

## 三家上市公司参与收购中策橡胶，看好轮胎行业头部公司长期发展

### 最近一年行业指数走势



### 联系信息

虞小波

分析师

SAC 证书编号: S0160518020001

yuxb@ctsec.com

张兴宇

分析师

SAC 证书编号: S0160518120001

zhangxingyu@ctsec.com

路辛之

联系人

luxz@ctsec.com

莫凯文

联系人

mokw@ctsec.com

021-68592331

赵新裕

联系人

zhaoxy@ctsec.com

021-68592339

### 相关报告

- 《挖掘符合科创板定位的产业机会，探讨多元化估值:科创板新材料专题报告(一)》 2019-05-12
- 《短期影响农药、染料行业供需格局，中长期看好优质园区一体化龙头企业:响水事件影响专题报告》 2019-04-08
- 《巴斯夫新战略:实现高效益运营，与中国化工市场共增长:海外公司看全球化工景气(二)》 2019-02-18

### 投资要点:

- 巨星科技、杭叉集团、彤程新材等三家上市公司参与收购中策橡胶股权，100%股权作价确定为123.5亿元。

巨星集团、杭叉集团、巨星科技、杭州海潮以每股1元价格分别向持股平台中策海潮增资13、11、11、5亿元，分别取得中策海潮32.5%、27.5%、27.5%、12.5%股权。增资完成后，中策海潮将支付现金购买杭州元信东朝等8名股东持有的中策橡胶46.95%股权。同时，上海彤中（彤程新材子公司）将收购杭州元信东朝所持有的10.16%中策橡胶股权。中策橡胶100%股权作价确定为123.5亿元，对应每1亿元注册资本价格为15.69亿元。中策海潮收购的中策橡胶46.95%股权对价为57.98亿元。

- 中策橡胶：国内轮胎龙头企业，销售收入国内轮胎企业排名第一，世界轮胎企业排名第10。

中策橡胶2018年收入达268.81亿元，同比增长5.86%；归母净利润8.02亿元，同比增长22.07%；已形成年产6000万套汽车轮胎的生产能力，其中包括年产1900万套全钢子午胎、3700万套轿车子午胎和400万套斜交胎。此外，中策橡胶还形成了年产8600万套车胎的生产能力，产能全国领先。

- 对比双星集团收购锦湖，中策橡胶估值更低。

由于2017年锦湖轮胎利润亏损，因此我们选取PS（市售率）、PB（市净率）进行估值对比。根据2017年锦湖轮胎收入13897亿韩元、所有者权益9914亿韩元计算，双星收购锦湖时对应PS为1.03倍，PB为1.45倍。而本次收购中策橡胶对应的PS为0.46倍，PB为1.43倍，相比锦湖相对估值指标更低。我们认为锦湖相对估值较高主要因为锦湖的品牌、研发、配套优势以及未来对于青岛双星的协同带动。

- 对比国内轮胎上市，中策较行业平均水平低，较部分上市公司偏高，建议关注玲珑轮胎等国内轮胎行业龙头企业。

我们选取A股轮胎行业中玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、通用股份、S佳通、青岛双星等6家同行业公司进行估值对比。从估值方面来看，中策橡胶的估值并没有明显低于玲珑轮胎、赛轮轮胎等上市公司。从行业层面看，我们认为此次对于中策橡胶的股权收购代表产业资本对于轮胎行业尤其是头部企业的长期看好。环保及资金链断裂加速中小产能退出，行业集中度有望进一步提升。据中国轮胎商务网，2018年共有25家轮胎企业破产解散。中策轮胎、玲珑轮胎等企业作为国内轮胎行业龙头，有望抓住行业整合机遇，不断扩大市场份额。

- 风险提示：轮胎上游原材料价格波动，行业产能出清不及预期等。

表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (06.06)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601966	玲珑轮胎	189.00	15.75	0.98	1.29	1.75	16.07	12.21	9.00	买入

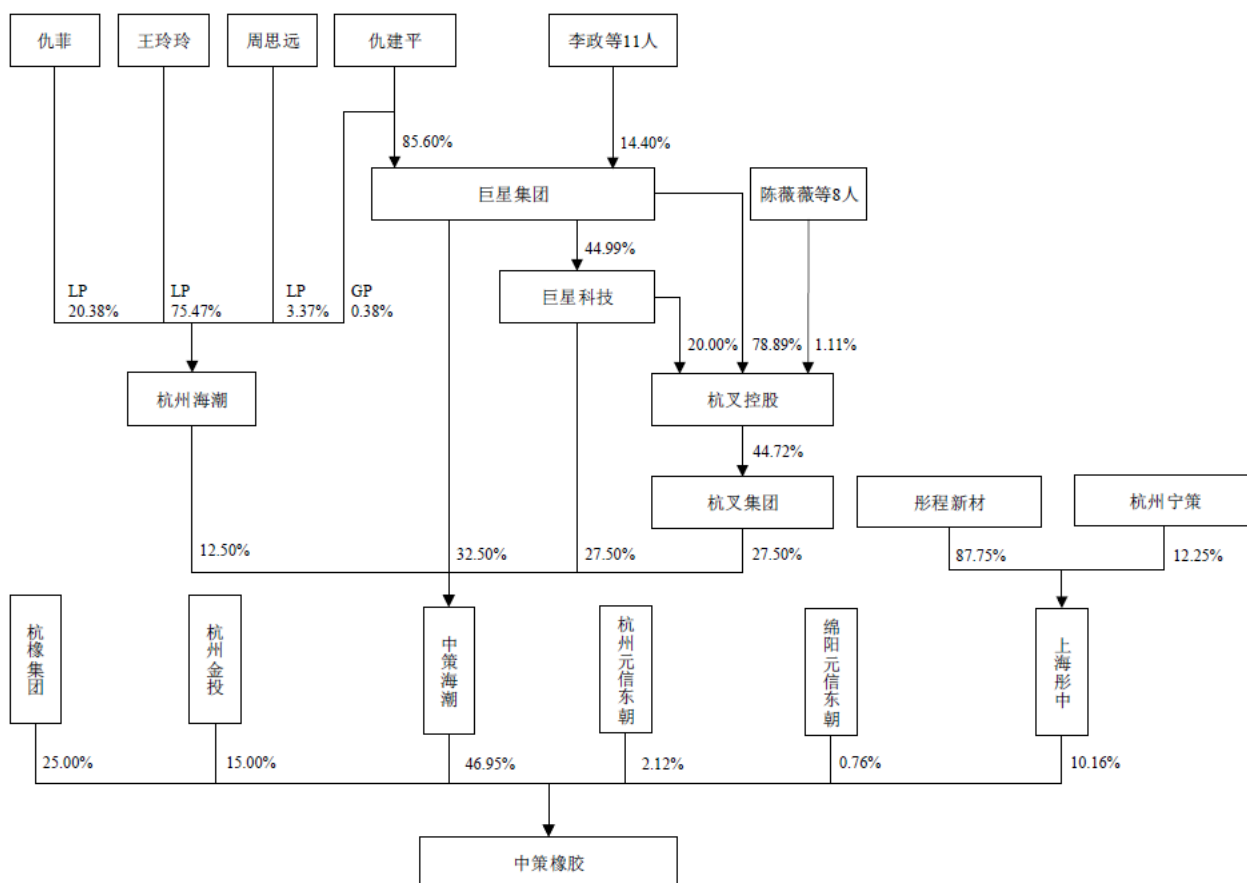
数据来源: Wind, 财通证券研究所

### 1、本次交易概况：100%股权对价 123.5 亿元，三家上市公司参与

巨星集团、杭叉集团、巨星科技、杭州海潮以每股 1 元价格分别向持股平台中策海潮增资 13、11、11、5 亿元，分别取得中策海潮 32.5%、27.5%、27.5%、12.5% 股权。增资完成后，中策海潮将支付现金购买杭州元信东朝、绵阳元信东朝、杭州元信朝合、Cliff Investment、Esta Investments、CSI、JGF、中国轮胎企业等 8 名股东持有的中策橡胶 46.95% 股权。同时，上海彤中将收购杭州元信东朝所持有的 10.16% 中策橡胶股权。上海彤中为上市公司彤程新材控股子公司，彤程新材持有上海彤中 87.75% 股权。

中策橡胶 100% 股权作价确定为 123.5 亿元，对应每 1 亿元注册资本价格为 15.69 亿元。中策海潮收购的中策橡胶 46.95% 股权对价为 57.98 亿元。本次收购参与的上市公司包括巨星科技、杭叉集团、彤程新材等三家企业。

