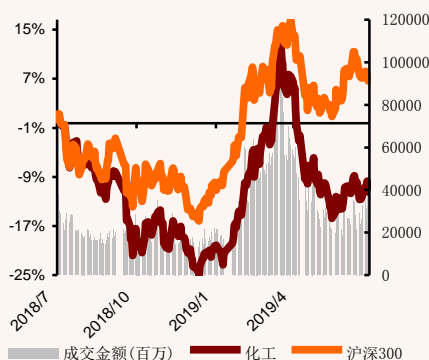


分析师 杨晖
 执业证书编号：S1220518050003
 TEL：
 E-mail: yanghui6@foundersc.com
首席化工分析师： 李永磊
 执业证书编号：S1220517110004
 TEL：
 E-mail: liyonglei@foundersc.com

重要数据：

上市公司总家数	349
总股本(亿股)	4188.71
销售收入(亿元)	12619.79
利润总额(亿元)	644.39
行业平均 PE	∞
平均股价(元)	11.74

行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《签署万吨级碳纤维项目合作协议，看好公司军民用碳纤维广阔应用前景》2019.07.21
 《强烈推荐万华化学、玲珑轮胎、恒力石化》2019.07.21
 《【方正化工】石化周报：中国原油日均加工量创新高，PTA 价差高位稳定》2019.07.21
 《隔膜订单再签欣旺达，业绩有望逐步改善》2019.07.19
 《产品价格或受益黄磷限产，水处理药剂产业加速整合》2019.07.16
 请务必阅读最后特别声明与免责条款

2019 年一季度以来，轮胎企业业绩改善明显，我们判断轮胎行业利润出现反转，并有望延续全年。

出口退税率提高、增值税率下调，税改推动轮胎行业增利

2018 年 11 月起我国对轮胎类产品出口退税率从 9% 提升至 13%；2019 年 4 月 1 日起，我国制造业等行业的增值税率由 16% 降至 13%。出口退税率提高将降低出口轮胎的成本，增值税率下调一方面会降低企业税金及附加项，另一方面间接增加收入。我们根据 2018 年轮胎企业收入情况分别对退税率和增值税率调整带来的企业毛利变化进行估算，数据显示，企业利润增厚明显。

贸易战叠加双反，加速行业出清并拉动海外工厂需求

随着美国在“双反”基础上对中国轮胎加征 25% 的关税，同时欧盟也在 2018 年 10 月发布了对华卡客车不同程度的反倾销税，贸易摩擦之下我国轮胎企业出口成本增加，出口量降低，行业出清加速。同时，国内轮胎出口受阻，刺激了海外轮胎工厂的需求，拥有海外工厂的企业有望规避风险，充分受益。

原材料成本周期下行，轮胎企业迎来高毛利期

随着 2016-2018 年长达两年多的轮胎原材料上涨周期结束，2018 年下半年以来，炭黑、助剂等轮胎原材料价格高位回落，我们判断随着供给侧改革的边际效应减弱，原材料尤其是炭黑和助剂价格下行周期有望延续全年。成本端压力减弱，轮胎企业将迎来利润改善窗口期。

行业集中度提高，头部企业市占率攀升

随着头部企业在规模生产、客户资源、品牌塑造和融资成本上的优势愈加明显，行业分化加速出清过剩产能。我国轮胎销量自 2017 年一季度同比增速开始下降，2018 年销量同比下滑接近 10%，而上市公司销量占比则提升明显，行业集中度提升，格局将逐步优化。

建议关注轮胎板块性投资机会

税改落地、原材料价格走低，落后产能清退，轮胎板块上市公司整体利好，我们建议关注轮胎板块相关上市公司：玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、风神股份等。尤其是拥有海外工厂的头部轮胎企业，包括玲珑轮胎、赛轮轮胎等。

风险提示：贸易战影响，汇率剧烈波动，原材料和产品价格大幅波动，行业竞争加剧，产能扩张不及预期，汽车市场持续低迷。

图表目录

图表 1:	轮胎行业上市公司 2019 年一季度归母净利润及同比、环比变化情况	4
图表 2:	轮胎行业上市公司平均销售毛利率、归母净利率情况	5
图表 3:	轮胎行业上市公司市净率情况	5
图表 4:	轮胎行业上市公司平均 ROE、ROA 情况	5
图表 5:	我国乘用车和商用车销量变化情况	6
图表 6:	出口退税政策变动变动对轮胎企业增利的影响	6
图表 7:	增值税率下调提高企业利润率	7
图表 8:	玲珑轮胎、赛轮轮胎海外工厂产能情况（万条）	9
图表 9:	玲珑轮胎、赛轮轮胎海外工厂营收增量预测	9
图表 10:	世界天然橡胶新种植面积及环比变化	10
图表 11:	世界天然橡胶总种植面积及环比变化	10
图表 12:	世界天然橡胶开割面积及环比变化	10
图表 13:	我国天然橡胶库存仍处高位	10
图表 14:	天然橡胶价格走低	11
图表 15:	合成橡胶价格小幅下跌	11
图表 16:	炭黑价格高位回落	12
图表 17:	防老剂、促进剂价格下跌	12
图表 18:	黑猫股份单季度归母净利润情况	13
图表 19:	阳谷华泰单季度归母净利润情况	13
图表 20:	三角轮胎归属母公司股东净利润及同比变化	13
图表 21:	轮胎企业原材料采购价格环比变化	13
图表 22:	炭黑价格下降对相关企业的弹性测试	14
图表 23:	化工助剂价格下降对相关企业的弹性测试	14
图表 24:	轮胎行业固定资产投资额情况	15
图表 25:	行业全钢胎开工率情况	15
图表 26:	行业半钢胎开工率情况	15
图表 27:	橡胶轮胎外胎季度库存相比年初增长情况	16
图表 28:	橡胶轮胎外胎季度销量及同比变化情况	16
图表 29:	上市公司销量轮胎合计及占行业销量比例情况	17

1 轮胎企业单季盈利回升，有望持续延续

我国轮胎行业近年来持续低迷，自 2018 年四季度以来，行业内多家上市公司单季盈利出现小幅回升。观察上市公司 2019 年一季度归母净利润情况，可以发现玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎等多家企业一季度归母净利润呈现不同程度的上升趋势，其中赛轮轮胎一季度同比增长 53.03%，环比增长 22.02%，玲珑轮胎和三角轮胎虽未及去年四季度利润水平，但仍分别同比增长 26.90%和 53.26%，盈利呈现回升趋势。行业整体方面，2018 年四季度和 2019 年一季度行业平均毛利率分别回升 17.79%和 18.76%，其中 2019 年一季度同比上升 11.68%，环比上升 5.47%。与此同时，行业内净资产收益率、资产收益率等指标也出现回升趋势。

图表1： 轮胎行业上市公司 2019 年一季度归母净利润及同比、环比变化情况

	归母净利润（万元）	同比	环比
玲珑轮胎	28,484.80	26.90%	-4.17%
赛轮轮胎	18,418.28	53.03%	22.02%
三角轮胎	15,163.18	53.26%	-1.07%
风神股份	8,844.84	186.03%	439.29%
贵州轮胎	3,550.17	753.04%	44.41%
S 佳通	1,904.11	-13.93%	32.26%
通用股份	3,274.93	1.21%	5.17%
青岛双星	1,412.24	-47.48%	153.53%

