

泰国输美关税降低, 公司出口利润向好

投资要点

- 事件:** 7月24日公司公告从协助开展美国商务部对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销调查的第一次年度行政复审应诉工作的北京金诚同达律师事务所获悉本次复审的初裁结果。公司子公司泰国玲珑原审单独税率为21.09%, 初裁后公司子公司泰国玲珑适用4.52%的复审初裁税率, 预计终裁结果将于2024年一季度公布。
- 泰国子公司营收占比高, 关税降低有利于公司业绩提升。** 1) 美国对我国轮胎企业制裁已久: 2009年起, 美国对中国轮胎企业多次施加关税制裁, 国内轮胎出口至美国利润严重受损, 公司作为国内最早布局海外产能的国内轮胎公司, 率先将部分产线转移至泰国, 2012年开始建设第一个海外基地泰国基地。2) 公司率先泰国布局, 子公司利润占比高: 玲珑泰国子公司具有半钢产能1500万条/年, 占公司半钢产能的22%; 全钢产能220万条/年, 占公司全钢产能的15%。2015年, 公司泰国项目全部实现投产。由于享有泰国减免所得税的政策, 且具有更低的原料、人工成本, 在出口方面也可避开关税壁垒, 泰国玲珑为公司带来较大利润, 自2018年以来, 泰国玲珑净利润一直占公司净利润的60%以上。其中2022年泰国子公司实现营收41.9亿元, 归母净利润8.0亿元。在2020年下半年至2022年之间, 国内业务盈利情况受到疫情等多方面因素影响, 出现较大波动甚至出现亏损, 泰国玲珑盈利能力一直较为稳定。3) 反倾销风波又起, 泰国子公司盈利承压: 2020年美国对东南亚国家泰国、越南以及韩国、台湾省四地的反倾销调查, 公司被施加21.09%的反倾销税率, 较大的影响了公司盈利能力。4) 关税大幅降低, 盈利预期向好: 本次初裁泰国玲珑反倾销税率降低至4.52%, 较之前降低16.57个百分点, 与其他在泰国建厂的轮胎企业相比, 降幅最大。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润13.6、24.1、28.2亿元, 对应EPS分别为0.92元、1.63元、1.91元。公司配套拉动替换前景广, 长期看好, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 汽车销量大幅下跌风险、原材料价格大幅上涨风险、关税终裁结果或不及预期、海外经营风险、汇率风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	170.06	239.17	290.56	332.83
增长率	-8.47%	40.64%	21.49%	14.54%
归属母公司净利润(亿元)	2.92	13.55	24.08	28.21
增长率	-63.03%	364.76%	77.64%	17.16%
每股收益EPS(元)	0.20	0.92	1.63	1.91
净资产收益率ROE	1.52%	6.67%	10.73%	11.35%
PE	119	26	14	12
PB	1.81	1.71	1.55	1.40

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌
执业证号: S1250523030001
电话: 13316443450
邮箱: hyb@swsc.com.cn

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlans@swsc.com.cn

相对指数表现



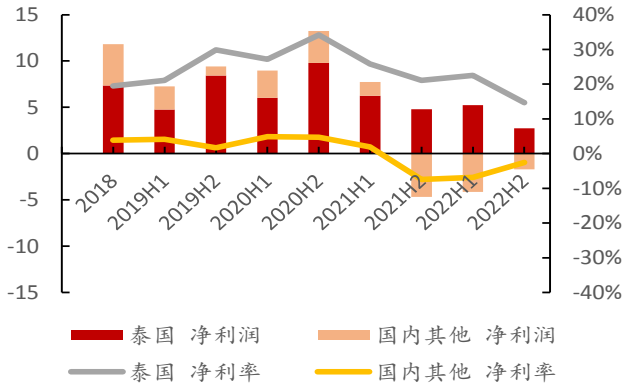
数据来源: 聚源数据

基础数据

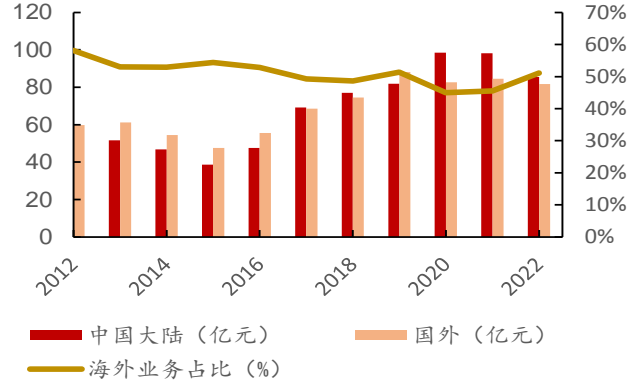
总股本(亿股)	14.74
流通A股(亿股)	14.74
52周内股价区间(元)	16.37-30.14
总市值(亿元)	349.16
总资产(亿元)	370.62
每股净资产(元)	12.55

相关研究

- 玲珑轮胎(601966): 轮胎需求底部反转, 塞尔维亚放量在即 (2023-05-09)

图 1：泰国玲珑为公司净利润主要来源（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司海内外业务同步发展


数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：历史上“双反”调查频繁，影响我国轮胎出口

国家	“双反”调查名称	针对轮胎类型	开始时间	终裁时间	结果及税率状况
美国	中美轮胎特保案（特殊保障措施）	乘用车和轻型卡车轮胎	-	2009.9	3 年内对中国输美乘用车与轻型卡车轮胎连续三年分别加征 55%、45%和 35%的从价特别关税，于 2012 年 9 月 26 日到期
	美国对华乘用车和轻型卡车轮胎“双反调查”	乘用车和轻型卡车轮胎	2014.7	2015.8	对中国相关轮胎企业实行反倾销和反补贴，合并税率为 30.61%-107.68%
			-	2018.3	行政复审终裁，双反继续施行，合并税率为 22.18%-107.68%
	美国对华卡客车轮胎“双反调查”	卡客车轮胎	2016.2	2017.2	中国轮胎行业以 3: 2 的投票结果取得第一场胜诉。意味着此前美国商务部于美国时间 2017 年 1 月 24 日发布的美对华卡客车轮胎反倾销和反补贴案的终裁结果（9%和 22.57%的反倾销税率和 38.61%-65.46 的反补贴税率）无效
	美国对华卡客车轮胎“双反调查”重启		2018.11	2019.2	对中国相关轮胎企业实行反倾销和反补贴，全国统一合并税率为 42.31%
	美国对中国非公路用轮胎“双反”调查	非公路轮胎	2007.6	2008.8	反倾销税率为 0~210.48%，反补贴税率为 2.45%~14%
美国	贸易摩擦加征关税（已取消）	覆盖主要轮胎品种	-	2017.4	对中国非公路用轮胎第 7 次复审终裁结果，裁定反倾销税率在 33.08%~105.31%之间
			-	2018.9	2018.9.24 起原关税基础上加征 10%，2019.5.10 起加征 25%，2019.10.1 起加征 30%
欧盟	欧盟对华卡客车轮胎反倾销调查（已撤销）	卡客车轮胎	2017.8	2018.11	此后 5 年中国轮胎企业出口至欧盟的每条卡客车轮胎需要缴 42.73-61.76 欧元（333.7-482.3 元人民币）的固定税，
美国	美国对泰国、越南、韩国、台湾四地的乘用车轮胎“反倾销”调查	乘用车和轻型卡车轮胎	2020.5	2021.5	反倾销税率 韩国：1) 韩泰：27.05%；2) 耐克森：14.72%；3) 其他：27.74% 台湾：1) 正新：20.04%；2) 南港轮胎：101.84%；3) 其他：84.75% 泰国：1) 玲珑：21.09%；2) 住友：14.62%；3) 其他：17.08% 越南：赛轮、建大、普利司通、锦湖、优科豪马均为 0.00%，其他企 22.30% 越南反补贴：锦湖：7.89%；赛轮：6.23%；其他企业：6.46%

