



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

敲响轮胎消费时代的钟声！

化工行业

2021 年 5 月 9 日

证券研究报告

行业研究

策略报告

行业名称 化工行业

投资评级

上次评级

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: +86 010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: +86 010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

敲响轮胎消费时代的钟声!

2021年05月09日

本期内容提要:

- **轮胎是否具有消费品?** 轮胎是差异化的产品,但是否是消费品,进一步的,中国的轮胎是否是消费品?首先,从国际龙头来看,米其林通过《米其林指南》打造了其高端形象,而倍耐力则通过倍耐力年历直接与奢侈品相关,其消费属性凸显。那么为何在国内,轮胎市场的消费属性认知并不高呢?其关键在于国内的需求结构。以运动鞋对比,40年前,国内的运动鞋消费是无差异化的;30年前,国内的运动鞋消费出现了品类差异,但品牌差异仍不显著;20年前,国际品牌消费需求开始出现;10年前,中国的消费品牌开始崛起。这个过程,核心伴随的是国内消费者对于产品性能认知的差异,消费者有了对于大底材料、中底设计、防侧翻结构、缓震技术、包裹性等等性能指标的感知和不同场合不同应用的需求,进而对于不同品牌有了不同认知。而目前国内的轮胎消费,仍属于低频率替换阶段,因此对于轮胎的高端性能的认识仍然较弱,这才是轮胎消费属性在国内不突出的原因!
- **中美市场对比:美国消费需求丰富,市场最为广阔。** 国内尽管处于消费属性仍不突出的阶段,但在全球,尤其是在美国市场,轮胎的消费属性却十分突出。第一,美国是全球最大的轮胎消费市场,我们从汽车保有量、轮胎需求结构、轮胎消费金额三个数据进行测算,美国轮胎市场是中国轮胎市场的3倍以上。而从龙头企业区域市场的分布同样可以得到这样的结论。进一步观察中美市场的轮胎结构,我们发现,同样的产品,在美国销售价格更高。美国对大尺寸、高性能轮胎需求更多。中美对高性价比轮胎接受度不同。综合而言,美国是全球最大的轮胎消费时候出那个,需求层次丰富,有好的产品,在美国就有对应层次的消费者需求,就可以得到产品价值对应的回报。中国市场有巨大的潜力,中国的汽车保有量必将不断的增长,汽车后市场的消费也会更加成熟,消费者的层次也会更加多样。
- **美国市场谁主沉浮?中国品牌崭露头角。** 美国是全球最大,也是利润最丰厚的市场,全球的轮胎品牌都在美国这个成熟的市场中进行竞争,美国市场的现状很大程度反映了轮胎品牌的竞争力。从品牌市占率来看,在北美,占据配套轮胎市场霸主地位的,自然是北美自主轮胎品牌的霸主——固特异。除此以外,基本反映了全球轮胎的主要排行情况。在替换市场呈现出类似的格局,但值得注意的是,在乘用车替换市场,中国的轮胎品牌森麒麟、赛轮都占据1%以上份额;在轻卡市场,赛轮占据了1%的份额;在重卡市场,双钱、风神、三角、赛轮、中策占据了1%以上的份额。在美国市场,中国的龙头轮胎企业已经获得了一定的品牌认可,崭露头角。
- **相关标的:赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎**
- **风险因素:** 贸易制裁的风险,轮胎销售不及预期的风险

目 录

轮胎是否是消费品？	5
以运动鞋理解轮胎	7
运动鞋和轮胎有很多相似之处	7
我们还是在鞋磨破时才换新吗？	7
我们为什么买中国品牌的运动鞋？	7
中美轮胎消费市场对比	9
中美轮胎消费市场存在结构性差异	9
韩泰轮胎的选择	13
中美轮胎市场上同样的产品不同的价格	15
美国轮胎市场：谁主沉浮？	18
轮胎消费量	18
品牌市场份额	20
北美替换市场轮胎主流需求规格	23
北美替换市场品牌价格档次	25
风险因素	28

表 目 录

表 1：2020 年美国分车型销量前 10	10
表 2：2020 年中国乘用车销量 Top12 车型	10

图 目 录

图 1：米其林指南	5
图 2：倍耐力年历	6
图 3：2019 年米其林市场分布（%）	11
图 4：2019 年普利司通市场分布（%）	11
图 5：2019 年固特异市场分布及平均单价（美元/条）	11
图 6：2019 年德国大陆市场分布（%）	11
图 7：2019 年住友市场分布（%）	11
图 8：2019 年倍耐力市场分布（%）	11
图 9：2019 年韩泰市场分布及 18 寸以上占比（%）	12
图 10：2019 年横滨市场分布（%）	12
图 11：2019 年全球乘用车轮胎替换市场消费量分布（亿条）	12
图 12：美国家庭汽车保有量分布	13
图 13：韩国韩泰轮胎年收入及全球市占率（亿美元）	14
图 14：韩泰轮胎季度收入分布（百万美元）	14
图 15：中美轮胎价格对比（元/条）	16
图 16：美国乘用车轮胎销量（百万条）	18
图 17：美国轻卡轮胎销量（百万条）	19
图 18：美国中重卡轮胎销量（百万条）	19
图 19：北美原配市场乘用车轮胎品牌份额	20
图 20：北美替换市场乘用车轮胎品牌份额	21
图 21：北美替换市场轻卡轮胎品牌份额	22
图 22：北美替换市场重卡轮胎品牌份额	23
图 23：北美替换市场乘用车轮胎规格份额	24
图 24：北美替换市场轻卡轮胎规格份额	24
图 25：北美替换市场中重卡轮胎规格份额	24
图 26：北美替换市场乘用车轮胎规格 225/65R17 市场价（美元/条）	25

图 27: 北美替换市场轻卡轮胎规格 265/70R17 市场价 (美元/条)	26
图 28: 北美替换市场中重卡轮胎规格 295/75R22.5 市场价 (美元/条)	26

轮胎是否是消费品？

轮胎是差异化的产品，这所有人都承认。同牌号的化工品价格相同，而同规格的轮胎价格方差却很大，高中低端的产品价格相差数倍。这给了轮胎企业向上更大的发挥空间，产品向上进步，价格的天花板很高。

那么轮胎是否属于消费品？

目前国内认同轮胎属于消费品的人不多。

- 至 2020 年底我国乘用车保有量 2.5 亿辆，但人口 14 亿决定了拥有汽车依然是少部分人。虽然每个人生活中都要乘车，但大部分人仍与轮胎消费无缘。
- 而在拥有汽车的人群中，首先大家感觉到的是轮胎是买车时配套的，不是自己独立的消费行为。
- 在拥有汽车并更换轮胎的人群中，除非意外破损而更换，轮胎使用六七年而仍舍不得更换的现象在我国也非常常见。这种极低频率的购买也谈不上消费属性。

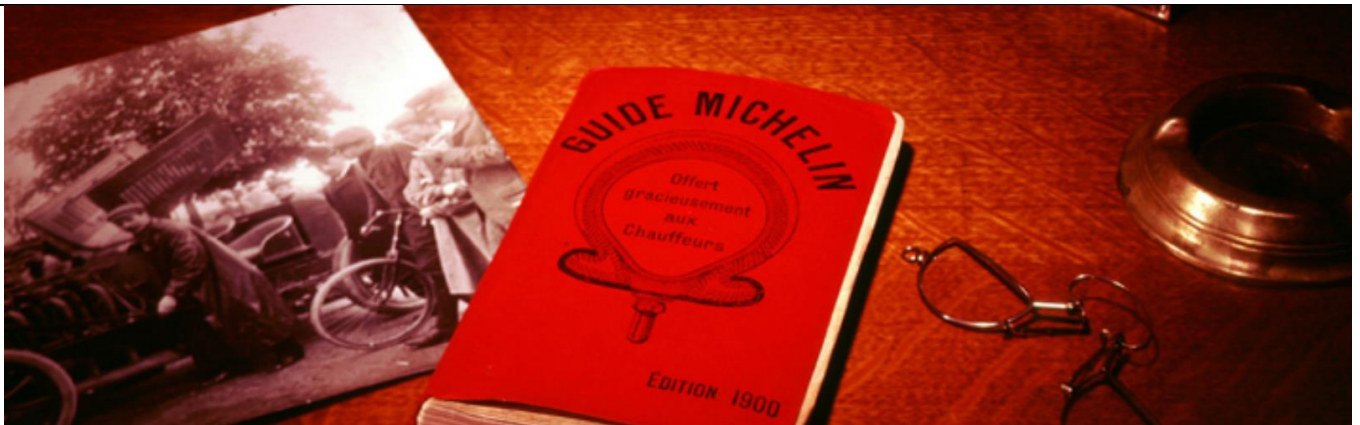
轮胎，似乎是一个必不可少，但只要在它正常工作时不会有人愿意多看一眼的，汽车身上最接近尘土的部件。

但是，我们再看两个全球时尚届的风向标小册子——《米其林指南》和被称为 THE CAL 的《倍耐力年历》。

米其林是全球最大的轮胎生产商，创立于 1889 年。1900 年，在全法国的公路上行驶的汽车还不到 3000 辆。那时，驾车旅行往往意味着一个不折不扣的冒险。然而，米其林兄弟坚信，汽车行业有着远大的前程。为了推动汽车业的发展，同时也为了促进米其林集团的成长，他们决定为驾驶者提供一本旨在使旅行更便利、又能促进移动性进步的小册子。这本小册子就是后来大名鼎鼎的米其林指南。

今天米其林评级餐厅已经成为全球最有影响力的美食爱好者的圣经，吸引无数人去寻觅打卡三星餐厅乐此不疲。

图 1：米其林指南



资料来源：Michelin，信达证券研发中心

倍耐力是全球第五大轮胎生产商，虽然规模不拔尖，但在产品上却是最高端性能的轮胎，F1 方程式赛事唯一指定轮胎赞助商。倍耐力的总部位于全球时尚之都米兰，其上市时对标的可比公司是 PRADA。1960 年开始倍耐力为配合自己的市场营销，推出了每年一期的倍耐力年历，邀请一名全球知名摄影师拍摄 12 名女星，制作成的年历限量印刷，赠予欧洲各国皇室。至今其依然不公开销售，但数字时代大家可以看到其电子版。今天倍耐力年历的影响力在全球时尚界堪比“春晚”，全球摄影师和影视明星、模特以名字登上年历为荣，身价往往倍增。中国影视明星张曼玉、章子怡、姚晨、李宇春曾登上倍耐力年历。

图 2: 倍耐力年历



资料来源: Pirelli, 信达证券研发中心

这两项时尚风尚标与傻大黑粗的轮胎放在一起, 似乎非常违和。那么, 这两个事物如果能相提并论的话, 一定是我们对其中一样的定位错了, 是我们对美食和美人的判断错了么?



