

轮胎行业专题分析报告

行业公司专题报告

本报告的主要看点:

1. 分析了日本地震对之前市场预期预期的橡胶供需紧平衡的影响。
2. 对国内轮胎企业销售区域分布和橡胶价格业绩弹性予以分析。

地震加速橡胶下跌，关注轮胎企业交易性机会

基本结论

- 受日本地震打破之前市场对 2011 年橡胶供需紧平衡态势的影响，海外与国内橡胶期货主力合约加速下跌，下跌趋势已成。
 - ◆ 春节国内橡胶价格创下历史新高后开始震荡回落，国内橡胶期货价格从春节后最高点 43500 至此次日本海啸之前的 35000 附近，有近 8500 点的回落，跌幅近 20%。
 - ◆ 受日本地震影响天然橡胶价格开始加速下跌，天然橡胶期货主力合约（沪胶 1105 合约）3 月 15 日最终收盘价 33155 元/吨，这周 2 天下调 2040 元/吨，跌幅 6.15%。
- 作为国内轮胎企业最大成本，橡胶价格下跌对相关轮胎上市公司业绩向上弹性贡献巨大；同时国内轮胎企业绝大部分销售位于国内、且以存量汽车市场为主的销售结构可以使其规避日本市场汽车产量下降带来的负面影响。
 - ◆ 2010 年机动车保有量达到 1.86 亿辆，其中汽车 7500 万辆左右；橡胶工业研究院预计，2011 年我国轮胎市场需求达到 3 亿条，2015 年达到 4.65 亿条左右，其中 67% 为维修替换需求；**这决定了国内轮胎企业销售情况受日本地震影响很小。**
 - ◆ 通过敏感性分析我们发现，在假设其他条件不发生变化的情况下，天然橡胶每下降 1000 元/吨，黔轮胎 A，青岛双星，风神股份分别可以增厚 EPS: 0.19 元，0.13 元，0.23 元。
- 我们认为：此次橡胶价格受日本地震影响加速下跌，将扭转之前资本市场对轮胎上市公司业绩预期，之前过于悲观的预期会被修复，这将带来一波交易性机会；综合考虑国内轮胎上市公司销售区域分布和橡胶价格对业绩的敏感性分析，推荐买入排序为：黔轮胎 A、青岛双星和风神股份。

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130210010309
 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

内容目录

日本地震加速天然橡胶下跌速度.....	3
“原本平衡的供需”被打破.....	3
日本汽车企业停产，引发全球橡胶市场需求减弱	3
橡胶供给好于预期.....	6
政策面有利平抑橡胶价格	6
轮胎市场替换需求强劲.....	7
成本下降，轮胎企业业绩弹性大.....	8
投资策略	9
风险	9
附录：天然橡胶期货价格走势	10

图表目录

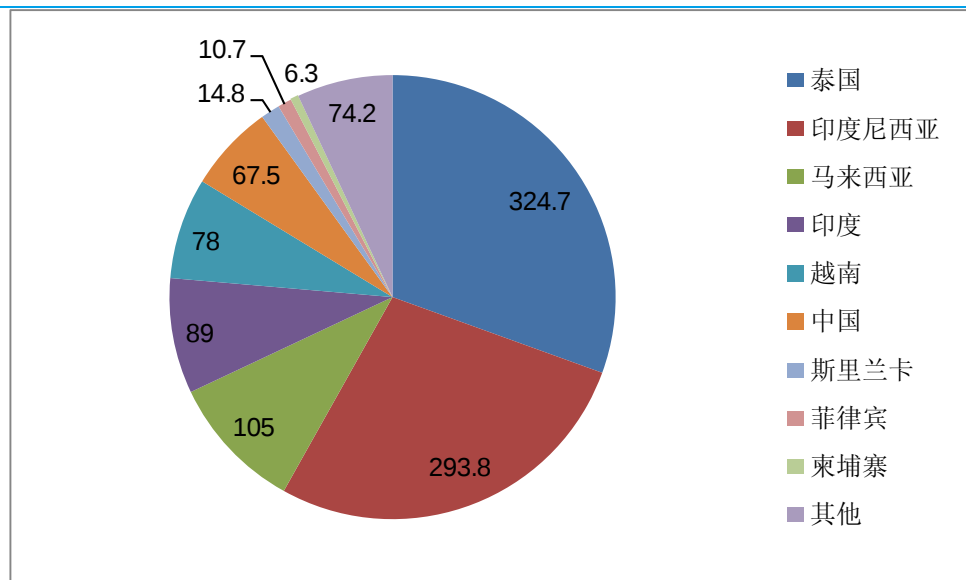
图表 1：2011 年全球预计天然橡胶产量（单位：万吨）	3
图表 2： 2010 年部分日本汽车企业产量（单位：万辆）	4
图表 3：主要日本车企停产情况	4
图表 4：日本汽车企业工厂分布	5
图表 5：国内汽车保有量及增速（单位：万辆）	7
图表 6：我国综合外胎产量及增长（万条）	7
图表 7：2011-2015 年轮胎需求预测（万条）	7
图表 8：国内轮胎企业产品销售以国内为主.....	8
图表 9：轮胎行业的成本构成比例	8
图表 10：天然橡胶敏感性分析	9
图表 11：轮胎企业估值表	9
图表 12：天然橡胶 1103 合约	10
图表 13：天然橡胶 1105 合约	10
图表 14：天然橡胶 1108 合约	10
图表 15：天然橡胶 1111 合约	10

