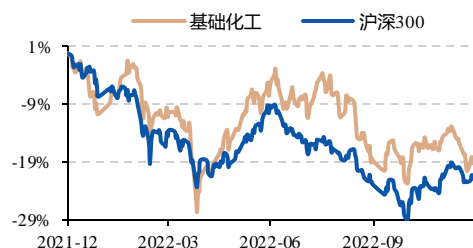


行业深度
基础化工
行业严冬褪去，静待企业花开
2023 年基础化工策略报告

2023 年 01 月 02 日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
基础化工	-4.38	-1.08	-18.61
沪深 300	0.60	1.16	-20.72

周策
分析师

执业证书编号:S0530519020001
zhouce67@hncasing.com

相关报告

- 1 财信证券湘股化工行业专题报告：上游原材料高景气，化工业绩表现亮眼 2022-09-21
- 2 轮胎行业深度报告：轮胎行业云消雾散，国产企业乘风而起 2022-07-05
- 3 行业深度*光刻胶行业深度报告：借半导体产业链转移之东风，国产光刻胶扬帆起航 2021-12-20

重点股票	2021A		2022E		2023E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
荣盛石化	1.27	9.69	1.09	11.26	1.56	7.89	买入
桐昆股份	3.17	4.56	2.18	6.64	3.00	4.82	买入
玲珑轮胎	0.53	38.64	0.34	60.24	1.17	17.50	买入
森麒麟	1.16	26.54	1.66	18.52	2.48	12.39	买入

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- 2022 年全球局势动荡、疫情反复、资源价格大幅波动，化工行业上接资源品，下联民生消费，经济波动在化工行业被放大的更加明显。上半年行业承受了上游资源价格大幅上涨带来的成本压力，下半年国内外经济下行压力上升，下游需求疲软成为拖累行业重要因素。从利润规模的角度来看，基础化工板块的利润在 2 季度达到最高后环比回落。究其原因，一方面在原材料价格上涨的过程中，化工企业享受到了一段时间的库存收益，另一方面，2022 年上半年，由于俄乌冲突的爆发，农化行业景气度快速上升，拉动了基础化工板块利润的大幅增长。
- 2022 年申万化工指数基本跟随市场主要指数波动，由于板块基本面缺乏超预期的地方，指数难以走出独立行情。截止 2022 年 12 月 28 日申万基础化工板块 PE (TTM，整体法) 16.27 倍，较年初的估值水平下降了 3.44 倍，目前板块估值处于 2019 年以来 7.8% 的低分位水平。
- **投资建议：**在多重因素堆叠下，化工行业的业绩、估值落入历史性低位。但随着外部因素的逐渐消退、政策层面的积极调控，影响行业业绩和估值的变量在边际好转。一方面国内经济正在逐步复苏。国内地产政策 4 季度已逐步放松，对于产业链上游的拉动有待未来显现，消费市场也将在疫情感染达到高峰后逐渐修复需求。另一方面，在全球政治局势趋缓的背景下，原材料价格已经见顶回落，缓解了大部分化工企业的成本压力。我们看好两个方向：1、炼化企业在经历了历史性低谷后，行业需求有望迎来边际好转，企业本身不断的资本扩张强化了一体化优势，在行业景气上行阶段企业将展现出更强的业绩弹性，建议关注：荣盛石化、桐昆股份。2、国产轮胎品牌逐渐走向高端化过程中，电动化趋势给了国产品牌追赶的机会，短期来看原材料价格和海运费的回落，成为修复企业业绩的拐点，建议关注：玲珑轮胎、森麒麟。
- **风险提示：**国际局势动荡加剧；海外经济陷入衰退；国内经济复苏不及预期

内容目录

1 行业历经低谷，业绩和估值均承压	4
2 民营炼化低谷已过，涤纶市场有望迎来弹性	7
2.1 资本开支方向逐渐分化，巨头差异化布局	8
2.2 下游地产和消费有望拉动需求恢复	9
2.3 涤纶长丝有望触底回升	10
3 短期利空逐渐消散，国产轮胎走向高端	11
3.1 新能源赋予轮胎企业新赛道，产品高端化布局未来	11
3.2 行业短期基本面边际改善，业绩迎来回升	15
4 投资建议	17
5 风险提示	17

图表目录

图 1：2020-2022 年布伦特原油价格走势	4
图 2：申万基础化工 2021-2022 年营业收入情况	5
图 3：申万基础化工 2021-2022 年净利润情况	5
图 4：基础化工子板块 2021-2022 年净利润走势（1）	5
图 5：基础化工子板块 2021-2022 年净利润走势（2）	5
图 6：2022 年 1 月 1 日-12 月 28 日申万化工指数	6
图 7：2022 年 1 月 1 日-12 月 28 日申万化工子板块涨跌幅（流通市值加权）	6
图 8：截止 12 月 28 日申万化工子板块 PE 估值（TTM，整体法）	6
图 9：2019 年-2022 年申万基础化工 PE 估值数据（TTM，整体法）	7
图 10：主要炼化企业 2022 年前三季度利润及增速	7
图 11：2020 年-2022 年 Q3 炼化企业毛利率情况	7
图 12：2020-2022 年炼企构建资产的现金支出情况	8
图 13：2019-2022 年房地产投资与销售增速	9
图 14：2021-2022 年社会零售总额及同比	9
图 15：涤纶长丝 POY 价格以及价差	10
图 16：涤纶长丝行业库存情况	11
图 17：全国坯布库存天数情况	11
图 18：涤纶产业链开工率情况	11
图 19：浙江地区织机开工率情况	11
图 20：国内轮胎企业研发投入占比	12
图 21：国内外轮胎企业研发费用比较	12
图 22：全球各地区半钢胎替换市场规模	12
图 23：关于新能源汽车不满意因素调查报告	14
图 24：新能源及燃油车整车质量排行榜前十	14
图 25：玲珑轮胎新能源汽车品牌合作伙伴	15
图 26：赛轮轮胎新能源汽车品牌合作伙伴	15
图 27：轮胎主要原材料价格	15
图 28：波罗的海/上海集装箱运价指数	16

表 1：2022 年国内主要投产的炼化项目	8
-----------------------	---

表 2：地产“三支箭”落地.....	9
--------------------	---

1 行业历经低谷，业绩和估值均承压

2022 年全球局势动荡、疫情反复、资源价格大幅波动，化工行业上接资源品，下联民生消费，经济波动在化工行业被放大的更加明显。上半年行业承受了上游资源价格大幅上涨带来的成本压力，下半年国内外经济下行压力上升，下游需求疲软成为拖累行业重要因素。

2022 年上游原材料价格冲高回落。动力煤价格从年初进入短缺涨价后，市场价格被发改委管控维持在 700-800 元/吨之间，但企业实际采购的成本要高于市场价。原油价格自年初开始强势上行，后续在地缘风险溢价、消费韧性的助推下，布伦特油价升至全年最高点 139 美元/桶，强劲走势延续到二季度末。6 月份后，在经济衰退打压需求预期，石油产品消费“旺季不旺”的背景下，原油价格震荡回落。目前原油价格基本回到乌俄战争前水平。截至 12 月 27 日，价格在 79.53 美元/桶，全年涨幅在 5.74%；布伦特原油价格在 84.68 美元/桶，全年涨幅 8.87%。

