国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

2023 年 12 月 28 日

通用股份(601500)

拟投建柬埔寨二期，国际化进程加速

行　　业：	汽车/汽车零部件
投资评级：	买入（维持）
当前价格：	3.87 元
目标价格：	4.80 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,576.86/1,568.24
流通 A 股市值(百万元)	6,069.09
每股净资产(元)	3.43
资产负债率(%)	48.33
一年内最高/最低(元)	4.77/3.61

股价相对走势

作者

分析师：柴沁虎

执业证书编号：S0590522020004

邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊

邮箱：shenqh@glsc.com.cn

事件：

2023 年 12 月 27 日，公司发布终止内蒙古包头年产 130 万条高性能子午线轮胎项目的公告。同时，发布关于投资建设柬埔寨高性能子午线轮胎项目（二期）的公告。

➢ **柬埔寨二期落地，进一步加速国际化进程**

柬埔寨二期项目拟投资 14.95 亿元在柬埔寨西哈努克港经济特区建设年产 350 万条半钢子午胎（轿车）和 75 万条全钢子午胎（卡客车），建设周期 18 个月。项目达产后，公司柬埔寨基地将具备年产 850 万条半钢胎和 165 万条全钢胎的生产能力，预计贡献年平均营收 17 亿元，年平均净利润 2.31 亿元，项目税后财务内部收益率为 20.45%，投资回收期为 6.19 年。

该项目产品主要定位美国、欧洲等国际市场，兼顾柬埔寨周边国家和地区，有望进一步提升市场占有率和国际化水平。

➢ **柬埔寨生产基地优势显著为公司长期发展奠定基础**

公司柬埔寨基地所在的西港特区不仅是“一带一路”上的样板工程，也是中柬唯一一个签订双边政府协定的国家级经贸合作区，拥有完善的配套设施、优惠的税收政策和便利的交通运输。

此外，柬埔寨是世界第六大天然橡胶产地，公司柬埔寨工厂每年耗用天然橡胶约 3 万吨，可以节约天然橡胶进口税和运输费用，大幅降低原材料成本。与此同时，柬埔寨政府高度重视公司在柬项目，将持续支持公司发展。

➢ **海外双基地打开成长空间**

出海投资是国内头部轮胎企业破局美国双反并取得当地税收优惠的契机。公司泰国基地于 2020 年初步投产，一期已实现满产满销，二期加速推进中；柬埔寨基地也于 23 年 5 月正式投产。我们认为随着公司泰国基地的负荷提升和柬埔寨新基地的投产，公司有望迎来业绩的跨越式发展。

➢ **盈利预测、估值与评级**

鉴于相对谨慎的产能投放节奏，我们预计公司 2023-25 年收入分别为 56/67/79 亿元（前值为 56/72/80 亿元），对应增速分别为 36%/19%/18%，归母净利润分别为 2.5/4.5/5.9 亿元（前值为 2.8/5.1/5.9 亿元），对应增速分别为 1386%/78%/31%，EPS 分别为 0.16/0.28/0.37 元，三年 CAGR 为 226%。鉴于公司出海战略顺利推进，我们给予公司 24 年 17 倍 PE，对应目标价 4.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：在建产能建设进度不及预期的风险；原材料大幅波动的风险；东南亚基地再度遭受双反的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4256	4120	5596	6665	7861
增长率（%）	23.43%	-3.17%	35.81%	19.10%	17.94%
EBITDA（百万元）	459	490	1023	1386	1651
归母净利润（百万元）	12	17	252	449	589
增长率（%）	-87.24%	46.09%	1,385.56%	78.28%	31.12%
EPS（元/股）	0.01	0.01	0.16	0.28	0.37
市盈率（P/E）	525.6	359.8	24.2	13.6	10.4
市净率（P/B）	1.4	1.4	1.7	2.6	9.7
EV/EBITDA	16.9	15.0	9.7	8.4	8.4

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 12 月 27 日收盘价

相关报告

1、《通用股份（601500）：柬埔寨工厂正式投产，海外双基地打开成长空间》2023.05.23

2、《通用股份（601500）：定增加速海外扩张，公司业绩有望大幅提升》2023.04.28

请务必阅读报告末页的重要声明

财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1023	810	560	667	786
应收账款+票据	822	908	1078	1284	1514
预付账款	41	28	40	48	56
存货	1698	1773	2156	2532	2925
其他	243	109	245	288	336
流动资产合计	**3827**	**3628**	**4078**	**4817**	**5617**
长期股权投资	425	432	461	491	520
固定资产	3800	4003	4040	4389	4649
在建工程	217	431	745	659	572
无形资产	426	489	408	326	245
其他非流动资产	216	211	143	74	74
非流动资产合计	**5082**	**5566**	**5797**	**5939**	**6060**
资产总计	**8909**	**9194**	**9875**	**10756**	**11678**
短期借款	1495	2285	3196	5083	7389
应付账款+票据	1687	1146	1927	2263	2615
其他	206	644	468	544	631
流动负债合计	**3389**	**4075**	**5591**	**7889**	**10635**
长期带息负债	1167	741	624	485	339
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	72	68	68	68	68
非流动负债合计	**1239**	**809**	**692**	**553**	**407**
负债合计	**4628**	**4884**	**6283**	**8443**	**11042**
少数股东权益	0	7	7	7	7
股本	1075	1289	1577	1577	1577
资本公积	2207	1992	1703	1703	1703
留存收益	999	1023	305	-974	-2652
股东权益合计	**4281**	**4310**	**3592**	**2313**	**635**
负债和股东权益总计	**8909**	**9194**	**9875**	**10756**	**11678**

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	11	15	252	449	589
折旧摊销	355	401	599	688	708
财务费用	97	79	150	205	289
存货减少(增加为"-")	-245	-75	-383	-375	-393
营运资金变动	-478	-370	-96	-220	-241
其它	198	120	358	351	369
经营活动现金流	**-63**	**169**	**880**	**1096**	**1320**
资本支出	-783	-769	-800	-800	-800
长期投资	-8	-9	0	0	0
其他	-293	278	-4	-5	-5
投资活动现金流	**-1084**	**-500**	**-804**	**-805**	**-805**
债权融资	507	364	793	1749	2160
股权融资	203	214	288	0	0
其他	500	-46	-1408	-1933	-2555
筹资活动现金流	**1210**	**532**	**-326**	**-185**	**-395**
现金净增加额	**68**	**203**	**-250**	**107**	**120**

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**4256**	**4120**	**5596**	**6665**	**7861**
营业成本	3832	3686	4589	5388	6226
营业税金及附加	19	15	24	29	34
营业费用	105	115	190	167	197
管理费用	259	238	392	400	472
财务费用	97	79	150	205	289
资产减值损失	-7	-14	-15	-18	-21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	24	29	30	30	30
其他	45	5	6	3	-1
营业利润	**7**	**7**	**272**	**492**	**653**
营业外净收益	0	4	2	2	2
利润总额	**7**	**11**	**274**	**494**	**654**
所得税	-3	-4	22	44	65
净利润	**11**	**15**	**252**	**449**	**589**
少数股东损益	-1	-2	0	0	0
归属于母公司净利润	**12**	**17**	**252**	**449**	**589**

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	23.43%	-3.17%	35.81%	19.10%	17.94%
EBIT	-33.87%	-13.62%	372.34%	64.81%	35.04%
EBITDA	16.49%	6.85%	108.60%	35.52%	19.10%
归属于母公司净利润	-87.24%	46.09%	1,385.56%	78.28%	31.12%
获利能力					
毛利率	9.96%	10.55%	17.99%	19.16%	20.80%
净利率	0.25%	0.36%	4.50%	6.74%	7.49%
ROE	0.27%	0.39%	7.03%	19.48%	93.76%
ROIC	1.93%	1.89%	5.64%	8.61%	10.82%
偿债能力					
资产负债率	51.95%	53.12%	63.62%	78.50%	94.56%
流动比率	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
速动比率	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2
营运能力					
应收账款周转率	5.2	4.5	5.2	5.2	5.2
存货周转率	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1
总资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7
每股指标（元）					
每股收益	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4
每股经营现金流	0.0	0.1	0.6	0.7	0.8
每股净资产	2.7	2.7	2.3	1.5	0.4
估值比率					
市盈率	525.6	359.8	24.2	13.6	10.4
市净率	1.4	1.4	1.7	2.6	9.7
EV/EBITDA	16.9	15.0	9.7	8.4	8.4
EV/EBIT	74.8	82.0	23.3	16.7	14.6

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 12 月 27 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼

电话：0510-85187583