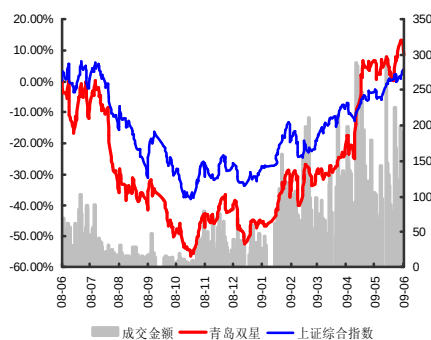


2009 年 7 月 1 日

评 级：推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

王席鑫

0510-82833507

wangxx@qlsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

胶价处于历史低位、盈利恢复超预期

事件：

7 月 1 日，青岛双星发布 09 年半年度业绩预告修正公告，修正前业绩预告的净利润有误，主要原因是公司未考虑 08 年度应弥补亏损，直接以本期利润总额扣减本期所得税计算。根据企业所得税法和公司法规定，公司在本期允许以税前利润弥补 08 年度亏损，故 2009 年半年度净利润约 11500 万元。

点评摘要：

1、我们认为，主要原材料橡胶价格处于历史低位，而公司轮胎产品价格下降幅度较小，是公司上半年业绩恢复超预期的主要原因。

2、预计下半年，通胀和油价上涨预期将带动天然橡胶价格上涨，但是全年天胶均价在 15000 元/吨左右，较 07 年天胶均价跌幅达到 40% 以上，同时轮胎价格跌幅有限，预计全年公司轮胎毛利有望恢复至 2003 年的水平。

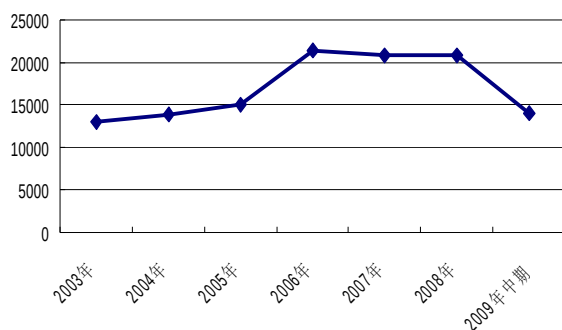
3、预计公司 09、10 和 11 年的每股收益为 0.41,0.38 和 0.45 元。在需求回暖、原材料价格维持低位和产品价格小幅下滑的背景下，公司盈利恢复程度超出我们预期，建议投资者关注二、三季度盈利大幅度反弹带来的投资机会，给予“推荐”的投资评级。

一、原材料历史低位、轮胎价格保持平稳，轮胎处于最佳盈利区间

从原材料来看，轮胎的主要原材料包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑、帘子布和钢丝，而天然橡胶和合成橡胶占总成本比例的 50% 以上，而轮胎企业毛利率和净利率水平较低（一般情况下，毛利率在 15% 左右，净利率在 2% 左右），因此橡胶价格的波动对轮胎企业的盈利情况影响较大。从图 1、2 可以看出，经过 08 年下半年的大幅下跌，09 年上半年橡胶价格已处于 2003 年以来的历史最低水平，上半年橡胶均价已下跌至 2003，2004 年的价格水平。

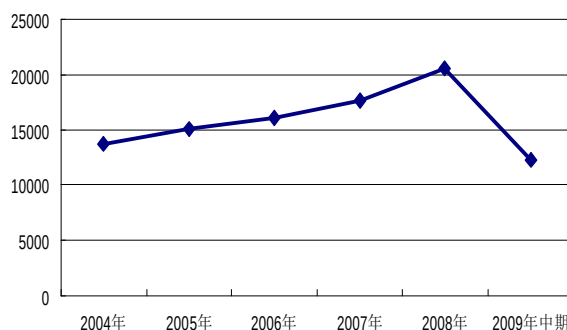
由于合成橡胶和油价联动性较大，而合成橡胶对于天然橡胶的替代性使合成橡胶和天然橡胶的价格关联度较大。因此未来油价的走势对于橡胶价格的影响较大。我们认为，尽管下半年通胀预期和油价的上涨将推动橡胶价格上涨，但是考虑到 09 年油价出现大幅上涨的可能性较小，预计全年均价在 70 美金左右，我们认为未来全年橡胶价格上涨幅度有限，初步预计天胶价格 09 年均价在 15000 元/吨。

