

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**分析师**

顾锐 0755-83675954

Email:gurui @cgws.com

执业证书编号:S1070516040001

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

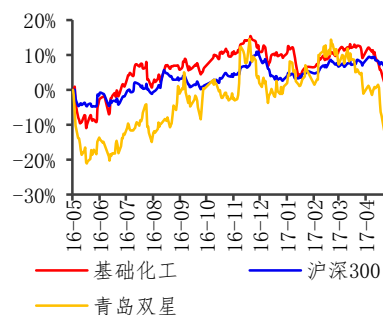
执业证书编号:S1070512070001

**市场数据**

目前股价	7.35
总市值(亿元)	49.58
流通市值(亿元)	46.15
总股本(万股)	67,458
流通股本(万股)	62,796
12个月最高/最低	9.37/6.08

**盈利预测**

	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,209	7,947	10,292
(+/-%)	26.0%	28.0%	29.5%
净利润	124	152	201
(+/-%)	29.9%	22.8%	32.3%
摊薄 EPS	0.18	0.23	0.30
PE	40.0	32.6	24.7

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;收购锦湖轮胎，勇于迎接机遇与挑战&gt;&gt;

2017-03-14

&lt;&lt;业绩增长 50-80%；竞购锦湖轮胎，布局全

# 成为锦湖轮胎最终购买者，有望成为全球领先轮胎企业

**——青岛双星（000599）公司动态点评**
**投资建议**

公司 2016 年业绩增长 55.62%。2017 年一季度，在原料价格大幅上涨的背景下，公司业绩仍有小幅增长实属不易。公司成为锦湖轮胎最终购买者，有望成为全球领先轮胎企业。控股股东大比例参与定增，彰显发展信心。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.18、0.23、0.30 元，对应 PE 分别为 40X、33X、25X，维持“强烈推荐”评级。

**投资要点**

- 事件：**公司发布 2016 年年报，报告期内，公司实现营业收入 49.28 亿元，同比增长 64.6%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.95 亿元，同比增长 55.62%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.67 亿元，同比增长 35.43%；实现基本每股收益 0.14 元。公司同时公布 2017 年一季报，报告期内，公司实现营业收入 10.94 亿元，同比增长 1.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.25 亿元，同比增长 1.31%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.24 亿元，同比增长 0.84%；实现基本每股收益 0.04 元。
- 轮胎行业需求向好，公司转型升级，推动公司 2016 年业绩增长：**2016 年，轮胎行业需求环境较好，其中：国内汽车产量同比增长 14.46%，增速创近三年新高；汽车产量增长拉动轮胎需求提升，国内橡胶轮胎外胎产量同比增长 8.6%；轮胎出口需求较好，国内充气橡胶轮胎出口量同比增长 5.4%。2016 年，公司加速推进“三化两圈”（市场细分化、组织平台化、经营单元化，服务 4.0 生态圈和工业 4.0 生态圈）的物联网战略，加速推进产品的差异化创新，加速推进全球化布局，加速推进经营单元公司化，特别是星猴战略和供给侧改革、转型升级，取得了较好的效果。报告期内，公司轮胎销量 1152 万条，同比增长 50.09%，推动公司整体收入同比增长 64.6%；但受原材料成本上涨和因搬迁导致橡塑机械外销收入减少的影响，公司整体毛利率为 14.64%，较去年同期下降 4.86 个百分点；公司费用管控得当，期间费用率为 12.67%，较去年同期下降 4.56 个百分点。2016 年，公司轮胎销量增长，费用管控得当，推动公司归母净利润同比增长 55.62%。
- 原料价格大幅上涨，公司 1 季度业绩仍有增长实属不易：**2017 年一季度，公司实现收入 10.94 亿元，同比增长 1.17%；报告期内，橡胶等原材料价格较去年同期大幅上涨，但由于公司全钢胎销售收入占比较大，全钢胎自去年 11 月以来也有大幅提价，因此公司销售毛利率仅较去年

