

轮胎行业深度报告之九： 高端化迈上征程，国际化空间广阔

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

胡国鹏(证券分析师)

S0350521080003

hugp@ghzq.com.cn

李振方(联系人)

S0350124030010

lizf@ghzq.com.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

最近一年走势



沪深300表现

表现	1M	3M	12M
汽车零部件	-7.8%	-13.4%	-17.7%
沪深300	-4.8%	-3.8%	-11.1%

相关报告

《轮胎行业深度报告之八：国产轮胎扩产加速，轮胎设备景气上行（推荐）*汽车零部件*董伯骏，李永磊》——2024-03-09

《米其林（ML. PA）动态研究报告：2023年公司量减利增，2024年欧美替换胎需求向上*汽车零部件*董伯骏，李永磊》——2024-03-08

《汽车零部件事件点评：泰国半钢胎出口美国关税下降，中国轮胎企业出海更进一步（推荐）*汽车零部件*李永磊，董伯骏》——2024-01-25

《轮胎行业动态研究：出口需求旺盛，轮胎行业景气度持续提升（推荐）*汽车零部件*李永磊，董伯骏》——2024-01-12

《轮胎行业动态研究：东南亚出口美国半钢胎双反复审初裁落地，影响深远（推荐）*汽车零部件*李永磊，董伯骏》——2023-08-21

重点公司代码	股票名称	2024/07/08	EPS			PE			投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
601058.SH	赛轮轮胎	13.44	1.01	1.32	1.52	11.63	10.16	8.84	买入
002984.SZ	森麒麟	22.79	2.01	2.18	2.57	14.35	10.45	8.85	买入
601966.SH	玲珑轮胎	17.14	0.95	1.59	1.89	20.24	10.81	9.05	买入
601500.SH	通用股份	5.10	0.14	0.44	0.66	29.57	11.49	7.78	买入
000589.SZ	贵州轮胎	4.91	0.73	0.68	0.87	8.38	7.65	5.98	买入
601163.SH	三角轮胎	14.68	1.75	2.00	2.16	8.23	7.33	6.80	买入
01809.HK	浦林成山	7.60	1.62	2.08	2.39	3.57	3.33	2.91	未评级
600469.SH	风神股份	5.57	0.48	0.59	0.70	12.90	9.41	7.94	未评级
000599.SZ	青岛双星	3.37	-0.22	-	-	-	-	-	未评级

资料来源：资讯，国海证券研究所（数据更新至2024/7/8，浦林成山、风神股份盈利预测取自一致预期）

注：上述股价、EPS单位均为人民币元, 1 CNY=1.0960 HKD

图表：各轮胎公司业绩预期

	营收（百万元）				归母净利润（百万元）				PE			
公司名称	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
赛轮轮胎	25,978.26	32,918.74	39,296.00	42,185.86	3,091.42	4,348.56	4,997.10	5,485.75	11.63	10.16	8.84	8.06
森麒麟	7841.79	9071.2	11500.6	13002.6	1368.51	2252.79	2659.53	2997.63	14.35	10.45	8.85	7.86
玲珑轮胎	20165.27	24516.2	26386.44	28408.01	1390.67	2336.6	2789.84	3413.25	20.24	10.81	9.05	7.40
通用股份	5064.44	6829.92	9635.88	11308.5	216.35	699.89	1033.59	1346.17	29.57	11.49	7.78	5.97
贵州轮胎	9,601.20	10,700.58	13,395.36	14,185.36	832.65	998.44	1,277.55	1,422.56	8.38	7.65	5.98	5.37
三角轮胎	10,421.73	11,131.65	11,744.67	12,486.44	1,396.31	1,601.97	1,726.28	1,859.21	8.23	7.33	6.80	6.32
浦林成山	9,948.98	11,150.41	11,988.96	12,642.63	1,033.39	1,325.21	1,518.78	1,757.22	3.57	3.33	2.91	2.51
风神股份	5,738.75	6,140.00	6,192.00	6,800.00	348.86	432	512	680	12.90	9.41	7.94	5.98
青岛双星	4,655.50	-	-	-	-176.14	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：资讯，国海证券研究所（数据更新至2024/7/8，浦林成山、风神股份盈利预测取自一致预期）
注：上述营收、归母净利润单位均为人民币元, 1 CNY=1.0960 HKD

核心提要：高端化是下一波轮胎机遇的关键因素

◆ 海外基地：国际化空间广阔，高端化拉开帷幕

我们预计，2025年底，中国轮胎企业海外基地的半钢轮胎产能将达到1.77亿条，目标市场为美国、欧洲和东南亚地区，假设90%开工率，70%出口至美国，则出口量约为1.12亿条，相对于美国2023年的3.05亿条的市场，仍具有较大的成长空间。2025年底，中国轮胎企业海外基地的全钢轮胎产能将达到3552万条，目标市场为美国、欧洲和东南亚地区，假设90%开工率，70%出口至美国，则出口量约为2238万条，相对于美国2023年的2700万条的市场，仍具有一定的市场空间。

国产轮胎下一波的看点在于高端化，低端市场日趋饱和，国产轮胎向高端化迈进是必然趋势，高端化考验的是企业出色的产品力、广阔的渠道和高知名度，壁垒更高，也将带来更加丰厚的回报。国产轮胎企业在通过设置海外基地发生第一次分化后，极有可能会通过高端化发生第二次分化，高端化显性的跟踪点有两个：可比口径毛利率的逆势上升和高端汽车配套的突破，高端化的胜者将成为资本市场更受关注者，进而带来市盈率的向上抬升。

◆ 中国基地：全球汽车行业复苏，中国基地出口有望增加

中国轮胎基地出口目的地为欧洲、东南亚、非洲等地区。我们预计至2025年，国内轮胎基地半钢胎新增产能3833万条，全钢胎新增产能715万条，与欧洲本土产量和欧洲自发达地区的进口量之和相比，具有较大成长空间。欧洲市场汽车市场增速较快，2024Q1欧盟乘用车及商用车新车注册量同比增加。据欧洲汽车制造商协会官网，2024年1-4月，欧盟乘用车新注册量为369.12万辆，同比+6.58%；2024Q1，欧盟商用车注册量49.49万辆，同比+10.14%。2024年1-5月，我国半钢轮胎累计出口量约为1.38亿条，同比+14.59%；全钢轮胎累计出口量约为0.50亿条，同比+2.51%。

◆ 国内全钢：商用车市场终端需求回暖，全钢胎需求有望增加

2024年国内商用车市场终端需求回暖。2024年1-5月，商用车产销分别完成167.5万辆和173.1万辆，同比分别增长3.1%和7.1%。2024年5月，地产政策多举发力，持续推进保交房和消化存量商品房。地产端复工和新开工带动货车需求，全钢胎消费需求有望增加。我们预计2024-2026年我国全钢胎消费量分别为7897、8140、8375万条，同比分别增长4.62%、3.07%、2.88%。

◆ 国内半钢：乘用车产销保持高增，带动半钢胎需求提升

2024年国内乘用车市场保持高增。2024年1-5月，我国乘用车产销分别完成970.9万辆和976.5万辆，同比分别增长7.1%和8.5%。我们预计，2024-2026年我国半钢胎消费量分别为3.36/3.60/3.83亿条，同比分别增长7.57%/7.05%/6.51%。

行业评级：考虑到轮胎行业高端化迈上征程，国际化空间广阔，维持轮胎行业“推荐”评级。

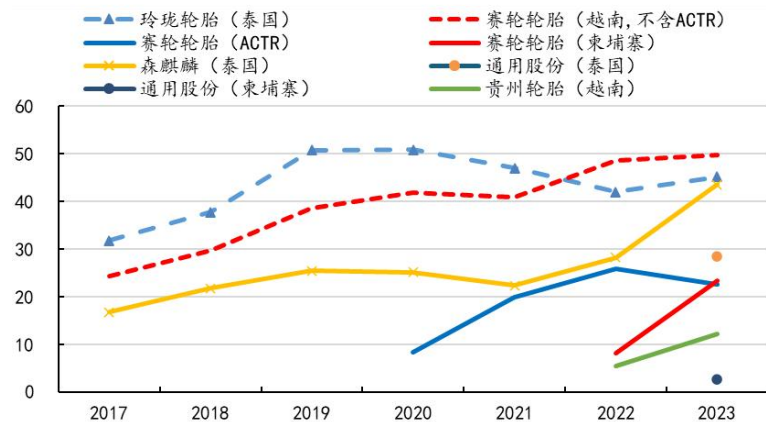
重点关注：赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份、贵州轮胎、三角轮胎、浦林成山、风神股份、青岛双星等。

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。

2023年中国轮胎企业海外基地净利润显著提升

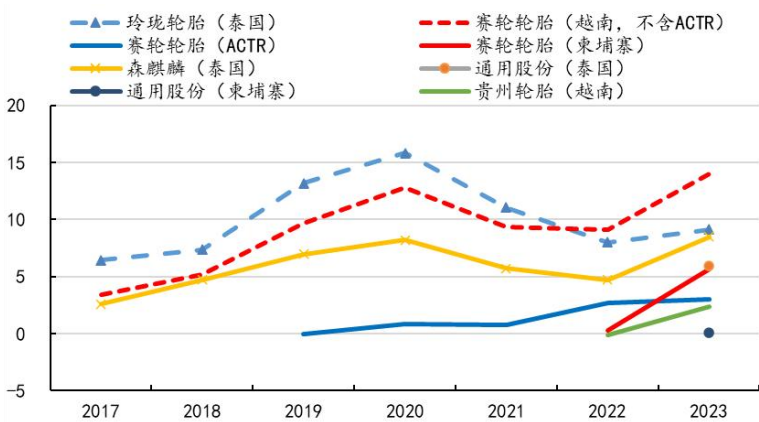
➤ 2023年，国际海运费价格大幅回落，轮胎行业整体进入良性发展轨道，在欧美国家通胀高企、地缘冲突的背景下，我国轮胎的性价比显著提升。同时我国轮胎企业在海外积极扩张产能和市场占有率，叠加原材料成本下降，我国轮胎企业海外基地的营收和净利润得到显著提升。

图表：轮胎企业海外基地营业收入（亿元）



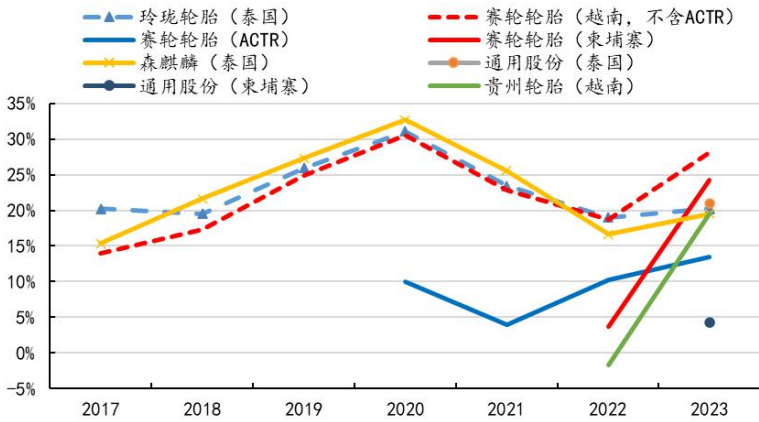
资料来源：各公司公告，国海证券研究所

图表：轮胎企业海外基地净利润（亿元）



资料来源：各公司公告，国海证券研究所

图表：轮胎企业海外基地净利润率

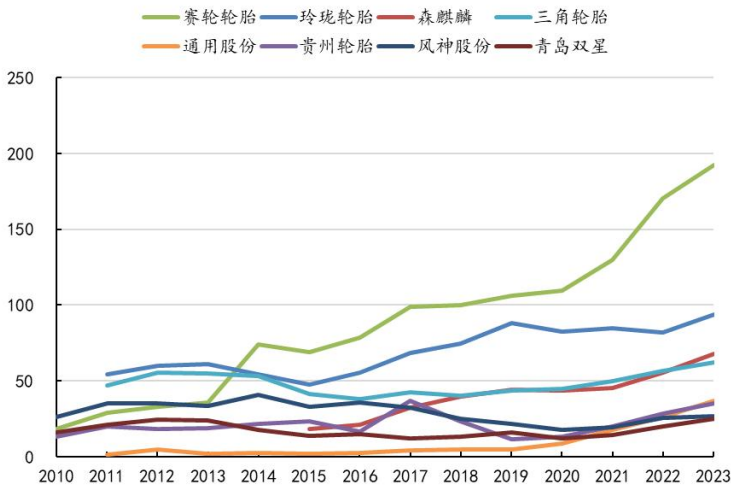


资料来源：各公司公告，国海证券研究所

2023年中国轮胎企业外销盈利能力大幅提升

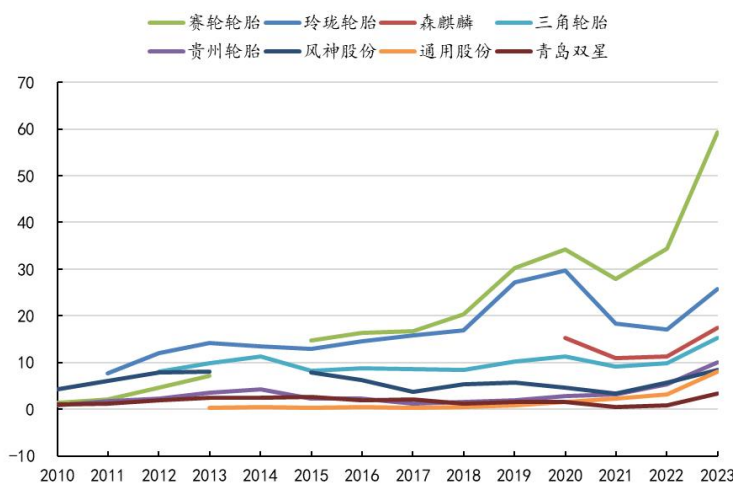
➤ 2023年，中国轮胎企业加速出海，通过在海外地区建厂，利用税收优惠、人力成本及原材料资源的地理优势，中国轮胎企业的外销盈利能力大幅提升。

图表：轮胎企业国外营业收入（亿元）



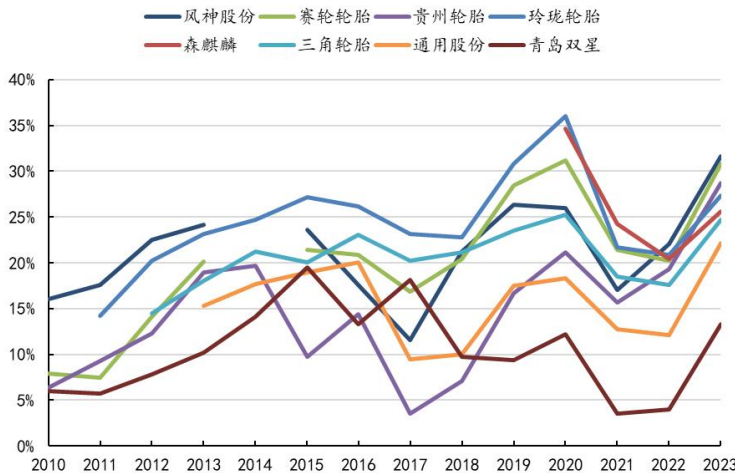
资料来源：，国海证券研究所

图表：轮胎企业国外毛利润（亿元）



资料来源：，国海证券研究所

图表：轮胎企业国外毛利率

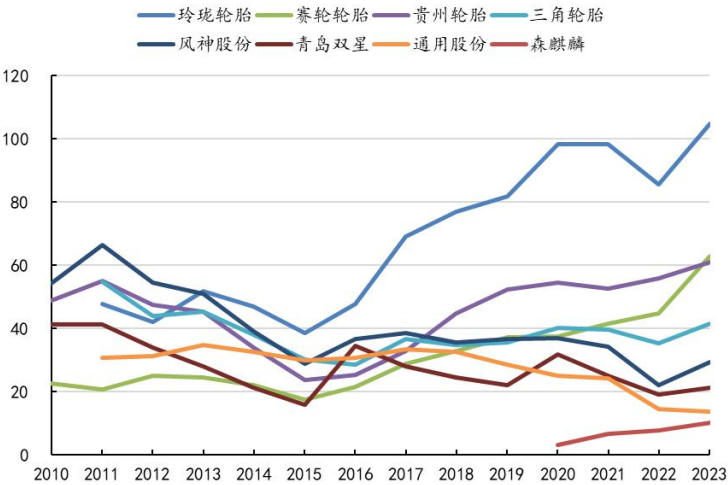


资料来源：，国海证券研究所

2023年中国轮胎企业内销盈利能力大幅回升

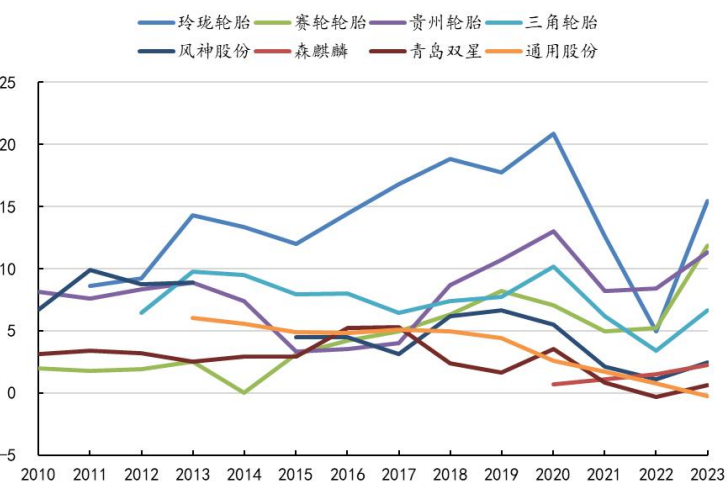
➤ 2023年，全球汽车产业链恢复的大背景下，国内轮胎市场回暖。伴随国内汽车产业政策支持，轮胎行业景气度不断提升。叠加2023年国内市场橡胶、炭黑等原材料价格下降，轮胎生产企业成本下降，内销盈利能力大幅回升。

图表：轮胎企业国内营业收入（亿元）



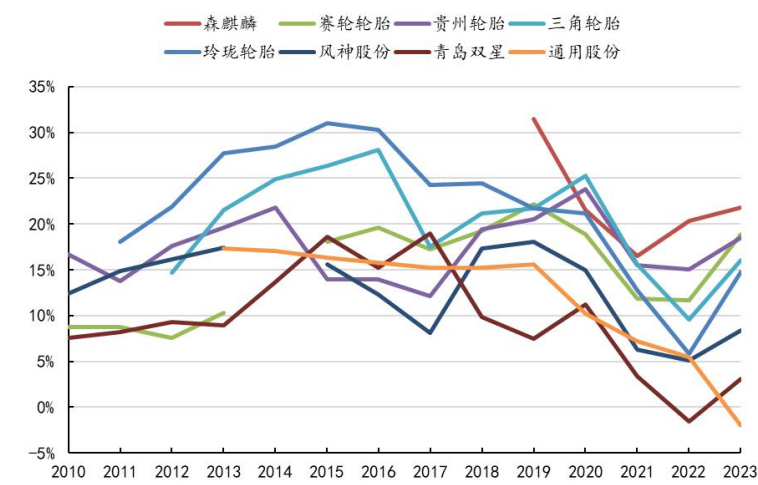
资料来源：，国海证券研究所

图表：轮胎企业国内毛利润（亿元）



资料来源：，国海证券研究所

图表：轮胎企业国内毛利率



资料来源：，国海证券研究所

图表：各轮胎公司产能及增量

公司名称	轮胎种类	2023	2024E	2025E	2026E
赛轮轮胎	半钢（万条）	5600	6450	8350	9350
	全钢（万条）	1290	1315	1315	1705
	非公路（万吨）	19.3	31	39.7	44.7
森麒麟	半钢（万条）	2800	3400	4000	4000
	全钢（万条）	200	200	200	200
	航空胎（万条）	8	8	8	8
玲珑轮胎	半钢（万条）	7550	8700	9300	9900
	全钢（万条）	1745	1885	1925	1925
	非公路（万条）	39	43	44	44
通用股份	半钢（万条）	1200	2000	3850	3850
	全钢（万条）	420	460	535	535
	非公路（万条）	0	0	10	10
贵州轮胎	半钢（万条）	0	0	360	480
	全钢（万条）	593	636	636	636
	非公路（万条）	435	458	458	458
三角轮胎	半钢（万条）	2000	2000	2000	2000
	全钢（万条）	650	650	650	650
	非公路（万条）	38	38	38	38
浦林成山	半钢（万条）	1920	2153	2153	2153
	全钢（万条）	940	940	940	940
风神股份	全钢（万条）	600	600	600	600
	非公路（万条）	80	88	88	88
青岛双星	轮胎（万条）	2150	3000	3000	3000

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

- ◆海外基地：国际化空间广阔，高端化拉开帷幕
- ◆中国基地：全球汽车行业复苏，中国基地出口有望增加
- ◆国内全钢：商用车市场终端需求回暖，全钢胎需求有望增加
- ◆国内半钢：乘用车产销保持高增，带动半钢胎需求提升
- ◆投资建议及风险提示

➤ 中国轮胎海外基地成长空间广阔

据USTMA，2023年美国轮胎市场消费量在3.32亿条左右，按车型来看，乘用车消费量2.65亿条，轻卡消费量0.40亿条，卡车消费量0.27亿条。

2023年美国市场乘用车胎出货量达到2.65亿条。其中，美国本土轮胎占比37.56%，进口自东南亚占比29.25%，进口自其他地区占比33.19%；我们预计，2025年年底，中国轮胎企业海外基地的半钢轮胎产能将达到1.77亿条，目标市场为美国、欧洲和东南亚地区，假设70%出口至美国，则出口量约为1.12亿条，相对于美国2023年的3.05亿条的市场，具有较大的成长空间。

2023年美国市场卡客车胎（包括轻卡）出货量达到6720万条。其中，美国本土轮胎占比26.42%，进口自东南亚占比38.20%，进口自其他地区35.38%；我们预计，2025年年底，中国轮胎企业海外基地的全钢轮胎产能将达到3552万条，目标市场为美国、欧洲和东南亚地区，假设70%出口至美国，则出口量约为2238万条，相对于美国2023年的2700万条的市场，仍具有一定的市场空间。

同时，宽阔价格带为未来高端化提供了广阔空间，关注各企业逐季度可比口径毛利率的变化和高端配套的突破。

➤ 中国轮胎企业成本费用优势突出，中国轮胎品牌在美国市场有较大提升空间。

➤ “双反”税率复审终裁结果发布，泰国出口美国半钢胎关税下降。

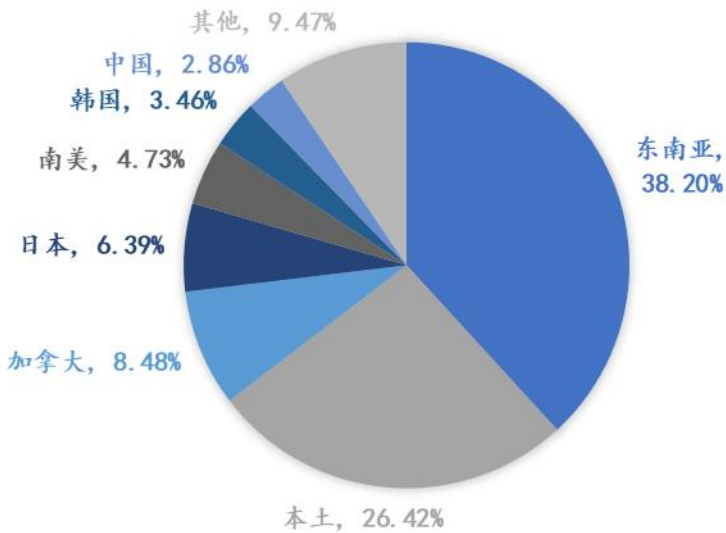
➤ 截至2024年6月21日，轮胎全口径原材料综合指数为11496，相比去年同期+18.13%，环比上月+2.51%。

