华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

轮胎 2021 年 05 月 29 日

森麒麟（002984）深度研究报告

立体市场下的另一种道路与梦想

- **主打轮胎产品的现代化制造企业。**公司创始人长期从事轮胎生意，2007 年设立森麒麟公司，致力于绿色、安全、高品质及高性能半钢子午线轮胎及航空轮胎研发生产、销售，目前拥有青岛+泰国双基地合计 2200 万条半钢胎产能，拥有森麒麟（SENTURY）、路航（LANDSAIL）、德林特（DELINTE）、吉翔速（GROUNDSPEED）四大轮胎品牌，2019 年以前主要针对海外市场，2020 年开始在国内零售市场发力，目前已经拥有国内经销商约 170 家，签约零售店 2.4 万家。
- **轮胎进入中国供应全球的阶段，景气度持续上行。**在单厂模型下，与中国企业相比，海外轮胎厂单厂规模小，数量庞大的老工厂智能化水平不足，费率管控低效，使其在高产品价格下回报率还低于中国企业，与此同时，中国轮胎企业已经完成了基础性的技术积累，凭借着优势的现金流正在大举进行资本开支，部分企业甚至已经穿越整车配套价格带，中国轮胎供应全球的趋势正在加速。从景气度的角度看，国内配套、国内零售和对海外出口共振底部上行，持续回升的趋势较为明确。
- **依托制造优势，持续提升品牌调性。**国内轮胎企业在全球崛起的进程中，出现了三条不同的路径，玲珑主要走自配套向零售的经典路径，赛轮则主打海外零售，森麒麟则积极加深制造端的壁垒，这背后主要是百年的发展之后，轮胎市场配套、配套零售和独立零售均有较大的容量，允许不同的企业走特色化的发展路径，但无论是自零售向配套，还是自配套向零售，最后都绕不开通过制造能力+产品品质+品牌塑造赢下配套+零售双重市场。就森麒麟来说，综合合格率、智能化等努力下实现条胎非原料成本的显著优势，并在国内轮胎零售市场日渐规范的当下积极抢滩，依托航空胎实现更好的技术积累和提升品牌调性，属于国际轮胎巨头地位的有力角逐者。
- **投资建议：**按照泰国二期在 2021Q3 投产，青岛工厂在 2021Q2 完成技术改造的假设，公司 2021-2023 年销量依次假设为 2580 万条、3200 万条和 3400 万条，同期净利测算值为 13、20 和 21 亿元，对应 EPS 依次为 2.01、3.02 和 3.31 元/股，按照化工龙头保守给 20 倍 PE，对应 60.40 元/股的目标价。首次覆盖，给予“强推”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨超预期，项目投放进度不及预期。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	4,705	6,966	10,270	10,931
同比增速(%)	2.8%	48.1%	47.4%	6.4%
归母净利润(百万)	981	1,309	1,965	2,147
同比增速(%)	32.4%	33.4%	50.1%	9.3%
每股盈利(元)	1.51	2.01	3.02	3.31
市盈率(倍)	21.2	15.9	10.6	9.7
市净率(倍)	3.7	3.1	2.4	2.0

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2021 年 05 月 27 日收盘价

强推（首次）

目标价：60.40 元

当前价：35.48 元

华创证券研究所

证券分析师：张文龙

电话：010-66500983
邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com
执业编号：S0360520050003

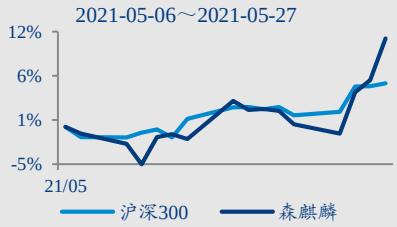
证券分析师：冯昱祺

电话：010-66500983
邮箱：fengyuqi@hcyjs.com
执业编号：S0360520120005

公司基本数据

总股本(万股)	64,967
已上市流通股(万股)	6,900
总市值(亿元)	230.5
流通市值(亿元)	24.48
资产负债率(%)	25.7
每股净资产(元)	4.0
12 个月内最高/最低价	51.34/22.66

市场表现对比图(近 12 个月)



未经许可，禁止转载

投资主题

报告亮点

定位中国轮胎企业整体崛起的阶段，区分三大龙头公司发展策略的异同。在单厂模型下，与中国企业相比，海外轮胎厂单厂规模小，数量庞大的老工厂智能化水平不足，费率管控低效，使其在高产品价格下回报率还低于中国企业。与此同时，中国轮胎企业已经完成了基础性的技术积累，凭借着优势的现金流正在大举进行资本开支，部分企业甚至已经穿越整车配套价格带，中国轮胎供应全球的趋势正在加速。从景气度的角度看，国内配套、国内零售和对海外出口共振底部上行，持续回升的趋势较为明确。国内轮胎企业在全球崛起的进程中，出现了三条不同的路径，玲珑主要走自配套向零售的经典路径，赛轮则主打海外零售，森麒麟则积极加深制造端的优势，这背后主要是百年的发展之后，轮胎市场配套、配套零售和独立零售均有较大的空间，允许不同的企业走特色化的发展路径，但无论是自零售向配套，还是自配套向零售，最后都绕不开通过制造能力+产品品质+品牌塑造赢下配套+零售双重市场。就森麒麟来说，综合合格率、智能化等努力下实现条胎非原料成本的显著优势，并在国内轮胎零售市场日渐规范的当下积极抢滩，依托航空胎实现更好的技术积累和提升品牌调性，属于国际轮胎巨头地位的有力角逐者。

投资逻辑

轮胎企业崛起趋势明确，寻找存在预期差的标的。轮胎作为一个技术迭代偏慢的产品，核心壁垒在于制造环节和品牌上，中国轮胎企业从市占率走向价格带穿越，整体崛起的势头已经十分明确。在这样的大趋势下，森麒麟作为一个率先完成智能化的企业，在制造端已经形成了一定的特色和优势，加之航空胎在技术和品牌调性上的助力，公司有望高举高打，走出特色的高速发展路径。此外，由于森麒麟产能投放基本自 2021Q2 开始，增长潜力才正式开始走向台前，开始进入高速增长阶段，在市场上存在一定预期差。

关键假设、估值与盈利预测

- 按照泰国二期在 2021Q3 投产，青岛工厂在 2021Q2 完成技术改造的假设，公司 2021-2023 年销量依次假设为 2580 万条、3200 万条和 3400 万条，同期净利测算值为 13、20 和 21 亿元，对应 EPS 依次为 2.01、3.02 和 3.31 元/股，按照化工龙头保守给 20 倍 PE，对应 60.40 元/股的目标价。首次覆盖，给予“强推”评级。

未经许可，禁止转载

目 录

一、简介：主打轮胎产品的现代化制造企业 6
二、行业：需求三重底，中国供应全球号角已经吹响 8
（一）中国供应全球，国产轮胎企业集体崛起 8
（二）品牌之争产品先行，渠道+品宣渐入人心 12
（三）需求三重底，景气度持续回升 15
三、公司：立体市场下的另一种道路与梦想 15
（一）从零售走向配套 VS 从配套走向零售 15
（二）制造能力高端化，极力深化生产壁垒 17
（三）从国际市场到国内市场，培育新的增长点 19
（四）航空轮胎的技术积淀强于效益贡献，走向高端品牌的另一条路 20
四、盈利预测与估值 21
五、风险提示 21

图表目录

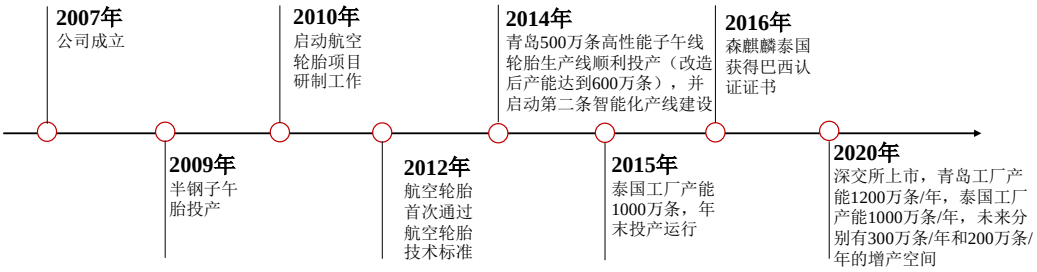
图表 1 公司发展历程 6
图表 2 公司股权结构 6
图表 3 公司 2015-2020 年营收状况 7
图表 4 公司 2015-2020 年毛利率及净利率状况 7
图表 5 公司各产品总收入比例 7
图表 6 公司分产品毛利率情况 7
图表 7 公司产品主要销往北美地区 8
图表 8 公司的产品与生产基地分布 8
图表 9 全球轮胎销量结构（乘用车胎） 9
图表 10 全球轮胎销量结构（卡客车胎） 9
图表 11 2020 年全球主要轮胎企业经营数据对比（亿元） 9
图表 12 国际轮胎工厂关闭情况 10
图表 13 轮胎龙头企业 2019 年全球市占率情况 10
图表 14 世界级轮胎大强企业现状 11
图表 15 米其林、普利司通 VS 玲珑、赛轮毛利率对比 12
图表 16 消费者购买轮胎核心参考因素 12
图表 17 消费者购买轮胎倾向于专业渠道 12
图表 18 米其林产品客户矩阵 13
图表 19 中国飞鹤品牌提升手段 13
图表 20 中国飞鹤毛利率、净利率走势 13
图表 21 国内外轮胎性能测试对比 13
图表 22 玲珑轮胎着力打造销售渠道 14
图表 23 赛轮集团着力打造全渠道营销平台 14
图表 24 玲珑与尤文图斯签订三年战略合作协议 14
图表 25 赛轮轮胎与瓦伦西亚合作 14
图表 26 新车销量接近周期底部 15
图表 27 反倾销影响接近尾声 15
图表 28 全钢胎、半钢胎近年平均开工率 15
图表 29 轿车胎、卡客车胎年均经销价 15
图表 30 主要轮胎上市企业 2019 年销售渠道结构 16
图表 31 型号 235-50R18-Load 97-W168mph 轮胎价格对比 17
图表 32 主要轮胎上市企业利润来源对比(亿元) 17
图表 33 2020 年化工主要上市企业人均净利排序（万元/人） 18

图表 34 森麒麟智能化工厂架构 18
图表 35 森麒麟智能化工厂架构 18
图表 36 主要轮胎条营业成本拆分 18
图表 37 国内主要轮胎上市企业数据对比 19
图表 38 各地区或者国家乘用车胎市场中配套需求量占比 19
图表 39 航空轮胎与普通车轮胎性能要求对比 20
图表 40 项目经济效益分析 21
图表 41 公司 PE(TTM)历史走势 21

一、简介：主打轮胎产品的现代化制造企业

森麒麟轮胎股份有限公司，2007 年成立于山东青岛，于 2020 年上市。公司致力于绿色、安全、高品质及高性能半钢子午线轮胎及航空轮胎研发生产、销售。 公司的绿色制造体系及产品 2019 年 7 月被国家工信部评为“绿色工厂”及“绿色设计产品”。公司拥有森麒麟（SENTURY）、路航（LANDSAIL）、德林特（DELINTE）、吉翔速（GROUNDSPEED）四大轮胎品牌。

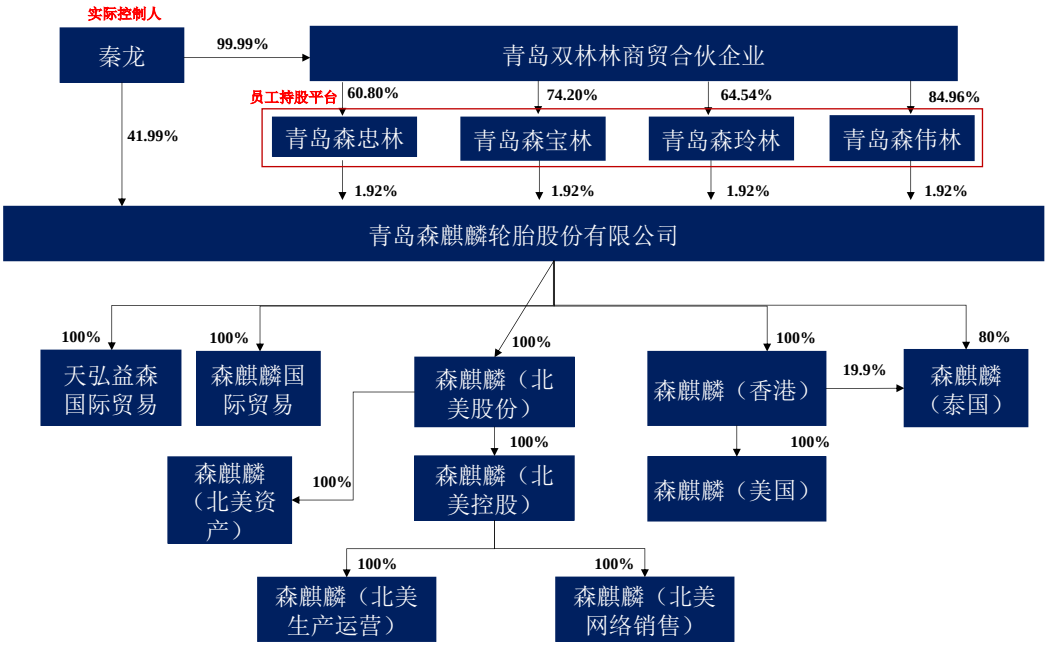
图表 1　公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

公司实际控制人为董事长秦龙及一致行动人(四大员工持股平台)共持有公司 49.67%的股权，总经理林文龙持有公司 5.77%的股权，其他股东中新疆鑫石和青岛润泽作为一致行动人持有上市公司 8.28%的股份。子公司层面，泰国子公司是泰国工厂的运营主体，为公司重要的海外生产基地，国内 1200 万条半钢子午线轮胎产能在上市公司主体旗下。

图表 2　公司股权结构

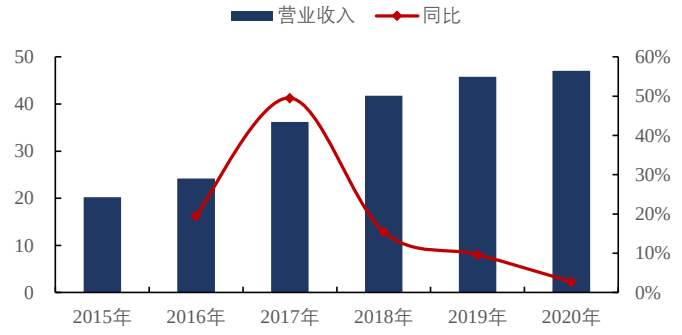


资料来源：公司公告，华创证券

公司近几年营收状况较为稳定，经历了 2017 年泰国工厂新产能投放带来的营收高增长之后，在近三年来增速逐渐放缓。公司毛利率及净利率状况持续向好，净利率大幅提高。2015-2020 年间，毛利率水平从 28.13% 提升到了 33.8%，净利率更是从 6.57%增长

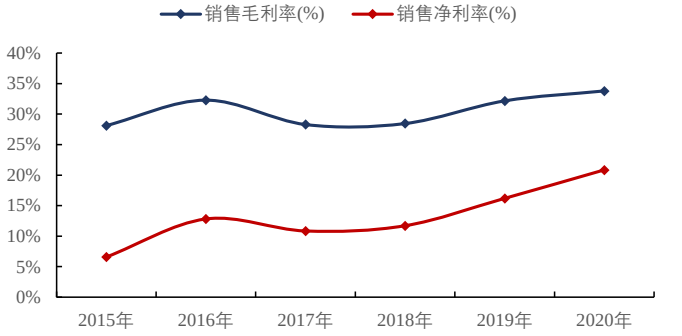
到了 20.84%。

图表 3 公司 2015-2020 年营收状况



资料来源：wind，华创证券

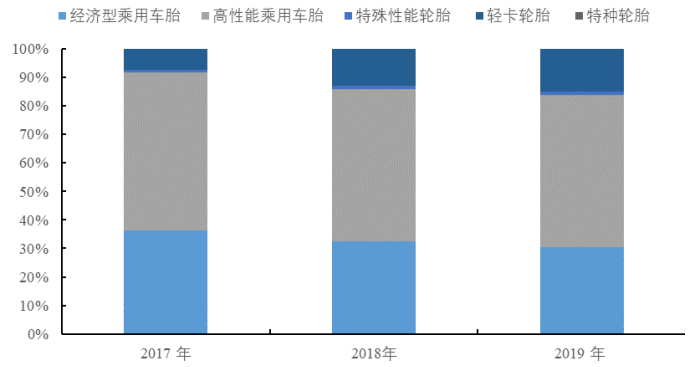
图表 4 公司 2015-2020 年毛利率及净利率状况



资料来源：wind，华创证券

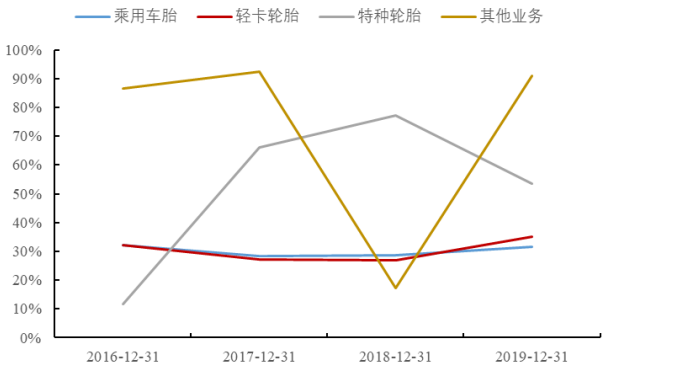
按照产品划分，公司乘用车胎销售占比最高，2017-2019 年收入占比分别为 92.64%，87.18%，85.01%，贡献了绝大部分收入。乘用车胎中经济型乘用车胎和高性能乘用车胎的占比较大，分别占总收入的 30%和 50%以上，特殊性能轮胎占比较小。轻卡轮胎部分发展迅速，收入已经从 2015 年的 0.98 亿提升至 2019 年的 6.84 亿，五年内实现 6 倍增长。盈利能力方面，随着泰国工厂产能释放，低关税、大尺寸产品结构的优势持续体现，推动整体销售均价增长，主营产品乘用车轮胎和轻卡轮胎毛利率稳中有升。2019 年，乘用车胎毛利率达到 31.57%，轻卡轮胎毛利率达到 35.14%，特种轮胎销量较小但毛利水平最高，近三年来平均毛利率水平可以达到 65%以上。