以运动鞋理解轮胎

运动鞋和轮胎有很多相似之处

它们都用橡胶制作，都是接触地面的末端，负责用摩擦力制造向前的运动。

今天，大家都认为运动鞋无疑是消费品，但 40 年前它是吗？

40 年前，学校里所有的孩子们都穿着同一个样式的双星“白球鞋”。

30 年前，我们的生活中开始出现一种叫做“旅游鞋”的东西，大家脚上出现了差异化。

20 年前，大家运动时，向往能穿上耐克、阿迪达斯，甚至无所谓款式，只要有“勾”和“三道杠”。运动鞋到了消费品牌的阶段。

10 年前开始，很多人开始消费李宁、安踏，但并不要把这简单的归为进口替代的逻辑，因为也有很多人与此相反——消费升级，开始穿 AJ、安德玛，或者亚瑟士、鬼冢虎的专业跑鞋。这个时候的消费者不再是仅消费品牌，而是开始关注大底材料、中底设计、防侧翻结构、缓震技术、包裹性等等性能指标，消费没有中外的界限，而是消费者开始明确知道自己想要什么时，才进入消费时代。

我们还是在鞋磨破时才换新吗？

相信以前是的，而且以前街上也会见到补鞋的地摊。但是现在谁还会磨破鞋子才买新的呢？我们会因为旧鞋松垮不舒适了而换新，我们会因为新款更好看而换新。

再好的米其林轮胎，在日晒雨淋三四年后，或者在花纹几乎磨平之后，并不再是当年新落地时候的性能了，刹车距离变了，雨天抓地力差了，某次急刹车时爆胎的风险增大了。轮胎是要等到磨破才消费换新吗？再设想一个情景，可能我们自己是清楚风险的，但让我们想再将就一下的理由，是对每条 1000 元的米其林的踌躇，和对每条 500 元国产轮胎的犹豫。然而，很多人没想过的是，500 元的国产轮胎肯定比不了 1000 元的米其林，但是一条新的国产轮胎不比 5 年的老米其林更安全吗？

甚至，我们的鞋柜里仅有一双鞋吗？不说正装、休闲鞋，即便是运动鞋的门类下，跑步、篮球、羽毛球也要备不同鞋。而在轮胎消费上，我们普遍还没有为一辆车备雪地轮胎、越野轮胎。这些消费行为不是不存在，而是目前在我们身边还不多见。

我们为什么买中国品牌的运动鞋？

最近十年，李宁、安踏的运动鞋开始越来越多的出现在身边的运动场上，李宁高端产品也同时价格不菲了。那么是进口替代的逻辑吗？但是最近十年身边也有很多人消费 AJ、三叶草、鬼冢虎、亚瑟士、安德玛等高端、小众的外资品牌产品了。

罗永浩曾在一个题为《天生骄傲》的演讲中说“我们不屑于用民族主义打动同胞”。对于消费者，厂商就是该专心做出更好的商品去打动，而不是靠别的因素。

我们在很多消费品都会看到，我们开始制造这个产品，取得进步，比那些国际大牌的产品还存在一些差距，但是能用是没问题的，不过比国际大牌便宜很多。这时我们会以性价比和民族品牌为卖点来吸引消费者。首先，性价比是存在的，但在消费品里面是无意义的，因为消费品给消费者带来的效用是多样的，而多付出的成本对每个消费者的效用是不同的。消费升级指的就是我们开始愿意付出一大笔钱去买一小块性能的提升。如果消费者目前的消费水平还不能出现消费升级，也就是消费者还仅仅认为“能用就行”是其诉求的话，再披上“民族品牌”这个大义的话，很容易实现国产替代。但是，对于国内厂商，这并不是个好事情。因为能用就行的话，消费一双几十元的解放鞋或者回力鞋，谁又能穿得烂呢？当消费者对于产品没有性能的识别能力、识别意识和识别需求的时候，会从追求品牌导向另一个极端，就是追求最低价，因为反正买哪个都一样用，不用花冤枉钱。

今天的运动鞋消费者，买耐克不是因为崇洋，买李宁不是图便宜。运动鞋的消费者进入了性能指标的辨识时代。这个时候的消费者不再是仅消费品牌，而是开始关注大底材料、中底设计、防侧翻结构、缓震技术、包裹性等等性能指标，消费没有中外的界限，而是消费者开始明确知道自己想要什么时，才进入消费时代。今天消费一双 800 元的李宁高端跑鞋不是因为品牌，而是因为这种产品上包含了最前沿的技术特性，而类似包含前沿技术的国际品牌产品价格要在 2000 以上。是对性能的辨识和追求，做出这种选择。试想，如果消费者对于跑鞋没有任何性能要求，能穿上慢跑就行，那么追求品牌的消费者，可以买入入门款 500 元的国际品牌，务实的消费者，可以买入入门款 200 元的李宁。

那么中国的消费者目前是否能分辨轮胎性能的差异？卡车司机和私家车主谁更懂轮胎？

我们还未进入轮胎消费时代

卡车司机更懂轮胎，而私家车主对轮胎的认识尚不足。

转向轴上 2 个轮子，驱动轴上 8 个轮子，拖车上 3 个轴 12 个轮子，一辆重卡 22 条轮胎，一年跑物流运输 20 万公里，每年换 20 多条轮胎属于正常。因此，卡车司机是经常消费轮胎的，体验过各种不同品牌轮胎的不同的，甚至每名卡车司机都要记录每条轮胎换上、换下的时间和对应里程的。卡车司机发现我国自主品牌轮胎性价比更高，中国品牌开始挤占外资品牌市场。然而像前面提到的，品牌信仰破掉后，倒向了低价极端。中国产品本来已经属于经济型产品了，在中国产品内部又分化出一个经济型产品层次，也称为不三包轮胎。轮胎属于法定三包产品。而卡车司机偏好不要商家的三包责任，只要求价格降得更低。生产这样的产品，国内的大厂也没有额外的优势，跟山东上百家小企业一起陷入极端的低价同质化竞争中。而当卡车司机的消费经验增加，发现好产品即便贵一些但按里程算下来更划算的时候，低价产品开始逐渐退出市场。大厂们过硬的产品也可以在市场上得到价值体现的时候，也可以实现可观的利润率了。此时，中国的卡车司机对轮胎有了性能的辨识能力时，国内的卡车胎市场成为了真正的消费市场。

而中国的私家车主们消费轮胎的经验却不多。虽然我们最近十年一直是全球第一大汽车产销国，但普及用车的时间还不算长，加上我们的使用习惯中每年行驶的里程并不长，所以买车已经六七年但没换过轮胎也是很常见。我们大多数车主并没有消费过两个以上不同品牌的轮胎。尚没有对比，何来懂得呢？所以私家车主目前消费轮胎第一看重品牌，第二看重原配，其实本质就是在对轮胎不太了解的情况下，通过品牌和配套来背书。而有一部分车主开始尝试中国品牌的乘用车轮胎，那么无疑是低价偏好更强的群体开始，然后慢慢向上延伸。除了低价车型的车主在选轮胎时去尝试经济型轮胎的动力更强外，另一个我国的国情是，低价车型车主的行程里程更长，更换轮胎频率更短。

那么谁是典型的轮胎消费市场？



中美轮胎消费市场对比

中美轮胎消费市场存在结构性差异

周期品的市场上，无差别客户接受无差别的产品，企业要向内挖潜，通过资源、技术控制成本。而消费品市场上，是差异化的客户接受差异化的产品，企业必须要研究客户。

煤炭的热值和价格之比可能呈现一个常数，而绝大部分消费品的性能效用和价格之比则不是常数。

如果厂商 B 提供的商品性能有 80 分，价格为 80 元；也会存在厂商 A 提供的商品性能有 100 分，但价格为 200 元。理性的选择并非只有一个，因为额外的 120 元对每个消费者的边际效用是不同的。并且，也会存在厂商 C 提供性能为 30 分价格为 50 元的商品。

作为厂商不要抱怨消费者不理性，也不要试图教育消费者，而是要搞清楚两件事，第一，自己有能力提供哪种商品？第二，需要这种商品的消费者在哪里？然后把商品卖给他们。

中美汽车存量接近

中美是全球 GDP 排行一二的国家，中国又是人口第一大国，很多人朴素的认为中国是全球第一大消费市场，至少体量是不输美国的。但轮胎消费市场真相是否如此？下面就层层递进研究一下二者轮胎市场的对比关系。

首先是新车销量，十年前中国即超过了美国，成为全球第一大汽车产销国。2020 年中国乘用车销量 1976 万辆，美国乘用车销量 1460 万辆，从这个角度看，至少从数量上，中国配套轮胎的需求超过美国。

然而轮胎的主体需求市场是存量车市场。根据我国公安部和美国交通部的数据，2020 年中美的汽车保有量都达到了 2.8 亿辆，旗鼓相当。本文我们要重点讨论乘用车轮胎，那么根据我国国家统计局的数字，2020 年我国小型载客汽车的保有量是 2.2 亿辆。而美国交通部的数据显示乘用车的保有量在 2.5 亿辆。美国的存量市场更大。

中美轮胎消费市场金额差异悬殊

但是车的数量不等于轮胎的消费量，更不等于轮胎消费额。尤其是金额要远比数量重要，因为轮胎规格方差很大，单价的差异倍数甚至可能超过一个数量级。由于没有权威机构数据统计各国轮胎消费市场的大小。下面本文用两个方法做一个对比关系的推算：

方法一：存量车轮胎总价值模型

中美 2020 年的乘用车新车销量、保有量差异并不是特别大，但再深一层要考虑车型不同。

Motor Intelligence 公布了 2020 年美国乘用车销量前 10 名的车型和销量，可以看到以皮卡和 SUV 为主。我们查询其使用的轮胎规格，并且假设它们都用中档的轮胎品牌韩泰，在 SimpleTire 网站上查询对应规格轮胎的单价。每辆车使用 4 条轮胎，可以算出 Top10 车型合计销量下，使用轮胎的金额。Top10 车型合计销量约 400 万辆，大约占 2020 年美国新车销量的 30%，样本足够大。我们假设美国 2.5 亿辆存量车的结构与这 400 万辆相同。因此把 400 万辆使用的轮胎金额按比例放大到 2.5 亿辆。

表 1: 2020 年美国分车型销量前 10

名次	车型	销量 (万辆)	轮胎规格	单价 (美元)
1	福特 F 系	78.7	275/55R20	189
2	雪佛兰 Silverado	59.4	275/50R22	212
3	Ram 1500	56.4	275/60R20	165
4	丰田 RAV4	43.0	235/55R19	178
5	本田 CRV	33.4	235/60R18	158
6	丰田凯美瑞	29.4	235/45R18	173
7	雪佛兰 Equinox	27.1	225/65R17	139
8	本田思域	26.1	215/50R17	103
9	GMC Sierra	25.3	275/65R20	245
10	丰田 Tacoma	23.9	245/75R16	168

资料来源: Motor Intelligence, SimpleTire, 信达证券研发中心

我国的乘联会公布了 2020 年我国乘用车销量排行, 把前 12 名的车型的销量累加的话大约是 400 万辆, 与美国的 Top10 车型可以对比。我们查询 Top10 车型使用的轮胎规格, 并且假设它们都用中档的轮胎品牌韩泰, 在我国轮胎电商平台途虎网站上查询对应规格轮胎的单价。每辆车使用 4 条轮胎, 可以算出 Top12 车型合计销量下, 使用轮胎的金额。我们假设 2.2 亿辆存量车的结构与这 400 万辆相同。因此把 400 万辆使用的轮胎金额按比例放大到 2.2 亿辆。

表 2: 2020 年中国乘用车销量 Top12 车型

名次	车型	销量 (万辆)	轮胎规格	单价 (元)
1	轩逸	54.1	195/60R16	339
2	朗逸	44.9	195/65R15	299
3	五菱宏光	39.6	185/65R14	199
4	哈弗 H6	36.4	235/60R18	489
5	卡罗拉	35.7	196/65R15	412
6	宝来	34.5	195/65R15	299
7	速腾	31.2	205/60R16	425
8	英朗	30.5	205/55R16	309
9	长安 CS75	26.2	225/65R17	329
10	本田 CRV	24.3	235/60R18	489
11	思域	24.3	215/50R17	499
12	帝豪	23.2	195/65R15	299

资料来源: 乘联会, 途虎, 信达证券研发中心

仅是直观的观察也会看出中美轮胎市场差异很大。美国销量 Top3 的车型全部是皮卡, 我国销量 Top3 车型是两款 A 级紧凑型轿车和一款 A0 级微型车。美国销量 Top10 的车型中有 5 款皮卡、3 款 SUV 和 2 款轿车, 我国销量 Top10 的车型中有 7 款轿车和 3 款 SUV。中美 Top10 车型的轮胎规格差异很大, 对应单价也有明显区别。

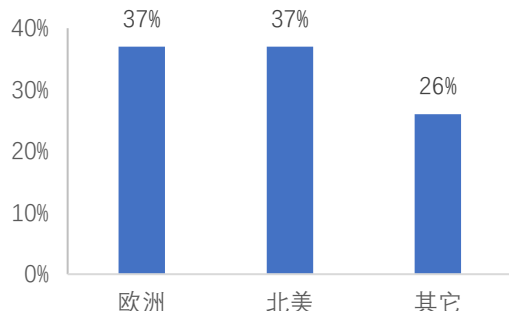
按上面的模型测算出来, 相当于结果是美国 2.5 亿辆乘用车上轮胎的总价值和中国 2.2 亿辆乘用车上轮胎的总价值, 这两个总价值的比值是 3.6 倍。如果再考虑每年中美轮胎市场消费额的话, 还需要一个参数就是轮胎的更换频率。美国这个高铁不发达、车轮上的国家, 更换轮胎的频率会低于我国吗?

结论应该就是中美两国每年乘用车轮胎消费市场的规模, 差距比我们想象中的大得多。

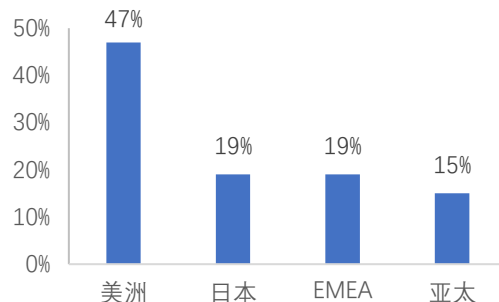
方法二: 轮胎企业市场分布累加模型

我们再换另外一种方法对上面这个结论做一次验证。通过研究国际排名前列的轮胎企业自家的市场分布情况, 累计起来估计中美轮胎市场的大小。我们研究了按金额计算, 合计占有全球轮胎市场 60% 份额的前 8 名企业。

1. 全球市占率 15% 的米其林, 2019 年收入分为 3 个地理板块, 北美收入占公司收入 37%, 其它 (亚洲、澳洲、非洲、南美洲) 地区收入占比 26%。
2. 全球市占率 15% 的普利司通, 2019 年收入分为 4 个地理板块, 美洲占比高达 47%, 除日本外的亚太占比 15%, EMEA 指欧洲、中东、非洲。

图 3：2019 年米其林市场分布 (%)


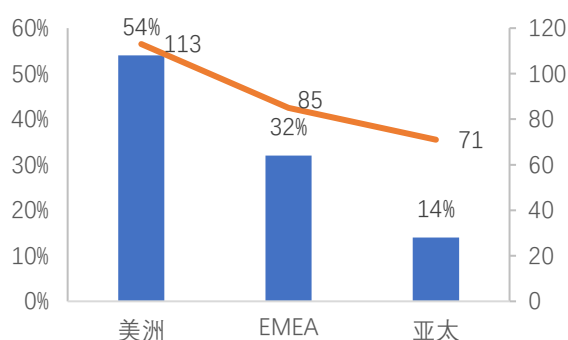
资料来源：米其林年报，信达证券研发中心

图 4：2019 年普利司通市场分布 (%)


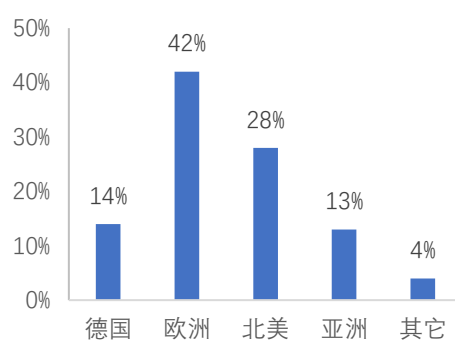
资料来源：普利司通年报，信达证券研发中心

3. 全球市占率 8%的固特异，2019 年收入分为 3 个地理板块，美洲占比高达 54%，亚太占比 14%，美洲销售的轮胎平均单价 113 美元/条，亚太的平均单价 71 美元/条。

4. 全球市占率 7%的德国大陆，2019 年收入分为 5 个地理板块，北美占比 28%，亚洲占比 13%。

图 5：2019 年固特异市场分布及平均单价 (美元/条)


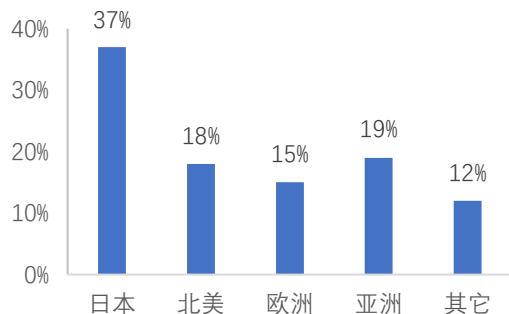
资料来源：固特异年报，信达证券研发中心

图 6：2019 年德国大陆市场分布 (%)


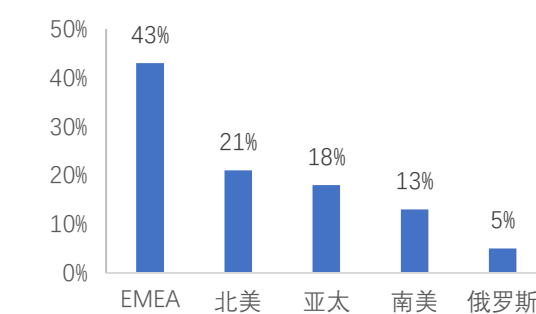
资料来源：德国大陆年报，信达证券研发中心

5. 全球市占率 4%的住友，2019 年收入分为 5 个地理板块，北美占比 18%，除日本外的亚洲占比 19%。

6. 全球市占率 4%的倍耐力，2019 年收入分为 5 个地理板块，北美占比 21%，亚太占比 18%。

图 7：2019 年住友市场分布 (%)


资料来源：固特异年报，信达证券研发中心

图 8：2019 年倍耐力市场分布 (%)


资料来源：德国大陆年报，信达证券研发中心

7. 全球市占率 3% 的韩泰，2019 年收入分为 4 个地理板块，北美占比 33%，中国占比 13%。北美收入中 45% 来自 18 寸以上高端产品，中国收入中 24% 来自 18 寸以上高端产品。

8. 全球市占率 3% 的横滨，2019 年收入分为 4 个地理板块，北美占比 26%，亚洲占比 16%。

图 9：2019 年韩泰市场分布及 18 寸以上占比 (%)

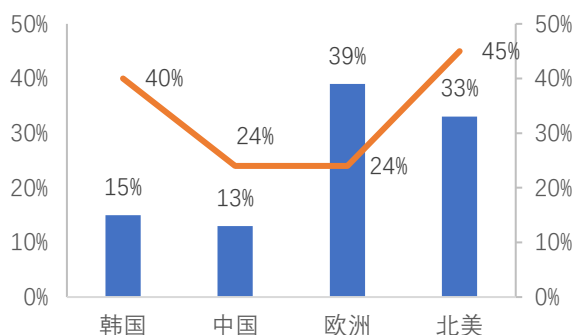
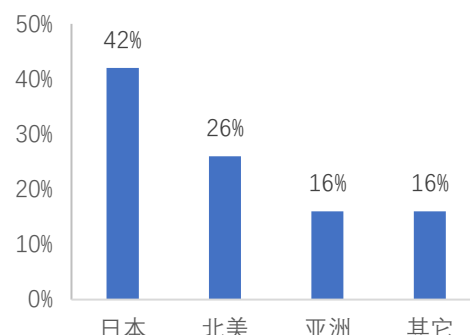


图 10：2019 年横滨市场分布 (%)

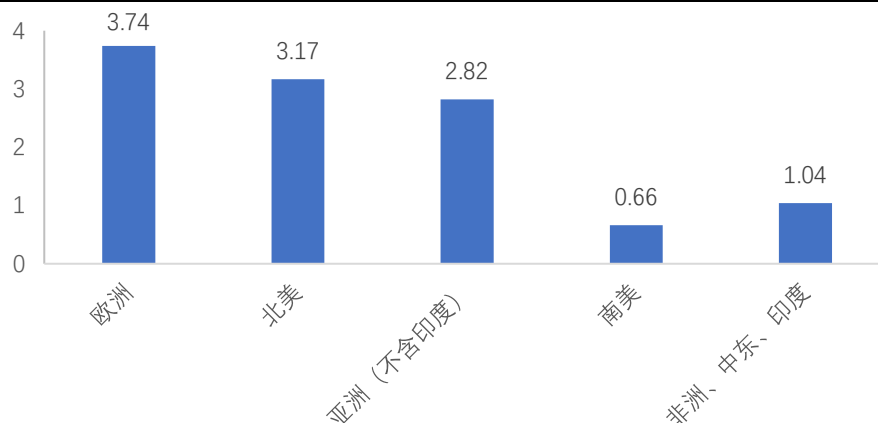


资料来源：韩泰年报，信达证券研发中心

资料来源：横滨公司年报，信达证券研发中心

另外，米其林年报中还有其对 2019 年全球乘用车轮胎替换市场消费数量的估算，欧洲 3.74 亿条，北美 3.17 亿条，剔除印度的亚洲 2.82 亿条。

图 11：2019 年全球乘用车轮胎替换市场消费量分布 (亿条)



资料来源：米其林年报，信达证券研发中心

这种用轮胎行业大公司的市场分布来归纳中美轮胎市场大小的方法，与上面的用中美车型差异来估算轮胎市场大小的模型，得到的结论相符。中国现阶段乘用车轮胎消费市场仍比美国小得多，按模型推算销售额有 3 倍以上的差距。

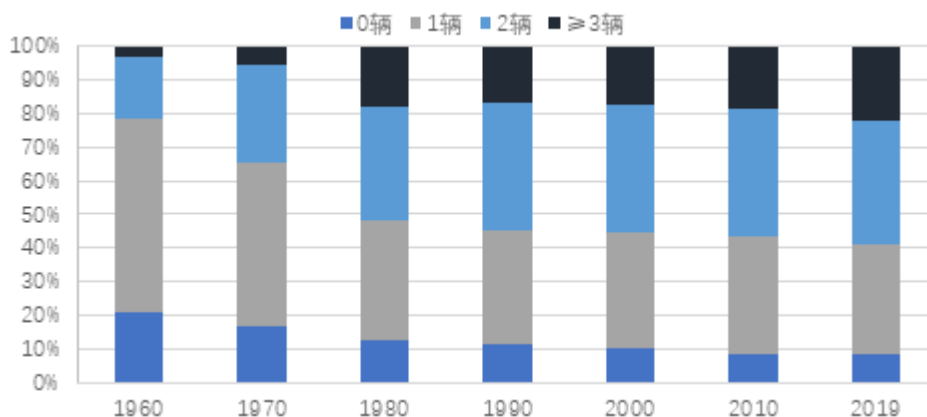
中美车主结构存在差异

中国拥有 2.2 亿辆乘用车，美国拥有 2.5 亿辆，而中国目前有 14 亿人口，美国有 3.3 亿人口。相当于美国百人拥有乘用车 76 辆，而中国百人拥有乘用车约 16 辆。

美国商务部的社会调查显示，按家庭口径统计，平均每个美国家庭拥有汽车 1.9 辆，无车家庭占比已经下降到了全美家庭总数的 9%，而 91% 的美国家庭拥有 1 辆以上汽车。

如果再考虑时间维度，美国 1960 年时即有 79% 的家庭拥有 1 辆以上的汽车。

图 12: 美国家庭汽车保有量分布



资料来源: 米其林年报, 信达证券研发中心

美国的汽车基本实现了人口的全覆盖, 即社会的各个阶层均拥有汽车, 并且已经长时间拥有汽车, 对汽车的消费、汽车后市场的消费是完全成熟、充分认识的年代。

而我国的百人拥有约 16 辆乘用车, 其阶层分布应该是不均的。首先拥有私家车的应该是社会中的偏高收入群体, 这部分消费能力强, 甚至近年出现消费升级趋势。2020 年即便在全国乘用车销量继续下滑了 6.3% 的情况下, 华晨宝马销量逆势增长 10%, 北京奔驰销量增长 12%, 而奥迪 A6 单一车型销量同比增长了 39%。其次, 另外还有一个群体的汽车保有量也不小, 就是销量榜排行前三车型, 轩逸、朗逸、五菱宏光, 实际上代表的是我国小微经济的用车需求。

