

产销放量助力 H1 业绩高增，全球化布局成长可期

核心观点:

- **事件** 公司发布半年度报告，2023 年上半年实现营业收入 35.4 亿元，同比增长 12.0%；实现归母净利润 6.1 亿元，同比增长 26.9%。其中，23Q2 单季度实现营业收入 18.8 亿元，同比增长 9.8%、环比增长 13.3%；实现归母净利润 3.6 亿元，同比增长 45.6%、环比增长 42.3%。
- **轮胎产销放量，公司 H1 业绩同比高增** 随着公司泰国工厂（二期）半钢胎、全钢胎产能逐步释放，上半年公司轮胎产销持续放量。报告期内，公司实现轮胎总产量 1352.9 万条，同比增长 19.0%。其中，半钢胎、全钢胎产量分别为 1322.8、30.2 万条，同比分别增长 18.2%、62.8%。公司实现轮胎总销量 1368.1 万条，同比增长 21.4%。其中，半钢胎、全钢胎销量分别为 1339.8、28.3 万条，同比分别增长 20.1%、146.2%。毛利率方面，上半年公司轮胎业务毛利率为 22.4%，同比增长 0.4 个百分点，盈利能力窄幅提升。
- **轮胎行业“困境反转”，国产轮胎蓄势突破** 我国轮胎行业特别是半钢胎于上半年进入良性循环轨道，整体经营形势全面复苏。1) 成本端，主要原材料价格回落，轮胎成本压力充分释放。截至 8 月 30 日，天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、炭黑年初以来均价同比分别下降 13.7%、6.4%、20.7%、3.6%。2) 供给端，国内轮胎企业正逐渐通过技术研发、装备工艺、生产组织管理等方面努力接近或达到世界先进水平，市场竞争力逐步赶超第二梯队企业。3) 需求端，轮胎市场空间广阔，欧美经济面临高通胀压力，国产轮胎性价比、竞争力凸显，积极抢占市场份额。1-7 月，我国合计出口新的充气橡胶轮胎 35697 万条，同比增长 6.6%；泰国出口半钢胎 4330 万条，同比增长 7.2%。2023 年 5 月，美国进口自泰国、越南半钢胎数量占比分别为 19.7%、9.7%，较 2022 年 9 月低点分别回升 5.2、3.2 个百分点；进口自越南全钢胎数量占比 13.4%，较 2022 年 12 月低点回升 4.4 个百分点。
- **加快推进西班牙、摩洛哥项目，全球化布局成长可期** 1) 国内方面，公司在青岛布局了半钢胎、航空轮胎产能。其中，青岛工厂半钢胎设计产能 1200 万条/年，通过智能化改造后产能已提升至 1450-1500 万条/年。此外，8 万条/年航空轮胎（含 5 万条/年翻新轮胎）项目正在建设中。2) 国外方面，公司在泰国布局了半钢胎、全钢胎产能，正加速推进摩洛哥、西班牙半钢胎产能建设。其中，泰国工厂（一期）半钢胎产能 1000 万条/年；泰国工厂（二期）半钢胎、全钢胎产能分别为 600、200 万条/年，已于 8 月进入满产阶段。此外，公司持续推进欧洲基地“西班牙 1200 万条/年高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”和北非基地“森麒麟（摩洛哥）600 万条/年高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”建设。随着上述在建项目逐步投产，公司整体竞争力和盈利能力有望进一步抬升。

森麒麟(002984.SZ)

推荐(首次评级)

分析师

任文坡

☎: 8610-80927675

✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

研究助理

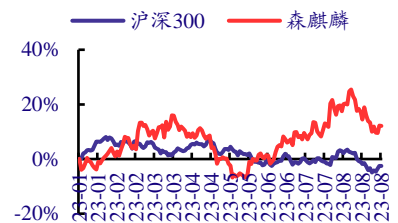
翟启迪

☎: 8610-80927677

✉: zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

市场表现

2023.8.30



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

- **投资建议** 预计 2023-2025 年公司营收分别为 81.77、93.26、106.55 亿元；归母净利润分别为 14.26、17.97、19.87 亿元，同比分别增长 78.06%、26.01%、10.56%；EPS 分别为 1.92、2.42、2.67 元，对应 PE 分别为 16.96、13.46、12.18 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **主要财务指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6292	8177	9326	10655
增长率	21.53%	29.96%	14.05%	14.25%
归母净利润(百万元)	801	1426	1797	1987
增长率	6.30%	78.06%	26.01%	10.56%
EPS(元)	1.08	1.92	2.42	2.67
PE	30.20	16.96	13.46	12.18

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- **风险提示** 原料价格大幅上涨的风险，产品景气度下滑的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4831.17	7584.58	4485.01	5491.54	营业收入	6292.19	8177.47	9326.47	10655.47
现金	1988.52	4817.51	1517.83	2512.82	营业成本	5002.14	6273.46	6888.02	7873.55
应收账款	878.41	893.08	971.91	1040.79	营业税金及附加	13.59	27.80	31.71	36.23
其它应收款	75.76	94.61	102.28	110.83	营业费用	156.05	163.55	186.53	213.11
预付账款	68.04	94.10	100.57	110.23	管理费用	168.13	183.99	209.85	239.75
存货	1736.72	1574.27	1678.40	1602.24	财务费用	-134.76	-73.39	-9.16	56.84
其他	83.73	111.00	114.01	114.64	资产减值损失	-28.63	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6284.39	7692.22	12640.95	13681.05	公允价值变动收益	57.16	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-162.94	40.89	37.31	42.62
固定资产	4955.96	5486.79	9468.53	12361.63	营业利润	864.77	1533.06	1931.85	2135.84
无形资产	193.50	191.50	189.50	187.50	营业外收入	1.98	0.24	0.24	0.24
其他	1134.93	2013.93	2982.93	1131.93	营业外支出	14.26	0.00	0.00	0.00
资产总计	11115.56	15276.79	17125.96	19172.60	利润总额	852.48	1533.30	1932.09	2136.08
流动负债	1435.42	1461.82	1514.13	1574.22	所得税	51.63	107.33	135.25	149.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	800.86	1425.97	1796.85	1986.55
应付账款	707.89	755.92	774.75	799.96	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	727.53	705.89	739.39	774.26	归属母公司净利润	800.86	1425.97	1796.85	1986.55
非流动负债	2056.47	2092.47	2092.47	2092.47	EBITDA	1250.13	2221.56	3136.66	3789.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.08	1.92	2.42	2.67
其他	2056.47	2092.47	2092.47	2092.47					
负债合计	3491.89	3554.29	3606.61	3666.69	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	21.53%	29.96%	14.05%	14.25%
归属母公司股东权益	7623.67	11722.51	13519.35	15505.91	营业利润	18.73%	77.28%	26.01%	10.56%
负债和股东权益	11115.56	15276.79	17125.96	19172.60	归属母公司净利润	6.30%	78.06%	26.01%	10.56%
					毛利率	20.50%	23.28%	26.15%	26.11%
					净利率	12.73%	17.44%	19.27%	18.64%
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	10.50%	12.16%	13.29%	12.81%
经营活动现金流	1028.15	2387.37	2949.97	3719.32	ROIC	8.26%	9.65%	11.33%	11.45%
净利润	800.86	1425.97	1796.85	1986.55	资产负债率	31.41%	23.27%	21.06%	19.12%
折旧摊销	410.93	802.17	1251.26	1639.90	净负债比率	45.80%	30.32%	26.68%	23.65%
财务费用	92.45	86.38	87.19	87.19	流动比率	3.37	5.19	2.96	3.49
投资损失	162.94	-40.89	-37.31	-42.62	速动比率	2.09	4.00	1.74	2.35
营运资金变动	-382.55	113.67	-147.79	48.54	总资产周转率	0.57	0.54	0.54	0.56
其它	-56.48	0.06	-0.24	-0.24	应收帐款周转率	7.16	9.16	9.60	10.24
投资活动现金流	-961.32	-2148.87	-6162.45	-2637.14	应付帐款周转率	8.89	10.82	12.04	13.32
资本支出	-1052.05	-2209.76	-6199.76	-2679.76	每股收益	1.08	1.92	2.42	2.67
长期投资	20.00	20.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.38	3.21	3.97	5.00
其他	70.73	40.89	37.31	42.62	每股净资产	10.25	15.76	18.17	20.84
筹资活动现金流	-696.29	2590.49	-87.19	-87.19	P/E	30.20	16.96	13.46	12.18
短期借款	-62.39	0.00	0.00	0.00	P/B	3.17	2.06	1.79	1.56
长期借款	-396.36	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	15.94	9.60	7.85	6.23
其他	-237.54	2590.49	-87.19	-87.19	PS	3.36	2.94	2.58	2.26
现金净增加额	-743.63	2828.99	-3299.68	994.99					

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

分析师：任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn