

中国轮胎行业的进口替代将持续

证券研究报告

2020年11月16日

轮胎行业跟踪之四

● 核心结论

中国轮胎行业的主要逻辑在于对外资轮胎份额的抢夺。中国轮胎对外资轮胎的替代在上半年达到高潮，但值得指出的是，轮胎的进口替代不是今年疫情之下的独立事件，而是在过去的两三年间持续发生，并且在未来会加速的进程。对外，随着外资轮胎企业盈利下滑，资本开支的意愿减弱，中国企业通过成本优势，不断扩产蚕食份额。对内，轮胎的重资产属性使得新资本难以进入，行业分化之下，头部企业从规模、资金、渠道等方面压制尾部企业。未来，国内头部企业开杠杆扩产，对内对外双重挤压份额，同时实现向规模要利润是确定路径。

海外轮胎企业过去几年在亚太区域份额持续下降。回顾过去，全球轮胎行业龙头市占率呈下滑态势，在过去的两至三年间亚太及中国地区外资轮胎品牌持续退出，中国轮胎企业的市场份额不断提升。如普利司通17至19年亚太区销售额CAGR为-4.3%，2020H1同比-23.4%；固特异2019年亚太区营收同比-4.6%，2020H1同比-29.3%；韩泰在中国区的营收近两年下滑明显，从2017年的9030亿韩元下滑至2019年的7670亿韩元，CAGR=-7.84%。

中国轮胎的对外资的份额挤占在2021年将会继续。立足当下，疫情对海外轮胎企业的经营和业绩形成巨大冲击，海外企业面临空前压力。展望未来：1) 海外胎企将持续削减资本开支，未来增长乏力。2020H1除普利司通外，其他企业的资本开支均同比下滑10%-50%不等，固特异、韩泰等公司纷纷下调其全年的资本开支预期；2) 海外胎企将通过提价和出让中低端市场来提振业绩。直接提价如米其林近3年轮胎均价同比增速约在2-3%；间接提价即各企业通过提升其大尺寸轮胎占比，进而主攻中高端市场，如米其林2020H1的18寸以上轮胎占比销量达到新高46%；3) 与之形成鲜明对比的是国内头部企业积极扩产，进口替代有望加速。玲珑等7家头部企业在2019年共计资本支出69.65亿元，同比增长26.6%，连续三年同比超过15%的增长；4) 同时叠加疫情可能出现的反复。我们认为中国轮胎行业的进口替代将会在未来加速进行，中国轮胎行业全球市场份额的提升仍会继续。

投资建议：好赛道+低估值+中国企业绝对竞争优势的轮胎行业值得更多关注。我们认为中国轮胎的进口替代将持续，中长期有较大增长空间。建议关注玲珑轮胎（601966.SH）、赛轮轮胎（601058.SH）、森麒麟（002984.SZ）、贵州轮胎（000589.SZ）、三角轮胎（601163.SH）。

风险提示：项目建设落后预期；主要市场关税壁垒政策变动；原材料价格上涨等。

行业评级

超配

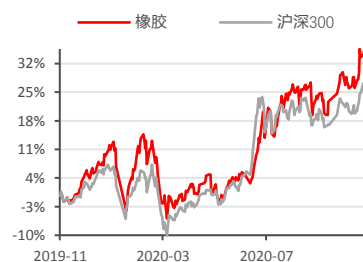
前次评级

超配

评级变动

维持

近一年行业走势



相对表现

1个月

3个月

12个月

橡胶

3.93

8.57

37.03

沪深300

1.36

3.24

25.27

分析师



杨晖 S0800520010003



yanghui@research.xbmail.com.cn

相关研究

橡胶：国内轮胎行业第三季度业绩回顾—轮胎行业跟踪之三 2020-11-11

橡胶：中国轮胎处在盈利的黄金期—轮胎行业跟踪之二 2020-10-13

橡胶：轮胎行业跟踪：2020H1 行业中报解析—失落的海外轮胎 vs 进击的中国轮胎 2020-08-29

索引

内容目录

一、全球轮胎行业格局回顾	4
二、海外轮胎企业在亚太区域份额持续下降	6
2.1 国际市场整体变化	6
2.2 普利司通：亚太区营收持续下降，占比下滑	7
2.3 米其林：亚太区域增长表现较好	7
2.4 固特异：亚太区近两年营收下滑，总业绩持续缩减	8
2.5 大陆集团：亚太区营收 19 年下滑	8
2.6 倍耐力：近三年亚太区业绩波动企稳	9
2.7 韩泰：中国区营收及占比在近两年下滑明显	9
2.8 固铂：国际市场业绩 19 年下滑明显	10
三、海外轮胎企业的市场出让逻辑中长期有效	11
3.1 海外轮胎企业受疫情影响上半年亏损严重	11
3.2 海外胎企将持续削减资本开支，未来增长乏力	12
3.3 海外胎企将通过提价和出让中低端市场来提振业绩	13
四、国内头部企业积极扩产，进口替代有望加速	14
五、投资建议	17
六、风险提示	17

图表目录

图 1：全球轮胎行业市场规模庞大	4
图 2：中国轮胎产量稳定增长	5
图 3：轮胎行业 Top3 市场份额呈下滑态势	5
图 4：中国轮胎市占率持续提升	6
图 5：全球 75 强中国轮胎占据 34 席	6
图 6：2020H1 各地区轮胎销量呈不同程度下降	6
图 7：全球亚太区轮胎销量连续两年下滑	6
图 8：普利司通亚太区营收持续下滑	7
图 9：普利司通亚太区下滑速度高于整体	7
图 10：米其林除欧美外区域营收持续提升	8
图 11：米其林除欧美外区域营收增速高于整体	8
图 12：固特异亚太区营收近两年持续下滑	8
图 13：固特异亚太区下滑速度和总体下滑一致	8
图 14：德国大陆亚太区营收 19 年下滑 1.38%	9

图 15: 德国大陆亚洲营收增速除 19 年外均高于整体	9
图 16: 倍耐力亚太区营收波动企稳	9
图 17: 倍耐力亚太区营收波动幅度高于公司整体	9
图 18: 韩泰中国区营收下滑明显	10
图 19: 韩泰中国区下滑速度明显高于整体	10
图 20: 固铂 19 年海外市场营收下滑显著	10
图 21: 固铂 19 年海外区下滑幅度高于整体	10
图 22: 玲珑、赛轮及各海外轮胎企业资本开支变化情况	12
图 23: 2020 上半年各海外企业资本开支/折旧摊销不足 1	13
图 24: 米其林轮胎价格近三年同比提升	14
图 25: 倍耐力轮胎价格近年来同比持续提升	14
图 26: 轮胎价格和尺寸关系密切 (元/条)	14
图 27: 米其林大尺寸轮胎销量占比持续提升	14
图 28: 韩泰中韩地区大尺寸轮胎销量占比持续提升	14
图 29: 半钢胎开工率逐渐恢复	15
图 30: 全钢胎开工率逐渐恢复	15
图 31: 国内轮胎上市公司近 3 年资本开支增长迅速	15
图 32: 国内上市轮胎公司市占率持续提升	16
图 33: 国内轮胎龙头市占率持续提升	16
图 34: 玲珑轮胎销量及市占率提升明显	16
图 35: 赛轮轮胎销量及市占率提升明显	16
表 1: 各海外轮胎企业亚太区营收变化情况	11
表 2: 海外轮胎企业 2020H1 均呈现不同程度亏损 (折 RMB 亿元, %)	11

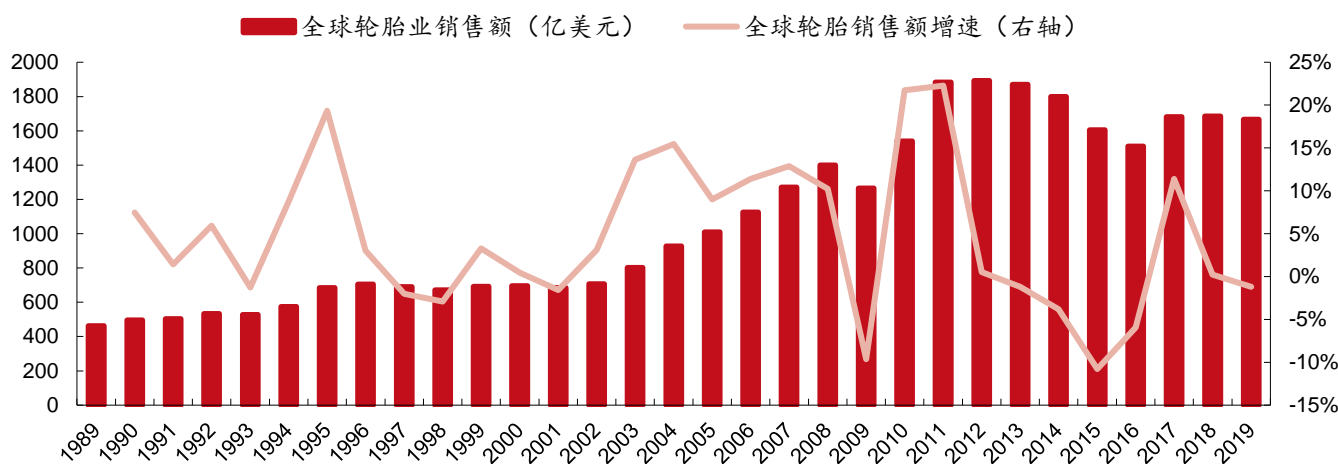
中国轮胎行业的主要逻辑在于对外资轮胎份额的抢夺。中国轮胎对外资轮胎的替代在上半年达到高潮，但值得指出的是，轮胎的进口替代不是今年疫情之下的独立事件，而是在过去的两三年间持续发生，并且在未来会加速的进程。对外，随着外资轮胎企业盈利下滑，资本开支的意愿减弱，中国企业通过成本优势，不断扩产蚕食份额。对内，轮胎的重资产属性使得新资本难以进入，行业分化之下，头部企业从规模、资金、渠道等方面压制尾部企业。未来，国内头部企业开杠杆扩产，对内对外双重挤压份额，同时实现向规模要利润是确定路径。好赛道+低估值+中国企业绝对竞争优势的轮胎行业值得更多关注。

一、全球轮胎行业格局回顾

全球轮胎市场规模巨大。2019年全球轮胎行业市场规模达1666亿美元，体量庞大。近年来虽然增长有所放缓，但基于目前全球巨大的汽车保有量基础（2019年达约13亿辆），米其林预测其仍将以年均2-3%的增速增长。

全球乘用车胎消费市场呈增长趋势。2019年全球汽车轮胎的销量接近18亿条，其中乘用车胎销量15.63亿条，即全球轮胎消费量主要集中在乘用车胎市场，平均占比维持于90%左右。2008至2020年间全球乘用车胎销量年均复合增速为2.73%，整体市场呈增长态势。

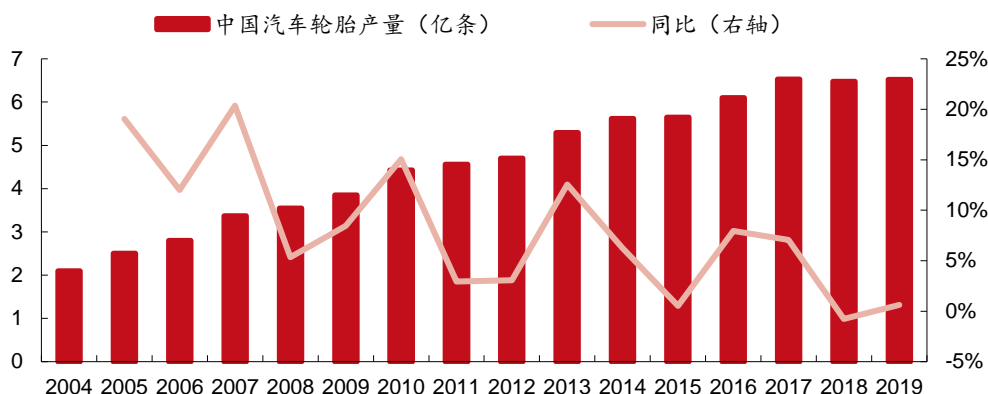
图1：全球轮胎行业市场规模庞大



资料来源：轮胎商业网，西部证券研发中心

中国轮胎产量稳定增长。中国作为轮胎制造大国，轮胎工业在过去几年历经持续稳定的增长，现今已经成为世界上轮胎产量最大的国家。据中国橡胶工业协会数据，2019年我国汽车轮胎总产量达6.52亿条，其中全钢胎1.32亿条、半钢胎4.84亿条、斜交胎0.36亿条，半钢胎、全钢胎2015至2019年的复合增长率分别为4.6%、4.7%。

图2：中国轮胎产量稳定增长

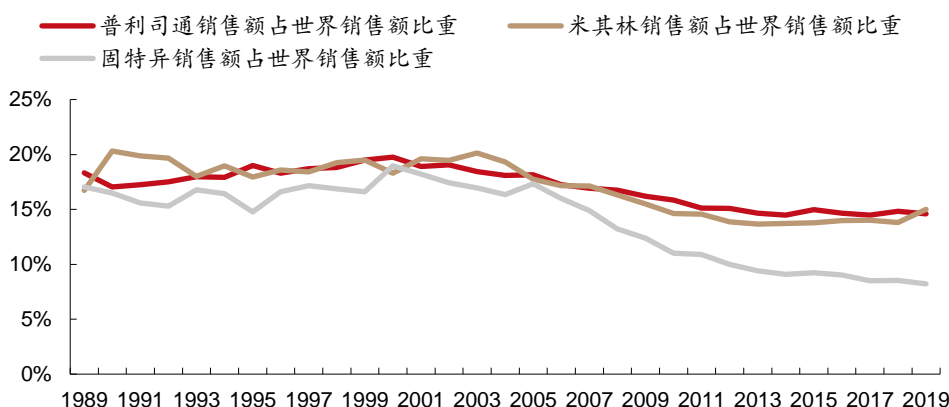


资料来源：中橡协，西部证券研发中心

当前，中国轮胎总产能约占全球总产能的 35%，对外出口量占总产量的 50%左右，中国制造的轮胎在全球范围内占据重要份额。我们认为未来全球轮胎行业重心将持续向中国转移，主要原因在于：1) 汽车制造业已完成向中国的转移。2019 年中国乘用车产量为 2136 万辆，占全球产量的 31.81%；时间上看，2009 年中国乘用车产量超过日本，成为世界第一大乘用车生产国，汽车产业完成向中国的转移。2) 中国汽车保有量和产销量均高速增长，作为新兴市场未来空间大。我国汽车普及程度仍较低，我国汽车工业规模将会不断扩大。中国汽车保有量从 2005 年 0.43 亿辆迅速增长至 2019 年 2.6 亿辆；产销量从 2005 年 570 万辆增长至 2019 年的 2570 万辆，汽车市场仍然具备较大空间。

行业龙头市占率下降，市场份额开始向二三线品牌倾斜。纵观轮胎行业发展历史，其呈现较高的集中度，2019 年全球前 75 强轮胎企业销售收入达到 1570.5 亿美元，占比达 94.1%。尽管全球龙头企业市占率较高，但其市占率呈下滑态势。第一梯队普利司通、米其林、固特异三家企业的全球总市占率从 2000 年的 57.0% 下降至 2019 年的 37.8%。而全球前十强的市占率也由 2000 年的 80.6% 下滑至 2019 年的 63.2%。

图3：轮胎行业 Top3 市场份额呈下滑态势

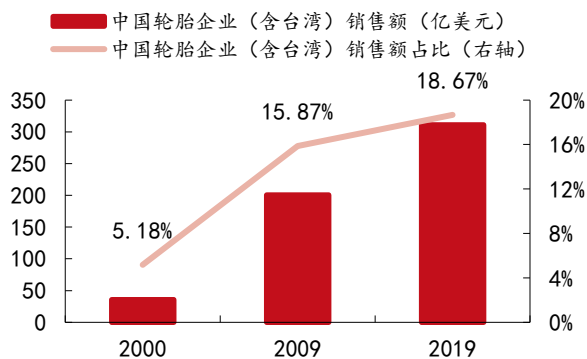


资料来源：轮胎商业网，各公司公告，西部证券研发中心

在全球龙头出让市场份额的同时，中国轮胎企业市占率持续提升。2019 年中国轮胎企业（以上榜 75 强核算）总销售额达 311 亿美元，全球总市占率从 20 年前的仅 5.18% 提升至 18.7%。全球 75 强中国企业占 34 系，前 20 强中国企业占 6 席，中国轮胎企业构成世界轮胎行业亮丽风景线。值得注意的是，以 09 年为分界，之前的前十年，中国轮胎属于

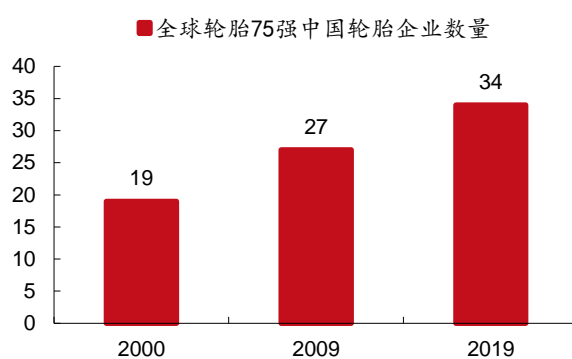
全面崛起的追赶，全球市占率提升超过 10 个百分点；而之后的十年，虽然中国轮胎市占率的提升速度减缓，但是随着集中度开始提升，全球 75 强中中国企业的席位依然较快增长。

图 4：中国轮胎市占率持续提升



资料来源：轮胎商业网，各公司公告，西部证券研发中心

图 5：全球 75 强中国轮胎占据 34 席



资料来源：轮胎商业网，各公司公告，西部证券研发中心

二、海外轮胎企业在亚太区域份额持续下降

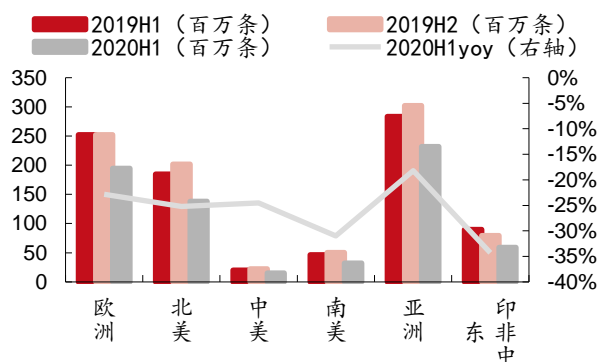
伴随着中国轮胎企业的快速崛起，亚太区域作为中国轮胎的主场，其原先属于海外一二线轮胎龙头的份额在过去 1-2 年间被中国企业持续抢占。本章中我们将着重从总量的角度总结亚太/中国地区外资轮胎企业的退出情况。

2.1 国际市场整体变化

据米其林公司统计，2017 年亚太区（除印度）轮胎销量共 6.10 亿条，全球占比 33.7%，销量达到近两年峰值。随后两年全球亚太区销量有所下滑，这主要是由于 18、19 两年全球轮胎市场总销量下滑所致。2019 年亚太区（除印度）轮胎销量共 5.85 亿条，17-19 年复合增长率-2.01%。

2020 上半年受疫情影响，全球轮胎市场出现大幅度下滑，销量同比减少 23.5%。而与之形成鲜明对比的是，中国市场复苏较快，故减弱了整体亚太区的下滑幅度。2020 上半年亚太区销量同比下滑 18.21%，但销量占比上升至 34.5%。

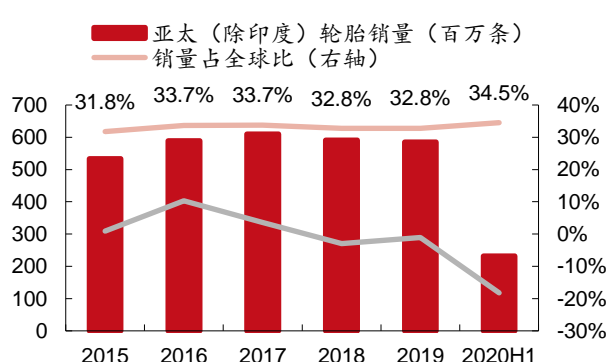
图 6：2020H1 各地区轮胎销量呈不同程度下降



资料来源：米其林公告，西部证券研发中心

注：亚洲未包含印度

图 7：全球亚太区轮胎销量连续两年下滑



资料来源：米其林公告，西部证券研发中心

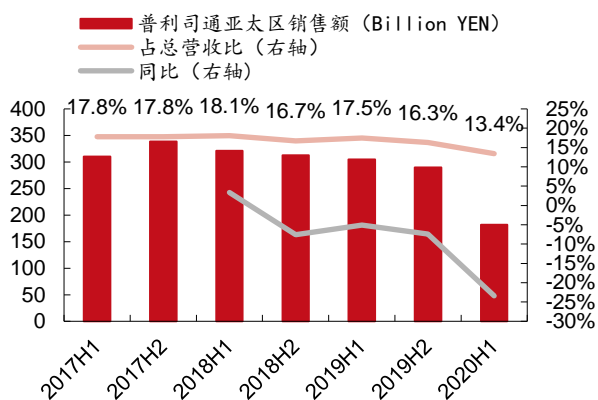
2.2 普利司通：亚太区营收持续下降，占比下滑

普利司通亚太区（不含日本）营收占比在2019约为17%，自2017年以来该占比呈持续下降趋势。亚太区营收的绝对数量从2018年起也持续下行，2019年公司在亚太区域销售总额为5941亿日元，17-19年复合增长率为-4.30%，这一下滑幅度超过全球轮胎在亚太区的总体下滑幅度（如上文所述的-2.01%）。2020H1公司亚太区营收同比下降23.4%。

从营收增速即成长/下滑速度来看，普利司通亚太区营收增速从2018H2起开始低于公司总营收增速。近两年公司营收持续下降，可见整体经营情况面临瓶颈有所停滞，其中亚太区市场份额的不断出让进一步体现了公司在亚太区域持续加大的竞争压力。

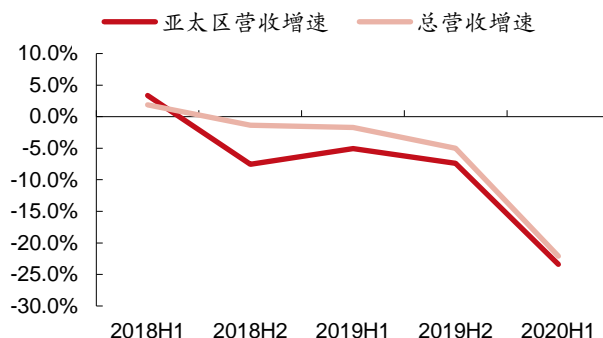
从轮胎替换市场的销量变化上看，2020H1公司亚太区的半钢胎、全钢胎分别下滑24%、23%，高于公司在全球区域的下滑幅度（公司2020H1整体半钢、全钢分别下滑22%、15%）。

图8：普利司通亚太区营收持续下滑



资料来源：普利司通公告，西部证券研发中心

图9：普利司通亚太区下滑速度高于整体



资料来源：普利司通公告，西部证券研发中心

2.3 米其林：亚太区域增长表现较好

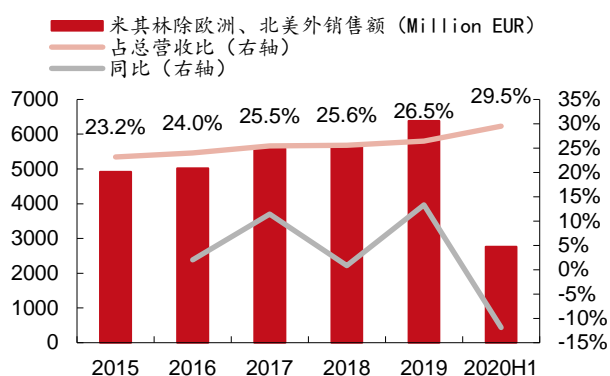
米其林披露的分区域营收口径包括欧洲、北美及其他，即其他区域包括亚洲、中南美、非洲等。从全球轮胎市场规模看，这一区域收入主力为亚太地区。

近年来，米其林着力于发展含亚太在内的新兴市场，在除欧美外区域的业绩增长表现较好，2019年在该区域实现营收约63.9亿欧元，17-19年复合增长率为6.89%。在亚太区域整体轮胎销售额下滑的背景下，公司的表现在海外胎企中可谓独树一帜。同时，公司在该区域的营收占比也在不断提高，从2015年的23.17%提升至2019年的26.46%；在2020H1的疫情影响下，公司在该区域营收占比提高至29.51%。

就营收增速而言，米其林在欧美外地区的营收增速同样持续高于总营收增速，结合超过26%的营收占比，可见亚太等地区的增长给予米其林自身发展强有力的支撑。

行业专题报告 | 橡胶

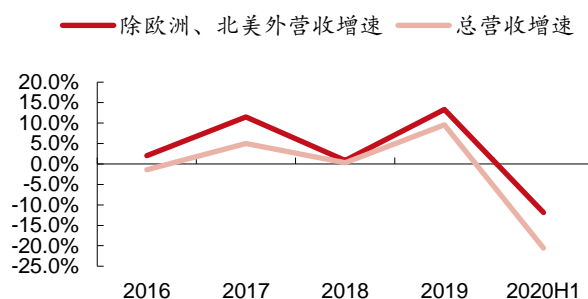
图 10: 米其林除欧美外区域营收持续提升



资料来源: 米其林公告, 西部证券研发中心

注: 统计区域包括亚太、中南美、非洲

图 11: 米其林除欧美外区域营收增速高于整体

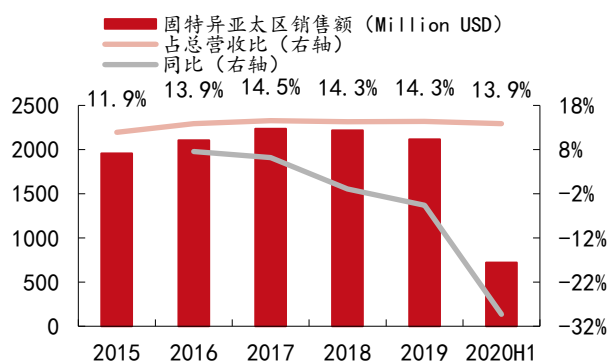


资料来源: 米其林公告, 西部证券研发中心

2.4 固特异: 亚太区近两年营收下滑, 总业绩持续缩减

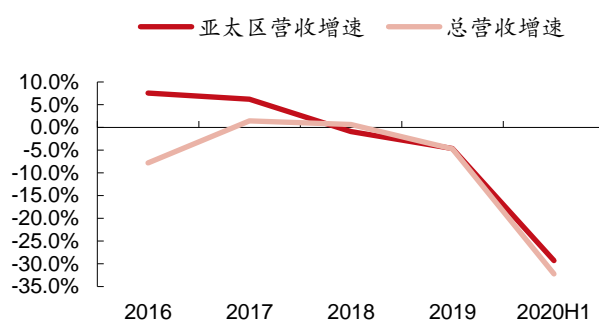
固特异的在亚太区的经营情况在 2015-2017 年间经历较为可观的增长, 但自 18 年起开始下滑。公司于 2019 年在亚太区实现营收约 21.2 亿美元, 同比减少 4.60%, 缩减了约 1 亿美元; 17-19 年复合增长率为-2.77%, 下滑幅度略高于全球轮胎在亚太区的总体下滑幅度(如上文所述的-2.01%)。从营收占比角度看, 公司的亚太区营收占公司总营收比例保持稳定在 14%左右, 这与亚太区营收下滑幅度和公司整体下滑幅度基本一致可相互佐证。即固特异的于亚太市场的退出, 其主要原因在于其自身业绩的不断缩减。

图 12: 固特异亚太区营收近两年持续下滑



资料来源: 固特异公告, 西部证券研发中心

图 13: 固特异亚太区下滑速度和总体下滑一致

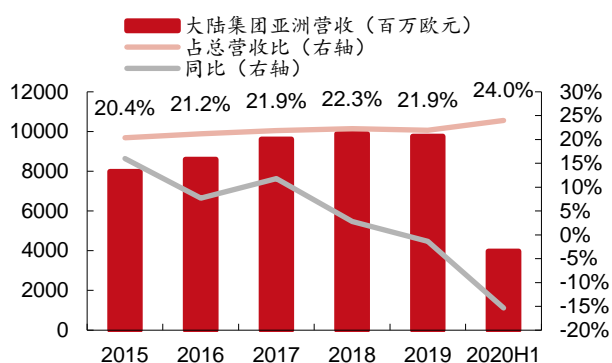


资料来源: 固特异公告, 西部证券研发中心

2.5 大陆集团: 亚太区营收19年下滑

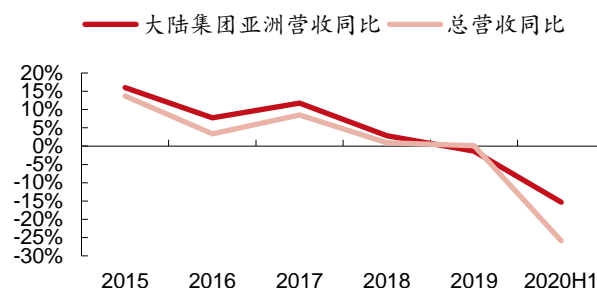
德国马牌的母公司大陆集团在亚洲的营收在 2015-2018 年间增长较为显著, 从 2015 年的 79.9 亿欧元升至 2018 年的 98.9 亿欧元; 亚太区营收占比也不断提高, 从 2015 年的 20.4% 升至 2018 年的 22.3%。2019 年公司在亚太区域营收下滑 1.38% 至 97.5 亿欧元, 同时营收占比下降 0.4 个 PCT。值得注意的是, 集团的营收包括了轮胎及其他汽车零部件。故具体就轮胎而言, 2019 年公司轮胎业务营收占比为 26%, 但亚太区轮胎业务占亚太区总营收比例仅为 15%, 可见公司的轮胎业务重心仍在欧美地区。

图 14: 德国大陆亚太区营收 19 年下滑 1.38%



资料来源: 德国大陆公告, 西部证券研发中心

图 15: 德国大陆亚洲营收增速除 19 年外均高于整体



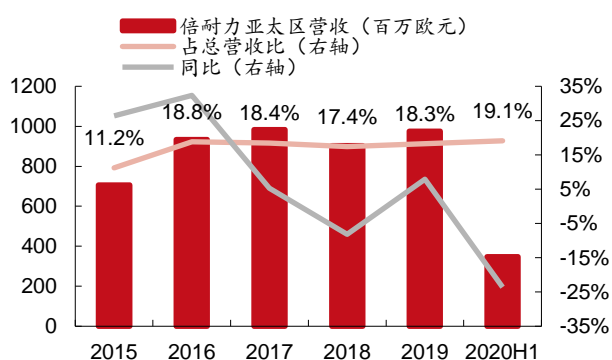
资料来源: 德国大陆公告, 西部证券研发中心

2.6 倍耐力: 近三年亚太区业绩波动企稳

倍耐力的亚太区营收在 2015-2017 年间增长迅速, 从 2015 年的 7.06 亿欧元增至 2017 年的 9.84 亿欧元, 年复合增长率 18.1%。亚太区营收占比同样从 2015 年的 11.2% 升至 2017 年的 18.4%, 占比增长显著。但此后亚太区营收及占比均波动并企稳, 2019 年实现营收 9.75 亿欧元, 17-19 年复合增长率为 -0.45%, 下滑幅度略低于全球轮胎在亚太区的总体下滑幅度 (如上文所述的 -2.01%)。

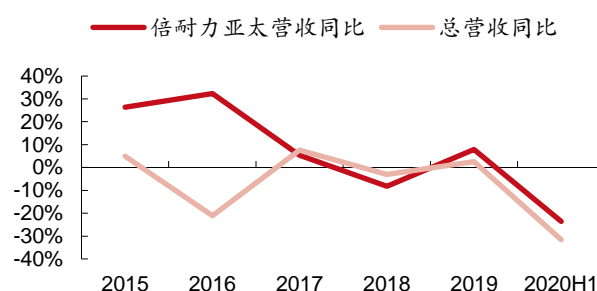
从营收增速来看, 在 2015-2017 年间, 公司亚太区营收增速领先总营收增速, 尤其是 2016 年整体营收下降 21% 的情况下其亚太区营收上升 32.4%。近两年公司亚太区营收与整体营收变化步调基本保持一致, 但波动幅度高于公司整体水平, 在一定程度上体现了公司在亚太区业绩的不确定性。

图 16: 倍耐力亚太区营收波动企稳



资料来源: 倍耐力公告, 西部证券研发中心

图 17: 倍耐力亚太区营收波动幅度高于公司整体



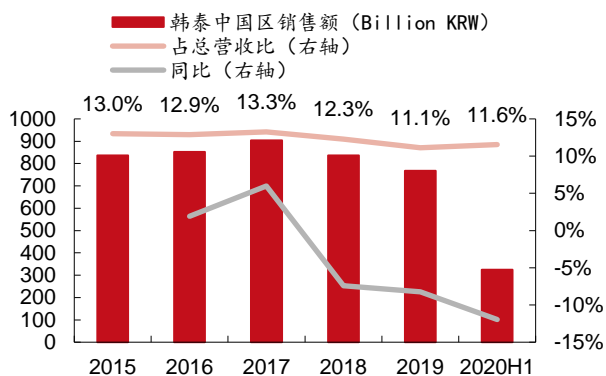
资料来源: 倍耐力公告, 西部证券研发中心

2.7 韩泰: 中国区营收及占比在近两年下滑明显

韩泰的中国区营收自 18 年起连续两年下滑, 自 2017 年的 9030 亿韩元下滑至 2019 年的 7670 亿韩元, 年复合增长率为 -7.84%, 远超全球轮胎在亚太区的总体下滑幅度 (如上文所述的 -2.01%)。伴随营收的下滑, 公司中国区营收占比至 2019 年也下降至 11.1%, 较 17 年降低了 2.2 个 PCT。2020H1 受惠于中国后疫情时期较快的复苏速度, 韩泰中国区营

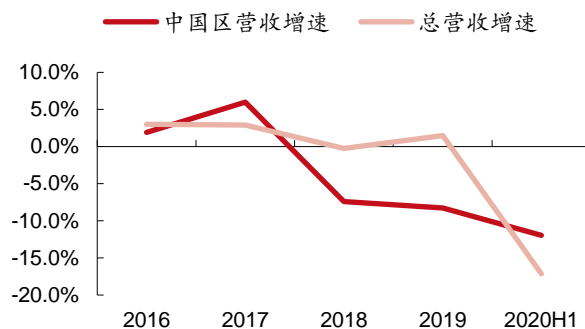
收占比略有提升，营收下降幅度也小于公司整体营收。从营收增速角度看，公司中国区营收增速在18和19年明显落后于总营收增速，且连续下降，可见公司在中国区的市场份额出让显著。

图 18：韩泰中国区营收下滑明显



资料来源：韩泰公告，西部证券研发中心

图 19：韩泰中国区下滑速度明显高于整体



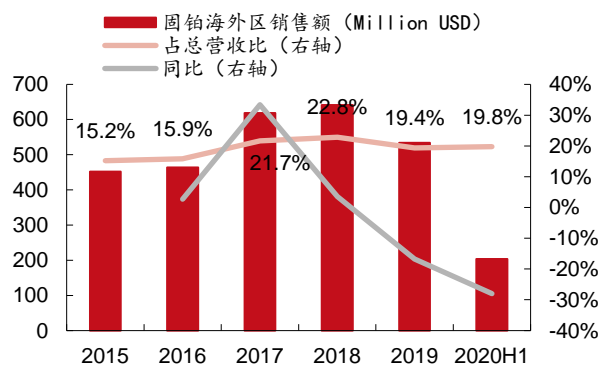
资料来源：韩泰公告，西部证券研发中心

2.8 固铂：国际市场业绩19年下滑明显

固铂披露的分区域营收口径仅包含美国地区及国际地区，即国际地区包括欧洲、亚洲及非洲等多细分地区。2019年公司国际市场营收5.34亿美元，同比下滑16.7%，缩减了约1.07亿美元；17-19年复合增长率为-7.11%，若假设除美国外各细分地区下滑幅度相同，则公司在亚太区的下滑幅度明显超过全球轮胎在亚太区的总体下滑幅度（如上文所述的-2.01%）。

从公司营收占比看，2019年公司海外区域营收占比下降至19.4%，较18年下降3.4个百分点。在整体收入仅下滑约2%的情况下，可见固铂在19年将其重心由海外市场向国内（即美国）市场进行了一定的转移。2020H1，公司海外区营收下降幅度继续高于整体，同比下滑约28%。

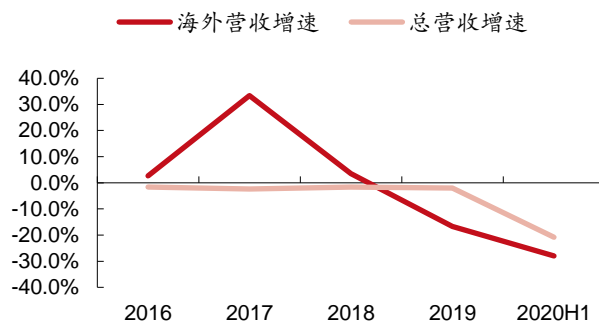
图 20：固铂19年海外市场营收下滑显著



资料来源：固铂公告，西部证券研发中心

注：统计区域为除美国以外地区

图 21：固铂19年海外区下滑幅度高于整体



资料来源：固铂公告，西部证券研发中心

以下我们总结了海外主要轮胎企业17-19年在亚太区域营收的变化情况，从中可见大部分

海外一二线企业（除米其林、倍耐力外）在亚太区的营收下滑幅度均高于全行业近两年在亚太市场的缩减幅度，同时 2020H1 的疫情使得这些企业在亚太区的份额进一步下滑。由此我们可得出结论，主要外资品牌在过去的两年间及今年上半年持续从亚太/中国地区主动或被动地出让市场份额。

表 1：各海外轮胎企业亚太区营收变化情况

海外轮胎企业	2017-2019 年复合增速	2019 年同比	2020H1 同比	备注
普利司通	-4.30%	-6.22%	-23.4%	不含日本
米其林	+6.89%	+13.33%	-11.87%	包含亚太、中南美及非洲
固特异	-2.77%	-4.60%	-29.29%	
德国马牌	+0.69%	-1.38%	-15.33%	来自大陆集团数据
倍耐力	-0.45%	+7.90%	-23.60%	
韩泰	-7.84%	-8.25%	-11.96%	中国区域
固铂	-7.11%	-16.69%	-27.98%	国际市场数据，即除美国外地区
全球行业	-2.01%	-1.03%	-18.21%	基于销量数据

资料来源：各公司公告，西部证券研发中心

三、海外轮胎企业的市场出让逻辑中长期有效

3.1 海外轮胎企业受疫情影响上半年亏损严重

上文中我们已总结了过去两年间海外头部轮胎企业持续从亚太/中国区退出的历史数据，我们认为其主要原因在于中国轮胎企业的快速崛起对海外轮胎企业造成了冲击。

从海外胎企自身的角度看，在全球轮胎市场供需呈均衡状态、市场规模增速放缓的大背景下，海外胎企的业绩增长同样放缓，且同时面临较高的人力成本、设备维护成本等压力，部分企业由于自身经营不善已出现亏损情况。如 2019 年固特异、德国马牌的母公司大陆集团均出现亏损，住友橡胶的净利润也同比下滑 65.5%。进入 2020 年，在上半年的疫情冲击下，海外轮胎企业终于因其高运营成本而难以为继，均出现大额亏损。

表 2：海外轮胎企业 2020H1 均呈现不同程度亏损（折 RMB 亿元，%）

海外轮胎企业	2019 营收	2019 净利	2020H1 营收	2020H1 营收同比	2020H1 净利	2020H1 净利同比
普利司通	2259.42	187.51	891.9	-22.10%	-13.8	-120.48%
米其林	1886.27	136.85	767.3	-20.58%	-11.2	-116.23%
固特异	1028.64	-21.70	364.0	-28.08%	-92.0	2019H1 亏损 0.5 亿
德国马牌	653.72	-95.74	360.0	-25.90%	-36.5	-141.13%
倍耐力	416.02	35.77	149.0	-31.59%	-8.3	-133.13%
韩泰	415.20	25.31	164.3	-17.13%	N/A	N/A
固铂	192.03	6.73	72.0	-20.82%	-1.2	-212.72%
住友橡胶	572.49	7.74	223.7	-20.79%	-6.3	-240.65%
优科豪马	416.86	26.90	162.6	-20.57%	0.8	-92.48%

资料来源：各公司公告，西部证券研发中心

注：德国马牌 2019 营收、2020H1 营收为披露的轮胎业务数据，净利为母公司大陆集团整体数据

3.2 海外胎企将持续削减资本开支，未来增长乏力

我们统计了普利司通、米其林、固特异、马牌、倍耐力、固铂和韩泰这7家全球主要一二线轮胎企业15-19年及2020上半年的资本开支情况。从中可见2017至2019年间除普利司通资本开支复合增速达到+22.06%以外，另外6家增速均较为缓慢且大部分出现资本开支的削减，如倍耐力和韩泰的资本开支复合增速分别为-11.75%和-23.63%。而值得说明的是，普利司通的资本开支主要用于建设新的研发中心，故并不会带来产能上的实质扩张。对比国内轮胎头部企业玲珑和赛轮，其17-19年资本开支复合增速分别达37.8%和20.3%，结合公司公布的未来规划，其产能规模处于高速的增长期。

2020年上半年，面对疫情冲击下业绩压力的增加，海外轮胎企业均加大资本开支的削减幅度。2020H1除仅普利司通的资本开支同比增长外，其他企业的资本开支均同比下滑10%-50%不等。我们预计随着海外轮胎企业的盈利压力持续增加，其将以继续削减资本开支的方法来改善现金流。这一预期可通过各企业对今年资本开支的下调进行佐证。韩泰公布下调其2020年资本开支预期，由4900亿韩元下降至3600亿韩元；固特异预计今年资本开支将不超过70亿美元，即同比至少削减9%；固铂也将今年的资本开支计划下调至1.4-1.6亿美元，即同比减少20%至30%。

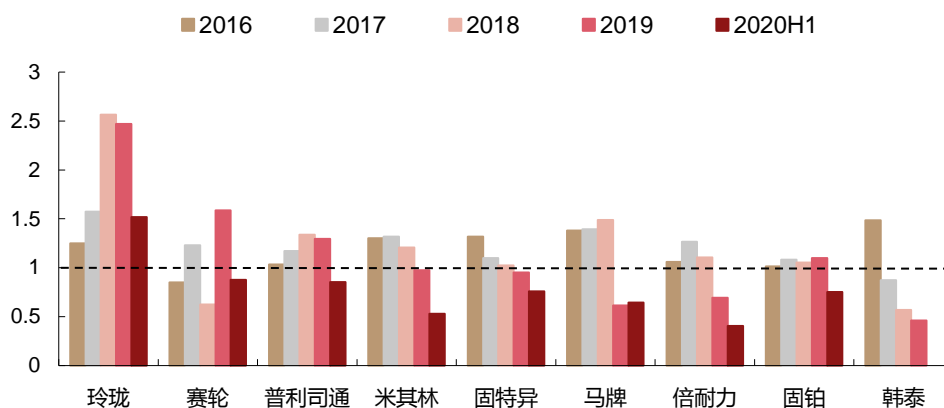
海外企业资本开支不足以覆盖其折旧摊销，预示其未来增长乏力。我们将资本开支分为保全式资本支出和扩张性资本支出，前者主要用于老旧设备的日常维护、保养等。通常认为当且仅当保全性资本支出高于设备的折旧时，公司才能进行扩张性的资本支出，如产能的扩张等。2019年，除普利司通、固铂外，海外头部企业的“资本开支/折旧摊销”均小于1，即其资本开支已无法覆盖设备的折旧费用，至2020H1该比例进一步大幅降低，体现了其资本开支的继续缩减。对比玲珑这一比例在过去几年间均高于1。因此我们认为，随着海外各企业持续削减资本开支，其已无力进行供给侧的扩张。各公司高企的成本压力无法通过进一步增加规模优势来进行摊销，故未来的增长将较为乏力。

图 22：玲珑、赛轮及各海外轮胎企业资本开支变化情况

	玲珑	赛轮	普利司通	米其林	固特异	马牌	倍耐力	固铂	韩泰
2015YoY	-46.40%	5.17%	-14.44%	-4.20%	6.50%	7.35%	2.18%	25.86%	-7.86%
2016YoY	-8.48%	-51.99%	-23.43%	0.39%	1.32%	19.56%	-3.20%	-3.89%	-13.61%
2017YoY	36.66%	41.25%	20.97%	-2.21%	-11.55%	8.97%	29.48%	12.40%	-35.70%
2018YoY	78.65%	-40.39%	14.31%	-5.76%	-7.95%	11.32%	-2.55%	-1.97%	-31.38%
2019YoY	6.32%	142.87%	7.75%	7.91%	-5.06%	-1.98%	-20.09%	4.87%	-15.01%
2020H1YoY	59.89%	-35.89%	4.03%	-26.32%	-9.48%	-35.01%	-51.55%	-31.47%	
2017-19CAGR	37.82%	20.32%	22.06%	0.84%	-6.51%	4.46%	-11.75%	1.39%	-23.63%

资料来源：各公司公告，西部证券研发中心

图 23：2020 上半年各海外企业资本开支/折旧摊销不足 1



资料来源：各公司公告，西部证券研发中心

注：马牌 19 年折旧摊销翻倍，主要是来源于当年的金融资产减值

3.3 海外胎企将通过提价和出让中低端市场来提振业绩

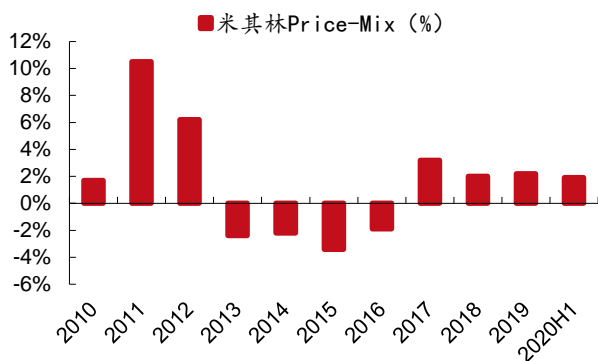
在资本开支不得不进行削减而无法在供给量上实现增长时，我们认为海外轮胎企业会将注意力转移到价格的提升上，进而提振业绩。具体将分为以下三方面：1) 直接的提价；2) 间接的提价，即产品结构向更高端的产品倾斜；3) 将重心转向中高端市场，出让中低端市场。其中，第 3 点我们在本文第二章已经有所列示，海外企业自身在亚太/中国区的份额持续降低的趋势既有中国轮胎企业崛起对市场进行抢占的因素，也有海外胎企在盈利压力下主动退出亚太而将重心转向欧美等高利润市场的因素。

直接提价方面，以米其林、倍耐力和固特异为例，近 3 年来米其林轮胎均价的同比增速约在 2-3%；倍耐力则自 2011 年起每年轮胎均价都有同比的提升，2019 年均价同比提高了 4.2%；固特异的轮胎均价在 2016 年为低谷 91.3 美元/条，至 2019 年上涨至 95.0 美元/条，今年上半年均价上涨幅度较大，至 100.6 美元/条。

今年上半年受天然橡胶涨价及海外市场供需错配等因素影响，国内轮胎企业也纷纷提价，这背后当然也有海外头部胎企涨价的拉动因素。我们认为在海外轮胎企业迫于业绩压力不得不涨价的情况下，国内企业的竞争优势将得到进一步加强，其背后逻辑主要在以下两点：1) 国内公司轮胎价格大约是海外公司的一半，在轮胎价格提高相同比例如 5% 的情况下，中国轮胎的性价比优势将更加明显。2) 跟随全行业涨价趋势，中国轮胎公司将受益于目前更加优秀的成本控制能力，盈利中枢将进一步上行，同时进而支持中长期的扩张。

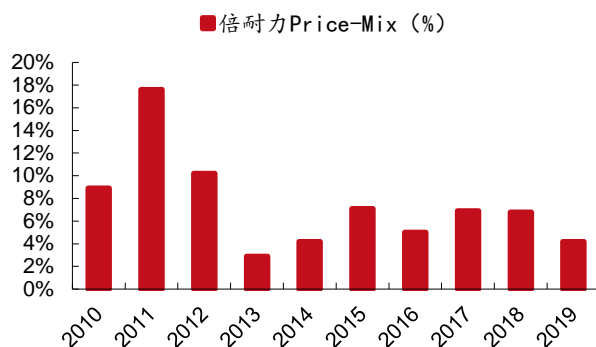
间接提价方面，由于轮胎价格和尺寸关系较为密切，同一规格的 15 寸轮胎价格仅为 18 寸的一半，因此海外轮胎企业为维持利润，在将战略确定为持续向高端化市场迈进的同时，也在持续加大 18 寸及以上规格轮胎的销售占比，同时因北美、欧洲等中高端市场也是大尺寸轮胎的主力消费区域。米其林 2020 上半年 ≥ 18 寸轮胎的销售占比达到新高 46%；韩泰在韩国和中国市场的 18 寸以上大胎占比也在不断提升。外资轮胎企业持续向中高端迈进，将出让中低端市场的份额，国内轮胎企业有望在这一市场实现更快的进口替代。

图 24：米其林轮胎价格近三年同比提升



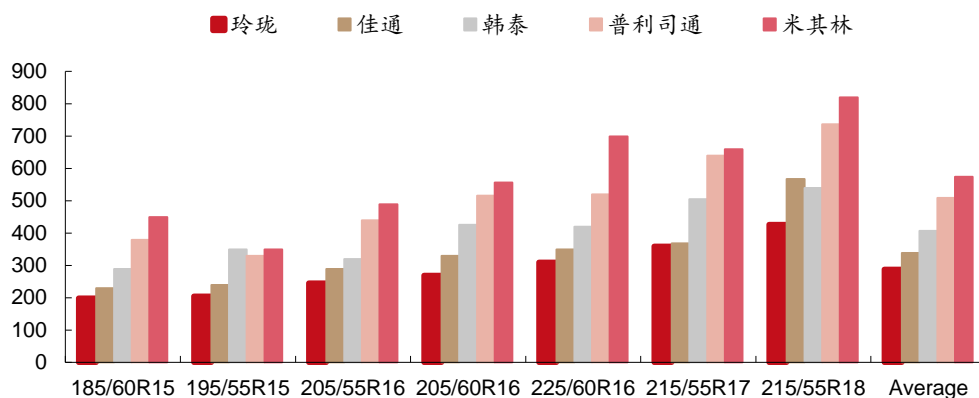
资料来源：米其林公告，西部证券研发中心

图 25：倍耐力轮胎价格近年来同比持续提升



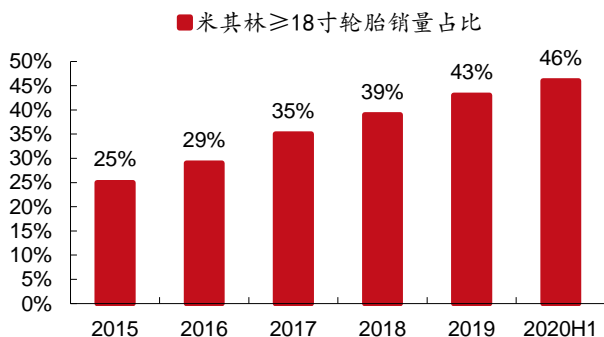
资料来源：倍耐力公告，西部证券研发中心

图 26：轮胎价格和尺寸关系密切（元/条）



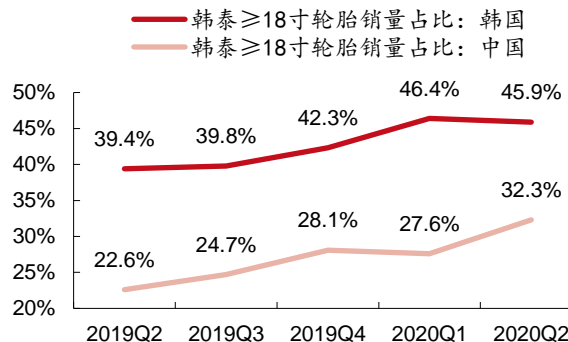
资料来源：途虎养车网，西部证券研发中心

图 27：米其林大尺寸轮胎销量占比持续提升



资料来源：米其林公告，西部证券研发中心

图 28：韩泰中韩地区大尺寸轮胎销量占比持续提升



资料来源：韩泰公告，西部证券研发中心

四、国内头部企业积极扩产，进口替代有望加速

与海外轮胎公司持续削减资本开支形成鲜明对比的是，中国轮胎行业于疫情后快速恢复，同时头部企业的积极扩产持续，我们认为中国轮胎行业进口替代以及全球市场份额的提升仍会继续。

中国轮胎行业于疫情后快速恢复。在2月国内疫情最严重之时，半钢/全钢开工率一度下滑至不足25%。随着之后疫情得到有效控制，国内需求复苏较快，半钢胎和全钢胎开工率也一路快速回升，至10月全钢胎平均开工率达73.5%、半钢胎平均开工率达69.8%，已超过过去三年的同期水平。

图 29：半钢胎开工率逐渐恢复

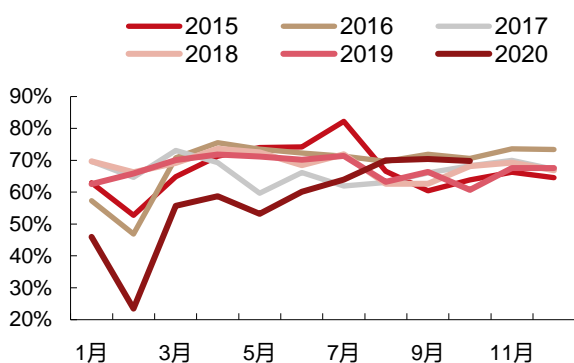
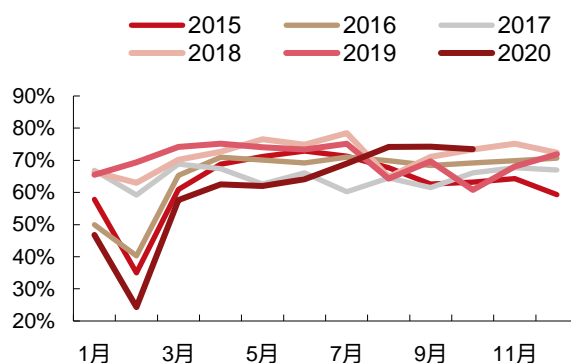


图 30：全钢胎开工率逐渐恢复



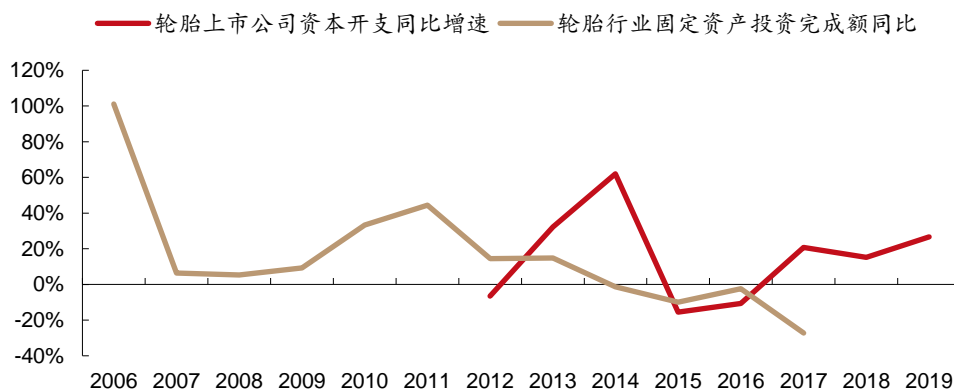
资料来源：中国橡胶信息贸易网，西部证券研发中心

资料来源：中国橡胶信息贸易网，西部证券研发中心

国内行业结构性产能过剩，中小产能被逐渐淘汰。当前我国轮胎行业依旧存在产能过剩、经济效益低、产品同质化严重等问题，受银行抽贷、环保压力等影响，国内轮胎行业整合加速。据中国橡胶轮胎协会发布：纳入统计部门监测的轮胎工厂从过去的500多家已下降到390家，通过CCC安全产品认证的汽车轮胎工厂从300多家减少到225家。多家轮胎、橡胶及轮胎相关企业注销，产品技术含量较低以及规模效应较差的中小企业逐渐淘汰出局。中小产能的出清，进一步利好优势龙头企业。

头部企业持续增强资本开支。受去产能等政策影响，轮胎行业资本开支增速放缓，但头部企业仍在增加规模优势，资本开支增速高于全国水平。玲珑等7家头部上市轮胎公司在2019年共计资本支出69.65亿元，同比增长26.6%，连续三年同比超过15%的增长。

图 31：国内轮胎上市公司近3年资本开支增长迅速

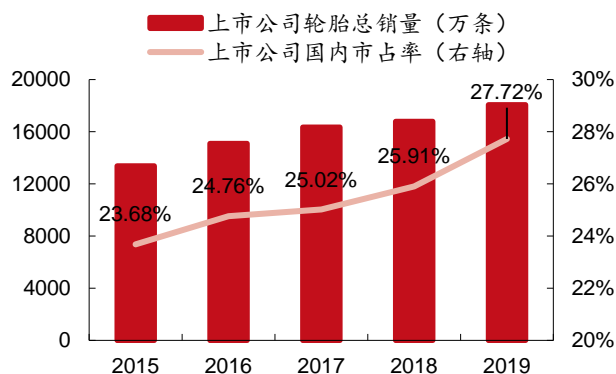


资料来源：国家统计局，各公司公告，西部证券研发中心

注：选取公司包括玲珑轮胎、赛轮轮胎、贵州轮胎、通用股份、三角轮胎、风神股份、青岛双星

国内头部企业市占率持续提升，且仍有较大增长空间。国内9家轮胎上市公司销量的行业占比从2015年的23.7%增长至2019年的27.7%。其中，头部企业玲珑和赛轮的销量自15年起增长明显，其国内市占率分别由2015年的6.4%和4.5%增长至2019年的9.1%和6.1%。同时，头部企业内部的集中度也在逐渐提高，如玲珑占9家上市公司的销量比例由2016年的27.9%提升至2019年的32.6%。对比海外各国的龙头企业，如固特异占美国上榜世界轮胎七十五强企业销售额的90%左右，普利司通、韩泰分别约占日本、韩国总轮胎销售额的60%左右，而玲珑仅占国内的9.1%，未来国内轮胎行业集中度仍有进一步提升的空间。而站在全球的角度看，玲珑2019年的全球市占率仅为1.5%，对比米其林、普利司通分别为15.0%和14.6%的市占率，其体量相差约10倍，故未来国内轮胎龙头在全球范围内有很大的市场开拓空间。

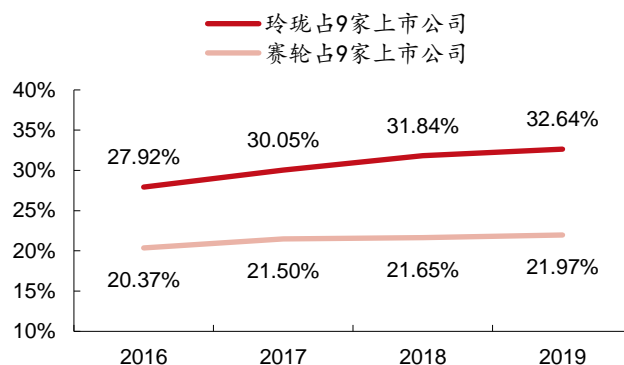
图 32：国内上市轮胎公司市占率持续提升



资料来源：国家统计局，各公司公告，西部证券研发中心

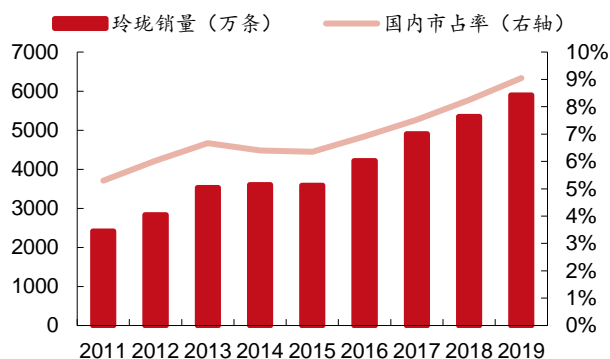
注：选取公司为玲珑、赛轮、贵轮、通用、三角、风神、双星、森麒麟、佳通

图 33：国内轮胎龙头市占率持续提升



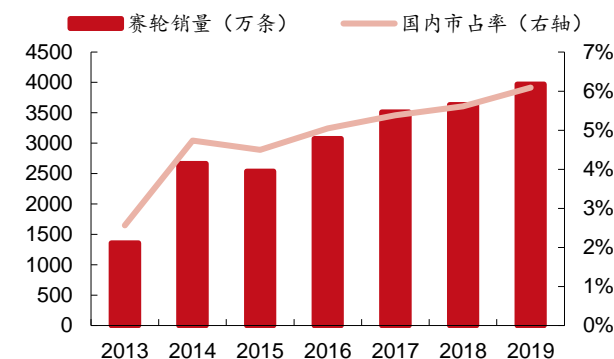
资料来源：各公司公告，西部证券研发中心

图 34：玲珑轮胎销量及市占率提升明显



资料来源：玲珑轮胎公告，国家统计局，西部证券研发中心

图 35：赛轮轮胎销量及市占率提升明显



资料来源：赛轮轮胎公告，国家统计局，西部证券研发中心

高增速的资本开支背后是各企业的积极扩产。我们统计了未来3年国内主要轮胎上市公司的产能计划扩张情况及预期，至2022年玲珑等9家上市公司的总产能将达到约3.07亿条，较2019年的1.97亿条增长率达55%。随着疫情逐渐消退，未来各公司产能的扩张计划将逐步实现，且将以一个较高的速度成长。借助海外轮胎企业从亚太地区退出、纷纷削减

资本开支的这一良机，叠加疫情可能出现的反复，我们认为中国轮胎的进口替代不仅是今年疫情之下的独立事件，而是过去两至三年间持续发生，并且在未来会加速进行的行业趋势。中国轮胎企业将依靠自身的竞争优势和中长期稳定的发展，逐步实现进口替代，并走出国门实现全球市场份额的进一步提升。

五、投资建议

回顾过去，全球轮胎龙头市占率呈下滑态势，在过去的两至三年间亚太及中国地区外资轮胎品牌持续退出，中国轮胎企业的市场份额不断提升。立足当下，疫情对海外轮胎企业的经营和业绩形成巨大冲击，海外企业面临空前压力。展望未来，我们认为外资工厂将会采取削减资本开支+提价+调整产品结构、出让中低端市场等方法以改善现金流。与之形成鲜明对比的是中国轮胎头部企业的积极扩产，同时叠加疫情可能出现的反复，我们认为中国轮胎行业的进口替代将会在未来加速进行，中国轮胎行业全球市场份额的提升仍会继续。

综上，我们认为中国轮胎的进口替代将持续，中长期有较大增长空间。建议关注国内轮胎头部企业：玲珑轮胎（601966.SH）、赛轮轮胎（601058.SH）、森麒麟（002984.SZ）、贵州轮胎（000589.SZ）、三角轮胎（601163.SH）。好赛道+低估值+中国企业绝对竞争优势的轮胎行业值得更多关注。

六、风险提示

项目建设落后预期；主要市场关税壁垒政策变动；原材料价格上涨等。

西部证券—行业投资评级说明

- 超配： 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上
中配： 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间
低配： 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。