中美车主结构的巨大差异, 也会带来汽车后市场消费偏好的差异。

前文提到, 一个消费品面对的客户是分层的, 有 200 元买 100 分性能的高端需求, 有 80 元买 80 分性能的中端需求, 也有 50 元买 30 分性能的低端需求。厂商无法教育消费者, 而要寻找到自己产品的消费者。

我国轮胎龙头目前所处的发展阶段, 竞争优势是在于提供中端的高性价比产品。今天美国市场不仅体量大, 并且各层次需求均有分布, 有大量对中端高性价比产品的需求。而中国市场则是正在走向成熟市场的过程中。无论从市场体量还是消费者偏好角度, 美国市场都是今天中国轮胎龙头企业必须主攻的市场。

韩泰轮胎的选择

中国轮胎行业、汽车行业起步比欧美晚了太多, 只能在已经固有的市场格局中寻找成长机会。韩国的韩泰轮胎从很多角度都与我们类似, 当然, 韩泰走在我们前面, 因此, 韩泰的发展路径很值得我们参考。

2001 年时, 韩泰轮胎的全球排名正好在 TOP10 之外, 第 11 名。第 10 名是非常接近的锦湖。第 12、13 名是中国山东的三角和成山, 两家合计的收入比韩泰还差一点儿。韩泰当时正好是中外轮胎的分水岭。

2001 年底中国加入 WTO 降低了汽车零配件关税, 2002 年史称中国家用轿车井喷元年, 汽车产销量快速增长。中国的轮胎需求自然也激增, 而韩泰搭上了这班快车。

当时汽车销售刚起步, 谈不上什么存量车的替换轮胎市场, 韩泰进入的是配套轮胎市场。

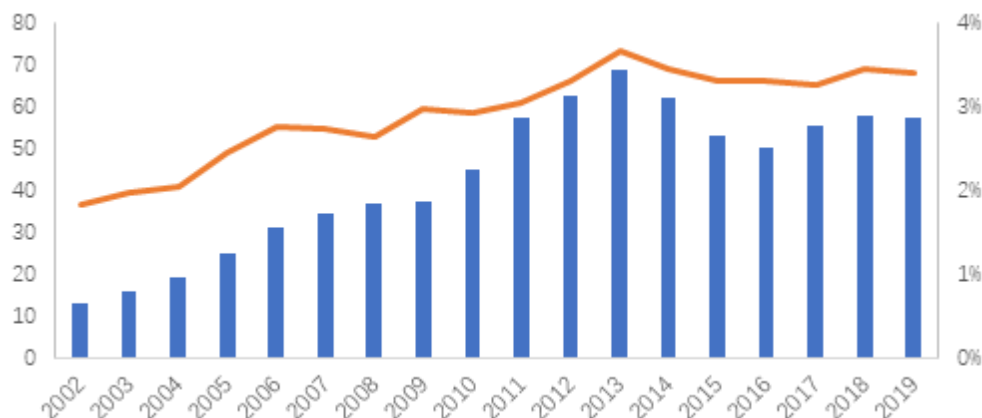
那个互联网才刚开始普及的年代, 轮胎销量、市占率的数据已经不可考了。不过今天中国车主记忆中的第一条轮胎大部分是韩泰。当时的一众合资车厂选择配套轮胎时, 南北大众并不配套高端品牌德国大陆轮胎, 而是几乎全系配套韩泰、锦湖轮胎; 上海通用除了别克君威外, 畅销的家用车凯越配套的也是韩国轮胎。韩国现代起亚汽车自然也是全系韩国轮胎。而国产的奇瑞、吉利、东南等车厂更是低端车型, 也是大量配套外资轮胎中的低端——韩泰、锦湖。粗略估计下来, 当时的韩泰在中国配套轮胎中的地位真是碾压性的优势份额。

韩泰轮胎的收入和全球地位也从那个年代起, 跟随着中国汽车销量井喷而起飞。韩泰的收入从 2001 年的 11 亿

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

美元增长到巅峰 2013 年的 69 亿美元，全球市占率从 2001 年的 1.6% 增长到 2013 年的 3.7%。这几年中，韩泰的成长速度超过行业增速。

图 13: 韩国韩泰轮胎年收入及全球市占率 (亿美元)



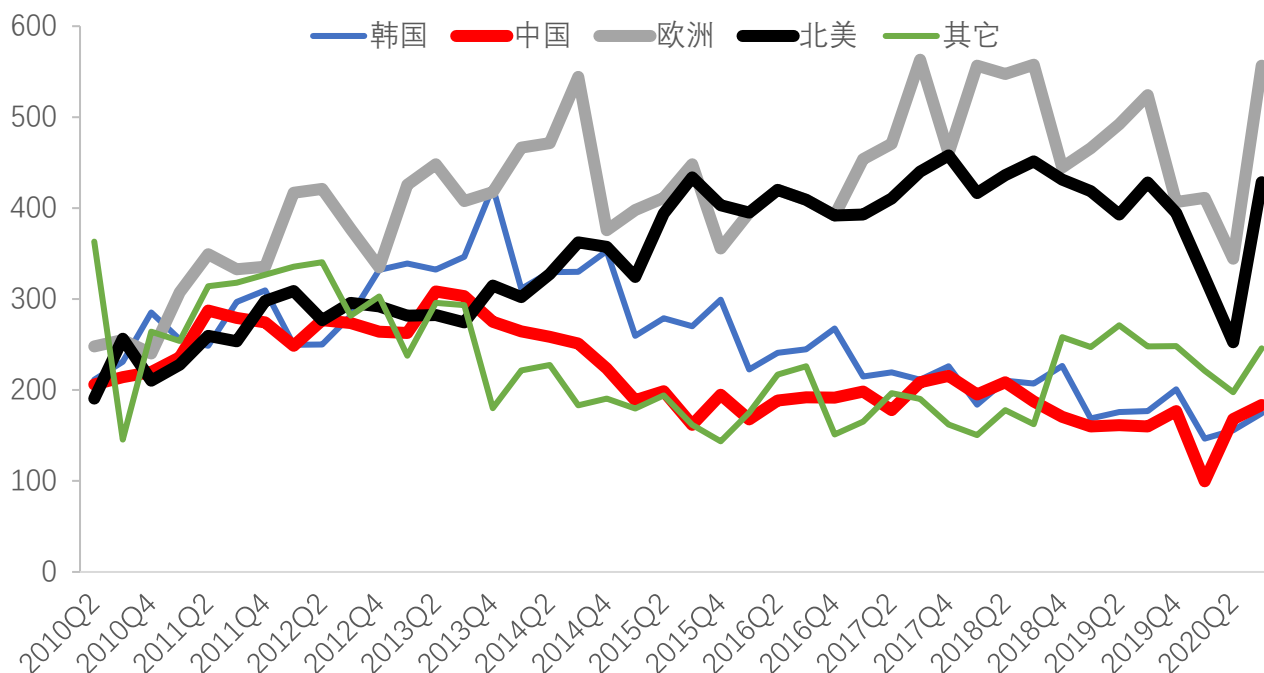
资料来源: Hankook 年报, 信达证券研发中心

然而, 韩泰轮胎的收入从 2013 年之后下滑、波动。这里面有天然橡胶价格回落的原因, 导致全球轮胎消费数量保持增长的情况下, 总金额产生了下滑和波动。不过 2013 年之后至今, 韩泰的全球市占率基本稳定在 3.4% 左右, 地位稳固。

然而韩泰轮胎表面平稳, 实际却暗流涌动, 发生了变化。

从韩泰的公开数据可以查到其 2010Q2 到 2020Q3 这连续 42 个季度的收入分布, 发现其韩国、中国、欧洲、北美 4 大市场的收入在 2013 年之前是齐头并进的增长。但是在 2013 年之后, 却出现了分化的走势, 韩泰在欧美的收入保持增势, 即便是在全球轮胎市场金额下滑的趋势下, 也就是韩泰的在欧美的市占率在提升。而 2013 年之后韩泰在韩国和中国的收入却持续下滑。

图 14: 韩泰轮胎季度收入分布 (百万美元)



资料来源: Hankook 年报, 信达证券研发中心

首先是韩泰的配套市场地位被上下夹击。前面提到, 近两年多, 在中国乘用车销量连年下滑的背景下, BBA (奔

驰、宝马、奥迪)的销量连年快速增长,这和 BBA 的价格区间下沉密不可分。国民收入提高了,高端品牌车的价格亲民了,所以消费升级了。而到 BBA 的配套轮胎几乎被一个品牌垄断——倍耐力,意大利的百年品牌, F1 比赛唯一使用的轮胎。也就是说自上而下,韩泰面临的是高端轮胎品牌随着汽车品牌的下沉而来的降维打击。而在低端小微车型市场,比如五菱、宝骏,开始配套使用价格更低的中国轮胎品牌。腹背受敌,韩泰在原配市场的份额不复当年霸主的地位。

然后在替换市场。轮胎的配套市场对替换市场有带动作用,但带动的强度因时而异。中国家用车井喷的年代,大多数中国家庭开始消费家里第一辆车,汽车后市场在中国车主脑中仍没有概念。新车主们保养、维修都要去 4S 店才安心,要换原厂配件才放心。然而消费理念逐步走向成熟是必然的趋势,中国汽车车主们在后市场中美容维修保养的品牌意识增强、自主选择意识增强。中国新车销量、保有量仍在大幅增长的背景下,韩泰在中国不仅是份额,而且是绝对收入都在连年下滑,可以看出当年家喻户晓的配套并没有收获消费者的忠诚。消费者在有了轮胎品牌的认知后,一部分选择了消费升级,一部分选择了做价格信徒。曾经配套的辉煌没有保住替换市场的转换。

中国这样的巨大汽车市场的启动期,后市场消费的蒙昧期,可遇不可求,韩泰抓住了,借这股东风跃迁进入了全球 TOP10 行列。然而这个窗口期抓住了,却会变成抓住过,并不是永恒的逻辑。窗口期之后,锦湖沉沦了。而韩泰是否也败走了呢?并没有。

韩泰选择的是产品升级,进击欧美市场。2013 年之后全球轮胎消费金额下降和波动的时候,而韩泰轮胎的欧洲、北美销售收入却连年提升。

中美轮胎市场上同样的产品不同的价格

我们再看一下同样的轮胎产品在中美终端消费市场上不同的价格。我们选取从小到大 14 个规格的轮胎,从最小的五菱宏光使用的 185/65R14 轮胎,到中间的奔驰 C 级使用的 235/40R18 轮胎,再到改装越野车使用的 305/50R20 大尺寸轮胎。美国市场价格选取 SimpleTire 网站数据,国内市场价格选取途虎养车网数据。

我们选取的品牌样本:

黑色——韩泰轮胎在美国市场的价格

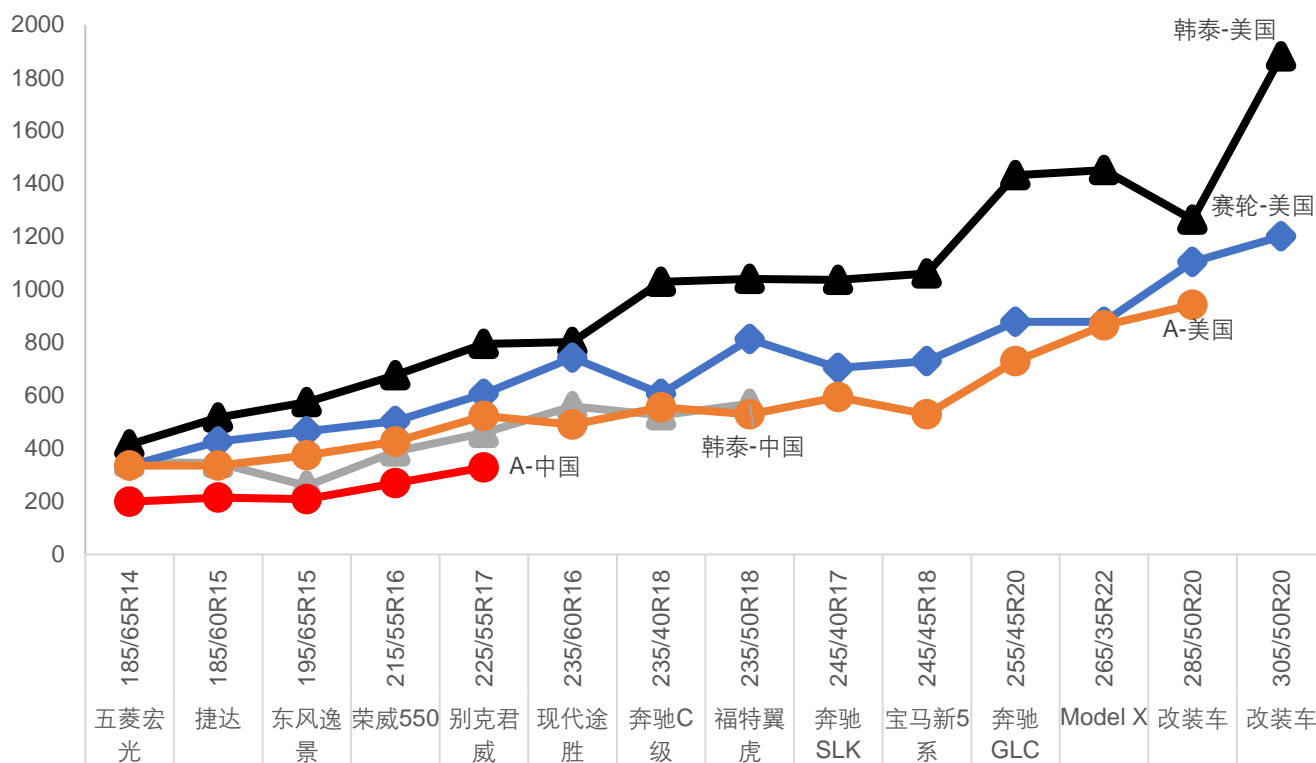
灰色——韩泰轮胎在中国市场的价格

蓝色——赛轮轮胎在美国市场的价格

由于赛轮品牌主要销售在美国而不在中国市场,我们又选取了国内 A 公司的产品加入对比:

橘色——A 轮胎在美国市场的价格

红色——A 轮胎在中国市场的价格

图 15: 中美轮胎价格对比 (元/条)


资料来源: 途虎, SimpleTire, 信达证券研发中心

前文推导的所有逻辑都在这张图中可以验证, 或者说此图中的各种隐含的信息都可以通过前面逻辑进行解密。

1、同样的产品, 在美国销售价格更高。黑色和灰色的价差, 橘色和红色的价差, 都说明了同样的轮胎产品, 美国市场上更贵。美国对中国出口轮胎征收反倾销关税, 最近又开始对泰国等地出口美国的乘用车轮胎征收反倾销关税。而中国市场上集中了全球所有欧美大牌轮胎和国内轮胎公司的产品。美国轮胎市场竞争没有中国市场激烈。导致无论韩泰还是国内 A 公司, 在竞争下, 中国区的产品销售价格低于美国。甚至同规格的产品, 韩泰在中国的价格与 A 公司在美国价格相同, 甚至韩泰在中国的价格还不及赛轮在美国的价格。

2、美国对大尺寸、高性能轮胎需求更多。前文提到 2019 年韩泰年报披露的, 美国市场收入的 45% 来自 18 寸以上产品, 而韩泰在中国市场的收入中仅有 24% 来自 18 寸以上产品。本图中也可以看到在灰色线, 韩泰的产品在 245 胎面宽以上的产品已经在国内没有需求, 而在美国向上依然有很多大规格供应。前文中美畅销车型的对比, 同样说明了这个问题, 美国对大尺寸、高性能轮胎需求多, 美国消费轮胎更贵。

3、中美对高性价比轮胎接受度不同。图中灰色和红色线之间存在价差, 在国内市场, 韩泰和国内 A 品牌层次不同, A 品牌相对来说属于高性价比产品, 存在价差的情况下, 在市场上有一席之地, 但会发现仅局限于小规格。而蓝色的赛轮、橘色的 A 品牌在美国, 也与黑色的韩泰保持价差, 但从小尺寸到大尺寸, 赛轮和 A 品牌都可以被消费者接受。对应前文的逻辑, 中美消费者的结构不同。美国消费者类型分布更立体, 存在大量中端消费者, 需要消费高性价比产品, 并且是从微车到高档车的车主, 都存在高端需求也存在中端需求。而我国目前的轮胎消费者, 要么就是高端需求者, 不消费高性价比产品; 要么就是微车车主, 主要偏好是价格因素。

中国轮胎龙头的崛起, 乘用车轮胎产品走入 2C 消费端, 并非传统的国内对进口产品进行替代的故事。而是中国轮胎龙头的产品先在美国市场消费市场上取得了不俗的表现。今天美国市场是全球最大的轮胎消费市场, 有好的产品, 在美国就有对应层次的消费者需求, 就可以得到产品价值对应的回报。而中国市场有巨大的潜力, 中国的汽车保有量必将不断的增长, 汽车后市场的消费也会更加成熟, 消费者的层次也会更加多样。

美国市场是今天更重要的市场, 中国市场的潜力在明天。

当然，对于中国轮胎行业的龙头，并不仅仅是保持自己高性价比中端产品的特色，去争取美国对应的消费者，去等待中国出现对应的消费者，而是应该不断提升自己，在全球轮胎品牌序列里努力向上攀登。但问题是，如何勇攀高峰？

美国轮胎市场：谁主沉浮？

前文提到了，美国市场是全球最大的轮胎消费市场，有好的产品，在美国就有对应层次的消费者需求，就可以得到产品价值对应的回报。因此，全球的轮胎品牌都在美国这个成熟的市场中进行竞争。我们就美国轮胎市场最权威的数据 TireBusiness 来分析，美国轮胎市场的现状。

首先，我们从两个维度对轮胎试产改进型划分，一个是从用户角度，一个是从产品角度。

客户类型不同：

- 原配：为汽车厂配套轮胎，To B 的生意。
- 替换：消费者更换的轮胎，To C 的生意。

车型不同：

- 乘用车：轿车、掀背车、部分 SUV、部分皮卡等
- 轻卡：轻卡这个类别在美国人也是家用，部分皮卡、部分 SUV 或者拖挂房车。
- 中重卡：这部分主要为物流运输用途的中型、重型卡车，还包括巴士。

轮胎消费量

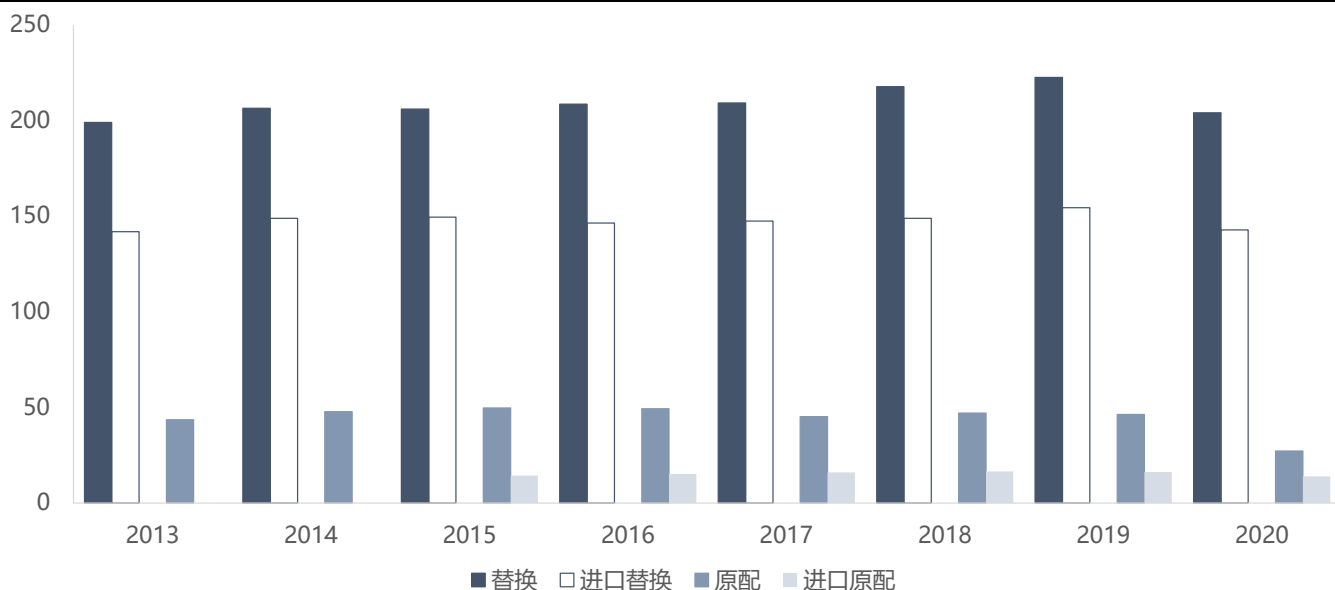
美国乘用车轮胎销量

原配市场上，2019 年消费 4630 万条，其中约 1/3 来自进口。2020 年受新冠疫情影响，原配市场大幅下滑，消费 2720 万条。

替换市场上，2019 年消费 2.2 亿条，其中 70% 来自进口。疫情对替换市场影响不大，2020 年依然消费了超过 2 亿条。

美国市场的乘用车轮胎消费量保持稳定，数量没有明显增长，但是我们都随着汽车的更新换代，轮胎规格在不断升级，例如 10 年前的 3 系宝马使用的轮胎规格为 205/55R16，而现在的新款使用 255/45R18。

图 16：美国乘用车轮胎销量（百万条）



资料来源：TireBusiness，信达证券研发中心

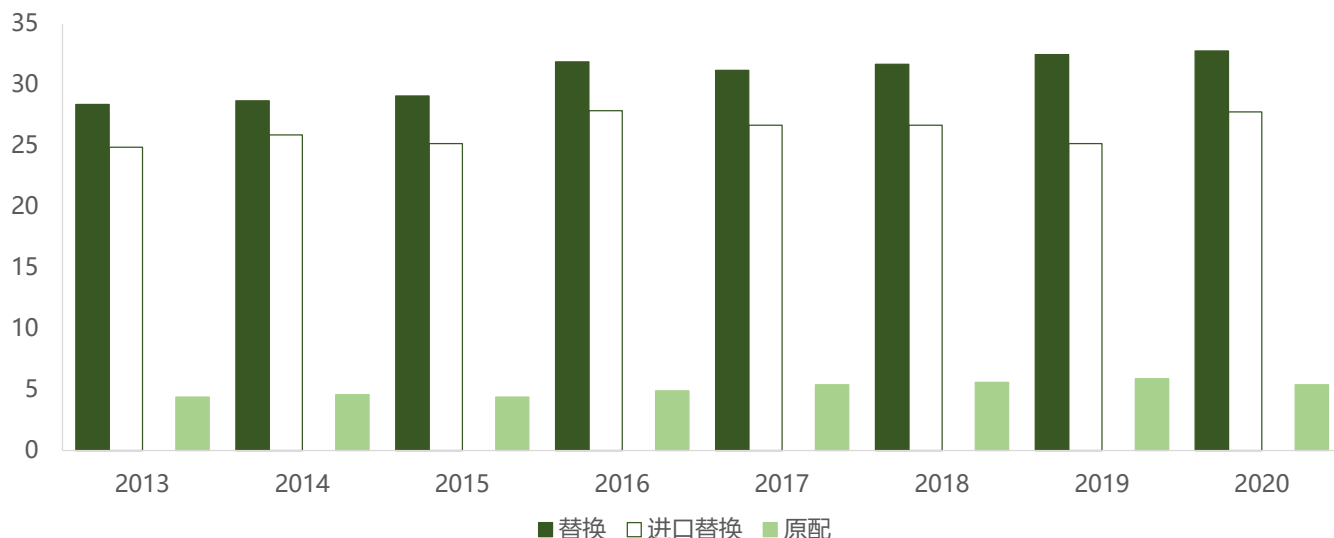
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

