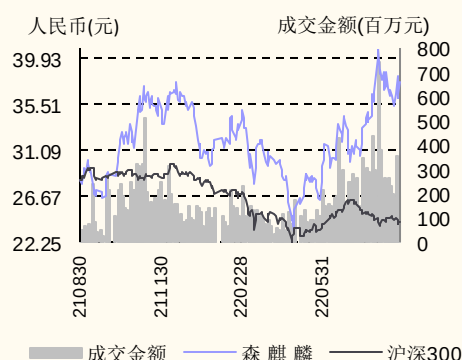


森麒麟 (002984.SZ) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 37.66 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.50
已上市流通 A 股(亿股)	2.88
总市值(亿元)	244.67
年内股价最高最低(元)	40.95/23.27
沪深 300 指数	4108
深证成指	12060

**相关报告**

1.《匠心独具，引领轮胎行业的中国“智造”-【国金化工】森麒麟深度》，2022.8.10

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
wangmh@gjzq.com.cn

lihanyu@gjzq.com.cn

泰国二期逐渐放量，盈利能力持续修复**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,705	5,177	6,998	8,985	10,692
营业收入增长率	2.76%	10.03%	35.17%	28.39%	18.99%
归母净利润(百万元)	981	753	1,095	1,569	1,879
归母净利润增长率	32.38%	-23.17%	45.31%	43.35%	19.72%
摊薄每股收益(元)	1.509	1.160	1.685	2.416	2.892
每股经营性现金流净额	2.59	1.28	2.06	3.22	3.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.67%	11.34%	15.25%	18.53%	18.84%
P/E	16.82	30.67	22.35	15.59	13.02
P/B	2.97	3.48	3.41	2.89	2.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2022 年 8 月 28 日发布中报: 2022 年上半年公司实现营业总收入 31.59 亿元, 同比增长 24.83%, 归母净利润 4.78 亿元, 同比增长 20.36%。其中 2022 年第二季度, 公司单季度主营收入 17.11 亿元, 同比增长 28.14%; 单季度归母净利润 2.45 亿元, 同比增长 44.03%。业绩基本符合预期。

经营分析

- **泰国二期开始放量带动整体业绩向上，全球化战略布局持续推进。**截至今年上半年，公司泰国二期 600 万条高性能半钢胎和 200 万条全钢胎项目进度已经达到 87%，上半年泰国子公司收入同比提升 24.5%达到 14.29 亿元，实现净利润 3.15 亿元，虽然受到产能爬坡影响盈利能力同比有所下滑但仍然维持了高达 22%的净利率。同时公司 8 万条航空轮胎（含 5 万条翻新轮胎）项目进度也达到 85.51%，预计明年将开始正式放量。目前公司还在加快推进西班牙工厂 1200 万条高性能半钢子午线轮胎的项目建设，在当前海外高通胀背景下终端市场或将消费降级，公司把握机遇快速扩产海外基地，未来市占率有望持续提升。
- **行业底部回暖，运费回落背景下公司盈利能力将持续修复。**今年以来上游原材料和海运运费开始回落，根据百川盈孚数据显示，截至 8 月 26 日天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶价格相比年初分别降低 6%、4%、10%；泰国至欧洲、美西、美东 20 尺集装箱运费相比年初分别下滑 35%、54%、45%，整体运费基本回落至去年 6 月时的状态，公司作为海外产能占比最高的轮胎龙头，随着运费降低盈利能力修复速度相对更快。

投资建议

- 公司为国内高端智能轮胎龙头企业，未来 2 年随着规模扩张，带动公司业绩增长的确定性较高。我们预测 2022-2024 年公司归母净利润分别为 10.95、15.69、18.79 亿元，对应的 EPS 分别为 1.69、2.42、2.89 元，对应 PE 分别为 22.35、15.59、13.02 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格波动、新增产能释放不及预期、国际贸易摩擦、海运费价格波动、汇率波动

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,579	4,705	5,177	6,998	8,985	10,692
增长率		2.8%	10.0%	35.2%	28.4%	19.0%
主营业务成本	-3,106	-3,115	-3,969	-5,140	-6,530	-7,621
%销售收入	67.8%	66.2%	76.7%	73.4%	72.7%	71.3%
毛利	1,473	1,590	1,208	1,858	2,455	3,071
%销售收入	32.2%	33.8%	23.3%	26.6%	27.3%	28.7%
营业税金及附加	-16	-18	-15	-20	-26	-32
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-212	-134	-146	-196	-288	-374
%销售收入	4.6%	2.9%	2.8%	2.8%	3.2%	3.5%
管理费用	-162	-166	-133	-175	-252	-342
%销售收入	3.5%	3.5%	2.6%	2.5%	2.8%	3.2%
研发费用	-65	-89	-109	-140	-198	-257
%销售收入	1.4%	1.9%	2.1%	2.0%	2.2%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	1,018	1,183	805	1,328	1,692	2,066
%销售收入	22.2%	25.1%	15.5%	19.0%	18.8%	19.3%
财务费用	-148	-102	-85	-80	-74	-61
%销售收入	3.2%	2.2%	1.7%	1.1%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-99	-15	23	0	0	0
公允价值变动收益	-2	-18	-9	-138	0	0
投资收益	-3	-15	-21	19	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	1.7%	0.0%	0.0%
营业利润	784	1,049	728	1,129	1,618	2,005
营业利润率	17.1%	22.3%	14.1%	16.1%	18.0%	18.8%
营业外收支	-22	-39	47	0	0	0
税前利润	762	1,009	775	1,129	1,618	2,005
利润率	16.6%	21.5%	15.0%	16.1%	18.0%	18.8%
所得税	-21	-29	-22	-34	-49	-126
所得税率	2.8%	2.9%	2.8%	3.0%	3.0%	6.3%
净利润	741	981	753	1,095	1,569	1,879
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	741	981	753	1,095	1,569	1,879
净利率	16.2%	20.8%	14.6%	15.6%	17.5%	17.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	741	981	753	1,095	1,569	1,879
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	449	395	335	390	473	510
非经营收益	177	67	72	202	83	83
营运资金变动	228	239	-329	-348	-36	57
经营活动现金净流	1,594	1,681	832	1,338	2,090	2,528
资本开支	-483	-935	-1,467	-1,347	-1,400	-1,100
投资	0	-150	109	-138	0	0
其他	-6	-56	3	19	0	0
投资活动现金净流	-490	-1,141	-1,355	-1,466	-1,400	-1,100
股权募资	0	1,234	0	-396	0	0
债权募资	-468	-912	1,929	-498	0	0
其他	-266	-216	-66	-263	-365	-459
筹资活动现金净流	-734	106	1,864	-1,157	-365	-459
现金净流量	374	630	1,316	-1,285	325	970

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	905	1,620	1,544	260	584	1,554
应收款项	554	545	704	985	1,191	1,329
存货	790	794	1,354	1,690	1,968	2,088
其他流动资产	118	298	1,422	1,474	1,431	1,453
流动资产	2,367	3,257	5,024	4,409	5,174	6,424
%总资产	36.9%	42.1%	48.3%	41.0%	41.6%	45.0%
长期投资	0	0	21	21	21	21
固定资产	3,525	3,563	4,963	5,980	6,914	7,511
%总资产	55.0%	46.1%	47.7%	55.6%	55.6%	52.6%
无形资产	193	151	141	135	130	125
非流动资产	4,039	4,480	5,371	6,344	7,271	7,861
%总资产	63.1%	57.9%	51.7%	59.0%	58.4%	55.0%
资产总计	6,406	7,737	10,395	10,753	12,445	14,285
短期借款	508	327	102	0	0	0
应付款项	762	1,105	1,190	1,426	1,774	2,026
其他流动负债	127	178	140	193	239	314
流动负债	1,397	1,610	1,432	1,620	2,013	2,340
长期贷款	1,307	452	396	0	0	0
其他长期负债	92	126	1,920	1,953	1,965	1,975
负债	2,796	2,187	3,749	3,572	3,978	4,315
普通股股东权益	3,610	5,550	6,646	7,181	8,467	9,970
其中：股本	581	650	650	650	650	650
未分配利润	1,700	2,559	3,292	4,222	5,509	7,012
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	6,406	7,737	10,395	10,753	12,445	14,285

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.276	1.509	1.160	1.685	2.416	2.892
每股净资产	6.217	8.543	10.230	11.053	13.033	15.347
每股经营现金净流	2.745	2.587	1.280	2.060	3.217	3.892
每股股利	0.000	0.166	0.170	0.253	0.435	0.578
回报率						
净资产收益率	20.52%	17.67%	11.34%	15.25%	18.53%	18.84%
总资产收益率	11.56%	12.67%	7.25%	10.18%	12.61%	13.15%
投入资本收益率	18.23%	18.16%	8.73%	14.32%	15.97%	16.43%
增长率						
主营业务收入增长率	9.65%	2.76%	10.03%	35.17%	28.39%	18.99%
EBIT增长率	31.47%	16.25%	-31.97%	64.98%	27.44%	22.10%
净利润增长率	51.63%	32.38%	-23.17%	45.31%	43.35%	19.72%
总资产增长率	3.37%	20.77%	34.36%	3.44%	15.74%	14.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.0	35.2	38.6	46.0	43.0	40.0
存货周转天数	103.2	92.8	98.7	120.0	110.0	100.0
应付账款周转天数	63.8	63.1	58.7	54.0	52.0	50.0
固定资产周转天数	276.4	254.8	214.3	201.2	154.0	122.5
偿债能力						
净负债/股东权益	25.21%	-17.88%	-8.08%	3.48%	-0.88%	-10.47%
EBIT利息保障倍数	6.9	11.6	9.4	16.6	22.8	34.0
资产负债率	43.65%	28.27%	36.06%	33.22%	31.96%	30.20%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	12	19	45
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-10	买入	36.90	46.96 ~ 46.96

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402