

► **公司的盈利能力领先同行。**公司的综合毛利率高于同行，主要得益于公司的产品结构以及先进制造产线。公司的产品结构中高毛利率的半钢胎产品占比同行业最高，在 2022 年泰国二期工厂投产前所有的轮胎产能均为半钢胎产品；大尺寸轮胎拥有更好的舒适性和操控性，近几年轮胎的大尺寸化是行业里发展的一个趋势，森麒麟、韩泰等国际领先轮胎公司均在发力大尺寸轮胎，在公司半钢胎产品中，毛利率相对更高的大尺寸轮胎占比已经处于全球领先水平；公司泰国一期工厂在 2019 年投产，得益于先进制造产线，公司整体的费用率、开工率、人均创收等指标均有了明显改善，并且持续领先全行业。

► **轮胎消费具有刚性属性。**轮胎产业链下游是汽车消费市场，大致可以分为配套市场以及替换市场，其中替换市场占轮胎总消费市场的比例超过 7 成。人们对于汽车出行的刚需存在使得轮胎的替换市场消费也具有刚性需求，所以我们能看到全球轮胎替换市场在经历 2020 年疫情冲击后，能迅速在 2021 年恢复。一般而言汽车保有量数据不会出现断崖式下滑，那么轮胎替换市场的消费需求也不会急剧萎缩。另一方面，凭借着国内制造业降本增效能力，国产轮胎品牌的性价比在国际上占有绝对优势，国产轮胎的全球市场占有率也处于上升通道。

► **轮胎成本以及航运费边际改善。**轮胎产业链上游原材料属于周期品，合成橡胶、天然橡胶、炭黑等是主要上游原材料，这也使得轮胎行业具有一定的周期波动属性。原油可以是观察轮胎成本变化的先导指标，因为原油价格波动会带动合成橡胶以及炭黑价格波动，合成橡胶价格进而会影响天然橡胶价格，所以原油价格对轮胎成本影响深远。现阶段原油价格从高位企稳有所回调，轮胎的成本端边际改善，轮胎企业利润有望增厚。此外，虽然国内龙头轮胎厂的轮胎海外运输采用 FOB 模式结算，但是极端的航运条件会影响产业链出货，并且轮胎厂也会或多或少主动承担部分费用，进而使得航运对轮胎企业业绩带来影响。现阶段，航运紧张的局面也已经大幅缓解，航运带来的负面影响已经逐渐消退。

► **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 11.92、16.98、21.95 亿元，EPS1.84、2.61 与 3.38 元，9 月 6 日收盘价对应 PE 为 20、14 和 11 倍。考虑到公司产能全球布局，未来几年公司轮胎产能将持续释放，结合国产轮胎领先的性价比，公司的业绩将保持增长势头，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格剧烈波动、海运费大幅上涨、产能建设与投产不及预期、下游轮胎消费不达预期等。

推荐

维持评级

当前价格：

37.04 元

**分析师 刘海荣**

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

相关研究

1.把握确定性，拥抱新技术——化工行业 2022 年度中期投资策略-2022/07/11

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5177	7454	9318	10718
增长率 (%)	10.0	44.0	25.0	15.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	753	1192	1698	2195
增长率 (%)	-23.2	58.3	42.4	29.3
每股收益 (元)	1.16	1.84	2.61	3.38
PE	32	20	14	11
PB	3.6	3.1	2.6	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 09 月 07 日收盘价）

目录

1 高成长高盈利的后起之秀	3
1.1 公司成立于 2007 年，股权结构集中稳定	3
1.2 成长性：“833PLUS”战略	4
1.3 费用管控卓越，海外营收占主导	5
1.4 海外业务占比高：对于汇率影响的定量测算	6
1.5 多项权威测评里排名领先，体现公司产品硬实力	6
2 突破海外封锁，航空胎业务稳步发展	8
2.1 航空胎业务：制备壁垒极高	8
2.2 航空胎测评严苛，国内暂时没有流行较广的指标	8
2.3 被外资垄断的航空胎市场	9
2.4 森麒麟航空胎已经向中国商飞正式供货	10
2.5 国内和全球范围内航空胎市场保持增长	11
3 产品结构以及智能化工厂造就公司的高毛利	12
3.1 森麒麟毛利率持续领先可比公司均值	12
4 替换需求带来消费刚性，国产企业话语权提升	18
4.1 轮胎行业兼具周期属性和消费属性	18
4.2 替换市场占据轮胎消费的主要份额，并且需求呈现刚性	18
4.3 轮胎替换需求的刚性来自汽车保有量	19
4.4 国内轮胎企业国际话语权提升	20
4.5 国内轮胎行业的马太效应	21
4.6 国内龙头轮胎企业纷纷到海外设厂	23
4.7 亚洲地区轮胎“双反”情况	24
5 原材料+航运费边际改善	26
5.1 天然橡胶、合成橡胶、炭黑是轮胎的主要原材料	26
5.2 主要原材料价格变动对于公司业绩影响的敏感性测算	26
5.3 原油价格是橡胶价格的关键影响因素之一	28
5.4 橡胶价格边际改善	29
5.5 运输受阻+俄乌冲突冲击炭黑价格	30
5.6 航运最紧张的阶段已经过去	31
6 盈利预测与投资建议	33
6.1 盈利预测假设与业务拆分	33
6.2 估值分析	33
6.3 投资建议	34
7 风险提示	35
插图目录	37
表格目录	37

1 高成长高盈利的后起之秀

1.1 公司成立于 2007 年，股权结构集中稳定

1.1.1 公司发展里程碑

公司成立于 2007 年，2009 年完成了第一条半钢子午线轮胎的生产，2014 年开始推进全球布局，筹建泰国工厂，2015 年增资扩股变更为股份制公司，同年泰国工厂一期项目顺利下线，2020 年公司顺利在深交所上市。

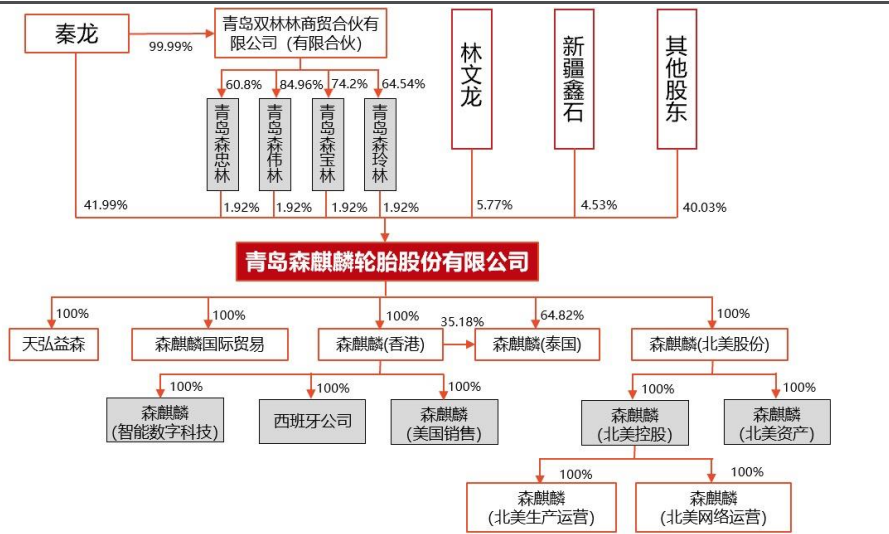
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.1.2 公司股权结构稳定，董事长秦龙是实控人

公司股权结构集中、稳定，公司创始人、现任董事长秦龙为公司第一大股东，截至 2022 年半年报，直接持有公司 41.99%的股权，并通过青岛森忠林、青岛森玲林、青岛森伟林、青岛森宝林四个持股平台间接持股公司 5.46%的股权。

图2：公司股权结构（截至 2022 年半年报）


资料来源：公司公告，企查查，民生证券研究院（注：部分子公司、孙公司股权占比来自 2021 年公告）

1.2 成长性：“833PLUS” 战略

2021 年公司制定了“833plus”战略规划：计划用 10 年左右时间在全球布局 8 座数字化智能制造基地（中国 3 座，泰国 2 座，欧洲、非洲、北美各 1 座），同时实现运行 3 座研发中心（中国、欧洲、北美）和 3 座用户体验中心，plus 是指择机并购一家国际知名轮胎企业。

目前公司已经公告规划落地的制造基地包括中国 1 座，泰国 2 座，欧洲（西班牙）一座，其中泰国二期是今年、明年主要放量的工厂，西班牙工厂则是 2024、2025 年主要放量的工厂。所以成长性角度，公司还远没有达到天花板。

表1：公司产能释放节奏（单位：万条）

类型	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
青岛	半钢	995	1143	1162	1200	1200	1500	1500	1500
泰国	半钢	773	992	992	1000	1000	1300	1600	1600
	全钢	-	-	-	-	-	80	200	200
西班牙	半钢	-	-	-	-	-	-	600	1200
合计		1768	2135	2154	2200	2200	2880	3300	4500
yoy		-	21%	1%	2%	0%	31%	15%	18%
航空胎(万吨)		-	-	-	-	-	3	5	8

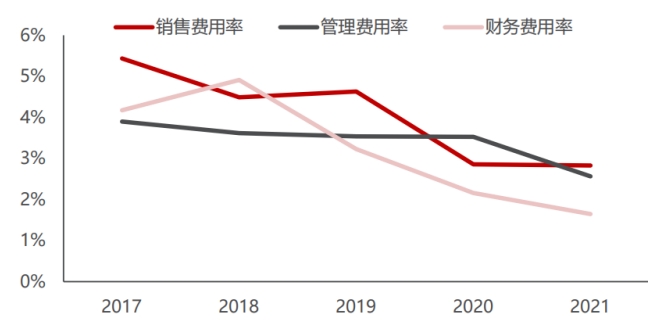
资料来源：公司公告，民生证券研究院预测；

1.3 费用管控卓越，海外营收占主导

1.3.1 逐年下降的期间费用 VS 逐年抬升的研发支出

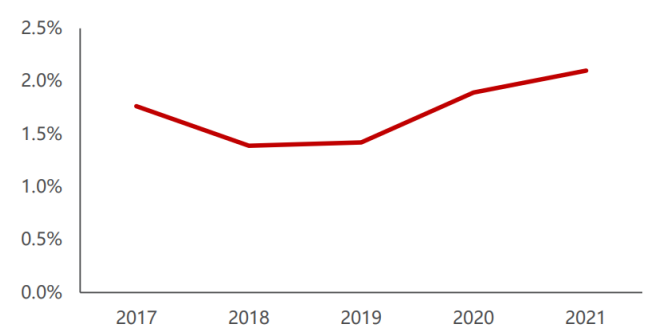
依托高自动化、信息化产线的投产以及公司卓越的费用管控能力，公司的期间费用率均处于下降通道，2021 年公司财务费用率为 1.65%，销售费用率为 2.83%，管理费用率为 2.57%，均为历史最低值；而与期间费用率下降形成鲜明对比，公司的研发费用率呈现抬升的趋势，2021 年公司研发费用率达到 2.1%的历史新高。

图3：公司费用管控能力卓越



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图4：公司研发费用率在上升通道

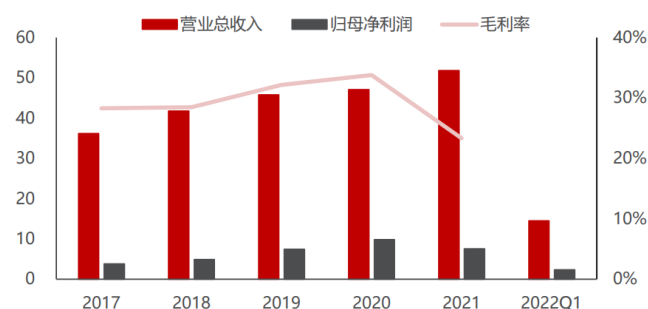


资料来源：公司年报，民生证券研究院

1.3.2 营收持续增长，海外业务占比高

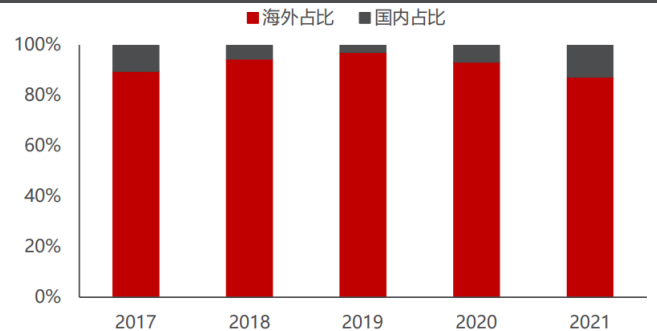
公司的营业总收入随着产能释放保持逐年增长的态势，2021 年公司营收总额达到 51.77 亿元，近 4 年 CAGR 达到 9.38%；而公司盈利能力受到原材料端价格波动呈现一定的波动性，2021 年因为成本上升导致公司毛利率同比下滑 10.47pct 到 23.33%；2022 年公司的盈利能力在逐渐恢复，2022 年一季度公司实现归母净利润 2.33 亿元，环比增长 28.73%，同比增长 2.64%。海外市场是公司营收的主要来源，2021 年公司海外营收占比达到 87.32%。

图5：公司营收持续增长，但是盈利能力有波动(亿元)



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图6：公司海外业务占比保持高位



资料来源：公司年报，民生证券研究院

1.4 海外业务占比高：对于汇率影响的定量测算

公司虽然海外营收占比比较高，但是汇率对于公司业绩的波动很小，从 2021 年公司公告的数据来看，所有外币对人民币汇率变动 5%，对于公司的净利润影响仅为 0.03 亿元，主要原因有两个，一个是公司原材料中的天然橡胶、合成橡胶等均为外币全球采购，一定程度上也平抑了汇率波动带来的影响，另一个是公司和银行签订了外汇远期合约，使得汇率的风险敞口降到最低。

首先我们不考虑外汇远期合约，针对汇率的影响对公司业绩做定量测算。以 2020 年为例，公司海外营收占比 3.27%，毛利率为 33.8%，净利率为 20.84%，人民币兑美元汇率变动 5% 对于毛利润的影响是 1.53 亿元，对毛利率的影响为 3.25pct；对净利润的影响为 1.49 亿元，对净利率的影响为 3.16pct。

而公司公告，2021 年公司与银行签订了 2.46 亿元的外汇远期合约头寸，足以覆盖人民币汇率变动 5% 范围内的业绩波动。

表2：不考虑外汇头寸的汇率敏感性测试（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
营业收入	47.05	45.79	41.76
境外销售	43.89	44.46	39.46
境外销售占营业收入的比例	93.27%	97.10%	94.49%
年平均汇率下降（上升）5%变动对营业收入的影响	+(-)2.19	+(-)2.22	+(-)1.97
影响金额占营业收入比例	+(-)4.7%	+(-)4.9%	+(-)4.7%
毛利率	0.338	0.3217	0.2846
净利润	9.81	7.41	4.89
年平均汇率下降（上升）5%变动对毛利的影响	+(-)1.53	+(-)1.56	+(-)1.31
年平均汇率下降（上升）5%变动对毛利率的影响比例	+(-)3.25pct	+(-)3.4pct	+(-)3.14pct
年平均汇率下降（上升）5%变动对净利润的影响	+(-)1.49	+(-)1.51	+(-)1.28
年平均汇率下降（上升）5%变动对净利润的影响比例	+(-)3.16pct	+(-)3.3pct	+(-)3.1pct

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算；

1.5 多项权威测评里排名领先，体现公司产品硬实力

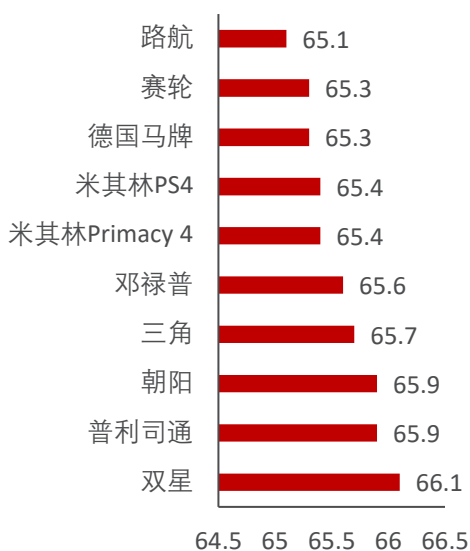
公司的半钢胎各项指标均与国际知名一线品牌持平，在各类测试结果中名列前茅：在《2016 Test World 夏季轮胎测试报告》中，公司的“路航”轮胎综合排名第九，为排名最高的中国品牌。其中湿地的制动、动态抓地力排名并列第二；湿地的水滑测试及操控性能、噪音测试排名并列第三。

表3: 公司的“路航”产品在 Test World 测试中的表现

	比重%	阿波罗	宝龙	马牌	邓禄普	固特异	锦湖	路航	米其林	南港	诺记	倍耐力	万力	弗雷德	马牌 18''
湿地	60%														
制动	15%	8	6	9	8	9	8	9	9	6	9	10	5	8	10
动态抓地力	15%	9	8	9	9	10	9	9	9	7	10	10	6	9	10
水滑测试	20%	10	9	9	8	9	6	8	8	8	10	8	8	8	7
操控性能	10%	7	7	10	9	9	8	8	9	7	10	9	6	8	10
干地	25%														
制动	15%	9	7	8	9	9	7	7	9	6	8	10	6	7	10
操控性能	10%	8	8	9	9	9	7	7	8	6	9	9	6	8	10
经济及舒适性	15%														
噪音	5%	10	10	10	10	10	10	8	9	9	9	9	9	10	9
滚动阻力	10%	9	9	9	9	9	7	7	9	7	10	8	8	9	5
总分	100%	8.8	7.9	9	8.7	9.2	7.5	8	8.7	6.9	9.4	9.2	6.6	8.2	8.9

资料来源:《2016 Test World 夏季轮胎测试报告》, 民生证券研究院; (注: 满分 10 分, 分值越高表现越好)

2019 年,《Auto Bild China》对十款高端运动型轿车轮胎进行对比测试, 路航综合排名仅次于米其林(两款轮胎)、德国马牌, 与普利司通并列第三, 为排名最高的中国品牌, 在车内噪音、滚动阻力两项细节测试中继续排名首位。

图7: 公司“路航”类产品车内噪音测试排名首位


资料来源:《Auto Bild China》2019, 民生证券研究院(单位: dB(A) 车速 80km/h)

图8: 公司“路航”类产品滚动阻力测试排名首位

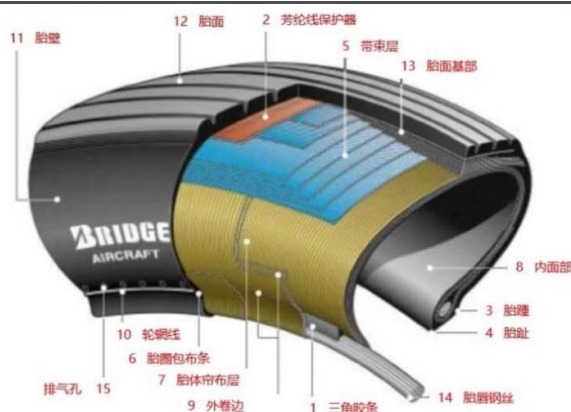

资料来源:《Auto Bild China》2019, 民生证券研究院 (数字越靠近 1 则滚阻越大)

表4：航空胎制备关键流程

	TSO-C62	AC-145
100%负载起飞圈数	50	50
100% 负载滑行圈数	8	8
最小速度 (英里/时)	40	40
最小距离 (英尺)	35000	35000
测力计测试		
120% 负载滑行	2	2
最小速度 (英里/时)	40	40
最小距离 (英尺)	35000	35000
150%负载起飞圈数	1	1
过压测试	4 倍额定充气压力, 持续 3 秒	3 倍额定充气压力, 持续 3 秒
轮胎材料的物理性质: 温度 (华氏度)	-40—160	-

资料来源：普利司通，民生证券研究院；

图10：航空轮胎结构图



资料来源：普利司通，民生证券研究院

2.3 被外资垄断的航空胎市场

全球范围内，2015 年米其林、固特异、普利司通的航空轮胎市占率分别达到 37%、20%、30%，其余厂商仅为 13%；国内市场上，海外轮胎厂商的市占率更是达到 95%，可以说外资品牌完全垄断了航空轮胎市场。航空胎作为重要的战略品种，海外国家对航空胎技术进行封锁，从设备到材料到工艺的完全自主就显得愈发重要。

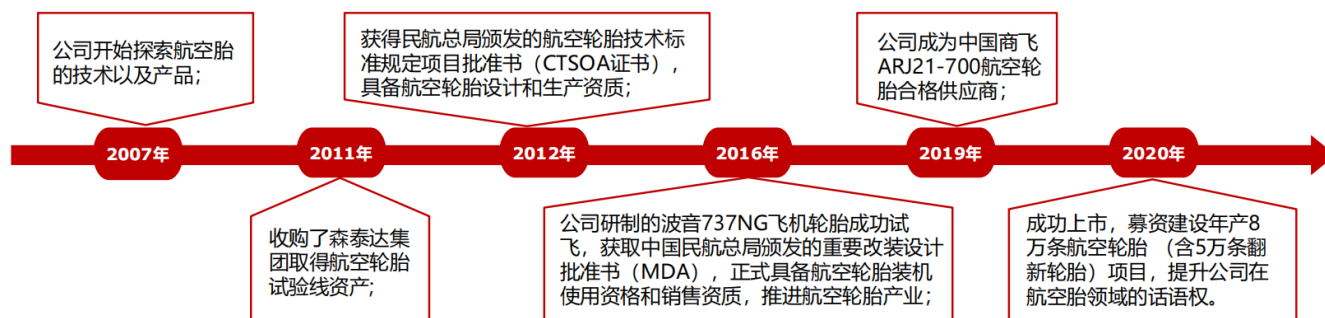
表5：全球航空轮胎生产汇总

航空轮胎生产企业	总部所在国	拥有航空轮胎厂数
米其林集团	法国	3 (美国、法国、泰国各1个)
固特异轮胎橡胶公司	美国	2 (美国、泰国各1个)
邓禄普航空轮胎公司	英国	2 (美国、印度各1个)
普利司通公司	日本	2
美国特种轮胎公司	美国	1
Mitas	捷克	1
Altai 轮胎公司	俄罗斯	1
卡迪安特股份公司 (JSC Cordiant)	俄罗斯	1
Antel	俄罗斯	1
银川佳通长城轮胎有限公司	中国	1
中橡集团曙光橡胶工业研究设计院 (蓝宇航空轮胎发展公司)	中国	1
北京大地神州轮胎科技有限公司	中国	1
青岛森麒麟轮胎有限公司	中国	1
Michigan	印度	1
MRF 公司	印度	2
锦湖轮胎公司	韩国	1
Petlas 轮胎工业公司	土耳其	1

资料来源：观研报告网，民生证券研究院；

2.4 森麒麟航空胎已经向中国商飞正式供货

正因为航空胎的生产难度最高，需要满足的指标条件最为严苛，具备航空胎生产能力也可以看成是公司核心竞争力之一。2007 年公司开始探索航空胎的技术以及产品；2011 年收购了森泰达集团取得航空轮胎试验线资产；2012 年通过了国家级航空轮胎试验中心的动态模拟测试，获得民航总局颁发的航空轮胎技术标准规定项目批准书 (CTSOA 证书)，标志公司具备航空轮胎设计和生产资质；2016 年 11-12 月，公司研制的波音 737NG 飞机轮胎成功试飞，获取中国民航总局颁发的重要改装设计批准书 (MDA)，标志公司正式具备航空轮胎装机使用资格和销售资质，并积极推进航空轮胎产业；2019 年公司成为中国商飞 ARJ21-700 航空轮胎合格供应商；2020 年公司成功上市，募投资建设年产 8 万条航空轮胎 (含 5 万条翻新轮胎) 项目，进一步提升公司在航空胎领域的话语权。

图11：公司航空胎发展历程


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2.5 国内和全球范围内航空胎市场保持增长

国内和全球范围内航空胎市场还在不断增长，根据《当前航空市场展望 2017-2036》、《2016年民航行业发展统计公报》、《世界空中力量 2017》、《2017-2036年民用飞机市场预测年报》等资料，预计到2035年，国内的航空轮胎需求总量将达到121.11万条，2016-2035年间CAGR达到5.4%；全球的航空轮胎需求总量将达到968.19万条，2016-2035年间CAGR达到1%；市场规模上，预计到2035年，国内的航空胎需求总量将达到97.76亿元，2016-2035年间CAGR达到5%；全球的航空轮胎需求总量将达到723.54亿元，2016-2035年间CAGR达到1.1%。

表6：各种类型飞机的轮胎需求量（万条）

类型	国内		全球	
	2016	2035	2016	2035
民用飞机	25.49	75.03	265.08	405.65
同航飞机	1.26	12	217.2	227.94
军用飞机	17.73	34.08	318.25	334.6
合计	44.48	121.11	800.53	968.19

资料来源：招股说明书，民生证券研究院；

表7：各种类型飞机的轮胎市场规模（亿元）

类型	国内		全球	
	2016	2035	2016	2035
民用飞机	20.5	60.3	213.13	326.16
同航飞机	0.34	3.22	58.23	61.1
军用飞机	17.82	34.24	319.86	336.28
合计	38.66	97.76	591.22	723.54

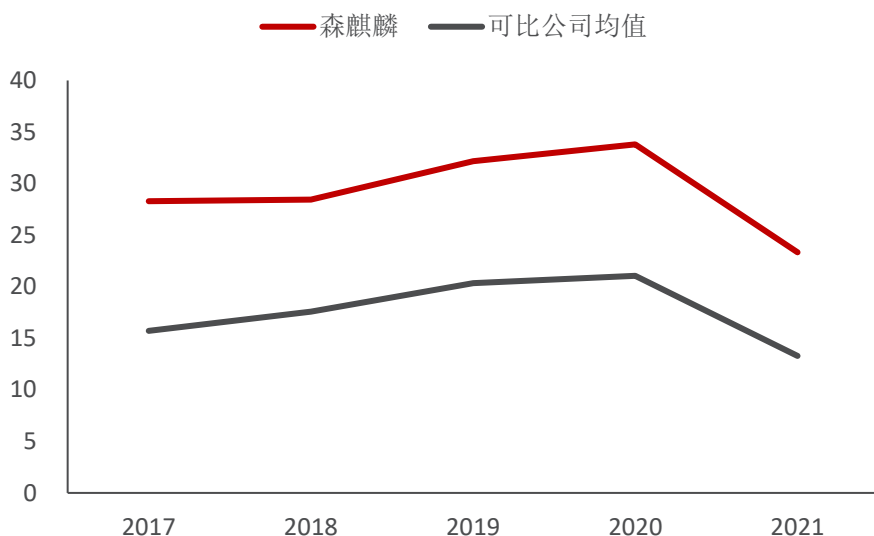
资料来源：招股说明书，民生证券研究院；

3 产品结构以及智能化工厂造就公司的高毛利

3.1 森麒麟毛利率持续领先可比公司均值

公司产品的盈利能力显著高于可比公司均值。在行业处于高景气阶段的 2020 年，公司的综合毛利率达到 33.8%，显著高于可比公司均值的 21.05%；在行业较低迷阶段的 2021 年，公司的综合毛利率达到 23.33%，仍然显著高于可比公司均值的 13.29%。

图12：公司的综合毛利率显著高于可比公司均值（%）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院测算

注：可比公司为赛轮轮胎、玲珑轮胎、三角轮胎、贵州轮胎、通用股份、风神股份、青岛双星

3.1.1 毛利率相对较高的半钢胎产能占比较高

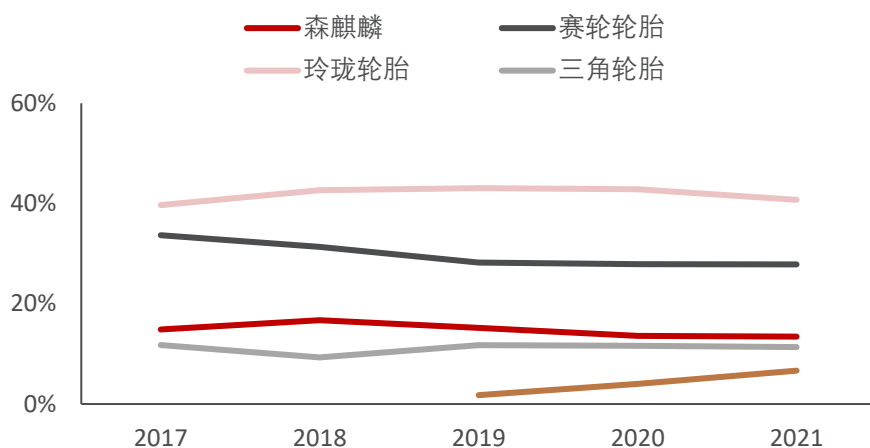
子午线轮胎可以分为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎，二者结构上的差异表现在胎体骨架材料上，半钢子午线轮胎胎体骨架材料为纤维材料，包括尼龙或者聚酯材料，其余骨架材料为钢丝材料作为补强层，这样使得轮胎兼具舒适性以及承重性；全钢子午线轮胎的骨架材料均为钢丝材料，侧重承重性。结构上的不同也使得二者应用领域各有侧重，半钢胎兼具舒适性以及承重性，主要应用于乘用车以及轻卡；全钢则主要应用于重卡和大卡车。应用领域上的不同使得二者毛利率存在差异，一般而言半钢胎的毛利率要高于全钢胎。截至 2021 年底，公司所有的产品均为半钢胎，盈利能力充分受益于产品结构。

图13：全钢胎和半钢胎的结构图



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图14：公司半钢胎产能占比

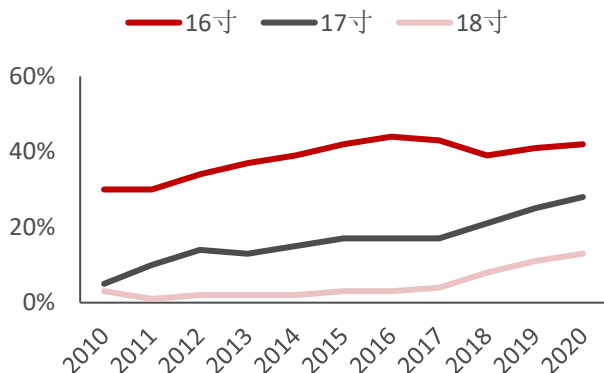


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.1.2 半钢胎中大尺寸轮胎占比较高

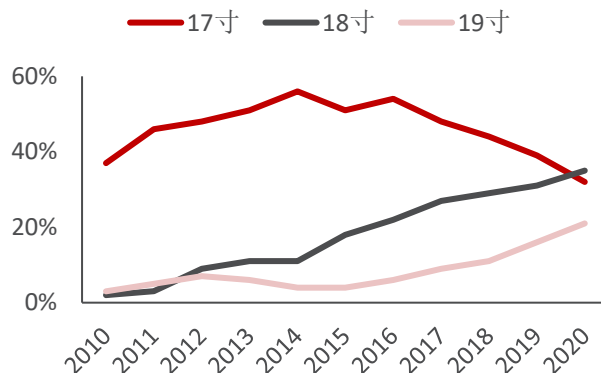
大尺寸轮胎享有更高的盈利能力。中型轿车、越野车、城市 SUV、皮卡及商务车等车型对于轮胎性能的要求更苛刻，而大尺寸轮胎能使适配车型拥有更好的操控性以及更广的道路适应性，并且可以兼顾更高的驾乘舒适性以及更卓越的速度性追求。相应的，大尺寸轮胎研发投入更高、制造工艺更复杂，也就有了更强的溢价能力和更高的毛利率，并且毛利率随着车型档次上升还有进一步提升的空间。以森麒麟的数据为例，2020 年公司大尺寸轮胎的售价比整体产品售价高出 22.33%。终端市场的数据也验证了轮胎大尺寸化的趋势，无论是轿车还是 SUV 市场，大尺寸轮胎的占比均在显著提升。

图15: OE 配套轮胎尺寸变化—轿车



资料来源: OFWEEK, 民生证券研究院

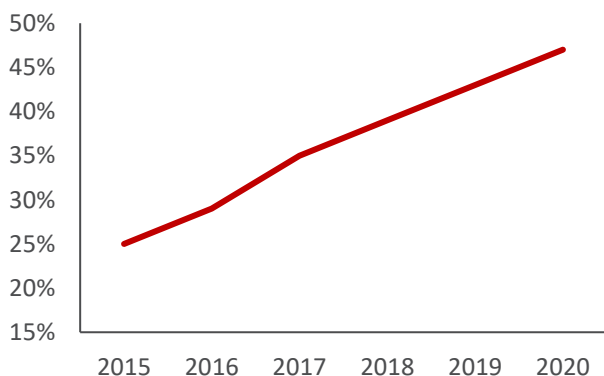
图16: OE 配套轮胎尺寸变化—SUV



资料来源: OFWEEK, 民生证券研究院

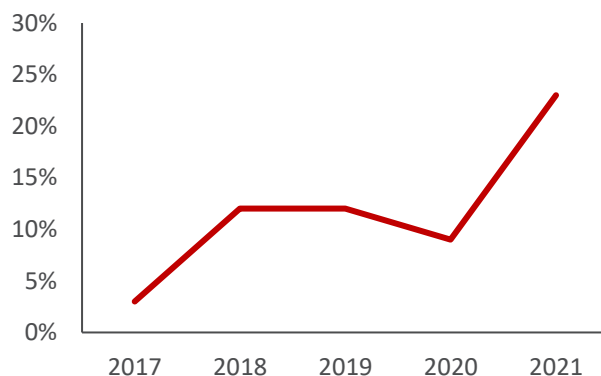
轮胎大尺寸化是行业发展的趋势，国际巨头也在发力大尺寸轮胎。米其林预计 2019-2023 年全球轮胎原装以及替换市场上，19 寸及以上的轮胎将会以 16% 的复合增速快速抢占市场，18 寸轮胎的复合增长率也将达到 6%，小尺寸轮胎的市占率则会进一步被侵蚀。在此背景下，米其林营收中大尺寸轮胎占比也在逐年提升，2021 年占比达到了 47%，并且还有进一步提升的趋势；同样，韩泰也在大尺寸轮胎上发力，即使在疫情冲击下，其大尺寸轮胎的营收增速仍保持在高位，2021 年同比增长 23%。

图17: 米其林大尺寸轮胎销售额占比逐年提升



资料来源: 米其林年报, 民生证券研究院

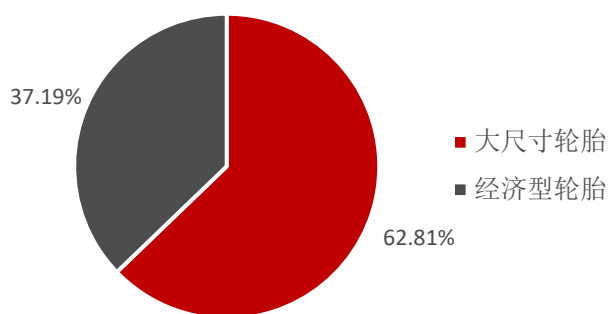
图18: 韩泰大尺寸轮胎销售额同比增速显著提升



资料来源: 韩泰年报, 民生证券研究院

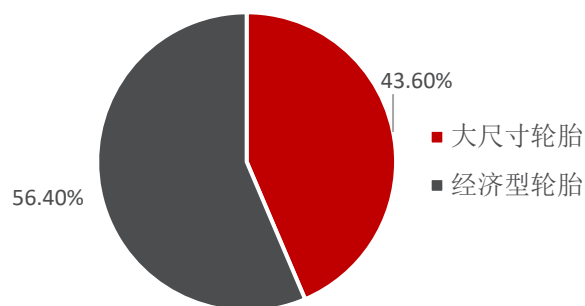
森麒麟领先全球布局大尺寸轮胎。公司 17 寸及以上的大尺寸高性能乘用车、轻卡轮胎产品销售金额占比近年来持续保持在 60% 以上，与倍耐力齐名，为全球两家以大尺寸高性能产品为主的企业之一；2020 年公司销售美国市场的大尺寸轮胎数量占比 62.81%，销往其他地区的大尺寸轮胎数量占比 43.6%，产品结构的优势使得公司盈利水平持续保持在高水平。

图19: 森麒麟销往美国的产品结构占比



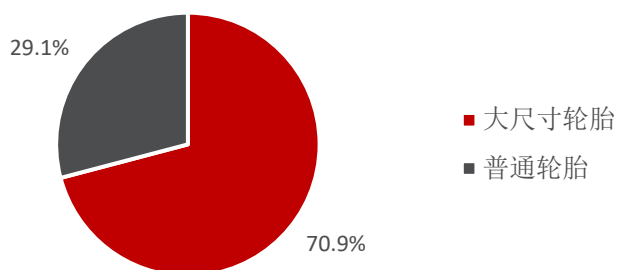
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院(2020年)

图20: 森麒麟销往其他地区的轮胎结构占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院(2020年)

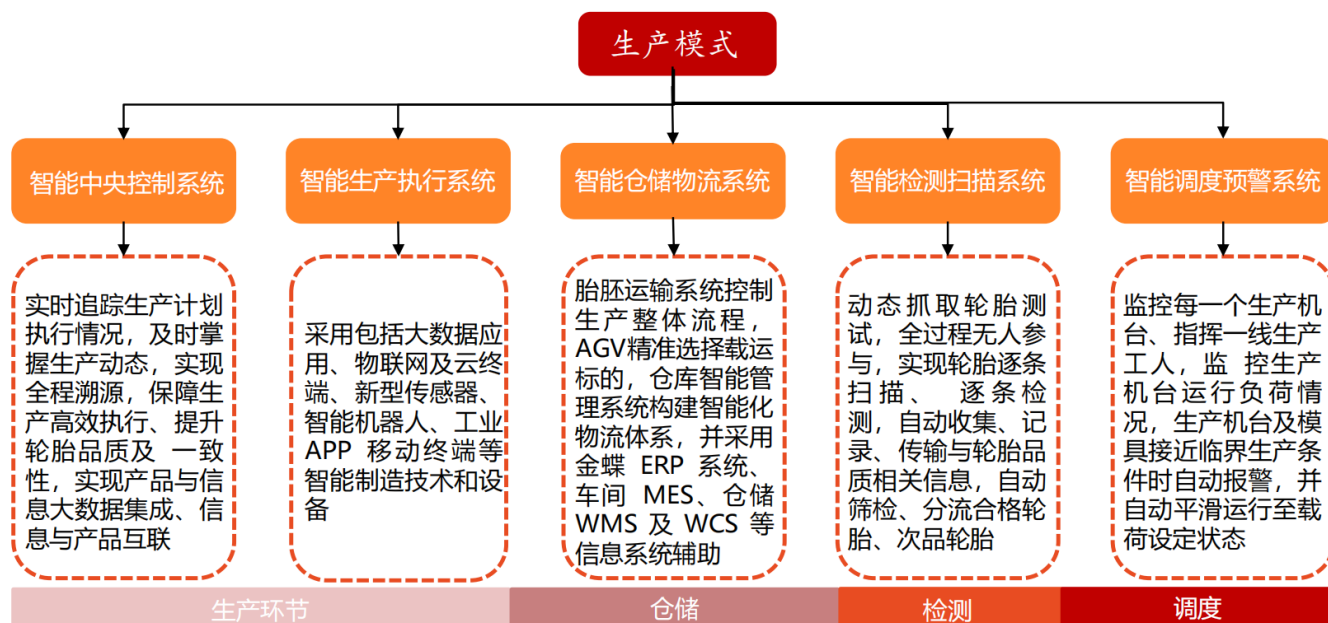
图21: 倍耐力大尺寸轮胎销售额占比



资料来源: 倍耐力年报, 民生证券研究院(2020年)

3.1.3 智能化、信息化、数字化的工厂

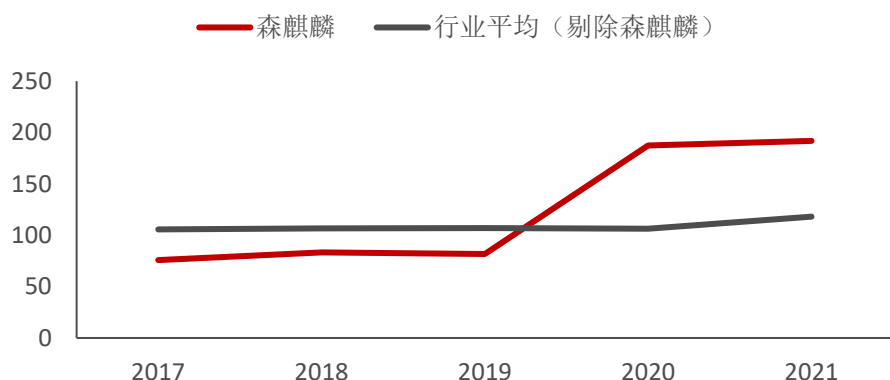
图22：公司智能化生产模式



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

依托于 2019 年投产的泰国智能化一期工厂，公司人均创收提升显著，2020 年公司人均创收由 2019 年的 81.6 万元提升至 187.4 万元，增长率达到 129.58%，而 2020 年行业平均人均创收为仅 106 万，公司领先于行业平均 76%。

图23：公司人均创收在泰国工厂投产后显著提升（单位：万元）

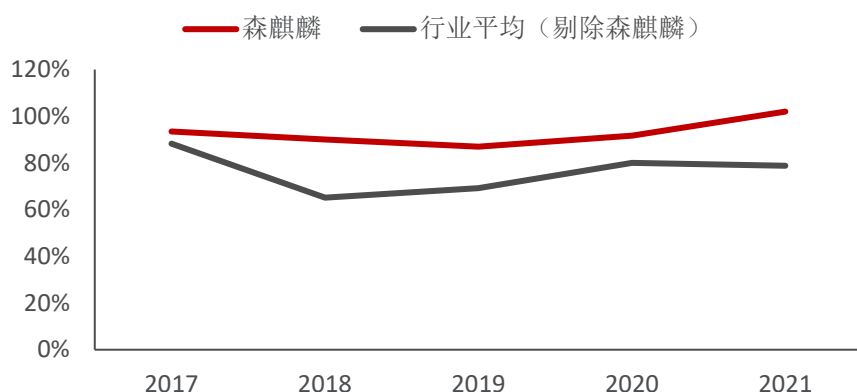


资料来源：各公司公告，民生证券研究院测算

注：此处行业平均（剔除森麒麟）指标仅统计有公开信息披露的几家上市公司的平均数据

同样受益于智能化工厂的投建与达产，公司的产能利用率保持在上升通道。2019 年公司的产能利用率仅为 86.97%，到了 2020 年提升至 91.65%，2021 年继续提升至 102%，而 2021 年行业平均开工率下降至 78.6%，公司高于行业平均 23.26%。

图24：公司产能利用率在泰国工厂投产后显著提升

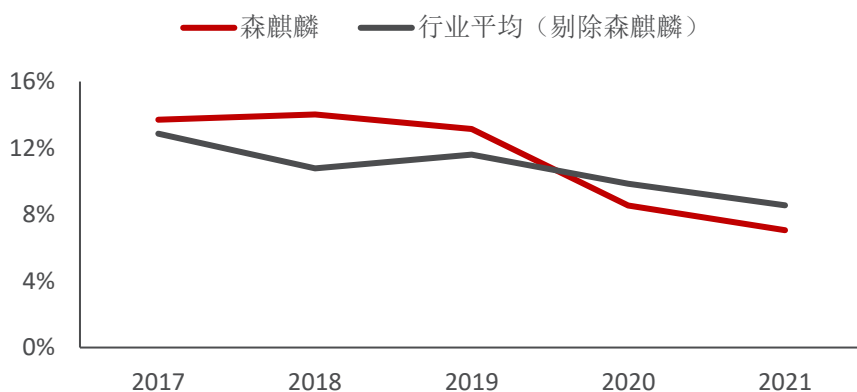


资料来源：各公司公告，民生证券研究院测算

注：此处行业平均（剔除森麒麟）指标仅统计有公开信息披露的几家上市公司的平均数据

公司的费用率也因为智能化工厂的投产而显著改善。2019年公司的费用率达到13.15%，高于行业平均的11.6%，而此后公司的费用率下滑迅猛，2020年下滑至8.55%，已经领先于行业平均的9.9%，2021年继续下滑至7.06%，而行业平均为8.6%，公司的成本管控能力已经领先同行。

图25：公司费用率在泰国工厂投产后下降更为明显



资料来源：各公司公告，民生证券研究院测算

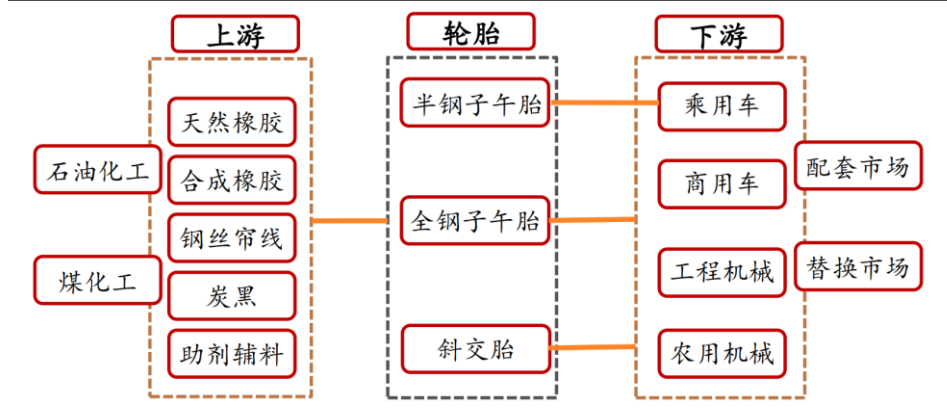
注：此处行业平均（剔除森麒麟）指标仅统计有公开信息披露的几家上市公司的平均数据

4 替换需求带来消费刚性，国产企业话语权提升

4.1 轮胎行业兼具周期属性和消费属性

轮胎上游主要原材料价格的周期性波动使得轮胎呈现一定的周期性；而轮胎下游主要应用到汽车市场，按照属性分为配套市场和替换市场，所以轮胎行业又因为下游应用呈现一定的消费属性。

图26：公司费用率在泰国工厂投产后下降更为明显

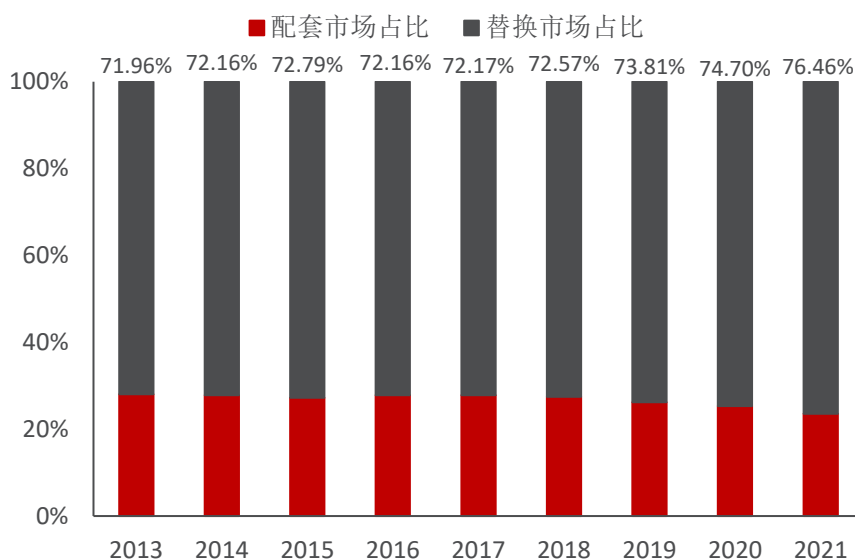


资料来源：产业信息网，民生证券研究院

4.2 替换市场占据轮胎消费的主要份额，并且需求呈现刚性

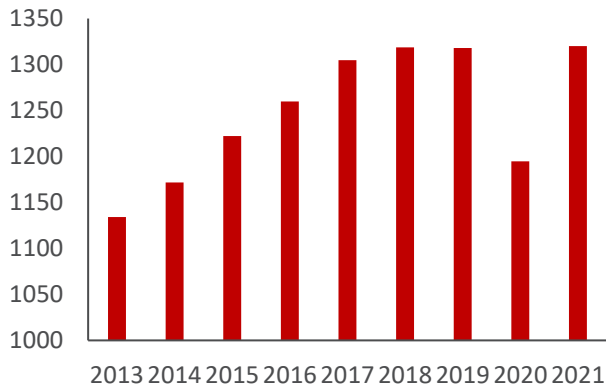
轮胎下游消费主要以替换需求为主，2021 年全球轮胎市场的替换需求消费量达到 1320.1 百万条，占轮胎总消费量的 76.46%；2020 年受到疫情影响，消费者出行意愿降低，进而轮胎的替换和配套市场受到冲击；而 2021 年替换市场上轮胎消费量迅速恢复到疫情前的水平，修复速度远快于配套市场，体现了轮胎替换需求的消费刚性。同理，2022 年上半年，国内轮胎市场受到疫情影响需求遇冷，轮胎消费量滞后；国内经济稳增长背景下，国内出台了一系列汽车消费激励政策，轮胎消费需求有望触底反弹。

