

森麒麟 (002984.SZ)

业绩环比提升，基本面逐步改善

买入

核心观点

业绩环比提升，毛利率修复可期。2022年上半年公司实现营收31.59亿元，同比+24.83%；归母净利润4.78亿元，同比+20.36%。其中二季度单季实现营收17.11亿元，环比+18.23%；归母净利润2.45亿元，环比+4.93%。二季度毛利率达到21.57%，环比下滑0.96pct，主要原因：1)公司部分原材料在一季度达到高点，但是在报表中体现在二季度成本，因此二季度成本仍然较高；2)泰国工厂二期尚处在产能爬坡期，因此单位成本相对较高。

海运费持续下降，原材料高位逐步修复。2022年以来，海运紧张情况逐步缓解，目前海运费已从去年高点下降40-50%左右。原材料方面，根据卓创资讯，天然橡胶Q2环比下降5%；丁苯橡胶Q2环比下降1%，顺丁橡胶Q2环比上涨3%；炭黑Q2环比上涨14%；促进剂Q2环比下降8%，防老剂Q2环比Q1下降7%。整体来看，原材料整体处在下降趋势，预计随着成本端的修复，公司盈利能力将逐步提升。

泰国、西班牙工厂保障公司持续成长。公司泰国二期“森麒麟轮胎(泰国)有限公司”年产600万条高性能半钢子午线轮胎及200万条高性能全钢子午线轮胎扩建项目已基本建成，我们预计随着产能不断爬坡，有望年底前达产。公司正在加快推进“西班牙年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目”建设，我们预计在24年逐步投产，届时有望成为中国轮胎企业在欧美发达国家的首家智慧轮胎工厂。

风险提示：新工厂投产不达预期；海外需求下滑风险；原材料价格波动风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

由于在通胀压力下，海外需求有所下降，因此我们下调盈利预测，预计22-24年公司净利润为12/17/21亿(原值为14/20/23亿)，EPS为1.78/2.57/3.18元/股，对应PE为21/15/12x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,705	5,177	7,050	9,000	10,251
(+/-%)	2.8%	10.0%	36.2%	27.7%	13.9%
净利润(百万元)	981	753	1158	1671	2067
(+/-%)	32.4%	-23.2%	53.7%	44.3%	23.7%
每股收益(元)	1.51	1.16	1.78	2.57	3.18
EBIT Margin	25.1%	15.5%	17.8%	19.9%	22.5%
净资产收益率(ROE)	17.7%	11.3%	15.3%	18.8%	19.6%
市盈率(PE)	25.0	32.5	21.1	14.6	11.8
EV/EBITDA	16.9	24.5	17.6	12.7	10.1
市净率(PB)	4.41	3.68	3.23	2.75	2.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·橡胶

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：刘子栋

021-60933133

liuzidong@guosen.com.cn

S0980521020002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	37.66元
总市值/流通市值	24479/10846百万元
52周最高价/最低价	43.32/22.89元
近3个月日均成交额	219.98百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