日本地震加速天然橡胶下跌速度

“原本平衡的供需”被打破

- 日本地震之前，国内橡胶价格受国内调控政策和中东局势突变的影响，从春节前后的高点开始回调；而日本地震后，日本车企产能的暂停直接打击了之前市场对 2011 年橡胶供需紧平衡的分析。
- ◆ 2010 年，ANRPC 天然橡胶产量总数为 950.2 万吨，ANRPC 9 国天然橡胶产量约占全球天然橡胶产量的 93%，估计 2010 年全球天然橡胶产量为 1021.7 万吨；2010 年 ANRPC 天然橡胶消费量为 551.7 万吨，期末公开库存约为 117 万吨。根据 IRSG 的数据估算，2010 年全球天然橡胶消费量为 957.7-1030.7 万吨之间，2010 年天然橡胶供需紧平衡，天然库存有较大幅度的下降。
- ◆ ANRPC 原本预计 2011 年产量共计 989.8 万吨，全球预计天然橡胶产量为 1064 万吨；预计 2011 年 ANRPC 成员国天然橡胶消费量为 616.8 万吨（不包括库存），同比整张 5.3%，全球天然橡胶消费量为 1058 万吨（不包括库存），供需基本平衡。

图表1：2011 年全球预计天然橡胶产量（单位：万吨）



来源：国金证券研究所

- 3 月 11 日日本北部海域发生的 9.0 级地震对日本经济造成了严重的破坏，受日本地震影响天然橡胶价格开始加速下跌，天然橡胶期货主力合约（沪胶 1105 合约）3 月 15 日最终收盘价 33155 元/吨，这周 2 天下调 2040 元/吨，跌幅 6.15%。
- ◆ 去年以来国内外橡胶价格维持高昂涨势，价格陆续创造历史新高；但今年以来受到中东北非局势引发的宏观危机以及中国政府紧缩政策的实施，已经过热的天然橡胶价格开始掉头向下，天然橡胶期货价格从一月下旬最高点至今累计跌幅 22.6%。
- ◆ 同时，日本 TOCOM 市场的橡胶期货一般被业内作为全球胶价的风向标，在地震发生后第一个交易日大幅下跌启动熔断机制，3 月 15 日日胶跳空低开至 340 附近弱势反弹，调整幅度 26%。市场担心地震会对橡胶下游的生产企业造成影响，从而导致需求急剧下降。

日本汽车企业停产，引发全球橡胶市场需求减弱

- 在这次地震中日本汽车工业由此遭受巨大的破坏，包括三菱、丰田、本田、尼桑等 8 家日本汽车制造商 14 日起暂时关闭在日工厂，原因是零部

件供应震后受阻。其中，日本三大汽车厂商丰田、本田、日产一共有 22 家工厂已经关闭。

- 2010 年全球汽车产量达到 7000 万辆，2010 年日本国内汽车产量 921.73 万辆，占比 13%。同时，由于日本汽车多数核心配件在国内生产，国内配件企业停产将影响到日本汽车在海外生产厂的生存进度。
- 日本是全球最主要的汽车出口国，地震将影响到汽车生产供应链各环节，短期内日本汽车出口步伐将会放慢。基于世界最大汽车生产国之一的日本未来的需求疲弱，主要用于汽车轮胎生产的天然橡胶价格自然会受到重创。

图表2： 2010 年部分日本汽车企业产量（单位：万辆）

	丰田	日产	本田	铃木	马自达	大发	日野
日本产量	328.30	113.40	99.20	107.80	91.30	66.50	9.90
海外产量	434.00	292.00	265.00	181.50	39.50	15.80	1.10
总产量	762.30	405.40	364.30	289.30	130.80	82.40	11.00

来源：公开资料，国金证券研究所

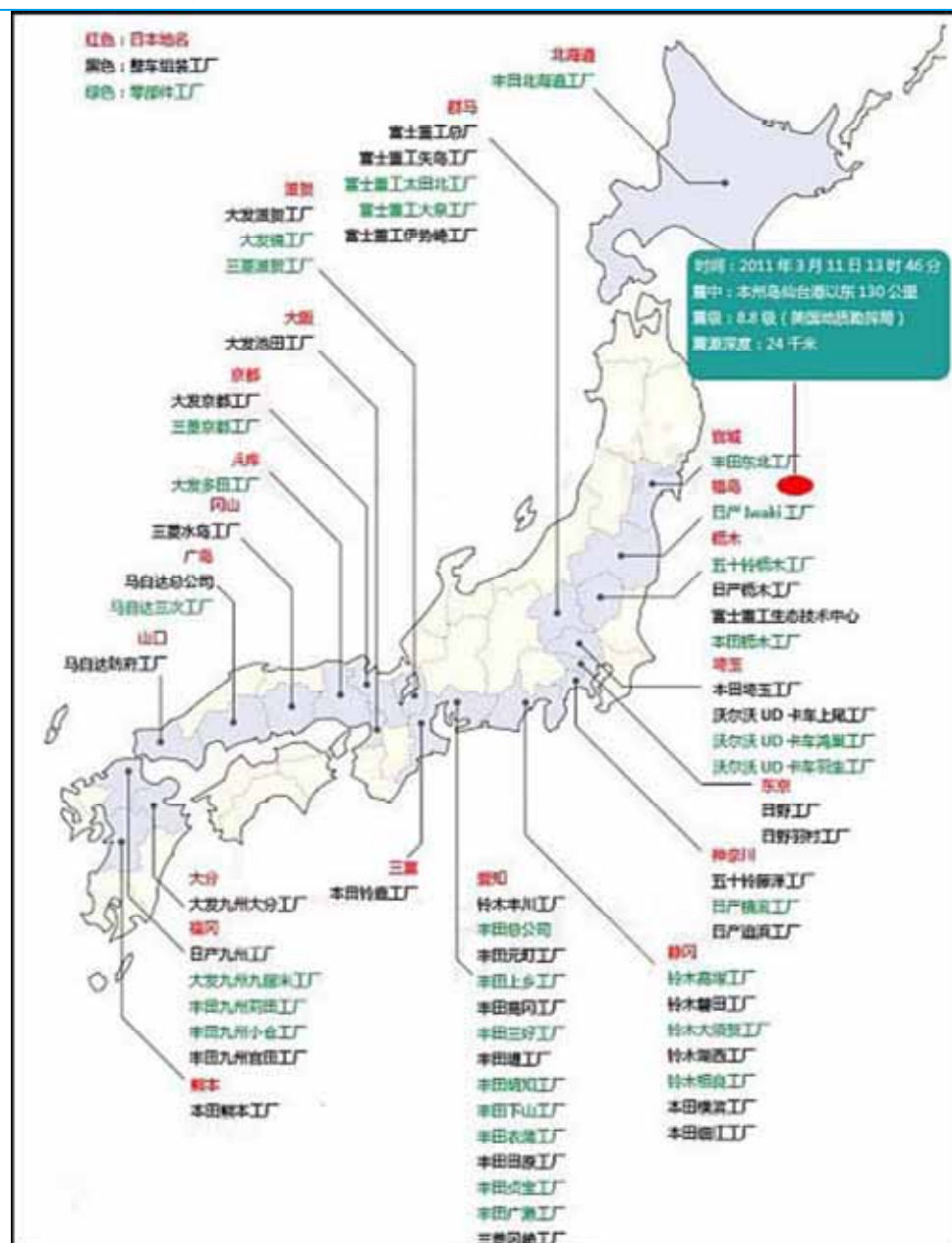
- 厂房、设备遭到破坏，零部件供应不足：日本东北部大地震受灾地区的工厂相继停产。除了生产设备遭到破坏之外，一些电力供给也被迫中断。由此给集中于日本东北地区的汽车生产基地造成了沉重打击。其中，丰田汽车 3 月 12 日决定暂时停止日本国内所有工厂的工作。
- ◆ 以丰田为例：丰田在上世纪 90 年代以来，为了分散风险、降低成本，不断在日本东北地区开设新生产基地。继 1993 年子公司关东汽车公司的岩手工厂建成之后，今年 1 月将其子公司--中部汽车公司也搬到了宫城。这两个工厂占到丰田日本国内 320 万产量中的 13%，也就是 42 万辆。零部件厂商也随着丰田相继进入日本东北地区，目前在日本东北地区汽车相关的工厂共有 20 多个，日本东北地区已经是日本的“新兴生产基地”，有着较高的产业影响力。
- ◆ 大地震直接冲击了这些生产工厂。中部汽车公司主要面向海外市场生产雅力士汽车，关东汽车公司主要面向美国生产花冠汽车。如果长时间停工，无疑将对支撑丰田业绩复苏的出口业务造成难以估计的影响。

图表3： 主要日本车企停产情况

丰田	丰田日本国内所有工厂将停产至16日。丰田在宫城和岩手两县拥有10余家组装厂及零部件制造厂，处于此次重灾区。同时，本田生产曲轴和变速箱的零部件厂被迫关闭，此次停产或将导致公司近期减产4万辆汽车。
日产	国内四座总装厂全部关闭，其待装船出口的逾千辆日产与英菲尼迪车型在地震和海啸中毁于一旦。
斯巴鲁	所有五座工厂全部停产
日野	决定停产至16日
三菱汽车	3月14、15日在日本的全部工厂也陷入停产，虽然其位于爱知、岐阜、冈山等县的工厂没有受到地震的直接侵害，但是从日本东北地区输送过来的零部件业务将可能受到很大影响。
铃木汽车	3月14日也将其在日本的汽车、摩托车工厂停工，进行受害状况的确认。
本田	本田公司本周一已经关闭了该公司的所有汽车工厂，宣布至少停产七天。唯独该公司在日本九州岛的一家摩托车工厂暂未关闭。

来源：网络资料，国金证券研究所

图表4：日本汽车企业工厂分布



来源：公开资料，国金证券研究所

- 交通设施遭到破坏，物流受限：日本汽车分析师认为，工厂、港口等基础设施的损坏，将在短期内影响日本汽车零部件供应与整车出口业务。同时，交通设施稍有恢复之后，政府也会把救灾，重建，民众生活必需品等物资运输放在首要位置。工业生产物流有可能会继续受到影响。
- 电力供应短缺，影响后续车厂开工：
 - ◆ 日本经济产业省下属资源能源厅表示，轮流停电方案预计将持续数周，其中，东京电力公司到年底的供电能力将较正常水平下降约25%。东京电力企业规模约占日本全国电力行业的三分之一，电网主要覆盖东京都及周边8县。东北电网公司电网主要覆盖了日本本州岛北部地区。而日本核电约占日本国内电力供应的30%。在11日强震后，日本各地约50座核反应堆中的11座已停运。
 - ◆ 汽车业界人士认为，轮流停电对日本汽车业界影响很大，日本汽车公司为达到零库存，实行准时生产体制，因停电造成的零件供应滞后，必将打乱生产计划。共同社援引当地大型汽车厂商高层的话称，在东

京电力计划性停电的实施方案尚不确定的情况下，车企无法恢复生产。

- 地震、海啸、核辐射对人员影响的持续性：9 级强震和随之而来的海啸把日本东北沿岸几座小城地毯式吞噬，顷刻之间数千生命逝去，数十万民众无家可归，以及随后的核泄漏危险更是给日本民众造成了很大的精神伤害。汽车制造商选择停产除了工厂设施遭到损害的原因，还有是出于对企业及供应商工人生命财产的保护，同时也让灾区的工人们能够有时间跟家人团聚，因此短时间内要求工人完全恢复正常生产的可能性不大。

橡胶供给好于预期

- 天然橡胶生产国协会月度报告称，尽管越冬季即将来临，但东南亚橡胶主产国受今年降雨影响或将延长割胶季节，2 月天然橡胶产量料因此有所增加。ANRPC 引用越南作为例证，该国预期在今年 2 月生产 30000 吨天然橡胶，较 2010 年同期的 4400 吨增加七倍。
- 天然橡胶供给面即将进入拐点，4 月底、5 月初全球橡胶主产区都将进入开割期，届时天然橡胶供应进入高峰，天胶价格有望进一步回落。（每年 2 至 5 月间）目前理应是一年中天然橡胶供给最紧张的时间段，全球主要产区处于停割期，目前天然橡胶价格大幅回落预示着橡胶价格景气高峰已过。
 - ◆ 天然橡胶停割时间：停割自北向南开始，首先中国云南地区在 11 月中旬左右开始进入停割期；然后是 12 月中旬或月底中国海南省进入停割期。东南亚气候湿热，胶树一年四季都能割胶，但产量在一年中有周期性的波动变化。次年的 1 月底 2 月初越南、泰国北部进入停割期，2 月中旬泰国南部、马来半岛、印尼的赤道以北地区，主要是棉兰一带进入停割期。印尼的赤道以南地区主要是巨港区域，因处于南半球，停割期从 9 月底开始，10 月、11 月停割。
 - ◆ 天然橡胶开割时间：开割自北向南开始，中国云南省在此年 3 月中下旬首先开割，4 月初海南省陆续开割。东南亚地区，4 月中旬越南、泰国北部地区陆续进入开割，到 4 月底 5 月初泰国南部地区、马来半岛、印尼的赤道以北地区，主要是棉兰一带陆续开割。南半球的印尼巨港地区在当年的 12 月中旬开始陆续开割。
 - ◆ 全球天胶产量在 2 至 5 月期间产量最低。主产区都处于停割期，全球的天胶消费消耗的基本是库存。