图27: 轮胎市场配套和替换占比



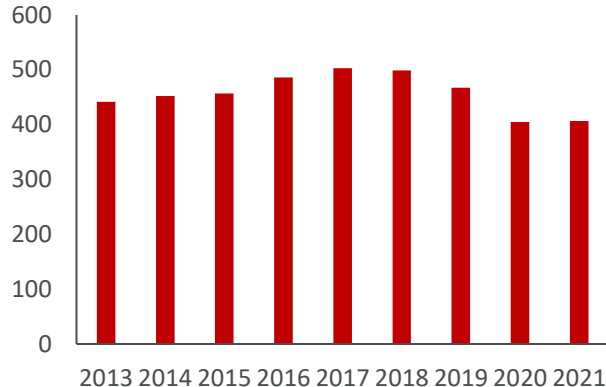
资料来源: 米其林年报, 民生证券研究院

图28: 全球轮胎替换市场消费量迅速反弹(百万条)



资料来源: 米其林年报, 民生证券研究院

图29: 全球轮胎配套市场消费量(百万条)

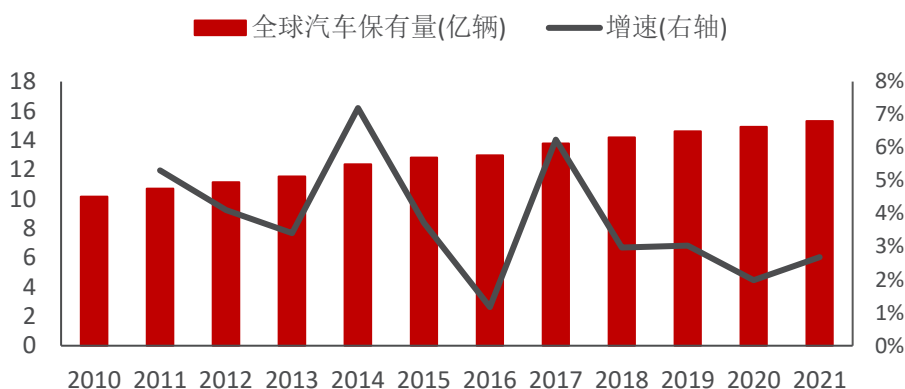


资料来源: 米其林年报, 民生证券研究院

4.3 轮胎替换需求的刚性来自汽车保有量

全球范围内汽车保有数量逐年稳定增长, 2021 年全球汽车保有量已经达到 15.31 亿台, 并且增长的趋势还没有停止。汽车保有量的提升势必带动轮胎替换市场的持续增长。不同轮胎类型的替换周期略有不同, 一般而言载重胎的替换周期更短一点, 比如中型载重卡车轮胎(全钢胎)的替换周期为 1 年, 显著低于轿车胎(半钢胎)的 3.3 年。

图30: 全球汽车保有量数据



资料来源: 前瞻产业研究院, 中商情报网, 民生证券研究院

表8: 各车型替换系数以及替换周期

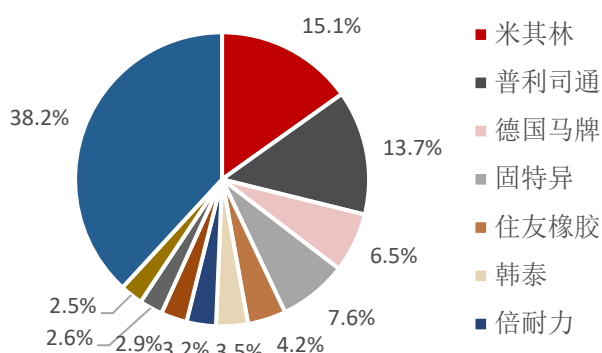
轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数 (条)	替换系数 (条/辆/年)	替换周期 (年)	
载重胎	轿车胎	轿车	5	1.5	3.3
	轻型载重卡车		7	4	2
	中型载重卡车		11	15	1
	重型载重卡车		16-22	10-20	1.1-1.6
	大型客车		7-11	2-5	2.2-3.5
工程胎	装载机械		4	2	2
	运输工程机械		6	3	2

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院;

4.4 国内轮胎企业国际话语权提升

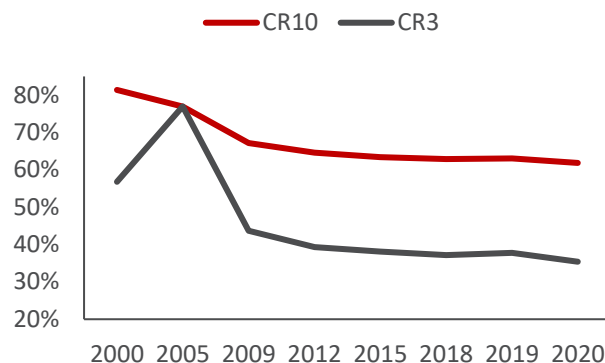
米其林、普利司通、固特异占据全球轮胎市场的前三甲, 2020年米其林市占率达到15.1%, 普利司通市占率13.7%, 固特异市占率7.6%; 同时全球轮胎市场存在一个趋势, 即传统龙头企业市占率在逐年下降, 而国内轮胎企业依托于自身出色的降本增效能力, 销售额和销售占比在逐年抬升, 在国际市场上话语权提升。对于规模超过万亿的全球轮胎市场, 国内轮胎企业1%的市占率提升将对应着百亿的增量销售, 替代海外轮胎品牌的大趋势使得国内轮胎制造业保持高速增长态势。

图31: 2020 年全球轮胎企业市占率



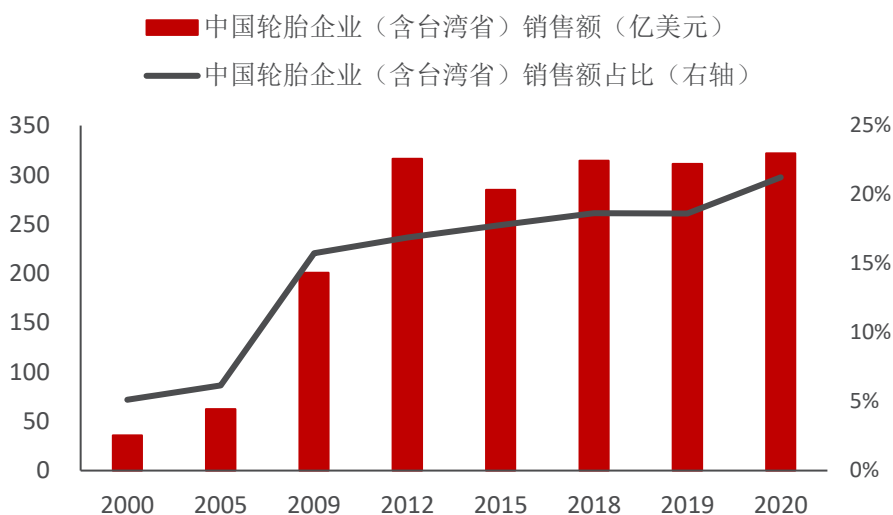
资料来源:《轮胎商业》, 民生证券研究院

图32: 国际巨头的市占率在走下坡路



资料来源:《轮胎商业》, 民生证券研究院

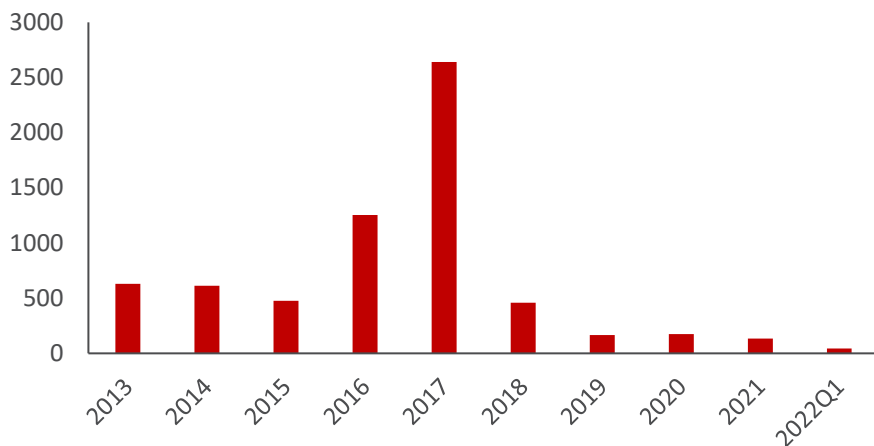
图33: 国内轮胎企业的销售额和销售占比逆势抬升



资料来源:《轮胎商业》, 民生证券研究院

4.5 国内轮胎行业的马太效应

我国轮胎企业盲目扩张的态势结束了, 新进入者数量有限。按照企查查的数据, 2016、2017年, 我国轮胎行业的注册数量分别为 1253 家、2640 家, 达到历史新高, 而后注册数量锐减, 2021 年全年我国的轮胎注册数量仅为 133 家, 达到历史最低值, 并且低注册量的趋势仍在保持, 2022 年第一季度, 轮胎相关企业注册数量仅为 45 家。

图34: 2013-2022Q1 中国轮胎行业相关企业注册量统计(单位: 家)


资料来源: 企查查, 观研报告网, 民生证券研究院

另一方面, 存量落后产能在退出。为了解决国内低端轮胎同质化严重的问题, 国家和地方政府层面都在积极行动。以轮胎大省山东为例, 2021年4月, 山东省出台《全省落实“三个坚决”行动方案(2021-2022年)》规定, 整合退出年产能120万条以下的全钢子午胎(除工程、航空和宽断面内胎外)、500万条以下的半钢子午胎(除补气保用轮胎、赛车胎高端产品、超低断面轮胎外)企业, “坚决淘汰一批”任务清单共计18家企业, 合计3117万条轮胎产能。没有强有力的新进入者叠加落后产能持续退出, 国内龙头轮胎企业的话语权无疑将进一步增强。

表9: “坚决淘汰一批”任务清单

类型	涉及企业	城市	退出时间	产能 (万条)
全钢胎企业	青岛途乐驰橡胶有限公司	青岛市	2022年	70
	山东君诚橡胶科技有限公司	淄博市	2022年	30
	山东元丰橡胶科技有限公司	淄博市	2022年	100
	潍坊跃龙橡胶有限公司	潍坊市	2022年	107
	山东凯通轮胎制造有限公司	潍坊市	2022年	61
	山东银宝轮胎集团有限公司	潍坊市	2022年	80
	通伊欧轮胎(诸城)有限公司	潍坊市	2022年	48
	山东金斯坦轮胎有限公司	德州市	2022年	60
	合计			556
半钢胎企业	山东固可力轮胎有限公司	济南市	2022年	46
	青岛福轮科技有限公司	青岛市	2022年	300
	青岛奥诺轮胎有限公司	青岛市	2022年	120
	山田橡胶科技有限公司	枣庄市	2022年	450
	山东吉路尔轮胎有限公司	枣庄市	2022年	400
	滕州赛阳橡胶工业有限公司	枣庄市	2022年	410
	远新轮胎有限公司	东营市	2022年	300
	山东红光橡胶科技有限公司	潍坊市	2022年	60
	诸城市沪秦橡胶制品有限公司	潍坊市	2022年	100
	山东皓丰轮胎工业有限公司	菏泽市	2022年	375
	合计			2561

资料来源:《全省落实“三个坚决”行动方案(2021—2022年)》,车轱辘网,民生证券研究院;

4.6 国内龙头轮胎企业纷纷到海外设厂

与国内落后产能退出形成鲜明对比,国内的龙头企业纷纷凭借自身资金优势、产品优势以及客户积累,加大海外工厂的布局,一方面一定程度上降低贸易争端带来的经营压力,另一方面也是享受海外轮胎市场更高的定价优势。根据公司公告统计龙头公司的海外产能布局,2022-2023年将是国内龙头企业海外工厂投产的高峰期,其中半钢胎产能增速分别达到17%、50%,全钢胎产能增速分别达到65%、75%。

表10：国内轮胎企业海外产能布局加快

公司	国家	类型	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
森麒麟	泰国	半钢	773	992	992	1000	1000	1300	1600	1600	1600
		全钢						80	200	200	200
	西班牙	半钢								600	1200
	合计		773	992	992	1000	1000	1380	1800	2400	3000
赛轮轮胎	越南	半钢	1000	1000	1000	1100	1200	1300	1600	1600	1600
		全钢	80	120	140	160	160	160	260	260	260
	柬埔寨	非公路轮胎(万吨)		3.5	3.5	3.6	5	5	10	10	10
		半钢							900	900	900
		全钢							165	165	165
合计		1080	1123.5	1143.5	1263.6	1365	1465	2770	2770	2770	
玲珑轮胎	泰国	半钢	1100	1300	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
		全钢	100	145	200	220	220	220	220	220	220
	塞尔维亚	半钢						350	700	1200	1200
		全钢						80	160	160	160
合计		1200	1445	1700	1720	1720	2150	2580	3080	3080	
贵州轮胎	越南	全钢						120	120	215	215
	合计							120	120	215	215
通用股份	泰国	半钢			60	300	600	600	600	600	600
		全钢				50	100	130	130	130	130
	柬埔寨	半钢							500	500	500
		全钢							90	90	90
合计				60	350	700	730	1320	1320	1320	
青岛双星	越南权益	半钢					233	233	530	530	530
		全钢							34	34	34
	合计						233	233	564	564	564
合计总产能		半钢	2873	3292	3552	3900	4533	5283	7930	9030	9630
		半钢 yoy		15%	8%	10%	16%	17%	50%	14%	7%
		全钢	180	265	340	430	480	790	1379	1474	1474
		全钢 yoy		47%	28%	26%	12%	65%	75%	7%	0%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院整理；

4.7 亚洲地区轮胎“双反”情况

北京时间2021年5月24日，美国商务部在国际贸易委员会（ITC）上对轮胎“双反”做出最终裁决，对5月21日的结果做出部分调整，主要变动在对某些轮胎制造商的答复上。相比于之前的关税裁定，终裁结果对于大陆轮胎企业而言好于预期，如赛轮越南工厂仅征收6.23%的反补贴税，玲珑泰国也仅有21.74%的反倾销税，相比于韩国韩泰27.05%的反倾销税以及中国台湾南港轮胎101.84%反倾销税，大陆工厂的税率更有优势。此外，随着各个大陆轮胎企业的欧洲工厂投产，欧洲工厂将承担起对美国的出口任务，届时来自美国的关税压力会进一步减轻。

表11：亚洲各国家、地区轮胎“双反”最终结果

		美国“双反”终裁税率结果		
国家/地区/企业	反倾销税率	反补贴税率		
越南	22.3%	赛轮	6.23%	
	(不包括：赛轮轮胎、建大轮胎、普利司通、锦湖轮胎、优科套马)	锦湖	7.89%	
		其他	6.46%	
韩国	韩泰轮胎	27.05%		
	耐克森轮胎	14.72%		
	其他轮胎公司	21.74%		
泰国	玲珑轮胎泰国工厂	21.09%		
	住友橡胶泰国工厂	14.62%		
	其他轮胎公司	17.08%		
中国台湾	正新轮胎	20.04%		
	南港轮胎	101.84%		
	其他轮胎公司	84.75%		

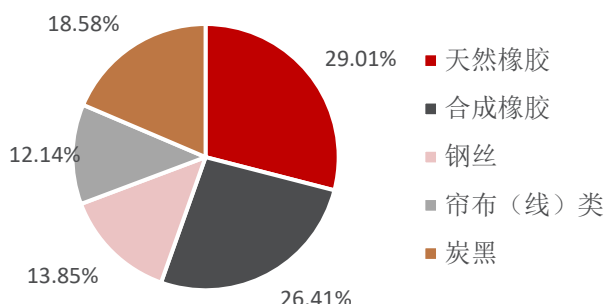
资料来源：中国轮胎商务网，民生证券研究院；

5 原材料+航运费边际改善

5.1 天然橡胶、合成橡胶、炭黑是轮胎的主要原材料

在轮胎的原材料成本占比中，天然橡胶和合成橡胶成本比例接近，二者成本超过轮胎原料总成本的一半；炭黑作为轮胎的补强剂，可以增强橡胶的强度还有耐磨性，是轮胎的第三大原材料。

图35：公司 2019 年轮胎的原料成本拆分



资料来源：招股说明书，民生证券研究院（注：2019 年成本拆分数据较为清晰）

5.2 主要原材料价格变动对于公司业绩影响的敏感性测算

5.2.1 天然橡胶价格变动对于公司业绩的定量测算

我们针对天然橡胶价格对公司业绩做了定量测算。以 2020 年为例，天然橡胶价格变动 10%，对毛利润的影响是 5236.97 万元，对毛利率的影响为 1.11pct；对净利润的影响为 5086.69 万元，对净利率的影响为 1.08pct。

表12：天然橡胶价格对公司业绩的敏感性分析

项目	2020	2019	2018
营业收入	47.05	45.79	41.76
天然橡胶采购成本上升(下降)			
10%对营业成本的影响	+(-)0.52	+(-)0.51	+(-)0.52
影响金额占营业成本比例	+(-)1.68%	+(-)1.66%	+(-)1.73%
天然橡胶采购成本上升(下降)			
10%对毛利的的影响	+(-)0.52	+(-)0.51	+(-)0.52
天然橡胶采购成本上升(下降)			
10%对毛利率的影响	-(+)1.11pct	-(+)1.12pct	-(+)1.24pct
天然橡胶采购成本上升(下降)			
10%对净利润的影响	-(+)0.51	-(+)0.50	-(+)0.51
天然橡胶采购成本上升(下降)			
10%对净利率的影响	-(+)1.08pct	-(+)1.09pct	-(+)1.21pct

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算；

5.2.2 合成橡胶价格变动对于公司业绩的定量测算

我们针对合成橡胶价格对公司业绩做了定量测算。以 2019 年为例，合成橡胶价格变动 10%，对毛利润的影响是 4336.17 万元，对毛利率的影响为 0.95pct；对净利润的影响为 4214.32 万元，对净利率的影响为 0.92pct。

表13：合成橡胶价格对公司业绩的敏感性分析

项目	2019	2018	2017
营业收入	45.79	41.76	36.17
合成橡胶采购成本上升(下降) 10%对营业成本的影响	+(-)0.43	+(-)0.49	+(-)0.42
影响金额占营业成本比例	+(-)1.4%	+(-)1.65%	+(-)1.63%
合成橡胶采购成本上升(下降) 10%对毛利的影响	+(-)0.43	+(-)0.49	+(-)0.42
合成橡胶采购成本上升(下降) 10%对毛利率的影响	-(+)0.95pct	-(+)1.18pct	-(+)1.17pct
合成橡胶采购成本上升(下降) 10%对净利润的影响	-(+)0.42	-(+)0.48	-(+)0.40
合成橡胶采购成本上升(下降) 10%对净利率的影响	-(+)0.92pct	-(+)1.15pct	-(+)1.11pct

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算；

5.2.3 炭黑价格变动对于公司业绩的定量测算

我们针对炭黑价格对公司业绩做了定量测算。以 2019 年为例，炭黑价格变动 10%，对毛利润的影响是 3050.68 万元，对毛利率的影响为 0.67pct；对净利润的影响为 2964.96 万元，对净利率的影响为 0.65pct。

表14：天然橡胶价格对公司业绩的敏感性分析

项目	2019	2018	2017
营业收入	45.79	41.76	36.17
炭黑成本上升(下降)10% 对营业成本的影响	+(-)0.31	+(-)0.33	+(-)0.25
影响金额占营业成本比例	+(-)1.4%	+(-)1.65%	+(-)1.63%
炭黑采购成本上升(下降) 10%对毛利的影响	+(-)0.31	+(-)0.33	+(-)0.25
炭黑采购成本上升(下降) 10%对毛利率的影响	-(+)0.67pct	-(+)0.8pct	-(+)0.68pct
炭黑采购成本上升(下降) 10%对净利润的影响	-(+)0.30	-(+)0.33	-(+)0.24
炭黑采购成本上升(下降) 10%对净利率的影响	-(+)0.65pct	-(+)0.78pct	-(+)0.65pct

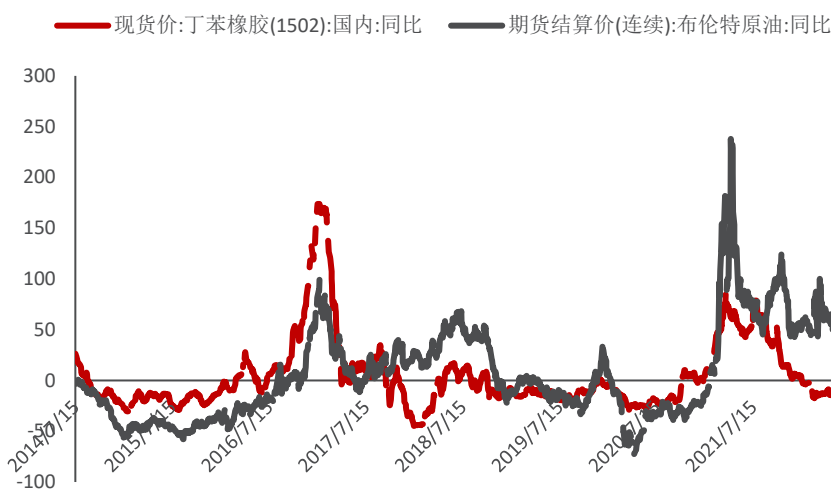
资料来源：公司公告，民生证券研究院测算；

5.3 原油价格是橡胶价格的关键影响因素之一

合成橡胶上游是原油，所以其价格也跟着原油波动。合成橡胶通常以酒精、电石、石油等为原料，通过非生物方法聚合一种或几种单体生产。以全球产量最大的丁苯橡胶为例，其生产通过 1,3 丁二烯和苯乙烯共聚，而 1,3 丁二烯和苯乙烯均由原油炼化而来，价格与原油高度相关，这也使得丁苯橡胶价格和原油价格高度相关，2014/07-2022/07 期间二者相关系数达到 0.57。

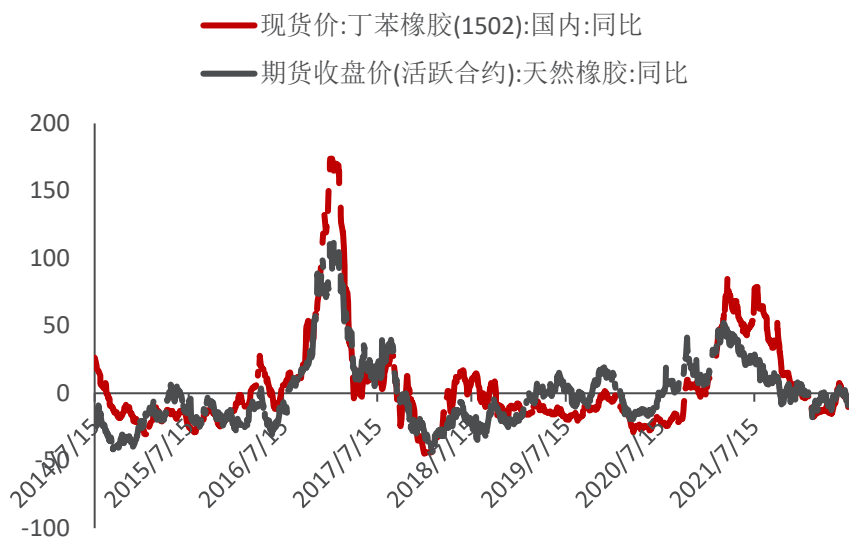
合成橡胶在大多数环境中可以部分替代天然橡胶，所以天然橡胶价格和合成橡胶价格也存在相关性。合成橡胶性能上一般不如天然橡胶全面，但具有高弹性、绝缘性、气密性、耐油、耐高温或低温等性能，大多数应用环境中可以与天然橡胶形成一定替代，所以二者价格也高度相关，2014/07-2022/07 期间二者相关系数达到 0.81。所以原油价格下降，实际上是对轮胎成本端的利好，原油通过影响合成橡胶价格间接也影响到了天然橡胶价格。

