

## 基础化工行业周专题（1.15-1.21）

投资建议： 强于大市（维持）  
 上次建议： 强于大市

### 全钢胎后市无须悲观

#### 全钢胎后市无须悲观

国内基建疲软的背景下全钢胎需求受到了较大的压制，国内运输方式“公转铁”、“公转水”导致全钢胎需求承压，部分市场观点对全钢胎（卡车胎）的需求前景较为悲观。但我们认为对全钢胎前景无须悲观：首先，国内存量替换市场需求具备一定刚性；其次，出口市场占据我国轮胎市场一半份额，海外渗透持续提升尤其是“一带一路”市场的全钢胎需求增长，有望带动我国全钢胎市场快速发展。

#### 俄罗斯供给缺口为我国全钢胎出口带来机会

自俄乌冲突以来，轮胎跨国公司都大幅削减了在俄罗斯的业务，其中米其林和诺记轮胎宣布将完全撤出俄罗斯市场，同时俄罗斯本土品牌的轮胎产量下降，导致供给缺口扩大。在此背景下，俄罗斯成为我国轮胎出口增长最快的地区之一。我们认为，地缘政治对俄罗斯轮胎供应端的扰动仍存，若仅剩的外资胎企也决定退出在俄产能，俄罗斯轮胎市场或面临更大的供应缺口，中国轮胎有望凭借高性价比及区位优势加速抢占俄罗斯市场份额。

#### “一带一路”国家有望成为中国全钢胎出口增长点

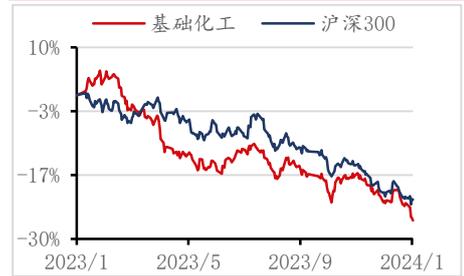
传统出口市场受到欧美“双反”制裁后，中国轮胎行业逐步将目光放到“一带一路”相关国家上，争取更多出口份额。“一带一路”国家的房地产和基建的发展有望为我国全钢胎出口带来动能。此外，近年来中国对“一带一路”国家的全钢胎出口量有所提升。我们认为，未来伴随“一带一路”国家房地产和基建的持续发展以及合作的不断深入，“一带一路”国家有望成为中国全钢胎出口新的增长点。

#### 投资建议：建议关注通用股份和三角轮胎

建议关注海外拥有泰国和柬埔寨双基地的通用股份，以及23年上半年在俄罗斯份额第一的商用车胎领先企业三角轮胎。通用股份2016年上市后借力资本市场不断扩充产能和海外基地建设，18年以来先后布局了泰国和柬埔寨基地，伴随海外基地持续放量，叠加轮胎景气向好，业绩有望大幅增长。三角轮胎是国内轮胎头部企业之一，商用车胎是公司的拳头产品，在跨国公司纷纷退出俄罗斯的背景下，公司抓住机会增加对俄出口，扩大份额。

**风险提示：**原材料价格大幅波动，海外基地受双反制裁，海运费大幅上涨，汇率波动

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：柴沁虎  
 执业证书编号：S0590522020004  
 邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊  
 邮箱：shenqh@glsc.com.cn  
 联系人：李绍程  
 邮箱：lishch@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 《基础化工：如何看待PI产业投资机遇？》2024.01.13
- 《基础化工：关注细分成长，把握去全球化下化工投资机遇》2024.01.08

## 正文目录

1. 全钢胎后市无须悲观.....	3
1.1 国内全钢胎需求承压 .....	3
1.2 海外渗透提升或是全钢胎发展关键 .....	3
2. 俄罗斯供给缺口为我国全钢胎出口带来机会 .....	4
2.1 跨国巨头逐渐退出俄罗斯 .....	4
2.2 中国轮胎在俄份额提升 .....	4
3. “一带一路”国家有望成为中国全钢胎出口增长点 .....	5
3.1 一带一路国家基建投资额提升 .....	5
3.2 中国对“一带一路”国家的全钢胎出口量提升 .....	6
4. 投资建议：建议关注通用股份和三角轮胎 .....	7
5. 风险提示 .....	8

## 图表目录

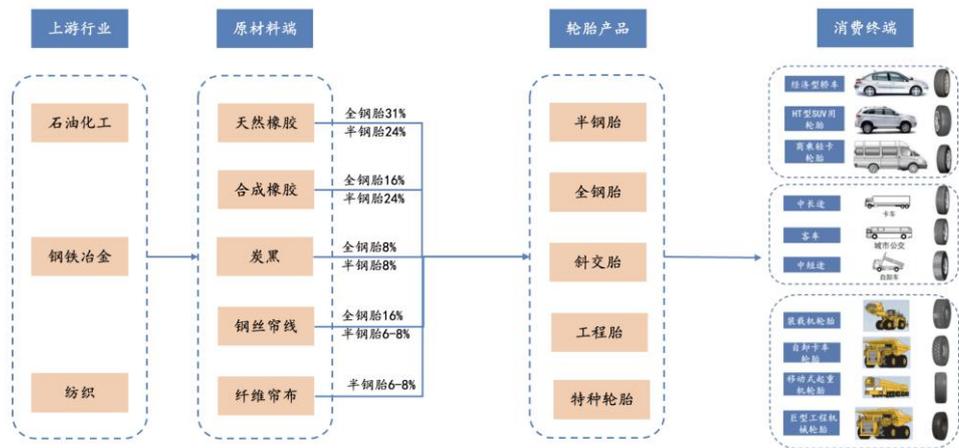
图表 1： 轮胎产业链.....	3
图表 2： 外资轮胎企业在俄罗斯的工厂及运营情况（不完全统计） .....	4
图表 3： 中国出口至俄罗斯的全钢胎大幅增加 .....	5
图表 4： 2023 年上半年俄罗斯轮胎市场份额 .....	5
图表 5： 印度基建投资额 .....	5
图表 6： 印尼基建投资额 .....	5
图表 7： 2019-2023 年前 11 月部分国家从中国进口全钢胎增长率 .....	6
图表 8： 2022-2023 年向中国进口全钢胎增长率排名居前的多为“一带一路”国家 .....	7

## 1. 全钢胎后市无须悲观

### 1.1 国内全钢胎需求承压

按照轮胎胎体结构的不同，轮胎可分为子午线轮胎和斜交轮胎，子午线轮胎还可进一步细分为半钢子午线轮胎（简称半钢胎）和全钢子午线轮胎（简称全钢胎）。半钢胎下游主要应用于乘用车和轻卡，全钢胎则主要用于重卡和大客车领域，因此全钢胎更偏生产资料，受经济的影响更大。本专题我们主要讨论的是全钢胎（即卡客车胎）。

图表1：轮胎产业链



资料来源：百川盈孚，国联证券研究所绘制；

部分市场观点对全钢胎的需求前景较为悲观，尤其在国内外基建疲软的背景下全钢胎需求受到了较大的压制。此外，国内运输方式“公转铁”、“公转水”导致全钢胎需求承压。2022年，中国货运量中，铁路、水路运量分别同比增长4.5%、3.8%，较2019年均增长了14%，而公路运量同比下降了5.2%，较2019年下降了11%。

### 1.2 海外渗透提升或是全钢胎发展关键

我们认为全钢胎前景无须悲观。2023年我国全钢轮胎配套消费占比在21.51%，替换消费占比25.56%，出口占比在52.93%，出口占据轮胎市场一半份额。首先，国内存量替换市场需求具备一定刚性；其次，海外渗透持续提升或是我国全钢胎发展的关键。

中短期来看，米其林认为欧洲、北美和中美地区全钢胎经销商去库存趋于结束；俄乌战争后米其林、普利司通、德国大陆等国际巨头彻底退出俄罗斯市场，俄罗斯供给缺口为我国全钢胎出口带来机会。

长期来看，“一带一路”辐射范围内的发展中国家的房地产和基建业为我国全钢胎出口带来动能。综合而言，我们认为海外全钢胎需求有一定韧性，我国全钢胎有望凭借性价比优势持续渗透海外市场。

## 2. 俄罗斯供给缺口为我国全钢胎出口带来机会

### 2.1 跨国巨头逐渐退出俄罗斯

俄罗斯的重工业高度发达，但在汽车制造领域拥有的技术和设备均相对落后，国内汽车工业基础也较为薄弱，导致俄罗斯本土轮胎产能始终处于较低水平，市场始终由海外品牌占据主导地位。

自俄乌冲突以来，7家轮胎跨国公司都大幅削减了在俄罗斯的业务活动，其中米其林和诺记轮胎宣布将完全撤出俄罗斯市场，同时俄罗斯本土品牌的轮胎产量下降，导致供给缺口扩大。据轮胎商业，截至2023年6月，俄罗斯主要外资轮胎厂已退出了将近6成，超过2300万的轮胎产能遭遇空缺。

图表2：外资轮胎企业在俄罗斯的工厂及运营情况（不完全统计）

公司	位置	主要产品	产能	现状
普利司通	Ulyanovsk	乘用车胎	4862条/天	停产，出售给S8 Capital
德国大陆	Kaluga	乘用车胎、轻卡轮胎	300万条/年	出售给S8 Capital
米其林	Davydovo	乘用车胎、载重翻新胎	6000条/天	停产，出售给Power Int.
诺记	Vsevolozhsk	乘用车胎、轻卡轮胎	1700万条/年	停产，出售给Tatneft
倍耐力	kirov	乘用车胎、轻卡轮胎	600万条/年	低开工运营
	Voronezh	乘用车胎、轻卡轮胎	230万条/年	低开工运营
横滨	Lipetsk	乘用车胎、轻卡轮胎	160万条/年	继续生产
帝坦	Volzhskiy	轻卡轮胎、农用及工业轮胎	200万条/年	低开工运营

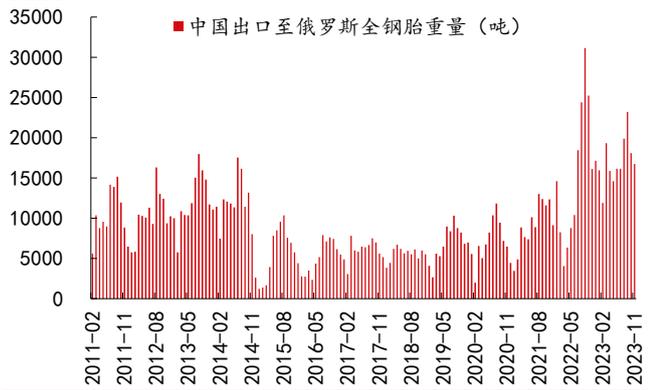
资料来源：轮胎商业，世界橡胶展，中国轮胎商务网，国联证券研究所

### 2.2 中国轮胎在俄份额提升

在此背景下，俄罗斯成为我国轮胎出口增长最快的地区之一。据海关总署，俄乌冲突以来，我国对俄罗斯出口的全钢胎显著增加，据海关总署，21/22年我国对俄罗斯出口的全钢胎重量为11.0/18.5万吨，同比增长31%/69%；2023年11月，中国出口至俄罗斯的全钢胎重量为1.67万吨，同比增长4%。

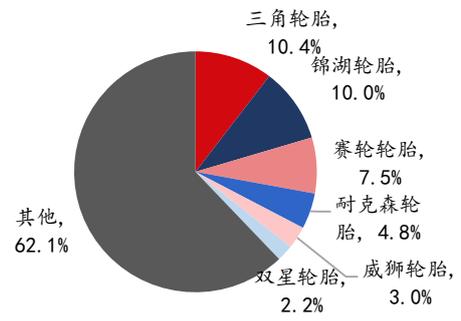
中国轮胎逐渐占领俄罗斯市场。根据俄罗斯汽车经销商协会（ROAD）的数据，2022年俄罗斯轮胎市场份额前三是米其林、普利司通和固特异，现在中国品牌已经领先，其中23年上半年，三角轮胎占据俄罗斯轮胎市场份额10.4%，位列第一。

图表3：中国出口至俄罗斯的全钢胎大幅增加



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表4：2023年上半年俄罗斯轮胎市场份额



资料来源：轮胎商业，国联证券研究所

我们认为，地缘政治对俄罗斯轮胎供应端的扰动仍存，若仅剩的外资轮胎企业最终也决定退出在俄产能，那么俄罗斯轮胎市场或面临更大的供应缺口，中国轮胎有望凭借高性价比及区位优势加速抢占俄罗斯市场份额。

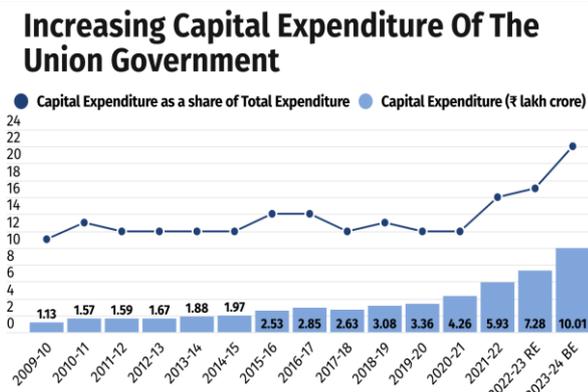
### 3. “一带一路”国家有望成为中国全钢胎出口增长点

#### 3.1 一带一路国家基建投资额提升

传统出口市场受到欧美“双反”制裁后，中国轮胎行业逐步将目光放到“一带一路”相关国家上，争取更多出口份额。“一带一路”国家的房地产和基建业的发展有望带动卡客车需求，从而带动全钢胎需求增长。以印度和印尼为例，据 IndiaSpend，印度基建投资额占印度政府资本开支的比例逐年提升；据 Statista，2023 年印尼基建投资额约 390 万亿印尼盾，较 2014 年的约 160 万亿印尼盾大幅增加，较 2020 年 280 万亿印尼盾亦增加近 40%。

我们认为，“一带一路”辐射范围内的发展中国家的房地产和基建业有望为我国全钢胎出口带来动能。

图表5：印度基建投资额



资料来源：IndiaSpend，国联证券研究所

图表6：印尼基建投资额



资料来源：Statista，国联证券研究所

### 3.2 中国对“一带一路”国家的全钢胎出口量提升

近年来中国对“一带一路”国家的全钢胎出口量有所提升。我们选取全钢胎 36 个主要出口国为样本，据海关总署，2023 年 1-11 月从中国进口全钢胎实现正增长的 28 个国家中，有 19 个为“一带一路”国家；2022 年进口全钢胎实现正增长的 20 个国家中，有 13 个为“一带一路”国家；2020 年受宏观经济影响，轮胎出口市场受到重创，但老挝、马来西亚、越南、泰国、柬埔寨、尼泊尔等“一带一路”国家从中国进口的全钢胎仍实现正增长。

