

中信证券研究部

核心观点



王喆
首席能源化工
分析师
S1010513110001



李鸿钊
能源化工分析师
S1010520110003

美国商务部发布针对进口自韩、台、泰、越南半钢胎的“双反”终裁税率，整体税率基本维持初裁结果。终裁结果落地有望消除此次“双反”带来的不确定因素，我们认为税率水平对国内头部轮胎企东南亚工厂的生产经营影响有限，仍然坚定看好本土轮胎龙头在全球轮胎行业洗牌的历史潮流中向全球第二梯队进发的潜力。重点推荐赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟，建议关注三角轮胎、浦林成山。

■ **美国针对韩、台、泰、越南半钢胎“双反”终裁税率落地。**2021年5月24日，美国商务部在其下设的 International Trade Administration 官网上公布针对进口自韩国、中国台湾、泰国、越南半钢胎的“双反”终裁税率结果。其中反倾销终裁税率方面，泰国的税率为 14.62%~21.09%，越南的税率为 0%~22.27%，韩国的税率为 14.72%~27.05%，中国台湾的税率为 20.04%~101.84%；针对越南的反补贴终裁税率为 6.23%~7.89%。此次“双反”终裁税率与初裁结果大体一致，符合市场预期，最终美国商务部将于 2021 年 7 月签发“双反”税令。

■ **以史为鉴：“双反”短期会冲击出口，但长期影响趋弱。**通过分析历史上美国针对中国内地轮胎“双反”调查的结果及影响，我们判断“双反”调查短期内会冲击当地对美国的出口及整体出口量，初裁、终裁结果公布后短期内对美出口量快速下降，而在裁定结果公布前 1-2 个月通常会出现明显的“抢出口”现象。但站在长期维度，通过寻找其他替代市场来弥补美国产生的需求缺口，在终裁结果公布后约 1 年内，整体出口量有望恢复至正常水平，“双反”产生的影响趋弱。

■ **此次“双反”预计冲击有限，短暂扰动不改成长大势。**从终裁税率看，此次“双反”税率大幅低于此前美国针对中国大陆半钢胎执行的“双反”税率，因此我们预计泰国、越南等地半钢胎受到的出口冲击将会更弱，同时寻找替代市场、恢复出口总量的过程也将更快。虽然国内头部胎企多在泰国、越南拥有产能布局，但我们认为此次“双反”冲击有限且短暂，仍然坚定看好国内胎企的成长大势。

■ **风险因素：**“双反”最终签发税率的不确定性；其他国家/经济体对相关地区执行“双反”调查；产品价格大幅下跌；原材料价格波动。

■ **投资策略：**考虑到美国针对泰国、越南等地区的半钢胎“双反”税率较低，我们预计当地轮胎出口受冲击较弱，对国内头部胎企东南亚工厂影响有限。长期看，我们仍然坚定看好中国本土轮胎龙头凭借日益提升的产品性能、逐步强化的品牌影响力以及日趋完善的渠道布局，有望在全球轮胎行业洗牌的历史潮流中向全球第二梯队进发，成长为世界级轮胎领军企业的前景。重点推荐赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟，建议关注三角轮胎、浦林成山。

化工行业

评级

中性（维持）

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
赛轮轮胎	9.61	0.49	0.68	0.87	1.06	19.61	14.13	11.05	9.07	买入
玲珑轮胎	47.56	1.62	1.94	2.35	2.68	29.36	24.52	20.24	17.75	买入
森麒麟	32.02	1.51	2.07	2.72	3.62	21.21	15.47	11.77	8.85	买入
三角轮胎	15.11	1.32	1.46	1.56	1.64	11.45	10.35	9.69	9.21	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价

目录

美国“双反”终裁税率落地，不确定因素消除	1
“双反”终裁税率基本维持初裁结果，个别企业税率存在变动	1
美国针对韩、台、泰、越南钢胎“双反”调查进程回顾	1
以史为鉴，美国对华“双反”影响偏短期	4
对美出口：裁定确认后快速下滑，短期存在“抢出口”波动	4
总出口：短期虽受对美出口拖累，但可较快找到替代市场	5
此次“双反”影响预计有限，看好龙头成长大势	6
风险因素	8
投资建议	8
赛轮轮胎：存在估值修复预期的国内轮胎龙头	8
玲珑轮胎：配套先行者，“6+6”战略引领长期成长	9
森麒麟：国内轮胎新秀，智能制造构建生产优势	11
三角轮胎：商用、工程车胎龙头企业，布局航空胎产业	12

插图目录

图 1：中国内地半钢胎出口量受“双反”影响	4
图 2：中国内地全钢胎出口量受“双反”影响	4
图 3：内地半钢胎出口结构-按地区	5
图 4：内地全钢胎出口结构-按地区	6
图 5：“双反”涉及地区向美国出口半钢胎数量	8
图 6：“双反”涉及地区向美国出口半钢胎价格	8

表格目录

表 1：美国商务部公布韩国、中国台湾、泰国、越南反倾销终裁税率	1
表 2：美国商务部公布越南反补贴初裁税率	1
表 3：调查涉及轮胎产品的美国关税税率	2
表 4：美国商务部反倾销启动调查税率	2
表 5：美国商务部反补贴启动调查税率	2
表 6：“双反”涉及企业初裁税率统计	2
表 7：“双反”涉及企业终裁税率统计	3
表 8：美国针对韩国、中国台湾、泰国、越南半钢胎“双反”调查时间表	3
表 9：“双反”调查地区布局半钢胎产能的国内企业明细	6
表 10：2014 年针对中国内地半钢胎“双反”税率与此次“双反”终裁税率对比	7
表 11：美国从“双反”调查涉及地区进口半钢胎情况	7
表 12：赛轮轮胎关键财务数据预测	9
表 13：玲珑轮胎关键财务数据预测	10
表 14：森麒麟关键财务数据预测	11
表 15：三角轮胎关键财务数据预测	12

■ 美国“双反”终裁税率落地，不确定因素消除

“双反”终裁税率基本维持初裁结果，个别企业税率存在变动

美国针对韩、台、泰、越半钢胎的反倾销终裁税率落地，泰国、越南税率基本维持初裁，韩国、中国台湾部分企业税率出现变化。2021年5月24日，美国商务部在其下设的 International Trade Administration 官网上公布针对进口自韩国、中国台湾、泰国、越南的乘用车和轻型卡车（PVLT）轮胎（即半钢子午线轮胎）反倾销（AD）的终裁税率结果，其中泰国的反倾销终裁税率为 14.62%~21.09%，越南的税率为 0%~22.27%，韩国的税率为 14.72%~27.05%，中国台湾的税率为 20.04%~101.84%。

表 1：美国商务部公布韩国、中国台湾、泰国、越南反倾销终裁税率

国家/地区	公司	反倾销初裁税率	反倾销终裁税率	终裁相对初裁结果变动
韩国	韩泰轮胎科技有限公司	38.07%	27.05%	-11.02pcts
	耐克森轮胎公司	14.24%	14.72%	0.48pcts
	其他实体	27.81%	21.74%	-6.07pcts
中国台湾	正新橡胶工业有限公司	52.42%	20.04%	-32.38pcts
	南港橡胶轮胎有限公司	98.44%	101.84%	3.40pcts
	其他实体	88.82%	84.75%	-4.07pcts
泰国	玲珑轮胎泰国有限公司	22.21%	21.09%	-1.12pcts
	住友橡胶（泰国）有限公司	13.25%	14.62%	1.37pcts
	其他实体	16.66%	17.08%	0.42pcts
越南	赛轮（越南）有限公司	0.00%	0.00%	0.00pcts
	建大橡胶（越南）有限公司	0.00%	0.00%	0.00pcts
	普利司通轮胎制造越南有限公司	0.00%	0.00%	0.00pcts
	锦湖轮胎（越南）有限公司	0.00%	0.00%	0.00pcts
	优科豪马轮胎越南有限公司	0.00%	0.00%	0.00pcts
	其他实体	22.30%	22.27%	-0.03pcts

资料来源：美国商务部，中信证券研究部

美国针对越南半钢胎的反补贴终裁税率相比初裁略有下降。2021年5月24日，美国商务部公布针对进口自越南的乘用车和轻型卡车（PVLT）轮胎（即半钢子午线轮胎）反补贴（CVD）初裁税率结果，其中锦湖轮胎的反补贴初裁税率为 7.89%（低于初裁税率），赛轮轮胎的税率为 6.23%（维持初裁税率），越南其他轮胎企业的税率为 6.46%。

表 2：美国商务部公布越南反补贴初裁税率

国家/地区	公司	反补贴初裁税率	反补贴终裁税率	终裁相对初裁结果变动
越南	锦湖轮胎（越南）有限公司	10.08%	7.89%	-2.19pcts
	赛轮（越南）有限公司	6.23%	6.23%	0.00pcts
	其他实体	6.77%	6.46%	-0.31pcts

资料来源：美国商务部，中信证券研究部

美国针对韩、台、泰、越半钢胎“双反”调查进程回顾

美国钢铁工人联合会提请针对韩、台、泰、越四地区半钢胎进行“双反”调查。2020年5月13日，美国钢铁工人联合会（USW）向美国国际贸易委员会（ITC）提出申请，

称从韩国、中国台湾、泰国、越南进口的乘用车及轻卡轮胎在美国市场以低于公允价值的价格出售（即存在“倾销行为”），此外越南政府亦对相关轮胎产品进行补贴。美国国际贸易委员会（ITC）发布通告，针对来自上述地区的乘用车及轻型卡车轮胎进行反倾销和反补贴初步调查，调查商品的美国海关关税编码分别为 4011.10.10（乘用车子午线轮胎）、4011.10.50（乘用车其他轮胎）、4011.20.1005（轻卡子午线轮胎）、4011.20.5010（轻卡其他轮胎），调查编号为 701-TA-647 和 731-TA-1517-1520。

表 3：调查涉及轮胎产品的美国关税率

美国海关关税编码	商品描述	美国关税率
4011.10.10	使用在轿车（包括旅行车、赛车）上的子午线轮胎	4.0%
4011.10.50	使用在轿车（包括旅行车、赛车）上的其他轮胎	3.4%
4011.20.1005	使用在轻型卡车上的子午线轮胎	4.0%
4011.20.5010	使用在轻型卡车上的其他轮胎	3.4%

资料来源：美国国际贸易委员会，中信证券研究部

ITC、美国商务部启动反倾销调查，各地区启动税率差异较大。2020 年 5 月 13 日，美国国际贸易委员会（ITC）在接受美国钢铁工人联合会（USW）的提请后开始进行“双反”初步调查。2020 年 6 月 22 日，美国商务部也宣布正式启动“双反”初步调查并公布启动调查税率，其中泰国反倾销启动调查税率为 106.36%~217.50%、韩国税率为 42.95%~195.20%、中国台湾为 20.57%~116.14%、越南为 5.48%~22.30%。

表 4：美国商务部反倾销启动调查税率

国家/地区	反倾销调查启动税率
泰国	106.36%~217.50%
韩国	42.95%~195.20%
越南	5.48%~22.30%
中国台湾	20.57%~116.14%

资料来源：美国商务部，中信证券研究部

表 5：美国商务部反补贴启动调查税率

国家/地区	反补贴调查启动税率
越南	最低限额以上 (最低限额：发达国家低于 1%，发展中国家低于 2%)

资料来源：美国商务部，中信证券研究部

ITC 初裁认定韩、台、泰、越南钢胎存在倾销行为，越南半钢胎存在补贴行为。2020 年 7 月 17 日，美国国际贸易委员会（ITC）公布初步调查结论，认定韩国、中国台湾、泰国、越南在美国销售的半钢胎存在倾销行为，越南在美国销售的半钢胎同时存在补贴行为。初裁税率公布后，相关地区企业在对美出口乘用车及轻型卡车轮胎时，各进口商将按照各自对应的初裁税率缴纳现金保证金，用以缴纳初裁与终裁结果公布期间出口货物的应征税款，直至终裁税率结果公布。

表 6：“双反”涉及企业初裁税率统计

企业	反倾销初裁税率	反补贴初裁税率	合计税率
南港轮胎	98.44%	0.00%	98.44%
其他中国台湾企业	88.82%	0.00%	88.82%
正新轮胎	52.42%	0.00%	52.42%

企业	反倾销初裁税率	反补贴初裁税率	合计税率
韩泰轮胎	38.07%	0.00%	38.07%
其他越南企业	22.30%	6.77%	29.07%
其他韩国企业	27.81%	0.00%	27.81%
玲珑轮胎	22.21%	0.00%	22.21%
其他泰国企业	16.66%	0.00%	16.66%
耐克森轮胎	14.24%	0.00%	14.24%
住友橡胶	13.25%	0.00%	13.25%
锦湖轮胎	0.00%	10.08%	10.08%
建大橡胶	0.00%	6.77%	6.77%
普利司通	0.00%	6.77%	6.77%
优科豪马	0.00%	6.77%	6.77%
赛轮轮胎	0.00%	6.23%	6.23%

资料来源：美国商务部，中信证券研究部 注：报告中列出的中国内地企业代指其在泰国、越南、韩国、中国台湾地区的子公司

反补贴、反倾销终裁税率结果于 2021 年 5 月公布。美国商务部公布的终裁税率与初裁税率之间差异部分根据“多退少不补”原则进行处理：若终裁税率低于初裁税率，则从先前缴纳保证金中退回终裁税率与初裁税率之间的税款差额；若终裁税率高于初裁税率，则无需补充税款差额，进口商将按照各自对应的终裁税率缴纳未来进口的保证金。

表 7：“双反”涉及企业终裁税率统计

企业	反倾销终裁税率	反补贴终裁税率	合计税率
南港轮胎	101.84%	0.00%	101.84%
其他中国台湾企业	84.75%	0.00%	84.75%
其他越南企业	22.27%	6.46%	28.73%
韩泰轮胎	27.05%	0.00%	27.05%
其他韩国企业	21.74%	0.00%	21.74%
玲珑轮胎	21.09%	0.00%	21.09%
正新轮胎	20.04%	0.00%	20.04%
其他泰国企业	17.08%	0.00%	17.08%
耐克森轮胎	14.72%	0.00%	14.72%
住友橡胶	14.62%	0.00%	14.62%
锦湖轮胎	0.00%	7.89%	7.89%
建大橡胶	0.00%	6.46%	6.46%
普利司通	0.00%	6.46%	6.46%
优科豪马	0.00%	6.46%	6.46%
赛轮轮胎	0.00%	6.23%	6.23%

资料来源：美国商务部，中信证券研究部 注：报告中列出的中国内地企业代指其在泰国、越南、韩国、中国台湾地区的子公司

表 8：美国针对韩国、中国台湾、泰国、越南半钢胎“双反”调查时间表

日期	事项
2020 年 5 月 13 日	美国钢铁工人联合会（USW）向美国国际贸易委员会（ITC）提出申请，针对来自韩国、中国台湾、泰国、越南的乘用车及轻型卡车轮胎进行反倾销和反补贴初步调查
2020 年 6 月 22 日	美国商务部（DOC）开始进行反倾销、反补贴初步调查，公布启动调查税率
2020 年 7 月 17 日	美国国际贸易委员会（ITC）公布初裁结果，认定越南存在补贴行为，韩国、中国台湾、泰国、越南存在倾销行为

