

轮胎行业深度报告之七： 内外需求双复苏，轮胎布局时机到

评级：推荐(维持)

李永磊(证券分析师)
S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)
S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn

贾冰(联系人)
S0350122030030
jiab@ghzq.com.cn

最近一年走势



沪深300表现

表现	1M	3M	12M
汽车零部件	2.9%	-9.9%	-5.1%
沪深300	-4.2%	-6.2%	-5.6%

相关报告

《——基础化工行业周报：MDI、煤焦油价格上涨，万华化学积极推动聚氨酯光伏边框（推荐）*基础化工*李永磊，董伯骏》——2023-05-29

《——化工新材料行业周报：今年1-4月全国风电光伏新增装机62.51GW，恩捷股份成PPES锂电池隔膜供应商（推荐）*基础化工*李永磊，董伯骏》——2023-05-28

《——基础化工事件点评：碳酸锂行业点评：库存回落，供给端改善，碳酸锂价格底部回升（推荐）*基础化工*李永磊，董伯骏》——2023-05-23

《——塑料事件点评：两部委发布一次性塑料制品管理办法，关注废旧塑料回收和可降解塑料发展机遇（推荐）*塑料*李永磊，董伯骏》——2023-05-22

《——基础化工行业周报：MDI、碳酸锂价格上涨，荣盛台州新材料项目环评公示（推荐）*基础化工*李永磊，董伯骏》——2023-05-21

重点公司代码	股票名称	2023/06/02	2022	EPS		2022	PE		投资评级
		股价		2023E	2024E		2023E	2024E	
601966.SH	玲珑轮胎	21.83	0.20	1.03	1.38	102.40	21.13	15.83	买入
601058.SH	赛轮轮胎	10.50	0.43	0.65	0.90	22.77	16.09	11.61	买入
002984.SZ	森麒麟	29.41	1.23	2.24	2.77	25.03	13.11	10.63	买入
601500.SH	通用股份	3.93	0.01	0.19	0.36	370.00	20.20	10.99	买入
000589.SZ	贵州轮胎	5.27	0.38	0.56	0.74	14.53	9.40	7.14	未评级

资料来源：Wind资讯，国海证券研究所（贵州轮胎盈利预测来自wind一致预期）

各轮胎公司业绩预期

	营收（百万元）			归母净利（百万元）			PE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
玲珑轮胎	20627	24710	28218	1523	2033	2637	21.13	15.83	12.20
赛轮轮胎	24971	30338	32413	1999	2771	3177	16.09	11.61	10.12
森麒麟	8145	10036	11712	1457	1798	2197	13.11	10.63	8.70
通用股份	5815	6877	7270	292	537	675	20.20	10.99	8.75
贵州轮胎	10235	11783	13301	644	847	974	9.40	7.14	6.21

资料来源：Wind资讯，国海证券研究所（使用2023/6/2数据，贵州轮胎盈利预测来自wind一致预期）

核心提要：海运费和成本降，轮胎销量毛利齐升

◆ 海外基地出口美国：运费降，销量起，毛利升

中国轮胎企业海外基地依靠性价比和关税优势销往美国，过去两年海运费价格大幅波动影响了发货量，随着海运费见底持稳，我们预计中国轮胎企业海外基地往美国的发货量将进一步增加，毛利率也将提升；随着关税复审，关税或有机会下调，带来新的利好。我们认为，2025年之前中国轮胎海外基地在美国市场呈现有序竞争。

◆ 中国基地出口海外：运费降，需求起

中国基地出口目的地为欧洲、东南亚、非洲等地区，目前海运费价格已经恢复至2020年初的水平，出口逐步回暖。2023年1-4月，我国半钢轮胎出口量为9344万条，同比+20.94%；全钢轮胎出口量为3788万条，同比+2.93%。

据欧洲汽车制造商协会官网，据欧洲汽车制造商协会官网，2023Q1，欧盟商用车市场表现良好，货车注册量为35.55万辆，同比+7.7%；卡车注册量8.65万辆，同比+19.4%；大巴车注册量7309辆，同比+15.5%。2023年4月，欧盟乘用车新注册量为80.32万辆，同比+17.34%。

◆ 国内全钢：成本降，配套需求起，毛利升

原材料价格大幅下降，并且新增产能较少，随疫情管控政策的放开，山东省全钢胎开工率回升，销量增加。2023年以来，货运及快递行业保持平稳态势。2023年4月，整车货运流量指数均值为95.51，同比+12.71%，环比-5.31%；公共物流园吞吐量指数均值为89.20，同比+11.53%，环比-1.00%；主要快递企业分拨中心吞吐量指数均值为85.29，同比+14.89%，环比-0.93%。

◆ 国内半钢：成本降，替换需求起，毛利升

随疫情管控政策的放开，出行需求有望复苏，2023年3月，我国客运量总计为7.06亿人，同比增长67.70%；公路客运量为3.61亿人，同比增长21.14%。乘用车产销量有提升趋势，2023年4月，乘用车产量为177.77万辆，同比+78.54%；乘用车销量为181.11万辆，同比+87.65%。

行业评级：考虑到行业景气度修复，维持轮胎行业“推荐”评级。

重点关注：玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟、通用股份、贵州轮胎等。

风险提示：全球经济下滑、原材料价格大幅上涨、海运费价格大幅上涨、国际贸易摩擦加剧、重点关注公司业绩不及预期。

◆海外基地出口：运费降，销量起，毛利升

◆中国基地出口：运费降，需求起

◆国内全钢：成本降，配套需求起，毛利升

◆国内半钢：成本降，替换需求起，毛利升

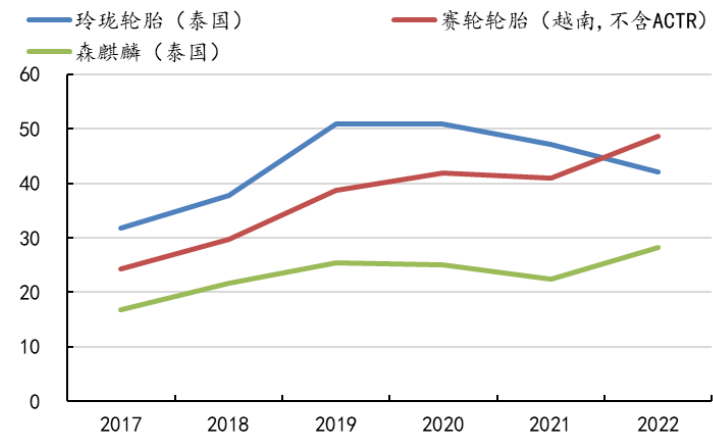
◆投资建议及风险提示

- 海运费和成本下降，叠加可能的关税利好，海外基地出口美国的轮胎销量和毛利率有望提升。
- 2023年5月26日，全口径原材料价格指数为9821，环比4月26日下降2.44%，同比下降13.51%，原材料价格回落，成本压力部分缓解。
- 中国轮胎企业海外基地依靠性价比和关税优势销往美国，随着海运费见底持稳海外订单和出口也将逐步回暖。
- “双反”税率进入复审阶段，本轮复审强制应诉企业为住友及森麒麟，税率或有下调的机会，带来新的利好。
- 未来中国轮胎海外产能投放合理，2025年之前中国海外基地在美国市场竞争相对有序。随2023年美国市场进口需求的改善，以及中国轮胎品牌进一步抢占市场份额，预计轮胎销量和毛利率将有所提高。

2022年轮胎企业海外基地净利润大幅下滑

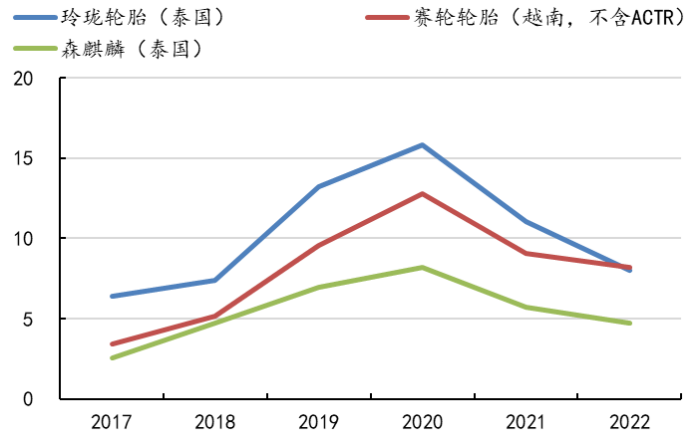
- 2022年下半年由于海运费急速回落、海运流转速度加快、海运供应链恢复正常后，海外经销商短期高价库存延迟了下单需求，对短期订单产生负面影响。叠加原材料价格影响，轮胎企业海外基地营收及净利润大幅下滑。

图表：轮胎企业海外基地营业收入（亿元）



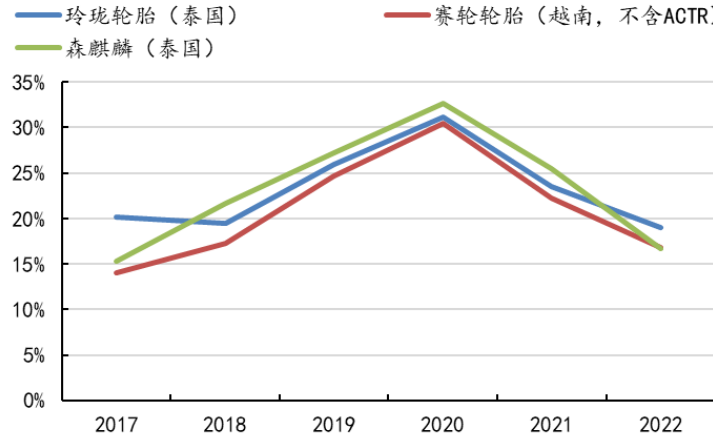
资料来源：各公司年报，国海证券研究所

图表：轮胎企业海外基地净利润（亿元）



资料来源：各公司年报，国海证券研究所

图表：轮胎企业海外基地净利润率

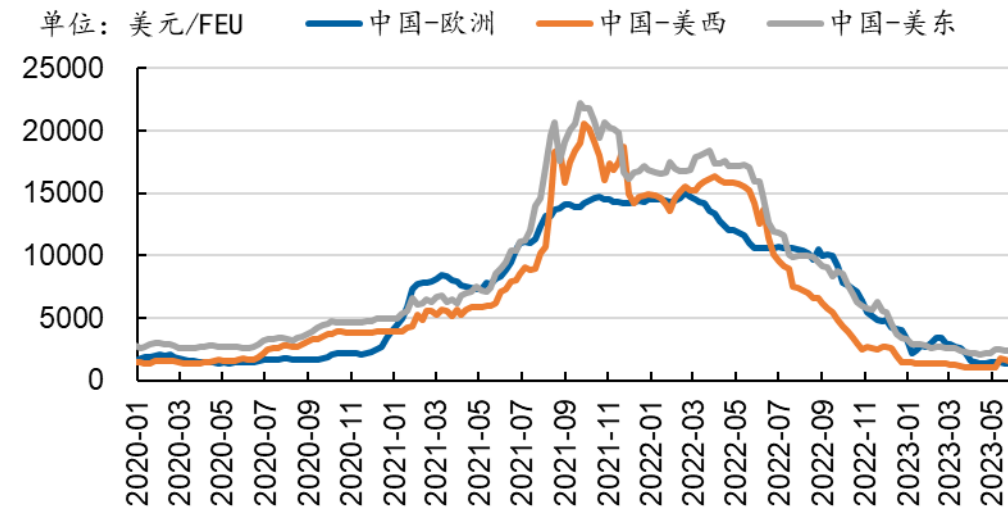


资料来源：各公司年报，国海证券研究所

海运费逐步回归至正常水平

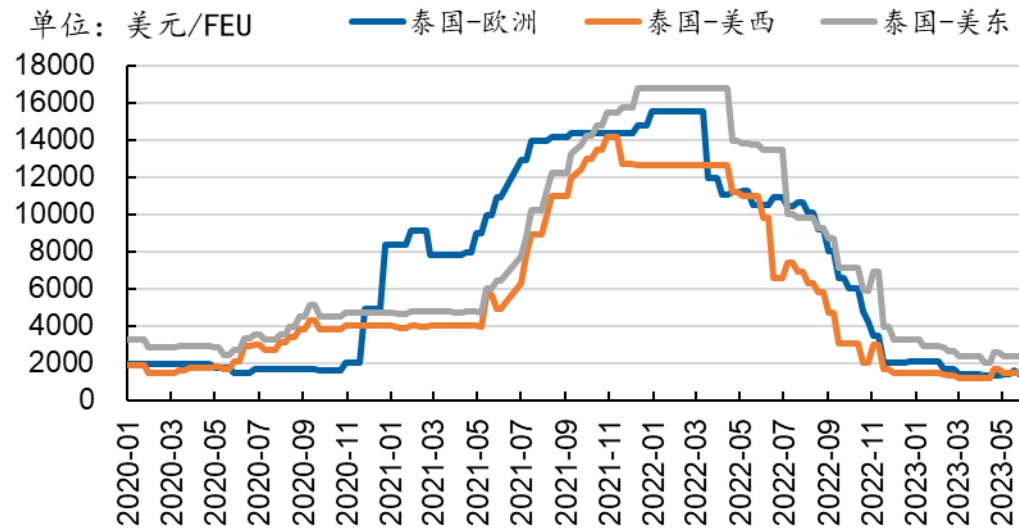
- 由于疫情、俄乌冲突等因素，2021-2022年上半年海运价格急剧上涨，但2022年下半年急速回落，2023年，海运费价格基本已经恢复至2020年初的水平，海外订单和出口也将逐步回暖。
- 截至2023年5月25日，泰国到美西港口海运费为1450美元/FEU；泰国到美东港口海运费为2395美元/FEU；泰国到欧洲海运费为1388美元/FEU，已恢复至疫情前水平。

图表：FBX海运集装箱运价指数



资料来源：Bloomberg，国海证券研究所

图表：泰国海运集装箱运价

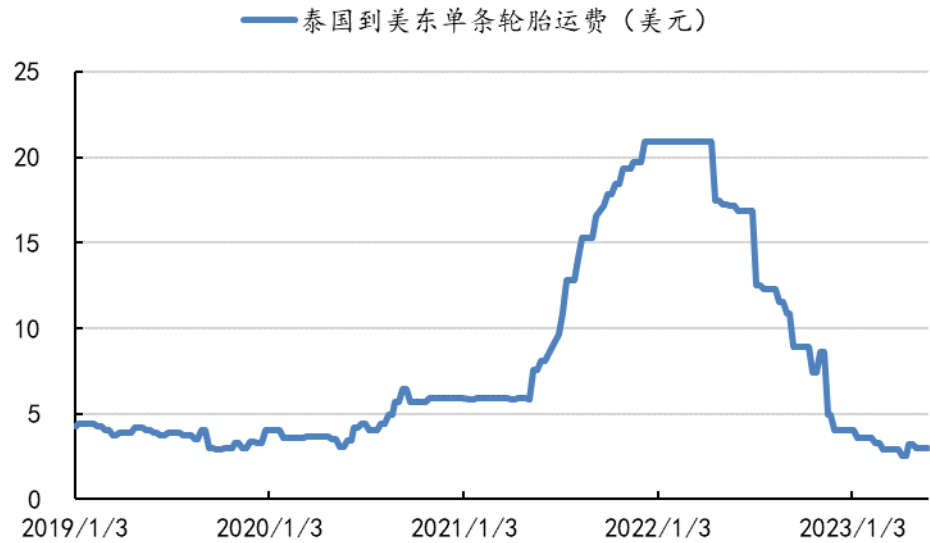


资料来源：TNSC，国海证券研究所

单条轮胎运费同比大幅降低

- 按照一只40英尺集装箱标准柜（12.2米*2.44米*2.9米）装800条轮胎计算，截至5月25日，泰国至美东单条轮胎运费为2.99美元，同比降低82.58%，降幅约为14.19美元/条。