未来，伴随“一带一路”国家房地产和基建的持续发展以及合作的不断深入，“一带一路”国家有望成为中国全钢胎出口新的增长点。

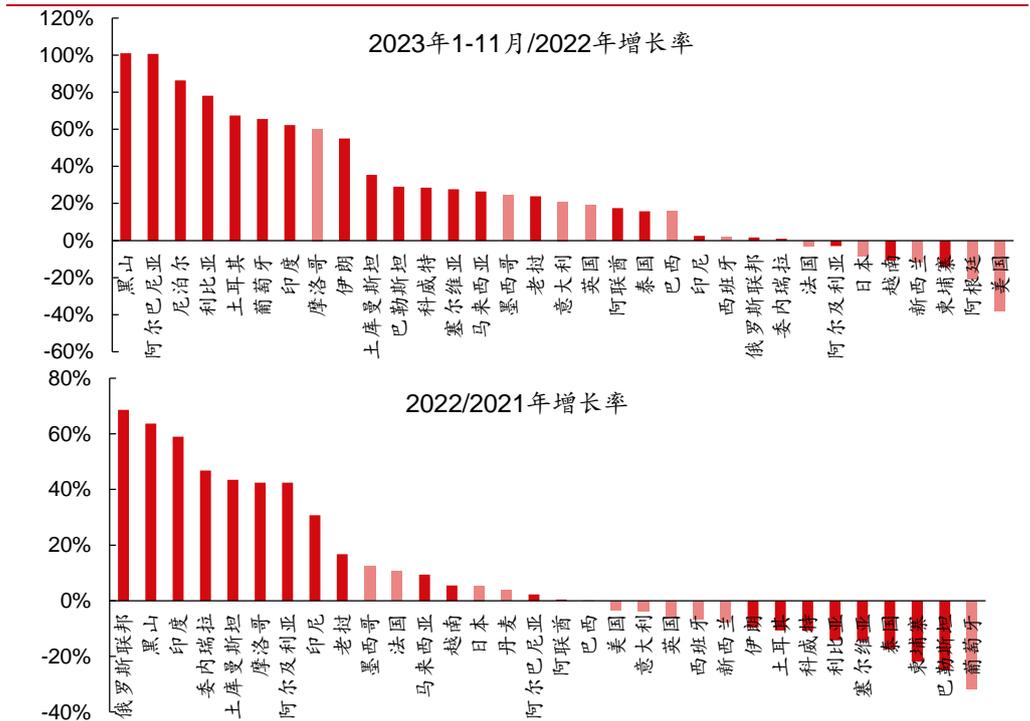
图表7：2019-2023 年前 11 月部分国家从中国进口全钢胎增长率

	2019	2020	2021	2022	2023M1-11
俄罗斯联邦	23.0%	1.4%	31.0%	68.7%	1.6%
黑山	0.0%	4.7%	-75.3%	63.7%	101.1%
印度	20.5%	-59.5%	21.8%	59.0%	62.2%
阿根廷	23.5%	43.0%	123.6%	54.9%	-20.7%
委内瑞拉	69.4%	-12.3%	-15.6%	46.8%	1.0%
土库曼斯坦	133.3%	-7.9%	17.4%	43.5%	35.4%
波兰	-18.8%	-6.7%	14.9%	42.7%	62.3%
摩洛哥	63.5%	-20.2%	-13.1%	42.5%	60.3%
阿尔及利亚	-7.0%	-9.4%	-33.8%	42.5%	-3.0%
印尼	-1.8%	-4.9%	50.2%	30.8%	2.6%
老挝	25.1%	13.2%	33.7%	16.8%	23.8%
墨西哥	6.0%	9.7%	27.7%	12.5%	24.6%
法国	17.6%	3.0%	21.7%	10.6%	-2.8%
马来西亚	54.0%	15.2%	26.3%	9.4%	26.5%
越南	13.9%	8.5%	20.4%	5.5%	-10.9%
日本	8.8%	-1.5%	14.9%	5.3%	-8.6%
丹麦	-68.2%	-13.9%	49.3%	3.9%	69.1%
阿尔巴尼亚	-9.4%	-0.1%	-34.2%	2.3%	100.7%
阿联酋	45.7%	-29.9%	33.2%	0.4%	17.4%
巴西	23.3%	-9.1%	161.4%	0.1%	15.5%
美国	-54.9%	-13.0%	9.8%	-3.6%	-38.2%
意大利	-22.3%	-0.4%	19.0%	-3.7%	20.9%
英国	-11.5%	-4.9%	12.1%	-6.5%	18.8%
西班牙	-17.2%	-12.9%	27.2%	-6.6%	1.9%
新西兰	-5.8%	0.3%	36.7%	-7.7%	-11.5%
伊朗	63.1%	-75.1%	-14.3%	-9.7%	55.1%
土耳其	-7.3%	-22.1%	-45.3%	-10.7%	67.5%
科威特	15.9%	-13.1%	-2.0%	-10.8%	28.6%
利比亚	42.9%	-26.7%	62.4%	-14.2%	78.2%
塞尔维亚	85.7%	12.3%	-11.2%	-14.4%	27.7%

