

证券研究报告

汽车零部件

中性 (首次)

证券分析师

余 兵
S1060511010004
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

王德安
S1060511010006
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

黔轮胎 A (000589)

上有压力，下有竞争，随行业起伏兴衰

事项:

近日我们调研了黔轮胎 (000589)，与公司就企业经营现状和未来发展规划进行了讨论。

平安观点:

- **天然橡胶价格变动对公司业绩影响巨大。**我们测算，天然橡胶占轮胎重量约 30%-40%，成本占 50%以上，天然橡胶价格上涨会严重挤压公司利润。伴随天然橡胶价格上涨，轮胎产品价格也会上调，但是存在 2-3 个月的滞后，我们预计公司今年中报业绩同比下滑。总体看，轮胎行业上有天然橡胶涨价压力，下有市场激烈竞争，公司获利甚微。
- **公司 110 万套全钢胎项目扩产进程符合预期。**公司 110 万套全钢胎扩产项目计划生产 40 万套轻型全钢子午胎和 70 万套大型全钢子午胎。我们预计 40 万套轻型胎项目今年下半年试产，属于对现存生产线的升级替换；70 万套大型胎项目预计年底试产。轮胎生产线试产到全面达产周期较短，一般不超过一个季度。我们判断该扩产项目对公司 2011 年业绩无显著影响。
- **公司斜交胎占据细分市场较高份额。**在轮胎子午化的行业发展趋势下，全国大部分轮胎生产厂家均逐步淘汰了斜交胎生产线。但是在矿山、码头等特殊工程领域，子午胎相比斜交胎无明显优势且价格较高，斜交胎在该领域具有持续广泛的市场需求。公司在技术改革的过程中保留了斜交胎生产线，我们推测公司 2010 年斜交胎获利状况有所好转。
- **公司产品大部分内销，约 20%走向出口市场。**公司出口收益主要来自于北美销售公司，长期微利。设立该销售公司的初衷在于完成国家创汇指标，现在主要的作用在于扩大销售额，摊薄成本。美国特保案主要针对轿车胎，公司销售产品主要以工程胎和载重胎为主，特保案对公司利润影响甚微。
- **轮胎行业先产后销模式注定行业生存困境。**轮胎行业 80%左右产品均销往替换胎市场的特点决定了行业内各个公司无法提前接受订单，只能依据企业自身对市场的判断来制定生产计划。先产后销的模式使得企业在天然橡胶价格上涨的时候无法有效转嫁成本压力，天然橡胶价格下降的时候不敢大量增加库存，长期处于微利经营状态。
- **业绩预测与投资评级。**公司生产成本受天然橡胶价格波动影响剧烈且没有有效的主动控制措施，下游轮胎行业竞争趋于激烈，公司业绩波动较大。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.22、0.28 元，首次给予“中性”评级。

- 风险提示：公司生产成本和毛利水平受天然橡胶价格波动影响较大。

图表1 黔轮胎季度盈利状况比较 单位：万元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	同比增长	环比增长
营业总收入	125264	155210	167982	174220	168110	34.2%	-3.5%
营业成本	106511	127483	143996	152763	147029	38.0%	-3.8%
销售费用	5319	7542	6725	10501	6752	26.9%	-35.7%
管理费用	5262	7777	7817	1673	6493	23.4%	288.2%
财务费用	2245	2732	3204	3242	3664	63.2%	13.0%
净利润	3604	3989	3494	1389	1972	-45.3%	41.9%
EPS (元)	0.07	0.08	0.07	0.03	0.04	-45.3%	41.9%

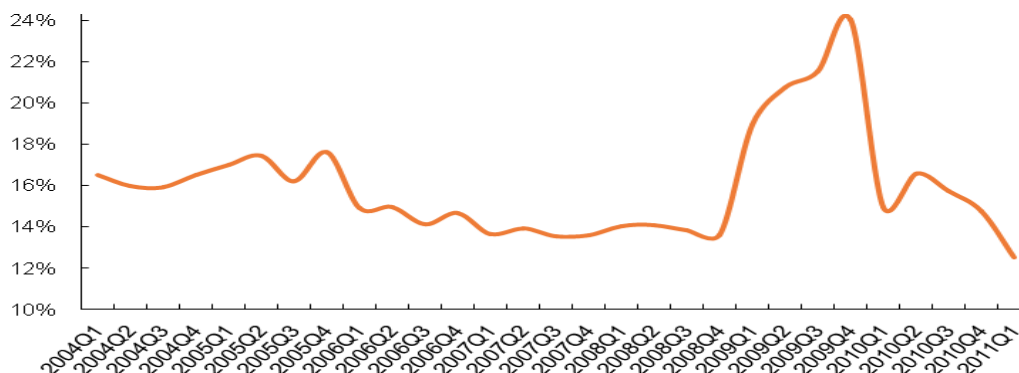
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 黔轮胎盈利能力分析

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	同比增加	环比增加
毛利率	15.0%	17.9%	14.3%	12.3%	12.5%	-2.4%	0.2%
销售费用率	4.2%	4.9%	4.0%	6.0%	4.0%	-0.2%	-2.0%
管理费用率	4.2%	5.0%	4.7%	1.0%	3.9%	-0.3%	2.9%
财务费用率	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	2.2%	0.4%	0.3%
合计	10.2%	11.6%	10.6%	8.8%	10.1%	-0.2%	1.2%
税率	21.9%	25.6%	27.0%	15.7%	31.2%	23.9%	7.4%
净利率	2.9%	2.6%	2.1%	0.8%	1.2%	-1.7%	0.4%

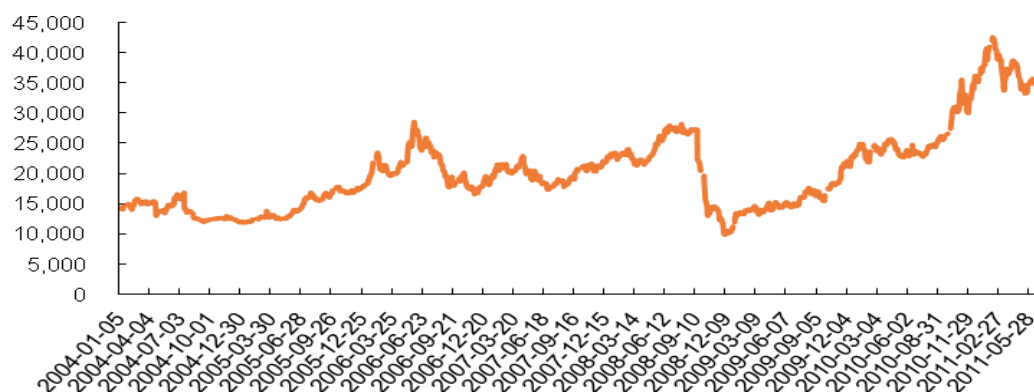
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 公司2004-2007年毛利率变化图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 天然橡胶价格 单位：元/吨



资料来源：wind、平安证券研究所

天然橡胶价格在 2008 年 7 月开始下滑，至 2009 年 1 月起探底回升。公司毛利率在 2009 年第一季度开始快速上升，滞后天然橡胶价格上涨约 6 个月。天然橡胶价格从 2010 年 12 月开始，逐步呈下降趋势，叠加轮胎行业进入旺季因素，预计公司毛利率在今年第三季度会出现一定回升。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2097	3193	3817	4412	5045
现金	266	385	612	508	345
应收账款	694	1094	1199	1475	1772
其他应收款	6	9	18	21	24
预付账款	135	347	312	404	495
存货	725	956	1217	1449	1740
其他流动资产	270	403	459	555	669
非流动资产	2239	2285	2131	1957	1786
长期投资	15	15	15	15	15
固定资产	1938	1853	1766	1635	1481
无形资产	132	129	156	172	192
其他非流动资	154	288	194	135	99
资产总计	4335	5479	5948	6369	6831
流动负债	2345	3319	3210	3501	3778
短期借款	1265	1605	1438	1465	1495
应付账款	438	663	792	957	1150
其他流动负债	642	1051	980	1078	1133
非流动负债	439	551	581	610	653
长期借款	428	539	569	598	641
其他非流动负	11	13	12	12	12
负债合计	2784	3870	3792	4111	4431
少数股东权益	13	10	10	12	12
股本	254	254	453	453	453
资本公积	647	647	909	909	909
留存收益	637	698	785	886	1028
归属母公司股东	1538	1600	2146	2247	2388
负债和股东权益	4335	5479	5948	6369	6831

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	384	-331	320	44	58
净利润	364	125	101	126	172
折旧摊销	177	208	202	209	211
财务费用	106	114	189	183	194
投资损失	-8	-0	-5	-4	-4
营运资金变动	-266	-844	-199	-484	-540
其他经营现金	11	66	32	14	25
投资活动现金流	-315	-290	-59	-49	-53
资本支出	329	294	0	0	0
长期投资	11	0	1	-0	0
其他投资现金	25	4	-58	-49	-53
筹资活动现金流	-117	741	-34	-99	-167
短期借款	-17	340	-167	27	30
长期借款	-141	111	31	29	43
普通股增加	0	0	199	0	0
资本公积增加	-3	0	261	0	0
其他筹资现金	44	291	-358	-155	-241
现金净增加额	-46	119	227	-105	-163

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4737	6227	7500	9000	10800
营业成本	3598	5308	6395	7710	9270
营业税金及附加	64	60	80	97	114
营业费用	264	301	377	455	541
管理费用	215	225	299	356	422
财务费用	106	114	189	183	194
资产减值损失	26	62	44	47	48
公允价值变动收益	0	0	-1	-0	-0
投资净收益	8	0	5	4	4
营业利润	473	157	120	155	213
营业外收入	12	11	11	11	11
营业外支出	1	6	3	4	4
利润总额	484	162	128	162	221
所得税	121	37	27	36	49
净利润	364	125	101	126	172
少数股东损益	3	0	1	1	1
归属母公司净利润	360	125	100	125	171
EBITDA	756	479	511	547	618
EPS (元)	1.42	0.49	0.22	0.28	0.38

主要财务比率					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	8.3%	31.4%	20.4%	20.0%	20.0%
营业利润	933.7	-66.8	-26.6	34.9%	38.2%
归属于母公司净	603.8	-65.4	-21.5	30.3%	36.7%
获利能力					
毛利率(%)	24.1%	14.8%	14.7%	14.3%	14.2%
净利率(%)	7.6%	7.6%	2.0%	1.4%	1.6%
ROE(%)	23.4%	7.8%	4.6%	5.6%	7.2%
ROIC(%)	13.5%	5.1%	5.8%	6.0%	6.7%
偿债能力					
资产负债率(%)	64.2%	70.6%	63.8%	64.4%	64.5%
净负债比率(%)	68.0%	72.7%	66.5%	63.9%	60.4%
流动比率	0.89	0.96	1.19	1.26	1.34
速动比率	0.57	0.65	0.79	0.82	0.85
营运能力					
总资产周转率	1.13	1.27	1.31	1.46	1.63
应收账款周转率	7	7	6	7	7
应付账款周转率	7.64	9.65	8.80	8.81	8.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊	0.80	0.28	0.22	0.28	0.39
每股经营现金流	0.85	-0.73	0.71	0.10	0.13
每股净资产(最新	3.40	3.53	4.73	4.99	5.34
估值比率					
P/E	12.99	37.52	47.80	36.68	26.82
P/B	3.04	2.93	2.18	2.07	1.94
EV/EBITDA	8	12	11	11	9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257