

投资评级：推荐（维持）

分析师

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

余嫒嫒 021-61680360

Email:yuyy@cgws.com

执业证书编号:S1070512120001

顾锐 0755-83675954

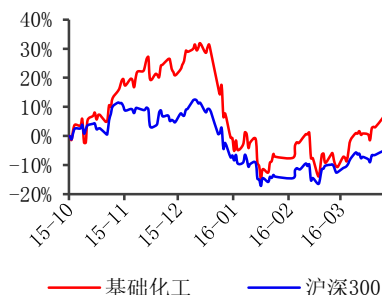
Email:gurui @cgws.com

执业证书编号:S1070516040001

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	16E	17E	16E	17E
赛轮金宇	0.33	0.48	25	17
青岛双星	0.18	0.25	39	28

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

《环保因素推升染料价格持续上涨》

2016-03-21

《周期飞翔，重点推荐地产相关中游化工产品》2016-03-09

《染费上涨有望传导到下游印染面料》2016-03-01

天胶价格回升，或预示轮胎需求回暖

——基础化工周期股投资策略 III

投资建议

赛轮金宇（601058）和青岛双星（000599）发布 2016 年一季度业绩，净利润大幅增长近两倍。赛轮金宇和青岛双星已经连续两个季度经营情况好转，这意味随着汽车保有量增长，轮胎内需将启动，加上美国双反影响减弱，行业拐点已经来临。目前轮胎行业整体开工率触底回升，部分轮胎企业已提高轮胎售价，轮胎行业短期库存周期向上再叠加内需启动，有望迎来持续 2-3 年的大景气向上周期，业绩有望不断超预期。**强烈推荐赛轮金宇，青岛双星。**

要点

- **天胶价格回升，或预示轮胎需求回暖：**1 季度天然橡胶价格呈现回升趋势，价格从底部上涨 42%。全球约 68%的天然橡胶用于轮胎制造，天胶价格的上涨或预示轮胎需求的回暖。
- **美国双反影响减弱，外需低点已过：**全球轮胎需求一直保持稳定增长，2005 至 2015 年的十一年间，仅 2008 年，2009 年和 2012 年的需求小幅下滑，其余年份均稳定增长。这主要因为全球轮胎市场，替换市场（与汽车保有量及车龄有关）一般是配套市场（主要与新车销售有关）的 2-3 倍。虽然新车销售有波动，但全球汽车保有量一直保持稳定增长趋势。由于美国双反的影响，2015 年中国对美半钢胎出口大幅下滑近 50%，但从 2015 年底开始，出口下滑幅度收窄，呈现恢复趋势，尤其今年 2 月份，小客车轮胎出口同比增长 9%，这意味着半钢胎出口已经度过最困难的时刻，已经出现了恢复的迹象。
- **国内汽车保有量快速增长，轮胎内需景气上行：**轮胎需求 70%以上是由汽车保有量创造。2015 年，中国汽车保有量高达 1.72 亿辆，由于国内汽车产量占保有量比例较高，未来几年，国内汽车保有量仍将快速增长，这将推动轮胎内需景气向上。短期来看，今年国内经济呈现复苏迹象，汽车产量逐月上行，轮胎内需将从底部复苏。
- **半钢胎行业开工率大幅提升，轮胎企业盈利明显改善：**在轮胎需求回暖的背景下，国内轮胎行业出现了触底回升的迹象。今年 4 月上旬，国内半钢胎企业开工率提升至 76.57%，较去年同期大幅提升 4.97 个百分点，部分轮胎企业小幅提高了轮胎售价。上市轮胎龙头企业一季度业绩非常靓丽，预计轮胎企业 2016 年业绩将大概率反转。
- **风险提示：**汽车销量增速下滑；全钢胎行业景气度下滑；国际贸易壁垒加深。

目录

1. 天胶价格回升，或预示轮胎需求回暖	4
2. 美国双反影响减弱，外需低点已过	5
3. 国内汽车保有量增长，轮胎内需启动	6
4. 半钢胎企业开工率明显提升，轮胎小幅涨价	6
5. 龙头企业一季度业绩靓丽	7
6. 风险提示	9