泰国	9.6%	6.1%	33.8%	-17.5%	15.7%
柬埔寨	68.7%	14.7%	19.2%	-21.9%	-14.2%
瑞士	-22.5%	9.6%	0.3%	-22.6%	44.6%
巴勒斯坦	30.4%	-0.6%	-7.1%	-25.0%	29.1%
葡萄牙	-14.8%	-0.3%	5.4%	-31.7%	65.6%
尼泊尔	182.3%	147.1%	-6.7%	-63.1%	86.4%

资料来源：海关总署，国联证券研究所  
注：标蓝的国家为“一带一路”沿线国家

图表8：2022-2023年向中国进口全钢胎增长率排名居前的多为“一带一路”国家



资料来源：海关总署，国联证券研究所；  
注：红色为一带一路国家，粉红色非一带一路国家

#### 4. 投资建议：建议关注通用股份和三角轮胎

建议关注海外拥有泰国和柬埔寨双基地的通用股份，以及23年上半年在俄罗斯市场份额第一的商用车胎领先企业三角轮胎。

**通用股份：**公司前身为生产摩托车胎的南方橡胶，2004年涉足全钢胎，2016年上市后借力资本市场不断扩充产能和海外基地建设。受双反的影响，公司18年以来先后布局了泰国和柬埔寨基地，2021年确立了“5X战略”，力争十年内实现全球5大生产基地，5千万条轮胎产能。

海外加速扩张带动业绩高增。当前泰国一期已全面投产，21年/22年/23年H1，泰国基地分别实现净利润1.34/2.35/1.96亿元，同比增长54%/76%/44%。柬埔寨一期产能正在爬坡阶段。

此外，公司持续加码海外产能，分别于23年8月和23年12月公告投建泰国二期和柬埔寨二期，若上述项目落地公司海外将新增950万条半钢和125万条全钢产能。我们认为随着公司泰国基地的负荷提升和柬埔寨基地的投产，公司有望迎来业绩的跨越式发展。

**三角轮胎：**公司是国内轮胎头部企业之一，始创于1976年，产品涵盖商用车胎、乘用车胎、工程胎、巨胎和特种车胎等类型，有近4200个轮胎品种，年制造能力超2600万条。其中，商用轮胎是公司的拳头产品，2022年产能为650万条，收入占比50%以上，乘用车胎产能2000万条。

公司专注于轮胎技术研究创新，2023年上半年公司共开发新产品127个。在研发的支持下，公司在商用车胎、乘用车胎和子午工程胎的配套业务上实现全面增长。此外公司积极布局航空胎业务，C919、A320主前轮胎4个产品已申请CTSOA并获得局方受理。

不仅如此，在跨国公司纷纷退出俄罗斯的背景下，公司抓住机会增加对俄出口，23年上半年在俄罗斯份额达到10.4%，未来也有望凭借产品性能优势持续提升海外渗透。

## 5. 风险提示

### 1) 原材料价格大幅波动的风险

由于轮胎产品调价频次低、幅度小，而橡胶、炭黑和钢丝帘线等主要原材料价格受多方面因素的影响可能会大幅波动，可能会对轮胎毛利率产生不利影响，从而影响公司盈利能力。

### 2) 海外基地受双反制裁的风险

近年来美国多次对中国、泰国及越南进行“双反”制裁，对于出口美国的轮胎征收高额关税，如果美国发动新一轮双反制裁，可能会对轮胎出口造成不利影响。

### 3) 海运费大幅上涨的风险

2021-2022年海运费大幅上涨导致轮胎出口受阻，若后续海运费再次出现大幅波动，可能对轮胎行业造成冲击。

### 4) 汇率波动风险

汇率大幅波动可能对出口轮胎的盈利能力造成一定影响。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