➤ 2024年，随着美国市场进口需求的改善，以及中国轮胎品牌市场份额的扩张，叠加“双反”复审终裁关税下降利好，预计中国轮胎海外基地轮胎销量和毛利率将有所提高。

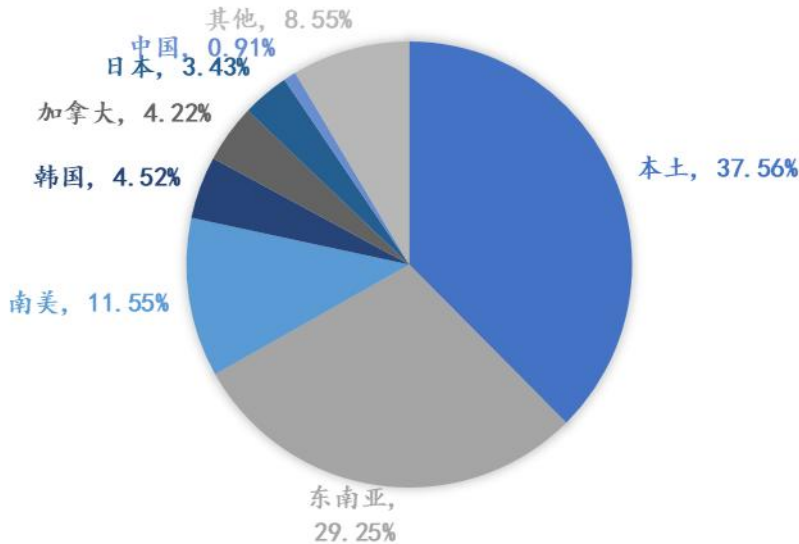
美国轮胎市场仍有较大空间

- 根据USTMA，2023年美国轮胎市场消费量在3.32亿条左右，其中进口量在美国轮胎消费总量中占有较大的比例。按车型来看，乘用车消费量2.65亿条，轻卡消费量0.40亿条，卡车消费量0.27亿条。
- 2023年，美国卡客车胎市场中，东南亚占比38.20%，高于本土轮胎占比，加拿大占比8.48%，南美（包括巴西、墨西哥、智利）的占比为4.73%，日本6.39%，韩国3.46%，中国2.86%。
- 2023年，美国乘用车胎市场中，本土轮胎占比37.56%，东南亚占比29.25%，南美占比11.55%，韩国占比4.52%，加拿大4.22%，日本3.43%，中国0.91%。

图：2023年美国卡客车胎市场占比



图：2023年美国乘用车胎市场占比



资料来源：USTMA，ITC，国海证券研究所（卡客车胎含轻卡）

资料来源：USTMA，ITC，国海证券研究所（乘用车胎不含轻卡）

中国轮胎企业海外基地现有产能近1.1亿条

图表：中国轮胎企业海外基地现有产能（截至2024年5月）

公司名称	半钢胎（万条/年）	全钢胎（万条/年）
赛轮越南	1350	180
赛轮柬埔寨	900	90
赛轮固铂（越南）	0	265
玲珑泰国	1500	180
玲珑塞尔维亚	0	80
中策泰国一期二期	1350	350
森麒麟泰国	1600	200
双钱泰国	0	150
福林马来西亚	300	50
浦林成山泰国	800	200
奥戈瑞印尼	0	200
山东银宝泰国	300	120
山东金宇越南	0	200
贵州轮胎越南	0	215
通用泰国	600	100
朝阳浪马巴基斯坦	0	72
已投产合计	8700	2652

资料来源：各公司公告，各公司官网，tyrepress 中国，轮胎世界网，国海证券研究所

图表：中国轮胎企业海外基地在建产能（截至2024年5月）

公司名称	半钢胎（万条/年）	全钢胎（万条/年）	（预计）投产时间
赛轮越南	350	60	2024
赛轮柬埔寨	1200	75	2024
赛轮印尼	300	60	2025
玲珑塞尔维亚	1200	0	2025
玲珑塞尔维亚	0	80	2024
森麒麟摩洛哥	1200	0	2024
金宇轮胎越南	300	0	2025
昊华轮胎越南	1200	240	2025
通用股份柬埔寨二期	350	75	2025
通用股份柬埔寨一期	200	40	2024
通用股份泰国二期	1000	0	2025
福麦斯轮胎柬埔寨	800	120	2025
浦林成山泰国	200	0	2024
双星集团柬埔寨	700	150	2024
未投产合计	9000	900	
已投产+未投产合计	17700	3552	
2026年预计出货量（海外基地出口美国）	11151	2238	
2023年美国出货量	30510	2700	

资料来源：各公司公告，各公司官网，tyrepress 中国，轮胎世界网，USTMA，国海证券研究所
注：假设中国轮胎企业海外基地开工率90%，其中产量70%出口至美国。

中国轮胎企业成本费用优势突出

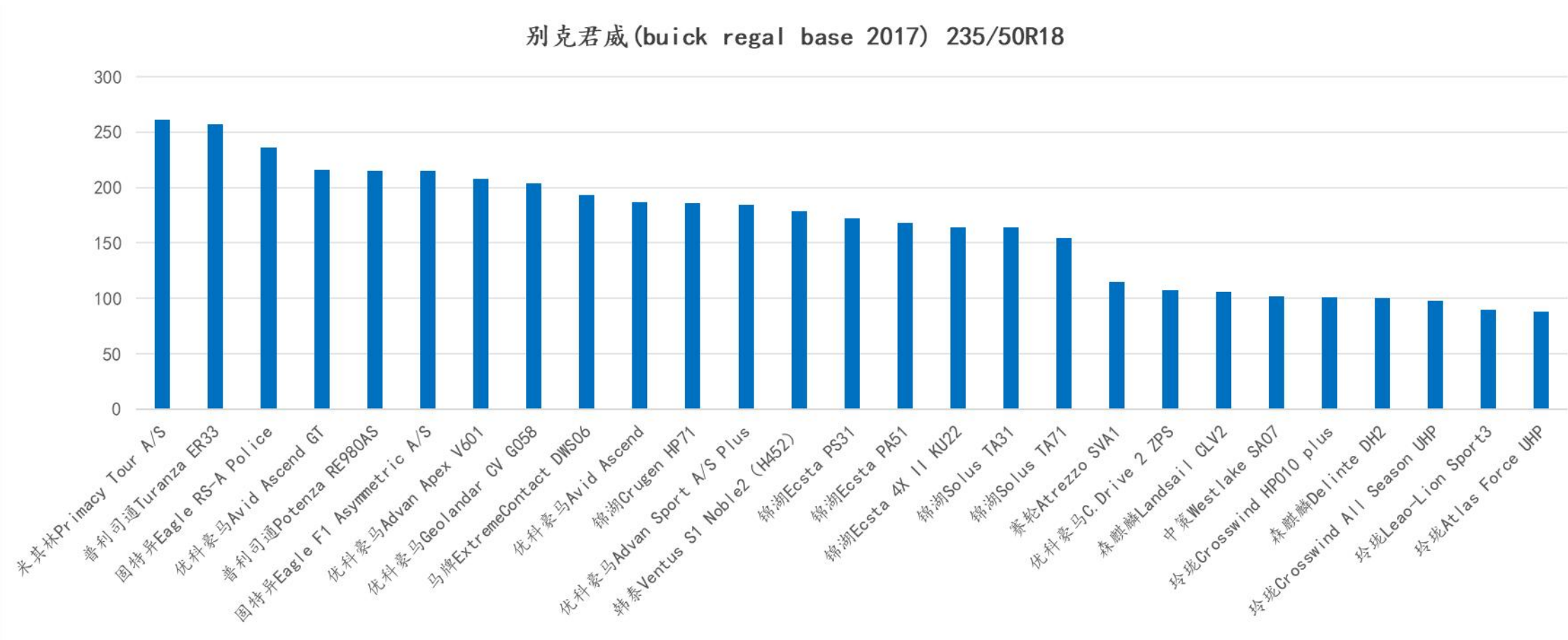
- 我们采用价格透析法，以原材料金额作为基准比较了几个公司的成本费用。
- 世界轮胎巨头生产成本高于国内企业：1) 类似米其林、印尼佳通 (PTGT) 的海外企业在生产成本上高于中国轮胎企业，体现出中国轮胎企业生产成本具有较大优势；2) 成本优势主要来自于人工、折旧摊销、其他项 (包括能源、易耗品等) 等；3) 人工差距主要是外资企业工厂主要分布于发达地区，人力政策限制人员的更替。

图表：2023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	346%	163%	138%	146%	141%
其中：原材料	100%	100%	100%	100%	100%
人工	125%	24%	10%	9%	5%
折旧及摊销	32%	9%	10%	9%	17%
其他	88%	30%	18%	28%	18%
期间费用	76%	29%	20%	26%	13%
其中：销售费用	21%	12%	6%	10%	5%
管理费用	40%	8%	6%	7%	4%
研发费用	13%	0%	7%	6%	4%
财务费用	3%	8%	1%	3%	0%
税金	9%	5%	1%	1%	1%
其他	25%	-2%	5%	4%	2%
净利润	34%	14%	12%	25%	33%
营收	480%	209%	174%	201%	188%

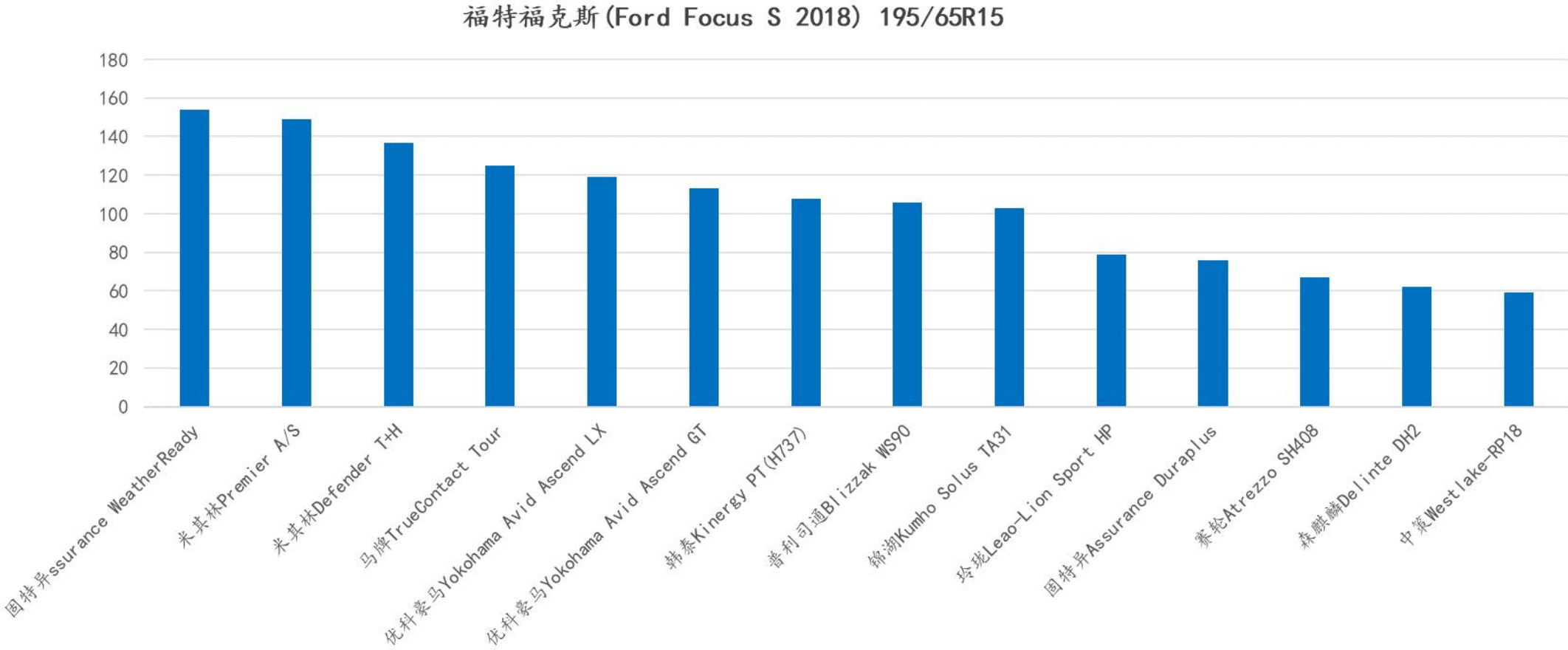
资料来源：各公司公告，国海证券研究所
注：森麒麟的折旧费用来自于制造费用及其他，包括折旧费用和其他费用