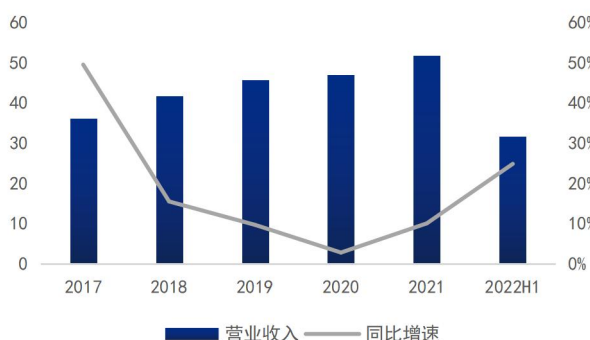
相关研究报告

《森麒麟-002984-2021年年报点评：基本面有望修复，新产能值得期待》——2022-02-15

《森麒麟-002984-深度报告：智能制造引领前进方向，差异化竞争探寻发展之路》——2022-01-24

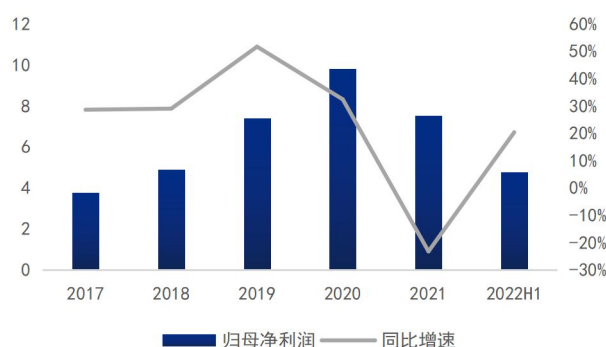
业绩环比提升，毛利率修复可期。2022 年上半年公司实现营收 31.59 亿元，同比+24.83%；归母净利润 4.78 亿元，同比+20.36%。其中二季度单季实现营收 17.11 亿元，环比+18.23%；归母净利润 2.45 亿元，环比+4.93%。二季度毛利率达到 21.57%，环比下滑 0.96pct，主要原因：1）公司部分原材料在一季度达到高点，但是在报表中体现在二季度成本，因此二季度成本仍然较高；2）泰国工厂二期尚在产能爬坡期，因此单位成本相对较高。

图1：森麒麟营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

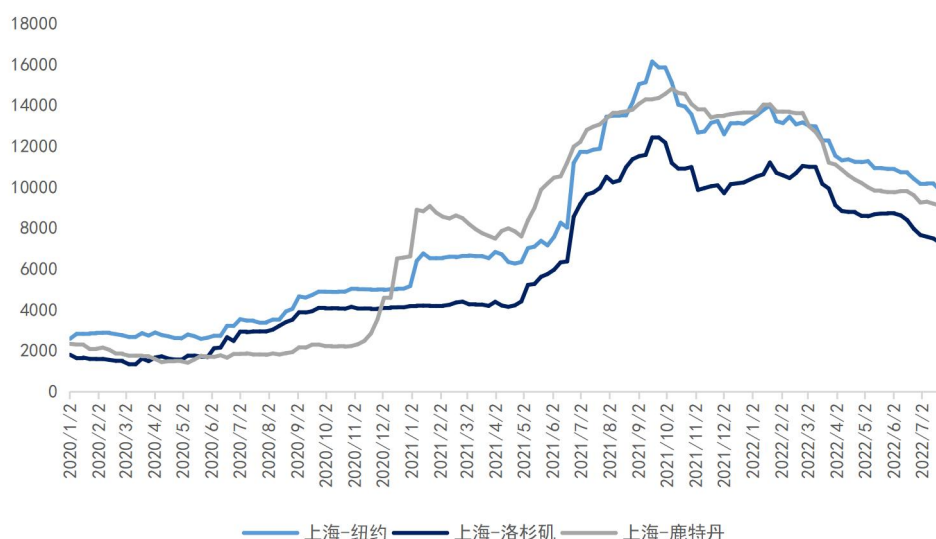
图2：森麒麟归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海运费持续下降，原材料高位逐步修复。2022 年以来，海运紧张情况逐步缓解，目前海运费已从去年高点下降 40-50%左右。原材料方面，根据卓创资讯，天然橡胶 Q2 环比下降 5%；丁苯橡胶 Q2 环比下降 1%，顺丁橡胶 Q2 环比上涨 3%；炭黑 Q2 环比上涨 14%；促进剂 Q2 环比下降 8%，防老剂 Q2 环比 Q1 下降 7%。整体来看，原材料整体处在下降趋势，预计随着成本端的修复，公司盈利能力将逐步提升。

图3：海运费（美元/40 英尺集装箱）



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

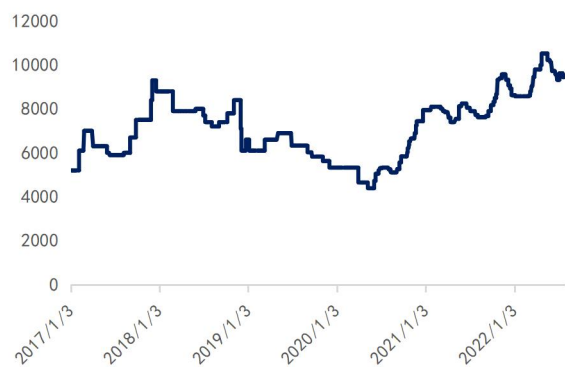
图4：天然橡胶价格走势（元/吨）

图5：合成橡胶价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：炭黑价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：橡胶助剂价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1620	1544	2757	3108	3281	营业收入	4705	5177	7050	9000	10251
应收款项	540	702	734	888	1011	营业成本	3115	3969	5265	6540	7175
存货净额	794	1354	1141	1243	1352	营业税金及附加	18	15	21	27	31
其他流动资产	152	123	212	270	308	销售费用	134	146	176	225	256
流动资产合计	3257	5024	6144	6810	7252	管理费用	166	133	168	213	241
固定资产	3563	4963	5594	6584	7969	研发费用	89	109	162	207	236
无形资产及其他	151	141	185	230	274	财务费用	102	85	74	76	74
投资性房地产	766	267	267	267	267	投资收益	(15)	(21)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(9)	(4)	0	0	0
资产总计	7737	10395	12191	13892	15763	其他收入	(97)	(74)	(162)	(207)	(236)
短期借款及交易性金融负债	327	102	500	500	500	营业利润	1049	728	1184	1713	2237
应付款项	819	978	1141	1326	1443	营业外净收支	(39)	47	10	10	10
其他流动负债	463	352	630	779	850	利润总额	1009	775	1194	1723	2247
流动负债合计	1610	1432	2271	2605	2793	所得税费用	29	22	36	52	180
长期借款及应付债券	452	2207	2237	2267	2297	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	126	110	110	110	110	归属于母公司净利润	981	753	1158	1671	2067
长期负债合计	577	2317	2347	2377	2407	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2187	3749	4618	4982	5199	净利润	981	753	1158	1671	2067
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(52)	(25)	(16)	(7)	(9)
股东权益	5550	6646	7573	8909	10563	折旧摊销	393	347	391	522	630
负债和股东权益总计	7737	10395	12191	13892	15763	公允价值变动损失	9	4	0	0	0
						财务费用	102	85	74	76	74
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(93)	(187)	517	13	(92)
每股收益	1.51	1.16	1.78	2.57	3.18	其它	52	25	16	7	9
每股红利	0.11	0.22	0.36	0.51	0.64	经营活动现金流	1290	918	2066	2206	2606
每股净资产	8.54	10.23	11.66	13.71	16.26	资本开支	0	(1703)	(1050)	(1550)	(2050)
ROIC	18.82%	10.30%	15%	21%	23%	其它投资现金流	(151)	(1150)	0	0	0
ROE	17.67%	11.34%	15%	19%	20%	投资活动现金流	(151)	(2853)	(1050)	(1550)	(2050)
毛利率	34%	23%	25%	27%	30%	权益性融资	(17)	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	16%	18%	20%	23%	负债净变化	(855)	(55)	30	30	30
EBITDA Margin	33%	22%	23%	26%	29%	支付股利、利息	(70)	(144)	(232)	(334)	(413)
收入增长	3%	10%	36%	28%	14%	其它融资现金流	1443	2258	398	0	0
净利润增长率	32%	-23%	54%	44%	24%	融资活动现金流	(423)	1859	197	(304)	(383)
资产负债率	28%	36%	38%	36%	33%	现金净变动	716	(76)	1212	352	172
股息率	0.3%	0.6%	0.9%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	905	1620	1544	2757	3108
P/E	25.0	32.5	21.1	14.6	11.8	货币资金的期末余额	1620	1544	2757	3108	3281
P/B	4.4	3.7	3.2	2.7	2.3	企业自由现金流	0	(761)	1078	720	615
EV/EBITDA	16.9	24.5	17.6	12.7	10.1	权益自由现金流	0	1441	1434	676	577

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032