

动态报告/行业快评

橡胶

轮胎行业年报比较快评

中性

(维持评级)

2010年03月25日

“井喷”之后是微温，盈利能力出现分化

分析师： 陈爱华

chenah@guosen.com.cn 0755-82133397

事项：

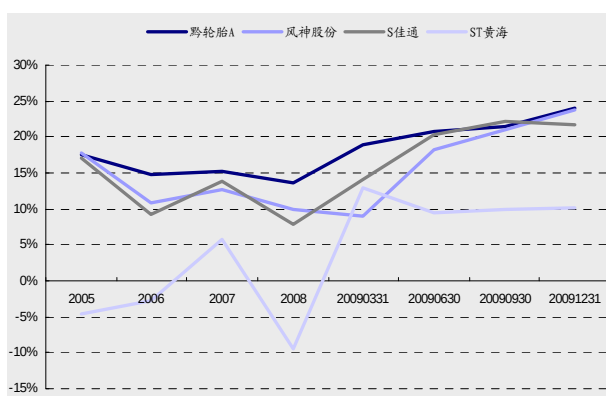
轮胎行业上市公司 09 年年报陆续公告，我们仔细解读年报内容并对公司年报进行横向比较，对轮胎行业上市公司在盈利能力变化、原材料天然橡胶价格上涨、出口特保关税等方面的问题进行分析，推导出 10 年轮胎行业盈利趋势。

评论：

■ 2009 年对轮胎行业来说是“井喷”的一年，上市公司的盈利能力创出历史新高。

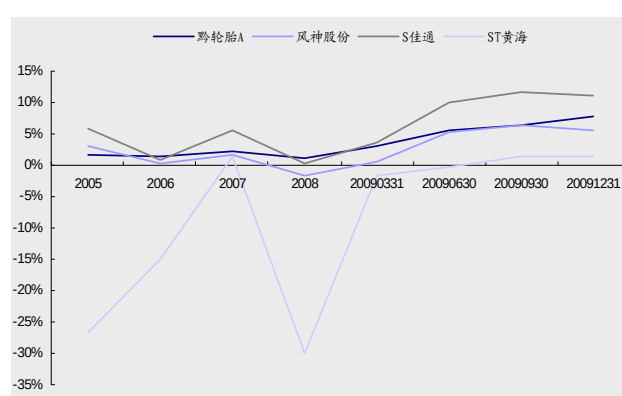
2009 年对轮胎行业来说是井喷的一年，上市公司的盈利能力创出历史新高。从综合毛利率来看，黔轮胎 A、风神股份都达到 24%，S 佳通为 22%，ST 黄海 10%，远超历史最高水平。从净利率来看，黔轮胎 A 为 8%、风神股份为 6%，S 佳通为 11%，ST 黄海 1%，大幅超过历史最高水平。09 年上市公司盈利“井喷”有两个因素：一是下游汽车行业快速增长，产销量同比增长超过 46%；二是轮胎原材料的价格大幅下降，轮胎行业主要原材料天然橡胶价格在 09 年初下降了 50% 左右。原材料价格下降使得企业生产成本降低，下游需求旺盛推动产品销售顺畅且销售价格保持高位，双重因素使得轮胎企业 09 年盈利大幅增长。

图 1：05-09 轮胎行业上市公司的综合毛利率比较



资料来源：国信证券经济研究所

图 2：05-09 轮胎行业上市公司的净利率比较



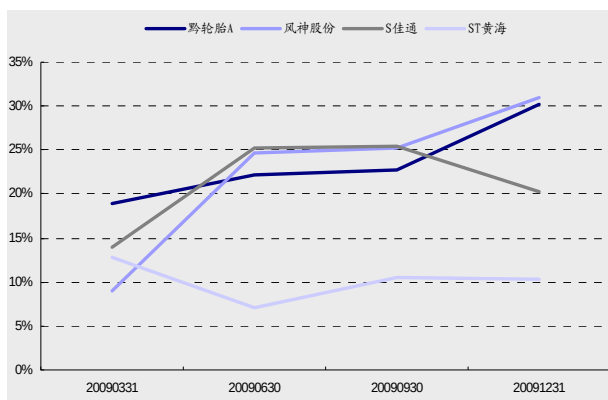
资料来源：国信证券经济研究所

■ 2009 年上市公司单季度业绩显示，盈利能力随着原材料价格的上升在第四季度出现分化。

2009 年轮胎上市公司单季度业绩比较显示，盈利能力随着原材料价格的上涨出现分化。从单季度毛利率来看，黔轮

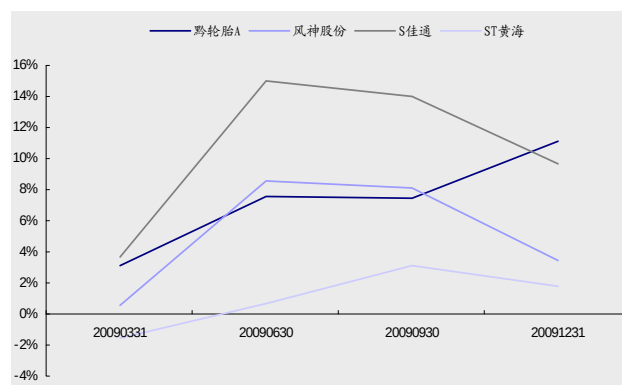
胎 A 四个季度分别为 19%、22%、23%、30%，呈现持续上涨的势头；风神股份四个季度分别为 9%、25%、25%、31%，呈现上涨趋势；S 佳通四个季度分别为 14%、25%、25%、20%，第四季度毛利率下滑；ST 黄海第四季度毛利率也同样下滑。从单季度净利率来看，仅黔轮胎 A 在第四季度保持持续上涨，其他三家公司均出现净利率水平下降的现象。由此可以推断上市公司盈利能力在第四季度出现分化。业绩分化的主要原因是原材料天然橡胶价格大幅上涨。数据显示，天然橡胶价格从 09 年 5 月份开始出现上涨，9 月份单月环比价格涨幅达到 10%，这是上市公司盈利能力在第四季度分化的主要原因。

图 3：09 年轮胎上市公司单季度毛利率比较



资料来源：国信证券经济研究所

图 4：09 年轮胎上市公司单季度净利率比较



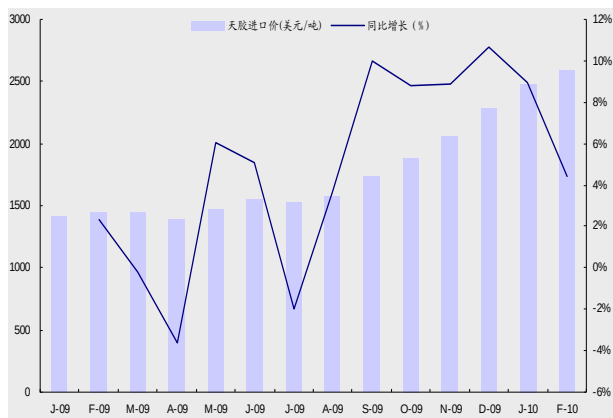
资料来源：国信证券经济研究所

■ 随着原材料天然橡胶价格的上涨，2010 年轮胎上市公司盈利能力将继续分化，同时整体盈利能力也将下降。

2009 年轮胎行业主要原材料天然橡胶的价格持续上涨，进口价格从年初的 1412 美元/吨上涨到年底的 2278 美元/吨，上涨幅度达到 61%。天然橡胶在轮胎行业原材料中重量占比约为 40%，价格占比约为 50%，天然橡胶价格大幅上涨直接导致行业毛利率大幅下降。从月度价格数据来看，天然橡胶价格大幅上涨从 09 年 5 月份开始，依据三个月储备来计算，将导致上市公司盈利能力在第四季度出现下降，这也是上市公司盈利能力在第四季度开始分化的主要原因。