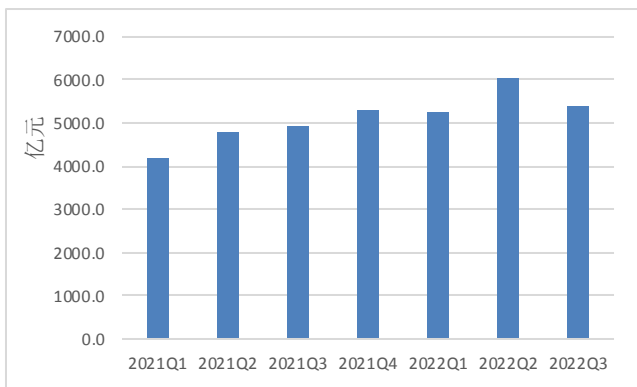
图 1：2020-2022 年布伦特原油价格走势



资料来源：iFind，财信证券

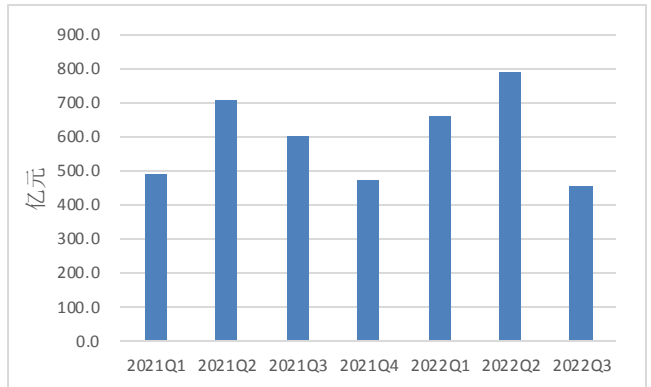
申万基础化工板块 2022 年的收入在 2 季度达到最高 6030 亿元，主要受原材料价格抬升的影响，3 季度开始收入规模开始环比下滑 648 亿元至 5382 亿元。从利润规模的角度来看，基础化工板块的利润同样是在 2 季度达到最高，此后环比回落。究其原因，一方面在原材料价格上涨的过程中，化工企业享受到了一段时间的库存收益，另一方面，2022 年上半年，由于俄乌冲突的爆发，农化行业景气度快速上升，拉动了基础化工板块利润的大幅增长。但除去农化板块外，化学原料和化学制品板块的利润增长并不明显，化纤板块的利润从 2 季度开始出现了明显的下滑，体现出国内需求疲软对化工行业仍有拖累。

图 2：申万基础化工 2021-2022 年营业收入情况



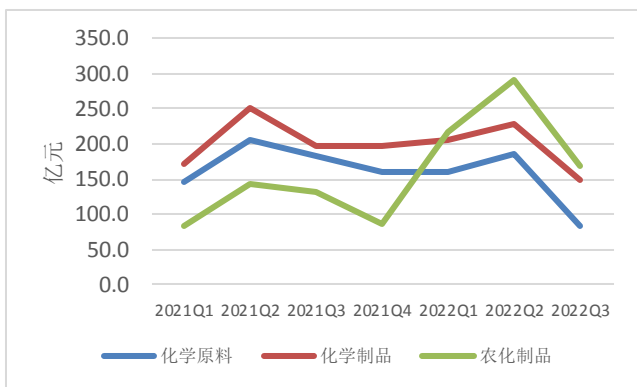
资料来源：iFind，财信证券

图 3：申万基础化工 2021-2022 年净利润情况



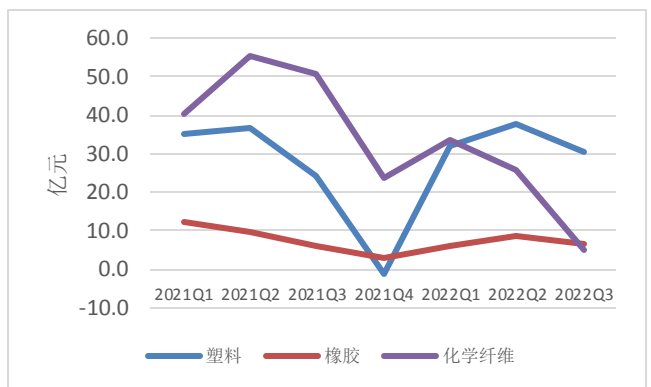
资料来源：iFind，财信证券

图 4：基础化工子板块 2021-2022 年净利润走势（1）



资料来源：iFind，财信证券

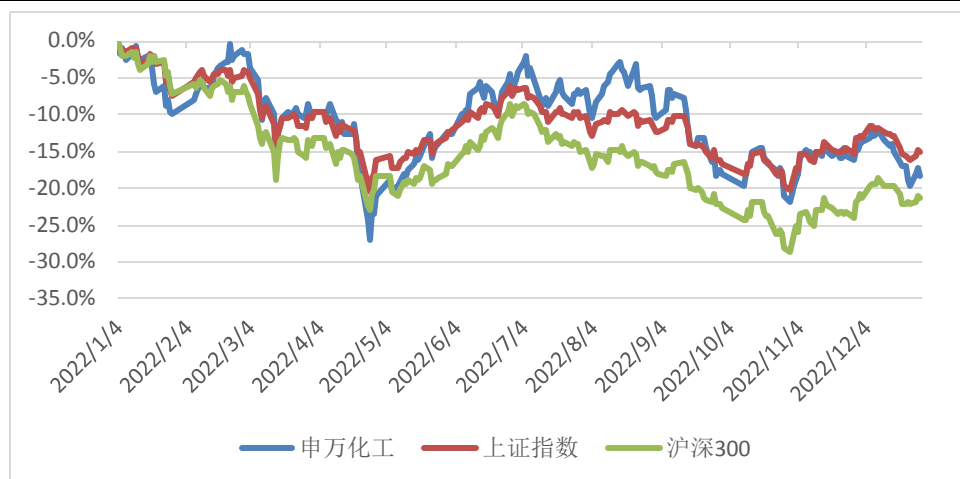
图 5：基础化工子板块 2021-2022 年净利润走势（2）



资料来源：iFind，财信证券

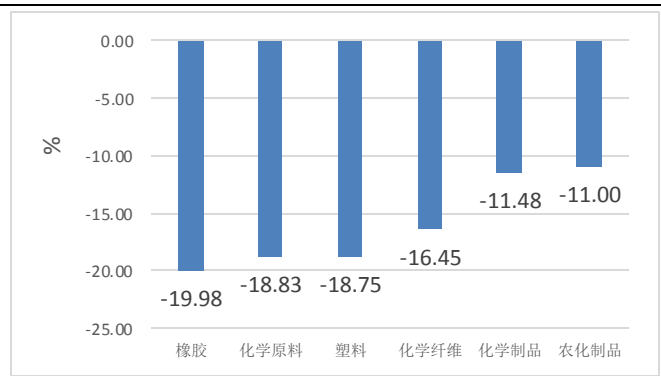
2022 年申万化工指数基本跟随市场主要指数波动，由于板块基本面没有超预期的地方，指数难以走出独立行情。1 月 1 日-12 月 28 日，申万化工指数下跌 18.27%，跑赢沪深 300 指数 3.01 个百分点，跑输上证综指 3.27 个百分点。子板块中，由于俄乌战争引发的农化品涨价以及欧洲天然气下游制品价格上涨，带动了上半年农化制品和化学制品行业景气度上升，这两个板块整体跌幅相对较小，分别为-11.00%和-11.48%，而其他子板块跌幅与申万化工指数接近。

图 6：2022 年 1 月 1 日-12 月 28 日申万化工指数



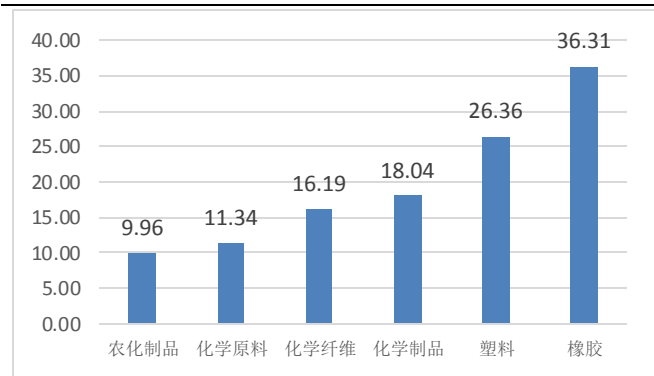
资料来源：iFind，财信证券

图 7：2022 年 1 月 1 日-12 月 28 日申万化工子板块涨跌幅（流通市值加权）



资料来源：iFind，财信证券

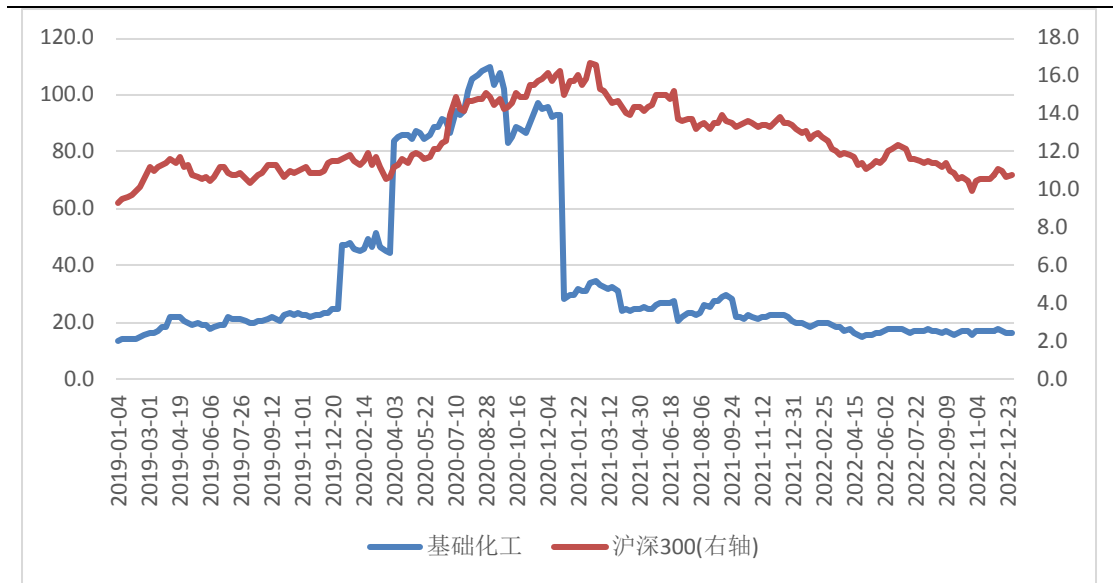
图 8：截止 12 月 28 日申万化工子板块 PE 估值（TTM，整体法）



资料来源：iFind，财信证券

截止 2022 年 12 月 28 日申万基础化工板块 PE (TTM，整体法) 16.27 倍，较年初的估值水平下降了 3.44 倍，目前板块估值处于 2019 年以来 7.8% 的低分位水平。子板块中，农化制品和化学原料估值水平较低，PE (TTM，整体法) 分别为 9.96 倍、11.34 倍；塑料和橡胶估值偏高，分别为 26.36 倍、36.31 倍。

图 9：2019 年-2022 年申万基础化工 PE 估值数据（TTM，整体法）



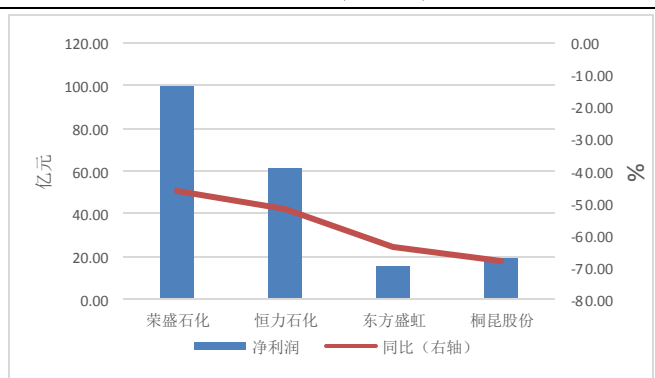
资料来源：iFind，财信证券

2 民营炼化低谷已过，涤纶市场有望迎来弹性

在经历了 2020-2021 年的甜蜜期后，炼化行业在 2022 年迎来了寒冬期，即便是具备产业链一体化优势的大项目也出现了利润的大幅波动。影响炼化企业的因素主要来自原材料价格和下游需求。

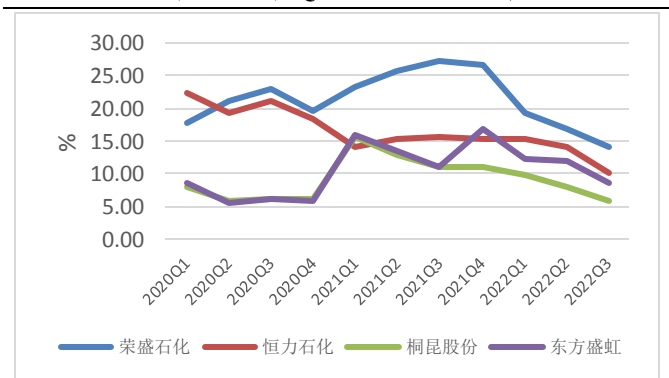
原油价格的大起大落虽然短暂的给炼化企业带来了库存收益，但由于油价绝对值处于高位，导致炼化企业加工的成本高企，侵蚀了加工利润。另一方面，由于国内经济增长乏力，消费和地产等重要领域需求疲软，炼化企业下游产品需求明显不足，导致产业链上库存累积，成本压力难以传导，加剧了利润的下滑。

图 10：主要炼化企业 2022 年前三季度利润及增速



资料来源：iFind，财信证券

图 11：2020 年-2022 年 Q3 炼化企业毛利率情况



资料来源：iFind，财信证券

主要的上市民营炼企 2022 年前三季度利润规模均出现了大幅度下滑，其中东方盛虹和桐昆股份业务结构相对单一，降幅分别达到-63%、-68%；荣盛石化受益于浙江石化 2 期项目的投产，利润规模下滑的幅度最小，仅为-46%。2020-2021 年期间，民营炼企的毛

利率整体维持较好的水平,荣盛石化和恒力石化的毛利率水平基本保持在15-25%的范围。进入2022年后,行业整体毛利率水平下滑明显,其中桐昆股份前三季度毛利率仅为5.79%,荣盛石化毛利率相对较高,也下滑至14.13%。

2.1 资本开支方向逐渐分化, 巨头差异化布局

2022年是国内炼化产能投产的高峰时期,浙江石化2期项目在年初全面投产,不仅新增660万吨芳烃、140万吨烯烃,还在新材料领域增加了30万吨EVA、26万吨PC。随后5月份,东方盛虹1600万吨一体化项目投产,宣告公司正式完成了炼化环节的布局。年内还有中国石油旗下广东石化2000万吨一体化项目投产。2022年国内炼化总的投产量远超2020、2021年。

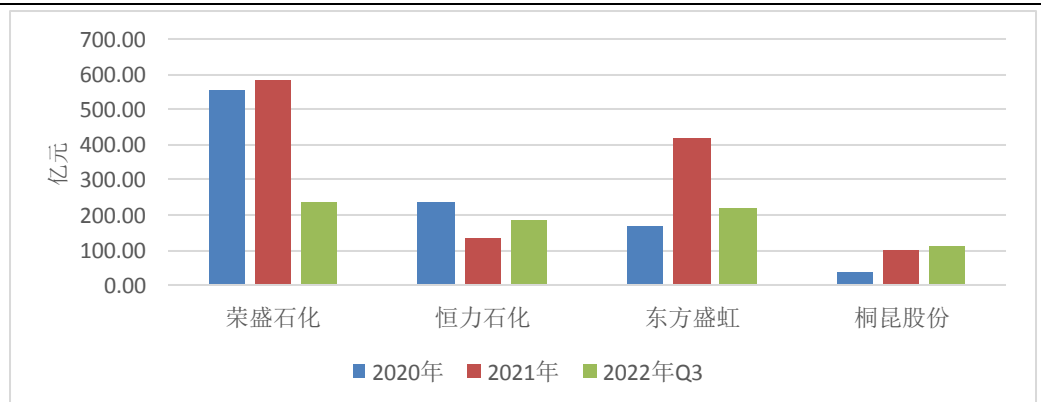
表 1: 2022 年国内主要投产的炼化项目

项目名称	项目主体内容	投产时间
浙江石化 2000 万吨/年一体化项目 2 期	2000 万吨/年炼油、660 万吨/年芳烃、140 万吨/年乙烯、30 万吨/年 EVA 等	2022 年 1 月份
东方盛虹 1600 万吨/年一体化项目	1600 万吨/年炼油、280 万吨/年 PX、110 万吨/年乙烯等	2022 年 5 月份
广东石化 2000 万吨/一体化项目	2000 万吨/年炼油、260 万吨 PX、120 万吨乙烯	2022 年

资料来源: iFind, 财信证券

从主流炼企的资本开支来看,虽然整体2022年的资本支出规模较2021年有所下滑,但是支出的绝对额仍保持较高水平。2022年前3季度4家炼化企业资本开支达到747亿元,其中荣盛石化与东方盛虹两家由于刚投产完一体化大项目,资本开支规模减小。而恒力石化由于炼化产能扩张受限,转而大力投建高性能树脂、功能性薄膜以及可降解塑料,2022年前三季度投资183亿元,超过2021年全年资本开支。桐昆股份则在不断加大对涤纶长丝环节的投入,沐阳基地和洋口港基地在加速扩产,2022年前3季度公司资本支出111亿元。

图 12: 2020-2022 年炼企构建资产的现金支出情况

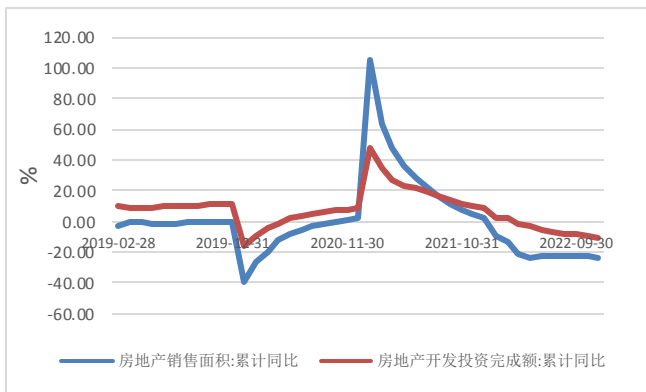


资料来源: iFind, 财信证券

2.2 下游地产和消费有望拉动需求恢复

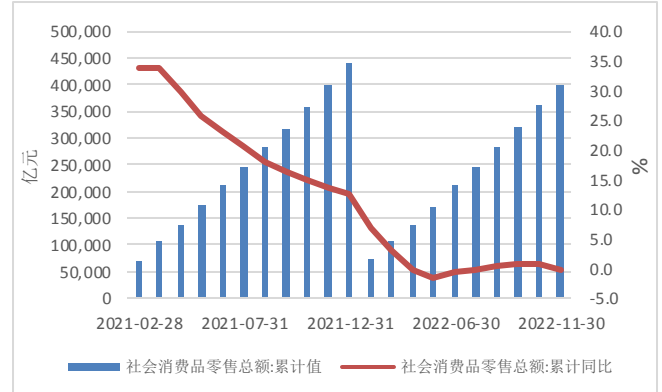
2022 年化工品下游的地产和消费拖累整体需求。房地产行业在国家政策调控下迎来了历史性寒冬，地产投资完成额增速和地产销售面积增速自 2021 年以来就进入了持续下降的通道，2022 年 1-11 月的房地产销售面积增速跌至-23.30%。国内消费需求受到经济不景气以及疫情反复的影响，全年消费数据也尽显疲态。社会消费品零售总额增速从 2 月份增长 6.70% 下跌至 11 月份-0.10%。

图 13：2019-2022 年房地产投资与销售增速



资料来源：iFind，财信证券

图 14：2021-2022 年社会零售总额及同比



资料来源：iFind，财信证券

政策层面已积极在调整下游需求疲软问题，有望拉动 2023 年行业基本面出现一些积极变化。在“房住不炒”总基调指导下，国家相继放松地产企业贷款、债券以及股权融资，从支持需求端到支持企业端，政策力度不断加大，同时也为地方因城施策释放空间。各地方政府积极出台楼市宽松政策，意图挽回市场的信心。政策主要涉及优化限购政策、降低首付比例和房贷利率、提高公积金贷款额度、发放购房补贴、降低限售年限、降低交易税费等方面，同时多地房贷利率已降至历史低点。

另一方面，新冠疫情的防控在 12 月份彻底放开。12 月 6 日，北京、上海、深圳等城市发布政策，公共场所不再查验核酸证明、不再赋黄码等。在此情形下，各地疫情在元旦前基本可实现达峰，虽然对消费市场将造成短期冲击，但从长期的角度来看有利于各类消费场景人流量的恢复，为消费的回升提供重要力量。

表 2：地产“三支箭”落地

政策	时间	内容
信贷融 资	11 月 21 日	央行拟增设 2000 亿元“保交楼”专项再贷款
	11 月 24 日	国有六大行向 17 家优质房企授信 12 万亿元
债券融 资	交易商协会与房地产协会联合民营房企座谈会，增信支持民营房企发债持续推进	
	11 月 1 日	
	11 月 23 日	中债增进公司出局对龙湖、美的、金辉三家民营房企发债信用增进函，首批三家房企共获 47 亿元增信
	11 月 25 日	万科、金地、新城控股、龙湖、美的置业，旭辉控股 6 家房企共计 1080

亿元注册发行

股权融

资 11月28日

证监会发文恢复上市房企和涉房上市公司再融资

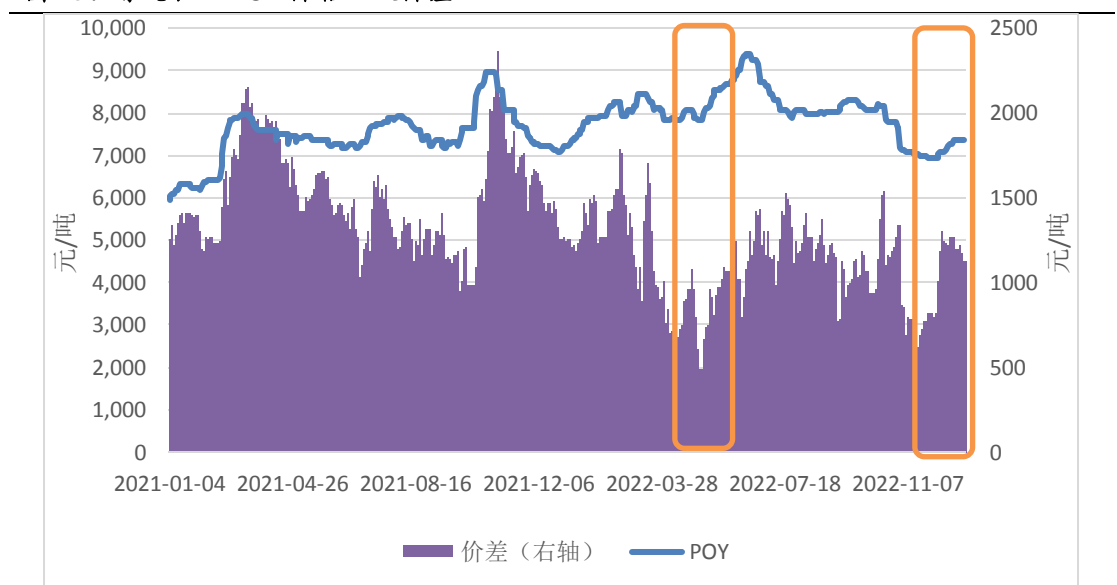
资料来源：证监会、银行间交易协会，人民银行，财信证券

2.3 涤纶长丝有望触底回升

涤纶长丝是炼化企业下游重要的一环，承接了炼企绝大部分芳烃的消费。2022年涤纶长丝市场经历近年以来最严峻的时期。1季度，俄乌冲突推高原材料成本，在需求一般的背景下，涤纶长丝产品的利润承压下行；2季度，国内疫情的封控打乱了产业链物流，也削弱了终端需求，各环节被动累积了大量库存；3季度行业需求旺季不旺，出口销售一般，叠加原油价格持续下降，终端拿货意愿不强；4季度后国内疫情多点开花，终端需求难以恢复，企业累库压力增大，行业底部徘徊。

相比于2021年，2022年涤纶长丝的价差中枢下滑明显，行业整体加工成本约为1200元/吨，可以看到全年行业价差大部分时候均在1200元/吨以下，意味着行业整体基本处于亏损状态。其中3-4月份以及10-11月份价差缩小的最为厉害，主要是受原油价格冲高以及疫情爆发减少了需求有关。

图 15：涤纶长丝POY价格以及价差



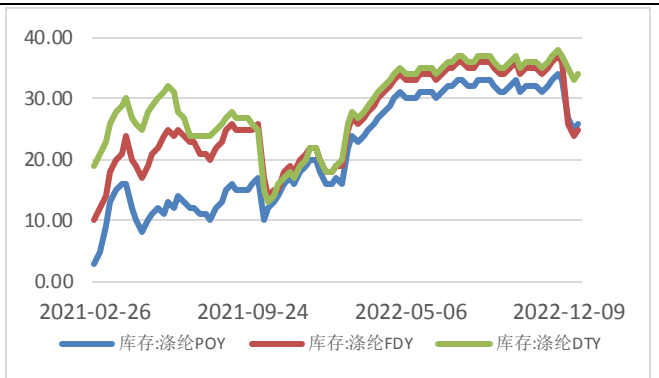
资料来源：iFind，财信证券

从2022年3月开始，行业本该进入去库阶段，但随着上海疫情的爆发，物流和消费同时中断，行业被迫进入了累库阶段，库存水平超过正常范围一直维持在30-40天的高水平（正常水平为20天左右）。下游坯布的库存也处于上升通道，虽然8-9月份经历了短暂的库存下降，但是4季度的消费疲软又让坯布的库存重拾升势。

过高的库存给了生产企业很大的压力，涤纶长丝的开工率从4月份开始震荡下行，

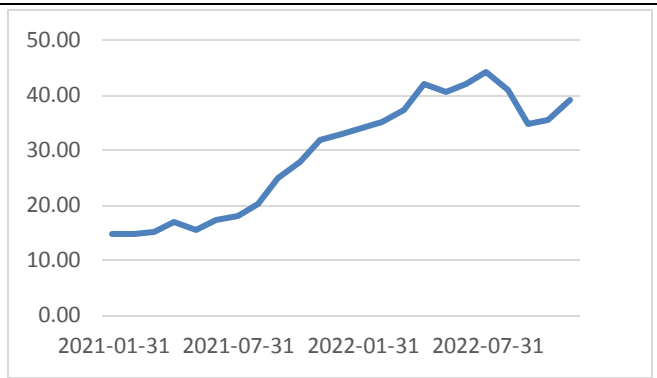
从最高 88% 下降至 12 月份的 58%，整体开工率创了近年的新低。而下游织机的开工率也尽显低迷，2 季度开始就一直徘徊在 50% 左右，9 月份短暂的冬季备货行情期间开工率达到 62%，随后开工率再次一路下降至 30%，体现出下游纺织服装的需求仍然难言起色。

图 16：涤纶长丝行业库存情况



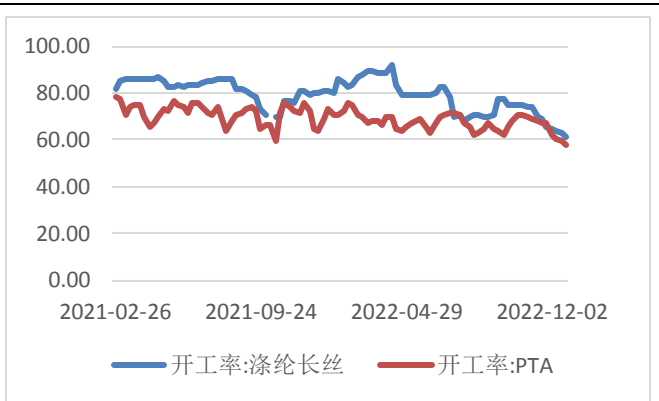
资料来源：iFind，财信证券

图 17：全国坯布库存天数情况



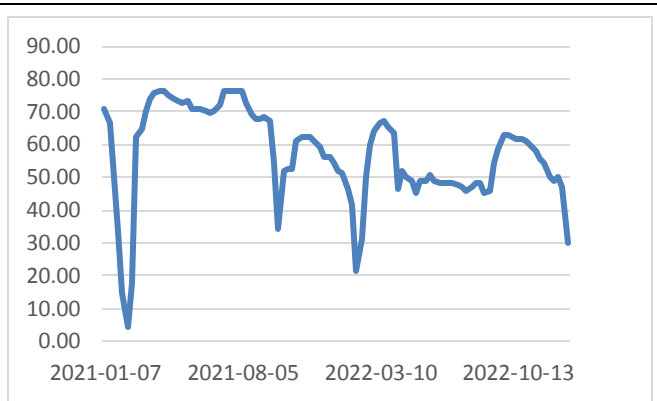
资料来源：iFind，财信证券

图 18：涤纶产业链开工率情况



资料来源：iFind，财信证券

图 19：浙江地区织机开工率情况



资料来源：iFind，财信证券

我们认为 2023 年行业大概率将出现几方面的积极变化，一方面是地产政策是在 4 季度放松，在经历了停贷、停工、烂尾等一系列危机后，不管是房企还是购房者的信心恢复仍需时间，预计地产松绑政策的效果将在 2023 年逐渐体现出来；另一方面是疫情放开后，消费场所的恢复有望拉动终端服装消费的增长。并且，在行业经历了一轮低谷期的洗牌，在景气周期上行期企业有望掌握更强的议价能力。

