CMS 招商证券

审慎推荐-A（首次）

目标估值：N/A
当前股价：8.48 元
2016 年 11 月 19 日

青岛双星 000599.SZ

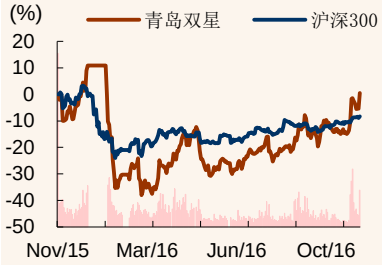
轮胎行业景气度回升，搬迁改造显著提升公司竞争力

基础数据

上证综指	3193
总股本（万股）	67458
已上市流通股（万股）	62797
总市值（亿元）	57
流通市值（亿元）	53
每股净资产（MRQ）	3.9
ROE（TTM）	3.8
资产负债率	63.2%
主要股东	双星集团有限责任公
主要股东持股比例	23.38%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	29	-1
相对表现	5	18	7



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

周铮
010-57601786
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

姚鑫
yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

汪刘胜
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

孙维容
sunweirong@cmschina.com.cn

事件：

近期我们调研了青岛双星，与公司高管就公司业务与行业近况进行了交流，交流要点如下。

评论：

1、轮胎行业落后产能淘汰加速，需求明显好转

1）轮胎行业从 2013 年高点掉下来，一直在底部。2016 年来东营已经淘汰了当地 30%的产能，东营轮胎产能占全国的 40%以上，产能利用率 50%不到。退出产能由于产品低端、资金匮乏，后续复产可能性小。2）自 9 月执行限载超载的道路运输新规后，重卡 10 月单月销量同比增长 58%，销售情况远好于前 9 月，全钢胎需求明显提升。

2、公司新任董事长管理经验丰富，公司盈利水平显著提升

1）2013 年 4 月青岛市政府委任原海尔高级副总经理柴永森担任双星集团及青岛双星董事长，柴总在海尔工作近 30 年，不仅对技术、外贸、市场、生产等环节认识深刻，更对兼并收购有深厚独特的见解。2）自从柴总继任公司董事长，公司盈利能力快速提升，毛利率由 2013 年的 10%提升至 2014、2015 年的 14%、19%，远高于行业平均水平，产能搬迁和改造过程并没有对利润造成冲击。

3、美国双反调查对公司影响甚微，无需过于担心

1）2016 年 6 月 28 日，美国商务部宣布对进口自中国的卡车和公共汽车轮胎作出“反补贴”调查肯定性初裁。公司生产的全钢胎出口至美国的收入占公司收入的 3%不到，占比较小，容易消化掉，但是国内很多其他同行出口美国数量较大，会因此受到拖累牵连；2）2015 年一整年轮胎行业产能削减很多，双反对整个行业的影响不如以往那么严重；3）双反调查出来后公司还是会有个别品种的高端产品出口到美国，依然会有盈利。等仲裁结果出来后才会往前追溯征税，之前的一个月一定是要补缴税的，在第二和第三月之间可能不需要征税，仲裁结果发布时间还有很大不确定性。

4、当前行业产能过于分散，未来 2 年轮胎行业集中度有望提升

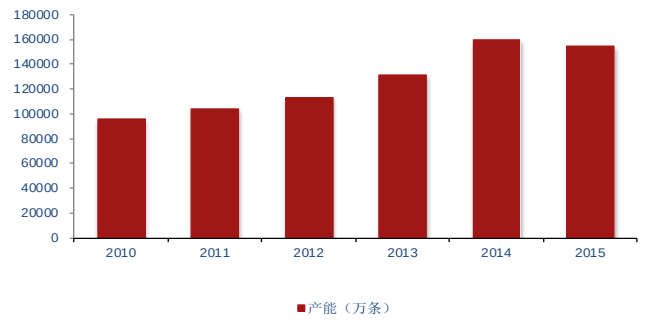
我国轮胎行业 50%产能集中于山东省，山东省 40%产能都位于东营市，单个企业产能多在 100 万条以下，行业集中度偏低。行业低端产能过剩，高端产能严重不足，缺乏高端产能、资金实力匮乏的企业近 2 年会加速淘汰步伐。业内互相担保现象频繁，抗风险能力差，若一家企业破产会牵连许多同行公司受到影响，因此随着车企对轮胎性能要求的提升、低端产品议价能力削弱，落后产能有望加速退出行业，国内轮胎行业集中度必将大幅提升。

5、投资建议

看好 2017 年轮胎行业底部反转，首次覆盖给予 “审慎推荐-A” 投资评级。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.15 元、0.21 元、0.32 元。

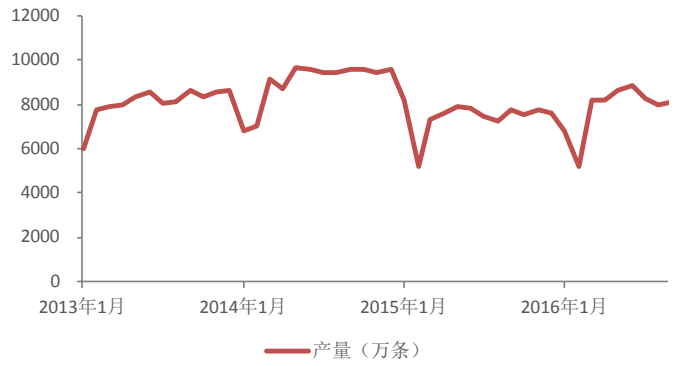
风险提示：天胶价格大幅反弹、市场竞争加剧导致产品价格下滑。

图 1：轮胎行业年度产能统计



资料来源：Wind、招商证券

图 2：轮胎行业月度产量统计



资料来源：Wind、招商证券

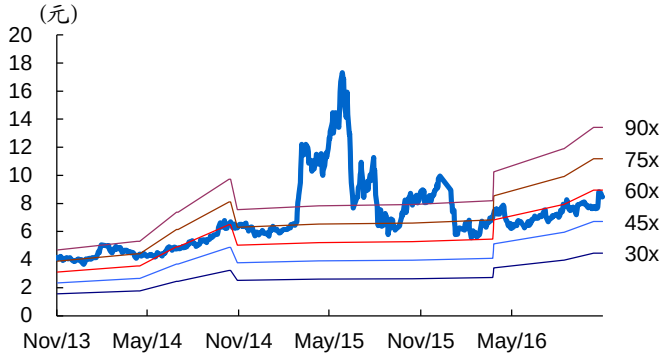
表 1、轮胎行业重要政策一览

发布日期	出台部门	政策名称	关键内容
2011/12/10	国家发展改革委	《“十二五”资源综合利用指导意见》	“规范废旧轮胎回收利用，加快推进废旧轮胎综合利用技术研发和产业升级，提高旧轮胎翻新率，鼓励胶粉生产改性沥青等直接应用，推广环保型再生胶等清洁生产工艺，提升无害化利用水平。”更加突出“生产、使用环保型再生胶”的重要性
2012/1/1	工业和信息化部	《新材料产业“十二五”发展规划》	到 2020 年，使新材料产业成为国民经济的先导产业，将特种橡胶列为新材料产业的发展重点，共包含 20 种细分橡胶材料产品。
2012/8/20	中华人民共和国工业和信息化部	《轮胎翻新行业准入条件》和《废轮胎综合利用行业准入条件》	条例已打包发送

2012/10/11	国务院常务会议	《缺陷汽车产品召回管理条例(草案)》	自 2013.1.1 起，汽车产品出厂时未随车装备的轮胎存在缺陷的，由轮胎的生产者负责召回。相关费用由生产者承担。对生产者隐瞒汽车产品缺陷或不按规定召回缺陷汽车产品的行为规定了严格的法律责任。
2013/6/4	农业部	《2013 年天然橡胶标准化抚育技术补助试点工作方案》	2013 年选建 25 个天然橡胶标准化抚育技术示范片，总面积 5 万亩。每个示范片补助资金 80 万元。关键环节技术物化补助资金与专业化服务补助资金比例，各省可结合实际具体规定。
2013/8/15	国家质检总局、海关总署联合发布	公告（2013 年第 109 号）	2013 年 8 月 15 日起，不再对轮胎等橡胶制品实行出口商品检验。其中包括汽车轮胎、工程机械轮胎、摩托车和自行车轮胎、内胎、安全套等乳胶制品，以及橡塑鞋等。
2014/1/14	山东省政府	《化解产能严重过剩矛盾的实施意见》	今后山东省将不再核准、备案产能严重过剩行业的新增产能项目，力争用 5 年时间，有效化解轮胎等行业的过剩产能。
2014/8/11	江苏省经信委	《2014 年江苏省重点技术创新项目计划》	涉及橡胶行业的创新能力建设类项目有 6 个,设计资金达 6000 万。
2014/9/17	中华人民共和国工业和信息化部	《轮胎行业准入条件》（2014 年 第 58 号文件）	重点强调了节能环保，对轮胎企业提出了能耗、资源消耗以及污染物排放等硬指标要求；鼓励发展节能、环保、安全的绿色轮胎；规定了轮胎产品质量必须符合相关标准等
2014/10/22	山东省人民政府办公厅	《山东轮胎产业转型升级实施方案》	加快推进轮胎产业转型升级，巩固提升山东省轮胎产业发展优势。从山东省轮胎产业发展现状、市场发展趋势、存在的问题与不足、主要目标、重点任务和实施路径以及保障措施这 6 个方面进行了详细的分析
2014/11/27	新疆质量技术监督局	《轮胎单位产品能源消耗限额》	从 2014 年 11 月 27 日后,新疆生产轮胎有新能耗限额标准,全钢子午轮胎要小于 485 千克标准煤,斜交轮胎要小于 635 千克标准煤，工程机械轮胎要小于 890 千克标准煤
2014/11/29	财政部、国家税务总局	《关于调整消费税政策的通知》（财税〔2014〕93 号）	自 2014 年 12 月 1 日起，，取消汽车轮胎税目。
2015/6/1	山东省人民政府办公厅	财政新规	今年省级将新增投入 100 多亿元，涉及轮胎等行业升级改造，按银行一年期贷款基准利率的 50%给予财政贴息。
2015/6/26	财政部、税务总局	财税〔2015〕78 号“关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》	纳税人销售胶粉、翻新轮胎、再生橡胶等，可享受增值税即征即退政策。
2015/10/27	中国橡胶工业协会	《中国橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》	提出了具有战略性、创新性的新思路、新任务和新措施，以及对轮胎行业结构调整、转型升级有重大带动作用的新产品、新技术、新工艺，对“十三五”期间中国轮胎工业的发展、支撑条件及市场前景作了有对比根据的预测，力争在“十三五”末（2020 年）实现轮胎工业强国初级阶段的目标。
2016/4/8	山东省政府	《“中国制造 2025”山东省行动纲要》	今后 10 年,大力培育发展轮胎等优势产业，提高山东特色优势产业发展水平。
2016/6/15	国家质检总局		在 4～10 月对包括出口轮胎和进口安全套等出口商品,实施为期 7 个月的监督抽查工作。
2016/7/18	工业和信息化部和财政部	《关于印发重点行业挥发性有机物削减行动计划的通知》（工信部联节〔2016〕217 号）	将橡胶行业、制鞋行业等列入挥发性有机物（VOCs）削减重点行业，到 2018 年，减少低（无）VOCs 的绿色农药制剂，涂料、油墨、胶黏剂和轮胎产品比例达到 40%以上。
2016/10/27	工信部	解读《石化和化学工业发展规划（2016－2020	重点推进轮胎生产基地建设，在石化、煤化工、轮胎、化肥等领域建成一批石化智能工厂和数字车间，建设若干智慧化工园区，开展石化和化工行业工业互联网试点。

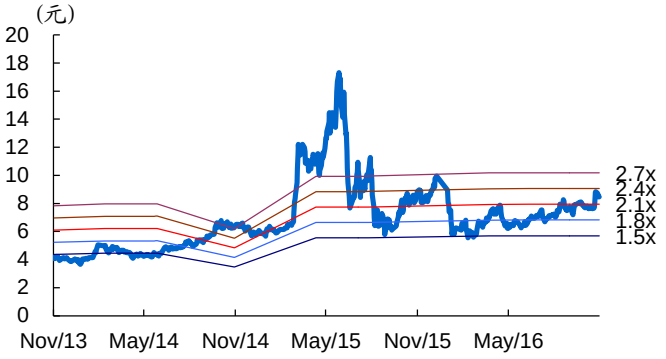
资料来源：官网新闻、招商证券

图 3：青岛双星历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：青岛双星历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2790	3329	4692	4622	5683
现金	703	1236	2270	1717	2303
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	170	137	195	234	275
应收款项	739	771	623	748	878
其它应收款	29	45	64	77	90
存货	655	853	1143	1369	1583
其他	495	288	398	477	554
非流动资产	2261	2575	2397	2432	2395
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1856	1072	917	973	954
无形资产	262	224	202	181	163
其他	143	1280	1279	1278	1277
资产总计	**5051**	**5905**	**7090**	**7054**	**8078**
流动负债	2390	2598	3738	3827	4345
短期借款	883	918	350	350	700
应付账款	769	809	1094	1311	1515
预收账款	60	59	80	96	111
其他	678	811	2213	2070	2018
长期负债	159	712	630	330	630
长期借款	113	575	575	275	575
其他	46	137	55	55	55
负债合计	**2548**	**3310**	**4368**	**4157**	**4975**
股本	675	675	855	855	855
资本公积金	1196	1196	1016	1016	1016
留存收益	624	681	813	994	1209
少数股东权益	9	43	39	32	23
归属于母公司所有者权益	2495	2552	2683	2864	3080
负债及权益合计	**5052**	**5905**	**7090**	**7054**	**8078**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	555	124	1340	357	358
净利润	58	61	132	181	270
折旧摊销	218	152	480	114	118
财务费用	87	75	151	160	188
投资收益	(0)	(14)	0	0	0
营运资金变动	189	(142)	585	(98)	(213)
其它	3	(7)	(8)	0	(4)
投资活动现金流	(603)	136	(300)	(150)	(80)
资本支出	(271)	(599)	(300)	(150)	(80)
其他投资	(332)	735	0	0	0
筹资活动现金流	197	(75)	(6)	(760)	308
借款变动	(601)	(116)	227	(600)	550
普通股增加	150	0	180	0	0
资本公积增加	732	0	(180)	0	0
股利分配	(10)	0	0	0	(54)
其他	(72)	41	(233)	(160)	(188)
现金净增加额	149	185	1034	(553)	586

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3978	2994	4260	5115	6002
营业成本	3402	2410	3262	3908	4517
营业税金及附加	16	8	12	14	16
营业费用	187	198	296	355	417
管理费用	244	253	378	454	533
财务费用	79	65	151	160	188
资产减值损失	(1)	18	25	30	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	14	0	0	0
营业利润	51	56	137	194	296
营业外收入	31	17	17	17	17
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	79	71	152	208	310
所得税	21	11	24	34	50
净利润	58	59	127	175	260
少数股东损益	0	(2)	(5)	(6)	(9)
归属于母公司净利润	58	61	132	181	270
EPS（元）	0.09	0.09	0.15	0.21	0.32

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-25%	-25%	42%	20%	17%
营业利润	86%	9%	145%	42%	53%
净利润	111%	6%	115%	38%	49%
获利能力					
毛利率	14.5%	19.5%	23.4%	23.6%	24.7%
净利率	1.5%	2.0%	3.1%	3.5%	4.5%
ROE	2.3%	2.4%	4.9%	6.3%	8.8%
ROIC	2.5%	2.4%	5.4%	7.4%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	50.4%	56.1%	61.6%	58.9%	61.6%
净负债比率	25.1%	25.4%	24.3%	15.9%	20.7%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3
速动比率	0.9	1.0	0.9	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	0.8	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	4.6	3.2	3.3	3.1	3.1
应收帐款周转率	5.0	4.0	6.1	7.5	7.4
应付帐款周转率	4.0	3.1	3.4	3.2	3.2
每股资料（元）					
每股收益	0.09	0.09	0.15	0.21	0.32
每股经营现金	0.82	0.18	1.57	0.42	0.42
每股净资产	3.70	3.78	3.14	3.35	3.60
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.06	0.09
估值比率					
PE	98.5	93.3	55.0	40.0	26.9
PB	2.3	2.2	2.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	20.3	26.1	9.1	15.0	11.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。