

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年06月12日

分析师

分析师：杨超 S1070512070001

☎ 0755-83663214

✉ ychao@cgws.com

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

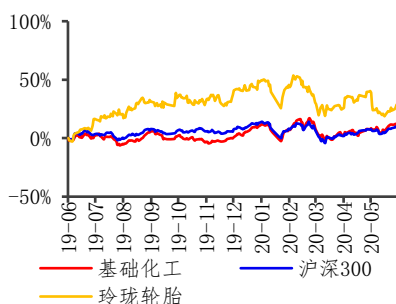
联系人（研究助理）：张玉龙

S1070119070024

☎ 021-31829730

✉ zhangyulong@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<美国再掀轮胎“双反”调查，国内轮胎头部企业或将加速战略调整>> 2020-05-19

<<柳暗花明：国内半钢胎存在重大发展机遇>> 2020-04-27

<<发力配套市场，迈向品牌竞争>>
2019-12-13

只争朝夕：民族轮胎企业有望抓住机遇

——风起青萍：轮胎行业大趋势专题报告（二）

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	20E	21E	20E	21E
玲珑轮胎	1.43	1.76	13.94	11.31
赛轮轮胎	0.53	0.62	7.30	6.21
青岛双星	0.04	0.08	111.21	54.78

资料来源：长城证券研究所

核心观点

引言：在此前一篇《柳暗花明：国内半钢胎存在重大发展机遇》的研究报告中，我们从总量视角分析了轮胎行业的发展趋势以及轮胎市场的供需格局。本文我们将重点从企业的角度出发，探讨民族轮胎企业的发展机遇以及成长空间。

■ **从外部环境角度：为什么我们说民族轮胎企业迎来崛起的重要机遇？**当今世界轮胎巨头企业往往诞生于汽车王国，轮胎企业的成功崛起通常与本国汽车产业水平有着密切联系。我们认为民族轮胎企业的崛起也与本土汽车产业的发展息息相关。其中：传统燃油车领域，我们认为，随着国产汽车对产品质量和品牌力的重视程度逐步提升以及 SUV 车型的快速发展，包括吉利、长城和红旗等自主品牌有望逐步崛起，为国内轮胎企业的发展创造机遇。新能源汽车领域，我们认为，同海外车企相比，国内车企在新能源领域与外资企业没有代差，这为自主品牌车崛起也提供了弯道超车的机会。另外，新能源车对成本控制要求较高，为国内具有高性价比优势的轮胎企业带来了与日系、欧系等外资车企配套合作的机会，优质民族轮胎企业有望借力新能源车市场机遇切入中高端车企品牌。

■ **从企业自身能力角度：为什么我们认为优秀的民族轮胎企业已具备崛起基础？**我们从民族轮胎企业技术水平、产能规模和品牌实力三个层面展开如下分析：

① **技术水平：国内轮胎龙头技术水平已不逊海外列强。**对于轮胎企业而言，产品质量是企业良好发展的第一要务。站在当下时点，我们认为优质的民族轮胎企业或通过自主研发或通过外资企业合作，当前轮胎产品的质量、稳定性以及技术水平上都不逊于海外列强。

② **产能规模：国内龙头持续扩张，规模效应持续凸显。**我们梳理了当今世界轮胎企业前八强的产能情况，发现世界轮胎巨头企业无一不具备规模优势。而近些年，包括玲珑轮胎、赛轮轮胎在内的多家国内优质轮胎企业的扩产势头同样十分强劲。另一方面，近期美国“双反”调查也会加速我国头部轮胎企业的全球化布局，从这个层面考虑，国内优质轮胎企业的扩产势头仍旧不减，民族轮胎龙头企业的规模效应有望持续增强。

③ **品牌实力：内资轮胎企业品牌力持续提升。**目前，国内一些优质轮胎龙头企业已经认识到了品牌力和配套市场的重要性。近年来，玲珑轮胎公司持续不断地进军乘用车配套市场，赛轮轮胎与西甲瓦伦西亚足球俱乐部正式签署了战略合作协议。我们认为伴随着民族轮胎企业在配套市场逐步发力，品牌价值逐步提升，未来国内优质轮胎企业有望脱颖而出。

■ **从行业客观数据角度：为什么说优秀的民族轮胎企业已经崭露崛起的迹象？**我们从销量增速、销售占比和可比公司市场地位三个层面进行分析：

① **销量增速层面。**过去五年，米其林轮胎和固特异轮胎的平均销量增速分别仅为 1.42% 和 -0.65%，但反观国内轮胎龙头玲珑轮胎和赛轮轮胎近五年的平均销量增速则分别为 10.19% 和 8.24%。总体而言，近五年，米其林和固特异轮胎销量增速基本停滞，而玲珑轮胎和赛轮轮胎销量增速保持良好。

② **销售占比层面。**过去十年，国内 Big-3 收入占比全球 Big-3 收入的比重从 8.12%（2009 年）逐步提升至 13.11%（2018 年），累计提升了近 5 个百分点，民族轮胎龙头企业与全球轮胎巨头的差距正在缩小。

③ **可比公司市场地位层面。**我们选取横滨、韩泰、玲珑、赛轮和中策五家中外代表性轮胎企业作为样本，以分析国内头部轮胎企业当前的市场地位。我们发现，样本范围内，自 2011 年以来，横滨+韩泰的收入占比持续下降，其收入份额从 66.4%（2011 年）逐步下降至 54.9%（2019 年），而玲珑+赛轮+中策的收入占比则从 33.6%（2011 年）逐步提升至 45.1%（2019 年）。总体而言，民族轮胎龙头企业在收入规模上已经同二线品牌横滨+韩泰不相上下。

从当前形势看，国内优质轮胎企业在轮胎销售数量、金额和市场地位上已同二线品牌轮胎不相上下，展望民族轮胎企业未来十年，我们认为像玲珑、赛轮等头部企业仍将持续发力，随着民族轮胎优质企业的品牌力和市场知名度持续提升，民族轮胎企业有望抓住市场机遇，持续提升国产轮胎市场竞争力。

■ **从企业市值角度：如果民族轮胎品牌成功崛起，为什么说民族轮胎企业市值存在巨大提升空间？**全球范围内，轮胎行业巨头普利司通和米其林的市值长期保持在 1000 亿人民币以上，这意味着轮胎行业具备孕育千亿市值大公司的能力。我们认为轮胎行业千亿市值公司的形成主要归因于以下三方面原因：1) 市场空间。轮胎行业市场空间非常大，企业不会触碰到天花板。2) 盈利能力。轮胎巨头具备雄厚的产能规模和优秀的盈利能力。3) 行业估值。轮胎行业，成熟期企业估值水平一般约为 10 倍，扩张期企业估值水平往往可以达到 20 倍以上。

目前包括玲珑轮胎、赛轮轮胎等在内的多家国内优质轮胎企业的扩产势头十分强劲，品牌力也在不断提升，从长逻辑角度看，国内优质轮胎企业发展有望呈现量价齐升的增长势头。未来存在比肩甚至超越米其林、普利司通的潜力，而目前国内轮胎企业市值，距离世界顶尖轮胎企业人有非常大的差距。我们认为，随着国内民族轮胎企业的崛起，市值存在巨大提升空间。