日期	事项
2020 年 10 月 30 日	美国商务部（DOC）裁定针对越南的反补贴初裁税率
2020 年 12 月 29 日	美国商务部（DOC）裁定针对韩国、中国台湾、泰国、越南的反倾销初裁税率
2021 年 5 月 24 日	美国商务部（DOC）裁定针对韩国、中国台湾、泰国、越南的反倾销终裁税率及针对越南的反补贴终裁税率
2021 年 7 月 5 日	预计美国国际贸易委员会（ITC）将公布“双反”终裁结论
2021 年 7 月 12 日	预计美国商务部（DOC）将签发“双反”税令

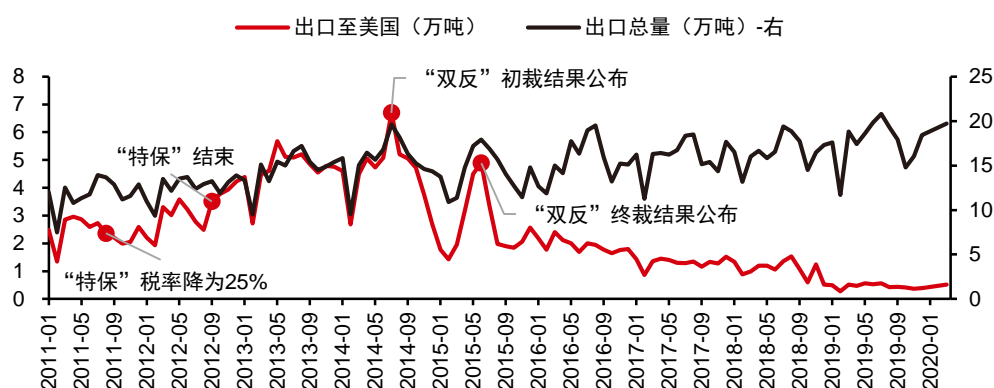
资料来源：美国商务部，美国国际贸易委员会，中信证券研究部

以史为鉴，美国对华“双反”影响偏短期

为了判断此次“双反”调查可能对韩国、中国台湾、泰国、越南等地区的轮胎企业或工厂产生的影响，我们梳理了历史上美国针对中国内地进行轮胎“双反”调查的经过及结果，以供参考。

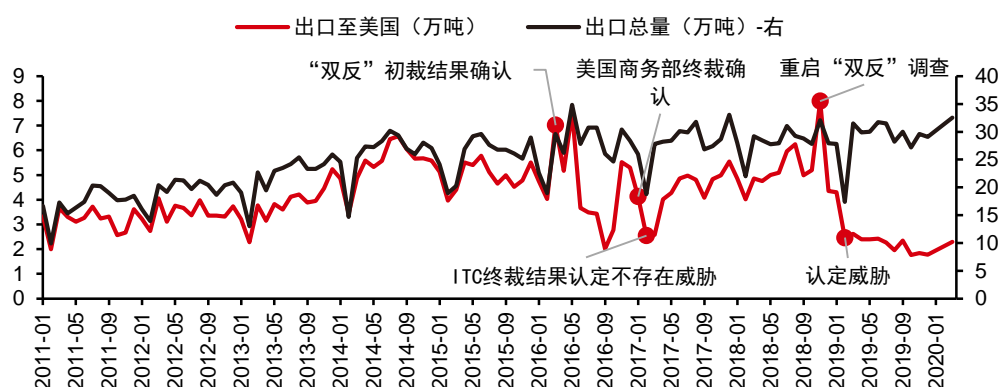
对美出口：裁定确认后快速下滑，短期存在“抢出口”波动

图 1：中国内地半钢胎出口量受“双反”影响



资料来源：Wind，海关总署，美国商务部，中信证券研究部

图 2：中国内地全钢胎出口量受“双反”影响



资料来源：Wind，海关总署，美国商务部，中信证券研究部

初裁结果公布后，对美出口的轮胎数量明显下降：

1) 2014 年 8 月，针对中国内地半钢胎“双反”初裁结果公布后，对美的单月出口量从 2014 年 7 月峰值 6.70 万吨下滑至 2015 年 2 月底部 1.42 万吨。

2) 2016 年 3 月，针对中国内地全钢胎“双反”初裁结果公布后，对美的单月出口量从 2016 年 3 月高点 7.02 万吨下滑至 2016 年 9 月 2.01 万吨。

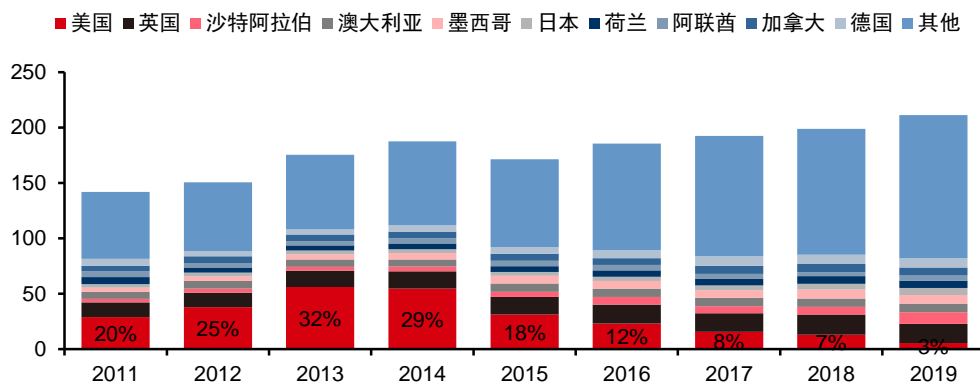
3) 2018 年 11 月，重启针对中国内地全钢胎“双反”调查后，对美的单月出口量从顶点 7.99 万吨快速下滑。

终裁结果公布后，对美出口的轮胎数量下降至极低水平。2015 年 8 月，针对中国内地半钢胎“双反”公布终裁结果，内地向美国的单月出口量迅速从 2015 年 6 月的 4.89 万吨下滑至 2015 年 8 月的 1.98 万吨，之后单月出口量进入下行通道。2019 年内地向美国单月出口的半钢胎平均数量仅为 0.45 万吨，为“双反”调查前月均出口量的不足 10%。

初裁结果、终裁结果公布前通常会出现“抢出口”现象。我们观察到每个裁定结果公布前，向美国的单月出口量通常会出现快速增长。2014 年 7 月，在针对中国内地半钢胎“双反”调查结果公布前一月，内地向美出口半钢胎数量同比+32%，环比+32%。终裁结果公布前“抢出口”的时间区间较长，通常会表现为连续一个季度的出口量增加，至终裁结果公布当月达到出口顶峰。

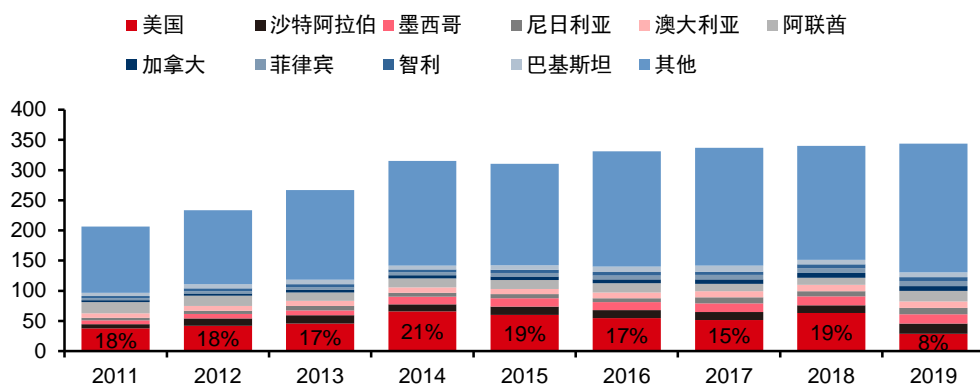
总出口：短期虽受对美出口拖累，但可较快找到替代市场

图 3：内地半钢胎出口结构-按地区（万吨）



资料来源：Wind，海关总署，中信证券研究部

图 4：内地全钢胎出口结构-按地区（万吨）



资料来源：Wind，海关总署，中信证券研究部

短期看，对美出口的断崖式下跌拖累整体出口量。以我国内地半钢胎的出口变化情况为例，在初裁结果以及终裁结果公布后，由于对美出口量的快速下跌，使得中国内地对外的整体出口量也出现明显的下滑。其中初裁结果公布后，单月总出口量从 2014 年 7 月的 19.59 万吨下滑至 2015 年 2 月的 10.91 万吨；终裁结果公布后，单月总出口量从 2015 年 6 月的 17.92 万吨下滑至 2015 年 11 月的 11.42 万吨。

