

分析师： 李兴

021-63237807

lixing@cjsc.com.cn

联系人： 鄢祝兵

(8627) 65799773

yanzb@cjsc.com.cn

受益于行业景气提升，精耕细作于国内维修市场

事件描述

我们于近日调研了黔轮胎 A，就公司现状和未来发展与公司高管进行了交流。

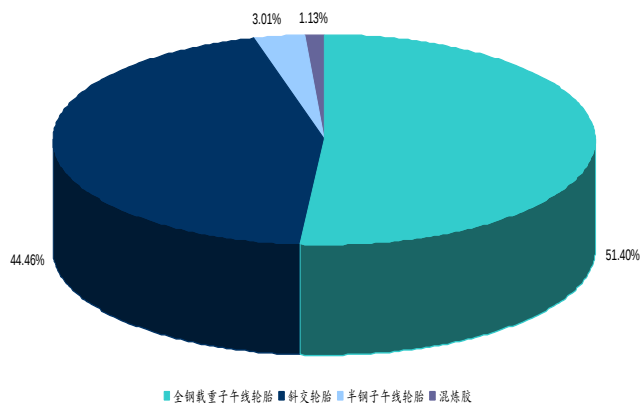
事件评论

第一， 公司精耕细作于国内轮胎维修市场，业绩逐步好转

公司是国内中西部地区最主要的轮胎企业之一，主要产品包括全钢载重子午胎、半钢子午线轮胎、斜交胎等，2008 年公司销售额位居轮胎行业前 10 位。公司主营业务收入和毛利主要来自于全钢载重子午胎和斜交胎。公司目前载重子午胎规模达到 200 万条，半钢子午胎为 50 万条，斜交胎达到 250 万条左右的规模。公司出口结构产品以半钢胎为主，斜交胎出口比例占 1/3 左右，公司盈利能力较强的全钢子午胎侧重国内市场，约占产量 95%以上，公司产品以国内维修市场为主，从长期来看，轮胎维修市场需求与汽车保有量有关，维修市场毛利高于出口和配套市场，其受金融危机的影响也远小于配套和出口市场。

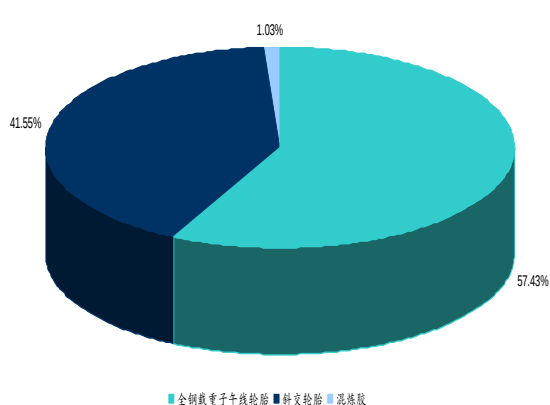
2008 年公司生产轮胎 457.28 万条，同比增长 2.93%，其中载重子午线轮胎生产 161.90 万条，同比增长 3.12%。2008 年公司实现营业收入 437396.68 万元，比上年同期增长 8.13%，利润总额 5419.28 万元，同比下滑 -53.27%，归属于母公司的净利润 5120.72 万元，同比下滑 -41.37%。今年 1 季度，公司实现营业总收入 92066.79 万元，同比下滑 -1.35%，实现归属于母公司的净利润 2900.96 万元，同比增加 16.92%。从今年 3 月开始，公司盈利能力显著上升，我们预期公司二季度经营情况也将明显好于一季度。

图 1：2008 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 2：2008 年公司主营业务毛利构成



资料来源：公司公告 长江证券研究部

表 1：2008 年中国轮胎行业销售额前 10 位

排名	企业	销售收入（万元）
1	佳通轮胎（中国）投资有限公司	1296098
2	杭州中策橡胶有限公司	1105503
3	三角集团有限公司	1060288
4	山东玲珑橡胶有限公司	1028803
5	双钱集团股份有限公司	712142
6	青岛双星轮胎工业有限公司	653996
7	风神轮胎股份有限公司	609732
8	贵州轮胎股份有限公司	429803
9	兴源轮胎集团有限公司	428288
10	固铂成山（山东）轮胎有限公司	412810

