

2020年10月14日

公司研究

评级：买入（维持）

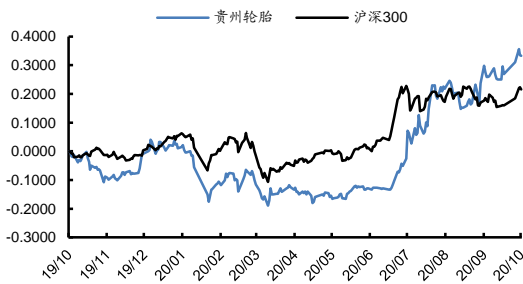
研究所

证券分析师：卢昊 S0350520050003  
luh@ghzq.com.cn  
021-60338172  
证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
daipj@ghzq.com.cn  
021-61981318  
联系人：袁帅 S0350120060022  
021-60338116 yuans@ghzq.com.cn

## 改革成效显著，业绩大超预期

### ——贵州轮胎（000589）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
贵州轮胎	7.7	36.7	34.7
沪深300	3.4	0.0	21.6

#### 市场数据

	2020-10-14
当前价格（元）	6.14
52周价格区间（元）	3.60 - 6.26
总市值（百万）	4897.20
流通市值（百万）	4761.35
总股本（万股）	79758.93
流通股（万股）	77546.43
日均成交额（百万）	64.63
近一月换手（%）	40.98

#### 相关报告

《贵州轮胎（000589）动态点评：老国企焕发青春，越南项目打开成长空间》——2020-09-23

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 事件：

贵州轮胎发布 2020Q3 业绩预告：公司 2020Q1-Q3 实现归母净利润 3.7-4.2 亿元，同比+186.61%-225.34%，其中 Q3 单季度实现归母净利润 1.7-2.2 亿元，同比+375.22%-513.48%，大超预期。

业绩大幅增长的原因有两点：1.原材料价格处于低位，产品毛利率提升。2.公司深化改革，内部实现精细化管理，生产适销对路的产品，产销两旺。

#### 投资要点：

■ **深化改革提升经营效率，股权激励惠及员工利益。**自 2019 年公司更换董事长后，进行了一系列改革措施，取得了显著效果。公司人均创利从 2018 年的 1.4 万元/人提升至 2019 年的 2.2 万元/人，人均薪酬从 2018 年的 9.6 万元/人提升至 11.7 万元/人，改革惠及普通员工，员工的积极性得以提升。公司股权激励计划于 2020 年 1 月 16 日授予 448 名员工合计 2212.5 万股，限售期分别为 24 个月、36 个月和 48 个月。公司在公司层面和员工个人层面均提出解除限售的绩效考核指标，员工个人绩效只有达到优秀才能 100%解除限售，绩效良好则解除限售比例为 90%，合格则解除限售比例为 70%，不合格则无法解除限售。股权激励的实施激发了员工的积极性，提高了生产经营效率。

■ **原材料价格长期处于低位，产品毛利率提升。**轮胎的主要原料为天然橡胶、合成橡胶、帘子布、炭黑等。由于泰国、越南等东南亚国家在 2008 年-2015 年大幅提升了天然橡胶的种植面积，天然橡胶的价格自 2011 年之后持续下降，长期处于低位。受天然橡胶价格下降的影响，合成橡胶的价格也随之走低。天然橡胶和合成橡胶分别占轮胎原材料价格的 30%和 17%。价格长期处于低位有利于轮胎行业毛利率提升。

■ **越南项目是未来增长点。**公司越南项目一期规划建设 120 万条全钢子午线轮胎，预计 2021 年投产贡献利润。2020 年 2 月 12 日，欧洲议会通过了越南与欧盟自由贸易协定（EVFTA），协议于 8 月 1 日起开始实施，越南轮胎出口至欧盟的 4.5%关税被取消。而中国生产的轮胎出口至欧盟则要征收“双反”关税。同时越南政府对于中国企业在当地投资给予了可观的税收优惠政策。按照越南政策，对于投资

额达到 3 亿美元，或者年销售额达到 5 亿美元，或者提供就业岗位 3000 个以上的企业，实行“四免九减半”的特殊优惠政策。因此，越南项目的盈利能力将超过中国本土的项目。2020 年 9 月，公司公告非公开发行预案，拟通过非公开发行股票的方式，募集资金用于越南项目。

- **盈利预测和投资评级：**公司业绩持续兑现，下游需求旺盛。中长期看越南项目将打开公司的成长空间。基于审慎客观的原则，暂不考虑公司非公开发行股票的影响，根据 2020Q3 业绩预告，上调公司盈利预测，预计供公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69、1.02 和 1.22 元/股，对应 PE 分别为 8.9、6.0 和 5.0 倍，**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**下游需求不及预期；原材料价格波动风险；越南项目推进不及预期；欧美对东南亚轮胎出口关税政策的不确定性；非公开发行股票进展的不确定性。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	6458	6782	7786	8486
增长率(%)	-5.4%	5.0%	14.8%	9.0%
归母净利润（百万元）	135	550	814	974
增长率(%)	54%	306%	48%	20%
摊薄每股收益（元）	0.17	0.69	1.02	1.22
ROE(%)	3.64%	12.98%	16.29%	16.51%

资料来源：Wind、国海证券研究所

附表：贵州轮胎盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素的影响）

证券代码:	000589.SZ				股价:	6.14	投资评级:	买入	日期:	2020-10-14
<b>财务指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	4%	13%	16%	17%	EPS	0.17	0.69	1.02	1.22	
毛利率	20%	24%	24%	25%	BVPS	4.79	5.27	6.19	7.29	
期间费率	14%	14%	13%	12%	<b>估值</b>					
销售净利率	2%	8%	10%	11%	P/E	35.15	8.91	6.02	5.03	
<b>成长能力</b>					P/B	1.28	1.16	0.99	0.84	
收入增长率	-5%	5%	15%	9%	P/S	0.74	0.72	0.63	0.58	
利润增长率	54%	306%	48%	20%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
总资产周转率	0.61	0.64	0.68	0.69	营业收入	6458	6782	7786	8486	
应收账款周转率	2.95	3.03	3.10	3.18	营业成本	5158	5172	5882	6375	
存货周转率	7.49	7.81	8.15	8.54	营业税金及附加	92	95	109	119	
<b>偿债能力</b>					销售费用	380	399	427	466	
资产负债率	65%	60%	56%	52%	管理费用	313	329	377	411	
流动比	0.83	0.81	0.95	1.13	财务费用	104	140	89	36	
速动比	0.73	0.71	0.83	1.01	其他费用/(-收入)	43	0	0	0	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	营业利润	180	606	902	1080	
现金及现金等价物	2169	1642	2122	2959	营业外净收支	(30)	23	0	0	
应收款项	2187	2241	2509	2665	利润总额	150	629	902	1080	
存货净额	689	675	735	761	所得税费用	15	62	63	76	
其他流动资产	536	563	647	705	净利润	135	567	839	1004	
<b>流动资产合计</b>	<b>5581</b>	<b>5121</b>	<b>6013</b>	<b>7089</b>	少数股东损益	0	17	25	30	
固定资产	3305	3251	3301	3347	归属于母公司净利润	135	550	814	974	
在建工程	208	808	708	408	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
无形资产及其他	224	224	201	179	经营活动现金流	1752	868	1287	1462	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	135	567	839	1004	
<b>资产总计</b>	<b>10521</b>	<b>10607</b>	<b>11426</b>	<b>12226</b>	少数股东权益	0	17	25	30	
短期借款	2692	2192	1692	1192	折旧摊销	296	277	272	274	
应付款项	2626	2682	3050	3306	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	154	162	186	203	营运资金变动	1320	7	150	154	
其他流动负债	1253	1264	1432	1553	投资活动现金流	65	(822)	(222)	(20)	
<b>流动负债合计</b>	<b>6725</b>	<b>6299</b>	<b>6361</b>	<b>6254</b>	资本支出	473	(822)	(222)	(20)	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	72	72	72	72	其他	(408)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	筹资活动现金流	(1304)	(555)	(581)	(597)	
<b>负债合计</b>	<b>6797</b>	<b>6371</b>	<b>6433</b>	<b>6327</b>	债务融资	(929)	(500)	(500)	(500)	
股本	775	798	798	798	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	3724	4235	4993	5899	其它	(375)	(55)	(81)	(97)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10521</b>	<b>10607</b>	<b>11426</b>	<b>12226</b>	现金净增加额	513	(510)	483	844	

资料来源: Wind、国海证券研究所

## 【化工组介绍】

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4 年大型化工企业技术和管理工作经验，3 年化工行业研究经验，化工新材料组组长，覆盖基础化工和新材料板块。

代鹏举，上海交通大学硕士，12 年证券行业从业经历，目前负责化工等行业研究。

袁帅，Texas A&M 大学化工博士，哥伦比亚大学化工硕士，在 ACS applied materials & interfaces 等期刊发表论文十余篇，担任过多个 SCI 收录期刊审稿人，2020 年加入国海证券。

## 【分析师承诺】

代鹏举、卢昊，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。