- **投资建议：**当前国内优质轮胎企业在产品质量、生产技术以及产能规模上已经不逊于国际轮胎行业巨头，我们看好国内轮胎企业的发展机遇。我们认为，随着国内优质轮胎企业在配套市场、品牌价值等方面逐步突破，未来市值存在巨大提升空间。重点推荐玲珑轮胎（601966）、赛轮轮胎（601058）、青岛双星（000599）。此外森麒麟和中策橡胶也是行业内非常优秀的轮胎企业，值得关注，但目前并未上市。三角轮胎（601163）、通用股份（601500）、风神股份（600469）等在内的其他国内优质轮胎企业也值得关注。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，轮胎销量及市场需求不及预期，民族轮胎企业市场开拓和品牌力提升不及预期，自主品牌车市场占有率提升效率不及预期等。

目录

1. 从外部环境角度：为什么我们说民族轮胎企业迎来崛起的重要机遇？	6
1.1 从燃油车角度：汽车自主品牌的快速发展为民族轮胎企业发展提供机遇	6
1.2 从新能源车角度：国内外车企处于同一起跑线，民族轮胎品牌具备一定竞争优势	9
2. 从企业自身能力角度：为什么我们认为优秀的民族轮胎企业已具备崛起基础？	10
2.1 技术层面：国内轮胎龙头技术水平已不逊海外列强	10
2.2 规模层面：国内龙头持续扩张，规模效应持续凸显	11
2.3 品牌层面：内资轮胎企业品牌力持续提升	13
3. 从行业客观数据角度：为什么说优秀的民族轮胎企业已经展现崛起的迹象？	13
3.1 过去五年，外资轮胎巨头销量增速基本停滞	14
3.2 过去十年，国内轮胎龙头与全球轮胎龙头收入差距持续缩小	14
3.3 优质的民族轮胎龙头企业已经跻身进入全球二线品牌的梯队	15
4. 从企业市值角度：为什么说民族轮胎企业市值存在巨大提升空间？	16
4.1 全球轮胎巨头可以达到千亿市值级别	16
4.2 民族轮胎企业市值存在巨大提升空间	17
5. 重点推荐企业	18
5.1 玲珑轮胎（601966）	18
5.2 赛轮轮胎（601058）	18
5.3 青岛双星（000599）	18
5.4 中策橡胶（未上市）	19
5.5 森麒麟（未上市）	19
6. 风险提示	20

图表目录

图 1:	世界轮胎前 8 强企业情况	6
图 2:	国内历年乘用车及自主品牌乘用车销量情况	7
图 3:	中国市场分车型类别销量占比	7
图 4:	国内历年 SUV 销量及同比增速	7
图 5:	自主品牌 SUV 销量及其在自主品牌的市场份额	7
图 6:	吉利汽车历年销量及市场占有率情况	7
图 7:	长城汽车历年销量及市场占有率情况	7
图 8:	国内自主品牌乘用车 2019 年销售前十 (万辆)	8
图 9:	国内外历年新能源车销量	9
图 10:	2019 年世界电动车销量 Top 10 企业	9
图 11:	双星集团收购锦湖轮胎	11
图 12:	赛轮轮胎同固铂轮胎签署战略合作协议	11
图 13:	玲珑轮胎持续发力配套市场	13
图 14:	赛轮轮胎品牌建设相关赛事活动	13
图 15:	中国轮胎龙头与世界轮胎巨头销量增速情况对比	14
图 16:	民族品牌轮胎与全球巨头差距正在缩小 (从金额出发)	15
图 17:	民族品牌轮胎与全球巨头差距正在缩小 (从金额出发)	15
图 18:	米其林公司历年净利润及同比增速情况	17
图 19:	普利司通公司历年净利润及同比增速情况	17
表 1:	今年以来豪华品牌车销量排行	8
表 2:	国内外轮胎产品性能对比 (2018 年)	10
表 3:	全球轮胎 CR8 企业产能	12
表 4:	玲珑轮胎公司产能分布情况	12
表 5:	国内外重点轮胎企业市值情况 (截至 2020 年 6 月 4 日)	16
表 6:	全球轮胎行业前八强市场占有率情况 (2018 年数据)	17
表 7:	A 股上市的主要轮胎企业市值情况	17
表 8:	A 股 8 家轮胎公司盈利及估值情况 (截至 2020.06.04)	20

1. 从外部环境角度：为什么我们说民族轮胎企业迎来崛起的重要机遇？

外资轮胎巨头往往诞生于汽车王国。一百多年的汽车发展史可以总结为：诞生于德国，成长于法国，成熟于美国，兴旺于欧洲，挑战于日本。轮胎作为汽车身上最重要的零部件之一，随着汽车行业的发展，也诞生了一批享誉全球的轮胎巨头。我们对目前世界轮胎前八强进行了梳理，包括 1 家法企（米其林），3 家日企（普利司通、横滨和住友），1 家德企（德国大陆），1 家美企（固特异），1 家意企（倍耐力）和 1 家韩企（韩泰）。可以看到，当今世界轮胎巨头企业往往诞生于汽车王国，一定程度上来说，我们可以认为轮胎企业的成功崛起通常与本国汽车产业水平有着密切联系。

图 1：世界轮胎前 8 强企业情况



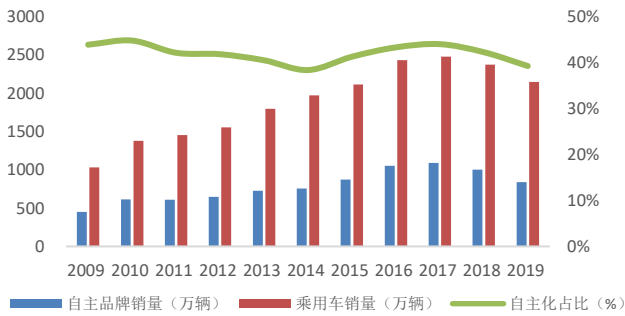
资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

言下之意，我们认为民族轮胎企业的发展壮大，除了胎企自身的努力之外，也少不了借力国内自主品牌车的发展。而本章节接下来的内容，我们将从燃油车市场和新能车市场两个角度展开讨论，重点阐述自主品牌汽车发展为民族轮胎企业崛起带来的机遇。

1.1 从燃油车角度：汽车自主品牌的快速发展为民族轮胎企业发展提供机遇

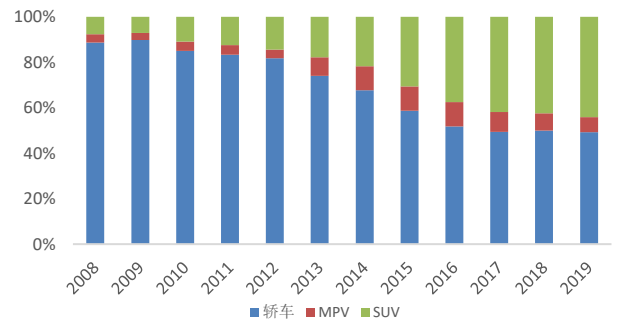
SUV 市场快速发展为自主品牌车带来了机遇。近 10 年来，我国自主品牌汽车的销量明显提升，2008 年我国自主品牌车销量仅为 158 万辆，而到 2019 年则达到了 840 万辆，年均复合增速达 16.4%。自主品牌车销量的快速增长除了近年来国产汽车研发力度持续加大，国产汽车品质已经得到了有效提升之外，有一个很重要的原因便是来自于 SUV 车型崛起所带来的市场红利。根据中汽协数据，2011 年我国 SUV 车型销量仅为 161.75 万辆，而到 2019 年 SUV 车型销量则增长至 936.2 万辆，年均复合增长率达到 24.5%，而 SUV 的市场份额也是由 2011 年的 11.16% 提升至 2019 年的 43.7%，同期我国自主品牌 SUV 车型销量也由 2011 年的 56.6 万辆增长至 2019 年的 492.5 万辆，市场份额也由 2011 年的 9.3% 提升至 2019 年的 58.5%，该数值高于 SUV 在国内全市场份额近 15 个百分点。由此可见，SUV 市场快速发展为自主品牌车带来了机遇。

图 2: 国内历年乘用车及自主品牌乘用车销量情况



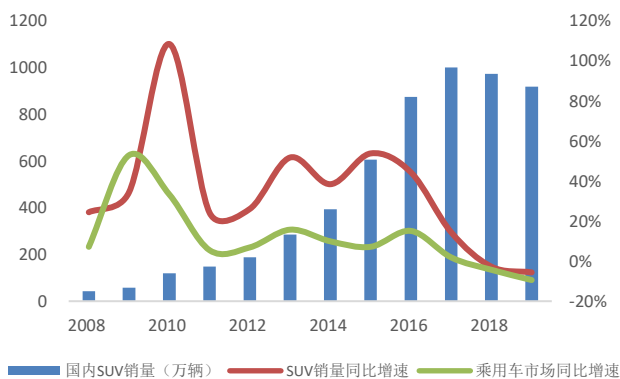
资料来源: 中国汽车工业协会, 长城证券研究所

图 3: 中国市场分车型类别销量占比



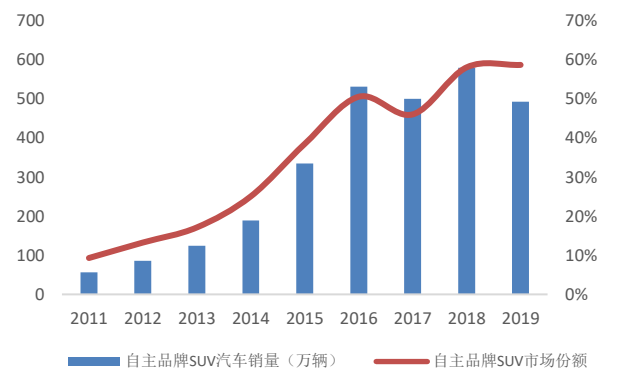
资料来源: 中国汽车工业协会, 长城证券研究所

图 4: 国内历年 SUV 销量及同比增速



资料来源: 中国汽车工业协会, 长城证券研究所

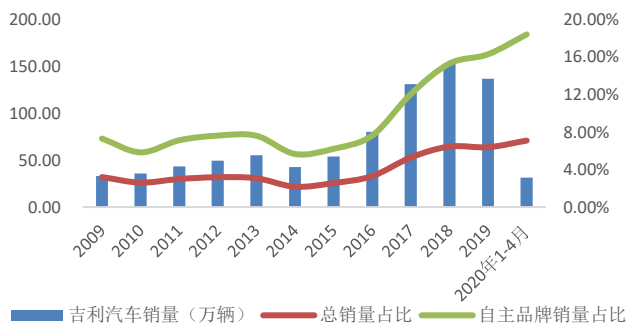
图 5: 自主品牌 SUV 销量及其在自主品牌的市场份额



资料来源: 中国汽车工业协会, 长城证券研究所

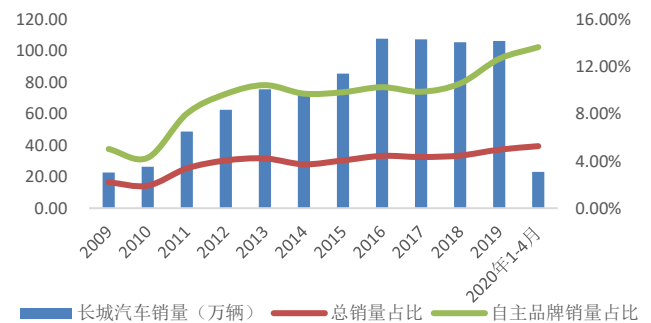
自主品牌汽车集中度提升, 龙头品牌地位正在确立。根据中国汽车工业协会数据, 2019 年国产品牌乘用车累计销量 839.9 万辆, 其中销量前十的车企累计销量为 772.1 万辆, 占自主品牌市场份额达 91.9%, 同比增加 2.7 pct, 头部集中化态势已经成型。其中以吉利汽车和主打 SUV 车型的长城汽车为代表的乘用车自主品牌, 2019 年的销量分别为 136.7 万辆和 91.1 万辆, 占国内乘用车总销量的比重分别为 6.38% 和 4.25%, 占自主品牌乘用车总销量的比重分别为 16.28% 和 10.85%。我们对吉利汽车和长城汽车过去 10 年的发展进行复盘, 发现两者无论是从总销量的比重上还是自主品牌销量的比重上看, 均呈现逐年上升态势, 由此可见, 国内汽车头部自主品牌地位正在确立。

图 6: 吉利汽车历年销量及市场占有率情况



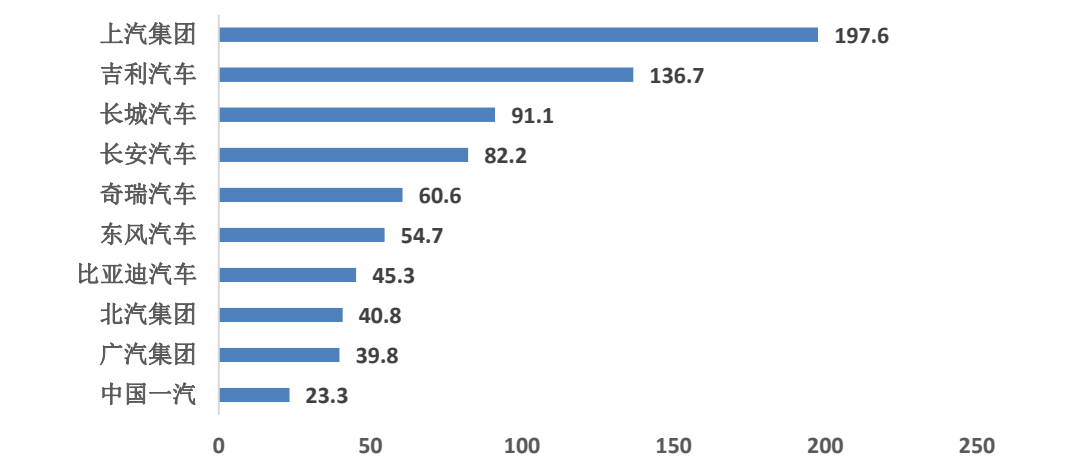
资料来源: 中国汽车工业协会, 长城证券研究所

图 7: 长城汽车历年销量及市场占有率情况



资料来源: 中国汽车工业协会, 长城证券研究所

图 8: 国内自主品牌乘用车 2019 年销售前十 (万辆)



资料来源: wind、中国汽车工业协会、长城证券研究所

红旗车已在豪华品牌车行列占得一席之地。除了前文所述的吉利和长城等自主品牌车的日渐崛起外，在豪华品牌车领域，同样拥有国产品牌车的身影。去年，在车市整体下行的大背景下，一汽红旗交出了 10 万台这一历史罕见的销量成绩。根据盖世汽车最新数据，今年 4 月豪华品牌销量排行榜中，一汽红旗轿车 4 月上险量达到 1.07 万台，同比增长 154.95%，凭借该销量数据，红旗跃升至豪华品牌月度销量排名的第七位，后发优势明显。作为豪华品牌，红旗推高端产品的节奏并没有停滞，据了解，红旗计划在 6 月份推出豪华 C 级车 H9，此外，红旗豪华大型 SUV HS9 预计也将在今年下半年上市。**站在当下时点，我们认为，红旗车已在豪华品牌车行列占得了一席之地。**

表 1: 今年以来豪华品牌车销量排行

排名	品牌	2020 年 4 月	2019 年 4 月	同比变化	2020 年 1-4 月
1	宝马(含 Mini)	70,028	61,968	13.01%	196,314
2	奔驰(含 Smart)	63,045	59,852	5.33%	200,408
3	奥迪	57,927	45,679	26.81%	172,829
4	雷克萨斯	22,693	18,189	24.76%	55,687
5	凯迪拉克	15,633	16,385	-4.59%	43,223
6	沃尔沃	15,320	12,134	26.26%	39,001
7	红旗	10,685	4,191	154.95%	32,077
8	捷豹路虎	7,001	7,324	-4.41%	20,641
9	特斯拉	4,634	2,685	72.59%	23,221
10	英菲尼迪	2,357	3,574	-33.36%	7,428

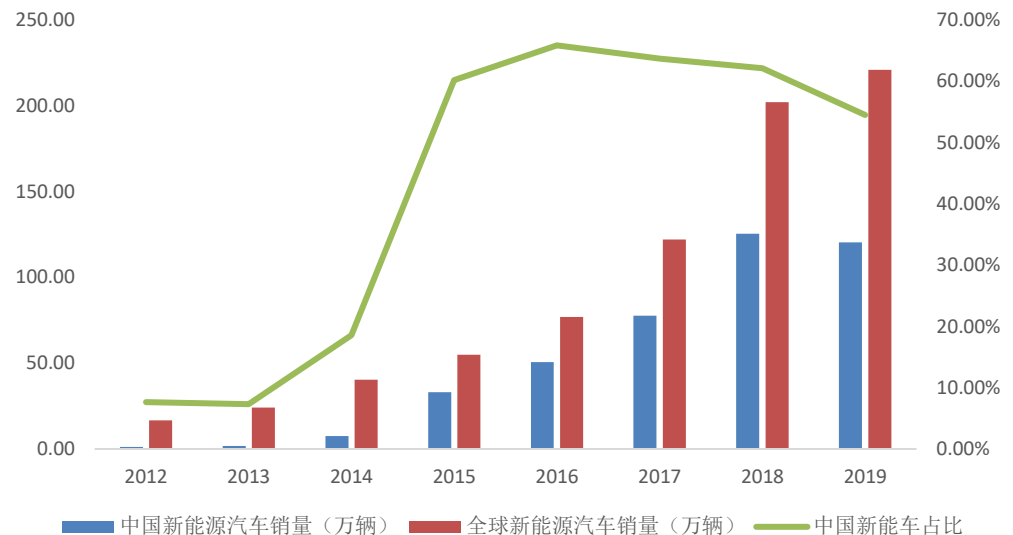
资料来源: 盖世汽车、长城证券研究所

民族轮胎企业有望借自主品牌车崛起之东风，逐步壮大。在我们此前《发力配套市场，迈向品牌竞争》的研究报告中，我们强调进军整车配套是提升轮胎企业品牌力的重要指标。在传统燃油车领域，受制于自主品牌汽车起步较晚等因素影响，国内轮胎企业在整车配套上存在劣势。但是我们认为，随着国产汽车对产品质量和品牌力的重视程度逐步提升以及 SUV 车型的快速发展，包括吉利、长城和红旗等自主品牌有望逐步崛起，为国内轮胎企业的发展创造机遇。

1.2 从新能源车角度：国内外车企处于同一起跑线，民族轮胎品牌具备一定竞争优势

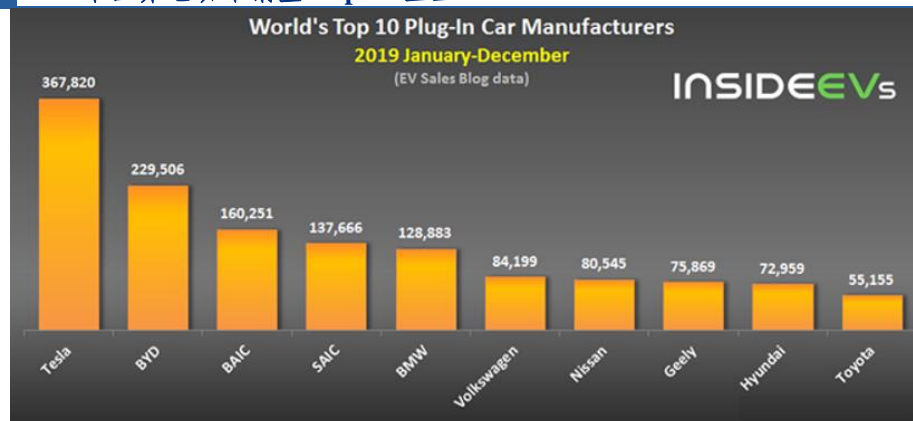
新能源车领域为自主品牌车崛起提供了弯道超车的机会。根据 EV sales 数据，2019 年全球新能源车共销售 221 万辆，同比增长 10%，我国新能源车销量达到 120.6 万辆，市占率达到 54.6%。根据 Insideevs 数据，2019 年全球新能源车销量排行榜中，国产品牌比亚迪，北汽，上汽和吉利均位列销量榜前 10 强，可以说无论是销量还是市场竞争格局，中国在新车领域都已占得市场先机。从赛道的角度看，我们认为，我国在新车领域的发展一方面自身具备完善的产业链布局，在产业配套能力方面已经抢占了先机；另一方面，同海外车企相比，国内车企在新车领域与外资没有代差，不存在像国内传统车领域起步晚的劣势。因而，对于新能源车这一新市场、新赛道而言，中国车企可以说与世界列强的较量中不落下风，新能源车领域为自主品牌车崛起也提供了弯道超车的机会。

图 9：国内外历年新能源车销量



资料来源：EV sales，长城证券研究所

图 10：2019 年世界电动车销量 Top 10 企业



资料来源：Insideevs，长城证券研究所

我们认为新能源车市场的发展为民族轮胎企业的发展提供了机遇，主要基于以下两个层面因素考虑：

- ① **国内新能源车品牌具备同外资品牌一决高下的资本，有助于提升民族轮胎企业品牌力。**如前文所述，对于新能源车这一新赛道而言，中国车企可以说与世界列强的较量中不落下风，这对于国内汽车行业品牌力的提升具备促进作用。而自主品牌新能源车的发展也将为国内轮胎企业带来更多整车配套合作的机会。我们认为随着自主品牌新能源车在全球市场知名度的逐步提升，也将有利于提升我国民族轮胎企业的品牌力。
- ② **新能源车对成本控制要求高，优质民族轮胎企业具备性价比优势。**受制于电池和原材料等成本因素制约，新能源汽车的生产成本一般要高于传统燃油车。因此，国内外车企也会考虑在不影响自身产品质量的基础上通过降低生产成本的方式来保障新能源车的销售和盈利能力。我们认为，新能源车对成本控制要求高这一特点，恰恰为国内具有高性价比优势的轮胎企业带来了与日系、欧系等外资车企配套合作的机会，优质民族轮胎企业有望借力新能源车市场机遇切入中高端车企品牌。

2. 从企业自身能力角度：为什么我们认为优秀的民族轮胎企业已具备崛起基础？

2.1 技术层面：国内轮胎龙头技术水平已不逊海外列强

玲珑轮胎产品综合性能同韩泰和优科豪马等国际准一线知名品牌旗鼓相当。根据国际权威测评机构芬兰测试世界《Test World》（注：芬兰 Test World 成立于 1991 年，擅长汽车及轮胎的测试，是世界知名的权威测试结构，在轮胎的专业测试领域具有领导地位。）2017 年出具的同一规格（轮胎规格：205/55R）全球不同品牌的轮胎测试报告，发现经过对不同品牌轮胎进行包括湿地制动距离、水滑测试等八项指标考核后，民族轮胎企业玲珑轮胎的平均打分达到 8.3 分，位列累计 17 个知名品牌中的第 7 名，轮胎综合性能同韩泰（韩国）和优科豪马（日本）等国际准一线知名品牌相当。

表 2：国内外轮胎产品性能对比（2018 年）

品牌		马牌 德国	米其林 法国	普利司通 日本	倍耐力 意大利	固特异 美国	玲珑 中国	邓禄普 英国	韩泰 韩国
湿地制动距离（15%）	制动距离（m）	31.8	29.5	30.7	32.0	33.4	31.0	33.6	31.6
水滑测试（15%）	速度（km/h）	72.9	67.7	79.7	71.7	75.1	71.7	73.4	68.1
干地制动抓地力（15%）	制动距离（m）	34.9	33.5	35.8	36.0	37.0	37.3	35.7	35.0
噪音（10%）	得分	61.4	62.3	61.8	62.1	61.8	61.9	62.9	61.7
湿地动态抓地力（15%）	绕圈时间（s）	28.8	28.0	28.7	28.3	28.9	28.6	29.4	29.3
湿地驾驶性能（10%）	得分	9	9	8	9	8	9	7	8
干地驾驶性能（10%）	得分	10	8	8	8	8	7	9	8
滚动阻力（10%）	油耗增加（%）	1.1%	2.4%	2.3%	0.0%	1.0%	2.4%	1.1%	3.1%
总评（100%）	得分	9.1	8.9	8.8	8.7	8.5	8.3	8.3	8.3

资料来源：《Test World》，长城证券研究所

赛轮携手固铂，双星收购锦湖，民族轮胎企业技术实力有望持续提升。除了玲珑轮胎企业在产品质量上已经媲美世界轮胎一线品牌之外，国内还有其他优秀轮胎企业通过收购外资品牌或与外资知名轮胎企业展开合作以提升自身的产品技术。2018 年，双星集团以 39 亿人民币收购韩国锦湖轮胎 45% 股权，正式成为其控股股东，双星对锦湖轮胎的收购有利于提升双星轮胎的综合技术实力。此外，赛轮轮胎也于 2018 年同美国固铂轮胎签署了战略合作协议，并且双方还在 2019 年利用各自优势资源在越南成立了合资公司。我们认为，赛轮轮胎和双星有望依托外资轮胎企业的先进的设计理念，进一步提升自身的技术实力。

图 11: 双星集团收购锦湖轮胎



资料来源：轮胎世界、长城证券研究所

图 12: 赛轮轮胎同固铂轮胎签署战略合作协议



资料来源：轮胎商业网、长城证券研究所

对于轮胎企业而言，产品质量是企业良好发展的第一要务。站在当下时点，我们认为优质的民族轮胎企业或通过自主研发或通过与外资企业合作，当前轮胎产品的质量、稳定性以及技术水平上都不逊于海外列强。

2.2 规模层面：国内龙头持续扩张，规模效应持续凸显

外资轮胎巨头皆具备规模优势，国内优质轮胎龙头企业扩产势头同样强劲。我们梳理了当今世界轮胎企业前八强的产能情况，发现世界轮胎巨头企业无一不具备规模优势。举例来说，世界 Big-3 轮胎企业（米其林、普利司通和固特异）拥有的轮胎年产能均在 2 亿条左右。而近些年，包括玲珑轮胎、赛轮轮胎在内的多家国内优质轮胎企业的扩产势头同样十分强劲，我们以玲珑轮胎为例，截至 2020 年 6 月，玲珑轮胎在国内已拥有招远、德州、广西、湖北四大生产基地，在海外拥有泰国生产基地，当前实际达产产能累计 7660 万条/年，包括 6500 万条/年半钢胎，1060 万条/年全钢胎以及 100 万条/年斜交胎。远期来看，未来随着公司欧洲塞尔维亚基地（1200 万条/年半钢胎，160 万条/年全钢胎）和长春基地（1200 万条/年半钢胎，200 万条/年全钢胎）的有序投产，公司将拥有 1.11 亿条/年半钢胎、1690 万条/年全钢胎以及 100 万条/年斜交胎产能，届时公司在成为国内首家产能破亿条的轮胎生产企业的同时，累计轮胎产能也将跃升至全球前五。

表 3: 全球轮胎 CR8 企业产能

企业名称	国家	全球总产能（亿条/年）
普利司通	日本	2.29
米其林	法国	1.93
固特异	美国	1.8
大陆	德国	1.44
倍耐力	意大利	0.89
韩泰	韩国	0.85
住友	日本	0.84
优科豪马	英国	0.74

资料来源：公司官网、橡胶科技、长城证券研究所

表 4: 玲珑轮胎公司产能分布情况

主要厂区或项目	项目	规划设计产能	实际达产产能	在建产能预计完工时间
招远玲珑	半钢	3000 万条/年	3000 万条/年	
	全钢	510 万条/年	510 万条/年	
	斜交	100 万条/年	100 万条/年	
德州玲珑	半钢	1000 万条/年	600 万条/年	
	全钢	200 万条/年	220 万条/年	
广西玲珑一期	半钢	1000 万条/年	1000 万条/年	
	全钢	100 万条/年	30 万条/年	
广西玲珑二期	半钢	1000 万条/年	0	预计 2021 年半钢投产
	全钢	100 万条/年	0	
泰国玲珑	半钢	1500 万条/年	1500 万条/年	
	全钢	180 万条/年	200 万条/年	
荆门玲珑	半钢	1200 万条/年	400 万条/年	
	全钢	240 万条/年	100 万条/年	
塞尔维亚基地	半钢	1200 万条/年	0	预计 2025 年完工
	全钢	160 万条/年	0	
长春基地	半钢	1200 万条/年	0	预计 2025 年完工
	全钢	200 万条/年	0	
累计产能	半钢	1.11 亿条/年	6500 万条/年	
	全钢	1690 万条/年	1060 万条/年	
	斜交	100 万条/年	100 万条/年	

资料来源：公司公告，长城证券研究所

“双反”调查或加速头部轮胎企业全球化布局，民族轮胎龙头的规模效应有望持续增强。

另一方面，今年 5 月，美国钢铁工人联合会（USW）向美国商务部和美国国际贸易委员会（ITC）提出申请，要求对来自韩国、泰国及中国台湾地区的乘用车和轻卡车轮胎产品（以下称“被调查产品”）启动反倾销调查，对来自越南的被调查产品启动反倾销和反补贴调查。倘若“双反”最终实施，或许会在一定程度上影响我国轮胎企业出口至美国的路径。我们在《美国再掀轮胎“双反”调查，国内轮胎头部企业或将加速战略调整》的研究报告中指出，本次美国的“双反”调查也会加速我国头部轮胎企业的全球化布局，

尤其是加速在欧洲，北美布局，而非仅仅在周边国家布局。从这个层面考虑，国内优质轮胎企业的扩产势头仍旧不减，民族轮胎龙头企业的规模效应有望持续增强。

2.3 品牌层面：内资轮胎企业品牌力持续提升

未来国内优质轮胎企业有望逐步脱颖而出。目前，国内一些优质轮胎龙头企业已经认识到了品牌力和配套市场的重要性。近年来，玲珑轮胎公司持续不断地进军乘用车配套市场，根据供公司 2019 年年报，公司目前已经实现给大众捷达主胎批量供货、福特福瑞斯主胎量产、成功配套雷诺电动车 BBG，进入广汽传祺、三菱等主机厂的配套体系，并成为比亚迪最重要的轮胎供应商之一。此外，玲珑轮胎也积极参与体育赛事活动，2018 年牵手顶级足球俱乐部——尤文图斯，成为其顶级合作伙伴。

赛轮轮胎自 2017 年起，连续三年入围世界品牌实验室“中国最具价值品牌”，品牌价值由 2017 年的 218.82 亿元飞速增长至 402.85 亿元，入围“亚洲品牌 500 强”。此外，2019 年 7 月 17 日，赛轮轮胎还与西甲瓦伦西亚足球俱乐部正式签署了战略合作协议，自 2019/2020 赛季起，赛轮轮胎成为瓦伦西亚全球官方合作伙伴，与瓦伦西亚足球俱乐部一起征战西甲、欧洲等赛事，公司的品牌影响力有望进一步提升。

除此之外，国内其它优秀轮胎企业，包括中策橡胶、青岛双星、森麒麟、风神股份等近些年也都加大了品牌推广的力度，包括积极参与体育赛事等方式来提升品牌影响力。

我们看好国内轮胎企业的发展，认为伴随着民族轮胎企业在配套市场逐步发力，品牌价值逐步提升，未来国内优质轮胎企业有望脱颖而出。

图 13：玲珑轮胎持续发力配套市场



资料来源：玲珑轮胎公司公告、长城证券研究所

图 14：赛轮轮胎品牌建设相关赛事活动



资料来源：赛轮轮胎公司公告、长城证券研究所

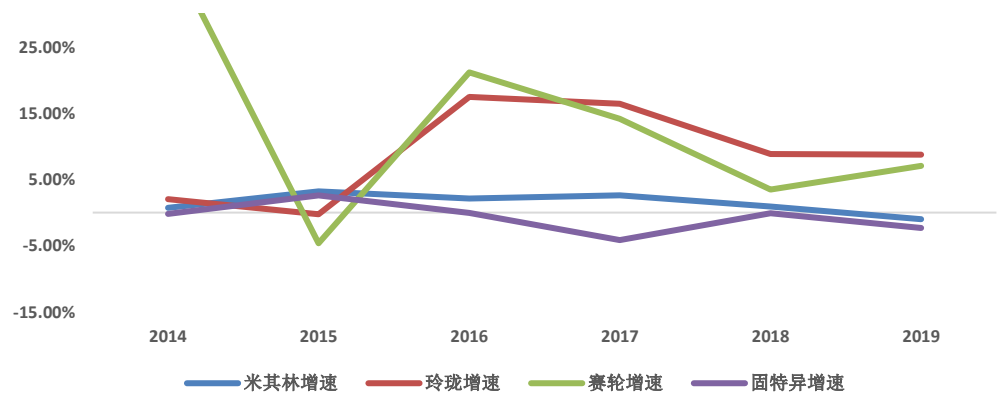
3. 从行业客观数据角度：为什么说优秀的民族轮胎企业已经展现崛起的迹象？

在此前《柳暗花明：国内半钢胎存在重大机遇》的研究报告中，我们对国内半钢胎内资品牌和外资品牌销售数量进行分析，发现当前国内半钢胎自主化率不足 35%。如果从销售金额出发，内资品牌轮胎市场占有率则仅为 25% 左右，国内半钢胎市场自主化率提升空间巨大。基于前文描述，我们认为民族轮胎企业已经具备崛起的基础和机会，而在接下来的阐述中，我们将从企业的销售数量和销售金额的角度出发，以分析过去五到十年，优质民族轮胎企业的行业地位变化情况，以此来说明为什么优秀的民族轮胎企业有望抓住国内轮胎市场的发展机遇。

3.1 过去五年，外资轮胎巨头销量增速基本停滞

我们选取海外轮胎巨头米其林、固特异历年销量增速（注：普利司通由于轮胎销量数据并未公开，因而未被列入对比范围）同国内轮胎龙头企业玲珑轮胎和赛轮轮胎历年销量增速进行比较。可以看到，过去五年，米其林轮胎和固特异轮胎的平均销量增速分别仅为 1.42% 和 -0.65%，但反观国内轮胎龙头玲珑轮胎和赛轮轮胎近五年的平均销量增速则分别为 10.19% 和 8.24%。总体而言，近五年，米其林和固特异轮胎销量增速基本停滞，而玲珑轮胎和赛轮轮胎销量增速保持良好。

图 15：中国轮胎龙头与世界轮胎巨头销量增速情况对比

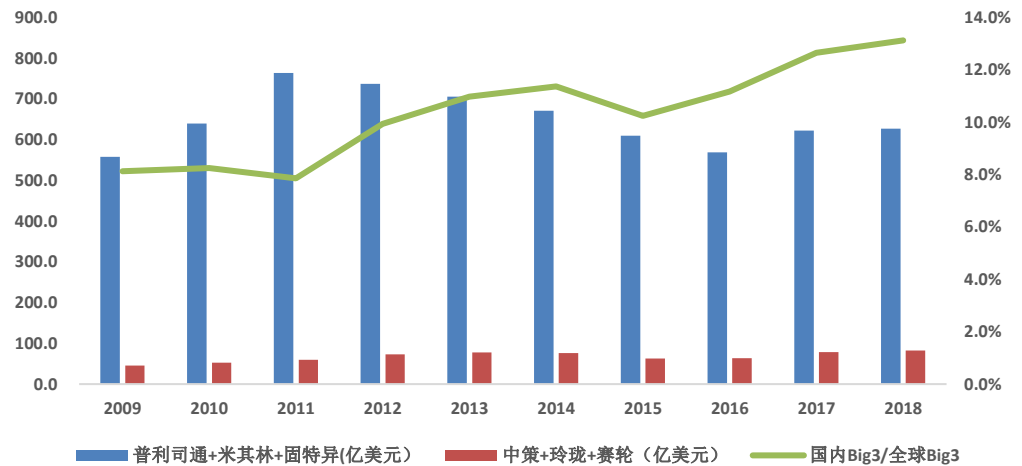


资料来源：各公司历年财报、长城证券研究所

3.2 过去十年，国内轮胎龙头与全球轮胎龙头收入差距持续缩小

我们对过去十年美国《轮胎商业》发布的全球轮胎 75 强排行榜数据进行整理，选取全球 Big-3（米其林、普利司通和固特异）和国内 Big-3 轮胎企业（玲珑轮胎、赛轮轮胎和中策橡胶）过去十年的销售金额进行比较分析。发现 2009-2018 年间，国内 Big-3 轮胎企业收入端合计的复合增速为 6.84%，而全球 Big-3 过去十年收入端合计的复合增速仅为 1.30%，收入增速趋势同前文分析的销量复合增速趋势基本一致。而从销售占比角度分析，可以看到，过去十年，国内 Big-3 收入占比全球 Big-3 收入的比重从 8.12%（2009 年）逐步提升至 13.11%（2018 年），累计提升了近 5 个百分点。总体而言，民族轮胎龙头企业与全球轮胎巨头的差距正在缩小。

图 16: 民族品牌轮胎与全球巨头差距正在缩小（从金额出发）

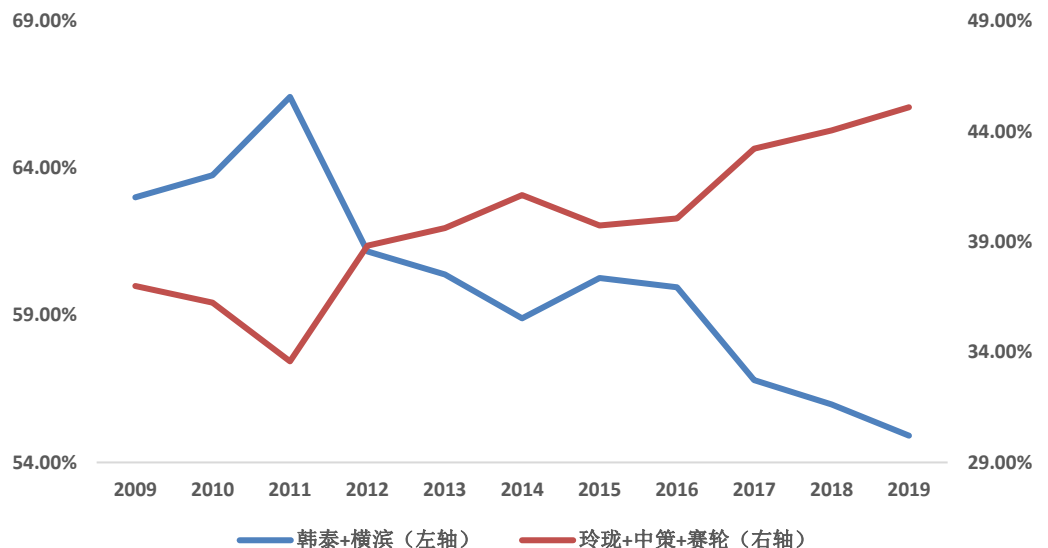


资料来源：轮胎商业，长城证券研究所

3.3 优质的民族轮胎龙头企业已经跻身进入全球二线品牌的梯队

一直以来，大家都习惯性地在中国轮胎品牌定位为三线的价值品牌，而将包括横滨、韩泰等在内的其他非 Big-3 轮胎企业定位为二线的中高端品牌。为了进一步探寻当前国内轮胎龙头企业的市场地位情况，我们选取横滨、韩泰、玲珑、赛轮和中策五家中外代表性轮胎企业作为样本，以分析国内头部轮胎企业当前的市场地位。我们发现，样本范围内，自 2011 年以来，横滨+韩泰的收入占比持续下降，其收入份额从 66.4%（2011 年）逐步下降至 54.9%（2019 年），而玲珑+赛轮+中策的收入占比则从 33.6%（2011 年）逐步提升至 45.1%（2019 年）。如果单纯地从 2019 年这一年的数据来看，可以看到玲珑+赛轮+中策在收入规模上已经同横滨+韩泰不相上下。基于上述数据，我们认为，国内优质的轮胎龙头企业已经跻身进入全球二线品牌的梯队。

图 17: 民族品牌轮胎与全球巨头差距正在缩小（从金额出发）



资料来源：轮胎商业，各公司财报，长城证券研究所

从当前局势看，我们认为优质民族轮胎企业在收入规模上已经同国际轮胎二线品牌韩泰、横滨不相上下。展望国内轮胎未来十年，玲珑、赛轮等头部民族轮胎企业仍将持续发力，随着头部企业的品牌力和市场知名度持续提升，优秀的民族轮胎企业有望抓住市场机遇，提升国产轮胎市场竞争力。

4. 从企业市值角度：为什么说民族轮胎企业市值存在巨大提升空间？

4.1 全球轮胎巨头可以达到千亿市值级别

我们对国内外几家轮胎巨头企业市值情况进行梳理，可以看到，全球范围内，轮胎行业巨头普利司通和米其林的市值长期保持在 1000 亿人民币以上，这意味着轮胎行业具备孕育千亿市值大公司的能力。关于轮胎行业而千亿市值企业形成要素，我们主要从市场空间、盈利能力以及估值水平三个角度展开分析：

- ① 从市场空间角度，轮胎行业市场空间非常大，企业短期不会触碰到天花板。在我们《柳暗花明：国内半钢胎存在重大机遇》的研究报告中我们指出，全球每年大约需要 18 亿条以上的轮胎消耗，每年的市场空间高达 1500-1600 亿美元。我们看到即使是像米其林和普利司通这样的全球轮胎巨头企业，其全球范围内的市场占有率也仅仅只有 14% 左右，因此，从市场空间角度，轮胎行业市场空间非常大，企业短期不会触碰到天花板。
- ② 从盈利能力角度，轮胎巨头企业具备优秀的规模实力和盈利能力。除了前文所提及普利司通和米其林两家企业都拥有近 2 亿条轮胎产能的规模优势外，我们通过对普利司通和米其林两家企业历年财务报告进行分析，发现上述两家企业的净利润水平也长期保持在 100 亿人民币以上，这意味着从盈利角度看，全球轮胎巨头企业往往也具备强劲的盈利能力。
- ③ 从行业估值角度，成熟期企业估值水平约为 10 倍，扩张期估值水平往往可以达到 20 倍以上。以 2019 年净利润对普利司通和米其林估值进行计算，普利司通和米其林当前的估值水平大约在 10 倍左右，而如果以普利司通在 2007 年以前扩张期时的估值水平进行分析，普利司通的估值水平往往在 20-25 倍。

表 5：国内外重点轮胎企业市值情况（截至 2020 年 6 月 4 日）

品牌	市值（亿人民币）	估值（基于 2019 年净利润计算）
普利司通	1698	9.1
米其林	1419	10.4
倍耐力	568	16.6
玲珑轮胎	239	14.3
赛轮轮胎	105	8.8

资料来源：wind、长城证券研究所

图 18: 米其林公司历年净利润及同比增速情况



资料来源: 米其林官网, 长城证券研究所

图 19: 普利司通公司历年净利润及同比增速情况



资料来源: 普利司通官网, 长城证券研究所

表 6: 全球轮胎行业前八强市场占有率情况 (2018 年数据)

轮胎企业	销售金额 (亿美元)	全球市场占有率
普利司通	249.82	14.82%
米其林	232.75	13.80%
固特异	143.92	8.54%
大陆	117.57	6.97%
住友	69.62	4.13%
倍耐力	61.256	3.63%
韩泰	58.1	3.45%
横滨	47.46	2.81%

资料来源: 轮胎世界, -长城证券研究所

4.2 民族轮胎企业市值存在巨大提升空间

国内轮胎上市企业市值普遍偏小。我们在本文第 3 章阐述了目前包括玲珑轮胎、赛轮轮胎等在内的多家国内优质轮胎企业的扩产势头十分强劲, 品牌力也在不断提升, 从长逻辑角度看, 国内优质轮胎企业发展有望呈现量价齐升的增长势头。但是从市值角度看, 目前 A 股上市的轮胎企业的市值普遍偏低, 其中最大的玲珑轮胎的市值也不过只有不到 240 亿人民币, 而青岛双星、贵州轮胎和风神股份的市值更是只有不到 40 亿人民币。

表 7: A 股上市的主要轮胎企业市值情况

轮胎企业	市值 (人民币)
玲珑轮胎	239.28
赛轮轮胎	104.50
三角轮胎	106.48
通用股份	52.77
S 佳通	45.32
青岛双星	36.70
贵州轮胎	32.54
风神股份	26.55

资料来源: wind, -长城证券研究所

我们认为，伴随着民族轮胎的崛起，民族轮胎企业有望诞生比肩甚至超越米其林、普利司通级别的企业。而目前国内轮胎企业在市值上距离世界顶尖轮胎企业仍有非常大的差距。我们看好国内轮胎企业的发展，认为随着民族品牌轮胎企业的崛起，市值存在巨大提升空间。