图表：别克君威替换轮胎零售价（美元/条）



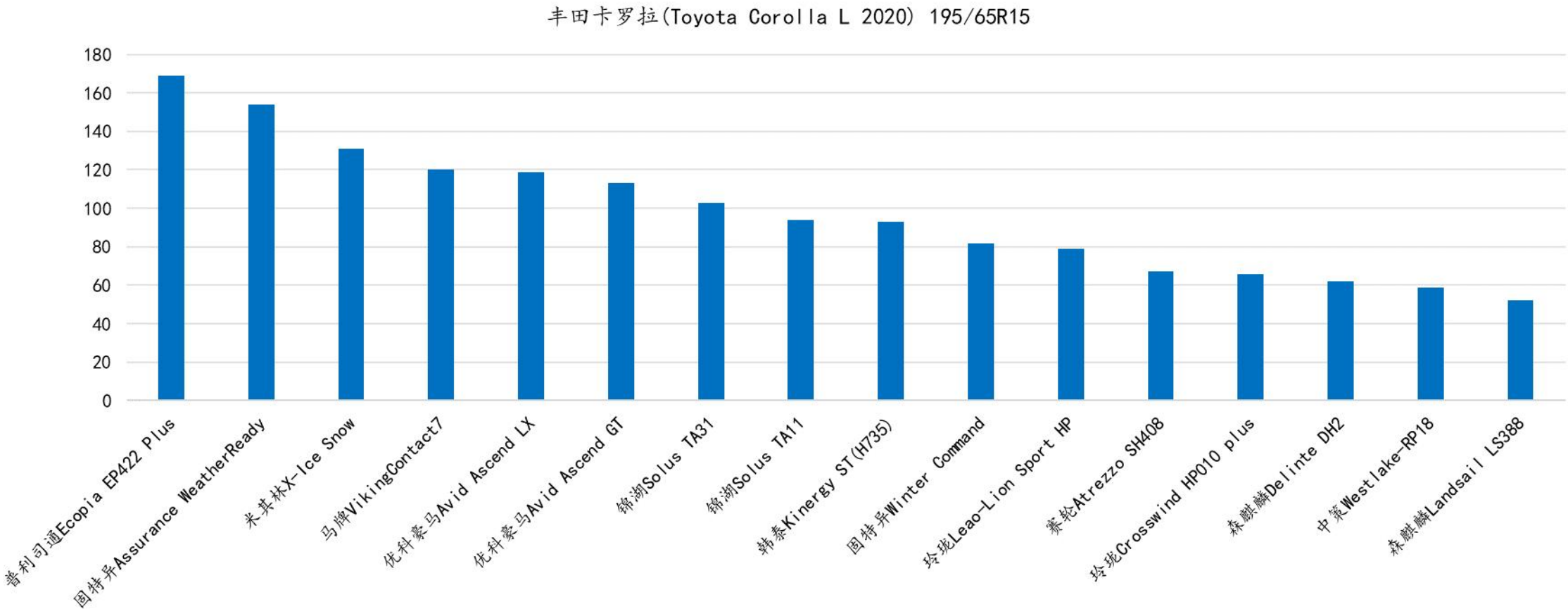
资料来源：Simpletire，国海证券研究所（统计于2024/5/27）

图表：福特福克斯替换轮胎零售价（美元/条）



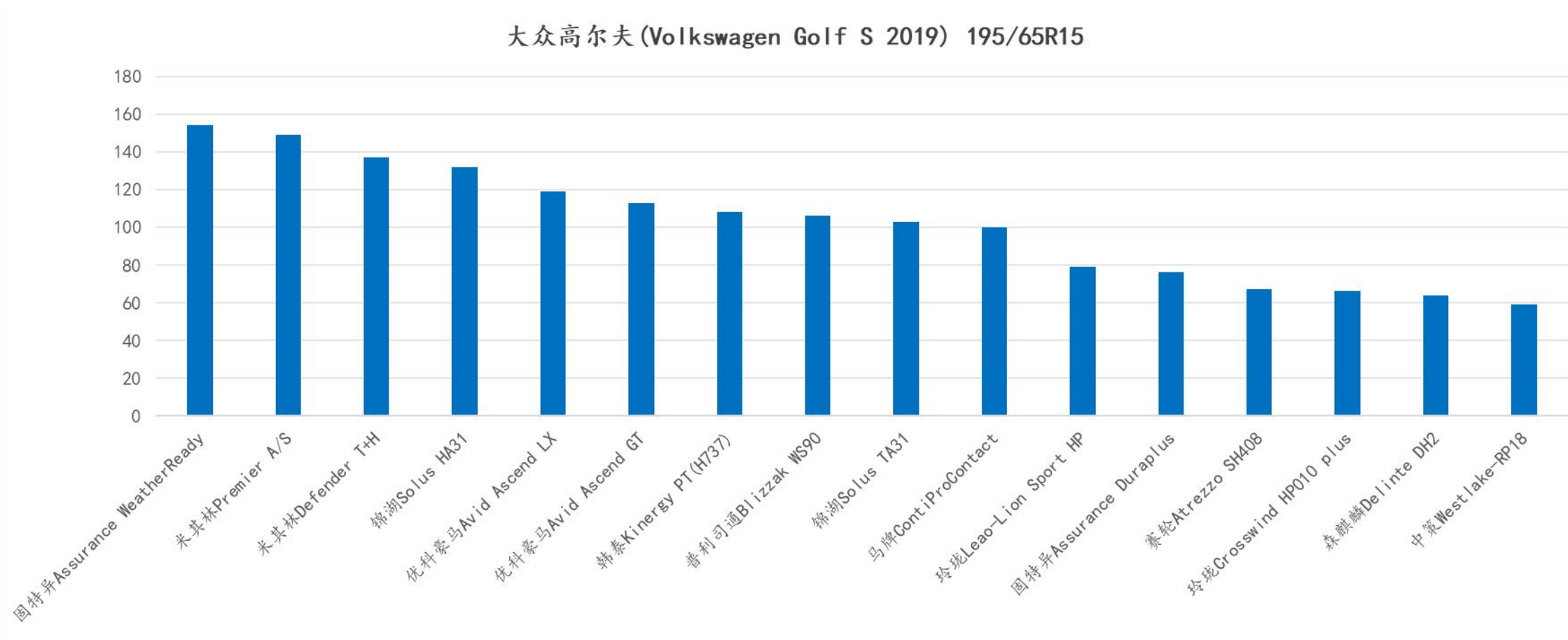
资料来源：Simpletire，国海证券研究所（统计于2024/5/27）

图表：丰田卡罗拉替换轮胎零售价（美元/条）



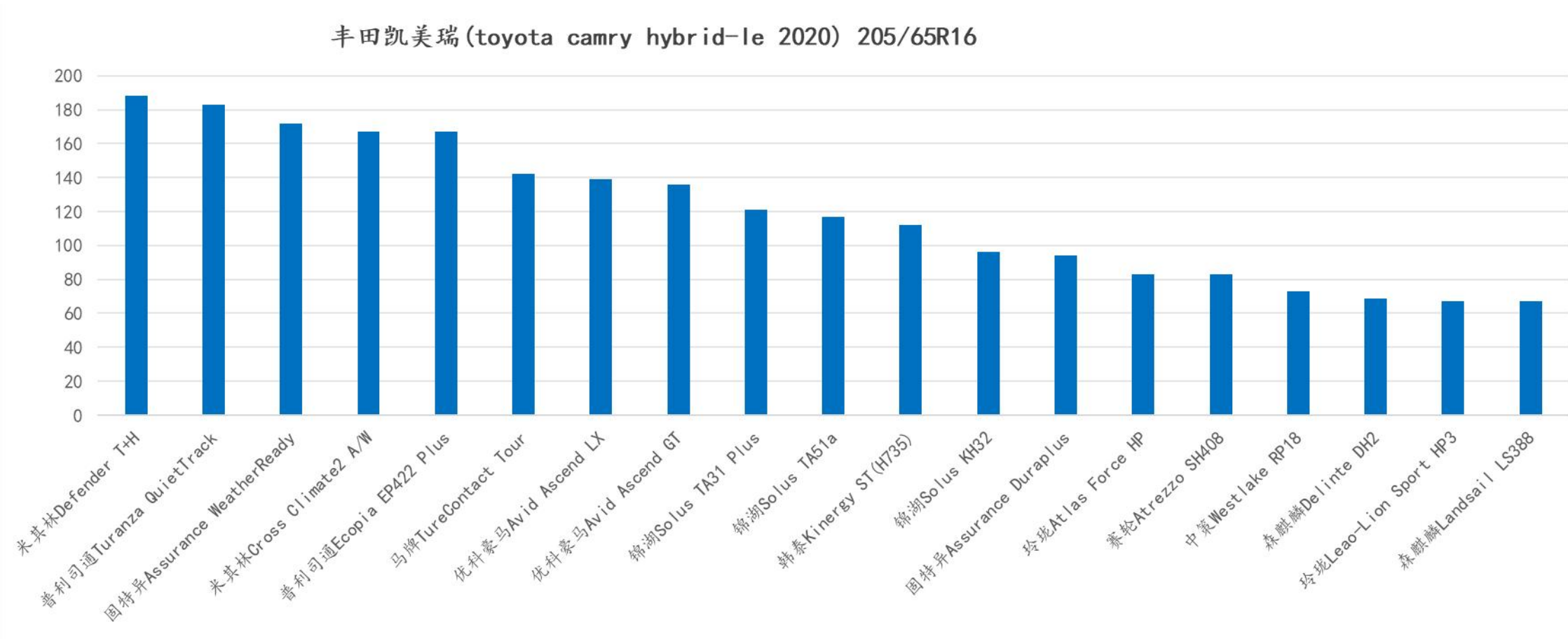
资料来源：Simpletire，国海证券研究所（统计于2024/5/27）

图表：大众高尔夫替换轮胎零售价（美元/条）



资料来源：Simpletire，国海证券研究所（统计于2024/5/27）

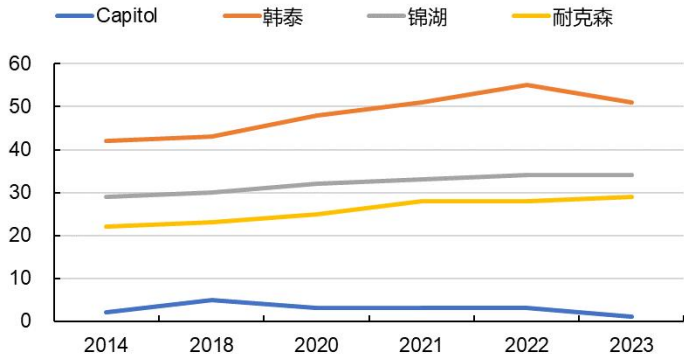
图表：丰田凯美瑞替换轮胎零售价（美元/条）



资料来源：Simpletire，国海证券研究所（统计于2024/5/27）

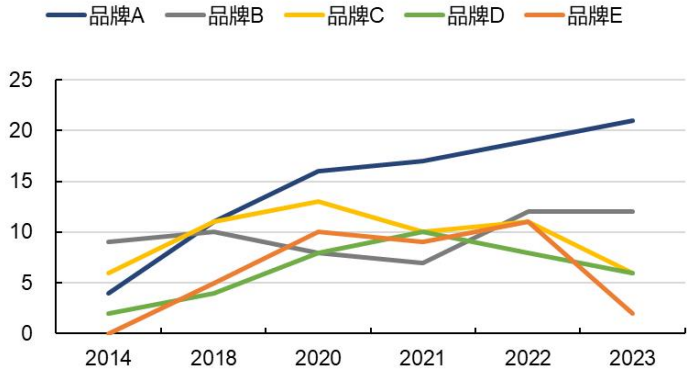
中国大陆轮胎品牌在美前100经销商数呈上升趋势

图表：韩国轮胎品牌在美前100经销商数



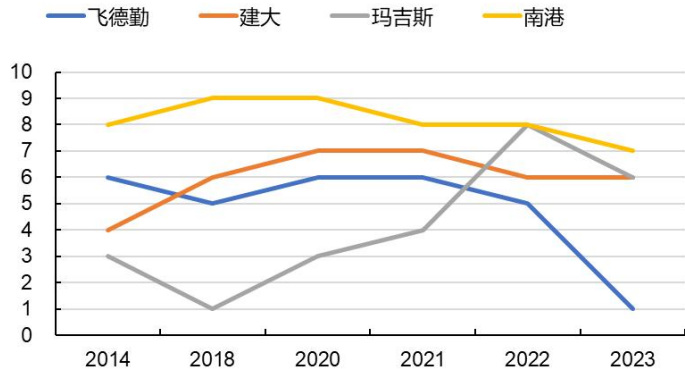
资料来源：MTD，国海证券研究所（截至2023年7月）

图表：中国大陆轮胎品牌在美前100经销商数



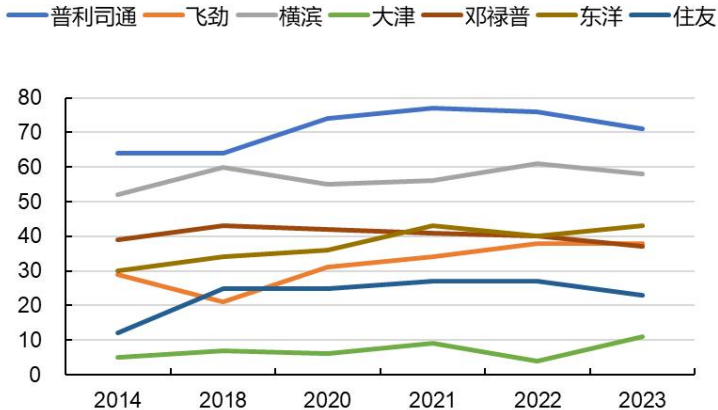
资料来源：MTD，国海证券研究所（截至2023年7月）

图表：中国台湾轮胎品牌在美前100经销商数



资料来源：MTD，国海证券研究所（截至2023年7月）

图表：日本轮胎品牌在美前100经销商数



资料来源：MTD，国海证券研究所（截至2023年7月）

➤ 外资高端车型价格压力较大，而海外轮胎企业在配套端不断提高价格，双方的矛盾加深，预计国产轮胎突破高端车型配套将会加速。

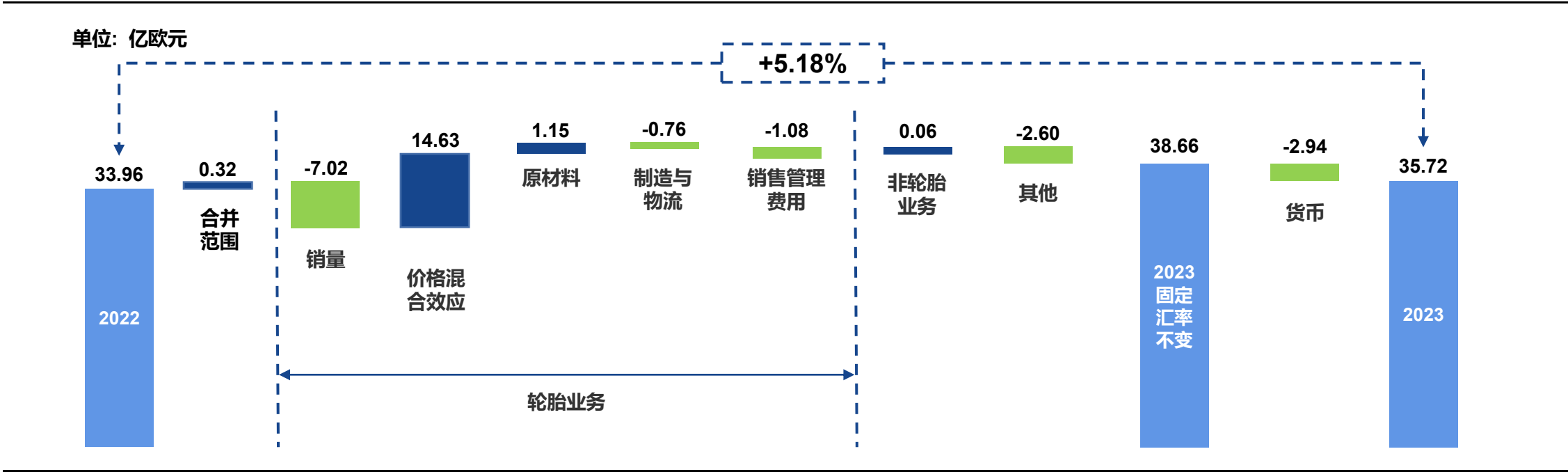
图表：各企业车型配套情况

公司名称	车型配套情况
赛轮轮胎	在配套市场，公司全钢和半钢产品已进入比亚迪、吉利、蔚来、奇瑞、长安、赛力斯、越南 VinFast、北汽、依维柯、中国重汽、宇通、三一、东风等国内外汽车企业的轮胎供应商名录。公司非公路轮胎产品已成功配套卡特彼勒、约翰迪尔、凯斯纽荷兰、英国 JCB、三一重工、同力重工、徐工集团、雷沃重工等国内外知名企业。
森麒麟	公司已成为德国大众集团、德国奥迪汽车、广州汽车、长城汽车、吉利汽车、北汽汽车、奇瑞汽车等整车厂商的合格供应商。
玲珑轮胎	2023 年，公司积极开拓配套中高端市场，与奥迪、宝马、Stellantis、红旗、五菱、比亚迪等主机厂密切合作，在中国、德系、欧系、美系、日系等全球重点车系的配套上均有新的突破。
通用股份	公司开发了千里马 EV、ET 系列绿色轮胎，布局新能源汽车配套领域。
贵州轮胎	公司产品销往全球140多个国家和地区，与国内外众多知名企业建立了配套关系。
三角轮胎	配套市场，公司为中国重汽、陕西重汽、中国一汽、三一集团、东风汽车、宇通集团、金龙集团、江铃集团、江淮集团、上汽通用五菱、郑州日产、吉利、卡特彼勒（中国工厂）、龙工、徐工、山推等 50 多家汽车制造商及 20 多家工程机械制造商提供商用车胎、乘用车胎和工程胎的配套服务。
浦林成山	2023年，商用车配套方面，公司成功取得合资品牌江铃福特全顺的配套项目，同时进入一汽青岛解放配套体系；乘用车方面，正式进入长城欧拉主胎供应体系。截至2023年底，公司共进入63家汽车制造商的供货商体系。
风神股份	公司是徐工、三一等国内工程机械车辆生产厂家的战略供应商，是沃尔沃、卡特彼勒等全球建筑设备企业轮胎配套产品供应商。
青岛双星	公司配套市场已进入奇瑞、吉利、比亚迪配套体系。

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

- 2023年，米其林分部营业利润同比上升5.18%，原因包括价格混合效应带来的正面影响：利用产品价格上涨帮助部分抵消了通货膨胀的不利影响；乘用车18英寸以上轮胎销量的持续增长改善了产品销售结构；以及原材料采购成本下降。
- 销量降低、产能低效利用使米其林分部营业利润减少7.02亿欧元，此外，通货膨胀带来销售管理费用的增长，欧元对美元、土耳其里拉、阿根廷比索等大多数主要经营货币的升值也使分部营业利润有所降低。

图表：米其林2023分部营业利润（Segment Operating Income）变化因素分析

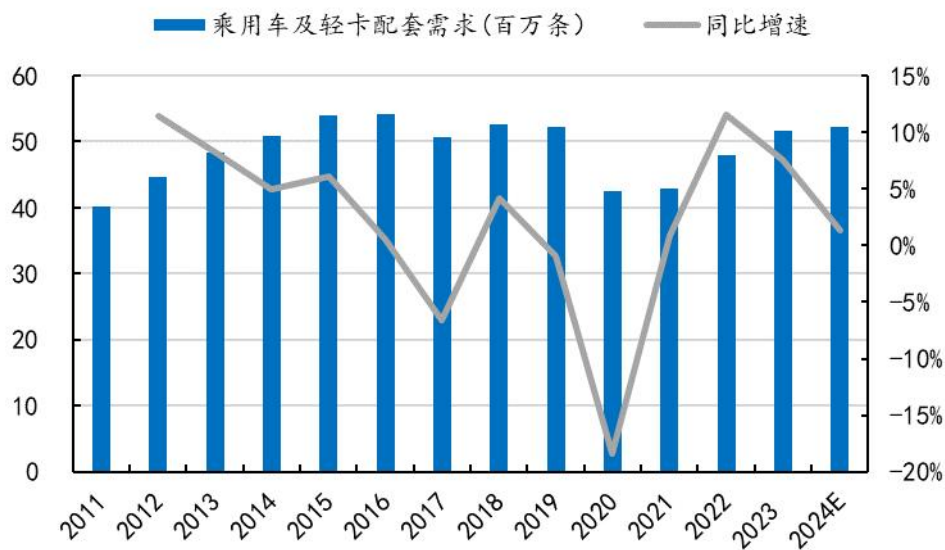


资料来源：米其林公司公告，国海证券研究所

预计2024年美国乘用车胎需求小幅提升

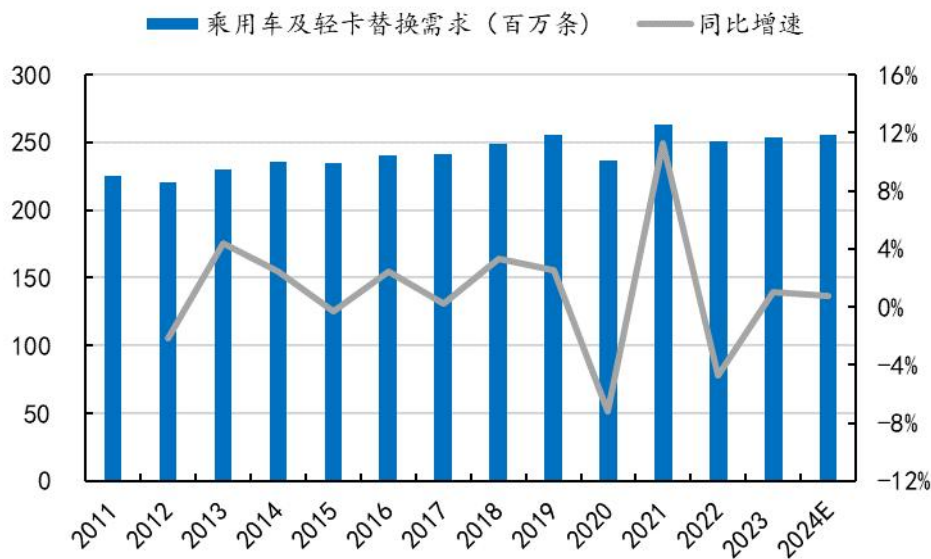
- 据美国轮胎制造商协会预测，与2023年相比，预计2024年乘用车、轻型卡车配套出货量将分别增长1.4%、2.6%。而替换市场乘用车、轻型卡车的出货量预计分别增长0.5%、2.8%。

图：美国市场乘用车及轻卡车胎配套需求及预测



资料来源：USTMA，国海证券研究所

图：美国市场乘用车及轻卡车胎替换需求及预测



资料来源：USTMA，国海证券研究所

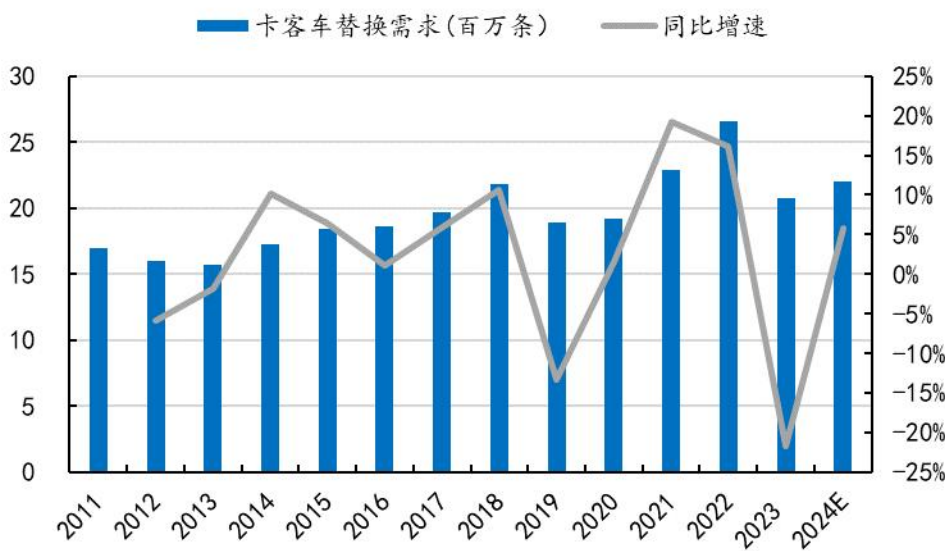
- 据美国轮胎制造商协会预测，与2023年相比，预计2024年卡车轮胎的配套出货量将下降3.3%，而替换市场卡车轮胎的出货量预计将增加5.9%。

图：美国市场全钢胎配套需求及预测



资料来源：USTMA，国海证券研究所

图：美国市场全钢胎替换需求及预测

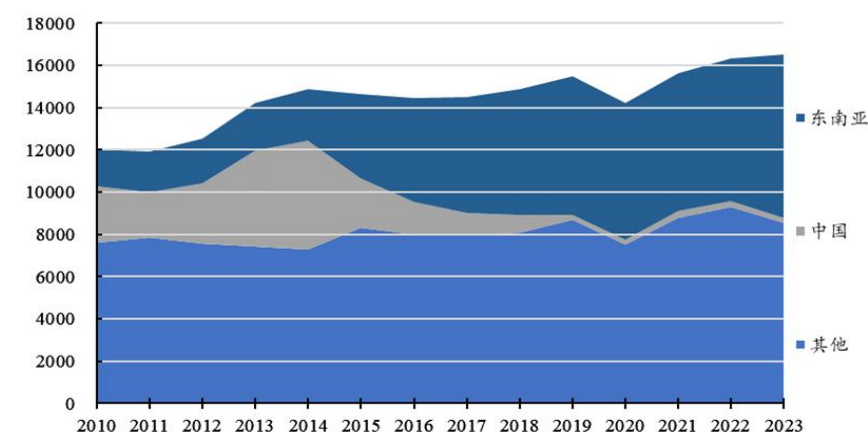


资料来源：USTMA，国海证券研究所

美国自东南亚进口量弥补了自中国大陆的进口量

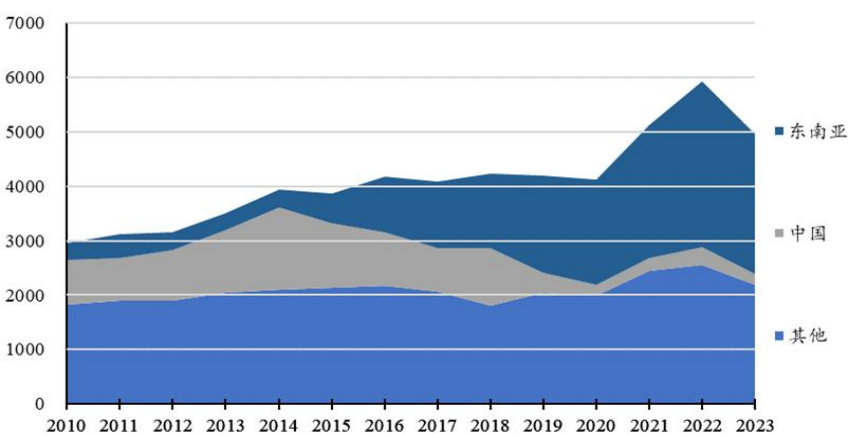
- 2014年，美国商务部对中国轮胎展开反倾销和反补贴“双反”调查。裁定结果认定我国半钢轮胎存在倾销和补贴行为，并对我国征收高额惩罚性关税。
- 2019年之后，由于中国轮胎企业在东南亚设立工厂，美国来自中国的进口量大幅下降，自东南亚进口量快速增长。
- 据USITC，2023年，美国乘用车胎进口量为1.7亿条，同比+1.2%，自东南亚进口0.78亿条，同比+15.1%，自中国进口0.02亿条，同比-16.8%。
- 据USITC，2023年，美国卡客车胎进口量为0.5亿条，同比-16.2%，自东南亚进口0.26亿条，同比-15.4%，自中国进口0.02亿条，同比-39.6%。

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：美国卡客车胎进口量变化（万条）

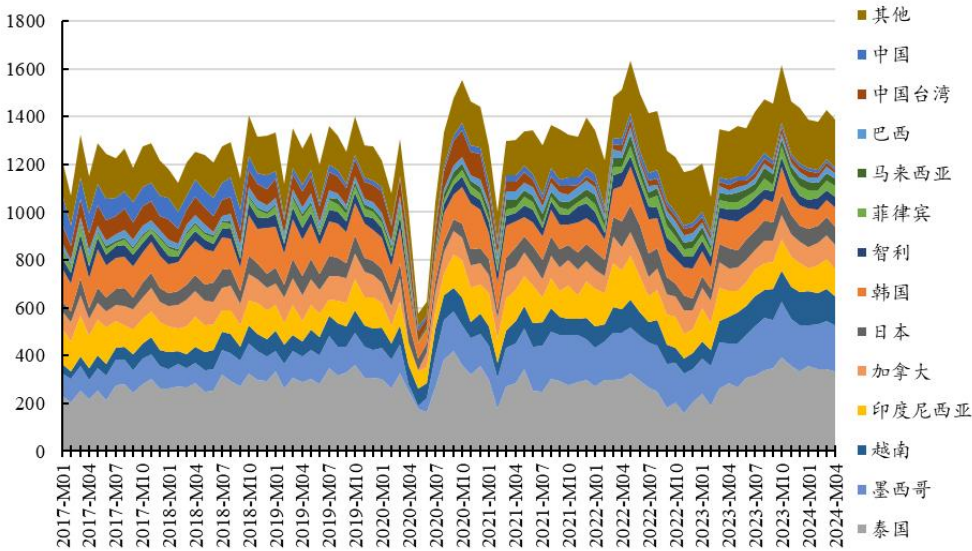


资料来源：USITC，国海证券研究所

2024年1-4月美国乘用车胎进口量同比+12.7%

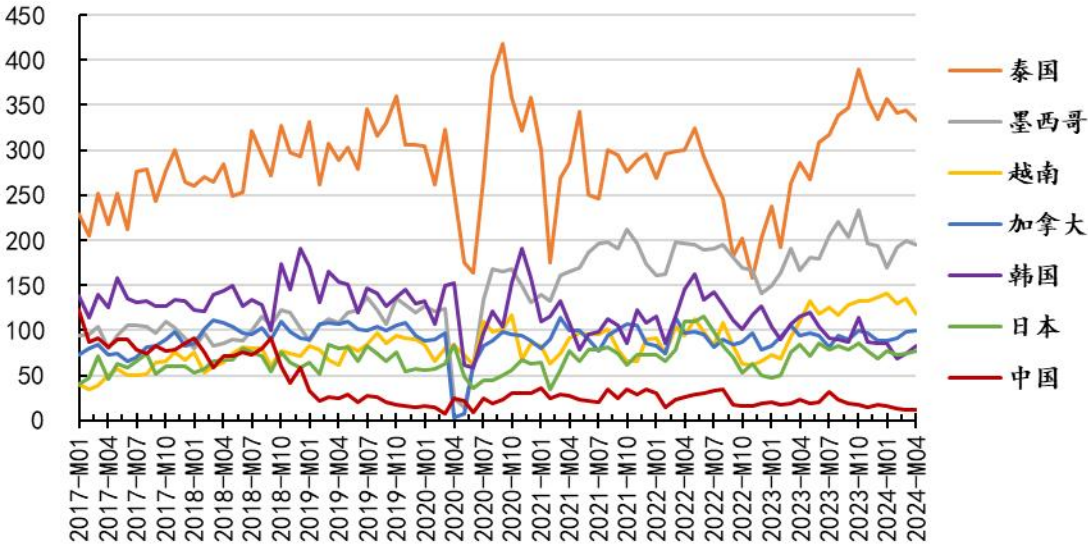
- 2022年6月份左右，由于海运拥堵缓解，海运费价格大幅回调，轮胎集中到港，导致美国轮胎库存较高，2022年下半年进入持续去库存阶段。
- 2023年，美国由于新车需求强劲，下半年库存水平基本恢复正常，全年进口量增加。
- 据USITC，2024年1-4月，乘用车胎进口量为5582万条，同比2023年同期+12.7%；2024年4月，乘用车胎进口量为1387万条，同比+3.6%，环比-3.0%。