图1：收购完成后中策橡胶股权结构



数据来源：巨星科技公告，财通证券研究所

## 2、中策橡胶：国内轮胎龙头企业，世界轮胎企业排名第 10

### 2.1 产能规模国内领先，入围世界轮胎前 10 强

中策橡胶是目前中国最大的轮胎生产企业，公司产品畅销国内外，企业规模不断扩大，在中国制造业 500 强中名列第 267 位，在世界轮胎企业中名列第 10 位，中国橡胶制品企业名列第一位。

**表 1：全球轮胎企业销售规模排名 15 强**

排名	企业名称	公司/总部所在地	2017 年销售额 (亿美元)	2016 年销售额 (亿美元)
1	普利司通	日本	243.5	221.21
2	米其林	法国	235.6	211.29
3	固特异	美国	143	136.45
4	大陆集团	德国	113.25	107.85
5	住友橡胶工业	日本	67.55	60.3
6	倍耐力	意大利	60.34	83.8
7	韩泰轮胎	韩国	55.35	50.09
8	优科豪马	日本	48.62	42.08
9	正新橡胶	中国台湾	39.56	38.87
10	中策橡胶	中国	36.22	32.29
11	佳通轮胎	新加坡	34.03	30.3
12	通伊欧轮胎	日本	29.21	26.86
13	固铂轮胎	美国	28.55	29.25
14	锦湖轮胎	韩国	25.24	24.09
15	MRF 公司	印度	24.08	21.74

数据来源：《Tirebusiness》，财通证券研究所

中策橡胶现拥有约 30000 余名员工和上千名专业工程技术人员。截至 2018 年末，中策橡胶在浙江杭州、建德、清泉、泰国罗勇工业区等地拥有多个生产基地，目前已形成年产 6000 万套汽车轮胎的生产能力，其中包括年产 1900 万套全钢子午胎、3700 万套轿车子午胎和 400 万套斜交胎。此外，中策橡胶还形成了年产 8600 万套车胎的生产能力，生产能力全国领先。2018 年，中策橡胶生产全钢子午胎 1901.6 万条、半钢子午胎 3656.98 万条，斜交胎 332.6 万条、车胎外胎 8451 万条，履带 17.31 万条。

图2：中策橡胶主要产品及用途

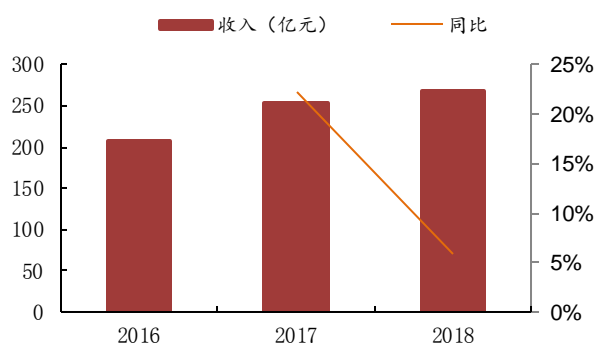
产品系列	图例	用途
全钢子午胎		主要产品为轻型载重汽车轮胎、载重汽车轮胎、工程机械轮胎，适用于载重货车、长途客运车、工程机械车辆等。
半钢子午胎		主要产品为乘用车轮胎，适用于轿车、SUV、商务车等乘用车。
斜交胎		主要产品为农业轮胎、工业车辆充气轮胎、工业车辆实心轮胎，适用于农用器械、装载机、矿用自卸机、小型挖掘机、港口机械车等。
两轮车胎		主要产品为摩托车车胎、自行车车胎、人力车车胎，适用于摩托车、电动车、自行车、手推车等两轮车。

数据来源：巨星科技公告，财通证券研究所

## 2.2 收入稳定增长，收入来源以全钢胎为主

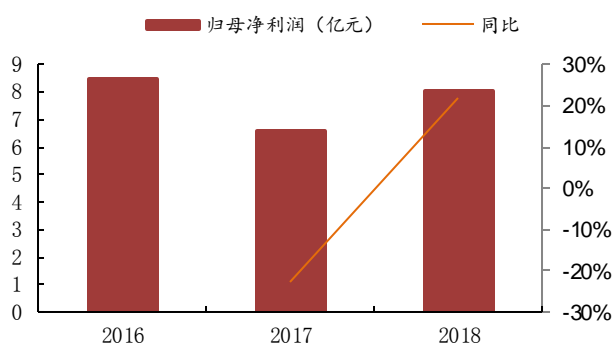
近三年，中策橡胶收入规模稳步增长，其 2018 年收入达 268.81 亿元，同比增长 5.86%；归母净利润 8.02 亿元，同比增长 22.07%。2018 年中策橡全钢子午胎收入占比 55.07%，半钢子午胎收入占比 23.36%，斜交胎收入占比 9.16%，两轮车胎收入占比 9.41%。从销售地区来看，2018 年中策橡胶内销占比 63%，出口占比 37%；其中北美洲占 15%，亚洲占 7%，南美洲占 6%。

图3：中策橡胶近三年收入稳定增长



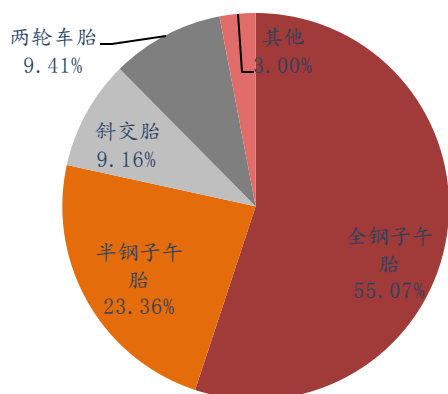
数据来源：巨星科技公告，财通证券研究所

图4：中策橡胶近三年净利润较为稳定



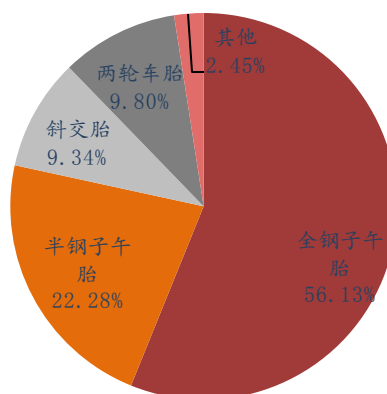
数据来源：巨星科技公告，财通证券研究所

图5：中策橡胶2018年收入构成



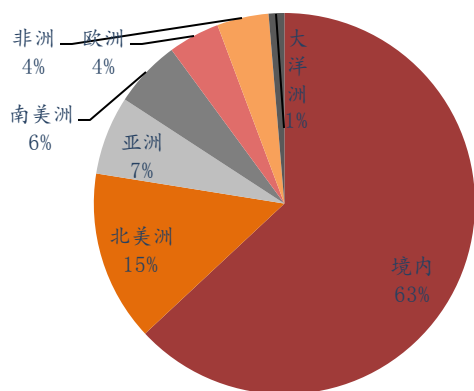
数据来源：巨星科技公告，财通证券研究所

图6：中策橡胶2017年收入构成



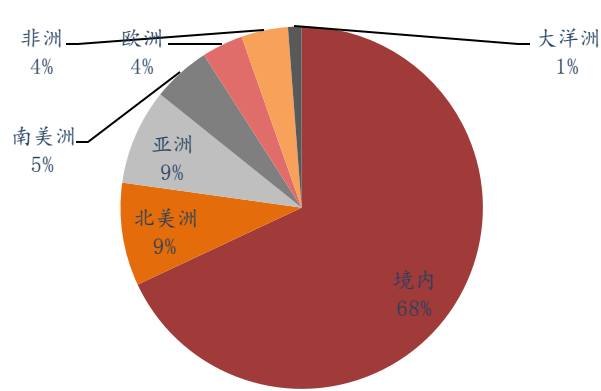
数据来源：巨星科技公告，财通证券研究所

图7：中策橡胶2018年销售区域分布



数据来源：巨星科技公告，财通证券研究所

图8：中策橡胶2017年销售区域分布



数据来源：巨星科技公告，财通证券研究所

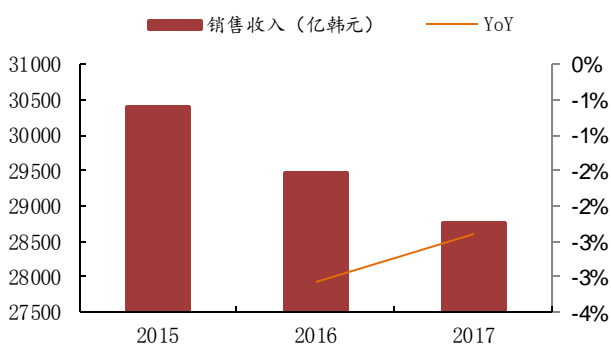
### 3、估值比较：对比双星收购锦湖估值及国内轮胎上市公司

#### 3.1 对比双星集团收购锦湖，中策橡胶估值更低

2018年4月，双星集团子公司星微韩国与锦湖轮胎及KDB签署《股份认购协议》及《股东协议》，双星集团子公司星微韩国将向锦湖轮胎增资约6463亿韩元，以5000韩元/股价格认购锦湖轮胎发行的约1.29亿股普通股，认购后持有锦湖轮胎45%的股份并成为其控股股东。据此测算，锦湖轮胎100%股权作价为14362亿韩元。从相对估值指标看，由于2017年锦湖轮胎利润亏损，因此我们选取PS（市售率）、PB（市净率）进行估值对比。根据2017年锦湖轮胎收入13897亿韩元、所有者权益9914亿韩元计算，双星收购锦湖时对应PS为1.03倍，PB为1.45倍。而本次收购中策橡胶对应的PS为0.46倍，PB为1.43倍，相比锦湖相对估值指标更低。

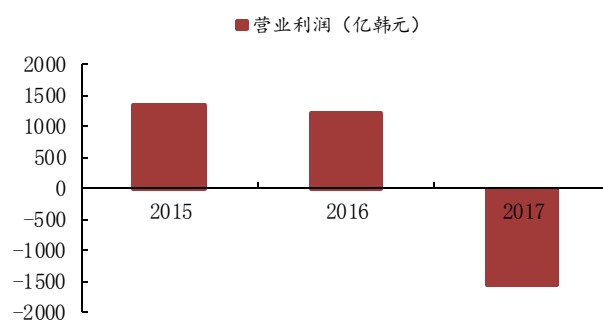
我们认为锦湖相对估值较高主要因为锦湖的品牌、研发、配套优势以及未来对于青岛双星的协同带动：韩国锦湖轮胎在全球有5个研发中心，9家生产工厂，合计产能可达到6900万套/年，属于中高端品牌，市场优势明显：其原配轮胎占比高，向现代汽车、菲亚特、克莱斯勒、戴姆勒、大众汽车、宝马、雷诺、通用汽车等提供原配轮胎。除中国地区外，韩国锦湖轮胎在韩国、越南、美国设有5家生产工厂，全球化布局完整，规避各国“双反”。另外，锦湖研发实力雄厚，在全球有5个研发中心，分别布局在韩国（2个）、美国、德国、中国。双星主要优势在全钢胎，锦湖优势在半钢胎，未来将发挥优势互补，协同效应明显。

