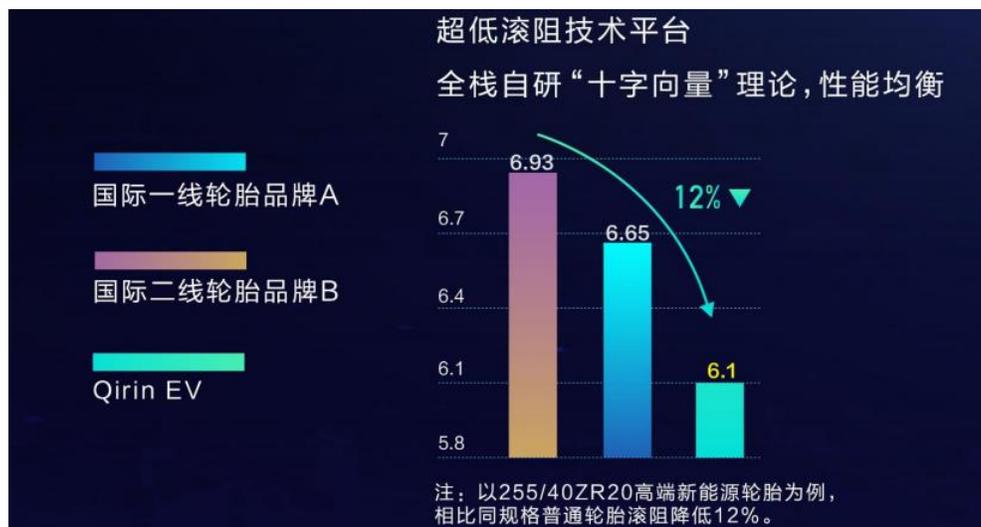
图表：各胎企2021年单位人工成本对比（元/条）/人均创收对比（万元/人）



5.2 森麒麟：开创新能源品类，产品发力配套市场

- **产品端开创新能源汽车轮胎品类：**2022年9月1日森麒麟首发新能源汽车专用轮胎Qirin EV。Qirin EV的诞生伴随着五大创新，即全新花纹创新、全新轮廓创新、全新配方创新、结构加强创新、工艺创新。以255/40ZR20高端新能源轮胎为例，Qirin EV相比同规格普通轮胎滚阻降低12%、续航里程平均增加12%、耗电节省约5%。森麒麟规划到2027年在高端新能源汽车轮胎的配套规模将超过500万条/年，每一年的配套增速与全球新能源汽车轮胎的销量扩展保持一致趋势，确立全球高端新能源汽车轮胎领航者的形象。
- **配套客户资源多，成功切入新能源配套车型。**公司是德国大众集团、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，在新能源领域，公司新能源汽车轮胎已实现量产，成功配套广汽新能源埃安系列车型以及合创、轻橙等新能源车企，与小鹏汇天联合研发飞行汽车项目，近期还获得德国大众新能源汽车轮胎的配套项目，国际一线车企的多种新能源车型配套研发工作也在推进之中。

图表：公司新能源汽车专用轮胎Qirin EV介绍/公司部分配套客户



5.2 森麒麟：延伸打造高壁垒航空胎，有望开启新增长极

- 国内航空高增长带动飞机轮胎发展，2035年市场将近百亿。飞机的起落次数对轮胎造成一定磨损，从而导致航空轮胎使用过程中存在替换或者更新周期。据森麒麟公告，预计到2035年国内航空轮胎的市场规模将达97.82亿。
- 公司航空轮胎突破技术壁垒，产品质量获国际认证。航空轮胎为轮胎制造领域尖端产品，其设计研发、生产制造、质量控制、适航认证等方面门槛很高，市场竞争者少，其中民用航空轮胎市场主要由米其林、普利司通、固特异等国际轮胎巨头垄断。公司历经十一年攻关，已自主研发出多个规格产品，成为了国际少数航空轮胎制造企业之一。2020年，公司取得国际普遍认可的AS9100D航空航天质量管理体系认证证书，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。

图表：国内及全球航空胎市场数量及金额预测情况（万条，亿元）

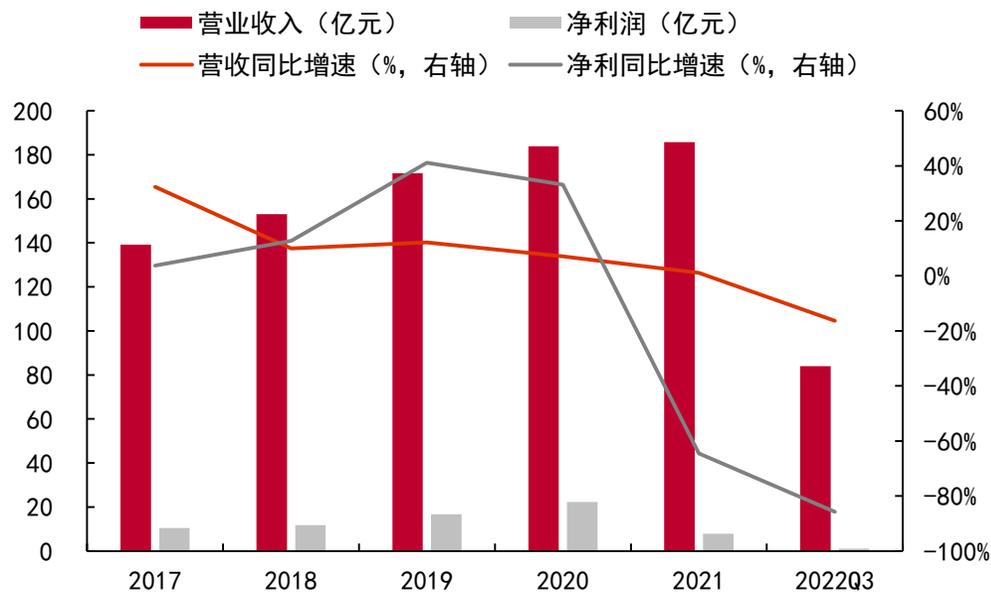
数量（万条）	国内			全球		
	2016	2035	CAGR (2016-2035)	2016	2035	CAGR (2016-2035)
民航飞机	25.49	75.03	6.18%	265.08	405.65	2.39%
通航飞机	1.26	12.00	13.34%	217.20	227.94	0.27%
军用飞机	17.73	34.08	3.70%	318.25	334.60	0.28%
合计	44.48	121.11	5.72%	800.54	986.19	1.17%

金额（亿元）	国内			全球		
	2016	2035	CAGR (2016-2035)	2016	2035	CAGR (2016-2035)
民航飞机	20.50	60.30	6.18%	213.13	326.16	2.39%
通航飞机	0.34	3.22	13.30%	58.23	61.10	0.27%
军用飞机	17.82	34.24	3.69%	319.86	336.28	0.28%
合计	38.66	97.82	5.29%	591.21	723.54	1.13%

5.3 玲珑轮胎：短期业绩承压，产能持续全球布局

- 公司业绩受产品结构变化及双反政策影响较为显著：营收方面，公司2021年营业收入185.8亿元，同比增长1.1%，2022年前三季度营业收入为84.0亿元，同比下降16.3%；利润方面，近两年受海运费等成本上涨叠加海外泰国工厂双反终裁，以及产品结构往配套市场发展，影响净利润下滑较为显著，2022年前三季度公司净利润为1.1亿元，同比下降85.7%。
- 产能扩张持续跟进。2022年上半年多个在建项目稳步推进：长春工厂产能爬坡的同时申请扩建年产14万套的非公路轮胎项目；湖北荆门生产基地的二期项目达产，三期项目开始扩建；海外塞尔维亚生产基地6月完成硫化机安装调试且首模轮胎下线，为公司产品配套欧洲市场迈出战略性的一步，有望缓解公司海外市场受制于双反制裁的压力。

图表：玲珑轮胎2017-2022Q3营收利润情况（亿元，%） / 2021-2025年产能扩张情况（万套）

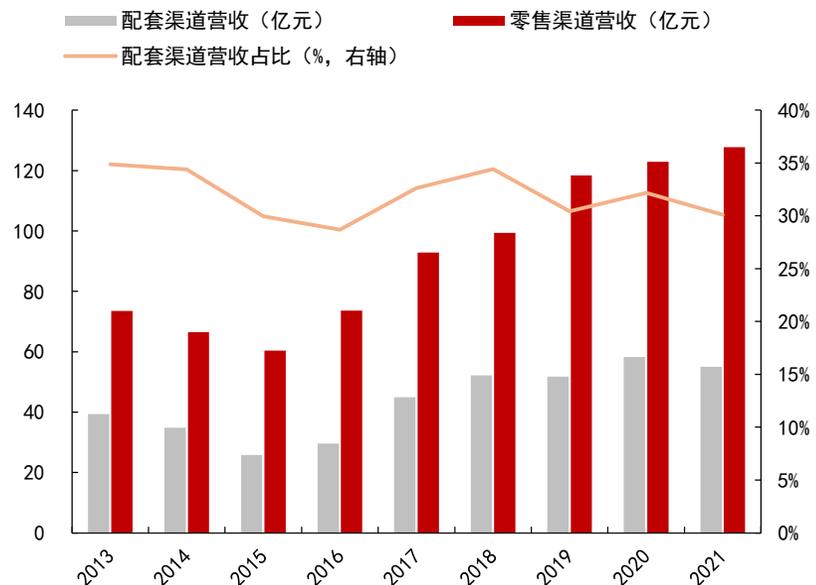


产能扩张情况 (万套)		2021	2022E	2023E	2024E	2025E
半钢轮胎	招远	3000	3000	3000	3000	3000
	德州	700	700	700	700	700
	泰国	1500	1500	1500	1500	1500
	广西	1000	1000	1000	1000	1000
	湖北	600	1200	1200	1200	1200
	吉林		0	300	900	1200
	塞尔维亚		350	700	950	1200
	合肥		300	600	900	1200
	铜川					400
	合计	6800	8050	9000	10150	11400
全钢轮胎	招远	510	510	510	510	510
	德州	220	220	220	220	220
	泰国	220	220	220	220	220
	广西	200	200	200	200	200
	湖北	150	240	240	240	240
	吉林		60	140	180	200
	塞尔维亚		80	160	160	160
合肥				50	100	
铜川			100	200	250	
合计	1300	1530	1790	1980	2100	
斜交胎	招远	100	100	100	100	100
	总计	100	100	100	100	100
特胎	广西	6	6	6	6	6
	铜川					
	合计	6	6	6	6	6
合计	8206	9686	10896	12236	13606	

5.3 玲珑轮胎：配套战略明确，份额全国领先

- 配套市场国内第一，不断拓展中高档汽车与新能源领域配套。**公司2021年配套渠道营业收入55亿元，占总营收30%，历年来公司营收规模持续上升，配套市场比例始终维持在30%-35%左右，公司发展配套市场的战略决心明确。截至2022年上半年，玲珑国内配套主胎份额占比已超过85%。据公司公告，截至2022年上半年，全球前10大汽车厂进入7家，配套总量累计超过2亿条，其中新能源整体市占率接近20%。销量增速182%，稳居中国轮胎第一。在新能源领域，已成功配套通用五菱E200、E300；比亚迪秦PULS、秦EV、元EV；雷诺日产电动车；东风本田e:NS1；广汽本田极派1；一汽红旗高端电动车E-HS3、EHS9、E-QM5等新能源汽车。公司也将在新能源汽车配套方面持续发力，加大与其他新能源车厂合作。

图表：玲珑轮胎2013-2021配套与销售渠道营收（亿元，%）/玲珑配套客户/中国纯电动汽车原配轮胎品牌排行表



配套中国品牌

● 乘用车



● 商用车&工程车

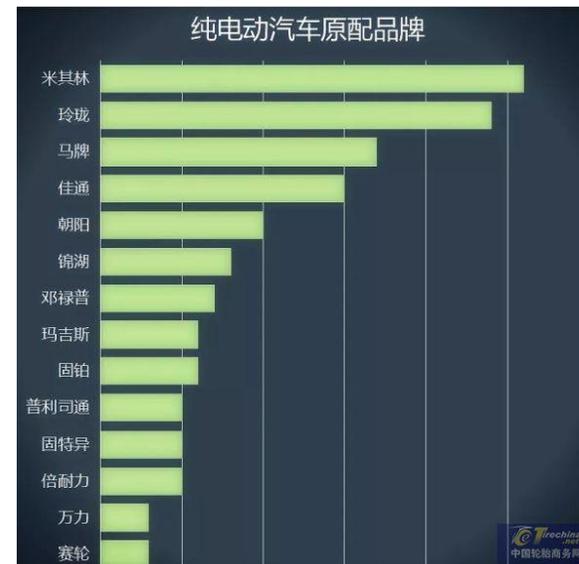


配套外资及合资品牌

● 乘用车



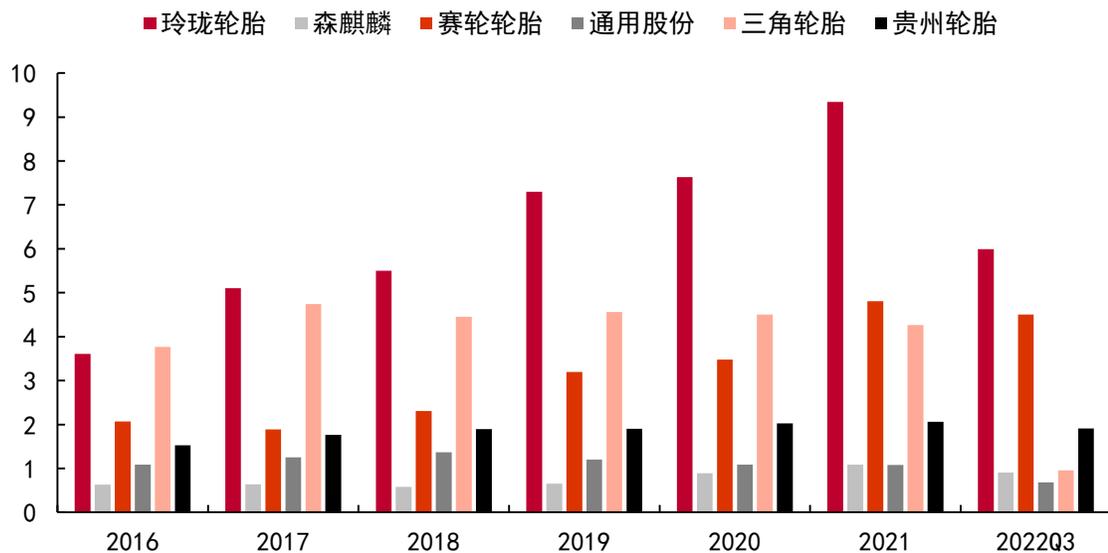
● 商用车&工程车



5.3 玲珑轮胎：研发投入领先全国，自创静音自修复产品

- 公司研发投入在国内轮胎上市公司中位列第一。玲珑是一家集轮胎的研发、制造与销售为一体的技术型轮胎生产公司，其以国家级技术中心、国家级工业设计中心为依托，形成了“三国七地”全球化开放式研发创新体系。截至目前研究总院共有工程技术人员2000余人，形成了以基础研究、产品研发、场景应用、系统开发管理协同运行，驱动玲珑技术创新。相较于国内其他上市企业，玲珑轮胎研发投入资金远高于同业，具有较强的产品创新力。
- 研发的持续投入助推公司持续丰富第六代产品矩阵。公司2022年7月17日展出轮胎新品——静音海绵与自修复胶料一体化技术定制再升级的产品，成为目前国内首家推出此技术的轮胎企业。随着新产品的发布，玲珑第六代产品矩阵将进一步丰富，在新能源汽车配套领域的领先地位也将日益稳固。