图表 5 公司各产品总收入比例



资料来源：公司公告，华创证券

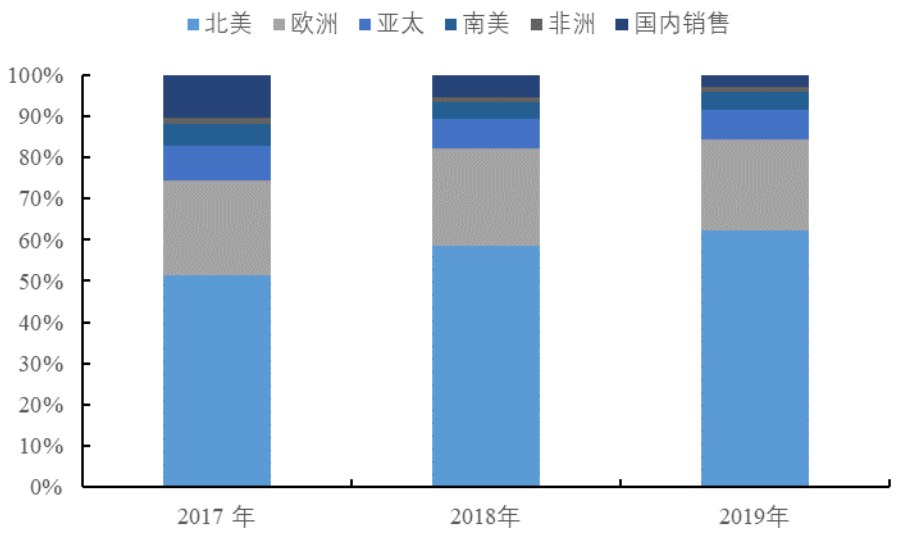
图表 6 公司分产品毛利率情况



资料来源：wind，华创证券

在市场区域结构上，公司是一家以出口业务为主的轮胎企业，产品远销 150 多个国家和地区。截至 2019 年末，公司在海外拥有 201 家经销商，海外市场覆盖美洲、欧洲、亚太及非洲等区域。美国所处的北美地区是公司最主要的销售区域，且销售份额占比逐年提升，2019 年已经达到 62.32%，其他地区按比例依次为欧洲、亚太及非洲，国内的销售份额则逐步减小，收入占比不足 10%。公司享受国家对于生产企业出口货物增值税“免、抵、退”的税收优惠政策，产品增值税征收率与出口退税率的差额计入产品销售成本。自 2018 年 11 月起，轮胎产品出口退税率由 9%调整至 13%。

图表 7 公司产品主要销往北美地区



资料来源：公司公告，华创证券

公司根据全球化布局需要，在泰国设立子公司及工厂。泰国工厂 2016 年投产，2017 年起逐步达产，产能持续释放。2017-2019 年其产量对公司贡献度分别为 43.87%、47.60% 及 50.27%，逐渐成为公司重要盈利来源。

图表 8 公司的产品与生产基地分布

资料来源：公司官网

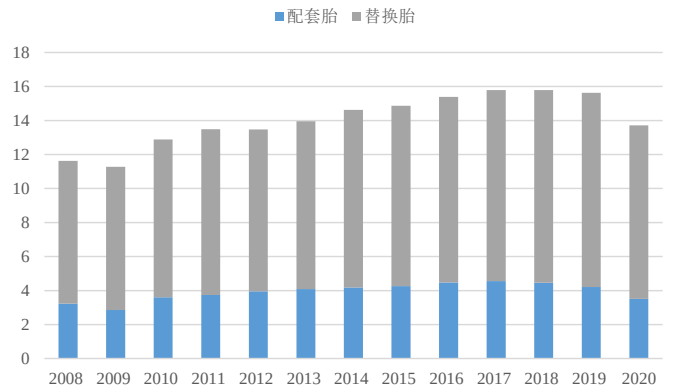
二、行业：需求三重底，中国供应全球号角已经吹响

（一）中国供应全球，国产轮胎企业集体崛起

自 2012 年赛轮轮胎出海以来，中国轮胎企业就开始了供应全球的征程，进入全球市场中进行竞争。从全球轮胎市场的角度出发，目前市场容量约 1700 亿美元，其中乘用车胎市场占 60%，卡客车胎占 30%，其他占 10%，即全球乘用车胎市场体量约 1000 亿美

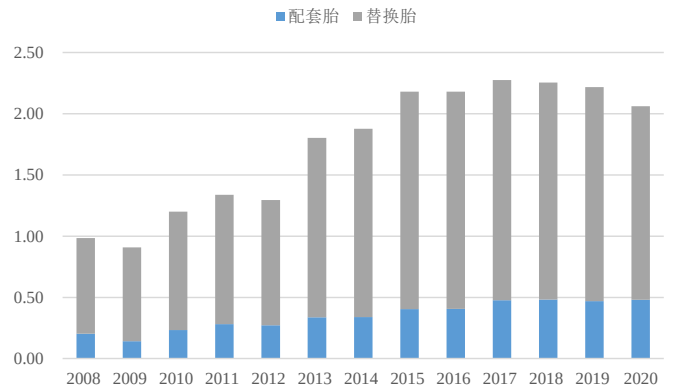
元，乘用车胎单价约为 65 美元；卡客车胎市场约 500 亿美元，单胎价格约 226 美元。作为中国轮胎的领军企业，玲珑轮胎乘用车胎（半钢胎）2019 年出厂均价仅为 192 元/条，卡客车胎（全钢胎）价格约为 747 元/条，均不足全球均价的一半。

图表 9　全球轮胎销量结构（乘用车胎）



资料来源：米其林年报、华创证券

图表 10　全球轮胎销量结构（卡客车胎）



资料来源：米其林年报、华创证券

全球轮胎企业在高价格的保驾护航下，毛利率并未对中国轮胎企业显示出明显的优势，净利率甚至清一色低于中国企业，背后主要是低效工厂的高昂生产成本和居高不下的综合费率。在轮胎市场中，全球 Top10 企业从 2004 年的 79%下降至 2019 年的 66%，而以中国企业为代表的三线品牌全球市占率则从 1998 年的 5%上升至 2019 年的 18%，全球龙头在竞争中市场份额被不断挤压。以美国为代表的国家通过反倾销等非市场化手段以应对，继续吃“品牌”的老本，而非精简机构+做强单厂模型，这给了本就强势崛起的中国轮胎企业以战略机遇和全球布局的必然性。

图表 11　2020 年全球主要轮胎企业经营数据对比（亿元）

海外品牌	总资产	资产负债率	营收	毛利率	净利率	PE
普利司通	2647	48%	1935	37%	3%	-
米其林	2524	60%	1612	28%	5%	30
固特异	1077	80%	850	16%	-4%	-
倍耐力	1098	67%	339	20%	3%	148
韩泰	639	30%	378	30%	6%	13
住友	616	52%	511	29%	3%	10
玲珑	293	44%	184	28%	12%	16
森麒麟	77	28%	47	34%	21%	15
赛轮	211	58%	154	27%	10%	10
三角	167	35%	85	25%	12%	12
贵州轮胎	115	58%	68	25%	8%	4

资料来源：wind、彭博、华创证券（PE 取值为当年的均值）

我们认为，若从抗风险的角度出发，本轮新冠疫情造成的海外轮胎工厂关闭和巨头巨亏的现象，本身就是轮胎巨头们日薄西山的写照，中国轮胎市占率的整体性持续上升和韩泰、普利司通的崛起则证明轮胎的品牌并不是无法击穿的，玲珑进入大众主胎配套市场甚至意味着一国轮胎企业的崛起并不必然需要依赖民族品牌整车厂的崛起，只需要通过某种特定的方式和时间来证明国产轮胎的“选择风险”相对较小即可。

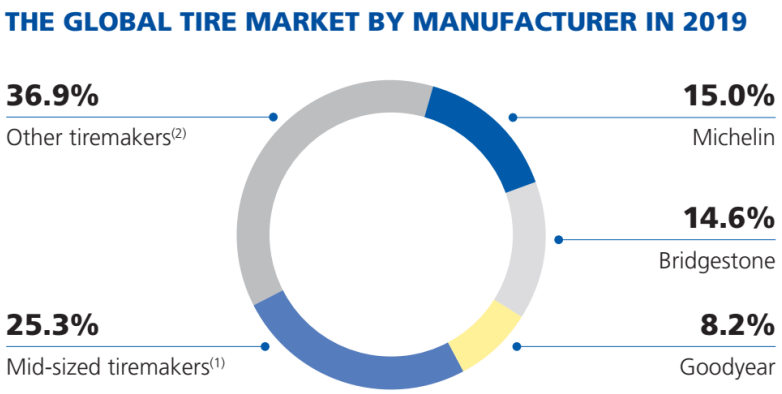
图表 12　国际轮胎工厂关闭情况

轮胎企业	关闭时间	工厂名称	工厂所在国	产能	备注
米其林	2020 年 6 月 30 日	邓迪工厂	英国	日产能 2.5 万条	建于 1971 年，只生产 16 英寸以下乘用车轮胎
	2020 年底之前	La-Ro-che-sur-Yon 卡车轮胎工厂	法国	160 万条	1973 年投产，主要生产卡车轮胎工厂
	2019-2021 年分阶段关闭	班贝格轮胎工厂	德国	800 万条	始建于 1971 年，主要产 16 英寸轮胎
普利司通	2020 年 11 月 15 日	伊丽莎白港斜交轮胎工厂	南非	日产能 800 条	1936 年开业，为斜交轮胎工厂
	2020 年 9 月（宣布）	Bethune 工厂	法国	1.7 万条	Bethune 工厂是于 1961 年启用的乘用车轮胎工厂
固特异	2020 年	加兹登工厂	美国	日产能 2.6 万条	1929 年以来一直在生产乘用车和轻型卡车轮胎
德国马牌	2020 年 9 月（宣布）	亚琛轮胎工厂	德国	900 万条	2004 投产以来一直为汽车制造商生产高性能轮胎和防爆轮胎
倍耐力	2020 年 7 月（宣布）	Gravatai 轮胎工厂	巴西	-	该工厂于 1976 年开业，生产摩托车轮胎

资料来源：车与轮店主联盟公众号《全球轮胎厂 2020 年大批关闭》、华创证券

按照米其林最新的统计，TOP3 轮胎企业市占率均值为 12%，腰部企业市占率中枢为 4.5%，即按照 1700 亿美元的轮胎市场匡算，即 TOP3 的营收量级为 200 亿美元，腰部约为 80 亿美元。我们认为，中国轮胎企业能否获得前三的地位，取决于公司在“量”的逻辑下是否存在增长的极限，这既是中国能否产生千亿轮胎巨头的关键。

图表 13　轮胎龙头企业 2019 年全球市占率情况



Source: 2019 sales in US dollars, published in Tire Business, August 2020.
(1) Tiremakers with a 2-7% market share according to the Tire Business ranking.
(2) Tiremakers with less than a 2% market share according to the Tire Business ranking.

资料来源：米其林年报

关于后发企业增长极限的问题，本质上是追赶者的追赶路径问题，在轮胎行业发展历史上，普利司通算得上是最伟大的追赶和超越者了，在国内超越了邓普禄和横滨，在海外力压米其林坐稳头把交椅。按照原化工部于清溪先生的归纳，在日本国内发展的阶段，普利司通核心的蝶变点在于与固特异形成技术同盟并于 1960 年在东京建立起第二基

地，迅速将其在国内的市占率从 25%-30%提升至 48%；坐稳日本头把交椅后，于 1983 年蛇吞象式收购了全球第三大轮胎企业费尔斯通（美国企业），直接成为了全球第二大轮胎企业，但该笔收购因为两国企业治理文化差异巨大，历时 20 年才以保留费尔斯通品牌这一相对独立经营的方式完成整合，并于 2007 年恢复为 F1 赛的唯一供应商。驱动普利司通发展的核心因素是在国内市场建立起压倒性品牌或者技术优势，在海外通过并购的方式去延伸品牌触角。从普利司通的国内市占率和收购方式着眼，中国的单一大市场，显然能容纳千亿级企业。

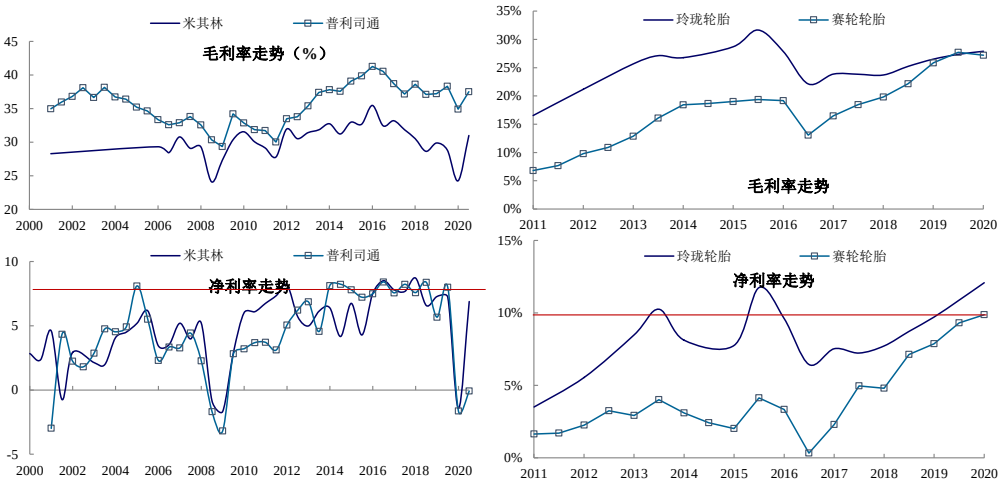
图表 14　世界级轮胎大强企业现状

2016 年世界排名	企业名称	设立时间	年产能力/亿条	工厂企业个数（国家地区）
（一）世界轮胎三巨头				
1	1. 普利司通	1931/1892	2.6	51（24）
2	2. 米其林	1889	2.3	49（19）
3	3. 固特异	1898	1.7	37（21）
（二）世界八大轮胎集团				
4	1. 大陆	1871	1.2	21（13）
5	2. 倍耐力	1872	1.0	23（14）
6	3. 住友轮胎	1909	1.0	14（8）
7	4. 韩泰轮胎	1941	1.1	8（5）
8	5. 横滨轮胎	1917	0.7	12（6）
12	6. 固铂轮胎	1914	0.45	9（4）
13	7. 东洋轮胎	1945	0.5	8（4）
14	8. 锦湖轮胎	1963	0.7	9（3）

资料来源：于清溪《轮胎工业品牌强企之路》

再者，在轮胎企业品牌崛起的过程中，确实出现了明显依赖汽车工业的特征，韩泰主要还是配套在韩系车厂的产品中，日德系车厂需求为辅；普利司通则配套在日系和美系车厂中，德系车则只有大众；倍耐力则以美德系车厂为主；意大利的倍耐力主打豪华车，法国的米其林本并不依赖国内的车企而是凭借行业领导者的地位全面开花（美系车厂的影响力偏弱）。与国际经验不同的是，在过去的 20 多年里，中国整车厂多以合资厂为主，中国轮胎企业凭借价格优势和品质进步，已经在全球范围内站稳脚跟，以玲珑为代表的国内企业已经击穿配套整车的价格带，配套整车价格带从 10 万以下向 20 万以上迈进，导致国际轮胎巨头依赖品牌壁垒的回报率在中国企业的竞争中呈现明显下降的趋势，并以市占率滑坡的形式呈现出来，这意味着中国轮胎供应全球的趋势已经开始，且并未受到 2018 年美国关税政策的阻断。

图表 15　米其林、普利司通 VS 玲珑、赛轮毛利率对比

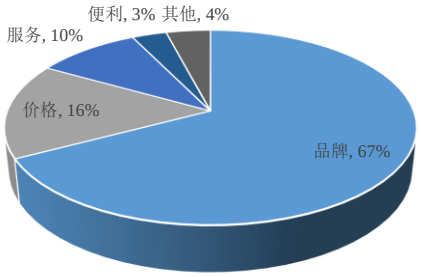


资料来源：wind、彭博、华创证券

（二）品牌之争产品先行，渠道+品宣渐入人心

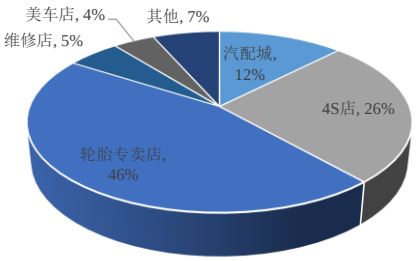
轮胎属于低频耐用消费品，品牌和价格是消费者购买的主要参考因素，渠道层面以4S 专卖店（主要卖原厂胎）和轮胎专卖店为主。从轮胎产品的角度看，国内轮胎厂基本集中在大众品牌的层面，其相对米其林等国际巨头而言，核心竞争力在于经济性或者说成本优势，劣势在于品牌信任度，导致国产轮胎厂在中高端市场缺乏子品牌。