美国轻卡轮胎消费量

原配市场上，2019 年消费 590 万条，2020 年消费 540 万条。

替换市场上，2019 年消费 3250 万条，其中 80%来自进口。2020 年消费了 3280 条，疫情之下还实现了增长。

图 17: 美国轻卡轮胎销量 (百万条)



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

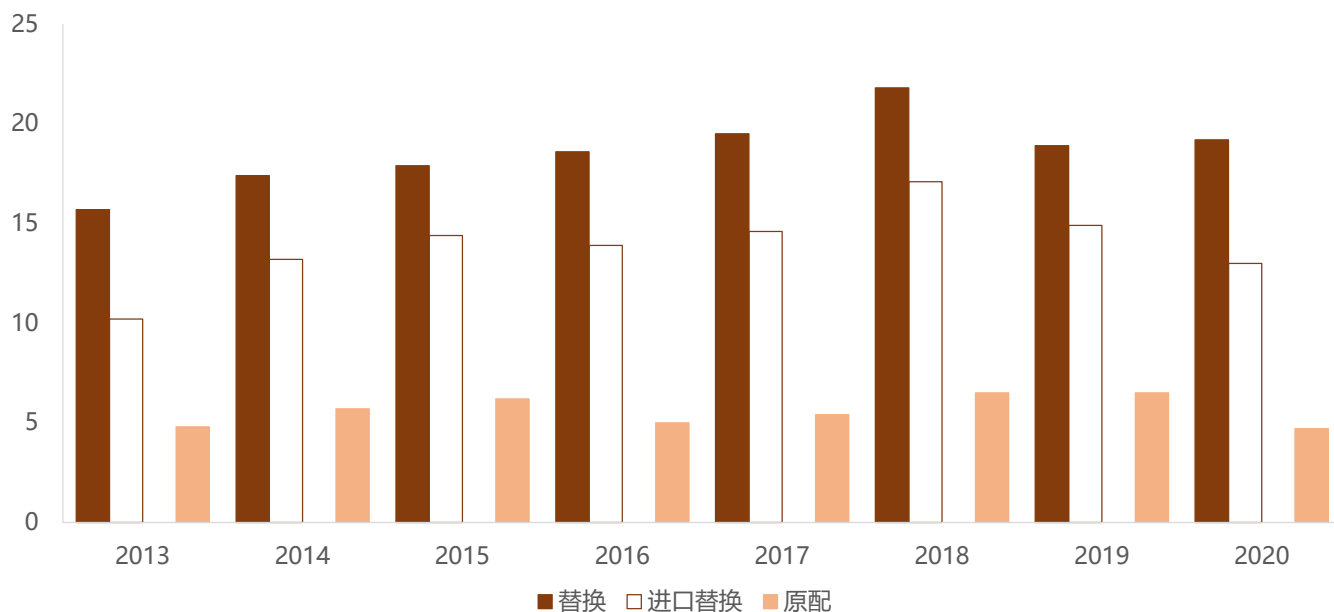
美国中重卡轮胎消费量

原配市场上，2019 年消费 650 万条，2020 年消费 470 万条。

替换市场上，2019 年消费 1890 万条，其中 80%来自进口。2020 年消费了 1920 条，疫情之下也实现了增长。

中重卡轮胎市场也不可小觑，这两千多万条的中重卡轮胎消费金额要超过一亿条乘用车轮胎的金额，并且中重卡轮胎的消费市场上更容易体现我国轮胎高性价比的优势。

图 18: 美国中重卡轮胎销量 (百万条)



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

品牌市场份额

北美原配市场

北美的绝大部分原配轮胎市场份额属于国际头部轮胎企业。配套讲究门当户对，头部轮胎企业往往以主品牌加副品牌方式去配套各种档次的车型，这与中国市场不同，在中国市场这些国际头部企业只有主品牌出镜，头部企业的副品牌在中国往往并不为人熟知。

梳理几个主副品牌关系：

Goodrich 和 Uniroyal 是 Michelin 的副品牌。

Firestone 是 Bridgestone 的副品牌。

Dunlop 品牌在北美属于 Goodyear。

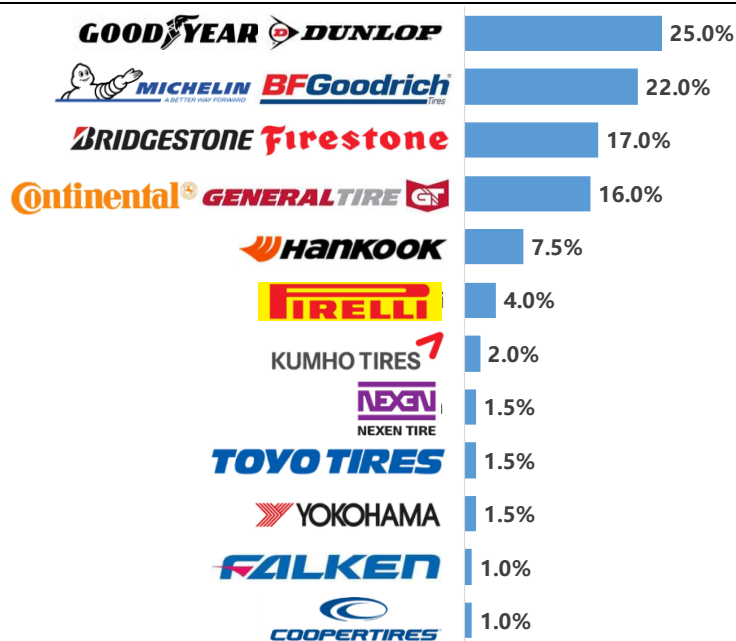
General 是 Continental 的副品牌。

Falken 是 Sumitomo 的副品牌。

Mastercraft 和 Roadmaster 是 Cooper 的副品牌。

在北美，占据配套轮胎市场霸主地位的，自然是北美自主轮胎品牌的霸主——固特异。

图 19：北美原配市场乘用车轮胎品牌份额



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

北美替换市场

北美市场是全球轮胎市场的重心，北美替换市场是北美市场的重心。这部分市场不仅体量大，并且这部分是 To C 的消费市场，最能贡献利润的市场。

注解：

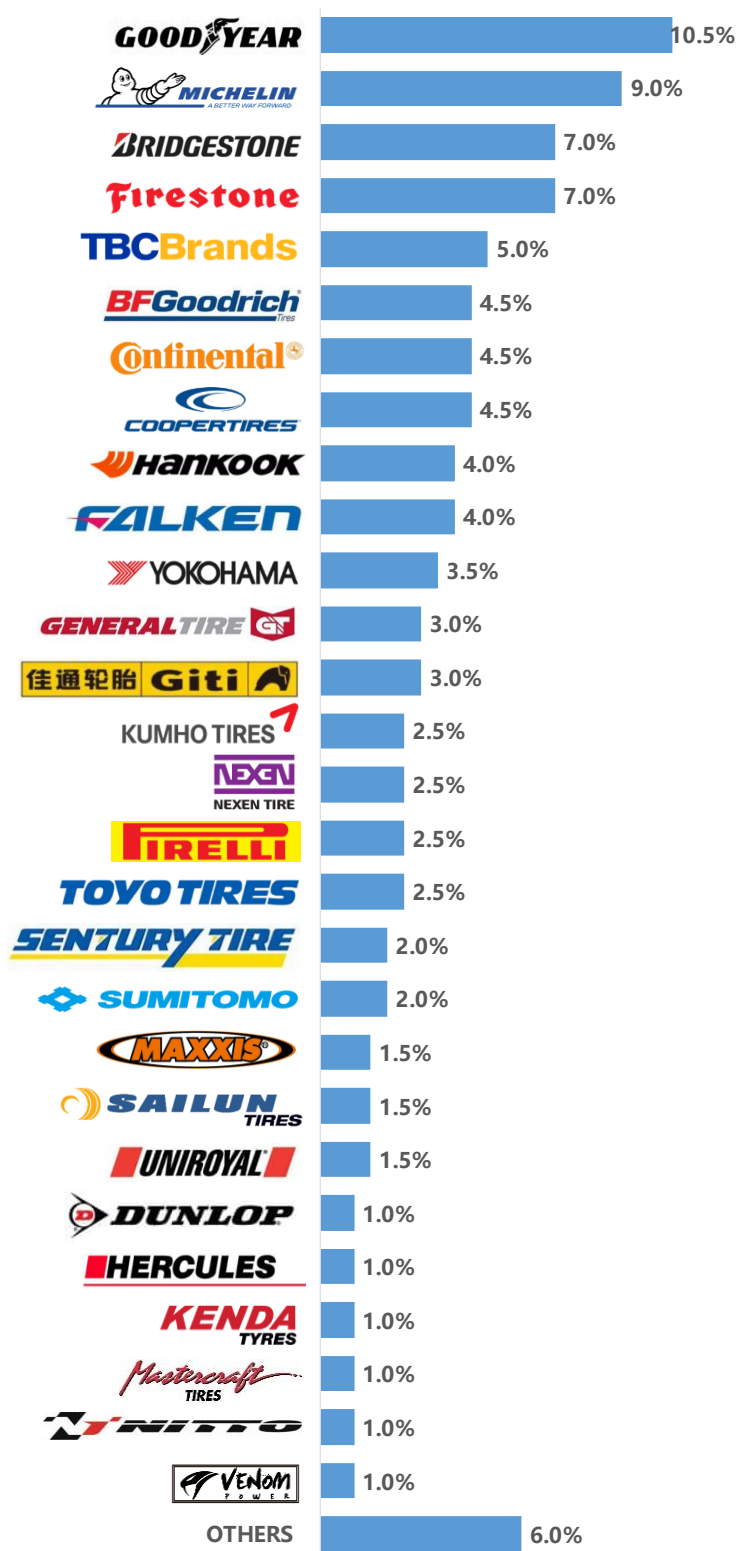
下面的市场份额统计，是按品牌统计的，而不是按企业。

1%份额以下的品牌被归为其它。1%以上份额有两家来自中国大陆的企业：Sentury、Landsail、Delinte 合计统

计为 Sentury，即森麒麟；Sailun 为赛轮的品牌，赛轮的北美副品牌 Blackhawk 未合并统计。

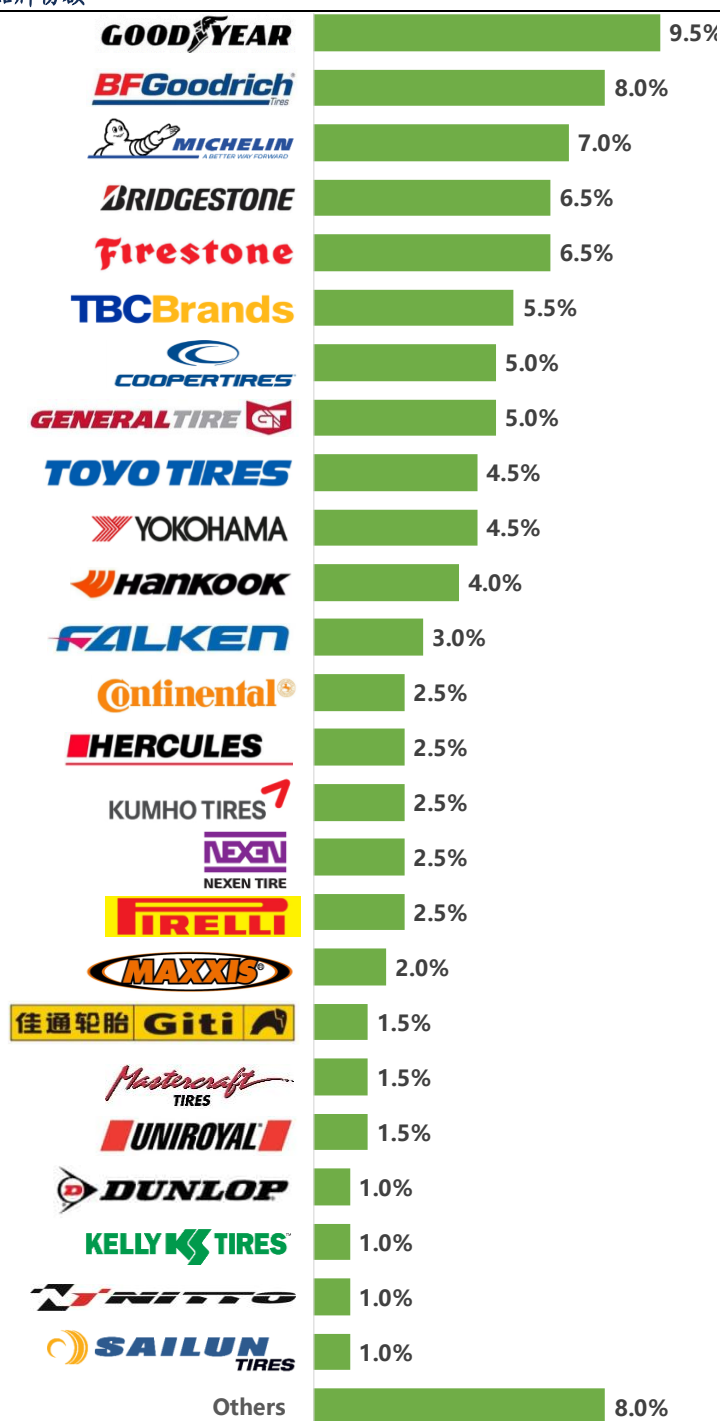
TBC 为北美前五大的轮胎经销商之一，旗下有若干品牌。TBC 代理销售的 Sumitomo 和 Sailun 等品牌都不纳入 TBC 的统计。TBC 的自有贴牌（Private Brands）统计为 TBCBrands。

图 20：北美替换市场乘用车轮胎品牌份额



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

图 21: 北美替换市场轻卡轮胎品牌份额



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

替换市场中重卡轮胎、中重卡轮胎市场里, 中国大陆轮胎品牌有:

DoubleCoin, 双钱

Aeolus, 风神

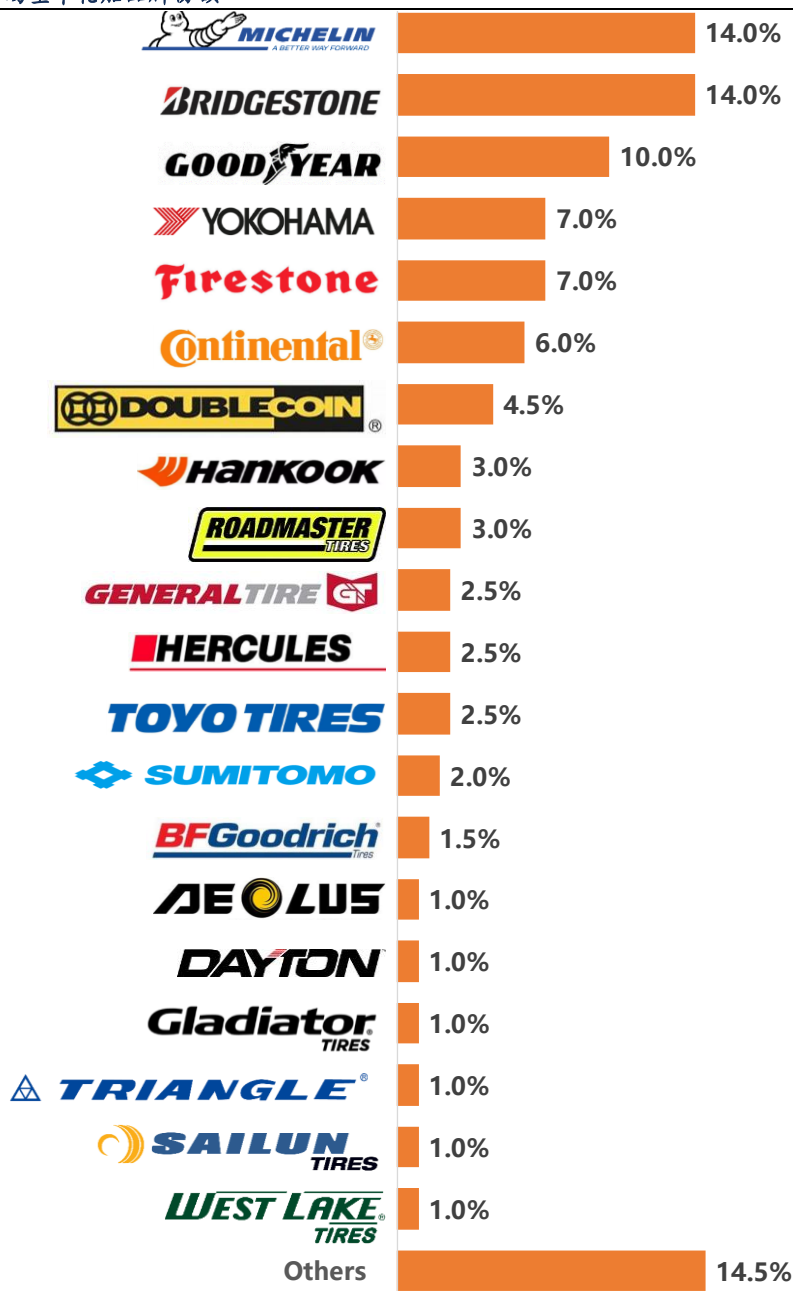
Triangle, 三角

Sailun, 赛轮

WestLake, 中策

不过这里面风神和三角没有海外工厂, 受限美国对中国出口全钢胎的双反税率, 这两家目前能开拓的北美市场是加拿大市场。

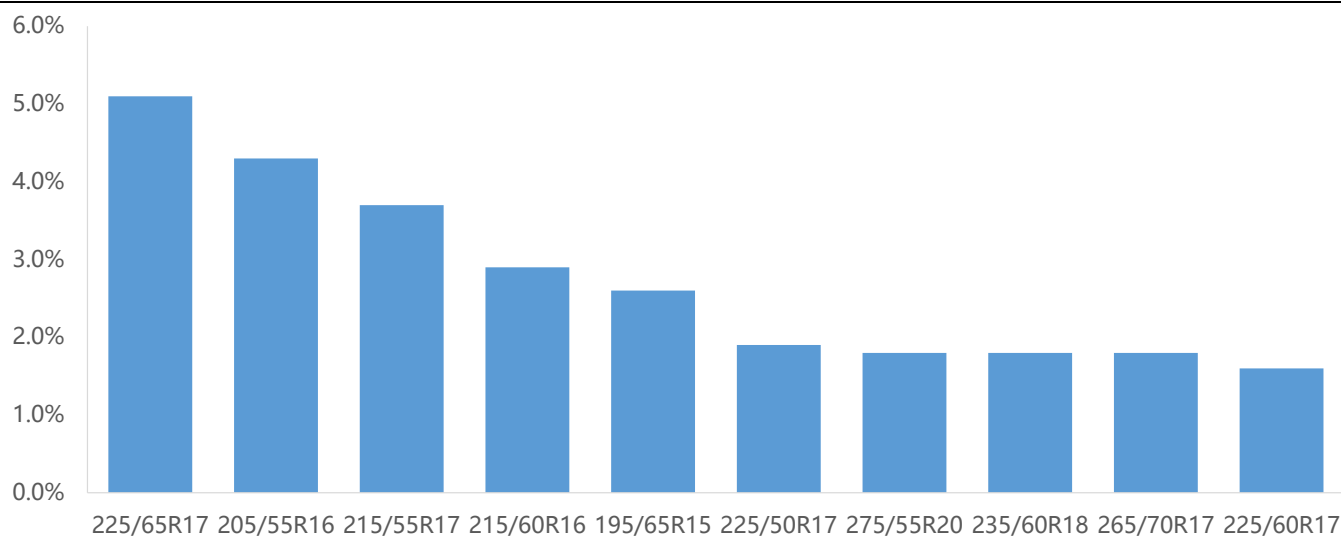
图 22: 北美替换市场重卡轮胎品牌份额



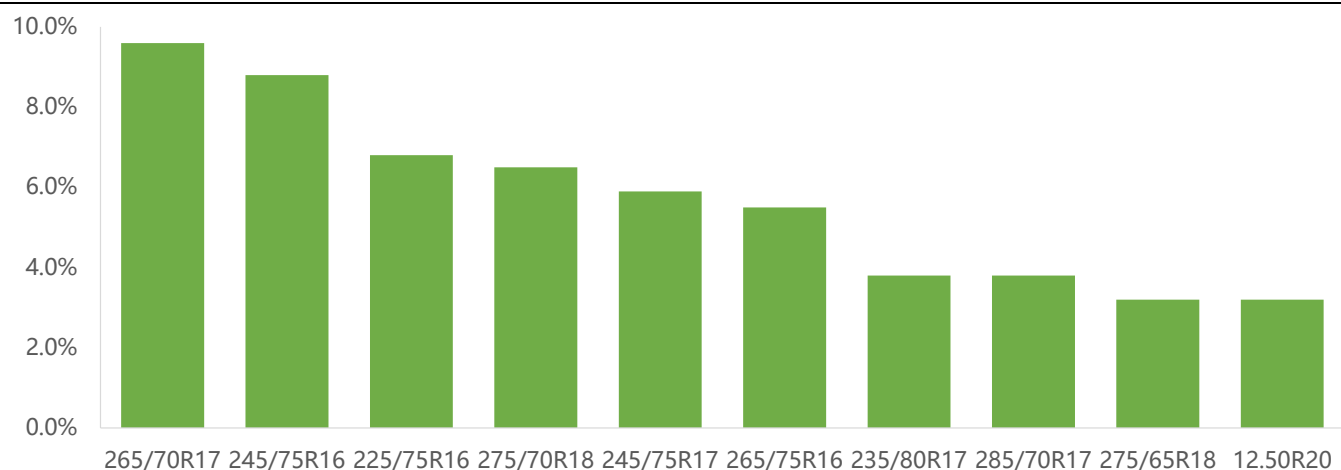
资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

北美替换市场轮胎主流需求规格

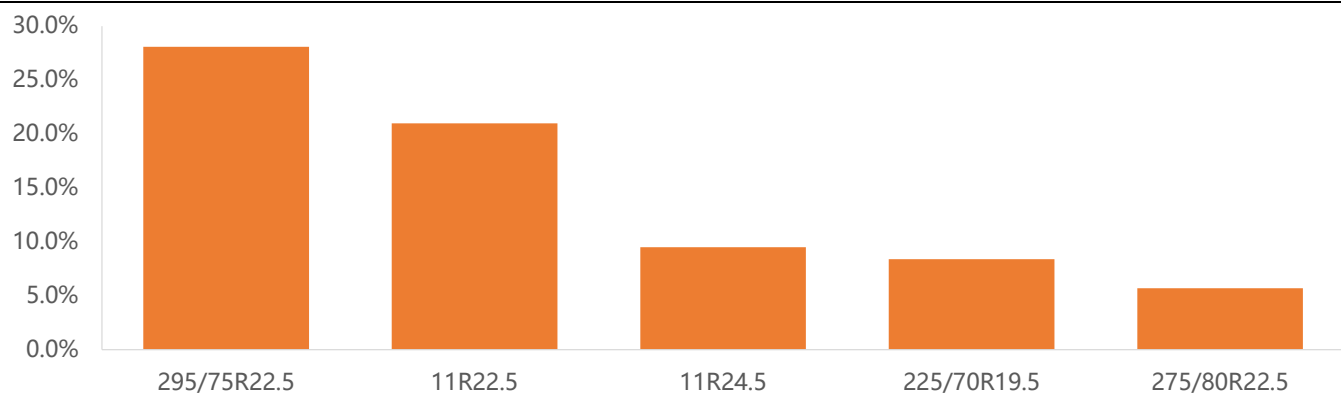
我们在谈到美国市场较国内市场更大时已经提到, 美国市场之所以更大, 一个消费量更多, 一个更重要的因素就是消费的尺寸更大。我们根据 TireBusiness 也统计了美国消费的主流轮胎规格。在乘用车和轻卡替换轮胎领域, 17 寸及以上是主流尺寸, 重卡则在 22 寸以上。

图 23: 北美替换市场乘用车轮胎规格份额


资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

图 24: 北美替换市场轻卡轮胎规格份额


资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

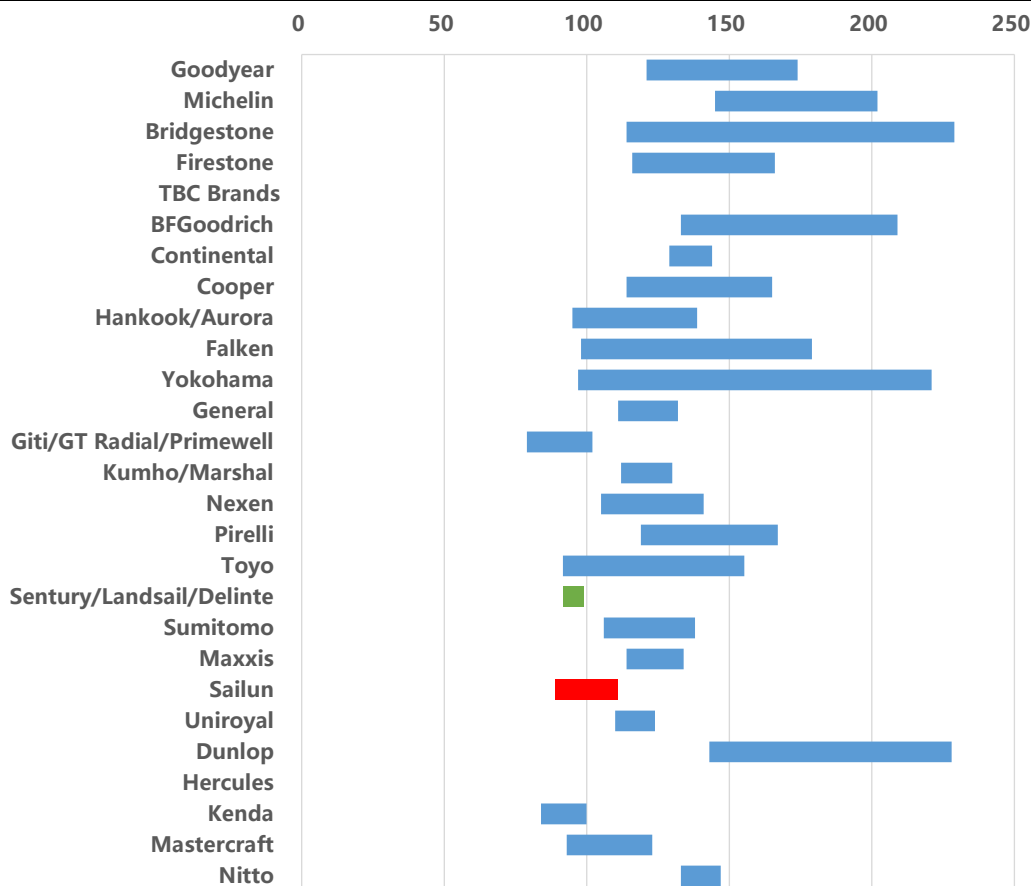
图 25: 北美替换市场中重卡轮胎规格份额


资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

北美替换市场品牌价格档次

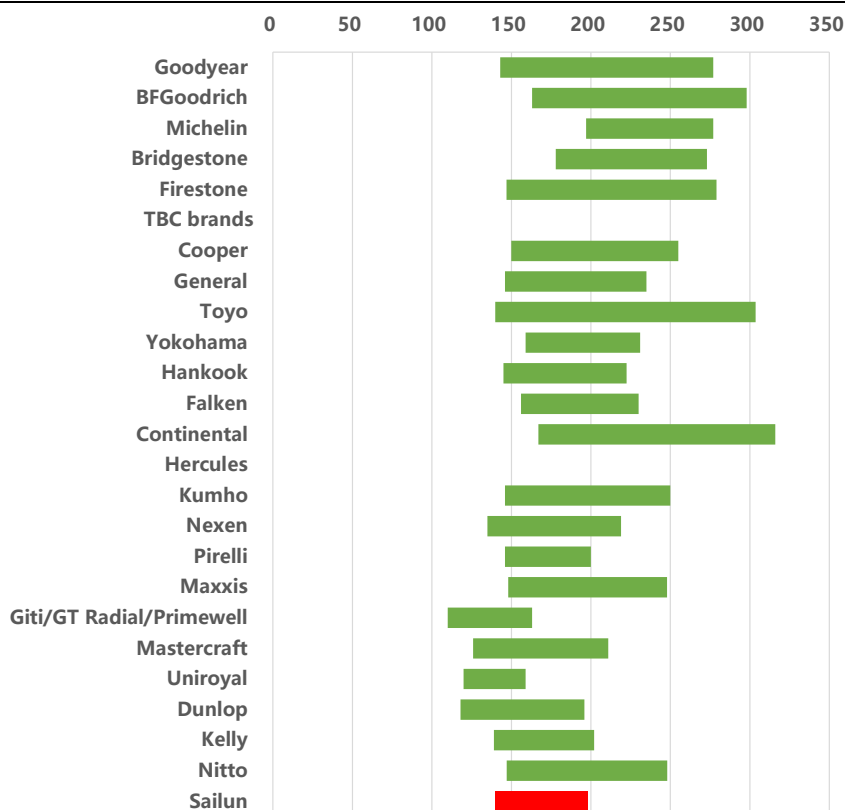
我们看一下北美替换轮胎市场上各品牌的价格区间是如何分布的，我们选取乘用车轮胎、轻卡轮胎、中重卡轮胎规格排行榜上各自排名前两位的型号，然后在 SimpleTire 网站上查询其零售端的价格。在同一个品牌、同一个型号里有多种不同产品的，列出最低价款到最高价款之间的区间。

图 26: 北美替换市场乘用车轮胎规格 225/65R17 市场价 (美元/条)



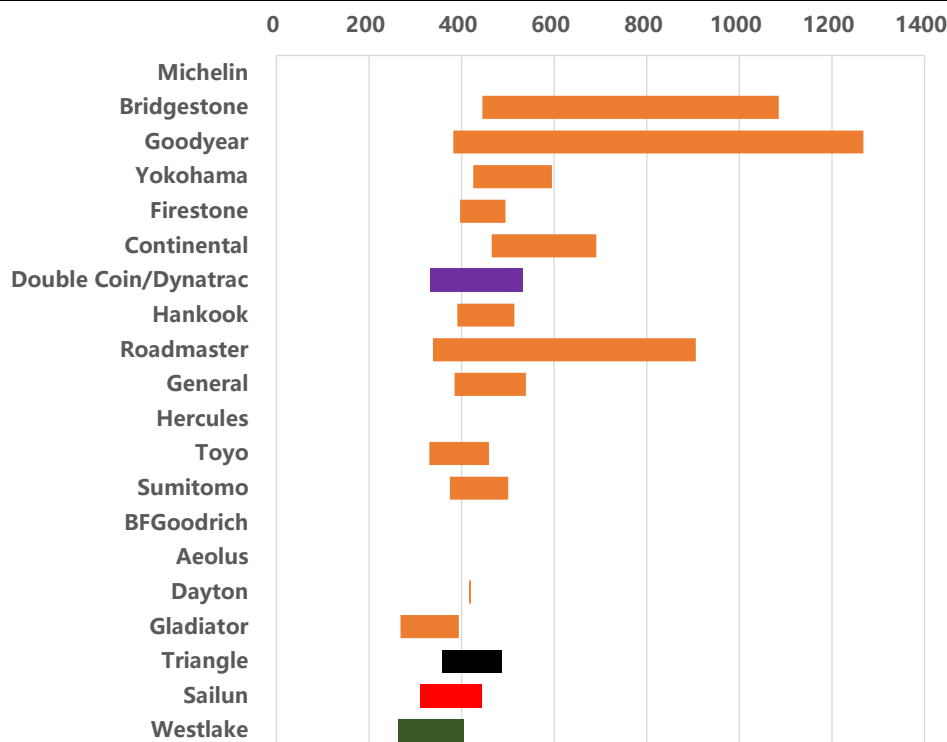
资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

图 27: 北美替换市场轻卡轮胎规格 265/70R17 市场价 (美元/条)



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

图 28: 北美替换市场中重卡轮胎规格 295/75R22.5 市场价 (美元/条)



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心

可以看出在北美的中重卡轮胎替换市场，中国轮胎品牌的价格水平虽然不高，但处于主流的价格水平区间；而在家用车轮胎市场（轿车、SUV、皮卡等），中国大陆轮胎企业取得 1%以上市占率的企业还非常稀少，并且价格水平还处于低端。

不过上面的价格层次图也有一些误导，因为市占率低于 1%的小品牌和 TBC 这样的经销商品牌的价格没有在图中标示出，这部分合计有超过 10 个点的市占率。中国大陆轮胎企业的头部品牌经过多年的耕耘，从这个群体中拼杀了出来。未来的五年中，他们可以挑战新加坡佳通、台湾建大等企业的市场份额；未来的五到十年，可以挑战台湾 Maxxis、韩国 Nexen 等企业的市场份额；并且一些一线企业的副品牌的层次也很接近了，也是可以挑战的市场空间。中国头部品牌不需要顾虑市场空间，而是应专注于提升产品，同样的价格水平上，我们的性能最好，同样的性能水平上，我们的成本最低，是中国头部企业最大的竞争利器。

敲响轮胎消费时代的钟声

投资获利最重要的一个基础就是信息差、预期差，发现被低估的资产。

轮胎是否属于消费品？轮胎的消费属性今天是被低估的。因为在我国国内市场，依然没有进入轮胎消费时代。这是第一重预期差。

即便发现轮胎是消费品，市场情绪的预期是外资轮胎是消费品，国产轮胎尚需努力，而投资就是要找到谁是中国轮胎行业中最可能突围的那一个。而实际情况是，国产轮胎已然是不错的消费品，只是消费在美国的 2C 市场，而因为我国市场仍未进入轮胎消费时代而忽略了国产轮胎。这是第二重预期差。

今天在国内的轮胎消费市场上，消费者可能认为中国轮胎尚需努力，然而事实上，中国轮胎准备好了，还没做好准备的是中国的消费者。

若我们去判断哪个中国轮胎企业会突围，那会承担一定的风险。而当我们发现问题变了，中国轮胎龙头已然出现，不用承担这个判断的风险，而未出现的是国内的轮胎消费环境时，我们反而不用承担那么大的风险了，因为中国的轮胎消费时代是必然来临的。

中国轮胎的头部企业的产品特长不是便宜，而是性价比，那么前提是消费者对这个“性”是有分辨和要求的，否则就只能沦为比“价”。当然，我们相信中国轮胎消费的时代即将会来，敲响轮胎消费时代钟声的前瞻投资者会获得最丰厚的回报。

风险因素

- 1、贸易制裁的风险
- 2、轮胎销售不及预期的风险

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琮玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。