资料来源：wind，方正证券研究所

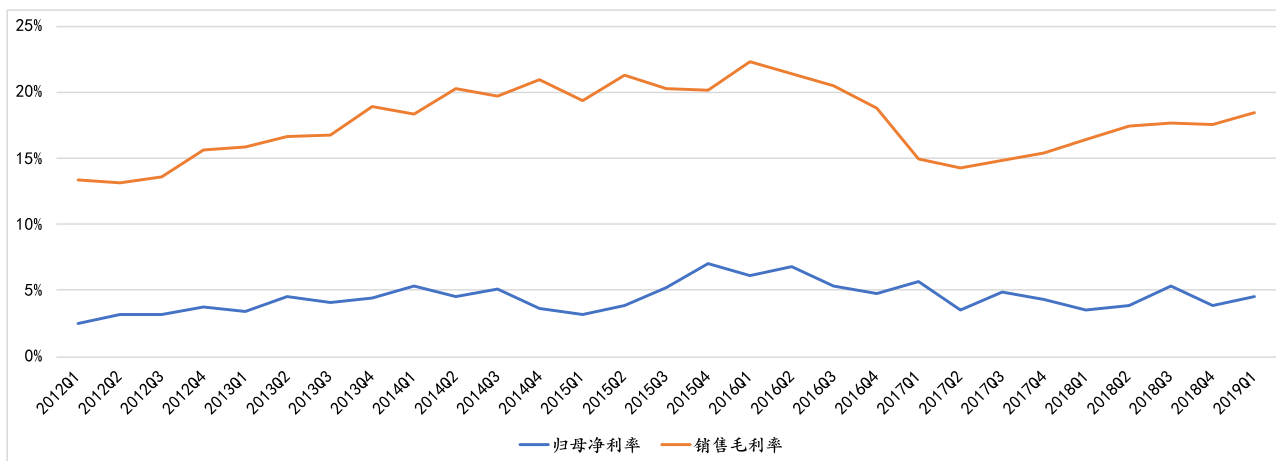
回顾过去，我国轮胎行业自 21 世纪以来进入快速发展期，2005 年总产量超过美国成为世界轮胎第一大生产国，2010 年至 2015 年间，我国轮胎产能持续增长，但由于技术相对落后，全行业呈现出产能过剩，同质化竞争严重的现象。此后由于环保政策收紧，同时国家进行供给侧改革，行业开始进入整合期，淘汰落后产能不断被淘汰。与此同时，由于对外国际贸易摩擦不断，我国轮胎出口比重又相对较高，轮胎出口持续受阻，国内轮胎企业也受到了不同程度的影响。

种种因素之下，我国轮胎行业近年来持续低迷。上市公司的平均毛利率由 2016 年一季度的 23%下降到 2017 年一季度的 15%，市净率由 2016 年底的 4 倍跌至 2019 年的 2 倍左右，平均净资产收益率和资产收益率也由 2013 年的近 5%和 1.6%分别下滑至 2017 年的 2%和 1%。也正因如此，本次回升尤其值得瞩目。

车市方面，受到宏观经济和贸易摩擦以及国五去库存等多方面的影响，2019 年上半年我国汽车行业仍然较为低迷。上半年乘用车和商用车销量分别为 1012.4 万辆和 219.5 万辆，同比分别下降 14.04%和 3.94%。随着中美重启贸易磋商和去库存的逐渐落幕，2019 年下半年销量有望回升。

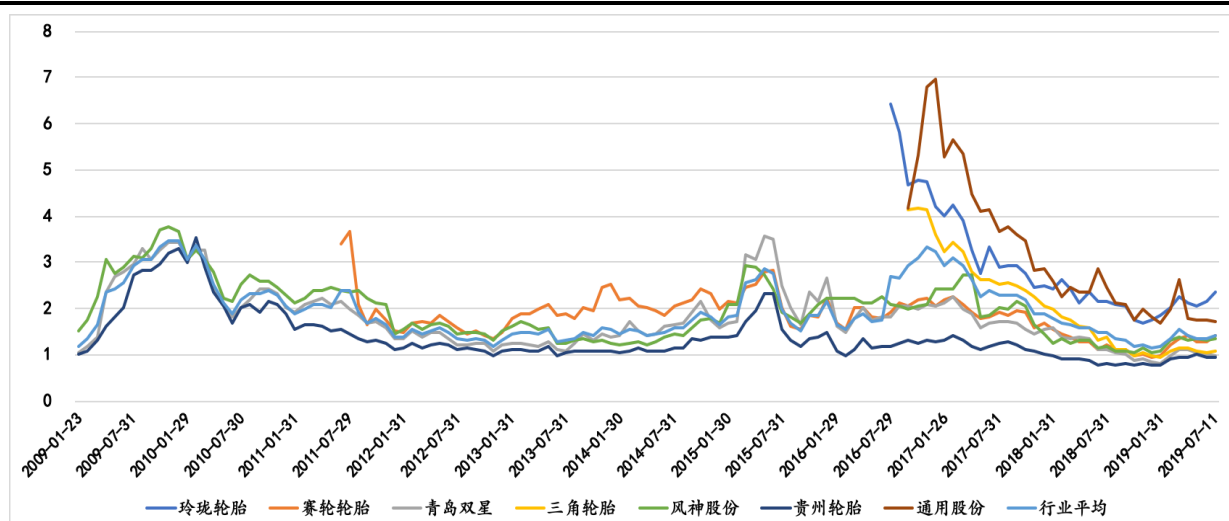
考虑到目前主要原材料价格仍处低位，以及后续退税和税改带来的增利，行业回暖趋势有望延续，如若 2019 年下半年车市回暖，轮胎企业盈利将进一步改善。

图2： 轮胎行业上市公司平均销售毛利率、归母净利率情况



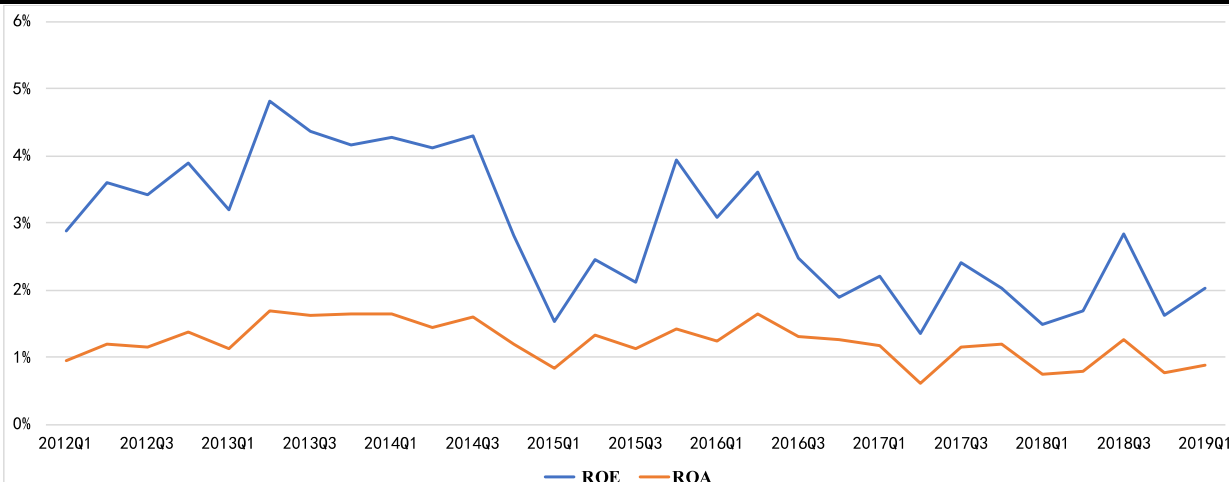
资料来源: wind, 方正证券研究所

图3： 轮胎行业上市公司市净率情况



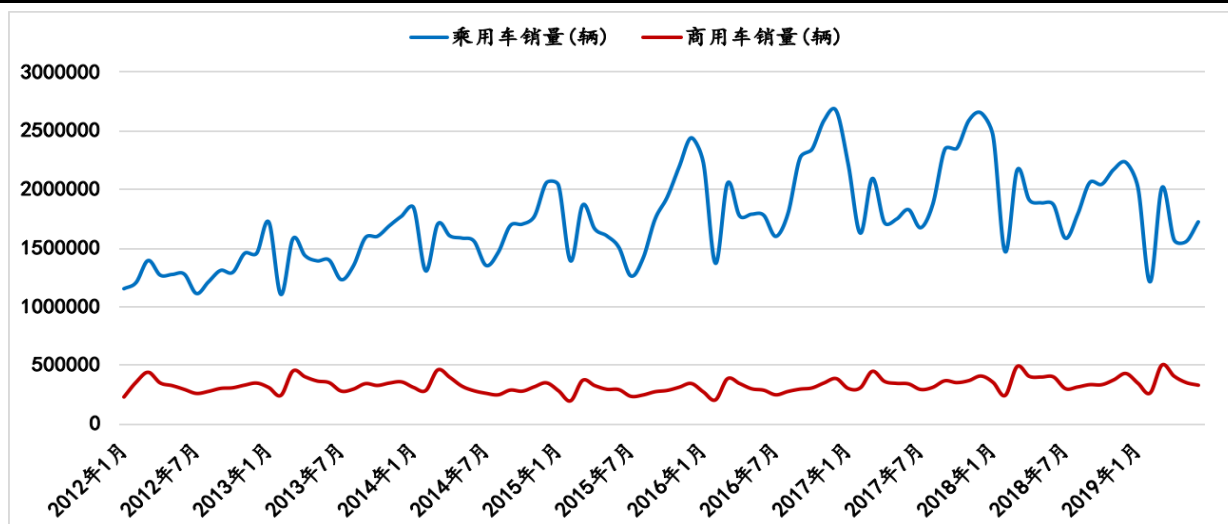
资料来源: wind, 方正证券研究所

图4： 轮胎行业上市公司平均 ROE、ROA 情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表5： 我国乘用车和商用车销量变化情况



资料来源：wind，方正证券研究所

2 税改影响，增利明显

出口退税和增值税两项税改将直接改善企业盈利，其中出口退税提高将降低出口轮胎的成本，增值税率下调一方面会降低企业税金及附加项，另一方面间接增加收入。轮胎行业本身营收体量较大而利润率水平较低，在国家政策刺激下利润改善明显，尤其对于本身利润率水平较低的企业，弹性更大。

2.1 出口退税增加，提升盈利水平

2018年10月25日，财政部发布《关于调整部分产品出口退税率的通知》，其中轮胎类产品出口退税率由9%上调至13%，该通知自2018年11月1日起执行。随着出口退税率的提高，我国相关轮胎企业的轮胎出口成本将会降低，营运能力随之增强。

依据相关公司2018年主营业务收入及国内外收入份额，我们对玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、风神股份、青岛双星和贵州轮胎等六家轮胎企业在新出口退税率下的盈利弹性进行了估算。测算结果显示，4%的出口退税率调整将会给相关企业带来不同幅度的毛利增量。其中，赛轮轮胎毛利增量最高，为2.79亿元，玲珑轮胎和三角轮胎也预计将达到1.59亿元的水平。

图表6： 出口退税政策变动对轮胎企业增利的影响

上市企业	2018年主营业务收入 (亿元)	国内	国外	海外工厂	国内出口	退税率变化	毛利增量 (亿元)
玲珑轮胎	151.47	76.99	74.48	34.76	39.72	4%	1.59
赛轮轮胎	132.46	32.71	99.75	29.93	69.83	4%	2.79
三角轮胎	74.89	34.81	40.08	0.00	40.08	4%	1.60
风神股份	60.70	35.65	25.05	0.00	25.05	4%	1.00
青岛双星	37.45	24.48	12.97	0.00	12.97	4%	0.52
贵州轮胎	68.25	44.65	23.60	0.00	23.60	4%	0.94

资料来源：wind，方正证券研究所

2.2 增值税改革，再放红利

2019 年 3 月 21 日，财政部、国家税务总局、海关总署等三部门发布《关于深化增值税改革有关政策的公告》。公告明确，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，并于 2019 年 4 月 1 日开始正式实施。增值税率的下调将会对上游橡胶等原材料加工企业和轮胎行业带来利好影响，在增加上游企业利润空间的同时也会一定程度上节约下游轮胎企业的原材料采购成本。

对税金及附加的影响。税金及附加中城市建设维护费，教育费，地方教育费附加均以增值税和消费税之和为税基。其中，城市建设维护费为税基的 7% 或 5% 或 1%，教育费为税基的 3%，地方教育费附加为税基的 2%。增值税的下降将同步减少该三项税金的金额，从而增厚企业利润。为方便计算，我们设定税金及附加下降额度约为应缴增值税下降额度的 10%。

假定企业原本应缴纳的增值税约为企业毛利的 16%，当增值税率下调至 13% 后，税金及附加下降额度约为毛利的 0.3%。按照目前轮胎行业接近 20% 左右的毛利率折算，则税金及附加下降度约为营收的 0.06%，即每百亿营收的税金及附加下调约 600 万元。

对企业毛利率的影响。增值税下调后，若假设产品的终端含税销售价格不变，则相当于不含税价格提价约 2.7%，这部分将直接影响企业收入。由于轮胎厂家的议价能力在面对车企和经销商时有所不同，为测算弹性，我们简单假设 2.7% 的利润空间在轮胎企业和下游客户之间共享，即轮胎厂家提升 1.3% 毛利率。在此假设下，玲珑轮胎毛利增量最高，为 1.00 亿元；贵州轮胎次之，为 0.58 亿元。

图表7： 增值税率下调提高企业利润率

	国内营收(亿元)	让利	增利	毛利增量(亿元)
玲珑轮胎	76.99	1.4%	1.30%	1.00
赛轮轮胎	32.71	1.4%	1.30%	0.43
三角轮胎	34.81	1.4%	1.30%	0.45
风神股份	35.65	1.4%	1.30%	0.46
青岛双星	24.48	1.4%	1.30%	0.32
贵州轮胎	44.65	1.4%	1.30%	0.58

资料来源：wind，方正证券研究所

3 贸易摩擦背景下，海外工厂需求将有效拉动

由于美国早已对中国轮胎企业设置了高额的双反税率，反应迅速的轮胎企业早在 2014 年前就开始筹备海外工厂应对贸易壁垒。在中美贸易摩擦加剧的情况下，国内轮胎出口受限将刺激海外工厂需求，拥有海外工厂的轮胎，如玲珑轮胎、赛轮轮胎、通用股份等企业将充分受益。

3.1 国际贸易摩擦不断，企业加强海外布局

研究源于数据 7 研究创造价值

我国轮胎出口地主要包括美国、墨西哥、英国、巴西、德国等国家，其中美国为我国第一大出口国，占比达到出口总量的近 12%。近年来，中美贸易摩擦不断，我国轮胎行业也受到较大影响。自 2007 年开始，美国对我国几乎所有品类轮胎施行“反倾销”、“反补贴”调查；2018 年 6 月，中美贸易战开始，美国确认对多种轮胎加征 25% 的关税。由此，就半钢胎而言，合计税率在此前“双反”45.6% 的基础上，提升至 70.6%。2019 年 2 月，美国商务部又发布了对华卡客车轮胎的双反税率，进一步提高贸易壁垒。与此同时，欧盟方面也在 2018 年 10 月发布了对华卡客车不同程度的反倾销税。贸易摩擦之下，我国轮胎企业出口成本增加，出口量降低，利润空间压缩。

在此背景下，拥有海外工厂的企业更能够有效规避风险，降低成本，行业内公司也不断加强海外工厂建设，以期提高抗风险能力和国际影响力。其中，玲珑轮胎自 2013 年开始，首先在泰国建立海外第一工厂，此后又在 2018 年 8 月确定了欧洲塞尔维亚第二工厂选址，并于 2019 年 3 月举行了奠基仪式；与此同时，赛轮轮胎也在越南设立了工厂，并于 2018 年进一步与国际知名轮胎企业固铂轮胎合作，增设泰国合资工厂；2018 年 7 月份青岛双星完成韩国第二大轮胎生产企业锦湖轮胎 45% 的股份收购；2018 年 9 月份通用股份宣布约 3 亿美元的泰国生产基地项目正式启动，主要建设内容包括年产 100 万条的全钢子午胎产能和 600 万条的半钢子午胎产能。整体来看，轮胎企业布局海外已是大势所趋。

3.2 海外产能规模居行业前列，玲珑、赛轮未来增量可观

玲珑轮胎和赛轮轮胎是行业内较早开展海外布局的公司，海外产能规模位于行业前列。目前，玲珑轮胎在泰国已经拥有 1500 万条半钢胎产能和 180 万条全钢胎产能，2018 年 7 月奠基的塞尔维亚工厂建成后还将实现半钢 1200 万条、全钢 160 万条、工程胎 2 万条的产能。赛轮轮胎方面，公司目前在越南已经拥有 1000 万条的半钢产能、120 万条全钢产能和 3.5 万条非公路胎产能，同时还有在建产能全钢 240 万条和非公路胎 1.5 万条。

与此同时，我们也注意到规模化的海外生产也为玲珑和赛轮贡献了相当比例的收入和利润。目前，玲珑轮胎海外工厂收入大概在 35 亿元左右，占到玲珑在国外营收的近 46% 和总营收的 26%。赛轮轮胎的海外工厂收入大概在 30 亿元左右，占到国外营收的 30% 和总营收的 23%。利润方面，海外工厂的建设能够帮助公司绕过贸易壁垒，降低成本，提高利润空间。以玲珑轮胎为例，数据显示，公司毛利率从 2011 年的 16.53% 提升至 2016 年的 27.84%，其中泰国工厂功不可没。根据泰国投资促进委员会给泰国玲珑颁发的鼓励书，泰国玲珑可享受于产生业务之日起八年内免交 20% 的泰国企业所得税，五年减半征收的优惠政策。这一优惠政策使得泰国子公司毛利率显著高于公司总体毛利率，为整体毛利率提升作出贡献。

我们基于两家公司 2018 年营收及目前在建产能进行估算，预计未来五年内海外业务增量可观。其中，赛轮轮胎在 2018 年 30 亿元的海外营收估算基础上，未来三年将分别有 5 亿元、15 亿元、10 亿元的增量。玲珑轮胎在 2018 年 35 亿元的海外营收估算基础上，在未来两年分别会有 5 亿元的增量，2021 年之后三年增量预计均会在 10 亿元之上。

图表8: 玲珑轮胎、赛轮轮胎海外工厂产能情况 (万条)

	玲珑轮胎			赛轮轮胎		
	半钢	全钢	工程	半钢	全钢	工程
达产产能	1500	180		1000	120	3.5
在建产能	1200	160	2		240	1.5

资料来源: 各公司年报, 方正证券研究所

图表9: 玲珑轮胎、赛轮轮胎海外工厂营收增量预测

	2018年营收估算 (亿元)	2019年增量 (亿元)	2020年增量 (亿元)	2021年增量 (亿元)	2022年增量 (亿元)	2023年增量 (亿元)
赛轮海外	30	5	15	10		
玲珑海外	35	5	5	13	10	10

资料来源: 方正证券研究所

4 原材料价格下行, 成本端压力较小

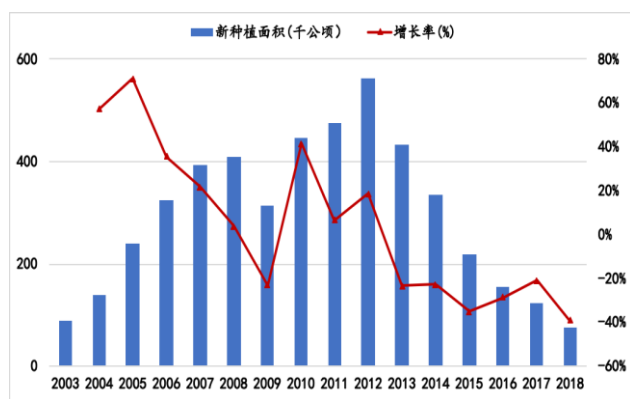
轮胎的材料成本占到了总成本的 70%到 80%。随着供给侧改革的边际效应减弱, 2016-2018 年长达两年的轮胎原材料上涨周期结束。我们判断随着原材料, 尤其是炭黑和助剂企业盈利下行周期的开启, 轮胎成本端压力减弱, 将迎来利润改善周期。

4.1 迎来收割高峰, 橡胶年内价格承压

天然橡胶作为一种重要的大宗商品, 不仅是对许多制造业至关重要的工业原料, 也是国家和地区重要的战略资源, 拥有明显的“商品”和“金融”双重属性, 其价格在贸易政策、汇率、资本市场状况等多重因素影响下往往波动较大。轮胎企业要想将天然橡胶价格波动带来的成本压力通过价格转嫁至消费者, 往往需要经过一段滞后期, 因此轮胎行业的短期利润率与橡胶价格之间就存在着一定的负相关性。

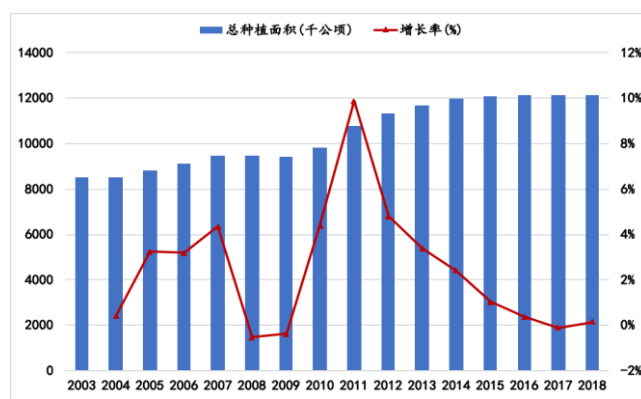
从泰国、印度尼西亚、马来西亚、印度、越南等世界主要天然橡胶生产国各年的新增种植面积来看, 上一轮全球种植橡胶的高峰是在 2010 年到 2012 年, 每年新增的天然橡胶种植面积均接近 50 万公顷。尽管前两年橡胶的新种植面积有些许下降, 但胶林总种植面积仍处于高位, 2018 年主要种植国的总种植面积达到 1215 万公顷。由于橡胶树的成熟时间在 7 年左右, 我们可以预测 2017 年到 2019 年天然橡胶将迎来一个收割高峰期。数据显示, 2017 和 2018 年天然橡胶主要种植国开割面积分别为 895.0 万公顷和 902.4 万公顷, 预计 2019 年开割面积将持续增长, 为橡胶产出提供持续性的上行支撑。

图表10： 世界天然橡胶新种植面积及环比变化



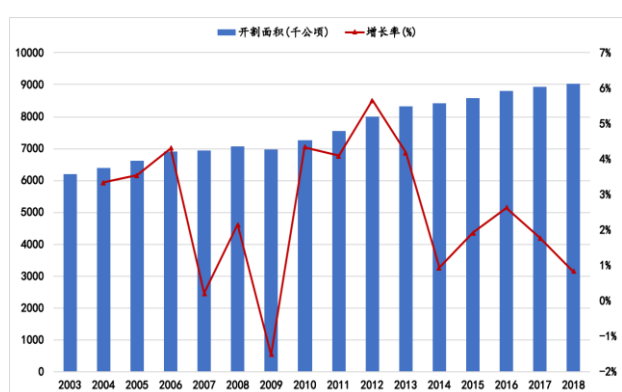
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表11： 世界天然橡胶总种植面积及环比变化



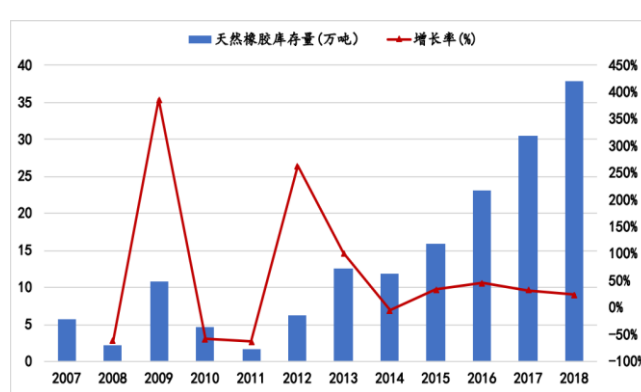
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表12： 世界天然橡胶开割面积及环比变化



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表13： 我国天然橡胶库存仍处高位



资料来源: wind, 方正证券研究所

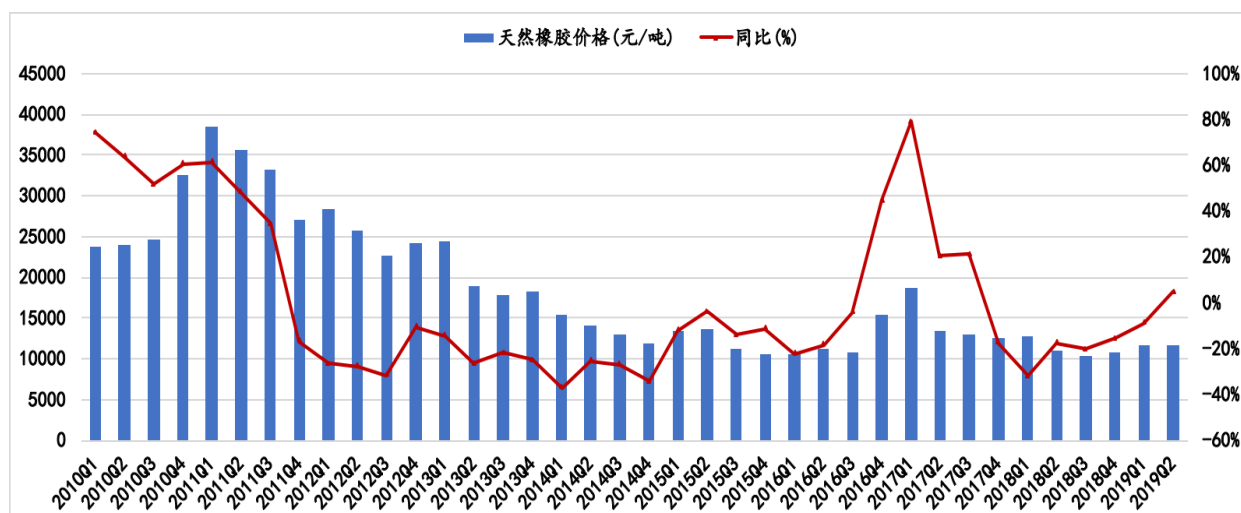
天然橡胶库存方面, 2015 年起我国天然橡胶库存总量逐年攀升, 2017 年同比增速为 32%, 库存总量达到了 30.5 万吨的历史高点, 库存消化压力较大。

收割高峰期的到来和国内库存走高意味着我国的天然橡胶目前正处于供给过量状态, 短期内发生橡胶价格大幅上涨侵蚀利润的概率较小。

4.2 主要原材料价格下跌, 公司采购成本下降

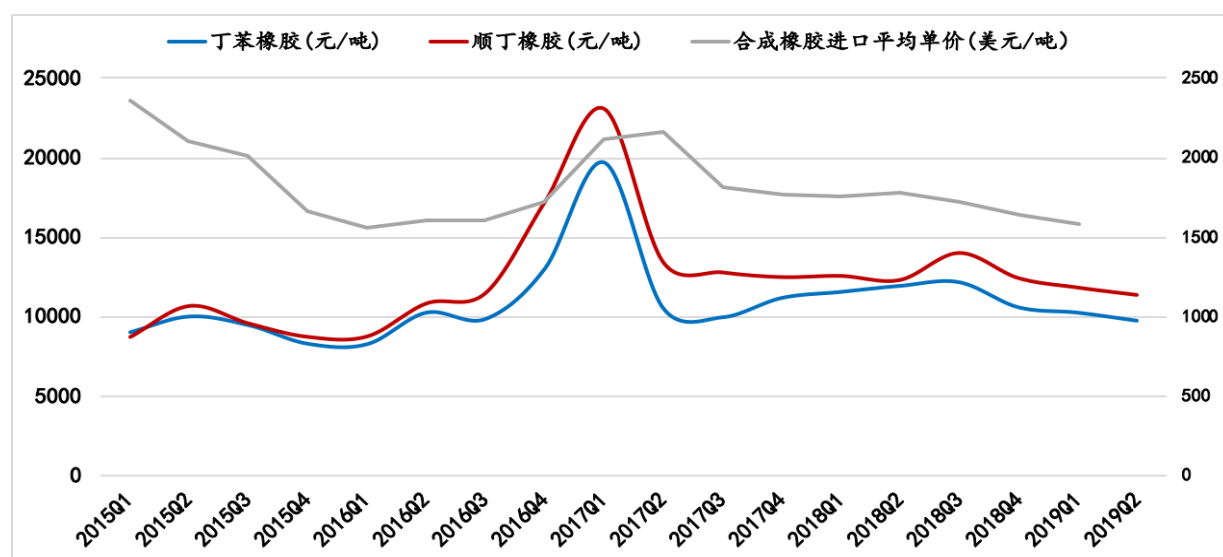
2012 年以来, 天然橡胶价格持续走低, 2017 年二季度曾同比下跌 28.69%, 此后 2018 年二季度再次下跌, 之后小幅增长。合成橡胶价格则相对平稳, 2017 年一季度曾出现剧增, 之后回落至正常水平, 并从 2018 年四季度开始出现小幅下降趋势。以产量最大的通用合成橡胶丁苯橡胶为例, 2018 年四季度至今其价格连续三季度分别同比下跌 5%、11%、18%。

图表14：天然橡胶价格走低



资料来源：wind，方正证券研究所

图表15：合成橡胶价格小幅下跌



资料来源：wind，方正证券研究所

其他原材料方面，炭黑、助剂等原材料价格也整体呈现下降趋势。

炭黑是补强填充体系中重要的补强填充剂，对橡胶胶料的物理机械性能和加工工艺都有重要影响，在轮胎原材料成本中占到8%左右。炭黑价格自2016年底开始持续上涨，2017年四季度增速最高达到22%。自2018年二季度开始，炭黑价格由高位开始持续回落，2019年一季度更是下跌近14%。黑猫股份和龙星化工均是炭黑行业龙头企业，其中黑猫股份基地遍布全国，是国内最大的炭黑生产企业，炭黑收入占其总营收超过85%，产能达到110万吨，龙星化工也是国内排名前三的炭黑生产企业，其产量占到行业的近10%，炭黑收入占其营收超过90%。因此以上两家公司的利润变化可以有效反映炭黑的价格变动趋势。数据显示，黑猫股份自2018年三季度以来，归母净利润呈现负增长，龙星化工2018年四季度之后也出现了业绩的下跌趋势，这也佐证了炭黑价格的下跌趋势。

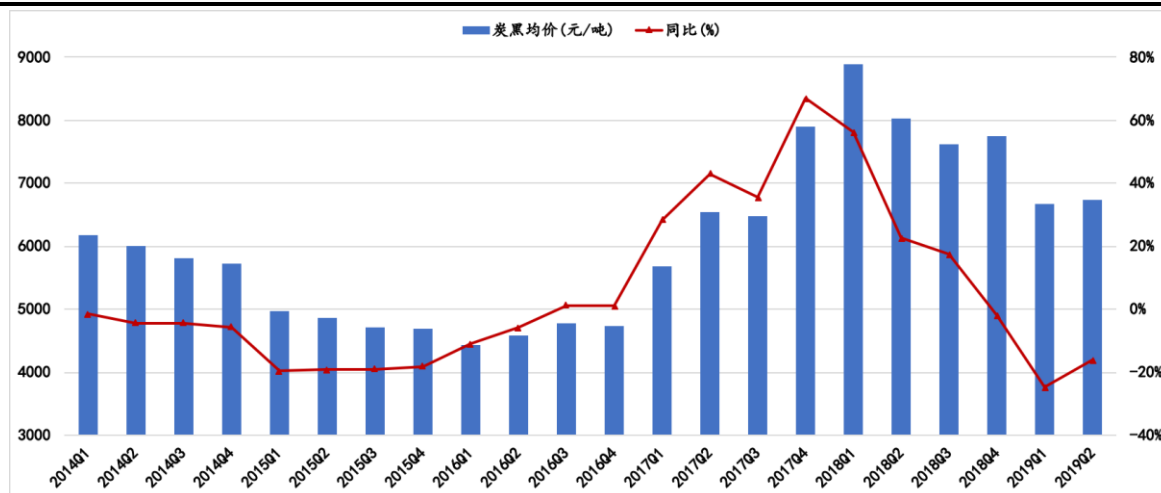
助剂也是轮胎的重要原材料之一，在轮胎原材料成本中占到7%左右。现阶段，除少数高端产品外，我国橡胶助剂基本能够自给自足，

同时还有大量产品供出口国外。橡胶助剂产品细分分类较多，我国生产的主要品种为防老剂、促进剂和加工助剂，其中前两者可以分别占到助剂总产量的 30% 左右。2016 年二季度以来，化工助剂价格一路攀升，至 2017 年年底达到顶峰，之后呈现下跌趋势，其中促进剂 2019 年一、二季度跌幅分别达到 7.8% 和 6.2%。

国内助剂生产企业较多，其中阳谷华泰为我国橡胶助剂领域产品序列最齐全的生产商之一，其防焦剂 CTP 占据全球 60% 的市场，不溶性硫磺、促进剂 M、促进剂 NS 和促进剂 CBS 等产品在市场中也具有明显的优势。观察公司归属母公司股东净利润，也可以在一定程度上窥见助剂的价格变化。自 2017 年一季度以来，公司归母净利润持续上升，直至 2018 年二季度开始滑落，从而可知助剂价格自 2017 年开始上涨，2018 年二季度开始滑落，与防老剂、促进剂等化工助剂价格变化趋势相似。

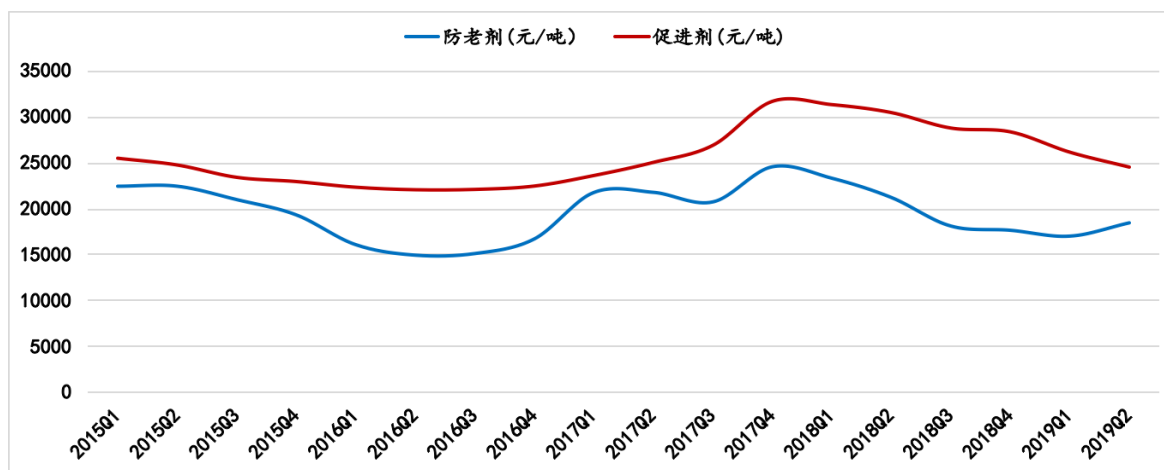
与此同时，观察黑猫股份、龙星化工和阳谷华泰公司经营现金流，可以发现目前相关现金流虽有下跌趋势，但仍未完全触底，反映出原料价格也尚未见底，轮胎企业仍处于利润改善的窗口期。

图表 16： 炭黑价格高位回落



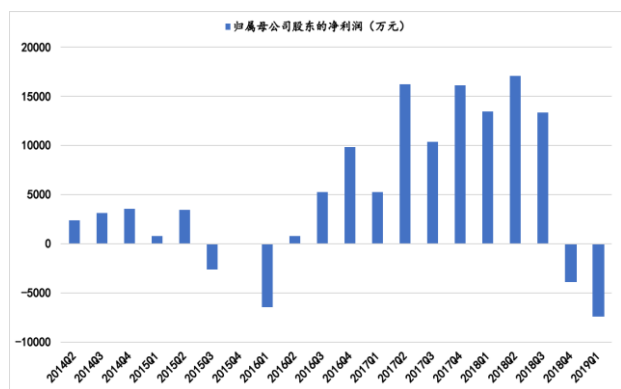
资料来源：wind，方正证券研究所

图表 17： 防老剂、促进剂价格下跌



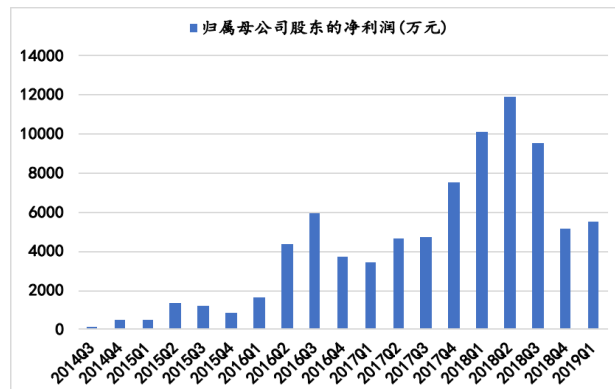
资料来源：wind，方正证券研究所

图表18: 黑猫股份单季度归母净利润情况



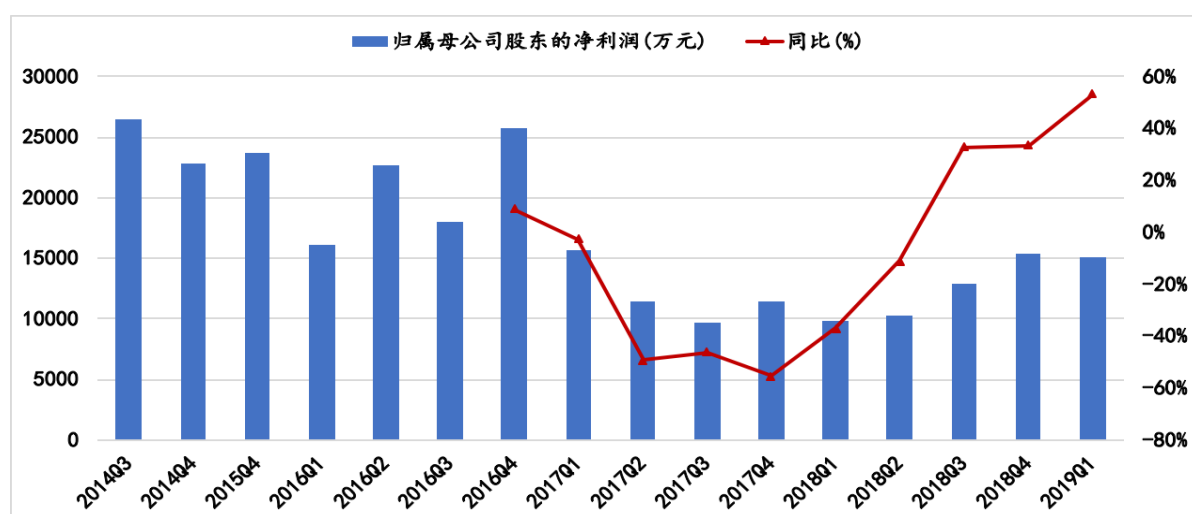
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表19: 阳谷华泰单季度归母净利润情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表20: 三角轮胎归属母公司股东净利润及同比变化



资料来源: wind, 方正证券研究所

受益于原材料的价格下跌,国内轮胎企业原材料采购价格也呈现不同程度的下降。其中,玲珑轮胎采购价则自2018年四季度以来分别环比下降1.1%和6.6%。与原材料采购价格相比,轮胎企业的利润呈现相反走势,其中没有海外工厂的三角轮胎利润表现出于原材料走势明显的反向,2018年三季度连续三季度同比增长率分别达到32.93%、33.60%和53.26%。

图表21: 轮胎企业原材料采购价格环比变化

	玲珑轮胎	三角轮胎	通用股份
2017Q1	30.5%	25.0%	16.0%
2017Q2	-7.4%	17.7%	-12.6%
2017Q3	-11.0%	-0.1%	-1.6%
2017Q4	2.8%	-0.2%	1.1%
2018Q1	-1.6%	0.0%	1.5%
2018Q2	0.4%	-2.1%	0.0%
2018Q3	5.1%	-0.4%	-1.4%
2018Q4	-1.1%	-2.7%	-0.8%

2019Q1	-6.6%	0.4%	-1.6%
--------	-------	------	-------

资料来源: wind, 方正证券研究所

在公司经营数据的基础上,我们对玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、S佳通四家轮胎企业的毛利率相对炭黑、化工助剂等原材料价格的弹性进行了测试。测试中,我们分别假设炭黑和化工助剂的价格下降 10%,在此基础上,测算企业原材料成本、主营业务为成本和毛利率变化。数据显示,倘若炭黑价格下降 10%,轮胎企业毛利率将会增加 0.6%左右,环比增长率在 3%左右。倘若化工助剂价格下降 10%,轮胎企业毛利率会增加 0.5%左右,平均环比增长 2.6%左右。

图表22: 炭黑价格下降对相关企业毛利率的弹性测试

	2018年			炭黑价格下降10%			
	主营业务成本率	原材料占成本比例	毛利率	原材料成本变化	主营业务成本变化	毛利率变化	毛利率环比
玲珑轮胎	76%	78.30%	23.70%	-0.80%	-0.63%	0.63%	2.64%
赛轮轮胎	80%	63.90%	20.12%	-0.80%	-0.51%	0.51%	2.54%
三角轮胎	79%	79.19%	21.15%	-0.80%	-0.63%	0.63%	3.00%
S佳通	84%	76.87%	16.17%	-0.80%	-0.61%	0.61%	3.80%

资料来源: wind, 方正证券研究所

图表23: 化工助剂价格下降对相关企业毛利的弹性测试

	2018年			助剂价格下降10%			
	主营业务成本率	原材料占成本比例	毛利率	原材料成本变化	主营业务成本变化	毛利率变化	毛利率环比
玲珑轮胎	76.30%	78.30%	23.70%	-0.70%	-0.55%	0.55%	2.31%
赛轮轮胎	79.88%	63.90%	20.12%	-0.70%	-0.45%	0.45%	2.22%
三角轮胎	78.85%	79.19%	21.15%	-0.70%	-0.55%	0.55%	2.62%
S佳通	83.83%	76.87%	16.17%	-0.70%	-0.54%	0.54%	3.33%

资料来源: wind, 方正证券研究所

5 落后产能持续出清, 行业集中度提升

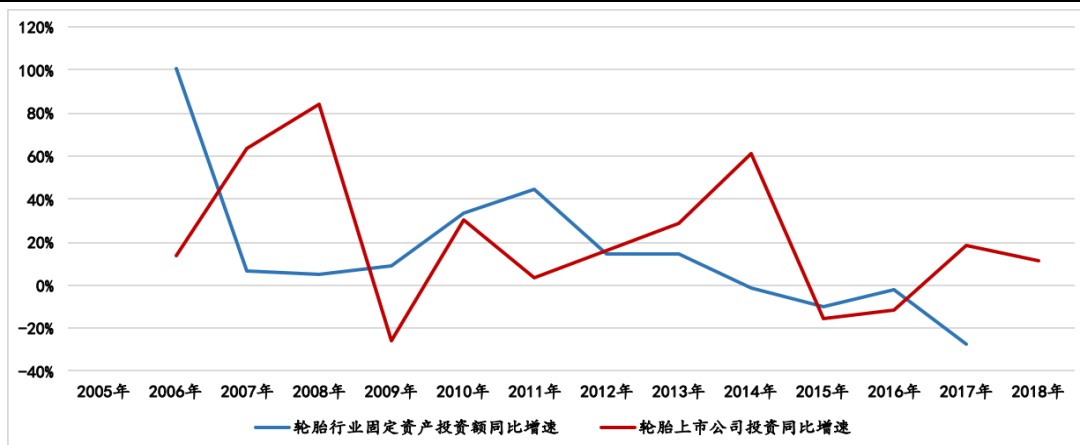
近年来,在国家行业去产能相关政策的引领下,和环保政策不断收紧、贸易摩擦不断等因素的影响下,我国轮胎行业集中度得到不断提升。

国内方面,中小企业及落后产能企业生存空间持续压缩,产能不断退出,头部公司得以进一步扩大市场。观察轮胎行业及上市公司固定资产投资额变化情况,可以发现自 2014 年以来行业投资额同比持续减少,而上市公司投资同比增速则自 2017 年以来由负转正,分别达到 18.32%和 11.10%。与此同时,自去产能以来,行业开工率也不断走低,直至 2018 年四季度开始回暖。以全钢胎为例,行业年度平均开工率从 2013 年的 70%以上一路跌至 2015 年的 63%。然而,自 2018 年四季度开始,全钢胎开工率相对往年同期明显处于高位,半钢胎开工率也处于同期平均水平之上,并逐步攀升。在行业集中度不断提升

的趋势下，未来头部轮胎企业开工率也将进一步攀升，从而带动行业开工率回暖。

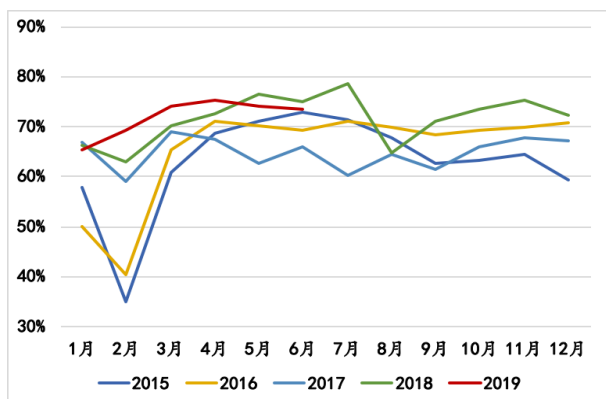
国内库存方面，统计 2008 年至今橡胶轮胎库存相对年初增长率情况，可以发现自 2017 年以来，各季度库存相对年初增长率相对往年同期大部分呈现降低的趋势，直至 2018 年开始回暖，由此可以大致推测轮胎库存相对往年仍处于低位。

图表24： 轮胎行业固定资产投资额情况



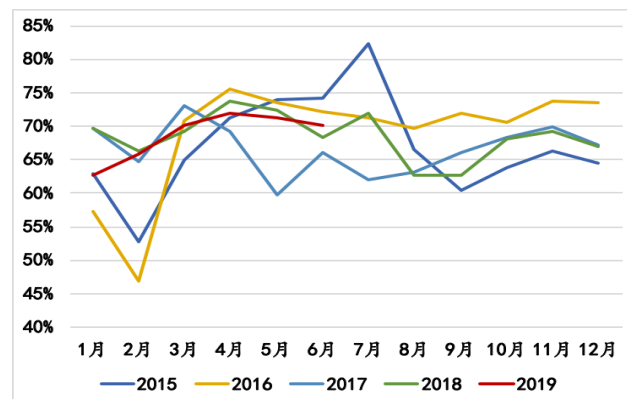
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表25： 行业全钢胎开工率情况



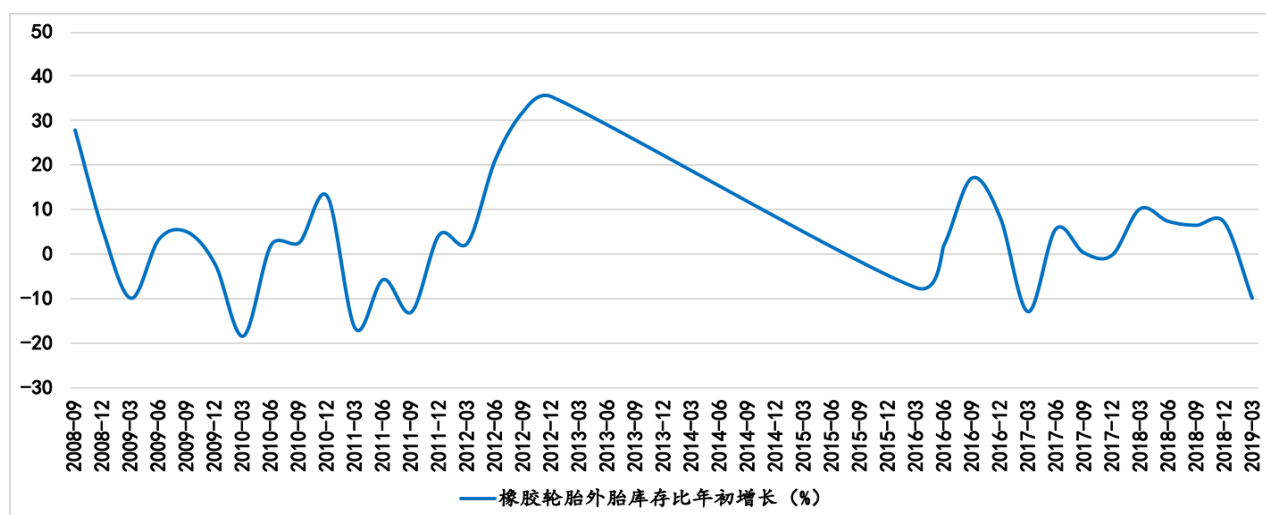
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表26： 行业半钢胎开工率情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表27： 橡胶轮胎外胎季度库存相比年初增长情况

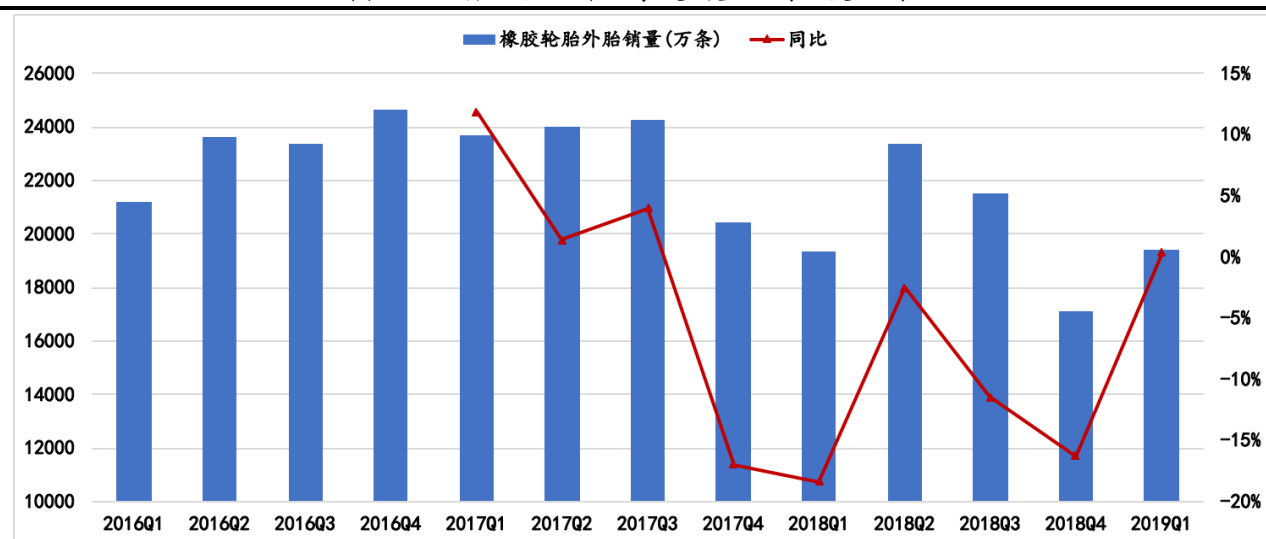


资料来源：wind，方正证券研究所

国外方面，贸易壁垒之下，国内轮胎出口受阻，部分较早开展海外布局的轮胎企业海外工厂需求得到有效拉动，抗风险能力凸显。观察行业及头部上市公司销量变化情况，可以发现，行业方面橡胶轮胎外胎销量自 2017 年一季度同比增速开始降低，至四季度开始持续负增长，其中 2018 年四季度销量同比减少达到 16.26%，这与去产能趋势一致。但值得注意的是，行业内头部上市公司轮胎销量占行业比重则表现出上升势头，从 2017 年一季度的 13% 增加到 2018 年四季度的 18%，其中在海外已实现规模量产的玲珑轮胎表现尤为突出，自 2018 年二季度以来销量连续四季度同比增长，最高达到 16%。

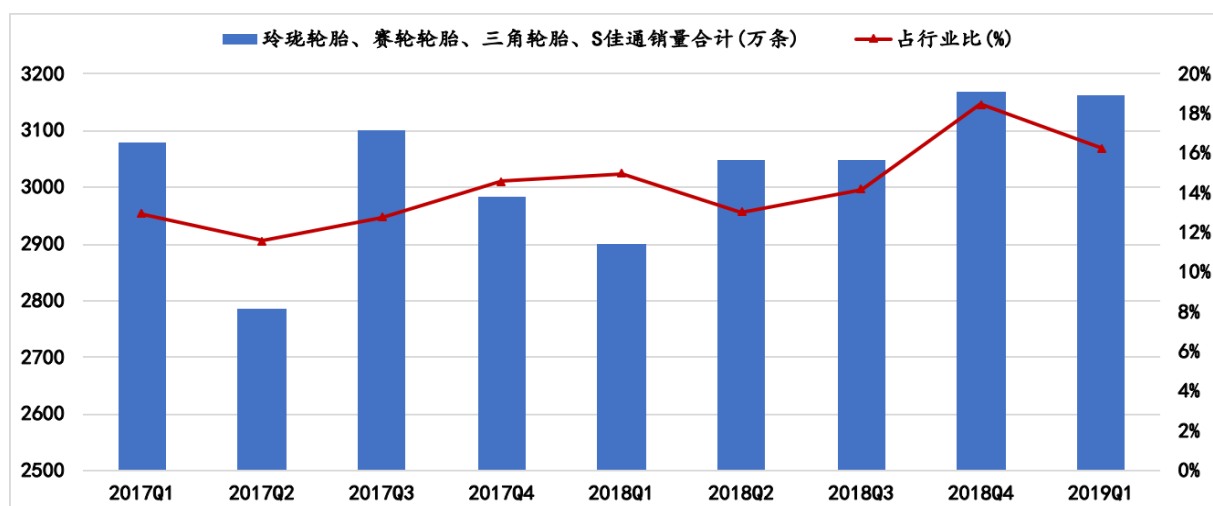
综合历年行业库存、开工率和销量等相关数据，可以发现行业各项指标仍处底部，2018 年底出现回暖信号，未来在税改和原材料价格走低等因素的加持下，有望持续回升。

图表28： 橡胶轮胎外胎季度销量及同比变化情况



资料来源：wind，方正证券研究所

图表29： 上市公司销量轮胎合计及占行业销量比例情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

6 建议关注轮胎板块性投资机会

随着税改落地、原材料价格走低,落后产能清退,轮胎板块上市公司整体盈利改善,建议关注轮胎板块投资机会。目前A股轮胎相关公司一共九家,分别为玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、风神股份、青岛双星、贵州轮胎、华谊集团(原双钱轮胎)、S佳通、通用股份。

建议关注玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、风神股份等。尤其是贸易摩擦之下,海外工厂盈利有望大幅度提升的玲珑轮胎和赛轮轮胎。

7 风险提示

- 1) 中美贸易战加剧;
- 2) 美国对泰国、越南展开贸易战影响海外工厂需求;
- 3) 汇率剧烈波动可能在短期内影响企业利润;
- 4) 橡胶价格受到气候或东南亚砍胶树政策影响大幅度上涨;
- 5) 炭黑及助剂等产品受环保收紧因素影响,价格上行;
- 6) 各公司新产能扩张不及预期;
- 7) 汽车市场持续低迷影响配套需求。