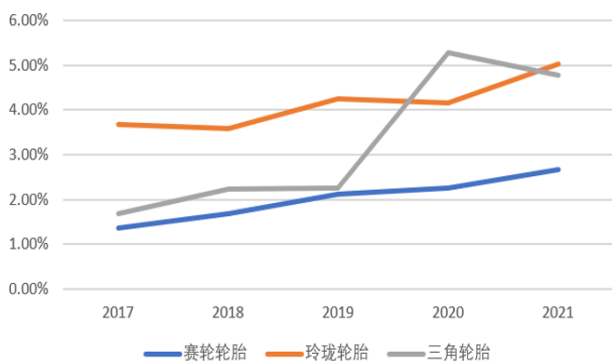
3 短期利空逐渐消散，国产轮胎走向高端

3.1 新能源赋予轮胎企业新赛道，产品高端化布局未来

国内头部轮胎企业凭借其在产品研发、科技创新、品牌建设以及高性价比等方面的

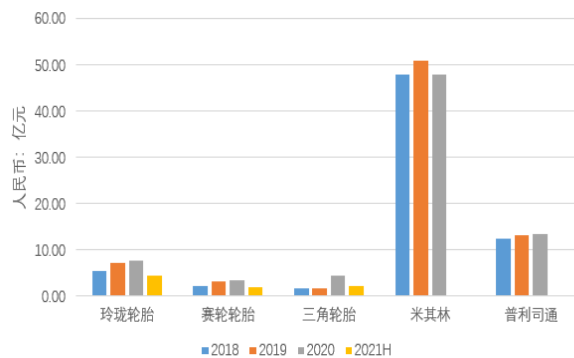
不断努力，现进入列国际二线水平之列。国内企业普遍注重研发投入，虽然与全球一线品牌的研发费用有较大差距，但是以玲珑轮胎、赛轮轮胎为代表的胎企研发支出占比逐年增加。同时另一方面，国内企业以相对较少的研发投入让近年来多项新技术落地，使得产品品质与国际一线的差距不断缩小，甚至性能更优，侧面反应出国内企业具有一定的研发优势。

图 20：国内轮胎企业研发投入占比



资料来源：iFind，财信证券

图 21：国内外轮胎企业研发费用比较

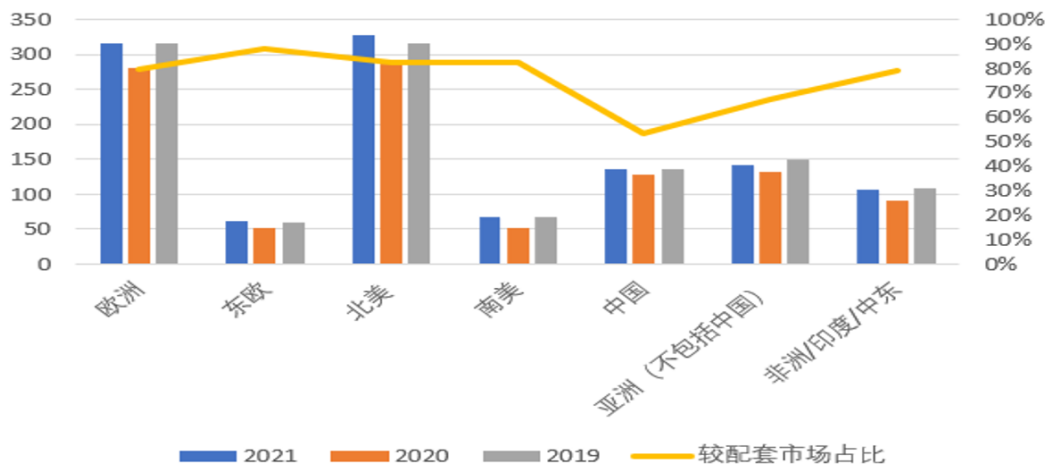


资料来源：iFind，财信证券

轮胎行业高端市场成长空间广阔，国产企业布局高端市场

轮胎替换市场面向消费者，因为整车厂相比消费者更具议价权，零售端毛利率水平会比配套市场高。另一方面因为乘用车消费者主要看重产品的消费属性，产品的附加值水平高，利润空间往往比注重性价比的商用车消费者更高，属于轮胎行业的高端市场。乘用车主要适用于半钢胎，根据米其林发布的年报显示，历年来全球半钢胎替换市场的占比均为整个轮胎市场的 50% 以上，且大部分地区替换占比达到了 80% 以上，且配套市场在经历 2020 年的疫情影响由短暂回落之后，2021 年达到了一个高增长水平，其中国内市场为 1.36 亿条，欧美主要市场为 6.42 亿条，均创历史新高，未来成长空间广阔。

图 22：全球各地区半钢胎替换市场规模



资料来源：米其林年报，财信证券

国产轮胎企业目前积极布局乘用车的高端市场，已经获取国产车、合资车品牌的认可，继续向高端车市场发展。玲珑轮胎从配套业务作为切入点，希望以配套业务为基础带动其将来在零售端的业务量，现已与多家车企达成产品配套合作，包括红旗、一汽、长安等，同时国外也建立海外配套部，以便于及时了解市场，服务于外资品牌汽车企业。玲珑汽车也在“新零售”上发力迅猛，加强渠道网络建设，2021 年公司发布“五新一高”的面向中高端产品线的零售战略，使公司上半年的国内零售额增加 28% 左右。赛轮轮胎也在把握渠道优势，投入资本打造的“橡链云”平台实现产销一体化的新模式，通过这一平台，公司将 3000 多家供应商、2000 家经销商和 6000 家门店相链接，另外赛轮轮胎积极与经销商合作，设立销售子公司，使得零售端渠道更加畅通。

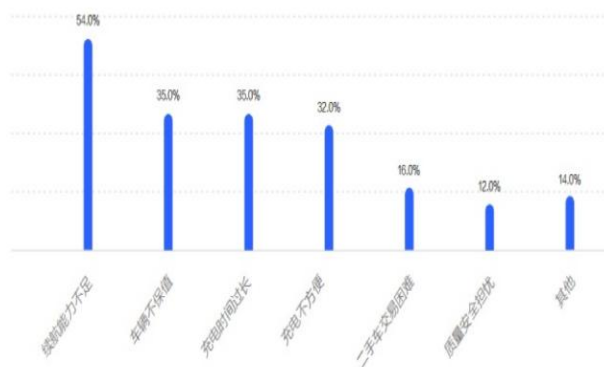
电动车赋予零部件供应商新的竞争赛道

为提升新能源汽车续航能力，对轮胎的低滚阻性能有了更高的要求。据《2022 中国新能源汽车发展趋势白皮书》数据显示，高达 54% 的消费者对于新能源汽车续航能力不甚满意，为所有不满意指标中最高。目前新能源汽车的续航能力受现有电池材料技术的限制，尚未有很好的突破，这是整个电车行业亟待解决的核心问题之一。已上市的新能源汽车普遍的续航里程数在 500 公里以下，而相对应的燃油车车型基本达到了 700 公里以上。新能源汽车电池在气温较低的冬季等极端天气情况下，续航里程数会受影响，且随着使用年限的增长，电池性能及容量不可避免地会衰退。因此，超低滚动阻力是新能源汽车对于轮胎的首要要求。