球化发展&gt;&gt; 2017-01-20

&lt;&lt;3 季度延续高增长, 搬迁补偿到位, 增强

资金实力&gt;&gt; 2016-10-31

同期微幅下降 0.34 个百分点; 报告期内, 公司期间费用率继续下降, 较去年同期下降 0.72 个百分点; 2017 年一季度, 公司实现归母净利润 2462 万元, 同比增长 1.31%。今年春节后, 橡胶价格已出现大幅回落, 公司成本压力有所缓解, 预计公司二季度毛利率会环比改善。

- **成为锦湖轮胎最终购买者, 有望成为全球领先轮胎企业:** 公司旗下产业并购基金拟收购韩国锦湖轮胎株式会社 42.01% 股份, 目前锦湖轮胎的创始人家族未行使优先购买权, 因此双星已成为锦湖轮胎最终购买者。锦湖轮胎是韩国第二大的轮胎生产企业, 全球第十四大轮胎生产企业, 公司全球化经营, 其轮胎产品销往全球 180 多个国家。2015 年, 锦湖轮胎收入约 168 亿元人民币, 为双星的 5.6 倍。青岛双星目前实力, 不仅距离国际一线轮胎企业有较大距离, 就是跟国内领先企业相比, 也缺乏优势。如果成功收购锦湖, 青岛双星竞争实力上将会迈上一个新的台阶, 不仅取得国内领先, 在国际市场上也有望取得一席之地, 加快双星轮胎走向世界, 助力公司实现全球化布局, 推动公司跨越式发展, 促进中国民族轮胎工业崛起。
- **控股股东大比例参与定增, 彰显信心对公司发展信心:** 去年 8 月, 公司发布《非公开发行 A 股股票预案》, 计划向包括控股股东双星集团在内的不超过 10 名特定投资者非公开发行股票, 其中双星集团认购比例不低于 23.38%。本次募集资金总额不超过 9 亿元, 全部投向双星环保搬迁转型升级绿色轮胎工业 4.0 示范基地高性能乘用车子午胎项目及双星环保搬迁转型升级绿色轮胎智能化示范基地自动化制造设备项目。控股股东大比例参与定增, 彰显信心对公司发展信心; 募投资金用于引进高端智能化轮胎制造设备, 将提升公司轮胎制造水平, 增强产品竞争力。目前公司已向证监会提交该定增的《反馈意见回复》。
- **风险提示:** 竞购锦湖轮胎失败; 后市场进展不及预期; 全钢胎行业景气下滑风险; 定增延后的风险。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2,993.71	4,927.73	6,208.94	7,947.44	10,291.93	<b>成长性</b>					
营业成本	2,410.20	4,206.50	5,296.22	6,763.27	8,727.56	营业收入增长	-24.7%	64.6%	26.0%	28.0%	29.5%
销售费用	197.97	285.61	353.91	397.37	514.60	营业成本增长	-29.2%	74.5%	25.9%	27.7%	29.0%
管理费用	253.05	272.15	310.45	397.37	514.60	营业利润增长	9.0%	8.8%	44.1%	32.4%	41.7%
财务费用	64.86	66.76	133.44	238.49	325.61	利润总额增长	-10.6%	34.2%	28.4%	23.4%	32.3%
投资净收益	14.36	6.41	0.00	0.00	0.00	净利润增长	5.3%	55.6%	29.9%	22.8%	32.3%
<b>营业利润</b>	55.98	60.92	87.77	116.18	164.57	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	14.56	33.76	33.76	33.76	33.76	毛利率	19.5%	14.6%	14.7%	14.9%	15.2%
利润总额	70.54	94.68	121.53	149.94	198.33	销售净利率	2.0%	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%
所得税	11.34	16.76	20.05	25.49	33.72	ROE	2.4%	3.5%	4.4%	5.3%	6.7%
少数股东损益	-2.07	-17.42	-22.36	-27.59	-36.49	ROIC	3.3%	2.7%	3.1%	3.2%	3.4%
净利润	61.26	95.34	123.83	152.04	201.11	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表</b>					(百万)	销售费用/营业收入	6.6%	5.8%	5.7%	5.0%	5.0%
流动资产	3,329.37	3,886.22	5,795.35	5,377.33	6,953.82	管理费用/营业收入	8.5%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
货币资金	1,235.97	1,029.97	2,204.21	794.74	1,029.19	财务费用/营业收入	2.2%	1.4%	2.1%	3.0%	3.2%
应收帐款	815.57	1,257.93	1,584.99	2,028.78	2,627.27	投资收益/营业利润	25.7%	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	137.09	249.19	313.99	401.90	520.46	所得税/利润总额	16.1%	17.7%	16.5%	17.0%	17.0%
存货	852.49	1,026.95	1,292.98	1,651.12	2,130.62	应收帐款周转率	3.97	4.75	4.37	4.40	4.42
非流动资产	2,575.34	3,362.16	7,736.45	11,049.64	14,447.12	存货周转率	3.20	4.48	4.57	4.59	4.62
固定资产	1,071.47	0.00	1,412.08	1,732.64	2,137.46	流动资产周转率	0.98	1.37	1.28	1.42	1.67
资产总计	5,904.71	7,248.38	13,531.79	16,426.96	21,400.94	总资产周转率	0.55	0.75	0.60	0.53	0.54
流动负债	2,597.62	3,338.92	2,816.07	3,933.69	7,563.81	<b>偿债能力</b>					
短期贷款	923.38	1,100.43	0.00	339.56	2,924.09	资产负债率	56.1%	62.7%	71.1%	75.6%	80.6%
应付款项	1,384.70	1,815.07	2,285.27	2,918.25	3,765.74	流动比率	1.28	1.16	2.06	1.37	0.92
非流动负债	712.34	1,209.41	6,801.33	8,477.24	9,686.66	速动比率	0.95	0.86	1.60	0.95	0.64
长期借款	575.00	0.00	1,500.00	1,966.50	1,966.50	<b>每股指标 (元)</b>					
负债合计	3,309.96	4,548.34	9,617.40	12,410.93	17,250.46	EPS	0.09	0.14	0.18	0.23	0.30
股东权益	2,594.75	2,700.04	2,782.94	2,884.58	3,019.03	每股净资产	3.85	4.00	4.13	4.28	4.48
股本	674.58	674.58	674.58	674.58	674.58	每股经营现金流	0.18	0.04	(2.44)	(2.31)	(2.19)
留存收益	1,877.04	1,966.16	2,071.41	2,200.65	2,371.59	每股经营现金/EPS	2.03	0.31	(13.29)	(10.24)	(7.36)
少数股东权益	43.14	59.30	36.94	9.36	-27.14	<b>估值</b>					
负债和权益总计	5,904.71	7,248.38	12,400.34	15,295.51	20,269.49	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>现金流量表</b>					(百万)	PE	80.93	52.01	40.04	32.61	24.65
经营活动现金流	124.21	29.36	-1,645.37	-1,556.86	-1,479.70	PEG	1.92	1.98	1.76	1.01	(0.25)
其中营运资本减少	1,413.72	-882.84	-1,943.46	-1,999.54	-2,082.59	PB	1.91	1.84	1.78	1.72	1.64
投资活动现金流	135.58	-310.42	-310.45	-397.37	-514.60	EV/EBITDA	23.76	23.19	36.78	23.36	21.12
其中资本支出	-598.60	-1,370.12	-310.45	-397.37	-514.60	EV/SALES	2.16	1.23	1.50	1.28	1.24
融资活动现金流	-74.99	46.07	3,130.05	544.76	2,228.75	EV/IC	1.58	1.59	1.30	1.26	1.18
净现金总变化	184.80	-234.98	1,174.23	-1,409.46	234.45	ROIC/WACC	0.47	0.39	0.45	0.47	0.49
						REP	3.14	3.50	2.22	2.07	1.92

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

## 研究员介绍及承诺

**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。

**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。

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任何其它任何用途。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

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com  
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@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  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@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, xiew@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@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: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编: 200126 传真: 021-31829681  
网址: <http://www.cgws.com>