

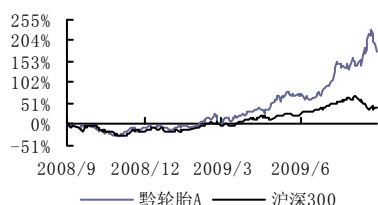
消费品及服务-汽车及配件

Consumable and service-Auto and auto parts

2009 年 09 月 04 日

市场数据	2009 年 9 月 3 日
当前价格 (元)	14.8
52 周价格区间 (元)	3.80-17.18
总市值 (百万)	3644.51
流通市值 (百万)	2427.90
总股本 (万股)	254.33
流通股 (万股)	169.43
日均成交额 (百万)	85.56
近一月换手 (%)	322.49%
第一大股东	贵阳市国有资产投资管理公司
公司网址	http://www.gztire.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
黔轮胎 A	10.74%	61.56%	176.64%
沪深 300	-24.22%	2.56%	18.34%

相关报告

《黔轮胎 2009 年中报点评》2009.8

吕丽华、冉飞

+86 755 83199599 ext 8202

+86 755 83199599 ext 8267

lvlh@csc.com.cnranfei@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华、冉飞, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

全钢胎厚积薄发, 斜交胎可圈可点

—黔轮胎 (000589) 调研报告

评级: 增持 (维持)

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	4374	4665	4878	5354
净利润 (百万元)	51	236	210	250
每股收益 (元)	0.20	0.93	0.82	0.98
净利润增长率%	-41%	362%	-11%	19%
市盈率	72	16	18	15
EV/EBITDA	14	8	9	7

- 公司是我国十大轮胎生产企业之一, 2008 年销售收入列全行业第 9 位; 公司主营包括全钢载重子午胎和斜交胎两大类, 技术实力处于国内领先水平。
- 国内全钢载重子午胎市场空间广阔, 本土企业在此领域竞争力强, 占据了 75% 以上市场份额, 未来在供需总体平衡下有望保持良性竞争格局。斜交胎总体面临被子午胎逐渐取代, 但在工程机械等领域依旧具有明显的性价比优势; 预计工程、特种用胎走向大规模子午化尚待时日, 斜交胎至少在未来 4 年内仍有固定的生存空间。
- 成本急降、需求回暖造就国内轮胎行业在 2009 年上半年迎来多年未遇的高景气。综合供求因素和大宗商品的价格关联性, 预计未来 1~2 年轮胎制造成本将有小幅反弹, 但大幅上涨的可能性也不大; 在良好的消费环境支持下, 具有品牌和规模优势的国内轮胎企业仍有望实现较高的毛利率水平。
- 公司定位明确、产品结构合理, 在所属细分市场优势明显, 盈利能力高于行业平均水平。其中, 全钢胎专注于国内轮胎替换市场, 产品在业内竞争力突出、市场份额稳定, 未来新增产能的陆续释放将对公司收入和利润增长构成有力支撑; 斜交胎通过优化产品结构, 在行业萎缩背景下依旧能保持较好的销售和盈利水平。
- 预测公司 2009~2011 年 EPS 分别为 0.93、0.82、0.98 元, 给予公司 2010 年 20~23 倍 PE, 对应 12 月内目标价 16.4~18.9 元, 维持“增持”评级。
- 风险提示: (1) 天胶等主要原材料价格大幅上涨; (2) 未来 1~2 年资本性支出较大, 存在一定融资需求; (3) 特保案可能造成的中长期影响。

公司简介

公司是我国十大轮胎生产企业之一，2008 年销售收入列全行业第 9 位¹；产品包括“前进”牌全钢载重子午线胎、斜交胎、半钢子午线胎、工业车辆轮胎、实心轮胎等，规格品种达 1,000 多个；目前年产能达 500 万条，以全钢载重子午胎和斜交胎为主。

Figure 1 国内部分重点轮胎企业 2008 年收入、利润总额排名

排名	轮胎企业	销售收入 (万元)	轮胎企业	利润总额 (万元)
1	中国佳通	1296098	中国正新	54095
2	杭州中策	1105503	兴源集团	50328
3	三角集团	1060288	杭州中策	33899
6	双钱集团	712142	山东玲珑	16026
7	青岛双星	653996	三角集团	14946
8	风神轮胎	605253	江苏通用	12936
9	贵州轮胎	429803	泸河集团	12031

数据来源：中国轮胎工业协会、世纪证券研究所

Figure 2 轮胎按结构分类及公司目前产能分布

产品类别 (按结构)	主要下游	目前产能 (万条)
子午线 轮胎	全钢 中重卡、大中客	200
	半钢 乘用车、轻型商用车	40
斜交轮胎	工程机械、农机、军品	260

数据来源：公司资料，世纪证券研究所

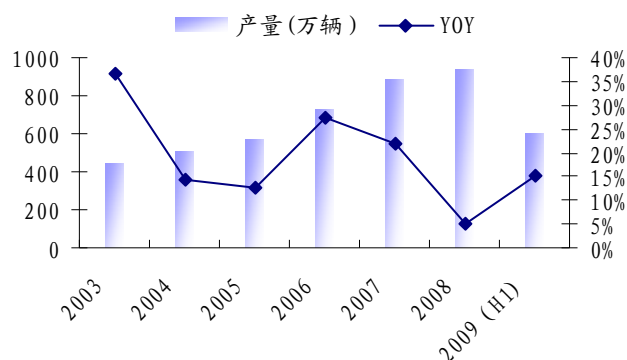
公司前身贵州轮胎厂成立于 1958 年，经过数十年的积累，具备了较强的自主开发能力；现拥有国家级技术中心和博士后科研工作站，核心技术完全实现自主，其中全钢载重子午胎、工程斜交胎技术在国内领先，2004 年“前进”牌全钢子午胎被评为“中国名牌产品”。

行业：全钢载重子午胎市场广阔，斜交胎仍有生存空间

轮胎行业兼具劳动密集和技术密集特征，90%应用于汽车行业，少数应用于工程机械、农机等行业。基于巨大的市场空间和人力成本优势，跨国轮胎巨头近年纷纷抢滩国内市场，本土企业也迅速扩产扩能，全球轮胎制造业重心逐渐向我国转移；2004 年起我国成为全球第一大轮胎生产国，同时出口持续上升，目前占产量比重约 40%。

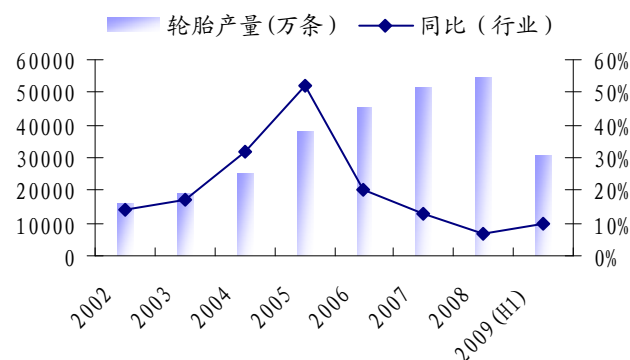
¹ 参照中国橡胶工业协会轮胎分会统计口径

Figure 3 近年我国汽车产量及增速



数据来源：中汽协，世纪证券研究所

Figure 4 近年我国轮胎产量及增速

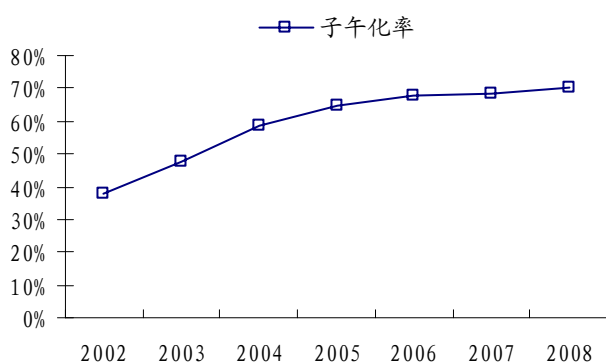


数据来源：国研网，世纪证券研究所

轮胎以结构分类主要包括传统的斜交轮胎和子午线轮胎两大类型。斜交轮胎属于早期的品种，而子午线轮胎相比来说，具有省油、耐用、承载能力强、减振性好、不易爆胎等诸多优点，综合性能明显好于斜交轮胎，是轮胎行业的必然发展趋势；目前全球轮胎子午化率已超过 90%，近年我国轮胎子午化率也快速提升，2008 年超过 70%。

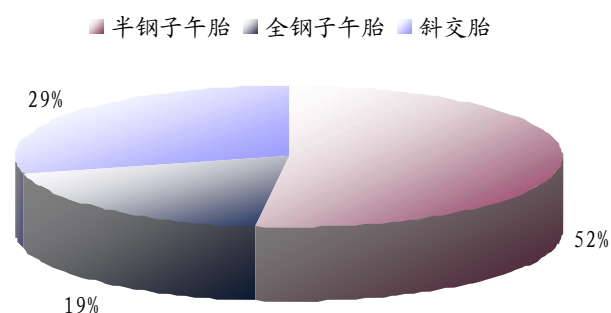
国内轮胎行业竞争格局分明。跨国轮胎巨头绝大部分产能在半钢子午胎，占据国内乘用车子午胎近 70% 的市场份额，尤其凭借其技术优势，牢牢把持着利润率较高的乘用车子午胎高端市场；本土企业则较早介入了全钢载重子午胎领域，已形成规模优势，技术实力接近于国际先进水平，占据着 75% 以上的市场份额。

Figure 5 近年我国轮胎子午化率



数据来源：世纪证券研究所

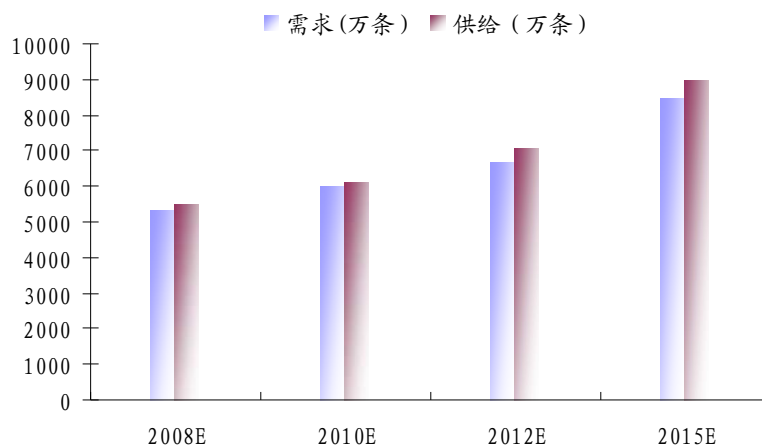
Figure 6 2008 年我国轮胎市场比重 (按结构)



数据来源：世纪证券研究所

短期来看，受基建投资高位运行、物流运输行业复苏提振，全钢载重子午胎基本上供不应求；中长期看，国内重卡等下游行业成长趋势确定，保有量稳步提升；强大的国际竞争力对出口构成有力支撑，再加上对斜交胎的逐步替代，全钢载重子午胎市场空间依旧广阔；同时，2006~2008 年间我国全钢子午胎的新增产能经历了一轮集中释放，在建产能规模增速呈放缓态势，在供需总体平衡下行业有望保持良性竞争格局。

