

Compani es

# 轮胎业整合提供绝佳投资机会

◎中央财经大学 刘殊威 张林 舒杨

自2001年起,随着世界经济的回暖和汽车市场需求的大量增加,世界轮胎行业进入快速发展期,5年内销售收入增长了47.55%。与此同时,世界轮胎行业巨头不仅控制着世界轮胎市场80%以上的份额,而且占据了我国境内轮胎市场的半壁江山。

我国已经成为世界最大的汽车消费市场和轮胎消费市场,预计到2010年,我国轮胎总需求量约3亿条。这为我国轮胎业发展创造了良好的市场环境。截至2006年底,我国轮胎企业达到了360家,但是,2006年我国轮胎销售量最大的三角集团的年销售额仅相当于米其林轮胎的4.66%。为了尽快提高国际竞争力,我国轮胎制造企业必须进行整合,这是我国轮胎业发展的必然趋势。

## 轮胎市场的竞争格局

目前,世界轮胎业的三大巨头——米其林、普利司通和固特异共占据世界轮胎市场50%以上的市场份额。世界前十大轮胎企业占据80%以上的世界市场份额。

世界前十大轮胎企业均已进入中国轮胎市场,控制着中国轮胎市场50%以上的市场份额。米其林公司持有上海轮胎橡胶公司70%的股权,在沈阳合资组建了一个工厂,主要生产全钢载重子午线轮胎,还计划在中国南方建立一个轮胎厂,以完成其在中国从北到南的布局。普利司通公司在中国沈阳、天津和无锡拥有三个轮胎厂,占据我国乘用车子午线轮胎市场份额约为10%,占据我国载重子午线轮胎市场份额15%。固特异公司在中国有近100家经销商,300家授权服务网络和1600多家固特异签约零售店。韩国韩泰公司在中国浙江和江苏两地设有两个轮胎厂和技术研发中心,占据中国轿车轮胎市场份额25%。

自2002年起,中国轮胎业扭亏为盈,涌现出了一大批优秀的轮胎生产企业。从2001到2005年,在全球轮胎行业75强排行榜中,中国上榜企业不断增加,占世界轮胎市场份额也不断增加。截至2006年底,我国有360多家轮胎生产企业,但是只有45家企业经过国家强制性轮胎资格认证(CCC),其它都是技术设备差的小企业。目前,世界轮胎市场已完成了从“斜交轮胎”向“子午线轮胎”的过渡,欧美的轮胎“子午化率”接近100%,世界轮胎市场的“子午化率”平均为90%以上,而我国的轮胎“子午化率”仅有50%。截至2006年底,外资及控股企业的子午胎产量已超过全国子午胎总产量的75%,中国轮胎企业无论在技术上还是从产量上都处于劣势。

2001—2005年全球轮胎企业75强的中国企业统计

年度	上榜数量	销售总额(亿美元)	占世界市场份额	占国内市场
2001	14	38.37	5.60%	52.49%
2002	16	45.60	6.46%	56.93%
2003	16	52.01	6.60%	54.68%
2004	19	67.30	7.32%	61.33%
2005	17	72.20	7.15%	59.58%

数据来源:2002—2006全球轮胎企业75强排行榜

轮胎制造业是一个传统的高污染行业,轮胎生产过程中会产生大量的硫化烟气、炭黑粉尘等污染物。只有技术设备先进的大型轮胎制造企业才有足够的财力进行污染治理,实现“清洁生产”。技术设备落后的小型轮胎生产企业已经成为重要的污染源。

根据我国的环境保护政策,我国政府迟早将关闭污染严重的小型轮胎生产企业。从环境保护角度分析,我国大量的中小型轮胎生产企业只有两种选择:一是被迫关闭,一是通过兼并重组,发展成为技术设备先进的大型轮胎制造企业。

据统计,70%的汽车事故都是由轮胎质量引起的,国内外的中高档汽车均选择安装高质量的国际知名品牌轮胎。外国品牌轮胎能够占据我国轮胎市场的半壁江山,主要由于我国轮胎生产企业尚未形成能够与米其林等世界巨头产品相抗衡的高质量国际知名品牌轮胎。创造高质量国际知名品牌轮胎,关键在于轮胎生产过程的质量控制和轮胎质量的均一性。我国出口轮胎曾经出现过个别轮胎的质量事故,严重影响了我中国轮胎在国际市场的声誉和国际竞争力。这种个别轮胎的质量事故主要源于轮胎生产过程的质量控制问题,产品质量均一性较低。

根据目前国内外轮胎市场的竞争格局,如果我国轮胎制造企业不能尽快地提高轮胎质量的均一性,创造高质量国际知名品牌轮胎,我国轮胎业很难扭转国际竞争中的劣势地位。在这方面,我国轮胎业只有一种选择:发展具有国际竞争力的大型轮胎制造企业。

轮胎的主要原材料是天然橡胶和合成橡胶(占轮胎成本的45%至50%)、帘子布(占轮胎成本的15%)、帘子布和炭黑,合计约占轮胎成本的70%。自2005年起,这些原材料开始大幅度涨价,2006年天然橡胶价格同比增长约47%。由于我国轮胎行业集中度较低,轮胎制造企业的价格谈判能力较低,无法将原材料价格上涨转移到下游汽车轮胎配套或替换市场。按国内行业经验数据,原材料价格上涨20%,轮胎成品价格只能上涨4%,由此严重削弱国内轮胎生产企业的盈利能力。

可见,轮胎业的污染治理政策;提高轮胎质量均一性,扩大国际轮胎市场份额;以及提高盈利能力和生存空间,这些因素都决定了我国轮胎业迫在眉睫的整合趋势。



## 我国轮胎业的整合策略

我国有三百多家轮胎制造企业,其中有一百多家企业位于山东省。在山东省一百多家轮胎制造企业中,有四家国有企业,大部分企业是民营企业。山东省的轮胎总产量占世界轮胎产量的12%。山东省有六家轮胎生产企业在“2006年全球轮胎75强”,分别是三角集团(威海)、玲珑集团(烟台)、西水集团(东营)、成山(威海)、双星(青岛)和黄海(青岛)。

假设将山东省的轮胎生产企业全部整合起来,年销售收入将达到23亿美元(按2006年销售额计算),排名世界第八位。轮胎按产品种类可分为八种类型:轿车轮胎,轻型载货汽车轮胎,载货汽车及大客车轮胎,农用轮胎,工程车轮胎,工业用车轮胎,飞机轮胎,摩托车轮胎等。按照比较优势原则,专营一种轮胎的企业将具有低成本和高质量的竞争优势。

山东省东营市有几十家轮胎制造企业,几乎都是中小民营企业,主要生产载货汽车轮胎,产品主要用于出口,尤其是出口中东市场。现以山东省东营市载货汽车轮胎的中小型企业为例,探讨我国轮胎业整合的策略。

我国轮胎业的整合应该从同一地区的轮胎生产企业整合和同一种类产品的轮胎生产企业整合开始。从理论上说,除了部分技术设备落后的小型轮胎生产企业将逐步退出市场以外,山东省东营市的几家载货汽车轮胎制造企业最终可能形成一家大型载货汽车轮胎制造企业。

根据我国国情和中国传统工业背景,按照地区和产品种类整合轮胎业不可能一蹴而就,轮胎业的整合必须分阶段和分步骤进行。山东省东营市的载货汽车轮胎制造企业整合可以先从原材料采购的整合开始。

轮胎生产企业需要大批量采购一次性能源和原材料,其中橡胶占到原材料成本的50%,橡胶价格的不断上涨,使得轮胎行业的生产成本居高不下。据估计,到2010年中国天然橡胶生产总量为75万吨,只能满足国内需求量的三分之一还不到,橡胶将面临严重短缺和价格上涨的局面。原材料价格的不断上涨将越来越吞噬轮胎生产企业的利润,甚至威胁到企业的生存。目前,我国任何一家大型轮胎制造企业的经营规模都不足以支撑企业的价格谈判优势,中小企业更不具备价格谈判能力,只能被动地接受原材料供应商的出价。降低原材料采购价格是山东省东营市的载货汽车轮胎制造企业的共同要求。

国内轮胎行业2006年1-7月销售收入排名

排名	公司	销售额(亿元)	同比增长(%)	市场占有率
1	山东成山集团有限公司	36.37	20.69	5.6
2	三角集团有限公司	36.37	9.25	5.6
3	山东玲珑橡胶公司	33.67	38.80	5.2
4	山东西水橡胶集团有限公司	28.25	66.45	4.4
5	凤神轮胎股份有限公司	27.72	35.85	4.3
6	上海轮胎橡胶(集团)股份有限公司	27.06	36.45	4.2
7	安徽佳通轮胎有限公司	25.61	-21.78	4.0
8	厦门正新橡胶工业有限公司	19.94	36.22	3.1
9	贵州轮胎股份有限公司	18.80	11.70	2.9
10	江苏韩泰轮胎有限公司	18.39	41.59	2.9
合计		272.09	22.55	42.2

资料来源:中经网,东方证券研究所

## 轮胎业整合中的投资机会

我国轮胎业的整合需要有外力的推动,或者说,需要投资银行和投资者的推动。在山东省东营市的载货汽车轮胎制造企业的整合中,投资银行可以事先研究东营市轮胎业的整合方案,组织各家轮胎生产企业讨论和协商,推动山东省东营市的载货汽车轮胎制造企业的整合。可以说,若缺乏投资银行的推动力,山东省东营市的载货汽车轮胎制造企业的整合质量和速度将受到严重影响。最先参与我国轮胎

业整合业务的投资银行将获得该领域最大的业务份额。

为了保证投资安全和提高投资收益,在推动我国轮胎业整合过程中,投资银行可能是主动兼并者,哪些企业可能是被动兼并者。民营企业之间整合的最大障碍是各企业之间的不融合,所以设计我国轮胎业整合方案时,投资银行必须以各家企业的共同利益为立足点。

米其林、普利司通、固特异和三角集团2002—2006年销售收入

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
米其林(法国)	137.52	161.50	178.89	179.20	188.34
普利司通(日本)	134.65	148.00	167.50	183.33	191.70
固特异(美国)	123.00	136.00	165.00	175.00	181.00
三角集团(中国)	6.30	7.65	9.11	9.8	8.77

数据来源:四家企业2002—2006年度报告

国际轮胎行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	P/E(05)	P/E(08E)	P/E(07E)	EV/EBIT	P/B
固特异	GT	10.00	14.70	11.19	4.13	11.74
邓禄普	DTB			45.98	10.93	1.03
普利司通	5108JP	17.52	34.62		6.30	1.92
米其林	ML PR	11.85	13.43	10.93	5.14	2.04
大陆	CON GE	14.15	12.70	11.40	5.37	3.51
韩泰轮胎	000240SK	9.96	15.47	21.52		1.48
正新橡胶	2105TA	30.57	18.39	15.99	9.08	2.21
平均		15.66	18.22	19.50	6.83	2.03

资料来源:BLOOMBERG

设备,中小型轮胎生产企业可能不具备足够的质量监督技术人员,甚至没有较完善的质量控制程序。缺乏轮胎质量均一性作保证,轮胎生产企业很难扩大市场份额,发展壮大,甚至可能由于个别轮胎出现质量问题,整个企业遭受灭顶之灾。提高轮胎质量的均一性是山东省东营市的载货汽车轮胎制造企业的共同愿望。

一家大型企业集团都有质量管理部。出于提高轮胎质量均一性的共同愿望,山东省东营市的载货汽车轮胎制造企业可以共同出资组建一家轮胎质量管理股份制公司,负责各家企业的轮胎质量管理。质量管理公司招聘职业经理人和大量的质量监督技术人员,制定统一的轮胎质量控制程序,指派质量监督技术人员负责各家企业每道工序的质量管理。在普遍地提高轮胎质量均一性的前提下,出产于山东省东营市的载货汽车轮胎将明显提高国际声誉,各家载货汽车轮胎制造企业都将受益,有助于各家企业扩大国际市场份额。

取缔、关闭污染程度高的中小轮胎企业是轮胎行业发展的必然趋势,排污成本将越来越高。在强大的环境保护政策影响下,出于生存的本能,污染治理能力弱的中小型轮胎生产企业将主动与其他同业企业合作或合并,降低污染治理成本。在共同出资组建原材料采购公司,降低原材料采购成本,以及共同组建质量管理公司,提高轮胎质量均一性的基础上,在不可抗拒的环境保护政策压力

下,山东省东营市的载货汽车轮胎制造企业将形成一家载货汽车轮胎制造企业集团,各家企业将成为集团的独立法人子公司。

按照以上步骤完成轮胎业整合,由于基本上没有改变山东省东营市各家载货汽车轮胎制造企业的股权和组织结构等,而是以各家企业的共同利益为基础实施阶段和分步骤进行整合,所以这种行业整合可能基本上不会遇到太大的障碍和阻力。以一个地区中小型轮胎生产企业为基础实施轮胎行业整合,可以避免重复建设和重复投资。

在各地轮胎生产企业整合的基础上,山东省各地区轮胎制造企业集团将实施进一步整合,形成更大规模的轮胎制造企业集团,步入世界轮胎业十强企业。

我国大型轮胎企业之间的合并有两种基本途径:一是友好合并,两家企业自愿合并;二是强制性合并,强势企业合并弱势企业。大型轮胎企业的合并采取哪种途径,取决于企业的经营状况和发展前景。我国大型轮胎制造企业的经营状况和发展前景,取决于企业的研发能力和品牌。目前,我国子午线轮胎的生产技术主要是引进国外十年前的技术,我国轮胎企业必须具有强大的研发能力,才能打破外资企业对我国

技术封锁,才能守住国内市场 and 进入国际市场。在我国大型轮胎企业整合过程中,具有研发能力和品牌优势的企业将成为最后的赢家。

### 相关公司

#### 黔轮胎(000589) 全钢胎业务稳定扩张

◎国信证券 邱伟 陈爱华

公司主营轮胎生产销售,优势产品为载重子午胎(全钢胎)、工程机械胎、军用胎、大型农业胎及工业胎。产品结构合理、质量较高、市场稳固。2006年,公司产能440万条,同比增长10%;其中全钢胎为160万条,同比增长33%。

公司主营收入35亿元,净利润0.6亿元,分别同比增长17%、24%。其中全钢胎主营收入19亿元,占比为54%,主营业务占比为85%。公司规模与销售收入居全国同行业第五位,上市公司中排名第三位。

●未来增长主要依托:全钢胎产能增长为扩张主力,其他品种结构优化为稳定支撑

公司的优势产品为全钢胎,考虑到行业竞争的激烈,未来增长主要依托产能扩张。2004、2005、2006年全钢胎产能分别为70、120、160万条,计划2008年新建产能40万条,未来再增加30万条(包括工程子午胎项目)。初步测算,2008年产能达到200万条,2010年达到230万条。2007、2008、2009年产量分别为160、180、200万条。公司对其他轮胎品种采取细分优质品种的策略,优化产品结构、保证经营的稳定。主要经营销售好,利润高工程胎、农业胎等。

●汽车行业快速发展带动轮胎行业未来5年平均6%至11%的增速

轮胎行业的发展主要依托于汽车行业。根据统计,2005年全国汽车产量分别为571.576万辆,同比增长分别为13%、14%;汽车保有量约3500万辆。2006年全国汽车产量726万辆,同比增长26%。预计“十一五”期间,我国汽车产量年增长率将超过10%,到2010年汽车总产量可达1000万辆,汽车保有量约6200万辆。汽车行业的快速发展将带给轮胎行业较大的发展空间。根据我国橡胶工业协会“十一五”规划和预测,到2010年,我国轮胎总产量将达到3.2亿套,轮胎总产量较2005年增长29%。其中,子午胎产量将达到2.27亿条,比2005年增长59%。未来5年轮胎行业年均增速约6%至11%。

●毛利率、集中度低和产能集中释放使得行业竞争激烈

因原材料紧张和行业竞争激烈,未来轮胎行业毛利率不会有明显改善的可能。另外,我国轮胎行业集中度较低,竞争较为激烈。行业排名前五位的公司市场占有率约10%,行业排名第一位的上海轮胎仅3%。

全钢胎因近几年产能建设较多,产能的集中释放将加剧行业的竞争。

根据对公司全钢胎产能、产量未来三年的细致分析,考虑到行业快速扩张的推动力,预计公司2007、2008、2009年公司EPS分别为0.30元、0.42元、0.55元。

#### 风神股份(600469) 出口退税下调有助于整合

◎海通证券 刘金

风神股份主要生产工程胎和载重胎,出口比重占35%至40%左右,主要出口品种为全钢载重子午胎。此次轮胎的出口退税率为13%降低至5%,将使得公司出口成本增加4%左右。此前市场就一直传言轮胎橡胶制品出口退税率将下降,为此,公司也一直在做提价准备。今年第一季度,公司已经把国内轮胎价格提升了5%,第二季度又把轮胎出口价格提高了5%。预计公司将在第三季度再次把轮胎出口价格提高5%以上,这会弥补此次出口退税率下调带来的不利影响。

轮胎出口退税率的下降是长期趋势,这将有助于轮胎行业的整合。中国的轮胎市场竞争较为激烈,之前由于出口退税率高,一些小厂家趁机向发展中国家大量出口,造成整个轮胎的出口价格上不去,使得国际贸易摩擦不断。此次出口退税率下调将倒逼轮胎出口价格上涨。由于大厂家主要对高端客户出口轮胎,涨价较为容易;而小厂家主要对低端客户出口轮胎,涨价相对不容易。因此,出口退税率的调整内强外合有利于小厂家的生存,进而带动行业内整合力度的增加,这对于风神股份等大的轮胎企业来说是有利的。预计公司2007年EPS为0.60元,2008年为1.30元。

#### \*ST 黄海(600579) 资产注入待时机

◎东方证券 陈玉辉

黄海股份主营全钢载重子午胎生产,与轮胎橡胶、风神股份和黔轮胎同为国内最早的载重子午胎生产企业。黄海股份青岛高新区老区全钢胎产能为50万条,城阳区工业园新区厂区募集资金项目新建产能70万条,合计产能为120万条,生产规模在国内同行业中排在中等水平。

中国化工集团于2006年收购黄海股份,黄海股份流动资金和固定资产投资贷款均得到保障,企业逐步恢复正常生产经营,并计划进行厂区搬迁和产能扩张。中国化工集团的介入使公司管理水平有显著提高,技术革新和成本节约导致公司产品盈利能力明显恢复。黄海股份轮胎业务毛利率2006年第三季度已经回升至8.7%,高于轮胎橡胶和风神股份。

股权分置改革中,黄海股份实际控制人中车汽修(集团)总公司承诺在黄海股份股权分置改革完成后的适当时机,以适当的方式向黄海股份注入其下属汽车后服务板块的资产。由于中国化工集团对风神股份的收购尚未获得相关部门批准,尚难预计黄海股份大股东资产注入的股改承诺何时可以实施。预测黄海股份2007年每股收益为0.09元。