

分析师: 刘智

登记编码: S0730520110001

liuzhi@ccnew.com 02150586775

研究助理: 胡惠民

登记编码: S0730120120006

huhm@ccnew.com 02150586725

## 精细化管理见成效, 料扣非业绩超预期

### ——贵州轮胎(000589)公司点评报告

## 证券研究报告-公司点评报告

买入(首次)

### 市场数据(2021-01-26)

发布日期: 2021年01月27日

收盘价(元)	7.21
一年内最高/最低(元)	8.34/3.60
沪深300指数	5512.97
市净率(倍)	1.55
流通市值(亿元)	55.91

### 基础数据(2020-9-30)

每股净资产(元)	5.12
每股经营现金流(元)	1.82
毛利率(%)	25.17
净资产收益率_摊薄(%)	9.94
资产负债率(%)	60.94
总股本/流通股(万股)	79758.93/77546.43
B股/H股(万股)	0/0

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

### 事件:

- 公司发布2020年度业绩预告, 2020年归母净利润预计为10.6亿元-11.8亿元, 同比增长684%-769%; 扣非归母净利润为4.8亿元-6.0亿元, 同比增长224%-301%。

### 点评:

- **整体业绩超预期增长。**取区间中值, 公司2020年归母净利润预计为11.2亿元, 同比+730%。公司当期确认一期房屋征收补偿收入净收益约5.9亿元, 包含其他非经常性损益共计对当期净利润影响预计为5.82亿元, 则公司2020年扣非归母净利润预计约为5.4亿元, 同比+262%。一方面, 公司重要原材料天然橡胶及合成橡胶在2020年价格整体维持低位, 公司毛利率整体提高, 1H20公司轮胎产品毛利率达22.6%, 较2019年上涨2.8pct。另一方面, 公司本年(至3季度)累计净偿还短期借款达6.2亿元, 降低了财务成本, 精细化管理初见成效。截至三季度, 公司财务费用率为1.4%, 较2019年降低0.2pct, 较2019年同期降低0.05pct。
- **原材料上涨致四季度扣非下降。**对应四季度单季扣非归母净利润为0.67-1.82亿元, 中枢为1.23亿元。天然橡胶在2020年二三季度维持低位, 对应公司2020年二三季度单季扣非归母净利润为1.7亿元、2.1亿元, 天然橡胶在四季度价格大幅上涨, 平均价格达到全年最高, 相比二三季度均价上涨29%, 净利润相应受到一定压缩。对此, 公司在深交所互动易平台表示, 自2020年10月, 公司产品按系列分别上调了3-4次价格来应对原材料的涨价。
- **重卡保有量大幅增长下, 替换市场有望迎来确定性机会。**公司所生产卡客车轮胎主攻替换市场, 替换: 配套市场约为85%: 15%, 在全国拥有经销商160余家, 形成了全国范围的覆盖。2020年我国重卡销量达162万辆, 同比增长近四成, 重型载货汽车保有量预计超千万辆, 卡客车用全钢胎属于消耗品, 平均替换周期为1-2年, 预计保有量持续增长下, 轮胎替换空间广阔。公司产能预计迎来逐步释放: 扎佐三期项目在2020年10月开始试产, 现已达产, 预计可新增年产全钢载重子午线轮胎90万条的能力; 越南工厂原预计2021年形成60-70万条轮胎产出, 但因疫情略有推迟, 预计影响有限。预计重卡高保有量将会带动轮胎替换需求, 公司顺周期扩产将进一步提升整体业绩。
- **投资建议: 首次覆盖给予公司“买入”评级。**重卡保有量大幅增长下, 公司所主攻的替换市场有望迎来确定性机会。公司产能加码有望带来

