

轮胎高盈利有望持续

行业评级

增持/ 维持评级

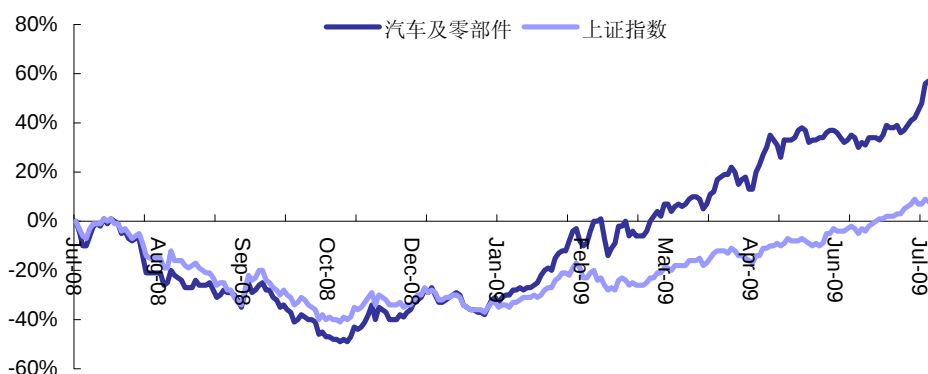
相关研究

《行业研究-汽车及零部件 090527:

经济外冷内热, 轮胎春意盎然(增持)》

- 2 季度, 上市公司主要盈利来源的全钢子午胎毛利率在 20%~25% 的历史高位水平 (较同期约高出 10 个百分点), 因此可以预计企业综合毛利率将较 1 季度有更大幅度的回升。而往年 2%~3% 的净利率水平意味着轮胎企业业绩对毛利率的敏感性极高, 这是 2 季度企业盈利将达到历史高点的主要原因。
- 尽管之前市场对 2 季度的高盈利有着预期, 但是从目前已披露业绩预告的公司来看, 轮胎企业的中报业绩仍然超出了之前的市场预测。随着业绩预测的调整, 目前相关公司估值和市场整体水平 (25~27 倍) 相比仍有优势。
- 由于天胶属于全球定价, 目前全球汽车市场的缓慢复苏仍不构成天胶价格迅速回升的基础。国内外汽车市场的巨大反差是轮胎企业目前享受高毛利率的根本原因。
- 原油价格的急剧回落也将有助于市场减缓天胶价格随后快速上涨的担心。
- 下半年基建投资增速的高位运行和房地产施工的不断回升将使得工程机械和自卸车用胎需求仍保持旺盛。而内需启动很可能带动公路物流量的增长逐步恢复, 届时物流车用胎的需求将有明显好转。因此, 尽管在 2 季度经销商回补库存的影响逐渐消失后, 依靠物流车用胎的复苏, 我们仍然看好下半年载重胎的需求。
- 我们仍然认为在“外冷内热”的经济形势下, 轮胎行业在 2009、2010 两年有望处于需求继续增长、供需逐步平衡、成本上升有限的良好态势, 盈利水平将维持在较高的水平, 行业前景并不如市场预期的那么悲观, 因此维持行业“增持”评级。

最近 52 周股价表现



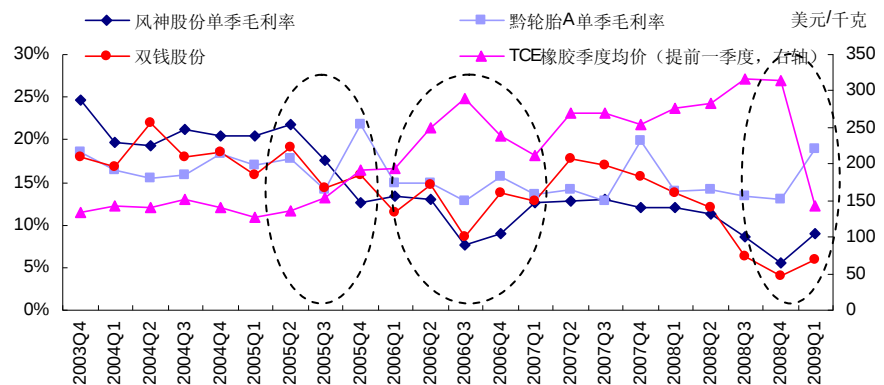
分 析 师
 姚宏光
 (0755) 8249 2723
 Yaohg@lhq.com
 黄未樵
 (0755) 8236 6964
 huangwq@lhq.com

迎来历史盈利高点

经历 1-2 月的销售低谷后，从 3 月开始轮胎需求逐步恢复至正常水平，行业龙头如风神等企业在 5、6 月的产能利用率已达 80%以上。

由于原材料价格较去年高点下跌约 40%，而产品价格仅下降了 15%，因此轮胎企业毛利率出现明显回升。而往年 2%~3%的净利率水平意味着轮胎企业业绩对毛利率的敏感性极高，这是 2 季度企业盈利将达到历史高点的主要原因。2 季度，上市公司主要盈利来源的全钢子午胎毛利率在 20%~25%的历史高位水平（较同期约高出 10 个百分点），因此可以预计企业综合毛利率将较 1 季度有更大幅度的回升。

图 1 TCE 胶价和轮胎公司毛利率



数据来源：公司公告，CEIC，联合证券研究所

尽管之前市场对 2 季度的高盈利有着预期，但是从目前已披露业绩预告的公司来看，轮胎企业的中报业绩仍然超出了之前的市场预测。随着业绩预测的调整，目前相关公司估值和市场整体水平（25~27 倍）相比仍有优势，维持轮胎行业“增持”评级，建议关注风神股份、黔轮胎和青岛双星。