图表：玲珑轮胎2016-2022Q3研发投入同业对比（亿元）/玲珑轮胎静音海绵与自修复新品



轮胎内置静音绵

LLST 静音绵技术 **降噪原理**

采用最优化的静音绵宽度和厚度，LLST技术体系，对不同底盘车型噪音均有效。

LLST技术：腔体内敷贴8段静音海绵，吸收腔体内气体振动。

试听感受

降低车内200~250Hz频率段空腔噪音5~9dB。
静音海绵轮胎比普通轮胎至少降低车内噪音4db，路况越差效果越明显。

(Seal in)玲珑自修复技术

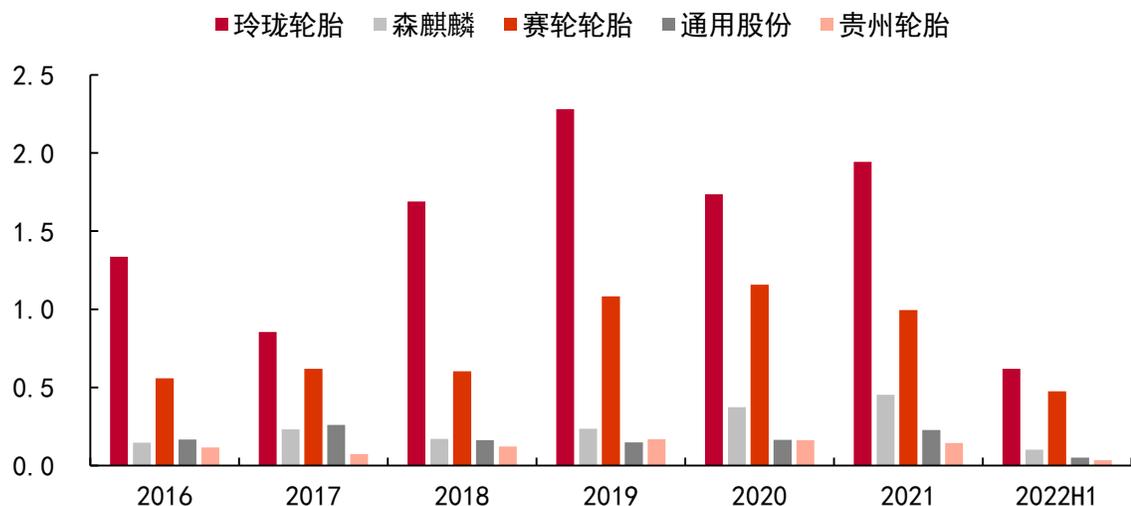
当异物扎入轮胎后普通轮胎与自愈合轮胎优点对比

异物扎入轮胎后	普通轮胎	玲珑自愈合轮胎
🕒 时间	需立即停车更换	✓ 有足够的时间完成原计划事情后再处理
📦 空间	配备的备胎占用后备箱空间	✓ 可替代备胎和轮胎，降低车身重量，降低油耗
🛡️ 安全	迅速漏气，易产生事故	✓ 不会漏气碾压轮胎，减少事故发生概率
💰 费用	补胎和更换轮胎费用高昂	✓ 节省补胎和换胎费用
🛠️ 功能	失去轮胎本身支撑行驶功能	✓ 不影响正常使用下的轮胎性能