图表：泰国-美东单个轮胎海运费中国



资料来源： TNSC，国海证券研究所

- 2023年5月26日，全口径原材料价格指数为9821，环比4月26日下降2.44%，同比下降13.51%，原材料价格回落，成本压力部分缓解。

图表：原材料价格指数



资料来源：Wind，卓创资讯，国海证券研究所

橡胶价格同比稳中略降，炭黑价格同比大幅下滑

- 受到终端需求疲软的影响，天然橡胶和顺丁橡胶价格同比下滑，截至2023年5月26日，天然橡胶价格（不含税）为10176.99元/吨，同比-10.16%，环比持平；丁苯橡胶价格（不含税）为9955.75元/吨，同比-6.25%，环比-6.25%；顺丁橡胶价格（不含税）为9027元/吨，同比-26.09%，环比-9.73%。
- 另外炭黑价格大幅下降后出现反弹，2023年5月26日炭黑价格为7455.8元/吨，同比-17.60%，环比+2.28%。

图表：天然橡胶价格（不含税）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：丁苯橡胶价格（不含税）



资料来源：Wind，国海证券研究所

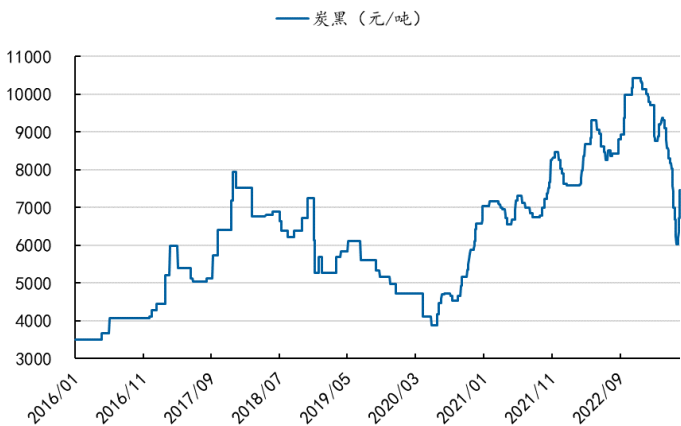
图表：顺丁橡胶价格（不含税）



资料来源：Wind，国海证券研究所

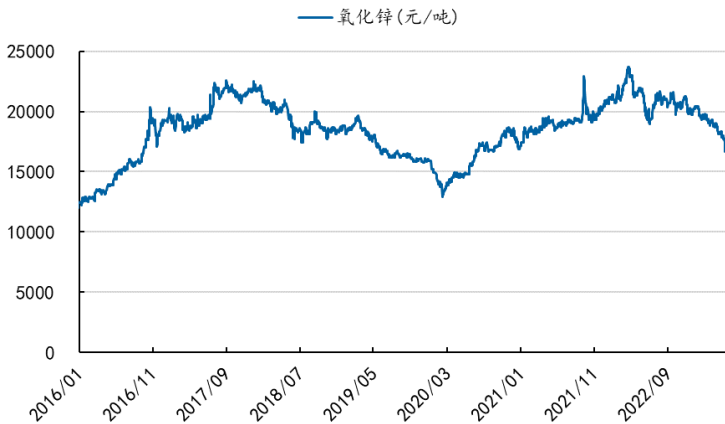
炭黑价格同比大幅下滑

图表：炭黑价格（不含税）



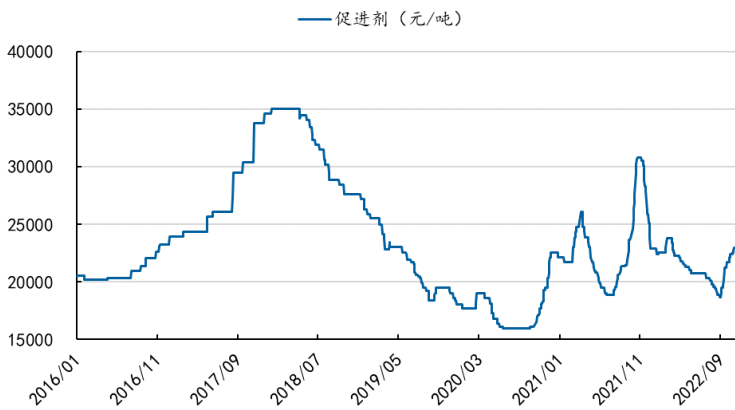
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：氧化锌价格（不含税）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：促进剂价格（不含税）



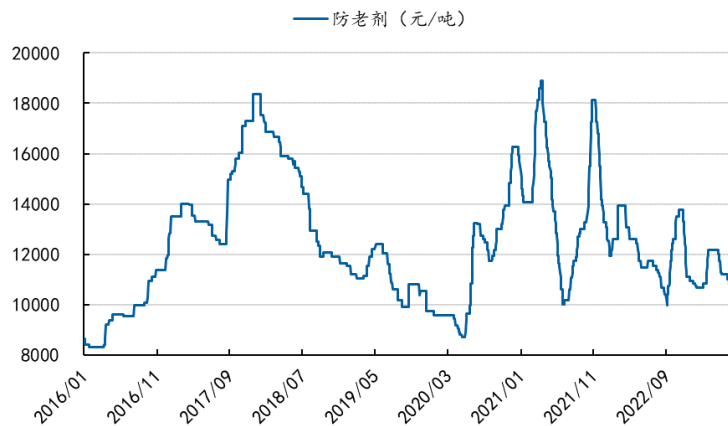
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：普钢:线材价格（不含税）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：防老剂价格（不含税）



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：帘子布价格（不含税）



资料来源：Wind，国海证券研究所

中国轮胎企业成本费用优势明显

- 我们采用价格透析法，以原材料金额作为基准比较了几个公司的成本费用。
- 世界轮胎巨头生产成本高于国内企业：1）类似米其林、印尼佳通 (PTGT) 的海外企业在生产成本上高于国内企业，体现出国内企业生产成本具有较大优势；2）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； 3）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：2021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	玲珑	赛轮	森麒麟
营业成本	336%	151%	133%	135%	145%
其中：原材料	100%	100%	100%	100%	100%
人工	129%	22%	9%	8%	5%
折旧及摊销	35%	8%	8%	7%	22%
其他	73%	22%	16%	20%	19%
期间费用	83%	25%	19%	18%	17%
其中：销售费用	23%	9%	5%	6%	5%
管理费用	43%	7%	6%	5%	5%
研发费用	14%	0%	8%	4%	4%
财务费用	4%	9%	1%	3%	3%
税金	13%	0%	1%	0%	1%
其他	20%	-2%	2%	0%	-1%
净利润	37%	1%	7%	12%	28%
营收	476%	176%	161%	166%	190%

资料来源：各公司公告，wind, 国海证券研究所
 注：森麒麟的折旧费用来自于制造费用及其他，包括折旧费用和其他费用

“双反” 税率进入复审阶段

- 2021年5月24日，国际贸易委员会（ITC）针对美国对来自韩国、泰国、越南及中国台湾地区的乘用车和轻卡车轮胎产品征收反倾销和反补贴税一案举行听证会，会上美国商务部对本次“双反”税率做出终裁。
- 2022年9月6日，美国商务部启动了对泰国乘用车和轻卡车轮胎反倾销调查的第一次年度行政复审，本轮复审强制应诉企业为住友及森麒麟。森麒麟已聘请专业律师团队协助公司开展复审应对工作，同时，将通过进一步降低成本以及产量销量增长带来的增量利润抵消美国对泰国反倾销带来的负面影响，并加快推进全球化产能布局，进一步规避国际贸易摩擦风险。

图表：各国家或地区出口至美国的轮胎双反关税情况

国家/地区/企业	反倾销税率		反补贴税率	
越南	22.36%（不包括：赛轮轮胎、建大轮胎、普利司通、锦湖轮胎、优科豪马）		赛轮	6.23%
			锦湖	7.89%
			其他	6.46%
泰国	玲珑轮胎泰国工厂	21.09%	无	
	住友橡胶泰国工厂	14.62%		
	其他轮胎公司	17.08%		
中国台湾	正新轮胎	20.04%		
	南港轮胎	101.84		
	其他轮胎公司	84.75%		
韩国	韩泰轮胎	27.05%		
	耐克森轮胎	14.72%		
	其他轮胎公司	21.74%		

资料来源：中国轮胎商务网，国海证券研究所

未来中国轮胎海外产能投放合理

图表：中国轮胎企业海外建厂产能（截至2023年5月15日）

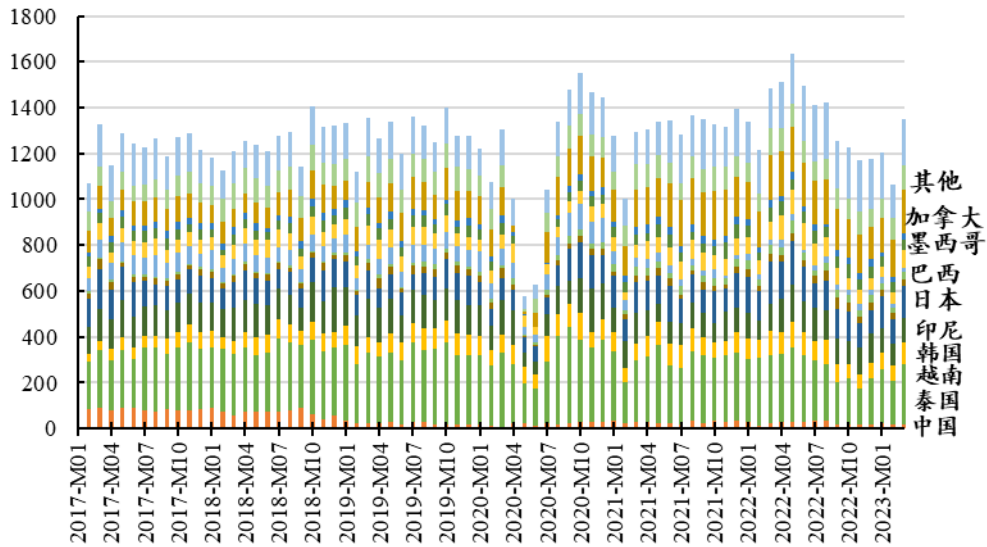
公司名称	半钢胎（万条/年）	全钢胎（万条/年）	非公路轮胎（万吨/年）	（预计）投产时间
赛轮越南	1300	140	5	2015
玲珑泰国	1500	180	0	2014年一期投产，2019年三期满产
中策泰国一期二期	850	210	0	2015首胎下线
森麒麟泰国	1200	0	0	2015
双钱泰国	0	150	5	2017
赛轮固铂（越南）	0	265	0	2019
福林马来西亚	300	50	0	2019
浦林成山泰国	400	80	0	2020
奥戈瑞印尼	0	200	0	已投产
山东银宝泰国	300	120	0	已投产
山东金宇越南	0	200	0	2021
贵州轮胎越南	0	120	0	2021
通用泰国	600	100	0	2021
中策泰国三期	500	140	0	2021
森麒麟泰国二期	600	200	0	2022
赛轮越南三期	0	0	5	2022
赛轮柬埔寨	400	0	0	2022
朝阳浪马巴基斯坦	0	72	0	2022
已投产合计	7950	2227	15	
玲珑塞尔维亚	1200	220	0	2024
森麒麟西班牙	600	0	0	2025
森麒麟摩洛哥	600	0	0	2025
赛轮越南三期	300	100	0	2023
赛轮柬埔寨工厂	500	165	0	2023
双星越南	850	80	0	2023
朝阳浪马巴基斯坦二期三期	0	168	0	待定
2023年投产	2315	965	0	
2024年投产	800	60	0	
2025年投产	1200	0	0	
未投产合计	4050	733	0	
已投产+未投产合计	12000	2960	15	
2021年美国出货量	30640	3550		

资料来源：车辙车轳，轮胎世界网，轮胎商业，中国橡胶工业协会，中国轮胎商务网，龙城区人民政府，齐鲁壹点，中国橡胶杂志，各公司投资者互动平台，每日经济新闻，青岛财经日报，盖世汽车，国海证券研究所

2023年3月美国乘用车胎进口量环比回升

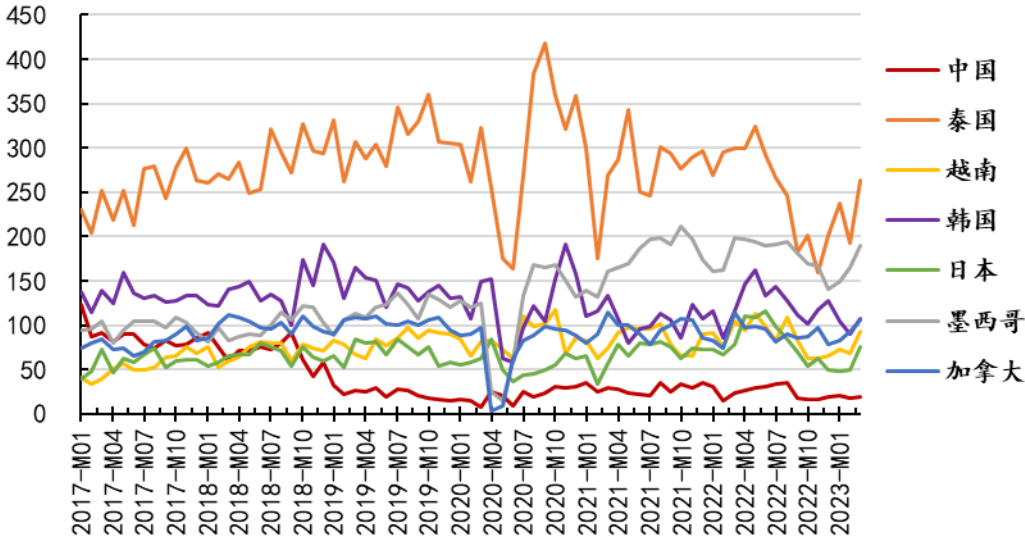
- 2022年下半年，受海运费大幅下行影响，美国乘用车胎进口量大幅萎缩。
- 2022年6月份左右，由于海运拥堵缓解，海运费价格大幅回调，轮胎集中到港，导致美国轮胎库存较高，所以2022年下半年进入持续去库存阶段。
- 2023年3月，乘用车胎进口量为1348万条，同比下降9.1%，环比增加26.6%。

