

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年10月31日

市场数据

目前股价	4.63
总市值（亿元）	38.36
流通市值（亿元）	35.54
总股本（万股）	82,850
流通股本（万股）	76,769
12个月最高/最低	6.64/3.54

分析师

分析师：吴轩 S1070519040001

☎ 021-61680360

✉ wu_xuan_cgws.com

联系人（研究助理）：张玉龙

S1070119070024

☎ 021-31829730

✉ zhangyulong_cgws.com

联系人（研究助理）：苏剑晓

S1070119060059

☎ 0755-83558425

✉ sujianxiao_cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<轮胎工厂逐步投产，产销量有望取得突破>> 2018-05-05

<<轮胎工厂逐步投产，产销量有望取得突破>> 2018-04-30

<<股东增持叠加股权激励，看好公司发展前景>> 2017-12-26

子午胎处于产能爬坡期，与海南橡胶签署战略合作协议有望提升公司成本端竞争力

——青岛双星（000599）公司动态点评

盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3998	3745	4186	4906	5775
YoY(%)	-18.9%	-6.3%	11.8%	17.2%	17.7%
净利润	109	28	33	67	155
YoY(%)	14.6%	-74.8%	20.9%	100.8%	132.9%
摊薄 EPS	0.13	0.03	0.04	0.08	0.19
P/E(倍)	35.71	141.85	117.33	58.44	25.10

资料来源：长城证券研究所

- 事件：**公司发布2019年三季度业绩报告，公司实现营收31.36亿元，同比增长8.65%；归母净利润2896.14万元，同比减少46.26%；扣非归母净利润-7424.63万元，同比减少26.22%。公司第三季度单季实现营收9.77亿元，同比增长7.26%，实现归母净利润-68.54万元（去年同期为-228.71万元），实现扣非归母净利润-3159.61万元，同比减少52.12%。报告期内，公司经营活动现金流量净额-1.60亿元，去年同期经营现金流为-2.36亿元。
- 子午胎项目产能处于爬坡阶段，成本增加拖累业绩：**报告期内，公司实现产品综合毛利率13.89%，同比减少2.08 pct，其中第三季度单季毛利率13.92%，同比下降2.22 pct，环比下降0.42 pct。公司毛利率下降主要归因于公司此前环保搬迁转型升级，绿色轮胎工业4.0示范基地高性能乘用车子午胎项目仍处于产能爬坡阶段，导致公司单位产品的固定成本增加。我们认为未来随着公司十堰子公司东风轮胎工业4.0工厂的全面投产以及公司后续对恒宇科技的产业整合，公司盈利能力有望逐步改善。
- 四费比率有所降低，智能化工厂优势大：**报告期内，公司四费比率合计16.10%，同比下降1.29 pct，其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比营业收入分别为6.15%、3.92%、2.74%和3.28%，同比分别下降0.22 pct、0.82 pct、0.03 pct和0.22 pct。目前公司全钢子午胎和半钢子午胎产能均采用智能制造技术，我们认为随着产能升级的逐步完善，公司智能工厂有望逐步发挥其自身优势，公司的费用率有望进一步降低。
- 并购锦湖轮胎，二者有望协同发展：**2018年7月，双星集团收购韩国第二大轮胎制造商锦湖轮胎并购案出现新的重大进展，双星与韩国产业银行（KDB）为首的锦湖轮胎债权团达成一致，双星以约39亿人民币持有锦湖轮胎45%股权，正式成为其控股股东。而KDB等债权团将继续持有23%的股份，保持第二大股东地位，双星以“蛇吞象”的方式完成了对锦湖轮胎的并购。我们看好双星轮胎与锦湖轮胎的本轮并购，我们认为如果青岛

双星与锦湖轮胎双方能够取长补短，二者有望协同发展，成为新的轮胎行业巨头。

- **与海南橡胶签署战略合作协议，公司成本端竞争力有望得到提升：**2019年10月12日，公司与海南橡胶在海南海口签订了《战略合作协议》，双方有望在轮胎及橡胶领域成为战略合作伙伴，共同开拓市场。本次战略合作如成功实施，不但可以降低公司天然橡胶原材料的库存，提升天然橡胶原材料供应的响应速度。同时还可以降低公司原材料库存资金占用，有利于公司财务费用的降低和成本端竞争力的提升。
- **投资建议：**公司作为国内老牌轮胎行业龙头企业，率先布局“工业4.0”智能化生产，随着公司产能更新换代逐步完成，公司盈利能力有望得到增强。此外，我们看好公司并购锦湖轮胎，认为青岛双星与锦湖轮胎双方有望优势互补，协同发展，公司未来有望成为轮胎行业新龙头。预计2019-2021年，公司实现营收41.86亿、49.06亿、57.75亿，同比增长11.8%、17.2%、17.7%；实现归母净利润0.33亿、0.67亿、1.55亿，同比增长20.9%、100.8%、132.9%，对应PE 117.33X、58.44X、25.10X。给予“推荐”评级。
- **风险提示：**同业竞争；新产能投放不及预期；原材料价格上涨；轮胎需求下滑等风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3997.77	3745.41	4186.15	4905.67	5774.85	成长性					
营业成本	3249.30	3379.56	3598.81	4143.02	4755.22	营业收入增长	-18.9%	-6.3%	11.8%	17.2%	17.7%
营业费用	269.89	253.58	251.17	289.43	340.72	营业成本增长	-22.8%	4.0%	6.5%	15.1%	14.8%
管理费用	277.34	171.05	150.70	176.60	207.89	营业利润增长	113.8%	-83.5%	94.6%	93.9%	131.6%
研发费用	0.00	123.06	125.58	147.17	173.25	利润总额增长	30.8%	-84.0%	105.3%	98.7%	132.9%
财务费用	98.26	119.67	131.86	164.55	191.72	净利润增长	14.6%	-74.8%	20.9%	100.8%	132.9%
其他收益	95.42	359.15	125.00	115.00	110.00	盈利能力					
投资净收益	0.10	26.60	61.01	61.34	61.07	毛利率(%)	18.7%	9.8%	14.0%	15.5%	17.7%
营业利润	130.23	21.46	41.76	80.99	187.59	销售净利率(%)	2.6%	0.8%	0.8%	1.4%	2.8%
营业外收支	-6.38	-1.60	-1.00	0.00	1.00	ROE(%)	3.6%	0.7%	0.9%	1.7%	3.9%
利润总额	123.85	19.85	40.76	80.99	188.59	ROIC(%)	4.2%	2.6%	2.1%	3.2%	4.4%
所得税	21.89	-9.03	6.11	12.15	28.29	营运效率					
少数股东损益	-7.32	1.37	1.39	2.07	4.81	销售费用/营业收入	6.8%	6.8%	6.0%	5.9%	5.9%
净利润	109.28	27.51	33.26	66.77	155.50	管理费用/营业收入	6.9%	4.6%	3.6%	3.6%	3.6%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.0%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
					(百万)	财务费用/营业收入	2.5%	3.2%	3.1%	3.4%	3.3%
流动资产	4016.74	4778.86	4675.71	5493.30	5937.47	投资收益/营业利润	0.1%	124.0%	146.1%	75.7%	32.6%
货币资金	322.61	876.00	627.92	735.85	866.23	所得税/利润总额	17.7%	-45.5%	15.0%	15.0%	15.0%
应收账款	1698.79	1606.27	1981.86	2409.50	2765.37	应收账款周转率	2.58	2.27	2.30	2.25	2.00
应收票据	115.71	92.58	116.73	79.50	113.00	存货周转率	2.78	2.55	2.50	2.50	2.70
存货	1306.75	1345.61	1533.43	1780.98	1741.40	流动资产周转率	1.01	0.85	0.89	0.96	1.01
非流动资产	4363.02	4186.62	4444.21	4787.36	5060.22	总资产周转率	0.51	0.43	0.46	0.51	0.54
固定资产	2923.37	3033.60	3274.95	3614.62	3882.14	偿债能力					
资产总计	8379.77	8965.48	9119.92	10280.66	10997.68	资产负债率(%)	66.5%	57.0%	57.5%	61.6%	62.7%
流动负债	4087.16	4379.28	4600.21	5680.77	6282.15	流动比率	0.98	1.09	1.02	0.97	0.95
短期借款	2267.40	1695.58	3054.52	3455.83	3972.18	速动比率	0.52	0.59	0.59	0.57	0.60
应付账款	1360.10	1224.62	1130.70	1505.77	1570.55	每股指标 (元)					
非流动负债	1485.81	734.43	641.72	653.05	608.40	EPS	0.13	0.03	0.04	0.08	0.19
长期借款	841.72	170.00	136.00	102.00	68.00	每股净资产	3.32	4.43	4.46	4.54	4.73
负债合计	5572.97	5113.70	5241.93	6333.82	6890.54	每股经营现金流	-1.15	-0.15	-0.03	0.47	0.42
股东权益	2806.79	3851.78	3877.99	3946.83	4107.14	每股经营现金/EPS	-8.71	-4.63	-0.71	5.83	2.21
股本	674.58	835.63	835.63	835.63	835.63	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	857.30	868.10	899.28	961.24	1105.51	PE	35.71	141.85	117.33	58.44	25.10
少数股东权益	53.76	181.94	183.33	185.39	190.20	PEG	1.74	-6.67	-4.96	-4.76	0.33
负债和股东权益	8379.77	8965.48	9119.92	10280.66	10997.68	PB	1.42	1.06	1.06	1.04	1.00
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	14.92	19.56	18.63	14.62	11.58
经营活动现金流	-609.04	-229.03	-23.62	389.47	344.33	EV/SALES	1.84	1.77	1.72	1.53	1.36
其中营运资本减少	-1263.40	-309.05	-343.71	-30.41	-228.76	EV/IC	1.14	0.94	0.97	0.95	0.92
投资活动现金流	-1506.98	64.72	-411.18	-529.64	-493.93	ROIC/WACC	0.54	0.33	0.27	0.41	0.58
资本支出	1528.51	357.09	220.77	344.86	279.46	REP	2.13	2.89	3.60	2.34	1.60
筹资活动现金流	1722.96	692.25	-1167.80	-253.21	-336.37						
现金净增加额	-387.49	538.77	-1602.60	-393.38	-485.97						

资料来源：公司公告、长城证券研究所预测

研究员承诺

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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）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>