

2020 年 09 月 23 日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

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

老国企焕发青春，越南项目打开成长空间

——贵州轮胎（000589）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
贵州轮胎	5.4	45.5	32.2
沪深 300	-1.4	3.3	20.8

市场数据 2020-09-23

当前价格（元）	5.84
52 周价格区间（元）	3.6-6.06
总市值（百万）	4657.92
流通市值（百万）	4528.71
总股本（万股）	79758.93
流通股（万股）	77546.43
日均成交额（百万）	62.59
近一月换手（%）	55.12

相关报告

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%。

投资要点：

- **老国企精兵简政焕发青春，盈利能力迎来拐点。**公司成立于 1958 年，前身为贵州轮胎厂。2014 年底，公司开启异地搬迁技术改造项目，搬迁过程中产能受影响，造成营业收入下滑，目前新厂产能已正常运转。公司通过优化新厂的工艺布局，提高劳动生产率，调整产品结构，生产适销对路的产品，使竞争力得以提升。在强化内部管理方面，老国企精兵简政、锐意改革，员工人数从 2013 年的 8818 人下降至 2019 年的 6052 人，存货数量从 2013 年的 10.2 亿元下降至 2020H1 的 5.2 亿元，存货周转率大幅改善。通过奖惩机制提高员工的积极性与部门之间的协同。2020Q2 公司实现营业收入 18.7 亿元，同比+16.5%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比+184.7%，改革成效显著，盈利能力迎来拐点。
- **专注于卡客车轮胎与工程机械轮胎，细分领域中优势明显。**与国内多数轮胎企业主攻乘用车轮胎市场不同，公司专注于卡客车轮胎与工程机械轮胎的研发、生产与销售。相较于普通乘用车轮胎，卡客车轮胎与工程机械轮胎的单胎价格高，技术壁垒高，公司在该细分领域优势明显。从下游需求端看，受基建投资的带动、公路物流增长以及国三柴油车淘汰的影响，重型卡车销量大增，截至 2020 年 8 月，国内重型卡车累计销量 108.35 万辆，同比+35%，旺盛的下游需求带动了重卡轮胎需求的增长。
- **越南项目打开成长空间。**受欧盟与美国对中国轮胎“双反”的影响，近年来中国轮胎企业纷纷出海设厂，东南亚由于原料成本和人工成本具有优势而成为国内出海企业的首选。公司投资 14.3 亿元用于建设“越南年产 120 万条全钢子午线轮胎”项目，该项目建成后有望承担公司出口欧美地区的任务，免受“双反”关税和中国输美商品 25% 关税的影响，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。我们认为越南项目的净利率将显著高于国内，打开公司的成长空间。
- **盈利预测和投资评级：**公司基本面改善，通过改革逐渐走出老国企的大锅饭模式，盈利能力出现反转。越南项目将避免欧美对华轮胎的高

额关税，同时享受越南当地的税收优惠，有望贡献高额利润。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，预计供公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.57、0.89 和 1.09 元/股，对应 PE 分别为 10.3、6.6 和 5.4 倍，**首次覆盖，给予“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	6552	7428	8084
增长率(%)	-5.4%	1.5%	13.4%	8.8%
归母净利润（百万元）	135	454	710	867
增长率(%)	54%	235%	56%	22%
摊薄每股收益（元）	0.17	0.57	0.89	1.09
ROE(%)	3.64%	10.94%	14.77%	15.45%

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:	5.84	投资评级:	买入	日期:		2020-9-23
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
ROE	4%	11%	15%	15%	EPS	0.17	0.57	0.89	1.09
毛利率	20%	22%	24%	25%	BVPS	4.79	5.17	5.97	6.95
期间费率	14%	14%	13%	13%	估值				
销售净利率	2%	7%	10%	11%	P/E	33.44	10.27	6.56	5.37
成长能力					P/B	1.22	1.13	0.98	0.84
收入增长率	-5%	1%	13%	9%	P/S	0.70	0.71	0.63	0.58
利润增长率	54%	235%	56%	22%					
营运能力					利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	0.61	0.63	0.64	0.64	营业收入	6458	6552	7428	8084
应收账款周转率	2.95	3.03	3.10	3.18	营业成本	5158	5080	5649	6076
存货周转率	7.49	7.81	8.15	8.54	营业税金及附加	92	92	104	113
偿债能力					销售费用	380	386	407	443
资产负债率	65%	60%	58%	56%	管理费用	313	318	360	392
流动比	0.83	0.80	0.92	1.08	财务费用	104	141	121	99
速动比	0.73	0.69	0.81	0.98	其他费用/（-收入）	43	0	0	0
					营业利润	180	496	787	961
资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	营业外净收支	(30)	23	0	0
现金及现金等价物	2169	1581	2423	3631	利润总额	150	519	787	961
应收款项	2187	2165	2394	2539	所得税费用	15	51	55	67
存货净额	689	663	706	725	净利润	135	468	732	894
其他流动资产	536	544	617	671	少数股东损益	0	14	22	27
流动资产合计	5581	4953	6139	7566	归属于母公司净利润	135	454	710	867
固定资产	3305	3251	3301	3347					
在建工程	208	808	708	408	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
无形资产及其他	224	224	201	179	经营活动现金流	1752	794	1135	1320
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	135	468	732	894
资产总计	10521	10438	11552	12703	少数股东权益	0	14	22	27
短期借款	2692	2192	2192	2192	折旧摊销	296	277	272	274
应付款项	2626	2633	2929	3151	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	154	157	177	193	营运资金变动	1320	36	109	125
其他流动负债	1253	1238	1374	1480	投资活动现金流	65	(822)	(222)	(20)
流动负债合计	6725	6220	6673	7016	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
长期负债合计	72	72	72	72	筹资活动现金流	(1304)	(545)	(71)	(87)
负债合计	6797	6292	6745	7089	债务融资	(929)	(500)	0	0
股本	775	798	798	798	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3724	4146	4807	5614	其它	(375)	(45)	(71)	(87)
负债和股东权益总计	10521	10438	11552	12703	现金净增加额	513	(574)	842	1213

资料来源：Wind、国海证券研究所

【化工新材料组介绍】

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。