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）

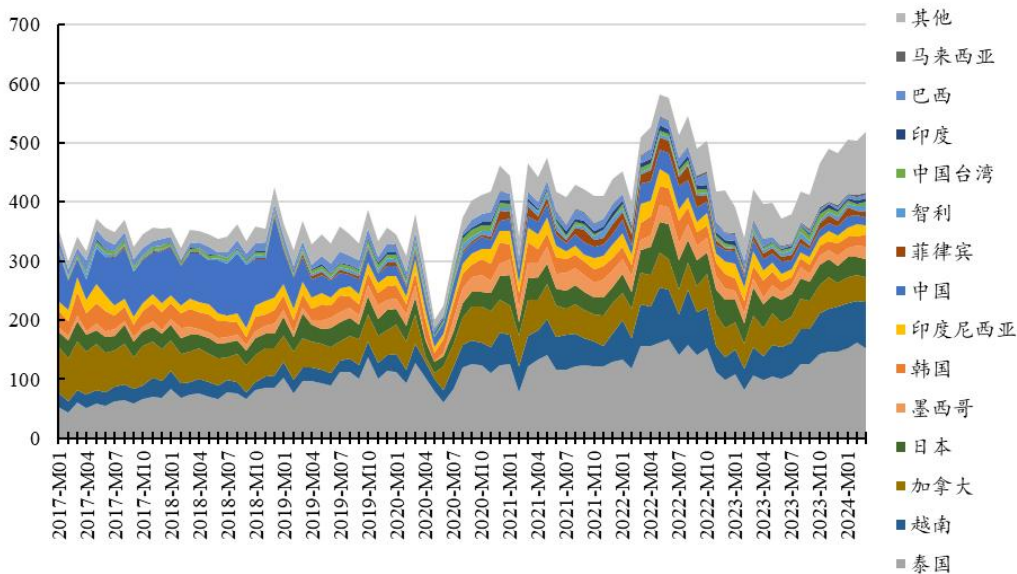


资料来源：USITC，国海证券研究所

2024年1-4月美国卡客车胎进口量同比+32.3%

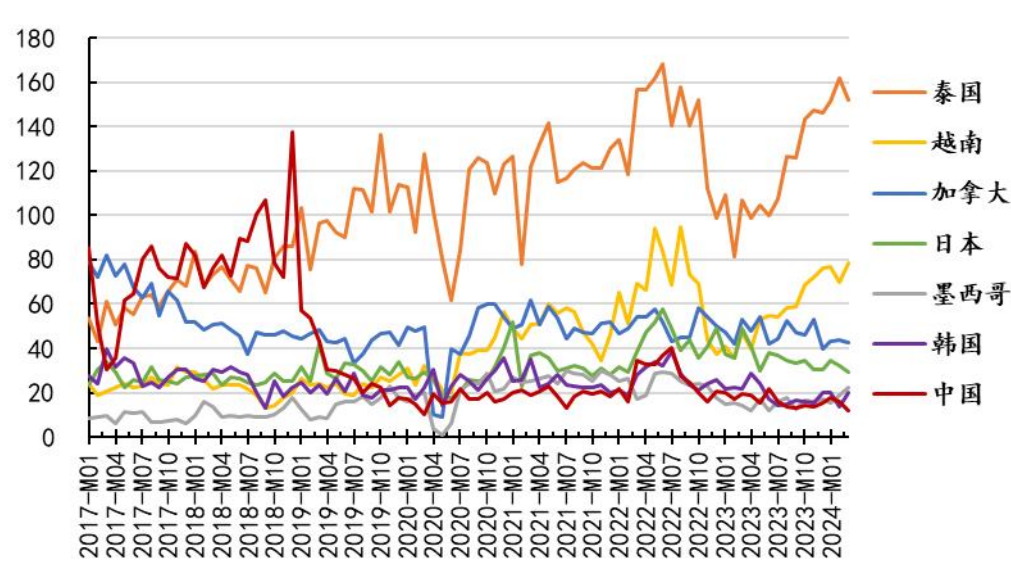
- 2022年下半年，受海运费大幅下行影响，美国卡客车胎进口量大幅萎缩。
- 2023年受经销商、车队的大规模去库存影响，卡客车胎进口量减少，年底库存恢复至正常水平。
- 据USITC，2024年1-4月，卡客车胎进口量为2046万条，同比2023年同期+32.3%；2024年4月，卡客车胎进口量为521万条，同比+31.2%，环比+0.4%。

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）

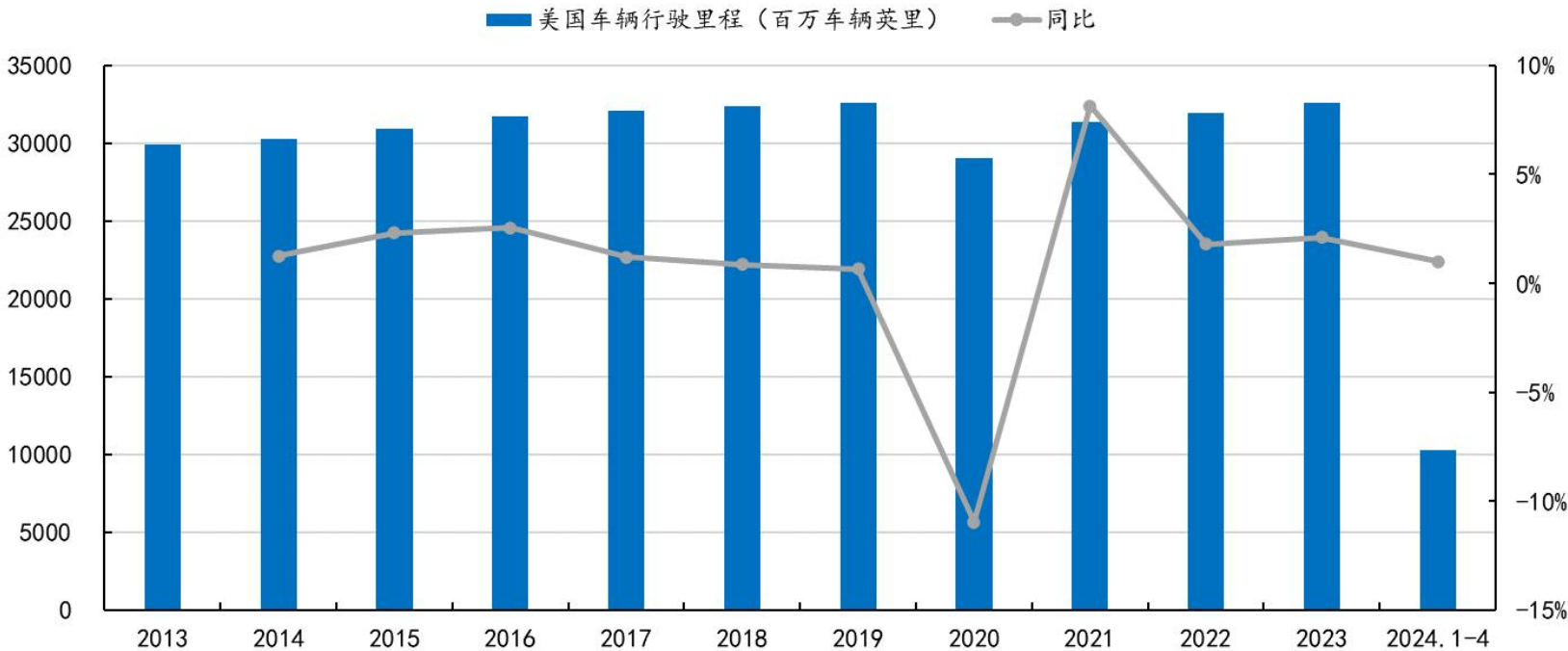


资料来源：USITC，国海证券研究所

美国车辆行驶里程数逐渐恢复

- 2020年，受疫情影响，美国车辆行驶里程数大幅降低。据美国联邦公路局，2020年，美国车辆行驶里程数约为290.36亿车辆英里，同比-10.98%。
- 2021-2023年，美国车辆行驶里程逐渐恢复。2023年车辆行驶里程数约为326.34亿车辆英里，同比+2.10%。
- 2024年1-4月，美国车辆行驶里程数约为102.66亿车辆英里，同比上年+0.99%。

图表：2023年美国车辆行驶里程数同比+2.10%



资料来源：美国联邦公路局，国海证券研究所

“双反” 税率复审终裁结果发布， 泰国出口美国关税下降

- 2023年7月27日，美国商务部对外发布对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销税行政复议初裁结果，初步审查结果：森麒麟泰国税率为1.24%；另一家强制应诉企业日本住友轮胎（泰国公司）税率为6.16%；其他泰国出口美国的轮胎企业税率为4.52%。
2024年1月25日，复审终裁结果确认，与初裁结果保持一致。
- 2024年5月15日，美国商务部发布了对泰国卡客车轮胎反倾销初步裁决，认为进口自泰国的卡客车轮胎在美国以低于公平价值的价格销售，并初步裁定倾销幅度如下：浦林成山（泰国）有限公司0%，普利司通及其他企业为2.35%。

图表：各国家或地区出口至美国的半钢轮胎双反关税情况

国家/地区/企业		反倾销税率		反补贴税率	
越南	美国商务部撤销调查			赛轮	6.23%
				锦湖	7.89%
				其他	6.46%
泰国	玲珑轮胎泰国工厂	4.52%	无		
	住友橡胶泰国工厂	6.16%			
	森麒麟泰国工厂	1.24%			
	其他轮胎公司	4.52%			
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	19.45%			
	耐克森轮胎	4.23%			
	其他轮胎公司	12.61%			

资料来源：联邦公报，国海证券研究所（统计时间为2024年6月）

图表：泰国出口至美国的全钢轮胎反倾销税率情况

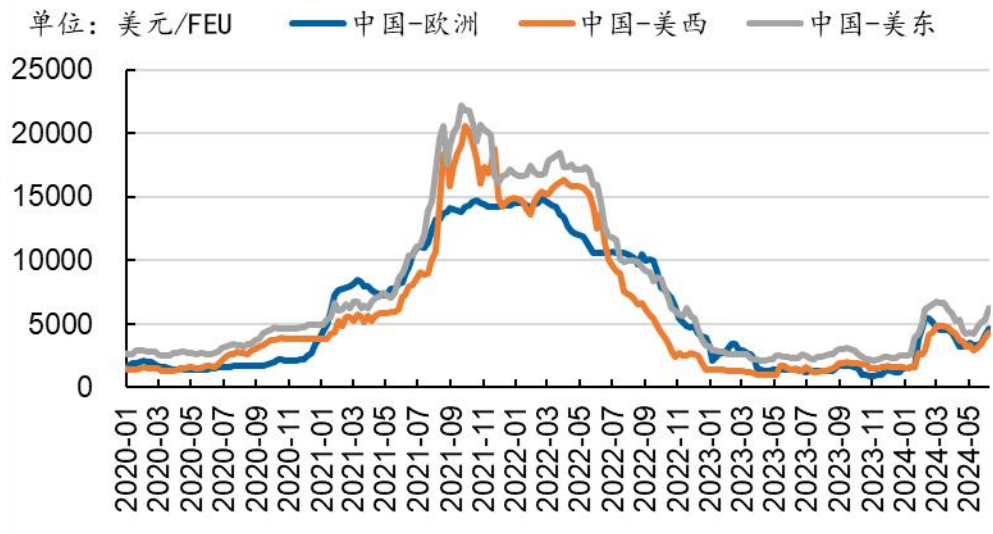
国家/地区/企业	反倾销税率	
泰国	浦林成山泰国工厂	0%
	普利司通泰国工厂	2.35%
	其他轮胎公司	2.35%

资料来源：美国商务部，国海证券研究所（统计时间为2024年6月）

海运费近期大幅上涨，主要为下游客户承担

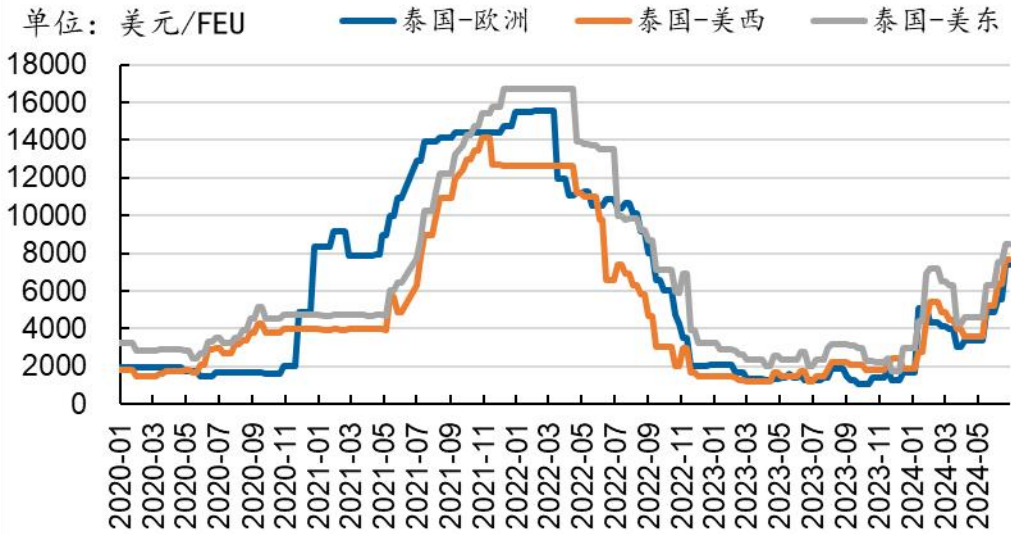
- 由于疫情、俄乌冲突等因素，2021-2022年上半年海运价格急剧上涨，但2022年下半年急速回落，2023年，海运费价格基本已经恢复至2020年初的水平，海外订单和出口逐步回暖。
- 2024年一季度，由于欧美需求转好及地缘冲突等影响，海运价格有所回升。截至2024年6月28日，泰国到美西港口海运费为7700美元/FEU；泰国到美东港口海运费为8500美元/FEU；泰国到欧洲海运费为7402美元/FEU。

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

单条轮胎运费同比上升

- 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2024年6月21日，泰国至美东单条轮胎运费10.63美元，相比去年同期+314.63%，增幅约为8.06美元/条。

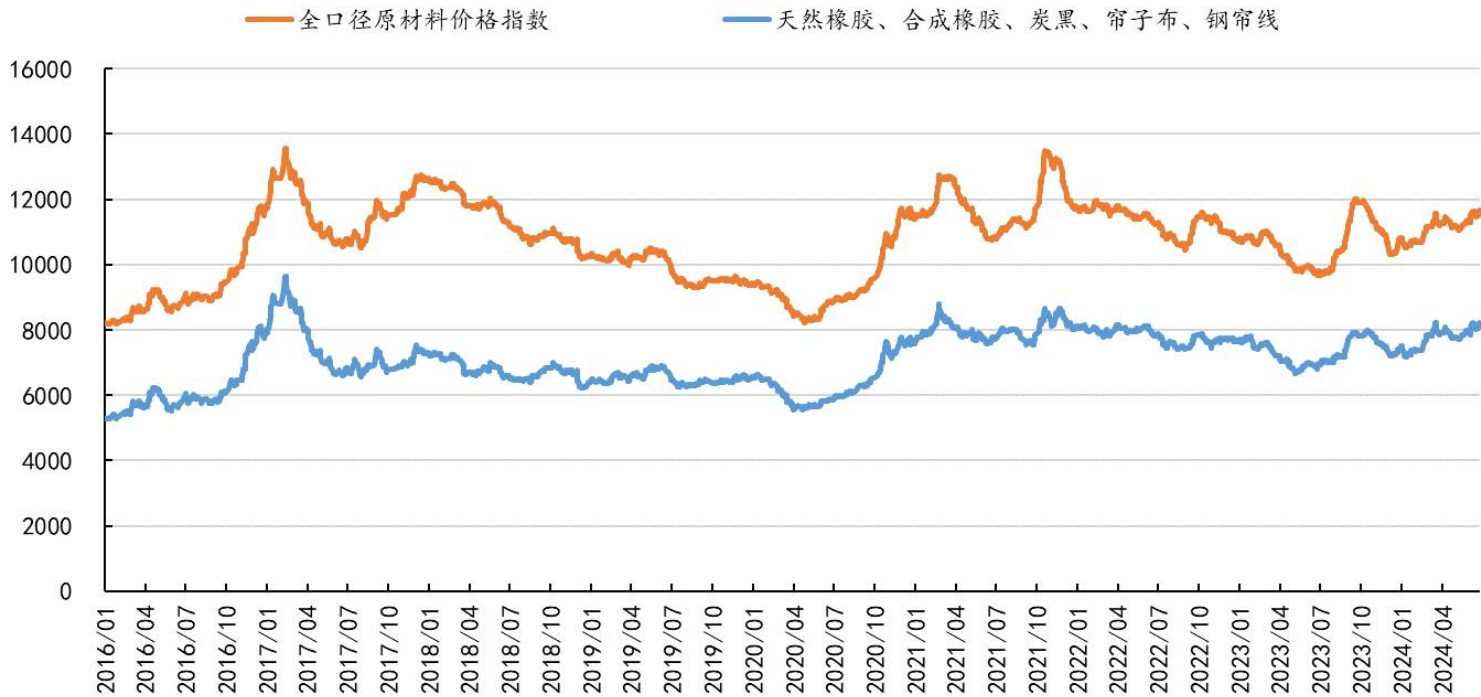
图表：泰国-美东单条轮胎海运费



资料来源： TNSC，国海证券研究所

- 受原材料价格上涨影响，2024年Q2季度轮胎原材料综合指数均值为11325，相比去年同期+13.31%，环比上季度+3.81%。
- 截至2024年6月28日，轮胎全口径原材料综合指数为11616，相比去年同期+20.06%，环比上月+3.71%。

图表：原材料价格指数



资料来源：，卓创资讯，国海证券研究所

橡胶、防老剂价格同比大幅上涨

- 天然橡胶、合成橡胶价格同比上升。截至2024年6月28日，天然橡胶价格（不含税）为12743.36元/吨，同比+23.08%，环比上月-0.69%；顺丁橡胶价格（不含税）为13451.33元/吨，同比+52.76%，环比上月+13.43%；丁苯橡胶价格（不含税）为13716.81元/吨，同比+40.91%，环比上月+15.24%。
- 另外，防老剂价格同比大幅上涨，截至2024年6月28日，防老剂价格为14115.04元/吨，同比+38.10%，环比上月+7.41%。

图表：天然橡胶价格（不含税）



资料来源：，国海证券研究所

图表：丁苯橡胶价格（不含税）



资料来源：，国海证券研究所

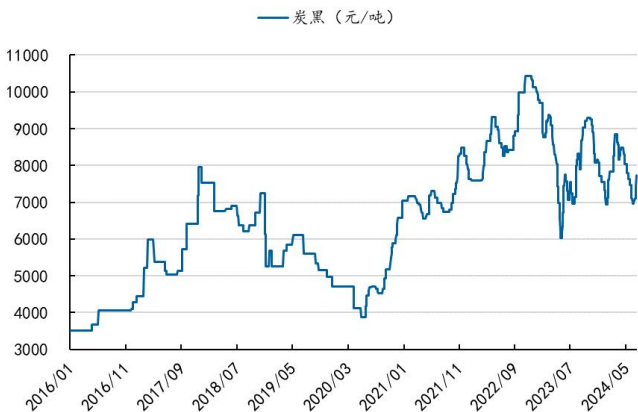
图表：顺丁橡胶价格（不含税）



资料来源：，国海证券研究所

橡胶、防老剂价格同比大幅上涨

图表：炭黑价格（不含税）



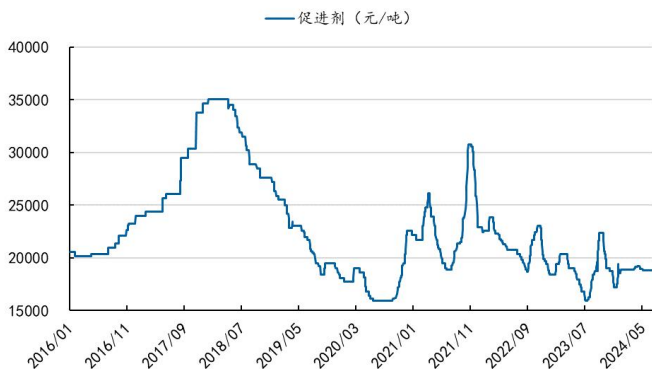
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：氧化锌价格（不含税）



资料来源：，国海证券研究所

图表：促进剂价格（不含税）



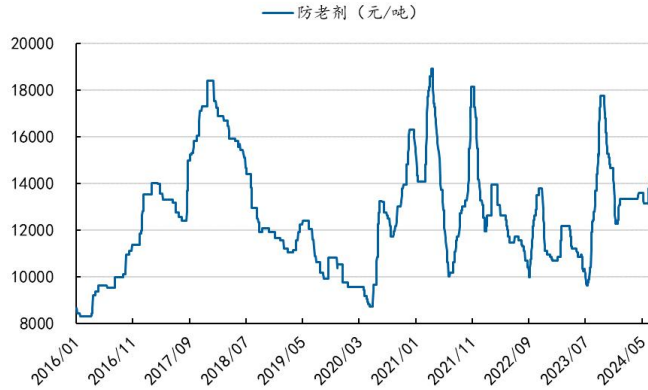
资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

图表：普钢:线材价格（不含税）



资料来源：，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：，国海证券研究所

- ◆海外基地：国际化空间广阔，高端化拉开帷幕
- ◆中国基地：全球汽车行业复苏，中国基地出口有望增加
- ◆国内全钢：商用车市场终端需求回暖，全钢胎需求有望增加
- ◆国内半钢：乘用车产销保持高增，带动半钢胎需求提升
- ◆投资建议及风险提示

- 国内轮胎基地产能增加，出口量有望提升。中国轮胎基地出口目的地为欧洲、东南亚、非洲等地区。我们预计至2025年，国内轮胎基地半钢胎新增产能3833万条，全钢胎新增产能715万条，与欧洲本土产量和欧洲自发达地区的进口量之和相比，具有较大成长空间。
- 2024年我国轮胎出口量同比增加。2024年1-5月，我国半钢轮胎累计出口量约为1.38亿条，同比+14.59%；全钢轮胎累计出口量约为0.50亿条，同比+2.51%。
- 2024年欧盟轮胎进口量增加。据欧盟统计局，2024年1-4月，欧盟乘用车胎进口量约为39.9万吨，同比+12.50%，其中，4月欧盟乘用车胎进口量约为12.3万吨，同比+30.62%，环比+23.91%。2024年1-4月，欧盟卡客车胎进口量约为18.7万吨，同比-0.84%。其中，4月欧盟卡客车胎进口量约为5.2万吨，同比+10.78%，环比+15.84%。
- 2024Q1欧盟乘用车及商用车新车注册量同比增加。据欧洲汽车制造商协会官网，2024年1-4月，欧盟乘用车新注册量为369.12万辆，同比+6.58%；2024Q1，欧盟商用车注册量49.49万辆，同比+10.14%。
- 2023年全球汽车产销量均同比增长。据OICA数据，2023年全球汽车产量达9272.47万辆，同比+11.89%；2023年全球汽车销量达9354.66万辆，同比+10.03%。

图表：中国轮胎企业国内在建产能统计（截至2024年5月）

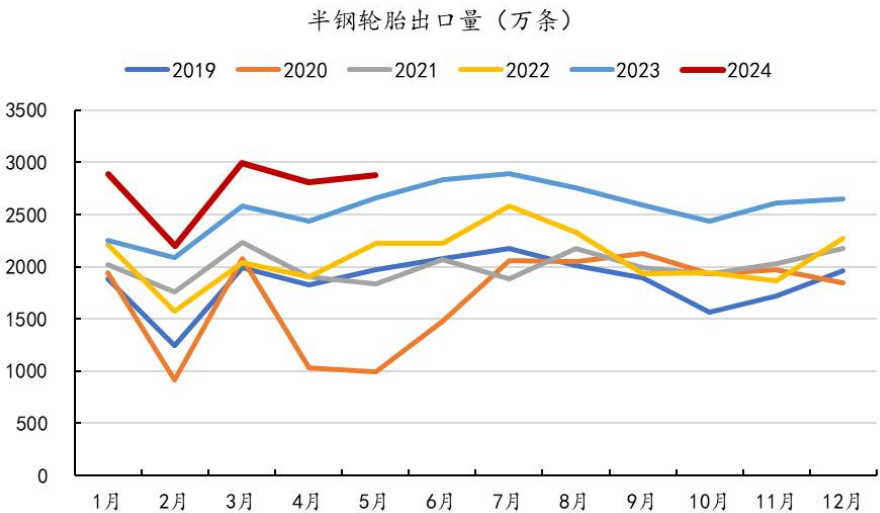
公司名称	项目地点	半钢胎（万条/年）	全钢胎（万条/年）	预计投产时间
玲珑轮胎	湖北	300		2024
	吉林	450		2024
	德州	100		2024
赛轮轮胎	青岛		25	2024
	东营	250		2024
通用股份	无锡	900		2025
浦林成山	山东	33		2024
建新轮胎	福建		150	2025
三元轮胎	江苏宿迁		240	2024
万力轮胎	广州从化	600		2025
优越橡胶	山东	1200	300	2024
未投产项目合计		3833	715	
2026年预计出口供给增量		2300	429	
潜在市场空间		37168	2296	

资料来源：各公司公告，炭黑产业网，轮胎世界网，国海证券研究所
注：出口供给增量=未投产项目*65%，出口市场空间为2023年欧洲本土产量加上来自韩国、土耳其、塞尔维亚、日本、英国、美国等进口量。

2024年我国轮胎出口量同比增加

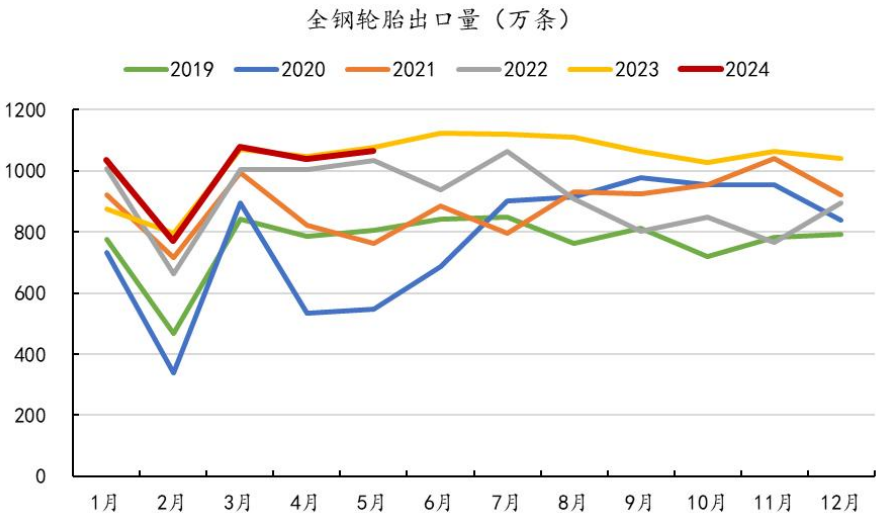
- 2024年1-5月，我国半钢轮胎累计出口量约为1.38亿条，同比+14.59%；其中5月，我国半钢胎出口0.29亿条，同比+7.91%，环比+2.45%。
- 2024年1-5月，我国全钢轮胎累计出口量约为0.50亿条，同比+2.51%；其中5月，我国全钢胎出口0.11亿条，同比-1.09%，环比+2.76%。

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

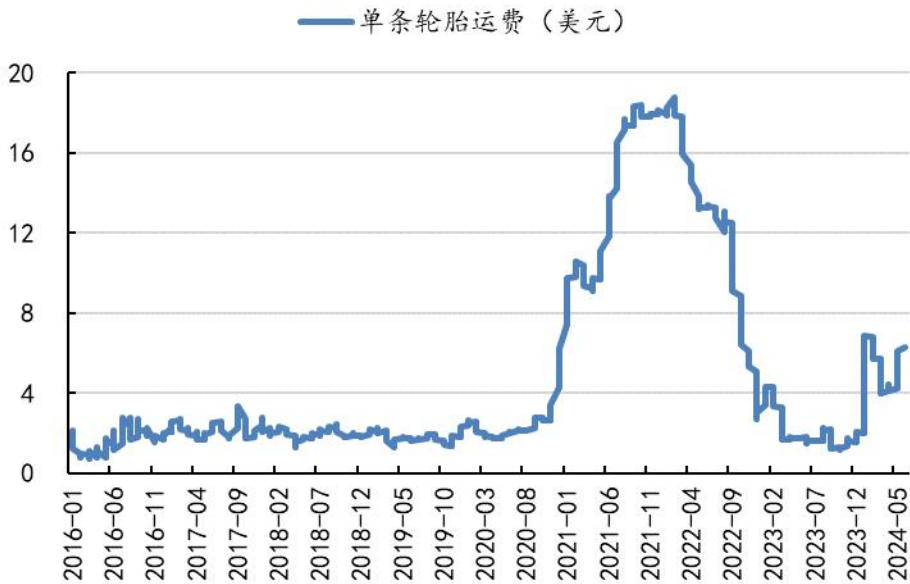


资料来源：海关总署，国海证券研究所

单条轮胎运费同比上涨

- 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2024年6月7日，中国至欧洲单条轮胎运费为6.28美元，同比上涨280.63%，涨幅约4.63美元。

图表：中国-欧洲单个轮胎海运费中国

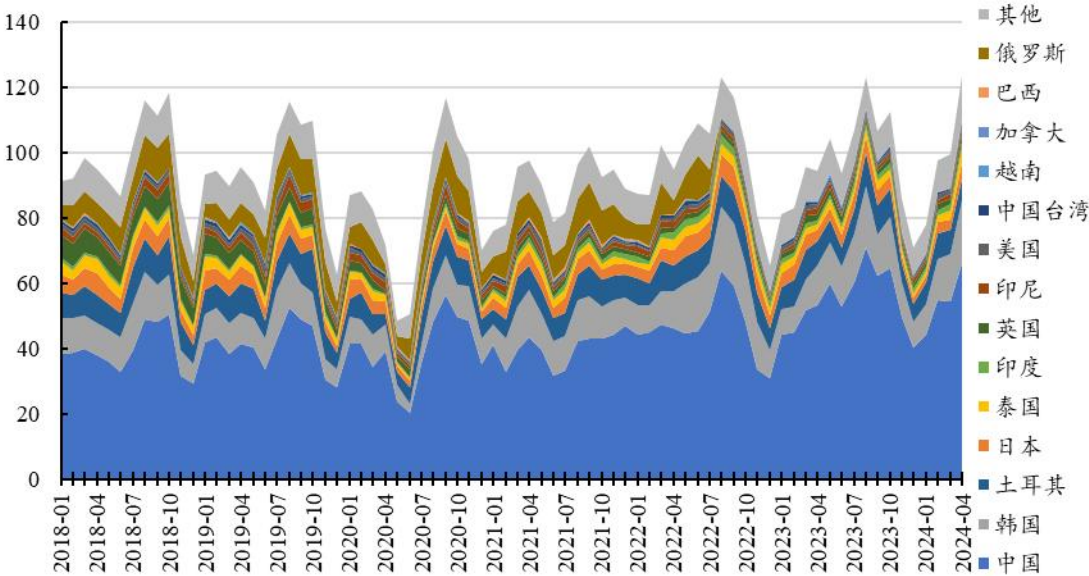


资料来源： Bloomberg，国海证券研究所

2024年4月欧盟乘用车胎进口量同环比大增

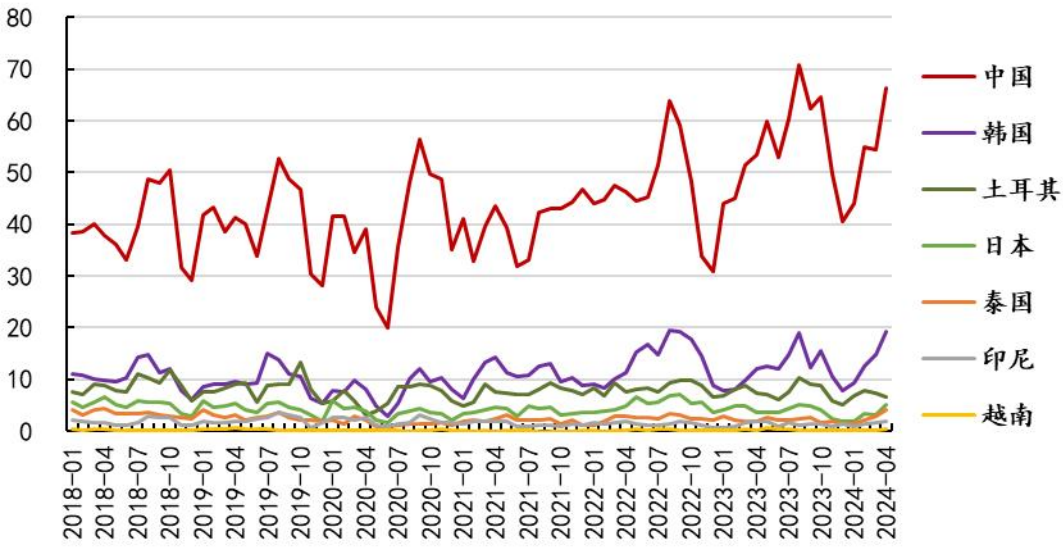
- 据ETRMA，自2023年四季度开始，由于冬季轮胎销售的推动，乘用车胎销量开始复苏。2024年一季度欧洲替换胎市场，乘用车胎销量同比增加3%至5624.4万条。
- 据欧盟统计局，2024年1-4月，欧盟乘用车胎进口量约为39.9万吨，同比+12.50%。其中，4月欧盟乘用车胎进口量约为12.3万吨，同比+30.62%，环比+23.91%。

图表：欧盟乘用车胎进口数量（千吨）



资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

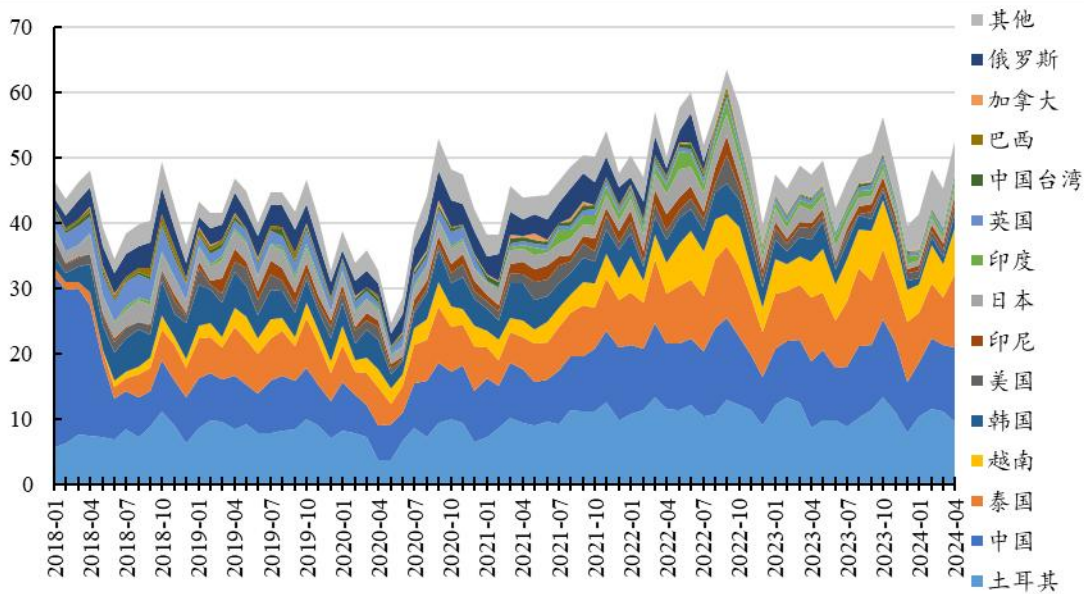
图表：欧盟乘用车胎进口量变化（千吨）



资料来源：欧盟统计局，国海证券研究所

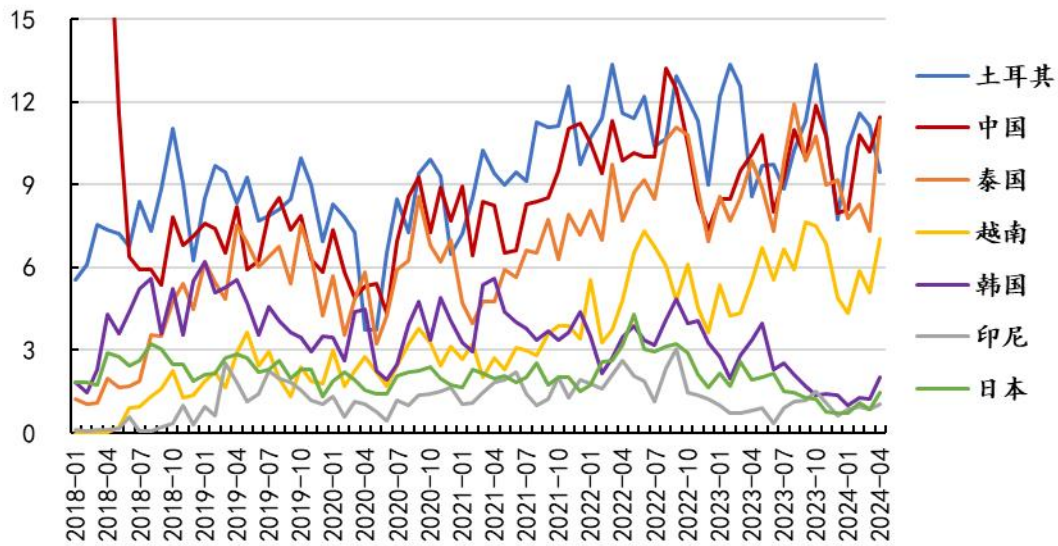
- 据ETRMA，2024年一季度欧洲替换胎市场，卡客车胎销量同比降8%至276.3万条。
- 据欧盟统计局，2024年1-4月，欧盟卡客车胎进口量约为18.7万吨，同比-0.84%。其中，4月欧盟卡客车胎进口量约为5.2万吨，同比+10.78%，环比+15.84%。

图表：欧盟卡客车胎进口数量（千吨）



资料来源：欧盟统计局，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：欧盟统计局，国海证券研究所

- 2023年4月4日，欧盟委员会发布（EU）2023/737法规，确定对“原产于中华人民共和国的，载重指数超过121的，用于公共汽车或卡车的，新的或翻新的橡胶充气轮胎”，在进口时重新征收反倾销税。
- 近几年，以美国、欧盟等国家和地区为代表，多次向中国轮胎行业发起“双反”调查，国际贸易摩擦日益增多。未来中国轮胎企业的出口仍然面临众多挑战，不排除欧盟等地区仍将会采取贸易保护措施，需警惕欧洲半钢胎的贸易风险。

图表：中国大陆出口至欧盟的全钢轮胎双反关税情况

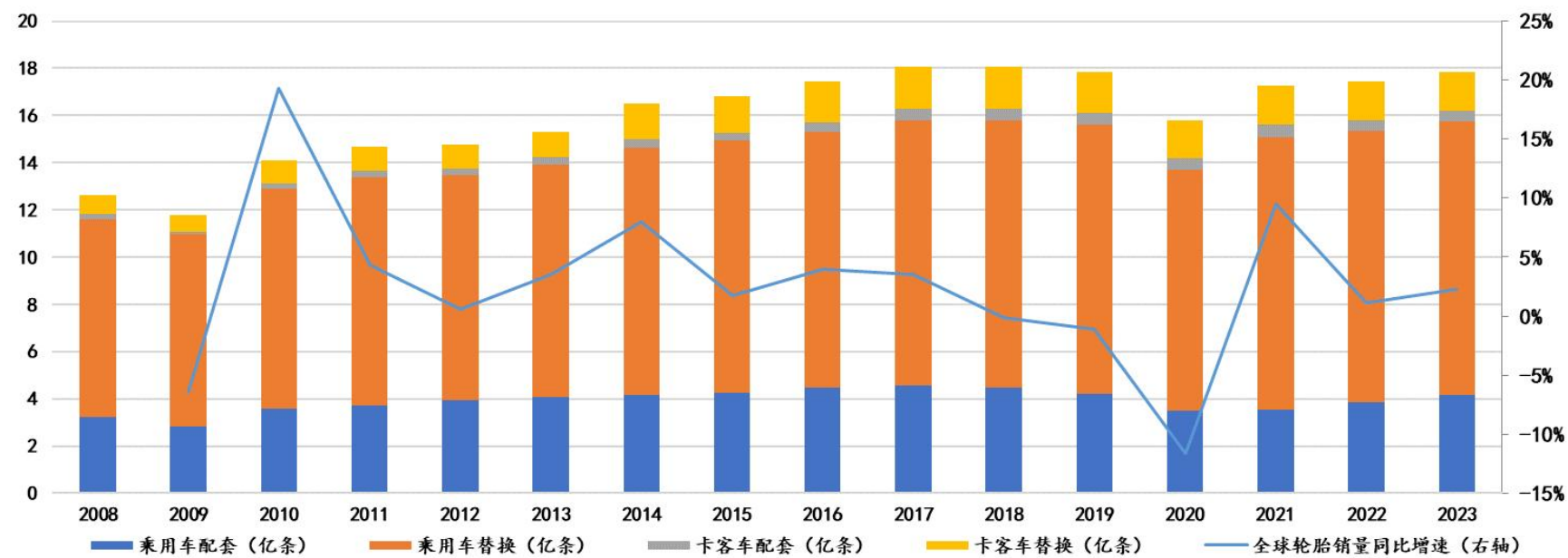
公司	反补贴税	反倾销税
佳通轮胎	7.74%	20.77%
韩泰轮胎	2.06%	8.25%
风神/倍耐力	27.56%	0
中策橡胶	51.08%	0
跃龙橡胶/万力轮胎	51.08%	3.99%
其他公司	18.01%	5.14%

资料来源：EUR-Lex，国海证券研究所

2023年全球轮胎销量同比+2.3%

- 据米其林公告，2023年全球轮胎总销量为17.85亿条，同比+2.3%；其中乘用车胎为15.73亿条，同比+2.48%，卡客车胎为2.12亿条，同比+0.62%。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88.14%。2008-2023年，全球轮胎销量年均复合增速为2.3%，同期乘用车胎销量年均复合增速为2.0%，同期卡客车胎年均复合增速为5.2%。
- 2023年欧洲乘用车胎销量约4.54亿条，同比-1.30%，其中配套销量0.83亿条，同比+10.67%，替换销量3.71亿条，同比-3.64%；2023年欧洲卡客车胎销量约0.33亿条，同比-4.91%，其中配套销量0.07亿条，同比+4.23%，替换销量0.26亿条，同比-7.27%。

图表：全球轮胎消费市场情况（按类型）

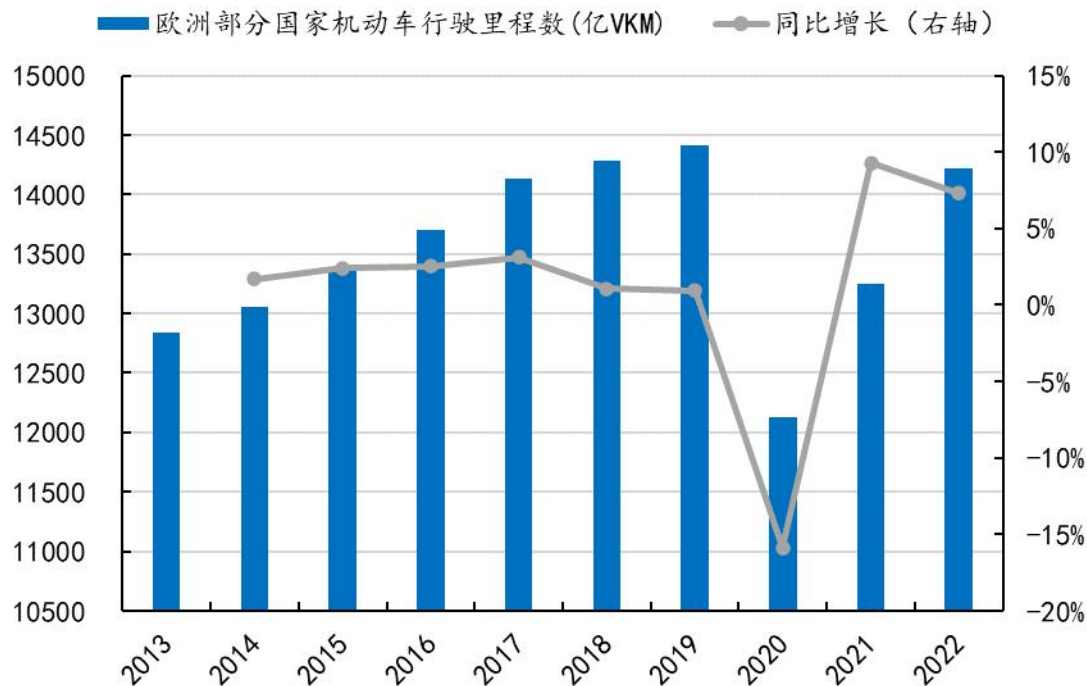


资料来源：米其林公司公告，国海证券研究所

2022年欧洲机动车行驶里程数逐渐恢复

- 2020年，受疫情影响，欧洲机动车行驶里程数大幅降低，据欧盟统计局，2020年，欧洲部分国家机动车行驶公里数为12126亿车辆公里，同比-15.89%。2021-2022年逐年恢复，2022年行驶公里数为14217亿车辆公里，同比+7.29%。

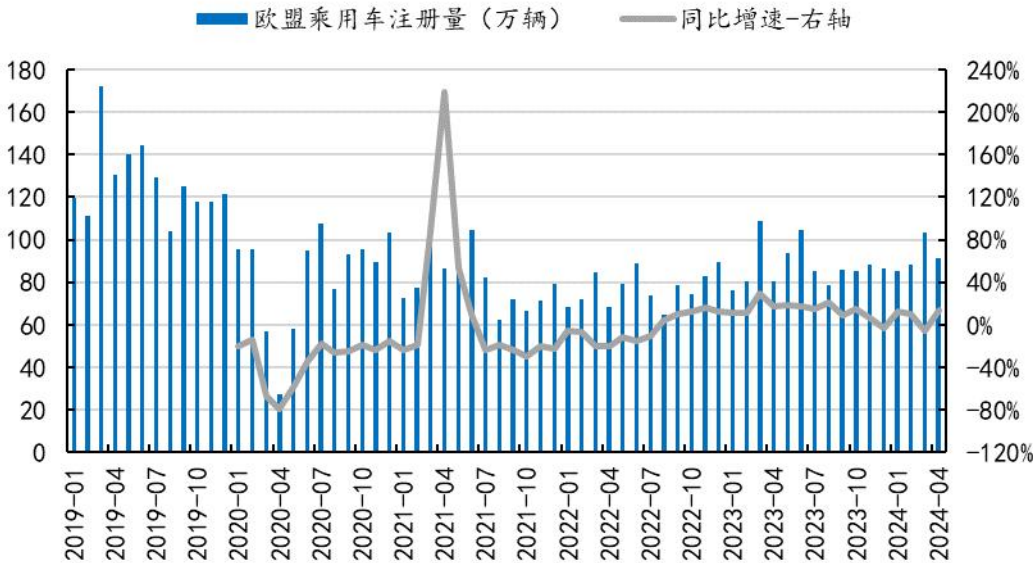
图表：欧洲部分国家机动车行驶里程数



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。）

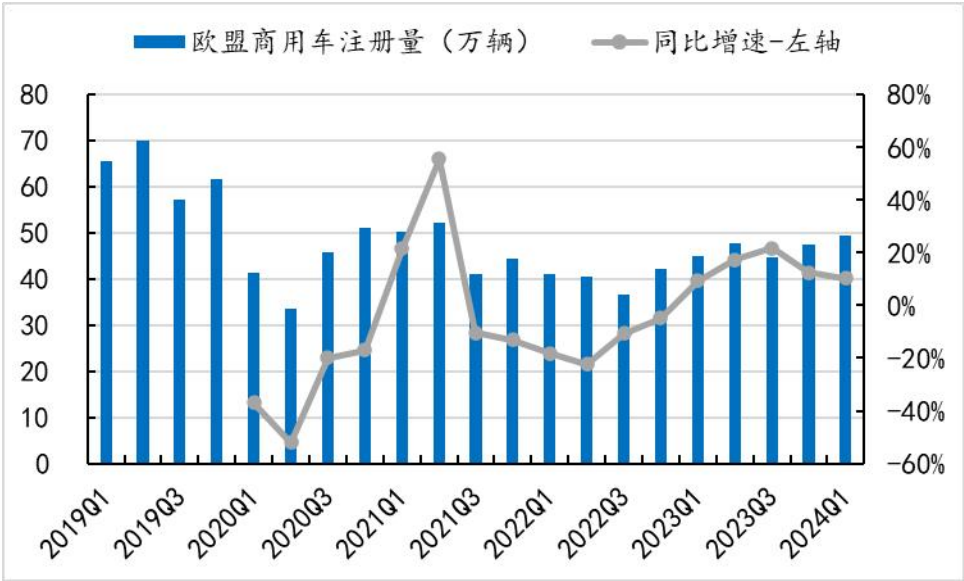
- 据欧洲汽车制造商协会官网，2024年1-4月，欧盟乘用车新注册量为369.12万辆，同比+6.58%。其中，4月欧盟乘用车新注册量为91.40万辆，同比+13.80%，环比-11.42%。
- 据欧洲汽车制造商协会官网，2024Q1，欧盟商用车注册量49.49万辆，同比+10.14%，环比+4.38%。其中，货车注册量为39.99万辆，同比+12.6%；卡车注册量8.53万辆，同比-4.0%；大巴车注册量0.96万辆，同比+23.3%。

图表：欧盟乘用车注册量



资料来源：，国海证券研究所

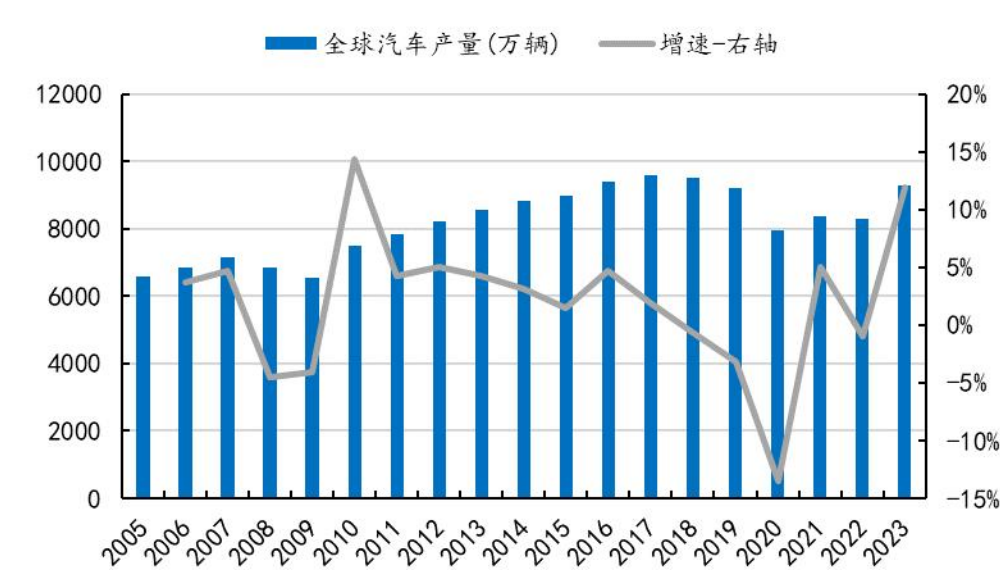
图表：欧盟商用车注册量



资料来源：，国海证券研究所

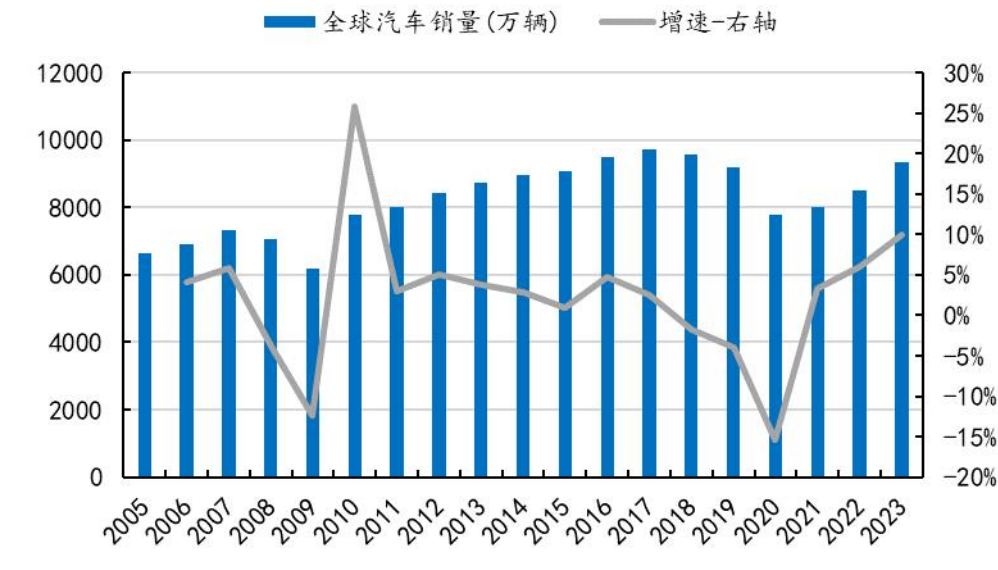
- 2023年，各国汽车相关产业政策持续释放，零部件供应限制缓解，全球汽车产销量逐步恢复。
- 据OICA数据，2023年全球汽车产量达9272.47万辆，同比+11.89%；2023年全球汽车销量达9354.66万辆，同比+10.03%。

图表：2005-2023年全球汽车产量



资料来源：iFind, OICA, 国海证券研究所

图表：2005-2023年全球汽车销量



资料来源：iFind, OICA, 国海证券研究所

- ◆海外基地：国际化空间广阔，高端化拉开帷幕
- ◆中国基地：全球汽车行业复苏，中国基地出口有望增加
- ◆国内全钢：商用车市场终端需求回暖，全钢胎需求有望增加
- ◆国内半钢：乘用车产销保持高增，带动半钢胎需求提升
- ◆投资建议及风险提示

- 国内全钢胎产能有序扩张，我们预计2025年，全钢胎新增产能715万条。
- 2024年国内全钢胎企业库存逐渐去化，全钢胎开工率小幅提升。据卓创资讯，截至2024年6月27日，山东省全钢胎开工率为62.44%，同比+3.63pct，环比上周+4.29pct。截至2024年5月31日，全钢胎企业库存为1122万条，同比+0.63%，环比+5.25%。
- 2024年国内商用车市场终端需求回暖。2024年1-5月，商用车产销分别完成167.5万辆和173.1万辆，同比分别增长3.1%和7.1%。其中，5月商用车产销分别完成32.1万辆和34.1万辆，产量同比下降0.2%，销量同比增长3.3%。
- 2024年以来，货运及快递行业保持平稳态势。据G7易流，2024年6月23日，整车货运流量指数为111.08，同比去年+1.86%，环比上周+6.76%；公共物流园吞吐量指数为95.98，同比去年-0.79%，环比上周+7.96%；主要快递企业分拨中心吞吐量指数为94.29，同比去年+1.22%，环比上周+8.42%。
- 我国柴油消费量低谷回升，2024年1-5月，我国柴油消费量约为0.82亿吨，同比-0.16%。
- 2024年5月，地产政策多举发力，持续推进保交房和消化存量商品房。地产端复工和新开工带动货车需求，全钢胎消费需求有望增加。我们预计2024-2026年我国全钢胎消费量分别为7897、8140、8375万条，同比分别增长4.62%、3.07%、2.88%。

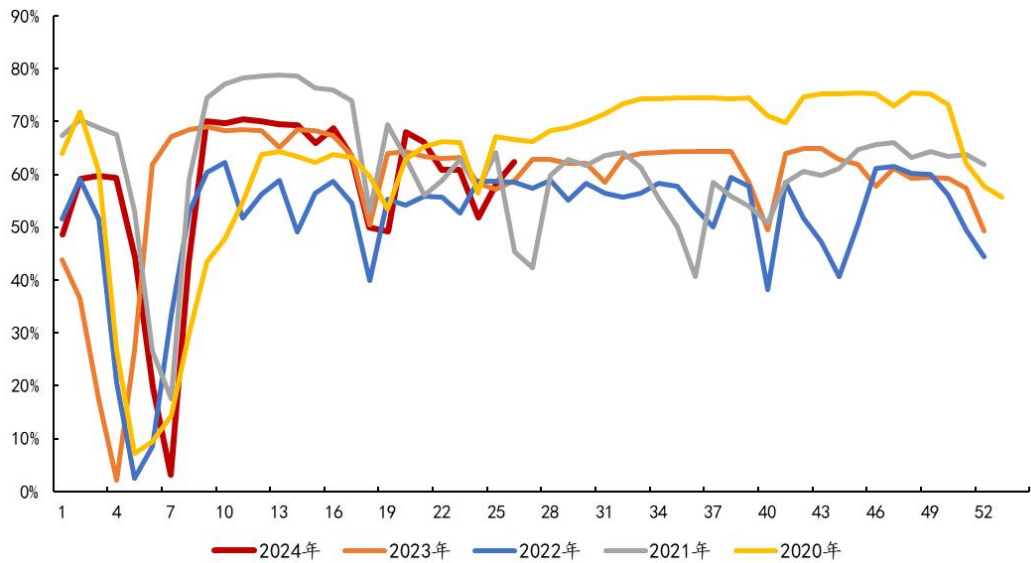
图表：中国轮胎企业国内全钢胎在建产能统计（截至2024年5月）

公司名称	项目地点	全钢胎（万条/年）	预计投产时间
赛轮轮胎	青岛	25	2024
建新轮胎	福建	150	2025
三元轮胎	江苏宿迁	240	2024
优越橡胶	山东	300	2024
未投产项目合计		715	

资料来源：各公司公告，轮胎世界网，国海证券研究所

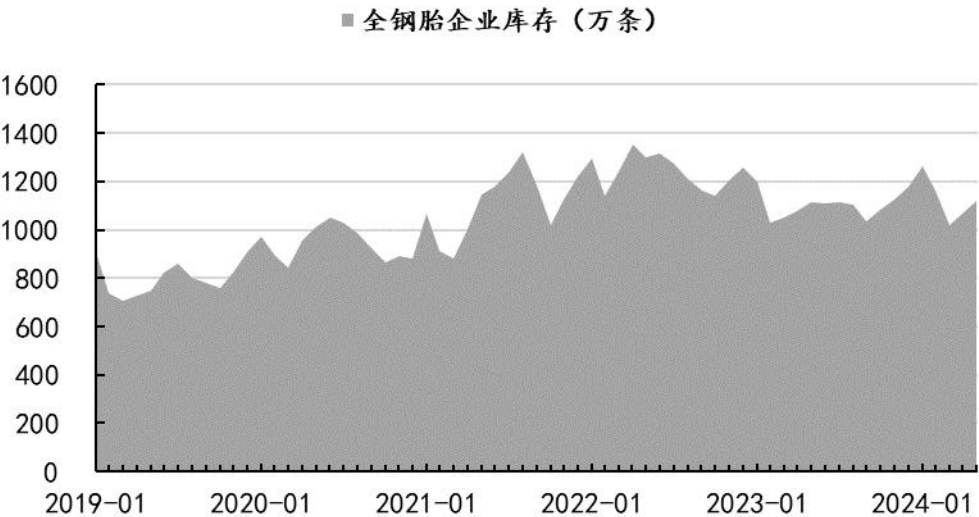
- 随着国外需求复苏，2023年全钢胎企业库存逐渐去化，全钢胎开工率明显提升，2023年开工率均值约58.86%，同比+7.07pct。
- 据卓创资讯，截至2024年6月27日，山东省全钢胎开工率为62.44%，同比+3.63pct，环比上周+4.29pct。
- 据卓创资讯，截至2024年5月31日，全钢胎企业库存为1122万条，同比+0.63%，环比+5.25%。

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

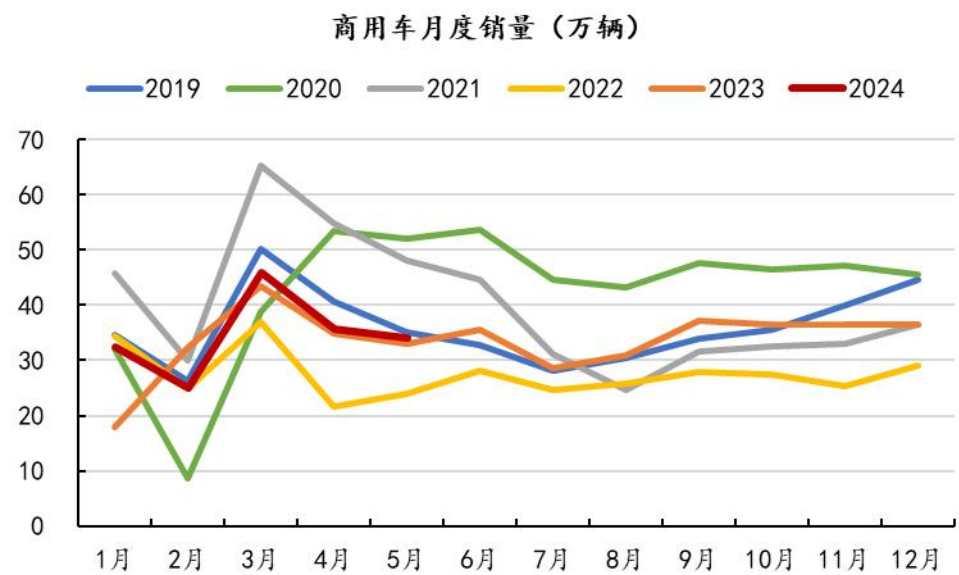
图表：我国全钢胎企业库存



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

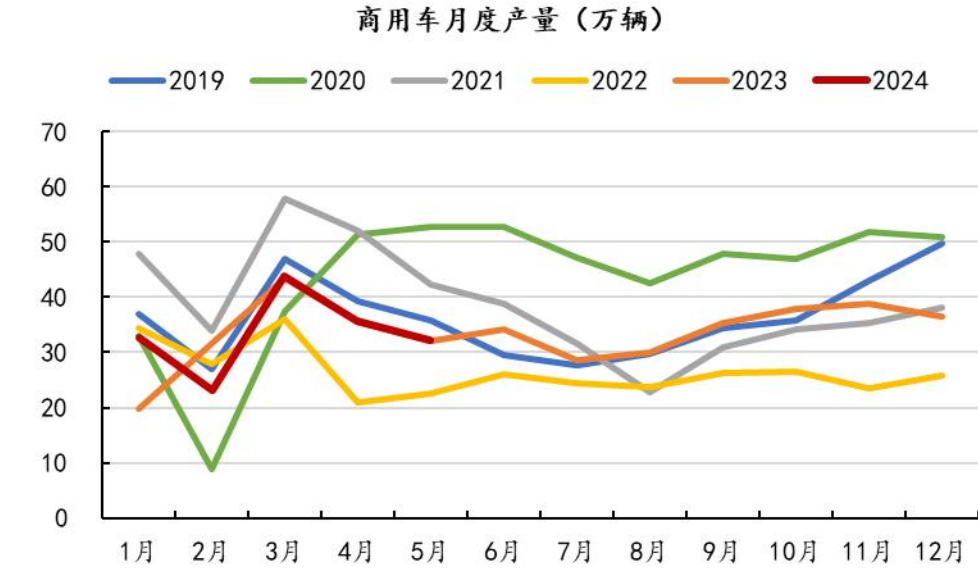
- 2023年，受宏观经济稳中向好、消费市场需求回暖因素影响，商用车市场实现恢复性增长，商用车产销分别完成403.7万辆和403.1万辆，分别同比增长26.8%和22.1%。
- 据，2024年1-5月，我国商用车产销分别完成167.5万辆和173.1万辆，同比分别增长3.1%和7.1%。其中，5月商用车产销分别完成32.1万辆和34.1万辆，产量同比下降0.2%，销量同比增长3.3%。

图表：我国商用车月度销量



资料来源：，国海证券研究所

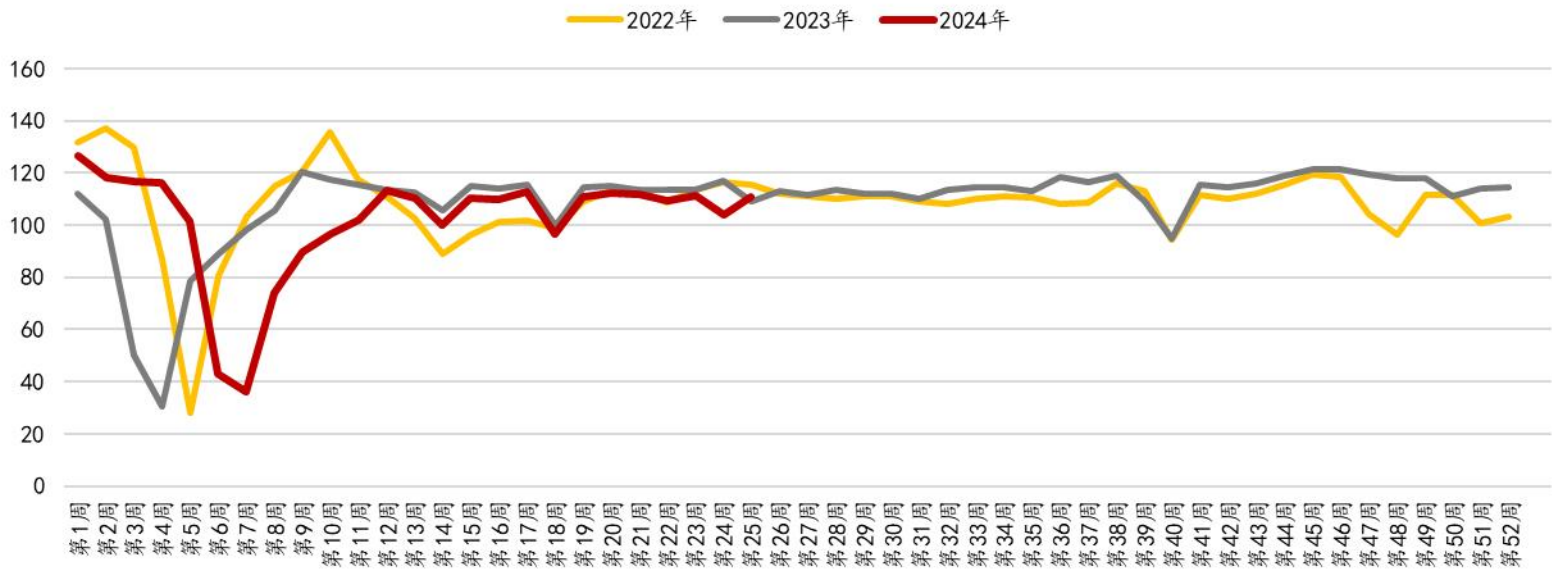
图表：我国商用车月度产量



资料来源：，国海证券研究所

➤ 2024年以来，货运及快递行业保持平稳态势。据G7易流，2024年6月23日，整车货运流量指数为111.08，同比去年+1.86%，环比上周+6.76%；公共物流园吞吐量指数为95.98，同比去年-0.79%，环比上周+7.96%；主要快递企业分拨中心吞吐量指数为94.29，同比去年+1.22%，环比上周+8.42%。

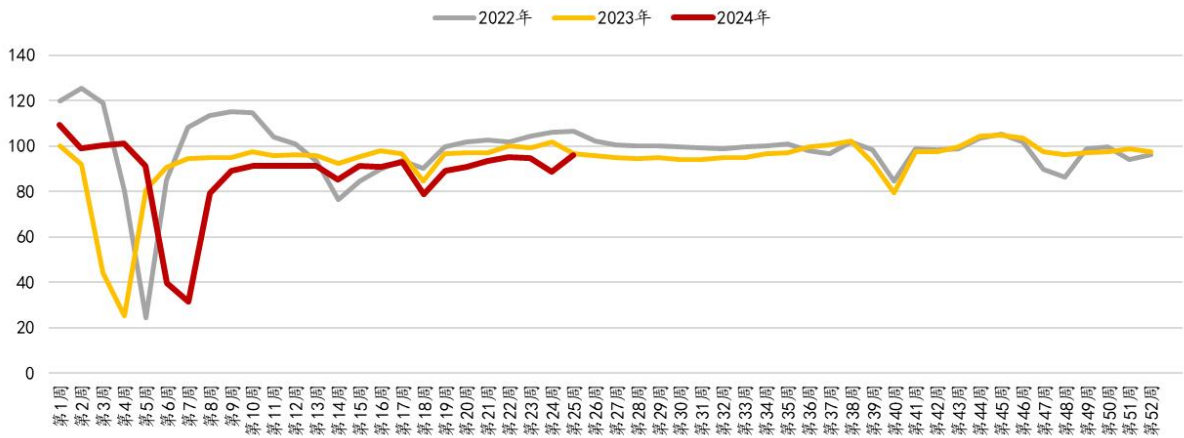
图表：整车货运流量指数



资料来源：G7，国海证券研究所

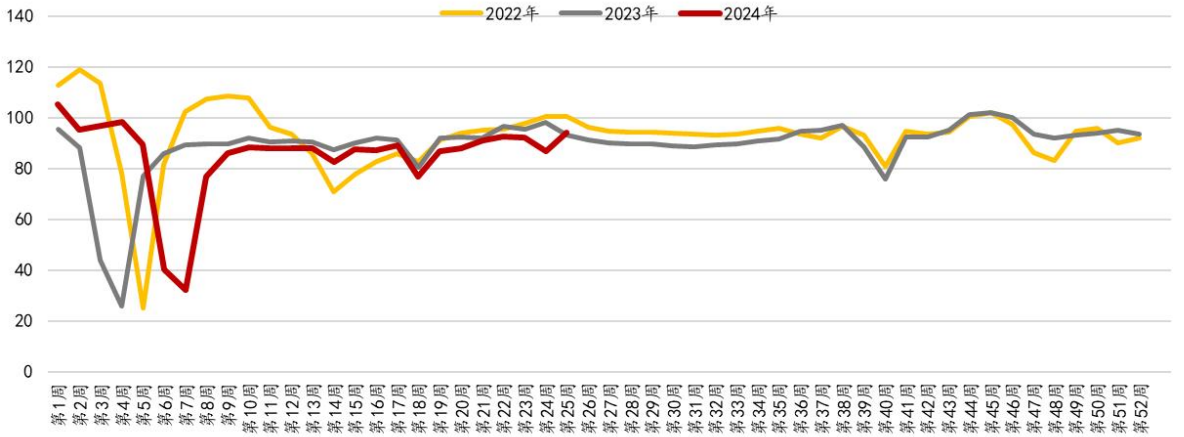
2024年以来国内货运及快递行业保持平稳态势

图表：公共物流园吞吐量指数



资料来源：G7，国海证券研究所

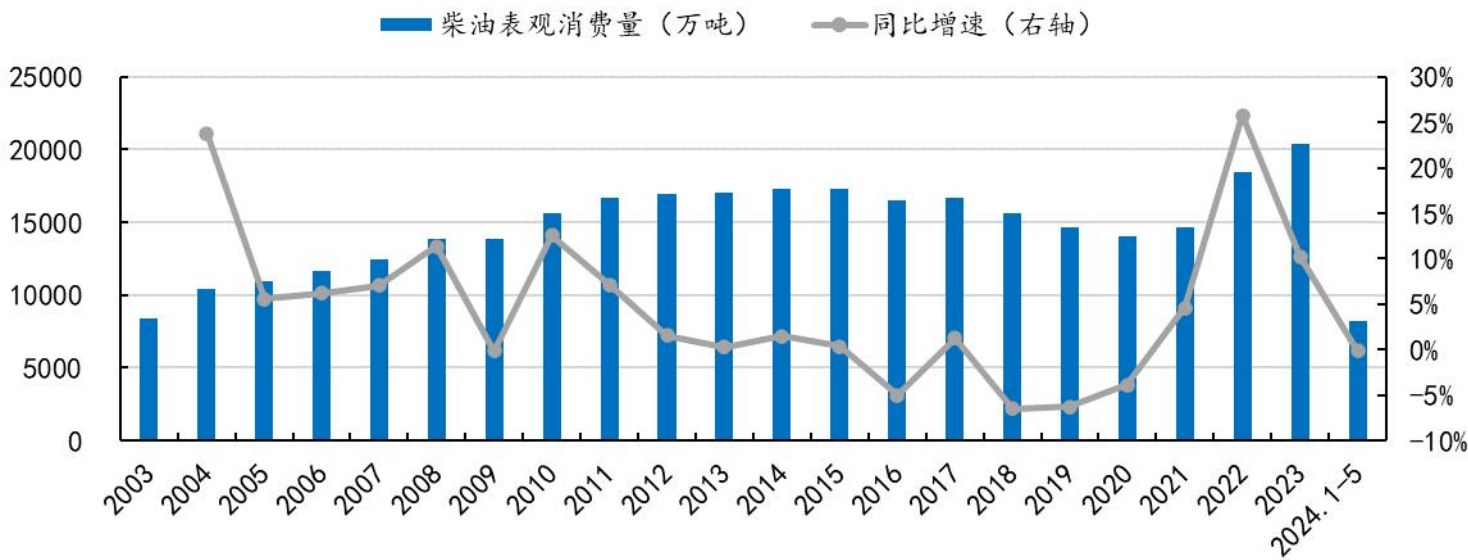
图表：主要快递企业分拨中心吞吐量指数



资料来源：G7，国海证券研究所

- 随着疫情影响的逐渐消散，宏观经济环境缓慢趋于正常，企业生产全面恢复，物流运输恢复活跃，柴油消费逐步恢复并稳固。
2023年，我国柴油消费量约为2.04亿吨，同比+10.25%。
- 2024年1-5月，我国柴油消费量约为0.82亿吨，同比-0.16%。

图表：我国历年柴油消费情况

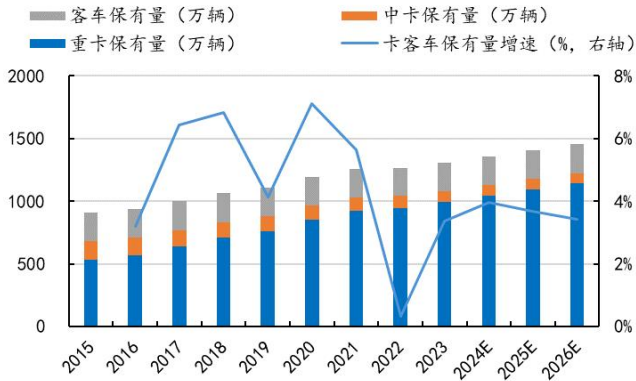


资料来源：，国海证券研究所

预计2024年全钢胎消费需求增加

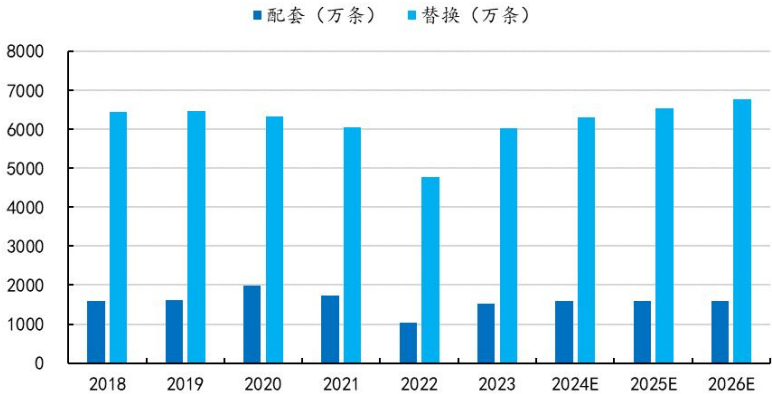
- 2023年全钢胎消费量同比大幅上升。根据卓创资讯数据，2023年我国全钢轮胎年度消费量约7549万条，同比增长29.72%。
- 2024年5月，地产政策多举发力，持续推进保交房和消化存量商品房。地产端复工和新开工带动货车需求，全钢胎消费需求有望增加。据我们测算，2024-2026年我国全钢胎消费量分别为7897、8140、8375万条，同比分别增长4.62%、3.07%、2.88%。

图表：我国卡客车保有量及预测



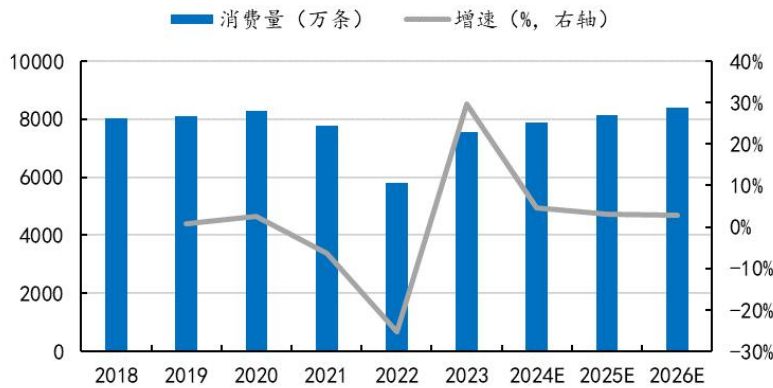
资料来源：，卓创资讯，中国橡胶工业年鉴，国海证券研究所

图表：我国全钢配套及替换轮胎需求量及预测



资料来源：，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：，卓创资讯，中国橡胶工业年鉴，国海证券研究所

- ◆海外基地：国际化空间广阔，高端化拉开帷幕
- ◆中国基地：全球汽车行业复苏，中国基地出口有望增加
- ◆国内全钢：商用车市场终端需求回暖，全钢胎需求有望增加
- ◆国内半钢：乘用车产销保持高增，带动半钢胎需求提升
- ◆投资建议及风险提示

- 国内半钢胎产能有序扩张，我们预计2025年，全钢胎新增产能3833万条。
- 2024年半钢胎企业库存逐渐去化，半钢胎开工率大幅提升。据卓创资讯，截至2024年6月27日，我国半钢胎开工率为78.98%，同比+8.83pct，环比上周+0.25pct。截至2024年5月31日，半钢胎企业库存为1368万条，同比-16.38%，环比+6.38%。
- 2024年国内乘用车产销量保持高增。2024年1-5月，我国乘用车产销分别完成970.9万辆和976.5万辆，同比分别增长7.1%和8.5%。其中，5月乘用车产销分别完成205.1万辆和207.5万辆，同比分别增长2%和1.2%。
- 2023年，随着疫情后市场的复苏，出行需求逐步回暖。2023年，我国客运量总计全年为93.04亿人，较2022年同比增加66.63%，增加约37.20亿人；其中，公路客运量为45.72亿人，较2022年同比增加28.93%，增加约10.26亿人。
- 我国汽油消费加速回暖，2024年1-5月，我国汽油消费量约为0.65亿吨，同比+9.60%。
- 我们预计，2024-2026年我国半钢胎消费量分别为3.36/3.60/3.83亿条，同比分别增长7.57%/7.05%/6.51%。

图表：中国轮胎企业国内半钢胎在建产能统计（截至2024年5月）

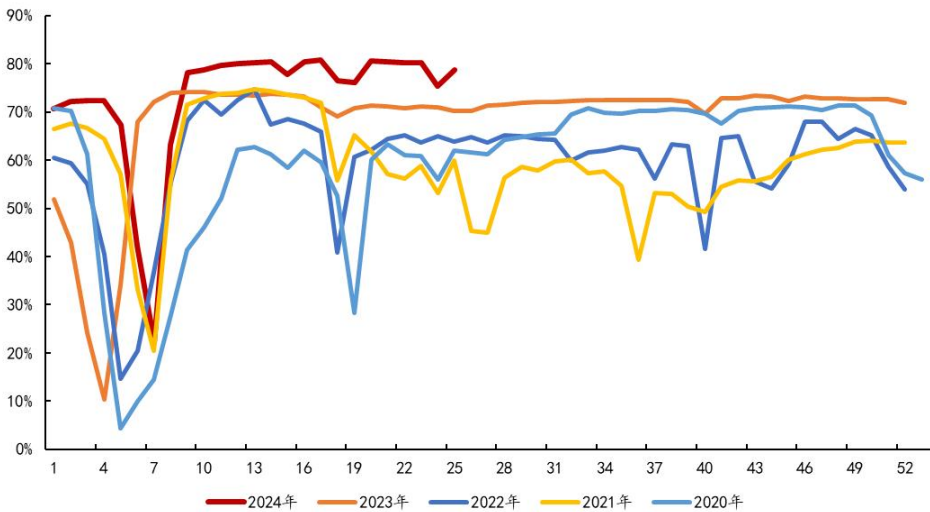
公司名称	项目地点	半钢胎（万条/年）	预计投产时间	
玲珑轮胎	湖北	300	2024	国内
	吉林	450	2024	国内
	德州	100	2024	国内
赛轮轮胎	东营	250	2024	国内
通用股份	无锡	900	2025	国内
浦林成山	山东	33	2024	国内
万力轮胎	广州从化	600	2025	国内
优越橡胶	山东	1200	2024	国内
合计		3833		

资料来源：各公司公告，轮胎世界网，国海证券研究所

2024年国内半钢胎开工率大幅提升

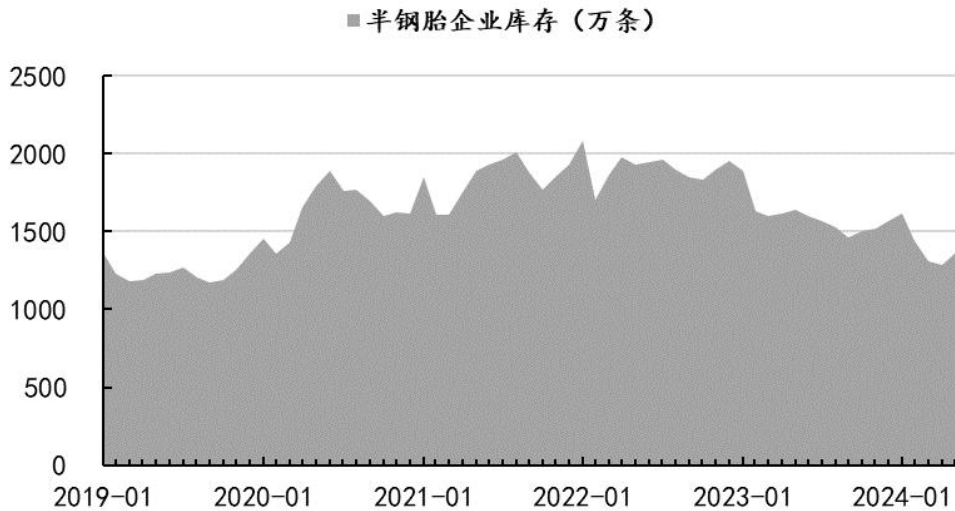
- 随着国外需求复苏，2023年半钢胎企业库存明显减少，半钢胎开工率明显提升，2023年开工率均值约为68.36%，同比+8.39pct。
- 据卓创资讯，截至2024年6月27日，我国半钢胎开工率为78.98%，同比+8.83pct，环比上周+0.25pct。
- 据卓创资讯，截至2024年5月31日，半钢胎企业库存为1368万条，同比-16.38%，环比+6.38%。

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

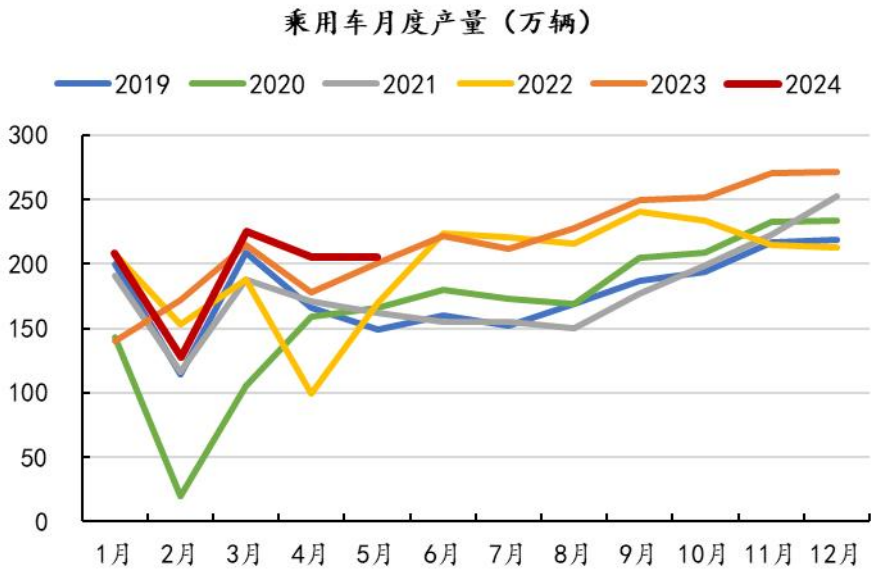
图表：我国半钢轮胎企业库存



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

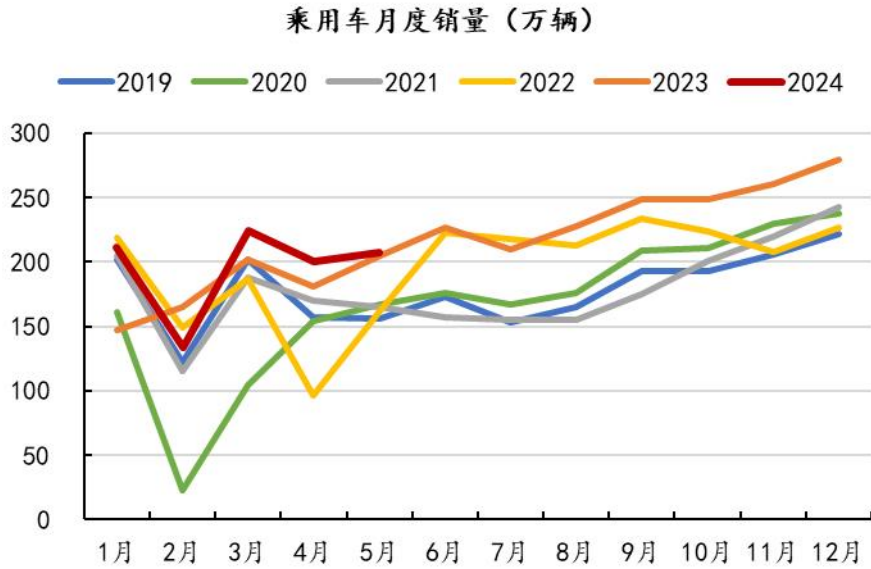
- 2023年，乘用车市场延续良好增长态势。2023年，我国乘用车产销量分别达2612.4万辆和2606.3万辆，同比分别增长9.6%和10.6%。
- 据，2024年1-5月，我国乘用车产销分别完成970.9万辆和976.5万辆，同比分别增长7.1%和8.5%。其中，5月乘用车产销分别完成205.1万辆和207.5万辆，同比分别增长2%和1.2%。

图表：我国乘用车月度产量



资料来源：，国海证券研究所

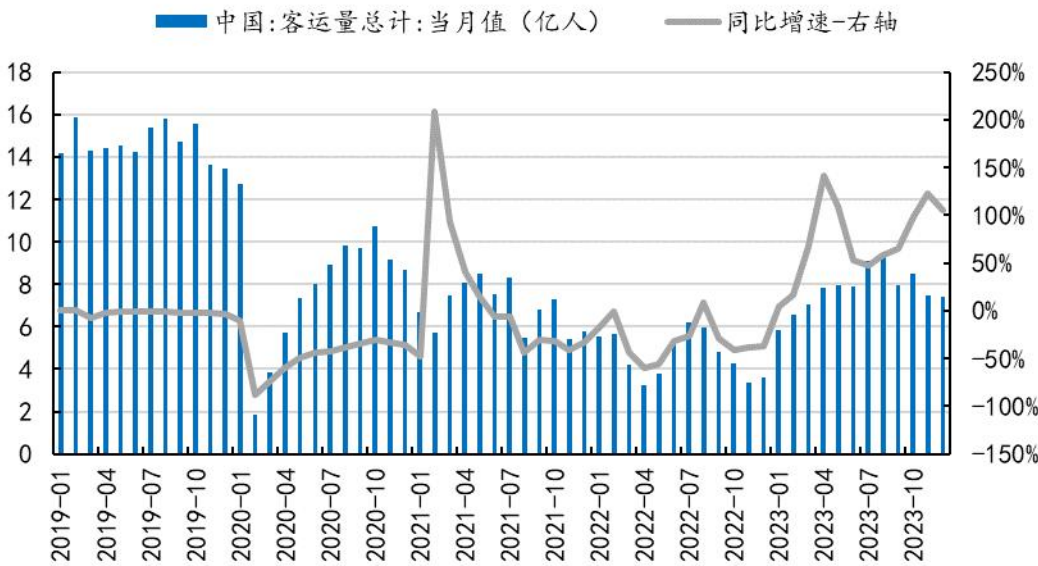
图表：我国乘用车月度销量



资料来源：，国海证券研究所

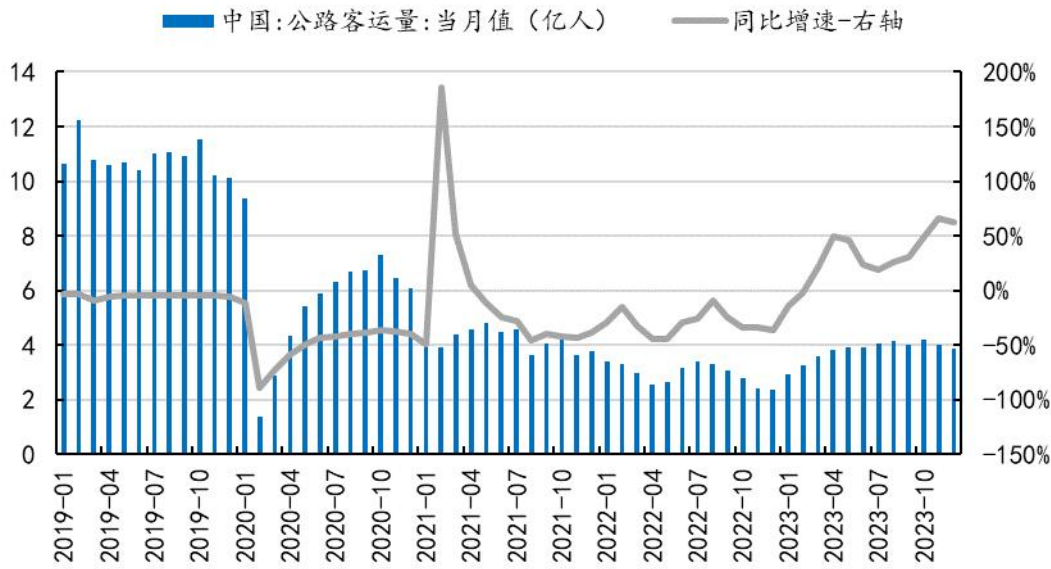
- 2023年，随着疫情后市场的复苏，出行需求逐步回暖。2023年，我国客运量总计全年为93.04亿人，较2022年同比增加66.63%，增加约37.20亿人；其中，公路客运量为45.72亿人，较2022年同比增加28.93%，增加约10.26亿人。

图表：我国客运量总计及增速



资料来源：，国海证券研究所

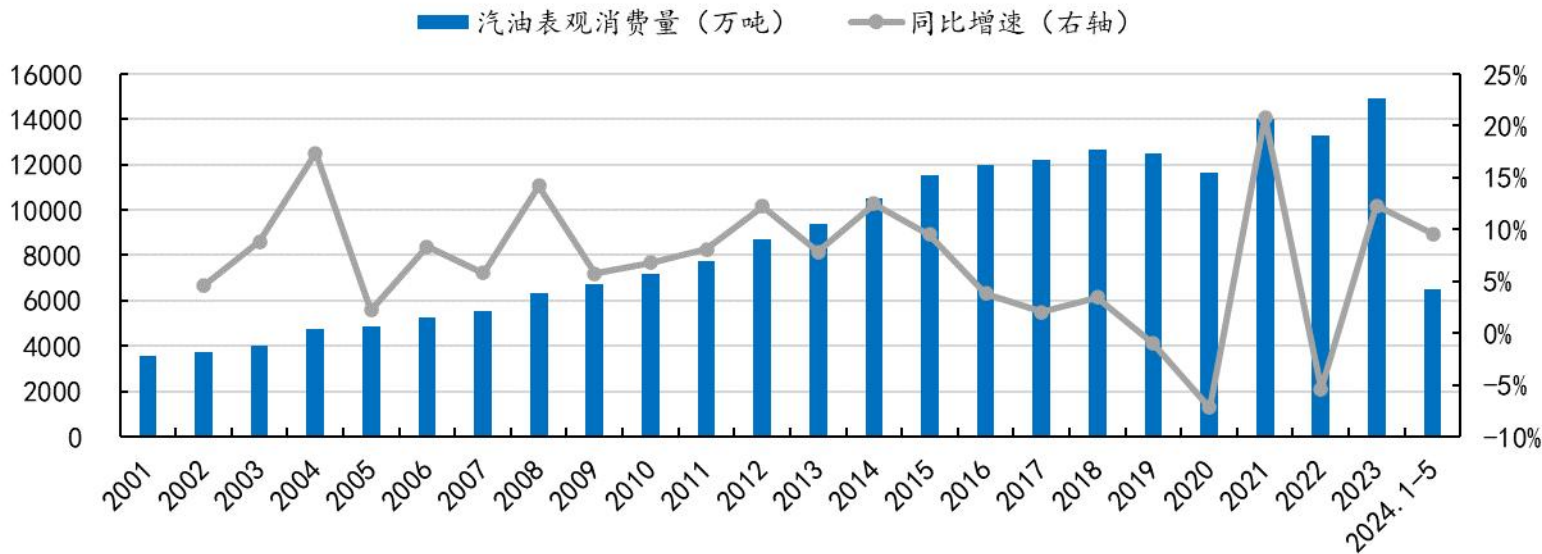
图表：我国公路客运量及增速



资料来源：，国海证券研究所

- 由于疫情放开后，居民出行意愿增加，汽油消费快速恢复。2023年，我国汽油消费量约为1.49亿吨，同比+12.27%。
- 2024年1-5月，我国汽油消费量约为0.65亿吨，同比+9.60%。

图表：我国历年汽油消费情况

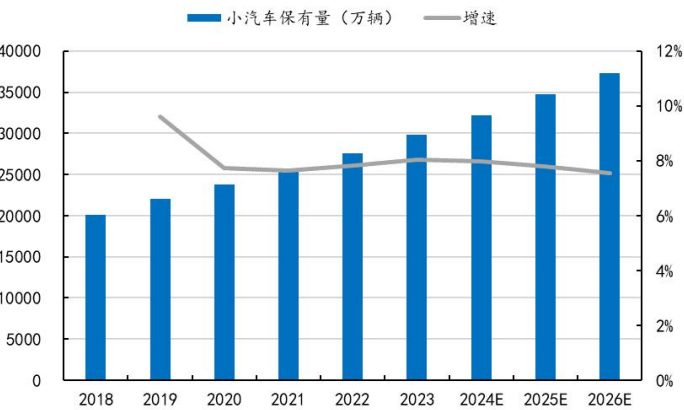


资料来源：，国海证券研究所

2024年国内半钢胎替换端需求有望增长

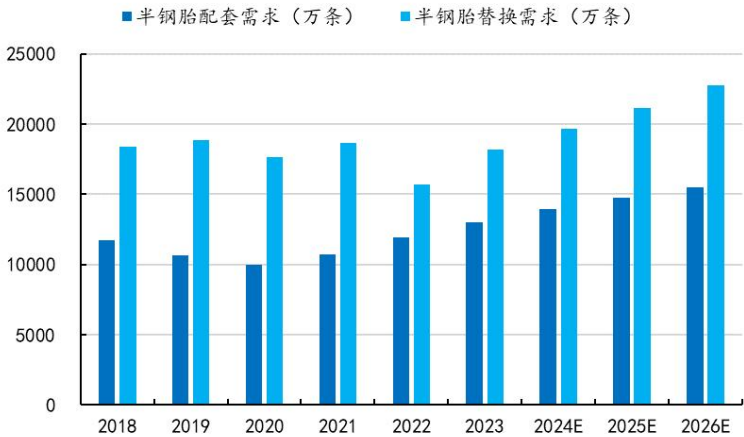
- 2023年国内半钢胎消费量回升，根据卓创资讯数据，2023年我国半钢轮胎年度消费量约3.12亿条，同比增长13.16%。随着出行需求逐渐复苏，预计2024年国内替换端需求有望继续增长。
- 据我们测算，2026年我国汽车保有量可达3.7亿辆，预计2023-2026年均复合增速7.78%。
- 据我们测算，2024-2026年我国半钢胎消费量分别为3.36/3.60/3.83亿条，同比分别增长7.57%/7.05%/6.51%。

图表：我国小汽车保有量及预测



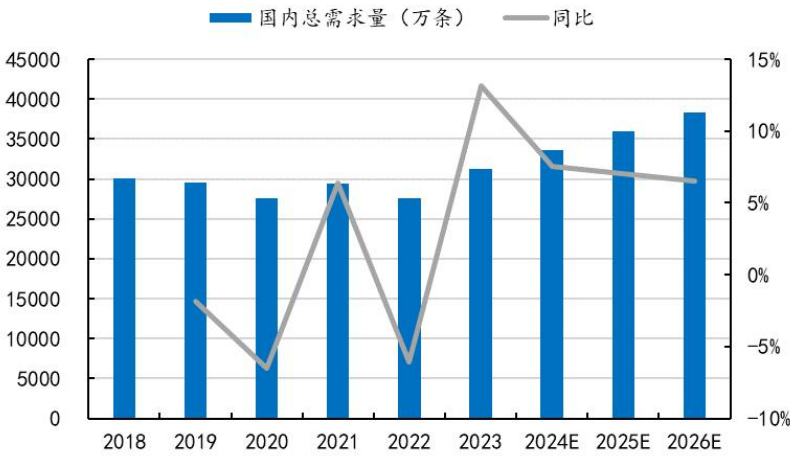
资料来源：，卓创资讯，中国橡胶工业年鉴，国海证券研究所

图表：我国半钢配套及替换轮胎需求量及预测



资料来源：，卓创资讯，中国橡胶工业年鉴，国海证券研究所

图表：我国半钢胎消费量及预测



资料来源：，卓创资讯，中国橡胶工业年鉴，国海证券研究所

- ◆海外基地：国际化空间广阔，高端化拉开帷幕
- ◆中国基地：全球汽车行业复苏，中国基地出口有望增加
- ◆国内全钢：商用车市场终端需求回暖，全钢胎需求有望增加
- ◆国内半钢：乘用车产销保持高增，带动半钢胎需求提升
- ◆投资建议及风险提示

- 国外方面，2023年10月，柬埔寨工厂新投资建设年产600万条半钢子午线轮胎项目，2024年1月又追加投资增加600万条半钢子午线轮胎年产能；2023年12月，公司拟在墨西哥成立合资公司，投资建设年产600万条半钢子午线轮胎项目；2024年3月，公司拟在印度尼西亚投资建设年产360万条子午线轮胎与3.7万吨非公路轮胎项目。截至2024年4月，公司共规划建设年产2,600万条全钢子午线轮胎、1.03亿条半钢子午线轮胎、44.7万吨非公路轮胎的生产能力。
- 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。2023年2月，公司在国内轮胎门店发布了四大系列液体黄金乘用车轮胎产品。
- 预计公司2024-2026年营业收入分别为329.19、392.96、421.86亿元，归母净利润分别为43.49、49.97、54.86亿元，对应PE分别10.16、8.84、8.06倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

图表：赛轮轮胎盈利预测（2024.7.8更新）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25,978.26	32,918.74	39,296.00	42,185.86
增长率(%)	18.61	26.72	19.37	7.35
归母净利润（百万元）	3,091.42	4,348.56	4,997.10	5,485.75
增长率(%)	132.07	40.67	14.91	9.78
摊薄每股收益（元）	0.94	1.32	1.52	1.67
ROE(%)	20.81	19.96	19.23	18.12
P/E	11.63	10.16	8.84	8.06
P/B	2.47	2.03	1.70	1.46
P/S	1.41	1.34	1.12	1.05
EV/EBITDA	7.45	6.27	5.04	4.24

资料来源：，国海证券研究所

- 2023年10月，森麒麟智能制造工厂在摩洛哥开工建设，一期为年产600万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎，有望2024年投产。同时公司公告摩洛哥二期项目，建设内容为600万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目，项目建成后，年预计实现营业收入2.1亿美元，利润总额 5790.90万美元，将进一步提升公司的整体竞争能力和盈利能力。同时公司稳步推进 “西班牙年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”。
- 2024年1月25日，泰国输美轮胎反倾销关税的复审终裁结果确认，森麒麟泰国复审终裁单独税率为1.24%，该结果较原审税率大幅下降，同时森麒麟泰国也将成为泰国乘用车和轻卡轮胎出口美国单独税率最低的企业，森麒麟泰国的竞争力及盈利能力有望大幅提升。
- 预计公司2024-2026年营业收入分别为90.71、115.01、130.03亿元，归母净利润分别为22.53、26.60、29.98亿元，对应PE分别10.45、8.85、7.86倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

图表：森麒麟盈利预测（2024.7.8更新）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7841.79	9071.20	11500.60	13002.60
增长率(%)	24.63	15.68	26.78	13.06
归母净利润（百万元）	1368.51	2252.79	2659.53	2997.63
增长率(%)	70.88	64.62	18.06	12.71
摊薄每股收益（元）	2.01	2.18	2.57	2.90
ROE(%)	11.61	15.98	15.87	15.18
P/E	14.35	10.45	8.85	7.86
P/B	1.82	1.67	1.41	1.19
P/S	2.74	2.60	2.05	1.81
EV/EBITDA	10.22	6.88	5.56	4.48

资料来源：，国海证券研究所

- 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。
- 塞尔维亚工厂一期卡车胎、乘用车胎分别于2023年5月、12月取得试用许可，该生产基地产品的发货，将成为公司产销收入增长以及利润增长的新引擎，提升公司整体市占率和盈利能力。
- 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。
- 预计公司2024-2026年的营业收入分别为245.16、263.86、284.08亿元，归母净利润分别为23.37、27.90、34.13亿元，对应PE分别10.81、9.05、7.40倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

图表：玲珑轮胎盈利预测（2024.7.8更新）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20165.27	24516.20	26386.44	28408.01
增长率(%)	18.58	21.58	7.63	7.66
归母净利润（百万元）	1390.67	2336.60	2789.84	3413.25
增长率(%)	376.88	68.02	19.40	22.35
摊薄每股收益（元）	0.95	1.59	1.89	2.32
ROE(%)	6.65	10.05	10.72	11.59
P/E	20.24	10.81	9.05	7.40
P/B	1.36	1.09	0.97	0.86
P/S	1.41	1.03	0.96	0.89
EV/EBITDA	12.32	7.92	6.73	5.73

资料来源：，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”

- 2023 年营收利润同比高增，产销量同比高增，实现轮胎生产量1197.60万条，同比+39.13%；实现轮胎销售量1186.05万条，同比+38.90%；实现营业收入50.64亿元，同比上升 22.91%；实现归母净利润 2.16 亿元，同比上升1.99亿元。根据公司一季度业绩报告，2024Q1公司实现净利润1.53亿元，环比上升0.95亿元。
- 柬埔寨一期产能爬坡，泰国二期及柬埔寨二期顺利推进，柬埔寨一期产能预计2024年6月完工达产，目前泰国二期在建600万条半钢胎和50万条全钢胎，柬埔寨二期在建350万条半钢胎及75万条全钢胎，两个项目均预计2025年完工，看好新项目建设带来的增量。
- 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化运营管理体系，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2024-2026年营业收入为68.30、96.36、113.09亿元，归母净利润分别为7.00、10.34、13.46亿元，对应PE分别11.49、7.78、5.97倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：公司新建产能不及预期风险；原材料价格上涨风险；海运费价格大幅上涨；环保及安全生产风险；同行业竞争加剧风险。

图表：通用股份盈利预测（2024.7.8更新）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5064.44	6829.92	9635.88	11308.50
增长率(%)	22.91	34.86	41.08	17.36
归母净利润（百万元）	216.35	699.89	1033.59	1346.17
增长率(%)	1175.49	223.50	47.68	30.24
摊薄每股收益（元）	0.14	0.44	0.66	0.85
ROE(%)	3.90	11.21	14.20	15.61
P/E	29.57	11.49	7.78	5.97
P/B	1.18	1.29	1.10	0.93
P/S	1.29	1.18	0.83	0.71
EV/EBITDA	12.52	8.06	6.24	4.77

资料来源：，国海证券研究所

- 新建项目顺利推进，看好新产能投放贡献增量。截至2023年底，公司“年产 38 万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目”第一阶段20万条产能达到设计产能，第二阶段仍在建设当中；越南“年产95万条高性能全钢子午线轮胎项目”当中，5 万条农业子午胎产能正在进行产品测试。2024年3月5日，公司发布公告，拟在越南建设年产 600 万条半钢子午线轮胎智能制造项目，进一步完善产品条线。
- 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。
- 预计公司2024/2025/2026年营收分别为107.01、133.95、141.85亿元，归母净利润分别为9.98、12.78、14.23亿元，对应PE为7.65、5.98、5.37倍，考虑公司长期成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：轮胎市场大幅波动风险；原材料价格上涨风险；环保及安全生产风险；同行业竞争加剧风险。

图表：贵州轮胎盈利预测与估值（2024.7.8更新）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,601.20	10,700.58	13,395.36	14,185.36
增长率(%)	13.76	11.45	25.18	5.90
归母净利润（百万元）	832.65	998.44	1,277.53	1,422.54
增长率(%)	94.19	19.91	27.95	11.35
摊薄每股收益（元）	0.54	0.64	0.82	0.91
ROE(%)	11.75	11.99	13.31	12.90
P/E	8.38	7.65	5.98	5.37
P/B	1.04	0.92	0.80	0.69
P/S	0.77	0.71	0.57	0.54
EV/EBITDA	6.02	5.16	4.29	3.16

资料来源：，国海证券研究所

三角轮胎：产品结构不断优化，多种车胎实现产品配套

- 2023年，三角轮胎产销量同比增加，实现轮胎生产量2417.28万条，同比+7.52%；实现轮胎销售量2568.45万条，同比+15.63%，实现营业收入104.22亿元，同比+13.03%；实现归母净利润13.96亿元，同比+89.29%，2023年公司业绩大幅增长。截至2023年底，公司产能约2688万条，其中，乘用车胎2000万条，商用车胎650万条，工程胎38万条。
- 公司坚持研发创新，持续优化产品结构，不断提升产品性能，推进产品高性能化、绿色化、差异化及智能化，2023年公司投放新产品117个，多种车胎实现产品配套。
- 预计公司2024-2026年营业收入为111.32、117.45、124.86亿元，归母净利润分别为16.02、17.26、18.59亿元，对应PE分别7.33、6.80、6.32倍，考虑公司经营稳健，产品结构不断优化，叠加轮胎市场高景气度，维持“买入”评级。
- 风险提示：国际贸易风险；新产品推广不及预期；全球市场竞争风险；原材料价格波动；汇率变动风险等。

图表：三角轮胎盈利预测与估值（2024.7.8更新）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10,421.73	11,131.65	11,744.67	12,486.44
增长率(%)	13.03	6.81	5.51	6.32
归母净利润（百万元）	1,396.31	1,601.97	1,726.28	1,859.21
增长率(%)	89.29	14.73	7.76	7.70
摊薄每股收益（元）	1.75	2.00	2.16	2.32
ROE(%)	10.85	11.07	10.65	10.29
P/E	8.23	7.33	6.80	6.32
P/B	0.90	0.81	0.72	0.65
P/S	1.11	1.06	1.00	0.94
EV/EBITDA	6.01	4.25	3.14	2.17

资料来源：，国海证券研究所

- 2023年，浦林成山实现营业收入88.84亿元，同比+22.14%；实现扣非归母净利润10.2亿元，同比+198.09%，2023年公司业绩大幅增长。截至2023年底，公司产能约2860万条，其中，乘用车胎1920万条，商用车胎940万条。
- 公司公司紧紧围绕绿色、低碳、环保、产品全生命周期和“碳足迹”研究等方面，在轮胎建模仿真、可持续技术、智能制造等研发技术应用方面不断取得新进展。2023年，公司共开发新产品463个，其中全钢子午线轮胎70个，半钢子午线轮胎393个，新增授权专利52项，其中发明专利3项，实用新型专利43项，累计获得授予知识产权382项。
- 风险提示：全球经济下滑；关税风险；汇率波动风险；海外投资风险；气候变化风险等。

图表：浦林成山盈利预测与估值（2024.7.8更新）

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,948.98	11,150.41	11,988.96	12,642.63
增长率(%)	22.04	12.08	7.52	5.45
归母净利润（百万元）	1,033.39	1,325.21	1,518.78	1,757.22
增长率(%)	162.43	28.24	14.61	15.70
EPS(稀释)	1.62	2.08	2.39	2.76
ROE(摊薄)(%)	19.02	19.95	18.98	18.41
ROA(%)	11.69	10.49	10.76	11.29
PE	3.57	3.33	2.91	2.51
PEG	0.02	0.12	0.20	0.16

资料来源：，国海证券研究所（数据来自一致性预期）
注：上述单位均为人民币元, 1 CNY=1.0960 HKD

- 2023年，风神股份实现营业收入57.39亿元，同比+15.05%；实现扣非归母净利润3.30亿元，同比+548.60%。2023年，公司实现轮胎生产量467.73万条轮胎，同比+17.36%；实现轮胎销售量474.4万条，同比+19.08%。截至2023年底，公司拥有子午载重胎600万套/年，子午工程胎30万套/年，斜交工程胎50万套每年；另有在建子午工程胎产能8万套/年，预计2024年6月底完工。
- 2023年，公司识别客户需求，积极推出新品。公司在国内市场适时推出了12R22.5全新卡客车轮胎产品组合，迅速打开市场，支持销量的快速增长；在海外市场，通过渠道下沉模式的推广，利用短链条及渠道多样化增加公司销售机会。
- 2023年，公司持续加大研发投入。公司开发的马拉松、马赫系列卡客车轮胎、卡之力系列产品产品市场表现良好。巨胎产品风神子午工程巨胎50/80R57AG01成功下线。
- 风险提示：原材料价格波动；贸易壁垒风险；全球市场竞争风险；汇率变动风险等。

图表：风神股份盈利预测与估值（2024.7.8更新）

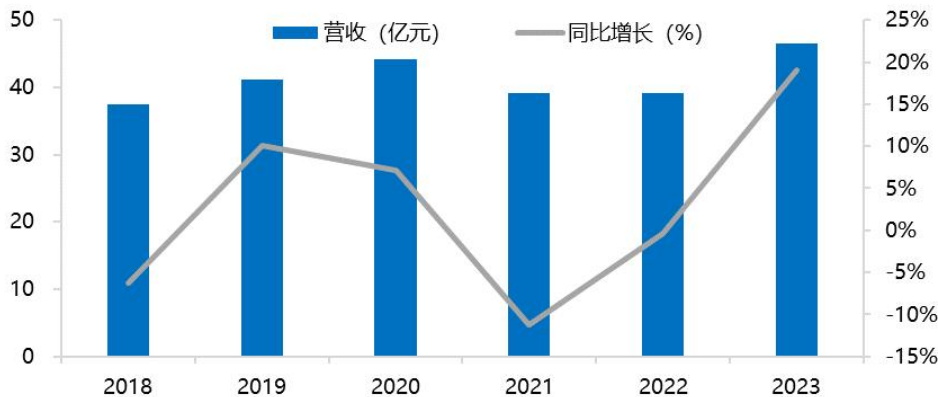
预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	5,738.75	6,140.00	6,192.00	6,800.00
增长率(%)	15.05	6.99	0.85	9.82
归母净利润(百万)	348.86	432.00	512.00	680.00
增长率(%)	312.74	23.83	18.52	32.81
EPS(摊薄)	0.48	0.59	0.70	0.93
ROE(摊薄)(%)	10.75	12.20	12.80	14.70
ROA(%)	4.84	--	--	--
PE	12.90	9.41	7.94	5.98
PEG	0.04	0.39	0.43	0.18

资料来源：，国海证券研究所（数据来自一致性预期）

青岛双星：积极布局海外基地，突破国际贸易壁垒

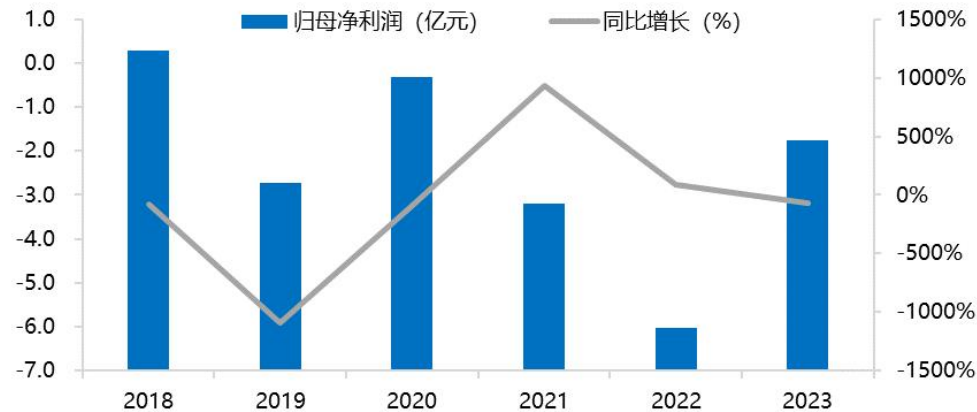
- 2023年，公司实现营业收入46.56亿元，同比+19.05%；实现扣非归母净利润-1.76亿元，同比+70.74%。2023年，公司实现轮胎生产量1590.05万条轮胎，实现轮胎销售量1613.32万条。截至2023年底，公司拥有产能2150万条；在建产能850万条，其中含PCR700万条，TBR150万条。
- 2023年5月，公司柬埔寨工厂年产850万条高性能子午线轮胎项目开工建设。随着柬埔寨项目的投产，将有助于公司突破国际贸易壁垒，进入高关税高收益国家市场，提升双星轮胎国际竞争力，打造新的盈利增长点。
- 在2023年度《中国500最具价值品牌》榜单中，双星轮胎位居轮胎行业第1位，是中国轮胎行业国家标准和行业标准的主要制订者之一，近年来牵头制订或修订国家级标准41项、行业标准6项，累计拥有授权专利636项。
- 风险提示：国际政治经济变动风险；国际贸易风险；原材料价格波动；汇率变动风险等。

图表：2023年公司实现营业收入46.56亿元



资料来源：，国海证券研究所

图表：2023年公司实现归母净利润-1.76亿元



资料来源：，国海证券研究所

投资评级：

考虑到轮胎行业高端化迈上征程，国际化空间广阔，维持轮胎行业“推荐”评级。

重点关注：赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份、贵州轮胎、三角轮胎、浦林成山、风神股份、青岛双星等。

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，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

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

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

策略研究小组介绍

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，15年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，胡国鹏，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，也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