政策面有利平抑橡胶价格

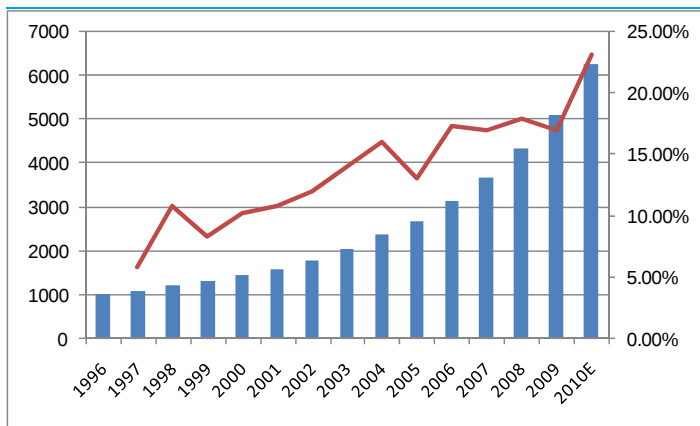
- 目前天然胶进口关税还维持 20%从价税或 2000 元从量税的高位，不仅施加给轮胎行业较大负担，军用轮胎供应以及下游汽车、工程机械等行业都将受到影响，行业各界已经向监管机构积极反映，预期国家未来将出台减免橡胶进口税政策。
 - ◆ 2010 年 9 月，工信部已经推出《轮胎产业政策》（工产业政策[2010]第 2 号），促进轮胎产业转方式、调结构，提高综合竞争力，指导轮胎产业健康、可持续发展。预期未来国家产业配套政策将逐步落实。
 - ◆ 橡胶价格上涨快，进口关税已经失去保护民族产业的意义：早年天然橡胶每吨在万元上下，价格较低，国产胶曾占我国用胶量的一半以上，大量进口天然橡胶会让国内的种植业无利可图，国家需要设置进口关税保护我国橡胶产业。如今，我国天然橡胶进口占比达到 70%，天然橡胶价格达到 3-4 万元每吨，再用高关税保护我国的橡胶种植业意义不大。
 - ◆ 各国政府积极关注橡胶价格上涨，印度是全球第四大天然橡胶生产国，为抑制不断上涨的天然胶价格，印度政府决定在 3 月 31 日之前暂时削减橡胶关税至 7.5%。
- 全国“两会”强调保障民生，抑制通货膨胀，控制物价上涨，作为大宗商品的天然胶价格持续上涨，必将受到较为沉重的调控压制作用。

- ◆ 温家宝总理在政府工作报告中把“保持物价总水平基本稳定”列为今年“十大重点”工作的第一位，明确提出把“稳定物价总水平作为宏观调控的首要任务”，要求将CPI涨幅控制在4%左右。2011年1、2月份CPI涨幅4.9%，预计未来调控压力较大。
- ◆ 国家连续抛出储备橡胶平抑胶价，虽然目前抛储总量有限，但可以一定程度上打击游资对橡胶的炒作。

轮胎市场替换需求强劲

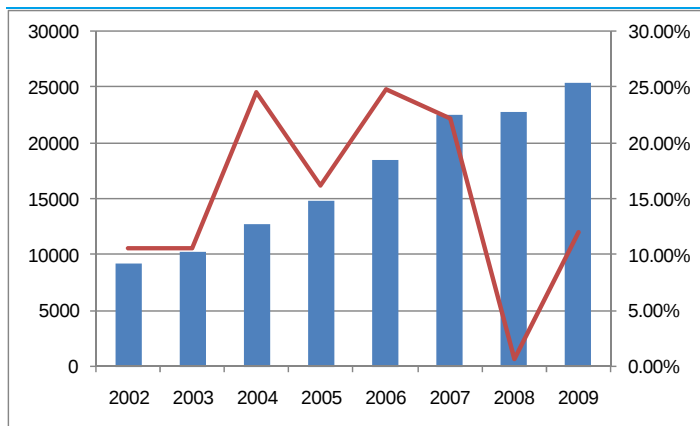
- 随着我国机动车保有量快速增长，轮胎行业需求旺盛：
 - ◆ 2010年机动车保有量达到1.86亿辆，其中汽车7500万辆左右，未来轮胎行业的维修市场巨大。
 - ◆ 我国目前是汽车第一大国，从汽车需求增长预测来看，未来两年15%-20%的增长率可以维持。
 - ◆ 除了汽车行业之外，机械行业也是橡胶轮胎行业的下游市场之一，占比约10%左右。预计未来工程机械行业仍有望保持三年15%的复合增长率，这必将拉动工程机械用轮胎的需求。

图表5：国内汽车保有量及增速（单位：万辆）



来源：中国橡胶工业协会，国金证券研究所

图表6：我国综合外胎产量及增长（万条）



- 橡胶工业研究院预计，2011年我国轮胎市场需求达到3亿条，2015年达到4.65亿条左右，其中67%为维修替换需求。

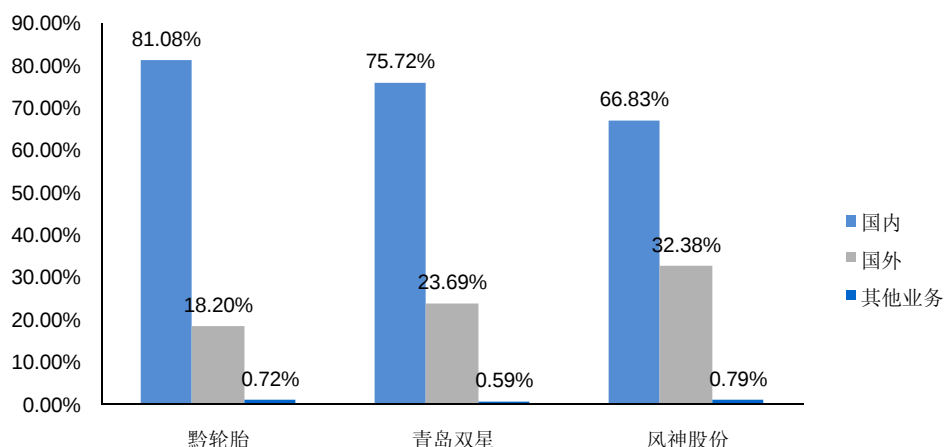
图表7：2011-2015年轮胎需求预测（万条）

年份	乘用车胎			轻卡胎			卡客车胎			工程机 械胎	巨型工 程机械 胎	合计
	总量	配套	维修	总量	配套	维修	总量	配套	维修			
2011	14542	6442	8100	3946	1326	2620	6340	796	5544	600	4600	30028
2012	16322	6958	9364	4226	1432	2794	6775	859	5916	690	5520	33533
2013	18212	7514	10698	4531	1547	2984	7241	929	6312	794	6624	37402
2014	20225	8115	12110	4861	1671	3190	7746	1002	6744	912	7949	41693
2015	22373	8765	13608	5218	1804	3414	8306	1082	7224	1050	9538	46485

来源：橡胶工业研究院，国金证券研究所

- 目前国内上市轮胎制造企业产品销售主要集中在国内市场，受外围市场波动的影响很小。

图表8：国内轮胎企业产品销售以国内为主

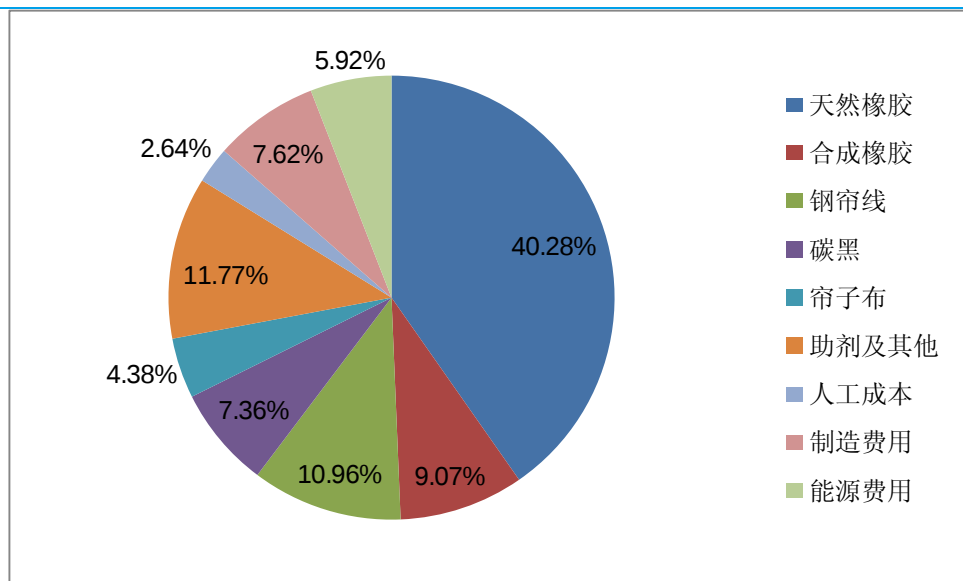


来源：聚源数据，国金证券研究所

成本下降，轮胎企业业绩弹性大

- 我国天然橡胶下游行业中，轮胎行业对天然橡胶的使用量占天然橡胶使用量的一半，而在轮胎生产中天然橡胶占成本比重超过 40%。天然橡胶价格的波动对于轮胎制造企业的盈利能力影响极大。

图表9：轮胎行业的成本构成比例



来源：公司年报，国金证券研究所

- 通过敏感性分析我们发现，在假设其他条件不发生变化的情况下，天然橡胶每下降 1000 元/吨，黔轮胎 A，青岛双星，风神股份分别可以增厚 EPS: 0.19 元，0.13 元，0.23 元。公司业绩相对天然橡胶价格极其敏感。

图表10：天然橡胶敏感性分析

黔轮胎A				
降（元/吨）	100	200	500	1000
轮胎天然橡胶成本占比	40.28%	40.28%	40.28%	40.28%
天然橡胶用量（吨）	82148.21	82148.21	82148.21	82148.21
预计2011年轮胎产量（万条）	528.24	528.24	528.24	528.24
合计节约成本（百万）	8.21	16.43	41.07	82.15
增加利润（税后）	6.16	12.32	30.81	61.61
股本（百万）	326.00	326.00	326.00	326.00
增厚（元）	0.0189	0.0378	0.0945	0.1890
青岛双星				
降（元/吨）	100	200	500	1000
轮胎天然橡胶成本占比	40.28%	40.28%	40.28%	40.28%
天然橡胶用量（吨）	92669.60	92669.60	92669.60	92669.60
预计2011年轮胎产量（万条）	816.00	816.00	816.00	816.00
合计节约成本（百万）	9.27	18.53	46.33	92.67
增加利润（税后）	6.95	13.90	34.75	69.50
股本（百万）	524.80	524.80	524.80	524.80
增厚EPS（元）	0.0132	0.0265	0.0662	0.1324
风神股份				
降（元/吨）	100	200	500	1000
轮胎天然橡胶成本占比	40.28%	40.28%	40.28%	40.28%
天然橡胶用量（吨）	115296.10	115296.10	115296.10	115296.10
合计节约成本（百万）	11.53	23.06	57.65	115.30
增加利润（税后）	8.65	17.29	43.24	86.47
股本（百万）	374.94	374.94	374.94	374.94
增厚EPS（元）	0.0231	0.0461	0.1153	0.2306

来源：国金证券研究所

投资策略

- 前期轮胎生产企业由于橡胶价格高企成本压力巨大，因此市场反应过度悲观；未来橡胶价格继续回调的概率较高，轮胎生产企业业绩拐点已经来临。
- 我们认为：此次橡胶价格受日本地震影响加速下跌，**将扭转之前资本市场对轮胎上市公司业绩预期，之前过于悲观的预期会被修复，这将带来一波交易性机会**；综合考虑国内轮胎上市公司销售区域分布和橡胶价格对业绩的敏感性分析，推荐买入排序为：黔轮胎A、青岛双星和风神股份。

图表11：轮胎企业估值表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			PB			ROE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
000589.SZ	黔轮胎A	11.19	0.47	0.55	0.58	23.90	20.49	19.38	2.19	1.59	1.47	9.16%	7.76%	7.59%
600469.SH	风神股份	11.29	0.41	0.45	0.58	27.54	25.09	19.47	2.34	2.18	2.00	8.50%	8.69%	10.27%
000599.SZ	青岛双星	6.88	0.02	0.03	0.04	344.00	229.33	172.00	2.49	2.47	2.43	0.72%	1.08%	1.41%