图表：美国乘用车胎进口数量（万条）



资料来源：USITC，国海证券研究所

图表：美国乘用车胎进口量变化（万条）

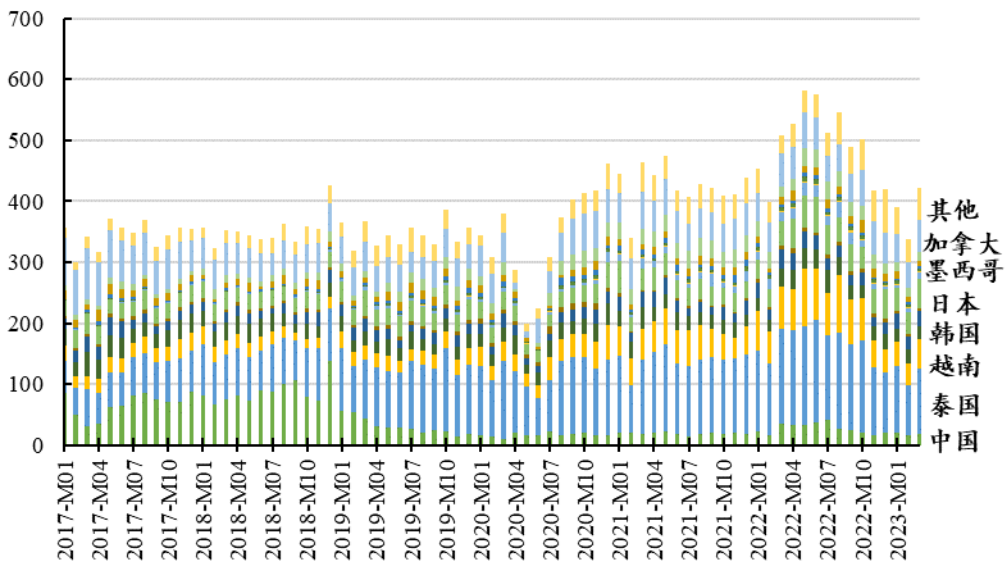


资料来源：USITC，国海证券研究所

2023年3月美国卡客车胎进口量环比回升

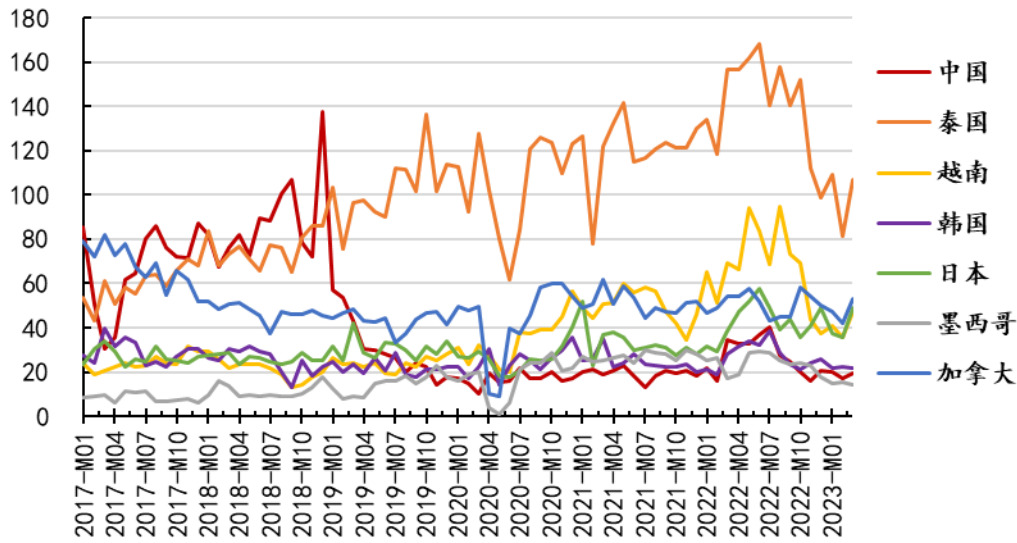
- 2019年之前，美国卡客车胎市场进口主要来自中国、泰国、加拿大及南美的轮胎。2019年之后，由于中国轮胎企业在东南亚设立工厂，来自中国的进口量大幅下降，泰国和越南进口量有所增长。
- 2022年下半年，受海运费大幅下行影响，美国卡客车胎进口量大幅萎缩。2023年1-2月进口量持续下降。2023年3月，卡客车胎进口量为421万条，同比-17.3%，环比+24.4%。

图表：美国卡客车胎进口数量（万条）



资料来源：USITC，国海证券研究所

图表：美国卡客车胎进口量变化（万条）

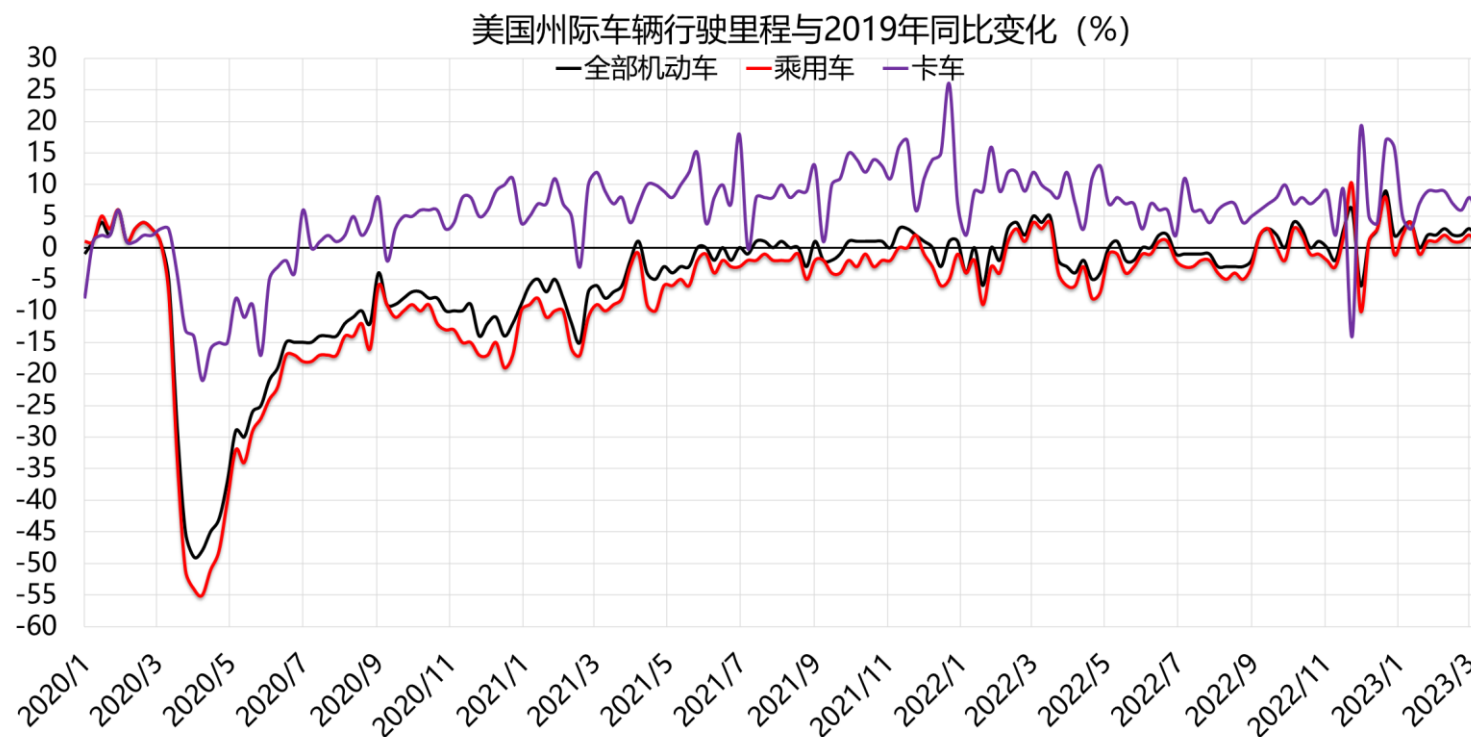


资料来源：USITC，国海证券研究所

2022年美国机动车行驶里程数与2019年相当

- 取周度与2019年相比变动的均值，从全部机动车行驶里程来看，截至2023年3月19日，乘用车州际里程数比2019年增加0.83%，卡车洲际里程数比2019年增加7.33%。

图表：美国州际车辆行驶里程相比2019年变化

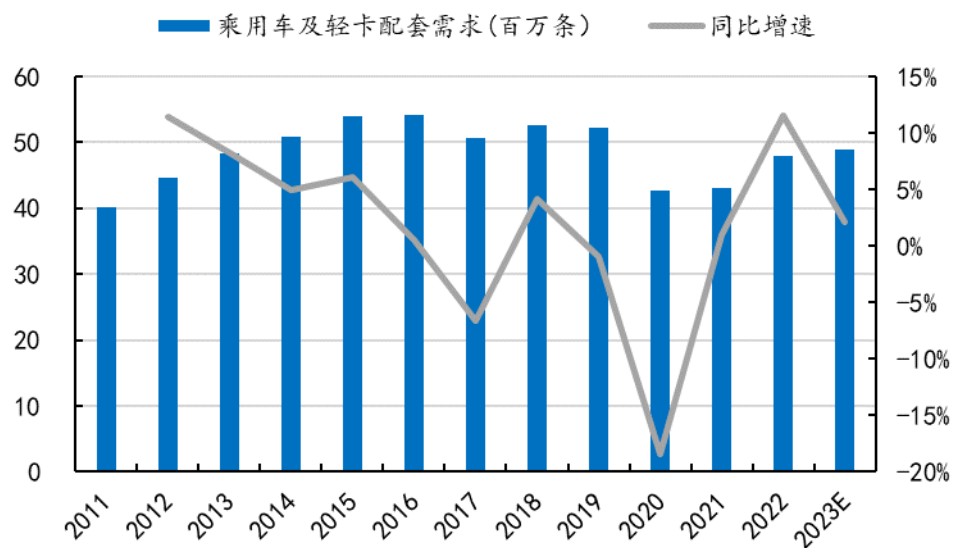


资料来源：美国联邦公路局，国海证券研究所

预计2023年美国乘用车胎需求小幅提升

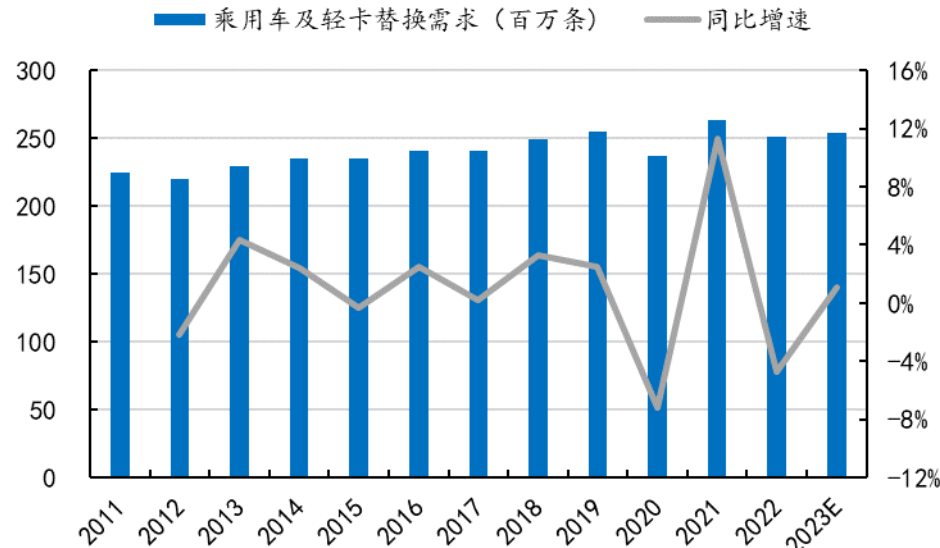
- 据美国轮胎制造商协会预测，与2022年相比，预计2023年乘用车、轻型卡车配套出货量将分别增长2.3%、1.3%。而替换市场乘用车、轻型卡车的出货量预计分别增长1%、1.6%。

图：美国市场乘用车及轻卡车胎配套需求及预测



资料来源：美国轮胎制造商协会，国海证券研究所

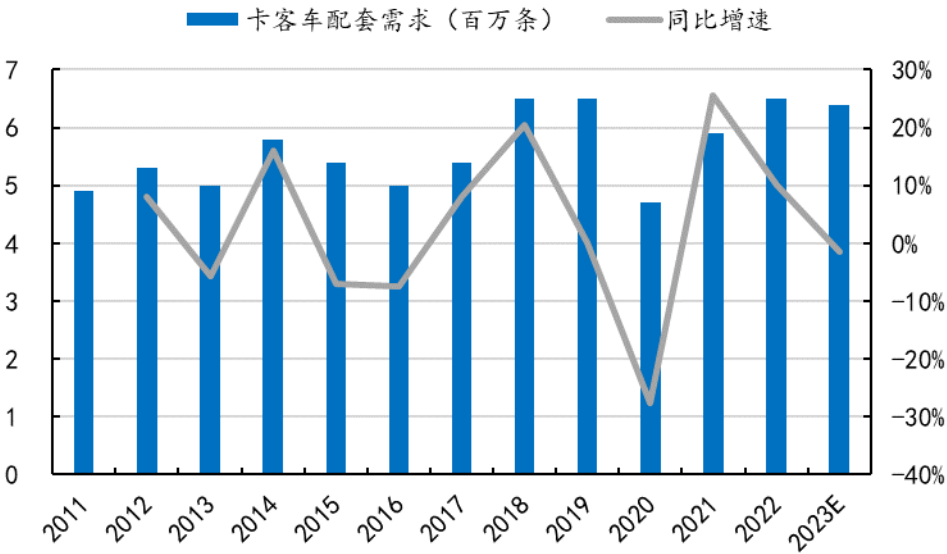
图：美国市场乘用车胎替换需求及预测



资料来源：美国轮胎制造商协会，国海证券研究所

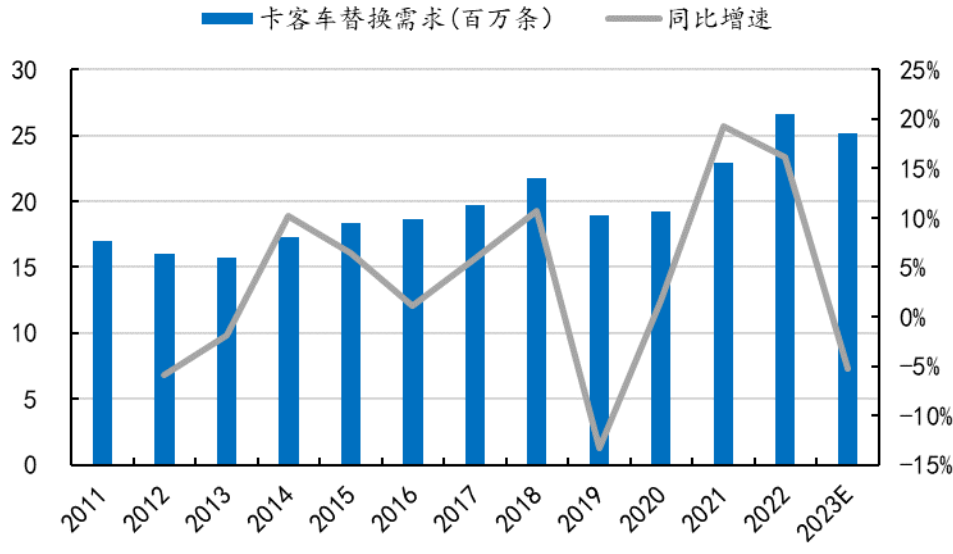
➤ 据美国轮胎制造商协会预测，与2022年相比，预计2023年卡车轮胎的配套出货量将下降0.6%。而替换市场卡车轮胎的出货量预计将下降5.5%，这或许与近年来卡车运输行业的调整有关。

