

深度报告

橡胶

橡胶轮胎行业盈利趋势研究

中性

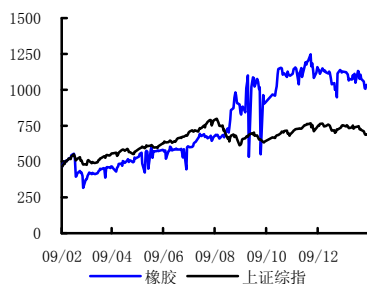
(下调评级)

2010年2月3日

本报告的独到之处

- 指出橡胶轮胎行业两大主导因素: 汽车行业为长期增长的源动力, 原材料价格为行业短期盈利的关键点。
- 给出 10 年轮胎行业的盈利水平高于 09 年以前的水平, 以及 09 年高增长的盈利趋势难以持续的观点。

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《天然橡胶进口关税方案快评: 关税下调降低成本, 政策支撑行业发展》——2009-12-17

《美对华轮胎特保关税方案快评: 税率远高于市场预期, 对中国轮胎市场产生较大冲击》——

分析师: 陈爱华

电话: 0755-82133397

E-mail: chenah@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

行业专题报告

“井喷”之后是微温

● 09 年轮胎行业业绩“井喷”, 达到历史高点

汽车行业为橡胶轮胎行业长期发展的源动力。09 年橡胶轮胎行业受汽车行业和机械行业的拉动, 很快走出了 08 年四季度的低谷, 获得了快速的发展。并且在原材料价格大幅下降 50% 和产品价格小幅下降 (5%) 的作用下, 行业毛利率水平大幅提升 5-10%, 迎来业绩的“井喷”达到历史最高水平。

● 10 年轮胎行业在需求的支撑下, 仍将保持较高的盈利水平

10 年轮胎行业盈利保持 09 年的大幅增长是不可能的, 在汽车行业、机械行业需求的带动下, 仍能保持较高的盈利水平, 但增速快速下降。细分来看, 需求主要包括: 汽车行业 15% 增长带来的配套市场需求、保有量带来的替换市场需求、机械行业 20% 的增长带来斜交胎市场需求。

● 天然橡胶价格仍然是决定行业毛利率的关键因素

天然橡胶在子午胎的成本比重大约是 50%, 因此天然橡胶的价格对橡胶轮胎行业的影响很大。橡胶轮胎行业是一个竞争激烈的行业, 成本转嫁的能力不强, 原材料价格直接影响其毛利率的高低。我们预计, 轮胎橡胶行业要保持现在的毛利率水平, 天然橡胶的价格涨幅不能超过 20%。

● 给予行业“中性”、黔轮胎 A、风神股份“谨慎推荐”投资评级

对于橡胶轮胎行业来说, 10 年行业处于景气高位盘整阶段、赢利增速下降, 考虑到目前行业整体的估值水平达到合理水平 (27 倍), 下调行业评级为“中性”。其中黔轮胎 A 以稳健的经营风格、行业第一的毛利率水平、差异化的市场定位、估值水平偏低, 维持“谨慎推荐”评级, 风神股份以规模优势、资金优势、市场化优势给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示: 天然橡胶价格的波动不可控

对于橡胶轮胎行业来说, 主要原材料天然橡胶、合成橡胶、炭黑、煤炭的价格都是不可控的。这些原材料价格直接决定行业的毛利率水平。因此成为行业最大的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元)	EPS		PE 2009E	投资评级
				2009E	2010E		
000589	黔轮胎 A	4580	18.01	1	1.1	16.50	谨慎推荐
600469	风神股份	5118	13.65	0.95	1	15.09	谨慎推荐
000599	青岛双星	4535	8.64	0.5	0.55	15.13	中性

资料来源: 公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

我们认为轮胎行业在 09 年“井喷”之后，10 年盈利继续大幅增長的可能性很小，但整体仍保持在高位水平。原因是需求增速下降：10 年汽车行业 15% 的增速预测低于 09 年的 48%，机械行业 20% 的增速预测低于 09 年的 33%。我们预计未来两年轮胎行业的需求增速将保持在 10-15% 的水平。仅从需求我们判断 10 年轮胎行业盈利增速下降，整体盈利维持在次高水平，介于 09 和 08 年之间。

从原材料来看：我们认为 10 年天然橡胶、合成橡胶平均价格将保持在 2000-2500 美元/吨左右的水平，高于 09 年的 1500-2000 元/吨。对于轮胎行业目前来说，这样的价格水平盈利微薄。轮胎企业依托下游较强劲的需求，通过产品提价来部分转嫁成本，使得行业整体盈利水平仍能够维持次高水平。

鉴于以上两个主要原因，我们认为 2010 年轮胎行业的整体机会不大，建议积极关注轮胎行业的变化，把握轮胎行业个股的投资机会。

目前行业平均的 PE、PB 分别为 73、5.1 倍，考虑到行业 09 年业绩达到历史最高水平，我们调整行业 PE 大概为 27 倍（前三季度业绩*4/3，剔除 ST 黄海），高于 A 股市场 PE25 倍的水平。从 PB 的角度来看，轮胎行业 PB 为 5.1 倍，高于 A 股市场的 PB3.31 倍。因此，从相对估值的角度考虑，我们下调轮胎行业投资评级为“中性”。建议关注的在行业景气高位中获得超额收益的公司：黔轮胎 A 具有较大的细分产品、细分市场优势，维持“谨慎推荐”的投资评级；风神股份具有规模优势、资金优势、市场化优势，维持“谨慎推荐”的投资评级。

核心假设或逻辑

我们的假设之一：根据汽车行业 15% 的增速和机械行业 20% 的增速预测，轮胎行业的增速保持在 15-20% 的水平。另一个假设：两种橡胶原材料价格上浮不超过目前价位的 20%。

与市场预期的不同之处以及股价变化的催化因素

市场认为轮胎行业经过“井喷”之后直接进入“冬眠”，没有任何投资机会，原因就是特保案导致出口下滑。我们认为轮胎行业并没有直接进入“冬眠”期，原因是仅在国内需求的拉动下，就能保持相对较高的盈利水平。09 年的轮胎行业的高增长最重要的原因就是内需强劲拉动，出口贡献很小。

股价催化因素：季度业绩公布，10 年前两个季度轮胎行业的业绩因为基数较低，同比都将出现大幅上涨；提价方案，10 年为了应对原材料上涨行业公司可能出现不同程度的价格上调方案。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、以天然橡胶为代表的原材料价格不可控。

内容目录

09 年：轮胎行业“井喷”，达历史最高.....	5
10 年：轮胎行业“微温”，盈利处于此高位.....	5
天然橡胶为橡胶轮胎行业毛利率关键因素	7
投资评级：行业盈利水平处于历史次高位，增速放缓，下调评级为“中性”。	7
黔轮胎：近四年毛利率水平居行业第一位.....	9
收入居上市公司第五位	9
近四年公司毛利率水平为行业第一位	9
预计 09 年、10 年EPS分别为 1.0 元、1.10 元，维持“谨慎推荐”的投资评级	9
风神股份：以规模和市场化的取胜	10
收入居上市公司第四位	10
以规模和市场化的取胜	11
公司 09 年、10 年EPS分别为 0.95 元、1.0 元，维持“谨慎推荐”的投资评级	11
青岛双星：低毛利率水平制约规模优势	12
规模和收入居上市公司第三位.....	12
低毛利率水平制约规模优势	12
预计公司 09 年、10 年EPS分别为 0.5 元、0.55 元，维持“中性”的投资评级	13

图表目录

图 1: 98-09 年我国轮胎产量及其同比增长	6
图 2: 03-09 年我国汽车行业的销量及增长率	6
图 3: 09 年我国轮胎市场三大需求细分的比重	6
图 4: 03-09 年我国汽车保有量和产量的对比	6
图 5: 04-09 年主要轮胎上市公司的毛利率曲线	6
图 6: 04-09 年主要轮胎上市公司的EPS曲线 (元/股)	6
图 7: 06-09 天然橡胶、合成橡胶价格	7
图 8: 工程子午胎原材料构成及其重量比重	7
图 9: 96-09 轮胎行业PE与A股PE的比较	8
图 10: 96-09 轮胎行业PB与A股PB的比较	8
表 1: 轮胎行业主要上市公司估值水平	8
表 2: 重点公司盈利预测及估值	8
表 3: 2008 年度轮胎销售收入和利润总额前十位	9
表 4: 近四年来黔轮胎A的盈利能力在行业排名第一位	10
表 5: 黔轮胎A主要财务指标	10
表 6: 风神股份在资金关注方面在行业一直排名第一位	11
表 7: 风神股份的盈利能力在行业排名第二位	12
表 8: 风神股份主要财务指标	12
表 9: 青岛双星主要财务指标	13

09 年：轮胎行业“井喷”，达历史最高

09 年轮胎行业出现前所未有的繁荣局面，业内人士定义为行业“井喷”。具体来看，09 年轮胎产量 6.55 亿条，同比增长 18%。上市公司 09 年前三季度盈利：营业收入同比下降 14%、营业利润同比增长 10.8 倍；ROE 同比增长 6 倍，每股净资产同比增长 15%；销售毛利率达到 18.4%、销售净利率达到 5.8%。轮胎上市公司业绩增长，都达到了历史新高。

