

橡胶

署名人: 芮定坤

执业证书编号: S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

评级调整: 首次

行业基本资料

上市公司家数	10
总市值(亿元)	538
占 A 股比例(%)	0.11%
平均市盈率(倍)	47.59

行业表现

(%)	1M	3M	6M
橡胶	0.18	3.26	19.12
上证综合指数	-3.78	9.79	7.93



相关报告

橡胶行业

看好

溴化丁基橡胶分析: 高技术壁垒, 国内市场约 90 亿

浙江龙盛公告下属子公司研发溴化丁基橡胶中试成功, 我们详细分析了这种产品的技术壁垒和供需、市场。

投资要点:

- **高技术壁垒产品:** 丁基橡胶主要用于轮胎内胎, 空气保有性是天然橡胶内胎的 8 倍以上, 可以提高轮胎使用寿命, 降低滚动阻力减少油耗, 技术壁垒高, 国内只有北京燕山石化公司 1 套 4.5 万吨吨的普通丁基橡胶生产装置, 自给率约 20%, 其中溴化丁基橡胶只有美国、德国有此生产技术和装置, 09 年国内产品全部依赖进口。
- **未来趋势:** 发达国家的轮胎内胎基本全部实现了丁基化, 日本、韩国和印度等国家 80% 以上的内胎用丁基橡胶制造, 中国台湾的内胎丁基化率约 90%。国内只有 30%, 所以未来的增长空间是比较大的。
- **需求:** 2000-2009 年丁基橡胶表观消费量年均增长率约为 24.65%。09 年消费量 25.8 万吨, 预计到 12 年丁基橡胶的需求量 30 万吨, 其中卤化丁基橡胶约 25 万吨, **溴化丁基橡胶占卤化的 57%, 约 14.25 万吨。**
- 浙江龙盛公告下属子公司杭州龙山化工和其他方合资试验的工业化溴化丁基橡胶生产技术取得突破, 经北京橡胶工业研究所设计院物化检测实验室检测, 试产的样品各项主要技术指标与进口同类产品质量相当。目前溴化丁基国际上只有美国、德国有此生产技术和装置。
- 技术尚处在中试的第一阶段, 中试小组投资建设设计能力为 1000 吨/年的中试装置, 第二阶段建设 3000 吨, 在中试完成后再确定项目计划
- 投资建议: 溴化丁基价格约 5.5 万元/吨, 估算 2012 年产品市场在 85 亿左右, 浙江龙盛能占多少份额短期很难确定(中石化也在研发中试), 另外由于还在中试阶段, 未来产能投放的时间不确定, 有放大的技术风险。但公司进入新的高技术壁垒领域长期有增厚 EPS 的可能, 短期成为市场热点, 加上公司在原印染主业上基本面较好和估值有安全边际, 给与推荐评级, 预测 10-12 年 EPS 为 0.7、0.92 和 1.2 元。

风险提示: 国内很多企业都在准备新建、扩建丁基橡胶装置, 预计到 2014 年, 国内丁基及卤化丁基橡胶成为世界主要生产国家。(详见报告内表 2)

股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600352 浙江龙盛	0.51	0.7	0.92	1.2	21	20	15	12	推荐

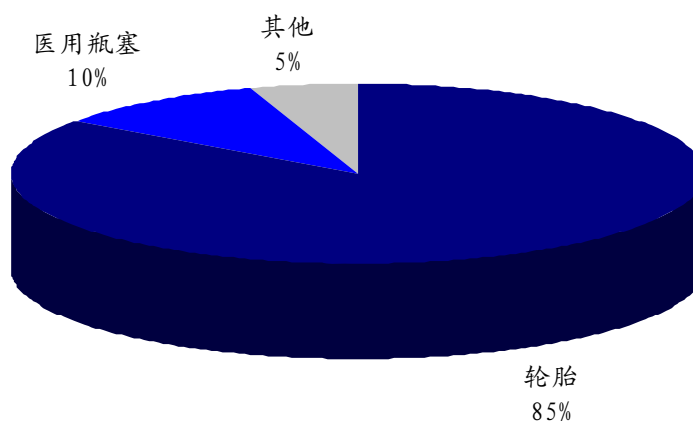
一、丁基橡胶，年均增速 25%

现状:

根据协会统计：丁基橡胶 2000-2009 年表观消费量年均增长率约为 24.65%。2000 年我国丁基橡胶（包括卤化丁基胶）的表观消费量只有 4.2 万吨，2003 年约 10 万吨，2009 年增加到 25.8 万吨，预计到 2012 年我国丁基橡胶的总需求量将达到约 30 万吨。

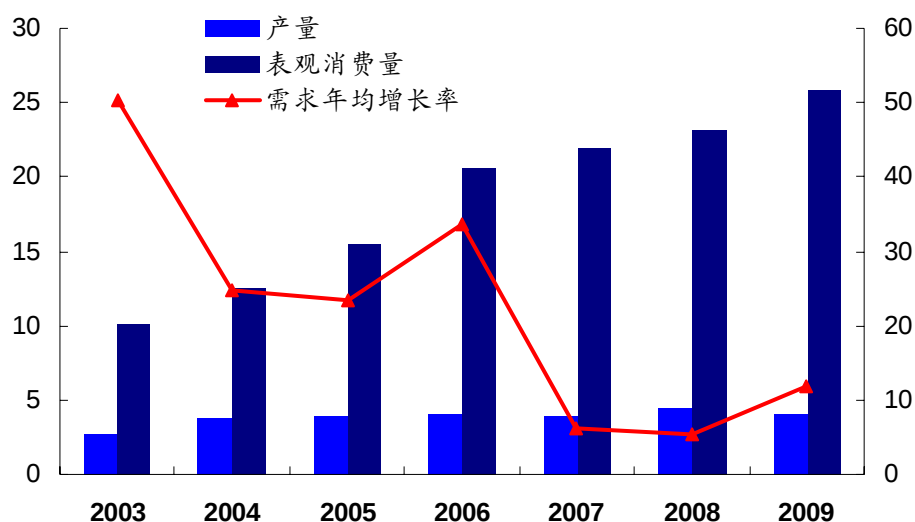
行业供需上面，目前还是进口占主要，产品自给率约 20%。其中需求增长最大的卤化丁基橡胶基本大部分进口。下游主要是轮胎，见下图：

图 1、丁基橡胶下游（按 2009 年） 单位:%



资料来源：中投证券研究所

图 2、国内丁基橡胶及卤化丁基橡胶产量、消费量和消费增速 单位:万吨



资料来源：中投证券研究所

未来趋势:

按中国汽车工程学会的预计, 2015 年我国汽车销量 2258.47 万辆。未来 20 年都是汽车产量在增长期, 轮胎也相应收益增长, 而且全球的轮胎公司也有产能转移到中国和亚洲的趋势, 这样的话轮胎的增速会比汽车更快, 而且这只是新增汽车的需求, 轮胎还多出一个替换的需求。

相应的, 轮胎下游的合成橡胶的需求未来增长还是很确定的。

丁基橡胶用于生产汽车轮胎内胎、硫化胶囊和水胎。丁基内胎具有优良的空气保有性(天然橡胶内胎的 8 倍以上); 使用丁基橡胶内胎能长期维持适当的气压, 减少外胎过度变形, 提高轮胎使用寿命, 降低滚动阻力, 减少油耗; 丁基内胎还具有优良的耐热性、抗撕裂性、耐候性、耐臭氧性。

国内轮胎向子午化、扁平化、无内胎化发展。发达国家的轮胎内胎基本全部实现了丁基化, 在亚洲, 日本、韩国和印度等国家 80% 以上的内胎用丁基橡胶制造, 中国台湾的内胎丁基化率也达到 90% 以上。国内只有 30%。所以未来的增长空间是比较大的。

需求和市场空间估算:

据橡胶工业协会初步计算, 09 年轮胎产量 3.5 亿条, 其中子午胎 2.6 亿条, 斜交胎 0.9 亿条。

载重轮胎中, 全钢载重子午线轮胎按 50% 配丁基内胎, 载重斜交胎 20% 配丁基内胎, 平均每条内胎需要普通丁基橡胶 2.3kg, 合计 09 年载重轮胎内胎需要丁基橡胶 7.13 万吨。在丁基硫化胶囊中, 每条载重轮胎需要用 100 次, 平均耗胶量 6kg; 轻卡胎用 150 次, 平均耗胶 4.2kg, 轿车胎 200 次, 耗胶 3kg。2009 年硫化胶囊需要丁基橡胶合计约 1.04 万吨。

2 项合计 8.17 万吨。

表 1 按 2009 年计算, 国内汽车轮胎业丁基橡胶消费量分析 单位: 万吨

		轿车轮胎	轻卡轮胎		载重轮胎		合计
			斜交	子午	斜交	子午	
产量 (亿条)		1.8	0.4	0.38	0.5	0.42	
销量							
丁基橡胶	内胎用				2.3	4.83	8.17
	硫化胶囊	0.27	0.11	0.11	0.3	0.25	

资料来源: 中投证券研究所

新增产能也较多, 但 2014 年前基本国内供需平衡

由于看好市场, 国内很多企业都在准备新建、扩建丁基橡胶装置, 预计到 2014 年, 国内丁基及卤化丁基橡胶成为世界主要生产国家。但这里面主要是普通丁基橡胶, 卤化的不多, 而且技术上能不能实现和时间都不确定, 见下表:

表 2、国内规划丁基及卤化丁基橡胶产能 单位：万吨

			计划投产时间	状态
燕山石化	北京	9	11 年	已获批
浙江信汇	嘉兴	5	-	规划
天津路港石油橡胶	大港	6	-	规划
金浦集团/兰州石化红叶公司	-	6	-	规划
辽宁盘锦振奥/俄罗斯 YARSINTEZ	-	10	-	合资（丁基及卤化丁基）
大庆石化	大庆	6	-	规划
总计		42		

资料来源：中投证券研究所

下面是全球丁基橡胶产能情况：

表 3、全球丁基橡胶产能合计 单位：万吨

生产厂家名称	生产能力	地址	主要产品
比利时朗盛（Lanxess）公司	13	Antwerp	IIR、HIIR
法国 Socabu 公司 1	7	Notre Dame de	IIR
英国 ExxonMobil 化学公司	11	Fawley	IIR、HIIR
加拿大朗盛（Lanxess）公司	13.5	Sarnia	IIR、HIIR
美国 ExxonMobil 化学公司	15.	路易斯安那 Baton Rouge	IIR、HIIR
美国 Exxon Mobil 化学公司	14.5	得克萨斯州 Baytown	IIR、HIIR
日本丁基公司 2	7.5	Kawasaki	IIR、HIIR
日本丁基公司 2	7	Kashima	IIR、HIIR
中国石化北京燕山石化分公司	4.5	北京燕山	IIR
俄罗斯 Nizhnekamskneftekhim 公司	10	Nizhenkamsk	IIR、HIIR
俄罗斯 Sibur 公司	6	Tolyatty	IIR
世界合计	109		

资料来源：中投证券研究所

注：1.完全由 ExxonMobil 化学公司所有；2.日本合成橡胶与 Exxon Mobil 化学公司按 50：50 的合资企业；IIR 为丁基橡胶，HIIR 为卤化丁基橡胶。

二、卤化丁基橡胶，高技术壁垒

2009 年 18 万吨的卤化丁基橡胶全部依赖进口。目前只有北京燕山石化公司 1 套 4.5 万吨吨的普通丁基橡胶生产装置，只有 1 个牌号的内胎级丁基橡胶 IIR1751。

需求计算：

2009 年的情况：子午线轮胎气密层主要采用卤化丁基橡胶，以载重子午线轮胎每条 1.2kg、轻卡胎每条 0.35kg、轿车胎每条 0.3kg 计算，09 年汽车轮胎气密层需要卤化丁基橡胶约 17.25 万吨。

表 4、卤化丁基橡胶需求 2009 年 单位：万吨

	轿车轮胎	轻卡轮胎		载重轮胎		合计
		斜交	子午	斜交	子午	
产量（亿条）	1.8	0.4	0.38	0.5	0.42	
卤化丁基橡胶	7.5		5.4		4.35	17.25

资料来源：中投证券研究所

行业预计到 2012 年卤化丁基橡胶的需求量约 25 万吨。

其中载重子午线轮胎使用溴化丁基橡胶（BIIR），用量占卤化丁基橡胶的 57%左右，也就是说溴化丁基橡胶国内大概用量在 14.25 万吨左右。

三、投资标的：浙江龙盛进入中试

浙江龙盛公告下属子公司杭州龙山化工和浙江齐成科技、自然人陈甘棠等两人成立的溴化丁基橡胶中试小组试验的工业化溴化丁基橡胶生产技术取得突破，经北京橡胶工业研究所设计院物化检测实验室检测，试产的样品各项主要技术指标与进口同类产品质量相当。

溴化丁基上国际上只有美国、德国有此生产技术和装置。

技术尚处在中试的第一阶段，中试小组投资建设的系设计能力为 1000 吨/年的中试装置，在该中试的第二阶段将建设设计能力为 3000 吨/年的中试装置，在中试完成后，将根据中试最终结果，并结合该技术的经济效益最终确定投资项目计划。

现在价格在 5.5 万元/吨左右，即时未来做到 3 万吨，对应浙江龙盛的权益 34%和股本，预计 EPS 影响最大也只在 0.2 左右，而且这个时间应该很比较长，但公司进入新的领域而且是高技术壁垒，增加了成长性，短期成为市场热点，加上公司印染主业上具有一定垄断优势，在相对大市值的股票中基本面较好，估值有安全边际，给与推荐的评级，预测 10-12 年 EPS 分别为 0.7、0.92 和 1.2 元。

表 5、 2004~2009 年我国部分轮胎企业卤化丁基橡胶消费量 单位：吨

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009
安徽佳通轮胎	6046	4621	6350	8130	3574	3841
库珀成山（山东）轮胎	2715	2945	2173	3175	4244	3205
杭州中策橡胶	1084	2673	4467	5103	6326	5252
上海米其林回力轮胎股份	2110	843	2341	2177	2722	2974
贵州轮胎厂进出口公司	1506	1672	1939	1900	1918	1235
风神轮胎股份	942	943	2647	3907	2041	1984
正新橡胶（中国）	2230	2237	2215	2774	2870	2733
福建佳通轮胎	2031	889	1860	2169	1821	1660
上海轮胎橡胶（集团）股份	3357	3471	5792	788	6479	5743
江苏韩泰轮胎	1600	2457	3773	4239	4230	3459
三角集团	4516	4273	3874	4667	5938	4511
兖州易路轮胎	—	—	578	1041	2353	—
南京锦湖轮胎	1286	2393	1726	2503	2801	—
青岛华青轮胎工业	358	300	569	651	758	871
米其林沈阳轮胎	970	1536	1754	1538	1612	1816
银川佳通长城轮胎	530	1684	2547	2002	1522	819
青岛黄海橡胶股份	303	427	—	305	317	294

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

芮定坤, 中投证券研究所石化行业分析师, 清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士, 4 年化工行业经历。2008 年加入中投证券, 获得 2010 年新财富评选石油化工第 4 名。2009、2010 年水晶球奖评选石油化工第 4 名。

主要研究覆盖公司: 中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、煤化工行业等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434