Figure 7 我国全钢子午胎市场需求与供给预测



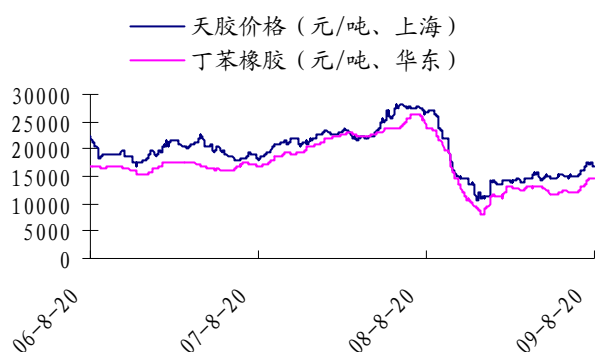
数据来源：世纪证券研究所

此外，目前斜交胎仍占国内轮胎市场近 30% 份额，在行业子午化率不断提高背景下，近年工程机械的快速发展支撑了斜交胎的需求；结合近年国内轮胎企业在工程子午胎项目的试水情况来看，斜交胎在工程机械、特种轮胎等领域较子午胎依旧具有明显的性价比优势，工程子午胎对其大规模取代尚待时日，预计斜交胎至少在未来 4 年内仍有固定的生存空间。

成本：未来 1~2 年主要原材料价格有望维持相对低位

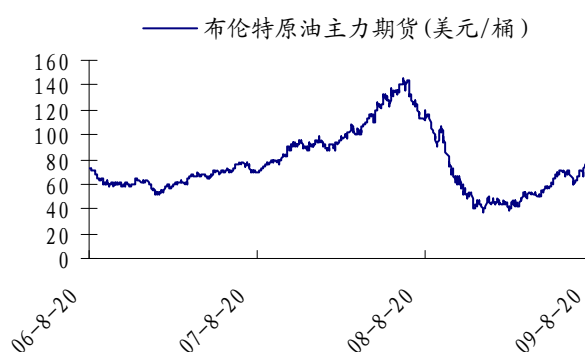
轮胎主要原材料包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝、帘子布、助剂等。其中橡胶（包括天胶及合成胶）占总成本 45%~50%，对轮胎企业盈利能力影响最大。天胶价格主要取决于供求，同时也受油价影响；合成橡胶、炭黑作为原油下游产品，价格与油价正相关性较高。2008 年橡胶价格随油价经历了过山车的走势，其中 4 季度开始快速下降，最高跌幅超过 50%，2009 年上半年继续低位运行。

Figure 8 近年天胶、合成橡胶（以丁苯橡胶为例）价格走势



数据来源：WIND，世纪证券研究所

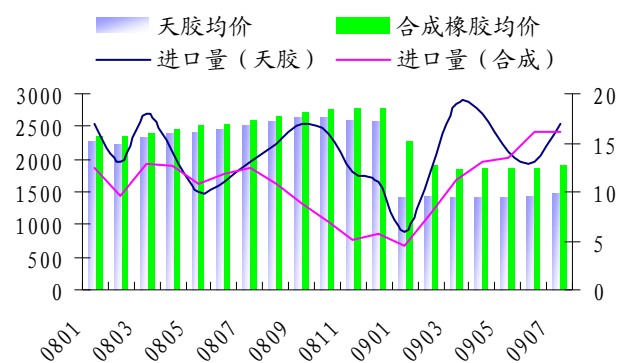
Figure 9 近年原油期货价格走势



数据来源：WIND，世纪证券研究所

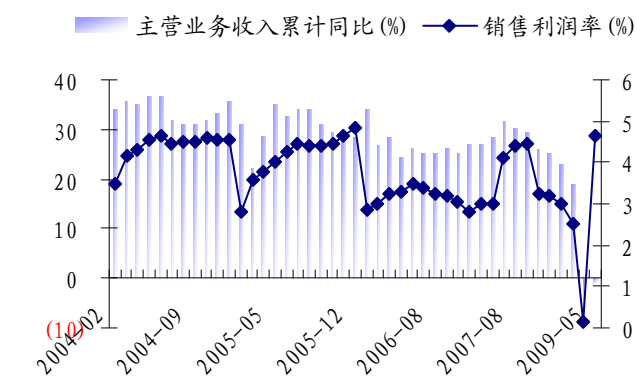
目前我国约 2/3 的天胶、50%的合成橡胶依赖进口。随着橡胶价格大幅跳水，轮胎企业成本得到极大改善。同时，国内汽车等下游市场在 2009 年上半年快速复苏，带动轮胎需求恢复到 2008 年同期水平。在去库存化完成后，2009 年 3 月开始行业盈利能力显著提升，迎来多年未遇的高景气时期。

Figure 10 我国天胶、合成橡胶月度进口均价及进口量



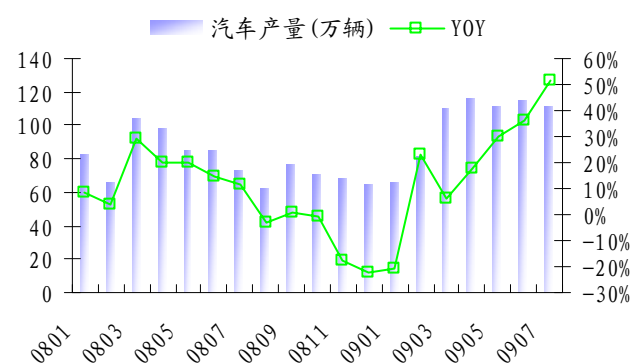
数据来源：WIND，世纪证券研究所

Figure 11 轮胎制造业主营收入累计同比增速及利润率走势



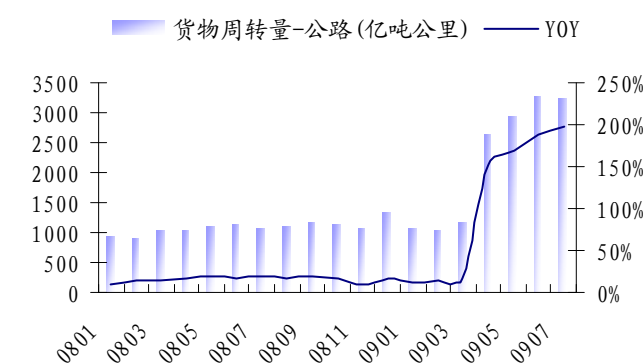
数据来源：WIND，世纪证券研究所

Figure 22 国内汽车月度产量及同比增速



数据来源：WIND，世纪证券研究所

Figure 13 国内公路月度货运周转量及同比增速



数据来源：WIND，世纪证券研究所

天胶、合成橡胶期货价格在近两月已出现了一波较大的反弹，不过对于轮胎企业来说，由于橡胶采购一般较投入生产的时间提前 1~3 个月，因此在价格不出现持续大幅上涨的情况下，下半年轮胎毛利率环比降幅有限。中期来看，以天胶为例，由于全球天胶种植面积从 2004 年开始增长较大，以 4~6 年的成熟周期测算，未来几年内天胶供应能力充足，而受全球汽车行业增速放缓影响，需求形势相对并不乐观；当然不排除在经济复苏背景下，油价的上涨也会推动橡胶价格阶段性走高。因此综合供求因素和大宗商品的价格关联性，预计未来 1~2 年天胶均价较 2009 年上半年总体上有小幅反弹，但大幅上涨的可能性也不大；对于轮胎企业来说，预计采购成本主要集中在 15000~19000（元/吨）的相对窄幅区间。在良好的消费环境支持下，参照此价格，具有品牌和

规模优势的国内轮胎企业仍有望实现较高的毛利率水平。

公司：全钢胎厚积薄发，斜交胎可圈可点

轮胎市场主要包括配套和替换两个子市场。与配套市场需求主要取决于新车产量不同，替换市场需求与汽车保有量相关性较大，容量约为配套市场的1.8~2倍，需求相对稳定，同时毛利率略高于配套和出口同类产品。

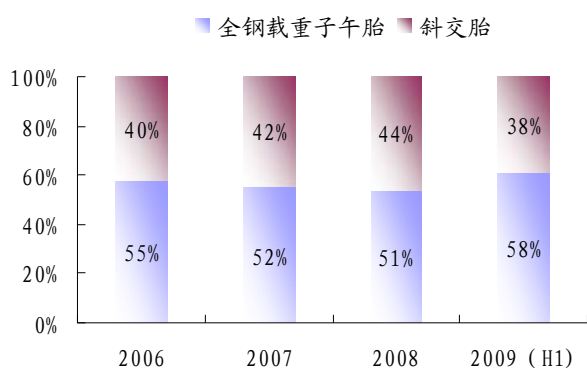
Figure 14 全钢胎、工程胎主要下游行业轮胎配套及替换数

轮胎类型	车辆类别	配套轮胎数	替换系数（条/辆.年）
载重胎	中卡	11	15
	重卡	16~22	10~20
	大客	7~11	2~5
工程胎	装载机	4	2
	运输工程机械	6	3

数据来源：中国轮胎工业协会、世纪证券研究所

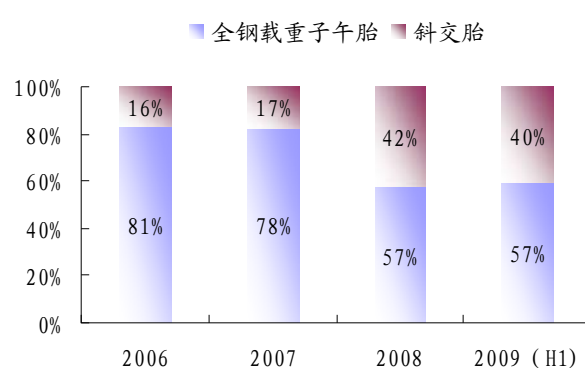
公司绝大部分收入和毛利来自于两大主营业务—全钢载重子午胎和斜交胎系列，其中全钢胎产品90%集中在国内替换市场。

Figure 15 公司近年全钢胎、斜交胎占收入比重



数据来源：WIND，世纪证券研究所

Figure 16 公司近年全钢胎、斜交胎占毛利润比重



数据来源：WIND，世纪证券研究所

全钢胎厚积薄发

公司是我国最早介入全钢载重子午胎的企业之一，经过持续的研发积累，加上对国外先进技术的吸收创新，现已位居国内全钢胎一线品牌梯队；“前进牌”全钢胎在替换市场竞争优势突出，产品质量得到业内公认，其中一次合格率超过90%，退赔率相对较低，价格和毛利率也略高于竞争对手。

在大规模基建投资拉动、物流运输行业复苏背景下，未来 2~3 年全钢胎替换市场消费环境良好，公司市场份额总体稳定，2008 年开工的 80 万条高性能载重子午胎项目将在从 2010 年陆续释放产能，2012 年完全达产，成为短期公司收入和利润的主要增长点。另外，新增“年产 70 万条子午线轮胎建设项目”也即将上马（近期公司已公告收购大股东旗下贵州前进橡胶内胎公司位于贵阳市金关村的工业用途国有土地使用权，用于该项目建设），将对公司 2012 年以后收入和利润增长构成贡献。此外公司也是少数已具备工程子午胎大规模生产能力的本土企业之一，未来在行业升级过程中有望占得先机。

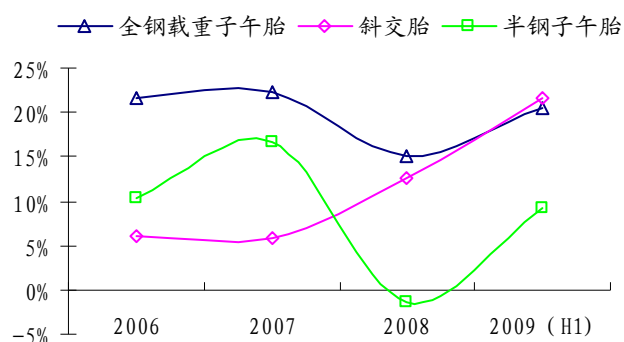
斜交胎可圈可点

斜交胎作为公司传统业务，在行业被子午胎逐渐取代背景下，公司斜交胎产品毛利率一度下降至 5%；公司近年通过优化产品结构，主动削减低技术含量产品，大力发展工矿、采掘、军品、电力等行业的高附加值市场，产品毛利率从 2007 年触底后大幅回升，尤其是 2009 年上半年斜交胎毛利率达到 21.7%，甚至高于全钢胎产品。

公司在工程斜交胎市场一直具有优势，主要为国内外著名工程机械厂商（卡特彼勒、振华港机、柳工等）配套，客户关系稳定，并有一定的排他性质。另外公司军品（特种胎）市场开拓也颇有成效，由于工程、特种类斜交胎仍存在较高的技术、资质壁垒以及刚性需求，因此即使斜交胎市场总体日渐萎缩，公司依旧能保持相对稳定的收入和盈利水平。

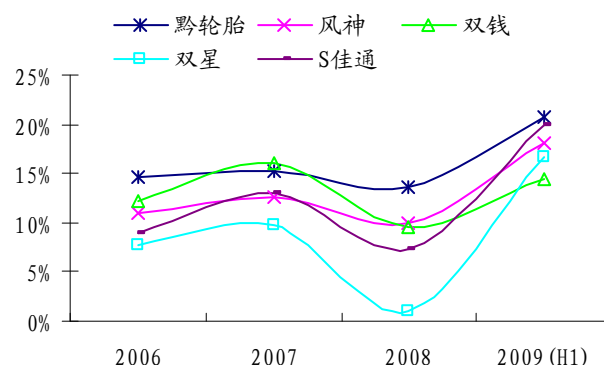
由于公司定位明确、产品结构合理，在所属细分市场优势明显，近年来毛利率高于同行业上市公司。

Figure 17 公司轮胎产品近年毛利率走势



数据来源：WIND，世纪证券研究所

Figure 18 主要轮胎类上市公司近年毛利率走势

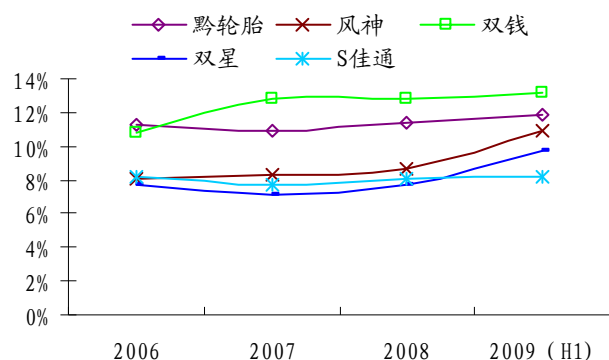


数据来源：WIND，世纪证券研究所

公司期间费用率在同行业上市公司中偏高，主要原因在于收入规模相对较小，以及销售半径较大，增加了运输等相关销售费用。预计未来

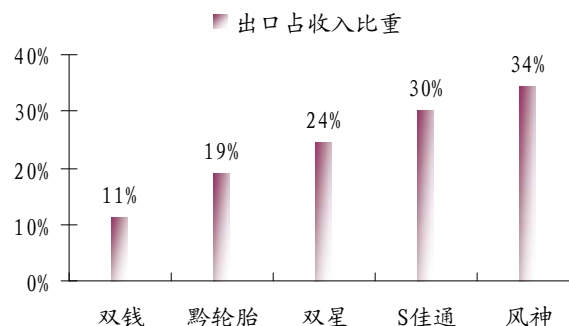
1~2 年公司期间费用率将继续维持在 11%~12% 区间；中长期来看，随着全钢子午胎产能的持续释放，期间费用率有望逐步下降。

Figure 19 主要轮胎类上市公司近年期间费用率走势



数据来源：WIND，世纪证券研究所

Figure 20 主要轮胎类上市公司 2008 年出口占收入比重



数据来源：WIND，世纪证券研究所

特保案的影响

目前我国轮胎出口占产量比重约为 40%，其中美国约占出口量 1/3。2009 年 6 月 29 日，美国国际贸易委员会（ITC）就对中国轮胎采取特保措施，提出了对乘用车、轻型货车用中国制轮胎征收 3 年特别关税的方案，第 1 年至第 3 年额外征收的关税分别为 55%、45%、35%（以下简称“特保案”）。若该方案通过，意味着中国轮胎将基本退出美国市场，同时国际市场形成的跟风效应将对我国轮胎产业构成严重打击。