轮胎行业业绩“井喷”主要原因是汽车行业快速增长。09 年，汽车产量约 1379 万辆，同比增长 48%；同期汽车销量约 1364 万辆，同比增长 46%。汽车产销量均创历史新高，居世界第一位。远远高于 08 年全年的产量增长 5%、销量增长 6% 的水平。此外，机械行业快速增长也是橡胶轮胎行业“井喷”的需求助力之一，09 年机械行业的生产总值同比大幅增长 33%。

轮胎行业“井喷”的另一个原因是：轮胎原材料的价格大幅下降。轮胎行业主要原材料天然橡胶、合成橡胶的价格在 09 年初下降了 50% 左右。这使得 09 年轮胎行业的成本下降、毛利率水平提升 5 个百分点左右。这一点从行业前三季度的经营情况可以得到证实，前三季全行业的业绩都达到了历史最高水平。

10 年：轮胎行业“微温”，盈利处于此高位

10 年，受需求增速下降和原材料价格上涨的影响，轮胎行业不可能继续“井喷”。考虑到需求的持续增长，轮胎行业保持较高的盈利水平还是有可能的，至少是高于 09 年之前的行业盈利水平。

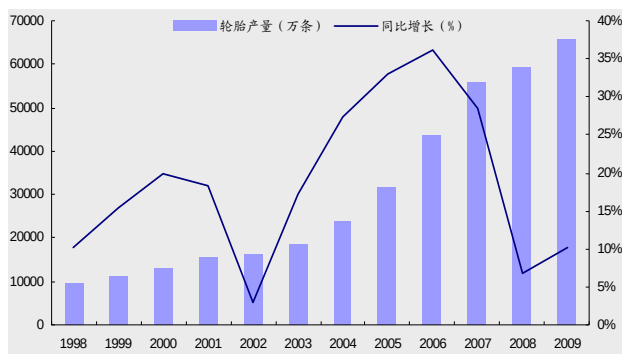
在美国轮胎特保案的影响下，其他国家陆续对中国轮胎行业提出相关的关税制裁，对于出口占比 40% 的中国轮胎行业来说，出口市场大幅增长可能性很小。因此需求继续增长的动力来源于国内市场的增长，汽车行业和机械行业的继续增长。首先：09 年机动车保有量达到 1.86 亿辆，其中汽车 7619 万辆。这个数字意味着未来轮胎行业维修市场巨大。其次：我国目前是汽车第一大国，从汽车需求增长预测来看，未来两年 15-20% 增长率可以维持。随着汽车保有量的增加，替换胎市场将进一步加大。

除了汽车行业之外，机械行业也是橡胶轮胎行业的下游市场之一，占比约 10% 左右。我国处于工业化中期阶段，未来很多大型基建项目仍然会上马，比如西部大开发、南水北调、西气东输、铁路建设等大型基建项目。以及矿产资源的开发，都给予了工程机械行业强劲的内需支持。我们预计工程机械行业未来仍有望保持三年 15% 的复合增长率，将拉动工程机械用轮胎的需求。

根据橡胶工业协会“十一五”规划和预测，2010 年，我国轮胎总产量将达到约 7 亿条，轮胎总产量、子午胎产量都将实现较快的增长，未来 5 年轮胎行业年均增速约 10-15%。

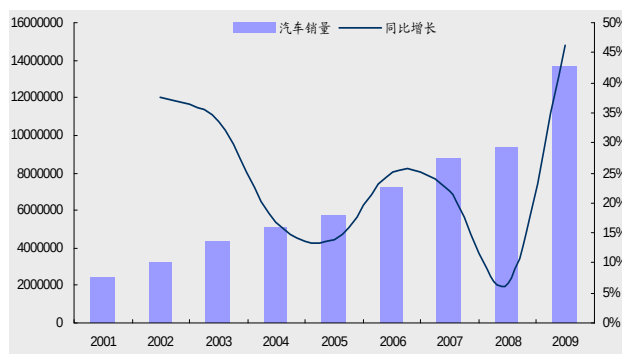
从经营业绩来看：虽然主要原材料天然橡胶价格上涨的压力不断，但在需求的支撑下，轮胎行业能够通过提价实现部分的成本转嫁，维持行业较高的盈利能力。同 09 年相比，10 年轮胎行业没有天然橡胶价格下跌的重大利好；同 08 年相比，10 年轮胎行业绝对有需求旺盛的支撑。盈利状况介于这两年度之间的水平。

图 1: 98-09 年我国轮胎产量及其同比增长



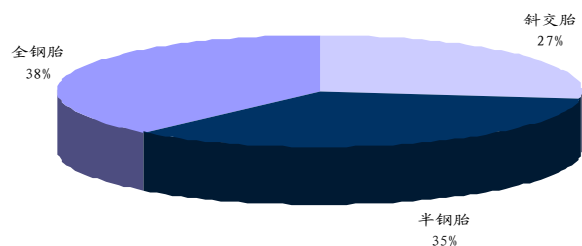
资料来源: 国信证券经济研究所

图 2: 03-09 年我国汽车行业的销量及增长率



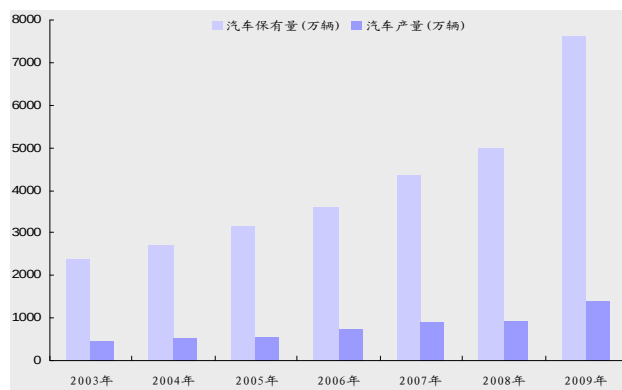
资料来源: 国信证券经济研究所

图 3: 09 年我国轮胎市场三大需求细分的比重



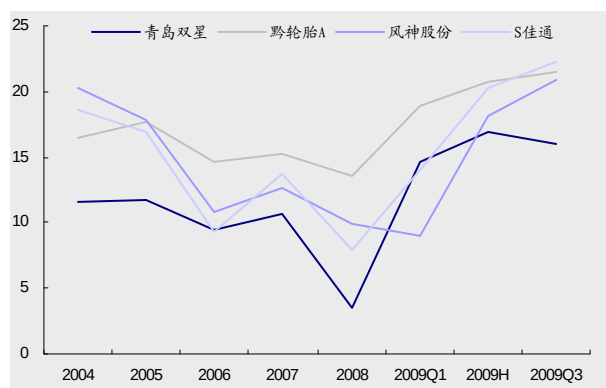
资料来源: 国信证券经济研究所

图 4: 03-09 年我国汽车保有量和产量的对比



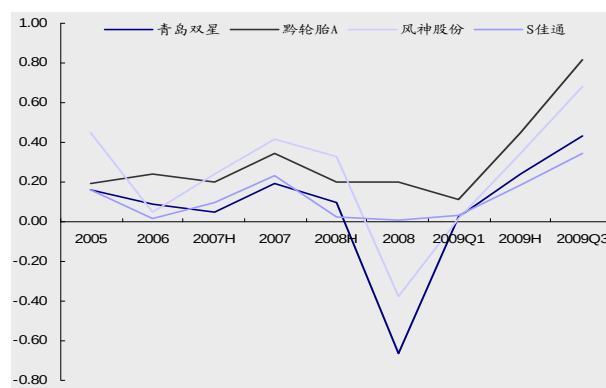
资料来源: 国信证券经济研究所

图 5: 04-09 年主要轮胎上市公司的毛利率曲线



资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 04-09 年主要轮胎上市公司的 EPS 曲线 (元/股)



资料来源: 国信证券经济研究所

天然橡胶为橡胶轮胎行业毛利率关键因素

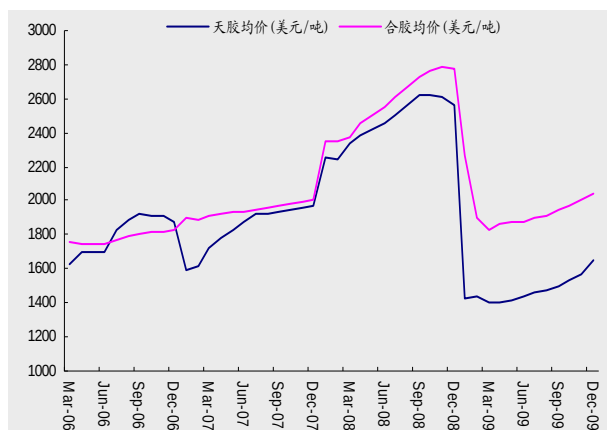
我国轮胎行业集中度较低，竞争较为激烈。行业排名前 10 位的公司的市场占有率约 30%，排名第一位的中国佳通仅占 10%。全刚胎为内资企业竞争实力较强的业务，近几年产能建设较多，产能的集中释放将加剧行业的竞争。

在轮胎行业内部竞争激烈的微妙平衡市场格局下，外部的原材料价格成为决定行业盈利水平的关键因素。天然橡胶为占比最大的原材料，因此，天然橡胶的价格成为轮胎行业毛利率水平的关键因素。

具体来看：轮胎的主要原材料是天然橡胶和合成橡胶（45-50%）、钢帘线（15%）、帘子布和炭黑；其中全刚胎天然橡胶比重高达 45%。因此天然橡胶价格对公司利润率影响重大。经过测算天然橡胶价格每上升 10%，对轮胎行业的毛利率影响大概为

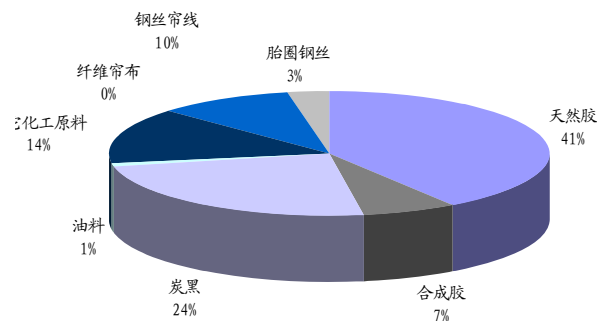
从长期供需角度来看，天然橡胶属于可再生的资源产品，产量受到栽种面积和自然条件的影响较大，下游需求主要是橡胶企业。加之东南亚为主要产郊区，距离中国运输成本最低，因此仅从供需角度来看，天然橡胶的供需状况并不紧张，算得上是供需平衡。剔除炒作因素，未来随着需求旺盛、通货膨胀将带动橡胶价格呈现平稳上升的趋势，高毛利率不能长期维持。

图 7：06-09 天然橡胶、合成橡胶价格



资料来源：隆众石化网，国信证券经济研究所

图 8：工程子午胎原材料构成及其重量比重



资料来源：隆众石化网，国信证券经济研究所

投资评级：行业盈利水平处于历史次高位，增速放缓，下调评级为“中性”。

我们认为轮胎行业在“井喷”之后，盈利持续大幅增长的可能性较小，在汽车行业的持续增长和机械行业的景气高位的情况下，行业整体盈利维持在较高水平，预计未来两年轮胎行业的需求增速将保持在 10-15% 的水平。

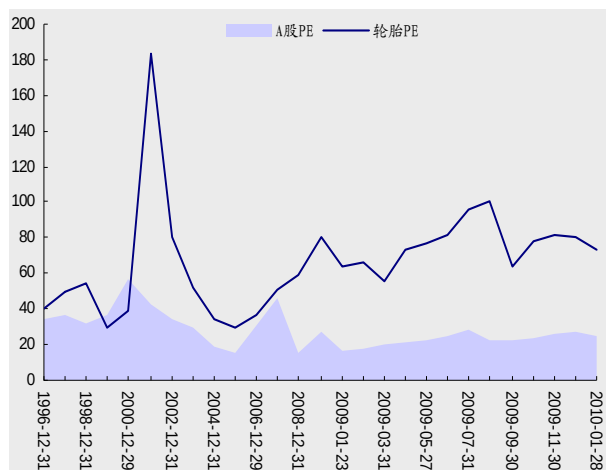
对于轮胎行业主要原材料天然橡胶、合成橡胶的价格判断：2010 年天然橡胶、合成橡胶平均价格将保持在 2000-2500 美元/吨左右的水平，对于轮胎

行业来说，这样的价格水平盈利微薄，依托下游较强劲的需求，企业通过产品价格上调来部分转嫁成本，使得行业整体盈利水平维持次高水平。

鉴于以上两个主要原因，我们建议积极关注轮胎行业个股的盈利变化，把握其投资机会。

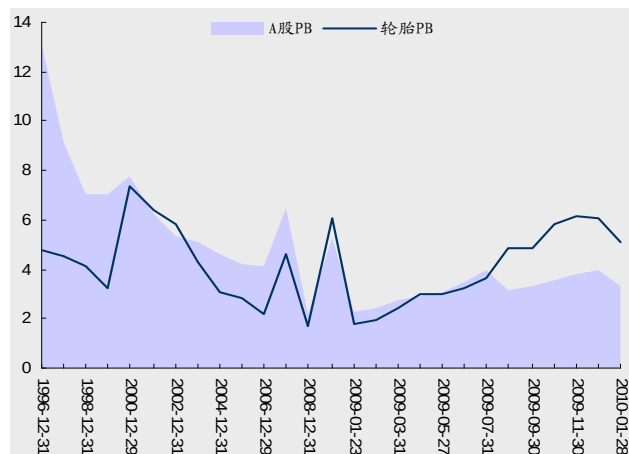
目前行业平均的 PE、PB 分别为 73、5.1 倍，考虑到行业 09 年业绩达到历史最高水平，我们调整行业 PE 大概为 27 倍（前三季度业绩*4/3，剔出 ST 黄海），高于 A 股市场 PE25 倍的水平。从 PB 的角度来看，轮胎行业 PB 为 5.1 倍，高于 A 股市场的 PB3.31 倍。因此，从相对估值的角度考虑，我们下调轮胎行业投资评级为“中性”。建议关注的在行业景气上升中获得超额收益的公司；其中黔轮胎 A 因具有较大的细分产品、细分市场优势，我们维持“谨慎推荐”的投资评级；风神股份因具有规模优势、资金优势、市场化优势，我们给予“谨慎推荐”的投资评级。

图 9：96-09 轮胎行业 PE 与 A 股 PE 的比较



资料来源：国信证券经济研究所

图 10：96-09 轮胎行业 PB 与 A 股 PB 的比较



资料来源：国信证券经济研究所

表 1：轮胎行业主要上市公司估值水平

证券简称	PE	PB	PEG2009
黔轮胎 A	16.50	3.30	0.08
青岛双星	15.13	3.25	0.12
S 佳通	26.84	8.78	0.01
风神股份	15.09	3.16	0.04
ST 黄海	125.74	40.53	1.03
双钱股份	70.01	8.87	0.22

资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

表 2：重点公司盈利预测及估值

公司	公司	收盘价	EPS			P/E		P/B			评级
名称	代码		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2009E	2010E	2011E	
黔轮胎 A	000589	18.01	1	1.1	1.15	16	16	3.30	3.0	2.9	谨慎推荐
风神股份	600469	13.87	0.95	1	1.1	14	12	3.16	2.8	2.7	谨慎推荐
青岛双星	000599	8.74	0.5	0.55	0.55	16	16	3.25	3.0	2.9	中性

数据来源：国信证券经济研究所

表 3：2008 年度轮胎销售收入和利润总额前十位

排名	单位	销售收入(万元)	单位	利润总额(万元)	单位	综合产量(条)
1	中国佳通	1296098	中国正新	54095	中国佳通	30888548
2	杭州中策	1105503	兴源集团	50328	中国正新	23859734
3	三角集团	1060288	杭州中策	33899	杭州中策	21651991
4	山东玲珑	1020880	山东万达	33134	三角集团	20654922
5	中国正新	714510	山东金宇	16168	山东玲珑	20573573
6	双钱集团	712142	山东玲珑	16026	南京锦湖	13597103
7	青岛双星	653996	三角集团	14946	江苏韩泰	9816615
8	风神轮胎	605253	江苏通用	12936	广州华南	8543692
9	贵州轮胎	429803	泸河集团	12031	固铂成山	7267946
10	兴源集团	428288	中国佳通	6264	山东三工	6710762

资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

黔轮胎：近四年毛利率水平居行业第一位

收入居上市公司第五位

08 年行业数据统计显示，公司销售收入居全国同行业第九位，上市公司中排名第五位。09 年，公司产能 520 万条，其中全刚胎为 200 万条，新增产能为全刚胎 40 万条。公司未来增长主要依托全刚胎产能扩张，预计 2012 年全刚胎产能达到 280 万条。公司对其他轮胎品种采取细分优质品种的策略，经营利润高的工程胎、农业胎等。

近四年公司毛利率水平为行业第一位

纵向来看，从 04 年开始公司的毛利率水平就一直低于 20%，这是行业竞争越来越激烈的一个必然现象。横向来看，公司的毛利率水平一直保持在第三的水平，近四年来的数据显示，公司毛利率水平为行业第一位。

毛利率水平在行业内的排名提升，主要来源于公司经营稳定，新投产的生产线技术成熟、质量稳定、品牌经营较好。对于原材料的采购、储备把握较好，把成本控制在较低的水平。对于竞争激励的轮胎行业来说，做到产能扩展兼顾质量、材料采购稳定成本这两点，是很难的。另外，公司在细分品种上，坚持把握市场动态，经营毛利率水平较高的品种，比如工程机械胎、大型农用胎、特种胎。在行业竞争激烈的前提下，把细分市场做好，保持公司的稳健经营。

同时，近四年来，公司在资产负债率、速动比率等偿债能力指标上也保持在行业第一的水平，至于营运指标方面也是保持了前几位的水平。

预计 09 年、10 年 EPS 分别为 1.0 元、1.10 元，维持“谨慎推荐”的投资评级

公司依托汽车行业和工程机械行业复苏，迎来阶段性的盈利高增长，公司在行业上市公司中排名第一的毛利率水平支撑了业绩的持续增长。我们预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 1.00 元、1.10 元、1.15 元。考虑到国内 A 股市场 PE 为 25 倍，国外轮胎行业平均 PE 约 23 倍，国内轮胎行业虽然行业竞争激烈、市场集中度低，给与动态 PE 为 20 倍，目标价格约 20-22 元。维持“谨慎推荐”评级。