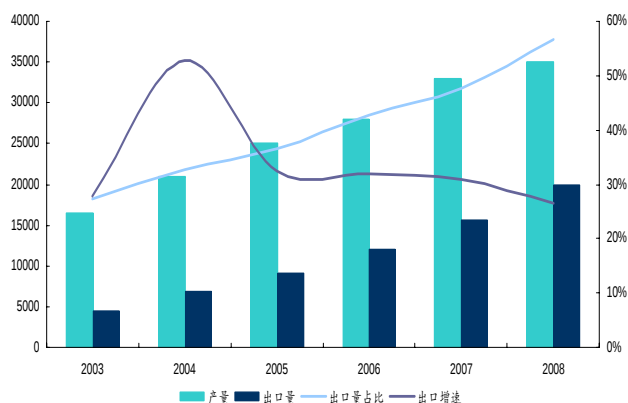
资料来源：中国橡胶工业协会轮胎分会

第二，受益于需求回暖，成本回落，轮胎行业景气度提升

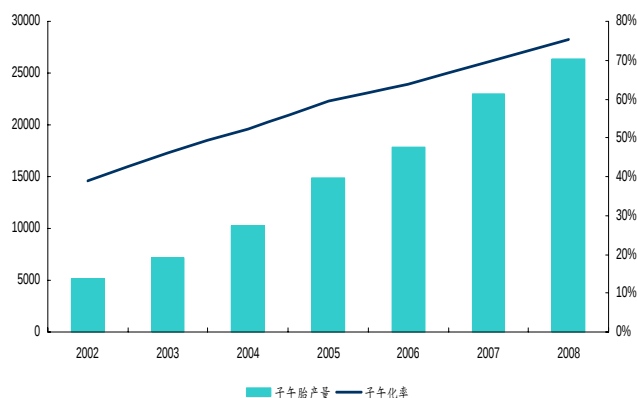
➤ 中国成为世界轮胎生产大国，轮胎子午化率不断提升

轮胎是汽车、工程车、农用车等最重要的组成部分之一。根据胎体结构的不同，轮胎可以划分为斜交线轮胎和子午线轮胎两大类。斜交线轮胎属早期的轮胎品种，存在耗油量大、耐磨性低、寿命短等缺点，而子午线轮胎具有节能、高速行驶时安全性和舒适性好、耐用等优越性。近年来，在免征子午胎10%消费税、取消轮胎项目行政审批等优惠政策支持下，我国轮胎工业得到快速发展。目前中国的轮胎市场是全球增长最快的，市场规模约为80亿美元，占世界轮胎市场份额的9%。

我国已成为世界轮胎生产大国，轮胎产量和出口量均位居世界前列。近年来，随着我国公路、汽车、交通运输事业的不断发展，以及人民物质生活水平的不断提高，国内汽车轮胎，特别是子午线轮胎一直处于高速发展的状态，2002至2007年，国内轮胎产量年均增速超过18%，子午线轮胎产品的年均增速超过30%。2008年，受金融危机的影响，国内轮胎产量增速放缓，同比仅增长6.06%，增幅下滑11.8%，而子午胎增速仅增长14.60%，下滑14.20%，国内轮胎子午化率超过75%。随着世界轮胎制造中心向以中国为首的亚洲市场转移，预计未来几年中国轮胎制造行业仍将保持较快增速。

图 3：国内轮胎产量及出口量情况（单位：万套）


资料来源：中国石油和化工经济分析 长江证券研究部

图 4：国内子午胎产量及子午化率（单位：万套）


资料来源：长江证券研究部

➤ 轮胎维修市场和配套市场均出现回暖迹象

国内轮胎企业的产品按照需求可以分为三类，即维修市场、配套市场和出口市场。在国内需求领域，维修市场上替换

胎需求是配套用胎的两倍左右，占到了整个轮胎市场超过70%份额，汽车售后服务在轮胎行业的作用不可低估，国内维修市场相对稳定，毛利率和利润率处于较高的水平。维修市场的回暖会跟随国内投资加速导致物流及相关公路货运量的上升而迅速提升，我们可以看到我国公路货运量和公路货运周转率均出现反弹迹象。

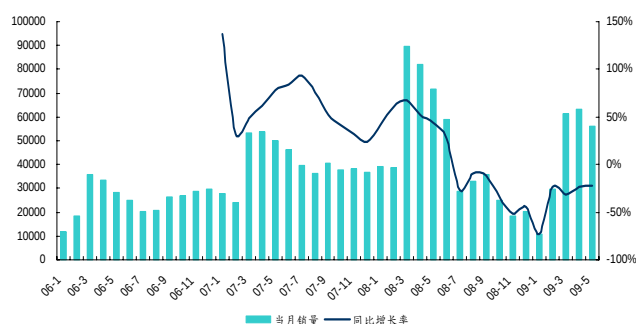
国内轮胎企业还是以生产全钢子午胎和工程斜交胎为主，主要应用在载重客车和工程斜交胎领域，08年4季度受金融危机的影响，重卡和装载机需求处于低谷，在固定资产投资加速的刺激下，重卡和装载机的需求有望逐步回暖，09年1月我国装载机销量为3839台，同比下降57%，2月份装载机销量达到10744台，同比增长11%，3月份、4月份、5月份装载机销量分别为16792台、14832台和12436台，同比下降幅度逐步缩窄。09年1月重卡销量为1.07万辆，同比下滑达到73%，为近几年来的销售低点，2月开始重卡销售逐步有所好转，受重卡和工程机械逐步回暖拉动，优势轮胎企业目前开工率达到100%，产销两旺，景气显著回升。

表2：不同类型的车辆轮胎配套和替换数

轮胎类型	车辆类别	配套轮胎数	替换系数（条/辆.年）
轿车胎	轿车	5	1.5
载重胎	中型载重卡车	11	15
	重型载重卡车	16~22	10~20
	轻型载重卡车	7	4.2
	大型客车	7~11	2~5
工程胎	装载机	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源：中国轮胎工业协会 长江证券研究部

图 5：公路货运量增速开始回升



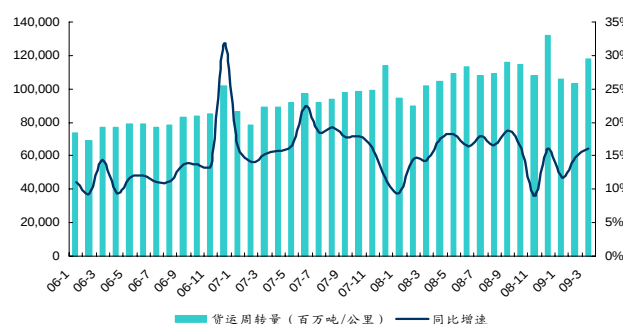
资料来源：中国工程机械协会 长江证券研究部

图 7：国内装载机单月销量及同比增长率



资料来源：中国工程机械协会 长江证券研究部

图 6：公路货运周转量底部反弹



资料来源：长江证券研究部

图 8：国内重卡单月销量及同比增长率

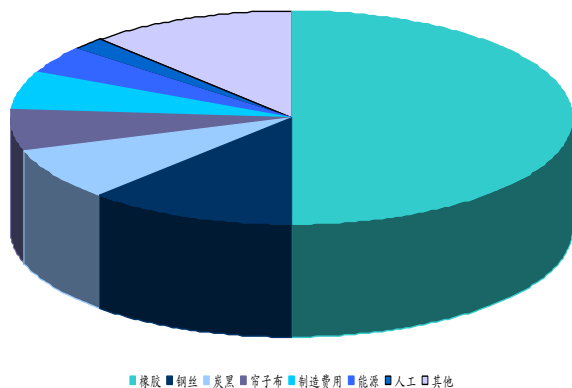


资料来源：长江证券研究部

➤ 天然橡胶和合成橡胶较高点大幅回落，行业毛利率显著提升

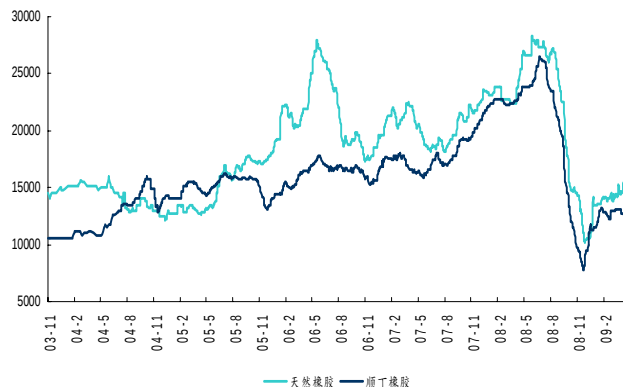
轮胎生产中，原材料包括天然橡胶、合成橡胶、钢丝、炭黑和帘子布等原材料，其中，天然橡胶和合成橡胶占总生产成本比例约达到50%左右。天然橡胶、合成橡胶的供应情况及价格波动对于轮胎公司的生产经营可能会产生重大影响。自从去年年底国际原油价格一路下滑，与原油密切相关的国际橡胶价格也出现大幅回落（较最高点下跌超过50%），而同期轮胎产品的价格跌幅有限，轮胎行业公司毛利率情况有较大幅度提升，预计今年3季度和4季度轮胎行业毛利率仍维持在高位。

图 9：轮胎生产成本构成



资料来源：长江证券研究部

图 10：天然橡胶和合成橡胶价格走势



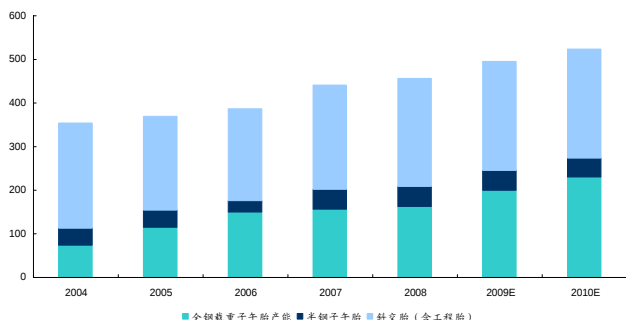
资料来源：化工在线 长江证券研究部

随着 4 万亿投资项目的不断推进，将陆续有新项目进入施工阶段，轮胎下游重卡和工程机械有所回暖，黔轮胎处于 4 万亿投资的最密集区域，同时又受益于四川地区灾后重建，公司下游需求较为旺盛，目前轮胎产销率达到 100%，我们预计轮胎行业景气将持续较长时间。

第三，公司专营主业，未来稳健扩张全钢子午胎产量

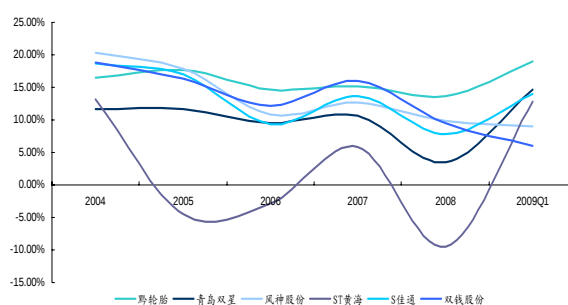
公司作为贵州省内唯一一家轮胎企业，未来横向整合的机会比较少，主要在于自身稳健扩张。公司未来发展规划以扩大全钢子午胎产能为主，公司 07 年起运用自有资金、银行贷款和短期融资券进行一期 40 万套全钢子午胎技改，该项目于 2008 年 7-8 月顺利投产，公司二期 80 万套全钢子午胎项目计划于 2010 年投产，另外，公司计划新建 70 万套全钢子午胎建设项目，未来公司全钢子午胎产能规模逐步扩大，待所有项目投产后，公司全钢子午胎产能规模将达到 350 万套/年。且新建一期和二期全钢载重子午胎主要针对中长途载重车，产品结构不断优化。公司主要做国内维修市场，产品质量高、退赔率相对于竞争对手低，公司毛利率显著高于竞争对手。

图 11：公司轮胎产能分布图



资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 12：黔轮胎销售毛利率高于其他轮胎上市公司



资料来源：公司公告 长江证券研究部

第四，估值与盈利预测

随着天然橡胶和合成橡胶价格较去年最高点有较大幅度回落，公司轮胎产品价格相对较为稳定，公司子午胎、斜交胎毛利率较去年将有显著提升，有望恢复到 05 年较高水平，我们预测公司 2009 年、2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.664 元、0.736 元和 0.900 元，目前股价对应于 2009 年、2010 年、2011 年动态 PE 分别为 13.9、12.6 和 10.3，我们首次给予公司“推荐”评级。

第五，风险提示

未来天然橡胶和合成橡胶价格有可能进一步上涨，公司毛利率存在下滑风险。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4374	4018	4311	4925	货币资金	312	402	431	492
营业成本	3779	3351	3586	4088	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	595	667	725	837	应收账款	560	516	553	632
% 营业收入	13.6%	16.6%	16.8%	17.0%	存货	775	691	739	843
营业税金及附加	36	33	36	41	预付账款	83	73	78	89
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	198	181	194	222	流动资产合计	1988	1920	2057	2348
% 营业收入	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	可供出售金融资产	5	5	5	5
管理费用	174	161	172	197	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	17	17	17	17
财务费用	124	85	80	76	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.8%	2.1%	1.9%	1.5%	固定资产合计	1767	1892	1959	1873
资产减值损失	5	-7	5	11	无形资产	38	36	34	33
公允价值变动收益	-4	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	15	0	0	0	递延所得税资产	35	0	1	3
营业利润	67	214	237	290	其他非流动资产	168	168	168	168
% 营业收入	1.5%	5.3%	5.5%	5.9%	资产总计	4018	4038	4242	4447
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	1307	1127	1106	963
利润总额	54	214	237	290	应付款项	682	605	648	739
% 营业收入	1.2%	5.3%	5.5%	5.9%	预收账款	26	24	26	30
所得税费用	5	53	59	72	应付职工薪酬	9	10	11	12
净利润	49	160	178	217	应交税费	139	289	317	377
归属于母公司所有者的净利润	51.2	169.0	187.3	228.8	其他流动负债	58	51	55	63
少数股东损益	-2	-9	-9	-12	流动负债合计	2221	2107	2162	2183
EPS (元/股)	0.20	0.66	0.74	0.90	长期借款	569	569	569	569
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	1	0	0	0
经营活动现金流净额	253	821	602	664	其他非流动负债	11	11	11	11
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	2802	2687	2742	2763
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1207	1350	1510	1704
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	9	1	-9	-21
固定资产投资	-334	-440	-443	-349	股东权益	1216	1351	1501	1684
其他	16	0	0	0	负债及股东权益	4018	1351	1501	1684
投资活动现金流净额	-317	-440	-443	-349	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.201	0.664	0.736	0.900
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.75	5.31	5.94	6.70
银行贷款增加 (减少)	244	-181	-21	-143	PE	45.99	13.94	12.57	10.29
筹资成本	143	-110	-108	-110	PEG	0.71	0.22	0.19	0.16
其他	-282	0	0	0	PB	1.95	1.74	1.56	1.38
筹资活动现金流净额	105	-291	-129	-253	EV/EBITDA	11.79	5.93	5.18	4.23
现金净流量	41	90	29	61	ROE	4.2%	12.5%	12.4%	13.4%
					EPS	0.201	0.664	0.736	0.900

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。