可通过增加向其他地区出口替代美国需求，一年之内通常可恢复至正常出口水平。通过中国内地轮胎的出口变化可以看出，虽然短期内“双反”制裁会影响总出口量，但随着终裁结果公布，总出口量开始向正常水平逐步恢复，与对美出口量的变动相关性趋弱。从出口占比来看，随着其他国家/地区的出口占比快速提升，原先对美出口减少所带来的出口需求缺口逐渐被其他国家/地区所填补。

■ 此次“双反”影响预计有限，看好龙头成长大势

目前我国头部半钢胎企业基本均在泰国、越南拥有产能布局。其中 A 股上市公司中，玲珑轮胎在泰国拥有半钢胎产能 1500 万条，2020 年占其半钢胎总产能 24%；赛轮轮胎在越南拥有半钢胎产能 1100 万条，2020 年占其半钢胎总产能 27%；森麒麟在泰国拥有半钢胎产能 1000 万条，2020 年占其半钢胎总产能 83%。H 股上市公司中，浦林成山在泰国建成半钢胎产能 400 万条，占其半钢胎总产能 32%。

表 9：“双反”调查地区布局半钢胎产能的国内企业明细

公司	海外工厂所在地	半钢胎产能（万条）	终裁税率（反倾销+反补贴）
玲珑轮胎	泰国	1500	21.09%
赛轮轮胎	越南	1100	6.23%
森麒麟	泰国	1000，新建 600	17.08%
中策橡胶	泰国	700	17.08%
浦林成山	泰国	400，新建 420	17.08%
通用股份	泰国	新建 600	17.08%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

此次初裁税率远低于此前针对中国内地的“双反”税率，预计短期对美出口及销售总量受冲击有限。对于在泰国、越南建厂的内地头部半钢胎企业，相比于 2014 年美国针对中国内地半钢胎出台的“双反”税率，此次针对韩、泰、越、台四地的“双反”税率相对较低，因此我们预计此次“双反”对当地企业向美国出口以及整体出口、销售量的影响将弱于当年中国内地受到的冲击，同时我们预计出口总量有望以更快速度实现恢复。

表 10：2014 年针对中国内地半钢胎“双反”税率与此次“双反”终裁税率对比

公司	针对中国内地半钢胎“双反”			此次半钢胎“双反”初裁		
	反倾销税率	反补贴税率	合计税率	反倾销税率	反补贴税率	合计税率
玲珑轮胎	25.84%	30.61%	56.45%	21.09%	0.00%	21.09%
赛轮轮胎	14.35%	30.61%	44.96%	0.00%	6.23%	6.23%
森麒麟	25.84%	30.61%	56.45%	17.08%	0.00%	17.08%
浦林成山	25.84%	20.73%	46.57%	17.08%	0.00%	17.08%

资料来源：美国商务部，中信证券研究部

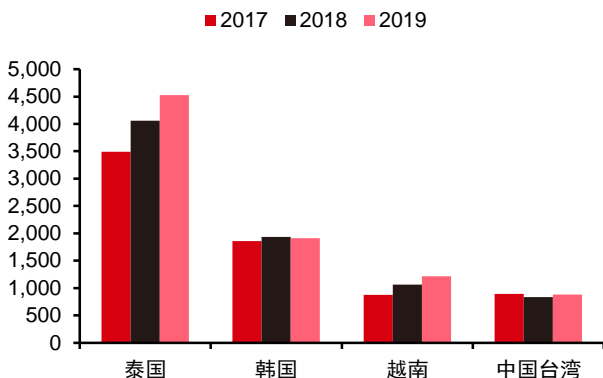
泰国是美国半钢胎主要进口国，我们预计出于轮胎供应稳定考虑，美国商务部最终签发的“税令”也将维持低水平。根据美国商务部公布数据，2019 年美国半钢胎进口数量约为 1.7 亿条，从泰国、韩国、越南、中国台湾四个国家/地区进口的半钢胎数量合计 8538 万条，进口金额合计 39.76 亿美元，占美国全部进口数量约 50%，而泰国也已成为美国轮胎的第一大进口国。若此次“双反”税率设置过高，预计将对美国国内轮胎供应形成较大负面冲击，因此我们判断美国为了保持国内轮胎市场稳定，不会设置过高的终裁税率。

表 11：美国从“双反”调查涉及地区进口半钢胎情况

进口来源国家/地区	半钢胎进口数量/金额	2017	2018	2019
泰国	数量（百万条）	34.90	40.60	45.28
	金额（亿美元）	14.08	17.17	19.62
	进口均价（美元/条）	40.35	42.30	43.33
韩国	数量（百万条）	18.57	19.33	19.14
	金额（亿美元）	11.62	11.91	11.71
	进口均价（美元/条）	62.55	61.64	61.19
越南	数量（百万条）	8.74	10.63	12.15
	金额（亿美元）	3.51	4.11	4.70
	进口均价（美元/条）	40.13	38.69	38.66
中国台湾	数量（百万条）	8.93	8.35	8.81
	金额（亿美元）	3.56	3.44	3.73
	进口均价（美元/条）	39.88	41.19	42.35

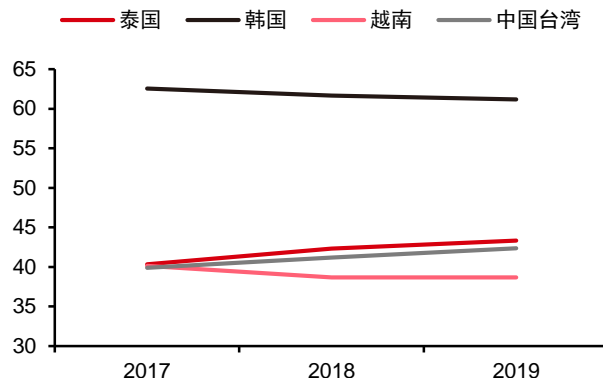
资料来源：美国商务部，中信证券研究部

图 5：“双反”涉及地区向美国出口半钢胎数量（万条）



资料来源：美国商务部，中信证券研究部

图 6：“双反”涉及地区向美国出口半钢胎价格（美元/条）



资料来源：美国商务部，中信证券研究部

“双反”影响终将褪去，坚定看好本土龙头向全球二线进发。从出口总量角度看，我们认为随着出口区域结构逐步调整，泰国、越南等地短期内由于减少对美出口而产生的出口需求缺口有望通过向其他地区增加出口而得到填补，同时考虑到较低的落地终裁税率预期，预计出口总量将实现较快恢复。站在长期发展角度看，此次“双反”调查带来的影响预计将是短暂且有限的，我们仍然坚定看好中国本土轮胎龙头企业凭借日益提升的产品性能、逐步强化的品牌影响力以及日趋完善的渠道布局，有望在全球轮胎行业洗牌的历史潮流中向全球第二梯队进发，成长为世界级轮胎领军企业的前景。