数据来源：中国商务部，中国贸易救济信息网，美国商务部，国际贸易署，西南证券整理

表 2：泰国出口美国轮胎的反倾销税率情况

	初审税率	复审初裁税率	关税下降幅度
玲珑轮胎	21.09%	4.52%	16.57%
森麒麟	17.06%	1.24%	15.82%
日本住友	14.59%	6.16%	8.43%
其他泰国工厂	17.06%	4.52%	12.54%

数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司半钢胎 2023-2025 年销量 6755 万条/年、7655 万条/年、8325 万条/年，价格综合历史数据、调研资料及行业整体供需判断 2023-2025 年均价分别为 179.7 元/条、187.5 元/条、193.4 元/条，毛利率分别为 21.3%、23.3%、23.0%。

假设 2：公司全钢胎 2023-2025 年销量 1475.2 万条/年、1681.9 万条/年、1894.9 万条/年，价格综合历史数据、调研资料及行业整体供需判断，考虑到公司 2024 年开始塞尔维亚基地全钢产品全部销往欧洲地区，产品售价较高，拉动产品均价，预计 2023-2025 年均价分别为 798.6 元/条、874.1 元/条、906.7 元/条，毛利率分别为 8.6%、14.4%、15.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

		2022A	2023E	2024E	2025E
半钢胎	半钢胎产量 (万条)	5473.5	6755.0	7655.0	8325.0
	产量 YOY		23.4%	13.3%	8.8%
	半钢胎营收 (亿元)	100.0	121.4	143.6	161.0
	YOY		21.4%	18.3%	12.2%
	半钢胎成本 (亿元)	97.6	95.5	110.1	124.0
	毛利率	2.4%	21.3%	23.3%	23.0%
全钢胎	全钢胎产量 (万条)	978.6	1475.2	1681.9	1894.9
	产量 YOY		50.8%	14.0%	12.7%
	全钢胎营收 (亿元)	70.1	117.8	147.0	171.8
	YOY		68.1%	24.8%	16.9%
	全钢胎成本 (亿元)	69.2	107.6	125.8	145.2
	毛利率	1.3%	8.6%	14.4%	15.5%
合计	合计产量 (万条)	6452.1	8230.2	9336.9	10219.9
	产量 YOY		27.6%	13.4%	9.5%
	合计营收 (亿元)	170.1	239.2	290.6	332.8
	YOY		40.6%	21.5%	14.5%
	合计成本 (亿元)	166.8	203.1	235.9	269.2
	毛利率	1.9%	15.1%	18.8%	19.1%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	170.06	239.17	290.56	332.83	净利润	2.92	13.56	24.09	28.22
营业成本	146.91	203.12	235.90	269.20	折旧与摊销	12.51	13.73	15.35	16.29
营业税金及附加	0.82	1.22	1.48	1.66	财务费用	0.56	2.15	1.92	1.95
销售费用	5.05	5.62	6.54	6.99	资产减值损失	-2.89	-2.75	0.00	0.00
管理费用	5.94	5.98	5.67	5.66	经营营运资本变动	-9.39	1.38	-5.09	-2.56
研发费用	7.48	10.04	14.24	17.64	其他	-2.25	3.72	0.80	0.14
财务费用	0.56	2.15	1.92	1.95	经营活动现金流净额	1.46	31.79	37.07	44.04
资产减值损失	-2.89	-2.75	0.00	0.00	资本支出	-34.99	-5.00	-6.00	-5.00
投资收益	-0.07	-0.18	-0.12	-0.15	其他	-2.94	1.12	1.28	1.25
公允价值变动损益	0.18	0.00	0.19	0.18	投资活动现金流净额	-37.92	-3.88	-4.72	-3.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	8.06	-30.09	-21.03	-15.25
营业利润	1.57	13.61	24.88	29.76	长期借款	12.79	-0.50	-0.50	-0.50
其他非经营损益	0.00	-0.05	-0.05	-0.05	股权融资	22.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.57	13.56	24.83	29.70	支付股利	-2.30	-0.58	-2.71	-4.82
所得税	-1.35	0.00	0.74	1.49	其他	-0.05	-2.27	-2.97	-0.47
净利润	2.92	13.56	24.09	28.22	筹资活动现金流净额	40.65	-33.44	-27.21	-21.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.01	0.01	现金流量净额	5.11	-5.53	5.14	19.25
归属母公司股东净利润	2.92	13.55	24.08	28.21					
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	29.45	23.92	29.06	48.31	成长能力				
应收和预付款项	37.67	52.05	63.13	72.19	销售收入增长率	-8.47%	40.64%	21.49%	14.54%
存货	44.72	62.48	72.44	83.13	营业利润增长率	-78.51%	767.30%	82.84%	19.57%
其他流动资产	3.65	2.53	3.02	3.42	净利润增长率	-63.00%	364.64%	77.66%	17.16%
长期股权投资	0.75	0.75	0.75	0.75	EBITDA 增长率	-28.71%	101.46%	42.95%	13.86%
投资性房地产	0.88	0.88	0.88	0.88	获利能力				
固定资产和在建工程	209.02	201.44	193.24	183.11	毛利率	13.61%	15.07%	18.81%	19.12%
无形资产和开发支出	9.32	8.17	7.02	5.87	三费率	6.79%	9.95%	9.76%	9.69%
其他非流动资产	38.35	37.14	35.92	34.70	净利率	1.72%	5.67%	8.29%	8.48%
资产总计	373.82	389.35	405.45	432.36	ROE	1.52%	6.67%	10.73%	11.35%
短期借款	66.37	36.28	15.25	0.00	ROA	0.78%	3.48%	5.94%	6.53%
应付和预收款项	57.74	86.13	98.96	112.18	ROIC	1.90%	6.95%	11.58%	13.57%
长期借款	19.98	19.48	18.98	18.48	EBITDA/销售收入	8.61%	12.33%	14.51%	14.42%
其他负债	37.25	44.14	47.81	52.97	营运能力				
负债合计	181.34	186.04	181.01	183.63	总资产周转率	0.48	0.63	0.73	0.79
股本	14.77	14.74	14.74	14.74	固定资产周转率	1.33	1.64	1.76	1.97
资本公积	89.47	89.50	89.50	89.50	应收账款周转率	5.62	6.98	6.53	6.36
留存收益	89.02	101.99	123.36	146.75	存货周转率	3.15	3.68	3.41	3.38
归属母公司股东权益	192.42	203.25	224.37	248.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.60%	—	—	—
少数股东权益	0.06	0.06	0.07	0.08	资本结构				
股东权益合计	192.48	203.31	224.44	248.72	资产负债率	48.51%	47.78%	44.64%	42.47%
负债和股东权益合计	373.82	389.35	405.45	432.36	带息债务/总负债	47.62%	29.97%	18.91%	10.06%
					流动比率	0.77	0.91	1.12	1.35
					速动比率	0.47	0.51	0.63	0.81
					股利支付率	79.02%	4.30%	11.26%	17.07%
业绩和估值指标					每股指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	14.64	29.49	42.16	48.00	每股收益	0.20	0.92	1.63	1.91
PE	119.45	25.70	14.47	12.35	每股净资产	13.06	13.79	15.23	16.87
PB	1.81	1.71	1.55	1.40	每股经营现金	0.10	2.16	2.52	2.99
PS	2.05	1.46	1.20	1.05	每股股利	0.16	0.04	0.18	0.33
EV/EBITDA	25.09	11.69	7.55	5.94					
股息率	0.66%	0.17%	0.78%	1.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn	
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn