

贵州轮胎（000589）深度研究报告

深耕商用轮胎市场，质地优化登更大舞台

- ❖ **公司深耕商用轮胎领域多年**，产品覆盖卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、工业车辆轮胎、特种车辆轮胎五大领域共 3000 多个规格品种，产品性能领先、性价比优势突出，是全国乃至全球商用轮胎规格品种最为齐全的轮胎制造企业之一。公司现有贵阳扎佐和越南龙江两个生产基地，产能达 920 万条。未来公司分别规划有越南二期 95 万条高性能全钢子午线轮胎和扎佐 38 万条全钢工程子午线轮胎项目，预期将于今年至明年陆续投产。
- ❖ **卡客车轮胎国内市场复苏兑现中；海外市场替代空间大。**国内，随着疫情影响逐步淡化，客运及货运需求复苏，预期今年卡客车胎将呈现明确的底部复苏趋势。当前国内全钢胎行业开工已达约 70%，对比去年提升显著，公司有望受益于产能利用率提升带来的量利齐增。海外，俄罗斯、南美等地成为近年来国内全钢胎出口的主要增长区域，且受益于当地经济的蓬勃增长，需求增长有望延续；而东南亚工厂全钢胎的出口则有望受益于海运费的下行，进而在欧美发达市场实现持续的国产替代。
- ❖ **非公路轮胎高景气有望延续。**煤炭、矿产等资源品景气高企推动采矿业产值增速稳定向好，同时基建投资或仍是 2023 年“稳增长”的重要抓手之一，故而工程机械行业处于新一轮景气周期的同时，有望带动非公路轮胎市场持续发展。公司作为头部企业，非公路轮胎全球市占率仅 2-2.5%，未来成长空间巨大。同时，非公路轮胎为公司传统优势产品，过去两年产能利用率始终高于 95%，且利润率高于卡客车轮胎。我们看好以公司为代表的国内企业在扩产非公路轮胎的同时，有望向应用场景更严苛、单胎附加值更高的细分领域渗透，持续抢占外资份额。
- ❖ **公司质地改善，未来成长可期。**未来公司于国内扎佐及海外越南均规划有新增产能，其中越南基地是公司“双基地”发展战略的重要组成部分，具备原材料成本及运输成本低、出口欧美发达国家税率低、盈利能力显著突出等优势，我们看好越南工厂的投产有望为公司带来利润体量的提升。公司国内工厂则在搬迁完成实现了智能化改造，生产效率提升的同时生产成本显著降低。公司治理方面，2020 年至今公司已完成两期股权激励，是贵州省首家实施股权激励的国有企业。股权激励的落地及海外工厂的投产标志着公司治理的改善，在彰显公司未来发展信心的同时，较高的股权激励覆盖比例保证了公司对研发、生产、管理等各环节的全面发展促进。我们看好公司管理质地迎来优化的同时，有望维持长期高质量发展。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2023/2024/2025 年可分别实现营收 102.75/123.75/139.67 亿元，实现归母净利润 6.86/9.93/13.10 亿元，对应当前 PE 分别为 9.6x/6.6x/5.0x。参考可比公司估值，我们给予公司 2023 年 12 倍目标 PE，对应目标价 7.20 元，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**项目建设进展不及预期；海外市场贸易壁垒增加；原材料价格大幅波动等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	8,440	10,275	12,375	13,967
同比增速(%)	15.0%	21.7%	20.4%	12.9%
归母净利润(百万)	429	686	993	1,310
同比增速(%)	16.0%	60.1%	44.7%	31.9%
每股盈利(元)	0.37	0.60	0.87	1.14
市盈率(倍)	15.3	9.6	6.6	5.0
市净率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价

强推（首次）

目标价：7.20 元

当前价：5.72 元

华创证券研究所

证券分析师：杨晖

邮箱：yanghui@hcyjs.com
执业编号：S0360522050001

证券分析师：郑轶

邮箱：zhengyi@hcyjs.com
执业编号：S0360522100004

公司基本数据

总股本(万股)	114,721.45
已上市流通股(万股)	111,378.85
总市值(亿元)	66.54
流通市值(亿元)	64.60
资产负债率(%)	59.65
每股净资产(元)	5.39
12 个月内最高/最低价	5.80/3.82

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

从行业角度，本报告详细梳理了商用轮胎（包含卡客车轮胎和非公路轮胎）的市场格局和投资逻辑，数据较为详实。从公司角度，本报告为全市场首篇公司深度覆盖报告，详细梳理了公司基本面的同时，从公司质地改善（如智能化改造后生产效率的提升，股权激励落地后公司的驱动力充足）和未来成长性两个方面论述了公司的投资价值。

投资逻辑

公司深耕商用轮胎领域多年，近年来经营管理质地改善，未来成长可期。公司现有贵阳扎佐和越南龙江两个生产基地，产能达 920 万条。其中越南基地具备原材料成本及运输成本低、出口欧美发达国家税率低、盈利能力显著突出等优势；国内工厂则在搬迁完成实现了智能化改造，生产效率提升的同时生产成本显著降低。2020 年至今公司已完成两期股权激励，是贵州省首家实施股权激励的国有企业。股权激励的落地及海外工厂的投产标志着公司治理的改善，我们看好公司管理质地迎来优化的同时，有望维持长期高质量发展。

卡客车轮胎国内市场复苏兑现中；非公路轮胎高景气有望延续。国内，公司有望受益于卡客车胎的需求复苏。海外，俄罗斯、南美等地成为近年来国内全钢胎出口的主要增长区域，且需求增长有望随当地经济的蓬勃增长而延续。非公路轮胎方面，煤炭、矿产等资源品景气高企推动采矿业产值增速稳定向好，同时基建投资或仍是 2023 年“稳增长”的重要抓手之一，公司作为头部企业，全球市占率仅 2-2.5%，未来成长空间巨大。同时，非公路轮胎利润率高于卡客车轮胎，我们看好以公司为代表的国内企业在扩产非公路轮胎的同时，有望向应用场景更严苛、单胎附加值更高的细分领域渗透，持续抢占外资份额。

关键假设、估值与盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做出如下假设：

1、国内卡客车轮胎：预期 2023-2025 年产品营收分别 42.43/49.94/57.31 亿元；产能分别为 520/540/840 万条（2023-2024 年产能增量主要来自于产线设备的填平补齐）。假设 2023-2025 年开工率分别为 80%/89%/64%，对应销量 416/480/540 万条。假设 2023-2025 年公司产品单价年均提高 2%，对应 2023-2025 年单价分别为 1020/1040/1061 元，毛利率分别为 14.0%/14.5%/15.0%。

2、国内非公路轮胎：预期 2023-2025 年产品营收分别 45.50/48.55/50.98 亿元；产能分别为 358/358/358 万条。2023 年产能增长来自于产线设备的填平补齐，以及国内扎佐四期 38 万条非公路轮胎的扩产。假设 2023-2025 年开工率分别为 91%/100%/100%，对应销量 325/340/350 万条。假设 2023-2025 年公司产品单价年均提高 2%，对应 2023-2025 年单价分别为 1400/1428/1457 元，毛利率分别为 22%/23%/24%。

3、越南卡客车轮胎：预期 2023-2025 年产品营收分别 12.24/19.98/25.47 亿元；产能分别为 200/200/200 万条，2023 年产能增长来自于越南二期 80 万条卡客车轮胎的扩产。假设 2023-2025 年开工率分别为 50%/80%/100%，对应销量 100/160/200 万条。假设 2023-2025 年公司产品单价年均提高 2%，对应 2023-2025 年单价分别为 1224/1248/1273 元，毛利率分别为 25%/28%/30%。

4、越南非公路轮胎：预期 2023-2025 年产品营收分别 1.58/4.28/4.92 亿元；产能分别为 15/15/15 万条，2023 年产能增长来自于越南二期 15 万条非公路轮胎的扩产。假设 2023-2025 年开工率分别为 30%/100%/100%，对应销量 4.5/12.0/13.5 万条。假设 2024-2025 年公司产品单价年均提高 2%，对应 2023-2025 年单价分别为 3500/3570/3641 元，毛利率分别为 33%/34%/35%。

5、其他业务：假设 2023-2025 年其他业务板块保持 1.00 亿元营收及 25%的毛利率水平。

基于以上假设，我们预计公司 2023/2024/2025 年可分别实现营收 102.75/123.75/139.67 亿元，实现归母净利润 6.86/9.93/13.10 亿元。

目 录

一、 商用车胎领域国内龙头，内部经营治理向好.....	6
（一） 公司历史悠久，是国内商用车胎领域龙头	6
（二） 异地搬迁为公司搭建更广阔的发展平台，公司轮胎产销稳步提升.....	9
（三） 公司研发投入稳定，期间费用率持续优化	10
（四） 公司股权结构清晰，两期股权激励激发员工动力	10
二、 卡客车轮胎：国内市场复苏兑现中，海外市场替代空间大.....	12
（一） 国内，卡客车轮胎的复苏确定性较强	12
（二） 海外：全钢胎替代外资空间大	13
三、 非公路轮胎高景气有望延续.....	17
四、 厚积薄发，公司质地改善，未来成长可期.....	21
（一） 制造端，公司产品规格齐全，智能化水平领先	21
（二） 渠道端，公司配套+替换市场布局均衡，营销网络健全	22
（三） 成长端，越南工厂的投产有望带来公司利润体量的提升	24
（四） 治理端，公司逐步完善激励机制，促进企业活力再次焕发.....	25
五、 盈利预测与估值.....	25
（一） 盈利预测	25
（二） 相对估值及目标价格	28
（三） 投资建议.....	28
六、 风险提示.....	28

图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司主要轮胎品牌	7
图表 3	公司主要轮胎产品	7
图表 4	公司轮胎产能稳健增长	8
图表 5	公司营业总收入近两年稳步提升	8
图表 6	公司 2022 年扣非净利润同比增长 53.5%	8
图表 7	公司营收占比拆分	9
图表 8	公司产销量历史变化及未来预测	9
图表 9	公司产能利用率稳步提升、产销率维持高位	9
图表 10	公司期间费用率持续优化	10
图表 11	2022 年公司研发费用率与行业平均持平	10
图表 12	公司近三年毛利率优于行业平均	10
图表 13	公司存货周转率表现优异	10
图表 14	公司股权结构清晰	11
图表 15	2022 年股权激励计划对公司的业绩考核目标	11
图表 16	2022 年股权激励计划对员工的个人绩效考核	12
图表 17	国内公路客运及货运量呈复苏态势	13
图表 18	挖机开工小时数 2-3 月环比提升	13
图表 19	国内商用车产销量 3 月同比高速增长	13
图表 20	国内全钢胎开工率 3-4 月已恢复至近 7 成	13
图表 21	中国出口美国的全钢胎数量近年来下滑显著	14
图表 22	中国出口欧洲主要国家的全钢胎数量近年来下滑显著	14
图表 23	中国出口全钢胎总量近两年保持增长	14
图表 24	俄罗斯进口自中国全钢胎占比提升	14
图表 25	中国出口非欧美地区全钢胎数量变化	15
图表 26	俄罗斯主要轮胎工厂及现状（不完全统计）	15
图表 27	美国 TBR 进口分国别/区域情况	16
图表 28	东南亚中国企业的全钢胎产能统计（不完全统计）	16
图表 29	美国市场全钢胎的产量/出货量相对较高	17
图表 30	全球 OTR 市场规模预期将稳健增长	17
图表 31	全球 OTR 市场占比	17
图表 32	普利司通对 2023 年 OTR 市场需求展望	18
图表 33	米其林对 2023 年 OTR 市场需求展望	18

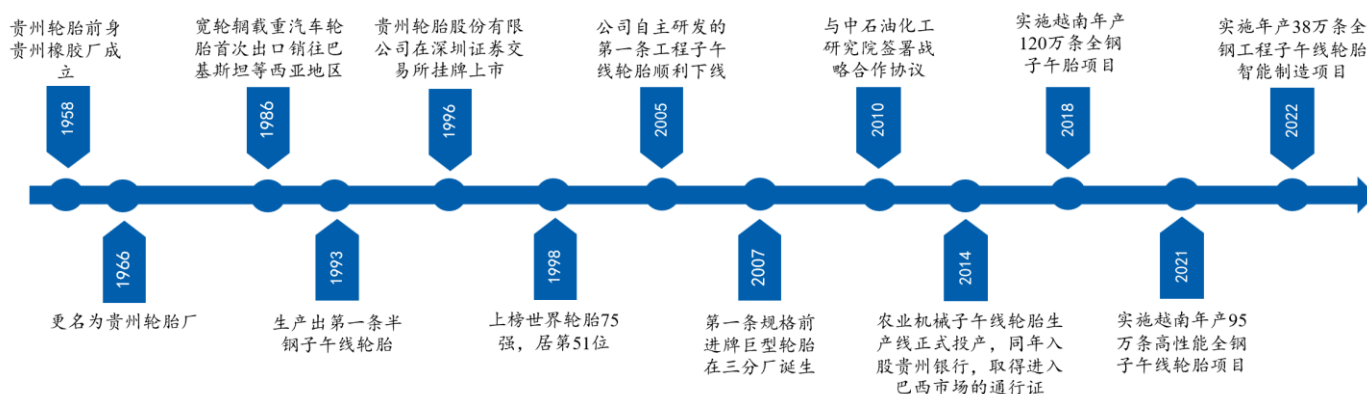
图表 34	国内采矿业、煤炭开采和洗选业产能利用率维持高位（%）	19
图表 35	美国煤炭开采行业产能利用率稳步提升（%）	19
图表 36	我国基建固定资产投资完成额累计同比提升	19
图表 37	我国房地产开发投资完成额月同比底部提升	19
图表 38	下游采矿业产值及产出增速稳定（%）	19
图表 39	四大矿山资本支出（百万美元）	19
图表 40	我国出口农业及林业车辆轮胎金额	20
图表 41	我国出口建筑业、采矿业及工业轮胎金额	20
图表 42	国内非公路轮胎扩产计划（不完全统计）	20
图表 43	米其林特种轮胎收入利润及营业利润率	21
图表 44	BKT 营收及利润率	21
图表 45	公司人均轮胎产量年复合提升 8.0%	22
图表 46	公司人均创收稳步提升	22
图表 47	公司单胎制造费用持续优化	22
图表 48	公司是贵州首个 5G 全连接工厂	22
图表 49	公司不同配套客户类型	23
图表 50	公司主要配套客户图示	23
图表 51	公司“前进”牌卡客车胎与友商终端零售价对比	23
图表 52	公司卡客车胎的终端零售价相对更高	24
图表 53	公司国内外拟投建项目	24
图表 54	国内友商海外工厂收入及利润占比（2021）	25
图表 55	国内友商海外及国内工厂净利率对比	25
图表 56	公司业绩拆分及预测	26
图表 57	可比公司估值比较	28

一、商用车胎领域国内龙头，内部经营治理向好

（一）公司历史悠久，是国内商用车胎领域龙头

公司历史悠久，发展历程可分为4个阶段：**1) 艰苦创业（1958-1978）**：贵州轮胎股份有限公司的前身为贵州橡胶厂，始建于1958年，同年公司试制出第一条7.50-16的斜交汽车轮胎，结束了贵州不能生产新胎的历史。公司设立之初设计产能为年产各种小型规格轮胎150万套、力车胎50万套。1965年，在化工部橡胶司牵头下，贵州橡胶厂与上海大中华橡胶厂内迁部分合并扩建：上海大中华橡胶厂700多名职工和部分设备内迁贵阳，并对贵州橡胶厂进行扩建。1966年贵州橡胶厂更名为贵州轮胎厂，并达到年产30万套轮胎、2.4万条翻新胎的生产规模。1977年，贵州轮胎厂建成生产规模为6,000套/年的工程胎车间，并于同年成功研制18.00-25工程轮胎，揭开了贵州轮胎厂大胎生产的序幕。**2) 改革开放（1978-1996）**：1982年公司投资65万元，通过添置和改造部分设备将生产规模扩大到8,000套/年。1986年公司生产的9-20宽轮重载重汽车轮胎首次出口销往巴基斯坦等西亚地区，同年该载重汽车轮胎被全国轮胎检测中心评定为B级产品，达到国内先进水平。1992年贵阳农药机械厂正式并入公司，于同年公司轮胎产量突破60万套大关，全年耗胶总量达1.4万吨，提前三年基本完成第一个十年规划。1993年公司生产出第一条半钢子午线轮胎。1994年公司工程胎产量位列全国第一，且出口量、配套量均居全国首位，轮胎生产能力达到120万套/年。**3) 改制上市（1996-2017）**：1996年贵州轮胎股份有限公司在深圳证券交易所挂牌上市。1998年公司上榜世界轮胎75强，以1.14亿美元居第51位。2005年公司自主研发的第一条工程子午线轮胎18.00R25/E3顺利下线。2007年公司第一条规格为27.00-49的前进牌巨型轮胎在三分厂诞生。2010年公司与中石油化工研究院签署战略合作协议。2014年公司农业机械子午线轮胎生产线正式投产，同年公司启动异地整体搬迁，至2017年末公司主要产能搬迁工作完成。**4) 国际化发展（2017-至今）**：2018年公司全资子公司“贵州前进轮胎投资有限责任公司”成立，并作为投资主体实施越南年产120万条全钢子午胎项目。2020年，公司扎佐全钢三期项目土建工程完工，新增90万条产能年底批量生产；2021年9月，公司全钢三期项目搬迁全部达产，同年公司发布公告称境外全资子公司越南公司将实施年产95万条高性能全钢子午线轮胎项目（即越南二期）。2022年公司发布公告称将于国内实施年产38万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目，至2022年末公司轮胎产能达到920万条、年内平均产能875.2万条。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华创证券

公司主要从事轮胎研发、生产及销售，轮胎业务营收占比超99%，主要产品有“前进”、“大力士”、“多力通”、“劲虎”、“金刚”等品牌卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮

胎、工业车辆（含实心）轮胎和特种轮胎（如重型越野轮胎、轻轨走行轮胎、沙漠运输轮胎等），规格品种多达 3000 多个，是全球商用轮胎规格品种较为齐全的轮胎制造企业之一。同时，公司兼顾替换市场、配套市场和集团客户等，在国内各省市及国外 130 多个国家和地区设有代理（或经销）机构，与国内外众多知名企业建立了配套关系。公司主营业务收入在中国橡胶工业协会 2023 年 3 月发布的“2022 年度中国橡胶工业协会百强企业轮胎类”中列第 8 位。根据 34 家轮胎企业 2021 年的营收和利润情况，英国《tyrepress》杂志发布 2022 年度全球轮胎企业 34 强排行榜，公司位列第 30 位。

图表 2 公司主要轮胎品牌



资料来源：公司官网，华创证券

图表 3 公司主要轮胎产品

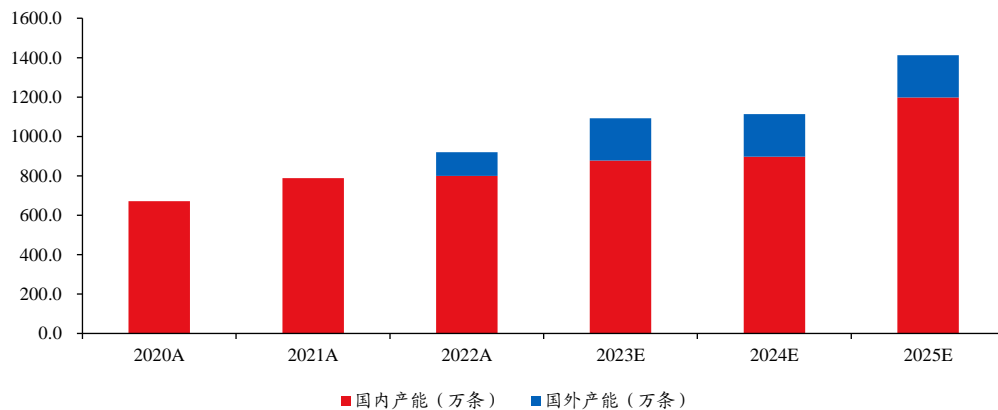


资料来源：公司官网，华创证券

公司现有贵阳扎佐和越南龙江两个生产基地，其中扎佐基地占地约 2300 亩，越南龙江基地占地约 444 亩。1) 国内-贵阳扎佐：2021 年末公司国内工厂产能达到 788.6 万条，同时随着农业子午胎、中小型工程胎、实心轮胎等填平补齐项目陆续投产，至 2022 年末国内产能合计达到 800 万条。2022 年，公司公开发行可转债用于“年产 300 万套高性能全

钢子午线轮胎智能制造项目”（扎佐四期）。基于市场环境和公司发展规划，当前该项目暂时终止，同时募集资金将投入“年产 38 万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目”，预期新募投资项目将于今年实现产品下线。2）海外-越南龙江工业园：公司越南一期产能为 120 万条卡客车轮胎，2022 年中已投产并达到设计产能；越南二期规划建设 95 万条轮胎产能，包括 80 万条卡客车胎和 15 万条非公路轮胎，预计今年将实现产品下线。

图表 4 公司轮胎产能稳健增长

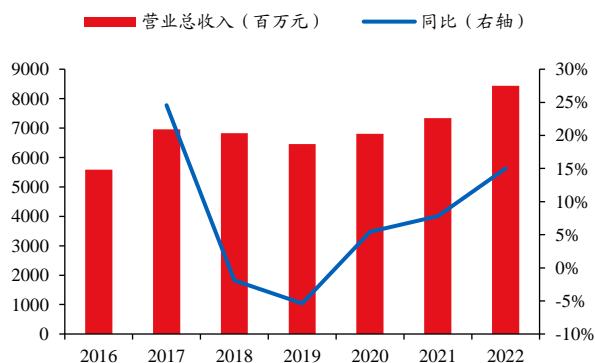


资料来源：公司公告，华创证券

注：2023、2024 年增量主要来自于越南二期和国内产能的持续填平补齐；2025 年增量预期来自于扎佐四期 300 万条高性能全钢子午线轮胎（目前项目暂终止，假设 2025 年重启）

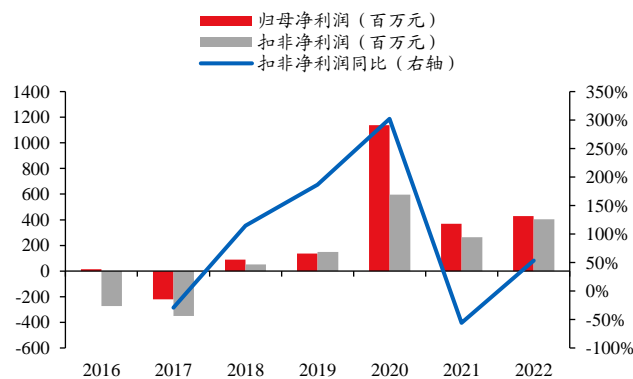
从公司历史营收及利润变化看：1）2017-2019 年，受到美国及欧盟对华卡客车胎和非公路胎接连发起的“双反”调查及贸易摩擦加征关税影响，公司营收体量下滑；利润率则同步受到产线搬迁及设备调试影响，归母净利润于 2017 年出现亏损，但后续随着主要产能搬迁完成，自 2018 年起呈回升态势。2）2020 年，得益于国内外全钢胎的高景气叠加原材料处于相对低位，公司营收增长同比转正，且净利润快速提升（当年归母净利润和扣非净利润之间的差异主要来自于政府发放的拆迁补偿款）。3）2021-2022 年，由于原材料+海运费的成本上行，公司利润端有所下滑，但得益于海外全钢胎和非公路胎的较高景气，及海外越南基地的投产，公司营收体量呈稳步提升趋势，同时 2022 年归母净利润/扣非净利润分别实现+16.0%/+53.5%的同比增长。

图表 5 公司营业总收入近两年稳步提升



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 6 公司 2022 年扣非净利润同比增长 53.5%

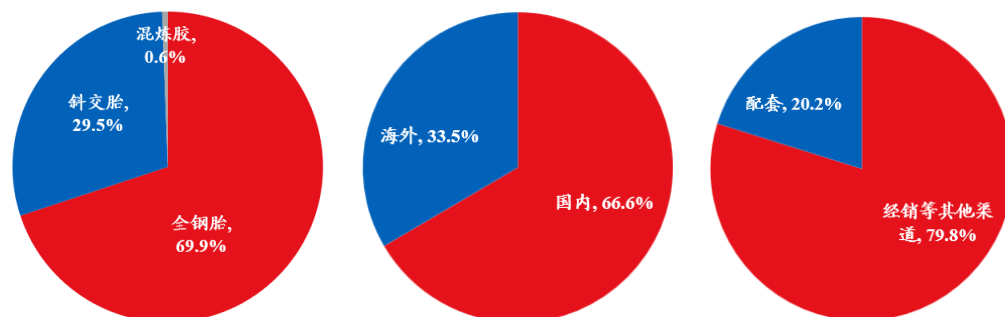


资料来源：Wind，公司公告，华创证券

从收入端拆分看，2021 年公司全钢胎营收占主营业务比 69.9%、斜交胎营收占主营业务

比 29.5%。2022 年，公司国内营收占比 66.6%，海外营收占比 33.5%；配套营收占比 20.2%，经销等其他渠道营收占比 79.8%。对比 2021 年，公司配套营收占比保持稳定，海外营收占比在 2022 年实现提升。

图表 7 公司营收占比拆分



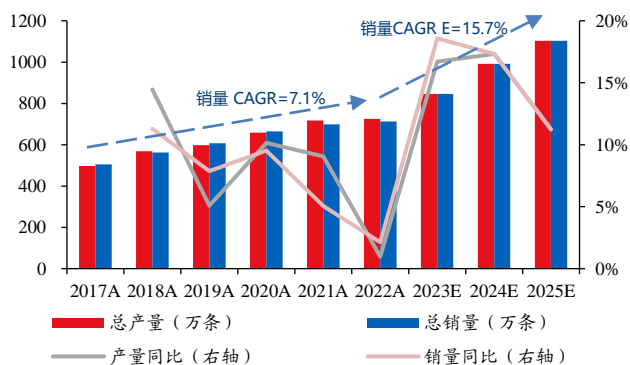
资料来源：公司公告，华创证券

注：全钢胎/斜交胎/混炼胶拆分为 2021 年数据，国内外&配套经销拆分为 2022 年数据

（二）异地搬迁为公司搭建更广阔的发展平台，公司轮胎产销稳步提升

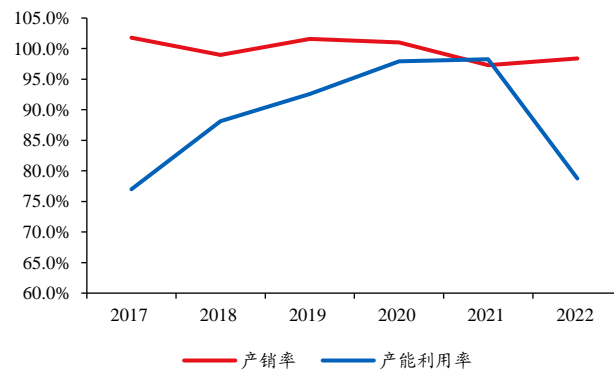
公司老厂区始建于 1958 年，受制于厂房面积、各车间位置与结构等因素限制，只能进行局部技改，难以实施整条产线的流水化、自动化、智能化改造，造成人力、物流等成本偏高。自 2014 年起，公司启动异地整体搬迁，至 2017 年末，新厂区完成一期、二期工程。2019 年公司开始全钢胎三期搬迁及改扩建，至 2020 年末三期工程土建工程完工。扎佐三期拥有老厂搬迁产能 210 万条+新建全钢胎产能 90 万条，年产能达到 300 万条。相比于老厂区，新厂区的工艺及设备布局更加科学、合理，且设备的自动化程度显著提高，员工人工效有较大幅度提升。异地搬迁完成后，自 2018 年起公司产销量稳步提升。2017-2022 年，公司产量/销量年化增速分别为 7.9%/7.1%。伴随国内扎佐三期及越南一二期产能的释放，我们预期 2022-2025 年公司产销年增速将维持在 15%左右。此外，伴随异地搬迁产能的落地，公司产能利用率稳步提升，2020、2021 年连续两年超过 97%，2022 年疫情影响卡客车胎需求故而产能利用率出现阶段性回落；同时公司产销率始终维持 97% 以上。

图表 8 公司产销量历史变化及未来预测



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 9 公司产能利用率稳步提升、产销率维持高位



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

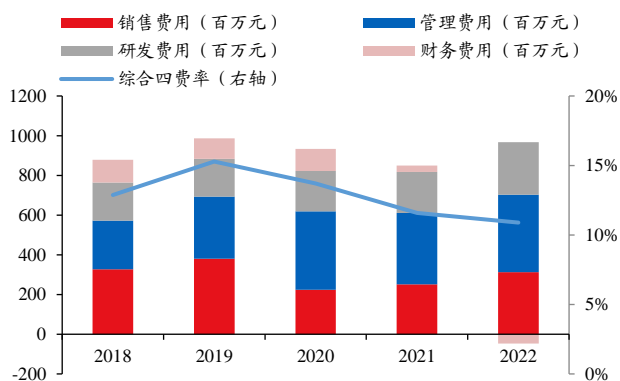
（三）公司研发投入稳定，期间费用率持续优化

期间费用率持续优化，经营能力向好改善。近年来公司内部治理优化效果显著，期间费用率连续三年下降。2022年公司合计期间费用率为10.89%，较2021年的11.58%进一步下降，其中销售费用率和管理费用率对比2019年减少明显。

研发投入稳定，聚焦高端商用车胎。近5年公司每年的研发投入均在2亿元左右，虽然研发费用率略低于同行，但一方面有公司专攻全钢胎的因素，另一方面公司的研发投入兑现在了产品优异的性能和稳定的品质，经草根调研我们了解到公司在渠道端已树立了较好的口碑。同时，公司全钢胎产品整体定位高端，如近年来推出的高端载重无内胎轮胎等突破性产品，在产品性能、产品品质等方面均领先行业，且具有较强的定价话语权。从可比公司毛利率看，2020年以来公司的毛利率水平优于行业平均，近两年虽受到原材料上行+国内全钢胎景气下行拖累，但盈利中枢已基本企稳。

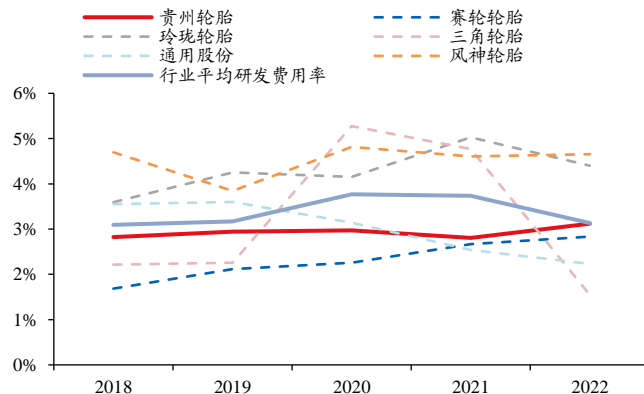
公司存货周转率处于行业领先水平。公司在国内替换市场的销售网络遍布各省、直辖市及自治区，海外市场覆盖五大洲近130个国家和地区。受益于公司产品良好的销售情况以及在行业内率先推行原材料“零库存”管理方式，公司的存货周转率高于可比公司，存货管理能力处于行业领先水平。

图表 10 公司期间费用率持续优化



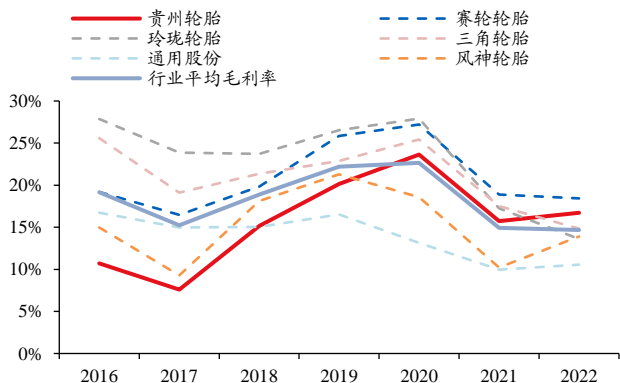
资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

图表 11 2022 年公司研发费用率与行业平均持平



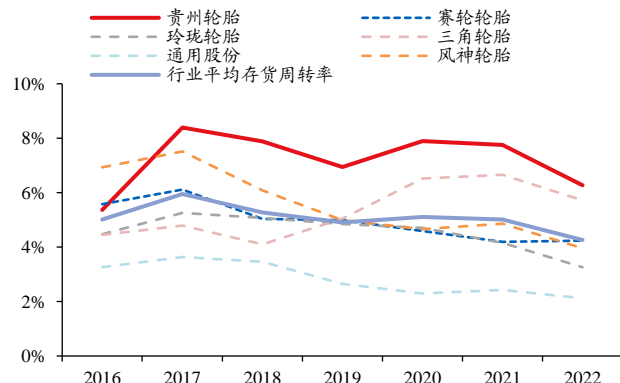
资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

图表 12 公司近三年毛利率优于行业平均



资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

图表 13 公司存货周转率表现优异

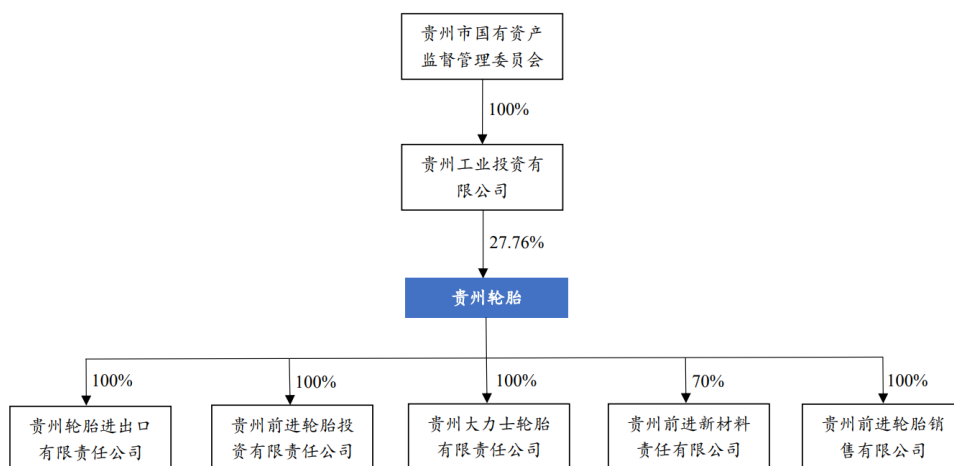


资料来源: Wind, 各公司公告, 华创证券

（四）公司股权结构清晰，两期股权激励激发员工动力

公司实控人为贵州省国资委，股权结构清晰。公司股权结构清晰，实控人贵州省国资委通过贵州工业投资有限公司持有公司 27.76% 的股权。公司旗下有全资子公司贵州轮胎进出口有限责任公司、贵州前进轮胎投资有限责任公司、贵州前进轮胎销售有限公司、贵州大力士轮胎有限责任公司，及控股子公司前进新材料有限责任公司，对卡客车轮胎、非公路轮胎等多规格轮胎业务进行完整布局。此外，公司持股 70% 的贵州前进新材料有限责任公司，主要建设有年产 5 万吨炭黑生产项目。

图表 14 公司股权结构清晰



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

公司两期股权激励的落地有望带来管理质地的优化。2019 年末，公司公告了第一期限制性股票激励计划，分别在 2020-2022 年三个会计年度考察公司净利润增长率、净资产收益率增长率、主营业务收入占营业收入的比例等指标。2022 年 11 月，公司公布了 2022 年限制性股票激励计划，拟授予限制性股票 2489.4 万股（占公告时总股本 2.17%），激励对象包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及对公司持续发展有直接影响的核心骨干共计 563 人，授予价格为每股 2.82 元。该激励计划考核指标分为公司层面业绩考核和个人层面绩效考核两个层次。公司层面业绩考核指标涵盖反映公司股东回报和价值创造能力的综合性指标、反映公司盈利能力和市场价值的成长性指标以及体现公司运营质量的可持续性指标，包括净资产收益率、营业收入、净利润增长率和主营业务收入占营业收入的比例。个人层面绩效考核是对激励对象的工作绩效进行的综合评价。今年 3 月，本次股权激励计划授予登记完成，最终授予限制性股票 2377.8 万股（占登记前公司总股本 2.07%），授予登记人数 535 人。我们看好公司两期股权激励计划的落地将极大的带动公司员工的工作积极性，公司管理质地迎来优化的同时，公司有望维持长期高质量发展。

图表 15 2022 年股权激励计划对公司的业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	(1) 2023 年净资产收益率不低于 4.70%； (2) 2023 年营业收入不低于 90 亿元，且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平； (3) 以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 25%，且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平； (4) 2023 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%，且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。
第二个解除限售期	(1) 2024 年净资产收益率不低于 4.80%；

	(2) 2024 年营业收入不低于 98 亿元，且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平； (3) 以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 35%，且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平； (4) 2024 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%，且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。
第三个解除限售期	(1) 2025 年净资产收益率不低于 4.90%； (2) 2025 年营业收入不低于 105 亿元，且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平； (3) 以 2021 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 45%，且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平； (4) 2025 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%，且不低于当年对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平。

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 16 2022 年股权激励计划对员工的个人绩效考核

考核等级	考核评分	考核结果定义	解除限售比例
优秀	80 分（含 80 分）以上	超额完成任务，工作超出期望，有突出业绩	100%
良好	70 分（含 70 分）—80 分	较好完成任务，部分工作超出期望，业绩正常	90%
合格	60 分（含 60 分）—70 分	完成本职工作，业绩正常	70%
不合格	60 分（不含 60 分）以下	部分工作未完成，业绩有较大改进空间	0%

资料来源：Wind，公司公告，华创证券

二、卡客车轮胎：国内市场复苏兑现中，海外市场替代空间大

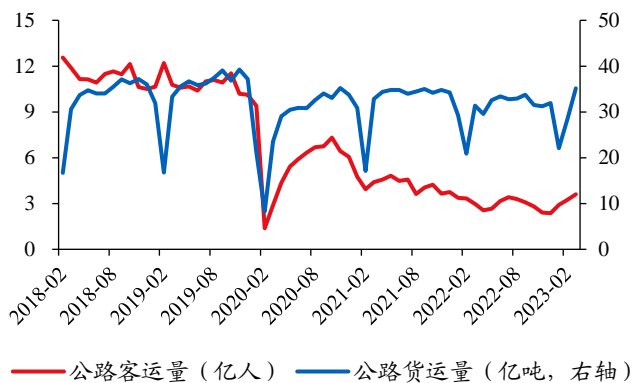
（一）国内，卡客车轮胎的复苏确定性较强

自 2021 年下半年起，重卡国五国六标准切换、地产景气的低迷以及疫情的道路封控影响了国内全钢胎的需求。当前，1) 国内公路客运及货运量呈复苏态势，且客运量恢复弹性较大。客运量在疫情初期快速下跌并反弹后，后续受到国内疫情政策的影响持续下滑，去年下半年低位磨底；货运量除季节性外相对稳定，但总量不及 2021 年同期。2022 年，国内公路货运/客运总量分别为 371.2 亿吨/35.5 亿人，较 2021 年分别-5.2%/-30.3%，较疫情前的 2019 年分别-10.8%/-72.7%。今年 1-3 月，国内公路客运量呈明显复苏态势，3 月单月客运量已恢复至 3.6 亿人，但对比 2019 年月均 10.8 亿人的基数仍有较大空间；3 月单月货运量为 35.1 亿吨，创 2021 年以来单月新高。2) 挖机开工小时数 2-3 月环比提升显著。今年 2 月/3 月，国内挖机开工小时数分别为 75.0/105.0 小时，分别同比+58.4%/4.0%。挖机开工的提升预示着地产、基建等行业的回暖。3) 国内商用车及重卡产销 3 月同环比大幅增长。3 月，国内商用车及重卡销量分别为 43.41、11.54 万辆，分别同比+17.4%、+50.4%。从历史上看，挖机开工和商用车重卡产销，与全钢胎开工率关联度较高，下游需求的回暖有望向上传导并推动全钢胎景气提升。4) 全钢胎开工率提升显著。2022 年国内全钢胎行业平均开工率仅 52%，最高单月不超过 58%，今年一季度全钢胎开工率呈持续提升趋势，2 月/3 月开工率分别为 56.5%/68.2%，同环比提升显著。

因此，从公路客运货运、下游挖机开工、下游商用车及重卡产销等多个维度的数据看，今年国内全钢胎需求将呈现较为明确的底部复苏，且从一季度开工率的高频数据看，需

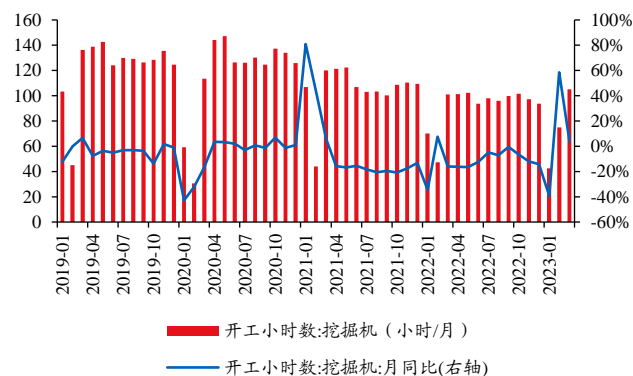
求的复苏正在兑现。从历史上看，公司产能利用率始终高于行业平均开工率，预期今年公司将充分受益于全钢胎行业景气的提升。同时伴随产能利用率的提升，公司单胎制造成本有望被均摊下降，进而有望实现量、利齐升。

图表 17 国内公路客运及货运量呈复苏态势



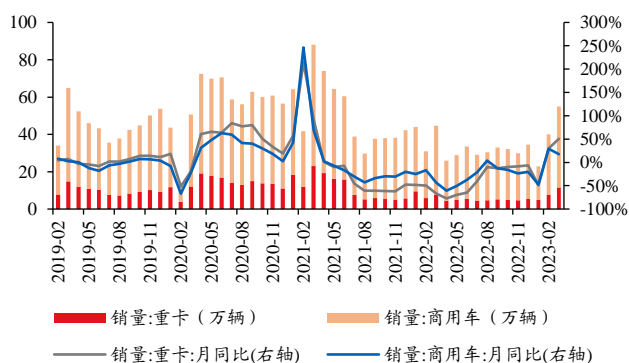
资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券

图表 18 挖机开工小时数 2-3 月环比提升



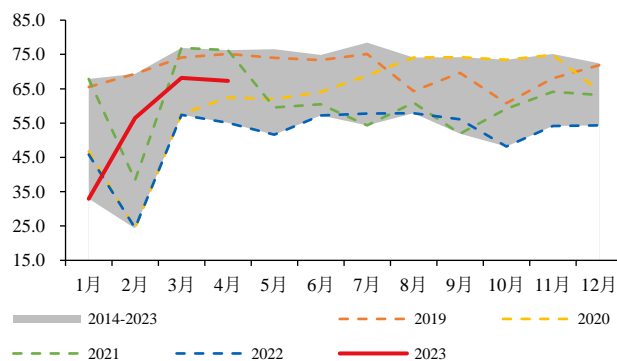
资料来源: Wind, 华创证券

图表 19 国内商用车产销量 3 月同比高速增长



资料来源: Wind, 中汽协, 华创证券

图表 20 国内全钢胎开工率 3-4 月已恢复至近 7 成

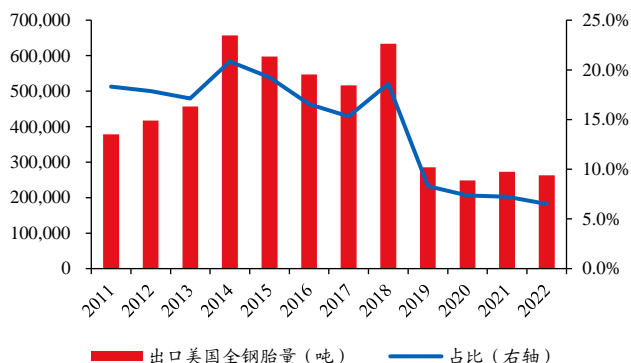


资料来源: Wind, 中国橡胶信息贸易网, 华创证券

(二) 海外: 全钢胎替代外资空间大

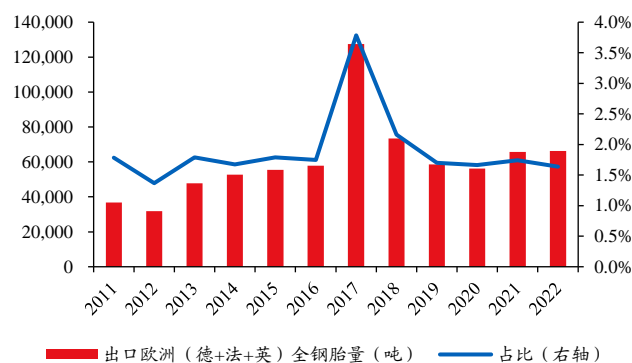
欧美贸易壁垒频发，影响国内轮胎出口。自 2009 年中美轮胎特保案以来，美国及欧盟持续对华主要轮胎产品发起“双反”调查并加征高额关税。例如欧盟对华卡客车胎于 2018 年起加征 42.73-61.76 欧元/条的固定关税；美国在 2018 年重启对华卡客车胎“双反”调查，并在 2019 年终裁确定统一加征 42.31% 的税率的基础上，2019 年的“301 条款”进一步加征了 30% 的关税。在欧美针对大陆的轮胎贸易壁垒频发的环境下，我国出口美国及欧洲主要国家的全钢胎数量自 2018-2019 年起呈现显著的下滑趋势。

图表 21 中国出口美国的全钢胎数量近年来下滑显著



资料来源: Wind, 海关总署, 华创证券

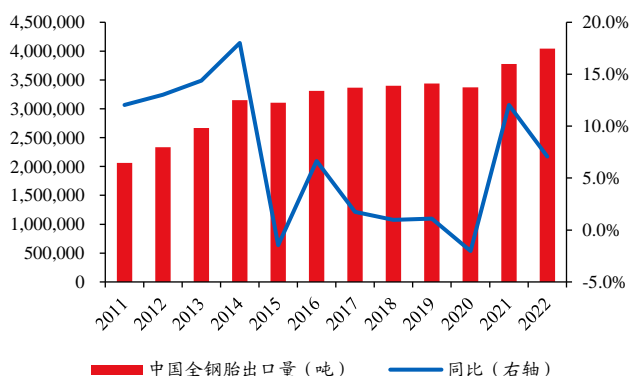
图表 22 中国出口欧洲主要国家的全钢胎数量近年来下滑显著



资料来源: Wind, 海关总署, 华创证券

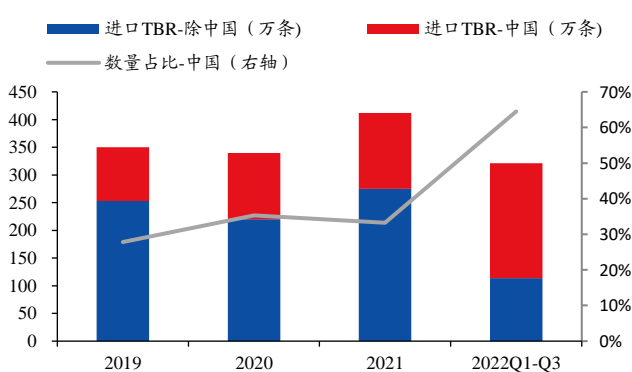
俄罗斯、南美等地成为国内全钢胎出口的主要增长区域，且需求增长有望延续。在对美国和欧洲全钢胎出口量下滑的背景下，我国 2021-2022 年出口全钢胎数量仍实现年均 10% 的增长，主要得益于出口俄罗斯、南美、澳大利亚等地的增长。一方面以上区域无贸易壁垒。对比半钢胎的低频消费品属性，全钢胎更偏向于生产资料，因此消费者更加看重其性价比。我国国产全钢胎经过多年的发展及技术进步，产品质量已得到较大提升，在出口对标外资竞争的过程中性价比竞争优势明显，这也是欧美等发达国家对我国全钢胎产品加征高额关税的原因。故而在无贸易壁垒地区，国产全钢胎实现出口并持续对外资进行替代的潜力巨大。另一方面得益于需求的旺盛，以及部分国家存在的供给缺口。部分海外发展中国家（如巴西、阿根廷）在经济蓬勃增长的过程中对于地产、基建的旺盛需求传导至全钢胎；而特殊如俄罗斯则在地缘政治的影响下存在供给缺口，例如我们统计了因俄乌冲突导致俄罗斯境内多家外资胎企停产，而俄罗斯本土一方面缺少全钢胎产能，另一方面如部分商用车胎及非公路胎属于战略物资，故部分国家对俄罗斯实施出口限制乃至禁运，导致俄罗斯供给严重不足，故 2022 年俄罗斯进口自中国的全钢胎数量及占比大幅提升。

图表 23 中国出口全钢胎总量近两年保持增长



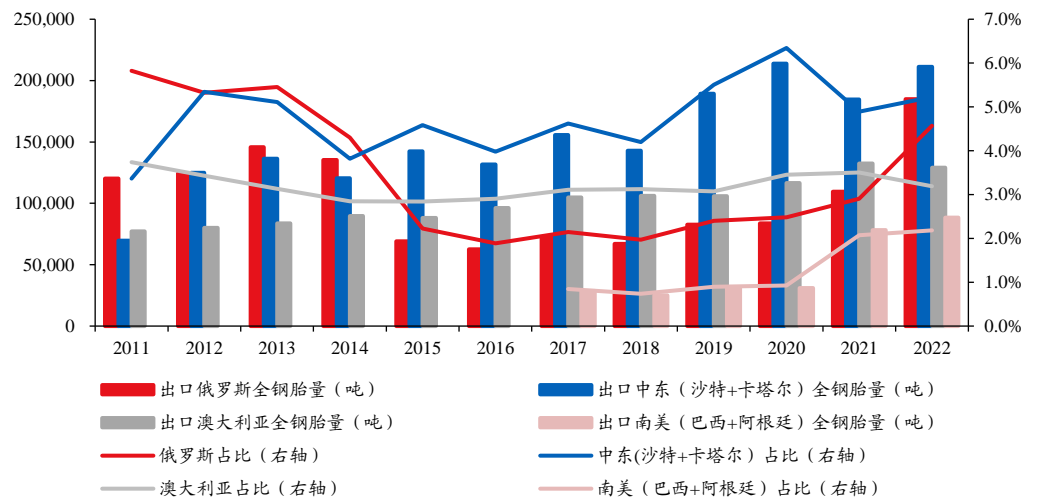
资料来源: Wind, 海关总署, 华创证券

图表 24 俄罗斯进口自中国全钢胎占比提升



资料来源: 俄罗斯海关, 华创证券

图表 25 中国出口非欧美地区全钢胎数量变化



资料来源: Wind, 海关总署, 华创证券

图表 26 俄罗斯主要轮胎工厂及现状 (不完全统计)

企业	地区	品类	产能 (万条)	当前状态
诺记	弗谢沃洛日斯克	乘用车轮胎	1700	停产, 已被 Tatneft 收购
普利司通	乌里扬诺夫斯克	乘用车轮胎	500	停产
米其林	达维多沃	乘用车/轻卡轮胎	200	停产
横滨橡胶	利佩茨克	乘用车/轻卡轮胎	600	已恢复生产
大陆集团	卡卢加	乘用车/轻卡轮胎	300	已恢复生产
倍耐力	基洛夫	乘用车/轻卡轮胎	600	停产
	沃罗涅日	乘用车/轻卡轮胎	230	停产
帝坦国际	伏尔加格勒	农业/工业	200	低开工运营
Tatneft (鞣鞣石油)	下卡姆斯克	卡客车胎	210	2021 年数据

资料来源: 轮胎世界网, 轮胎商务网, 车与轮店主联盟, 华创证券

注: Tatneft, JSC Cordiant 等 4 家俄罗斯本土轮胎制造商, 仅 Tatneft 有公开产能信息

东南亚全钢胎对美出口逐年提升, 同时美国本土全钢胎替代空间较大。2021、2022 年美国全钢胎进口数量连续两年快速增长, 年化增长率约 20%。即使海运费高企, 美国进口自东南亚特别是越南的全钢胎量提升显著。2020-2022 年美国进口自泰国/越南/中国的全钢胎数量年化增速分别为 16%/41%/27%。我们认为在美国全钢胎行业整体处于较高景气周期的背景下, 性价比依旧是全钢胎消费者最为看重的地方。因此, 即使北美如墨西哥和加拿大具有贴近消费市场的区位优势, 欧洲在海运费高位时期具备运费优势, 东南亚及大陆的全钢胎产品依旧可以凭借显著的性价比优势抢占美国的消费市场。当前, 多家国内企业已在东南亚布局全钢胎产能。据不完全统计, 国内胎企在东南亚的全钢胎现有及规划产能共计约 2600 万条, 其中泰国/越南/柬埔寨/马来西亚分别为 1370/925/255/50 万条。从美国本土轮胎产量 (对应供给) 及出货量 (对应需求) 数据看, 2019-2022 年 (除 2020 年疫情扰动外) 美国全钢胎产量稳定在 4000 万条左右, 我们认为可基本视为本土有效产能上限, 而总出货量的提升使得产量/出货量的指标 (若忽略出口影响, 该指标可

作为轮胎“自给率”的参考）逐年下降。即便如此，2022年美国全钢胎产量/出货量仍达52.0%，高于同年半钢胎的39.4%。理论上全钢胎作为生产资料，其品牌敏感度要弱于半钢胎，而美国本土产量占比较高或主要来自于贸易关税的保护。因此我们认为，随着东南亚全钢胎产能的释放，且基于美国当前相对较高的“自给率”，未来在美国市场实现全钢胎国产替代的空间较大。

图表 27 美国 TBR 进口分国别/区域情况

TBR		泰国	越南	韩国	北美	欧盟	南美	中国	合计
进口量 (万条)	2022	1674	<u>817</u>	328	897	271	223	316	5895
	2021	1433	<u>595</u>	296	936	296	234	228	5072
	2020	1245	<u>411</u>	296	726	204	190	195	4089
	2019	1219	<u>286</u>	266	695	261	214	343	4113
同比	2022	16.8%	37.3%	10.8%	-4.2%	-8.4%	-4.7%	38.6%	16.2%
	2021	15.1%	44.8%	0.0%	28.9%	45.1%	23.2%	16.9%	24.0%
	2020	2.1%	43.7%	11.3%	4.5%	-21.8%	-11.2%	-43.1%	-0.6%
	2019	35.5%	12.9%	-11.2%	-0.9%	37.9%	34.2%	-65.6%	-1.20%
占比	2022	28.4%	<u>13.9%</u>	5.6%	15.2%	4.6%	3.8%	5.4%	100.0%
	2021	28.3%	<u>11.7%</u>	5.8%	18.5%	5.8%	4.6%	4.5%	100.0%
	2020	30.4%	<u>10.1%</u>	7.2%	17.8%	5.0%	4.6%	4.8%	100.0%
	2019	29.6%	<u>7.0%</u>	6.5%	16.9%	6.3%	5.2%	8.3%	100.0%

资料来源：USTMA，华创证券

注：北美包括加拿大+墨西哥；南美包括巴西+阿根廷+智利；合计为美国总进口量，还包含除以上区域外的其他地区

图表 28 东南亚中国企业的全钢胎产能统计（不完全统计）

国内企业	地点	产能（万条）	备注
贵州轮胎	越南	120	2022年已投产，爬坡中
	越南二期	80	在建
玲珑轮胎	泰国	220	
赛轮轮胎	越南一、二期	160	
	越南（固铂合资）	265	
	越南三期	100	已投产，爬坡中
	柬埔寨	165	2022年底已投产
森麒麟	泰国（二期）	200	2022年已部分投产，爬坡中
中策橡胶	泰国	320	
双钱轮胎	泰国	180	
福临轮胎	马来西亚	50	
通用股份	泰国	130	2023.3达产
	柬埔寨	90	已投产，产能爬坡中
浦林成山	泰国	80	
	泰国（二期）	120	
银宝轮胎	泰国	120	与 ND Rubber 和 Siam Rubber 合资

金宇轮胎	越南	200	
合计		2600	

资料来源：各公司公告，车与轮店主联盟，轮胎世界网，华创证券

图表 29 美国市场全钢胎的产量/出货量相对较高

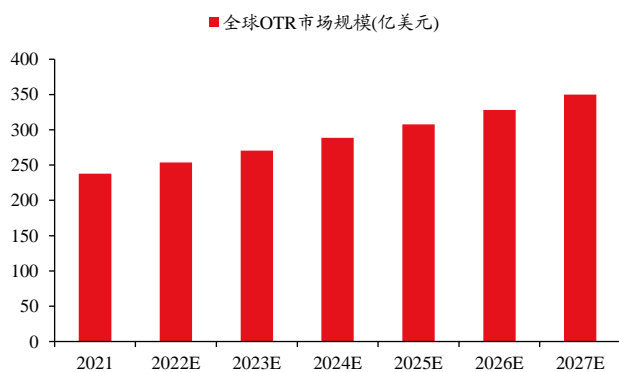
单位：万条	TBR 产量	TBR 总出货量	TBR 产量/出货量	PCR 产量	PCR 总出货量	PCR 产量/出货量
2022	3980	7660	52.0%	10070	25530	39.4%
2021	3960	7300	54.2%	10645	26220	40.6%
2020	3250	5840	55.7%	9120	23880	38.2%
2019	4040	6330	63.8%	12250	26780	45.7%

资料来源：USTMA，华创证券

三、非公路轮胎高景气有望延续

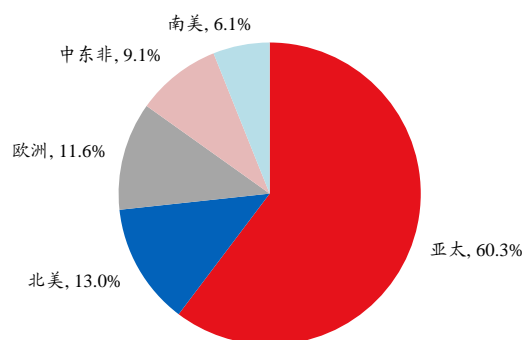
全球非公路轮胎需求维持稳健增长。据 TechSci Research 统计，2021 年全球 OTR 轮胎市场规模为 237.7 亿美元，预计将以 6.7% 的年化增速增长，到 2027 年达到 352.8 亿美元。其中亚太区域的市场份额位居第一，占比从 2018 年的 43% 提高到 2021 年的 60%，年化增速高达 19.4%。其次是北美占据了 2021 年 13% 的全球市场份额。对于 2023 年，米其林判断 OTR 轮胎市场需求将维持增长，乐观估计增速将达+3%，其中飞机轮胎需求有望接近疫情前水平；普利司通则预期 2023 年中小型和超大型非公路胎销量将有 1%-5% 的增幅，大型非公路轮胎则预计有 6%-10% 的同比增长。

图表 30 全球 OTR 市场规模预期将稳健增长



资料来源：TechSci Research，华创证券

图表 31 全球 OTR 市场占比



资料来源：TechSci Research，华创证券

图表 32 普利司通对 2023 年 OTR 市场需求展望

Tire Sales Growth Projections for Fiscal 2023		
PSR/LTR		
		vs. PY
Global		101~105%
OE		
Global		101~105%
Japan		106~110%
N. America		111~115%
Europe		106~110%
China, Asia-Pacific		100%
REP		
Global		101~105%
Japan		101~105%
N. America		101~105%
Europe		95~99%
China, Asia-Pacific		111~115%
TBR		
		vs. PY
Global		106~110%
OE		
Global		106~110%
Japan		121~125%
N. America		106~110%
Europe		111~115%
China, Asia-Pacific		101~105%
REP		
Global		106~110%
Japan		85~89%
N. America		111~115%
Europe		100%
China, Asia-Pacific		116~120%
ORR		
		vs. PY
Ultra-Large (REP)		101~105%
Large		
OE		106~110%
REP		106~110%
Small & Medium		
OE		101~105%
REP		106~110%
PSR HRD (≥18")		
Global		111~115%
REP		111~115%

资料来源：普利司通公告

图表 33 米其林对 2023 年 OTR 市场需求展望

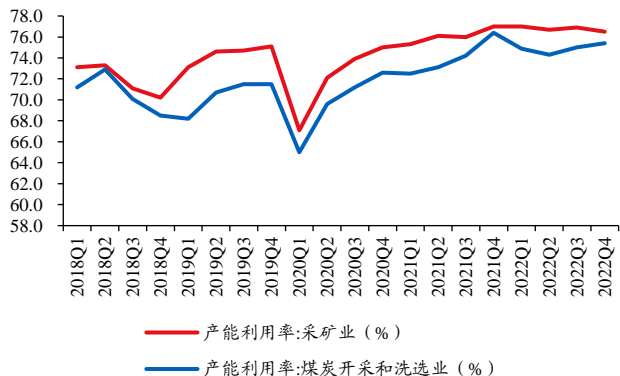


资料来源：米其林公告

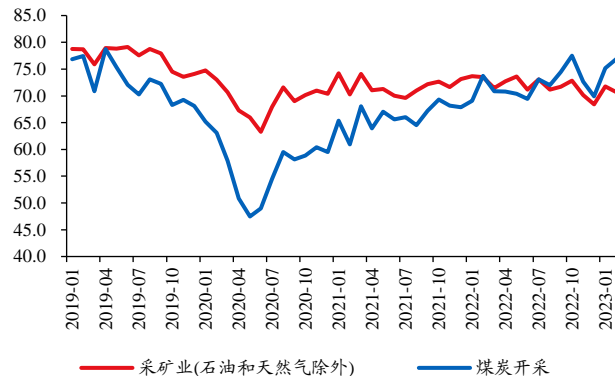
工程机械行业进入新一轮景气周期，同时下游采矿、基建等产值增速稳定向好，有望推动非公路胎需求上行。1) 从工程机械需求端看，我国工程机械行业自 2017 年进入新一轮上升周期，近年来国内工程机械市场规模持续增长。2021 年，我国工程机械行业维持较高景气度，“十四五”期间国内投资与重大项目陆续开工，成为新增需求的主要推动力。据中国工程机械工业协会数据显示，2021 年工程机械行业营业收入同比增长 17%，12 类主要工程机械产品销量达到 186.1 万台，同比增长 26.2%，其中升降工作平台、叉车、平地机同比增长超过 30%。随着我国“新基建”的稳步推动以及“一带一路”沿线国家投资增长，将带动我国工程机械行业持续发展。非公路轮胎中的全钢工程子午线轮胎是工程机械的配套产品。同时我们认为基建投资是 2023 年“稳增长”的重要抓手之一，故工程轮胎下游市场前景良好，且随着工程机械设备销量、保有数量不断增加，将有望带动全钢工程子午线轮胎市场持续发展。2) 从下游开工率看，伴随通胀推动上游煤炭、金属等资源品价格上行，国内采矿业、煤炭开采和洗选业产能利用率从 2020 年起呈现稳步上升趋势并维持高位；美国的采矿业产能利用率近两年相对稳定，而煤炭开采行业产能利用率则呈明显提升趋势。3) 从下游固定资产投资完成额看，国内基建的固定资产投资完成额累计同比自去年年初起持续提升，去年 8 月起已维持累计同比两位数增长；国内房地产开发投资完成额虽然在去年显著低于同期，但去年 11 月起同比跌幅触底并开始回升，今年 2 月实现 1.37 万亿元投资，已超过 2018、2019 年同期。4) 从下游产值增速看，2022 年中国采矿业增加值、美国采矿业产出指数以及印度煤炭核心工业指数的月度同比大多超过+7%。此外，铁矿石四大矿山（淡水河谷、FMG、力拓、必和必拓）的资本开支同比企稳回升。预期随着疫情之后的经济复苏，矿山资本开支提升有望带动非公路胎需求的增长。5) 此外，俄罗斯市场受俄乌冲突影响供需失衡。因多家外资胎企在关闭俄罗斯境内工厂的同时，部分国家也对俄罗斯实施非公路轮胎的出口限制，导致俄罗斯供给不足。而俄罗斯作为幅员辽阔且工农业较为发达的国家，对非公路轮胎始终有着较为旺盛需求。一方面，俄罗斯能源储备丰厚、产量全球占比高，据 BP 统计，2021 年俄罗斯石油、天然气、煤炭产量分别为 39.4 亿桶/7017 亿立方米/9.14 艾焦，分别占全球总量的 12.2%/17.4%/5.5%。另一方面，俄罗斯矿产资源丰富，据 BP 统计，2021 年俄罗斯金矿/银矿/铁矿/钴矿/稀土金属矿/天然石墨矿全球产量占比分别为 10.4%/5.3%/3.6%/5.0%/0.9%/1.2%，全球储量占比分别为 13.1%/8.2%/16.1%/3.7%/15.7%/7.0%。据 EMIS 统计，2021 年俄罗斯采矿业 GDP 占比为 12.9%，总产值约 2900 亿美元，占据全球约 6 万亿美元采矿业总产值的 5% 左右。因此在供需错配的格局下，去年我国出口俄罗斯轮胎数量增长显著。因为无非公路轮胎的公开对俄出口数据，我们以税则号“40112000”的“客车或货运机动车辆用的充气橡胶轮

胎”为例，据海关总署数据，2022年我国共出口俄罗斯18.48万吨，同比+68.7%；今年1-3月出口量合计4.71万吨，同比+75.5%，延续了高速增长。

图表 34 国内采矿业、煤炭开采和洗选业产能利用率维持高位 (%)



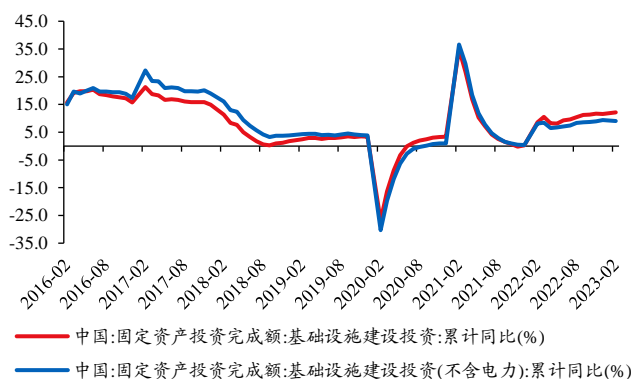
图表 35 美国煤炭开采行业产能利用率稳步提升 (%)



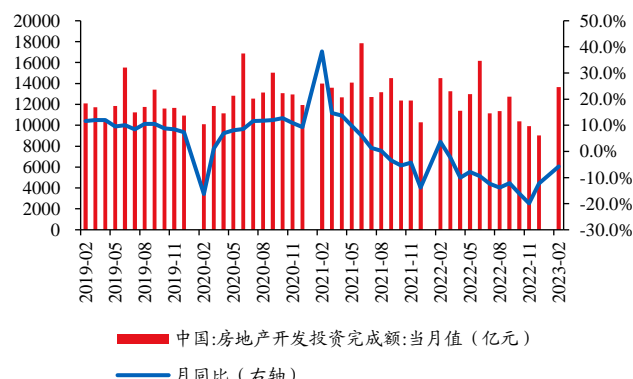
资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券

资料来源: Wind, 美联储, 华创证券

图表 36 我国基建固定资产投资完成额累计同比提升



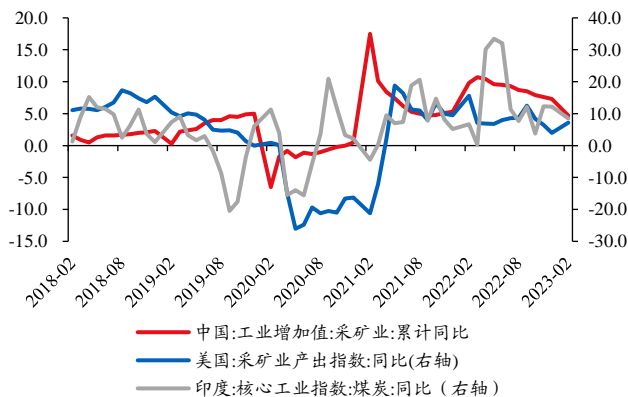
图表 37 我国房地产开发投资完成额月同比底部提升



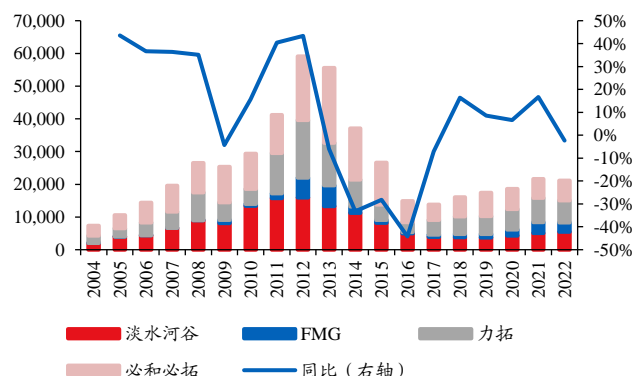
资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券

资料来源: Wind, 国家统计局, 华创证券

图表 38 下游采矿业产值及产出增速稳定 (%)



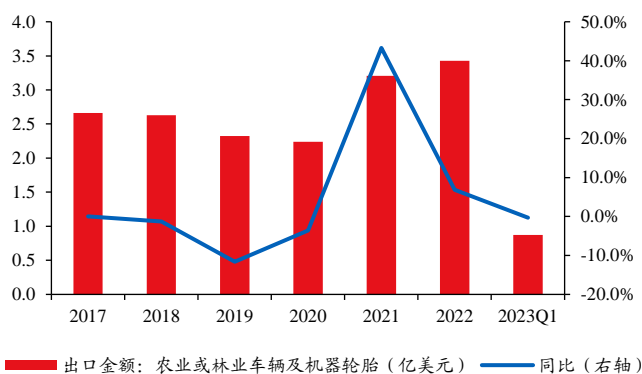
图表 39 四大矿山资本支出(百万美元)



资料来源: Wind, 国家统计局, 美联储, 印度商工部, 华创证券

资料来源: Bloomberg, 华创证券

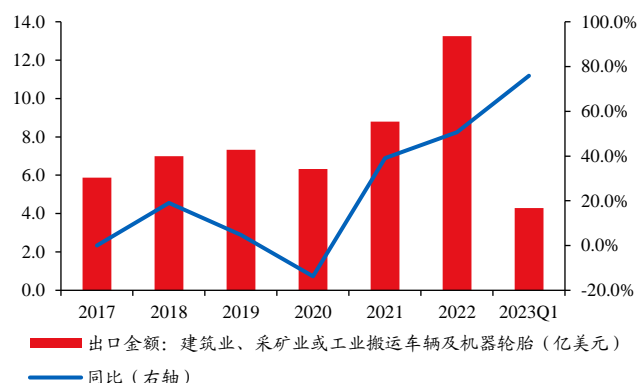
图表 40 我国出口农业及林业车辆轮胎金额



资料来源: Wind, 海关总署, 华创证券

注: 税则号 401170

图表 41 我国出口建筑业、采矿业及工业轮胎金额



资料来源: Wind, 海关总署, 华创证券

注: 税则号 401180

国内企业当前市占率较低，未来有望通过扩产实现外资替代。目前全球非公路轮胎市场主要由米其林、普利司通、固特异等外资企业垄断，如米其林、普利司通 2022 年的非公路营收分别为 76 亿、42 亿美元，市占率分别达到 32%、18%。国内头部企业如贵州轮胎，以非公路轮胎年营收 40 亿元测算，市占率仅 2-2.5%。同时，国内企业非公路轮胎多集中在中小规格的工程胎和农业胎，单胎附加值相对较低。未来，虽然国内企业纷纷上马非公路项目，但由于该市场相对蓝海且外资占据的多为高价值的市场，故我们认为通过扩产提高产品规格进而抢占外资份额的逻辑在未来 2-3 年较为通顺。

公司今年 1 月披露公告，基于非公路轮胎市场需求及同行扩张节奏，拟将此前可转债募投项目“年产 300 万套高性能全钢子午线轮胎智能制造项目”变更为“年产 38 万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目”。预计项目建成达产后，可新增全钢工程子午线轮胎 38 万条，实现年平均收入 25.5 亿元、年平均税后利润 1.98 亿元。此外，公司此前还披露有越南二期规划在建的 15 万条/年非公路轮胎。全钢工程子午线轮胎为公司传统优势产品，2021-2022 年产能利用率始终维持在 95% 以上，且产品毛利率高于全钢载重子午线轮胎。

图表 42 国内非公路轮胎扩产计划（不完全统计）

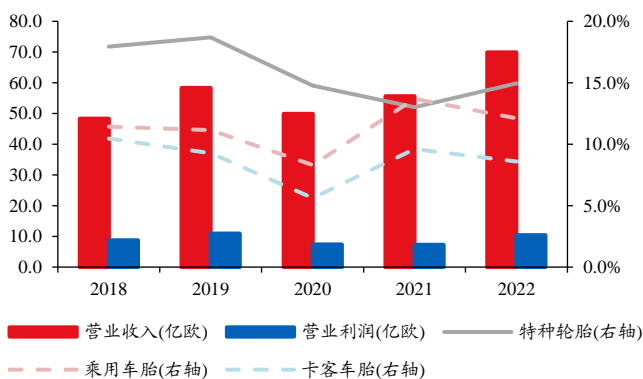
企业	地点	品类	新增产能	项目状态
贵州轮胎	贵阳	工业胎	38 万条	预计 2023 年投产
	越南二期	非公路胎	15 万条	预计 2023 年投产
玲珑轮胎	吉林	非公路胎	14 万条	2022H2 土建施工；预计 2023-2024 年投产
赛轮轮胎	董家口	非公路胎	15 万吨	预计 2024 年投产
中策橡胶	天津	工程胎	185 万条	建设期 2 年
	天津	特种轮胎	40 万条	预计 2025 年投产
海安橡胶	莆田一期	工程胎	5 万条	已竣工
	莆田	巨型工程胎	4690 条	环评公示中
	莆田	巨型工程胎	2.2 万条	技改项目获批
风神股份	焦作	工程胎	8 万条	预计 2024 年投产
双钱集团	如皋	载重胎	180 万条	分期推进中
东昊新材	宿迁一期+二期	农用胎/工业胎/工程胎	390 万条+260 万条	2022 年末投产/预计 2023 年末投产
毅狮迈	连云港	工业、农用、矿业、工程轮胎	200 万条	

准望桓橡胶	兰州	农用胎	60 万条
浪马轮胎		工程胎	20 万套
凯力威科技	简阳	载重胎	150 万套
徐轮橡胶	徐州	农用胎/工业胎/工程胎	101 万套

资料来源：上市公司公告，中策橡胶招股说明书，车轱辘，轮胎世界，车与轮店主联盟，华创证券

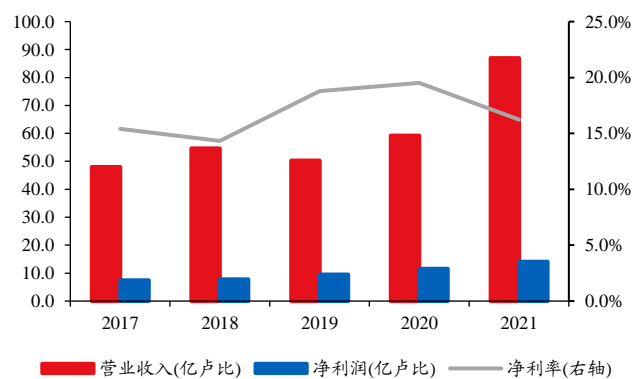
非公路轮胎盈利能力强，扩产企业有望获得更大利润空间。以外资企业为例：1) 米其林：2022 年米其林特种轮胎的销售收入为 69.9 亿欧元，同比增加 25.6%，收入的增长受益于行业需求的高景气。公司特种轮胎营业利润为 10.4 亿欧元，营业利润率达到 14.9%，对比乘用车胎 12.1%、卡客车胎 8.6% 的营业利润率，公司特种轮胎的盈利能力明显更强。2) BKT：公司为印度专业从事非公路轮胎生产的企业，主要产品涵盖工程轮胎、农用轮胎等。2021 年 BKT 实现营业收入 87.0 亿卢比，同比增速高达 46.9%；实现净利润为 14.1 亿卢比，同比增加 22.2%。近年来公司净利率基本保持稳定，2021 年为 16.2%，近三年平均净利率达到 18.2%，反映了非公路轮胎较强的盈利能力。

图表 43 米其林特种轮胎收入利润及营业利润率



资料来源：米其林公告，华创证券

图表 44 BKT 营收及利润率



资料来源：BKT 公告，华创证券

四、厚积薄发，公司质地改善，未来成长可期

（一）制造端，公司产品规格齐全，智能化水平领先

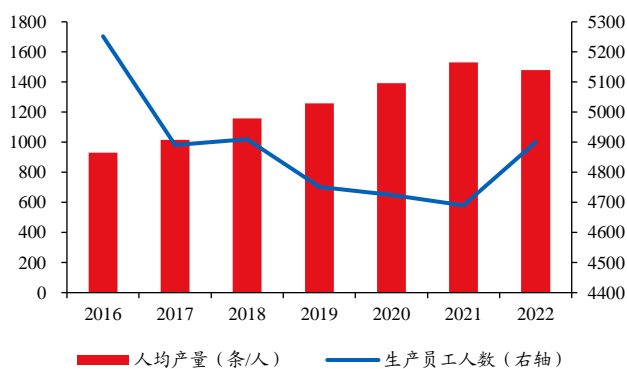
产品方面，公司专注于商用轮胎领域，产品覆盖卡客车轮胎、工程机械轮胎、农业机械轮胎、工业车辆轮胎、特种车辆轮胎五大领域共 3000 多个品种，可凭借高品质、高性价比、高稳定性满足不同区域、不同层次、不同性质顾客群体的差异化需求，是全国乃至全球商用轮胎规格品种最为齐全的轮胎制造企业之一。

研发方面，公司掌握国内先进的轮胎研发、设计和生产关键技术，近 3 年主持和参与制定国家标准 29 项，自主研发并处于有效期的技术专利共 180 项（其中发明专利 12 项、实用新型专利 62 项、外观设计专利 106 项），主导产品的关键技术掌握率达到 100%。多年来，公司持续开发一系列国内独有的技术和产品，如高端载重无内胎轮胎、绿色节能安全型宽基无内胎轮胎、高性能农业子午线轮胎、沙地浮力胎、轻轨列车轮胎、刚性自卸车轮胎等，部分系列的产品为国内独家或首家开发，性能领先于国内品牌产品，接近甚至超越国际品牌产品，获得了国内外市场的广泛认可。

制造方面，在搬迁完成后，公司从“制造”走向“智造”，智能化、自动化的改造助力公司生产效率完成提升。1) **智能化、信息化系统提升生产效率**：公司扎佐新厂区已搭建智

能制造数字化平台，引入MES（制造执行系统）、APS（高级计划与排产系统）等多层级的先进信息化管理系统，实现了生产效率的大幅提高、产品品质的有效提升。2016-2022年，公司生产员工人数持续精简（2022年因越南工厂投产员工有所增加），生产员工人均产量年复合提升8.0%，总人均创收年复合提升7.7%。**2）自动化设备降低生产成本：**扎佐新厂区逐步采用无人搬运车、有轨制导车辆、机械手、堆垛式立体仓库等自动化设备，实现从小料、胶片到大部件、成型、硫化、检测、入库的全程自动化管理，实现从胶料投入到成品检测的一条龙流水化作业，在人员配置、运营成本、生产效率等方面进一步提升和优化。2018-2022年，公司单胎制造费用持续优化，从47.2元/条下降至25.0元/条。2021年2月，公司“5G全连接工厂”项目完成验收，成为贵州省首个5G全连接工厂。

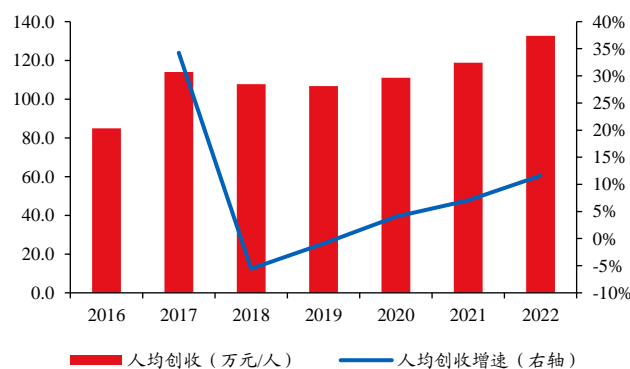
图表 45 公司人均轮胎产量年复合提升 8.0%



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

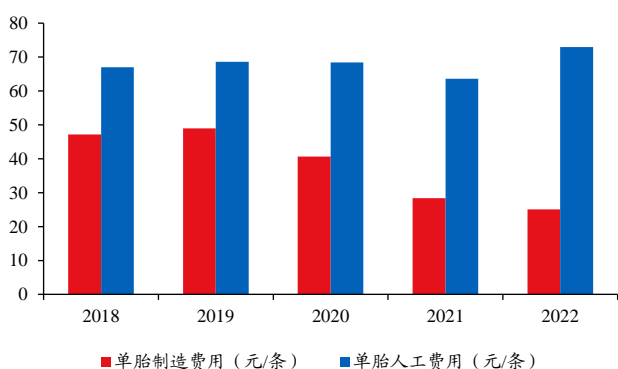
注：2022 年生产员工增加或因越南投产，人均产量下滑或因疫情影响

图表 46 公司人均创收稳步提升



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 47 公司单胎制造费用持续优化



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 48 公司是贵州首个 5G 全连接工厂



资料来源：新华社

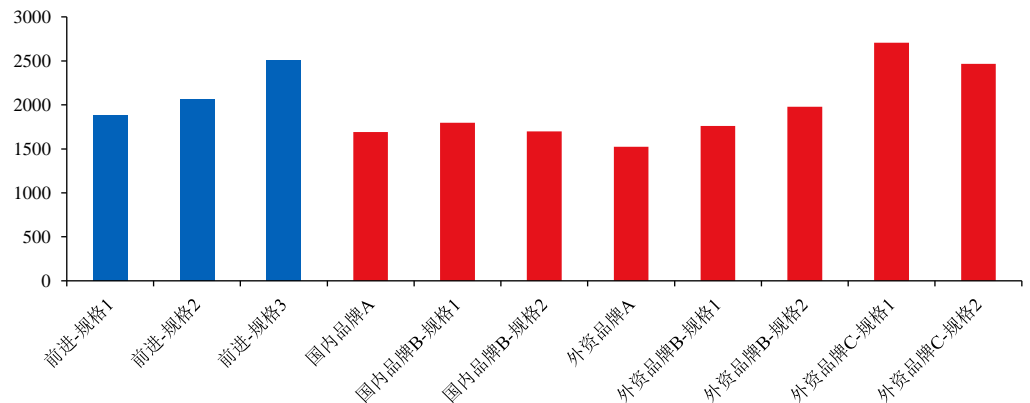
（二）渠道端，公司配套+替换市场布局均衡，营销网络健全

公司目前已经形成了“以替换销售为主、配套销售为辅，以区域代理销售为主、集团客户销售为辅”的销售模式，产品主要面向替换市场及整车配套市场，在国内各省市及国外 130 多个国家和地区设有代理（或经销）机构，与国内外众多知名企业建立了配套关系，实现了经销商客户、配套客户、集团客户三类客户的协同发展，构建了完善的全渠道销售体系。在替换市场，公司国内销售网络遍布各省、直辖市、自治区，并建立了严格的经销商开发制度，持续优化升级经销商结构，对经营情况较差、回款情况不佳的经销

外资品牌 A	1525	12R22.5	22.5 英寸	750kg	120km/h	60kg	70	225mm	18PR
外资品牌 B-规格 1	1760	12R22.5	22.5 英寸	3250kg	120km/h	50kg	-	295mm	18PR
外资品牌 B-规格 2	1980	12R22.5	22.5 英寸	3250kg	120km/h	50kg	80	275mm	16PR
外资品牌 C-规格 1	2707	12R22.5	22.5 英寸	3250kg	130km/h	166kg	80	295mm	18PR
外资品牌 C-规格 2	2465	12R22.5	22.5 英寸	3250kg	120km/h	160kg	90	285mm	18PR

资料来源：京东网，华创证券

图表 52 公司卡客车胎的终端零售价相对更高



资料来源：京东网，华创证券

（三）成长端，越南工厂的投产有望带来公司利润体量的提升

公司国内外均规划有新增产能，中长期成长可期。2020 年 9 月起，公司先后公告了“越南年产 120 万条全钢子午线轮胎项目”、“越南年产 95 万条高性能全钢子午线轮胎项目”、“扎佐年产 300 万套高性能全钢子午线轮胎智能制造项目”（暂终止）及“扎佐年产 38 万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目”。其中，越南一期 120 万条全钢胎已于 2022 年实现投产，二期 95 万条全钢胎处于建设过程中，预期将于今年实现投产。**越南基地是公司“双基地”发展战略的重要组成部分，具备：1) 原材料成本及运输成本优势**，项目建设地位于越南龙江工业园，其比邻全球天然橡胶主要产地泰国，且距离西贡港国际集装箱码头近 50 公里左右，可大幅降低天然橡胶的采购成本，同时降低轮胎的内陆运输成本。**2) 出口欧美发达国家的税率优势**，越南与欧盟签署有《越南—欧盟自由贸易协定》，出口欧盟产品将享受零关税，同时出口美国无贸易摩擦附加关税。实现“海外生产、海外销售”一方面将提升公司应对全球轮胎“双反”政策的应对能力，另一方面将推动公司产能结构升级调整。**3) 盈利优势**，国内轮胎行业友商的实践证明，海外工厂具备强劲的盈利能力，且随着分期产能的逐步投产，公用工程的摊销降低+设备和工人磨合后实现稳定运行，公司单胎盈利水平有望持续提升、总利润体量有望迎来提升。公司国内工厂由扩产卡客车胎改为扩产非公路胎，顺应了当前非公路轮胎高景气的行业背景，同时非公路轮胎是公司的传统优势产品，适当的扩产有望进一步强化公司的市场综合竞争力。

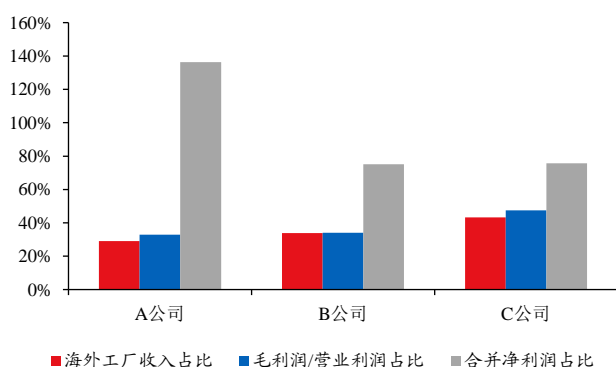
图表 53 公司国内外拟投建项目

项目名称	拟总投资金额	项目预期收益	项目进展	备注
越南年产 120 万条全钢子午线轮胎项目	14.34 亿元	年收入 10.15 亿元，内部收益率 11.25%	已投产	2020.9 公告，非公开发行项目，建设周期 12 个月

越南年产 95 万条高性能全钢子午线轮胎项目	11.76 亿元	年收入 12.25 亿元，年平均税后利润 1.78 亿元	建设中	2021.7 公告，资金来源为公司自筹资金，建设周期 12 个月
扎佐年产 300 万套高性能全钢子午线轮胎智能制造项目	23.01 亿元	年收入 29.66 亿元，税前内部收益率 15.42%	暂终止	2021.7 公告，可转债募投项目，建设周期 12 个月
扎佐年产 38 万条全钢工程子午线轮胎智能制造项目	19.40 亿元	年收入 25.51 亿元，年平均税后利润 1.98 亿元	建设中	2023.1 公告，变更后的可转债募投项目，建设周期 2.5 年

资料来源：公司公告，华创证券

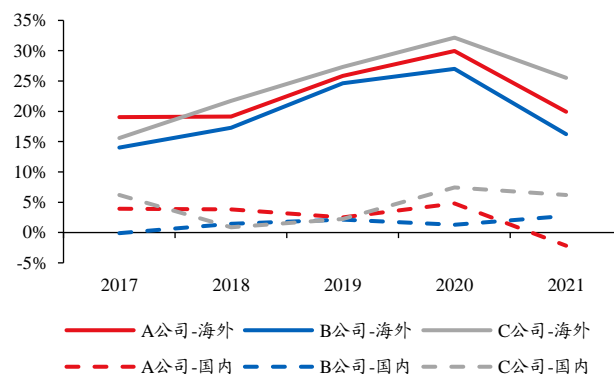
图表 54 国内友商海外工厂收入及利润占比（2021）



资料来源：Wind，各公司公告，华创证券

注：B 公司 2021 年未披露海外毛利润，故其毛利润/营业利润取 2020 年数据

图表 55 国内友商海外及国内工厂净利率对比



资料来源：Wind，各公司公告，华创证券

（四）治理端，公司逐步完善激励机制，促进企业活力再次焕发

2020 年至今公司完成了两期股权激励，其中第一期于 2020 年 1 月授予登记完成，覆盖高管、中层等核心员工共计 444 人，公司也成为贵州省首家实施股权激励的国有企业。第二期股权激励于今年 3 月授予登记完成，最终授予限制性股票 2377.8 万股（占登记前公司总股本 2.07%），授予登记人数 535 人。一方面股权激励的实施彰显了贵阳市政府、公司及各级管理人员对公司未来发展的信心，另一方面股权激励将员工个人发展与公司整体发展相结合，在维护公司核心团队稳定的同时，较高的覆盖比例保证了公司对研发、生产、管理等各环节的全面发展促进，有利于激发员工的主人翁意识。我们看好公司质地迎来优化的同时，有望维持长期高质量发展。

五、盈利预测与估值

（一）盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做出如下假设：

1、国内卡客车轮胎：预期 2023-2025 年产品营收分别 42.43/49.94/57.31 亿元；产能分别为 520/540/840 万条（2023-2024 年产能增量主要来自于产线设备的填平补齐）。假设 2023-2025 年开工率分别为 80%/89%/64%，对应销量 416/480/540 万条。假设 2023-2025 年公司产品单价年均提高 2%，对应 2023-2025 年单价分别为 1020/1040/1061 元，毛利率分别为 14.0%/14.5%/15.0%。

2、国内非公路轮胎：预期 2023-2025 年产品营收分别 45.50/48.55/50.98 亿元；产能分别

为 358/358/358 万条。2023 年产能增长来自于产线设备的填平补齐，以及国内扎佐四期 38 万条非公路轮胎的扩产。假设 2023-2025 年开工率分别为 91%/100%/100%，对应销量 325/340/350 万条。假设 2023-2025 年公司产品单价年均提高 2%，对应 2023-2025 年单价分别为 1400/1428/1457 元，毛利率分别为 22%/23%/24%。

3、越南卡客车轮胎：预期 2023-2025 年产品营收分别 12.24/19.98/25.47 亿元；产能分别为 200/200/200 万条，2023 年产能增长来自于越南二期 80 万条卡客车轮胎的扩产。假设 2023-2025 年开工率分别为 50%/80%/100%，对应销量 100/160/200 万条。假设 2023-2025 年公司产品单价年均提高 2%，对应 2023-2025 年单价分别为 1224/1248/1273 元，毛利率分别为 25%/28%/30%。

4、越南非公路轮胎：预期 2023-2025 年产品营收分别 1.58/4.28/4.92 亿元；产能分别为 15/15/15 万条，2023 年产能增长来自于越南二期 15 万条非公路轮胎的扩产。假设 2023-2025 年开工率分别为 30%/100%/100%，对应销量 4.5/12.0/13.5 万条。假设 2024-2025 年公司产品单价年均提高 2%，对应 2023-2025 年单价分别为 3500/3570/3641 元，毛利率分别为 33%/34%/35%。

5、其他业务：假设 2023-2025 年公司其他业务保持 1.00 亿元营收及 25%的毛利率水平。

基于以上假设，我们预计公司 2023/2024/2025 年可分别实现营收 102.75/123.75/139.67 亿元，实现归母净利润 6.86/9.93/13.10 亿元。

图表 56 公司业绩拆分及预测

产品	项目	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、国内合计	营收（百万元）	6716	7231	7742	8793	9849	10828
	YOY	5%	8%	7%	14%	12%	10%
	产能（万条/年）	671.8	730.2	800.0	878.0	898.0	1198.0
	销量（万条/年）	664.6	698.2	661.8	741.0	820.0	890.0
	开工率	98%	98%	84%	84%	91%	74%
	单价（元/条）	1011	1036	1170	1187	1201	1217
	毛利率	23.4%	15.6%	16.3%	18.1%	18.7%	19.2%
	单胎毛利（元/条）	236	161	191	215	224	234
拆分：卡客车轮胎	营收（百万元）			3617	4243	4994	5731
	YOY				17%	18%	15%
	产能（万条/年）			490.0	520.0	540.0	840.0
	销量（万条/年）			361.7	416.0	480.0	540.0
	开工率			75%	80%	89%	64%
	单价（元/条）			1000	1020	1040	1061
	毛利率			11.0%	14.0%	14.5%	15.0%
	单胎毛利（元/条）			110	143	151	159
拆分：非公路轮胎	营收（百万元）			4126	4550	4855	5098
	YOY				10%	7%	5%
	产能（万条/年）			310.0	358.0	358.0	358.0
	销量（万条/年）			300.2	325.0	340.0	350.0

	开工率			98%	91%	100%	100%
	单价（元/条）			1375	1400	1428	1457
	毛利率			21.0%	22.0%	23.0%	24.0%
	单胎毛利（元/条）			289	308	328	350
二、海外合计	营收（百万元）			614	1382	2426	3038
	YOY				125%	76%	25%
	产能（万条/年）			120.0	215.0	215.0	215.0
	销量（万条/年）			51.2	104.5	172.0	213.5
	开工率			43%	49%	80%	99%
	单价（元/条）			1200	1322	1410	1423
	毛利率			19.5%	25.9%	29.1%	30.8%
	单胎毛利（元/条）			234	343	410	438
拆分：卡客车轮胎	营收（百万元）			614	1224	1998	2547
	YOY				99%	63%	28%
	产能（万条/年）			120.0	200.0	200.0	200.0
	销量（万条/年）			51.2	100.0	160.0	200.0
	开工率			43%	50%	80%	100%
	单价（元/条）			1200	1224	1248	1273
	毛利率			19.5%	25.0%	28.0%	30.0%
	单胎毛利（元/条）			234	306	350	382
拆分：非公路轮胎	营收（百万元）				158	428	492
	YOY					172%	15%
	产能（万条/年）				15.0	15.0	15.0
	销量（万条/年）				4.5	12.0	13.5
	开工率				30%	100%	100%
	单价（元/条）				3500	3570	3641
	毛利率				33.0%	34.0%	35.0%
	单胎毛利（元/条）				1155	1214	1274
三、其他业务	营收（百万元）	93	108	83	100	100	100
	YOY	8%	16%	-23%	20%	0%	0%
	毛利率	52.7%	26.9%	33.7%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	营收（百万元）	6809	7339	8440	10275	12375	13967
	产能（万条/年）	671.8	730.2	920.0	1093.0	1113.0	1413.0
	销量（万条/年）	664.6	698.2	713.0	845.5	992.0	1103.5
	毛利率	23.8%	15.7%	16.7%	19.3%	20.8%	21.8%

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：2022 年数据来自我们的模型拆分

（二）相对估值及目标价格

我们选取国内轮胎行业上市公司玲珑轮胎（601966.SH）、赛轮轮胎（601058.SH）、三角轮胎（601163.SH）、通用股份（601500.SH）作为可比公司。参考可比公司 2023 年市场一致预期，同时结合公司无半钢胎产能的产品结构，我们给予公司一定的估值折价，给予公司 2023 年 12 倍目标 PE，对应目标价 7.20 元。

图表 57 可比公司估值比较

代码	简称	净利润(亿)				P/E			
		TTM	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31	TTM	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31
可比公司均值		7.23	10.61	15.11	20.02	96.00	20.26	13.13	11.05
601966	玲珑轮胎	5.97	12.42	19.78	24.67	53.08	25.52	16.03	12.85
601058	赛轮轮胎	13.65	19.58	25.95	29.16	22.39	15.61	11.78	10.48
601163	三角轮胎	9.11	8.00	10.05	无预测	12.83	14.61	11.63	无预测
601500	通用股份	0.21	2.42	4.67	6.23	295.70	25.32	13.09	9.82

资料来源：Wind，华创证券

注：可比公司数据取自 wind 一致预期；截至 2023.05.05 收盘

（三）投资建议

公司深耕商用轮胎领域多年，近年来经营管理质地改善，未来成长可期。公司现有贵阳扎佐和越南龙江两个生产基地，产能达 920 万条。其中越南基地具备原材料成本及运输成本低、出口欧美发达国家税率低、盈利能力显著突出等优势；国内工厂则在搬迁完成实现了智能化改造，生产效率提升的同时生产成本显著降低。2020 年至今公司已完成两期股权激励，是贵州省首家实施股权激励的国有企业。股权激励的落地及海外工厂的投产标志着公司治理的改善，我们看好公司管理质地迎来优化的同时，有望维持长期高质量发展。

卡客车轮胎国内市场复苏兑现中；非公路轮胎高景气有望延续。国内，公司有望受益于卡客车胎的需求复苏。海外，俄罗斯、南美等地成为近年来国内全钢胎出口的主要增长区域，且需求增长有望随当地经济的蓬勃增长而延续。非公路轮胎方面，煤炭、矿产等资源品景气高企推动采矿业产值增速稳定向好，同时基建投资或仍是 2023 年“稳增长”的重要抓手之一，公司作为头部企业，非公路轮胎全球市占率仅 2-2.5%，未来成长空间巨大。同时，非公路轮胎利润率高于卡客车轮胎，我们看好以公司为代表的国内企业在扩产非公路轮胎的同时，有望向应用场景更严苛、单胎附加值更高的细分领域渗透，持续抢占外资份额。

投资建议：我们预计公司 2023/2024/2025 年可分别实现营收 102.75/123.75/139.67 亿元，实现归母净利润 6.86/9.93/13.10 亿元，对应当前 PE 分别为 9.6x/6.6x/5.0x。参考可比公司估值，我们给予公司 2023 年 12 倍目标 PE，对应目标价 7.20 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

六、风险提示

项目建设进展不及预期；海外市场贸易壁垒增加；原材料价格大幅波动等。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,346	4,995	6,309	7,539
应收票据	984	1,214	1,453	1,645
应收账款	1,354	1,323	1,631	1,931
预付账款	185	154	210	255
存货	1,255	1,209	1,456	1,708
合同资产	18	19	28	29
其他流动资产	835	1,120	1,291	1,485
流动资产合计	7,977	10,033	12,378	14,591
其他长期投资	1	1	1	1
长期股权投资	26	26	26	26
固定资产	5,352	5,857	6,124	6,372
在建工程	509	509	409	309
无形资产	414	408	409	430
其他非流动资产	1,482	1,498	1,509	1,521
非流动资产合计	7,784	8,299	8,478	8,659
资产合计	15,762	18,332	20,856	23,250
短期借款	1,533	1,483	1,433	1,533
应付票据	2,119	2,819	3,399	3,707
应付账款	1,446	1,860	2,265	2,458
预收款项	0	0	0	0
合同负债	187	227	274	309
其他应付款	48	48	48	48
一年内到期的非流动负债	382	382	382	382
其他流动负债	363	936	1,276	1,611
流动负债合计	6,077	7,755	9,076	10,048
长期借款	1,402	1,602	1,802	1,902
应付债券	1,610	1,610	1,610	1,610
其他非流动负债	191	191	191	191
非流动负债合计	3,203	3,403	3,603	3,703
负债合计	9,280	11,157	12,679	13,750
归属母公司所有者权益	6,450	7,137	8,130	9,440
少数股东权益	32	39	48	59
所有者权益合计	6,482	7,175	8,177	9,499
负债和股东权益	15,762	18,332	20,856	23,250

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-111	2,544	1,931	1,780
现金收益	810	1,239	1,608	1,910
存货影响	-302	46	-246	-252
经营性应收影响	-498	-159	-597	-530
经营性应付影响	-227	1,115	985	502
其他影响	105	303	182	150
投资活动现金流	-1,220	-965	-668	-691
资本支出	-974	-954	-663	-685
股权投资	-26	0	0	0
其他长期资产变化	-221	-11	-5	-6
融资活动现金流	2,467	71	51	141
借款增加	2,524	150	150	200
股利及利息支付	-132	-120	-150	-117
股东融资	5	5	5	5
其他影响	71	36	46	53

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,440	10,275	12,375	13,967
营业成本	7,029	8,297	9,804	10,923
税金及附加	40	51	62	70
销售费用	312	360	433	489
管理费用	391	476	574	647
研发费用	263	298	371	419
财务费用	-48	94	115	76
信用减值损失	-38	-22	-22	-22
资产减值损失	-7	-7	-7	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	22	16	17	19
其他收益	22	30	30	30
营业利润	451	716	1,034	1,362
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	19	10	10	10
利润总额	435	711	1,029	1,357
所得税	4	21	30	40
净利润	432	690	998	1,317
少数股东损益	3	3	5	7
归属母公司净利润	429	686	993	1,310
NOPLAT	384	781	1,110	1,391
EPS(摊薄) (元)	0.37	0.60	0.87	1.14

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	15.0%	21.7%	20.4%	12.9%
EBIT 增长率	-8.3%	107.7%	42.1%	25.3%
归母净利润增长率	16.0%	60.1%	44.7%	31.9%
获利能力				
毛利率	16.7%	19.3%	20.8%	21.8%
净利率	5.1%	6.7%	8.1%	9.4%
ROE	6.6%	9.6%	12.2%	13.9%
ROIC	4.0%	7.3%	9.4%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	58.9%	60.9%	60.8%	59.1%
债务权益比	79.0%	73.4%	66.3%	59.1%
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	50	47	43	46
应付账款周转天数	75	72	76	78
存货周转天数	57	53	49	52
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.60	0.87	1.14
每股经营现金流	-0.10	2.22	1.68	1.55
每股净资产	5.62	6.22	7.09	8.23
估值比率				
P/E	15.3	9.6	6.6	5.0
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	14	9	7	6

能源化工团队介绍

组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4年化工实业工作经验，6年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。2019年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023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	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@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、转发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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522