



东兴证券
DONGXING SECURITIES

2012年1季度行业可能触底，未来看半钢胎技术提升

——青岛双星（000599）调研快报

2011 年 12 月 26 日

中性/维持

青岛双星

调研快报

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480510120014

010-66554032

Email: yangm@dxzq.net.cn

联系人：梁博

010-66554046

Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

近日我们实地拜访了青岛双星，就公司的经营情况、整个轮胎行业的现状和发展趋势等问题与公司董秘进行了交流。

观点：

1、2011 年 3、4 季度下游汽车和工程机械行业对轮胎需求有所放缓，预计 2012 年 2 季度需求可能复苏。

2011 年上半年整个轮胎行业景气度较高，但从 3、4 季度开始公司开始感觉订单量出现下降。短期内全钢载重胎受宏观经济放缓影响较大，半钢胎由于替换胎市场需求稳定受影响较小。公司目前产能维持在 1000 万条左右，2010 年产量为 729 万条，2011 年产量可能略低于 2010 年。我们预计 2012 年 1 季度受春节因素影响下游需求依然不旺，2 季度开始建设项目开工增多，工程机械需求回升，轮胎需求可能出现复苏。

2、公司加大出口力度，国外市场收入增速在 20%左右。

2011 年公司扩大出口力度，预计出口比例在 35%-40%之间，出口额较 2010 年增幅约 20%。由于美国对中国出口的半钢胎征收特别关税，公司将主要出口市场放在非洲、中东和南美。国内市场与 2010 年相比变化不大，内销产品中 30%为整车厂配套胎，70%为替换胎，未来需求增长主要来自替换胎市场。

3、天然橡胶价格回落减轻成本压力，但轮胎行业对下游整车厂议价能力较弱。

公司绝大部分天胶（80%以上）来自于进口。目前天胶采购正常，一般按照先签订框架合同，再按 1-2 个月为周期确定采购价格的方式进行采购。公司的轮胎成本中天胶占约 40%，前段时间天胶价格回落，使公司成本压力减轻，但下游整车厂也会要求公司产品降价。产品降价较原料降价存在滞后期，约 2-3 个月。目前国内半钢胎产品差异化不大，有大约 300 家企业，因此轮胎企业对下游整车厂议价能力较弱。

4、公司短期内没有扩产计划，自有塑胶机械设计能力

公司目前没有大的产能扩张计划，只是做一些小的技改项目。预计 2012 年的产能仍将与 2011 年持平，在 1000 万条左右。中原项目的产品主要是农用胎等低端产品，公司主要产能还是在青岛基地和东风基地。此外公司机械业务拥有较强的塑胶机械设计生产能力，如果未来公司进行扩产，大部分挤压成型设备可自行生产设计，投资成本较行业平均水平可降低 30%-40%。

5、轮胎行业属资本密集型，行业整体负债率约70%，短期行业整合难度大。

轮胎行业资金密集型，上游原料占用大量资金，而下游整车厂议价能力强，会出现汇款不及时的情况，导致公司经营过程中需要大量资金。整个行业的负债率都比较高，在70%左右。双星等大中型企业目前资金压力不大，但部分小型民企由于资金紧张而停产。受体制约束，国内轮胎行业短期出现大规模整合难度大，只有企业实力非常突出，才能推进整合。如果行业进入低谷，小企业出现亏损，大企业进行并购的可能性增大。

6、“十二五”期间全国半钢胎计划投资规模接近 1000 亿元，担忧产能无序扩张。

初步估算全国轮胎行业计划在“十二五”期间投资约 1000 亿元新建半钢胎产能，其中规模较大的有双钱股份新建 1500 万条项目和赛轮股份 1000 万条项目。按目前投资成本估算，投资 1000 亿元可新增产能约 2.5 亿条，可使全国半钢胎产能在 2010 年基础上增长 100%。业内人士普遍担心如此大规模的扩产计划将使轮胎行业陷入价格战，影响整个行业的盈利能力。

结论：

2011 年 3、4 季度以来整个轮胎行业受下游需求不旺影响盈利能力小幅下降，虽然天然橡胶价格从 4 万元/吨回落至 2.5 万元/吨，但轮胎下游整车厂议价能力强，轮胎产品也进入降价通道。从行业整体看，轮胎行业销售净利润率维持在 2%-3% 的较低水平。预计 2012 年 2 季度开始下游工程机械和轿车替换胎市场的需求出现回升，届时整个轮胎行业盈利能力可能上升。青岛双星目前产品基本处于中端和低端，毛利率在 8% 左右，且短期内公司研发的新型子午胎进入高端市场的难度较大。未来如果公司半钢胎在扁平化和宽断面等技术上获得突破，则公司盈利能力将出现较大增长。目前维持公司“中性”评级。

风险提示：

如果天胶价格因金融因素出现大幅波动，则轮胎企业的正常生产将受到较大影响，可能导致整个轮胎制造业盈利能力下降。

表 1： 公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	5,778	6,100	5,800	6,750
(+/-)%	37.50%	5.57%	-4.92%	16.38%
经营利润（EBIT，百万元）	103	135	145	160
(+/-)%	-69.00%	31.07%	7.41%	10.34%
净利润（百万元）	36	47	58	85
(+/-)%	-86.50%	31.25%	22.22%	47.19%
每股净收益（元）	0.07	0.09	0.11	0.16

资料来源：东兴证券

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士学位，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年煤化工和炼油装置设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有一年半石油化工研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。