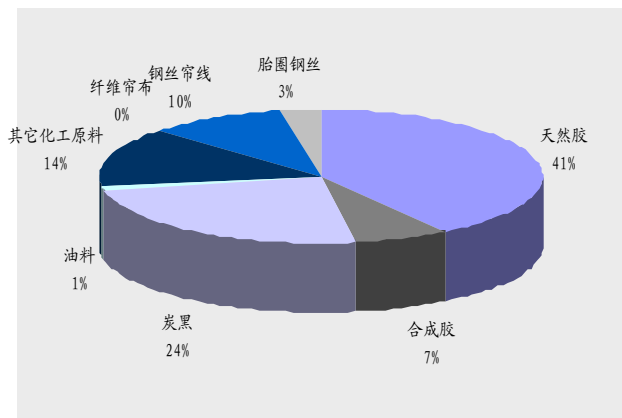
2010 年的 1、2 月份，天然橡胶价格继续上涨，这将使得轮胎行业的成本进一步提升，盈利能力下降。1、2 月份天然橡胶价格分别上涨 9.0%、4.4%，达到 2592 美元/吨。假设轮胎行业生产过程中天然橡胶的储备量为三个月，简单平均计算下，10 年第一季度天然橡胶平均价格比 09 年第四季度提高 29%，10 年第二季度天然橡胶价格比第一季度提高 22%。简单计算的数据显示，天然橡胶价格大幅度上涨将直接导致行业或上市公司的盈利能力下降，至于企业采取的提高产品价格、控制成本、改进技术等措施都只能稍微减缓这种下降幅度而已。

图 5: 09-10 年天然橡胶月度进口价格及同比增长率



资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 工程子午胎原材料构成及其重量比重



资料来源: 国信证券经济研究所

■ 2009 年上市公司出口业务数据显示出口业务没有太大变化，特保案的影响将在 10 年显现。

09 年 9 月 26 日美国特保案惩罚性关税开始实施，35%的关税税率、36.6%的出口金额比重，加之其他国家的仿效行为，使得中国轮胎行业出口形势面临重大挑战。从 09 年轮胎行业出口数据来看，出口数量比重仍然保持在 40%的水平，显示行业整体出口比重没有因为特保案出现大幅下滑。从已经公布年报的上市公司出口数据来看，出口比重也没有因为特保案的影响大幅萎缩。09 年下半年出口数据和 09 年上半年出口数据比较显示。下半年出口比重增长的有风神股份、S 佳通、ST 黄海，出口比重下降的有黔轮胎 A。但我们认为随着国内大量新建产能的逐步建成投产，必将导致行业竞争加剧，特保案对轮胎行业出口的影响将在未来两年逐步体现。

表 1: 2009 年轮胎上市公司收入出口比重和半钢胎产能数据

	黔轮胎 A	青岛双星/H	风神股份	S 佳通	ST 黄海	双钱股份 (08 年)
收入						
国内(亿元)	38.89	12.6	37.92	6.47	6.38	62.06
国外(亿元)	8.06	4.34	17.75	19.82	5.56	9.22
合计	46.95	16.94	55.67	26.29	11.94	71.28
比重						
国内(%)	82.09	73.97	68.12	24.45	52.31	87.07
国外(%)	17.02	25.46	31.88	74.89	45.55	12.93
半钢胎产能						
09 年产能	50 万套	600 万套	目前没有	1500 万套	没有	-

数据来源: 国信证券经济研究所

■ 从估值安全边际来看，轮胎板块的 PE 为 21 倍，其中黔轮胎 A、风神股份具有较大的安全边际。

从估值角度来看，整个 A 股市场，相对于 09 年 EPS 来说，PE 约为 26 倍，其中轮胎板块，相对于 09 年 EPS 的 PE 约为 21 倍，与整个 A 股市场的估值水平相当。具体到个股来看，安全边际较高的为黔轮胎 A、风神股份，维持“谨慎推荐”的投资评级。

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	12.67	2.97	0.08
青岛双星	15.39	3.31	0.12
S 佳通	24.44	7.22	0.01
风神股份	16.57	3.07	0.04
ST 黄海	112.85	35.33	1.10
双钱股份	67.92	8.6	0.22

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

分析师承诺:

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，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

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。