5. 重点推荐企业

5.1 玲珑轮胎（601966）

玲珑轮胎是国内轮胎行业龙头，与国内同行相比，在配套市场具备优势，从配套车型的品牌来看，公司从上市初期的主要配套国产车系，逐步实现了与大众、福特等多家合资品牌建立合作供应关系。今年2月13日公司通过官方微信公众号发布，玲珑轮胎通过了德国曼恩（MAN）商用车股份有限公司进行的现场审核，成功进入世界一流商用车配套体系。另一方面，公司与国产车企的合作亦在不断深入，玲珑轮胎的市场知名度有望不断提升。我们看好公司的长期发展，我们认为随着公司在配套市场逐步发力，公司品牌力有望不断提升，公司有望率先实现大宗工业品向耐用消费品模式的转变，公司的成长能力有望逐步提升。预计公司2020-2022年，实现营收192.53亿、217.23亿、241.19亿，同比增长12.2%、12.8%、11.0%；实现归母净利润17.16亿、21.16亿、26.00亿，同比增长2.9%、23.3%、22.9%，对应PE 13.94X、11.31X、9.20X，维持“强烈推荐”评级。

5.2 赛轮轮胎（601058）

公司成立于2002年，是A股首家民营轮胎上市企业。根据轮胎世界最新发布的世界轮胎75强排名数据，赛轮轮胎排名全球第18位，连续三年进入世界轮胎前20。目前，公司具备半钢子午线轮胎产能4000万条/年、全钢子午线轮胎产能800万条/年、非公路轮胎产能8万吨/年。今年2月28日，公司发布公告拟通过全资子公司赛轮（沈阳）投资建设年产300万套高性能智能化全钢载重子午线轮胎项目，项目建设期24个月，随着新增产能的逐步投放公司产能规模优势有望逐步扩大。品牌营销方面，公司的品牌价值节节攀升，已由2017年的218.82亿元增长至2019年的402.85亿元。另外，公司与固铂轮胎的合作有望依托固铂先进的设计理念和企业管理能力，在提升自身品牌影响力的同时，进一步加深夯实自身的技术实力。目前公司的品牌价值及产能优势仍处于上升趋势，公司的竞争优势正逐步扩大，我们看好公司业绩持续增长的同时，认为公司具备成为国际一流轮胎企业的潜力。预计公司2020-2022年，实现营收162.24亿、179.35亿、201.74亿，同比增长7.2%、10.6%、12.5%；实现归母净利润12.71亿、14.76亿、17.37亿，同比增长6.3%、16.1%、17.7%，对应PE依次为8.22、7.08、6.02倍，维持“强烈推荐”评级。

5.3 青岛双星（000599）

公司是国内老牌轮胎行业龙头企业，率先布局“工业4.0”智能化生产，随着公司产能更新换代逐步完成，公司盈利能力有望得到增强。此外，我们看好公司并购锦湖轮胎，认为青岛双星与锦湖轮胎双方有望优势互补，协同发展，持续提升公司产品质量及品牌力，公司未来有望成为轮胎行业新龙头。预计2020-2022年，公司实现营收49.06亿、57.75亿、67.33亿，同比增长17.2%、17.7%、16.6%；实现归母净利润0.33亿、0.67亿、1.55亿，对应PE 111.21X、54.78X、23.68X。维持“推荐”评级。

5.4 中策橡胶（未上市）

中策橡胶集团成立于 1958 年，连续七年入围世界轮胎十强，公司产品畅销国内外。2018 年，中策橡胶生产全钢子午线轮胎 1900 多万套、半钢子午线轮胎 3657 万套，是国内首屈一指的轮胎企业。生产基地方面，中策橡胶集团目前在浙江、江苏、泰国罗勇工业园区等地区建设有 12 家大型生产基地，在美国、巴西、欧洲等国家和地区分别设有分公司，销售网络遍布全球 160 多个国家和地区。据中国橡胶工业协会发布的 2019 中国橡胶工业十强企业名单显示，中策橡胶集团有限公司以 240.51 亿元的营业收入位列第一。自公司成立以来，中策橡胶一直专注于实业领域，专注轮胎的研发、生产、销售。公司于 1995 年获得 BVQI、ZQCA 的 ISO9002 认证，打开国际市场，2008 年以来先后在海外设立海潮贸易、美国、巴西、德国贸易分公司，2015 年在泰国设立海外生产基地，其产品销往世界各地，为全球消费者带来更多的产品及服务选择。我们持续看好中策橡胶轮胎的发展，认为随着中策轮胎产能以及品牌实力的逐步提升，公司的盈利能力有望逐步增强。

5.5 森麒麟（未上市）

青岛森麒麟轮胎股份有限公司成立于 2007 年，致力于绿色、安全、高品质子午线轮胎及航空轮胎的研发、生产与销售。公司拥有森麒麟、路航、德林特、吉翔速四大轮胎品牌，目前已建成中国青岛、泰国罗勇两大轮胎生产基地，其中青岛工厂设计产能 1200 万条半钢子午线轮胎，泰国罗勇工厂设计产能 1000 万条半钢子午线轮胎。公司产品主要面向乘用车、SUV、商用车、越野车、赛车领域，坚持“自主研发，持续创新，着眼未来”的研发理念。公司目前已成功掌握航空轮胎技术，2014 年，公司获得中国民航局颁发的航空轮胎技术标准规定项目批准书（CTSOA 证书），2016 年，公司生产的适配于波音 737 机型的航空轮胎装机试飞成功，并获得中国民航局重要改装设计批准书（MDA 证书）。根据中国证监会网站上森麒麟预先披露的招股说明书显示，2016 年、2017 年、2018 年及 2019 年上半年森麒麟营业收入分别为 24.19 亿元、36.17 亿元、41.76 亿元、22.41 亿元人民币，归母净利润分别为 3.1 亿元、3.92 亿元、4.89 亿元、3.37 亿元人民币，公司经营业绩持续上扬，经营质量较好。我们看好森麒麟公司的发展，认为随着公司在乘用车轮胎市场以及航空轮胎市场的双重布局，公司未来发展有望更进一步。

此外，我们也建议关注包括三角轮胎（601163）、通用股份（601500）、风神股份（600469）等在内的其他国内优质轮胎企业。

表 8: A 股 8 家轮胎公司盈利及估值情况 (截至 2020.06.04)

证券代码	证券简称	总股本/ 亿股	总市值/ 亿元	当前股 价/元	归母净利润 (亿元)			PE		
					19A	20E	21E	19A	20E	21E
601966.SH	玲珑轮胎	12.00	239.28	19.94	16.68	17.16	21.16	14.35	13.94	11.31
601058.SH	赛轮轮胎	27.00	104.50	3.87	11.95	14.31	16.82	8.74	7.30	6.21
601163.SH	三角轮胎	8.00	106.48	13.31	8.47	7.94	8.94	12.57	13.41	11.91
601500.SH	通用股份	8.72	52.77	6.05	1.04	2.09	2.59	50.74	25.25	20.37
600182.SH	S 佳通	3.40	45.32	13.33	0.87			52.09		
000599.SZ	青岛双星	8.29	36.70	4.43	-2.72	0.33	0.67	-13.49	111.21	54.78
000589.SZ	贵州轮胎	7.75	32.54	4.08						
600469.SH	风神股份	5.62	26.55	4.72	2.06			12.89		

资料来源: 长城证券研究所, 玲珑轮胎、赛轮轮胎、青岛双星、通用股份为长城证券盈利预测, 其余为可比公司为 wind 一致盈利预测, 注*符号表示公司尚未出 2019 年报, 其归母净利润来自于长城证券研究所预测

6. 风险提示

原材料价格波动风险, 轮胎销量及市场需求不及预期, 民族轮胎企业市场开拓和品牌力提升不及预期, 自主品牌车市场占有率提升效率不及预期等。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