表 4: 近四年来黔轮胎 A 的盈利能力在行业排名第一位

		销售毛利率	销售净利率
20051231	黔轮胎 A	17.61	1.61
	风神股份	17.88	3.11
	S 佳通	16.98	2.82
	青岛双星	11.68	2
	ST 黄海	-4.58	-26.71
20061231	黔轮胎 A	14.65	1.71
	风神股份	10.5	0.25
	S 佳通	8.94	0.29
	青岛双星	8.97	1.26
	ST 黄海	-2.66	-18.09
20071231	黔轮胎 A	15.21	2.16
	风神股份	12.63	1.77
	S 佳通	13.74	2.8
	青岛双星	10.69	2.04
	ST 黄海	5.77	1.48
20081231	黔轮胎 A	13.6	1.17
	风神股份	9.86	-1.59
	S 佳通	7.91	0.08
	青岛双星	3.43	-7.54
	ST 黄海	-9.45	-30.01
20090930	黔轮胎 A	21.53	6.29
	风神股份	20.89	6.33
	青岛双星	16.00	7.45
	S 佳通	22.26	11.59
	ST 黄海	10.03	1.26
	双钱股份	15.68	3.40

资料来源：国信证券经济研究所

表 5: 黔轮胎 A 主要财务指标

	051231	061231	070630	071231	080630	081231	090331	090630	090930
主营 YOY%	31.73	17.24	18.95	14.80	8.72	8.13	-1.35	-0.83	0.87
净利 YOY%	149.89	26.96	43.87	72.86	-1.91	-56.94	-0.86	109.72	162.09
EPS (元/股)	0.19	0.24	0.20	0.34	0.20	0.20	0.11	0.45	0.82
BPS (元/股)	4.13	4.21	4.55	4.68	4.78	4.75	4.85	5.07	5.45
销售毛利率%	17.61	14.68	13.92	15.21	14.06	13.60	18.96	20.74	21.53
销售净利率%	1.61	1.39	2.62	2.15	2.37	1.12	3.15	5.57	6.29
ROA%	4.48	5.20	6.12	5.79	5.50	4.47	6.53	9.63	11.55
ROE%	4.62	5.60	4.34	7.33	4.15	4.24	2.32	8.70	15.02
资产负债率%	66.98	66.29	64.96	65.86	68.70	69.74	68.74	70.18	67.31

资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

风神股份：以规模 and 市场化取胜

收入居上市公司第四位

公司作为我国载重子午线轮胎和工程机械轮胎龙头企业，销售收入居全行业第八位，上市公司第四位，轮胎总产能为 560 万套，其中载重子午胎产能

400 万套/年。新建的 15 万套工程子午胎、收购的 50 万套载重子午胎为公司未来业绩增长的动力。

以规模 and 市场化取胜

公司的全钢胎产能在上市公司中为第一位、工程机械胎能在行业中排名第一。从历史数据来看,05 年以前公司的毛利率水平一直保持行业第一的水平。这说明公司具有较好的生产能力和经营实力。另外公司快速扩张,规模增长快于同行业上市公司;在快速扩张中,毛利率水平在同行业中保持第二名的位置。

公司具有较好的市场化运作能力。公司对于新领域的大手笔拓展,比如 07 年 80 万套载重子午胎的投产、08 年 15 万套工程子午胎的建设,都因为借住了实力雄厚的大股东支持下得以实现。同时公司与资本市场较好的互动,公司前十大流通股东中基金数量一直以来排行业第一位。

公司 09 年、10 年 EPS 分别为 0.95 元、1.0 元,维持“谨慎推荐”的投资评级

考虑到公司在全钢胎业务和工程机械胎业务上具有较好的盈利能力,我们预计公司 09、10、11 年 EPS 分别 0.95 元、1.00 元、1.10 元。考虑到国内 A 股市场 PE 为 25 倍,国外轮胎行业平均 PE 约 23 倍,国内轮胎行业虽然行业竞争激烈、份额较小,给与动态 PE 约 20 倍,目标价格约 19-20 元,维持“谨慎推荐”评级。

表 6: 风神股份在资金关注方面在行业一直排名第一

前十大流通股东中基金股东名称	
风神股份	中国昊华化工(集团)总公司; 河南轮胎集团有限责任公司; 中国工商银行-易方达价值成长混合型证券投资基金; 焦作通良资产经营有限公司; 中国建设银行-华宝兴业多策略增长证券投资基金; 融通新蓝筹证券投资基金; 中国建设银行-银华核心价值优选股票型证券投资基金; 中国建设银行-融通领先成长股票型证券投资基金 中国工商银行-景顺长城精选蓝筹股票型证券投资基金
黔轮胎 A	中国工商银行-广发聚丰股票型证券投资基金 中国工商银行-中海量化策略股票型证券投资基金 厦门国际信托有限公司-磐谷创业一号集合资金信托
青岛双星	双星集团有限责任公司; 上海顺泰创业投资有限公司; 厦门国际信托有限公司-磐谷创业一号集合资金信托; 青岛锦盈投资有限公司
s 佳通	中国民生银行股份有限公司-东方精选混合型开放式证券投资基金

资料来源: 国信证券经济研究所

表 7：风神股份的盈利能力在行业排名第二位

		销售毛利率	销售净利率
20051231	风神股份	17.88	3.11
	S 佳通	16.98	2.82
	青岛双星	11.68	2
	ST 黄海	-4.58	-26.71
20061231	风神股份	10.5	0.25
	S 佳通	8.94	0.29
	青岛双星	8.97	1.26
	ST 黄海	-2.66	-18.09
20071231	风神股份	12.63	1.77
	S 佳通	13.74	2.8
	青岛双星	10.69	2.04
	ST 黄海	5.77	1.48
20081231	风神股份	9.86	-1.59
	S 佳通	7.91	0.08
	青岛双星	3.43	-7.54
	ST 黄海	-9.45	-30.01
20090930	风神股份	20.89	6.33
	S 佳通	22.26	11.59
	青岛双星	16.00	7.45
	ST 黄海	10.03	1.26
	双钱股份	15.68	3.40

资料来源：国信证券经济研究所

表 8：风神股份主要财务指标

	051231	061231	070630	071231	080630	081231	090331	090630	090930
主营 YOY%	32.09	37.22	25.66	18.54	14.86	1.28	-39.14	-29.20	-21.24
净利 YOY%	51.69	-81.86	427.39	422.98	12.19	-185.08	-85.56	98.74	234.51
EPS（元/股）	0.45	0.05	0.24	0.42	0.33	-0.38	0.02	0.35	0.68
BPS（元/股）	3.21	3.14	3.41	3.61	3.94	3.73	3.75	3.98	4.32
销售毛利率%	17.88	10.88	12.75	12.63	11.69	9.86	9.07	18.19	20.89
销售净利率%	3.11	0.34	1.99	1.77	2.39	-1.59	0.56	5.24	6.33
ROA%	8.87	4.07	8.93	7.80	9.39	1.95	4.80	9.68	11.25
ROE%	14.08	1.54	6.95	11.55	8.33	-6.94	0.41	8.68	15.71
资产负债率%	69.85	73.94	74.87	72.57	78.85	71.64	73.64	73.81	69.98

资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

青岛双星：低毛利率水平制约规模优势

规模和收入居上市公司第三位

公司作为我国规模较大的载重子午线轮胎企业之一，销售收入居行业内第七位，上市公司第三位。08 年双星轮胎通过技改，全钢胎的规模达到 390 万套，轮胎总产能为 630 万套。此外收购和新建的河南双星、汝南双星，使得公司总的生产规模达到 1000 万套。09 年业绩增长的动力主要来源于全钢胎产能的利用率提升，同时子公司产能的扩展也将成为公司利润的增长点。

低毛利率水平制约规模优势

从历史数据来看，公司主业转为橡胶轮胎之后，毛利率水平一直保持在行业平均水平，比行业最高水平低 3-5%个百分点，对于竞争激烈的行业来说，这样的 3-5%点的毛利率差距，直接导致了公司业绩低于同规模的企业，制约了规模优势带来的低成本和品牌效应。

预计公司 09 年、10 年 EPS 分别为 0.5 元、0.55 元，维持“中性”的投资评级

考虑到整个行业产能过剩和现在的满负荷生产，以及高额特保关税引发的出口下降和出口转内销的竞争，对于 10 年、11 年，公司业绩的增长主要来自新增的全钢胎业务。我们预计公司 09、10、11 年 EPS 分别为 EPS 为 0.5 元 0.55 元、0.60 元。考虑到国内 A 股市场 PE 为 25 倍，国外轮胎行业平均 PE 约 23 倍，国内轮胎行业虽然行业竞争激烈、市场集中度低，给与动态 PE 约 20 倍，目标价格约 10-11 元。下调评级为“中性”评级。

表 9：青岛双星主要财务指标

	051231	061231	070630	071231	080630	081231	090331	090630	090930
主营 YOY%	33.25	4.87	36.26	34.44	20.69	-0.61	-40.62	-31.09	-15.67
净利 YOY%	68.27	-58.05	4.11	235.27	98.13	-514.81	-66.48	187.55	354.68
EPS（元/股）	0.16	0.09	0.05	0.20	0.10	-0.66	0.02	0.24	0.43
BPS（元/股）	2.15	2.24	2.31	2.46	2.95	2.23	2.26	2.47	2.66
销售毛利率%	11.68	9.43	9.64	10.69	9.02	3.43	14.59	16.85	16.00
销售净利率%	1.99	1.24	1.07	2.07	1.88	-7.54	1.91	7.48	7.45
ROA%	4.66	3.64	3.89	5.91	4.58	-6.73	3.27	7.99	9.73
ROE%	6.32	3.90	2.05	7.95	2.99	-27.95	1.08	9.83	16.11
资产负债率%	63.25	63.20	68.12	69.12	64.14	70.31	69.64	67.86	65.33

资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	黄学军	021-60933142	黄金香	010-82252922
		崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
		廖 喆	021-60933162	郑 武	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
		陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良		程 峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn
	许娅 021-60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	