风险因素

1) “双反”最终签发税率的不确定性；2) 其他国家/经济体对相关地区执行“双反”调查；3) 产品价格大幅下跌；4) 原材料价格波动。

投资建议

此次“双反”预计冲击有限，短暂扰动不改成长大势。从终裁税率看，此次“双反”税率大幅低于此前美国针对中国内地半钢胎执行的“双反”税率，因此我们预计泰国、越南等地半钢胎受到的出口冲击将会更弱，同时寻找替代市场、恢复出口总量的过程也将更快。虽然国内头部胎企多在泰国、越南拥有产能布局，但我们认为此次“双反”冲击有限且短暂，仍然坚定看好国内胎企的成长大势。

坚定看好国内轮胎领军企业向全球第二梯队进发。长期看我们仍然坚定看好中国本土轮胎龙头凭借日益提升的产品性能、逐步强化的品牌影响力以及日趋完善的渠道布局，有望在全球轮胎行业洗牌的历史潮流中向全球第二梯队进发，成长为世界级轮胎领军企业的前景。**重点推荐赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟，建议关注三角轮胎、浦林成山。**

赛轮轮胎：存在估值修复预期的国内轮胎龙头

国内轮胎领军企业，产能规模快速扩张。截至 2020 年底，公司拥有全钢胎产能 750

万条、半钢胎产能 4150 万条、工程胎产能 7.3 万吨。公司历史上通过收购、自建等方式实现产能快速扩张，成为业绩增长的基础。目前越南 ACTR 合资工厂 240 万条全钢胎、沈阳工厂 300 万条全钢胎、潍坊工厂 120 万条全钢胎；以及东营工厂 650 万条半钢胎、越南工厂 200 万条半钢胎、潍坊工厂 600 万条半钢胎以及柬埔寨工厂 500 万条半钢胎有望于 2021 年起陆续释放产能，看好未来业绩增长。

海外布局叠加品牌推广，看好公司跻身全球第二梯队。公司目前在越南拥有海外生产基地，全钢胎产能占比 37%，半钢胎产能占比 27%。同时在柬埔寨规划 500 万条半钢胎产能，公司预计将于 2022 年建成投产。此次美国针对东南亚等地半钢胎“双反”终裁税率落地，公司越南工厂对应税率为 6.23%，大幅低于其他相关企业税率，化挑战为机遇。我们看好公司凭借在全球销售渠道、品牌推广方面的持续发力，有望向全球第二梯队进发。

股权风险因素消除，有望迎来估值修复。自 2017 年新华联控股对公司“举牌”以来，公司估值端持续承压，显著低于行业平均。随着袁仲雪先生回归管理层以及成为实控人，公司股权结构逐渐清晰，管理模式实现变革。公司定增完成后实控人股份控制比例提升至 27.04%，控制权进一步稳固，我们看好股权风险因素消除带动公司估值修复。

风险因素：原材料价格大幅上涨；竞争加剧导致产品价格下跌；新增产能建设、投产进度不及预期。

投资建议：在全球轮胎行业洗牌的背景下，公司凭借产品、品牌、渠道持续发力有望跻身全球第二梯队。公司新增产能预计在 2021 年释放业绩，叠加股权风险因素消除带来估值修复预期，看好公司迎来戴维斯双击。考虑到行业需求恢复以及新产能投放进度超预期，上调公司 2021-2022 年归母净利润预测至 20.72/26.74 亿元（原预测为 19.64/23.26 亿元），新增 2023 年归母净利润预测为 32.52 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.68/0.87/1.06 元。考虑到行业整体估值水平提升以及公司估值修复预期，上调公司目标价至 13.5 元（对应 2021 年 20xPE，原目标价为 11 元），维持“买入”评级。

表 12：赛轮轮胎关键财务数据预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,128	15,405	20,285	24,113	28,351
营业收入增长率 YoY	10.5%	1.8%	31.7%	18.9%	17.6%
净利润(百万元)	1,195	1,491	2,072	2,674	3,252
净利润增长率 YoY	78.9%	24.8%	38.9%	29.1%	21.6%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.39	0.49	0.68	0.87	1.06
毛利率	25.9%	27.2%	26.8%	27.1%	27.4%
净资产收益率 ROE	16.9%	17.6%	18.4%	19.9%	20.3%
每股净资产 (元)	2.31	2.76	3.68	4.39	5.23
PE	24.6	19.7	14.2	11.0	9.1
PB	4.2	3.5	2.6	2.2	1.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 24 日收盘价

玲珑轮胎：配套先行者，“6+6”战略引领长期成长

国内配套先行者，打造“新零售”渠道布局。公司是国内轮胎行业龙头，截至 2020

年底拥有半钢胎产能 6370 万条、全钢胎产能 1210 万条，斜交胎产能 105 万条。公司长期坚定执行配套战略，2020 年已成功为大众全球、上汽通用别克品牌及凯迪拉克品牌、一汽红旗、广汽传祺、德国曼恩等全球知名车企进行配套，我们看好公司配套布局转化为长期品牌力的提升。同时公司 2020 年开启新零售元年，构建扁平化经销体系，有望提升国内零售运营效率，带来渠道边际增量。

产能扩张有序进行，塞尔维亚、吉林工厂有望从 2021 年开始释放业绩。公司通过自建方式实现产能持续扩张，2020 年新增半钢胎产能 270 万条，新增全钢胎产能 180 万条。目前公司在建塞尔维亚工厂（1200 万条半钢胎产能、160 万条全钢胎产能），预计将于 2021 年三季度进入试生产，在建吉林工厂（1200 万条半钢胎产能、200 万条全钢胎产能）公司预计全钢将于 2021 年 10 月进入试生产，半钢将于 2022 年 4 月进入试生产，湖北工厂产能也在有序扩张中，有望成为公司业绩持续增长的重要基础。

推出“6+6”战略规划，打开长期成长空间。公司在国内规划 6 个生产基地，目前已形成招远、德州、柳州、荆门、吉林五个生产基地。在海外规划 6 个生产基地，除目前泰国、塞尔维亚基地外，第 3 个海外基地规划 1700 万套高性能子午线及 2 万套非公路轮胎，预计 2025 年达产。公司规划 2030 年轮胎产销量突破 1.6 亿条，届时公司有望成长至全球前五的轮胎企业，看好未来成长空间。

风险因素：产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；产能释放不及预期；国际贸易摩擦风险；疫情控制不及预期拖累需求。

投资建议：我们坚定看好公司产能布局及品牌建设，作为配套先行者有望率先跻身国际二线头部。由于新项目建设进度快于预期，上调 2021-2022 年公司归母净利润预测至 26.63/32.23 亿元（原为 25.70/29.83 亿元），新增 2023 年预测 36.84 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 预测为 1.94/2.35/2.68 元。考虑到行业估值水平提升以及公司经营战略差异性带来更确定的成长性，并给予龙头估值溢价，上调公司目标价至 65 元（对应 2021 年 33xPE），维持“买入”评级。

表 13：玲珑轮胎关键财务数据预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17,164	18,383	22,776	26,951	29,997
营业收入增长率 YoY	12.2%	7.1%	23.9%	18.3%	11.3%
净利润(百万元)	1,668	2,220	2,663	3,223	3,684
净利润增长率 YoY	41.2%	33.1%	19.9%	21.0%	14.3%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.21	1.62	1.94	2.35	2.68
毛利率	26.5%	27.9%	27.3%	28.1%	28.3%
净资产收益率 ROE	15.1%	13.5%	14.4%	15.4%	15.6%
每股净资产（元）	8.03	12.02	13.47	15.22	17.18
PE	39.3	29.5	24.6	20.3	17.8
PB	5.9	4.0	3.5	3.1	2.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 24 日收盘价