图：美国市场全钢胎配套需求及预测



资料来源：美国轮胎制造商协会，国海证券研究所

图：美国市场全钢胎替换需求及预测



资料来源：美国轮胎制造商协会，国海证券研究所

◆海外基地出口：运费降，销量起，毛利升

◆中国基地出口：运费降，需求起

◆国内全钢：成本降，需求起，毛利升

◆国内半钢：成本降，替换需求起，毛利升

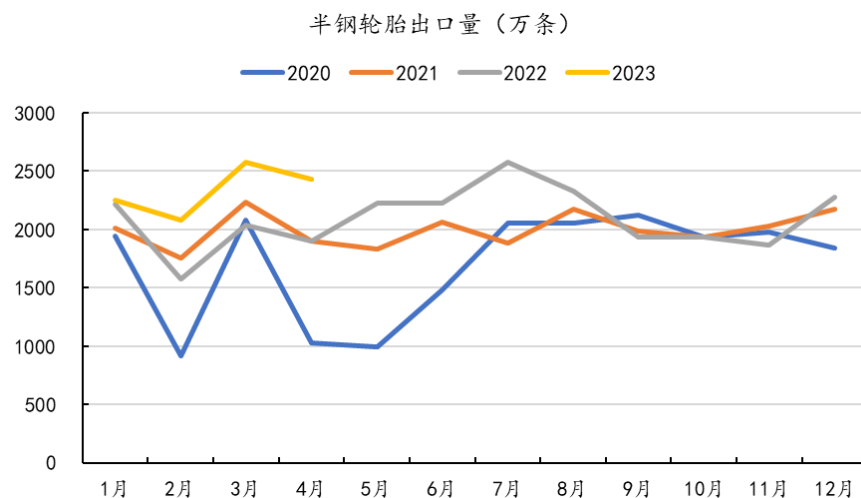
◆投资建议及风险提示

- 中国出口的轮胎性价比优势进一步凸显。
- 中国基地出口目的地为欧洲、东南亚、非洲等地区，目前海运费价格已经恢复至2020年初的水平，预计出口量将逐步提升。2023年1-4月，我国半钢轮胎出口量为9344万条，同比+20.94%；全钢轮胎出口量为3788万条，同比+2.93%。
- 据欧洲汽车制造商协会官网，2023Q1，欧盟商用车市场表现良好，货车注册量为35.55万辆，同比+7.7%；卡车注册量8.65万辆，同比+19.4%；大巴车注册量7309辆，同比+15.5%。据欧洲汽车制造商协会官网，2023年4月，欧盟乘用车新注册量为80.32万辆，同比+17.34%。
- 据LMC automotive的数据，2022年全球汽车销量为8100万辆，和2021年基本持平；据该机构预测，2023年的销量达8600万辆，同比+6.17%。

2023年半钢轮胎出口量同比增加

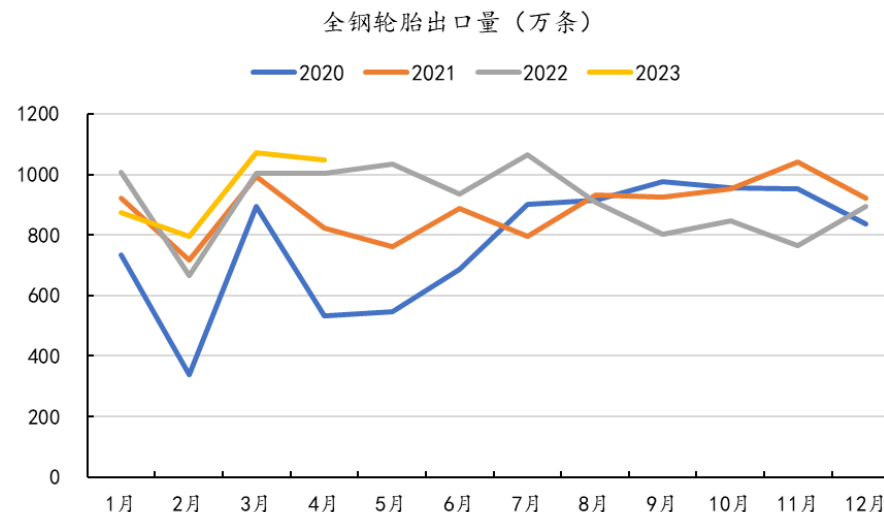
➤ 2023年1-4月，我国半钢轮胎出口量为9344万条，同比+20.94%；全钢轮胎出口量为3788万条，同比+2.93%。

图表：我国半钢轮胎出口量



资料来源：海关总署，国海证券研究所

图表：我国全钢轮胎出口量



资料来源：海关总署，国海证券研究所

单条轮胎运费同比大幅降低

- 按照一只40英尺集装箱标准柜（12.2米*2.44米*2.6米）装800条轮胎计算，截至5月26日，中国至欧洲单条轮胎运费为1.73美元，同比降低86.92%，降幅约11.50美元。

图表：中国-欧洲单个轮胎海运费中国



资料来源： TNSC，国海证券研究所

部分沿海产能增加，出口量有望提升

图表：我国全钢胎在建产能统计（截至2023年5月15日）

项目	地址	产能（万条）	预计投产时间	2023	2024
箭达天下鸡东项目	黑龙江鸡东市	120	2023	0	120
玲珑轮胎吉林工厂全钢胎项目	吉林省长春市	100	2024	0	100
玲珑轮胎湖北荆门	湖北省荆门市	60	2024	0	60
玲珑轮胎德州工厂	山东省德州市	100	2023	100	0
赛轮青岛工厂全钢胎产能提升	山东省青岛市	30	2023	30	0
赛轮沈阳工厂全钢胎产能提升	辽宁省沈阳市	50	2023	50	0
贵州扎佐全钢胎项目	贵州省贵阳市	38	2024	0	38
合计		498		180	318

资料来源：各公司公告，轮胎世界网，国海证券研究所

图表：我国半钢胎在建产能统计（截至2023年5月15日）

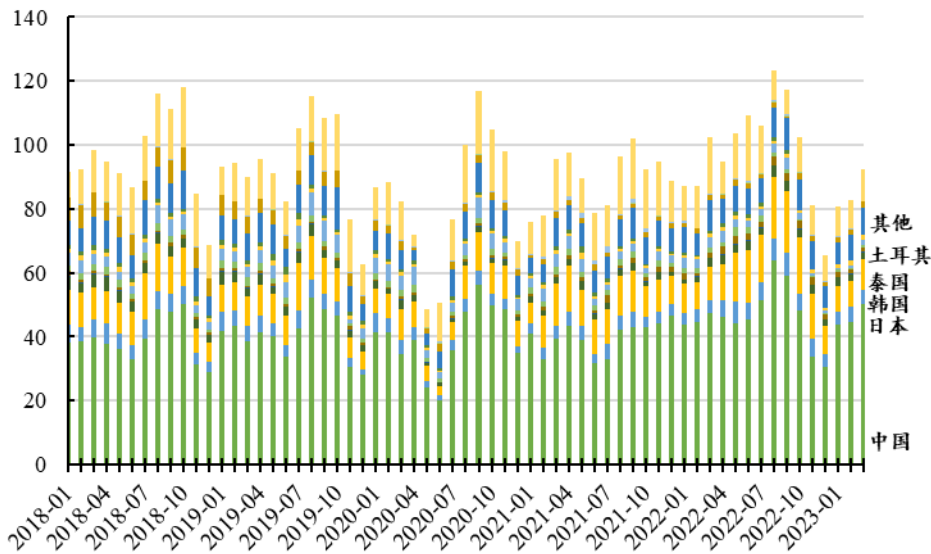
项目	地址	产能（万条）	预计投产时间	2023	2024
玲珑轮胎吉林工厂半钢胎项目（一期）	吉林省长春市	300	2023	300	0
玲珑轮胎德州工厂	山东省德州市	300	2024	0	300
玲珑轮胎湖北	湖北省荆门市	500	2023	500	0
赛轮轮胎东营工厂	山东省东营市	300	2023	300	0
赛轮潍坊工厂年产600万套高性能半钢子午线轮胎项目（二期）	山东省潍坊市	440	2024	0	440
建新轮胎1300万条半钢胎项目	福建省石狮市	1300	2023	1300	0
箭达天下鸡东项目	黑龙江鸡东市	1200	2023	0	1200
合计		4340		2400	1940

资料来源：各公司公告，轮胎世界网，国海证券研究所

2022Q4 欧盟乘用车胎进口量大幅下降，2023年3月环比增长

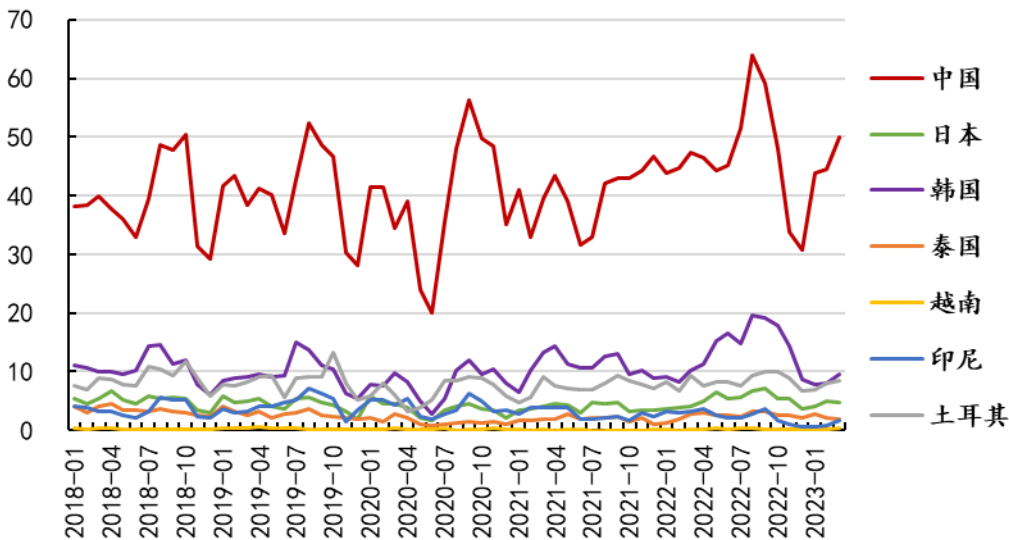
- 据ETRMA，2022年四季度欧洲替换胎市场，乘用车胎销量同比降13.5%至4993.3万条；与2021年相比，2022年乘用车胎替换量下降了2%，下半年同比下降10.1%。需求的下滑导致2022Q4欧盟乘用车胎进口数量的大幅下降。
- 2023年，欧盟乘用车胎进口数量有所回升。3月，乘用车胎进口量为9.24万吨，环比增长11.69%。

图表：欧盟乘用车胎进口数量（千吨）



资料来源：ITC，国海证券研究所

图表：欧盟乘用车胎进口量变化（千吨）

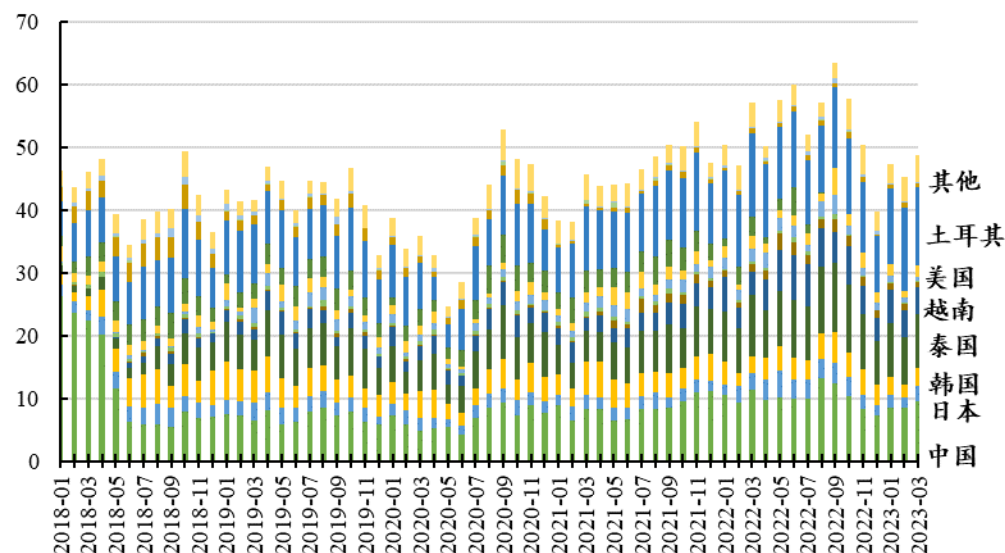


资料来源：ITC，国海证券研究所

2022Q4欧盟卡客车胎进口量大幅下降， 2023年3月环比增长

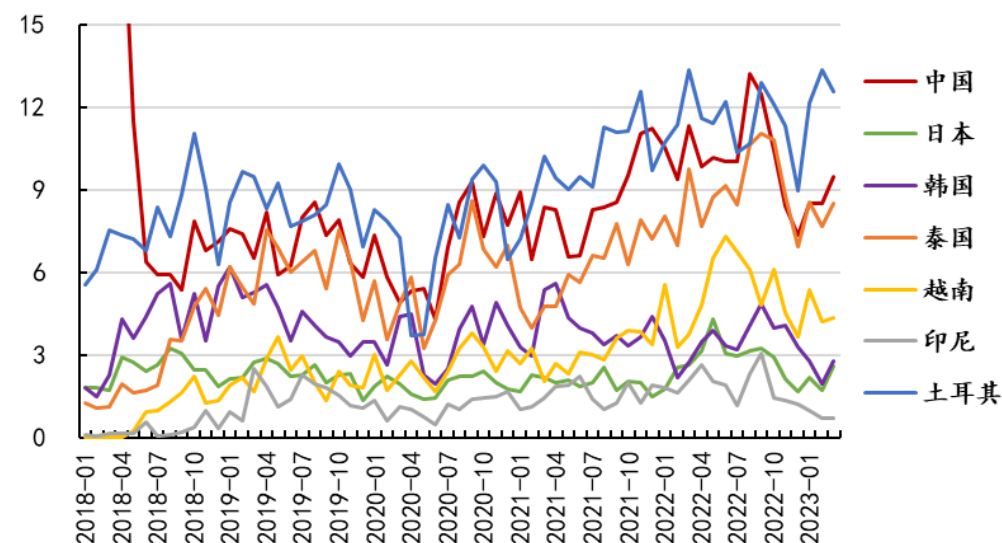
- 据ETRMA， 2022年四季度欧洲替换胎市场，卡客车胎销量同比降7.6%至316.9万条。与2021年相比，2022年卡客车轮胎替换量保持稳定(+1%)，但下半年大幅下滑8.2%。
- 从进口数据来看，需求的下滑导致2022Q4欧盟卡客车胎进口数量的大幅下降；2023年4月，欧盟卡客车胎进口数量为4.88万吨，环比增长7.97%。

图表：欧盟卡客车胎进口数量（千吨）



资料来源：ITC，国海证券研究所

图表：欧盟卡客车胎进口量变化（千吨）

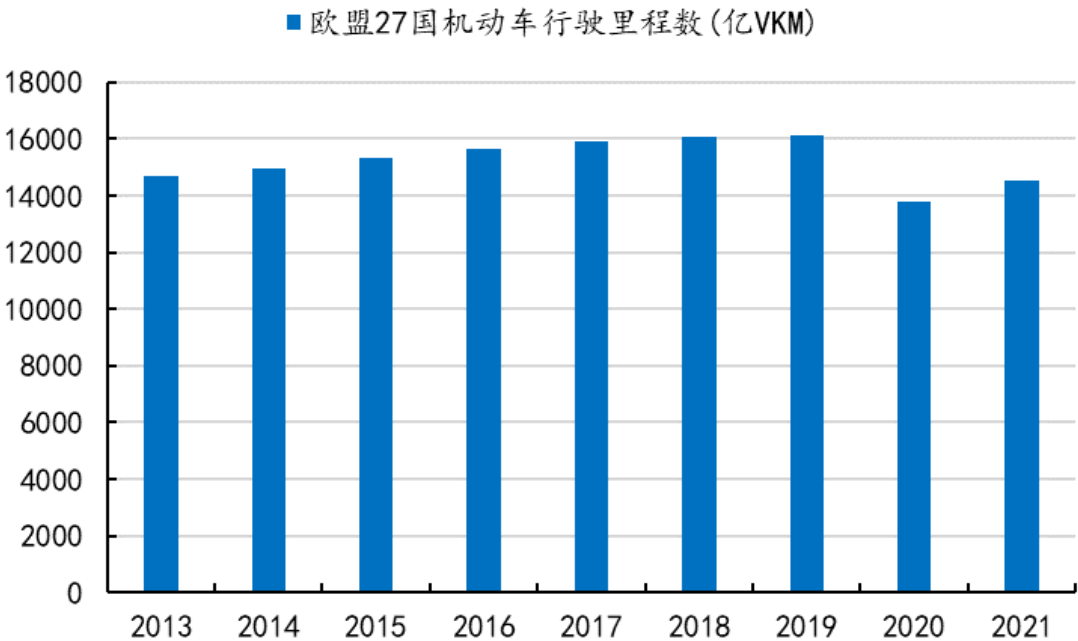


资料来源：ITC，国海证券研究所

2020年欧盟机动车行驶里程数下滑较多

- 2020年，受疫情影响，欧盟机动车行驶里程数大幅降低，2020年，欧盟机动车行驶公里数为13801亿公里，同比-14.32%，2021年有所好转，行驶公里数为14519亿公里，同比+5.20%。

图表：欧盟27国机动车行驶里程数

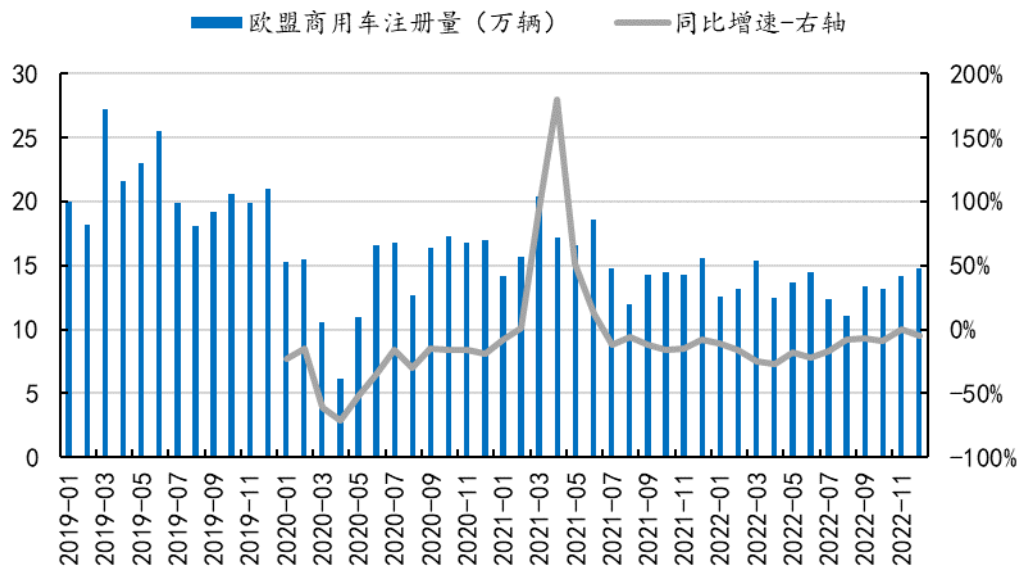


资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所（注：VKM是统计交通流量的单位，通过将给定道路上的车辆数量乘以公里为单位的平均行程得到。）

2023年欧盟乘用车及商用车市场表现较佳

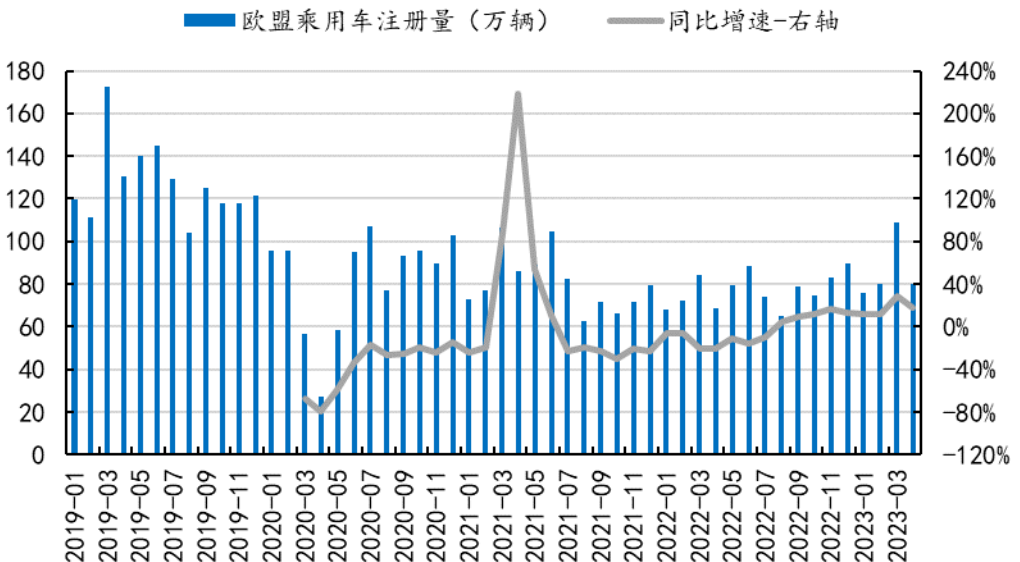
- 据欧洲汽车制造商协会官网，2023Q1，欧盟商用车市场表现良好，货车注册量为35.55万辆，同比+7.7%；卡车注册量8.65万辆，同比+19.4%；大巴车注册量7309辆，同比+15.5%。
- 据欧洲汽车制造商协会官网，2023年4月，欧盟乘用车新注册量为80.32万辆，同比+17.34%。

图表：欧盟商用车注册量



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：欧盟乘用车注册量

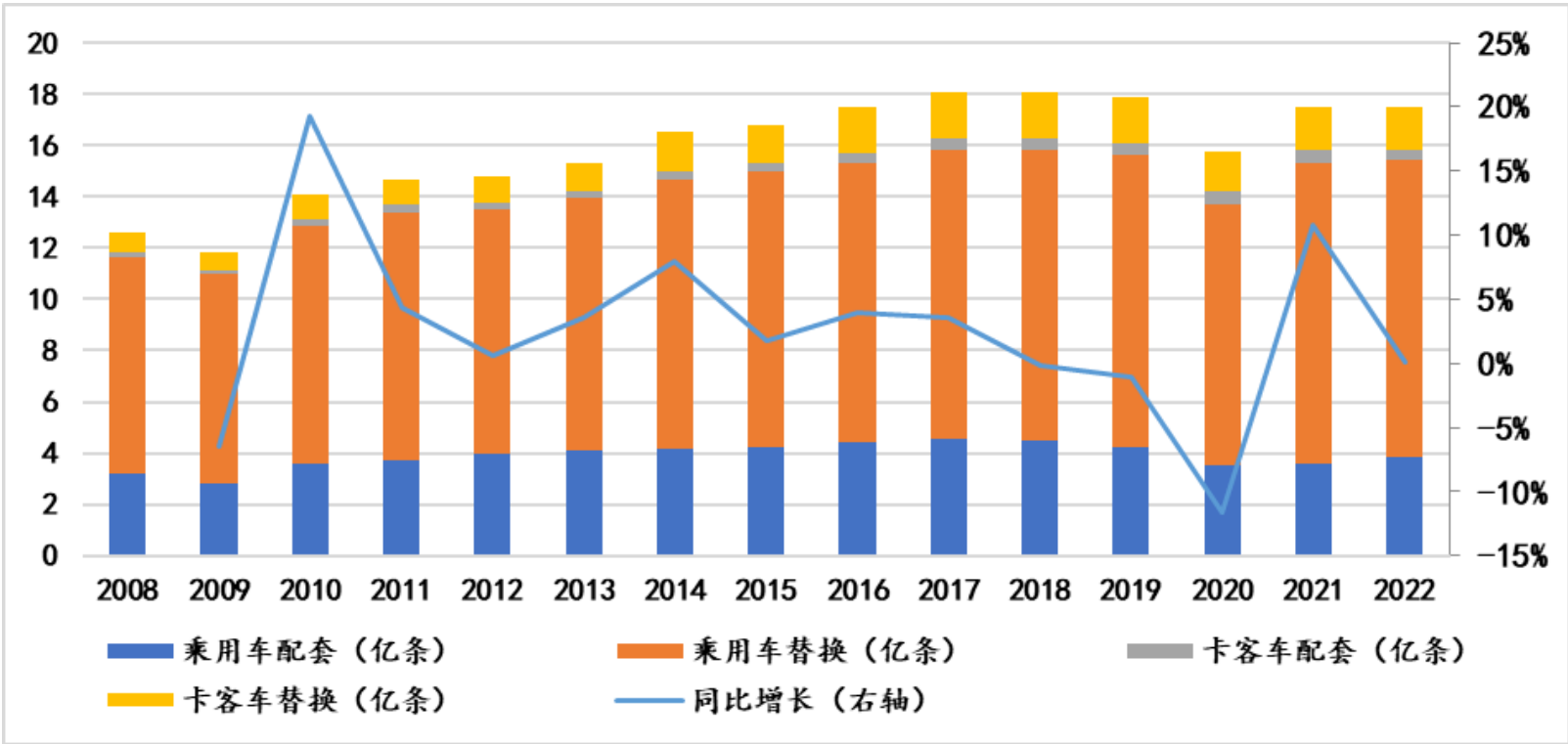


资料来源：wind，国海证券研究所

2022年全球轮胎销量同比+0.14%

- 2022年全球轮胎总销量为17.5亿条，同比+0.14%；其中乘用车胎为15.4亿条，同比+0.72%，卡客车胎为2.1亿条，同比-3.87%。
全球轮胎消费类型中乘用车胎仍然是主要消费类型，约占轮胎消费总量的87.95%。
- 2008-2022全球乘用车胎销量年均复合增速为2.0%，同期全球卡客车年均复合增速为5.6%，全球轮胎销量年均复合增速为2.4%。

图表：全球轮胎消费市场情况（按类型）

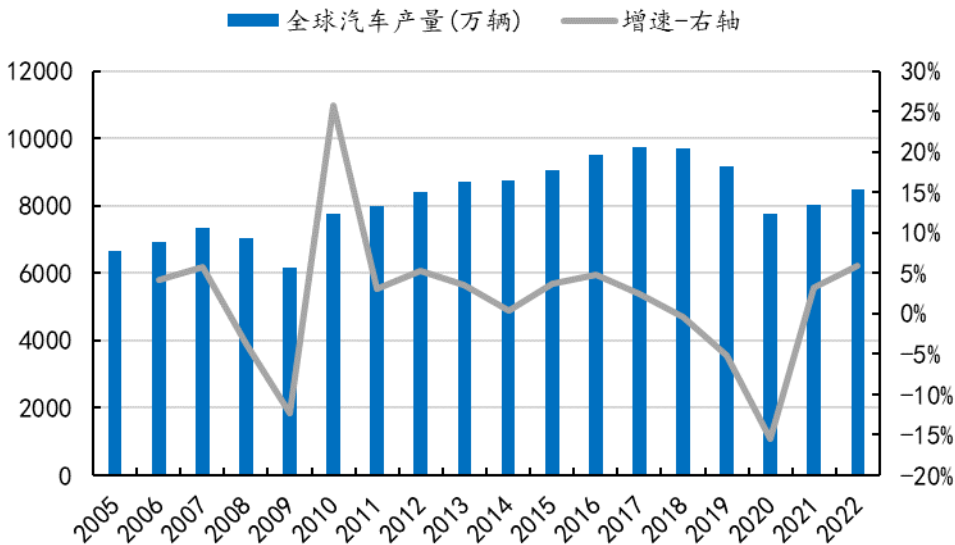


资料来源：米其林年报，国海证券研究所

预计2023年全球汽车产销量将同比增长

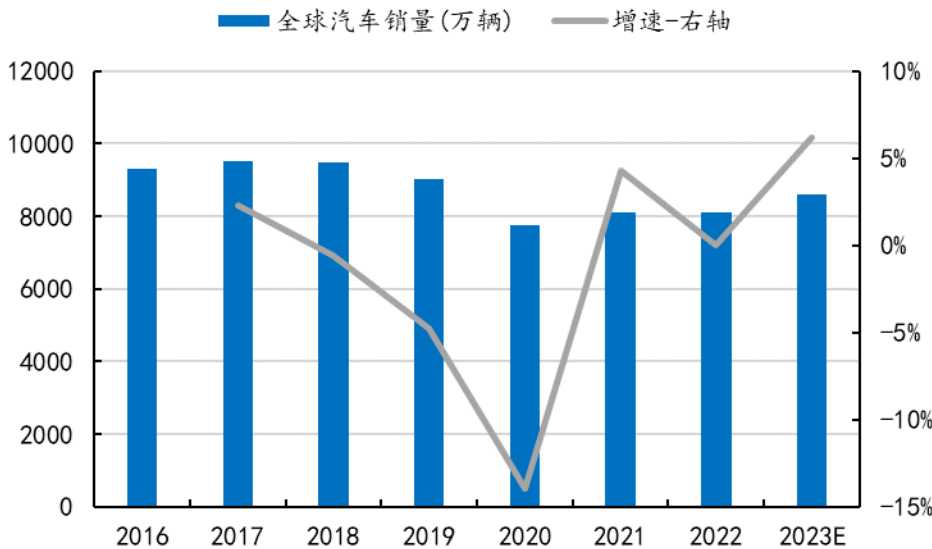
- 2022H1，受俄乌冲突的影响，汽车生产所需零部件和原材料供应紧张加剧，导致汽车生产受到影响，下半年以来，半导体供应恢复，汽车产量比上半年增加。据wind，2022年全球汽车产量为8502万辆，比2021年增长6%。
- 据LMC automotive的数据，2022年全球汽车销量为8100万辆，和2021年基本持平；据该机构预测，2023年的销量达8600万辆，同比+6.17%。

图表：全球汽车产量及预测



资料来源：Wind，集邦咨询，国海证券研究所

图表：全球汽车销量及预测



资料来源：Wind，集邦咨询，国海证券研究所

◆海外基地出口：运费降，销量起，毛利升

◆中国基地出口：运费降，需求起

◆国内全钢：成本降，需求起，毛利升

◆国内半钢：成本降，替换需求起，毛利升

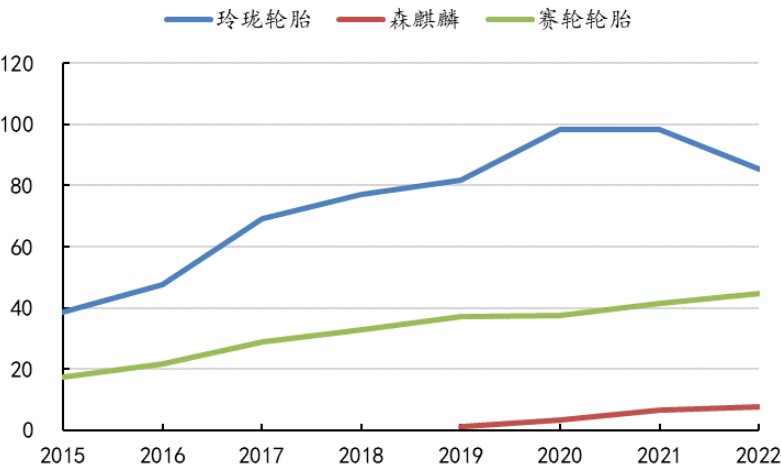
◆投资建议及风险提示

- 我们认为国内全钢胎营收及毛利率将会回升。
- 原材料价格大幅下降，并且新增产能较少，随疫情管控政策的放开，山东省全钢胎开工率回升，销量增加。
- 2023年以来，货运及快递行业保持平稳态势。2023年4月，整车货运流量指数均值为95.51，同比+12.71%，环比-5.31%；公共物流园吞吐量指数均值为89.20，同比+11.53%，环比-1.00%；主要快递企业分拨中心吞吐量指数均值为85.29，同比+14.89%，环比-0.93%。
- 预期未来货运物流需求提升，全钢胎替换需求增加。

2022年轮胎企业国内市场承压

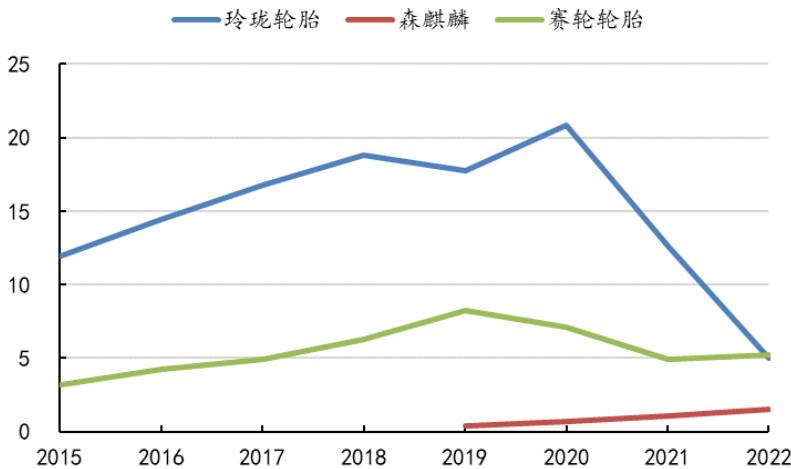
➤ 2022年，受疫情影响，国内全钢胎开工率及需求受到较大影响，叠加原材料价格高位，轮胎企业国内市场承压。

图表：轮胎企业国内营业收入（亿元）



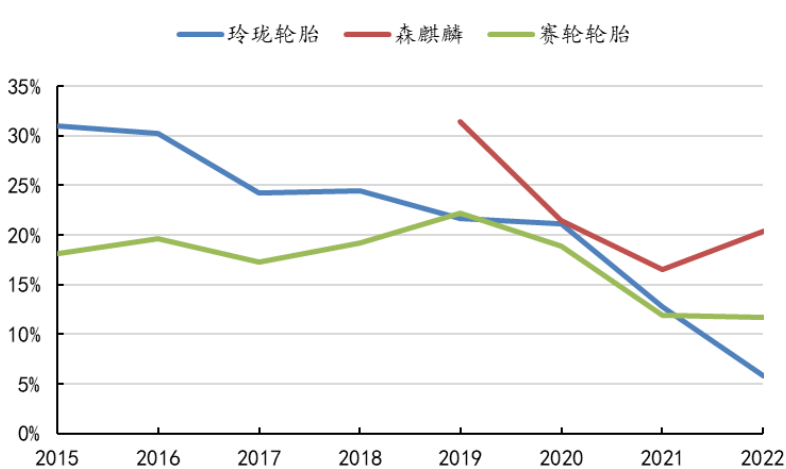
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：轮胎企业国内毛利润（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：轮胎企业国内毛利率

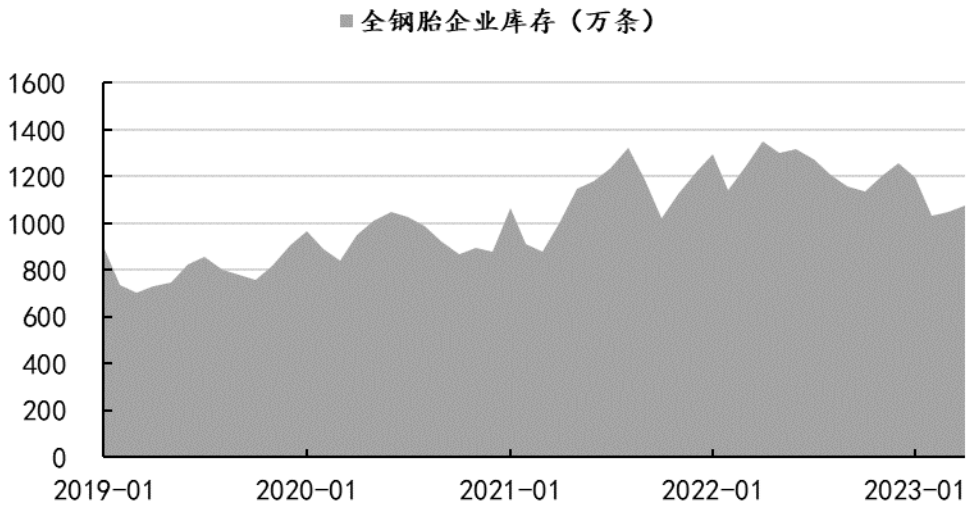


资料来源：wind，国海证券研究所

2023年国内全钢胎库存减少，开工率明显提升

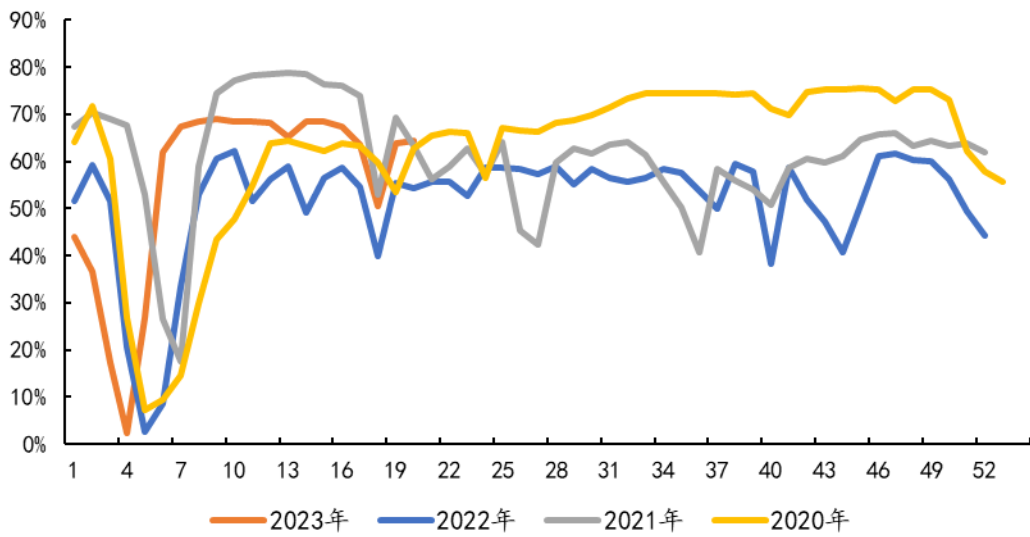
- 2022年，需求疲弱是抑制全钢胎开工率的主要原因，全钢胎企业库存全年处于较高水平，全钢胎开工率维持在60%左右，处于近四年来的偏低水平。此外，轮胎主产省份也陆陆续续受到疫情干扰，影响开工率、到岗率以及运输。
- 随着国内国外需求双复苏、全面放开疫情管控政策的情况下，2023年全钢胎企业库存呈现减少态势，截至4月30日，全钢胎企业库存为1075万条，环比+2.48%，同比-20.49%；同时，开工率在春节后有明显的提升，截至2023年5月18日，全钢胎开工率为64.33%，同比增加10.14pct；半钢胎开工率为71.34%，同比增加9.11pct。

图表：我国全钢胎企业库存



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

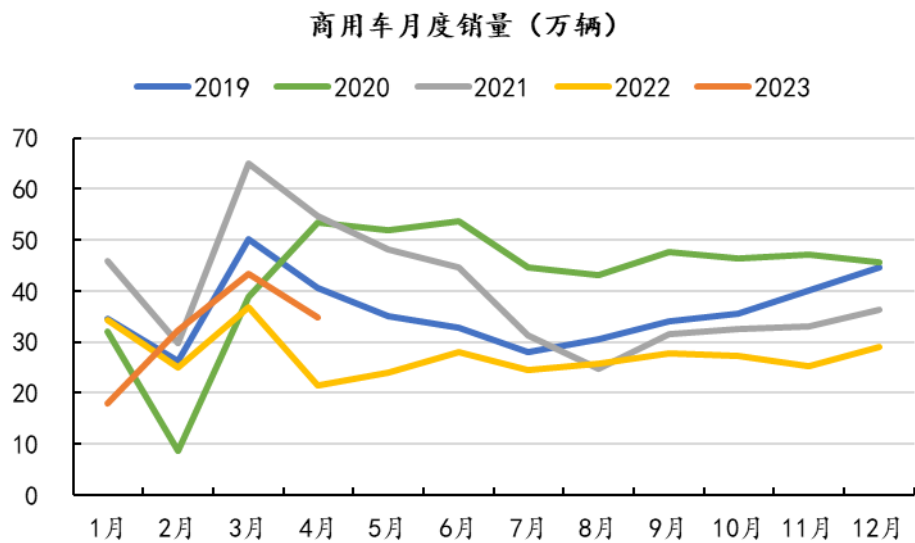
图表：山东省全钢胎周度开工率



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

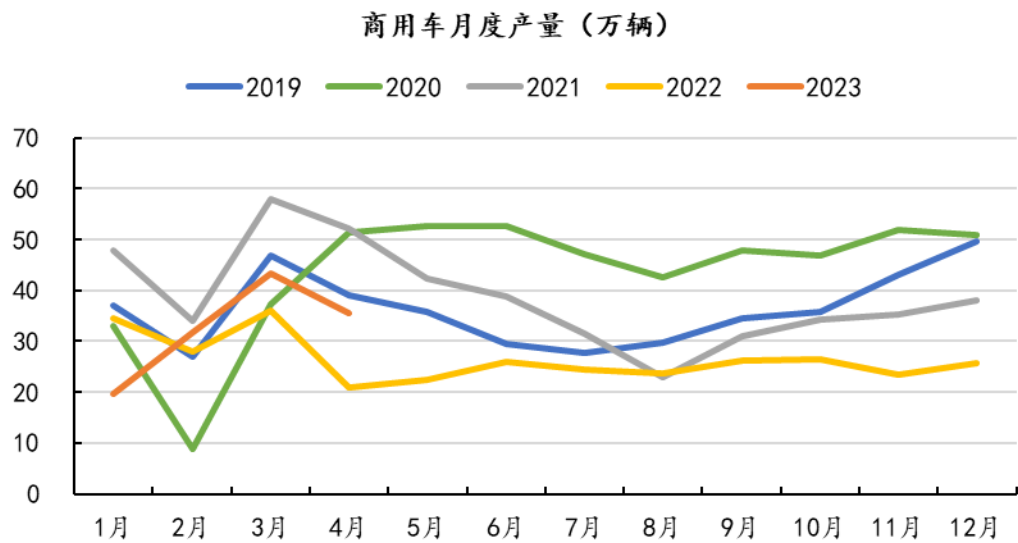
- 2022年，受多重不利因素影响，商用车产销分别完成318.5万辆和330万辆，同比下降31.9%和31.2%。
- 2023Q1，商用车市场终端需求回暖，产销量分别完成94.8万辆和93.8万辆，环比分别增长25%和14.7%，同比分别降低3.7%和2.7%。2023年4月，中国商用车产量为35.48万辆，同比+69.16%，环比-18.34%；销量为34.76万辆，同比+61.09%，环比-19.92%。

图表：我国商用车月度销量



资料来源：中国汽车工业协会，国海证券研究所

图表：我国商用车月度产量

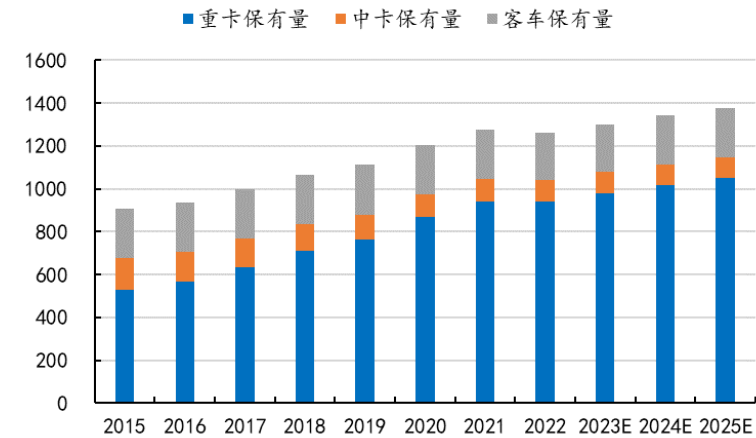


资料来源：中国汽车工业协会，国海证券研究所

预计2023年全钢胎配套需求增加

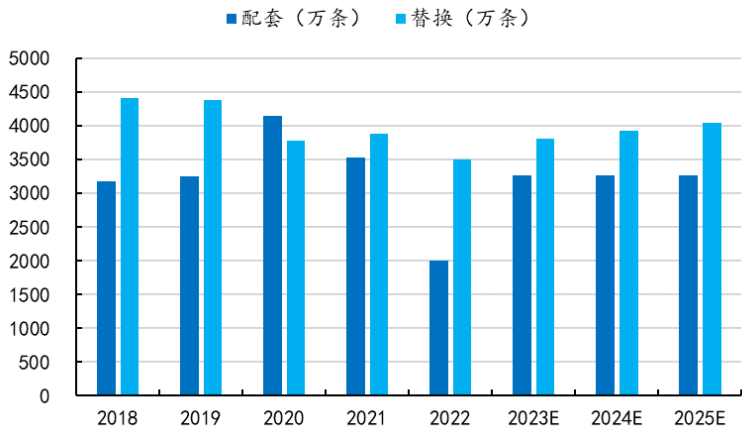
- 2022年全钢胎消费量同比大幅下滑，主要是配套轮胎需求下滑造成的。随商用车市场终端需求逐步回暖，预计2023年配套端需求有望逐步恢复。
- 重卡和中卡的保有量逐年提升，以重卡为例，我们预计2025年重卡保有量可增加至1050万辆。
- 据我们测算，2023-2025年我国全钢胎消费量分别为7059、7183、7299万条，同比分别增长21.32%、1.76%、1.60%。

