

森麒麟 (002984.SZ)

反倾销初裁税率大幅下降，盈利空间有望打开

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 橡胶

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：	刘子栋	021-60933133	liuzidong@guosen.com.cn	执证编码：S0980521020002

事项：

近期美国商务部披露对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销复审调查的初裁结果，其中森麒麟（泰国公司）复审初裁单独税率为 1.24%，另一家强制应诉企业日本住友轮胎（泰国公司）初裁单独税率为 6.16%，其他泰国出口美国的轮胎企业初裁税率为 4.52%。

国信化工观点：1) 预计终裁结果将于 2024 年一季度公布，如果终裁结果维持，则公司税率大幅下降 15.82%，对于公司来说盈利空间有望打开；2) 今年上半年中国轮胎出口市场表现强劲，创下近几年来最好水平，预计下半年海外需求有望延续，轮胎出口有望维持较高水平；3) 公司目前正在积极筹备西班牙和摩洛哥工厂，有望在 2024-2025 年逐步建成投产，产能有望稳步增长；4) 投资建议：预计 2023-2025 年归母净利润为 13/17/18 亿元，摊薄 EPS=2.05/2.67/2.79 元，当前股价对应 PE=16.8/12.9/12.4x，维持“买入”评级。

风险提示：终裁结果大幅变化；海外需求不达预期；在建项目进度不达预期等

评论：

◆ 税率大幅下降，若终裁落地，盈利空间有望打开

此前在 2020 年 6 月 29 日，美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销原审调查，该次原审调查周期为 2019 年 4 月 1 日-2020 年 3 月 31 日共 12 个月，原审调查强制应诉的两家轮胎企业分别为日本住友轮胎（泰国公司）及玲珑轮胎（泰国公司）。原审调查终裁结果：日本住友轮胎（泰国公司）原审单独税率为 14.59%；玲珑轮胎（泰国公司）原审单独税率为 21.09%；其他泰国出口美国的轮胎企业原审税率为 17.06%，其中公司子公司森麒麟轮胎（泰国）有限公司适用 17.06% 的原审税率。

此次初裁结果森麒麟（泰国公司）税率为 1.24%，预计终裁结果将于 2024 年一季度公布，如果终裁结果维持，则公司税率大幅下降 15.82%，对于公司来说盈利能力有望提升：首先，本次复审调查周期为 2021 年 1 月 1 日-2022 年 6 月 30 日共 18 个月，估算由于税率变化导致的退税收益约 2-3 亿元；其次，随着税率的降低，公司产品在海外市场竞争力有望得到提升，市占率有望进一步抬升。

表1：泰国轮胎公司反倾销税情况

目前情况		本轮初裁结果	
企业	税率	企业	税率
住友轮胎	14.59%	住友轮胎	6.16%
玲珑轮胎	21.09%	森麒麟	1.24%
其他企业	17.06%	其他企业	4.52%

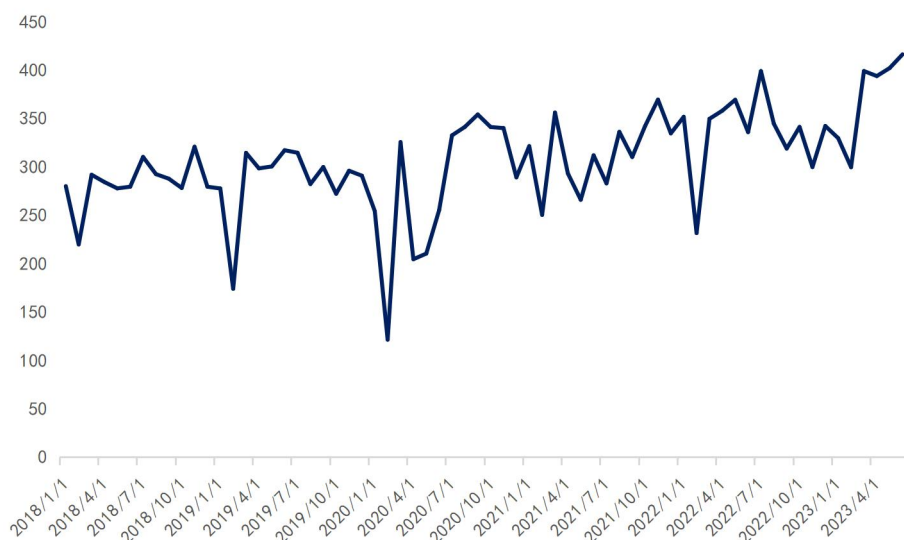
资料来源：美国商务部，国信证券经济研究所整理

◆ 轮胎出口持续创新高，下半年有望延续

今年上半年中国轮胎出口市场表现强劲，创下近几年来最好水平。我们认为，推动中国轮胎出口创新高的

主要因素有：一是海运费已从高位回落至合理区间，对中国轮胎出口形成了较好的带动作用；二是虽然北美市场有所下滑，但是欧洲、拉丁美洲、非洲以及中东地区对中国轮胎的需求较为强劲；三是汇率的变化在一定程度上利好中国轮胎的出口。展望下半年，虽然外部环境存在众多不确定性，但是我们预期海外需求有望延续，并且在人民币汇率走弱的趋势下，轮胎出口有望维持较高水平。

图1：轮胎月度出口量（千吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

◆ 海外工厂稳步推进，保障长期成长

公司未来成长主要依靠海外建厂来实现，目前正在积极筹备西班牙和摩洛哥工厂。公司公告拟定增 28 亿投资建设西班牙工厂，分两期建设 1200 万条半钢条，有望在 2024-2025 年逐步建成投产；公司计划投资 2.97 亿美元建设摩洛哥工厂，建设 600 万条高性能半钢胎，有望在 2024-2025 年逐步建成投产。公司持续贯彻执行“833plus”战略，未来产能有望稳步增长。

◆ 投资建议：维持“买入”评级

预计 2023-2025 年归母净利润为 13/17/18 亿元，摊薄 EPS=2.05/2.67/2.79 元，当前股价对应 PE=16.8/12.9/12.4x，维持“买入”评级。

相关研究报告：

- 《森麒麟（002984.SZ）-业绩环比改善，成长性可期》——2023-04-24
- 《森麒麟（002984.SZ）-三季度业绩环比下滑，回购股份彰显公司信心》——2022-11-01
- 《森麒麟（002984.SZ）-业绩环比提升，基本面逐步改善》——2022-08-29
- 《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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	1544	1989	2699	3199	3244	营业收入	5177	6292	8912	10565	11402
应收款项	702	964	928	1042	1125	营业成本	3969	5002	6693	7845	8490
存货净额	1354	1737	1523	1589	1709	营业税金及附加	15	14	27	32	34
其他流动资产	123	110	178	211	228	销售费用	146	156	223	264	285
流动资产合计	5024	4831	5360	6073	6336	管理费用	133	168	239	282	304
固定资产	4963	5460	5916	6786	8054	研发费用	109	113	178	211	228
无形资产及其他	141	193	236	278	320	财务费用	85	(135)	93	38	35
投资性房地产	267	631	631	631	631	投资收益	(21)	(163)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(4)	86	0	0	0
资产总计	10395	11116	12143	13768	15342	其他收入	(74)	(145)	(178)	(211)	(228)
短期借款及交易性金融负债	102	14	20	20	20	营业利润	728	865	1438	1873	2006
应付款项	978	899	846	993	1068	营业外净收支	47	(12)	10	10	10
其他流动负债	352	523	531	623	670	利润总额	775	852	1448	1883	2016
流动负债合计	1432	1435	1397	1636	1758	所得税费用	22	52	116	151	202
长期借款及应付债券	2207	1887	1887	1887	1887	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	110	169	169	169	169	归属于母公司净利润	753	801	1332	1733	1814
长期负债合计	2317	2056	2056	2056	2056	现金流量表（百万元）					
负债合计	3749	3492	3453	3693	3814	净利润	753	801	1332	1733	1814
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(25)	40	3	2	4
股东权益	6646	7624	8690	10076	11527	折旧摊销	347	399	549	635	737
负债和股东权益总计	10395	11116	12143	13768	15342	公允价值变动损失	4	(86)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	85	(135)	93	38	35
每股收益	1.16	1.23	2.05	2.67	2.79	营运资本变动	(187)	(805)	139	29	(93)
每股红利	0.22	0.19	0.41	0.53	0.56	其它	25	(40)	(3)	(2)	(4)
每股净资产	10.23	11.73	13.38	15.51	17.74	经营活动现金流	918	309	2021	2396	2458
ROIC	10.30%	10.76%	15%	19%	18%	资本开支	0	(1014)	(1050)	(1550)	(2050)
ROE	11.34%	10.50%	15%	17%	16%	其它投资现金流	(1150)	1269	0	0	0
毛利率	23%	21%	25%	26%	26%	投资活动现金流	(1150)	255	(1050)	(1550)	(2050)
EBIT Margin	16%	13%	17%	18%	18%	权益性融资	(24)	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	20%	24%	24%	25%	负债净变化	(55)	(396)	0	0	0
收入增长	10%	22%	42%	19%	8%	支付股利、利息	(144)	(122)	(266)	(347)	(363)
净利润增长率	-23%	6%	66%	30%	5%	其它融资现金流	578	916	6	0	0
资产负债率	36%	31%	28%	27%	25%	融资活动现金流	156	(120)	(260)	(347)	(363)
股息率	0.6%	0.5%	1.2%	1.5%	1.6%	现金净变动	(76)	444	711	500	45
P/E	29.8	28.0	16.8	12.9	12.4	货币资金的期初余额	1620	1544	1989	2699	3199
P/B	3.4	2.9	2.6	2.2	1.9	货币资金的期末余额	1544	1989	2699	3199	3244
EV/EBITDA	22.7	20.9	12.3	10.2	9.4	企业自由现金流	0	(632)	1066	890	448
						权益自由现金流	0	(112)	1032	855	417

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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