森麒麟：国内轮胎新秀，智能制造构建生产优势

国内轮胎后起之秀，盈利能力引领行业。公司主营乘用车用半钢胎，17 寸及以上的大尺寸轮胎销量占比过半，主打美欧替换市场，产品销售均价相较国内头部企业高约 1/4。公司是行业内智能制造的先行者，单位收入所需生产工人数相较行业平均低约 40%，产品一次合格率行业领先，投资成本相较传统制造低超 20%。价格端、成本端双优势使公司净利率、ROE 引领行业。

产品性价比占优，配套、新零售为渠道增量。公司产品性能比肩全球一二线，轮胎性能测试结果国内排名领先，但价格相较全球龙头低约 10%~20%，性价比优势凸显。渠道端公司深耕海外经销，与全球大型经销商形成稳定合作关系，2019 年着力布局配套及国内“新零售”渠道，配套端定位国内外一线车厂，“新零售”端加速门店布局，形成未来渠道端主要增量。

新产能进入密集释放期，近三年业绩复合增速或超 30%。公司目前拥有半钢胎产能 2200 万条，青岛工厂拟通过智能化改造新增 300 万条产能有望于 2021 年投产；泰国工厂拟新增半钢胎产能 600 万条、全钢胎产能 200 万条也有望于 2021 年投产；此外公司规划在欧洲地区新设立第二个海外基地，规避贸易风险。我们测算公司近三年业绩增速有望高于国内头部企业，高弹性增长可期。

顺应国产化替代趋势，进军航空轮胎市场。我们测算中国民航用航空轮胎年需求约 20 万条，市场规模超 10 亿元。随着飞机国产化及飞机零部件国产化的趋势逐步显现，由海外龙头垄断的航空轮胎市场有望面临洗牌。公司经七年研发掌握航空胎核心技术，已拿到波音 737NG、中国商飞 ARJ21-700 认证证书，随着 8 万条航空胎产能于 2022 年投产，公司新增长点逐步显现。

风险因素：行业竞争激烈导致产品价格大幅下滑；原材料价格大幅波动；新项目建设、产能释放不及预期；国际贸易摩擦风险。

投资建议：森麒麟是国内轮胎后起之秀，凭借产品性价比领先、配套“新零售”双渠道发力以及智能制造带来的成本优势，公司有望在轮胎行业洗牌的背景下实现快速扩张。预计 2021 年公司将进入产能密集释放期，看好业绩增长弹性。维持 2021-2023 年公司归母净利润预测分别为 13.43/17.66/23.55 亿元，对应 EPS 预测分别为 2.07/2.72/3.62 元。维持目标价 48 元（对应 2021 年 23xPE）及“买入”评级。

表 14：森麒麟关键财务数据预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,579	4,705	6,114	8,269	10,684
营业收入增长率 YoY	9.7%	2.8%	29.9%	35.2%	29.2%
净利润(百万元)	741	981	1,343	1,766	2,355
净利润增长率 YoY	51.6%	32.4%	36.9%	31.5%	33.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.14	1.51	2.07	2.72	3.62
毛利率	32.2%	33.8%	32.9%	32.3%	32.7%
净资产收益率 ROE	20.5%	17.7%	19.8%	21.2%	22.6%
每股净资产（元）	5.56	8.54	10.44	12.85	16.07

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	28.1	21.2	15.5	11.8	8.8
PB	5.8	3.7	3.1	2.5	2.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 24 日收盘价

三角轮胎：商用、工程车胎龙头企业，布局航空胎产业

公司是国内商用车胎龙头。公司目前具备全钢胎 600 万条、工程胎产能 35 万条、半钢胎产能 1800 万条。其中全钢胎是公司拳头产品，利润占比超过 50%。在巨型工程子午胎领域，公司打破国际垄断，得到国内外消费者的高度认可，是国际工程机械巨头卡特彼勒最主要的全球配套供应商之一。

新增产能稳步释放，看好公司长期发展。公司目前具备轮胎产能 2400 万条以上，2020 年华茂工厂新增全钢胎产能 70 万条，华阳工厂新增半钢胎产能 280 万条，生产自动化水平提升，生产流程得到优化。公司美国工厂目前正在进行土地平整及厂房设计，看好未来建成投产后带动公司轮胎产销量进一步提升，看好公司长期发展。

布局航空胎业务，实现技术零突破。公司已建立航空轮胎试验室和航空子午胎生产线，具备小批量试制能力，在航空子午胎的材料、配方、结构、装备以及工艺等关键技术领域实现突破，2020 年 6 月公司研发的民用航空子午线轮胎 30×8.8R15 规格产品（A320 客机的前轮胎）通过中国民用航空总局的动态模拟试验。

风险因素：产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；产能释放不及预期；国际贸易摩擦风险；疫情控制不及预期拖累需求。

投资建议：我们看好公司在国内新增产能释放、海外产能布局双轮驱动下实现长期增长。考虑到原材料价格及产品价格波动，调整 2021-2022 年公司归母净利润预测至 11.66/12.47 亿元（原预测为 11.81/12.13 亿元），新增 2023 年归母净利润预测为 13.10 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 预测分别为 1.46/1.56/1.64 元。考虑到美国工厂建设进度不及预期，下调目标价至 20 元（原目标价为 23 元，对应 2021 年 14xPE），维持“买入”评级。

表 15：三角轮胎关键财务数据预测

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,941	8,535	8,864	9,032	9,135
营业收入增长率 YoY	5.7%	7.5%	3.9%	1.9%	1.2%
净利润(百万元)	847	1,060	1,166	1,247	1,310
净利润增长率 YoY	75.4%	25.1%	10.0%	6.9%	5.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.06	1.32	1.46	1.56	1.64
毛利率	22.9%	25.4%	25.4%	25.4%	25.3%
净资产收益率 ROE	8.4%	9.8%	10.0%	9.9%	9.7%
每股净资产（元）	12.59	13.58	14.63	15.71	16.83
PE	14.3	11.4	10.4	9.7	9.2
PB	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 5 月 24 日收盘价

赛轮轮胎利润表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	15,128	15,405	20,285	24,113	28,351
营业成本	11,216	11,214	14,845	17,589	20,595
毛利率	25.9%	27.2%	26.8%	27.1%	27.4%
税金及附加	74	59	92	110	129
销售费用	1,014	796	1,232	1,464	1,722
销售费用率	6.7%	5.2%	6.1%	6.1%	6.1%
管理费用	592	790	913	965	1,134
管理费用率	3.9%	5.1%	4.5%	4.0%	4.0%
财务费用	252	336	301	319	334
研发费用率	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
财务费用率	1.7%	2.2%	1.5%	1.3%	1.2%
研发费用	320	348	458	544	640
投资收益	51	(11)	27	27	27
EBITDA	2,358	2,798	3,697	4,534	5,308
营业利润	1,335	1,754	2,420	3,118	3,788
营业利润率	8.83%	11.38%	11.93%	12.93%	13.36%
营业外收入	13	9	12	12	12
营业外支出	26	41	32	32	32
利润总额	1,322	1,721	2,401	3,099	3,768
所得税	131	200	288	372	452
所得税率	9.9%	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	(4)	29	41	53	64
归属于母公司股东的净利润	1,195	1,491	2,072	2,674	3,252
净利率	7.9%	9.7%	10.2%	11.1%	11.5%