电机取代发动机和变速器，体感噪音敏感度增加要求轮胎的低噪音表现。相比于传统燃油汽车，新能源汽车没有了发动机和变速器，取而代之的是电驱系统，其在行驶过程中发出的噪声较小，在传统汽车驾驶过程中因发动机声音所掩盖掉的风噪、胎噪和底盘悬挂声响在电车身上能被显著地感受到。车内人员对噪音敏感度的增加使得新能源汽车轮胎胎噪应该限制在较低水平。

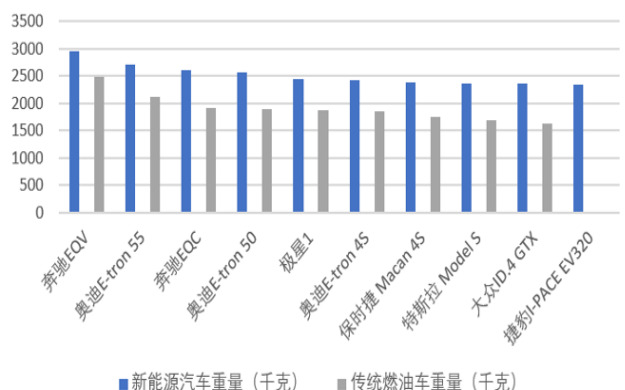
新能源汽车车重大、电机扭矩输出爆发性强，对轮胎的耐磨性和抓地力有较高的要求。新能源汽车由于动力总成质量比燃油车的发动机、变速器要大，使得其在实际车重上要比同尺寸的传统汽车重 0.3 吨左右，一般而言传统汽车自重均在 2 吨以下，而在新能源汽车领域基本都在 2 吨以上。另一方面，新能源汽车的加速性能更强，因为没有变速箱还换挡机构，动力传递更加直接高效。这会让电车在起步时就达到了最大扭矩输出，不同与传统汽车起步时扭矩逐渐增加的特点，这种瞬间输出的峰值扭矩对轮胎的耐磨力和抓地力有很大的挑战。

图 23：关于新能源汽车不满意因素调查报告



资料来源：《2022 中国新能源汽车发展趋势白皮书》，财信证券

图 24：新能源及燃油车整车质量排行榜前十



资料来源：汽车之家，财信证券

新势力和新品牌的崛起，国产轮胎企业积极抢占市场树立品牌

新能源汽车的横空出世为车企开辟出了一条全新的发展路径，也使得国内外众多知名汽车企业站在了同一起跑线上共同竞争，国产汽车品牌有望弯道超车。目前全球新能源车企除了一线品牌特斯拉外，市场格局仍处于竞争白热化阶段，我国新能源汽车产业也进入发展快车道，一批国产品牌强势崛起。比亚迪、长安等我国自主品牌也在发力新能源赛道。目前我国新能源汽车产业整体处于世界先进水平，自主品牌稳步向上，新汽车销量呈现高速增长态势，带动汽车配套产业链迎来一轮新的市场机会。

轮胎行业有望从汽车自动化这一全球趋势的浪潮中受益。一是因为新能源汽车全球销量仍处于高速增长的时期，渗透率不断提升，轮胎作为汽车的重要零部件之一，其配套市场有了很大的需求；二是新能源汽车轮胎在替换频率上大于传统燃油车，新能源汽车的车动力电池更重，使得其车重比同级别燃油车更高，而车身重量的增大，直接影响到轮胎的损耗和刹车距离。据英国独立测试机构 Emission Analytics，汽车的质量每增加 500 公斤，对轮胎的磨损率就会增加 20%，轮胎鼓包率也会提高。

由于新能源汽车对轮胎有了全方位的新要求，我国轮胎企业正积极与新能源汽车厂商洽谈合作，虽然以米其林为代表的海外轮胎品牌还是配套市场的主流，但国产品牌已经开始占据了一部分市场，在一些销量较高的新能源车型中取得了配套优势，相较于传统燃油车而言，国产品牌在早期配套上有了更大的进步。玲珑轮胎开拓新能源配套的渠道，潜心研发相关新能源车的配套轮胎技术，在纯电车配套品牌中玲珑轮胎排名第二位。目前玲珑轮胎已经完成与五菱宏光、比亚迪、雷诺日常、东风、一汽红旗等新能源汽车的配套合作。赛轮轮胎同样借助其“液体黄金轮胎”的优良性能加入了新能源汽车轮胎的竞争，已与奇瑞、北汽、长安、哪吒等新能源汽车部分车型形成配套合作，未来随着“液体黄金”的推广和认可度增加，在配套和替换市场中将会持续发力。虽然很多轮胎厂商已经在布局新能源专用胎，大部分新能源汽车仍然在使用传统燃油车的配套轮胎，专用配套轮胎市场想象空间广阔，我国国产轮胎有望从尚未定型的中高端新能源汽车配套市场中获得行业重新洗牌的机会。

图 25：玲珑轮胎新能源汽车品牌合作伙伴

>> 新能源汽车品牌合作伙伴



资料来源：玲珑官网，财信证券

图 26：赛轮轮胎新能源汽车品牌合作伙伴

>> 新能源汽车品牌合作伙伴



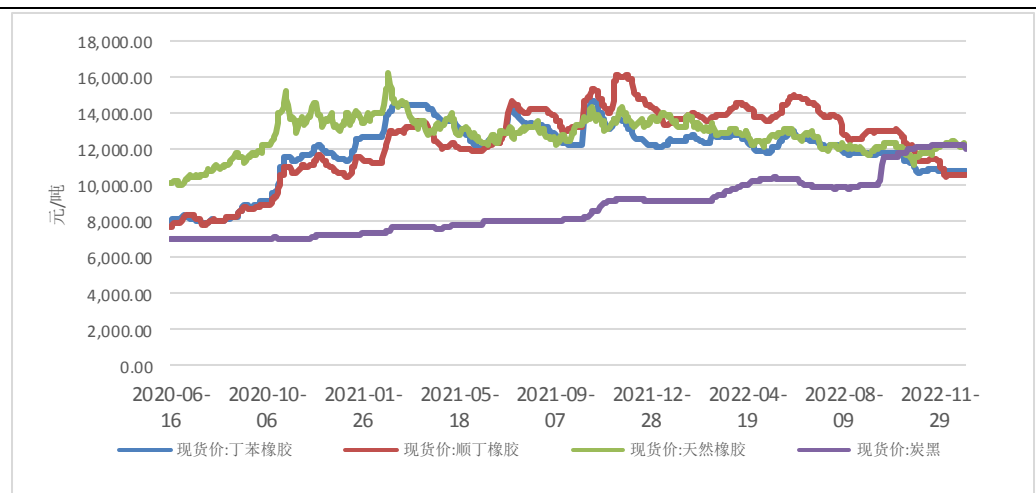
资料来源：赛轮官网，财信证券

3.2 行业短期基本面边际改善，业绩迎来回升

近期多轮成本价格传导，缓解原材料价格上涨压力

轮胎企业属于典型的制造型企业，其生产经营活动受原材料成本影响较大。近年来原材料天然橡胶、顺丁橡胶、炭黑等价格大幅上涨，叠加俄乌战争带来的原油价格走高，给国内外轮胎企业带来了巨大的成本负担，盈利能力普遍走弱。另一方面，2022 年下半年天然橡胶、丁苯橡胶等原材料价格有所回落，有所缓解企业成本的开支。未来随着俄乌战争的缓和，油价或将逐步回落，可以使轮胎行业的成本压力得到有效缓解。

图 27：轮胎主要原材料价格



资料来源：iFind，财信证券

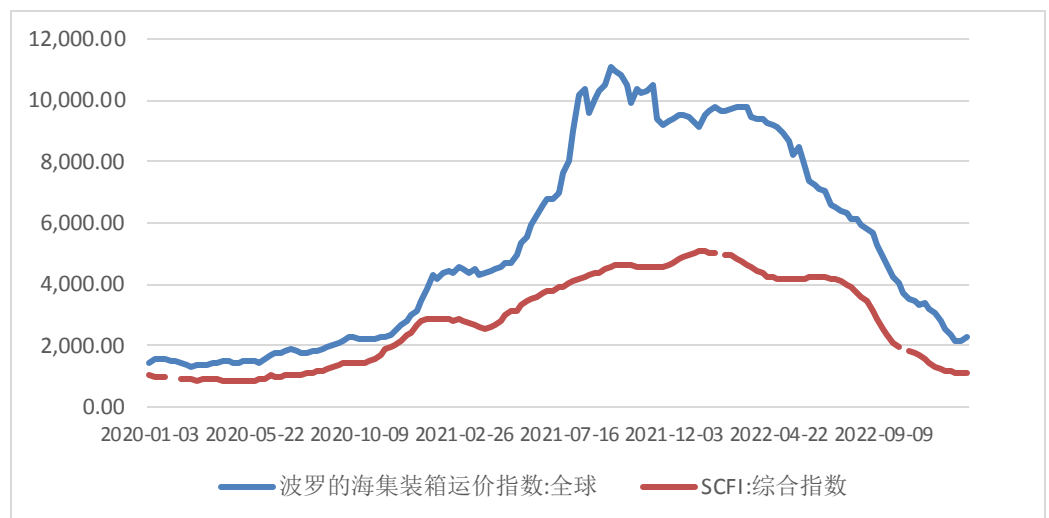
为应对原材料价格上涨带来的成本压力，国内多家轮胎企业将价格的上涨部分传导到消费端。2022 年上半年，行业中零售市场已经对批发价进行了多次调价，每次调价幅度在 2-3% 左右，预估整体零售业务价格上涨了 8-10%。近期海外龙头企业开启了新一轮提价，计划从 2023 年 1 月份开始，将产品出产价提升 2-3%，用于转移企业成本压力。配套业务方面，国内企业与整车厂制定了新的价格政策，虽然因为整车销售不理想，新

价格政策执行情况不到位，但预计随着 2023 年整车市场销售恢复，新价格执行情况会改善。

海运价格回落，出口利润改善

我国轮胎企业的出口业务因其毛利率高、市场内卷度较小等原因一向是公司利润的主要来源。但随着 2021 年上半年全球疫情持续蔓延，劳动力，海外港口的作业能力受到明显消极影响，诸多货物在港口排队堵塞，集装箱周转率下降导致了海运费的飙升，全球航线普遍海运费较疫情前上涨 5 倍左右，部分热门航线甚至已达近 10 倍，这给轮胎出口带来了高额的成本负担。因为我国轮胎企业主要是在东南亚设立工厂进行出口欧美的业务，辅以部分国内的产能出口，SCFI 综合指数从 1000 左右于 2020 年末飙升至 5000，一年后又创下历史新高达到 8000 左右，为常期的近 8 倍。进入 2022 年初，海运价格受全球疫情的缓解，海运费有所回落，其中波罗的海集装箱运费指数均由明显下降，与最高时相比回落近 50%。我国轮胎企业的出口利润得到有效改善。

图 28：波罗的海/上海集装箱运价指数



资料来源：iFind，财信证券

假设轮胎企业使用的海运集装箱为 40 英尺的标准型号，依据资料显示，其内部尺寸分别约为长 12 米、宽 2.35 米、高 2.4 米。轮胎的长宽高预估平均值为 0.5 米、0.5 米和 0.2 米。按此标准测算，一个标准的海运集装箱大约可以装下 1000 个轮胎进行海运出口。我国企业轮胎出口比例近年来维持在 60% 左右，即每年约有 4.86 亿的国产轮胎用于海外出口，依据测算则需要约 48.6 万个海运集装箱。具体到公司层面，例如玲珑轮胎 2021 年出口轮胎条数约为 3500 万条，所需集装箱约为 3.5 万个，2021 年 40 尺标准集装箱租金高达近 20000 美元相比，2022 年 12 月价格回落到 2500 美元附近，按汇率换算可以给公司和海外经销商总共减少约 42 亿元的运输费用，我们认为部分费用将以提升产品毛利率的形式贡献公司业绩。

下游需求端逐步恢复

下游行业对轮胎的需求已有逐渐恢复的趋势，轮胎企业的业绩有望得到改善。2022年一季度，受疫情反复的影响，我国主要城市上海诸多企业停工停产，全国物流不畅，使得整个制造业包括轮胎企业正常生产经营活动受阻，全国多地汽车产业供应链遭遇阻滞，部分车企减产乃至停产。5月开始，我国疫情基本得到有效控制，上海市宣布于6月1日正式全面复工复产，结束了近两个月的“静态管理”状态，下游整车制造企业恢复了日常的生产节奏。各地政府也积极出台推动汽车产业链畅通的政策。根据乘联会发布的消息，1-11月累计零售1836.7万辆，同比增长1.8%，同比净增31.7万辆，其中购车税优惠政策启动以来的6-11月同比增加139万辆。整车厂的产销恢复将推动轮胎配套市场的复苏，轮胎需求量有望明显增加。

4 投资建议

2022年在多重因素堆叠下，化工行业的业绩、估值均落入历史性低位。但随着外部因素的逐渐消退、政策层面的积极调控，影响行业业绩和估值的变量在边际好转。一方面国内经济正在逐步复苏。国内地产政策4季度已逐步放松，对于产业链上游的拉动有待未来显现，消费市场也将在疫情感染达到高峰后逐渐修复需求。另一方面，在全球政治局势趋缓的背景下，原材料价格已经见顶回落，缓解了大部分化工企业的成本压力，利于企业修复所在环节的利润水平。

我们看好两个方向，炼化企业在经历了历史性低谷后，行业需求有望迎来边际好转，企业本身不断的资本扩张强化了一体化优势，在行业景气上行阶段企业将展现出更强的业绩弹性，建议关注：荣盛石化、桐昆股份。国产轮胎品牌逐渐走向高端化过程中，电动化趋势给了国产品牌追赶的机会，短期来看原材料价格和海运费的回落，成为修复企业业绩的拐点，建议关注：玲珑轮胎、森麒麟。

5 风险提示

国际局势动荡加剧，资源品价格仍有反复；

海外经济体陷入衰退，导致出口需求大幅不及预期；

国内经济需求恢复不及预期，行业盈利水平难以修复。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438