

方正证券研究所证券研究报告

重大行业事件点评报告

行业研究

橡胶行业

2020.05.15/推荐

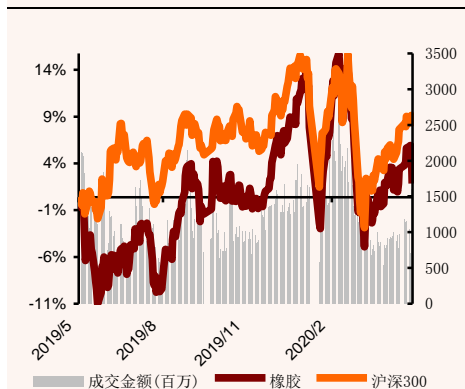
首席化工分析师：李永磊
执业证书编号：S1220517110004
E-mail: liyonglei@foundersc.com

联系人：董伯骏
E-mail: dongbojun@foundersc.com

重要数据：

上市公司总家数	19
总股本(亿股)	124.91
销售收入(亿元)	166.57
利润总额(亿元)	11.53
行业平均 PE	401.70
平均股价(元)	14.81

行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：据美国钢铁工人联合会（USW）信息，北京时间 2020 年 5 月 13 日晚，USW 向美国商务部和美国国际贸易委员会提出申请，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 PLT）启动反倾销调查，对来自越南的乘用车和轻卡车轮胎产品启动反倾销和反补贴调查。

对韩国、泰国及中国台湾地区的反倾销调查期间预计为 2019 年 4 月 1 日到 2020 年 3 月 31 日；对越南的反倾销调查期间预计为 2019 年 10 月 1 日到 2020 年 3 月 31 日，对越南的反补贴调查期间预计为 2019 年全年。

点评：

短期，积极应对，尽量降低损失

这次美国 USW 再次启动针对轮胎的双反调查，速度虽然超出市场预期，但是存在内在的必然性，美国 USW 的出发点就是要保就业和美国的本土企业，2019 年美国最大的轮胎公司固特异的净利润为-3.11 亿美元，2020Q1 净利润为-6.17 亿美元，经营不断恶化，这也是美国 USW 提出双反调查的一个大背景。和历史上美国对中国大陆轮胎的特保案以及双反调查相比，本次双反调查的最终结果尚有不不确定性，历史上，美国不承认中国大陆的市场经济地位，而此次针对的国家和地区大概率被美国认定为具有市场经济地位，那么反倾销所选定的比较价格就可以依据本土的市场价格，由于中国大陆出口到美国的轮胎受限，所以这几个国家和地区出口到美国的轮胎价格相对较高，倾销的认定上存在很大的不确定性，即使被认定为倾销，加征的关税额度也有很大的工作空间。预计，各个涉及企业会积极应对，尽量降低损失。以玲珑轮胎为例，公司泰国工厂具有 1500 万条半钢产能，其中我们估算产量约有 1300 万条，估计出口美国的条数约有 1000 万条左右。如果被实行反倾销，我们预计公司会加大在欧洲和东盟的销售力度，同时公司在欧洲的工厂也会加快布局，同时加速在其他国家和地区的布局，降低损失。

长期，中国轮胎企业崛起的趋势不变

从表面上看，这是一场关税的游击战，美国对中国大陆的轮胎加征了关税，逼迫部分企业转移到东南亚，本次美国对东南亚再次动手，我们预计部分企业还会在转移到其他国家和地区。背后的本质原因是美国市场的不可舍弃和高效产能对低效产能的替代。据米其林年报数据，2018 年，美国半钢胎的消费量约为 3.95 亿条，占到全球半钢胎消费量 15.80 亿条轮胎的 25%，任何一个大企业都难以舍弃这个市场。但同时，发达国家和地区高昂的人工费用和较低的自动化程度，使得这些本土生产的轮胎成本和费用大幅高于发展中国家和地区，这也是部分中国企业虽持续转移产能，但仍能保持出口的原因。展望未来，中