赛轮轮胎资产负债表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,812	4,369	7,322	9,236	12,291
存货	2,229	2,656	3,517	4,166	4,878
应收账款	1,565	1,889	2,488	2,957	3,477
其他流动资产	864	1,391	1,609	1,778	1,963
流动资产	8,471	10,306	14,936	18,137	22,609
固定资产	6,407	7,353	9,004	10,020	10,449
长期股权投资	430	590	590	590	590
无形资产	474	565	565	565	565
其他长期资产	2,096	2,242	1,469	1,469	1,469
非流动资产	9,407	10,750	11,628	12,644	13,073
资产总计	17,877	21,056	26,563	30,781	35,682
短期借款	3,687	2,815	3,707	4,406	5,181
应付账款	1,579	1,979	2,620	3,104	3,634
其他流动负债	3,200	6,073	7,186	8,011	8,960
流动负债	8,467	10,867	13,512	15,521	17,775
长期借款	1,904	1,203	1,203	1,203	1,203
其他长期负债	97	176	176	176	176
非流动性负债	2,001	1,379	1,379	1,379	1,379
负债合计	10,468	12,246	14,891	16,900	19,154
股本	2,700	2,699	3,064	3,064	3,064
资本公积	1,463	1,745	2,534	2,534	2,534
归属于母公司所有者权益合计	7,068	8,462	11,283	13,439	16,023
少数股东权益	341	348	389	442	505
股东权益合计	7,409	8,810	11,672	13,881	16,528
负债股东权益总计	17,877	21,056	26,563	30,781	35,682

赛轮轮胎现金流量表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	1,191	1,521	2,113	2,727	3,316
折旧和摊销	779	770	1,036	1,169	1,270
营运资金的变化	-691	464	-6	-42	-9
其他经营现金流	729	669	357	356	377
经营现金流合计	2,009	3,423	3,500	4,210	4,955
资本支出	-1,238	-1,547	-1,913	-2,185	-1,699
投资收益	51	-11	27	27	27
其他投资现金流	-177	-391	0	0	0
投资现金流合计	-1,363	-1,950	-1,886	-2,158	-1,672
权益变化	605	1	1,154	0	0
负债变化	1,286	-293	892	699	774
股利支出	-135	-270	-405	-518	-669
其他融资现金流	-1,171	-1,153	-301	-319	-334
融资现金流合计	584	-1,716	1,339	-138	-228
现金及现金等价物净增加额	1,229	-243	2,953	1,914	3,055

赛轮轮胎主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	10.5%	1.8%	31.7%	18.9%	17.6%
营业利润	81.7%	31.3%	38.0%	28.9%	21.5%
净利润	78.9%	24.8%	38.9%	29.1%	21.6%
利润率 (%)					
毛利率	25.9%	27.2%	26.8%	27.1%	27.4%
EBITDA Margin	15.6%	18.2%	18.2%	18.8%	18.7%
净利率	7.9%	9.7%	10.2%	11.1%	11.5%
回报率 (%)					
净资产收益率	16.9%	17.6%	18.4%	19.9%	20.3%
总资产收益率	6.7%	7.1%	7.8%	8.7%	9.1%
其他 (%)					
资产负债率	58.6%	58.2%	56.1%	54.9%	53.7%
所得税率	9.9%	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
股利支付率	22.6%	27.1%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

玲珑轮胎利润表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	17,164	18,383	22,776	26,951	29,997
营业成本	12,614	13,253	16,552	19,375	21,508
毛利率	26.5%	27.9%	27.3%	28.1%	28.3%
税金及附加	98	105	130	154	171
销售费用	1,064	963	1,412	1,671	1,860
销售费用率	6.2%	5.2%	6.2%	6.2%	6.2%
管理费用	520	509	683	809	900
管理费用率	3.0%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用	321	392	145	141	132
研发费用率	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
财务费用率	1.9%	2.1%	0.6%	0.5%	0.4%
研发费用	730	763	946	1,119	1,246
投资收益	(4)	9	8	8	8
EBITDA	3,050	3,865	4,456	5,389	6,050
营业利润	1,648	2,319	2,892	3,675	4,199
营业利润率	9.60%	12.61%	12.70%	13.64%	14.00%
营业外收入	22	16	19	19	19
营业外支出	5	24	32	32	32
利润总额	1,665	2,311	2,879	3,662	4,186
所得税	(2)	91	216	439	502
所得税率	-0.1%	3.9%	7.5%	12.0%	12.0%
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	1,668	2,220	2,663	3,223	3,684
净利率	9.7%	12.1%	11.7%	12.0%	12.3%

玲珑轮胎资产负债表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,744	4,287	5,941	7,842	9,929
存货	2,759	2,875	3,590	4,202	4,665
应收账款	2,720	2,751	3,408	4,033	4,489
其他流动资产	1,384	1,988	2,428	2,837	3,159
流动资产	10,606	11,901	15,368	18,914	22,242
固定资产	11,612	11,813	13,659	14,652	15,358
长期股权投资	0	30	30	30	30
无形资产	761	769	769	769	769
其他长期资产	3,601	4,786	4,103	4,318	4,892
非流动资产	15,974	17,398	18,561	19,768	21,049
资产总计	26,581	29,299	33,929	38,683	43,291
短期借款	3,279	1,565	1,938	2,294	2,553
应付账款	2,097	2,471	3,086	3,613	4,011
其他流动负债	5,377	7,130	8,688	10,058	11,217
流动负债	10,753	11,166	13,712	15,965	17,781
长期借款	2,374	1,078	1,078	1,078	1,078
其他长期负债	2,422	543	636	729	823
非流动性负债	4,796	1,620	1,714	1,807	1,900
负债合计	15,549	12,787	15,426	17,772	19,681
股本	1,200	1,374	1,374	1,374	1,374
资本公积	2,666	6,806	6,806	6,806	6,806
归属于母公司所有者权益合计	11,026	16,506	18,496	20,905	23,604
少数股东权益	6	6	6	6	6
股东权益合计	11,032	16,512	18,502	20,911	23,609
负债股东权益总计	26,581	29,299	33,929	38,683	43,291

玲珑轮胎现金流量表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	1,667	2,220	2,663	3,223	3,684
折旧和摊销	1,063	1,162	1,432	1,586	1,732
营运资金的变化	-139	377	252	152	244
其他经营现金流	208	532	196	183	148
经营现金流合计	2,800	4,292	4,543	5,144	5,808
资本支出	-2,627	-2,449	-2,021	-2,220	-2,439
投资收益	-4	9	8	8	8
其他投资现金流	307	33	-526	-526	-526
投资现金流合计	-2,323	-2,408	-2,539	-2,738	-2,956
权益变化	0	1,979	0	0	0
负债变化	-779	-2,696	467	449	353
股利支出	-360	-516	-673	-814	-985
其他融资现金流	-506	-47	-145	-141	-132
融资现金流合计	-1,645	-1,280	-350	-506	-765
现金及现金等价物净增加额	-1,168	604	1,654	1,900	2,087

玲珑轮胎主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	12.2%	7.1%	23.9%	18.3%	11.3%
营业利润	28.9%	40.7%	24.7%	27.1%	14.3%
净利润	41.2%	33.1%	19.9%	21.0%	14.3%
利润率 (%)					
毛利率	26.5%	27.9%	27.3%	28.1%	28.3%
EBITDA Margin	17.8%	21.0%	19.6%	20.0%	20.2%
净利率	9.7%	12.1%	11.7%	12.0%	12.3%
回报率 (%)					
净资产收益率	15.1%	13.5%	14.4%	15.4%	15.6%
总资产收益率	6.3%	7.6%	7.8%	8.3%	8.5%
其他 (%)					
资产负债率	58.5%	43.6%	45.5%	45.9%	45.5%
所得税率	-0.1%	3.9%	7.5%	12.0%	12.0%
股利支付率	30.9%	30.3%	30.6%	30.6%	30.6%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