图9：2015-17年锦湖轮胎收入小幅下滑



数据来源：锦湖轮胎官网，财通证券研究所

图10：2017年锦湖轮胎营业利润转负



数据来源：锦湖轮胎官网，财通证券研究所



### 3.2 国内上市公司估值对比：中策较行业平均水平低，较部分上市公司偏高

我们选取 A 股轮胎行业中玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎、通用股份、S 佳通、青岛双星等 6 家同行业公司进行估值对比。截至 2018 年 12 月 31 日，以上六家公司平均 PE、PB、PS 分别为 29.88、1.95、1.04 倍，而中策橡胶对应的估值分别为 15.40、1.43、0.46 倍，均低于行业平均水平。但是从 PE 上看，玲珑轮胎、赛轮轮胎估值低于中策橡胶；从 PB 看，赛轮轮胎、三角轮胎、青岛双星低于中策橡胶；从 PS 上看，赛轮轮胎低于中策橡胶。

我们认为，此次对于中策橡胶的股权收购代表产业资本对于轮胎行业尤其是头部企业的长期看好。从估值方面来看，中策橡胶的估值并没有明显低于玲珑轮胎、赛轮轮胎等上市公司。从行业层面看，环保及资金链断裂加速中小产能退出，行业集中度有望进一步提升。据中国轮胎商务网，2018 年共有 25 家轮胎企业破产解散。中策轮胎、玲珑轮胎等企业作为国内轮胎行业龙头，有望抓住行业整合机遇，不断扩大市场份额。

**表 2：中策橡胶与国内部分轮胎上市公司估值对比（截至 2018.12.31）**

	玲珑轮胎	赛轮轮胎	三角轮胎	通用股份	S 佳通	青岛双星	平均	中策橡胶
PE (TTM)	13.52	9.05	20.05	30.50	52.94	53.19	29.88	15.40
PB (MRQ)	1.64	0.95	0.95	1.80	5.50	0.84	1.95	1.43
PS (TTM)	1.12	0.44	1.20	1.19	1.49	0.80	1.04	0.46

数据来源：wind，巨星科技公告，财通证券研究所

**信息披露****分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。