图36: 合成橡胶价格和原油价格呈现高度相关性



资料来源: wind, 民生证券研究院

图37: 合成橡胶价格和天然橡胶价格呈现高度相关性

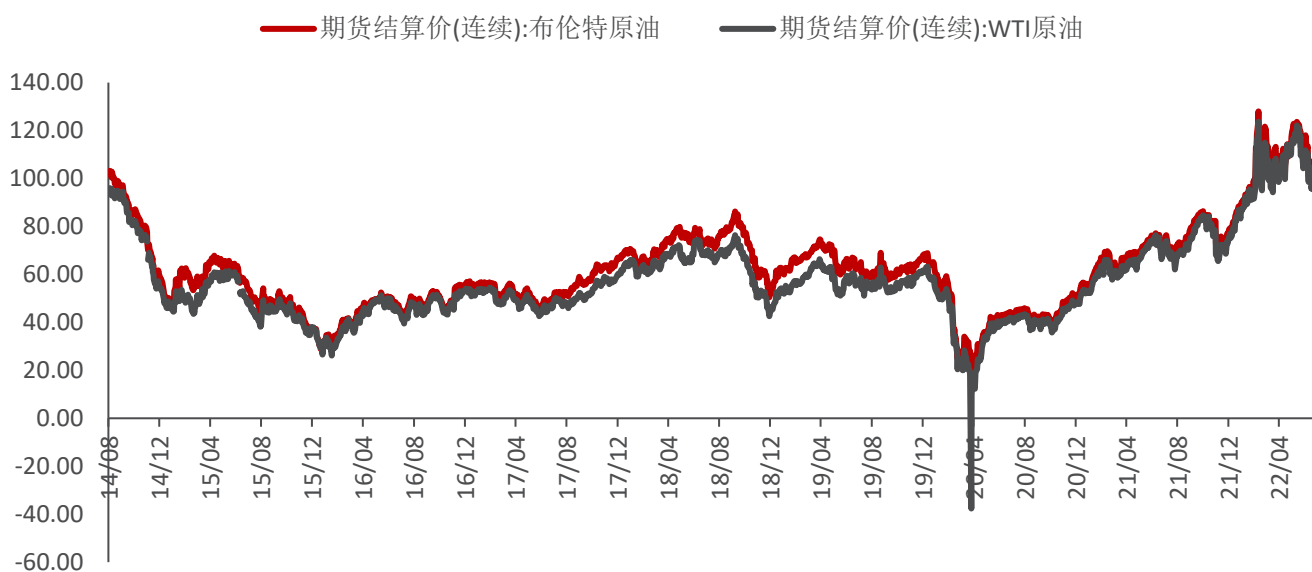


资料来源: wind, 民生证券研究院

5.4 橡胶价格边际改善

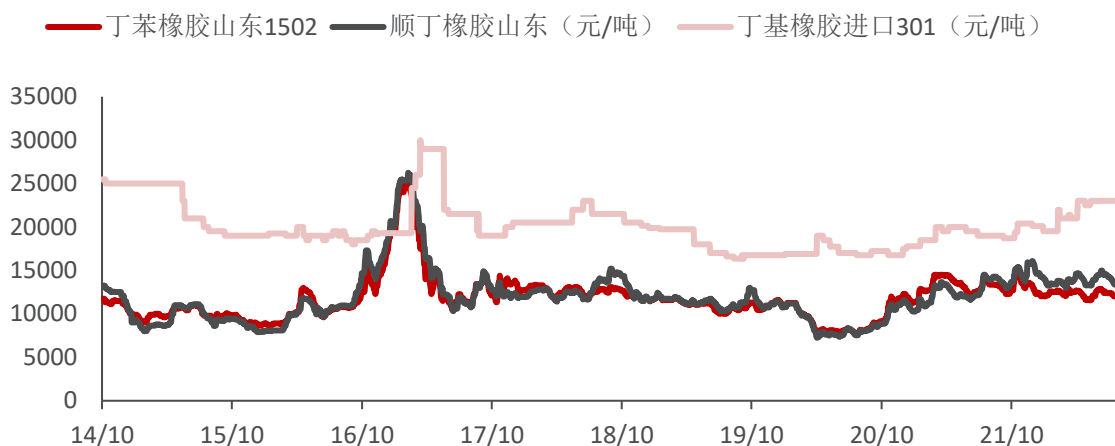
现阶段原油价格走势趋缓, 给下游带来的价格压力有所缓解; 受原油影响, 合成橡胶的价格已经触顶回调, 天然橡胶的价格也相应下降, 橡胶端的成本压力边际改善明显。

图38: 原油价格走势趋缓 (美元/吨)



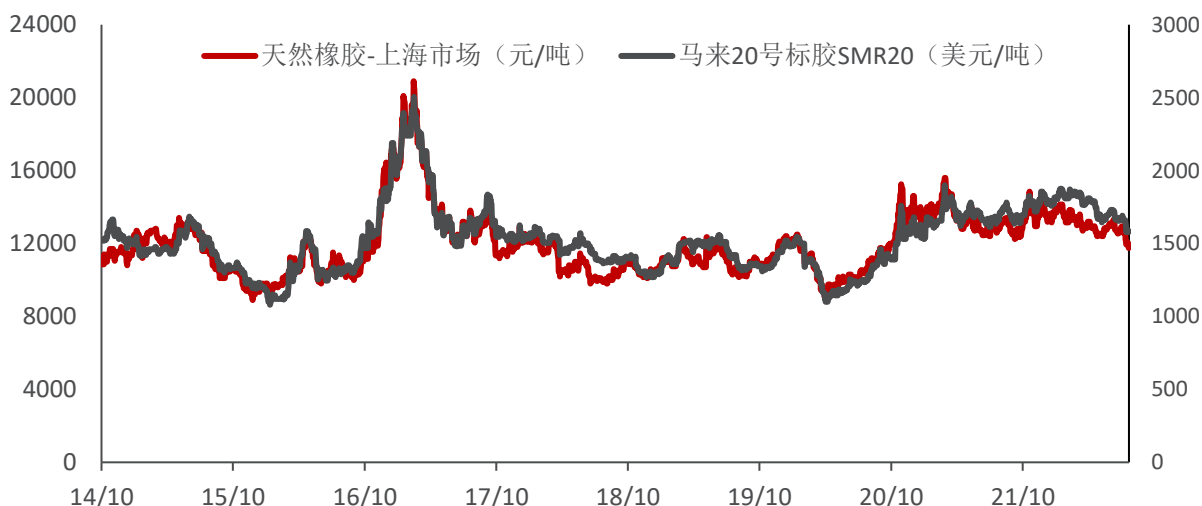
资料来源: wind, 民生证券研究院

图39: 合成橡胶价格走势趋缓



资料来源: wind, 民生证券研究院

图40: 天然橡胶价格走势趋缓

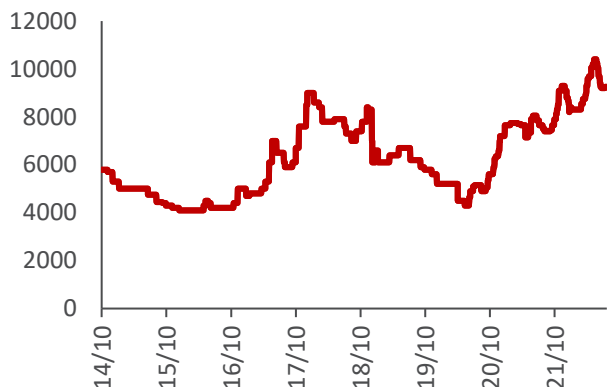


资料来源: wind, 民生证券研究院

5.5 运输受阻+俄乌冲突冲击炭黑价格

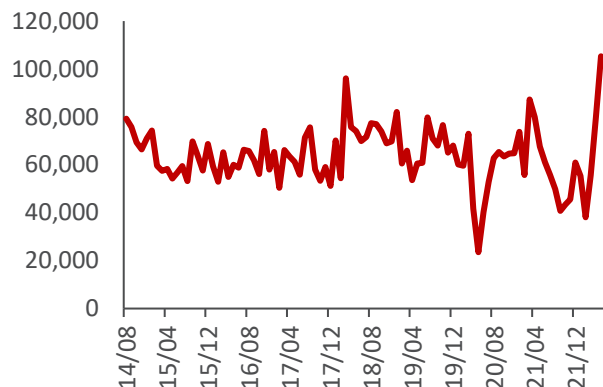
炭黑作为危险品, 下游企业备货周期不会特别长, 所以运输受阻会影响炭黑价格。今年初以来国内严峻的疫情形式导致炭黑的运输受到干扰, 使得炭黑的价格走上高位; 另一方面, 欧洲炭黑需求的 32%来自俄罗斯, 俄乌冲突切断了这一条炭黑供给线, 使得国内的炭黑出口数量大增, 2022 年五月, 我国炭黑出口数额来到 10.53 万吨的历史新高, 六月从高点回落至 10.05 万吨; 综合而言, 随着国内疫情的缓解以及俄乌冲突影响的边际衰退, 炭黑价格对轮胎成本的冲击有望减小。

图41: 炭黑价格价格走势趋缓 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图42: 我国炭黑出口受俄乌冲突而激增 (单位: 吨)

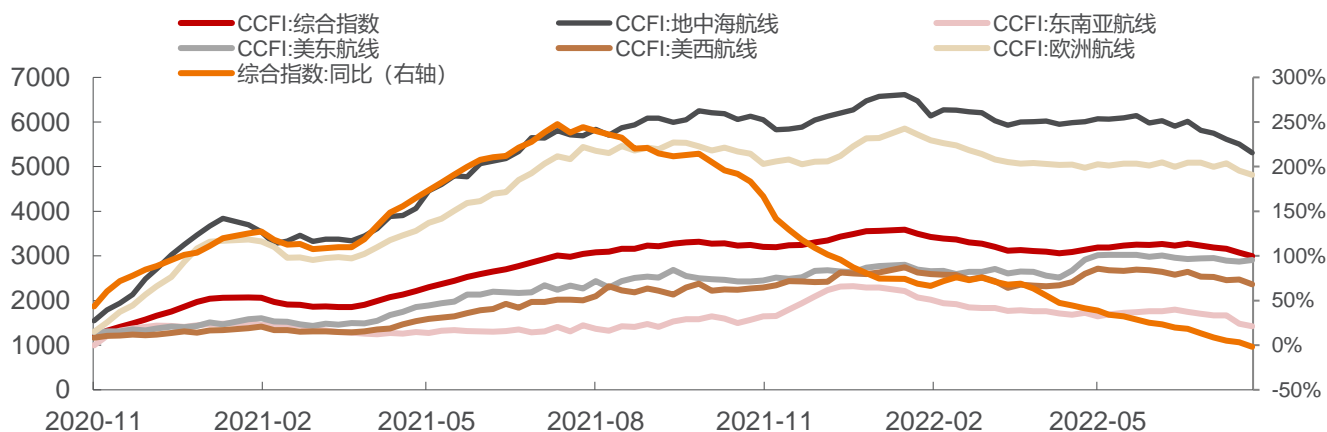


资料来源: wind, 民生证券研究院

5.6 航运最紧张的阶段已经过去

2021 年高企的航运费侵蚀了产业链利润，紧张的运力也阻塞轮胎出货；现阶段航运费已经从高点回落，货柜紧张的情形有所缓解，航运的负面影响在慢慢消退。

图43: 中国出口各个地区集装箱运价指数



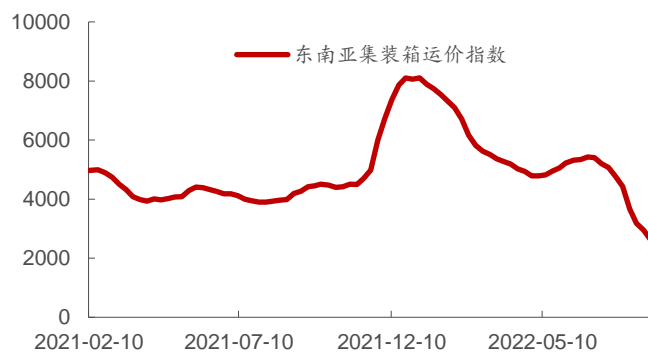
资料来源: wind, 民生证券研究院

图44: 波罗的海干散货指数



资料来源: wind, 民生证券研究院

图45: 东南亚集装箱运价指数



资料来源: wind, 民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务是半钢胎的自产自销，现有泰国二期工厂在建半钢胎产能 600 万条以及全钢胎产能 200 万条；同时公司规划在西班牙规划 1200 万条的半钢胎产能；此外，公司在青岛的老厂区也在技改。