表 1 主要轮胎上市公司盈利预测和估值水平比较

企业	盈利预测		估值水平
	2009 中报 E	2009E	09 年 PE
风神股份	0.31	0.64	16.4
青岛双星	0.23	0.54	13.2
黔轮胎 A	0.46	0.75	15.8

数据来源：联合证券研究所预测

注：采用 5 月 26 日收盘价，青岛双星含 0.14 元非经常性损益

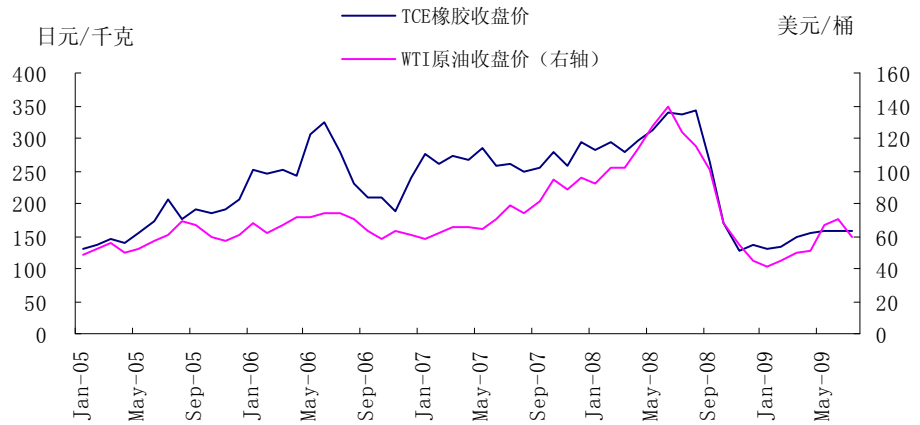
油价下跌是另一个催化剂

由于胶料成本占轮胎成本比重在 67%左右，因此市场对轮胎企业盈利持续性的疑虑主要来自于未来天胶价格的变化。

过去天胶价格走势确实有跟随油价波动的情形，但是近期油价上涨阶段天胶

价格仍在低位徘徊。这主要是由于天胶属于全球定价，目前全球汽车市场的缓慢复苏仍不构成天胶价格迅速回升的基础。国内外汽车市场的巨大反差是轮胎企业目前享受高毛利率的根本原因。

图2 TCE 胶价和 WTI 原油价格



数据来源：CEIC，联合证券研究所

最近一周原油价格的急剧回落也将有助于市场减缓天胶价格随后快速上涨的担心。我们仍然维持之前的观点，在目前的全球经济环境和汽车市场复苏进程的背景下，天胶价格反弹空间有限，即使反弹也将是稳步回升的情况，轮胎企业将有充分的时间调整自己的经营策略已应对成本上升，产品毛利率未来两年都将至少维持在 15% 以上。

下半年需求仍将旺盛

下半年基建投资增速的高位运行和房地产施工的不断回升将使得工程机械和自卸车用胎需求仍保持旺盛。而内需启动很可能带动公路物流量的增长逐步恢复，届时物流车用胎的需求将有明显好转。因此，尽管在 2 季度经销商回补库存的影响逐渐消失后，依靠物流车用胎的复苏，我们仍然看好下半年载重胎的需求。

我们仍维持 09 年全钢胎行业销量增速为 3.66%，销量 5,700 万条的预测。

表2 2009~2011 年中国全钢载重胎销量增速预测

	2009E	2010E	2011E
载重胎国内配套	-10%	10%	10%
载重胎国内替换	5%	8%	8%
载重胎出口	-15%	0%	10%
载重胎销量增速	-3.25%	6.17%	8.79%
子午化率	75%	80%	85%
全钢胎销量增速	3.66%	13.25%	15.58%

数据来源：联合证券研究所预测

重申我们对轮胎行业的核心观点

在我们 5 月 27 日的轮胎行业报告《经济外冷内热，轮胎春意盎然》中，我

们曾提出市场对轮胎行业前景的看法过度悲观，根据对需求、供给、产品成本和价格等多个方面的研究，对轮胎行业未来两年的盈利增长情况保持乐观，认为市场对轮胎行业有所低估，给予增持“评级”。在此，我们重申我们的核心观点：

- 2009~2011 年，全钢胎行业销量增速分别为 3.66%，13.25%和 15.58%，
- 目前行业产能较我们预测的 2009 年销量供过于求接近 20%，但过剩产能是为未来发展预留。我们预计 09、10 年真正新投产的产能将比较有限。
- 尽管大型企业的扩产冲动仍将继续，但我们预计其大规模新建生产线的可能性不大，更多的将会是通过兼并收购来建立其他生产基地的方式。
- 预计 2009 年下半年全钢胎毛利率仍可维持 17%左右，2010 年为 15%。
- 尽管轮胎行业的盈利受天胶价格的波动影响过大，因此对行业长期的把握存在不确定性。但在“外冷内热”的经济形势下，轮胎行业在 2009、2010 两年有望处于需求继续增长、供需逐步平衡、成本上升有限的良好态势，盈利水平将维持在较高的水平，行业前景并不如市场预期的那么悲观，因此给予行业“增持”评级。
- 之前市场对行业前景的过度悲观预期，是导致轮胎企业估值明显低于其他零部件公司的主要原因。但根据分析，未来两年行业前景并不如市场预期的那么悲观。建议关注风神股份、青岛双星和黔轮胎。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。