《【方正化工】阳谷华泰 2020 年一季报点评：短期受疫情及股权激励费用加速提取影响，长期看好连续法不溶硫磺》2020.04.26

《【方正化工】玲珑轮胎 2020 一季报点评：汇兑收益和产品、市场结构调整带来业绩大幅增长》2020.04.21

《【方正化工】玲珑轮胎 2019 年报点评：2019Q4 销量超预期，2020 年目标仍高远》2020.04.14

《【方正化工】玲珑轮胎深度点评：十年规划出炉，进军世界前五》2020.03.29

《【方正化工】阳谷华泰 2019 年报点评 业绩见底，连续法不溶硫磺带来新增长》2020.02.28

国轮胎企业不断提升装置智能化程度，优势会进一步加大。一方面，如果美国本次双反成功，整个市场会自动再平衡，美国之外市场竞争的加剧会压迫其他国家和地区加大对美国的出口；另一方面，中国龙头的轮胎企业会加速国际化的布局，部分龙头企业已经开启了全球的布局进程，甚至，有可能到美国布局，虽然美国的人工成本较高，但由于中国轮胎企业的自动化程度不断抬升，新建的工厂仍然具有竞争优势。

强者的筛选机

我们也要看到，关税的游击战也是一种残酷的筛选机制，考验的是企业的反应速度和战略眼光，提前在东南亚布局的企业大部分已经有所收获，有资金和实力再次转移，而刚刚布局的企业可能会面临巨大的压力。如果说美国之前对大陆企业的关税壁垒使得十家有竞争力的企业脱颖而出，本次再一次的双反调查还会筛选出更强企业。

远期，未来在亚洲，壁垒在品牌

虽然欧美发达国家的半钢胎市场仍然占据全球的 55%左右，但其全球的占有率不断下行，以中国为首的亚洲市场（不包含印度）已经提升到了 31%，随着亚洲地区汽车保有量的攀升，轮胎的全球消费中心将逐渐向亚洲转移。未来，要打造百年强企，能够依靠的壁垒还在于半钢胎的品牌，背后是企业的经营管理和研发创新能力。我们方正化工认为，作为后起之秀的中国轮胎企业，其产品具有成本优势，同时质量不逊于一线品牌，现在打造品牌之路的必然途径是突破知名汽车轮胎的前装配套，同时，品牌宣传必不可少，从前装突破以带动后装市场高端轮胎的渗透，进而形成品牌优势。

玲珑轮胎在这一方面已经具有先发优势，公司在大众（含奥迪）、福特、通用、雷诺日产、广汽三菱等国际知名汽车品牌方面以获得突破，同时在红旗、吉利、比亚迪、奇瑞、长城等优秀的国产汽车品牌得到大规模使用，优势明显。

建议关注：

玲珑轮胎、赛轮轮胎等已经提前进行了国际化布局，并有实力继续扩大国际化布局的企业。

风险提示：

原材料价格剧烈波动风险、新项目投产不达预期风险、销量增长不达预期风险、中国企业海外扩张速度超预期风险、双反调查结果不及预期风险

背景：

据美国钢铁工人联合会 (USW) 信息，北京时间 2020 年 5 月 13 日晚，USW 向美国商务部和美国国际贸易委员会提出申请，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 PLT）启动反倾销调查，对来自越南的乘用车和轻卡车轮胎产品启动反倾销和反补贴调查。

对韩国、泰国及中国台湾地区的反倾销调查期间预计为 2019 年 4 月 1 日到 2020 年 3 月 31 日；对越南的反倾销调查期间预计为 2019 年 10 月 1 日到 2020 年 3 月 31 日，对越南的反补贴调查期间预计为 2019 年全年。

USW 称来自韩国、中国台湾、泰国和越南进口轮胎伤害美国产业

美国钢铁工人联合会曾对来自中国的相同产品进行反倾销调查，原审已于 2015 年 8 月结束，目前正在进行第四次行政复审调查。

本次，美国钢铁工人联合会认为韩国、中国台湾、泰国和越南的轮胎以低于市场价的价格倾销于美国市场。同时，对来自越南的轮胎提起反补贴索赔，工会认为越南制造并销往美国的轮胎获得了越南政府补贴。

虽然美国对乘用车轮胎和轻卡轮胎的需求在增加，但美国国内轮胎生产商市场份额却在减少、利润下降以及员工失业。工会称大量不公平贸易伤害了美国轮胎产业和工人。

图表1： 美国钢铁工人联合会指控的倾销/补贴幅度

涉案国家或地区	调查类型	倾销/补贴幅度
韩国	反倾销	42.95% - 195.20%
泰国	反倾销	106.4% - 217.5%
中国台湾	反倾销	21% - 147%
越南	反倾销	14.73% - 33.06%
越南	反补贴	大于可忽略不计的幅度

资料来源：USW，方正证券研究所

美国轮胎媒体《Modern Tire Dealer》（以下称为 MTD）统计，自 2017 年以来，美国从韩国、中国台湾、泰国和越南进口的轮胎价值增长了 22.1%。2019 年这四个国家向美国市场出口了 8530 万条乘用车和轻卡轮胎，价值 43.91 亿美元，其中一半以上来自泰国。

图表2： 2019 年美国从韩国、中国台湾、泰国和越南进口 8530 万

2019年排名	国家	进口PLT轮胎
1	泰国	4510万
2	韩国	1930万
6	越南	1190万
8	中国台湾	900万
总计		8530万

资料来源：MTD, CNKI, 方正证券研究所

美国轮胎出货量大幅依赖进口

根据 CNKI, 2019 年美国乘用车轮胎日生产能力 555.82 千条, 轻卡车轮胎 108.18 千条。按照全年 300 天工作时间计算, 乘用车轮胎年产能大约为 16674.6 万条, 轻卡车轮胎年产能大约为 3245.4 万条, 两者合计 19920 万条。2019 年美国乘用车轮胎和轻卡车轮胎消费量合计 30570 万条, 其中进口轮胎数量占比大约为 50%。

如果美国此次反倾销、反补贴政策实行, 限制韩国、泰国、中国台湾地区和越南的轮胎进口, 将大幅减少美国国内轮胎供应, 美国轮胎产量可能不足以满足对轮胎的需求, 供需偏紧, 可能会导致美国轮胎价格上涨, 增加美国民众经济负担, 引起不满。

图表3： 2019 年美国轮胎消费量

轮胎种类		出货量 (万条)
乘用车轮胎	替换胎	22270
	原配胎	4510
轻卡车轮胎	替换胎	3200
	原配胎	590
合计		30570

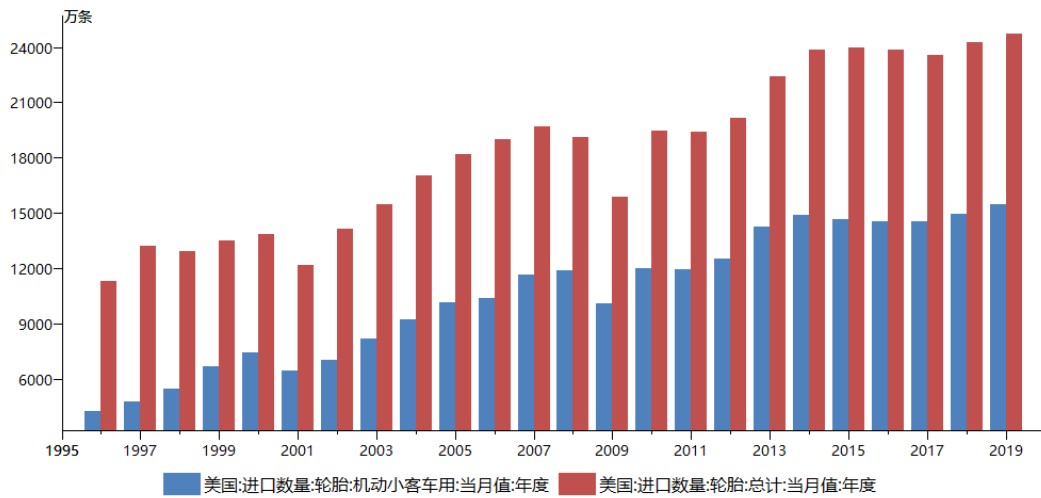
资料来源：MTD, CNKI, 方正证券研究所

图表4： 2019 年美国乘用车和轻卡车轮胎进口量

进口国家/地区	进口量 (万条)	进口国家/地区	进口量 (万条)
泰国	4510	越南	1190
韩国	1930	日本	1100
加拿大	1580	中国台湾	900
墨西哥	1550	智利	620
印度尼西亚	1400	巴西	430
2019年PLT进口总合计		15492	

资料来源：wind, MTD, CNKI, 方正证券研究所

图表5： 美国轮胎进口量整体增长



数据来源: Wind

资料来源: wind, 方正证券研究所

短期，积极应对，尽量降低损失

这次美国 USW 再次启动针对轮胎的双反调查，速度虽然超出市场预期，但是存在内在的必然性，美国 USW 的出发点就是要保就业和美国的本土企业，2019 年美国最大的轮胎公司固特异的净利润为-3.11 亿美元，2020Q1 净利润为-6.19 亿美元，经营不断恶化，这也是美国 USW 提出双反调查的一个大背景。和历史上美国对大陆轮胎的特保案以及双反调查相比，本次双反调查的最终结果尚有不不确定性，历史上，美国不承认中国大陆的市场经济地位，而此次针对的国家和地区大概率被美国认定为具有市场经济地位，那么反倾销所选定的比较价格就可以依据本土的市场价格，由于中国大陆出口到美国的轮胎受限，所以这几个国家和地区出口到美国的轮胎价格相对较高，倾销的认定上存在很大的不确定性，即使被认定为倾销，加征的关税额度也有很大的工作空间。预计，各个涉及企业会积极应对，尽量降低损失。以玲珑轮胎为例，公司泰国工厂具有 1500 万条半钢产能，其中我们估算产量约有 1300 万条，估计出口美国的条数约有 1000 万条左右。如果被实行反倾销，我们预计公司会加大在欧洲和东盟的销售力度，同时公司在欧洲的工厂也会加快布局，同时加速在其他国家和地区的布局，降低损失。

图表6： 欧美国际轮胎企业 2019 年和 2020Q1 盈利下行

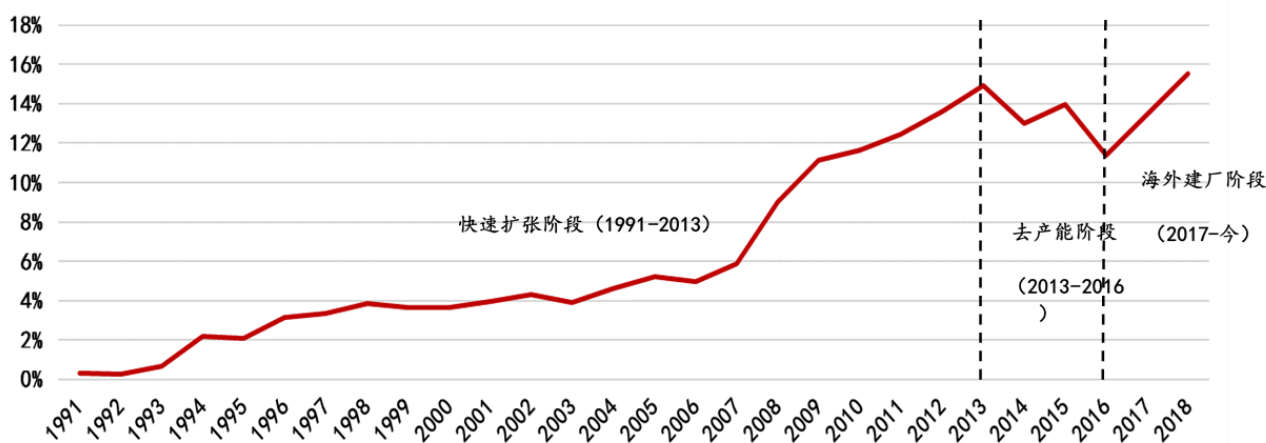
公司	国家	2019 归母净利润	YOY (%)	2020Q1 归母净利润	YOY (%)
普利司通 (亿日元)	日本	2916.42	-0.33%	194.74	-65.09%
米其林 (亿欧元)	法国	17.51	4.41%		
固特异 (亿美元)	美国	-3.11	-144.88%	-6.19	-914.75%
固铂轮胎 (亿美元)	美国	0.96	25.88%	-0.12	-266.08%
倍耐力 (亿欧元)	意大利	4.38	1.51%	0.39	-62.03%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

长期，中国轮胎企业崛起的趋势不变

从表面上看，这是一场关税的游击战，美国对中国大陆的轮胎加征了关税，逼迫部分企业转移到东南亚，本次美国对东南亚再次动手，我们预计部分企业还会在转移到其他国家和地区。背后的本质原因是美国市场的不可舍弃和高效产能对低效产能的替代。据米其林年报数据，2018 年，美国半钢胎的消费量约为 3.95 亿条，占到全球半钢胎消费量 15.80 亿条轮胎的 25%，任何一个大企业都难以舍弃这个市场。但同时，发达国家和地区高昂的人工费用和较低的自动化程度，使得这些本土生产的轮胎成本和费用大幅高于发展中国家和地区，这也是部分中国企业虽持续转移产能，但仍能保持出口的原因。展望未来，中国轮胎企业不断提升装置智能化程度，优势会进一步加大。一方面，如果美国本次双反成功，整个市场会自动再平衡，美国之外市场竞争的加剧会压迫其他国家和地区加大对美国的出口；另一方面，中国龙头的轮胎企业会加速国际化的布局，部分龙头企业已经开启了全球的布局进程，甚至，有可能到美国布局，虽然美国的人工成本较高，但由于中国轮胎企业的自动化程度不断抬升，新建的工厂仍然具有竞争优势。

图表7： 全球 75 强轮胎企业中中国大陆企业销售额占全球的比例



资料来源：轮胎商业，方正证券研究所

图表8： 2018 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	韩泰	印尼佳通	玲珑
营业成本	304%	190%	151%	135%
其中：原材料	100%	100%	100%	100%
人工	92%*	29%	22%	9%
折旧及摊销	27%	20%		9%
其他	60%	41%	30%	17%
期间费用	94%	59%	18%	25%
其中：销售和管理费用	75%	49%	18%	16%
研发费用	13%	8%		6%
财务费用	6%	2%	10%	3%
税金	12%	7%	0.1%	2%
其他	6%		1%	2%
净利润	34%	20%	-1%	14%
营收	448%	276%	180%	177%

资料来源：Bloomberg, Wind, 公司年报, 方正证券研究所

因报表无法拆分，此处包含生产、技术、行政人员薪酬

强者的筛选机

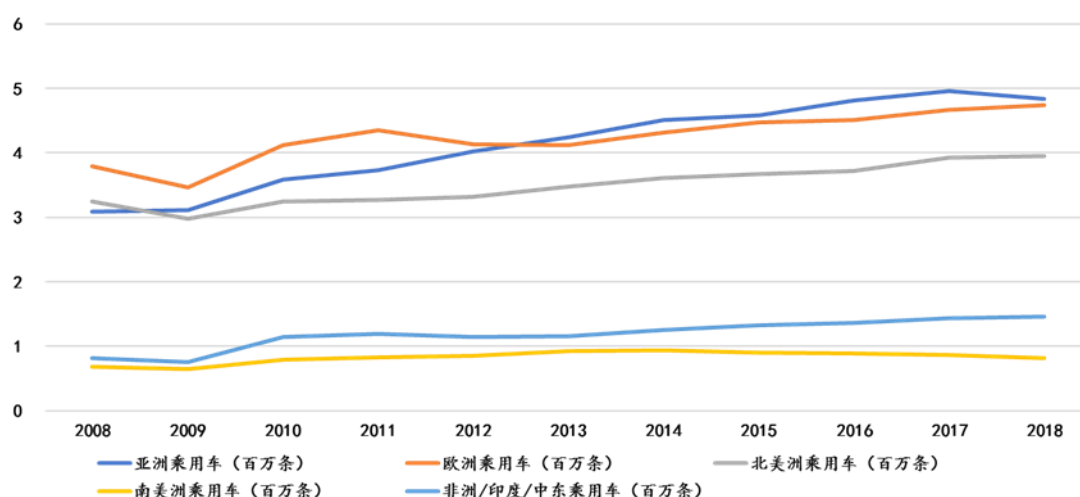
我们也要看到，关税的游击战也是一种残酷的筛选机制，考验的是企业的反应速度和战略眼光，提前在东南亚布局的企业大部分已经有所收获，有资金和实力再次转移，而刚刚布局的企业可能会面临巨大的压力。如果说美国之前对中国大陆企业的关税壁垒使得十几家有竞争力的企业脱颖而出，本次再一次的双反调查还会筛选出更强。

远期，未来在亚洲，壁垒在品牌

虽然欧美发达国家的半钢胎市场仍然占据全球的 55% 左右，但其全球的占有率不断下行，以中国为首的亚洲市场（不包含印度）已经提升到了 31%，随着亚洲地区汽车保有量的攀升，轮胎的全球消费中心将逐渐向亚洲转移。未来，要打造百年强企，能够依靠的壁垒还在于半钢胎的品牌，背后是企业的经营管理和研发创新能力。我们方正化工认为，作为后起之秀的中国轮胎企业，其产品具有成本优势，同时质量不逊于一线品牌，现在打造品牌之路的必然途径是突破知名汽车轮胎的前装配套，同时，品牌宣传必不可少，从前装突破以带动后装市场高端轮胎的渗透，进而形成品牌优势。

玲珑轮胎在这一方面已经具有先发优势，公司在大众（含奥迪）、福特、通用、雷诺日产、广汽三菱等国际知名汽车品牌方面以获得突破，同时在红旗、吉利、比亚迪、奇瑞、长城等优秀的国产汽车品牌得到大规模使用，优势明显。

图表9： 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

建议关注:

玲珑轮胎、赛轮轮胎等已经提前进行了国际化布局, 并有实力继续扩大国际化布局的企业。

风险提示:

原材料价格剧烈波动风险、新项目投产不达预期风险、销量增长不达预期风险、中国企业海外扩张速度超预期风险、双反调查结果不及预期风险

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

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告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。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com