核心假设如下：

1) **轮胎板块**：公司泰国二期工厂将于2022年逐步爬产，2022年全年贡献半钢胎产量的增长达到300万条，全钢胎贡献增量80万条；泰国二期将于明年满产，2023年实现半钢胎产量增量300万条以及全钢胎产量增量120万条。今年青岛工厂技改完成，产能增量300万条。西班牙工厂将于今年年底动工，预计将于2024年产能逐渐开始爬坡，并且2024年贡献半钢胎产量增量600万条。随着公司产能的放量，预计2022-2024年，公司轮胎板块营业总收入将分别达到74.46亿、93.08亿、107.04亿元，分别同比增长44%、25%、15%。考虑到原油价格有所回调，我们预计公司的成本端将有所改善，并且海外产能占比提升将带动轮胎综合售价提升，公司2022-2024年毛利率将分别达到25%、27%、29%。

2) **其他业务板块**：预计随着公司的产能提升，公司包括轮胎贸易等营业总收入将稳固提升，预计2022-2024年公司其他业务板块营业总收入将分别达到0.08亿、0.1亿、0.14亿元，分别同比增长30%、30%、30%。考虑到贸易性质毛利率相对较高，公司其他业务板块2022-2024年毛利率将稳固保持在95%。

图46：公司分板块营收与毛利润测算

亿元	2021	2022E	2023E	2024E
轮胎板块营收	51.71	74.46	93.08	107.04
毛利率 (%)	23.24	25	27	29
毛利润	12.02	18.62	25.13	31.04
其他业务板块营收	0.06	0.08	0.1	0.14
毛利率 (%)	99.49	95	95	95
毛利润	0.06	0.07	0.1	0.13

资料来源：wind，民生证券研究院测算

6.2 估值分析

考虑到 A 股上市企业中有很多与公司业务模式相仿的标的企业，我们采用相对估值法对公司进行估值，选取 A 股中赛轮轮胎、玲珑轮胎、三角轮胎作为可比公司，其中赛轮轮胎、玲珑轮胎、三角轮胎均为国内主要的轮胎制造厂商，业务模式和生态上均可比。2022 年，公司可比公司 PE 均值为 22 倍，而公司的 PE 为 20 倍，低于可比公司 PE 的均值，我们预计公司的估值还有提升的空间。

表15: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601058.SH	赛轮轮胎	12.08l	0.43	0.62	0.91	28	19	13
601966.SH	玲珑轮胎	21.85	0.53	0.66	1.32	41	33	17
601163.SH	三角轮胎*	11.96	0.75	0.91	1.22	16	13	10
	平均					28	22	13
002984.SZ	森麒麟	37.04	1.16	1.84	2.61	32	20	14

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

注: 三角轮胎暂未覆盖, 数据采用 Wind 一致预期, 股价时间均为 2022 年 09 月 07 日

6.3 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 11.92、16.98、21.95 亿元, EPS1.84、2.61 与 3.38 元, 9 月 6 日收盘价对应 PE 为 20、14 和 11 倍。考虑到公司产能全球布局, 未来几年公司轮胎产能将持续释放, 结合国产轮胎领先的性价比, 公司的业绩将保持增长势头, 维持“推荐”评级。

7 风险提示

1) 原材料价格剧烈波动的风险。考虑到轮胎的成本与原油呈现高度的相关性，如果原油价格大幅上涨，公司的成本端压力就会上升，进而影响到公司的综合盈利能力；

2) 海运费剧烈波动的风险。公司下游销售主要渠道海外国家与地区，需要通过海运等交通方式运输。如果海运费上涨过快，公司的业绩会受到影响。

3) 产能建设不及预期的风险。考虑到地缘政策的不确定性，以及新冠疫情的影响，公司的产能建设以及投产节奏可能不及预期，进而影响到公司的业绩。

4) 下游需求不及预期。考虑到新冠疫情的影响以及海外经济下行压力，轮胎下游消费可能不及预期，进而影响到公司的业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5177	7454	9318	10718
营业成本	3969	5585	6795	7601
营业税金及附加	15	19	24	28
销售费用	146	209	259	296
管理费用	133	171	205	225
研发费用	109	171	224	263
EBIT	844	1321	1839	2338
财务费用	85	74	76	69
资产减值损失	-5	-4	-4	-4
投资收益	-21	-22	-19	-11
营业利润	728	1220	1742	2257
营业外收支	47	7	6	3
利润总额	775	1227	1748	2260
所得税	22	35	50	64
净利润	753	1192	1698	2195
归属于母公司净利润	753	1192	1698	2195
EBITDA	1201	1730	2345	2912

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1544	2507	1481	3389
应收账款及票据	632	859	1057	1090
预付款项	46	67	88	99
存货	1354	1683	2009	2122
其他流动资产	1448	1521	1502	1562
流动资产合计	5024	6637	6137	8262
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3040	3540	4393	5044
无形资产	141	131	121	111
非流动资产合计	5371	5075	6609	7065
资产合计	10395	11713	12746	15327
短期借款	62	32	12	2
应付账款及票据	978	1628	1467	2038
其他流动负债	392	569	653	706
流动负债合计	1432	2230	2133	2746
长期借款	396	196	176	166
其他长期负债	1920	1558	1124	1023
非流动负债合计	2317	1755	1300	1189
负债合计	3749	3984	3433	3935
股本	650	650	650	650
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6646	7728	9313	11392
负债和股东权益合计	10395	11713	12746	15327

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.03	43.98	25.01	15.02
EBIT 增长率	-28.72	56.52	39.26	27.12
净利润增长率	-23.17	58.29	42.37	29.31
盈利能力 (%)				
毛利率	23.33	25.08	27.08	29.08
净利润率	14.55	16.00	18.22	20.48
总资产收益率 ROA	7.25	10.18	13.32	14.32
净资产收益率 ROE	11.34	15.43	18.23	19.27
偿债能力				
流动比率	3.51	2.98	2.88	3.01
速动比率	2.48	2.16	1.86	2.17
现金比率	1.08	1.12	0.69	1.23
资产负债率 (%)	36.06	34.02	26.93	25.67
经营效率				
应收账款周转天数	38.04	36.00	37.00	36.05
存货周转天数	97.38	98.00	98.00	98.00
总资产周转率	0.57	0.67	0.76	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	1.16	1.84	2.61	3.38
每股净资产	10.23	11.90	14.33	17.54
每股经营现金流	1.28	2.77	2.50	4.92
每股股利	0.17	0.17	0.17	0.17
估值分析				
PE	32	20	14	11
PB	3.6	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA	20.69	13.47	10.17	7.50
股息收益率 (%)	0.46	0.46	0.46	0.46

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	753	1192	1698	2195
折旧和摊销	358	409	506	574
营运资金变动	-329	163	-607	402
经营活动现金流	832	1801	1626	3197
资本开支	-1467	-243	-2033	-1025
投资	109	0	0	0
投资活动现金流	-1355	-129	-2052	-1036
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1929	-581	-474	-121
筹资活动现金流	1864	-709	-601	-253
现金净流量	1316	963	-1026	1908

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年半年报)	4
图 3: 公司费用管控能力卓越.....	5
图 4: 公司研发费用率在上升通道.....	5
图 5: 公司营收持续增长, 但是盈利能力有波动(亿元).....	5
图 6: 公司海外业务占比保持高位.....	5
图 7: 公司“路航”类产品车内噪音测试排名首位.....	7
图 8: 公司“路航”类产品滚动阻力测试排名首位.....	7
图 9: 航空胎制备关键流程.....	8
图 10: 航空轮胎结构图.....	9
图 11: 公司航空胎发展历程.....	11
图 12: 公司的综合毛利率显著高于可比公司均值 (%)	12
图 13: 全钢胎和半钢胎的结构图.....	13
图 14: 公司半钢胎产能占比.....	13
图 15: OE 配套轮胎尺寸变化—轿车.....	14
图 16: OE 配套轮胎尺寸变化—SUV.....	14
图 17: 米其林大尺寸轮胎销售额占比逐年提升.....	14
图 18: 韩泰大尺寸轮胎销售额同比增速显著提升.....	14
图 19: 森麒麟销往美国的产品结构占比.....	15
图 20: 森麒麟销往其他地区的轮胎结构占比.....	15
图 21: 倍耐力大尺寸轮胎销售额占比.....	15
图 22: 公司智能化生产模式.....	16
图 23: 公司人均创收在泰国工厂投产后显著提升 (单位: 万元)	16
图 24: 公司产能利用率在泰国工厂投产后显著提升.....	17
图 25: 公司费用率在泰国工厂投产后下降更为明显.....	17
图 26: 公司费用率在泰国工厂投产后下降更为明显.....	18
图 27: 轮胎市场配套和替换占比.....	19
图 28: 全球轮胎替换市场消费量迅速反弹(百万条).....	19
图 29: 全球轮胎配套市场消费量(百万条).....	19
图 30: 全球汽车保有量数据.....	20
图 31: 2020 年全球轮胎企业市占率.....	21
图 32: 国际巨头的市占率在走下坡路.....	21
图 33: 国内轮胎企业的销售额和销售占比逆势抬升.....	21
图 34: 2013-2022Q1 中国轮胎行业相关企业注册量统计(单位: 家)	22
图 35: 公司 2019 年轮胎的原料成本拆分.....	26
图 36: 合成橡胶价格和原油价格呈现高度相关性.....	28
图 37: 合成橡胶价格和天然橡胶价格呈现高度相关性.....	29
图 38: 原油价格走势趋缓 (美元/吨)	29
图 39: 合成橡胶价格走势趋缓.....	30
图 40: 天然橡胶价格走势趋缓.....	30
图 41: 炭黑价格价格走势趋缓 (元/吨)	31
图 42: 我国炭黑出口受俄乌冲突而激增 (单位: 吨)	31
图 43: 中国出口各个地区集装箱运价指数.....	31
图 44: 波罗的海干散货指数.....	32
图 45: 东南亚集装箱运价指数.....	32
图 46: 公司分板块营收与毛利润测算.....	33

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
----------------	---

表 1: 公司产能释放节奏 (单位: 万条)	4
表 2: 不考虑外汇头寸的汇率敏感性测试 (单位: 亿元)	6
表 3: 公司的“路航”产品在 Test World 测试中的表现	7
表 4: 航空胎制备关键流程	9
表 5: 全球航空轮胎生产汇总	10
表 6: 各种类型飞机的轮胎需求量 (万条)	11
表 7: 各种类型飞机的轮胎市场规模 (亿元)	11
表 8: 各车型替换系数以及替换周期	20
表 9: “坚决淘汰一批”任务清单	23
表 10: 国内轮胎企业海外产能布局加快	24
表 11: 亚洲各国家、地区轮胎“双反”最终结果	25
表 12: 天然橡胶价格对公司业绩的敏感性分析	26
表 13: 合成橡胶价格对公司业绩的敏感性分析	27
表 14: 天然橡胶价格对公司业绩的敏感性分析	27
表 15: 可比公司 PE 数据对比	34
公司财务报表数据预测汇总	36

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026