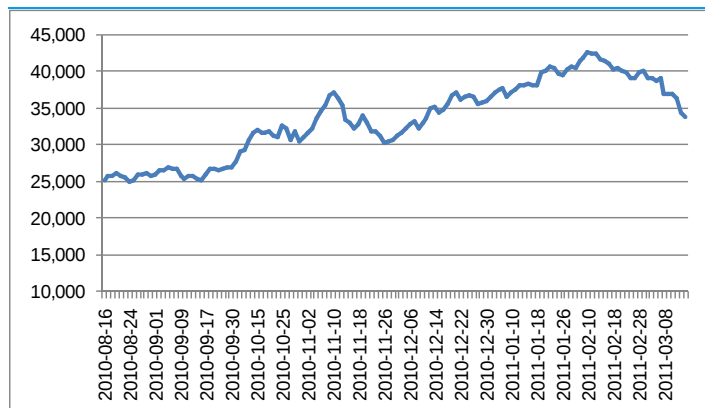
来源：国金证券研究所，注：收盘价为3月15日数据，盈利预测来自朝阳永续

风险

- 天然橡胶重新进入快速上涨通道，建议关注 TOCOM 和 SHFE 的库存量是否因为日本地震而放大。

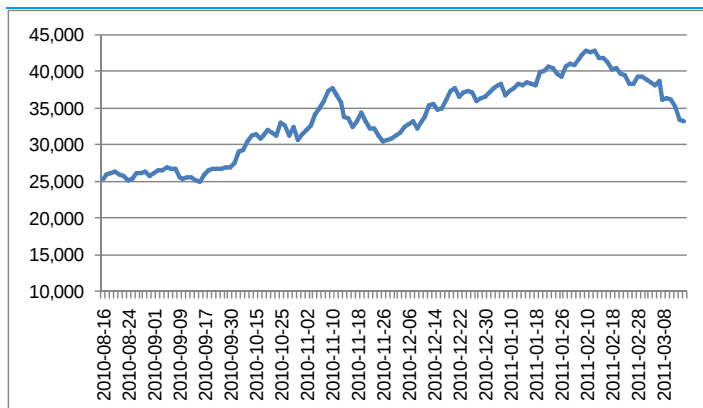
附录：天然橡胶期货价格走势

图表12：天然橡胶 1103 合约

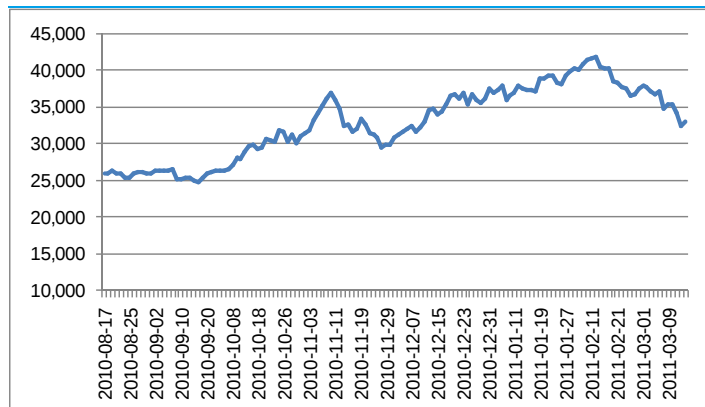


来源：同花顺数据库，国金证券研究所

图表13：天然橡胶 1105 合约

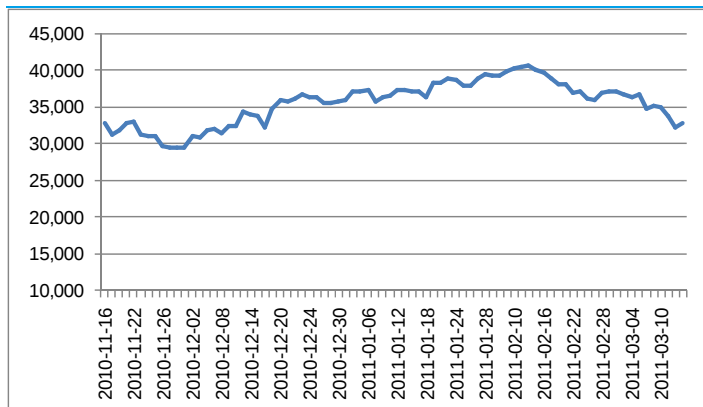


图表14：天然橡胶 1108 合约



来源：同花顺数据库，国金证券研究所

图表15：天然橡胶 1111 合约



注：数据更新至 2011 年 3 月 15 日

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室