

证券研究报告  
2021年6月9日

## 【方正化工·公司深度报告】赛轮轮胎（601058）

# 崛起中的轮胎巨头

分析师：李永磊  
分析师：董伯骏  
联系人：赵小燕

执业证书编号：S1220517110004  
执业证书编号：S1220520060003

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。  
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

[www.foundersc.com](http://www.foundersc.com)

## ➤ 加快投资步伐

### ✓ 加快国际化步伐

海外设厂可以规避欧美关税和国内激烈的竞争，凭借成本优势获得超额利润，2020-2023年，赛轮越南第三期将投产，预计将新增半钢胎年产能300万条，全钢胎产能100万条，非公路轮胎5万吨。ACTR越南（赛轮持股65%，与固铂合资）增加全钢胎产能240万条。同时，寻求海外多基地的布局，在柬埔寨开辟海外第二工厂，预计2023年将新增半钢胎产能900万条。

### ✓ 国内快速扩张

随着国内小企业的关停，国内头部企业市占率逐渐提升，赛轮在青岛工厂预计新增2.3万吨的非公路轮胎，在东营新增650万条半钢胎，在沈阳工厂增加300万条全钢胎，在潍坊工厂新增600万条半钢胎和120万条全钢胎（重整安驰轮胎）。

### ✓ 营收保持高增长，毛利润增速出众。

2020年公司轮胎产品营业收入147.10亿元，同比增长2.58%，在国内轮胎制造企业中排名第3；归母净利润14.91亿元，同比增长24.79%；实现轮胎销量4151.95万条，同比增长4.26%。预计2023年，公司公路轮胎销量将达7651万条，单条毛利98.23元；非公路轮胎销量达11.2万吨，单吨毛利润6712.55元。未来随着产能释放，公司业绩将进一步增长。

### ✓ 公司股权与管理权统一，管理改善。2020年公司实现控股权与管理权的统一。

# 核心观点：中国轮胎巨头崛起是大势所趋

## ➤ 中国轮胎企业崛起是未来的发展趋势

- ✓ 全球轮胎市场持续增长，中国大陆轮胎企业市占率稳步攀升。2019年全球乘用车轮胎消费达15.6亿条，约占轮胎消费总量的87.6%。世界前三巨头轮胎企业市占率从1989年的52.1%下降至2019年的37.4%。中国前三强中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎市占率稳步攀升。
- ✓ 中国轮胎企业成本费用优势明显。  
以原材料成本为基准比较2019年营业成本，赛轮营业成本为原材料的121%，远低于米其林的334%和PTGT的161%。人工优势是赛轮低成本的重要因素，赛轮人均年薪为11.4万元，远低于米其林的38.9万元，并且人均效率更高。
- ✓ 双反限制中国大陆轮胎企业出口，海外工厂优势凸显。  
赛轮、玲珑、森麒麟、中策的海外工厂营收和净利润快速增长，各大企业加速海外布局，截至2021年1月底，中国企业海外布局全钢胎产能达1295万条/年，半钢胎产能达到6150万条/年。若国内企业海外工厂全部达产，预计半钢胎产能12100万条、全钢胎产能3325万条。

## ✓ 国际化运营优势——全球化的营销网络和生产基地

赛轮不断健全和完善全球化营销体系和网络，在全球建立生产基地，国内有青岛、东营、沈阳工厂，国外越南赛轮分工厂成为公司主要的利润增长点。2020年越南赛轮实现营业收入50.32亿元，同比增加30.09%；实现净利润13.59亿元，占公司总净利润89.35%，同比增加42.75%，随着产能进一步提升，越南赛轮未来业绩可期。

## ✓ 技术研发优势——研发投入提高，创新驱动发展

2020年研发费用为3.48亿元，同比增长8.75%，营收占比2.26%。截至2020年，公司共拥有国内外专利376项（国外专利12项），累计参与制定或修订国家及行业标准132项。未来公司将充分利用“液体黄金”资源、巨胎研发等优势继续完善各种产品技术体系，进而提升公司的产品力。

## ✓ 信息化优势——互联互通、智能制造、智慧营销

全球首个投入使用的橡胶工业互联网平台“橡链云”平台发布，促进产业链上下游企业的集聚、融合，实现产业链核心业务的一体化、平台化、多元化运营，形成一个“开放、共生、共赢”的生态系统，推动橡胶产业提质增效，实现高质量发展。

智慧零售平台app正式上线，打造赛轮、经销商利益共同体，携手共成长，营销新未来。

图表1:赛轮轮胎业绩将持续提升

|                   | 项目       | 2011     | 2012     | 2013     | 2014     | 2015     | 2016     | 2017     | 2018     | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 半钢子午线轮胎<br>(公路轮胎) | 产能(万条/年) | 800      | 1600     | 2200     | 2550     | 3180     | 3580     | 4000     | 4000     | 4000    | 4150    | 5600    | 6100    | 6800    |
|                   | 销量(万条)   | 635.87   | 1271.74  | 1748.64  | 2026.83  | 2527.58  | 2262.69  | 3074.90  | 3179.34  | 3332.72 | 3500.00 | 4330.00 | 5490.00 | 6596.00 |
|                   | 毛利(百万元)  | 185.26   | 308.59   | 454.15   | 827.73   | 694.36   | 868.51   | 1083.36  | 1228.66  | 2057.38 | 2183.56 | 2267.45 | 3149.40 | 3915.79 |
|                   | 单条毛利(元)  | 29.14    | 24.27    | 25.97    | 40.84    | 27.47    | 38.38    | 35.23    | 38.65    | 61.73   | 62.39   | 52.37   | 57.37   | 59.37   |
| 全钢子午线轮胎<br>(公路轮胎) | 产能(万条/年) | 230      | 250      | 400      | 400      | 420      | 420      | 560      | 560      | 600     | 750     | 1290    | 1290    | 1390    |
|                   | 销量(万条)   | 210.01   | 228.28   | 365.24   | 365.24   | 383.51   | 403.02   | 480.73   | 511.34   | 588.92  | 650.00  | 948.50  | 1083.60 | 1251.00 |
|                   | 毛利(百万元)  | 47       | 128.37   | 237.81   | 486.42   | 405.48   | 523.79   | 606.75   | 736.93   | 1397.24 | 1487.81 | 2068.34 | 2519.01 | 2908.16 |
|                   | 单条毛利(元)  | 22.38    | 56.23    | 65.11    | 133.18   | 105.73   | 129.97   | 126.21   | 144.12   | 237.25  | 228.89  | 218.06  | 232.47  | 232.47  |
| 非公路轮胎             | 产能(万吨/年) | 1.8      | 1.8      | 1.8      | 2.3      | 2.3      | 2.3      | 3.2      | 6.4      | 7       | 7.3     | 11      | 11      | 16      |
|                   | 销量(万吨)   | 1.13     | 1.13     | 1.13     | 1.44     | 1.44     | 1.44     | 2.33     | 4.01     | 4.66    | 4.92    | 5.50    | 7.70    | 11.20   |
|                   | 毛利(百万元)  | 161.92   | 219.62   | 274.32   | 446.98   | 377.52   | 455.59   | 267.60   | 648.58   | 393.71  | 417.17  | 466.36  | 652.90  | 949.67  |
|                   | 单吨毛利(元)  | 14347.44 | 19459.95 | 24307.17 | 30996.13 | 26179.27 | 31593.40 | 11463.13 | 16163.42 | 8445.19 | 8479.20 | 8479.20 | 8479.20 | 8479.20 |
| 公司总毛利(百万元)        |          | 435.78   | 692.71   | 1033.3   | 2051.37  | 1858.11  | 2134.15  | 2273.80  | 2712.90  | 3911.74 | 4191.15 | 4904.75 | 6423.91 | 7876.22 |

资料来源:wind, 方正证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

预计公司2021/2022/2023年归母净利润分别为20.27、27.04、34.01亿元，PE为15.1、11.3和9.0倍，给予“强烈推荐”评级。

图表2: 盈利预测

| 单位/百万     | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 15405 | 20507 | 24884 | 29770 |
| (+/-) (%) | 1.83  | 33.12 | 21.34 | 19.64 |
| 归母净利润     | 1491  | 2027  | 2704  | 3401  |
| (+/-) (%) | 24.79 | 35.89 | 33.42 | 25.78 |
| EPS(元)    | 0.62  | 0.66  | 0.88  | 1.11  |
| ROE (%)   | 17.63 | 17.39 | 18.83 | 19.15 |
| P/E       | 16.56 | 15.10 | 11.32 | 9.00  |
| P/B       | 3.28  | 2.63  | 2.13  | 1.72  |

数据来源: wind 方正证券研究所

注: EPS 预测值按最新股本摊薄

# >> 目录

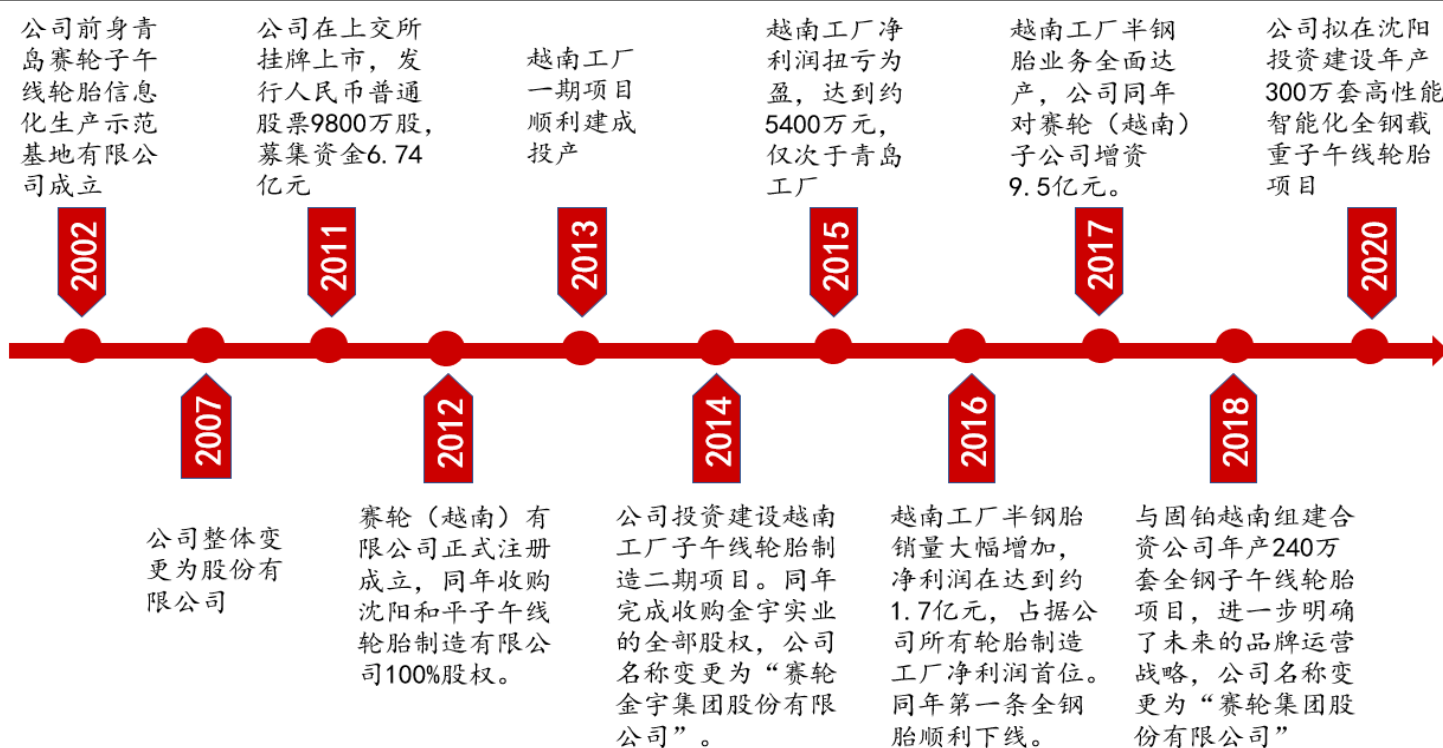
- 公司业绩持续改善
- 轮胎大趋势：中国企业崛起
- 公司核心竞争力
- 盈利预测与可比公司估值
- 风险提示



# 国内领先的轮胎生产与销售企业

- 赛轮轮胎成立于2002年11月，2011年在上海证券交易所挂牌上市
- 公司主要从事轮胎产品的研发、生产和销售，主要产品包括半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和非公路轮胎，广泛应用于轿车、轻型载重汽车、大型客车、货车、特种车辆等领域，在国内轮胎制造企业中处于行业领先地位。

图表3：公司历史沿革





# 子午线轮胎是公司主要轮胎产品

- 公司的业务主要分为轮胎产品、轮胎贸易、轮胎循环利用以及技术转让，其中轮胎产品为公司的主要业务，2020年轮胎产品的营业收入占到公司营业总收入的**95%**。公司轮胎产品主要分为半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和非公路轮胎三大类，其中半钢子午线轮胎和全钢子午线轮胎是主要的两大类产品。

图表4：公司轮胎产品

| 产品类别    | 产品系列  | 用途                                |
|---------|---|-----------------------------------|
| 全钢子午线轮胎 | 有内胎全钢载重子午胎系列、无内胎全钢载重子午胎系列、全钢轻型载重子午胎系列   | 主要用于大型客车、货车的配用及替换                 |
| 半钢子午线轮胎 | 拖车胎（ST）、运动型车&轻卡（LTR/SUV）、高性能轿车胎（HP）、超高性能轿车胎（UHP）、商用轻卡用轮胎（COMMERCIAL LTR）、商用旅行车轮胎（TOURING）、雪地胎（SNOWTIRE） | 主要用于轿车、越野车、轻型载重汽车及小吨位拖挂车上轮胎的配用和替换 |
| 非公路轮胎   | 正在开发联合运输起重机用工程子午胎、冰雪路面用工程子午胎、装载机用工程子午胎和地下采矿用工程子午胎等产品  | 主要用于矿上、雪地、码头、装载等车辆上轮胎的配用和替换       |

资料来源：招股说明书，方正证券研究所

# 轮胎产能规模大、利用率高

- 公司目前的达产产能分别为半钢胎**4150**万条，全钢胎**750**万条，非公路胎**7.3**万吨。2020年半钢胎产能利用率约为**85.13%**，全钢胎产能利用率约为**94.42%**，非公路胎产能利用率约为**67.40%**。

图表5：2020年12月公司产能情况

| 主要厂区或项目       | 设计产能 | 实际达产产能 | 产能利用率(%) | 在建产能 | 在建产能已投资额(亿元) | 规划总投资额(亿元) | 在建产能预计完工时间            |
|---------------|------|--------|----------|------|--------------|------------|-----------------------|
| 青岛工厂全钢        | 260  | 270    | 95.32    |      |              |            |                       |
| 青岛工厂半钢        | 1000 | 1000   | 78.21    |      |              |            |                       |
| 青岛工厂非公路轮胎     | 6    | 3.7    | 77.57    | 2.3  | 10.64        |            | 2021年                 |
| 东营工厂半钢        | 2700 | 2050   | 83.01    | 650  | 14.45        | 21.98      | 2021年                 |
| 沈阳工厂全钢        | 500  | 200    | 92.48    | 300  | 10.31        | 20.04      | 2021年                 |
| 越南工厂半钢        | 1600 | 1100   | 95.36    | 500  | 1.30         | 30.11      | 2021年200万条；2023年300万条 |
| 越南工厂全钢        | 260  | 160    | 95.79    | 100  | 0            |            | 2023年                 |
| 越南工厂非公路轮胎     | 10   | 3.6    | 56.94    | 6.4  | 2.81         |            | 2021年1.4万吨；2023年5万吨   |
| ACTR全钢胎       | 240  | 120    | 93.81    | 120  | 13.19        | 2.8(亿美元)   | 2021年                 |
| 潍坊工厂半钢        | 600  |        |          | 600  |              | 7.20       | 2021年                 |
| 潍坊工厂全钢        | 120  |        |          | 120  |              |            | 2021年                 |
| 柬埔寨工厂半钢       | 900  |        |          | 900  |              | 11.78      | 2022年500万条，2023年400万条 |
| 全钢合计(万条/年)    | 1380 | 750    | 94.42    | 640  | 23.50        |            |                       |
| 半钢合计(万条/年)    | 6900 | 4150   | 85.13    | 2750 | 15.75        |            |                       |
| 非公路轮胎合计(万吨/年) | 16   | 7.3    | 67.40    | 8.7  | 13.45        |            |                       |

- 公司未来产能逐步释放，规模继续扩张。公司未来3年内预计将新增全钢子午胎产能**640万条**，半钢子午胎产能**2650万条**，非公路轮胎产能**6.4万吨**。

图表6：公司未来新增产能（2021年4月后）

| 工厂     | 新增轮胎产能     |             | 全钢（万条/年） | 半钢（万条/年） | 非公路（万吨/年） |
|--------|------------|-------------|----------|----------|-----------|
|        | 公路轮胎（万条/年） | 非公路轮胎（万吨/年） |          |          |           |
| 青岛工厂   |            | 2.3         |          |          | 2.3       |
| 东营工厂   | 650        |             |          | 650      |           |
| 沈阳工厂   | 300        |             | 300      |          |           |
| 越南工厂   | 200        | 1.4         |          | 200      | 1.4       |
| ACTR   | 120        |             | 120      |          |           |
| 潍坊工厂   | 720        |             | 120      | 600      |           |
| 2021合计 | 1990       | 1.4         | 540      | 1450     | 1.4       |
| 柬埔寨    | 500        |             |          | 500      |           |
| 2022合计 | 500        |             |          | 500      |           |
| 越南工厂   | 400        | 5           | 100      | 300      | 5         |
| 柬埔寨    | 400        |             |          | 400      |           |
| 2023合计 | 800        | 5           | 100      | 700      | 5         |
| 合计     | 3290       | 6.4         | 640      | 2650     | 6.4       |

资料来源：公司公告，方正证券研究所

# 产能逐步释放，规模继续扩张

- 公司未来产能逐步释放，规模继续扩张。预计到2023年，半钢子午胎产能将达到**6800万条**，相较于2020年上升**63.86%**；全钢胎产能将达到**1390万条**，相较于2020年上升**85.33%**；非公路轮胎产能将达到**16.0万吨**，相较于2020年上升**119.18%**。

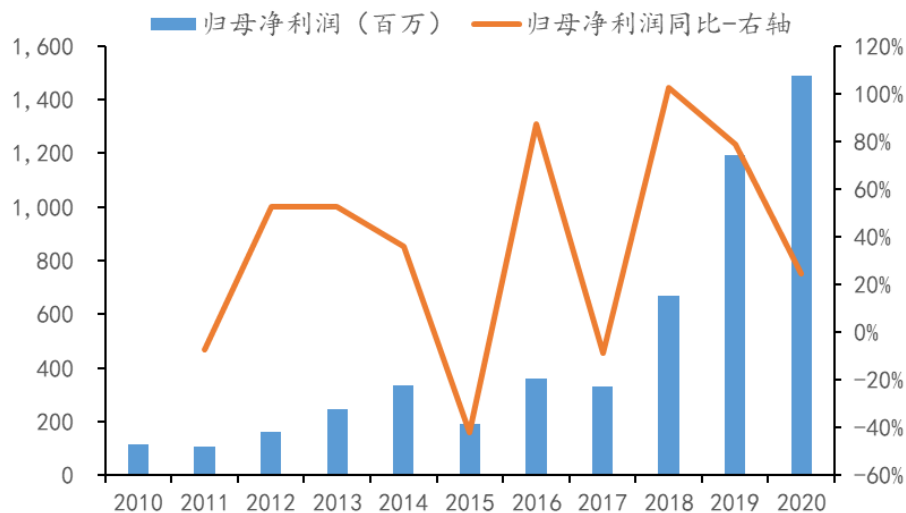
图表7：公司轮胎产品未来产能预期

| 工厂     | 轮胎产品       | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------|------------|------|------|------|------|------|------|
| 越南三期   | 半钢胎（万条）    |      |      |      |      | 300  | 300  |
|        | 全钢胎（万条）    |      |      |      |      | 100  | 100  |
|        | 非公路轮胎（万吨）  |      |      |      |      | 5    | 5    |
| 越南工厂   | 半钢胎（万条）    | 1000 | 1100 | 1300 | 1300 | 1300 | 1300 |
|        | 全钢胎（万条）    | 140  | 160  | 160  | 160  | 160  | 160  |
|        | 非公路轮胎（万吨）  | 3.5  | 3.6  | 5    | 5    | 5    | 5    |
| ACTR   | 全钢胎（万条）    |      | 120  | 240  | 240  | 240  | 240  |
| 青岛工厂   | 半钢胎（万条）    | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 |
|        | 全钢胎（万条）    | 270  | 270  | 270  | 270  | 270  | 270  |
|        | 非公路轮胎（万吨）  | 3.5  | 3.7  | 6    | 6    | 6    | 6    |
| 东营工厂一期 | 半钢胎（万条）    | 1200 | 1200 | 1200 | 1200 | 1200 | 1200 |
| 东营工厂二期 | 半钢胎（万条）    | 800  | 850  | 1500 | 1500 | 1500 | 1500 |
| 沈阳工厂   | 全钢胎（万条）    | 190  | 200  | 500  | 500  | 500  | 500  |
| 潍坊工厂   | 半钢胎（万条）    |      |      | 600  | 600  | 600  | 600  |
|        | 全钢胎（万条）    |      |      | 120  | 120  | 120  | 120  |
| 柬埔寨    | 半钢胎（万条）    |      |      |      | 500  | 900  | 900  |
| 合计     | 半钢胎（万条）    | 4000 | 4150 | 5600 | 6100 | 6800 | 6800 |
|        | 全钢胎（万条）    | 600  | 750  | 1290 | 1290 | 1390 | 1390 |
|        | 公路轮胎合计（万条） | 4600 | 4900 | 6890 | 7390 | 8190 | 8190 |
|        | 非公路轮胎（万吨）  | 7    | 7.3  | 11   | 11   | 16   | 16   |

# 净利润率不断提升，效益显著

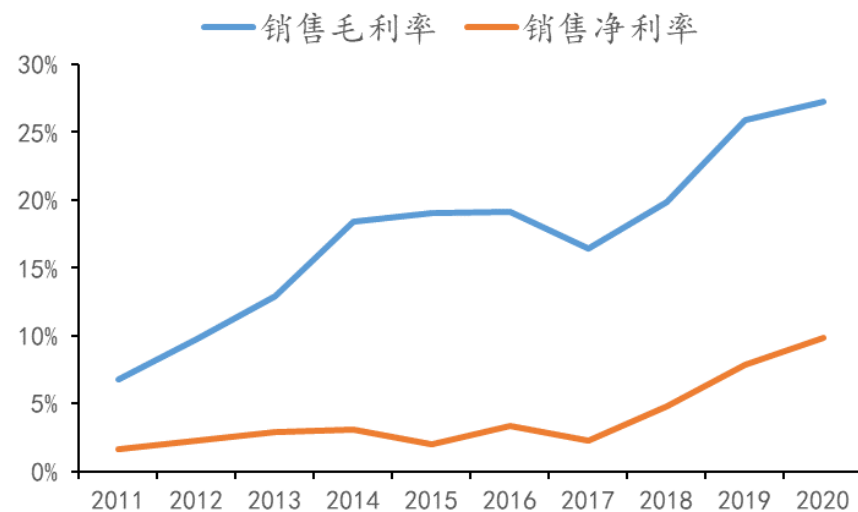
- 公司近年归母净利润情况：2020年公司实现归属于上市公司股东的净利润**14.91亿元**，同比增长**24.79%**。随着公司海外产能的投放、出口退税率提高和增值税率的下降带来的利润增厚，以及原材料周期成本下行，以及国内行业集中度的提高，预计公司的归母净利润将会进一步提升。
- 近年来公司利润率保持增长态势，2020年公司销售毛利率为**27.21%**，同比提升**1.35个pct**；销售净利润率为**9.87%**，同比提升**2.00个pct**。

图表8：公司归母净利润及同比变化



资料来源：wind，方正证券研究所

图表9：公司毛利率与净利润率变化

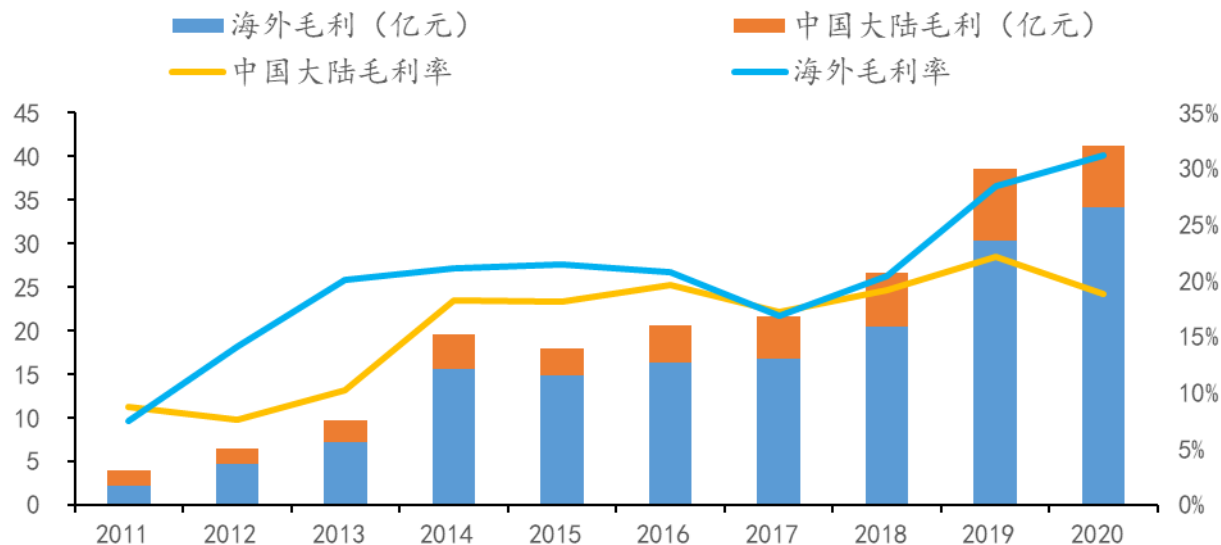


资料来源：wind，方正证券研究所

# 公司毛利润持续增长，越南赛轮增速显著

- 公司近年毛利润情况：公司的毛利润自上市以后总体上保持增长。2015年以前毛利润保持高速增长且在2014年增速达到顶峰。2015年由于“双反”以及行业产能过剩导致毛利润增速出现明显下滑。随着国内产能出清、原材料成本周期下行以及越南工厂的持续发力，近几年赛轮的毛利润保持稳步增长态势。
- 越南赛轮毛利润增速快：2020年公司实现毛利润41.91亿元，2011-2020年复合增长率达28.60%；其中海外销售毛利润34.15亿元，占比82.84%，复合增长率高达35.85%。中国大陆销售毛利润7.08亿元，复合增长率16.39%。

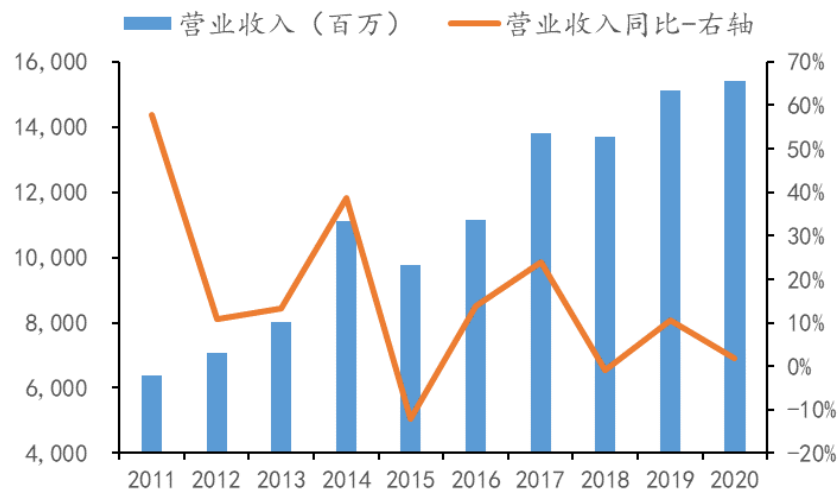
图表10：公司各项毛利润历年变化



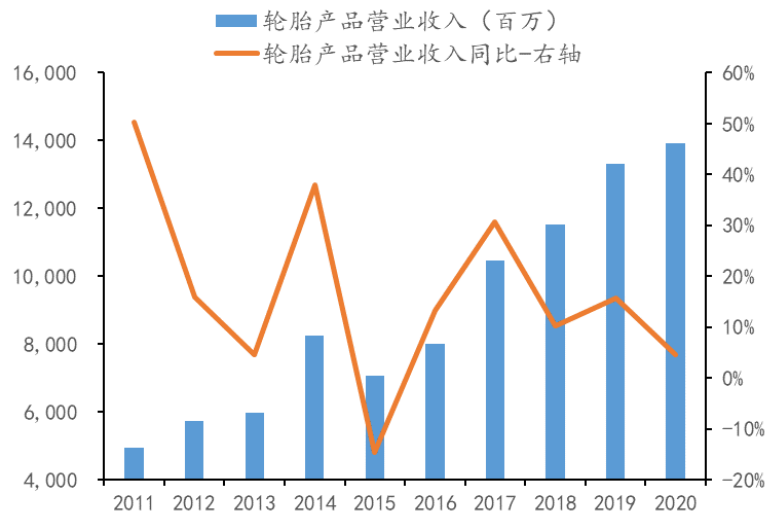
# 营收保持高增长，市场地位提升

- 公司上市9年以来营收总体上保持较快增长，只有2015年由于美国对华产半钢胎实施“双反”以及国内轮胎市场产能过剩需求不足从而出现了营收大幅下降的情况。随着国内轮胎市场小企业逐步出清，各大企业之间竞争格局进一步分化和清晰。赛轮轮胎凭借自身战略的正确实施和核心竞争力的提升，渡过难关，稳步增长。
- 2020年公司实现营业总收入**154.05亿元**，同比增长**1.83%**，其中轮胎产品营业收入**139.29亿元**，同比增长**4.56%**，在国内轮胎轮胎制造企业中排名第**3**。

图表11：公司总营收及同比



图表12：公司轮胎产品营收及同比变化



资料来源：wind，方正证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：wind，方正证券研究所



# 公司已成为多家知名汽车轮胎配套供应商

- 在配套市场，公司凭借过硬的品质和服务，已成为比亚迪、长城汽车、奇瑞、吉利等多家知名汽车主机厂轮胎配套供应商。

图表13：赛轮轮胎主要配套汽车品牌

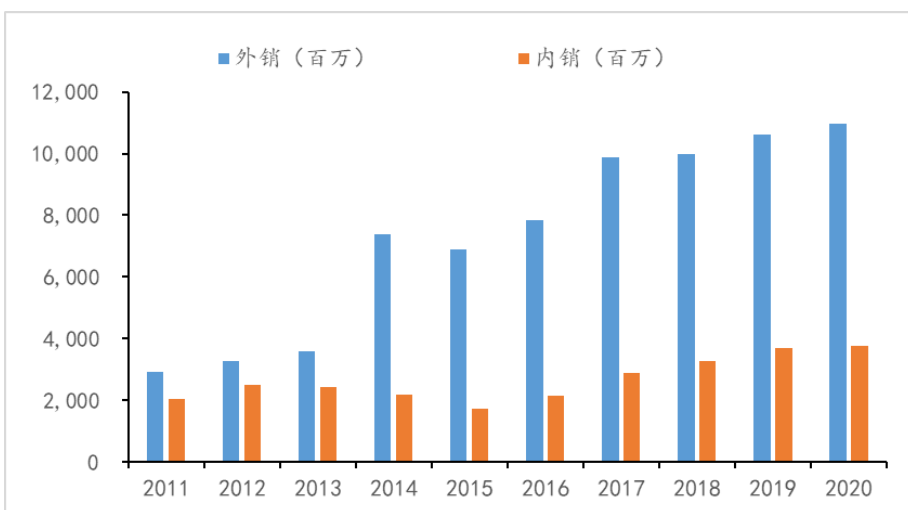


资料来源：公司公告，公司官网，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

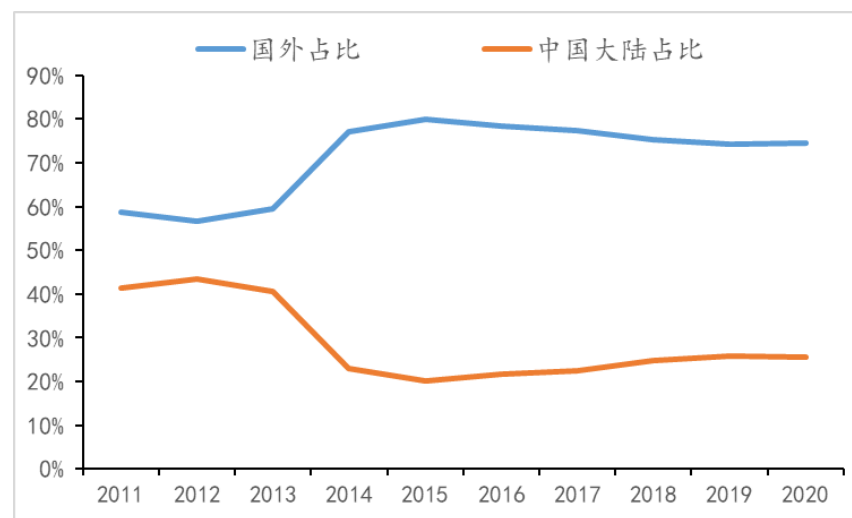
- 从地区分布上来看，2020年公司的营业收入主要是来源于外销，占比为**74.51%**。内销营收占比为**25.49%**。
- 2015以来，公司内外销营业收入总体保持持续增长的趋势，且营收占比较为稳定，外销营收占比大致稳定在70%-80%，而内销占比保持在20%-30%。

图表14：公司历年营业收入（分地区）



资料来源：wind，方正证券研究所

图表15：公司历年各地区营收占比变化

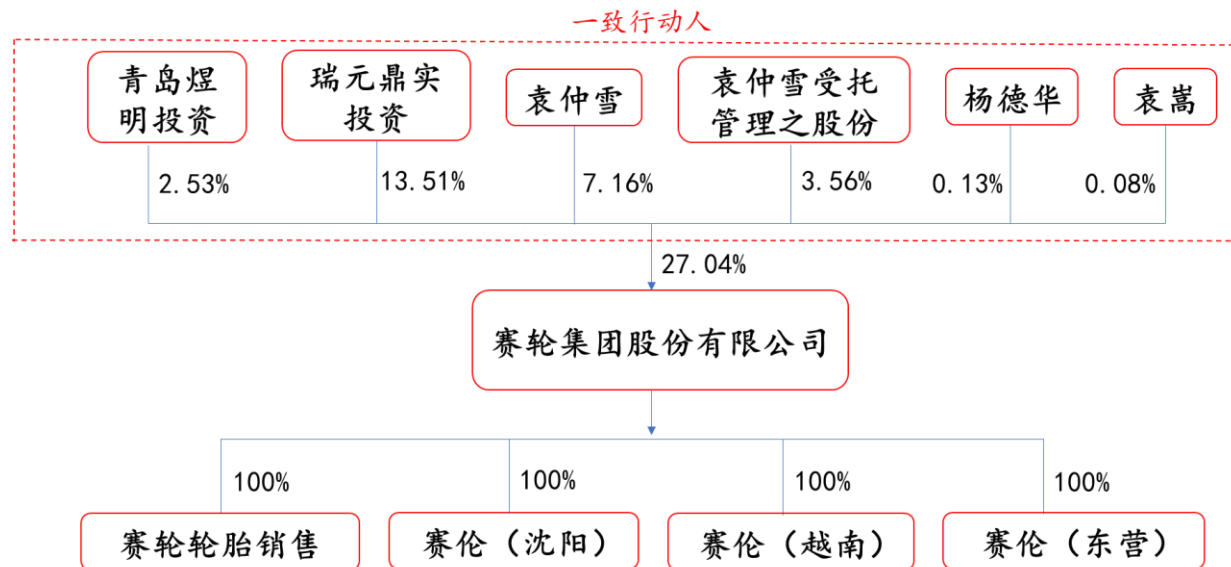


资料来源：wind，方正证券研究所

# 公司股权与管理权统一，管理改善

- 公司控股股东及实际控制人为袁仲雪。青岛煜明投资中心（有限合伙）、瑞元鼎实投资、袁仲雪受托管理之股份，杨德华、袁嵩构成袁仲雪的一致行动人。
- 2020年11月28日，公司公告袁仲雪及瑞元鼎实拟认购公司股份的权益变动书，至此，公司完成了实际控制人由杜玉岱到袁仲雪的变更，控股比例由14.13%提升至19.81%，实现了控股权与管理权的统一，管理改善。
- 2021年3月27日，公司公告袁仲雪认购赛轮轮胎非公开发行2024.6万股股份，其控制的瑞元鼎实认购赛轮轮胎非公开发行38872.5万股股份；本次权益变动后，袁仲雪及其一致行动人控制比例由19.18%提升至27.04%。本次权益变动后，袁仲雪仍为上市公司的实际控制人。

图表16：2020年公司股权结构和部分主要子公司



# >> 目录

- 公司业绩持续改善
- 轮胎大趋势：中国企业崛起
- 公司核心竞争力
- 盈利预测与可比公司估值
- 风险提示

- 根据胎体构造，轮胎市场可以划分为全钢轮胎市场和半钢轮胎市场，全钢轮胎对应的车型包括货车、卡车、客车及各种工程车，半钢轮胎对应的车型包括轿车、SUV、MPV、面包车及轻型卡车等。
- 根据轮胎是否与主机厂配套，轮胎市场可以划分为配套市场和替换市场，又称为前装市场和后装市场。
- 根据交易范围，轮胎市场可以划分为国内市场 and 国外市场。

图表17：轮胎市场分类情况

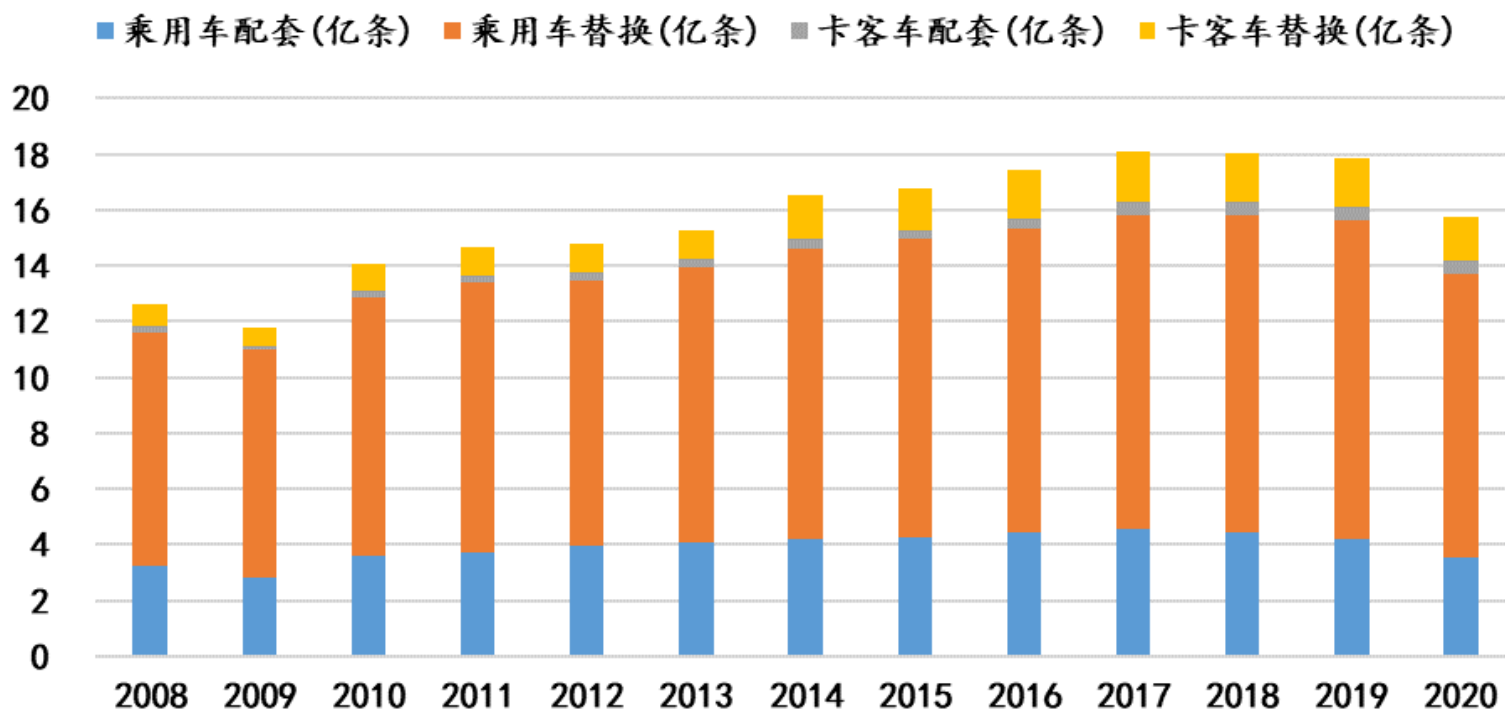
| 分类依据    | 市场名称        | 对应车型                |
|---------|-------------|---------------------|
| 胎体构造    | 全钢轮胎市场      | 货车、卡车、客车及各种工程车      |
|         | 半钢轮胎市场      | 轿车、SUV、MPV、面包车、轻型卡车 |
| 是否与主机配套 | 配套（前装/原装）市场 |                     |
|         | 替换（后装）市场    |                     |
| 交易范围    | 国内市场        |                     |
|         | 国外市场        |                     |

资料来源：方正证券研究所整理

# 2008-2019年全球轮胎销量的年均增速为1.39%

- 全球轮胎消费类型中乘用车胎仍然是主要消费类型，2020年全球乘用车轮胎消费达13.7亿条，约占轮胎消费总量的87%。2008-2020全球乘用车年均复合增速为1.39%，同期全球卡客车年均复合增速为6.35%。

图表18：全球轮胎消费市场情况（按类型）



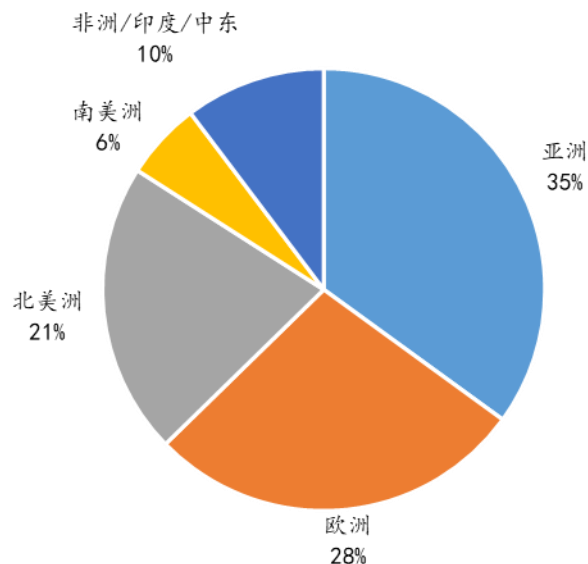
资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 2019年全球轮胎市场空间金额划分

- 2019全球轮胎消费总金额约为1503亿美元（不包含特种轮胎）。从地区来看，亚洲消费金额最大，高达526.1亿美元，占比35%；欧洲消费416.1亿美元，占比27.7%；北美洲消费321.1亿美元，占比21.4%；非洲/印度/中东地区消费154.6亿美元，占比10.3%；南美洲消费最低，仅85.0亿美元，占比约6%。从类型来看，卡客车轮胎市场规模约300.6亿美元，占比约20%；乘用车轮胎市场规模约1202亿美元，占比约80%。

图表19：2019全球轮胎消费市场情况（按地区）

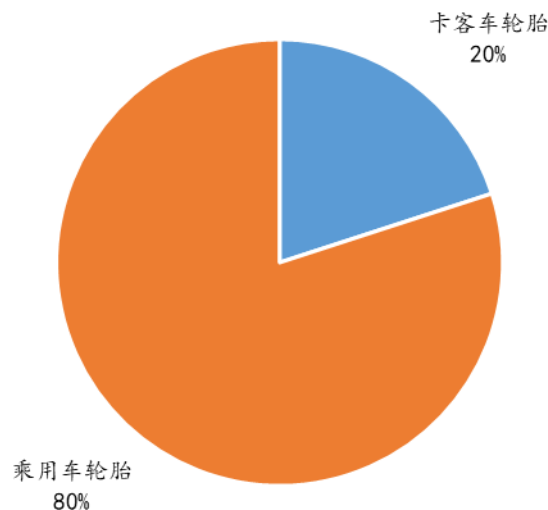


资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表20：2019全球轮胎消费市场情况（按类型）



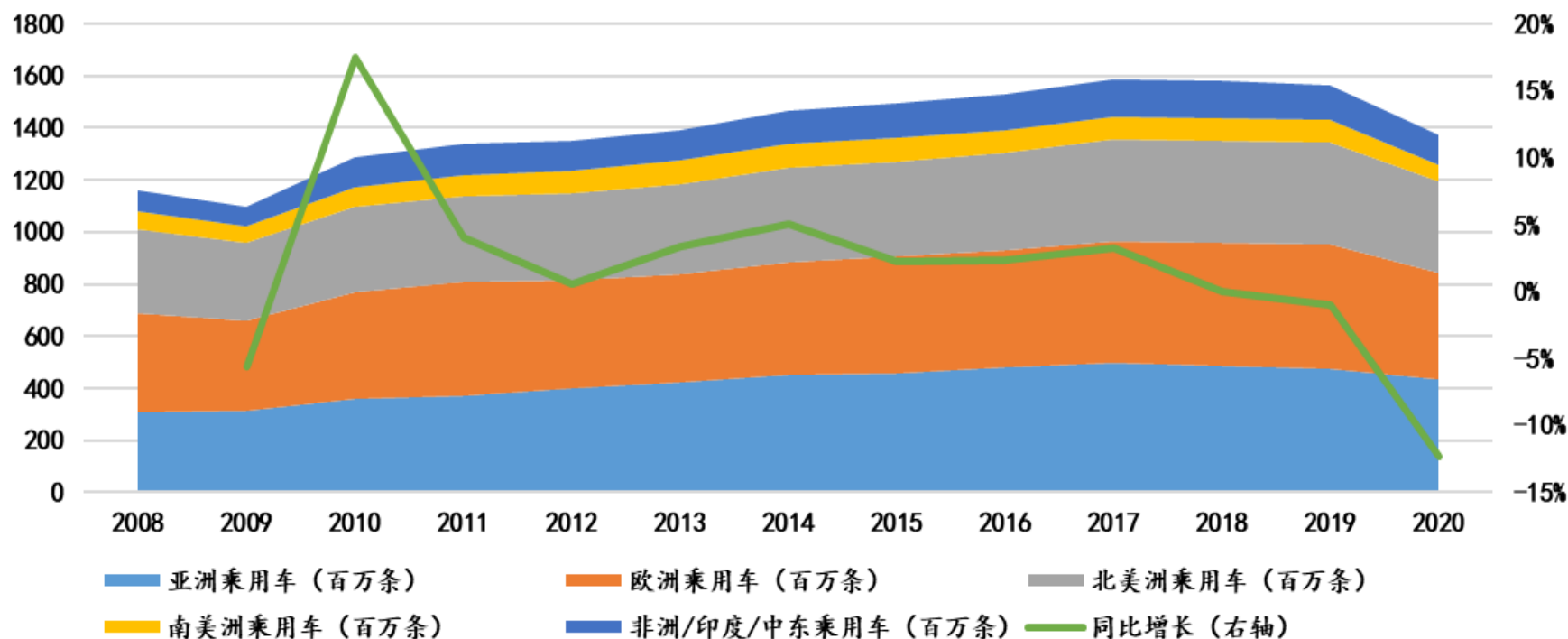
资料来源：Bloomberg，方正证券研究所



# 全球乘用车轮胎消费保持稳定增长

- 全球轮胎市场仍保持增长，2008-2020年全球半钢胎轮胎销售条数的年均增长率为1.4%，其中非洲/印度/中东为2.9%，亚洲为2.9%，欧洲为0.6%，北美为0.6%。

图表21：全球乘用车胎消费市场情况（按地域）

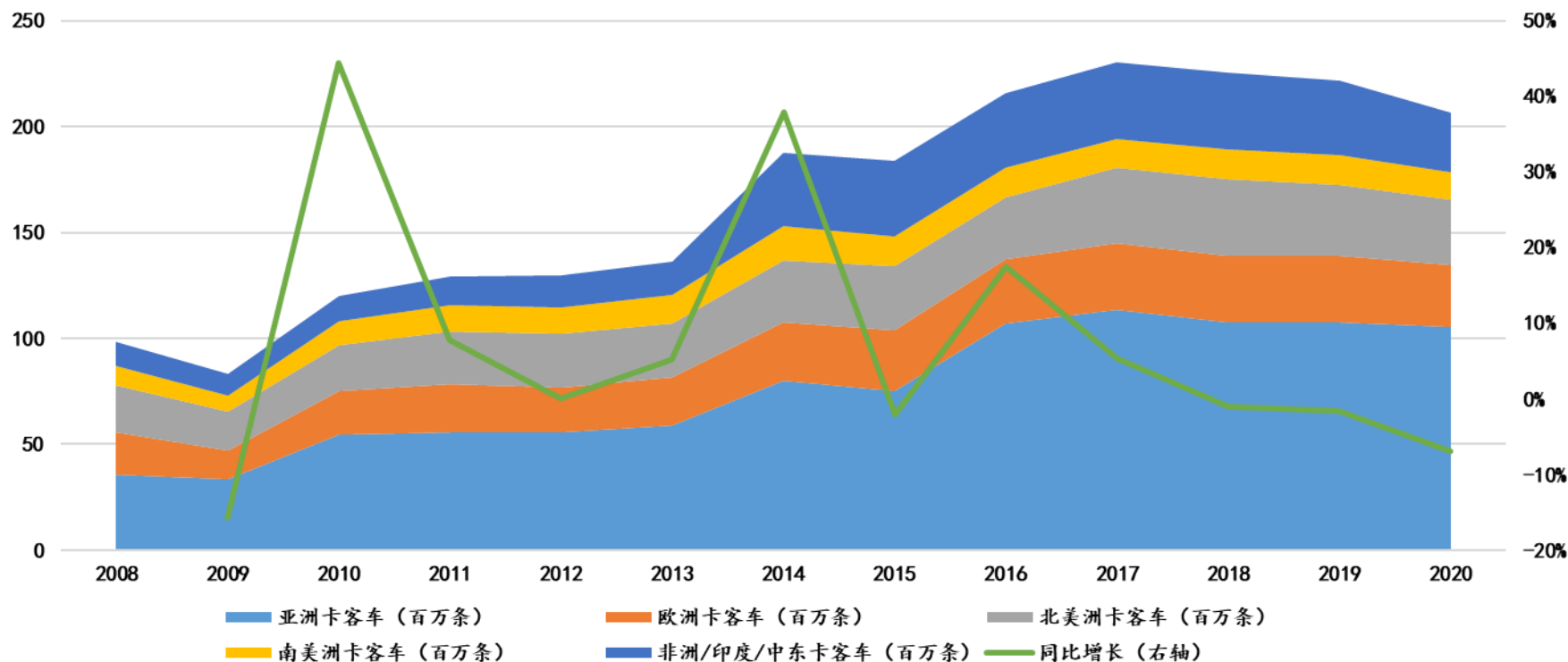


资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

# 全球卡客车轮胎消费保持快速增长

- 全球轮胎市场仍保持增长，2008-2020年全球全钢胎轮胎销售条数的年均增长率为6.3%，其中亚洲为9.5%，非洲/印度/中东为7.9%，欧洲为3%，北美为3%。

图表22：全球卡客车胎消费市场情况（按地域）



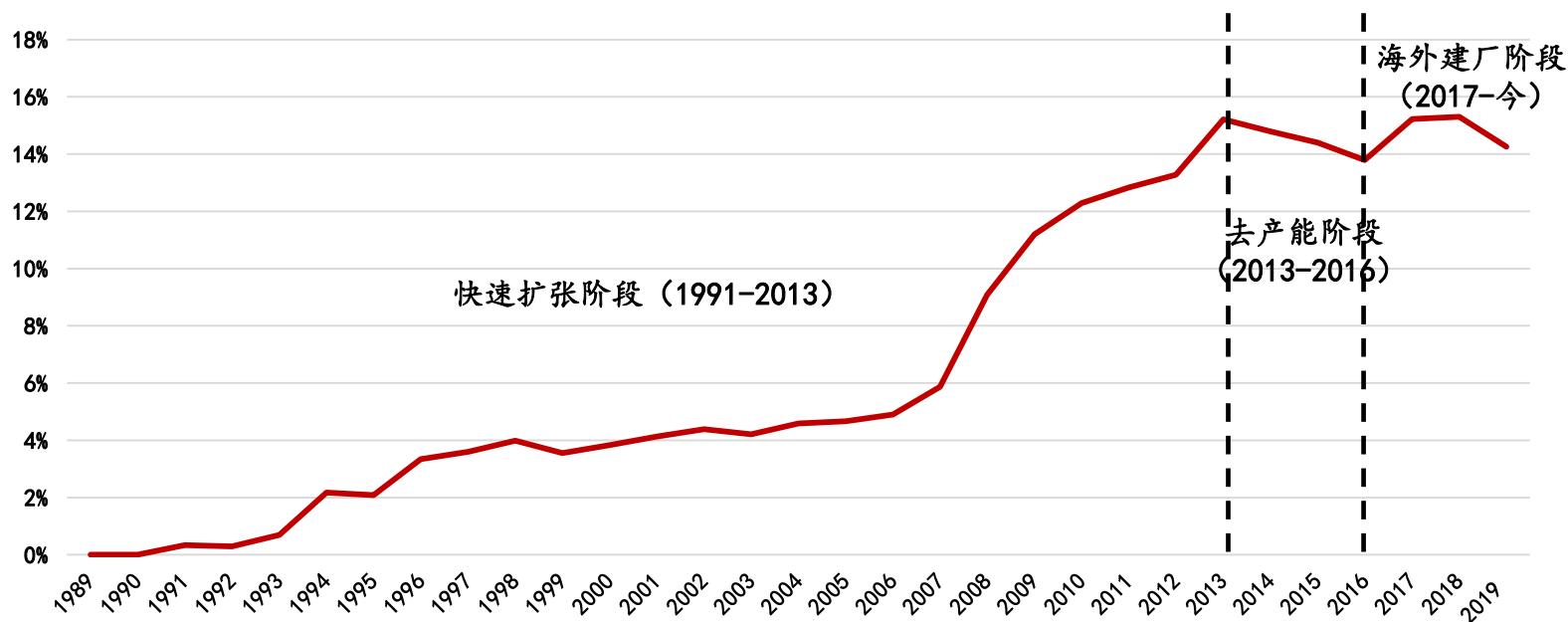
资料来源：Bloomberg，方正证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 中国大陆轮胎企业占全球的比例将再次快速拉升

中国大陆轮胎企业在全球的市占率变化大致经历了以下三个阶段：

- 快速扩张阶段（1991-2013）：大陆轮胎企业依靠成本费用优势快速抢占全球市场，市占率一路攀升至15.2%；
- 去产能阶段（2013-2016）：由于贸易摩擦加剧，中国大陆轮胎企业出口受阻，轮胎产业进入去产能阶段；
- 海外建厂阶段（2017-今）：中国大陆头部企业纷纷“走出去”建厂规避贸易争端，海外工厂放量抢占市场。

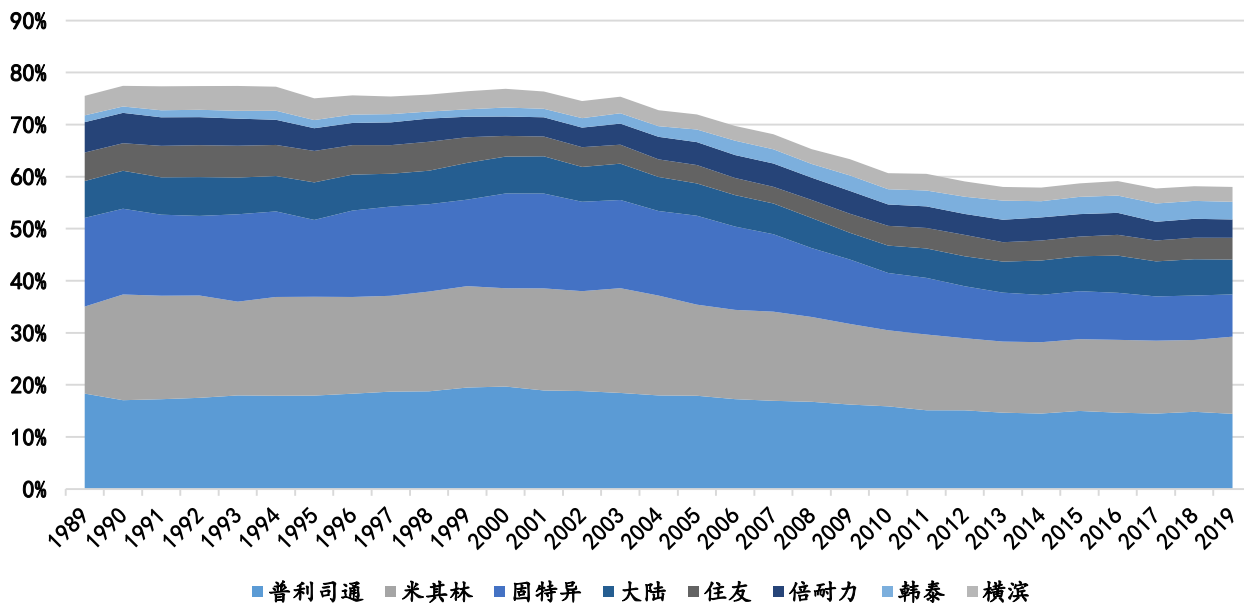
图表23：全球75强轮胎企业中中国大陆企业销售额占全球的比例



# 全球前八巨头市占率不断下降

1989年世界前八巨头市占率达76%，到2019年仅为58%。其中世界前三巨头普利司通、米其林、固特异总市占率从52.1%下降至37.4%，降幅明显。

图表24：全球前八巨头市占率不断下降

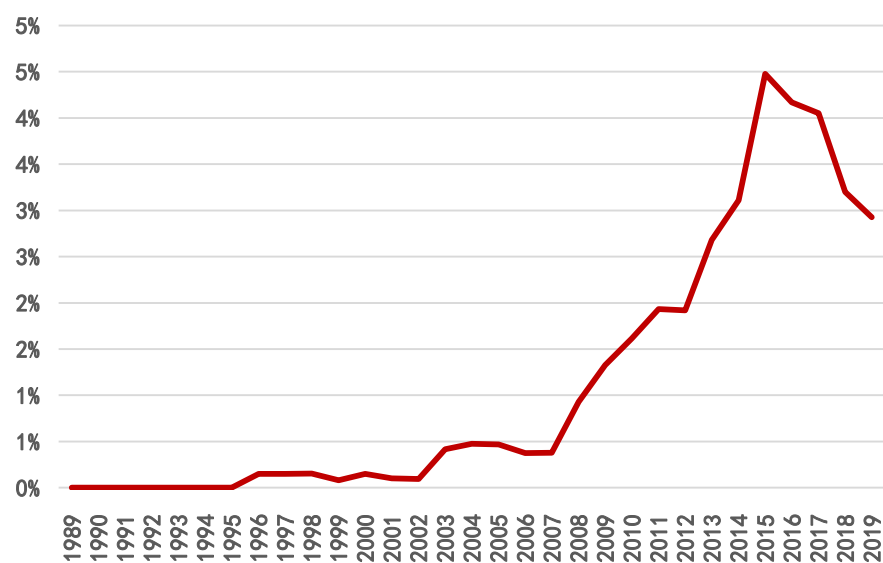
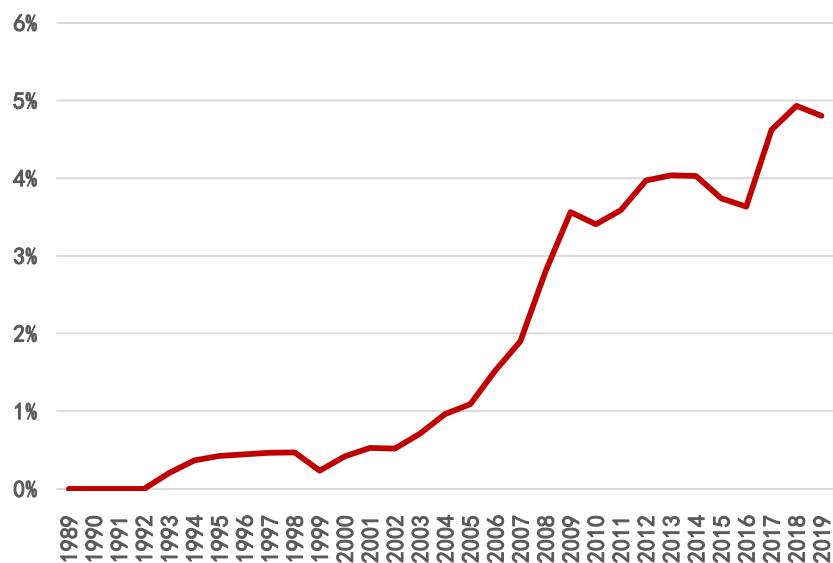


资料来源：轮胎商业，方正证券研究所整理

# 中国前三强全球市占率稳步攀升

中国大陆轮胎企业前三强杭州中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮轮胎（以2019年排名为准）全球市占率自上世纪90年代以来稳步攀升，但整体份额仍有巨大提升空间；中等梯队企业市占率自2015年达到巅峰后有所回落，原因是国内轮胎企业迎来重组破产集中度提升期，相应进入75强排名企业数量减少。市占率角度，国内轮胎企业分化日益严重。

图表25：全球75强轮胎企业中中国大陆企业前三强市占率 图表26：全球75强轮胎企业中中国大陆企业中等梯队市占率



资料来源：轮胎商业，方正证券研究所整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：轮胎商业，方正证券研究所整理

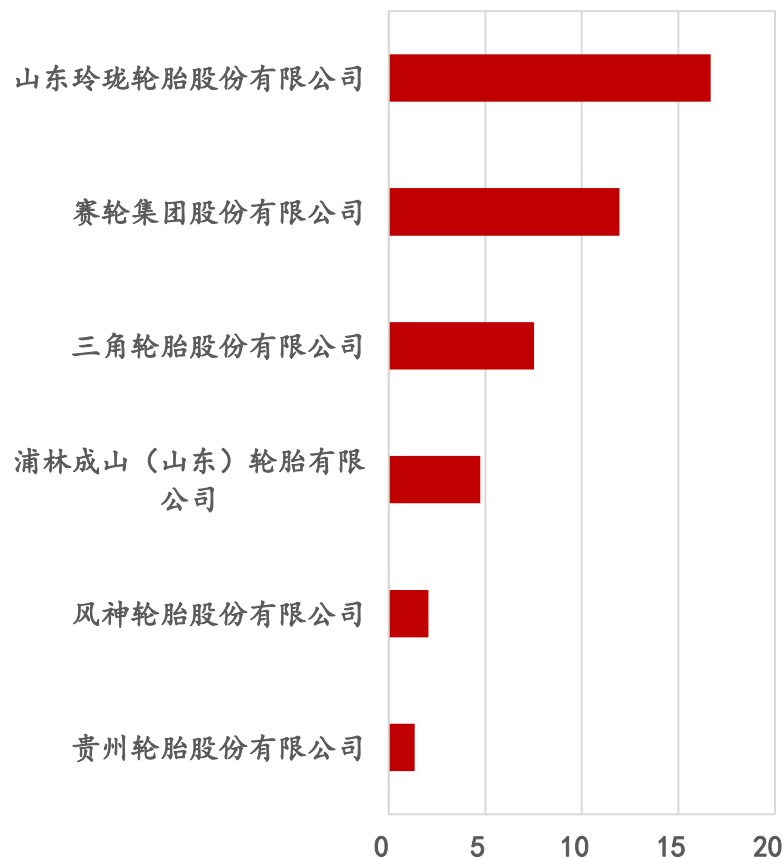
# 2019年中国大陆头部轮胎企业业绩良好

图表27：2019年中国轮胎企业销售收入排名

| 排名 | 企业名称           | 2019年销售收入/亿元 |
|----|----------------|--------------|
| 1  | 中策橡胶集团有限公司     | 249.40       |
| 2  | 山东玲珑轮胎股份有限公司   | 171.64       |
| 3  | 赛轮集团股份有限公司     | 143.40       |
| 4  | 山东昊华轮胎有限公司     | 105.00       |
| 5  | 厦门正新橡胶工业有限公司   | 90.98        |
| 6  | 三角轮胎股份有限公司     | 79.41        |
| 7  | 双线轮胎集团有限公司     | 72.11        |
| 8  | 山东昌丰轮胎有限公司     | 68.47        |
| 9  | 双星集团有限责任公司     | 64.96        |
| 10 | 贵州轮胎股份有限公司     | 64.58        |
| 11 | 风神轮胎股份有限公司     | 59.14        |
| 12 | 浦林成山（山东）轮胎有限公司 | 55.40        |
| 13 | 青岛森麒麟轮胎股份有限公司  | 45.74        |
| 14 | 山东华盛橡胶有限公司     | 43.58        |
| 15 | 山东万达宝通轮胎有限公司   | 42.09        |

资料来源：《中国橡胶》，方正证券研究所整理

图表28：2019年中国上市轮胎企业净利润排名（亿元）



资料来源：轮胎商业，方正证券研究所整理

# 中国大陆轮胎企业成本费用优势明显

■我们以原材料金额作为基准比较了几个公司的成本费用，采用了价格透析法，价格透析法详见我们发布的深度报告《玲珑VS韩泰：抽丝剥茧，挖掘核心竞争力》

►世界轮胎巨头生产成本显著高于国内企业

✓类似米其林、韩泰、印尼佳通（PTGT）的海外企业在生产成本上显著高于国内企业，体现出国内企业生产成本具有较大优势

✓成本优势主要来自于人工、折旧摊销、其他项（包括能源、易耗品等）等

✓人工差距主要是外资企业工厂主要分布于发达地区，人力政策限制人员的更替

图表29：2019年不同轮胎企业单位原材料对应成本、收入情况

| 项目      | 米其林  | PTGT | 赛轮   |
|---------|------|------|------|
| 营业成本    | 334% | 161% | 121% |
| 其中：原材料  | 100% | 100% | 100% |
| 人工      | 101% | 25%  | 7%   |
| 折旧及摊销   | 34%  | 1%   | 6%   |
| 其他      | 99%  | 35%  | 10%  |
| 期间费用    | 88%  | 32%  | 25%  |
| 其中：销售费用 | 27%  | 13%  | 12%  |
| 管理费用    | 39%  | 8%   | 7%   |
| 研发费用    | 13%  |      | 4%   |
| 财务费用    | 9%   | 11%  | 3%   |
| 税金      | 10%  | 2%   | 2%   |
| 其他      | 6%   |      | 4%   |
| 净利润     | 34%  | 3%   | 14%  |
| 营收      | 473% | 198% | 165% |

资料来源：Bloomberg, Wind, 公司年报，方正证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台，此处包含生产、技术、行政人员薪酬

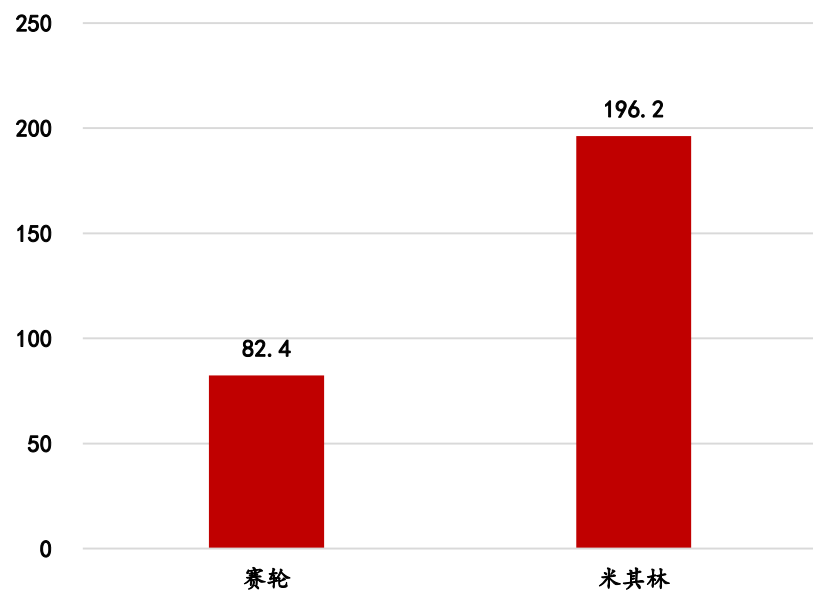


# 米其林单位金额原材料对应的人员较多

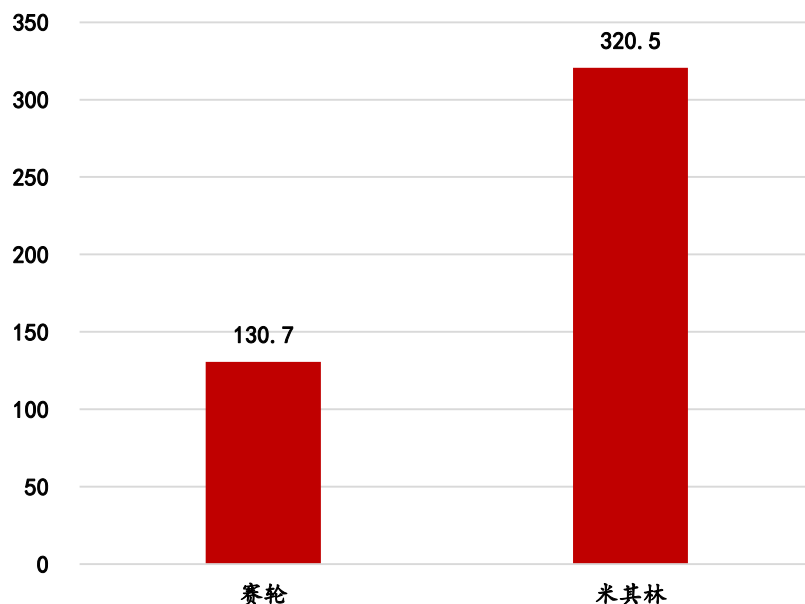
■单位金额原材料对应的生产人员方面，赛轮具有优势，米其林为196.2人/亿元，远高于赛轮82.4人/亿元，可以合理推测赛轮在自动化方面存在优势。

■单位金额原材料对应的总人员方面，米其林为320.5人/亿元，赛轮为130.7人/亿元，米其林单位金额原材料对应的人员较多。

图表30：2019年每亿元原材料对应的生产人员数量（人/亿元）



图表31：2019年每亿元原材料对应的总人员数量（人/亿元）



# 米其林在人均薪酬方面远高于赛轮轮胎

- 米其林的人均薪酬远高于赛轮轮胎，推测这种差异来自于地域分布差异
- ✓ 赛轮轮胎总人均工资为11.4万元，米其林高达38.9万元
- ✓ 在生产人员薪酬方面，米其林生产人员平均薪酬为24.6万元，赛轮为9.1万元

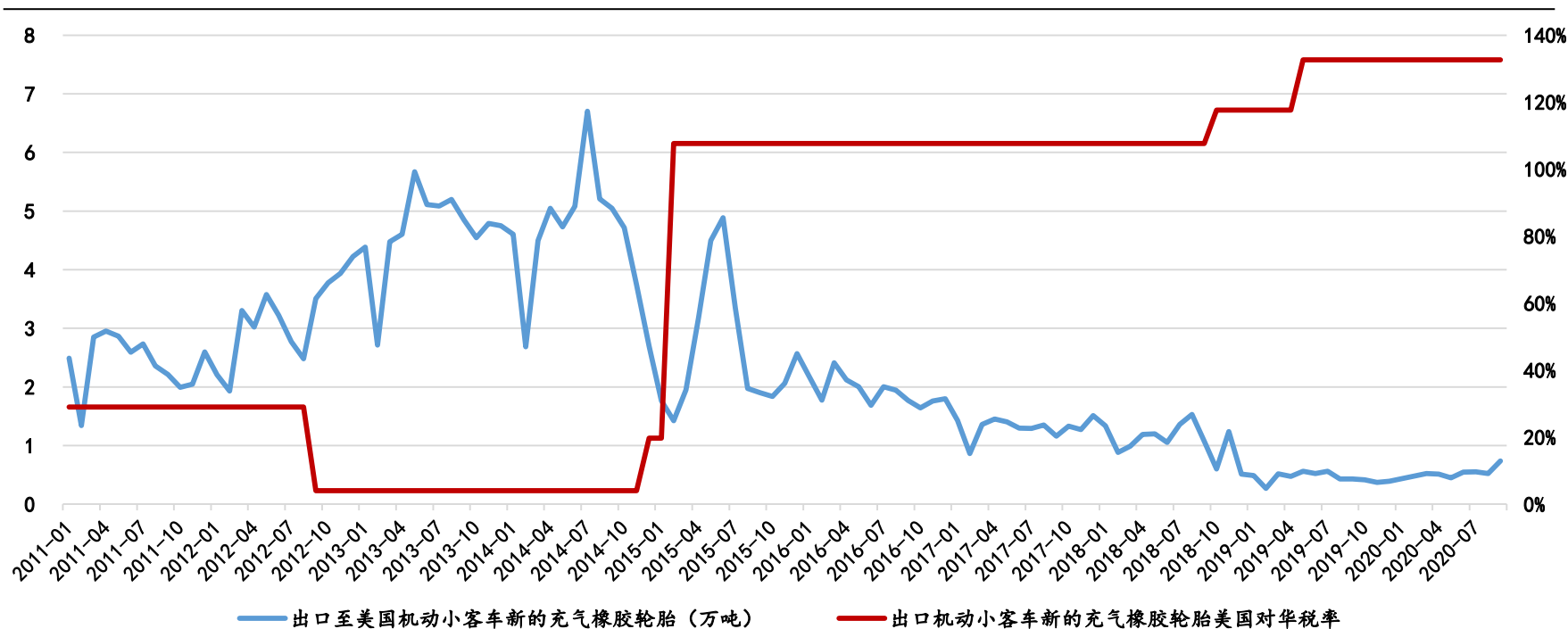
图表32：米其林、赛轮人均薪酬比较

|     | 人员类别   | 人均薪酬（万人民币） |
|-----|--------|------------|
| 米其林 | 生产人员   | 24.6       |
|     | 行政技术人员 | 51.0       |
|     | 管理层人员  | 73.5       |
|     | 总人均    | 38.9       |
| 赛轮  | 生产人员   | 9.1        |
|     | 行政人员   | 9.4        |
|     | 研发人员   | 10.2       |
|     | 总人均    | 11.4       |

# 美国双反导致中国出口至美国的汽车轮胎大幅萎缩

中国机动小客车新的充气橡胶轮胎出口受美国“双反”影响长期不景气。国内机动小客车新的充气橡胶轮胎对美出口自15年双反影响以来长期处于低迷状态。

图表33：中国机动小客车新的充气橡胶轮胎税率及其对美国出口的影响



资料来源：Wind, DOC，方正证券研究所

除欧美等主要轮胎目的地外，众多发展中国家也对中国企业多种轮胎产品开展过反倾销。

图表34：其它国家对中国轮胎业的反倾销

| 制裁国家           | 时间              | 轮胎种类           | 税率   |
|----------------|-----------------|----------------|--|
| 巴西             | 2015年3月         | 货车车轮胎          | 反倾销税为 1.12-2.59 美元/千克，   |
| 俄罗斯、白俄罗斯、哈萨克斯坦 | 2015年11月        | 载重汽车轮胎         | 俄罗斯、白俄罗斯、哈萨克斯坦在原来关税 10%的基础上，增加反倾销税，税率为 14.79%-35.35%，征收期限为 5 年 |
| 印度             | 2008年10月        | 卡客车子午线轮胎       | 反倾销税率为 24.97-88.27 美元/套  |
|                | 2013年4月         | 斜交胎            | 斜交胎每公斤征税 1.12-1.31 美元，征收期限为5年                                  |
|                | 2017年8月         | 卡客车子午胎         | 反倾销税率为10%-40%  |
| 埃及             | 2013年12月        | 摩托车轮胎          | 反倾销税为2.21-7.4美元/千克，征税期限为5年。                                    |
|                | 2014年3月         | 卡车、大客车轮胎       | 反倾销税率为 3.8%-60%，征税期限延长 5 年                                     |
|                | 2019年10月        | 卡车、大客车轮胎       | 埃及对原产于或进口自中国、印度、印尼、泰国的卡客车轮胎产品发起反倾销调查                           |
| 哥伦比亚           | 2013年6月         | 大客车和货运机动车轮胎    | 当报关 FOB 价格低于基价时，税额为两者的差价。                                      |
| 阿根廷            | 2009年9月         | 自行车轮胎          | 5年惩罚性关税  |
|                | 2011年6月-2013年6月 | 卡客车、农用车、旅游用车轮胎 | 反倾销税率为 10%-23%   |
| 土耳其            | 2010年7月         | 汽车轮胎、内胎、自行车轮胎  | 反倾销税率为 6%-40%  |
| 秘鲁             | 2002年-2011年     | 汽车、小火车、货车轮胎    | 秘鲁自 2012 年 1 月 18 日停止对我国的反倾销税                                  |
| 南非             | 2005年10月        | 摩托车、卡车、公共汽车轮胎  | 2007 年已经停止   |

# 中国轮胎企业海外盈利情况较好

- 自双反以来，国内轮胎企业在海外建厂的优势逐渐凸显，可以看到，玲珑、赛轮、森麒麟、中策的海外工厂的营收和净利润都不断快速增长。
- 海外企业毛利润率没有明显优势因其价格多为FOB价格，不含运费，国内多含运费。

图表35：国内轮胎企业海外工厂利润率、ROE情况

|         |       | 2015   | 2016   | 2017   | 2018                     | 2019   | 2020   |
|---------|-------|--------|--------|--------|--------------------------|--------|--------|
| 净利润（亿元） | 泰国玲珑  |        | 5.34   | 6.42   | 7.36                     | 13.19  | 15.82  |
|         | 越南赛轮  | 0.54   | 1.69   | 3.41   | 5.15                     | 9.52   | 13.59  |
|         | 泰国中策  |        |        | 2.58   | 4.14                     |        |        |
|         | 泰国森麒麟 |        | 1.53   | 2.57   | 4.71                     | 6.95   | 8.20   |
| 毛利润率    | 泰国玲珑  |        |        |        | 23.4%*<br>(大陆及天成轮胎21.4%) | 31.91% | 36.41% |
|         | 泰国中策  |        |        | 11.42% | 17.94%                   |        |        |
| 净利润率    | 泰国玲珑  |        |        | 20.21% | 19.50%                   | 25.96% | 29.95% |
|         | 越南赛轮  | 6.79%  | 14.31% | 14.02% | 17.31%                   | 24.62% | 27.00% |
|         | 泰国中策  |        |        | 11.92% | 13.74%                   |        |        |
|         | 泰国森麒麟 |        | 24.89% | 15.57% | 21.71%                   | 27.27% | 32.67% |
| ROE     | 泰国玲珑  | 15.13% | 27.05% | 25.88% | 21.85%                   | 27.71% | 23.80% |
|         | 越南赛轮  | 11.67% | 25.72% | 18.08% | 20.72%                   | 27.27% | 38.20% |
|         | 泰国中策  |        |        | 25.70% | 27.50%                   |        |        |
|         | 泰国森麒麟 |        |        | 30.96% | 34.68%                   | 33.36% | 29.77% |

资料来源：各公司年报，方正证券研究所

\*根据海外业务估算，大陆及天成轮胎业务包括部门间收入。

# 轮胎企业海外建厂情况

- 国内企业中除已建成投产的海外工厂外，玲珑未来还将在塞尔维亚建厂、赛轮将在越南与固铂合资建厂。头部多家轮胎企业首家海外工厂也将陆续投产。
- 2020年北美和欧洲半钢胎消费量合计7亿条/年，全钢胎消费量合计5080万条/年。截至2021年3月，中国企业海外布局公路轮胎半钢产能达到6150万条/年，占欧美半钢市场消费量8.79%，占北美市场消费量17.67%；全钢产能达1295万条/年，占欧美全钢市场消费量25.49%。若国内企业海外工厂全部达产，预计半钢胎产能1.26亿条，分别占欧美和北美市场消费量的18.00%和36.21%；全钢胎产能3325万条，占欧美的65.45%。

图表36：国内轮胎企业海外工厂情况

| 公司名称            | 半钢胎（万条/年）           | 全钢胎（万条/年）         | 非公路轮胎   | （预计）投产时间            |
|-----------------|---------------------|-------------------|---------|---------------------|
| 赛轮越南            | 1000                | 140               | 5（万吨/年） | 2013                |
| 玲珑泰国            | 1500                | 180               |         | 2014年一期投产，2019年三期满产 |
| 中策泰国            | 850                 | 210               |         | 2015                |
| 森麒麟泰国           | 1200                | 0                 |         | 2015                |
| 双钱泰国            | 0                   | 155               |         | 2017                |
| 赛轮固铂（越南）        | 0                   | 240               |         | 2019                |
| 福林马来西亚          | 300                 | 50                |         | 2019                |
| 浦林成山泰国          | 400                 | 80                |         | 2020                |
| 奥戈瑞印尼           | 600                 | 120               |         | 已投产                 |
| 山东银宝泰国          | 300                 | 120               |         | 已投产                 |
| 已投产合计           | 6150                | 1295              |         |                     |
| 玲珑塞尔维亚          | 1200                | 160               | 2（万条/年） | 2021Q2              |
| 通用泰国            | 600                 | 100               |         | 2021                |
| 贵州轮胎越南          | 0                   | 120               |         | 2021                |
| 新迪马来西亚          | 600                 | 50                |         | 2021                |
| 山东金宇越南          | 120                 | 0                 |         | 2021                |
| 双星巴基斯坦          | 700                 | 0                 |         | 2021                |
| 森麒麟泰国           | 600                 | 200               |         | 2022                |
| 赛轮越南            | 300                 | 100               | 5（万吨/年） | 2023                |
| 赛轮柬埔寨           | 900                 | 0                 |         | 2023                |
| 三角美国            | 500                 | 100               |         | 2023                |
| 昊华轮胎斯里兰卡        | 330                 | 1000              |         | 2023                |
| 双星阿尔及利亚         | 500                 | 200               |         | 待定                  |
| 未投产合计           | 6450                | 2030              |         |                     |
| 已投产+未投产合计       | 12600               | 3325              |         |                     |
| 2020年北美和欧洲轮胎消费量 | 35200（欧洲）+34800（北美） | 1980（欧洲）+3100（北美） |         |                     |

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台  
资料来源：《轮胎商业》，各公司年报，Wind，方正证券研究所

# 国内中小企业破产，龙头市占率继续提升

➤ 2020年，环保督察持续，轮胎中小企业继续关停。

图表37：2020年部分倒闭/破产轮胎企业和经销商情况

| 企业名称            | 地址 | 时间      | 类型   | 企业名称           | 地址 | 时间       | 类型 |
|-----------------|----|---------|------|----------------|----|----------|----|
| 潍坊市华宇橡胶有限公司     | 山东 | 2020年1月 | 拍卖   | 安徽省华洋橡胶有限公司    | 安徽 | 2020年5月  | 破产 |
| 东营市盾轮轮胎有限公司     | 山东 | 2020年1月 | 破产   | 浙江富轮橡胶化工集团有限公司 | 浙江 | 2020年5月  | 破产 |
| 天津阿尔法轮胎橡胶有限公司   | 天津 | 2020年1月 | 破产   | 河南远威橡胶集团有限公司   | 河南 | 2020年6月  | 破产 |
| 北京金运痛大型轮胎翻修有限公司 | 北京 | 2020年1月 | 破产   | 东营市天通橡塑有限责任公司  | 山东 | 2020年7月  | 拍卖 |
| 十堰市宽达工贸有限公司     | 湖北 | 2020年1月 | 破产   | 广州威路轮胎有限公司     | 广东 | 2020年7月  | 破产 |
| 徐州华洋轮胎          | 徐州 | 2020年1月 | 破产   | 山东亿诺工程轮胎有限公司   | 山东 | 2020年8月  | 拍卖 |
| 东营市振东轮胎有限责任公司   | 山东 | 2020年3月 | 资产冻结 | 山东万邦橡胶有限公司     | 山东 | 2020年9月  | 破产 |
| 青岛贵侯福轮胎有限公司     | 山东 | 2020年3月 | 拍卖   | 许昌华日轮胎有限公司     | 河南 | 2020年9月  | 破产 |
| 滕州市向前轮胎制造有限公司   | 山东 | 2020年3月 | 拍卖   | 庆云华泰橡胶制品有限公司   | 山东 | 2020年9月  | 拍卖 |
| 青岛丰聚盈国际贸易有限公司   | 山东 | 2020年3月 | 拍卖   | 河南东信轮胎有限公司     | 河南 | 2020年10月 | 拍卖 |
| 中商风轮轮胎有限公司      | 山东 | 2020年3月 | 拍卖   | 莱州雄鹰橡胶工业有限公司   | 山东 | 2020年11月 | 拍卖 |
| 山东国风橡塑有限公司      | 山东 | 2020年4月 | 拍卖   | 烟台芝罘运达经贸有限公司   | 山东 | 2020年11月 | 拍卖 |
| 山东安驰轮胎有限公司      | 山东 | 2020年5月 | 破产   | 浙江一正轮胎有限公司     | 浙江 | 2020年12月 | 拍卖 |
| 中汽轮胎河北有限公司      | 河北 | 2020年5月 | 拍卖   | 山东路垚橡胶有限公司     | 山东 | 2020年12月 | 拍卖 |

资料来源：轮胎商业网，各地市工信局，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>



- 山东省淘汰落后产能政策出台，轮胎行业加速出清。2021年4月，山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021-2022年）》。方案提到，轮胎行业到2022年，年产能120万条以下的全钢子午胎（工程轮胎、航空轮胎、宽断面无内胎除外）、500万条以下的半钢子午胎（缺气保用轮胎、赛车胎高端产品、超低断面轮胎除外）企业全部整合退出，退出产能可以进行减量置换，逾期未完成的直接关停退出。淘汰不能实现密闭式自动投料的炼胶机和浊氢工艺的子午胎行业硫化设备。作为行业的龙头企业，看好公司利用规模化优势、配套优势、海外国际化布局优势以及新零售渠道优势持续成长。
- 据我们统计，山东省轮胎行业本轮涉及到的企业共计18家，其中全钢胎企业8家，共计产能556万条；半钢胎企业10家，共计产能2561万条。根据卓创资讯，全国现有全钢胎产能1.83亿条；半钢胎产能6.48亿条。本轮清退产能分别占全国现有半钢胎产能3.96%/全钢胎产能3.03%。由于山东省全钢/半钢产能占全国52.11%/50.80%且本轮清退将在2022年完成。山东省新一轮产能清退影响较大、退出时间快。

图表38：山东省淘汰轮胎企业产能情况

| 类型    | 涉及企业          | 产能（万条） |
|-------|---------------|--------|
| 全钢胎企业 | 青岛途乐驰橡胶有限公司   | 70     |
|       | 山东君诚橡胶科技有限公司  | 30     |
|       | 山东元丰橡胶科技有限公司  | 100    |
|       | 潍坊市跃龙橡胶有限公司   | 107    |
|       | 山东凯通轮胎制造有限公司  | 61     |
|       | 山东银宝轮胎集团有限公司  | 80     |
|       | 通亿欧轮胎（诸城）有限公司 | 48     |
|       | 山东金斯坦轮胎有限公司   | 60     |
|       | 合计            | 556    |
| 半钢胎企业 | 山东固可力轮胎有限公司   | 46     |
|       | 青岛福轮科技有限公司    | 300    |
|       | 青岛奥诺轮胎有限公司    | 120    |
|       | 山田橡胶科技有限公司    | 450    |
|       | 山东吉路尔轮胎有限公司   | 400    |
|       | 滕州赛阳橡胶工业有限公司  | 410    |
|       | 远新轮胎有限公司      | 300    |
|       | 山东红光橡胶科技有限公司  | 60     |
|       | 诸城市沪泰橡胶制品有限公司 | 100    |
|       | 山东皓丰轮胎工业有限公司  | 375    |
|       | 合计            | 2561   |

➤ 龙头企业近年来市占率逆势上行，企业盈利分化严重。

图表39：国内轮胎企业销量情况



资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

# >> 目录

- 公司业绩持续改善
- 轮胎大趋势：中国企业崛起
- 公司核心竞争力
- 盈利预测与可比公司估值
- 风险提示

## ✓ 国际化运营优势——全球化的营销网络和生产基地

不断健全和完善全球化营销体系和网络，在全球建立生产基地，国内有青岛、东营、沈阳工厂，国外越南赛轮分工厂成为公司主要的利润增长点。2020年越南赛轮实现营业收入50.32亿元，同比增加30.09%；实现净利润13.59亿元，占公司总净利润89.35%，同比增加42.75%，随着产能进一步提升，越南赛轮未来可期。

## ✓ 技术研发优势——研发投入提高，创新驱动发展

2020年研发费用为3.48亿元，同比增长8.75%，营收占比2.26%。截至2020年，公司共拥有国内外专利376项（国外专利12项），累计参与制定或修订国家及行业标准132项。未来公司将充分利用“液体黄金”资源、巨胎研发等优势继续完善各种产品技术体系，进而提升公司的产品力。

## ✓ 信息化优势——互联互通、智能制造、智慧营销

全球首个投入使用的橡胶工业互联网平台“橡链云”平台发布，促进产业链上下游企业的集聚、融合，实现产业链核心业务的一体化、平台化、多元化运营，形成一个“开放、共生、共赢”的生态系统，推动橡胶产业提质增效，实现高质量发展。

智慧零售平台app正式上线，打造赛轮、经销商利益共同体，携手共成长，营销新未来。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 布局四大洲，赛轮轮胎营销国际化

- 赛轮轮胎自设立以来，一直重视国际化运营，并不断健全和完善全球化营销体系和网络，公司产品已出口到海外一百多个国家和地区，目前已形成了以北美、亚洲、欧洲、大洋洲等地的销售公司和服务中心为重点，以其他地区的销售代表处为辅助的覆盖全球的营销网络。

图表40：赛轮营销网络覆盖度遍布全球



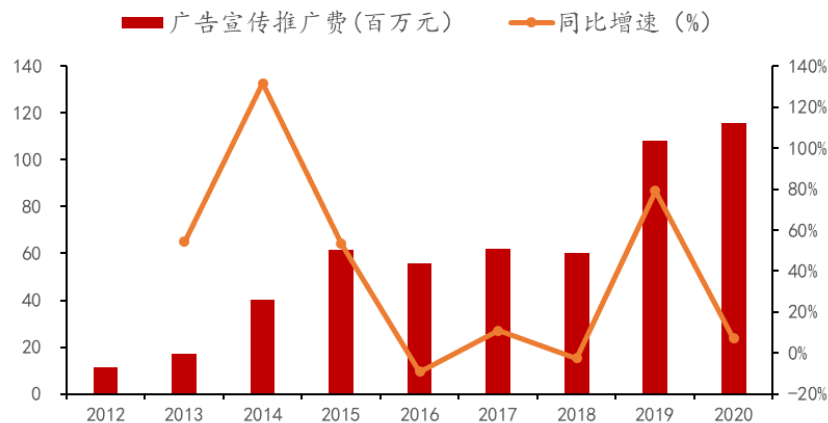
资料来源：公司官网，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

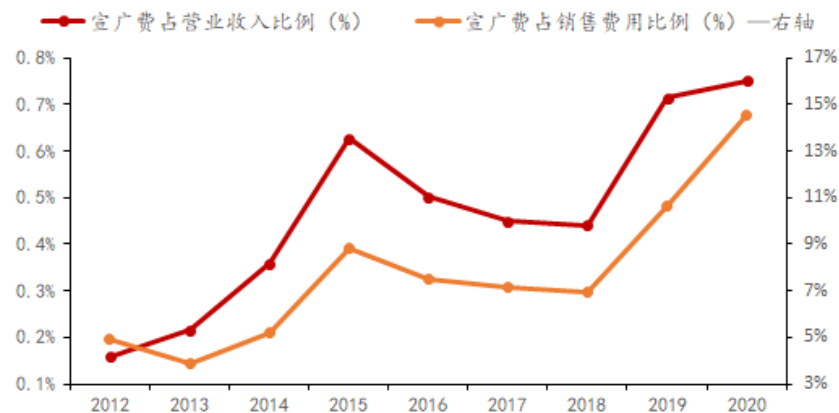
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

- 赛轮轮胎持续加大投入广告宣传推广费用，2020年投入**1.16亿元**，同比增长**7.10%**。
- 广告宣传推广费占销售费用比例提升，相较于2019年增长**3.90个百分点**，增幅为**36.54%**。
- 在体育营销方面，公司2020年牵手英超西汉姆联足球俱乐部，成为其2020-2022年全球官方合作伙伴；赛轮飘移车队参加日本D1GP、俄罗斯RDS及中国CDB、CDC、天马论驾、SMA等多项汽车赛事，包揽RDS单走和追走冠军，并夺取RDS年度总冠军，获得CDB、CDC、SMA年度冠军，这有效提升了公司品牌在国内外的知名度。同时，公司还参加爱卡汽车举办的X-MEETING车迷大会及三一重工举办的第二届卡车音乐节以及“第17届中国国际轮胎暨车轮（青岛）展览会”，使得更多消费者了解了公司品牌及产品。

图表41：赛轮广告宣传推广费投入迅速提高



图表42：广告宣传推广费占销售费用比例增高





- 2020年，在第十七届“世界品牌大会”上，公司以508.72亿元的品牌价值入围2020年“中国500最具价值品牌”榜单，位列**124位**，同时上榜“亚洲品牌500强”（较去年排名跃升43位）。赛轮品牌价值较2019年同期增长**106亿元**，增幅达**26%**，远远超出“中国500最具价值品牌”总价值12.90%的增长速度。
- 此外，公司还成功入选新一代“青岛金花”培育企业名单；公司还荣登青岛民营企业百强榜第八位，并蝉联民营制造业榜首。

图表43：赛轮集团战略中心总经理纪长崑先生上台领奖



资料来源：方正证券研究所整理



- 在海外，越南工厂现已达到年产1260万套高性能子午线轮胎和3.6万吨非公路轮胎的产能。
- 公司与国际知名轮胎企业固铂轮胎在越南的合资公司ACTR建设的年产240万条全钢载重子午线轮胎项目已正式投入生产运营，2020年年底达产120万条，剩余120万条预计2021年投产。

图表44：赛轮轮胎越南工厂特种胎首胎下线



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表45：ACTR开业庆典



资料来源：公司官网，方正证券研究所

# 越南工厂产能逐渐扩张，未来业绩增长可期

图表46：越南工厂未来新增产能（2021年4月后）

| 工厂   | 新增轮胎产能         |                 | 全钢<br>(万条/年) | 半钢<br>(万条/年) | 非公路<br>(万吨/年) | 投放时间 |
|------|----------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|------|
|      | 公路轮胎<br>(万条/年) | 非公路轮胎<br>(万吨/年) |              |              |               |      |
| 越南工厂 | 200            | 1.4             |              | 200          | 1.4           | 2021 |
| ACTR | 120            |                 | 120          |              |               | 2021 |
| 越南三期 | 400            | 5               | 100          | 300          | 5             | 2023 |
| 合计   | 720            | 6.4             | 220          | 500          | 6             |      |

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表47：越南工厂未来产能预期

| 工厂   | 轮胎产品       | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------|------------|------|------|------|------|------|------|
| 越南三期 | 半钢胎（万条）    |      |      |      |      | 300  | 300  |
|      | 全钢胎（万条）    |      |      |      |      | 100  | 100  |
|      | 非公路轮胎（万吨）  |      |      |      |      | 5    | 5    |
| 越南工厂 | 半钢胎（万条）    | 1000 | 1100 | 1300 | 1300 | 1300 | 1300 |
|      | 全钢胎（万条）    | 140  | 160  | 160  | 160  | 160  | 160  |
|      | 非公路轮胎（万吨）  | 3.5  | 3.6  | 5    | 5    | 5    | 5    |
| ACTR | 全钢胎（万条）    |      | 120  | 240  | 240  | 240  | 240  |
| 合计   | 半钢胎（万条）    | 1000 | 1100 | 1300 | 1300 | 1600 | 1600 |
|      | 全钢胎（万条）    | 140  | 280  | 400  | 400  | 500  | 500  |
|      | 公路轮胎合计（万条） | 1140 | 1380 | 1700 | 1700 | 2100 | 2100 |
|      | 非公路轮胎（万吨）  | 3.5  | 3.6  | 5    | 5    | 10   | 10   |

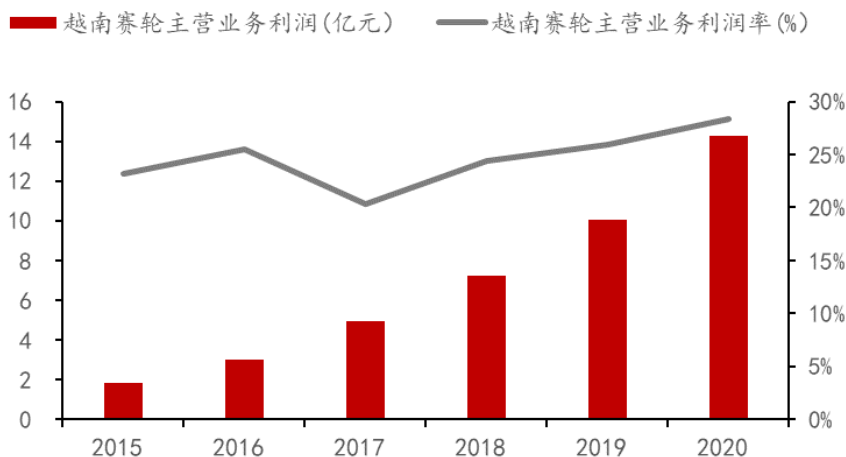
资料来源：公司公告，方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

# 越南工厂成为公司主要利润增长点

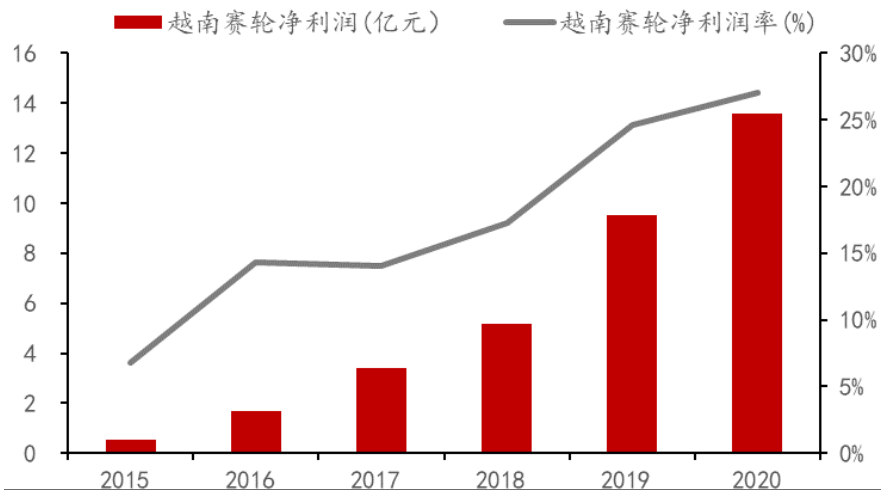
- 越南工厂成为公司主要利润增长点。2011年，公司在越南设立轮胎生产基地，是国内率先布局海外的轮胎企业。伴随着产能的提升，越南工厂销量上涨，盈利增加，成为赛轮轮胎营收及利润的重要来源。2020年越南赛轮实现主营业务利润14.28亿元，同比增加42.37%；实现净利润13.59亿元，同比增加42.75%。

图表48：赛轮海外工厂营业利润持续增加



资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

图表49：赛轮海外工厂净利持续增加

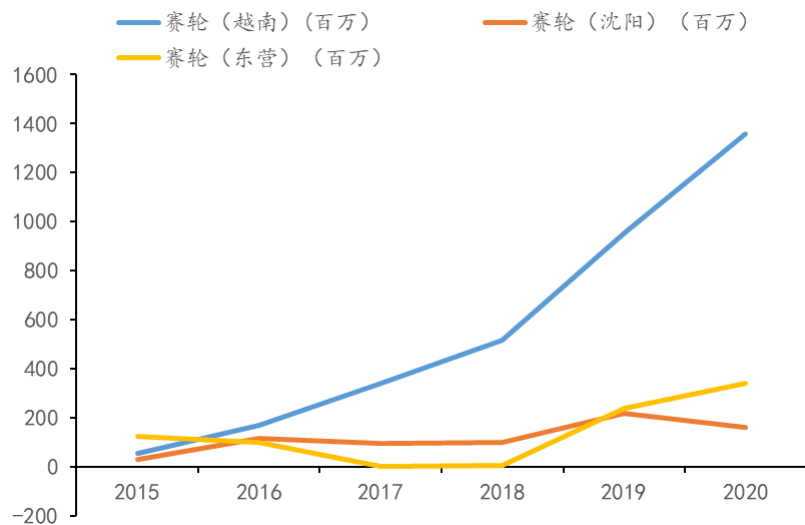


资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

# 越南工厂布局成效显著，业绩爆发性增长

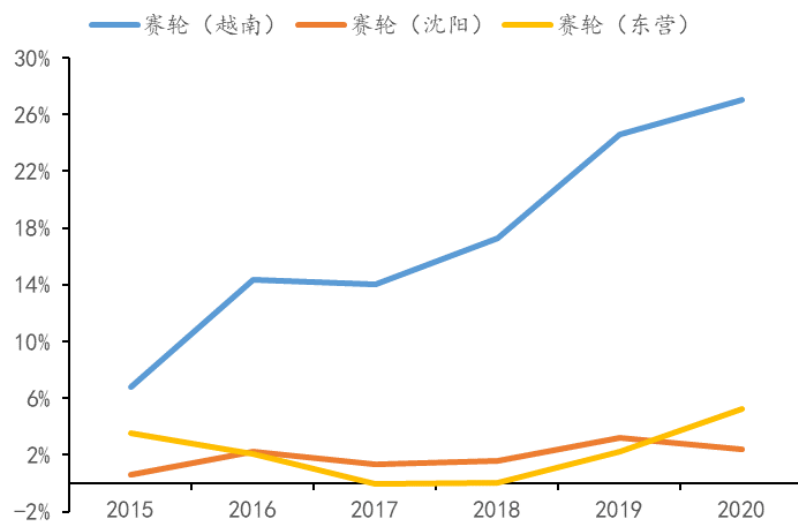
- 同国内工厂相比，越南工厂净利润和净利润率自2016年以来始终保持大幅领先且领先优势在不断扩大。未来随着越南工厂原有产能的进一步提升以及与国际固铂轮胎在越南合资建设的年产240万条全钢载重子午线轮胎项目完全投产，预计越南工厂将会给公司带来更加丰厚的回报。

图表50：赛轮轮胎主要控股参股公司净利润



资料来源：wind，方正证券研究所

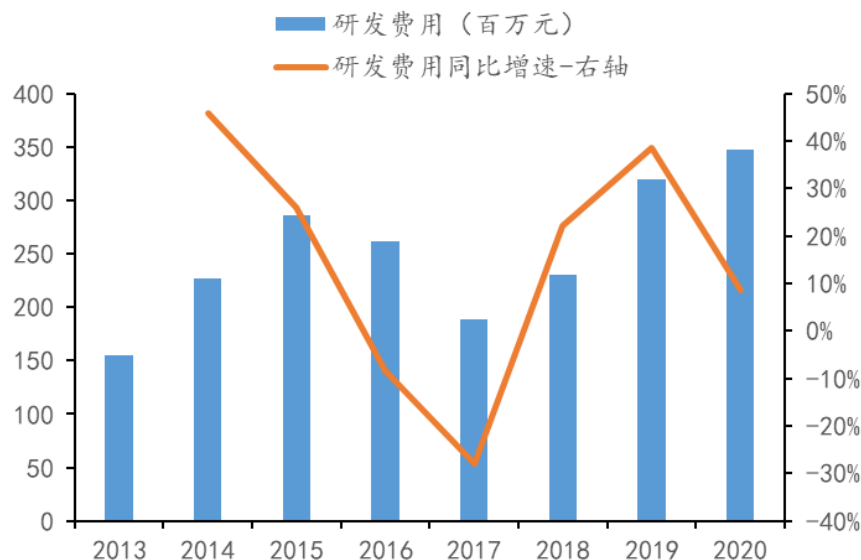
图表51：赛轮轮胎主要控股参股公司净利润率变化



资料来源：wind，方正证券研究所

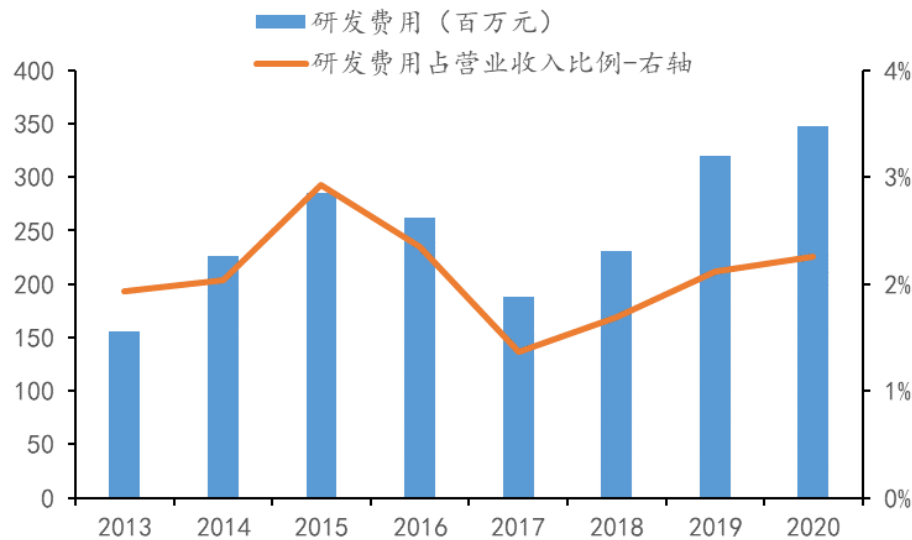
- 公司研发投入回升且不断增长。公司成立之初便高度重视技术研发能力的提升，2019年和2020年公司研发费用持续增加。2020年研发费用为**3.48亿元**，相比于2019年增长**8.70%**。
- 研发费用占营收比重提高。2020年公司研发费用占营业收入比重为**2.26%**，比2019年提升**0.14个pct**。公司继续加大对于研发投入的重视程度。

图表52：赛轮轮胎研发费用及同比增速变化



资料来源：wind，方正证券研究所

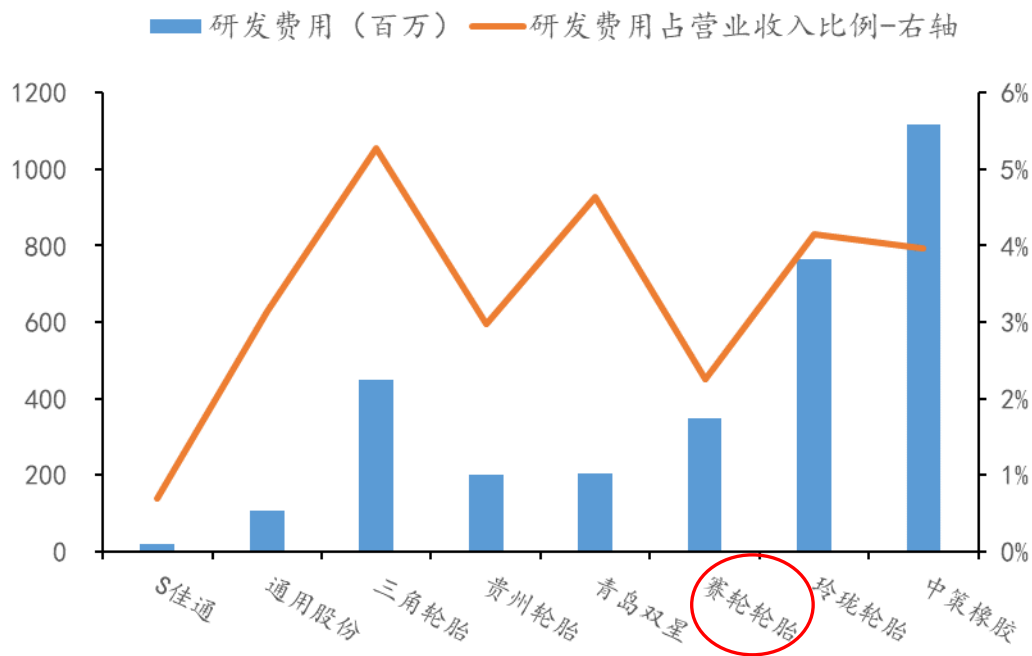
图表53：赛轮轮胎研发费用占营业收入比例变化



资料来源：wind，方正证券研究所

- 在和国内同行的比较中，尽管赛轮研发费用占营收比重较低，但是在总量排到行业前列。
- 未来依照公司战略，公司将充分利用“液体黄金”（EVEC轮胎胎面胶料）资源和华东（东营）智能网联汽车试验场等高端平台，在新材料研发应用、产品目标设计及产品测试等领域完善各种产品的技术体系，进而不断提升公司的产品力。

图表54：2020年国内主要轮胎上市公司研发费用及占比

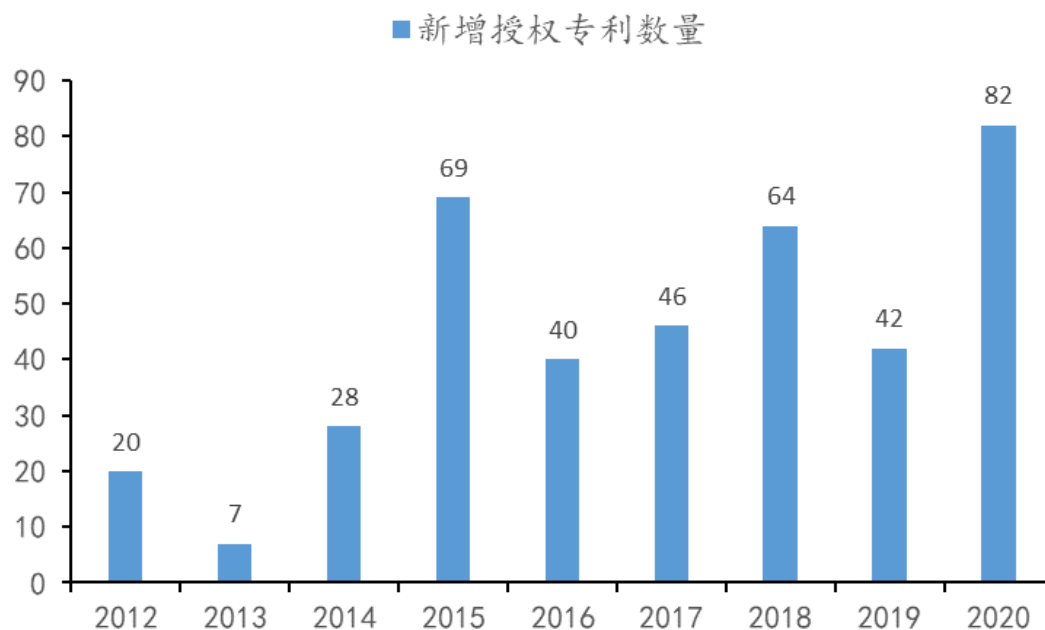


资料来源：wind，方正证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台



- 2020年度，公司获得授权专利**82**项。截至2020年，公司拥有专利约**376**项，累计参与指定或修订国家及行业标准**132**项。

图表55：2012-2020每年新增授权专利数量



资料来源：公司年报，方正证券研究所



# 巨胎、“液体黄金” 轮胎彰显公司研发实力

- 公司是山东省巨型工程子午胎与新材料应用工程研究中心，同时承建巨型工程子午胎与新材料应用国家地方联合工程研究中心，巨胎研发能力出众。公司已于2016年成为卡特彼勒轮胎全球配套供应商。
- 赛轮轮胎利用“液体黄金”EVEC材料生产的超高质量轮胎使得公司在2017年成为全球第一家能够生产兼具最低滚动阻力、最高抗湿滑性、优异耐磨性能的轮胎产品的企业，未来随着“液体黄金”轮胎产能的扩张，将为公司带来较大的市场空间和较高的利润。

图表56：2016年世界最大63寸巨型子午线轮胎下线



图表57：赛轮液体黄金轮胎



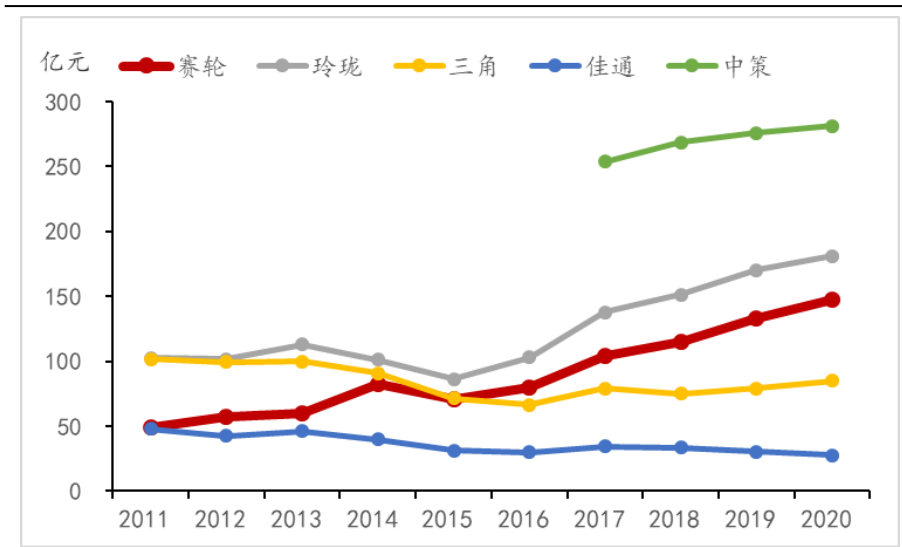
资料来源：中国轮胎商务网、方正证券研究所

资料来源：方正证券研究所整理

51

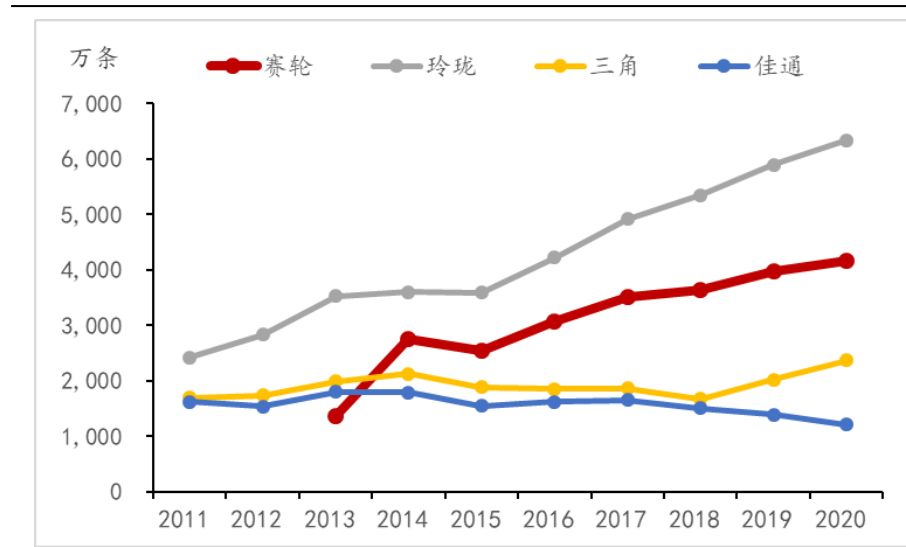
- 公司近年轮胎业务营收和轮胎销量水平上涨显著，在国内上市轮胎公司中占据较高地位。
- 2020年实现轮胎业务营收147.10亿元，同比增长10.43%；2020年实现轮胎销量4154.95万条，同比增长4.62%。相比于三角和佳通轮胎，公司的业绩增幅显著，仅次于玲珑轮胎和中策。

图表58：国内主要轮胎公司轮胎业务营收



资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

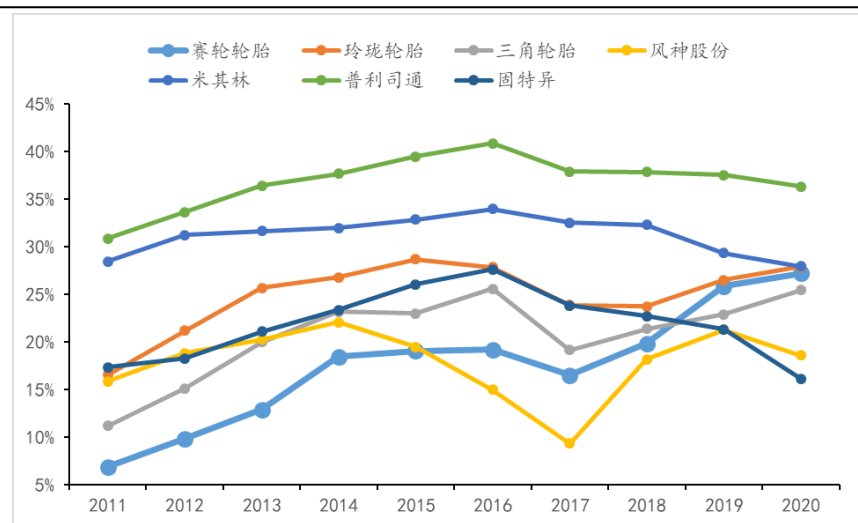
图表59：国内主要轮胎公司轮胎销量



资料来源：wind，公司年报，方正证券研究所

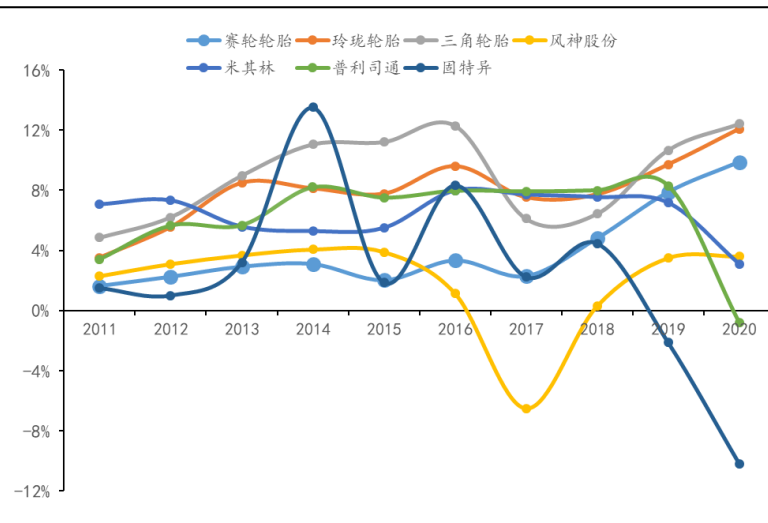
- 近三年来赛轮轮胎毛利润率保持高增长态势，2020年公司毛利润率为**27.21%**，同比提高**1.35个pct**，同比增长**5.22%**。在主要轮胎上市公司中仅次于普利司通（36.33%）、米其林（27.92%）和玲珑轮胎（27.91%）。
- 同时，赛轮轮胎净利润率也同步高增长，2020年公司净利润率为**9.87%**，同比提高**2.00个pct**，同比增长**25.41%**。在主要轮胎上市公司中仅次于三角轮胎（12.42%）、玲珑轮胎（12.01%）。而国际巨头公司受到疫情影响，净利率下降明显甚至呈亏损状态。

图表60：主要轮胎上市公司毛利润率变化



资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所  
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

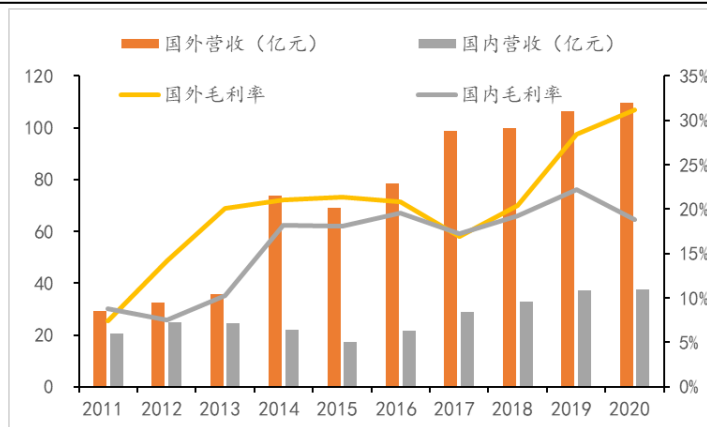
图表61：主要轮胎上市公司净利润率变化



资料来源：wind，公司公告，方正证券研究所

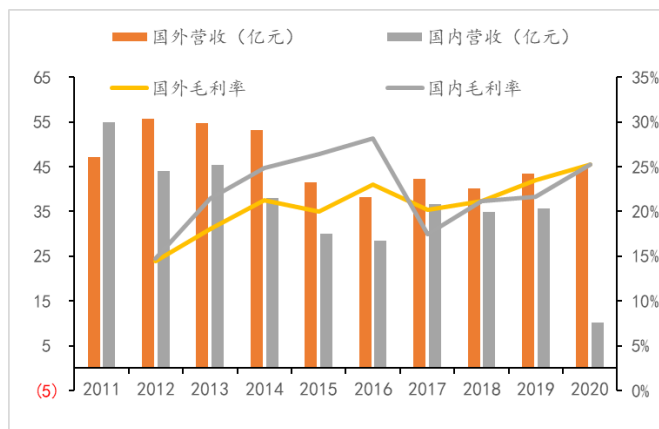
# 赛轮外销增长快，占比大，毛利润率高

图表62：赛轮轮胎内外销及毛利润率情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表64：三角轮胎内外销及毛利润率情况

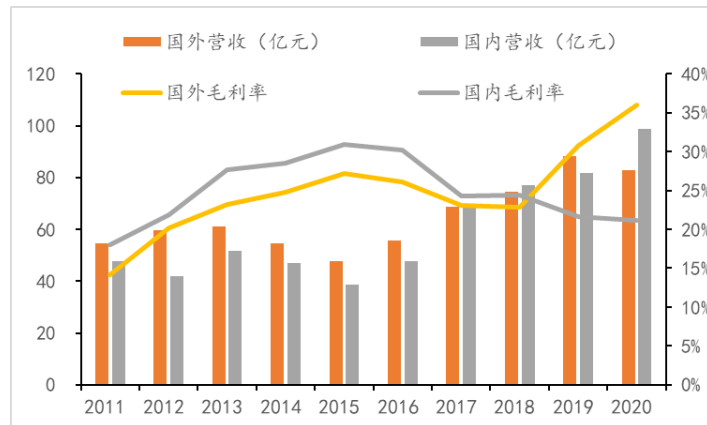


资料来源: wind, 方正证券研究所

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

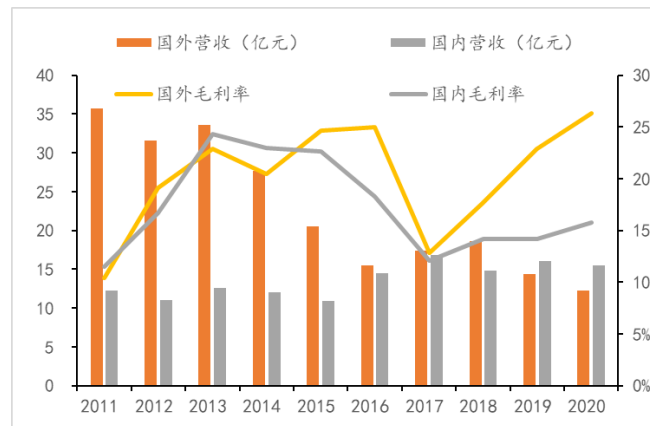
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

图表63：玲珑轮胎内外销及毛利润率情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表65：佳通轮胎内外销及毛利润率情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

- 2020年6月11日，全球首个投入使用的橡胶工业互联网平台，赛轮集团“橡链云”平台正式对外发布。作为国内轮胎行业首家国家工信部智能制造和工业互联网试点示范企业，联合橡胶行业智能制造领军企业软控股份，以及青岛科技大学、中国电信、阿里达摩院等合作伙伴，共同打造了“橡链云”工业互联网平台。
- 通过对机理模型、数据的物联集成，赛轮“橡链云”平台已经在智能制造、数字营销、智慧供应链等主要领域沉淀了成熟软件产品和橡胶行业解决方案近百套。围绕核心工业智能制造，“橡链云”平台纵向上实现了所有工序的“人机料法环测”的全面互联，构建了行业内最完整、最丰富的机理模型库。

图表66：全球首个投入使用的橡胶工业互联网平台“橡链云”发布





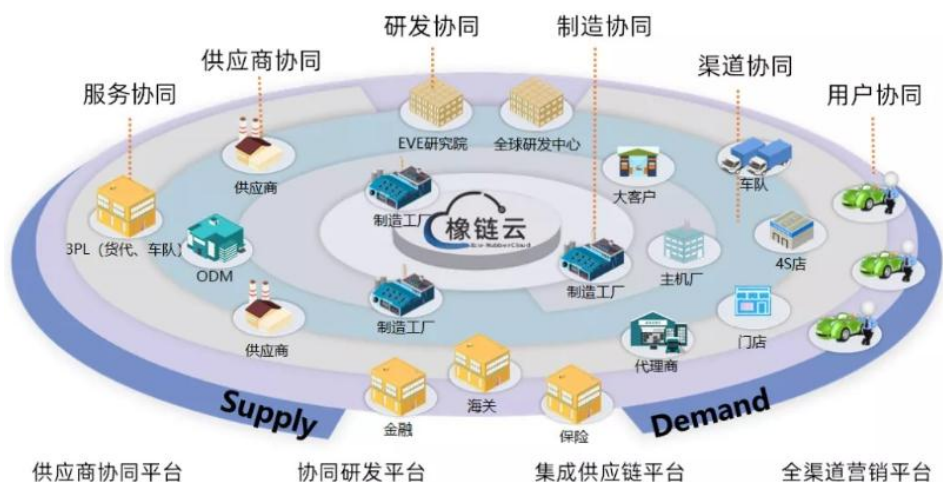
- 目前在海量互联方面已经实现99%以上设备的互联互通，并发采集点高达百万级，年数据采集增长量达45亿条以上，在全面质量控制、自动排程、人工智能视觉识别等方面也有大量实践案例。横向上实现了企业内部运营和上下游企业的全面互通，目前该平台已与全球3000多家供应商、2000多家经销商及近60000家销售门店进行了链接。

图表67：“橡链云”安全和标准体系



- 在制造端，基于“橡链云”平台，赛轮构建了模块化、标准化、平台化的快速推广复制能力，例如可以将新建智能工厂的设备安装调试周期从常规的18个月缩短至3个月。在工厂管理方面，做到了全球所有工厂一套系统、一套数据、一张报表。基于“橡链云”平台打造的远程设备诊断运维平台，可为海外工厂的正常运转保驾护航。
- 在渠道端，“橡链云”通过与用友等行业主流软件厂商的战略合作为海内外经销商提供营销模式、供应链优化等一站式服务解决方案，助力实现全链路、全场景的数字化转型升级。实现经销商与下属门店的订单、物流、库存、结算的在线协同。
- 在消费端，“橡链云”可为不同类型的用户提供创新服务。对于野外矿区车主和商业运输车队，可提供胎压、胎压、行驶轨迹的实时服务，并支持按里程、按使用寿命收费的新型商业模式。对于普通车主来说，通过链接“橡链云”，可享受安全预警、快速救援、轮胎保险等服务。
- 赛轮“橡链云”平台的发布，将助力企业数字化转型升级，促进产业链上下游企业的集聚、融合，实现产业链核心业务的一体化、平台化、多元化运营，形成一个“开放、共生、共赢”的生态系统，必将推动橡胶产业提质增效，实现高质量发展。

图表68：“橡链云”营销模式、供应链优化等一站式服务解决方案





- 面对当前全球轮胎产业市场逻辑转变的新形势，赛轮集团以服务全行业为出发点，发挥自身优势，结合目前新零售思路，精心打造赛轮店管家、赛轮通商和车主小程序，构建厂商-代理商-门店-消费者全链条、全渠道、全场景的数字营销体系，和经销商一起携手共进。项目获得了前期试点的江苏、山东区域代理商的一致认可。而截止到八月中旬，店管家APP仅安徽零售店就已注册近千家，扫码入库轮胎数超万条，成效显著。
- 赛轮轮胎拥抱营销潮流，同时为旗下四大品牌推出新媒体账号。后期为了更好地服务终端客户，赛轮还会推出旗下品牌零售渠道管理项目，打造品牌直营店及形象店，提升品牌形象。
- “聚势·蝶变”，赛轮将通过大数据分析、渠道数字化、品牌营销升级等，打造赛轮、经销商利益共同体，携手共成长。

图表69：赛轮轮胎智慧零售平台app正式上线



# >> 目录

- 公司业绩持续改善
- 轮胎大趋势：中国企业崛起
- 公司核心竞争力
- 盈利预测与可比公司估值
- 风险提示

图表70：可比公司估值

| 证券代码   | 公司名称 | 当前股价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS (元) |       |       |       | PE    |       |       |       |
|--------|------|-------------|-------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |             |             | 2020A   | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 601966 | 玲珑轮胎 | 45.36       | 623.03      | 1.82    | 1.92  | 2.42  | 3.10  | 31.85 | 30.20 | 23.92 | 18.71 |
| 601163 | 三角轮胎 | 15.28       | 122.24      | 1.32    | 1.50  | 1.54  | 1.64  | 12.13 | 10.15 | 9.88  | 9.27  |
| 000589 | 贵州轮胎 | 6.10        | 58.34       | 1.43    | 0.74  | 0.89  |       | 4.61  | 8.26  | 6.87  |       |
| 002984 | 森麒麟  | 34.44       | 223.75      | 1.51    | 1.98  | 2.78  | 3.43  | 16.82 | 17.58 | 12.54 | 10.18 |
| 平均值    |      |             |             | 1.52    | 1.54  | 1.91  | 2.72  | 16.35 | 16.55 | 13.30 | 12.72 |
| 601058 | 赛轮轮胎 | 10.27       | 314.69      | 0.62    | 0.66  | 0.88  | 1.11  | 16.56 | 15.10 | 11.32 | 9.00  |

资料来源：wind，方正证券研究所

注：三角轮胎、贵州轮胎、森麒麟使用wind一致预期

图表71：分项业绩预测

| 产品    | 项目        | 2011    | 2012    | 2013    | 2014     | 2015    | 2016     | 2017     | 2018     | 2019     | 2020(基准年) | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-------|-----------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|
| 合计    | 营业收入(百万元) | 6389.71 | 7074.77 | 8021.86 | 11128.23 | 9769.45 | 11133.01 | 13806.92 | 13684.75 | 15127.84 | 15404.99  | 20507.02 | 24884.18 | 29770.28 |
|       | YOY       |         | 10.72%  | 13.39%  | 38.72%   | -12.21% | 13.96%   | 24.02%   | -0.88%   | 10.55%   | 1.83%     | 33.12%   | 21.34%   | 19.64%   |
|       | 营业成本(百万元) | 5953.93 | 6382.06 | 6988.56 | 9076.86  | 7911.34 | 8998.86  | 11533.12 | 10971.85 | 11216.10 | 11213.84  | 15602.27 | 18460.28 | 21894.07 |
|       | 毛利(百万元)   | 435.78  | 692.71  | 1033.30 | 2051.37  | 1858.11 | 2134.15  | 2273.80  | 2712.90  | 3911.74  | 4191.15   | 4904.75  | 6423.91  | 7876.22  |
|       | YOY       |         | 58.96%  | 49.17%  | 98.53%   | -9.42%  | 14.86%   | 6.54%    | 19.31%   | 44.19%   | 7.14%     | 17.03%   | 30.97%   | 22.61%   |
|       | 毛利率       | 6.82%   | 9.79%   | 12.88%  | 18.43%   | 19.02%  | 19.17%   | 16.47%   | 19.82%   | 25.86%   | 27.21%    | 23.92%   | 25.82%   | 26.46%   |
| 半钢子午胎 | 营业收入(百万元) | 2322.98 | 2692.24 | 2813.30 | 3882.16  | 3316.76 | 3758.30  | 5329.85  | 5412.36  | 6793.81  | 7103.72   | 9093.00  | 11693.70 | 14181.40 |
|       | YOY       |         | 15.90%  | 4.50%   | 37.99%   | -14.56% | 13.31%   | 41.82%   | 1.55%    | 25.52%   | 4.56%     | 28.00%   | 28.60%   | 21.27%   |
|       | 营业成本(百万元) | 2137.71 | 2383.65 | 2359.15 | 3054.43  | 2622.40 | 2889.80  | 4246.49  | 4183.70  | 4736.43  | 4920.16   | 6825.55  | 8544.30  | 10265.61 |
|       | 毛利(百万元)   | 185.26  | 308.59  | 454.15  | 827.73   | 694.36  | 868.51   | 1083.36  | 1228.66  | 2057.38  | 2183.56   | 2267.45  | 3149.40  | 3915.79  |
|       | YOY       |         | -16.72% | 7.03%   | 57.24%   | -32.73% | 39.72%   | -8.21%   | 9.69%    | 59.74%   | 1.06%     | -16.06%  | 9.55%    | 3.49%    |
|       | 毛利率       | 7.98%   | 11.46%  | 16.14%  | 21.32%   | 20.93%  | 23.11%   | 20.33%   | 22.70%   | 30.28%   | 30.74%    | 24.94%   | 26.93%   | 59.37%   |
| 全钢子午胎 | 营业收入(百万元) | 1729.88 | 2004.86 | 2095.01 | 2890.97  | 2469.93 | 2798.74  | 3919.01  | 4030.48  | 5328.48  | 5571.55   | 8536.50  | 9752.40  | 11259.00 |
|       | YOY       |         | 15.90%  | 4.50%   | 37.99%   | -14.56% | 13.31%   | 40.03%   | 2.84%    | 32.20%   | 4.56%     | 53.22%   | 14.24%   | 15.45%   |
|       | 营业成本(百万元) | 1682.88 | 1876.49 | 1857.20 | 2404.55  | 2064.44 | 2274.95  | 3312.26  | 3293.55  | 3931.24  | 4083.73   | 6468.16  | 7233.39  | 8350.84  |
|       | 毛利(百万元)   | 47.00   | 128.37  | 237.81  | 486.42   | 405.48  | 523.79   | 606.75   | 736.93   | 1397.24  | 1487.81   | 2068.34  | 2519.01  | 2908.16  |
|       | YOY       |         | 151.30% | 15.78%  | 104.54%  | -20.61% | 22.92%   | -2.89%   | 14.19%   | 64.63%   | -3.52%    | -4.73%   | 6.60%    | 0.00%    |
|       | 毛利率       | 2.72%   | 6.40%   | 11.35%  | 16.83%   | 16.42%  | 18.72%   | 15.48%   | 18.28%   | 26.22%   | 26.70%    | 24.23%   | 25.83%   | 25.83%   |
| 非公路轮胎 | 营业收入(百万元) | 889.65  | 1031.07 | 1077.44 | 1486.78  | 1270.25 | 1439.35  | 1201.83  | 2072.82  | 1198.91  | 1253.60   | 1401.40  | 1961.96  | 2853.76  |
|       | YOY       |         | 15.90%  | 4.50%   | 37.99%   | -14.56% | 13.31%   | -16.50%  | 72.47%   | -42.16%  | 4.56%     | 11.79%   | 40.00%   | 45.45%   |
|       | 营业成本(百万元) | 727.73  | 811.45  | 803.12  | 1039.81  | 892.73  | 983.76   | 934.23   | 1424.24  | 805.19   | 836.43    | 935.04   | 1309.06  | 1904.09  |
|       | 毛利(百万元)   | 161.92  | 219.62  | 274.32  | 446.98   | 377.52  | 455.59   | 267.60   | 648.58   | 393.71   | 417.17    | 466.36   | 652.90   | 949.67   |
|       | YOY       |         | 35.63%  | 24.91%  | 27.52%   | -15.54% | 20.68%   | -63.72%  | 41.00%   | -47.75%  | 0.40%     | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    |
|       | 毛利率       | 18.20%  | 21.30%  | 25.46%  | 30.06%   | 29.72%  | 31.65%   | 22.27%   | 31.29%   | 32.84%   | 33.28%    | 33.28%   | 33.28%   | 33.28%   |
| 其他业务  | 营业收入(百万元) | 1447.21 | 1346.60 | 2036.11 | 2868.32  | 2712.52 | 3136.62  | 3356.23  | 2169.09  | 1806.64  | 1476.12   | 1476.12  | 1476.12  | 1476.12  |
|       | YOY       |         | -6.95%  | 51.20%  | 40.87%   | -5.43%  | 15.63%   | 7.00%    | -35.37%  | -16.71%  | -18.29%   | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    |
|       | 营业成本(百万元) | 1405.61 | 1310.47 | 1969.09 | 2578.07  | 2331.77 | 2850.36  | 3040.14  | 2070.36  | 1743.24  | 1373.52   | 1373.52  | 1373.52  | 1373.52  |
|       | 毛利(百万元)   | 41.60   | 36.13   | 67.02   | 290.25   | 380.75  | 286.26   | 316.09   | 98.73    | 63.40    | 102.60    | 102.60   | 102.60   | 102.60   |
|       | YOY       |         | -6.66%  | 22.68%  | 207.43%  | 38.71%  | -34.98%  | 3.20%    | -51.67%  | -22.90%  | 98.06%    | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    |
|       | 毛利率       | 2.87%   | 2.68%   | 3.29%   | 10.12%   | 14.04%  | 9.13%    | 9.42%    | 4.55%    | 3.51%    | 6.95%     | 6.95%    | 6.95%    | 6.95%    |

# 盈利预测与可比公司估值



附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表     |       |       |       |       | 利润表       |        |        |        |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|           | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |           | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 流动资产      | 10306 | 11454 | 15642 | 20699 | 营业总收入     | 15405  | 20507  | 24884  | 29770  |
| 货币资金      | 4369  | 4403  | 7362  | 11075 | 营业成本      | 11214  | 15602  | 18460  | 21894  |
| 应收票据      | 1     | 48    | 39    | 55    | 税金及附加     | 59     | 205    | 249    | 298    |
| 应收账款      | 1889  | 2219  | 2725  | 3247  | 销售费用      | 796    | 1087   | 1369   | 1667   |
| 其它应收款     | 20    | 43    | 44    | 56    | 管理费用      | 790    | 820    | 1145   | 1369   |
| 预付账款      | 303   | 363   | 453   | 528   | 研发费用      | 348    | 431    | 622    | 744    |
| 存货        | 2656  | 3312  | 3952  | 4673  | 财务费用      | 336    | 104    | 6      | -27    |
| 其他        | 1068  | 1114  | 1106  | 1121  | 资产减值损失    | -134   | 0      | 0      | 0      |
| 非流动资产     | 10750 | 10744 | 10696 | 10566 | 公允价值变动收益  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资      | 992   | 1002  | 1004  | 1009  | 投资收益      | -11    | 9      | 2      | 5      |
| 固定资产      | 8126  | 8121  | 8056  | 7916  | 营业利润      | 1754   | 2306   | 3076   | 3869   |
| 无形资产      | 944   | 934   | 948   | 953   | 营业外收入     | 9      | 0      | 0      | 0      |
| 其他        | 687   | 687   | 687   | 687   | 营业外支出     | 41     | 0      | 0      | 0      |
| 资产总计      | 21056 | 22198 | 26338 | 31265 | 利润总额      | 1721   | 2306   | 3076   | 3869   |
| 流动负债      | 10867 | 8812  | 10245 | 11768 | 所得税       | 200    | 277    | 369    | 464    |
| 短期借款      | 2815  | 0     | 0     | 0     | 净利润       | 1521   | 2029   | 2707   | 3405   |
| 应付账款      | 1979  | 2439  | 2900  | 3434  | 少数股东损益    | 29     | 2      | 3      | 4      |
| 其他        | 6073  | 6373  | 7345  | 8334  | 归属母公司净利润  | 1491   | 2027   | 2704   | 3401   |
| 非流动负债     | 1379  | 1379  | 1379  | 1379  | EBITDA    | 2970   | 3159   | 3898   | 4732   |
| 长期借款      | 1203  | 1203  | 1203  | 1203  | EPS（元）    | 0.62   | 0.66   | 0.88   | 1.11   |
| 其他        | 176   | 176   | 176   | 176   |           |        |        |        |        |
| 负债合计      | 12246 | 10191 | 11624 | 13147 | 主要财务比率    | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 少数股东权益    | 348   | 351   | 354   | 357   | 成长能力      |        |        |        |        |
| 股本        | 2699  | 3064  | 3064  | 3064  | 营业总收入     | 1.83%  | 33.12% | 21.34% | 19.64% |
| 资本公积      | 1745  | 2548  | 2548  | 2548  | 营业利润      | 31.34% | 31.47% | 33.42% | 25.78% |
| 留存收益      | 4284  | 6310  | 9014  | 12416 | 归属母公司净利润  | 24.79% | 35.89% | 33.42% | 25.78% |
| 归属母公司股东权益 | 8462  | 11656 | 14360 | 17761 | 获利能力      |        |        |        |        |
| 负债和股东权益   | 21056 | 22198 | 26338 | 31265 | 毛利率       | 27.21% | 23.92% | 25.82% | 26.46% |
|           |       |       |       |       | 净利率       | 9.68%  | 9.88%  | 10.87% | 11.42% |
| 现金流量表     | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | ROE       | 17.63% | 17.39% | 18.83% | 19.15% |
| 经营活动现金流   | 3133  | 2604  | 3826  | 4570  | ROIC      | 22.12% | 22.78% | 30.16% | 39.06% |
| 净利润       | 1521  | 2029  | 2707  | 3405  | 偿债能力      |        |        |        |        |
| 折旧摊销      | 770   | 797   | 858   | 934   | 资产负债率     | 58.16% | 45.91% | 44.14% | 42.05% |
| 财务费用      | 173   | 142   | 59    | 59    | 净负债比率     | 67.56% | 24.90% | 20.21% | 16.34% |
| 投资损失      | 11    | -9    | -2    | -5    | 流动比率      | 0.95   | 1.30   | 1.53   | 1.76   |
| 营运资金变动    | 464   | -354  | 205   | 177   | 速动比率      | 0.70   | 0.92   | 1.14   | 1.36   |
| 其他        | 194   | 0     | 0     | 0     | 营运能力      |        |        |        |        |
| 投资活动现金流   | -1950 | -782  | -808  | -799  | 总资产周转率    | 0.79   | 0.95   | 1.03   | 1.03   |
| 资本支出      | -1535 | -782  | -808  | -799  | 应收账款周转率   | 8.92   | 9.98   | 10.07  | 9.97   |
| 长期投资      | -388  | 0     | 0     | 0     | 应付账款周转率   | 8.66   | 9.28   | 9.32   | 9.40   |
| 其他        | -27   | 0     | 0     | 0     | 每股指标(元)   |        |        |        |        |
| 筹资活动现金流   | -1716 | -1789 | -59   | -59   | 每股收益      | 0.62   | 0.66   | 0.88   | 1.11   |
| 短期借款      | 0     | -2815 | 0     | 0     | 每股经营现金    | 1.16   | 0.85   | 1.25   | 1.49   |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产     | 3.13   | 3.80   | 4.69   | 5.80   |
| 普通股增加     | 1     | 1167  | 0     | 0     | 估值比率      |        |        |        |        |
| 资本公积增加    | 282   | 803   | 0     | 0     | P/E       | 16.56  | 15.10  | 11.32  | 9.00   |
| 其他        | -1999 | -944  | -59   | -59   | P/B       | 3.28   | 2.63   | 2.13   | 1.72   |
|           | -533  | 33    | 2960  | 3712  | EV/EBITDA | 9.79   | 9.49   | 6.93   | 4.92   |

# >> 目录

- 公司业绩持续改善
- 轮胎大趋势：中国企业崛起
- 公司核心竞争力
- 盈利预测与可比公司估值
- 风险提示

- 项目进展不达预期风险
- 疫情影响全球经济超预期
- 主要原材料价格波动风险
- 国际贸易摩擦风险
- 环保及安全生产风险
- 境外经营风险
- 新增产能不达预期风险
- 汇率波动风险
- 同行业竞争加剧风险
- 经济下行风险



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载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。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### 公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### 行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

# 专注 专心 专业

方正化工团队 李永磊 (liyonglei@foundersc.com)  
董伯骏 (dongbojun@foundersc.com)  
赵小燕 (zhaoxiaoyan@foundersc.com)  
郭天逸 (guotianyi@foundersc.com)  
乔昱焱 (qiaoyuyan@foundersc.com)  
感谢实习生 陈敏、童峥岩、汤永俊 对本文的贡献



## 方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层  
上海市静安区延平路71号延平大厦2楼  
深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼  
广州市天河区珠江新城华康路26号农信大厦3A层方正证券  
长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>