

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业快评

天胶去库存化已完成、开工率已满负荷

2009年3月6日

程磊

化工行业高级研究员 86-21-62481265

chenglei@pasc.com.cn

事项

轮胎行业的去库存化已于2月初结束；目前天胶维持低价运行；风神股份、黔轮胎的工程胎、载重胎满负荷运转，相关产品毛利率大幅回升。

主要观点

一、行业最新概况

■ 天胶去库存化已经完成

由于08年天胶价格大幅上涨，对行业造成了很大的经营压力，特别是高价天胶库存的影响一直到09年2月初才完全消化，目前行业都开始使用大量的低价胶。预计未来天胶价格仍将保持低价运行，相关公司的成本将大幅降低。

图表1 天胶期货价格走势



资料来源：平安证券综合研究所

■ 受益于各国政府投资，工程胎供不应求的局面已经出现

尽管08年受经济危机的影响，08年4季度各公司面临很大的经营压力，但随着09年各国投资计划的实施，带来了工程机械和运输的大量需求，从而拉动了工程胎和子午胎的巨大需求。根据几家上市公司的情况来看，各公司的工程胎都开足马力生产，但仍然满足不了市场需求。以风神股份为例，现在公司有较多的工程胎订单因产能限制不能接。

图表2 国内部分轮胎上市公司情况

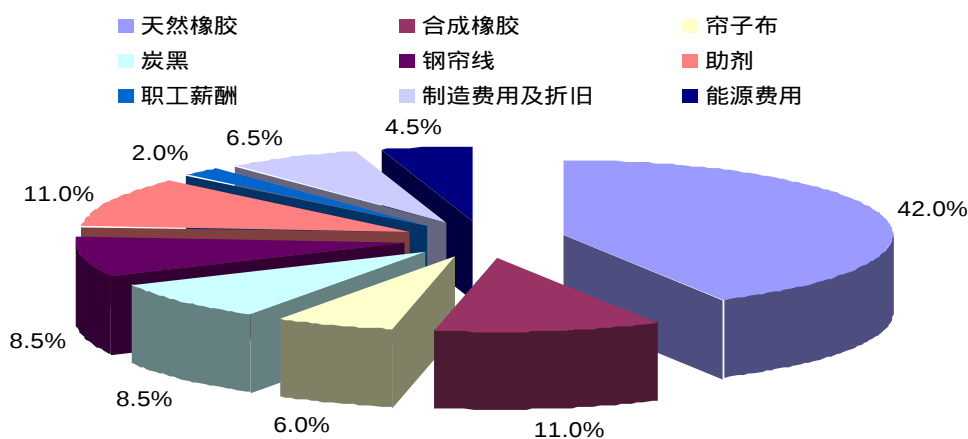
名称	发展重点	08产量E(万套)	09产量E(万套)	产品使用结构
风神股份	载重子午胎	320	380	出口45%，换配35%，配套20%
	工程斜交胎	40	50	主要配套柳工、龙工、厦工
黔轮胎	载重子午胎	160	200	换配100%

资料来源：平安证券综合研究所整理

■ 天胶价格低位运行，轮胎行业毛利率迅速提高

轮胎主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、钢帘线等，原材料占成本的70%左右。我们分析了各公司拳头产品全钢子午胎的成本构成情况，天胶在原材料中的占比最大，天胶的供应情况及价格波动将对轮胎公司的生产经营产生重大影响。

图表3 全钢子午胎成本构成



资料来源：平安证券综合研究所

根据各公司的天胶使用量情况，我们做了天胶价格下跌的敏感性分析，如下所示。

图表4 天胶价格下跌对相关上市公司成本影响的敏感性分析

	08E	下跌 50 美元/吨	下跌 100 美元/吨	下跌 150 美元/吨	下跌 200 美元/吨
公司名称	天胶用量 (万吨)	减少成本 (万元)	减少成本 (万元)	减少成本 (万元)	减少成本 (万元)
青岛双星	10	3350	6700	10050	13400
风神股份	12.5	4188	8375	12563	16750
黔轮胎	6	2010	4020	6030	8040

资料来源：平安证券综合研究所整理

注：美元对人民币汇率以 6.7:1 计算

天胶价格走势一般为“两头高中间低”，即年初、年底高，年中较低，而现在处于停割期应该是涨价的，可是天胶价格反而低迷，同时世界天胶的供需是属于比较均衡的，我们认为未来天胶价格仍将保持低位运行态势。

二、上市公司最新概况

■ 风神股份——依托央企资源 基业长青

风神股份作为国内载重子午胎和工程胎的龙头企业之一，将受益于各国的投资振兴计划，公司拥有各种轮胎500多万套的生产能力，目前工程胎开工率100%，载重胎开工率90%，我们预计公司目前综合毛利率超过20%，净利润率超过4%。

同时中国昊华化工（集团）已成为公司第一大股东，公司将受益于有强大背景和资源的央企大股东。不同于其他的国内企业，公司将载重子午胎和工程子午胎作为未来两个发展的拳头产品，充分体现了公司利用央企背景和自身优势，发展有竞争力的产品的思路。

图表5 风神股份轮胎产量情况 单位：万套

品种	产量 08E	产量 09E	目前毛利率	备注
载重全钢子午胎	320	380	30%	价格 1380 元/套（不含税）
轻卡全钢子午胎	30	50		
工程斜交胎	40	50	20%	公司占 26%的市场份额
工程子午胎	1	3		公司已上马 15 万套工程子午胎项目 工程子午胎全球供不应求

资料来源：平安证券综合研究所

我们预计公司09、10年的EPS分别为0.61元、0.98元。考虑到公司是工程胎龙头企业、最大载重全钢子午胎企业之一，未来工程子午胎将带给公司新的发展机遇以及昊华也将提供给公司外延式扩张的机会，维持公司“强烈推荐”评级。

■ 黔 轮 胎——立足国内市场 发展全钢子午胎

黔轮胎是国家大型企业，主营全钢子午胎、斜交胎及半钢子午胎等，其中全钢子午胎是公司的优势产品，“前进牌”全钢子午胎是中国轮胎十大名牌之一。公司已在除西藏以外的地区建立了丰富完善的销售网络，目前全钢子午胎全部进入换配市场。未来公司将继续扩大全钢子午胎的产能，进一步扩大规模优势。

图表6 黔轮胎生产能力情况

品种	产能（万套/年）	新增产能（万套/年）	备注
载重子午胎	160	40	目前开工率100%
工程斜交胎	30		08年就一直保持较高负荷，目前100%开工率
载重斜交胎	200		

资料来源：平安证券综合研究所整理

我们预计公司09和10年的EPS分别为0.56元、0.75元。考虑到公司立足国内市场，重点发展全钢子午胎产品，维持公司“强烈推荐”评级。

近期相关报告

- 2008.2.05 《风神股份（600469）年报点评——未来高速增长可期》
- 2008.1.30 《青岛双星（000599）调研简报——主业已突出 经营更稳健》
- 2008.1.30 《轮胎及相关行业进入黄金发展期》
- 2008.1.18 《风神股份（600469）预增点评——08年公司将继续高速增长》

此报告旨为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2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

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：（0755）22200900

传真：（0755）82449257