5.3 玲珑轮胎：营销持续投入，零售逐渐发力

- **公司重视广告投放，使品牌价值高速增长：**公司不断拓宽宣传营销手段，先后参与包括欧洲五大联赛、美国NBA等全球100多项体育赛事赞助；在线上线下不同渠道进行广告投放，每年触达20多亿人次浏览；每年国内外有超过200家的权威媒体、行业垂直媒体等，持续关注、报道公司的发展动态现已形成了“玲珑”、“利奥”、“ATLAiS”等面向全球市场的差异化品牌。从广告投入绝对金额来看，其远高于同业水平。
- **零售渠道逐渐发力，打造智慧新零售模式。**2022年公司新零售3.0全面上线，凸显“公域私域并营、线上线下融合、前端中台一体、内外系统集成”等四大核心价值。2022年1月6日，玲珑轮胎、腾讯云和华制智能基于此前战略合作的基础上签订新零售三期合同，三方将整合优势能力及资源，全面升级玲珑智慧营销平台。10月26日，全国首批玲珑养车驿站3.0店铺在烟台开业。至此，在烟台市内玲珑养车驿站店铺近40家、新零售合作店铺240多家，遍布于烟台各县市区。

图表：玲珑轮胎2016-2022H1广告投放同业对比（亿元）





6

投资建议&风险提示

领先一步

投资建议

- 核心观点：我们认为短期美国进口市场有望迎来触底反弹的行情，伴随着海运费成本高位回落，主要出口美国市场的胎企Q4业绩有望充分受益。长远来看，行业需求具备持续性，我们看好在海外提前布局，产能陆续释放的轮胎企业。重点关注：赛轮轮胎（产品实现平台化供应，受益于“液体黄金”创新具备产品力的竞争优势，越南柬埔寨双海外工厂具有国内最为突出的“抗双反”优势）、森麒麟（产品定位高端化叠加工厂的智能化建设降本具备“更赚钱”优势）；建议关注：玲珑轮胎（国内产能领先，主攻配套市场将带来主机厂粘性&消费者品牌效应的长期效益）。

图表：重点公司盈利预测与估值

公司	代码	EPS			PE			净利润 (亿元)			净利润增速			总市值 (亿元)	现价
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
森麒麟	002984.SZ	2.0	2.7	3.5	12.6	9.2	7.1	12.7	17.5	22.5	68.7%	37.8%	28.5%	213.3	32.8
赛轮轮胎	601058.SH	0.6	0.8	1.0	17.4	11.8	9.3	16.9	25.0	31.6	29.0%	47.8%	26.4%	294.7	9.6
玲珑轮胎	601966.SH	0.6	1.2	1.7	37.7	17.5	12.4	8.4	18.0	25.4	6.0%	115.3%	41.1%	317.2	21.5
平均					22.6	12.8	9.6	12.7	20.2	26.5	34.6%	67.0%	32.0%		

（市值及股价取自2022年12月06日数据，赛轮轮胎、玲珑轮胎盈利预测与估值取自iFinD一致盈利预期。）

风险提示

- **终端市场乘用车销量不达预期的风险。**全球以及国内的乘用车市场销量从2018年开始进行下行趋势，直到2021年才在三年内增速首次转正，拉动了上游汽车零部件行业的景气度，若2022年以及未来乘用车行情不达预期，甚至再度呈下行趋势，都将给零部件行情带来打击。
- **新能源汽车销量不及预期的风险。**新能源汽车销售受到宏观经济环节、行业支持政策、消费者购买意愿等的影响，存在不确定性。
- **原材料价格及海运费价格波动超预期风险。**行业原材料主要为橡胶、炭黑等油煤化工产品，周期属性较强，价格变动趋势充满不确定性。
- **海内外政策风险。**国内轮胎企业出口较多，若海外持续推出制裁政策，将对国内轮胎企业业绩造成较大影响。
- **依据的数据信息滞后的风险。**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时风险。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。