图表 16　消费者购买轮胎核心参考因素



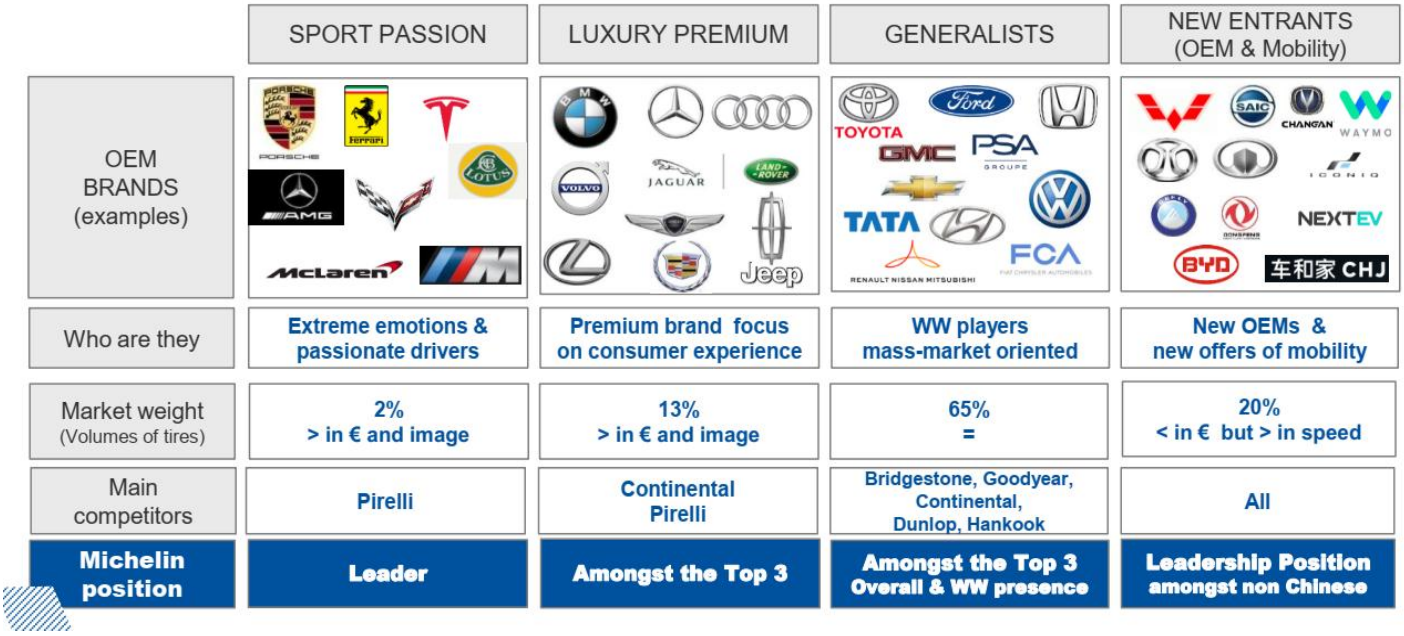
资料来源：中国轮胎商业网、华创证券

图表 17　消费者购买轮胎倾向于专业渠道



资料来源：中国轮胎商业网、华创证券

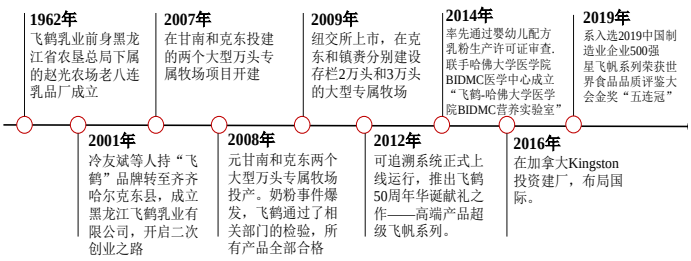
图表 18　米其林产品客户矩阵



资料来源：米其林官网、华创证券

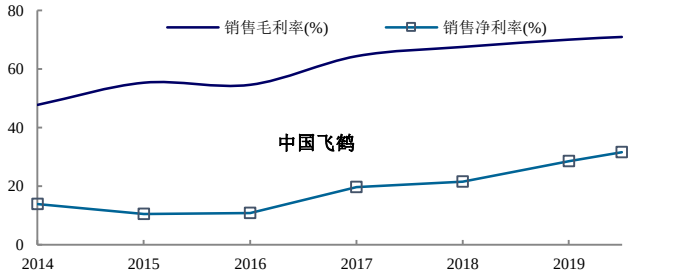
按照同样是风险偏好极低的大类消费品婴幼儿奶粉为例，在弥合与国际一线厂商品牌差距的过程中，产品质量往往是前提，渠道+品宣是手段，中高端品牌形象是结果。

图表 19　中国飞鹤品牌提升手段



资料来源：飞鹤公司官网、华创证券

图表 20　中国飞鹤毛利率、净利率走势



资料来源：wind、华创证券

在轮胎产品质量层面，国产轮胎和国际厂商的差距已经缩小得较为明显，按照央视《消费主张》的深度调查报告，我国轮胎在耐磨、耐撞、制动等各方面并不输国际一线品牌，这使得我国轮胎企业有走向品牌自强的路。

图表 21　国内外轮胎性能测试对比

测试科目	内资轮胎	外资轮胎
撞击测试	8 次测试，价格第四的中国台湾品牌和价格最低的中国品牌都顺利过关	8 次测试，价格第三的韩国品牌顺利过关，最贵的法国品牌出现骨架断裂，价格第二高的美国品牌在第七次测试中漏气
水压爆破	价格最低的中国品牌轮胎，耐压数值达到 2563kpa，安全倍数达到 10.3 倍，表现优异。价格第四的中国台湾轮胎所承受的压力都达到了 2400 kpa 以上，并且轮胎损坏时的安全倍数也都在 10 倍左右。	价格第三的韩国轮胎所承受的压力都达到了 2400 kpa 以上，并且轮胎损坏时的安全倍数也都在 10 倍左右。价格最贵的法国品牌轮胎，其耐压数值仅为 1806 kpa，安全倍数只有 5.2 倍。价格第二的美国品牌轮胎，耐压数值只有 2005 kpa，安全倍数仅为 8 倍。

测试科目	内资轮胎	外资轮胎
轮胎厚度比较	价格第四的中国台湾品牌轮胎，6.15 毫米；价格最低的中国内地品牌轮胎，6.87 毫米。	价格最贵的法国品牌轮胎，6.08 毫米；价格第二的美国品牌轮胎，5.53 毫米价格第三的韩国品牌轮胎，6.17 毫米；
普通路面的刹车测试	价格最低的中国品牌轮胎 27.5 米。	价格最贵的法国某品牌轮胎 29.5 米；价格第二的日本某品牌轮胎 28 米；价格第三的美国某品牌轮胎 27.6 米；价格第四的韩国某品牌轮胎 28.3 米；
专业场地的刹车测试	干燥沥青路面 100km/h 时速测试 10 个品牌轮胎的制动安全性能，在距离最短、表现最好的第一梯队里，5 个轮胎产品中有 4 个是中国品牌；雨天 80km/h 测试湿地制动，前 5 名里有 3 个是中国品牌；	干燥沥青路面 100km/h 时速测试 10 个品牌轮胎的制动安全性能，表现最差的第 10 名，竟然是价格卖得最贵的法国某品牌轮胎。雨天 80km/h 测试湿地制动，价格最贵的法国某品牌轮胎，名次是倒数第 4。

资料来源：《消费主张》节目、华创证券

在渠道层面,领先的国产轮胎企业已经开始着力铺设渠道，着力建设线上线下的旗舰店，其中玲珑轮胎计划打造 2000 家旗舰店，赛轮轮胎计划达到全渠道营销平台，中策橡胶推出了中策云店体系。在品宣层面，国内头部企业涉足重大赛事赞助序列，其中玲珑与足球豪门尤文图斯成为合作伙伴，赛轮与瓦伦西亚合作，三角赞助泰国拳击运动，都在试图改变消费者对品牌的认知。

图表 22　玲珑轮胎着力打造销售渠道

资料来源：轮胎商业

图表 23　赛轮集团着力打造全渠道营销平台

资料来源：赛轮集团官网

图表 24　玲珑与尤文图斯签订三年战略合作协议

资料来源：公司官网

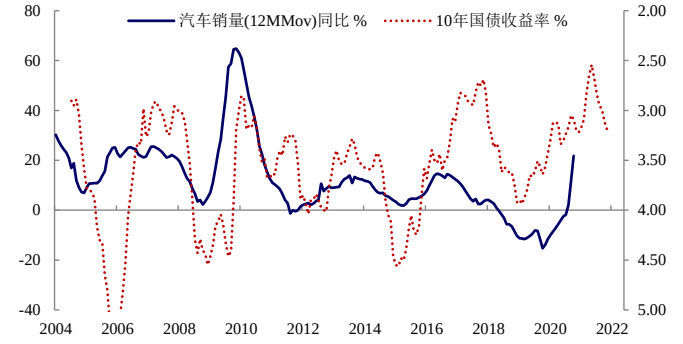
图表 25　赛轮轮胎与瓦伦西亚合作

资料来源：公司官网

（三）需求三重底，景气度持续回升

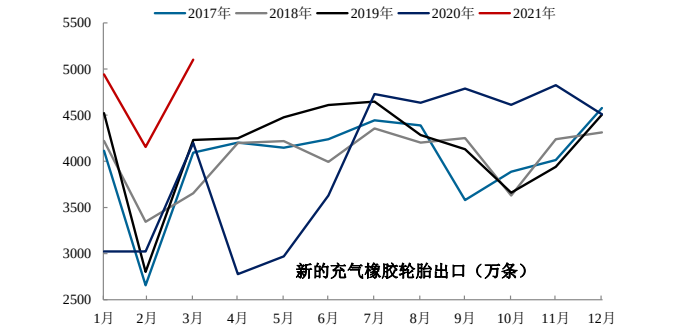
作为汽车的重要零部件，新车带来的配套需求占全国轮胎需求 22%，使得轮胎需求端与新车销量存在关联，进而形成一方面的周期波动；另一方面，占全国轮胎需求 41%的出口部分受到海外贸易政策的影响，从另一个角度造成其周期波动。进入 2020H2，汽车销量增速已经下行三年，作为除房产外最大的消费品，最有潜力作为拉动内需的关键动力出现，进而出现周期拐点；出口方面，轮胎已经于 2020 年 5 月开始持续强劲反弹。

图表 26　新车销量接近周期底部



资料来源：wind、华创证券

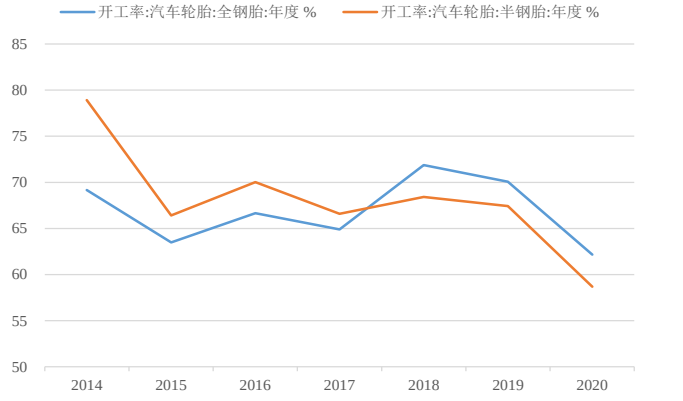
图表 27　反倾销影响接近尾声



资料来源：wind、华创证券

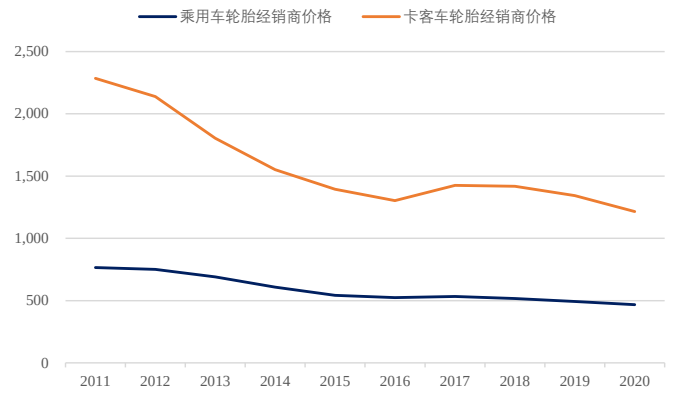
落实到量价层面，需求低迷导致轮胎价格持续下降，而负荷则受益于尾部厂商的退出维持低位稳定，周期性的力量在过去三年压制了轮胎厂的盈利空间，各家轮胎厂的发展基本靠新工厂产能投放、产品结构和渠道结构的布局。

图表 28　全钢胎、半钢胎近年平均开工率



资料来源：wind、华创证券

图表 29　轿车胎、卡客车胎年均经销价



资料来源：wind、华创证券

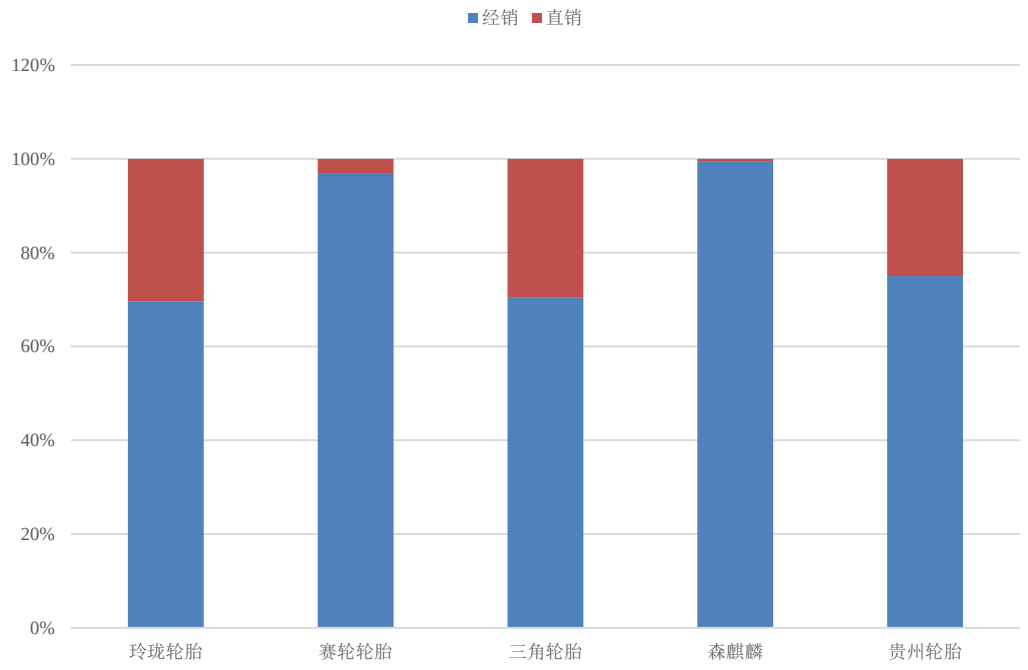
三、公司：立体市场下的另一种道路与梦想

（一）从零售走向配套 VS 从配套走向零售

从轮胎的市场结构来分析，无论是相对成熟的欧美轮胎市场，还是相对年轻的中国轮胎市场，均是以零售市场为主，配套市场为辅。在成熟的欧美市场，配套与零售的需求比例约为 2:8，按照成熟市场每条原厂胎拉动 2-3 条零售胎需求的经验，约有 20%-40%的市场留给非配套轮胎厂商。

在中国轮胎企业整体崛起的进程中，全球化布局工厂以规避贸易壁垒是共识，但是在配套市场的进取心上因为历史成因却存在明显的分别，以玲珑为代表的部分企业在主机配套市场耕耘十余载，而赛轮、森麒麟则以海外零售市场为主，形成了从配套走向零售和从零售走向配套两种路径选择，最终的追求都是轮胎产业的优势产业地位，配套都是必争之地。

图表 30　主要轮胎上市企业 2019 年销售渠道结构

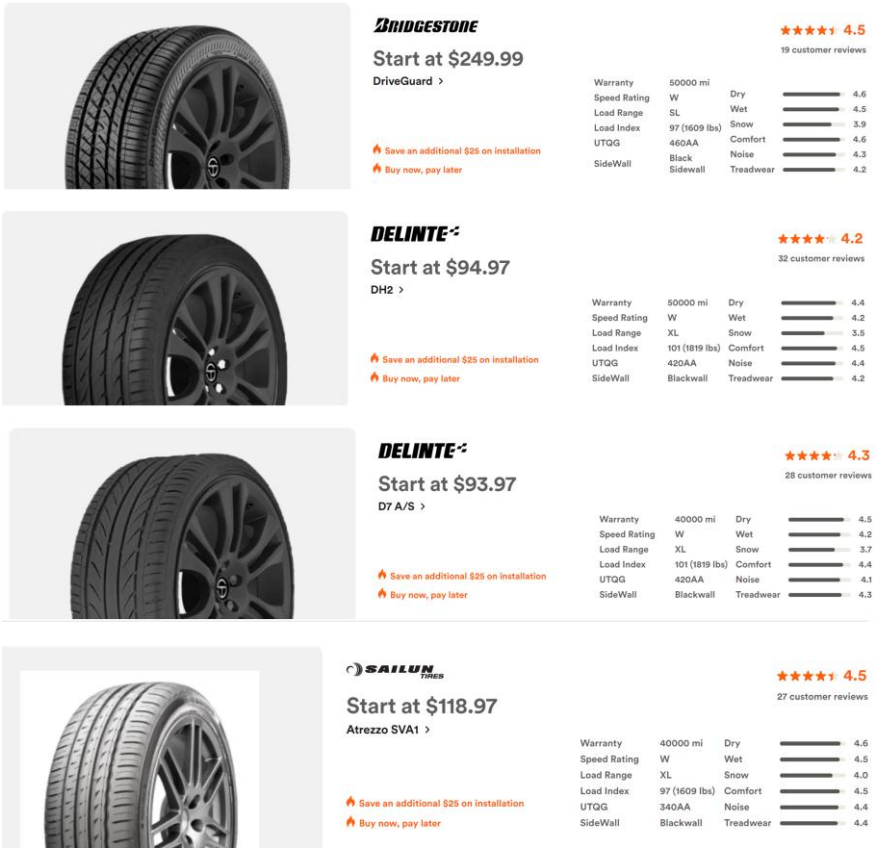


资料来源：公司公告、华创证券

从零售出发的轮胎企业中，森麒麟提出了“高举高打”的策略，着力持续推进高端配套，公司目前已经成为了广州汽车、长城汽车、吉利汽车、北汽汽车、奇瑞汽车、雷诺金杯等整车厂商的合格供应商，与德国奥迪汽车达成共同技术开发合作关系，已取得德国大众集团供应商代码，成为德国大众集团潜在供应商。赛轮也在 2020 年年报中披露，公司已经成为吉利、奇瑞、北汽、长安、比亚迪、三一重工、中国重汽、卡特彼勒等多家国内外汽车主机厂的轮胎配套供应商。

在公司的零售基本盘里，根据 MTD 显示，自主品牌“DELINTE”（德林特）在美国超高性能轮胎市场占有率为 2.5%，是唯一榜上有名的中国品牌，显示出较强的国际品牌竞争力与市场影响力； 2019 年，公司旗下“森麒麟 Sentury”品牌轮胎在美国乘用车轮胎替换市场占有率已达 1%。

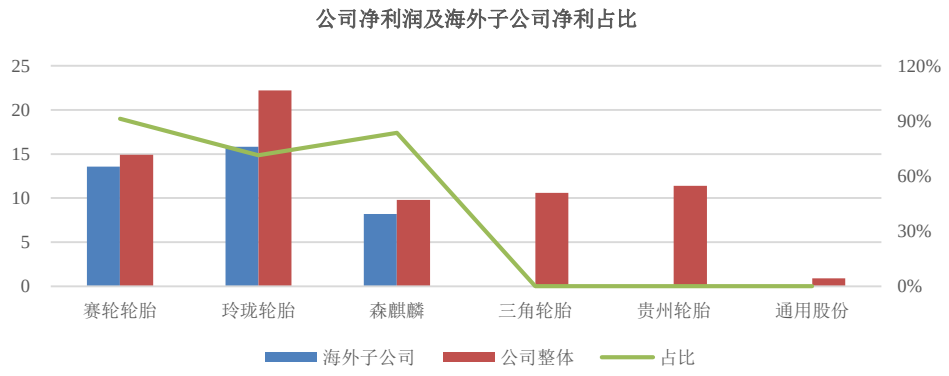
图表 31　型号 235-50R18-Load 97-W168mph 轮胎价格对比



资料来源：Simpletire，华创证券

因为贸易壁垒问题的存在，国内轮胎企业盈利受到了一定压制，专注于海外零售市场的轮胎企业获得了充沛的现金流和扩张时间窗口，这进一步强化了从零售走向配套，与从配套走向零售的企业争雄的资本。

图表 32 主要轮胎上市企业利润来源对比(亿元)



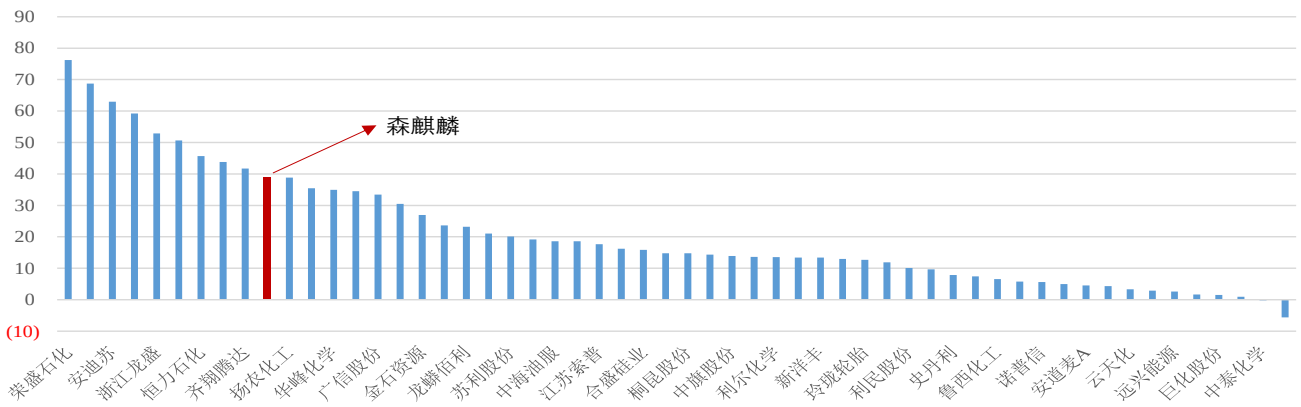
资料来源：公司公告、华创证券（备注：建议结合图表 37 一起阅读）

（二）制造能力高端化，极力深化生产壁垒

化工整体属于中游制造业，从人效的角度看，仅荣盛石化、安迪苏、万华化学、浙江龙盛、卫星石化、恒力石化、华鲁恒升强于森麒麟，明显高于同赛道的龙头企业玲珑

轮胎和赛轮轮胎，核心在于公司高度智能化的工厂。

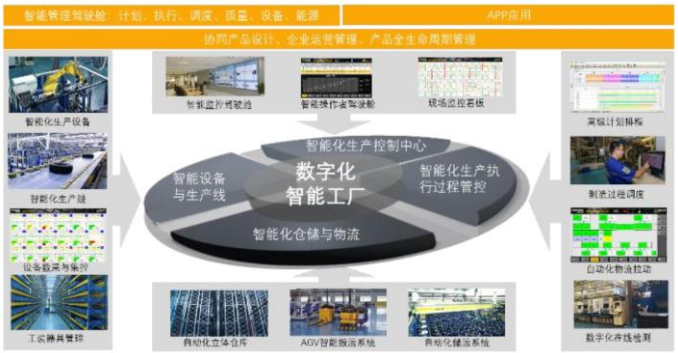
图表 33　2020 年化工主要上市企业人均净利排序（万元/人）



资料来源：公司公告、华创证券

在智能化工厂的架构上，主要分为智能化仓储与物流、智能设备与生产线四大单元、智能化生产执行过程管控、智能化生产控制中心，进行数字化统筹生产，使得条胎人工成本更低、产品合格率更高和产品质量更好。

图表 34　森麒麟智能化工厂架构



资料来源：公司公告、华创证券

图表 35　森麒麟智能化工厂架构

资料来源：公司公告、华创证券

在国内乘用车胎为主的企业中，按条胎口径计算，森麒麟条胎收入相对同行略微偏低，主要是公司以半钢胎为主，其他主要同行均有较大比例的全钢胎。在成本端，公司条胎人工成本为同行的 1/3，能耗也有明显的节约，非原料成本相对同行存在优势，成本的节省使得森麒麟相对同行实现了更高的毛利率。

图表 36　主要轮胎条营业成本拆分

轮胎价格拆分	2018年					2019年					2020年				
	玲珑轮胎	赛轮轮胎	三角轮胎	森麒麟	贵州轮胎	玲珑轮胎	赛轮轮胎	三角轮胎	森麒麟	贵州轮胎	玲珑轮胎	赛轮轮胎	三角轮胎	森麒麟	贵州轮胎
条营业成本	222	245	352	160	839	212	239	303	162	842	206	234	269	155	774
原材料	171	186	279	114	652	165	179	239	111	655	159	182	207	102	594
人工	13	17	17	6	68	15	16	15	6	68	15	18	14	6	70
制造费用	24	29	30	30	86	18	30	25	34	86	18	23	33	37	80
能源	14	13	27	10	33	15	13	24	10	34	14	13	16	10	29
条毛利	61	72	94	64	179	76	97	89	77	215	80	101	91	79	236
条营收	283	317	447	224	1018	288	335	391	238	1057	286	335	360	234	1011

资料来源：公司公告、华创证券

图表 37　国内主要轮胎上市企业数据对比

2020年	半钢产能	全钢产能	斜交产能	合计产能	海外基地	海外产能	特点	营收	净利	毛利率	净利率	差值
玲珑轮胎	6370	1210	105	7685	泰国	1500半钢+220全钢	全品类	184	22	28%	12%	16%
赛轮轮胎	4150	750	7	4907	越南	1000半钢+280全钢	重零售	154	15	27%	10%	17%
三角轮胎	1800	600	35	2435	-	-	-	85	11	25%	12%	13%
贵州轮胎	2200			2200	越南	120全钢	卡客车为主	68	11	24%	17%	7%
风神股份	1600	700		2300	-	-	-	56	2	19%	4%	15%
森麒麟	1305	156		1461	泰国	1000半钢	智能制造	47	10	34%	21%	13%
青岛双星		750	63	813	-	-	-	44	-1	11%	-2%	13%
通用股份		450	220	670	-	-	-	34	1	13%	3%	11%
S佳通	600	100		700	-	-	-	28	1	21%	4%	17%

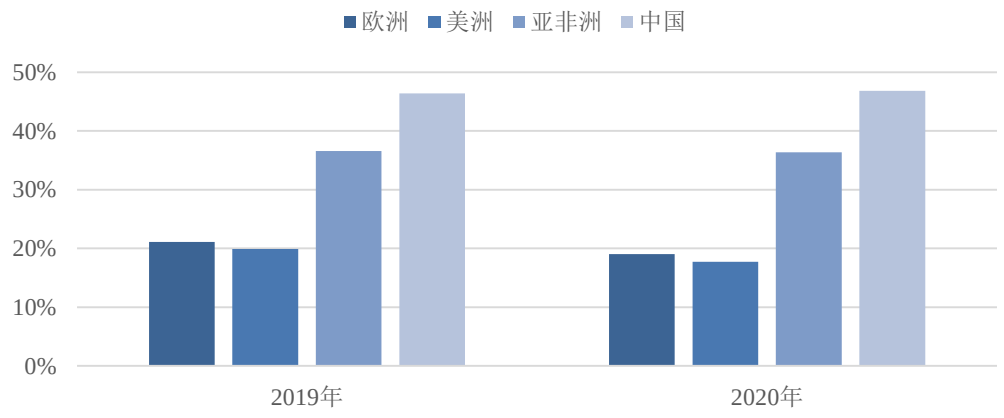
资料来源：公司公告、华创证券

（三）从国际市场到国内市场，培育新的增长点

从目前全球轮胎行业的现状来看，欧美为最成熟的市场，配套胎需求比例约为 20%，而亚非地区作为新兴市场，配套需求占比依然很高，按照米其林的统计，中国 2019 年配套需求比例高达 46%，原因在于中国汽车保有量尚低且替换胎需求尚未完全释放，这意味着以中国为代表的亚太区属于轮胎市场未来潜在增速最高的区域。面对这样的市场，国产轮胎的优势在于经济性和耐磨性，不足之处在静音舒适和运动操控性能上，且不擅长占领消费者心智。面对这样的格局，技术积累和品牌宣贯属于久久为功的事情，企业当持之以恒，积极在研发-测试的迭代中寻求进步；而积极拥抱国内零售市场则是属于跑马圈地的事情。

在积极介入国内替换胎市场的轮胎企业中，玲珑自 2020 年 3 月启动新零售，全年国内零售市场总体销量增长约 43%，其中从 3 月实行新零售以来同比增速约 50%。分产品来看，3-12 月国内全钢胎零售销量同比增长超 60%，国内半钢胎零售同比增速超 45%。2020 年新建旗舰店超过 100 家，新建品牌店、挂牌店 1800 多家，截至 2020 年 12 月底，系统注册店铺超过 2 万家。森麒麟的“麒麟云店”2020 年上线后，公司国内经销商增加至约 170 家，签约零售店增加至约 2.4 万家，销售量同比增长 286.33%，预计会继续保持高速增长。

图表 38　各地区或者国家乘用车胎市场中配套需求量占比



资料来源：米其林年报、华创证券

作为背景，轮胎市场中，全球 Top10 企业从 2004 年的 79%下降至 2019 年的 66%，而以中国企业为代表的三线品牌全球市占率则从 1998 年的 5%上升至 2019 年的 18%，全

球龙头在竞争中市场份额被不断挤压，主要原因在于当一个产品迭代进入尾声后，中国企业凭借“吃干榨净”的制造理念形成“性价比”压制优势，国产轮胎企业的整体崛起已经势不可挡。

（四）航空轮胎的技术积淀强于效益贡献，走向高端品牌的另一条路

航空轮胎与赛道轮胎并称为特种轮胎，其在载荷能力、变形率和转动速度要求上极为苛刻，这对轮胎理论研究、结构设计、新材料及新配方都提出了更高的要求，也正是因为其技术门槛高，导致国航空轮胎一直被固特异、普利司通和米其林等国际巨头垄断，森麒麟在航空轮胎开发过程中沉淀的先进技术及设计经验可应用于高端半钢子午线轮胎研发，与普利司通锁定 F1 赛事唯一指定轮胎供应商的身份具有异曲同工之妙，可以在产品的技术迭代和品牌宣贯上起到双管齐下的效果。

图表 39　航空轮胎与普通车轮胎性能要求对比

性能	说明
载荷能力	载荷能力要求达到普通卡车轮胎的 10 倍以上
变形率	变形率要达到普通车用轮胎的 3-4 倍
转动速度	转动速度要能达到每小时 450 公里以上，超过 F1 方程式赛车
其他	航空轮胎还必须耐冲击、耐刺扎、耐高温，能够经受住高速起飞产生的强大离心力和着陆接地瞬间的巨大冲击力

资料来源：公司公告、华创证券

公司历经逾十一年持续研发投入，成为国际少数航空轮胎制造企业之一，具备航空轮胎产品设计、研发、制造及销售能力；公司已经成功开发包括大型民航客机波音 737-600/700/800/900 型飞机主轮胎、波音 737-300/400/500 型飞机主轮胎，波音 737 系列通用型前轮胎等产品，其中波音 737-600/700/800/900 型飞机主轮胎产品通过了美国联邦航空局（ FAA）技术标准规定 TSO-C62e《AircraftTire》和中国民航局技术标准规定 CTSO-C62e《航空轮胎》规定的各项检测项目。

公司已与中国商飞签署相关合作研发协议，开展国产大飞机航空轮胎合作，已进入中俄商飞 CR929 潜在供应商名录、中国商飞 C909 及 C919 培育供应商名录，于 2019 年成为中国商飞 ARJ21-700 航空轮胎合格供应商。 2020 年，公司取得 AS9100D 航空航天质量管理体系认证证书， AS9100D 标准适用于航空航天供应链产品质量控制，得到国际普遍认可，AS9100D 证书的取得标志着公司的航空航天质量管理体系规划化、系统化已达国际领先水平。

公司积极进行 IPO，募集 3.1 亿元资金用于年产 8 万条航空轮胎（含 5 万条翻新轮胎）项目，达产后预计年贡献 0.8 亿元净利。我们认为，该项目的推进在技术积累和品牌宣贯上具有更加重大的意义。

图表 40　项目经济效益分析

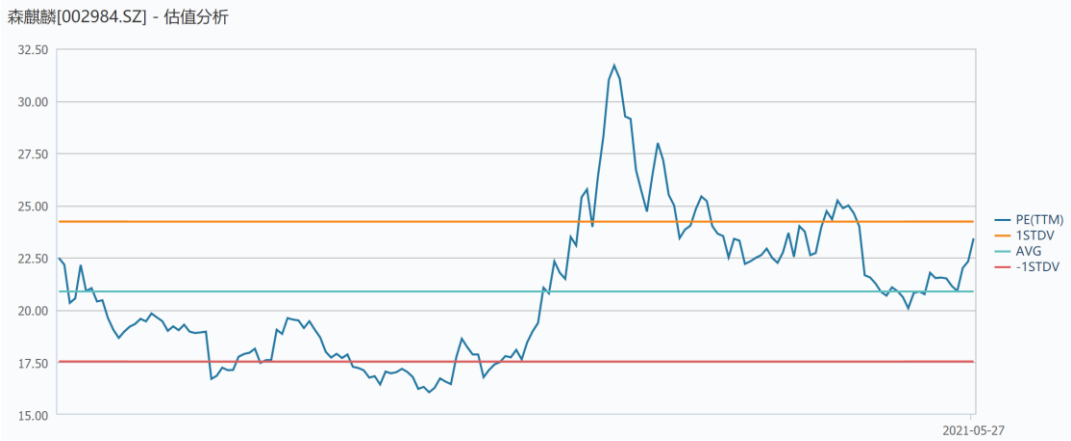
序号	财务评价指标	单位	数额	备注
1	营业收入	万元	38,580.00	达产年
2	利润总额	万元	9,812.26	达产年
3	税费	万元	1,471.84	达产年
4	净利润	万元	8,340.42	达产年
5	投资利润率（年平均利润额/投资总额）	%	23.85	-
6	投资回收期（税前）	年	4.80	含建设期
7	投资回收期（税后）	年	5.00	含建设期
8	财务内部收益率（税前）	%	36.30	-
9	财务内部收益率（税后）	%	31.80	-
10	财务净现值（税前）	%	40,996.10	-
11	财务净现值（税后）	%	31,683.30	-
12	盈亏平衡点	%	51.50%	-

资料来源：公司招股说明书、华创证券

四、盈利预测与估值

按照泰国二期在 2021Q3 投产，青岛工厂在 2021Q2 完成技术改造的假设，公司 2021-2023 年销量依次假设为 2580 万条、3200 万条和 3400 万条，同期净利测算值为 13、20 和 21 亿元，对应 EPS 依次为 2.01、3.02 和 3.31 元/股，按照化工龙头保守给 20 倍 PE，对应 60.40 元/股的目标价。首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 41　公司 PE(TTM)历史走势



资料来源：wind、华创证券

五、风险提示

原材料价格上涨超预期，项目投放进度不及预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,620	2,442	3,784	5,568
应收票据	0	0	0	0
应收账款	462	684	1,008	1,073
预付账款	111	170	253	268
存货	794	1,201	1,791	1,891
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	270	327	411	427
流动资产合计	3,257	4,824	7,247	9,227
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,285	3,510	3,711	3,892
在建工程	278	278	278	278
无形资产	151	136	122	110
其他非流动资产	766	765	766	766
非流动资产合计	4,480	4,689	4,877	5,046
资产合计	**7,737**	**9,513**	**12,124**	**14,273**
短期借款	166	166	166	166
应付票据	238	365	544	575
应付账款	580	888	1,324	1,398
预收款项	0	0	0	0
合同负债	16	24	35	38
其他应付款	178	178	178	178
一年内到期的非流动负债	162	162	162	162
其他流动负债	270	424	592	707
流动负债合计	1,610	2,207	3,001	3,224
长期借款	452	452	452	452
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	125	78	78	78
非流动负债合计	577	530	530	530
负债合计	**2,187**	**2,737**	**3,531**	**3,754**
归属母公司所有者权益	5,550	6,776	8,593	10,519
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**5,550**	**6,776**	**8,593**	**10,519**
负债和股东权益	**7,737**	**9,513**	**12,124**	**14,273**

现金流量表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**1,681**	**1,461**	**1,990**	**2,570**
现金收益	1,475	1,738	2,422	2,628
存货影响	-4	-408	-590	-100
经营性应收影响	-50	-272	-399	-70
经营性应付影响	226	434	615	105
其他影响	33	-32	-59	8
投资活动现金流	**-1,141**	**-565**	**-565**	**-565**
资本支出	-389	-565	-565	-565
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-752	0	0	0
融资活动现金流	**106**	**-74**	**-83**	**-221**
借款增加	-1,036	0	0	0
股利及利息支付	-70	-196	-270	-291
股东融资	1,234	1,234	1,234	1,234
其他影响	-22	-1,112	-1,047	-1,164

利润表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**4,705**	**6,966**	**10,270**	**10,931**
营业成本	3,115	4,768	7,108	7,506
税金及附加	18	26	39	41
销售费用	134	269	396	422
管理费用	166	246	342	364
研发费用	89	132	194	207
财务费用	102	74	80	84
信用减值损失	-6	-38	-22	-30
资产减值损失	-9	-9	-9	-9
公允价值变动收益	-18	-18	-18	-18
投资收益	-15	-15	-15	-15
其他收益	16	16	16	16
营业利润	**1,049**	**1,386**	**2,062**	**2,250**
营业外收入	2	3	2	3
营业外支出	42	42	42	42
利润总额	**1,009**	**1,347**	**2,022**	**2,211**
所得税	28	38	57	64
净利润	**981**	**1,309**	**1,965**	**2,147**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**981**	**1,309**	**1,965**	**2,147**
NOPLAT	1,079	1,381	2,043	2,229
EPS(摊薄)（元）	1.51	2.01	3.02	3.31

主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	2.8%	48.1%	47.4%	6.4%
EBIT 增长率	0.3%	27.9%	47.9%	9.1%
归母净利润增长率	32.4%	33.4%	50.1%	9.3%
获利能力				
毛利率	33.8%	31.6%	30.8%	31.3%
净利率	20.8%	18.8%	19.1%	19.6%
ROE	17.7%	19.3%	22.9%	20.4%
ROIC	19.2%	19.9%	22.9%	20.5%
偿债能力				
资产负债率	28.3%	28.8%	29.1%	26.3%
债务权益比	16.3%	12.7%	10.0%	8.1%
流动比率	202.3%	218.6%	241.5%	286.2%
速动比率	153.0%	164.2%	181.8%	227.5%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	35	30	30	34
应付账款周转天数	62	55	56	65
存货周转天数	91	75	76	88
每股指标(元)				
每股收益	1.51	2.01	3.02	3.31
每股经营现金流	2.59	2.25	3.06	3.96
每股净资产	8.54	10.43	13.23	16.19
估值比率				
P/E	21.2	15.9	10.6	9.7
P/B	3.7	3.1	2.4	2.0
EV/EBITDA	22.8	19.3	13.8	12.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

能源化工团队介绍

组长、高级分析师：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理分析师：冯昱祺

伯明翰大学金融工程硕士，曾就职于神华集团，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522