森麒麟利润表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,579	4,705	6,114	8,269	10,684
营业成本	3,106	3,115	4,100	5,599	7,186
毛利率	32.2%	33.8%	32.9%	32.3%	32.7%
税金及附加	16	18	23	32	41
销售费用	212	134	202	273	353
销售费用率	4.6%	2.9%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	162	166	218	295	381
管理费用率	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
财务费用	148	102	34	35	36
研发费用率	1.4%	1.9%	1.6%	1.6%	1.7%
财务费用率	3.2%	2.2%	0.6%	0.4%	0.3%
研发费用	65	89	96	135	181
投资收益	(3)	(15)	0	0	0
EBITDA	1,305	1,504	1,868	2,491	3,264
营业利润	784	1,049	1,394	1,829	2,426
营业利润率	17.13%	22.29%	22.80%	22.12%	22.71%
营业外收入	0	3	1	1	2
营业外支出	22	42	22	29	31
利润总额	762	1,009	1,373	1,801	2,397
所得税	21	29	31	35	42
所得税率	2.8%	2.9%	2.2%	2.0%	1.8%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	741	981	1,343	1,766	2,355
净利率	16.2%	20.8%	22.0%	21.4%	22.0%

森麒麟资产负债表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	905	1,620	1,086	1,390	1,676
存货	790	794	1,045	1,427	1,831
应收账款	446	462	600	812	1,049
其他流动资产	227	381	441	532	631
流动资产	2,367	3,257	3,171	4,161	5,187
固定资产	3,468	3,285	3,406	4,785	5,786
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	193	151	151	151	151
其他长期资产	378	1,044	2,487	2,175	2,766
非流动资产	4,039	4,480	6,043	7,110	8,703
资产总计	6,406	7,737	9,215	11,271	13,890
短期借款	106	166	141	191	246
应付账款	497	580	764	1,043	1,339
其他流动负债	795	863	948	1,111	1,289
流动负债	1,397	1,610	1,853	2,345	2,874
长期借款	1,307	452	452	452	452
其他长期负债	92	126	126	126	126
非流动性负债	1,399	577	577	577	577
负债合计	2,796	2,187	2,430	2,922	3,451
股本	581	650	650	650	650
资本公积	1,166	2,306	2,306	2,306	2,306
归属于母公司所有者权益合计	3,610	5,550	6,785	8,349	10,439
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	3,610	5,550	6,785	8,349	10,439
负债股东权益总计	6,406	7,737	9,215	11,271	13,890

森麒麟现金流量表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	741	981	1,343	1,766	2,355
折旧和摊销	395	393	460	654	830
营运资金的变化	228	238	-228	-314	-347
其他经营现金流	230	69	81	107	116
经营现金流合计	1,594	1,681	1,656	2,213	2,954
资本支出	-483	-935	-2,024	-1,721	-2,423
投资收益	-3	-15	0	0	0
其他投资现金流	-3	-190	0	0	0
投资现金流合计	-490	-1,141	-2,024	-1,721	-2,423
权益变化	0	1,234	0	0	0
负债变化	-468	-912	-25	50	56
股利支出	0	0	-108	-201	-265
其他融资现金流	-266	-216	-34	-35	-36
融资现金流合计	-734	106	-167	-187	-246
现金及现金等价物净增加额	370	646	-535	305	286

森麒麟主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	9.7%	2.8%	29.9%	35.2%	29.2%
营业利润	56.4%	33.7%	32.9%	31.2%	32.7%
净利润	51.6%	32.4%	36.9%	31.5%	33.4%
利润率 (%)					
毛利率	32.2%	33.8%	32.9%	32.3%	32.7%
EBITDA Margin	28.5%	32.0%	30.5%	30.1%	30.5%
净利率	16.2%	20.8%	22.0%	21.4%	22.0%
回报率 (%)					
净资产收益率	20.5%	17.7%	19.8%	21.2%	22.6%
总资产收益率	11.6%	12.7%	14.6%	15.7%	17.0%
其他 (%)					
资产负债率	43.6%	28.3%	26.4%	25.9%	24.8%
所得税率	2.8%	2.9%	2.2%	2.0%	1.8%
股利支付率	0.0%	11.0%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

三角轮胎利润表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,941	8,535	8,864	9,032	9,135
营业成本	6,123	6,366	6,615	6,741	6,822
毛利率	22.9%	25.4%	25.4%	25.4%	25.3%
税金及附加	67	60	62	64	64
销售费用	471	366	380	387	392
销售费用率	5.9%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
管理费用	241	220	228	233	235
管理费用率	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
财务费用	17	49	36	12	(3)
研发费用率	2.3%	5.3%	4.0%	3.5%	3.0%
财务费用率	0.2%	0.6%	0.4%	0.1%	0.0%
研发费用	179	450	355	316	274
投资收益	108	155	131	131	131
EBITDA	1,426	1,740	1,869	1,950	2,017
营业利润	984	1,231	1,353	1,446	1,518
营业利润率	12.39%	14.42%	15.26%	16.01%	16.62%
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	7	10	8	8	8
利润总额	979	1,223	1,346	1,439	1,512
所得税	132	163	180	192	202
所得税率	13.5%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	847	1,060	1,166	1,247	1,310
净利率	10.7%	12.4%	13.2%	13.8%	14.3%

三角轮胎资产负债表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,767	1,857	1,928	2,855	4,169
存货	1,081	873	908	925	936
应收账款	638	729	757	772	781
其他流动资产	5,463	7,190	7,230	7,251	7,263
流动资产	8,949	10,650	10,823	11,802	13,149
固定资产	5,272	4,981	4,771	4,550	4,256
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	451	441	428	414	402
其他长期资产	403	583	421	259	162
非流动资产	6,126	6,004	5,619	5,223	4,819
资产总计	15,075	16,654	16,442	17,025	17,968
短期借款	645	1,543	349	0	0
应付账款	2,363	2,404	2,498	2,546	2,577
其他流动负债	1,541	1,254	1,296	1,317	1,330
流动负债	4,549	5,200	4,143	3,863	3,907
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	455	592	592	592	592
非流动性负债	455	592	592	592	592
负债合计	5,004	5,793	4,735	4,455	4,499
股本	800	800	800	800	800
资本公积	5,225	5,225	5,225	5,225	5,225
归属于母公司所有者权益合计	10,071	10,860	11,706	12,569	13,467
少数股东权益	1	1	1	2	2
股东权益合计	10,071	10,861	11,708	12,570	13,469
负债股东权益总计	15,075	16,654	16,442	17,025	17,968

三角轮胎现金流量表（百万元）

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	847	1,060	1,167	1,247	1,310
折旧和摊销	430	468	487	499	508
营运资金的变化	120	-92	30	15	10
其他经营现金流	-21	-90	-109	-136	-151
经营现金流合计	1,377	1,346	1,574	1,626	1,678
资本支出	-156	-61	-103	-103	-104
投资收益	108	155	131	131	131
其他投资现金流	-575	-1,362	18	18	18
投资现金流合计	-624	-1,269	47	46	45
权益变化	0	0	0	0	0
负债变化	-241	623	-1,194	-349	0
股利支出	-160	-280	-320	-385	-412
其他融资现金流	-37	-32	-36	-12	3
融资现金流合计	-437	311	-1,550	-745	-409
现金及现金等价物净增加额	316	388	72	927	1,314

三角轮胎主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	5.7%	7.5%	3.9%	1.9%	1.2%
营业利润	79.2%	25.1%	9.9%	6.9%	5.0%
净利润	75.4%	25.1%	10.0%	6.9%	5.1%
利润率 (%)					
毛利率	22.9%	25.4%	25.4%	25.4%	25.3%
EBITDA Margin	18.0%	20.4%	21.1%	21.6%	22.1%
净利率	10.7%	12.4%	13.2%	13.8%	14.3%
回报率 (%)					
净资产收益率	8.4%	9.8%	10.0%	9.9%	9.7%
总资产收益率	5.6%	6.4%	7.1%	7.3%	7.3%
其他 (%)					
资产负债率	33.2%	34.8%	28.8%	26.2%	25.0%
所得税率	13.5%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
股利支付率	33.1%	30.2%	33.0%	33.0%	33.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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；韩国市场以科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性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。