图表：我国卡车保有量及预测



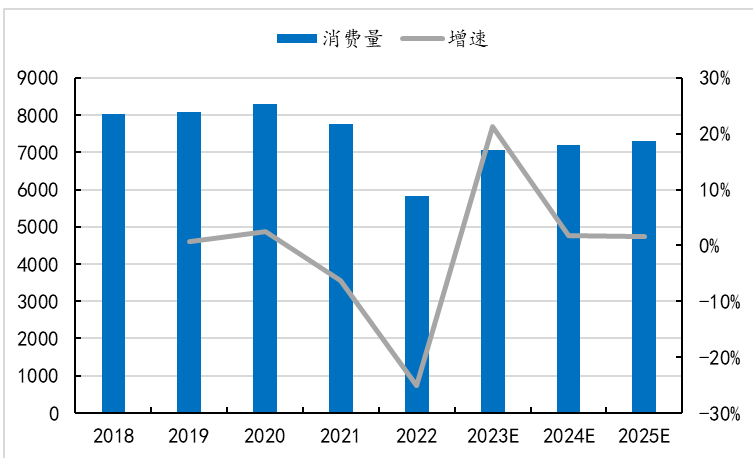
资料来源：wind，卓创资讯，中国橡胶工业年鉴，国海证券研究所

图表：我国全钢配套及替换轮胎需求量及预测



资料来源：wind，卓创资讯，中国橡胶工业年鉴，国海证券研究所

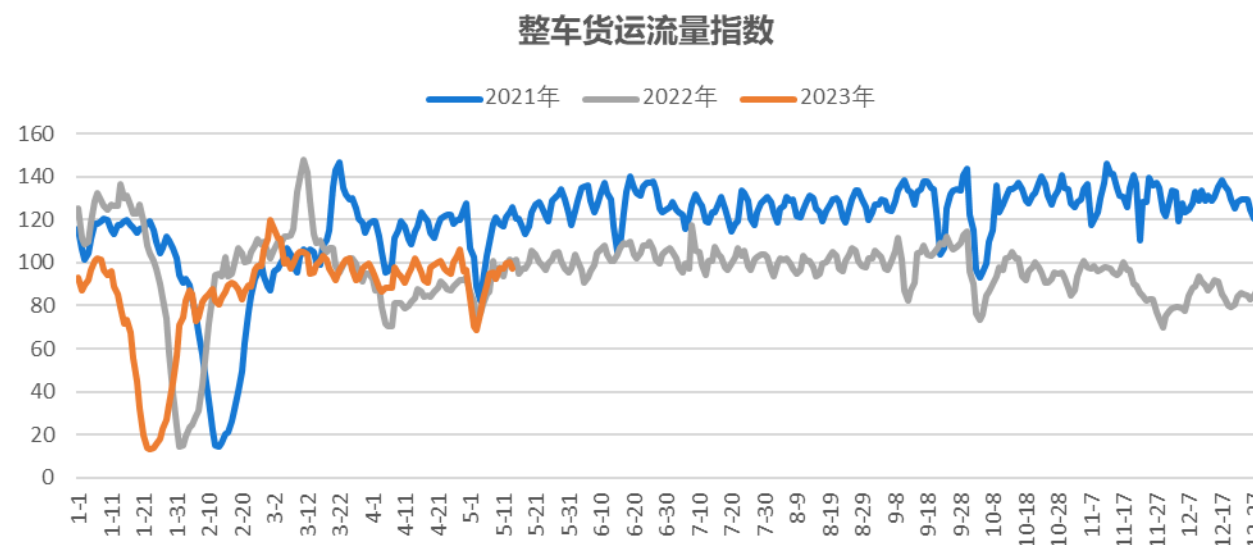
图表：我国全钢胎消费量及预测



资料来源：wind，卓创资讯，中国橡胶工业年鉴，国海证券研究所

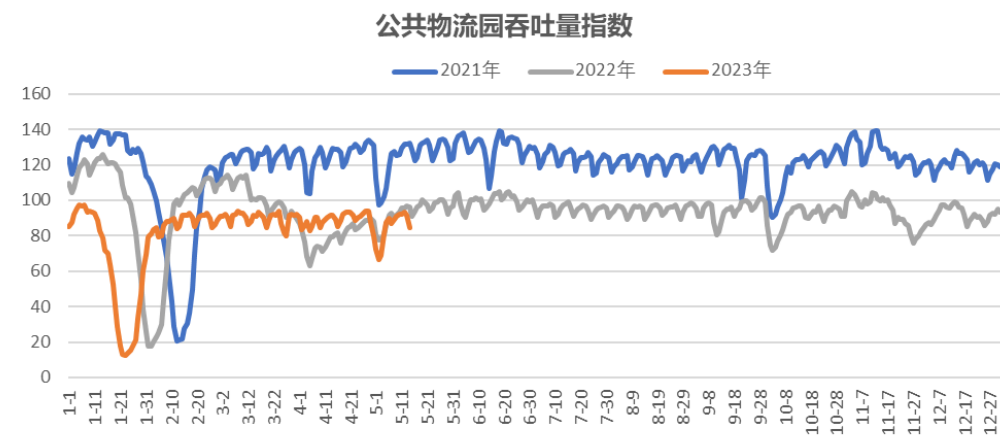
- 2023年以来，货运及快递行业保持平稳态势。2023年4月，整车货运流量指数均值为95.51，同比+12.71%，环比-5.31%；公共物流园吞吐量指数均值为89.20，同比+11.53%，环比-1.00%；主要快递企业分拨中心吞吐量指数均值为85.29，同比+14.89%，环比-0.93%。

图表：整车货运流量指数



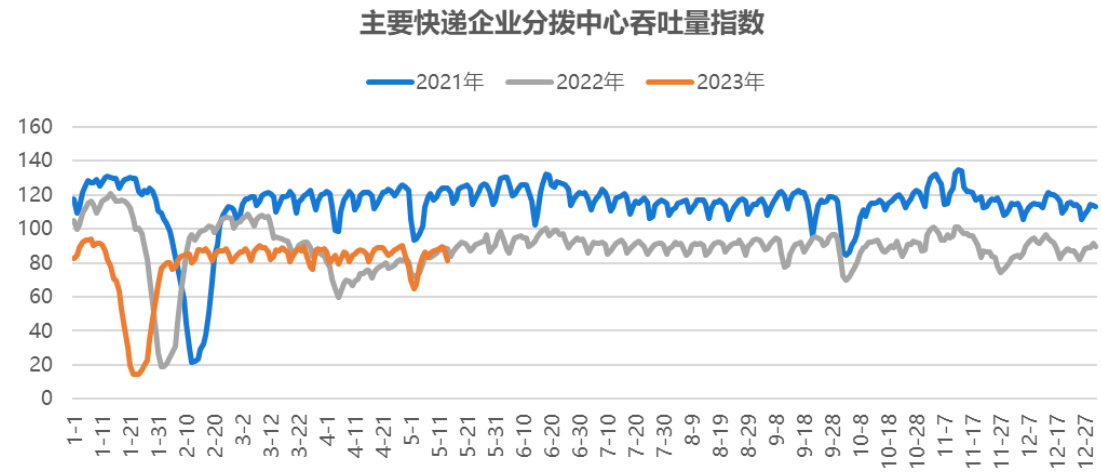
资料来源：G7，国海证券研究所

图表：公共物流园吞吐量指数



资料来源：G7，国海证券研究所

图表：主要快递企业分拨中心吞吐量指数



资料来源：G7，国海证券研究所

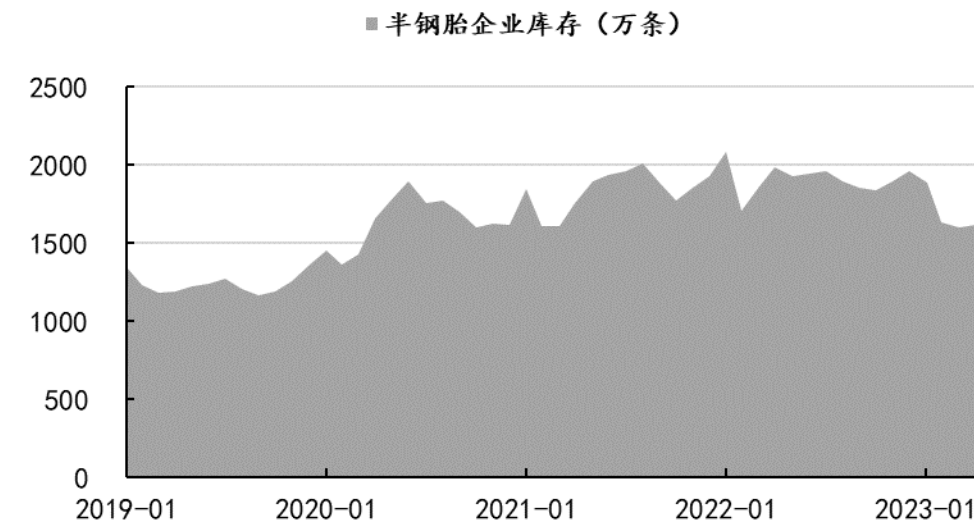
- ◆海外基地出口：运费降，销量起，毛利升
- ◆中国基地出口：运费降，需求起
- ◆国内全钢：成本降，需求起，毛利升
- ◆国内半钢：成本降，替换需求起，毛利升
- ◆投资建议及风险提示

- 我们认为国内市场半钢胎营收及毛利有望提升。
- 原材料价格大幅下降，并且新增产能较少，随疫情管控政策的放开，半钢胎开工率回升，使成本压力缓解。
- 随疫情管控政策的放开，出行需求有望复苏，2023年3月，我国客运量总计为7.06亿人，同比增长67.70%；公路客运量为3.61亿人，同比增长21.14%。
- 乘用车产销量有提升趋势，2023年4月，乘用车产量为177.77万辆，同比+78.54%；乘用车销量为181.11万辆，同比+87.65%。

2023年国内半钢胎库存减少，开工率明显提升

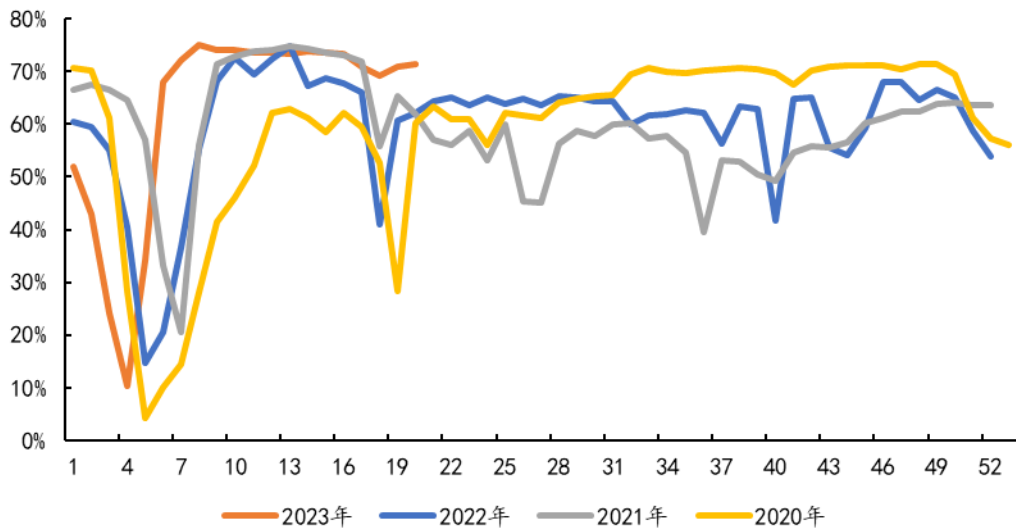
- 2022年，轮胎厂持续较高库存及疫情的干扰导致其开工率维持在偏低水平，半钢胎开工率稍好于全钢胎，整体在65%上下波动。
- 2023年，半钢胎库存呈现减少态势，截至4月30日，半钢胎企业库存为1619万条，环比降低1.44%，同比降低18.31%。截至2023年5月18日，山东省半钢胎开工率71%，维持较高水平。

图表：我国半钢轮胎企业库存



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：我国半钢轮胎周度开工率

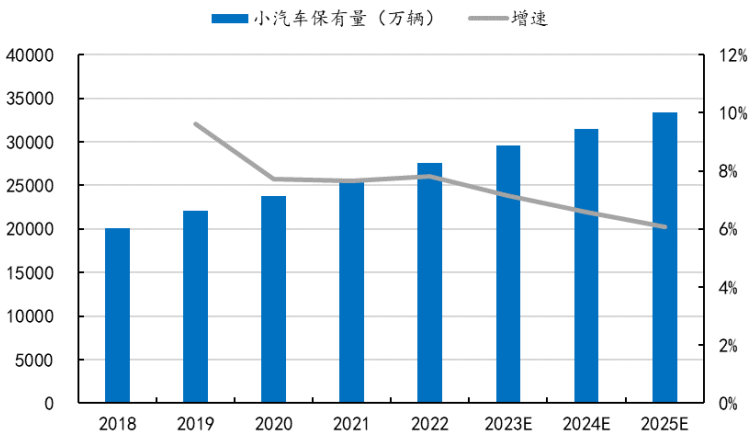


资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

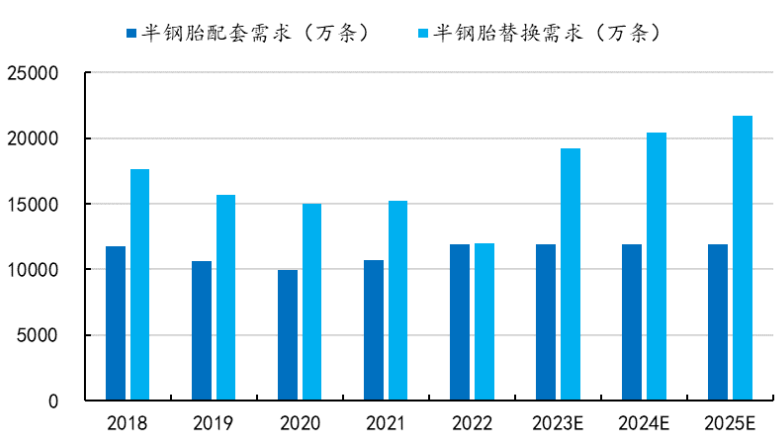
2023年国内半钢胎替换端需求有望恢复

- 2022年国内半钢胎消费量下滑，主要是由于替换需求受到压制，2021-2022年受疫情影响较为明显，随疫情管控政策的放开，出行需求逐渐复苏，预计2023年国内替换端需求有望逐步恢复。
- 据我们测算，2025年我国汽车保有量可达3.3亿辆，预计2022-2025年均增速6.60%。
- 据我们测算，2023-2025年我国半钢胎消费量分别为3.11/3.24/3.36亿条，同比分别增长30.30%/4.06%/3.85%。

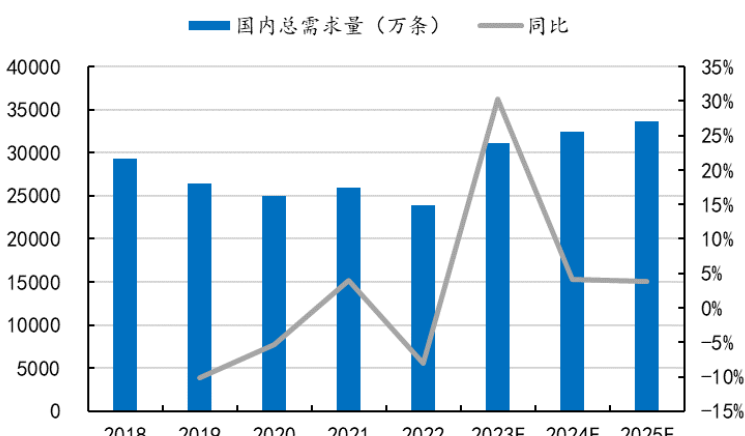
图表：我国小汽车保有量及预测



图表：我国半钢配套及替换轮胎需求量及预测



图表：我国半钢胎消费量及预测



资料来源：wind, 卓创资讯，中国橡胶工业年鉴，国海证券研究所

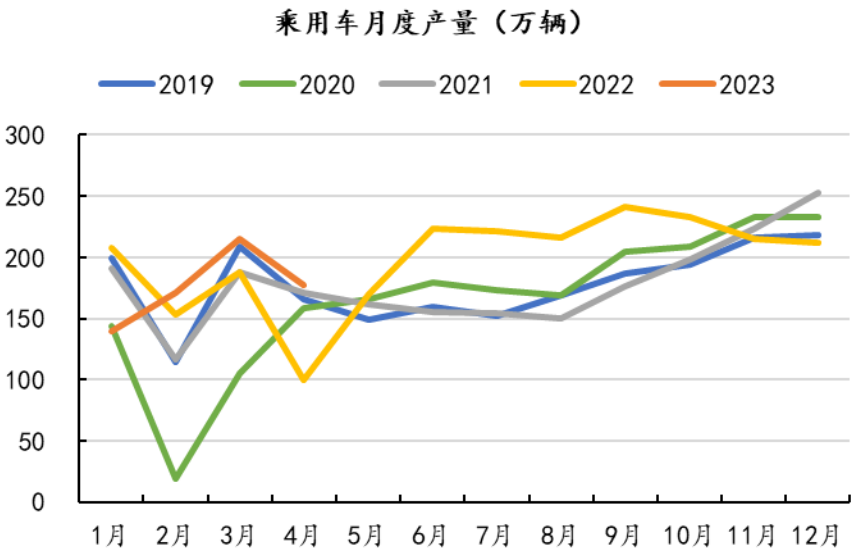
资料来源：wind, 卓创资讯，中国橡胶工业年鉴，国海证券研究所

资料来源：wind, 卓创资讯，中国橡胶工业年鉴，国海证券研究所

2023年4月国内乘用车产销量同比大幅上涨

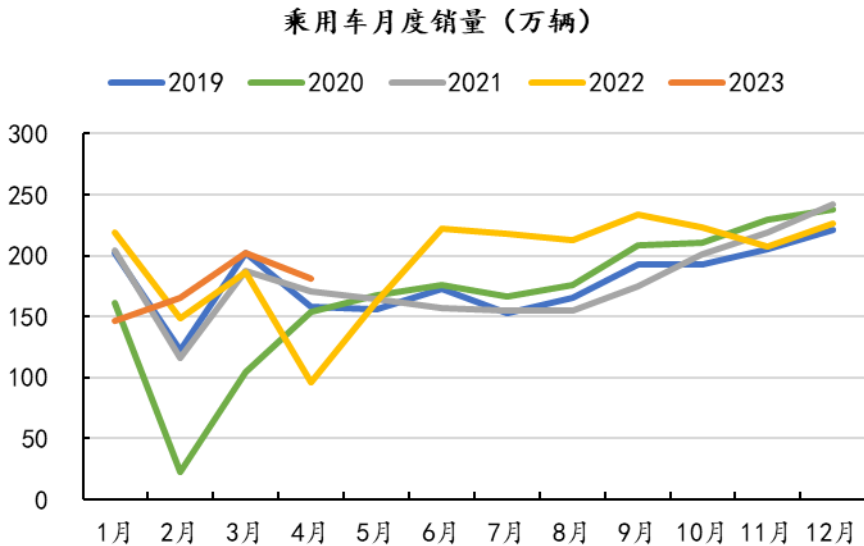
- 2022年，虽受到芯片短缺和疫情蔓延等因素的影响，但得益于购置税优惠和新能源快速增长，国内乘用车市场销量呈“U型反转，涨幅明显”特点。
- 2023年4月，乘用车产量为177.77万辆，同比+78.54%；乘用车销量为181.11万辆，同比+87.65%。

图表：我国乘用车月度产量



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：我国乘用车月度销量

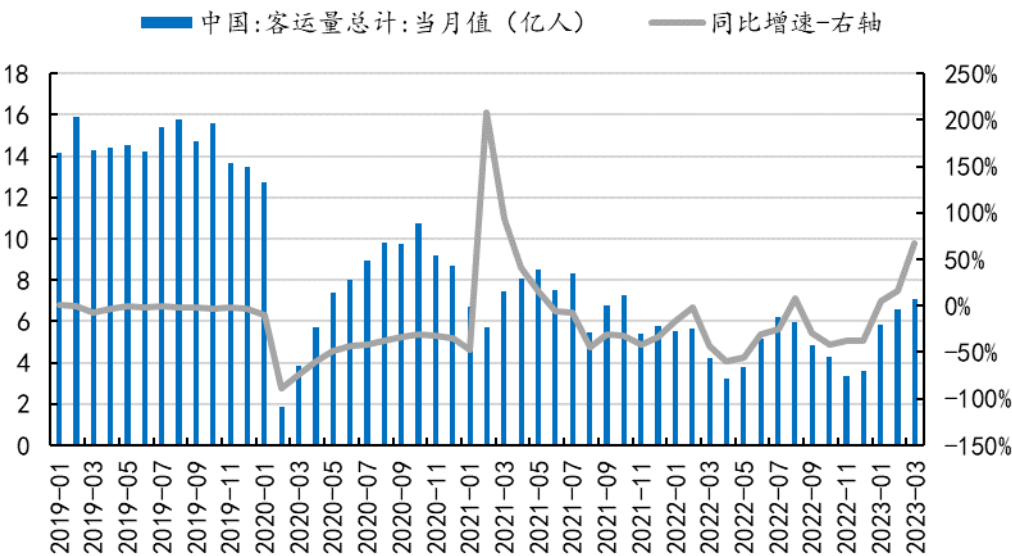


资料来源：Wind，国海证券研究所

防疫政策优化，出行需求有望复苏

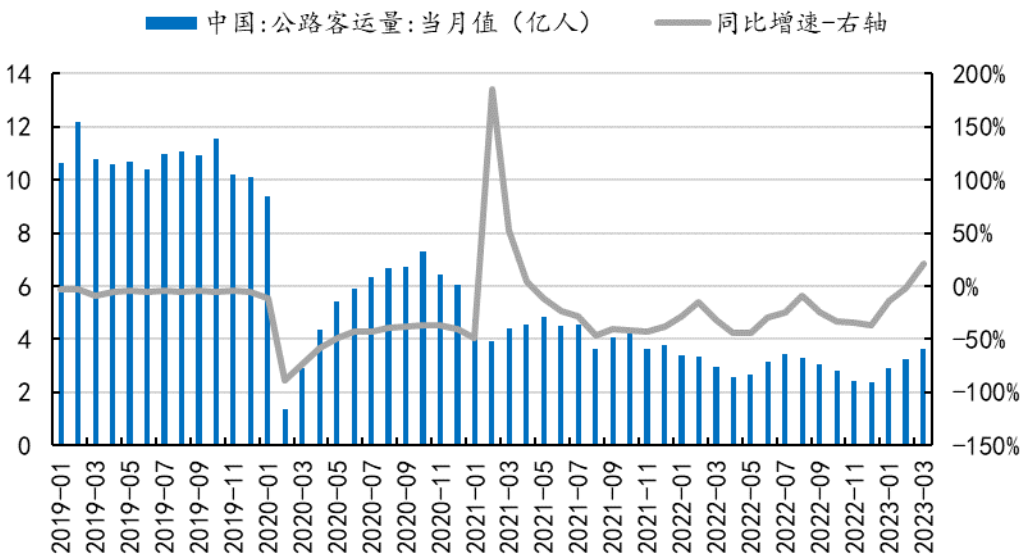
- 2022年，由于国内疫情的持续反复，我国客运量总计全年为55.84亿人，较2021年同比降低32.7%，减少约27.17亿人；其中，公路客运量为35.46亿人，较2021年同比降低30.3%，减少约15.4亿人。
- 随疫情管控放开，出行需求有望复苏，2023年3月，我国客运量总计为7.06亿人，同比增长67.70%；公路客运量为3.61亿人，同比增长21.14%。

图表：我国客运量总计及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表：我国公路客运量及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

◆海外基地出口：运费降，销量起，毛利升

◆中国基地出口：运费降，需求起

◆国内全钢：成本降，需求起，毛利升

◆国内半钢：成本降，替换需求起，毛利升

◆投资建议及风险提示

玲珑轮胎：国内需求恢复，公司业绩弹性大

- ❑ 玲珑轮胎率先在欧洲布局生产基地。公司研发费用位列国内轮胎上市企业首位，为高质量产品提供研发支持；2020年开始在国内开展新零售模式，赋能销售渠道；乘用车配套为国产轮胎龙头，高端车型持续突破；公司朝着成为全球一流轮胎企业的目标持续前进。
- ❑ 塞尔维亚基地全钢已经实现发货，2023年有望贡献部分利润增量。泰国基地海运费大幅下降。
- ❑ 国内五新一高产品拉升毛利率。公司提出“五新一高”战略，即“新定位、新产品、新质量、新服务、新价格、高回报”，并围绕“产品+服务+价值+品牌+店铺+流量”全面推动渠道赋能，本质是利用渠道突破高端市场，预计高端产品占比提升有望显著拉升国内零售端毛利率。
- ❑ 考虑国内需求修复不及预期，我们下调了2023-2025年的盈利预期，预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为15.23、20.33、26.37亿元，2023/2024/2025年对应PE为21、16、12倍，考虑到公司的产能规模和配套市场有较大优势，维持“买入”评级。
- ❑ 风险提示：配套市场毛利率修复不及预期；下游需求大幅下滑；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：玲珑轮胎盈利预测（2023.6.2更新）

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	17006	20627	24710	28218
增长率(%)	-8	21	20	14
归母净利润（百万元）	292	1523	2033	2637
增长率(%)	-63	422	33	30
摊薄每股收益（元）	0.20	1.03	1.38	1.79
ROE(%)	2	7	9	10
P/E	102.40	21.13	15.83	12.20
P/B	1.57	1.55	1.41	1.26
P/S	1.78	1.56	1.30	1.14
EV/EBITDA	24.61	14.67	12.18	10.26

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 国外方面，公司在稳步推进越南三期和柬埔寨半钢项目建设的同时，还在柬埔寨投资建设年产165万条全钢子午线轮胎项目；国内方面，公司规划建设青岛董家口“年产3000万套高性能子午胎与15万吨非公路轮胎”及“年产50万吨功能化新材料（一期 20 万吨）”项目。2023年1月，公司对青岛工厂非公路轮胎项目进行技术改造，改造完成后，该项目将全部生产49吋及以上规格的巨型非公路轮胎。
- 公司持续推进液体黄金轮胎业务，继2021年第四季度首次推出液体黄金轮胎卡客车系列产品后，2022年6月又在国内首发液体黄金轮胎乘用车系列产品，该产品针对国内市场，主打安全舒适、节能耐用、高端运动，并同步在天猫平台（店铺名“赛轮轮胎旗舰店”）上线销售。公司携最新的液体黄金技术和产品，前往欧洲、北美等地参加全球顶级行业展会，不断提升中国轮胎品牌的国际市场知名度和影响力。
- 预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为19.99、27.71和31.77亿元，对应PE为16、12、10倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：“液体黄金轮胎”推广不及预期；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：赛轮轮胎盈利预测（2023.6.2更新）

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21902	24971	30338	32413
增长率(%)	22	14	21	7
归母净利润（百万元）	1332	1999	2771	3177
增长率(%)	1	50	39	15
摊薄每股收益（元）	0.43	0.65	0.90	1.04
ROE(%)	11	14	16	16
P/E	22.77	16.09	11.61	10.12
P/B	2.51	2.26	1.89	1.59
P/S	1.40	1.29	1.06	0.99
EV/EBITDA	11.89	9.14	6.93	5.95

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 2022年，海运费和原材料高位，行业承压，在此背景下，公司生产轮胎2198.63万条，同比-2.02%；销售轮胎2263.25万条，同比+6.55%；实现营业收入62.92亿元，同比增长21.53%；归母净利润8.01亿元，同比增长6.30%。
- 公司泰国二期“森麒麟轮胎（泰国）有限公司年产600万条高性能半钢子午线轮胎及200万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目”已基本建成，预计2023年可大规模投产。同时公司正在加快推进“西班牙年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”及“森麒麟（摩洛哥）年产600万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”，项目建成后，将进一步提升公司的整体竞争能力和盈利能力。
- 预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为14.57、17.98、21.97亿元，对应PE为13、11、9倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：产能建设进度不及预期；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：森麒麟盈利预测（2023.6.2更新）

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6292	8145	10036	11712
增长率(%)	22	29	23	17
归母净利润（百万元）	801	1457	1798	2197
增长率(%)	6	82	23	22
摊薄每股收益（元）	1.23	2.24	2.77	3.38
ROE(%)	11	16	17	17
P/E	25.03	13.11	10.63	8.70
P/B	2.62	2.10	1.76	1.46
P/S	3.18	2.35	1.90	1.63
EV/EBITDA	15.94	8.12	6.52	5.20

资料来源：Wind，国海证券研究所

通用股份：短途工矿型轮胎龙头，打造“黑灯车间”



- 2022年，公司泰国工厂进入全面投产阶段，保持着产销两旺的势头，成为公司新的业绩增长点。
- 柬埔寨轮胎项目作为公司海外第二个生产基地，是RCEP生效后江苏省首个在RCEP成员国投资的超亿美元项目，于2022年1月27日正式奠基。通过克服各项不利因素，加快工程建设、设备调试和产品调试，柬埔寨基地于2023年3月18日首胎下线、正式投产，成为公司全球化布局新的里程碑，标志着公司海外双基地的全面起航，对满足海外客户需求，提升中国轮胎品牌在国际市场的核心竞争力具有重要意义。在行业率先研发了符合矿山运输特殊需求的短途工矿型轮胎，凭借产品使用寿命长、承载能力强、性价比较高的特点，迅速获得了市场和消费者的认可，使公司在成功引导市场消费的同时，也快速成长为该细分市场的龙头企业。
- 公司加快智能制造及数字化转型，是2022年度江苏省两化融合管理体系贯标示范企业。半钢胎工厂“黑灯车间”运营良好，并提炼工作经验予以内部其他工厂复制；120万套高性能全钢胎智能工厂按照“工业4.0”标准规划，基于工业互联网平台的基础上，通过PLM、MES、ERP高度协同的价值模型驱动的数字运营管理体系，并结合APS自动排产、能源管理平台及仿真技术应用,实现各业务系统的互联互通。
- 预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.92、5.37、6.75亿元，预计2023-2025年对应PE分别为20、11、9倍。
- 风险提示：下游需求大幅下滑；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：通用股份盈利预测（2023.6.2更新）

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4120	5815	6877	7270
增长率(%)	-3	41	18	6
归母净利润（百万元）	17	292	537	675
增长率(%)	46	1623	84	26
摊薄每股收益（元）	0.01	0.19	0.36	0.45
ROE(%)	0	6	10	11
P/E	370.00	20.20	10.99	8.75
P/B	1.11	1.23	1.10	0.98
P/S	1.16	1.02	0.86	0.81
EV/EBITDA	16.31	14.74	9.73	8.54

资料来源：Wind，国海证券研究所

- 布局东南亚产能。越南一期年产120万条载重子午线轮胎项目逐渐形成产能增量，经过产能测试于2022年6月未达到设计产能。
- 公司积极响应国家“双碳”战略，发展循环经济，实施年产5万吨炭黑项目。炭黑生产过程中产生的尾气用于燃烧锅炉，减少原煤消耗。炭黑项目投产后，公司2022年国内工厂原煤使用量较上年减少26809.40吨，目前尾气占锅炉用能的比例已接近45%。公司二期年产5万吨炭黑项目正在积极推进中，项目达成后，将进一步提高公司炭黑的自给率，并同步减少原煤的消耗。
- 公司通过构建差异化的产品结构，实现了商用轮胎主流市场的全覆盖。公司针对不同的顾客群体，开发不同价位、不同性能等多样化的产品，目前产品已覆盖卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、工业车辆轮胎、特种车辆轮胎五大领域共3000多个品种，以高品质、高性价比、高稳定性满足不同区域、不同层次、不同性质顾客群体差异化的需要，是国内商用轮胎规格品种较为齐全的轮胎制造企业之一。
- 根据wind一致预期，预计公司2023-2025年归母净利分别为6.44、8.47、9.74亿元，预计2023-2025年对应PE分别为9、7、6倍。
- 风险提示：海运费大幅上涨风险；产品价格大幅下跌；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；能源价格上升风险。

图表：盈利预测与估值（wind一致预期，2023.6.2更新）

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,439.86	10,235.00	11,783.00	13,301.33
增长率(%)	15.00	21.27	15.12	12.89
归母净利润（百万元）	428.79	643.50	847.00	974.00
增长率(%)	15.97	50.07	31.62	14.99
摊薄每股收益（元）	0.38	0.56	0.74	0.85
ROE(%)	6.93	9.05	10.60	10.93
P/E	14.53	9.40	7.14	6.21
P/B	0.88	0.85	0.76	0.69
BPS-每股净资产	5.43	6.18	6.92	7.68

资料来源：wind，国海证券研究所

投资评级：

考虑到行业景气度修复，维持轮胎行业“推荐”评级。

重点关注：玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟、通用股份、贵州轮胎等。

风险提示：

- ◆ 全球经济下滑：轮胎行业尤其是全钢胎，和宏观经济相关性较高，经济下滑可能造成行业需求下降
- ◆ 原材料价格大幅上涨：原材料价格有可能出现上涨的情况，会造成行业利润压缩
- ◆ 海运费价格大幅上涨：海运费价格上涨会提高海外经销商拿货成本，降低拿货积极性
- ◆ 国际贸易摩擦加剧：如美国或欧盟针对东南亚轮胎产能，提高双反关税，将会对中国轮胎出口造成负面影响
- ◆ 重点关注公司业绩不及预期：各公司订单和毛利率的实际恢复情况或导致业绩低于预期

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年半化工行业研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597