公司出口比重较小，受“特保案”影响相对不大，但从中期来看，若“特保案”通过，国内大量的出口产能将被迫转向内需，势必加剧国内行业竞争，对公司的冲击也不容小视。由于“特保案”悬而未决，目前对我国轮胎业以及公司的影响尚难定论。

盈利预测及投资评级

1、收入预测

- 公司新增的 80 万条高性能载重子午胎项目将在 2010、2011 年部分投产。结合下游需求，预计 2009~2011 年全钢子午胎增速分别为 20%、10%、18%。
- 斜交胎市场总体继续萎缩，基于公司在工程胎、军品等领域的优势，预计未来 3 年业务同比小幅下滑。
- 公司半钢子午胎占收入比重较小，产能仅为 40 万条，同时不属于公司战略发展方向，预计 2009 年将下滑 30%。

Figure 21 销售收入预测

单位: 亿元

产品/年度	2008	2009E	2010E	2011E
全钢载重子午胎	22.17	26.60	29.26	34.53
YOY	6%	20%	10%	18%
斜交胎	19.17	17.64	17.11	16.59
YOY	13%	-8%	-3%	-3%
半钢子午胎	1.3	0.91	0.91	0.91
YOY	-3%	-30%	0	0
混炼胶及其他	1.1	1.5	1.5	1.5
合计	43.74	46.65	48.78	53.53
YOY	8%	7%	5%	10%

数据来源: 公司年报, 世纪证券研究所

2、利润预测

Figure 22 利润表预测

单位: 百万元

年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4374	4665	4878	5354
营业成本	3779	3793	4029	4433
营业税金及附加	36	36	38	42
营业费用	198	229	234	252
管理费用	174	191	195	209
财务费用	124	125	130	130
资产减值损失	27	28	20	10
公允价值变动收益	-4	0	0	0
投资净收益	15	15	15	15
营业利润	46	278	246	294
营业外收入	10	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	54	278	246	294
所得税	5	42	37	44
净利润	49	236	210	250
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	51	236	210	250
EPS (元)	0.20	0.93	0.82	0.98

数据来源: 公司资料、世纪证券研究所

3、投资评级

预测公司 2009~2011 年 EPS 分别为 0.93、0.82、0.98 元, 当前股价对应 PE 分别为 16 倍、18 倍、15 倍。尽管公司股价在我们首次推荐(《2009 年汽车行业中期策略报告》)后已实现较大涨幅, 但结合国内全钢胎行业良好的成长空间以及公司的竞争优势, 参考国内外同行业上市公司估值水平, 我们给予公司 2010 年 20~23 倍 PE, 对应 12 月内目标

价 16.4 ~ 18.9 元，维持“增持”评级。

Figure 23 国内主要轮胎类上市公司业绩及估值比较²

上市公司	EPS/PE	2008	2009E	2010E	2011E
青岛双星	EPS	-0.62	0.44	0.43	0.54
	PE	NA	19	19	15
风神股份	EPS	-0.26	0.69	0.82	0.91
	PE	NA	18	15	14
S 佳通	EPS	0.01	0.29	0.34	0.6
	PE	704	24	21	12
黔轮胎	EPS	0.2	0.93	0.82	0.98
	PE	74	16	18	15
平均	EPS	-0.17	0.59	0.60	0.76
	PE	NA	19	18	14

数据来源：公司年报、WIND、世纪证券研究所

风险提示

- 1、天胶等主要原材料价格大幅上涨。
- 2、未来 1~2 年资本性支出较大，存在一定融资需求。
- 3、特保案可能造成的中长期影响。

² 其他三家公司业绩预测参考 WIND 盈利预测综合值

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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或征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.