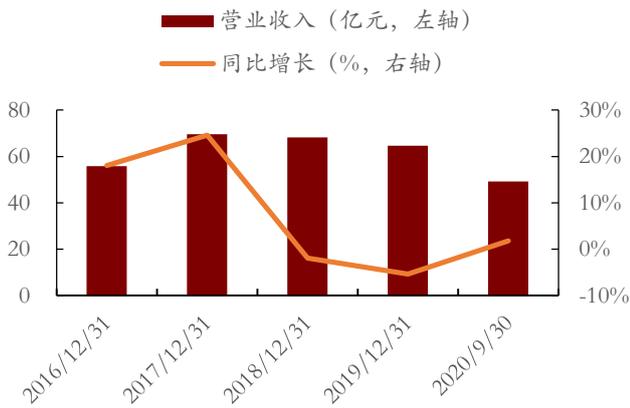
营收增量。在成本方面，橡胶等原材料占比过半，公司受天然橡胶涨价影响相应挤压了净利润，但公司也通过上调售价的方式传导涨价带来的压力。我们预计橡胶价格短期内较 2020 年低位会有一些的上涨但较难形成大的趋势，公司通过精细化管理降本增效，管理费用率、财务费用率呈下降趋势，且销量的上涨可进一步抵消原材料的涨价，公司盈利能力有望进一步增强。2020 年由于房屋征收补偿款确认大额一次性盈利，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.39 元、0.88 元、1.06 元，对应 2020-2022 年 PE 5.18、8.16、6.78 倍。基于 2021 年 EPS 预测值，给予公司 2021 年 12 倍目标 PE，目标价为 10.61 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**风险提示：原材料价格大幅上涨，卡客车胎替换需求不及预期**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6825.32	6458.34	6723.26	8016.60	8694.46
增长比率(%)	-1.93	-5.38	4.10	19.24	8.46
净利润(百万元)	88.17	135.44	1110.89	705.09	848.15
增长比率(%)	-139.77	53.61	720.19	-36.53	20.29
每股收益(元)	0.11	0.17	1.39	0.88	1.06
市盈率(倍)	65.22	42.46	5.18	8.16	6.78

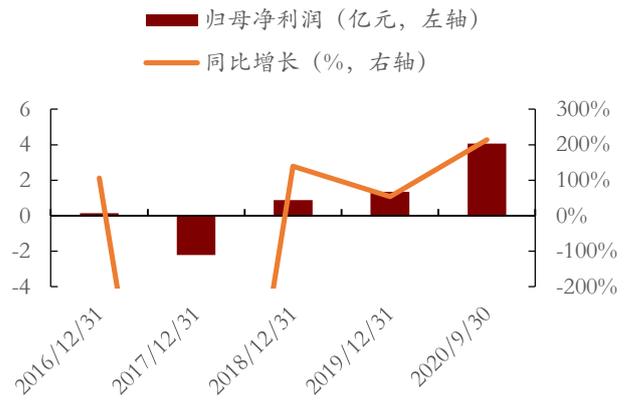
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司营收及增速



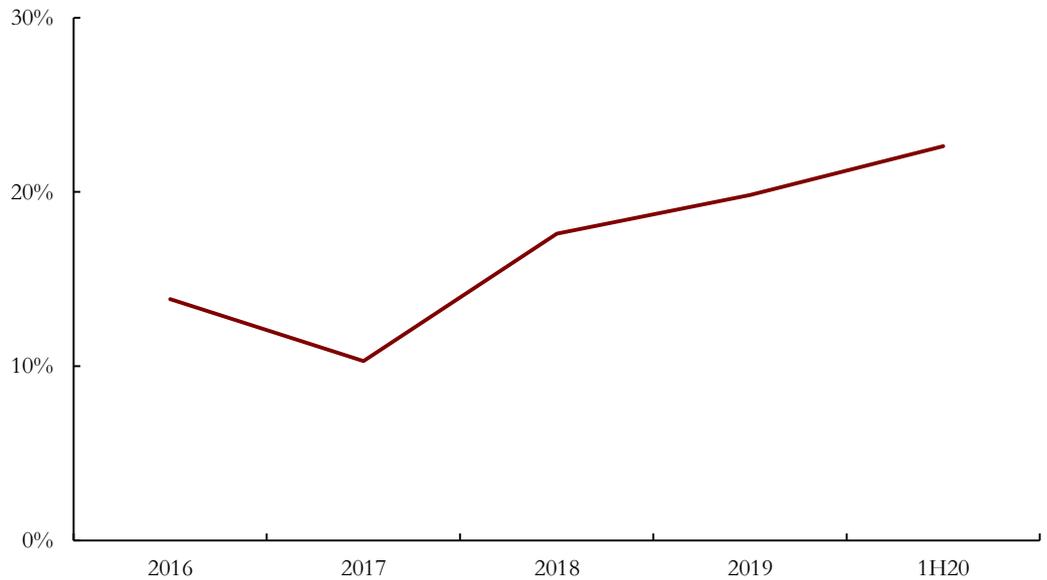
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司归母净利润及增速



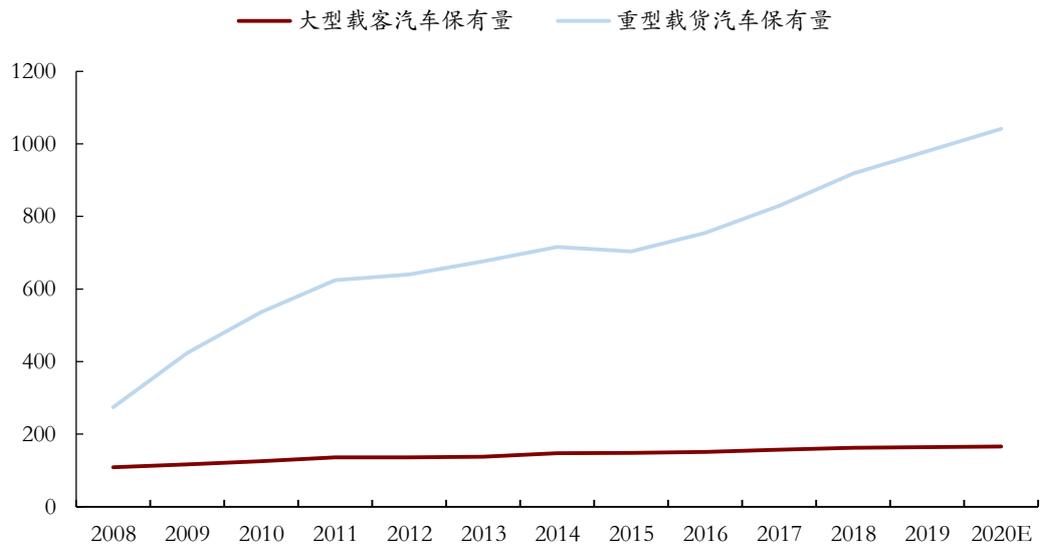
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 公司轮胎毛利率



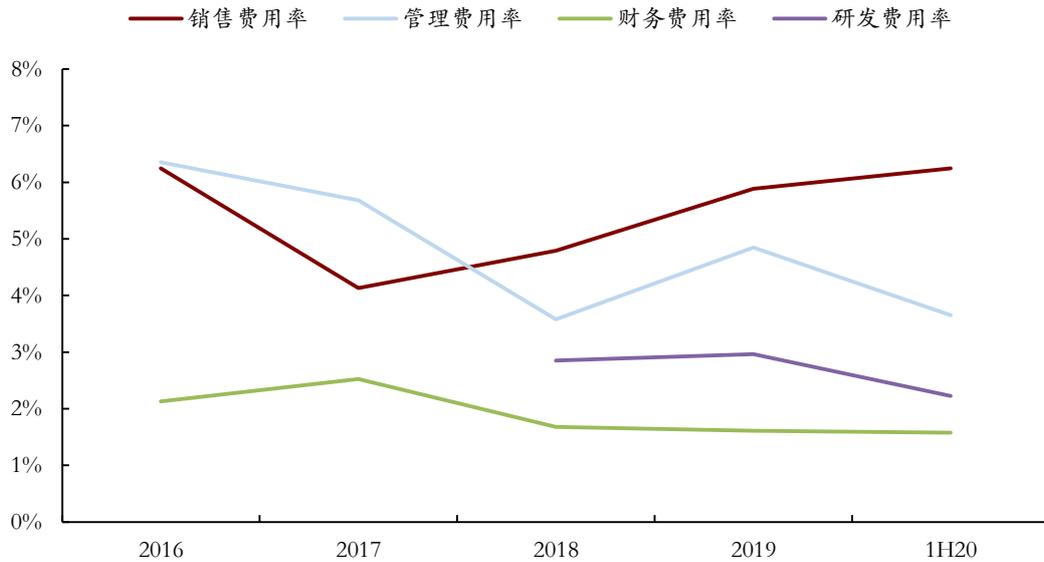
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 重型卡客车保有量 (万辆)



