

## 湘财证券研究所

### 基础化工研究小组

张啸伟

Tel: 021-68634518-8221

 E-Mail: [zxw2838@xcsc.com](mailto:zxw2838@xcsc.com)

高 为

Tel: 021-68634518-8608

 E-Mail: [gw2603@xcsc.com](mailto:gw2603@xcsc.com)


□ **事件：**中国昊华与中国橡胶于 2009 年 12 月 21 日签署了《国有股权划转协议书》，中国昊华将持有的 42.58% 股权转让给中国橡胶，本次股权划转完成后中国昊华将失去其对风神股份的控股权，中国橡胶成为风神股份第一大股东。根据公司披露公告称，中国橡胶将充分利用央企平台和集团优势，尽快落实对中国化工橡胶轮胎类相关经营性资产进行清理和规整工作；按照相关法律法规和上市公司监管的规定和解决同业竞争的相关要求，依法定程序将相关轮胎类资产进行整合。在此基础上，发挥整体协同效应和规模效益，提高风神股份的核心竞争能力。

□ **点评：**

**1. 本次股权转让目的是对中国化工旗下的各主要业务板块进行整合：**中国化工旗下核心企业主要有中国昊华化工（集团）总公司、中国蓝星（集团）股份有限公司、中国化工橡胶总公司、中国化工装备总公司、中国化工农化总公司、中国化工油气开发中心。根据中国化工战略部署，由中国橡胶负责橡胶轮胎业务。

**2. 根据中国橡胶披露的规划，中国橡胶未来目标是整体上市：**中国橡胶注册资本金 7.44 亿元，现有资产 121 亿元，旗下 14 家企业分布在北京、上海、沈阳、南京、青岛等大中城市，其中 5 家轮胎企业：中国化工橡胶桂林有限公司、双喜轮胎工业股份有限公司等；6 家橡胶工业科研单位：北京橡胶工业研究设计院、沈阳橡胶研究设计院、株洲橡胶塑料工业研究院、西北橡胶塑料研究院、炭黑工业研究设计院、曙光橡胶工业研究设计院。中国橡胶主要从事轮胎、橡胶、乳胶及相关产品的研制、开发和生产经营业务，年产各类轮胎 1200 万套，输送带 1340 万平方米，胶管 1550 万根，轮胎产品主要有斜交载重胎、斜交工程胎、全钢载重胎、全钢工程胎、全钢工程巨胎、航空轮胎、半钢子午胎等，是国内最大的工程机械轮胎和橡胶输送带制造企业，安全套、车用制动软管、空调软管等产品产量均位居国内前列，在气象气球、医用手套以及其他橡胶制品方面也具有较强的实力。中国橡胶的发展规划是在 3 至 5 年时间，把总公司打造成为国内效益最好、在全球有影响力的橡胶企业集团。根据以上规划以及其网站披露的相关路线图，我们预计未来中国橡胶会以风神股份为平台，对相关资产进行整合，完成其整体上市的规划。

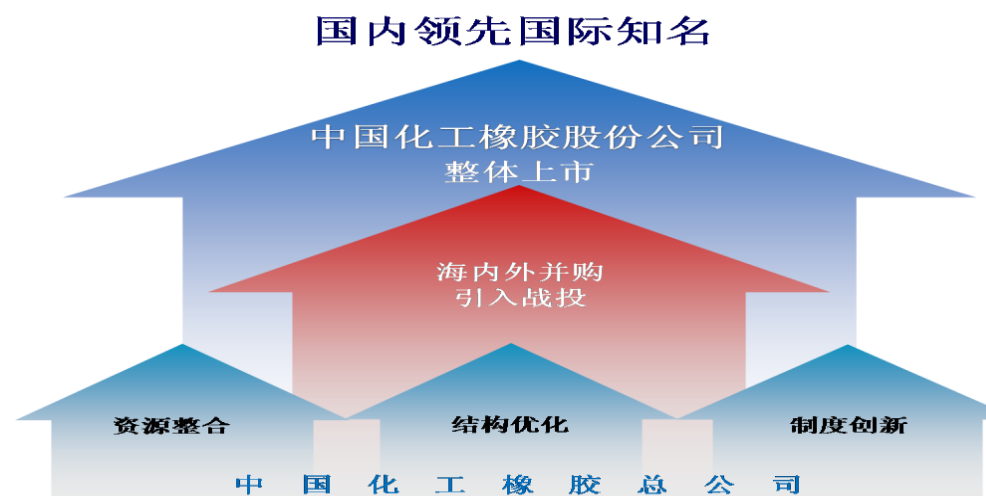
**3. 我们认为中国橡胶的资产整合会在规模，技术与企业综合化三方面利好公司未来发展** 1) 规模优势：风神与中国橡胶共计有 2000 万套轮胎产能，从规模角度讲，未来公司有望成为世界级的大型轮胎集团，这给公司带来显著的外延性扩张机会；

表 1 风神股份与中国橡胶产能情况统计

| 万套   | 载重子午胎 | 工程斜交胎 | 载重斜交胎 | 工程子午胎 | 合计   |
|------|-------|-------|-------|-------|------|
| 风神股份 | 400   | 50    | 60    | 15    | 525  |
| 中国橡胶 | -     | -     | -     | -     | 1400 |
| 总计   | -     | -     | -     | -     | 2000 |

资料来源：公司网站，湘财证券研究所

图 1 中国橡胶未来规划蓝图



资料来源：中国橡胶公司网站，湘财证券研究所

2) 丰富公司产品系列，获得进军高端特种轮胎生产技术：以中国橡胶旗下的中国化工橡胶桂林有限公司为例，其拥有巨型工程轮胎、工程轮胎、航空轮胎、全钢载重子午线轮胎、翻新轮胎、橡胶制品六大实体和一个国家级的橡胶研究院，是国内唯一的可以同时为飞机、大型工程机械、载重汽车、特种车辆配套的高新技术企业，同时更是我国高端轮胎领域的科技型领军企业。另外中国橡胶家还有六家橡胶工业科研单位：北京橡胶工业研究设计院、沈阳橡胶研究设计院、株洲橡胶塑料工业研究院、西北橡胶塑料研究院、炭黑工业研究设计院、曙光橡胶工业研究设计院。一旦整合完毕，这些科研院所以及其中的一些技术，专利等都大大增强公司的技术实力，从而公司将获得进军高端特种轮胎领域的先进技术，技术的先进将给公司带来持久的内涵式成长动力；

3) 从轮胎巨人迈向综合性橡胶制品龙头：中国橡胶旗下除了轮胎资产以外，还有输送带以及胶管等橡胶制品，其中不乏输送带一线企业如青岛橡六。可以预计随着整合步伐的推进，未来公司将成为综合性橡胶制品龙头。

表 2 国内输送带产量与利润排名情况

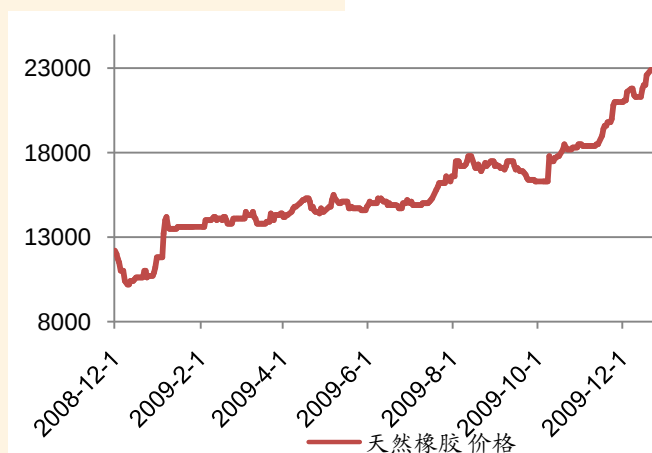
| 序号 | 企业名称         | 产量<br>排名 | 利润<br>排名 | 2008 年<br>产量 | 2008 年<br>利润总额 | 市场<br>份额 |
|----|--------------|----------|----------|--------------|----------------|----------|
| 1  | 银河德普胶带有限公司   | 1        | 1        | 3,205.00     | 26,656.00      | 13.14%   |
| 2  | 浙江双箭橡胶股份有限公司 | 2        | 2        | 2,121.42     | 4,333.00       | 8.69%    |
| 3  | 青岛橡六集团有限公司   | 3        | 10       | 1,368.83     | 1,480.00       | 5.61%    |
| 4  | 阜新橡胶（集团）有限公司 | 4        | 5        | 1,128.00     | 1,897.00       | 4.62%    |
| 5  | 保定华月胶带有限公司   | 5        | 7        | 1,058.00     | 1,738.00       | 4.34%    |
| 6  | 浙江三洲橡胶       | 6        | 11       | 1,039.81     | 1,096.00       | 4.26%    |

|             |          |    |   |        |          |       |
|-------------|----------|----|---|--------|----------|-------|
| 制品有限公司      |          |    |   |        |          |       |
| 张家港市华申      |          |    |   |        |          |       |
| 7           | 工业橡胶有限公司 | 7  | 9 | 959.00 | 1,700.00 | 3.93% |
| 安徽中意胶带有限公司  |          |    |   |        |          |       |
| 8           |          | 8  | 6 | 883.10 | 1,776.00 | 3.62% |
| 山西凤凰胶带有限公司  |          |    |   |        |          |       |
| 9           |          | 9  | 4 | 762.00 | 2,789.00 | 3.12% |
| 龙口丛林塑胶带有限公司 |          |    |   |        |          |       |
| 10          |          | 10 | 8 | 720.91 | 1,730.15 | 2.95% |

资料来源：中国橡胶工业协会胶管胶带分会

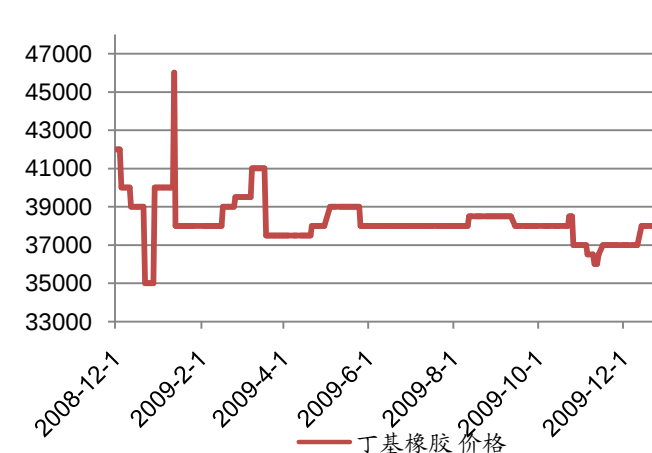
- **盈利预测与估值：**在不考虑公司未来资产注入的情况下，我们对 09，10，11 年 EPS 预测分别为 0.94 元，1.02 元，1.17 元，考虑到资产注入确定性较大，这将给公司带来内涵与外延的双增长，给予公司 10 年 18 倍市盈率，对应目标价 18.4 元，维持“买入”评级
- **风险提示** 注入资产定价过高；石油价格暴涨带来成本增加；国家对于汽车优惠措施的改变

图 2 天然橡胶（标准胶 1#）一路上升



资料来源：化工在线，湘财证券研究所

图 3 丁基橡胶价格平稳



资料来源：化工在线，湘财证券研究所

### 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

### 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。