

中信证券研究部



王喆
首席能源化工
分析师
S1010513110001



李鸿钊
能源化工分析师
S1010520110003

核心观点

在全球轮胎行业洗牌的背景下，公司凭借产品、品牌、渠道持续发力有望跻身全球第二梯队。公司新增产能预计在 2021 年释放业绩，叠加股权风险因素消除带来估值修复预期，看好公司迎来戴维斯双击。预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 15.7/19.6/23.3 亿元，参考行业估值给予 2021 年 15 倍 PE，对应目标市值 300 亿元，对应目标价 11 元，维持“买入”评级。

■ **国内轮胎领军企业，产能规模快速扩张。**截止 2019 年底，公司拥有全钢胎产能 600 万条、半钢胎产能 4000 万条、工程胎产能 7 万吨。公司历史上通过收购、自建等方式实现产能快速扩张，成为业绩增长的基础。目前越南 ACTR 合资工厂 240 万条全钢胎、沈阳工厂 300 万条全钢胎、东营工厂 700 万条半钢胎以及 4 万吨非公路胎有望于 2021 年陆续释放产能，看好未来业绩增长。

■ **轮胎行业加速洗牌，国产品牌呈现向上渗透趋势。**全球轮胎行业形成了以“三巨头+八大跨国集团”为主的竞争格局，但近年来随着以中国本土龙头为代表的第三梯队在产品性能、品牌渠道等方面的快速发力，市场份额持续增长，呈现向上渗透趋势。我们看好未来国内优质品牌有望逐步进入全球第二梯队，世界轮胎行业格局将被重塑。

■ **海外布局叠加品牌推广，看好公司跻身全球第二梯队。**公司目前在越南拥有海外生产基地，全钢胎产能占比 21%，半钢胎产能占比 25%。2020 年美国针对泰国、越南等地半钢胎“双反”初裁税率落地，公司越南工厂对应税率为 6.23%，大幅低于其他相关企业税率，化挑战为机遇。我们看好公司凭借在全球销售渠道、品牌推广方面的持续发力，有望向全球第二梯队进发。

■ **股权风险因素消除，有望迎来估值修复。**自 2017 年新华联控股对公司“举牌”以来，公司估值端持续承压，显著低于行业平均。随着袁仲雪先生回归管理层以及成为实控人，公司股权结构逐渐清晰。2020 年新华联控股由于债务违约被冻结全部股权，此次“举牌”风波有望结束。公司同时计划向实控人实施定增，控制权有望进一步稳固，我们看好股权风险因素消除带动公司估值修复。

■ **风险因素：**原材料价格大幅上涨；竞争加剧导致产品价格下跌；美国针对公司越南工厂“双反”终裁税率大幅高于初裁；新增产能建设、投产进度不及预期；公司股权结构改善情况低于预期。

■ **投资建议：**在全球轮胎行业洗牌的背景下，公司凭借产品、品牌、渠道持续发力有望跻身全球第二梯队。公司新增产能预计在 2021 年释放业绩，叠加股权风险因素消除带来估值修复预期，看好公司迎来戴维斯双击。考虑到行业需求恢复以及新产能投放进度超预期，上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 15.66/19.64/23.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.58/0.73/0.86 元（原预测为 0.47/0.48/0.58 元）。参考行业估值水平给予公司 2021 年 15 倍 PE，对应目标市值 300 亿元，对应目标价 11 元，维持“买入”评级。

赛轮轮胎	601058
评级	买入（维持）
当前价	6.92 元
目标价	11.0 元
总股本	2,699 百万股
流通股本	2,559 百万股
52 周最高/最低价	6.92/3.56 元
近 1 月绝对涨幅	14.57%
近 6 月绝对涨幅	14.57%
近 12 月绝对涨幅	-1.76%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,685	15,128	16,103	19,761	23,163
营业收入增长率	-0.9%	10.5%	6.4%	22.7%	17.2%
净利润(百万元)	668	1,195	1,566	1,964	2,326
净利润增长率	102.5%	78.9%	31.1%	25.4%	18.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.25	0.47	0.58	0.73	0.86
毛利率%	19.8%	25.9%	26.3%	25.8%	25.9%
净资产收益率 ROE%	10.6%	16.9%	18.7%	19.6%	19.5%
每股净资产(元)	2.34	2.62	3.10	3.71	4.43
PE	28	15	12	10	8
PB	3.0	2.6	2.2	1.9	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 5 日收盘价

目录

估值及投资评级.....	4
国内轮胎领军品牌，产销全球布局	5
全球市场重新洗牌，国内龙头快速成长.....	9
全球轮胎面临洗牌，第三梯队快速增长	9
国内市场集中度提升，本土龙头快速成长.....	11
公司产品认可度高，看好扩产释放业绩	13
产品认可度高，配套、替换市场双发力	13
轮胎产能持续扩张，看好未来业绩释放	14
海外布局优势凸显，品牌价值持续提升	15
率先布局海外工厂，销售渠道优势凸显	15
注重品牌推广，向全球第二梯队迈进	17
股权结构逐步清晰，风险因素有望消除	19
公司经历多轮融资，历史上股权相对分散.....	19
“举牌”风波结束，公司股权结构逐步清晰	22
风险因素	23
盈利预测及估值.....	24
盈利预测.....	24
估值及投资评级.....	25

插图目录

图 1：公司发展历史	5
图 2：公司子公司及部分孙公司	5
图 3：公司营业收入	6
图 4：公司归母净利润	6
图 5：公司轮胎产品产销量	6
图 6：公司轮胎产品平均价格走势	6
图 7：公司营业收入构成（分产品）	7
图 8：公司营业收入构成（分地区）	7
图 9：公司毛利率、净利率	8
图 10：公司三大费用率	8
图 11：公司 ROE 水平行业领先	8
图 12：全球轮胎销售额及增速	9
图 13：全球轮胎销量及增速	9
图 14：全球汽车销量及增速	10
图 15：全球汽车保有量及增速	10
图 16：2006-2019 年全球轮胎集中度走势	11
图 17：全球轮胎 75 强内中国企业总销售额及全球占比变化趋势	12
图 18：全球轮胎 75 强中国企业排名分布	12
图 19：公司全方位产品线	13
图 20：公司配套市场合作品牌	13
图 21：公司产品通过多个国家和地区认证	14
图 22：2019 年国内轮胎上市公司轮胎产量对比	15
图 24：赛轮旗下轮胎品牌	18
图 25：2019 同行业公司广告费用对比	18
图 26：公司实行多维度品牌运营	18
图 27：国内轮胎企业毛利率仍存增长空间	19
图 28：公司历史 PE 变化	26
图 29：可比公司 PE 估值对比	26

表格目录

表 1：可比公司估值情况	4
表 2：公司产能快速扩张	6
表 3：行业可比公司杜邦分析（2019 年）	8
表 4：全球轮胎品牌分档次一览表	10
表 5：2019 年全球轮胎企业销售额排行榜	10
表 6：中国轮胎行业重大并购事件梳理	12
表 7：公司产能情况及增长预测	15
表 8：国内各轮胎企业海外布局情况	16
表 9：轮胎行业国际贸易摩擦事件一览	16
表 10：美国针对韩、台、泰、越南钢胎“双反”涉及企业初裁税率统计	17

表 11：2002 年赛轮示范基地成立时股权结构	19
表 12：自公司成立至上市前股权结构变更情况	19
表 13：公司上市前股权结构	20
表 14：2011 年 6 月公司上市后股权结构	20
表 15：2013 年增发后公司股权结构	20
表 16：2014 年增发后公司股权结构	21
表 17：2015 年末公司股权结构	21
表 18：2017 年增发后公司股权结构	22
表 19：2019 年底公司股权结构	22
表 20：袁仲雪先生目前控制的股权结构	23
表 21：分产品盈利预测	24
表 22：公司核心财务数据预测	25
表 23：全球主要轮胎品牌 PE 估值	26
表 24：可比公司 PE 估值情况	27
表 25：可比公司 EV/EBITDA 估值情况	27

■ 估值及投资评级

国内轮胎领军企业，产能规模快速扩张。截止 2019 年底，公司拥有全钢胎产能 600 万条、半钢胎产能 4000 万条、工程胎产能 7 万吨。目前越南 ACTR 合资工厂 240 万条全钢胎、沈阳工厂 300 万条全钢胎、东营工厂 700 万条半钢胎以及 4 万吨非公路胎有望于 2021 年陆续释放产能，助力业绩增长。

轮胎行业加速洗牌，国产品牌呈现向上渗透趋势。近年来随着以中国本土龙头为代表的第三梯队轮胎产品在性能、品牌渠道等方面的快速发力，市场份额持续增长，呈现向上渗透趋势。我们看好未来国内优质品牌有望逐步进入全球第二梯队，世界轮胎行业格局将被重塑。

海外布局叠加品牌推广，看好公司跻身全球第二梯队。公司目前越南生产基地全钢胎产能占比 21%，半钢胎产能占比 25%。2020 年美国针对泰国、越南等地半钢胎“双反”初裁税率落地，公司越南工厂对应税率为 6.23%，大幅低于其他相关企业税率，化挑战为机遇。我们看好公司向全球第二梯队进发。

股权风险因素消除，有望迎来估值修复。自 2017 年新华联控股对公司“举牌”以来，公司估值端持续承压，显著低于行业平均。随着袁仲雪先生回归管理层以及成为实控人，公司股权结构逐渐清晰。2020 年新华联控股由于债务违约被冻结全部股权，此次“举牌”风波有望结束。公司同时计划向实控人实施定增，控制权有望进一步稳固，我们看好股权风险因素消除带动公司估值修复。

给予 2021 年目标市值 300 亿元，维持“买入”评级。公司新增产能预计在 2021 年释放业绩，叠加股权风险因素消除带来估值修复预期，看好公司迎来戴维斯双击。预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 15.66/19.64/23.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.58/0.73/0.86 元。参考行业估值水平给予公司 2021 年 15 倍 PE，对应目标市值 300 亿元，对应目标价 11 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值情况

公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
玲珑轮胎	38.83	1.41	1.52	1.77	28	26	22
三角轮胎	16.38	1.06	1.41	1.48	15	12	11
贵州轮胎	6.83	0.17	0.68	0.95	40	10	7
平均					28	16	13