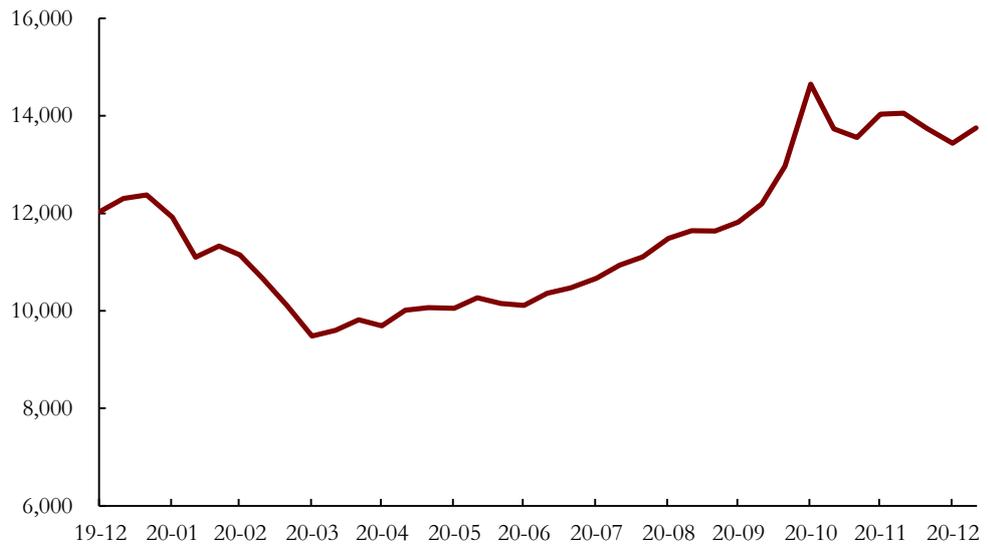
资料来源: 国家统计局, 中原证券

图 5: 公司费用率



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 天然橡胶:标准胶 SCRWF 市场价格 (元/吨)



资料来源: 国家统计局, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>5305.15</b>	<b>5581.38</b>	<b>6465.78</b>	<b>7856.09</b>	<b>8053.89</b>
现金	1689.31	2168.52	2591.05	3427.26	3487.04
应收票据及应收账款	2663.96	2130.23	2892.51	3077.36	3407.63
其他应收款	80.06	57.18	65.96	91.75	73.19
预付账款	61.04	36.04	77.24	50.13	92.06
存货	797.79	689.12	702.17	1043.49	789.91
其他流动资产	12.98	500.30	136.84	166.10	204.06
<b>非流动资产</b>	<b>5176.16</b>	<b>4939.65</b>	<b>4306.30</b>	<b>4875.42</b>	<b>4774.57</b>
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3812.45	3305.03	3243.12	3679.28	3752.10
无形资产	289.62	223.66	196.22	165.93	134.81
其他非流动资产	1074.08	1410.96	866.96	1030.22	887.66
<b>资产总计</b>	<b>10481.31</b>	<b>10521.03</b>	<b>10772.08</b>	<b>12731.51</b>	<b>12828.46</b>
<b>流动负债</b>	<b>6267.00</b>	<b>6725.15</b>	<b>5965.25</b>	<b>7173.59</b>	<b>6455.44</b>
短期借款	2923.82	2691.96	2807.89	2749.92	2778.91
应付票据及应付账款	2743.11	2626.25	2741.57	3777.80	3182.49
其他流动负债	600.07	1406.94	415.79	645.87	494.04
<b>非流动负债</b>	<b>799.05</b>	<b>72.29</b>	<b>-18.76</b>	<b>35.21</b>	<b>12.14</b>
长期借款	697.11	0.00	-121.91	-52.51	-83.30
其他非流动负债	101.94	72.29	103.16	87.72	95.44
<b>负债合计</b>	<b>7066.05</b>	<b>6797.44</b>	<b>5946.49</b>	<b>7208.80</b>	<b>6467.58</b>
少数股东权益	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
股本	775.46	775.46	797.59	797.59	797.59
资本公积	1835.44	1835.44	1835.44	1835.44	1835.44
留存收益	733.49	855.53	1902.82	2557.45	3329.72
归属母公司股东权益	3403.25	3711.59	4813.59	5510.71	6348.88
<b>负债和股东权益</b>	<b>10481.31</b>	<b>10521.03</b>	<b>10772.08</b>	<b>12731.51</b>	<b>12828.46</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>733.20</b>	<b>1751.89</b>	<b>890.28</b>	<b>1773.70</b>	<b>313.84</b>
净利润	88.17	135.44	1110.89	705.09	848.15
折旧摊销	351.80	362.55	295.23	327.96	326.54
财务费用	114.49	103.90	81.09	59.05	48.85
投资损失	-22.78	-2.34	-30.00	-16.17	-23.09
营运资金变动	100.67	1045.24	-561.09	694.85	-885.15
其他经营现金流	100.85	107.10	-5.83	2.91	-1.46
<b>投资活动现金流</b>	<b>-653.73</b>	<b>64.64</b>	<b>373.96</b>	<b>-883.83</b>	<b>-201.15</b>
资本支出	307.92	406.71	-168.90	336.90	15.26
长期投资	-400.00	350.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-745.80	821.35	205.06	-546.93	-185.88
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-55.98</b>	<b>-1303.75</b>	<b>-841.71</b>	<b>-53.67</b>	<b>-52.91</b>
短期借款	552.91	-231.86	115.93	-57.96	28.98
长期借款	-2.59	-697.11	-121.91	69.40	-30.79
普通股增加	0.00	0.00	22.13	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-606.31	-374.78	-857.85	-65.11	-51.11
<b>现金净增加额</b>	<b>33.13</b>	<b>520.22</b>	<b>422.53</b>	<b>836.20</b>	<b>59.78</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>6825.32</b>	<b>6458.34</b>	<b>6723.26</b>	<b>8016.60</b>	<b>8694.46</b>
营业成本	5789.75	5158.15	5156.67	6262.92	6686.49
营业税金及附加	36.00	91.98	65.61	96.20	94.59
营业费用	327.08	380.12	403.40	416.86	486.89
管理费用	244.57	312.99	235.31	264.55	295.61
研发费用	192.83	190.00	147.91	197.41	199.63
财务费用	114.49	103.90	81.09	59.05	48.85
资产减值损失	-57.18	-41.00	-47.23	-54.51	-59.78
其他收益	17.11	15.89	581.00	16.50	16.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.78	2.34	30.00	16.17	23.09
资产处置收益	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>103.33</b>	<b>180.39</b>	<b>1291.51</b>	<b>806.79</b>	<b>981.76</b>
营业外收入	4.98	1.60	2.69	2.71	2.52
营业外支出	1.73	31.67	8.70	10.62	13.18
<b>利润总额</b>	<b>106.58</b>	<b>150.32</b>	<b>1285.49</b>	<b>798.88</b>	<b>971.10</b>
所得税	18.40	14.88	174.60	93.78	122.95
<b>净利润</b>	<b>88.17</b>	<b>135.44</b>	<b>1110.89</b>	<b>705.09</b>	<b>848.15</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>88.17</b>	<b>135.44</b>	<b>1110.89</b>	<b>705.09</b>	<b>848.15</b>
EBITDA	630.89	610.95	1673.96	1202.08	1359.21
EPS (元)	0.11	0.17	1.39	0.88	1.06

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-1.93	-5.38	4.10	19.24	8.46
营业利润 (%)	138.17	74.58	615.96	-37.53	21.69
归属母公司净利润 (%)	-139.77	53.61	720.19	-36.53	20.29
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	15.17	20.13	23.30	21.88	23.09
净利率 (%)	1.29	2.10	16.52	8.80	9.76
ROE (%)	2.58	3.64	23.13	12.82	13.38
ROIC	3.10	3.10	15.80	9.35	9.92
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	67.42	64.61	55.20	56.62	50.42
净负债比率 (%)	68.78	35.77	3.28	-12.09	-11.34
流动比率	0.85	0.83	1.08	1.10	1.25
速动比率	0.71	0.65	0.93	0.92	1.08
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.68	0.62	0.63	0.68	0.68
应收账款周转率	2.66	2.69	2.68	2.69	2.68
应付账款周转率	2.39	1.92	1.92	1.92	1.92
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.11	0.17	1.39	0.88	1.06
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.92	2.20	1.12	2.22	0.39
每股净资产 (最新摊薄)	4.27	4.65	6.01	6.88	7.93
<b>估值比率</b>					
P/E	65.22	42.46	5.18	8.16	6.78
P/B	1.69	1.55	1.20	1.05	0.91
EV/EBITDA	12.86	11.61	3.54	4.24	3.71

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。