图 1：天然橡胶（上海期货）格年均价



资料来源：wind 国联证券

图 2：国内顺丁橡胶历年均价



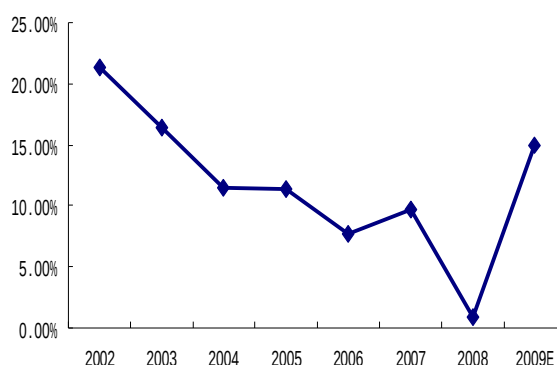
而从轮胎价格来看，国内轮胎企业在载重子午胎方面具有比较优势，生产技术和产品性能居世界前列，因此国内轮胎企业大力发展载重子午胎。载重子午胎的需求市场主要是配套市场、维修市场和出口市场，三个市场占总需求的比例大致为 15%，55% 和 30%。

我们认为，尽管配套市场来看，整车厂商掌握议价优势，但是在维修市场和出口市场方面，维修市场份额主要集中于国内大型轮胎生产企业，具有议价优势，而出口市场，国内轮胎性价比优势明显，因

此占载重子午胎总需求的 80%，国内大型载重子午胎生产企业具有议价优势。这也是上半年载重子午胎价格下跌幅度较小的重要原因。我们预计 09 年下半年国内载重子午胎的价格仍将保持稳定。

综上分析，基于对橡胶价格低位和轮胎价格的判断，我们认为，09 年国内轮胎企业的盈利能力将大幅提升，青岛双星作为国内载重子午胎的龙头企业受益明显，轮胎毛利有望恢复至 2003 年的水平，预计公司全年轮胎产品的综合毛利率达到 15%左右。

图 3：轮胎毛利恢复至 2003 年的水平



数据来源：wind 国联证券

主营业务预测：

	2009E	2010E
销量（套）		
载重子午胎	285	355
轻载子午胎	263	310
斜交胎	87	75
收入（百万元）		
载重子午胎	3,467	4,381
轻载子午胎	574	674
斜交胎	161	138
销售收入合计	4,202	5,155
毛利率		
载重子午胎	17.5%	15.2%
轻载子午胎	4.8%	2.8%
斜交胎	8%	4.5%
综合毛利润	647.16	691.08
综合毛利率	15.40%	13.41%

三、投资建议

我们认为轮胎行业 09 年处在较佳盈利区间，公司上半年受益于原材料大幅下跌反弹幅度有限，而公司产品价格下降幅度较小，是公司上半年业绩恢复超预期的主要原因。预计下半年，随着通胀预期和油价上涨，橡胶价格将有所上涨，但是全年均价仍维持在历史最低水平，而轮胎价格下降幅度有限，预计公司全年轮胎产品的综合毛利率达到 15%左右，产品毛利恢复至 2003 年的水平。

预计公司 09、10 和 11 年的每股收益为 0.41,0.38 和 0.45 元。在需求回暖、原材料价格维持低位和产品价格小幅下滑的背景下，公司盈利恢复程度超出我们预期，建议投资者关注二、三季度盈利大幅度反弹带来的投资机会，给予“推荐”的投资评级。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。