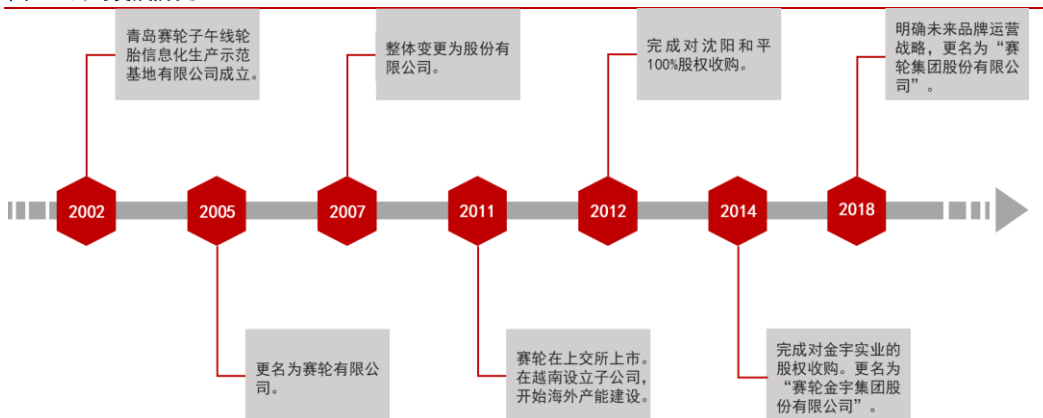
资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为 2021 年 1 月 5 日收盘价；EPS 预测使用 Wind 一致预期

国内轮胎领军品牌，产销全球布局

赛轮轮胎是本土轮胎领军品牌，产品涵盖全钢、半钢、非公路胎多系列。公司集轮胎研发、生产、销售和服务于一体。主营产品包括全钢子午胎、半钢子午胎及工程胎，截至2019年底已拥有全钢子午胎产能600万条、半钢子午胎产能4000万条、非公路胎产能7万吨。公司前身为2002年成立的青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地有限公司，2003年第一条子午线轮胎成功下线，2007年公司整体变更为股份有限公司。经历十余载的行业深耕经营，公司目前已发展成为国内轮胎行业领先品牌。

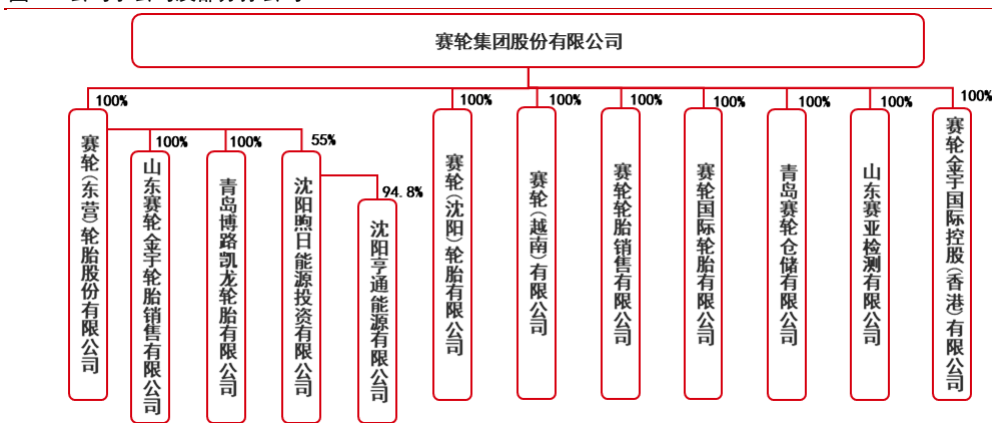
图1：公司发展历史



资料来源：公司公告，中信证券研究部

通过投资、并购完善产销体系，覆盖产业全环节。纵观赛轮的发展历程，公司不断通过投资、并购的方式扩张产能，完善销售网络。2012年完成对沈阳和平子午线100%股权的收购，扩张全钢胎产能；同时于2012、2014年分两次完成对金宇实业100%股权的收购，扩张半钢胎产能。公司于2011年投资设立越南子公司，而后陆续通过增资方式扩张海外产能。目前公司已形成了从轮胎产品生产、仓储到物流、销售等产业全环节的业务群组，打通轮胎产品的产销流程。

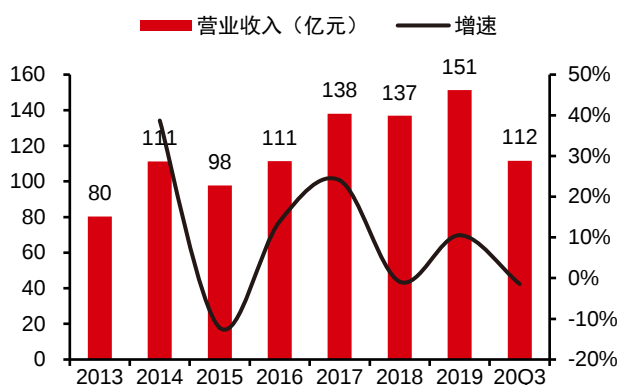
图2：公司子公司及部分孙公司



资料来源：公司公告，中信证券研究部

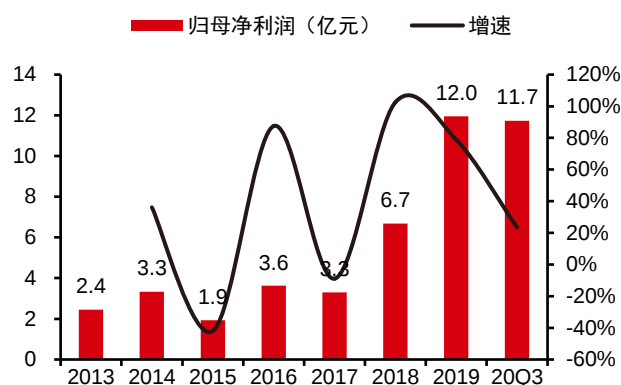
近年来公司轮胎销量持续增长，带动业绩快速上行。受益于公司产能不断扩张带来的轮胎产销量增长，公司业绩呈现快速上升的趋势。2013 年公司轮胎产品销量总计 1356 万条，至 2019 年已增长至 3971 万条，年复合增长率近 20%。2019 年公司实现营业收入 151 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 12%；实现归母净利润 12.0 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 58%。

图 3：公司营业收入



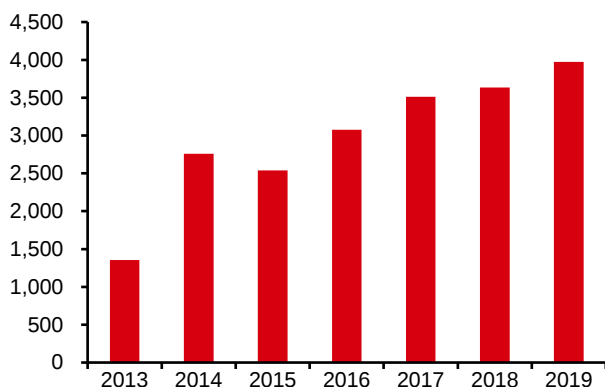
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：公司归母净利润



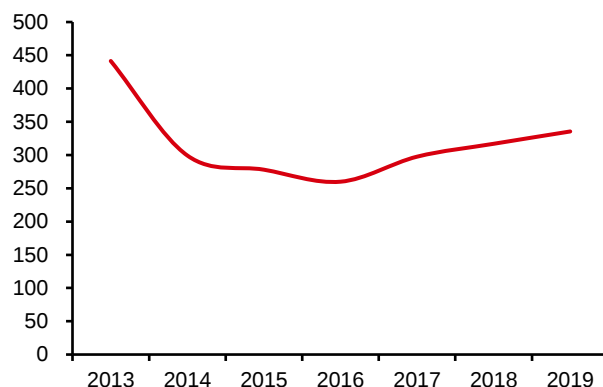
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：公司轮胎产品产销量（万条）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：公司轮胎产品平均价格走势（元/条）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

轮胎产能规模持续扩张，带动产品产销量提升。公司自上市以来不断通过收购、自建等方式大规模扩张产能，全钢胎产能从 2012 年 230 万条扩张至 2019 年 600 万条，半钢胎产能从 2012 年 850 万条扩张至 2019 年 4000 万条。2012 年公司收购沈阳和平子午线公司增加全钢胎产能 120 万条；2013 年越南子公司半钢胎和全钢胎项目投产；2014 年收购山东金宇增加半钢胎产能 1000 万条，同时新建 1500 万条半钢胎产能；2018 年与固铂合作新建 240 万条全钢胎产能。目前公司仍有多个产能在建，产销量有望持续提升。

表 2：公司产能快速扩张

时间	全钢胎（万条）	半钢胎（万条）
2008 年	130	150
2009 年	200	510

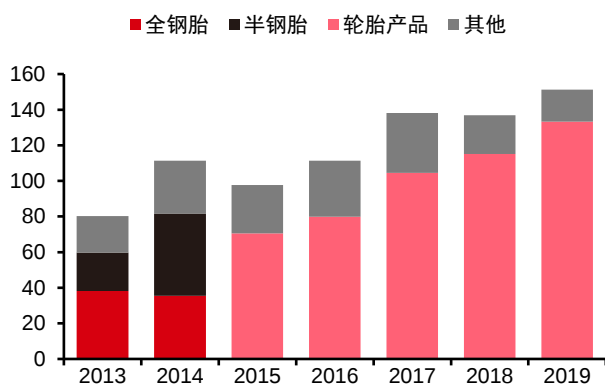
时间	全钢胎（万条）	半钢胎（万条）
2010 年	220	690
2012 年	230	850
2013 年	400	1000
2014 年	420	2900
2015 年	420	3180
2016 年	420	3580
2017 年	520	4000
2018 年	560	4000
2019 年	600	4000

资料来源：公司公告，中信证券研究部

半钢胎占比逐年上升，产品结构持续优化。公司经营初期主营全钢胎产品，自 2008 年开始大力发展毛利率较高的半钢胎产品。2011 年公司 IPO 募投项目即为 1000 万条半钢胎产能，后续通过收购山东金宇、自建的方式进一步扩张半钢胎产能，2008-2019 年半钢胎产能从 150 万条快速增长至 4000 万条。目前公司半钢胎产品已超越全钢胎，成为公司营收、利润的最主要贡献产品。随着半钢胎收入占比的持续提升，公司综合毛利率水平也有望不断增长。

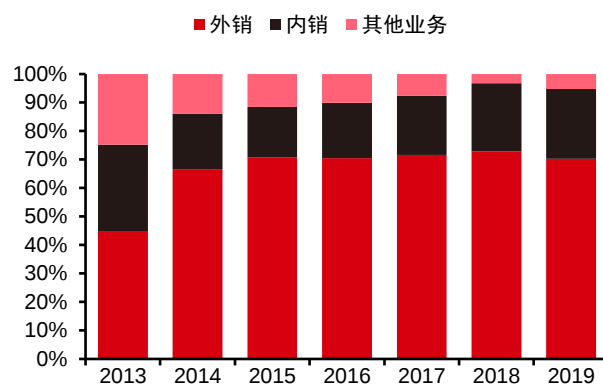
大力开拓海外市场，业务区域逐渐丰富。公司以国内业务起家，2008 年内销占比 68%。随后顺应国内轮胎产品走向国际的市场潮流，公司大力开拓海外市场，在海外多地成立销售公司或子公司。2013 年越南工厂投产标志着公司海外产能的顺利建成，进一步带动外销占比增长，2019 年公司外销产品营收占比已达 74%。在国内轮胎面临国外“双反”贸易政策的压制下，公司有望凭借海外产能以及多年积累的海外销售渠道规避贸易风险。未来随着越南工厂产能的进一步扩张释放，公司业绩有望再上台阶。

图 7：公司营业收入构成（分产品）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：公司营业收入构成（分地区）

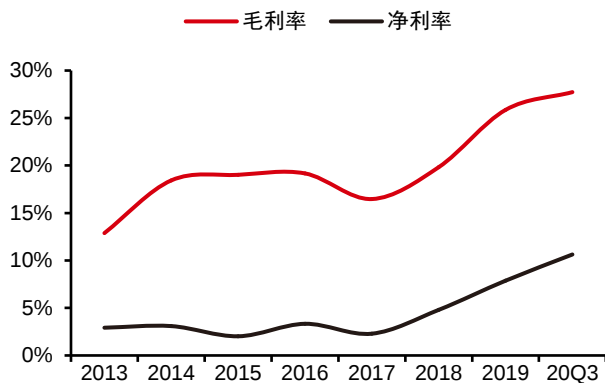


资料来源：公司公告，中信证券研究部

盈利能力有望维持稳定，股权激励导致管理费用略有增长。近年来受益于原材料价格维持低位，叠加轮胎产品均价上行，公司毛利率、净利率水平持续快速提升，2019 年公司毛利率 25.86%，净利率 7.87%。2020 年虽然天然橡胶价格受短期供给端收紧影响出现上涨，但公司也通过产品涨价的方式将原材料波动向下游传导。我们预计天然橡胶短期内难以出现大的上行周期，公司盈利能力有望维持稳定。由于 2018 年 12 月、2019 年 11 月

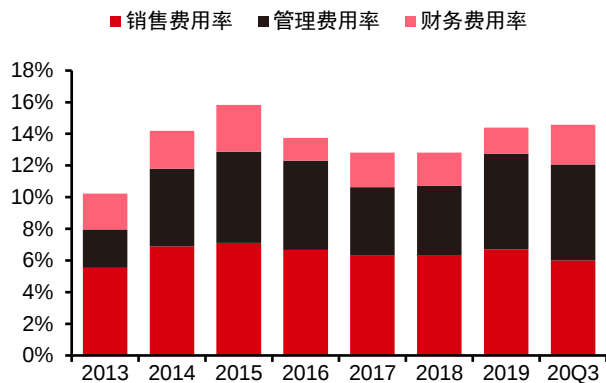
公司实施两次股权激励，2019 年产生股权激励费用 1.32 亿元，2020 年上半年产生股权激励费用 1.20 亿元，导致短期管理费用率略有增长，长期看公司费用率仍存在下行空间。

图 9：公司毛利率、净利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

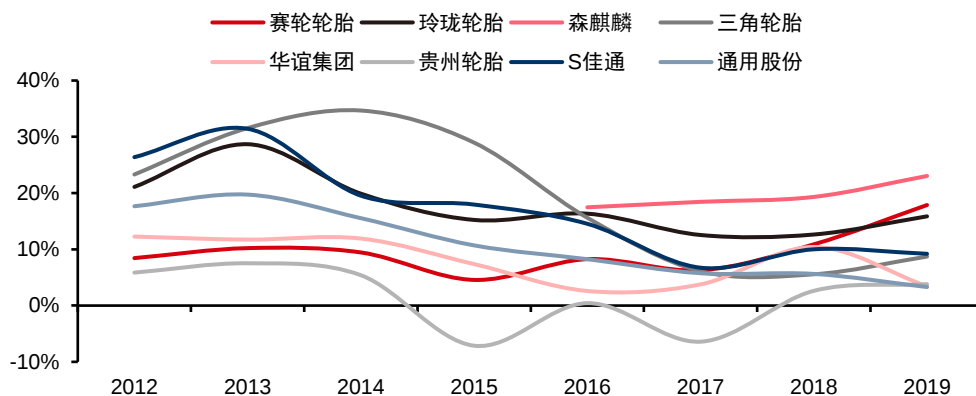
图 10：公司三大费用率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

ROE 水平稳步提升,净利率、总资产周转率行业领先。2019 年公司平均 ROE 为 17.9%，在国内 A 股轮胎上市公司中处于第二位，超越玲珑轮胎。从历史发展看，公司 ROE 水平相比可比公司更加稳定，在其他公司 ROE 降低时可以保持稳中有升，最终达到行业内领先水平。通过杜邦分析，公司 ROE 水平行业领先主要得益于净利率以及总资产周转率在行业内靠前，其中净利率 7.9%位于行业第 5 位，总资产周转率 0.91 位于行业第 3 位。

图 11：公司 ROE 水平行业领先



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

表 3：行业可比公司杜邦分析（2019 年）

公司	平均 ROE	排名	净利率	排名	总资产周转率	排名	权益乘数	排名
森麒麟	23.0%	1	16.2%	1	0.72	6	2.0	7
赛轮轮胎	17.9%	2	7.9%	5	0.91	3	2.5	5
玲珑轮胎	15.9%	3	9.7%	3	0.66	7	2.5	4
浦林成山	14.9%	4	8.5%	4	1.01	2	1.7	9
风神股份	10.0%	5	3.5%	7	0.82	4	3.5	1
S 佳通	9.2%	6	5.9%	6	1.07	1	1.5	11

公司	平均 ROE	排名	净利率	排名	总资产周转率	排名	权益乘数	排名
三角轮胎	8.7%	7	10.7%	2	0.54	10	1.5	10
贵州轮胎	3.8%	8	2.1%	9	0.62	8	3.0	2
华谊集团	3.4%	9	1.7%	10	0.80	5	2.5	3
通用股份	3.3%	10	3.1%	8	0.59	9	1.8	8
青岛双星	-7.7%	11	-7.6%	11	0.44	11	2.3	6

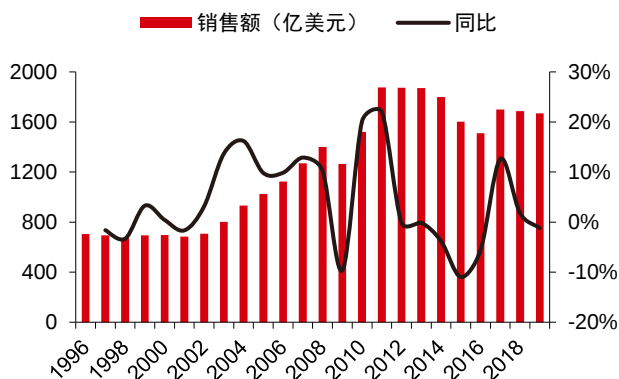
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

■ 全球市场重新洗牌，国内龙头快速成长

全球轮胎面临洗牌，第三梯队快速增长

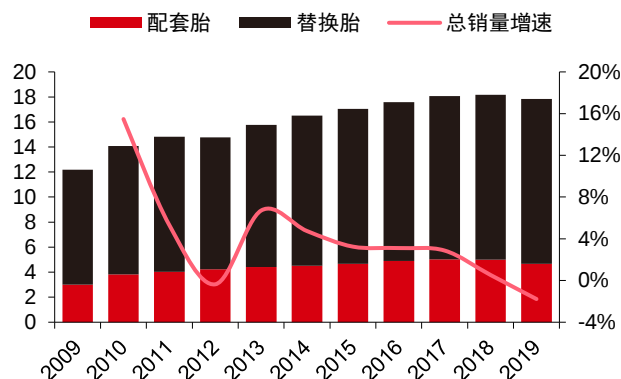
2019 年全球轮胎行业规模近 1700 亿美元，销售量达 18 亿条。随着全球汽车销量及汽车保有量的持续增长，全球轮胎需求持续提升，带动轮胎销量增长。根据米其林的数据，2019 年全球实现轮胎销量 17.85 亿条，其中配套轮胎销量 4.67 亿条，占比 26%；替换轮胎销量 13.18 亿条，占比 74%。历史上由于原材料价格波动导致轮胎产品价格波动，全球轮胎销售额波动较大。其中 2011、2017 年由于橡胶价格大幅上涨，轮胎价格上行，带动全球轮胎销售额创出峰值。2019 年全球轮胎销售额为 1670 亿美元，近三年平均销售额为 1685 亿美元。

图 12：全球轮胎销售额及增速



资料来源：橡胶与塑料新闻（2013 年及以前数据），轮胎商业（2014-2019 年数据），中信证券研究部

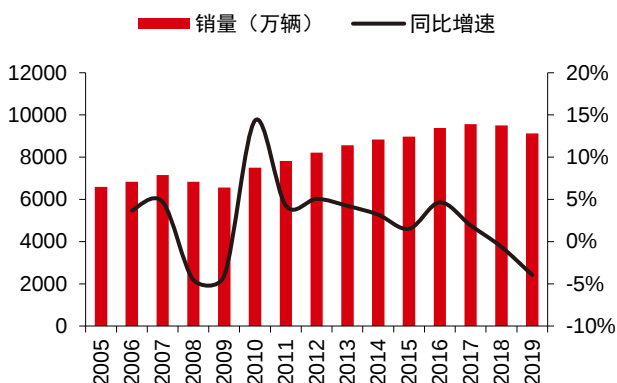
图 13：全球轮胎销量（亿条）及增速



资料来源：米其林，中信证券研究部

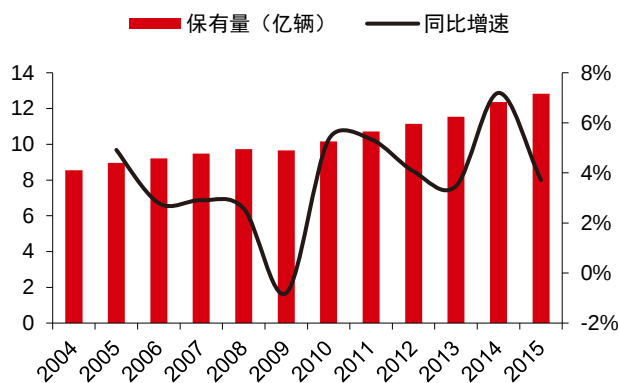
汽车保有量增加有望驱动全球轮胎销量持续增长。轮胎作为一种消耗品存在替换周期，半钢胎通常 2-3 年更换一次，全钢胎通常 1-2 年更换一次，因此替换需求是轮胎的主要需求，目前全球替换需求占比约四分之三。随着全球欠发达地区人均汽车保有量的提升，全球汽车总保有量持续增长，根据 OICA 统计数据 2015 年全球汽车保有量达 12.8 亿辆。自 2009 年以来受益于全球汽车销量稳步增长，全球汽车保有量持续提升，预计未来仍将保持增长趋势，为轮胎需求增长提供基础。

图 14：全球汽车销量及增速



资料来源：国际汽车制造商协会，中信证券研究部

图 15：全球汽车保有量及增速



资料来源：OICA，中信证券研究部

近年来第三梯队企业增长强劲，全球轮胎行业面临重新洗牌。世界轮胎工业经过长期发展，已进入以市场为中心、由品牌决胜的竞争时代。美国《橡胶与塑料新闻》和《轮胎商业》公布的全球轮胎 75 强排行榜显示出轮胎行业高集中度的特征，2019 年 CR3/CR10/CR20/CR75 分别为 37.7%/63.1%/77.2%/94.3%。虽然行业以“三巨头+八集团”为主的垄断竞争格局已形成，但近年来随着以中国轮胎龙头为代表的第三梯队在产品性能、品牌渠道等方面的快速发力，第三梯队企业市场份额快速增长（CR20 剔除一、二梯队的份额从 2005 年 8%增长至 2019 年 15%），而第一梯队三巨头的市场份额则下降明显（从 2005 年 53%下降至 2019 年 38%）。第二梯队份额基本维持 26%的水平。

表 4：全球轮胎品牌分档次一览表

级别	代表品牌	价格指数	特点
一线	米其林	120	三巨头垄断
	固特异	110-90	
	普利司通	110-90	
二线	大陆马牌、邓禄普（住友）、倍耐力	105-85	八大跨国轮胎集团
	韩泰、优科豪马、东洋、固铂、锦湖	85-70	
	三巨头部分副牌，如百路驰（米其林）、费尔斯通（普利司通）	85-70	
三线	尤尼劳尔（米其林）、凯利（固特异）、富济恩（普利司通）、玛斯特（固铂轮胎）、日东（东洋轮胎）	80-60	多为市场大路货，以及三巨头、八集团的副牌
	飞劲（住友轮胎）、玛吉斯（正新轮胎）、佳通		部分国产品牌跻身三线，认可度逐步提高
	朝阳（中策）、玲珑、赛轮、双钱		
四线	数量至少 250 种以上	50-60	以廉价争取低端市场，受到多方积压，生存困难；多数国产轮胎定位于此

资料来源：《轮胎工业品牌强企之路》（《橡塑技术与装备》2017 年第 5 期，作者：于清溪），中信证券研究部

注：上述评价划分的标准包括：①制造商的生产线、规模能力；②原配胎销售合同数量；③替换胎市场占有率、覆盖面；④高性能（HP）及超高性能（UHP）轮胎所占比例；⑤品质社会认知度；⑥营销手段和轮胎店数；⑦服务水平能力；⑧全球业务开展状况

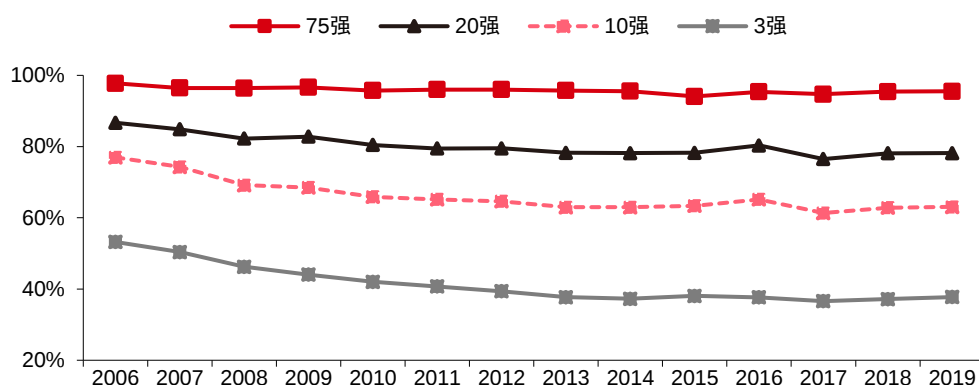
表 5：2019 年全球轮胎企业销售额排行榜

排名	公司/所在地区	销售额（亿美元）
1	米其林/法国	250.00
2	普利司通/日本	243.25

排名	公司/所在地区	销售额（亿美元）
3	固特异/美国	136.90
4	大陆轮胎/德国	112.75
5	住友橡胶/日本	70.60
6	倍耐力/意大利	59.35
7	韩泰轮胎/韩国	57.25
8	优科豪马/日本	48.10
9	正新橡胶/中国台湾	39.08
10	中策橡胶/中国	35.85
11	佳通轮胎/新加坡	31.00
12	东洋轮胎/日本	30.60
13	固铂轮胎/美国	27.50
14	玲珑轮胎/中国	24.00
15	阿波罗轮胎/印度	22.67
16	MRF 公司/印度	22.43
17	赛轮轮胎/中国	20.39
18	锦湖轮胎/韩国	20.22
19	下世纪轮胎/韩国	18.21
20	山东恒丰/中国	17.97

资料来源：轮胎商业，中信证券研究部

图 16：2006-2019 年全球轮胎集中度走势

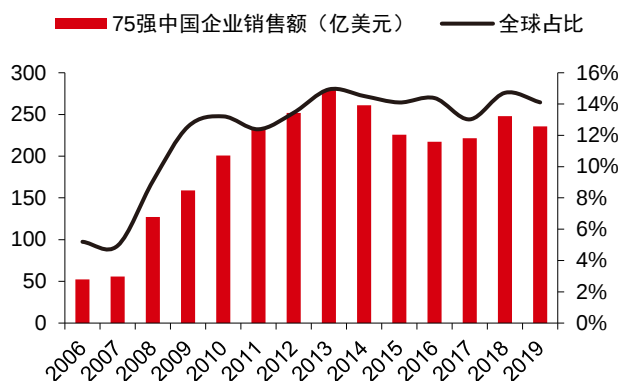


资料来源：橡胶与塑料新闻，轮胎商业，中信证券研究部

国内市场集中度提升，本土龙头快速成长

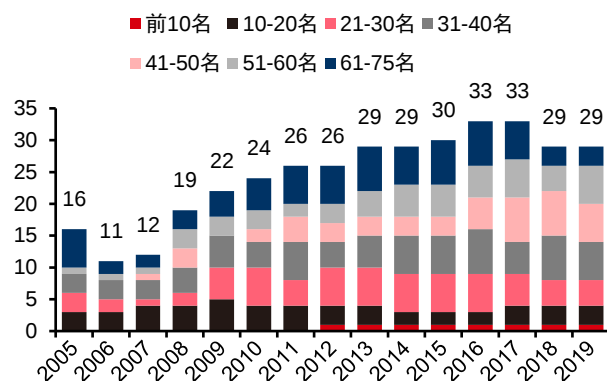
中国轮胎市场发展迅猛，轮胎企业快速扩张。我国汽车轮胎产量连续十余年位居世界第一，轮胎工业体系已经成熟，是全球轮胎市场的最大驱动力，预计未来一段时期内我国轮胎行业仍将保持中高速发展。在 2010 年前后，依托原材料、劳动力成本低廉及货币宽松高杠杆优势，一批中国轮胎企业将质量尚可的产品以极高的性价比出口至海外市场，完成企业规模和市场份的快速扩张。中国大陆轮胎企业在全 75 强轮胎企业中的实力从 2006 年 11 家增长至 2019 年 29 家，2019 年销售额全球占比 14.1%。

图 17：全球轮胎 75 强内中国企业总销售额及全球占比变化趋势



资料来源：橡胶与塑料新闻，轮胎商业，中信证券研究部

图 18：全球轮胎 75 强中国企业排名分布



资料来源：橡胶与塑料新闻，轮胎商业，中信证券研究部

中国轮胎市场集中度低，企业多而不强。与国外成熟市场相比，我国轮胎市场集中度还有巨大提升空间，企业数量多而规模小，未来一段时期行业将继续整合洗牌。据中国橡胶工业协会统计，2019 年全球轮胎市场 CR10 为 63%、CR3 为 38%，而我国市场 CR10 仅为 30%，CR3 仅约 13%。我国轮胎企业数量众多，目前约有 500 家，通过 3C 安全产品认证的企业约 300 家（含外资企业）。然而轮胎企业的规模普遍偏小，平均产值为 0.4 亿美元，与国外企业的差距巨大。

并购浪潮频掀，行业加速洗牌。近年来欧美加大对中国轮胎的“双反”调查，中国轮胎出口量有所下滑，许多中小规模的轮胎企业出现产品积压和资金链断裂问题。2017 年以来，原材料价格的大幅波动对企业现金流造成较大负担，加之国内环保监管力度加大、产业结构不断优化升级等共同作用，近几年轮胎行业并购浪潮频掀，行业加速洗牌。

表 6：中国轮胎行业重大并购事件梳理

时间	收购方	被收购方	国家	金额
2016	风神股份	中车双喜、青岛黄海橡胶、倍耐力	中国、意大利	13.1 亿元
	青岛森麒麟	泰国立盛橡胶工业园	泰国	35 亿泰铢
	山东恒丰橡塑	山东德瑞宝轮胎和山东昊龙轮胎	中国	8.91 亿元
2017	海南省农垦投资控股集团	PT Kirana Megatara、Archipelago Rubber	印度尼西亚、新加坡	1.37 亿美元
	赛轮轮胎	国马集团	加拿大	3000 万加元
	风神股份	PTG90%股权、桂林倍利 70%股权	中国、意大利	51.1 亿元
2018	青岛双星	锦湖轮胎 45%股权	韩国	39 亿元
	华东橡胶	山东龙跃橡胶	中国	
	赛轮轮胎	青岛格锐达 35%股权	中国	2.2 亿元
2019	华盛橡胶	国风橡塑、恒宇科技各 4000 万元债权	中国	0.8 亿元
	青岛双星	恒宇科技	中国	8.99 亿元

资料来源：汽车电子网，相关公司公告，中信证券研究部

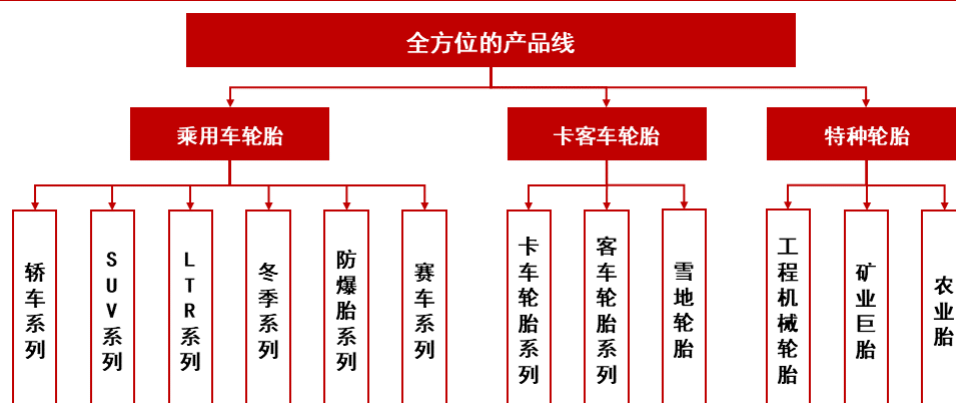
优质企业产能、市场份额有望扩张。由于过去很长一段时期我国轮胎企业以中低端市场为目标，轮胎行业中低端产能过剩严重。但另一方面近几年多家轮胎企业纷纷投资扩产，新增产能持续涌入。这一矛盾现象的背后是我国轮胎产业新旧产能的升级，落后产能逐渐被淘汰，代之以高端化、品牌化、智能化的新产能。优质企业凭借高性价比的产品逐渐向上渗透，无论在配套市场还是替换市场，国产品牌的份额持续扩张，优质企业有望迎来进

一步发展。

■ 公司产品认可度高，看好扩产释放业绩

公司产品线齐全，涵盖乘用车轮胎、卡客车轮胎、特种轮胎。其中乘用车车胎包括轿车系列、SUV 系列、LTR 系列、冬季系列、防爆胎系列等；卡客车车胎包括卡车系列、客车系列、雪地轮胎等；特种轮胎包括工程机械轮胎、矿业巨胎、农业胎等。公司产品分高、中、低端不同档次，以满足不同客户对产品的质量以及性价比需求。

图 19：公司全方位产品线



资料来源：公司官网，中信证券研究部

产品认可度高，配套、替换市场双发力

配套市场：公司产品认可度高，已成为多个国内外车企的配套轮胎供应商。赛轮凭借质量优异的轮胎产品，已成为三一重工、一汽解放、奇瑞、吉利等多家知名汽车主机厂轮胎配套供应商，产品得到配套厂商的高度认可。公司在 2018 年 9 月与中国一汽签署《合作备忘录》，布局智能网联汽车试验场，有利于公司进一步拓展中高端配套市场，提升公司轮胎检测技术以及研发综合实力。

图 20：公司配套市场合作品牌



资料来源：公司官网，中信证券研究部

替换市场：公司产品通过多个国家和地区的产品质量认证。目前公司的轮胎产品已通过中国 CCC、北美 DOT、SMARTWAY、墨西哥 NOM、巴西 INMETRO、乌拉圭 LATU、欧洲 E-MARK、S-MARK、沙特 SASO、中东 GCC、尼日利亚 SONCAP、印度 BIS、印尼 SNI 认证，畅销欧、美、亚、非等一百多个国家和地区。

图 21：公司产品通过多个国家和地区认证



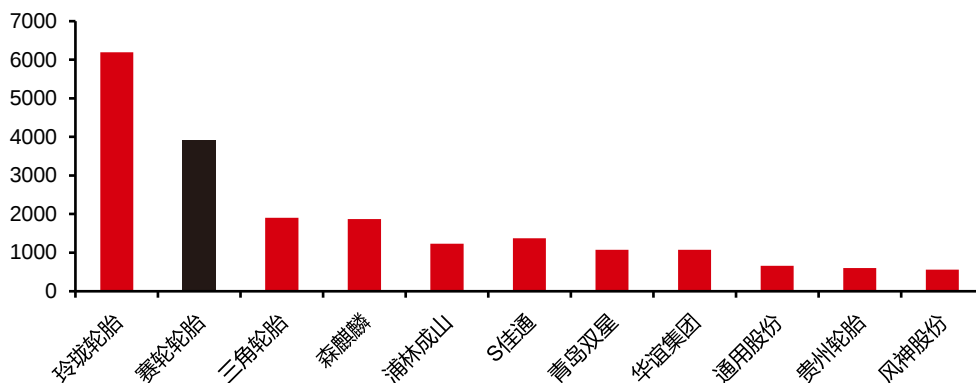
资料来源：公司官网，中信证券研究部

致力于产品创新，研发技术达到国际先进水平。公司近年来不断加大投入，研发出多款高技术性明星产品。公司研发的双 A 级绿色轮胎在不损失轮胎基本安全性能的情况下滚动阻力比普通轮胎下降 20%，减少油耗 5% 以上。公司在国内率先研发出 RFID 智能轮胎，可进行信息化追溯，确保轮胎产品质量及优质的售后服务。非公路轮胎方面，公司中标“MT5500 矿用卡车 59/80R63 轮胎研制与应用”项目，打破外国企业对高端超巨型工程子午线轮胎的垄断，优先为神华集团供货。

轮胎产能持续扩张，看好未来业绩释放

公司轮胎产量、销量国内领先。公司目前拥有青岛、东营、沈阳、越南四大生产基地，截至 2019 年底具备全钢胎产能 600 万条（青岛工厂 270 万条、沈阳工厂 190 万条、越南工厂 140 万条），半钢子午胎产能 4000 万条（青岛工厂 1000 万条、东营工厂 2000 万条、越南工厂 1000 万条），非公路轮胎产能 7 万吨（青岛工厂 3.5 万吨、越南工厂 3.5 万吨）。2019 年公司轮胎产品产量 3921.64 万条，轮胎销量 3971.29 万条。与国内其他轮胎上市公司相比，赛轮的轮胎产量及销量均位于前列。

图 22：2019 年国内轮胎上市公司轮胎产量对比（万条）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

新产能快速扩张，看好未来业绩释放。全钢胎方面，2018 年公司与固铂的合资公司 ACTR 在越南建设年产 240 万条全钢胎项目，于 2019 年 11 月正式投产，公司持股 65%；沈阳工厂年产 300 万条全钢胎项目于 2020 年 3 月启动，于 2020 年 11 月正式投产。半钢胎方面，东营工厂半钢二期项目建设中，公司预计将于 2021 年释放 700 万条产能。非公路轮胎方面，青岛工厂 2.5 万吨、越南工厂 1.5 万吨产能公司预计将于 2021 年释放。我们看好未来公司产能投产带来的业绩释放。

表 7：公司产能情况及增长预测

权益产能（万条）	2019	2020E	2021E	2022E
半钢胎	4000	4300	5000	5000
山东青岛	1000	1000	1000	1000
山东东营	2000	2000	2700	2700
越南全资	1000	1300	1300	1300
全钢胎	600	711	956	1076
山东青岛	270	270	270	270
辽宁沈阳	190	200	380	500
越南全资	140	150	150	150
越南 ACTR 合资（65%）	0	140	240	240

资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部预测

海外布局优势凸显，品牌价值持续提升

率先布局海外工厂，销售渠道优势凸显

国内轮胎企业中，公司率先在海外建设轮胎生产基地。2011 年，赛轮轮胎在越南设立工厂，是国内轮胎上市公司中第一家在海外建设生产基地的企业。2013 年，赛轮越南工厂的全钢和半钢项目投产，目前二期全钢及非公路轮胎生产线已经投用。赛轮越南工厂现具备全钢胎产能 140 万条（占全钢胎总产能 21%），半钢胎产能 1000 万条（占半钢胎总产能 25%），工程胎产能 3.5 万吨（占工程胎总产能 50%），已成为公司重要的全球生产基地。

牵手固铂，进一步扩大海外生产规模。2018 年公司与固铂轮胎合作，在越南合资建设年产 240 万条全钢子午胎生产线，公司控股 65%。此次合资项目的建设利用公司已有规划土地，借助固铂的销售网络有效规避国外市场的反倾销、反补贴税，同时能够享受越南政府出台的外资投资优惠政策。该项目已于 2019 年底投产，完全达产后预计实现年平均营业收入 18.21 亿元，净利润 2.20 亿元，有望大幅增厚公司业绩。

表 8：国内各轮胎企业海外布局情况

企业	地点	成立时间	投资进展情况
玲珑轮胎	泰国	2012	180 万条全钢子午线轮胎+1500 万条半钢子午线轮胎+36 万条高性能拖车胎+4 万条特种胎
	塞尔维亚	2018	160 万条全钢子午线轮胎+1200 万条半钢子午线轮胎+2 万条工程胎
赛轮轮胎	越南	2011	150 万条全钢子午线轮胎+1300 万条半钢子午线轮胎+5 万吨非公路轮胎
	越南	2018	与固铂轮胎合资 240 万条全钢子午线轮胎
青岛双星	韩国	2018	收购锦湖轮胎
通用股份	泰国	2018	100 万条全钢子午线轮胎+600 万条半钢子午线轮胎

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

有效规避国际贸易壁垒，保障产品出口渠道。目前欧盟、美国、印度、南非、巴西等众多国家或地区对中国全钢、半钢、工程胎等产品实行“双反”政策，使得国内轮胎企业在国际贸易中面临严峻的贸易壁垒。公司在越南的产能布局能够有效规避“双反”政策带来的贸易限制，保障公司产品出口渠道通畅，使公司产品在国际市场具备竞争力。

表 9：轮胎行业国际贸易摩擦事件一览

申诉国/地区	时间	案件类型	涉案产品
美国	2007	反补贴与反倾销	新充气工程机械轮胎
	2009	特别保障措施	乘用车与轻型卡车轮胎
	2014	反补贴与反倾销	乘用车和轻型货车轮胎
	2016	反补贴与反倾销	非公路用轮胎、卡车和公共汽车轮胎
印度	2005	反倾销	客车和卡车斜交轮胎
	2008	反倾销	汽车和卡车子午线轮胎
	2009	特别保障措施	客车轮胎
	2016	反倾销与反补贴	新充气子午线轮胎
欧盟	2018	反补贴	卡车和客车用充气轮胎
	2017	反倾销	卡客车轮胎
南非	1997	反倾销	客车轮胎
	2005	反倾销	充气轮胎
巴西	2008	反倾销	大客车和卡车用子午线轮胎、机动小客车用橡胶轮胎
	2015	反倾销	农机轮胎
智利	1999	保障措施	新充气轮胎和货车轮胎
委内瑞拉	2000	保障措施	新充气橡胶轮胎
秘鲁	2001	反倾销	摩托车、卡车和篷车轮胎
埃及	2001	反倾销	汽车轮胎
	2006	反倾销	公共汽车和卡车轮胎
厄瓜多尔	2003	保障措施	充气橡胶轮胎
墨西哥	2005	反倾销	旅行小客车和轻型卡车斜交轮胎
阿根廷	2009	反倾销	轮胎
哥伦比亚	2012	反倾销	卡客车用标准轮胎、卡客车用子午线轮胎

欧亚经济委员会 2014 反倾销 卡车轮胎

资料来源：中国贸易救济信息网，中信证券研究部

2020 年美国针对韩、台、泰、越半钢胎“双反”初裁税率落地，公司税率最低。目前我国头部半钢胎企业基本均在泰国、越南拥有产能布局，除赛轮轮胎外，玲珑轮胎在泰国拥有半钢胎产能 1500 万条，森麒麟在泰国拥有半钢胎产能 1000 万条，中策橡胶在泰国拥有半钢胎产能 700 万条，浦林成山在泰国拥有半钢胎产能 400 万条。从目前美国商务部公布的“双反”初裁税率看，公司越南工厂面临的合计税率为 6.23%，在所涉及的全部实体中税率最低，因此我们判断此次“双反”对于赛轮将是机遇大于挑战。

表 10：美国针对韩、台、泰、越半钢胎“双反”涉及企业初裁税率统计

企业	反倾销初裁税率	反补贴初裁税率	合计税率
南港轮胎	98.44%	0.00%	98.44%
正新轮胎	52.42%	0.00%	52.42%
韩泰轮胎	38.07%	0.00%	38.07%
玲珑轮胎	22.21%	0.00%	22.21%
耐克森轮胎	14.24%	0.00%	14.24%
住友橡胶	13.25%	0.00%	13.25%
锦湖轮胎	0.00%	10.08%	10.08%
建大橡胶	0.00%	6.77%	6.77%
普利司通	0.00%	6.77%	6.77%
优科豪马	0.00%	6.77%	6.77%
赛轮轮胎	0.00%	6.23%	6.23%
其他泰国实体	16.66%	0.00%	16.66%
其他韩国实体	27.81%	0.00%	27.81%
其他越南实体	22.30%	6.77%	29.07%
其他中国台湾实体	88.82%	0.00%	88.82%

资料来源：美国商务部，中信证券研究部 注：报告中列出中国大陆企业代指其在泰国、越南、韩国、中国台湾地区的子公司

全球化产销体系日益健全，持续扩张海外渠道。公司生产实现全球化，在国内青岛、东营、沈阳以及越南共建有 4 个现代化轮胎制造工厂，同时在泰国建有原材料天然橡胶的深加工基地。公司销售网络也实现全球覆盖，目前已经形成了以北美、非洲、东南亚、欧洲等地的销售公司和服务中心为重点，以其他地区的销售代表处为辅助的覆盖全球的营销网络，产品畅销一百多个国家和地区。

注重品牌推广，向全球第二梯队迈进

明确品牌战略，打造“一主多辅”的品牌系列。随着公司规模的不发展壮大，为更好提升企业竞争力和品牌影响力，公司于 2018 年完成品牌构建梳理及垂直传播媒体体系的搭建。公司明确：公路轮胎以“赛轮”作为第一品牌，其他品牌作为辅助品牌；非公路轮胎以“迈驰”品牌进行全球推广的品牌战略。

注重品牌推广投入，品牌价值国内行业领先。2019 年公司广告费用 1.08 亿元，广告费用率 0.7%，在国内轮胎上市公司中位于第 3 位。根据世界品牌实验室发布的《2020 年中国品牌价值 500 强》，赛轮轮胎以 508.72 亿元的品牌价值位列榜单第 124 位，相比 2019

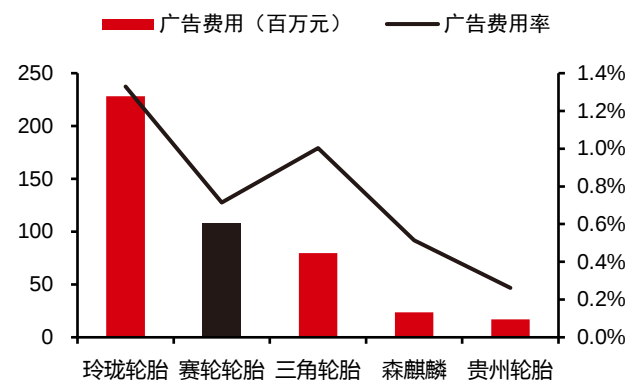
年提升 33 位，在国内轮胎行业中位于领先地位，仅次于双星轮胎和玲珑轮胎。

图 23：赛轮旗下轮胎品牌



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 24：2019 同行业公司广告费用对比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

多维度品牌运营，向全球第二梯队迈进。在品牌运营方面，公司从形象店搭建、广告投放、展会、自媒体平台建设以及体育赛事营销等多个维度进行投资，2018 年入选 CCTV《消费主张》品牌公信力展播。目前赛轮在国际轮胎品牌中位于第三梯队，但公司已在替换市场积累了良好口碑，同时积极布局中高端配套市场，产品品质逐渐得到中高端配套市场客户认可，未来有望向全球第二梯队迈进。

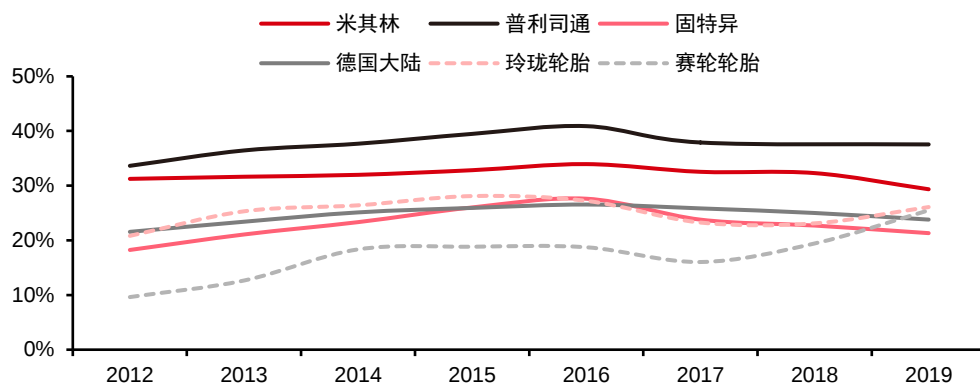
图 25：公司实行多维度品牌运营



资料来源：公司官网，中信证券研究部

伴随品牌力增强，看好公司产品均价提升。不同梯队轮胎企业间的差距主要体现在品牌效益带来的产品附加值上。三巨头和八大跨国企业由于拥有更强的定价权，毛利率在行业内领先。2019 年米其林和普利司通的毛利率分别为 29.3%、37.6%，而赛轮的毛利率仅为 25.5%，相比国际巨头仍存在 5%-10% 的增长空间。未来随着赛轮品牌力的逐步增强，公司议价能力进一步提升，我们看好公司毛利率向龙头逐步靠近，盈利能力仍存增长空间。

图 26：国内轮胎企业毛利率仍存增长空间



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

■ 股权结构逐步清晰，风险因素有望消除

公司经历多轮融资，历史上股权相对分散

公司前身为 2002 年 11 月 18 日成立的青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地有限公司（简称赛轮示范基地），赛轮示范基地的发起人为海川博易、青岛软控（现软控股份，实控人为袁仲雪先生，截至 2020 年底持股 15.56%）、雁山集团、金宇建筑以及杜玉岱先生，其中青岛软控和杜玉岱先生以无形资产“全钢技术软件”出资，分别持有 20%、10% 的股权，其余股东以现金出资，合计注册资本 1 亿元。公司董事长为杜玉岱先生。

表 11：2002 年赛轮示范基地成立时股权结构

股东	注册资本（万元）	股权占比	出资方式
海川博易	4,000	40%	现金
青岛软控	2,000	20%	无形资产—全钢技术软件
雁山集团	1,500	15%	现金
金宇建筑	1,500	15%	现金
杜玉岱	1,000	10%	无形资产—全钢技术软件
合计	10,000	100%	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司成立后，经历了三次增资扩股、三次股权转让以及股份公司变更，最终形成股本 2.8 亿元，其中杜玉岱先生持股 3316.03 万股，持有股权比例 11.84%；软控股份持股 2277.26 万股，持有股权比例 8.13%，为公司的前两大股东。2009 年 9 月袁仲雪先生辞去赛轮董事职务，专注于对软控股份的管理工作。

表 12：自公司成立至上市前股权结构变更情况

事项	时间	注册资本增加（万元）	备注
第一次增资扩股	2006 年 5 月	1,765	引入股东三橡轮胎，融资 3,530 万元，用于全钢胎产能从 60 万条扩产至 90 万条
第一次股权转让	2007 年 2 月	-	发起股东海川博易退出，引入股东三橡特种、孙健先生
第二次股权转让	2007 年 9 月	-	双龙天宝（三橡轮胎控股股东）、发起股东金宇建筑退出，引入 11 名自然人股东
第二次增资扩股	2007 年 11 月	5,800	引入 33 名自然人股东，其中包含战略投资者以及部分公司核心管理层、技术人员等，

事项	时间	注册资本增加 (万元)	备注
成立股份公司	2007年12月	-	融资 2.9 亿元，用于全钢胎产能扩产至 120 万条及建设半钢胎项目 公司总股本变更为 2 亿股
第三次增资扩股	2009年6月	8,000	引入 6 名法人股东、9 名自然人股东，融资 3.52 亿元，用于 1000 万条半钢胎项目
第三次股权转让	2010年6月	-	第二次增资扩股进入股东刘玉文、孙永乐先生退出，引入股东王德先生

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 13：公司上市前股权结构

股东	持股数量（万股）	股权占比
杜玉岱	3,316.03	11.84%
软控股份（原青岛软控）	2,277.26	8.13%
三橡有限（原三橡特种）	2,009.39	7.18%
雁山集团	1,707.94	6.10%
陈金霞女士（战略投资者，第二次增资扩股进入，第三次增资扩股增资）	1,707.49	6.10%
孙戈先生（公司高管，第二次增资扩股进入）	1,480.22	5.29%
其他股东	15,501.67	55.36%
合计	28,000.00	100.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2011 年 6 月公司于上交所上市，IPO 发行 9800 万股，形成总股本 3.78 亿股，募集资金 6.74 亿元用于 1000 万条半钢胎及技术研发中心项目。其中杜玉岱先生直接持股 3316.03 万股，占比 8.77%，同时在上市前，有 23 名自然人股东以及三橡有限与杜玉岱先生签订《股权委托管理协议》，上市后杜玉岱先生可控制股份合计占比 37.71%，为公司控股股东及实控人。公司第二大股东为软控股份，持股 2277.26 万股，占比 6.02%。

表 14：2011 年 6 月公司上市后股权结构

股东	持股数量（万股）	股权占比
杜玉岱	3,316.03	8.77%
软控股份	2,277.26	6.02%
三橡有限（委托杜玉岱管理）	2,009.39	5.32%
雁山集团	1,707.94	4.52%
委托杜玉岱管理股份的 14 名非董监高自然人股东	7,048.61	18.65%
委托杜玉岱管理股份的 9 名董监高自然人股东	1,878.74	4.97%
其他原始股东	9,762.03	25.83%
IPO 发行社会公众股	9,800.00	25.93%
合计	37,800.00	100.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2013 年公司实施上市后第一次增发，发行 6740 万股，形成总股本 4.454 亿股，募集资金 7.28 亿元，用于收购金宇实业 51%股权及投建越南工厂。引入宝盈基金、财通基金等特定投资者，以及青岛煜明投资（战略投资者，认购时执行事务合伙人为杜玉岱先生，现为袁仲雪先生）。

表 15：2013 年增发后公司股权结构

股东	持股数量（万股）	股权占比
----	----------	------

股东	持股数量（万股）	股权占比
杜玉岱	3,316.03	7.45%
软控股份	2,277.26	5.11%
三橡有限	2,009.39	4.51%
宝盈基金（2013 年增发进入）	1,980.00	4.45%
中国电力财务（二级市场进入）	1,888.80	4.24%
雁山集团	1,707.94	3.83%
其他股东	31,360.58	70.41%
合计	44,540.00	100.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2014 年杜玉岱先生增持公司股份 24.22 万股，软控股份减持公司股份 280 万股。同年公司实施上市后第二次增发，发行 7594.94 万股，形成总股本 5.213 亿股，募集资金 12 亿元，用于金宇实业 1500 万半钢胎建设项目。引入天弘基金、民生加银等特定投资者。

表 16：2014 年增发后公司股权结构

股东	持股数量（万股）	股权占比
杜玉岱	3,340.24	6.41%
软控股份	1,997.26	3.83%
宝盈基金（2013 年增发进入）	1,980.00	3.80%
天弘基金（2014 年增发进入）	1,810.00	3.47%
青岛煜明投资（2013、2014 年两次增发）	1,759.50	3.37%
雁山集团	1,707.94	3.28%
其他股东	38,540.00	75.84%
合计	52,134.94	100.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2015 年公司执行资本公积金转增股本，每 10 股转增 10 股，公司总股本增加至 10.43 亿股。转增股本后，杜玉岱先生增持公司股份 45 万股，副董事长延万华先生增持公司股份 170 万股。

表 17：2015 年末公司股权结构

股东	持股数量（万股）	股权占比
杜玉岱	6,725.49	6.45%
天弘基金（2014 年增发进入）	3,620.00	3.47%
青岛煜明投资（2013、2014 年两次增发）	3,519.00	3.37%
延金芬	3,058.36	2.93%
软控股份	2,694.51	2.58%
其他股东	84,652.51	81.19%
合计	104,269.87	100.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2016 年公司执行资本公积金转增股本，每 10 股转增 12 股，公司总股本增加至 22.94 亿股。由于 2014 年 7 位自然人股东与杜玉岱先生签订了《股份委托管理协议》，叠加杜玉岱先生作为普通合伙人的青岛煜明投资两次认购公司增发股份，截至 2016 年底，杜玉岱先生拥有具有表决权的股份合计 2.865 亿股，占总股本的 12.49%。

“举牌”风波结束，公司股权结构逐步清晰

2017年7月新华联通过增持、参与定增等途径“举牌”赛轮。2017年公司实施上市后第三次增发，发行4.08亿股，形成总股本27.01亿股，募集资金13亿元，用于越南120万条全钢及3万吨非公路轮胎项目。此次增发引入新华联控股（认购1.88亿股，此前已通过二级市场增持股份1.41亿股）、黄山海慧（认购6270万股），同时向杜玉岱先生、延万华先生各增发1.10亿、4702万股。增发后虽然新华联控股以12.17%的股权占比成为公司第一大股东，新华联及其一致行动人占比12.96%。但杜玉岱先生直接持有、叠加青岛煜明投资以及与其他股东签署的股份委托管理协议，能够行使表决权的股份占比16.56%，仍然为公司实际控制人。

表 18：2017 年增发后公司股权结构

股东	持股数量（万股）	股权占比
新华联控股（2017 年增持、增发进入）	32,877.26	12.17%
杜玉岱	25,767.85	9.54%
延万华	10,033.69	3.71%
青岛煜明投资（2013、2014 年两次增发）	7,741.80	2.87%
黄山海慧（2017 年增发进入）	6,269.65	2.32%
吴梦玲	5,597.17	2.07%
中国电力财务	5,500.00	2.04%
中信证券	5,303.52	1.96%
袁仲雪	4,816.88	1.78%
其他股东	166,238.25	61.54%
合计	270,146.07	100.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

新华联持续增持期间，公司实控人地位始终稳固于杜玉岱先生。2017-2019 年期间，新华联控股持续增持公司股份，截至 2019 年底最高持有公司股份 3.97 亿股，占总股本 14.72%，同时于 2018 年 12 月与黄山海慧（持有公司股份 2.32%）签署《一致行动协议》。期间延万华等九名股东与杜玉岱先生签署《股份委托管理协议》、股东袁仲雪先生与杜玉岱先生签署《一致行动协议》，叠加 2018、2019 年公司实施员工股票激励计划以及期间延万华、袁仲雪等股东对公司股份进行增持，截至 2019 年底杜玉岱先生拥有表决权的股份占比 24.20%，始终保持公司实际控制人地位。

2018 年袁仲雪先生辞去软控董事长职务，全面回归赛轮管理。2018 年 6 月，袁仲雪先生辞去软控控股董事长、董事职务。2018 年 9 月杜玉岱先生辞去赛轮轮胎董事长职务，推荐袁仲雪先生担任公司董事长，并经董事会选举通过。同时延万华先生也辞去赛轮轮胎总裁职务，由袁仲雪先生担任总裁。此轮管理层调换标志着袁仲雪先生全面回归赛轮管理。

表 19：2019 年底公司股权结构

股东	持股数量（万股）	股权占比
新华联控股	39,743.18	14.72%
杜玉岱	25,767.85	9.54%
延万华	11,537.98	4.27%
青岛煜明投资	7,741.80	2.87%

股东	持股数量（万股）	股权占比
袁仲雪	7,089.79	2.63%
黄山海慧	6,269.59	2.32%
其他股东	171,875.88	63.65%
合计	270,026.07	100.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2020 年新华联控股出现债务违约，所持全部股份被司法冻结。2020 年 3 月，新华联控股减持公司股份 2000 万股，减持后持有公司股份 3.77 亿股，占比 13.98%，同月由于其流动资金紧张导致 10 亿元中期票据本息未能按期兑付，其持有全部股份被浦发银行上海分行申请司法冻结，此后被多次申请司法轮候冻结。2020 年 11 月，新华联控股与黄山海慧签署《一致行动解除协议》。

2020 年 11 月，公司控股股东及实际控制人变更为袁仲雪先生。2020 年 11 月，杜玉岱先生通过协议转让方式将其持有的公司股份 1.46 亿股（占总股本 5.40%）转让予袁仲雪先生，并将其剩余股份（占总股本 4.14%）除处置权和收益权以外的全部股东权利委托给袁仲雪先生管理；同日延万华与袁仲雪签署《股份委托管理协议》，青岛煜明投资同意袁仲雪作为执行事务合伙人入伙。本次权益变动后，袁仲雪先生控制公司股份 5.26 亿股，占比 19.81%，成为公司的实际控制人。

表 20：袁仲雪先生目前控制的股权结构

股东	持股数量（万股）	股权占比
袁仲雪	19,900.31	7.49%
杜玉岱（股份委托管理）	11,177.34	4.21%
延万华（股份委托管理）	10,647.98	4.01%
青岛煜明投资（袁仲雪为执行事务合伙人）	7,741.80	2.92%
瑞元鼎实（袁仲雪控制企业）	2,510.08	0.95%
杨德华（袁仲雪配偶）	400.80	0.15%
袁嵩（袁仲雪之子）	230.00	0.09%
合计	52,608.30	19.81%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司拟非公开增发股份，实控人控制权有望进一步稳固。按照 2020 年 12 月公司披露的非公开发行股票预案（第二次修订稿），公司拟增发股份不超过 8 亿股，募集资金不超过 22.9 亿元，用于新建 300 万条全钢胎项目。此次拟增发对象包括袁仲雪先生（拟认购 2025 万股）、瑞元鼎实（袁仲雪先生控制的企业，拟认购 3.89 亿股）以及海南橡胶（拟认购 3.55 亿股）。发行完成后袁仲雪先生预计将合计控制公司股份 9.35 亿股，占比 27.34%，控制地位有望进一步稳固。

■ 风险因素

1) 原材料价格大幅上涨；2) 竞争加剧导致产品价格下跌；3) 美国针对公司越南工厂“双反”终裁税率大幅高于初裁；4) 新增产能建设、投产进度不及预期；5) 公司股权结构改善情况低于预期。

■ 盈利预测及估值

盈利预测

轮胎业务：

目前公司轮胎产品价格相对稳定，原材料价格处于历史底部。2020 年虽然天然橡胶价格受短期供给端收紧影响出现上涨，但公司也通过产品涨价的方式将原材料波动向下游传导。我们预计天然橡胶短期内难以出现大的上行周期，公司轮胎业务盈利能力有望维持稳定。

全钢胎：

2018 年公司与固铂的合资公司 ACTR 在越南建设年产 240 万条全钢胎项目，于 2019 年 11 月正式投产，公司持股 65%，于 2020 年开始逐步释放产能；公司沈阳工厂年产 300 万条全钢胎项目于 2020 年 3 月启动，于 2020 年 11 月正式投产，有望于 2021 年开始逐步释放产能。我们预计 2020-2022 年公司全钢胎业务实现营业收入 63.06/77.75/92.71 亿元，实现毛利润 15.51/18.65/22.24 亿元。

半钢胎：

东营工厂半钢二期项目目前正在建设中，公司预计将于 2021 年释放 700 万条产能，有望带动半钢胎销量进一步增长。我们预计 2020-2022 年公司半钢胎业务实现营业收入 65.67/80.15/93.16 亿元，实现毛利润 19.28/23.13/26.89 亿元。

工程胎：

非公路轮胎方面，青岛工厂 2.5 万吨、越南工厂 1.5 万吨产能公司预计将于 2021 年释放，届时公司工程胎产能将达到 11 万吨，有望带动公司工程胎产品销量快速增长。我们预计 2020-2022 年公司工程胎业务实现营业收入 24.02/31.02/36.63 亿元，实现毛利润 6.82/8.59/10.14 亿元。

其他业务：

我们预计随着轮胎产品业务的发展，公司轮胎贸易、循环利用等业务规模也将实现稳定扩张，假设 2020-2022 年公司其他业务营业收入维持 5%的年增速，毛利率稳定在 8% 的水平。

表 21：分产品盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
全钢胎					
产能（万条）	560.00	600.00	760.00	1,040.00	1,160.00
销量（万条）	503.48	596.38	704.00	868.00	1,035.00
营业收入（百万元）	4,116.44	5,342.25	6,306.33	7,775.41	9,271.37
毛利润（百万元）	807.23	1,281.29	1,550.60	1,865.34	2,224.22

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
半钢胎					
产能（万条）	4,000.00	4,000.00	4,600.00	5,300.00	5,300.00
销量（万条）	3,118.70	3,360.01	3,355.00	4,095.00	4,760.00
营业收入（百万元）	5,571.24	6,576.30	6,566.50	8,014.85	9,316.40
毛利润（百万元）	1,364.00	1,897.60	1,928.07	2,313.10	2,688.73
工程胎					
产能（万条）	23.84	25.99	25.99	40.70	40.70
销量（万条）	14.53	17.56	17.42	22.50	26.57
营业收入（百万元）	1,827.98	2,421.23	2,402.48	3,102.16	3,663.38
毛利润（百万元）	442.94	670.19	682.38	858.90	1,014.28

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

基于对公司各产品、业务未来经营情况的假设及预测，我们预计 2020-2022 年公司实现营业收入 161.03/197.61/231.63 亿元，实现毛利润 42.27/51.07/60.00 亿元，实现归母净利润 15.66/19.64/23.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.58/0.73/0.86 元。

表 22：公司核心财务数据预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,685	15,128	16,103	19,761	23,163
营业收入增长率	-0.9%	10.5%	6.4%	22.7%	17.2%
净利润(百万元)	668	1,195	1,566	1,964	2,326
净利润增长率	102.5%	78.9%	31.1%	25.4%	18.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.25	0.47	0.58	0.73	0.86
毛利率%	19.8%	25.9%	26.3%	25.8%	25.9%
净资产收益率 ROE%	10.6%	16.9%	18.7%	19.6%	19.5%
每股净资产（元）	2.34	2.62	3.10	3.71	4.43

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

估值及投资评级

新华联成为第一大股东后，公司估值水平大幅下降。从公司历史估值变化情况看，新华联“举牌”之前公司 PE 中枢为 28 倍，新华联“举牌”行为导致公司估值水平短期内大幅上涨，但随着新华联成为第一大股东后，公司估值水平快速下降。通过与可比公司横向对比，我们发现新华联“举牌”行为使得公司估值水平短期内显著超出可比公司，但随着新华联成为第一大股东，公司估值水平始终低于行业可比公司。

“双反”等出口贸易壁垒对估值影响相对有限。通过对比美国针对中国半钢胎、全钢胎执行“双反”调查关键时间点前后，公司及可比公司估值水平的变化，我们认为“双反”调查对轮胎公司估值水平的影响相对有限。我们判断其背后的原因是由于“双反”税对出口的实际影响偏短期，且国内龙头公司多通过海外布局来规避“双反”贸易壁垒，因此市场预期“双反”对公司的冲击有限。

考虑到新华联对公司股权结构的负面影响基本消除，看好公司实现估值修复。由于新华联的全部股权已被司法冻结及司法轮候冻结，叠加公司实控人袁仲雪先生控制权的进一步巩固，我们判断新华联“举牌”对公司股权结构的负面影响将基本消除。由于此前受到

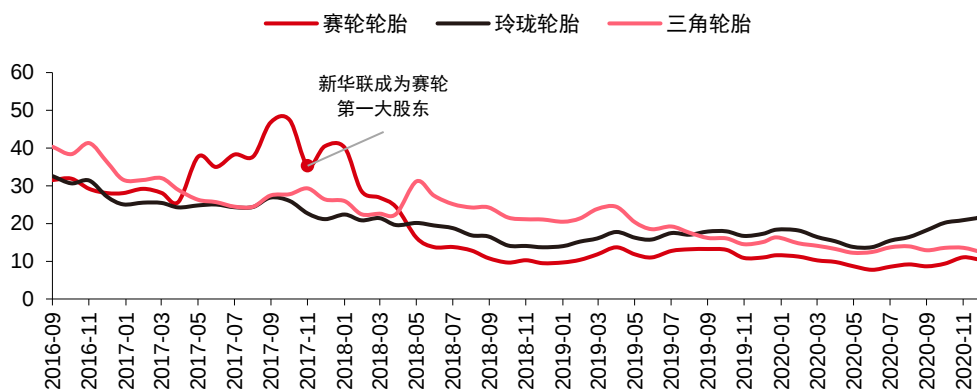
此因素的影响，公司估值水平显著低于行业，我们判断此因素消除后公司估值水平有望实现修复。

图 27：公司历史 PE 变化



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

图 28：可比公司 PE 估值对比



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

全球轮胎头部企业 PE 估值中枢平均为 15 倍。我们选取了米其林、普利司通、固特异等 11 家全球轮胎领军上市企业进行估值分析，过去 5 年这 11 家轮胎企业的 PE 中枢范围为 8.6-21.5 倍，其中大部分企业估值中枢位于 10-20 倍区间，PE 中枢平均为 15 倍。

表 23：全球主要轮胎品牌 PE 估值

公司	市值（亿美元）	过去 5 年 PE 中枢（x）
米其林	230.2	12.2
普利司通	233.2	11.5
固特异	25.4	15.2
德国大陆	301.7	12.5
住友橡胶	22.5	11.5
韩泰轮胎	44.7	8.6
横滨橡胶	25.1	21.5
东洋轮胎	23.3	15.3

公司	市值（亿美元）	过去 5 年 PE 中枢（x）
固铂轮胎	20.4	21.1
玲珑轮胎	74.0	20.2
平均		15.0

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：市值参考 2020 年 12 月 31 日收盘价

PE 估值

2021 年行业平均 PE 为 13 倍。我们选取了 A 股市场中部分轮胎上市公司玲珑轮胎、三角轮胎、贵州轮胎作为可比公司，2021 年行业平均 PE 为 13 倍。其中贵州轮胎由于主要生产工业品属性较强的全钢胎，估值水平较低（2021 年 PE 为 7 倍）。

表 24：可比公司 PE 估值情况

公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE（倍）		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
玲珑轮胎	38.83	1.41	1.52	1.77	28	26	22
三角轮胎	16.38	1.06	1.41	1.48	15	12	11
贵州轮胎	6.83	0.17	0.68	0.95	40	10	7
平均					28	16	13

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为 2021 年 1 月 5 日收盘价；EPS 预测使用 Wind 一致预期

给予公司 2021 年 15 倍 PE，对应目标市值 300 亿元，对应目标价 11 元。预计公司 2021 年实现归母净利润 19.64 亿元，对应 EPS 为 0.73 元。考虑到公司在国内轮胎行业的领先地位以及未来业绩的快速增长预期，参考行业平均水平给予公司 2021 年 15 倍 PE，对应目标市值 300 亿元，对应目标价 11 元。维持“买入”评级。

EV/EBITDA 估值

2021 年行业平均 EV/EBITDA 为 9.5 倍。我们选取了 A 股市场中部分轮胎上市公司玲珑轮胎、贵州轮胎作为可比公司，2021 年行业平均 EV/EBITDA 为 9.5 倍。

表 25：可比公司 EV/EBITDA 估值情况

公司简称	EV（亿元）	EBITDA（亿元）			EV/EBITDA（倍）		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
玲珑轮胎	551.74	30.99	35.22	39.74	17.8	15.7	13.9
贵州轮胎	60.45	6.96	9.66	11.59	8.7	6.3	5.2
平均					13.2	11.0	9.5

 资料来源：Wind，中信证券研究部
 一致预期

注：EV 参考 2021 年 1 月 5 日收盘价；EBITDA 预测使用 Wind

给予公司 2021 年 9.5 倍 EV/EBITDA，对应目标价 11.7 元。预计公司 2021 年实现 EBITDA 为 33.18 亿元，对应目标 EV 为 315 亿元，对应目标价 11.7 元。

综合 PE 与 EV/EBITDA 估值，给予公司 2021 年目标市值 300 亿元，对应目标价 11 元。综合参考 PE 及 EV/EBITDA 估值方法，出于审慎考虑我们选择二者相对较低结果作为目标市值及目标价。我们给予公司 2021 年目标市值 300 亿元（对应 2021 年 15xPE），对应目标价 11 元。维持“买入”评级。

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,685	15,128	16,103	19,761	23,163
营业成本	10,972	11,216	11,876	14,654	17,163
毛利率	19.8%	25.9%	26.3%	25.8%	25.9%
营业税金及附加	67	74	79	97	113
销售费用	869	1,014	1,014	1,245	1,459
营业费用率	6.4%	6.7%	6.3%	6.3%	6.3%
管理费用	366	592	660	810	950
管理费用率	2.7%	3.9%	4.1%	4.1%	4.1%
财务费用	288	252	317	316	337
财务费用率	2.1%	1.7%	2.0%	1.6%	1.5%
投资收益	42	51	46	46	46
营业利润	735	1,335	1,782	2,245	2,680
营业利润率	5.4%	8.8%	11.1%	11.4%	11.6%
营业外收入	16	13	14	14	14
营业外支出	28	26	27	27	27
利润总额	723	1,322	1,770	2,233	2,668
所得税	66	131	177	223	267
所得税率	9.1%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	-11	-4	26	45	75
归属于母公司股东的净利润	668	1,195	1,566	1,964	2,326
净利率	4.9%	7.9%	9.7%	9.9%	10.0%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,343	3,812	4,752	6,817	9,127
存货	2,271	2,229	2,361	2,913	3,412
应收账款	1,470	1,565	1,666	2,045	2,397
其他流动资产	775	864	762	872	974
流动资产	6,859	8,471	9,541	12,647	15,909
固定资产	6,359	6,407	7,173	7,937	8,422
长期股权投资	232	430	430	430	430
无形资产	587	474	474	474	474
其他长期资产	1,252	2,096	1,681	1,267	1,143
非流动资产	8,429	9,407	9,758	10,108	10,469
资产总计	15,288	17,877	19,299	22,755	26,378
短期借款	3,564	3,687	3,865	4,743	5,559
应付账款	1,824	1,579	1,672	2,063	2,416
其他流动负债	3,045	3,200	3,329	3,820	4,265
流动负债	8,434	8,467	8,866	10,626	12,241
长期借款	450	1,904	1,604	1,604	1,604
其他长期负债	87	97	97	97	97
非流动性负债	537	2,001	1,701	1,701	1,701
负债合计	8,971	10,468	10,567	12,327	13,942
股本	2,701	2,700	2,699	2,699	2,699
资本公积	1,627	1,463	1,463	1,463	1,463
归属于母公司所有者权益合计	6,308	7,068	8,364	10,015	11,948
少数股东权益	9	341	368	413	488
股东权益合计	6,318	7,409	8,732	10,428	12,436
负债股东权益总计	15,288	17,877	19,299	22,755	26,378

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	723	1,322	1,770	2,233	2,668
所得税支出	-66	-131	-177	-223	-267
折旧和摊销	817	779	697	814	917
营运资金的变化	106	-691	-53	-216	-206
其他经营现金流	419	729	285	327	342
经营现金流合计	1,999	2,009	2,523	2,934	3,454
资本支出	-510	-1,238	-1,049	-1,164	-1,278
投资收益	42	51	46	46	46
其他投资现金流	298	-177	130	0	0
投资现金流合计	-170	-1,363	-872	-1,117	-1,232
发行股票	135	605	0	0	0
负债变化	13,411	10,551	-123	878	817
股息支出	-135	-135	-270	-313	-393
其他融资现金流	-14,921	-10,436	-317	-316	-337
融资现金流合计	-1,510	584	-710	248	87
现金及现金等价物净增加额	319	1,229	940	2,065	2,309

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-0.9%	10.5%	6.4%	22.7%	17.2%
营业利润增长率	95.5%	81.7%	33.5%	26.0%	19.4%
净利润增长率	102.5%	78.9%	31.1%	25.4%	18.4%
毛利率	19.8%	25.9%	26.3%	25.8%	25.9%
EBITDA Margin	12.7%	15.4%	17.1%	16.8%	16.6%
净利率	4.9%	7.9%	9.7%	9.9%	10.0%
净资产收益率	10.6%	16.9%	18.7%	19.6%	19.5%
总资产收益率	4.4%	6.7%	8.1%	8.6%	8.8%
资产负债率	58.7%	58.6%	54.8%	54.2%	52.9%
所得税率	9.1%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
股利支付率	20.2%	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。（MCI (P) 024/12/2020）。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。