

投资评级 优于大市 首次覆盖

海外基地优势显著, 新产能投放带来利润增长

股票数据

10月11日收盘价(元)	4.42
52周股价波动(元)	2.03-4.46
总股本/流通A股(百万股)	2700/2159
总市值/流通市值(百万元)	11935/9543

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.0	31.2	33.5
相对涨幅(%)	6.5	23.5	30.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 孙维容

Tel: (021)23219431

Email: swr12178@htsec.com

证书: S0850518030001

投资要点:

- **公司在行业中处于领先地位, 2019年上半年净利润大幅增加。**公司主要产品为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎、非公路轮胎等轮胎产品, 翻新轮胎、胎面胶、胶粉、钢丝等循环利用产品。2019年上半年, 公司实现营业收入70.92亿元, 同比增长8.03%, 实现归属于上市公司股东的净利润5.07亿元, 同比增长59.34%。
- **轮胎行业集中度和盈利能力有望迎来提升。**1) 国内持续淘汰落后产能, 轮胎行业加速转型升级。受盲目低水平投资建设的影响, 部分低端轮胎产品存在结构性产能过剩, 根据新浪援引新京报的新闻统计数据, 2018年我国共计25家轮胎企业破产。2) 国内企业海外布局能有效规避贸易摩擦, 具有成本优势, 至少已有12家国内轮胎企业在海外建立生产基地。3) 国内退税优惠政策带来机遇。自2018年11月1日起, 轮胎系列产品退税率由9%升至13%。
- **我国汽车保有量稳中有升, 替换胎未来需求增量可期。**1) 2016年中国汽车千人保有量达到140辆, 没有达到全球平均水平, 相较于国外发达国家, 国内千人汽车保有量仍处于较低水平。随着汽车保有量的不断提升, 未来替换胎市场有望迎来高速增长。2) 随着国产品牌汽车近年来销量快速增加, 预计将为具备性价比优势的本土轮胎品牌进入整车厂商供应链提供机会。
- **越南工厂盈利能力大幅增长, 海外布局取得成效。**2019年上半年赛轮越南营业收入为17.61亿元, 同比增长37.79%, 占总营业收入24.8%; 净利润为3.25亿元, 同比增长50.27%, 占总净利润的64.1%。股份回购也彰显了公司对未来发展的信心, 公司计划在回购价格不超过5.3元/股的前提下, 回购股份数量不低于10000万股, 不高于13500万股, 回购股份数量上限占公司总股本的5%。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计赛轮轮胎19-21年净利润分别为980、1275、1461百万元, 对应EPS分别为0.36元、0.47元、0.54元。考虑到公司在建产能尚未释放, 随着装置的投产和新产能的释放, 我们认为公司盈利能力将有所提高。综合来看, 我们给予19年赛轮轮胎16-19倍估值区间, 对应合理价值区间5.76-6.84元。首次覆盖, 给予“优大于市”投资评级。
- **风险提示。**贸易摩擦导致关税持续提升; 在建产能投产进度低于预期; 橡胶、炭黑原材料价格大幅波动。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13807	13685	14415	16869	18211
(+/-)YoY(%)	24.0%	-0.9%	5.3%	17.0%	8.0%
净利润(百万元)	330	668	980	1275	1461
(+/-)YoY(%)	-8.9%	102.5%	46.6%	30.1%	14.6%
全面摊薄EPS(元)	0.12	0.25	0.36	0.47	0.54
毛利率(%)	16.5%	19.8%	20.9%	21.2%	21.4%
净资产收益率(%)	5.5%	10.6%	14.1%	15.8%	15.7%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 赛轮轮胎：轮胎行业的佼佼者	5
1.1 公司 2019 年上半年归母净利润同比增长 59.34%	6
1.2 股权结构：董事长变更为袁仲雪	7
1.3 股份回购、股权激励双管齐下，谋划长远可持续发展	8
2. 轮胎行业集中度和盈利能力有望迎来提升	9
2.1 我国轮胎产量约占世界总产量的四分之一，出口量占销量的比重 为 59.8%	9
2.2 去产能成效显著，行业加速转型升级	10
2.3 国内轮胎企业布局海外能有效规避贸易摩擦	11
2.4 赛轮轮胎新增产能有望进一步释放	12
2.5 原材料价格下跌，成本端压力减弱	13
2.6 国内退税优惠政策带来机遇	14
3. 我国汽车保有量稳中有升，替换胎未来需求增量可期	14
3.1 预计 2024 年全球轮胎产量达到 2275 万吨	14
3.2 我国汽车保有量稳中有升，有效带动替换轮胎需求	15
3.3 中国汽车销量占全球销量比重提高，国产品牌汽车的崛起为配套胎带来机会	16
4. 越南工厂盈利能力强，海外布局取得成效	16
4.1 赛轮轮胎与固铂轮胎牵手合作，享受税收优惠政策	16
4.2 越南工厂净利率高于国内工厂，提升公司盈利能力	17
4.3 公司将进一步开拓海外市场	17
4.4 巨胎业务投入取得成效	18
4.5 注重科技研发，推进轮胎信息化生产	19
4.6 公司是一汽解放、比亚迪、吉利、一汽解放等多家汽车主机厂的配套供应商	19
4.7 大力推广赛事提升公司的品牌影响力	19
5. 盈利预测与估值区间	20
6. 风险提示	21
财务报表分析和预测	22

图目录

图 1	2014-2018 公司营业收入.....	6
图 2	2014-2018 公司归母净利润.....	6
图 3	公司收入构成 (亿元)	6
图 4	公司销售、管理、财务费用率	6
图 5	赛轮轮胎股权结构.....	8
图 6	国内轮胎销量 (万条)	10
图 7	2018 年轮胎出口产品构成.....	10
图 8	中国橡胶轮胎出口数量	10
图 9	中国出口美国轮胎数量统计	11
图 10	天然橡胶合成橡胶价格走势	13
图 11	炭黑价格走势 (元/吨)	14
图 12	橡胶助剂价格走势 (元/吨)	14
图 13	2014-2024 年全球轮胎产量 (百万吨)	15
图 14	2004-2015 年全球汽车保有量及增速	15
图 15	2004-2015 年中国汽车保有量及增速	15
图 16	2008-2017 年中国及全球汽车销量情况.....	16
图 17	赛轮越南子公司盈利状况.....	17
图 18	赛轮轮胎全球化布局.....	17
图 19	采矿业固定资产投资累计增速同比 (%)	18

表目录

表 1	公司主要产品情况.....	5
表 2	袁仲雪履历	7
表 3	激励对象名单及授予情况.....	9
表 4	2012-2019 年国内轮胎企业海外产能部署	12
表 5	赛轮轮胎产能明细表.....	13
表 6	赛轮轮胎可比公司估值表.....	20
表 7	分业务盈利预测	21

1. 赛轮轮胎：轮胎行业的佼佼者

赛轮轮胎的主要产品为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎、非公路轮胎等轮胎产品，翻新轮胎、胎面胶、胶粉、钢丝等循环利用产品。公司循环利用业务主要包括轮胎翻新材料以及翻新轮胎的生产和销售。轮胎翻新材料包括胎面胶等产品，原材料包括胶料和废旧轮胎，胶料由公司采购部门根据订单量同轮胎产品的原材料同时采购。翻新胎的原材料包括上述翻新材料和废旧轮胎，废旧轮胎由公司采购部门集中采购。符合翻新标准的旧轮胎经过翻新处理和检测合格后，销售给终端客户。

表 1 公司主要产品情况

产品类别	产品系列	用途
载重子午线轮胎	有内胎全钢载重子午胎系列、无内胎全钢载重子午胎系列、全钢轻型载重子午胎系列	主要用于大型客车、货车的配用及替换。
轿车及轻卡子午线轮胎	拖车胎 (ST)、运动型车&轻卡 (LTR/SUV)、高性能轿车胎 (HP)、超高性能轿车胎 (UHP)、商用轻卡用轮胎 (COMMERCIAL LTR)、商用旅行车轮胎 (TOURING)、雪地胎 (SNOWTIRE)	主要用于轿车、越野车、轻型载重汽车及小吨位拖挂车上轮胎的配用及替换。
工程子午线轮胎	目前为 27.00R49，正在开发联合运输起重机用工程子午胎、冰雪路面用工程子午胎、装载机用工程子午胎和地下采矿用工程子午胎等产品	主要用于矿山、雪地、码头、装载等车辆上轮胎的配用及替换。
翻新轮胎	有内胎全钢载重子午线翻新轮胎：4 个规格；无内胎全钢载重子午线翻新轮胎 6 个规格	主要用于大型客车、公交、货车轮胎的替换。
胎胶	条形胎面 13 个规格；环形胎面 8 个规格；中垫胶 11 个规格	主要用于全钢子午线、工程子午胎相应规格旧轮胎翻新（胎面、粘合胶）。
胶粉	4 种规格胶粉：30 目、40 目、60 目、80 目	主要用于新轮胎的制造、再生胶的制造、防水材料和塑胶跑道等。
钢丝	胎圈钢丝和胎体钢丝	主要用于制作抛丸用的投射材料和生产优质钢材的原料。

资料来源：招股说明书、海通证券研究所

公司从创立伊始就确立了技术和信息化应用双领先、规模化、国际化的发展战略，是行业内首家采用信息化技术控制生产全过程的企业。公司一直以来精耕细作，专注品质与技术的双重打造。公司不仅是行业内具有产学研特色的高新技术企业，还是“国家橡胶与轮胎工程技术研究中心”科研示范基地，并成为工信部智能制造综合标准化与新模式应用项目参与单位和示范基地。

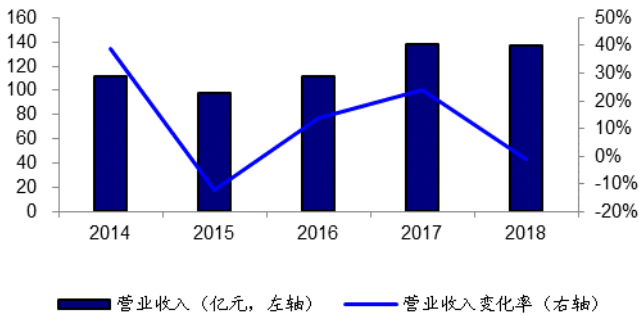
公司是国内首家 A 股上市的民营轮胎企业，较早利用资本运作

助力企业发展壮大，目前公司资产、收入、产销规模在国内同行业公司中位居前列。公司还是国内同行中率先在海外建立轮胎生产基地的企业，该前瞻性的布局成为公司应对国际贸易壁垒的重要支撑。

1.1 公司 2019 年上半年归母净利润同比增长 59.34%

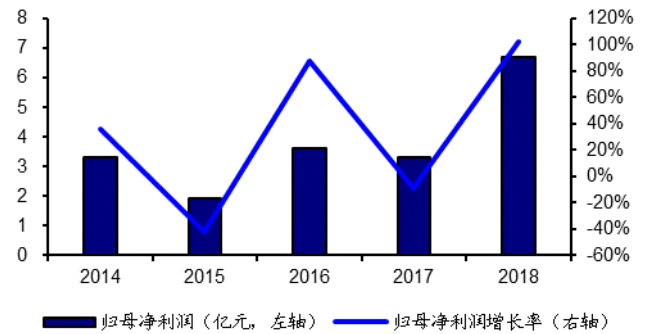
据 wind 数据, 2019 年上半年, 公司实现营业收入 70.92 亿元, 同比增长 8.03%, 实现归属于上市公司股东的净利润 5.07 亿元, 同比增长 59.34%。公司 2014 至 2018 年营业收入分别为 111.28 亿元、97.69 亿元、111.33 亿元、138.07 亿元和 136.85 亿元, 归属母公司所有者净利润分别为 3.33 亿元、1.93 亿元、3.62 亿元、3.30 亿元和 6.68 亿元。公司 2014 至 2018 年营业收入增速分别为 38.72%、-12.21%、13.96%、24.02%和-0.88%, 归属母公司所有者净利润增速分别为 36.13%、-42.04%、87.50%、-8.93%和 102.54%。

图1 2014-2018 公司营业收入



资料来源: Wind, 海通证券研究所

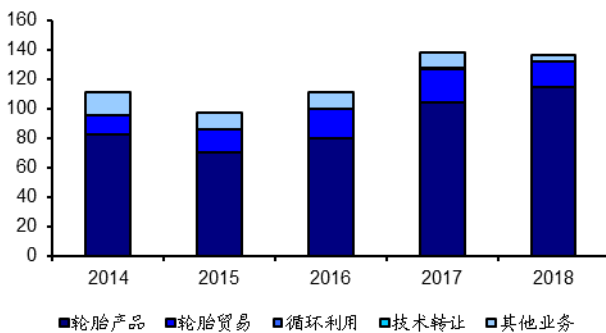
图2 2014-2018 公司归母净利润



资料来源: Wind, 海通证券研究所

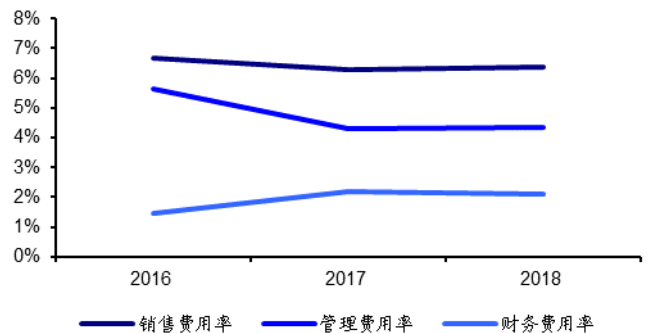
轮胎产品是目前公司主要营收来源。据 wind 数据, 2018 年, 公司的轮胎产品、轮胎贸易营业收入分别为 115.16 亿元、17.06 亿元, 在公司收入占比分别为 84.15%、12.47%。公司各项费用率均维持在稳定水平, 2016-2018 年, 公司平均销售费用率、平均管理费用率、平均财务费用率分别为 6.44%、4.77%、1.92%。

图3 公司收入构成 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 公司销售、管理、财务费用率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 管理费用率包含研发

1.2 股权结构：董事长变更为袁仲雪

袁仲雪担任赛轮金宇集团董事长一职。2018年9月10日，赛轮金宇集团股份有限公司召开第四届董事会第十四次会议，会议决议公告根据公司实际控制人杜玉岱先生推荐，公司董事会选举袁仲雪先生担任公司第四届董事会董事长。袁仲雪曾任软控股份有限公司董事长，软控股份下设机电、新材、发展三大业务。机电业务致力于橡胶智能装备、应用软件的研发与创新，推动橡胶工业智能化发展；新材业务主要涉及化工及橡胶新材料领域；发展业务主要涉及物联网、环保、新能源等领域。

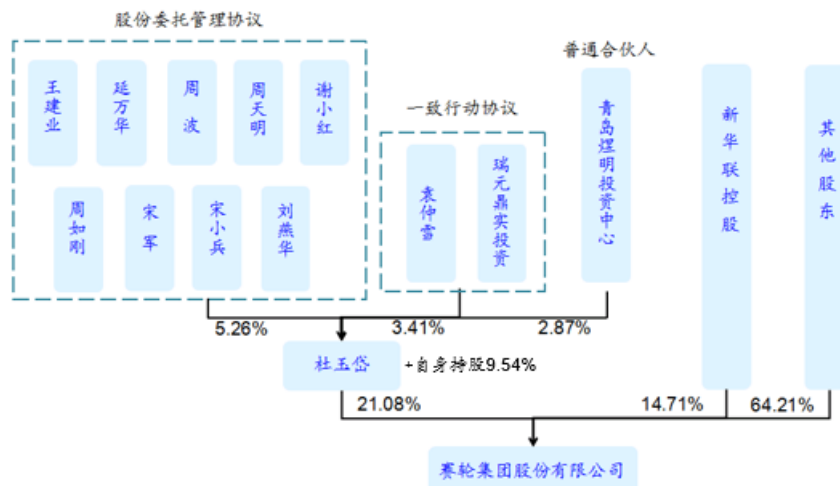
表 2 袁仲雪履历

时间	公司	职务
2003/12-2018/06	软控股份有限公司	法定代表人、董事长
2003/12-2018/07	软控股份有限公司	董事
2010/03-2018/06	软控股份有限公司	战略委员会主任、提名委员会委员
2018/09-至今	赛轮集团股份有限公司	法定代表人、董事长、审计委员会委员、战略委员会委员、提名委员会委员

资料来源：赛轮金宇第四届董事会第十四次会议决议公告，wind，海通证券研究所

延万华等九名股东与杜玉岱签署《股份委托管理协议》、袁仲雪与杜玉岱签署《一致行动协议》保障公司持续、稳定的经营和发展。据公司公告，截至2019年8月2日，杜玉岱直接持有公司股份 257678538 股；由其担任普通合伙人的青岛煜明投资中心（有限合伙）持有公司股份 77418000 股；延万华等九名股东将其持有的公司股份共计 141995780 股除处置权和收益权以外的全部股东权利委托给杜玉岱管理；综上，杜玉岱拥有具有表决权的股份合并计算后共计 477092318 股，占公司总股本的 17.67%。再加上一致行动人袁仲雪直接持有公司股份 66897906 股，其控制的关联主体瑞元鼎实投资有限公司持有公司股份 25100775 股。因此，杜玉岱合计可控制的公司股份为 569090999 股，占公司总股本的 21.08%，杜玉岱作为公司控股股东、实际控制人。

图5 赛轮轮胎股权结构



资料来源：关于股东签署《股份委托管理协议》和《一致行动协议》提示性公告、赛轮轮胎2019年半年度报告、海通证券研究所

1.3 股份回购、股权激励双管齐下，谋划长远可持续发展

股份回购彰显公司对未来发展的信心。基于对公司未来发展的信心和对公司价值的认可，为维护广大投资者利益，使市场及投资者对公司长期内在价值有更加清晰的认识，同时，完善公司长效激励约束机制，有效调动管理者和重要骨干的积极性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益紧密结合，着眼于公司的长远和可持续发展，2019年8月30日，公司发布《赛轮轮胎关于以集中竞价交易方式回购股份的回购报告书》称，公司拟通过集中竞价交易方式进行股份回购，回购股份用于后续股权激励计划的股票来源。在回购价格不超过5.3元/股的前提下，回购股份数量不低于10000万股，不高于13500万股，回购股份数量上限占公司总股本的5%。按回购数量上限13500万股及回购价格上限5.3元/股测算，预计回购资金上限为71550万元。截至2019年10月9日收盘，公司通过集中竞价交易方式累计已回购公司股份数量为108600088股，占公司目前总股本的比例为4.02%，成交的最高价格4.36元/股，成交的最低价格4.04元/股，支付的总金额为人民币459985875.80元（不含佣金、过户费等交易费用）。

“重点激励、有效激励”维护股东利益。为了推动公司整体经营平稳、快速发展，维护股东利益，公司拟利用好股权激励这一有效促进公司发展的制度对公司发展中的核心力量和团队予以良好有效的激励。本次确定的激励对象中一部分激励对象承担着制订公司发展战略、引领公司前进方向的重大责任；一部分激励对象是公司业务单元和管理工作的直接负责人；还有一部分激励对象是公司重要工作的承担者，对于公司的发展均具有举足轻重的作用。公司激励计划限制性股票限售期为自限制性股票授予登记完成之日起12个月、24个月、36个月。激励计划对2018-2020三年的归母净利润增速考核目标为：以2017年净利润为基数，18-20年净利润增长率不低于50%、60%、80%。这样的解除限售安排体现了计划的长期性，同时对限售期建立了严格的公司层面业绩考核、个人层面绩效考核办法，防止短期利益，将股东利益与经营管理层利益紧密的捆绑在一起。当公司业绩提升造成公司股价上涨时，激励对象获得的利益和全体股东的利益成同比例正关联变化，对上市公司持续经营能力的提高和股东权益的增加产生深远且积极的影响。

表 3 激励对象名单及授予情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占授予时公司股本总额的比例
袁仲雪	董事长、总裁	2300	17.06%	0.85%
延万华	副董事长	300	2.23%	0.11%
王建业	董事、执行副总裁 (常务)	300	2.23%	0.11%
张必书	董事	300	2.23%	0.11%
宋军	董事、副总裁、董事会秘书	200	1.48%	0.07%
刘燕华	副总裁、财务总监	300	2.23%	0.11%
谢小红	副总裁	200	1.48%	0.07%
周波	副总裁	200	1.48%	0.07%
周天明	副总裁	260	1.93%	0.10%
朱小兵	副总裁	200	1.48%	0.07%
周如刚	副总裁	200	1.48%	0.07%
中层管理人员及核心骨干员工 (295 人)		8718	64.68%	3.23%
合计 (306 人)		13478	100%	4.99%

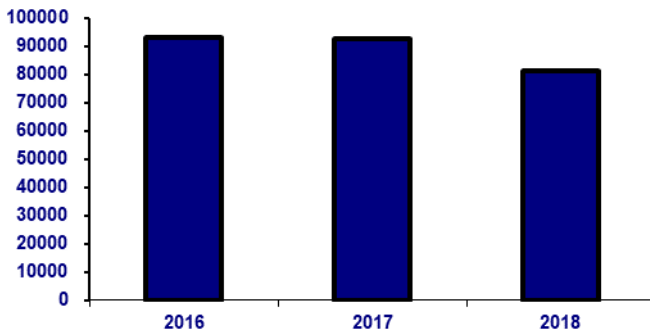
资料来源：赛轮轮胎 2018 年限制性股票激励计划授予结果公告，海通证券研究所

2. 轮胎行业集中度和盈利能力有望迎来提升

2.1 我国轮胎产量约占世界总产量的四分之一，出口量占销量的比重为 59.8%

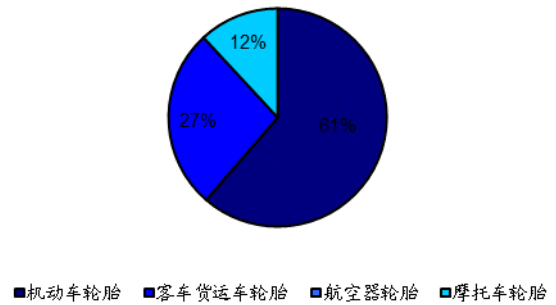
我国是轮胎消费和出口大国，主要出口产品为机动车轮胎和客运货车轮胎，亚欧成为我国轮胎主要出口地。据中商产业研究院的数据，我国轮胎产量约占世界总产量的四分之一。2018 年，我国轮胎销量为 81403 万条，轮胎出口数为 48658 万条，出口占比为 59.8%。目前，欧洲、亚洲成为中国轮胎主要出口区域。根据中国产业经济信息网的统计数据，在乘用车轮胎领域，2017 年欧亚两个区域的进口量分别占中国出口总量的 34.5%、24.2%，合计达到 58.7%。在出口产品构成方面，我国主要出口产品为机动车轮胎和客运货车轮胎，2018 年我国机动车轮胎和客运货车轮胎出口合计占我国轮胎总出口数量的 88%。

图6 国内轮胎销量 (万条)



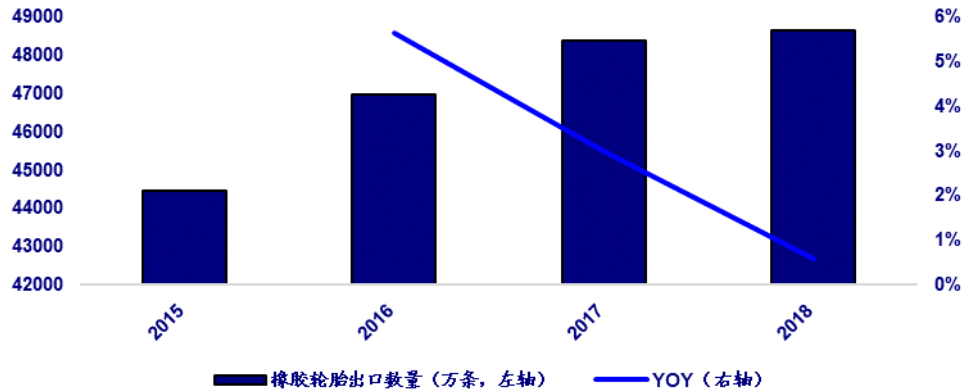
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 2018年轮胎出口产品构成



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 中国橡胶轮胎出口数量



资料来源: Wind, 海通证券研究所

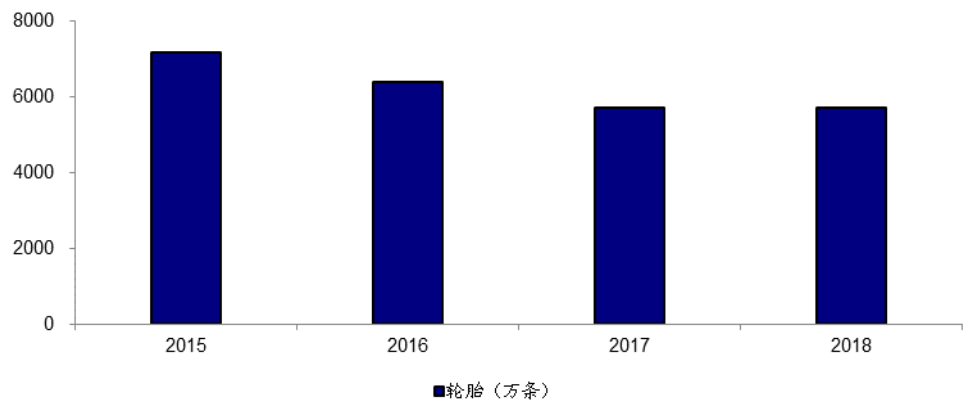
2.2 去产能成效显著, 行业加速转型升级

国内持续淘汰落后产能, 轮胎行业加速转型升级。轮胎产品结构正向着无内胎、宽断面、大轮辋、耐磨、抗湿滑、低噪音、轻量化和高端化方向加快转型。根据产业信息网, 受盲目低水平投资建设的影响, 部分低端轮胎产品存在结构性产能过剩, 具体表现为: 大型轮胎企业产能利用率充足而中小型尤其是小型轮胎企业产能利用率严重不足, 但是部分优势企业的产品和部分细分市场的优势产品供不应求。根据新浪援引新京报的新闻统计数据, 2018年我国共计25家轮胎企业破产。我国轮胎企业倒闭或破产是市场优化资源配置起的作用, 也是我国轮胎产业正在进行转型升级进入到更高层面的直接结果。我们认为大浪淘沙下, 头部轮胎企业如赛轮轮胎有望抓住机遇进一步占领市场。

2.3 国内轮胎企业布局海外能有效规避贸易摩擦

近年来，轮胎出口的贸易壁垒增加。近年来，我国出口美国的轮胎数量受到冲击，2018年中国对美轮胎出口较2015年下降20.5%。据天然橡胶网的新闻，2018年9月，美国政府宣布，开始对产自中国的2000亿美元产品（包括轮胎产品）加征10%关税。自2019年1月1日起该税率将提高到25%。欧盟委员会2017年对我国卡客车新轮胎和翻新轮胎启动反倾销和反补贴调查，2018年10月公布终裁结果，根据欧盟委员会的决定，此后5年，中国轮胎企业每向欧盟出口一条卡客车轮胎，都需要缴纳42.73-61.76欧元的固定税。

图9 中国出口美国轮胎数量统计



资料来源: Wind, 海通证券研究所

国内轮胎企业布局海外具有成本优势，有效规避贸易摩擦。2012年起，国内轮胎企业纷纷开启海外投资建厂进程并不断扩大投资规模。根据轮胎世界网，东南亚橡胶供应充足且运输成本低，价格相对稳定，对国内轮胎企业形成了巨大的吸引力。东南亚轮胎需求增长快，此外海外建厂还可以在在一定程度上规避“双反”等贸易摩擦的影响。据轮胎世界网的统计，目前至少已有12家国内轮胎企业在海外建立生产基地，基地选址主要集中于越南、泰国、马来西亚等东南亚国家。

表 4 2012-2019 年国内轮胎企业海外产能部署

企业	时间	地点	项目	投资额	产品	产能 (万条)
杭州中策橡胶	2012	泰国罗勇工业园		10 亿元	全钢载重子午胎	60
					摩托车轮胎	100
					半钢载重子午胎	300
三角集团	2012	俄罗斯巴什科尔托斯坦共和国		2.5 亿欧元		400
	2017	美国北卡罗来纳州	500 万条高性能乘用车胎项目	2.98 亿美元	乘用车轮胎	500
			100 万条高性能商用车胎项目	2.82 亿美元	商用车轮胎	100
山东奥戈瑞轮胎	2012	印度尼西亚雅加达市		2 亿美元	高性能半钢子午胎	600
青岛福临轮胎	2013	马来西亚		2.7 亿美元	全钢子午胎	120
	2016			2 亿美元	半钢子午胎	1000
山东万达宝通轮胎	2017	马来西亚马六甲州		12 亿令吉	高档轮胎	
贵州轮胎	2017	越南	一期	2.4 亿美元	全钢子午胎	200
			二期	1.4 亿美元	全钢载重及特种轮胎	
			三期	2000 万美元		
双钱轮胎	2017	泰国		20 亿人民币	全钢子午胎 工业轮胎	150 5
万力集团	2017	美国南卡罗来纳州		10 亿美元	乘用车胎	600
成山集团	2017	马来西亚		2.99 亿美元	全钢子午胎 半钢子午胎	120 400
华谊集团	2017	泰国罗勇府			卡客车轮胎 工程子午胎	150 5
江苏通用科技股份有限公司	2018	泰国罗勇工业园		不超过 3 亿美元	全钢子午胎 半钢子午胎	100 600
佳尔福橡胶工业有限公司	2019	柬埔寨桔井省经济特区			轮胎	300

资料来源：轮胎世界网、海通证券研究所

2.4 赛轮轮胎新增产能有望进一步释放

新建项目完工后，赛轮轮胎产能有望进一步释放。据公司 2018 年年报，目前赛轮轮胎拥有国内青岛、东营、沈阳三个轮胎生产基地和越南一个海外轮胎生产基地。目前公司在国内全钢胎年产能为 440 万条，半钢胎 3000 万条，非公路胎 2.9 万吨；越南工厂拥有全钢胎年产能 120 万条，半钢胎 1000 万条，非公路胎 3.5 万吨。预计 2019 年，赛轮轮胎东营工厂半钢胎项目建成完工，进一步释放半钢胎产能，越南工厂非公路轮胎项目建成完工，进一步释放非公路胎产能。预计 2020 年，赛轮轮胎青岛工厂非公路轮胎在建产能计划完工，进一步释放非公路胎产能；越南合资工厂全钢项目建成完工，进一步释放全钢胎产能。

表 5 赛轮轮胎产能明细表

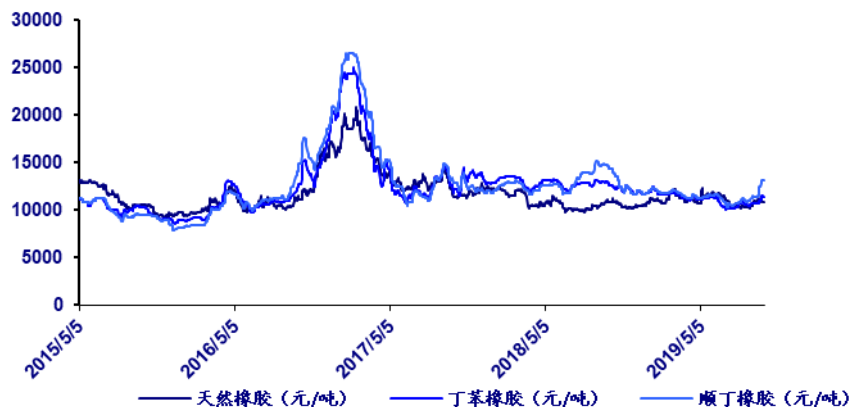
主要厂区	设计产能	实际达产产能 (2018 年底)	2018 年产能利 用率 (%)	在建产能及投资情况	在建产能预 计完工时间	
青岛	青岛工厂全钢	260 万条/年	260 万条/年	96.37		
	青岛工厂半钢	1000 万条/年	1000 万条/年	73.06		
	青岛工厂非公路轮胎	6 万吨/年	2.9 万吨/年	87.81	在建中, 截至 2018 年末累计投入 90824.77 万元。	2020 年
东营	东营工厂半钢	一期: 1200 万 条/年;	2000 万条/年	75.56	二期在建中, 截至 2018 年末二期产能达 800 万条, 累计投入 96384.59 万元。	2019 年
		二期: 1500 万 条/年				
沈阳	沈阳工厂全钢	180 万条/年	180 万条/年	98.29		
越南	越南工厂全钢	120 万条/年	120 万条/年	69.88		
	越南工厂半钢	1000 万条/年	1000 万条/年	92.56		
	越南工厂非公路轮胎	5 万吨/年	3.5 万吨/年	41.89	在建中, 截至 2018 年末累计投入 3830.19 万美元。	2019 年
	越南合资工厂全钢	240 万条/年	0		在建中, 2018 年投入金额为 0	2020 年

资料来源: 赛轮轮胎 2018 年年报, 海通证券研究所

2.5 原材料价格下跌, 成本端压力减弱

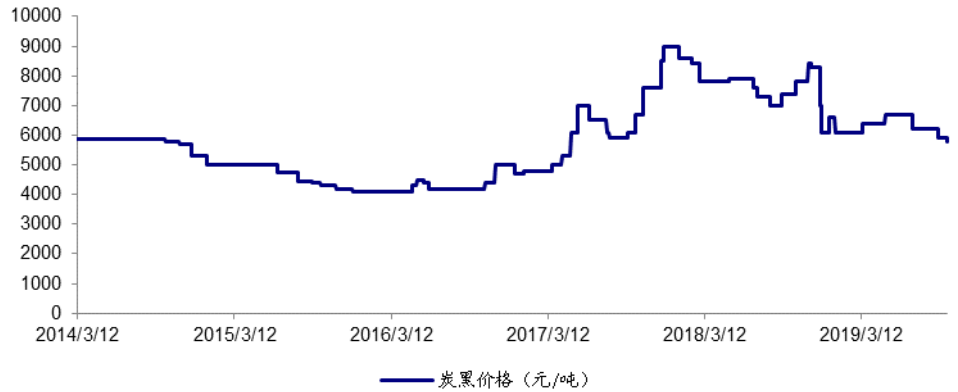
轮胎原材料天然橡胶和合成橡胶价格处于历史低位。据 wind 数据, 天然橡胶与合成橡胶价格相关性较高。9 月天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶均价约为 10933 元/吨、10934/吨和 11933 元/吨, 2019 年 9 月 30 日三者的价格处于历史价格 17%、17%、28% 分位数, 处于历史较低水平。

图 10 天然橡胶合成橡胶价格走势

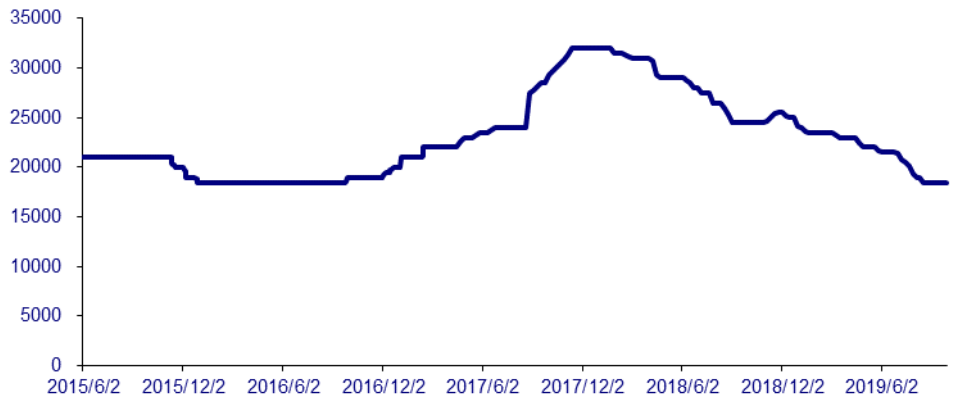


资料来源: Wind、海通证券研究所

炭黑价格和橡胶助剂价格持续下行。据 wind 数据, 2019 年炭黑价格下降, 2019 年 9 月均价为 5937 元/吨, 处于较低水平。橡胶助剂 9 月均价为 18500 元/吨。

图11 炭黑价格走势 (元/吨)


资料来源: Wind、海通证券研究所

图12 橡胶助剂价格走势 (元/吨)


资料来源: Wind、海通证券研究所

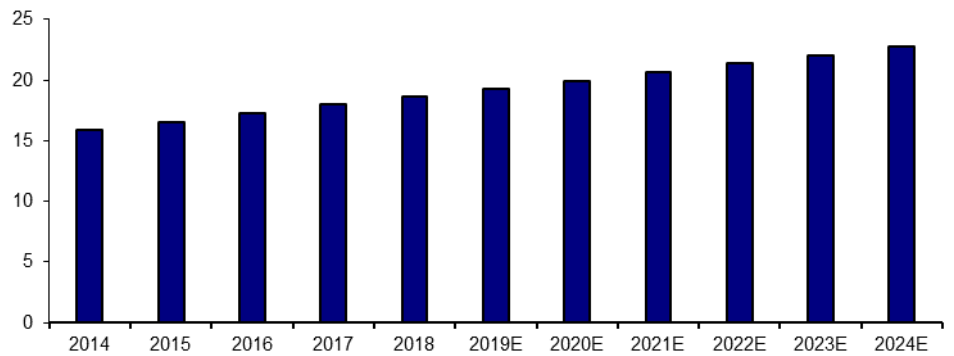
2.6 国内退税优惠政策带来机遇

政府加强退税优惠，提升轮胎出口竞争力。2018年10月25日财政部发布的《关于调整部分产品出口退税率的通知》，自2018年11月1日起，轮胎系列产品退税率由9%升至13%。

3. 我国汽车保有量稳中有升，替换胎未来需求增量可期

3.1 预计2024年全球轮胎产量达到2275万吨

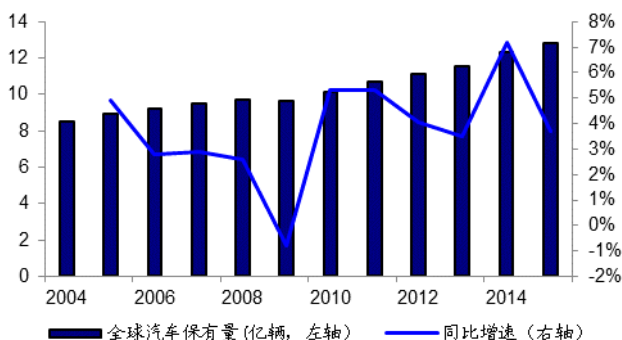
根据轮胎商业公众号援引 Smithers Rapra 发布的“2024年轮胎制造的未来”报告中显示，新技术、新材料、新需求正在不断提升轮胎行业发展的效率。预计2019-2024年全球轮胎总产量将以每年4%的速度增长。按生产吨位衡量的全球轮胎工业在2019年产量估计为1925万吨，预计到2024年达到2275万吨。

图13 2014-2024年 全球轮胎产量 (百万吨)


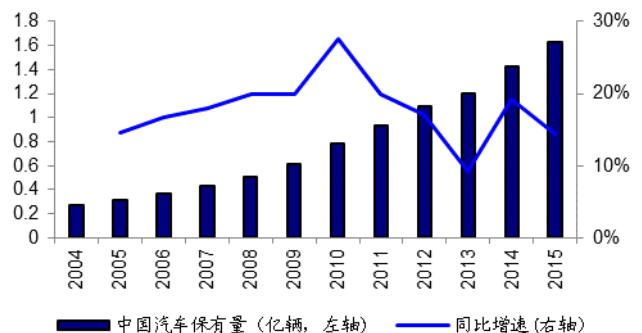
资料来源：轮胎商业网、Smithers Rapra、海通证券研究所

3.2 我国汽车保有量稳中有升，有效带动替换轮胎需求

我国汽车保有量增速高于全球平均水平，有效带动轮胎需求。据 wind 数据，从汽车保有量数据看，2015 年全球汽车保有量达 12.8 亿辆，同比增长 4%；2015 年中国汽车保有量延续增长趋势，达 1.6 亿辆，同比增长 14%。根据中国产业信息网的数据，近 10 年来汽车保有量增速均保持在 10% 以上，但相较于国外发达国家，国内千人汽车保有量仍处于较低水平。与美国比较，我国国土面积与美国比较接近，人口数量是美国的 4 倍，但千人汽车保有量不到美国的 1/5。与邻国日本比较，我国人口是日本的 11 倍，国土面积是日本的 25.8 倍。从千人汽车保有量指标来看，2016 年我国汽车千人保有量水平仅为 140 辆，而日本这一数字是 591。中国的千人汽车保有量也没有达到全球平均水平，我们认为中国乘用车保有量仍有较大的上行空间，这无疑为轮胎替换市场的景气度增加了砝码。随着汽车保有量的不断提升，未来替换胎市场有望迎来高速增长，替换需求将会是内需的重点所在。

图14 2004-2015 年全球汽车保有量及增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

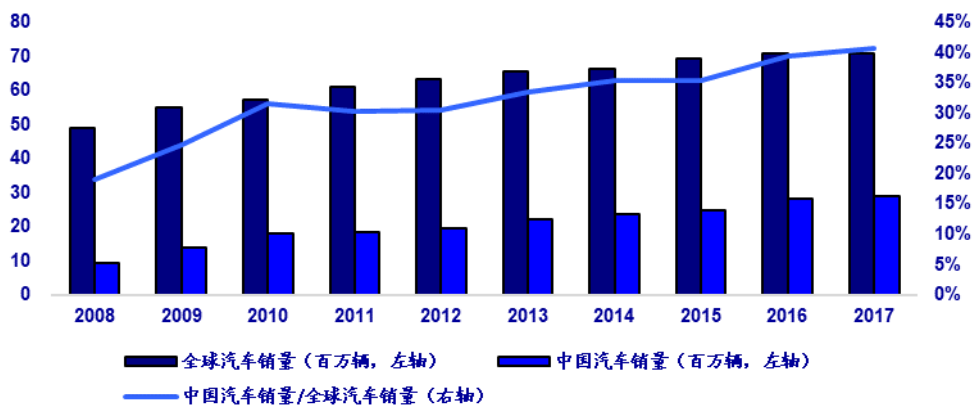
图15 2004-2015 年中国汽车保有量及增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3 中国汽车销量占全球销量比重提高,国产品牌汽车的崛起为配套胎带来机会

中国汽车销量在全球的占比逐年提高,国产品牌汽车的崛起将为配套胎带来机会。2008年到2017年,中国汽车销量占全球汽车销量比例由19.15%上升至40.76%,我国汽车销量在全球的占比不断提高。根据中国产业信息网的数据,目前国内轿车轮胎市场70%被外资和合资轮胎企业占据,本土轮胎品牌市场主要在替换胎,而随着国产品牌汽车近年来销量快速增加,预计将为具备性价比优势的本土轮胎品牌进入整车厂商供应链提供机会。

图16 2008-2017年中国及全球汽车销量情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 越南工厂盈利能力强,海外布局取得成效

4.1 赛轮轮胎与固铂轮胎牵手合作,享受税收优惠政策

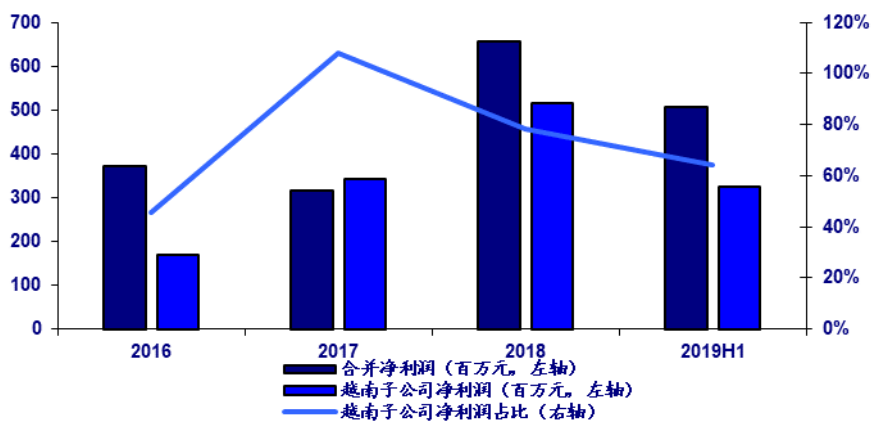
2018年公司与国际知名轮胎企业固铂轮胎牵手合作。2018年12月,双方正式签署协议将在越南携手打造年产能240万条全钢胎的合资公司,公司持有65%股权,该项目不仅优化了公司的海外布局,加深了与国际知名品牌的合作,也有利于规避贸易壁垒,提升企业产品综合力,为实现产供销全球化布局奠定了坚实的基础。

赛轮越南享受税收优惠政策,4免9减半。根据越南财政部、总税务局下发的205号公文,确认:赛轮越南若在2015年3月份前总投资不少于6万亿越南盾,或自2017年度起员工人数每年平均超过3000人,赛轮越南可以享受以下税收优惠:15年内企业所得税率为10%,自产生应税收入之日起4年内免缴企业所得税,以后9年减按50%税率征收企业所得税(即税率为5%)。

4.2 越南工厂净利率高于国内工厂，提升公司盈利能力

赛轮海外工厂盈利能力强。据公司公告，目前越南工厂拥有全钢胎年产能 120 万条，占公司全钢胎产能的 21.4%；半钢胎 1000 万条，占公司半钢胎产能的 25%；非公路胎 3.5 万吨，占公司非公路胎总产能的 54.7%。2019 年上半年赛轮越南营业收入为 17.61 亿元，同比增长 37.79%，占总营业收入 24.8%；净利润为 3.25 亿元，同比增长 50.27%，占总净利润的 64.1%；通过对比赛轮越南的产能、营业收入与净利润能够发现目前赛轮越南的收入占比虽然不高，但盈利能力强。

图17 赛轮越南子公司盈利状况

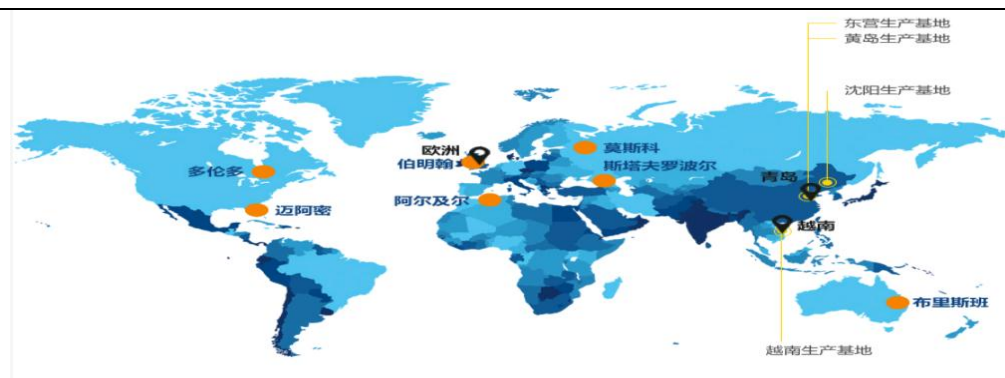


资料来源：公司 2016-2018 年报，海通证券研究所

4.3 公司将进一步开拓海外市场

赛轮轮胎将进一步开拓海外市场。2018 年赛轮轮胎继续坚持国际化战略，在德国设立欧洲子公司，并推进马来西亚合资公司和越南销售办事处的设立，进一步完善其全球化的运营网络，目前在 4 地建有生产基地（国内三处，越南一处），3 个研发中心（2 个海外研发中心），7 个国外销售中心。不断扩大的海外销售规模得益于公司全球化营销体系的健全和完善，目前公司已形成了以北美、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。

图18 赛轮轮胎全球化布局



资料来源：赛轮轮胎官网，海通证券研究所

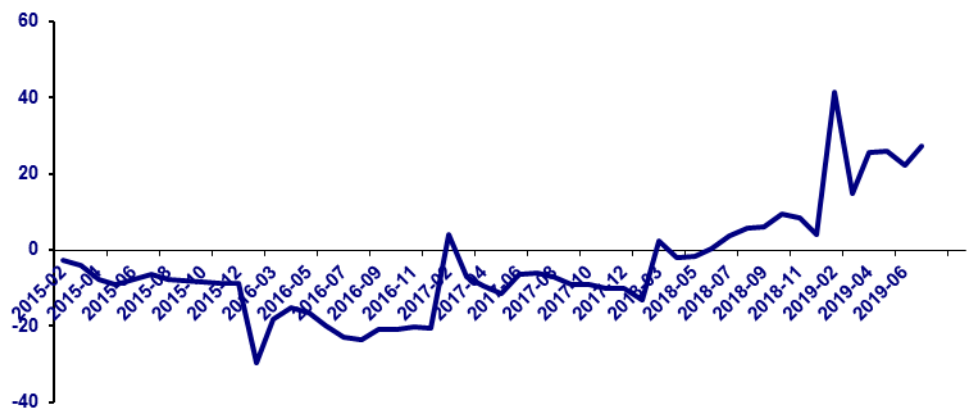
国际化和走出去是公司始终坚持的重要战略。根据公司 2018 年年报,在国内,公司已经在青岛、东营、沈阳拥有三个成熟的生产基地,在越南设立的生产工厂也不断发展壮大,运营效率稳定提升,成为公司应对国际市场变局和全年利润来源的重要生产基地。2018 年,公司两度与国际知名轮胎企业固铂轮胎牵手合作,先是由公司参股固铂轮胎在国内的生产工厂,其次是由双方在越南合资建设新的轮胎生产基地,不断深化的合作有利于公司技术水平、品牌影响力等综合竞争能力的提升。近几年为适应国际化发展的需要,公司不断向研发团队和管理团队中引入海外专家,为公司注入先进的技术和海外管理经验。同时,公司还启动现场服务工程师队伍建设,即从生产工人岗位中培养和选拔优秀人才派至海外学习深造,从公司内部培养国际化人才。

4.4 巨胎业务投入取得成效

巨型工程机械轮胎是工程机械轮胎家族中极具特色的高端产品,采矿业回暖将有效带动巨胎需求的上升。根据《橡胶工业》的文章《全球巨型工程机械轮胎发展概述及我国巨型轮胎制造业面临的机遇和挑战》,巨型轮胎体积和质量大(最大的轮胎外直径达 4m 以上、质量在 5t 以上)、不间断工作时长(每年 360 天、每天 20 多小时,除维修时间外不停地运转)、工作条件苛刻(最大单胎负荷可达 100 多吨,工作路面石头多、弯道多、坡度大)。由于技术难度大,世界上只有少数几个企业可以生产。随着世界采矿业对巨型车辆的需求与日俱增,巨型轮胎近几年供求矛盾突出,因而价格很高,成为轮胎制造商争先进入的高端产品领域。据 wind 数据,采矿业固定资产投资自 18 年 3 月开始回升。2019 年 1-7 月,采矿业固定资产投资累计增速达到 27.4%。我们预计采矿业回暖将有效带动未来巨胎需求的上升。

赛轮轮胎在巨胎业务方面的投入取得了成效。根据公司 2018 年年报,公司已成为世界上最大的工程机械和矿山设备生产厂家卡特彼勒的三大轮胎配套供应商之一,巨胎产品也已经进入中国约 70% 的大型矿山市场并成为国内四大工程机械制造企业的配套供应商。2018 年,公司获批成为“巨型工程子午胎与新材料应用国家地方联合工程研究中心”。2019 年,公司成为中国神华国际工程有限公司“MT5500 矿用卡车 59/80R63 轮胎研制与应用”项目中标人,承担该项目的研发试制,轮胎研发成功后优先为神华集团供货,本次战略合作的达成有利于打破外国企业对高端超巨型工程子午线轮胎的垄断。

图19 采矿业固定资产投资累计增速同比 (%)



资料来源: Wind、海通证券研究所

4.5 注重科技研发，推进轮胎信息化生产

推进轮胎信息化生产，工业互联网应用行业领先。公司是行业内首家采用信息化技术控制生产全过程的企业，并一直致力于智能制造、两化融合等领域。公司信息化团队积极参与和支持业务，以“标准化、自动化、数字化、智能化”为建设原则，全力推进公司信息化建设，目前已成功打造了MES、WMS、EMS等成熟自主知识产权的软件产品，为业务部门提供了高效、专业的IT服务和支持。近年来，公司先后获批“国家智能制造试点示范企业”、“国家工业互联网试点示范企业”、“国家物联网集成创新与融合应用示范企业”、“国家服务型制造示范企业”等国家级荣誉资质。公司作为国家工信部批复的轮胎行业唯一的“工业互联网试点示范企业”，承办了2019世界工业互联网产业大会5G+AI赋能传统制造平行论坛，规划了在工业互联网和5G、AI等方面的25个重点业务场景。

4.6 公司是一汽重工、比亚迪、吉利、一汽解放等多家汽车主机厂的配套供应商

配套轮胎业务是企业综合能力的体现。轮胎配套市场较于替换市场，配套市场对轮胎的要求更高，整车厂与零部件企业之间的配套合作，一般都会经过资质认定、实验测试、现场评审、试用以及小批量到大批量的采购等一系列繁琐的程序。在国际品牌占据大部分国内配套市场形势下，国产轮胎品牌能进入配套市场，不仅是品牌形象和市场地位的体现，更是品牌基础、技术优势、品质管控等综合实力的展现。赛轮轮胎明确自身市场定位，把握行业市场发展方向，通过对配套市场不懈的开拓与精耕细作，探索车用轮胎配套市场新的发展机会，向着国际有影响力的橡胶轮胎企业努力探索，努力推动行业的健康持续发展。

公司凭借过硬的品质和服务，已成为三一重工、一汽解放、比亚迪、吉利等多家知名汽车主机厂或工程机械制造企业的轮胎配套供应商。据大众网青岛资讯，2017年2月23日，赛轮金宇集团作为奇瑞商用车(安徽)有限公司的战略合作伙伴，被授予2016年度“最佳合作奖”奖项。赛轮轮胎旗下赛轮品牌轮胎配套“战旗”、“勇士”等车型，历经多年的市场检验，产品的优异性能和高性价比在广大北汽越野车用户中树立了良好的口碑。赛轮金宇集团自2015年与配套奇瑞商用车开瑞品牌签订配套战略合作协议，赛轮金宇旗下金宇品牌轮胎配套开瑞K50/K50S、K60等车型，历经多年的市场检验，赢得用户和汽车厂商的一致好评。

4.7 大力推广赛事提升公司的品牌影响力

赛事推广与展会宣传持续发力，打造国际化品牌。在赛事推广方面，公司助力赛轮轮胎郑州日产车队获得了2019环塔拉力赛汽车T2量产组冠军和厂商杯冠军。与西甲足球俱乐部瓦伦西亚签署了战略合作协议，成为瓦伦西亚全球官方合作伙伴，一起征战西甲、欧洲等赛事。展会宣传方面，公司新品牌ROADX在“新加坡国际轮胎展”惊艳亮相，提升公司及产品品牌在东南亚市场的影响力；公司旗下SAILUN、ROADX、MAXAM三大品牌，亮相法兰克福(中东)国际汽车配件及售后服务展，并展出了旗下各品牌AT、MT、补气保用轮胎、OTR等多款主打产品，提升公司及产品品牌在中东非市场的影响力；公司携欧洲新产品参展意大利博洛尼亚汽车配件展览会，提升了公司品牌在欧洲市场的影响力。

5. 盈利预测与估值区间

我们预计赛轮轮胎 19-21 年净利润分别为 980、1275、1461 百万元，对应 EPS 分别为 0.36 元、0.47 元、0.54 元。考虑到公司在建产能尚未释放，随着装置的投产和新产能的释放，我们认为公司盈利能力将有所提高。综合来看，我们给予 19 年赛轮轮胎 16-19 倍估值区间，对应合理价值区间 5.76-6.84 元。首次覆盖，给予“优大于市”投资评级。

关键盈利预测假设：1) 销量假设：我们预计 19-21 年全钢子午胎销量分别为 528 万条、670 万条、740 万条，半钢子午胎销量分别为 3340 万条、3826 万条、4085 万条，非公路胎销量分别为 4.4 万吨、5.4 万吨、6.3 万吨。2) 价格假设：我们预计国内、越南全钢胎 19-21 年均为 881、926 元/条，国内、越南半钢胎 19-21 年均为 200、213 元/条，国内、越南非公路轮胎 19-21 年均为 22000、17647 元/吨。我们认为原材料天然橡胶、炭黑和橡胶助剂价格 19-21 年仍将低位徘徊。

表 6 赛轮轮胎可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
601163.SH	三角轮胎	13.75	0.60	0.78	0.92	18.45	16.97	14.47
601500.SH	通用股份	6.33	0.20	0.18	0.21	32.33	35.85	30.75
均值						25.39	26.41	22.61

资料来源：Wind，海通证券研究所，股价为 2019 年 10 月 11 日收盘价，每股收益均为 Wind 一致预期。

表 7 分业务盈利预测

	2018	2019E	2020E	2021E
总收入 (百万元)	13684.75	14414.71	16869.11	18211.49
总成本 (百万元)	10971.84	11409.13	13286.74	14313.67
总毛利 (百万元)	2712.91	3005.58	3582.37	3897.83
总毛利率 (%)	19.82	20.85	21.24	21.40
轮胎产品				
收入 (百万元)	11515.67	12389.71	14844.11	16186.49
成本 (百万元)	8901.49	9478.13	11355.74	12382.67
毛利 (百万元)	2614.17	2911.58	3488.37	3803.83
毛利率 (%)	22.70	23.50	23.50	23.50
循环利用				
收入 (百万元)	23.99	25.00	25.00	25.00
成本 (百万元)	22.30	23.00	23.00	23.00
毛利 (百万元)	1.70	2.00	2.00	2.00
毛利率 (%)	7.07	8.00	8.00	8.00
轮胎贸易				
收入 (百万元)	1706.25	1800.00	1800.00	1800.00
成本 (百万元)	1657.23	1728.00	1728.00	1728.00
毛利 (百万元)	49.02	72.00	72.00	72.00
毛利率 (%)	2.87	4.00	4.00	4.00

资料来源: 赛轮轮胎 2018 年年报, 海通证券研究所

6. 风险提示

贸易摩擦导致关税持续提升; 在建产能投产进度低于预期; 橡胶、炭黑原材料价格大幅波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	13685	14415	16869	18211
每股收益	0.25	0.36	0.47	0.54	营业成本	10972	11409	13287	14314
每股净资产	2.34	2.58	2.98	3.45	毛利率%	19.8%	20.9%	21.2%	21.4%
每股经营现金流	0.74	0.39	0.71	0.63	营业税金及附加	67	86	101	109
每股股利	0.05	0.07	0.07	0.07	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	869	908	1063	1147
P/E	9.01	11.13	8.56	7.47	营业费用率%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%
P/B	0.95	1.57	1.36	1.17	管理费用	366	432	472	510
P/S	0.86	0.82	0.70	0.65	管理费用率%	2.7%	3.0%	2.8%	2.8%
EV/EBITDA	4.11	6.52	5.27	4.71	EBIT	1180	1362	1693	1858
股息率%	2.2%	1.8%	1.8%	1.8%	财务费用	288	170	185	152
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.1%	1.2%	1.1%	0.8%
毛利率	19.8%	20.9%	21.2%	21.4%	资产减值损失	230	118	76	59
净利润率	4.9%	6.8%	7.6%	8.0%	投资收益	42	40	40	40
净资产收益率	10.6%	14.1%	15.8%	15.7%	营业利润	735	1114	1473	1687
资产回报率	4.4%	5.9%	6.9%	7.7%	营业外收支	-12	0	0	0
投资回报率	12.7%	13.0%	15.3%	15.3%	利润总额	723	1114	1473	1687
盈利增长 (%)					EBITDA	1997	2024	2377	2590
营业收入增长率	-0.9%	5.3%	17.0%	8.0%	所得税	66	136	199	228
EBIT 增长率	60.4%	15.5%	24.3%	9.8%	有效所得税率%	9.1%	12.2%	13.5%	13.5%
净利润增长率	102.5%	46.6%	30.1%	14.6%	少数股东损益	-11	-1	-1	-1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	668	980	1275	1461
资产负债率	58.7%	57.9%	56.6%	51.1%					
流动比率	0.8	0.9	1.0	1.1	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.7	货币资金	2343	3356	4399	3842
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.4	应收账款及应收票据	1676	1817	2126	2490
经营效率指标					存货	2271	2360	2767	3157
应收帐款周转天数	44.0	46.0	46.0	49.9	其它流动资产	569	625	681	739
存货周转天数	72.5	75.5	76.0	80.5	流动资产合计	6859	8158	9973	10227
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	长期股权投资	232	232	232	232
固定资产周转率	2.2	2.3	2.7	2.9	固定资产	6359	6143	6207	6324
					在建工程	256	456	556	689
					无形资产	587	592	587	581
					非流动资产合计	8429	8419	8577	8823
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	15288	16577	18550	19050
净利润	668	980	1275	1461	短期借款	3564	4666	5043	4166
少数股东损益	-11	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	3685	3188	3640	3725
非现金支出	1047	780	759	791	预收账款	74	72	84	91
非经营收益	181	177	212	200	其它流动负债	1111	1137	1196	1221
营运资金变动	114	-876	-325	-754	流动负债合计	8434	9063	9963	9203
经营活动现金流	1999	1059	1921	1697	长期借款	450	450	450	450
资产	-476	-652	-842	-977	其它长期负债	87	87	87	87
投资	299	0	0	0	非流动负债合计	537	537	537	537
其他	7	40	40	40	负债总计	8971	9599	10499	9739
投资活动现金流	-170	-612	-802	-937	实收资本	2701	2700	2700	2700
债权募资	-880	1101	377	-877	普通股股东权益	6308	6969	8044	9305
股权募资	135	-5	0	0	少数股东权益	9	8	7	5
其他	-764	-531	-452	-440	负债和所有者权益合计	15288	16577	18550	19050
融资活动现金流	-1510	565	-75	-1317					
现金净流量	319	1013	1043	-558					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 11 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
 孙维容 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 诺普信,茶花股份,联瑞新材,皇马科技,双一科技,利安隆,七彩化学,新洋丰,扬农化工,苏利股份,梅花生物,百傲化学,苏博特,浙江龙盛,雅本化学,坤彩科技,万润股份,国光股份,中旗股份,鲁西化工,光华科技,利民股份,海利尔,黑猫股份,华峰氨纶,圣达生物,安道麦 A,飞凯材料,先达股份,永利股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)232154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjz11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzy11650@htsec.com 张戈(01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyx11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 ljwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金珪 gjj12727@htsec.com
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com