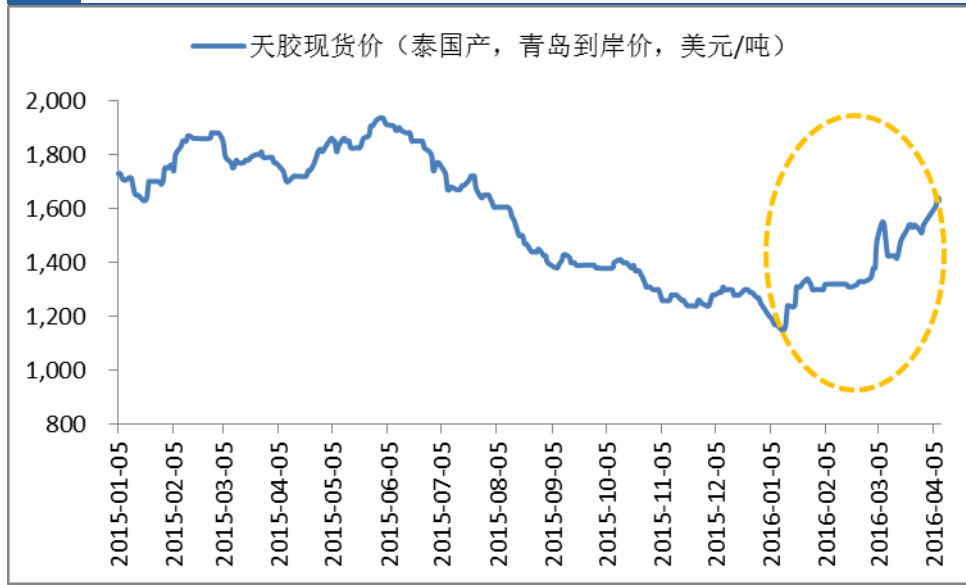
图表目录

图 1: 天然橡胶现货价格.....	4
图 2: 天然橡胶下游用途分布.....	4
图 3: 全球乘用车及轻卡轮胎销量及增速.....	5
图 4: 出口美国的轮胎金额当月同比.....	5
图 5: 国内机动小客车用新的充气橡胶轮胎当月出口同比.....	5
图 6: 国内汽车产量, 保有量及二者比例.....	6
图 7: 国内汽车产量和子午线轮胎外胎产量增速.....	6
图 8: 国内全钢胎和半钢胎企业开工率.....	7
图 9: 天胶和轮胎价格指数及二者价差.....	7
图 10: 赛轮金宇单季度归母净利润.....	7
图 11: 青岛双星单季度归母净利润.....	8

1. 天胶价格回升，或预示轮胎需求回暖

天然橡胶是基础工业原料、大宗商品，天然橡胶的需求与全球经济波动密切相关，周期性明显。过去几年，全球经济放缓，美元进入升值通道，导致大宗商品价格暴跌。天然橡胶现货价格（泰国产，青岛港到岸价）从2010年10月份的4110美元/吨下跌至2016年1月份的1150美元/吨，跌幅高达72%。天胶价格调整已5年，今年1季度呈现回升趋势，价格从低点上涨42%。

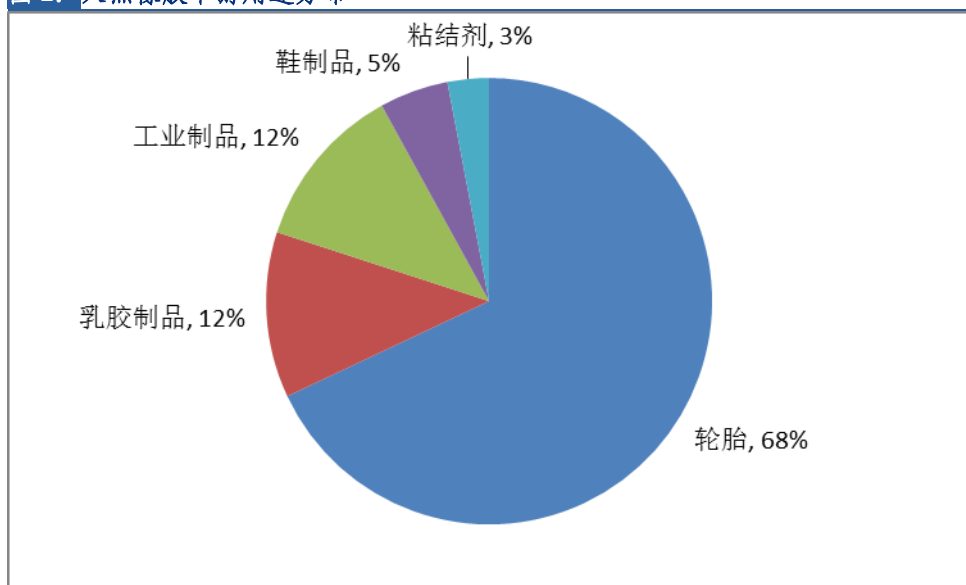
图 1: 天然橡胶现货价格



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

全球约68%的天然橡胶用于轮胎制造。汽车轮胎是天然橡胶最主要的需求来源。近5年，全球轮胎需求保持稳定增长，天胶价格的上涨在一定程度上预示着轮胎需求的回暖。

图 2: 天然橡胶下游用途分布

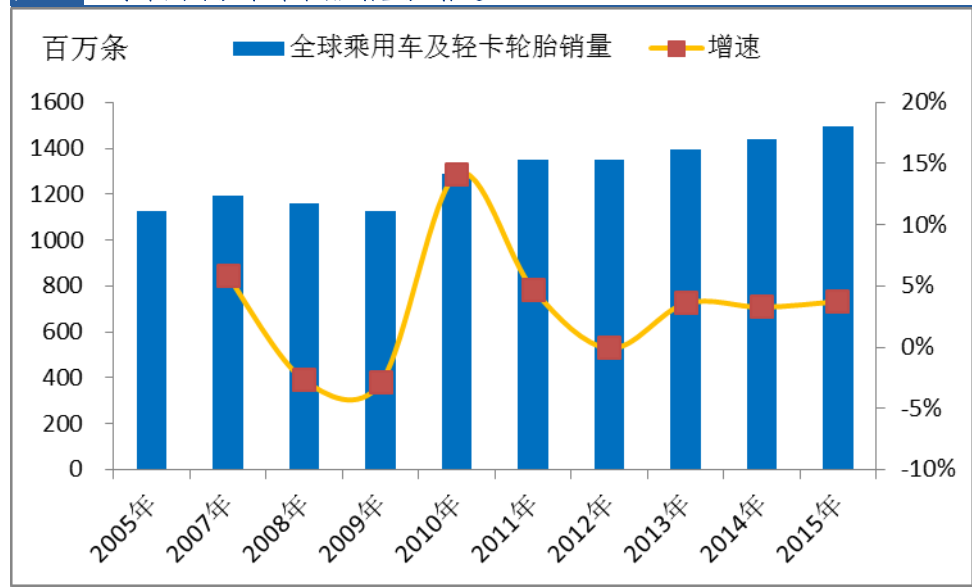


资料来源: 中商情报网, 长城证券研究所整理

2. 美国双反影响减弱，外需低点已过

从全球市场看，轮胎需求一直保持稳定增长的趋势，从历史数据来看，2005-2015年的十一年间，仅2008年，2009年，2012年3年需求小幅下滑，其余年份都是稳定增长的趋势。这主要因为全球轮胎市场，替换市场（与汽车保有量及车龄有关）一般是配套市场（主要与新车销售有关）的2-3倍。虽然新车销售有波动，但全球汽车保有量一直保持稳定增长趋势。2015年全球轮胎增速约为3.74%，提升0.47个百分点。

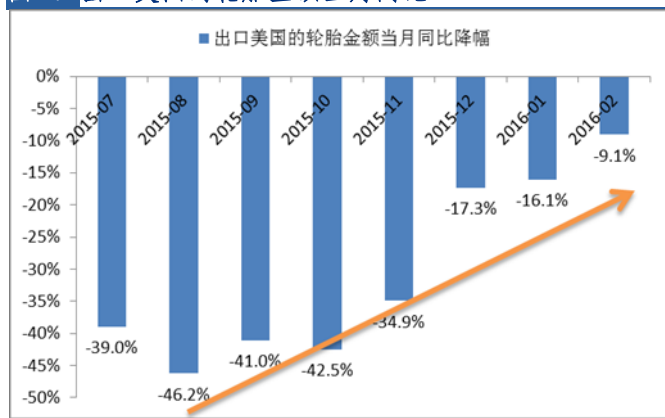
图3：全球乘用车及轻卡轮胎销量及增速



资料来源：米其林年报，长城证券研究所整理

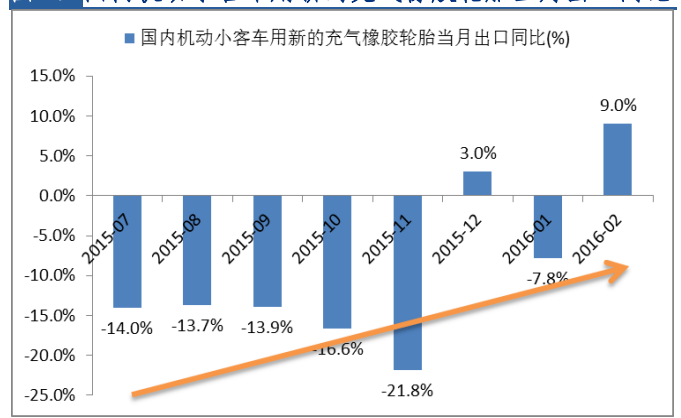
国内轮胎产量的出口占比约为45%-50%，其中美国市场约占海外市场的三分之一。由于美国双反的影响，2015年中国对美半钢胎出口大幅下滑，下滑幅度接近50%。中国半钢胎整体出口下滑幅度超过9%。但从2015年年底开始，出口下滑幅度收窄，出现恢复趋势，尤其二月份，小客车轮胎出口同比增长了9%，这意味着半钢胎出口已经度过最困难的时刻，已经出现了恢复的迹象。

图4：出口美国的轮胎金额当月同比



资料来源：海关总署，长城证券研究所

图5：国内机动小客车用新的充气橡胶轮胎当月出口同比



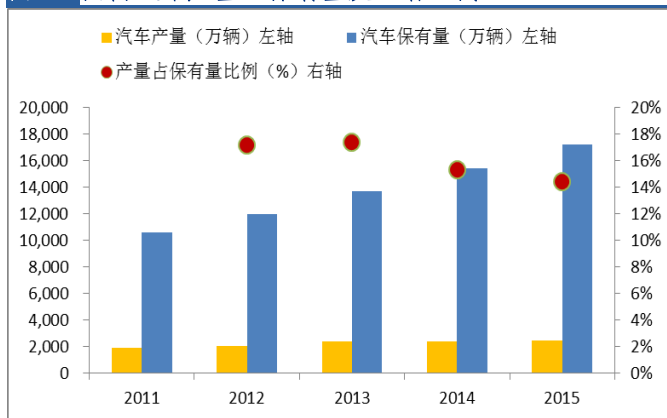
资料来源：海关总署，长城证券研究所

3. 国内汽车保有量增长，轮胎内需启动

轮胎行业 70% 以上的需求是由汽车保有量创造。随着国内居民收入的持续提高，国内汽车保有量由 2011 年初的 9086 万辆增长至 2015 年底的 17200 万辆，年均复合增速高达 14%。国内汽车行业发展迅速，但普及率仍低于世界平均水平。2015 年，中国每千人占有的汽车数量为 125 辆，低于全球 163 辆和美国 800 辆的水平。预计“十三五”期间，国内汽车产量将由 2500 万辆增长至 3000 万辆。由于中国汽车产量占保有量比例较高（2015 年为 14.4%），未来几年，汽车保有量仍有双位数的增长，这将推动轮胎内需景气向上。

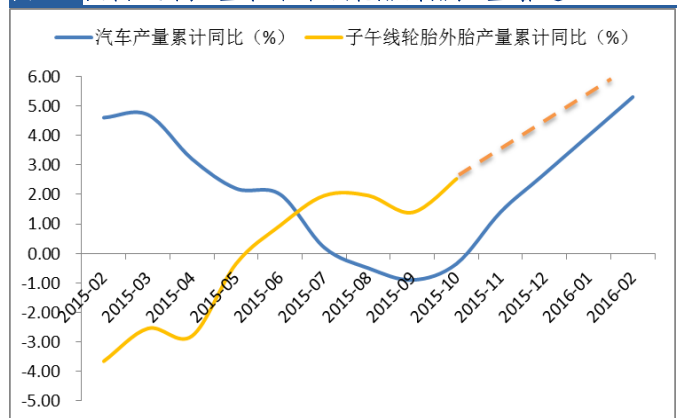
短期来看，轮胎内需已逐步走出行业低点。2015 年，国内经济放缓，汽车产量增速下行，导致国内轮胎需求下降。但 2016 年开年以来，国内经济呈现复苏迹象，汽车产量逐月上行，这将推动轮胎内需从底部复苏。

图 6: 国内汽车产量，保有量及二者比例



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

图 7: 国内汽车产量和子午线轮胎外胎产量增速

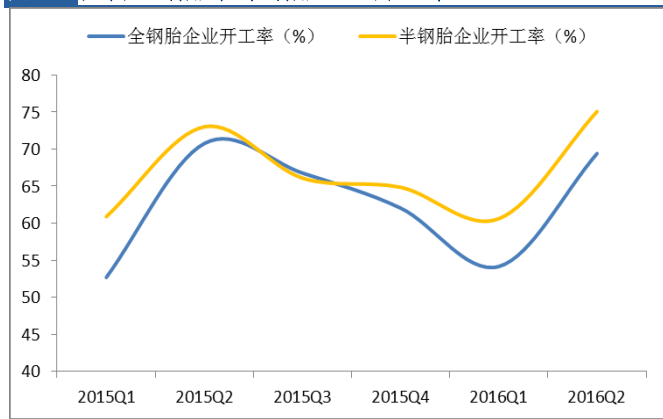


资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

4. 半钢胎企业开工率明显提升，轮胎小幅涨价

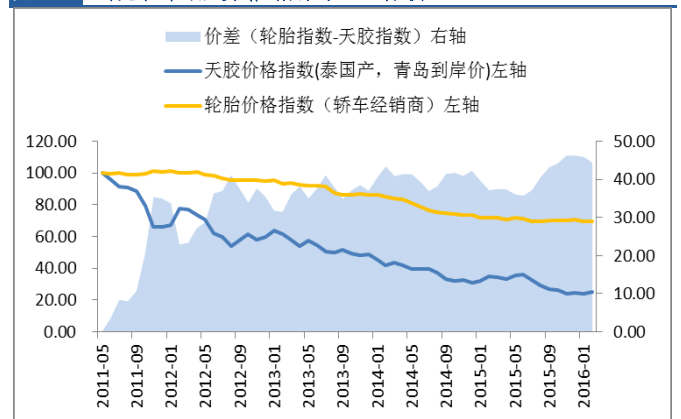
今年以来，在轮胎需求回暖的背景下，国内轮胎行业也出现了触底回升的迹象。截至 4 月上旬，国内全钢胎企业开工率提升至 70.12%，较去年同期提升 1.37 个百分点；半钢胎企业开工率提升至 76.57%，较去年同期大幅提升 4.97 个百分点。部分轮胎企业在天胶上涨的背景下，小幅提高了轮胎售价。轮胎龙头企业的盈利改善非常明显。

图 8: 国内全钢胎和半钢胎企业开工率



资料来源: 中国橡胶信息贸易网, 长城证券研究所

图 9: 天胶和轮胎价格指数及二者价差

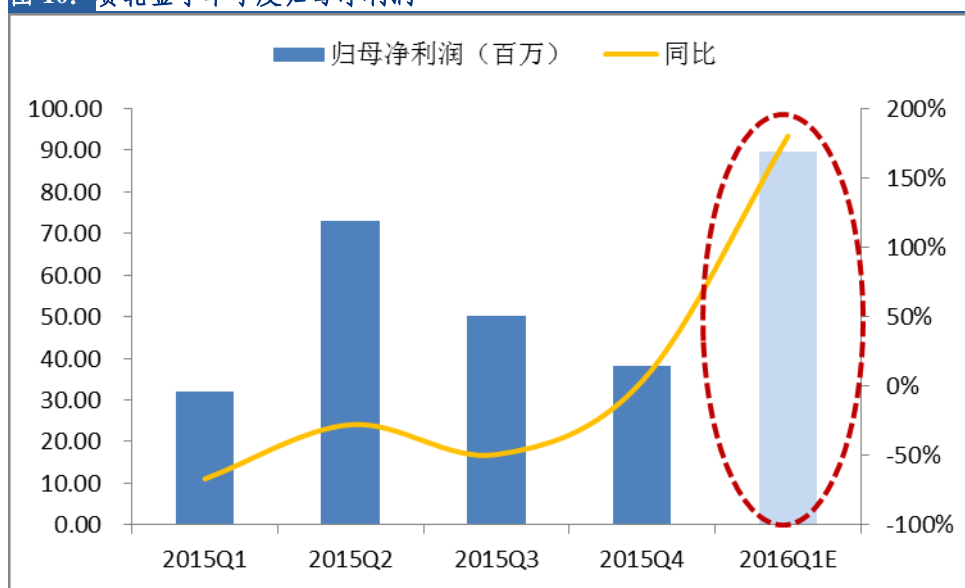


资料来源: wind, 长城证券研究所

5. 龙头企业一季度业绩靓丽

- 赛轮金宇(601058)发布 2016 年一季度业绩预增公告, 预计 2016 年一季度实现归属于上市公司股东的净利润约为 8,300 万元到 9,600 万元, 同比增长 160%到 200%。

图 10: 赛轮金宇单季度归母净利润



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

公司一季度内外销订单及销量有较大幅度增长, 毛利同比也有较大幅度的增加。公司经营情况连续两个季度改善。从公司 2015 年年报来看, 公司去年 4 季度单季度销售毛利润已达到 5.2 亿, 环比增长 6%。1 季度净利润环比又大幅增长超过 150%。说明公司销售, 经营情况逐步走出美国双反的冲击, 实现已连续两个季度改善, 意味着公司经营拐点的确立。随着公司内外市场的持续拓展, 运营成本的有效控制, 资产减值因素的消除, 公司业绩进入上升通道。

公司提前布局越南, 2016 年业绩将反转。从一季度业绩来看, 越南工厂已经开工正常。按照公司越南基地的生产能力, 可以完全承接公司对美国的半钢胎出口订单, 规避双反的影响。此外, 由于公司在越南还享受税收优惠(15 年内企业所得税率为 10%, 自产生应税收入之日起 4 年内免缴企业所得税, 以后 9 年减按 50% 税率征收企业所得税, 即税

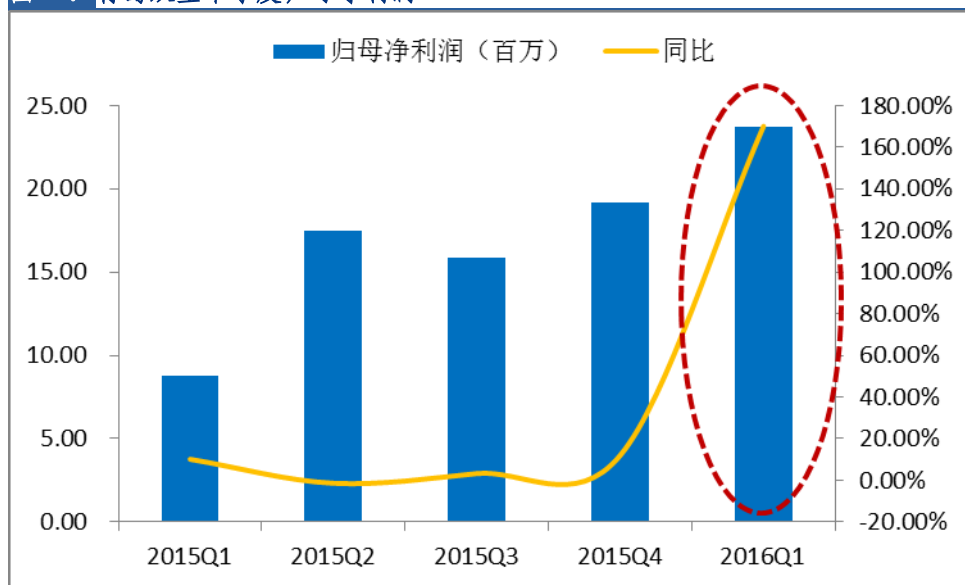
率为 5%)，因此越南工厂在产能完全发挥之后，盈利能力将会非常强。如果越南工厂 2016 年满产，销售收入有望达到 15 亿元，预计净利率将达到 10%，2016 年仅越南公司的增量利润贡献就有望达到 1 亿元。这将是公司 2016 年反转的最重要驱动因素。此外，今年以来，国内轮胎行业开工率出现了逐步提升的迹象，部分轮胎企业已小幅提高轮胎售价，这也有望成为公司 2016 年超预期增长的来源。

公司机制灵活，成长迅速，将受益于行业兼并整合。国内汽车保有量高达 1.72 亿辆，未来几年仍将保持双位数的增长。国内汽车轮胎替换需求至少会有 4-5 年的高增长。赛轮金宇作为民营上市轮胎企业，机制灵活，过去 10 年，收入规模从 6 亿增长到 100 亿元。目前轮胎行业处于底部，公司将通过兼并收购继续享受行业带来的高成长。

预计赛轮金宇 2016-2018 年 EPS 分别为 0.33、0.48、0.69 元，维持“强烈推荐”评级。

- 青岛双星 (000599) 发布 2016 年一季度业绩公告，实现归属于上市公司股东的净利润 2423 万元，同比增加 176.97%。

图 11: 青岛双星单季度归母净利润



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

青岛双星一季度加速推进产品的差异化创新，完善全球化布局，持续推进星猴战略，业绩改善明显。结合 2015 年年报，2015 年 4 季度销售毛利 2.28 亿，环比 3 季度 (1.22 亿) 增长 86%。1 季度净利润环比继续增长 20% 左右，意味着公司经营情况已连续两个季度环比改善。

公司星猴战略稳步推进，今年有望进入快速发展期。轮胎市场是公司最熟悉的市场，公司以轮胎业务作为切入点，选择轮胎市场 O2O 作为切入点可以最大程度降低风险。公司星猴战略定位是完全中立的第三方服务渠道，不但承接双星轮胎的业务，未来也会承接其他品牌轮胎，以及其他非轮胎售后市场保养服务，甚至是第三方保险增值业务。售后市场空间巨大，公司以开放的心态，包容所有可能的能够标准化的售后市场业务。未来整个星猴战略服务体系，将从服务于轮胎售后市场转身成为整个售后维修市场的快捷服务提供商。通过大星猴、小星猴、移动星猴向终端客户提供最便捷的服务，随着流量的积累，公司将把进行大数据的整合，通过大数据，能够使整个服务体系的供应链管理和客户营销管理得到极大的提升。目前公司已在山东、湖北、新疆、内蒙古、河南、浙江、黑龙江、江西、天津等省市布局星猴战略，预计 2016 年将进入快速发展期。

双星集团携手平安银行成立产业基金，打开公司产业整合想象空间。去年 10 月，双星集团与平安银行签署战略合作协议，共同发起收支轮胎行业产业基金，着力打造千亿级产业圈。我们认为，目前合作虽然是集团层面，但轮胎业务主要在上市公司，因此毫无疑问，这个基金的主要受益者还是上市公司。首先，美国轮胎“双反”终裁已出，整个轮胎行业的税率均在 30% 以上，对轮胎出口影响不容小觑。而我国轮胎生产企业超过 500 家，行业非常分散，具有国际竞争力的企业非常少。对于中小产能，“双反”事件的打击是巨大的。目前是行业兼并收购最好的时刻，依靠双星集团和平安银行的实力，产业基金有望帮助上市公司做大做强轮胎和汽车后市场业务。其次，产业基金属于强强联合。平安集团具有强大的综合金融优势、客户优势、技术与渠道等优势，而双星则具有轮胎产业优秀的技术和多年的经营管理经验，优势互补有利于双星进一步强化自己在行业内的优势地位。

预计青岛双星 2016-2018 年 EPS 分别为 0.18、0.25、0.34 元，维持“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

汽车销量增速不及预期；全钢胎行业景气度下滑；国际贸易壁垒加深。

研究员介绍及承诺

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

余嫒嫒: 2010-2012 年任职于国金证券, 2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

顾锐: 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所, 任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并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他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>