

► **事件:** 2023年12月27日晚，公司发布公告，(1) 拟投资14.98亿元建设柬埔寨二期项目，产能规模包括年产350万条半钢子午胎和75万条全钢子午胎，项目建设期为18个月，项目建成后预计新增年营业收入17.01亿元，年平均净利润2.31亿元，项目税后内部收益率20.45%，投资回收期6.19年；(2) 公司审议通过了终止包头轮胎项目的议案。

► **调整产能结构布局柬埔寨二期项目，公司成长性更确定。** 依托于原料优势以及更低的用工成本等因素，东南亚基地近年来成为国内轮胎企业海外布局的首选，并且从结果来看，东南亚基地的盈利能力会普遍优于国内基地，以通用股份披露的2023年半年报的数据为例，公司泰国工厂、柬埔寨（一期）工厂的净资产收益率均领先国内基地，所以公司终止包头项目、投建柬埔寨二期项目，或使得公司的成长性更确定。并且柬埔寨基地建设地点位于西哈努克港经济特区，该特区同时也由公司控股股东红豆集团控股开发，同时依托于公司之前东南亚建设的经验，柬埔寨二期建设进度的不确定性或降低。

► **柬埔寨基地的税收优势有望保持。** 美国对国内的“双反”政策已长达八年，并且美国对泰国、越南、韩国以及中国台湾等国家和地区也征收了“双反”税率，而柬埔寨基地暂时不受“双反”威胁；此外，2021年，经济合作与发展组织(OECD)发布公告称，同意全球企业（名单包括130多个国家和地区）最低税率设置在15%，越南已决定从2024年开始对满足条件的企业征收15%的税率，而柬埔寨不在OECD的名单中，所以柬埔寨的税率优势或将持续保持。

► **投资建议:** 我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.51、4.91、6.03亿元，EPS分别为0.16、0.31与0.38元，12月27日收盘价对应PE为24、12和10倍。考虑到公司布局的产能进入落地期，同时国产轮胎领先的性价比，公司的业绩将保持增长趋势，维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 原材料价格剧烈波动、海运费大幅上涨、产能建设与投产不及预期、汇率大幅波动等。

推荐

维持评级

当前价格:

3.87元



分析师 刘海荣

执业证书: S0100522050001

电话: 13916442311

邮箱: liuhairong@mszq.com

研究助理 刘隆基

执业证书: S0100122080049

电话: 15000393047

邮箱: liulongji@mszq.com

相关研究

1.通用股份(601500.SH)首次覆盖报告：“5X”战略保持公司成长性，行业修复有望带动公司业绩修复-2023/11/02

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,120	5,542	6,201	7,061
增长率(%)	-3.2	34.5	11.9	13.9
归属母公司股东净利润(百万元)	17	251	491	603
增长率(%)	46.1	1378.5	95.7	23.0
每股收益(元)	0.01	0.16	0.31	0.38
PE	360	24	12	10
PB	1.4	1.1	1.0	1.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2023年12月27日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,120	5,542	6,201	7,061
营业成本	3,686	4,609	4,995	5,621
营业税金及附加	15	23	25	29
销售费用	115	144	161	183
管理费用	146	201	225	256
研发费用	92	138	154	176
EBIT	57	461	678	839
财务费用	79	117	139	174
资产减值损失	-14	-76	0	0
投资收益	29	0	0	0
营业利润	7	283	555	682
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	11	283	555	682
所得税	-4	34	67	82
净利润	15	249	488	600
归属于母公司净利润	17	251	491	603
EBITDA	458	872	1,131	1,338

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	810	1,386	1,870	2,797
应收账款及票据	890	1,099	1,229	1,400
预付款项	28	38	41	47
存货	1,773	2,087	2,343	2,637
其他流动资产	127	186	201	220
流动资产合计	3,628	4,796	5,685	7,101
长期股权投资	432	432	432	432
固定资产	4,002	4,137	4,257	4,375
无形资产	489	489	489	489
非流动资产合计	5,566	6,524	6,883	7,236
资产合计	9,194	11,320	12,567	14,337
短期借款	2,285	2,585	2,885	3,185
应付账款及票据	1,146	1,784	1,933	2,175
其他流动负债	644	382	192	215
流动负债合计	4,075	4,752	5,010	5,576
长期借款	741	998	1,598	2,398
其他长期负债	68	69	70	70
非流动负债合计	809	1,067	1,667	2,467
负债合计	4,884	5,819	6,677	8,043
股本	1,289	1,577	1,577	1,577
少数股东权益	7	5	3	0
股东权益合计	4,310	5,502	5,890	6,294
负债和股东权益合计	9,194	11,320	12,567	14,337

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.17	34.51	11.88	13.87
EBIT 增长率	15.38	708.88	47.15	23.66
净利润增长率	46.09	1378.55	95.70	22.96
盈利能力 (%)				
毛利率	10.55	16.83	19.45	20.39
净利润率	0.41	4.53	7.92	8.55
总资产收益率 ROA	0.18	2.22	3.91	4.21
净资产收益率 ROE	0.39	4.56	8.34	9.59
偿债能力				
流动比率	0.89	1.01	1.13	1.27
速动比率	0.44	0.55	0.65	0.78
现金比率	0.20	0.29	0.37	0.50
资产负债率 (%)	53.12	51.40	53.13	56.10
经营效率				
应收账款周转天数	78.83	72.37	72.37	72.37
存货周转天数	175.62	171.25	171.25	171.25
总资产周转率	0.46	0.54	0.52	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.16	0.31	0.38
每股净资产	2.73	3.49	3.73	3.99
每股经营现金流	0.11	0.53	0.53	0.67
每股股利	0.03	0.06	0.12	0.15
估值分析				
PE	360	24	12	10
PB	1.4	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	17.83	9.37	7.22	6.11
股息收益率 (%)	0.78	1.64	3.22	3.96

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	15	249	488	600
折旧和摊销	401	411	452	499
营运资金变动	-370	-10	-241	-223
经营活动现金流	169	829	840	1,055
资本开支	-699	-1,287	-795	-835
投资	-9	0	0	0
投资活动现金流	-500	-1,347	-795	-835
股权募资	9	993	0	0
债务募资	734	275	694	1,100
筹资活动现金流	532	1,093	439	707
现金净流量	203	576	484	927

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026