

2023年11月03日

证券研究报告·公司研究报告

浦林成山 (1809.HK) 汽车

买入 (首次)

当前价: 6.50 港元

目标价: 10.88 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

全钢胎领先制造商，全球化布局持续优化

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 轮胎需求持续向好。2023 前三季度，国内橡胶轮胎外胎产量累计 7.3 亿条，同比增长 14.6%；出口累计 4.6 亿条，同比增长 8.9%，需求回暖趋势不改。2) 胎企盈利水平改善，关注四季度成本传导力度。2023Q1/Q2/Q3 长江证券轮胎成份整体平均销售毛利率环比分别提升 2.3/ 2.2/ 2.3pp。8 月底原材料价格上涨，关注四季度轮胎成本传导力度。3) 公司渠道布局持续优化，泰国税率下降业绩具备向上弹性。公司积极开拓市场，形成全球化发展布局。若泰国基地“双反”税率最终落地，有望带动输美订单量回升并且改善业绩。
- 2023H1 供需双增，持续关注轮胎行业。**需求端：2016-2022 年，全球 TBR 市场需求在 2.0 亿条以上，PCR 市场需求在 15.1 亿条以上。2023H1，国内全钢胎和半钢胎表观消费量分别同比增长 18.0%和 15.9%，库存均同比大幅下降，需求回暖明显。供给端：2023 年 9 月，国内半钢胎平均开工率为 72.1%，同比 +17.9pp，环比 +0.1pp；全钢胎平均开工率为 63.2%，同比 +12.8pp，环比 +0.1pp，行业复苏趋势不改。
- 前三季度胎企盈利水平改善，关注四季度成本传导力度。**2023 前三季度，胎企盈利水平持续修复，2023Q1/Q2/Q3 长江证券轮胎成份整体平均销售毛利率环比分别提升 2.3/ 2.2 /2.3pp。2023Q3，轮胎原材料平均价格指数环比 Q2 上涨 6.5%，轮胎盈利水平变动反向滞后我们拟合的轮胎原材料价格指数变动约 1 个季度，四季度成本压力可能再次显现，但若能够较好的传导成本压力，在四季度需求持续回暖的背景下，胎企四季度业绩仍然具备增长潜力。
- 产品焕新、渠道布局持续优化，泰国税率下降业绩具备向上弹性。**2023H1，公司新产品销量合计 403.2 万条，占总销量的比例为 34.6%。在经销渠道布局方面，2023H1，公司新开发海外经销商 61 家，分布在全球 36 个国家。2021 和 2022 年，公司海外营收中来自泰国基地的占比分别约 43%和 54%。公司泰国基地出口美国的乘用车和轻卡轮胎初裁税率由 17.06%下调至 4.52%，预计终裁结果于 2024 年一季度公布。若泰国基地“双反”税率最终落地，有望带动输美订单量回升并且改善业绩。
- 盈利预测与评级。**预计公司 23-25 年归母净利润 CAGR 为 30%。考虑到公司持续加强全球化布局，泰国基地初裁税率下降，未来业绩具备向上弹性。给予公司 2024 年 8 倍估值，对应目标价 10.88 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 汇率风险，国际贸易摩擦风险，原材料价格波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元人民币)	8151.95	9960.71	10534.29	11535.46
增长率	8.16%	22.19%	5.76%	9.50%
归母净利润(百万元人民币)	393.78	714.38	779.79	863.69
增长率	42.52%	81.42%	9.16%	10.76%
每股收益 EPS	0.62	1.12	1.23	1.36
净资产收益率	8.85	14.36	14.07	13.99
PE	9.50	5.24	4.80	4.33

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	4.77-7.43
3 个月平均成交量(百万)	0.03
流通股数(亿)	6.36
市值(亿)	41.37

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：商用全钢胎替换市场领先制造商	1
2 需求和盈利回升预期较好，持续关注轮胎行业	4
2.1 卡客车轮胎景气度与经济强相关，乘用车和轻卡轮胎需求稳定	4
2.2 2023 前三季度全球销量区域分化，中国市场供需同比双增	6
2.3 轮胎原材料价格与盈利能力强相关，关注 Q4 成本及传导力度	8
3 产品焕新，渠道布局持续优化，全球化布局完成	11
3.1 打造差异化品牌，持续优化渠道布局	11
3.2 产能持续扩张，形成全球化发展布局	13
3.3 泰国初裁税率下降，经营业绩有望提升	14
4 财务分析	16
4.1 公司整体运作良好，净资产收益率较高	16
4.2 总资产周转率相对较好，现金流较为健康	18
5 盈利预测与估值	20
5.1 盈利预测	20
5.2 相对估值	21
6 风险提示	22

图 目 录

图 1: 1976-2022 年公司发展历程.....	1
图 2: 2015 年以来公司营业收入及增速.....	2
图 3: 2015 年以来公司扣非归母净利润及增速.....	2
图 4: 2015 年以来公司按业务收入结构.....	2
图 5: 2015 年以来公司按地区收入结构.....	2
图 6: 2015 年以来公司销售毛利率和净利率变化情况.....	3
图 7: 公司股权结构.....	3
图 8: 2016-2022 年全球商用车胎分市场销量情况.....	4
图 9: 2016-2022 年全球商用车胎总销量情况.....	4
图 10: 2012-2023M9 全球主要地区经济景气指数走势.....	4
图 11: 2016-2022 年全球乘用车和轻卡车胎分市场销量情况.....	5
图 12: 2016-2022 年全球乘用车和轻卡车胎总销量情况.....	5
图 13: 国内全钢胎表观消费量情况.....	7
图 14: 国内全钢胎库存变化趋势.....	7
图 15: 国内半钢胎表观消费量情况.....	8
图 16: 国内半钢胎库存变化趋势.....	8
图 17: 汽车轮胎行业开工率 (%).....	8
图 18: 国内轮胎产量 (2 月数据为 1-2 月的累计值) 和出口数量.....	8
图 19: 轮胎产业链.....	9
图 20: 轮胎原材料价格指数走势.....	9
图 21: 国内头部胎企销售毛利率 (%) 变化趋势.....	10
图 22: 国内头部胎企销售净利率 (%) 变化趋势.....	10
图 23: 轮胎季度毛利率与季度平均原材料价格指数变化关系.....	10
图 24: 图 23 中的季度平均原材料价格指数平移至下一个季度.....	10
图 25: 公司四大轮胎品牌.....	11
图 26: 2019-2023H1 公司年度新产品款数.....	12
图 27: 2019-2023H1 公司年度各品类销量中新品占比.....	12
图 28: 2019-2023H1 公司销售情况 (按渠道划分).....	12
图 29: 2019-2023H1 公司经销和直销金额占比.....	12
图 30: 2019-2023H1 公司细分产品产能情况.....	13
图 31: 2019-2023H1 公司细分产品产能利用率.....	13
图 32: 公司现有产能及未来产能 (万条).....	14
图 33: 2015-2023H1 公司海外营业收入及占比.....	14
图 34: 2023H1 公司海外各地区营业收入占比.....	14
图 35: 2019-2022 年公司泰国工厂营业收入及占总收入的比例.....	15
图 36: 2015-2023H1 公司美洲地区营业收入及增速.....	15
图 37: 公司与可比公司毛利率.....	17
图 38: 公司与可比公司净利率.....	17
图 39: 公司与可比公司管理费用率.....	17

图 40: 公司与可比公司研发费用率.....	17
图 41: 公司与可比公司销售费用率.....	17
图 42: 公司与可比公司财务费用率.....	17
图 43: 公司与可比公司期间费用率.....	18
图 44: 公司与可比公司 ROA.....	18
图 45: 公司与可比公司 ROE (平均)	18
图 46: 公司与可比公司资产负债率 (%)	19
图 47: 公司与可比公司流动比率走势	19
图 48: 公司与可比公司总资产周转率 (次)	19
图 49: 公司与可比公司存货周转率 (次)	19
图 50: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)	20
图 51: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)	20

表 目 录

表 1: 斜交胎和子午胎对比	5
表 2: 全球及主要地区卡客车轮胎市场月度销量变化情况 (全球不包括中国)	6
表 3: 全球及主要地区乘用车和轻型卡车轮胎市场月度销量变化情况	7
表 4: 公司输美轮胎产品税率变动情况	16
表 5: 分业务收入	21
表 6: 可比公司估值 (截止 2023.11.3)	21
附: 财务报表	23

1 公司概况：商用全钢胎替换市场领先制造商

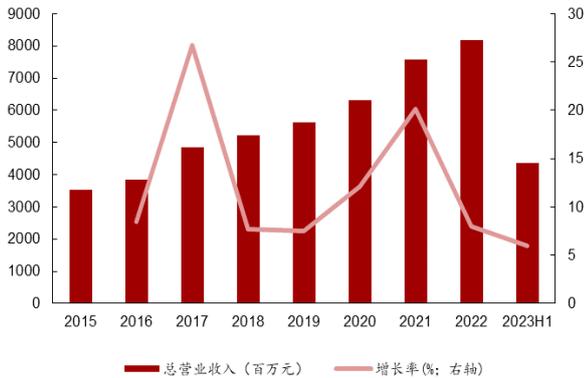
浦林成山控股有限公司（浦林成山）业务源于1976年，2018年于香港上市，总部位于山东省荣成市，是一家专注于轮胎研发、制造、销售及提供轮胎全生命周期服务的现代化企业，是中国商用全钢子午线轮胎替换市场国内领先制造商。公司拥有中国、泰国两大生产基地，设立中国、北美及欧洲三大销售中心，形成全球化发展布局。公司及其附属公司的三大产品是全钢子午线轮胎（全钢胎），半钢子午线轮胎（半钢胎），斜交轮胎（斜交胎）。全钢胎主要应用中/长途运输、巴士、混合路面或越野车、轻卡等；半钢胎主要应用在乘用车、皮卡、运动型多功能汽车(SUV)等车型；斜交胎主要安装在农业及工业越野路况的车辆。公司拥有四大品牌，即浦林（Prinx）、成山（Chengshan）、澳通（Austone）及富神（Fortune），产品已在全球主要轮胎市场相关机构获得证书，包括美国交通部（DOT），欧洲经济委员会（ECE）及R117等。

图 1：1976-2022 年公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司业绩状况：2015-2022年，公司营收从35.4亿元增至81.7亿元，CAGR 12.7%，营收增长相当稳健。同期，公司扣非归母净利润从1.5亿元增至3.4亿元，CAGR 12.6%，复合增速基本与营收保持一致。期间，公司扣非归母净利润在2017和2021年同比下降，主要系轮胎原材料成本上涨。最新2023H1，公司实现营收43.5亿元，同比增长6.0%，扣非归母净利润3.2亿元，同比增长115.5%。

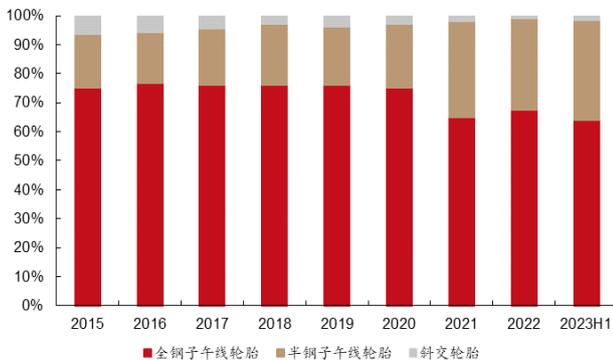
图 2：2015 年以来公司营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

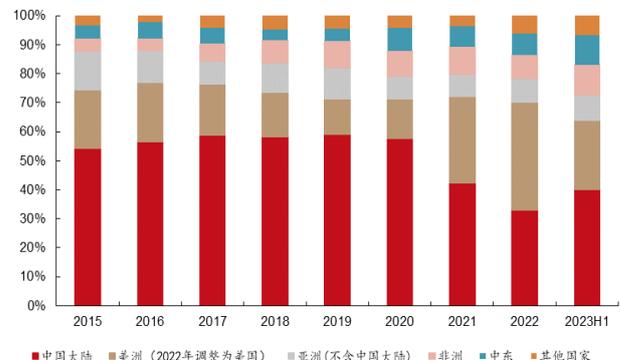
图 3：2015 年以来公司扣非归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：全钢胎是主要的收入来源，中国和美洲地区收入占比大。分产品来看，2015-2023H1，公司全钢胎产品收入占比最大，但全钢胎产品收入占比有所下降，半钢胎占比有所增长，斜交胎占比呈下降趋势。2023H1，公司总营业收入 43.5 亿元，其中，全钢胎/半钢胎/斜交胎占比分别为 64.0%/ 34.5%/ 1.6%。分区域来看，公司产品主要销往中国大陆和美洲地区，近年来，中国大陆地区销售收入下降幅度较大，美洲增长较快，2023H1，中国大陆/ 美洲/ 亚洲(不含中国大陆)/ 非洲/ 中东/ 其他国家营收占比分别为 40.2%/ 23.8%/ 8.6%/ 10.3%/ 10.2%/ 6.8%。

图 4：2015 年以来公司按业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2015 年以来公司按地区收入结构


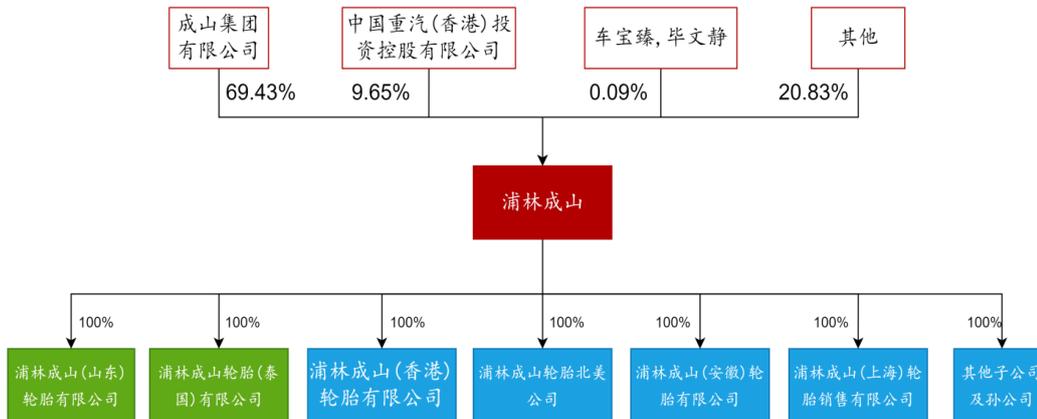
数据来源：公司公告，西南证券整理（注：期间披露口径有所变更）

2023H1 公司盈利水平回升。2015-2022 年，公司销售毛利率和销售净利率走势基本一致。2016 年和 2020 年，轮胎行业需求稳定，轮胎原材料成本下降，毛利率和净利率均处于历史高位。2021-2022 年，轮胎原材料、海运费大幅上涨，公司销售毛利率和净利率处于历史低位。2023H1，随着原材料成本下降，轮胎需求回暖，公司销售毛利率和净利率回升。

图 6：2015 年以来公司销售毛利率和净利率变化情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司股权结构：截至 2023 年 6 月 30 日，公司第一大股东为成山集团有限公司直接持股比例为 69.43%，实际控制人为车宏志先生。浦林成山拥有 18 家参控股子公司和孙公司，其中，浦林成山(山东)轮胎有限公司和浦林成山轮胎(泰国)有限公司分别是公司在国内和泰国的轮胎生产主体。浦林成山(安徽)轮胎有限公司是公司未来在国内第二生产基地的项目主体。浦林成山(香港)轮胎有限公司、浦林成山轮胎北美公司、浦林成山(上海)轮胎销售有限公司是公司的轮胎业务贸易主体。

图 7：公司股权结构


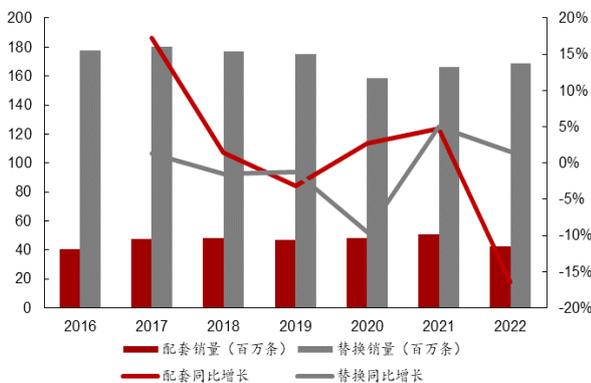
数据来源：公司公告, 西南证券整理

2 需求和盈利回升预期较好，持续关注轮胎行业

2.1 卡客车轮胎景气度与经济强相关，乘用车和轻卡轮胎需求稳定

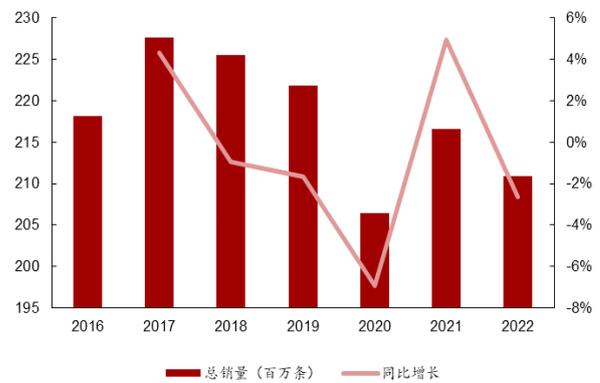
全球卡客车轮胎市场：据米其林统计，2016-2022 年全球卡客车轮胎需求在 2.0 亿条以上，其中配套需求在 0.4 亿条以上，替换需求在 1.6 亿条以上。2016-2022 年，全球商用车轮胎总销量整体呈现下降趋势。商用车轮胎需求与经济景气度强相关，2016-2017 年全球主要地区经济景气指数相对稳定，期间商用车轮胎销量表现较好，2018-2020 上半年全球主要地区经济景气指数出现下滑趋势，商用车轮胎销量同比下降。2021 年和 2022 年分别处于经济景气度回升和衰退的走势中，商用车轮胎销量与经济景气度走势保持一致。

图 8：2016-2022 年全球商用车胎分市场销量情况



数据来源：Michelin，西南证券整理

图 9：2016-2022 年全球商用车胎总销量情况



数据来源：Michelin，西南证券整理

图 10：2012-2023M9 全球主要地区经济景气指数走势

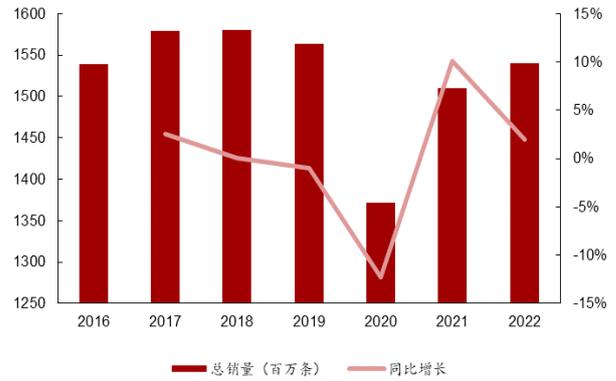


数据来源：国家统计局，欧盟统计局，Wind，西南证券整理

全球乘用车和轻卡车轮胎市场：据米其林统计，2016-2022 年全球乘用车和轻卡车轮胎需求在 15.1 亿条以上，其中配套需求在 3.5 亿条以上，替换需求在 11.0 亿条以上。2020 年，全球公路运输受疫情影响受阻，乘用车和轻卡车轮胎需求大幅下降 12.3%。2021-2022 年，在人们出行活动逐渐恢复的背景下，乘用车和轻卡车轮胎需求持续回暖。

图 11：2016-2022 年全球乘用车和轻卡车胎分市场销量情况


数据来源: Michelin, 西南证券整理

图 12：2016-2022 年全球乘用车和轻卡车胎总销量情况


数据来源: Michelin, 西南证券整理

斜交轮胎市场：斜交轮胎主要安装于在越野（包括泥泞）路况下提供服务的农业和工业用车。尽管近年来对斜交轮胎的需求并未如全钢子午线轮胎一般增长，但由于在泥泞地面具有较高的运行效率及安全功能，斜交轮胎仍然是农业用车和某些特种工业用车（包括矿山、石坑及隧道的车辆）的首选轮胎。

中国是农业大国，而斜交胎的构造最适配农作时路况对轮胎的要求，农用车的市场需求势必会助增斜交胎的发展；林业，作业环境更为恶劣，树杈、坚石都会割伤胎侧，而斜交胎侧有 7、8 层帘线甚至更多，可以有效阻挡轮胎穿刺割裂；对于载重量极大的工程车，轮胎扭矩大，工程车使用斜交胎更适配更具优势。

目前，斜交胎的轮胎结构适用农业和林业机械轮胎、工业车辆轮胎、特种车辆对轮胎的性能需求，斜交轮胎仍然有着不可替代的优势和发展市场，淘汰是不可能的。

表 1：斜交胎和子午胎对比

时间	优点	缺点	适用领域
斜交胎	斜交胎胎侧厚、侧向强度高是子午线轮胎无法相比的；胎面柔软，没有钢丝层，噪音相对较小。 承载能力强，拥有较强的抗冲击力，操控性能教好。 制作工艺较简单，生产效率高，成本更低；	舒适性差,由于高速时帘布层间移动与磨擦大,不适合高速行驶	适用于港口码头叉车、沙漠用车、林业用车、工矿业用车等。
子午胎	节省原材料，可以减少帘布层数和相应的橡胶用量。与斜交胎相比，帘布层数可减少 40~50%，橡胶用量可减少约 20%，使轮胎重量减轻 5~8%。 减振性能好，乘坐舒适；并可减少因剧烈震动引起的机件磨损，减少维修费用。 耐磨性能和抗机械损伤性能好，耐磨性能较斜交胎可提高 30~70%左右。 抓着性好，较斜交胎抓着力可提高 10~50%。牵引性能和越野性能好，行驶安全。 运行升温低，可以提高车辆行驶速度，耗油量相应降低。 使用寿命长，一般路面可达 10 万公里以上，好路面可达 14 万公里，坏路面可达 7 万公里左右。	胎侧较缠柔软，胎冠较厚在其与胎侧过渡区易产生裂口，吸振能力弱,胎面噪声大，制造技术要求高，成本也高。	全钢子午胎：主要用于重型载重商用车，如中重型重卡车以及大型客车等； 半钢子午胎：主要用于乘用车以及部分轻卡车。

数据来源: 华经产业研究院, 贤集网, 西南证券整理

2.2 2023 前三季度全球销量区域分化，中国市场供需同比双增

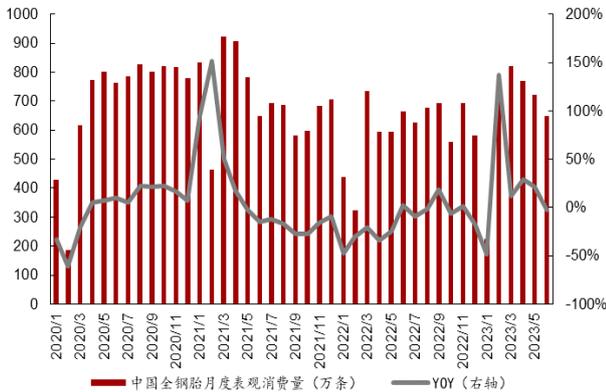
2023 年前九个月，全球卡客车轮胎市场销量呈现明显的区域差异。2023M1-M9，全球配套市场销量同比+2%，替换市场销量同比-7%。配套市场方面，欧洲配套市场销量较为乐观，南美地区销量大幅下降是由于 2023 年 1 月 1 日引入了新的防污染标准。替换市场方面，欧洲、北美和中美地区替换市场销量同比下降，销量的下降是有一部分原因是 2022 年同期的高基数，替换市场销量在 2022 年第二季度创下了历史新高。此外，经销商和车队在经济活动放缓的背景下继续调整库存也是销量下降的主要原因之一。在南美洲，替换市场需求仍然很高。

表 2：全球及主要地区卡客车轮胎市场月度销量变化情况（全球不包括中国）

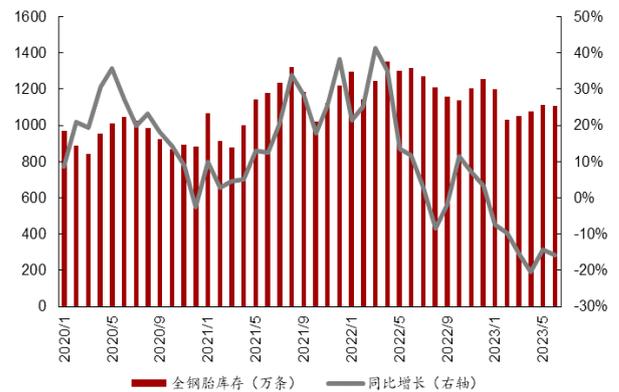
	配套市场销量同比				替换市场销量同比			
	欧洲	北美、中美洲	南美	全球	欧洲	北美、中美洲	南美	全球
2022M1	1%	7%	16%	-28%	12%	6%	2%	-1%
2022M2	1%	6%	12%	-21%	9%	18%	-1%	-13%
2022M3	-1%	-1%	6%	-36%	2%	-2%	6%	-1%
2022M4	-4%	21%	13%	-24%	15%	6%	4%	-2%
2022M5	8%	16%	11%	-24%	13%	2%	11%	-5%
2022M6	2%	11%	16%	-21%	0%	10%	2%	3%
2022M7	-2%	3%	8%	-15%	-7%	2%	0%	-2%
2022M8	16%	13%	15%	3%	-3%	18%	2%	5%
2022M9	26%	19%	18%	25%	0%	19%	-6%	6%
2022M10	5%	7%	26%	4%	0%	17%	2%	3%
2022M11	9%	18%	32%	-2%	-8%	10%	6%	-1%
2022M12	-2%	7%	44%	-7%	-8%	7%	-4%	-2%
2023M1-M9	8%	-2%	-23%	2%	-9%	-17%	4%	-7%

数据来源：Michelin，西南证券整理

2023H1 国内全钢胎需求回暖。2023 年 1-6 月，国内全钢胎表观消费量同比增长 18.0%，库存同比大幅下降。从表观消费量数据来看，2023 年上半年，国内全钢胎表观消费量 3953.3 万条，同比增长 18.0%，其中 3 月份消费量数据最高，二季度逐月有所下降，主要系疫情之后经济活动逐步恢复，全钢胎消费需求在一季度释放。从库存数据来看，2 月份国内全钢胎库存下降最为明显，之后 3-5 月略微增长，6 月又有所下降。整体来看，上半年全钢胎库存同比大幅下降。

图 13: 国内全钢胎表观消费量情况


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

图 14: 国内全钢胎库存变化趋势


数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

2023 年前九个月, 乘用车和轻型卡车轮胎市场: 全球配套市场销量同比+6%, 替换市场销量同比-1%。其中, 欧美配套销量同比增长, 配套市场修复较好, 替换销量同比下降。主要原因是 2023 年上半年欧洲和北美市场在供应链改善的背景下降库存, 而 2022 年同期受到库存补充的推动, 导致同期销量基数较高。中国市场配套和替换销量分别增长 2% 和 13%, 特别是替换市场增长较为明显。配套销量增长的主要原因是 2023 年前 9 个月新车产量 2090.5 万辆, 同比增长 3.9%, 新车产量为轮胎配套需求提供强劲支撑。替换销量大幅增长主要原因是 2022 年同期中国仍然受疫情反复的影响, 人们出行受限轮胎需求下降, 进入到 2023 年轮胎需求回暖。

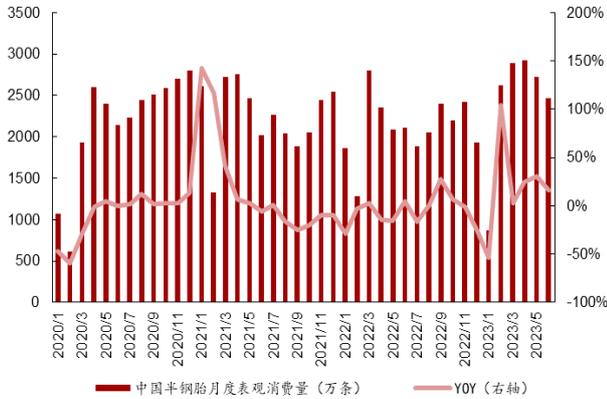
表 3: 全球及主要地区乘用车和轻型卡车轮胎市场月度销量变化情况

	配套市场销量同比				替换市场销量同比			
	欧洲	北美、中美洲	中国	全球	欧洲	北美、中美洲	中国	全球
2022M1	-13%	1%	0%	-6%	14%	4%	-16%	4%
2022M2	-11%	3%	19%	-2%	15%	17%	30%	12%
2022M3	-22%	-2%	-15%	-14%	6%	0%	-20%	-2%
2022M4	-16%	4%	-37%	-18%	6%	-7%	-34%	-9%
2022M5	9%	19%	-16%	0%	7%	-8%	-29%	-6%
2022M6	13%	11%	36%	10%	2%	0%	-11%	-1%
2022M7	7%	7%	17%	6%	-1%	-7%	-3%	-1%
2022M8	35%	25%	20%	21%	0%	-4%	0%	2%
2022M9	39%	40%	17%	28%	-7%	-6%	-5%	-6%
2022M10	22%	19%	-3%	10%	-9%	-3%	-19%	-7%
2022M11	12%	3%	-1%	1%	-15%	-5%	-18%	-9%
2022M12	3%	4%	-13%	-7%	-16%	-7%	-11%	-6%
2023M1-M9	11%	9%	2%	6%	-6%	-4%	13%	-1%

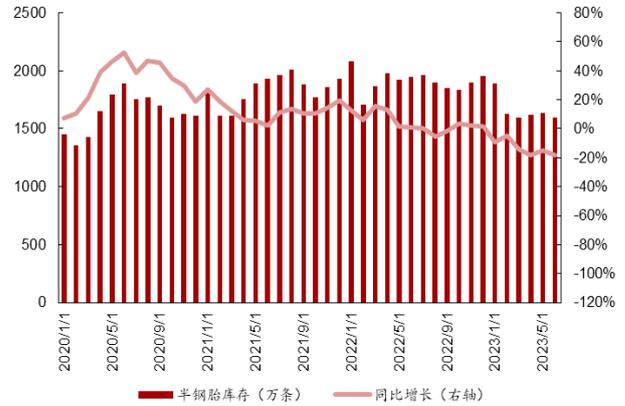
数据来源: Michelin, 西南证券整理

2023H1, 国内半钢胎需求回暖。2023 年 1-6 月, 国内半钢胎表观消费量同比增长 15.9%, 库存同比大幅下降。从表观消费量数据来看, 2023 年上半年, 国内半钢胎表观消费量 14487.5 万条, 同比增长 15.9%, 其中 4 月份消费量数据最高, 二季度逐月有所下降。从库存数据来

看，2月份国内半钢胎库存下降最为明显，之后4-5月略微增长，6月又有所下降。整体来看，上半年半钢胎库存同比大幅下降。

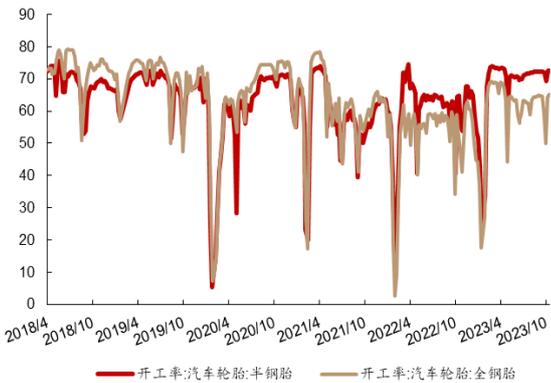
图 15：国内半钢胎表观消费量情况


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

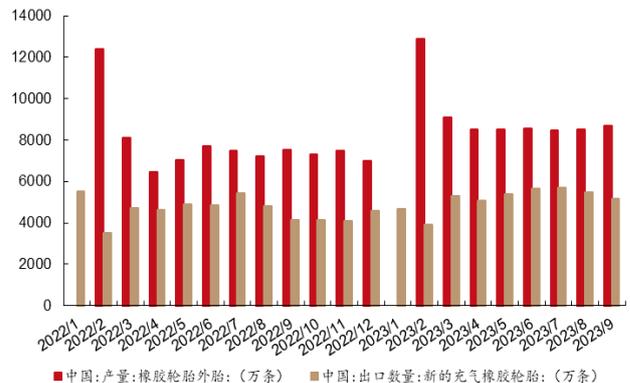
图 16：国内半钢胎库存变化趋势


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

2023 年前 9 个月，中国汽车轮胎产量和出口数量同比增长，行业复苏节奏明显。2023 年 9 月，国内半钢胎平均开工率为 72.1%，同比+17.9pp，环比+0.1pp；全钢胎平均开工率为 63.2%，同比+12.8pp，环比+0.1pp，行业复苏节奏明显。截至 2023 年 10 月 19 日，本周半钢胎开工率为 72.6%，环比上周+0.1pp，较 2022 年同期+7.9pp；全钢胎开工率为 65.2%，环比上周+0.9pp，较 2022 年同期+13pp。2023 年前 9 个月，国内橡胶轮胎外胎产量累计 7.3 亿条，同比增长 14.6%，其中 9 月份产量 0.9 亿条，同比增长 15.3%；出口累计 4.6 亿条，同比增长 8.9%，其中 9 月份出口 0.5 亿条，同比增长 24.5%。

图 17：汽车轮胎行业开工率（%）


数据来源：中国橡胶信息贸易网，西南证券整理

图 18：国内轮胎产量（2月数据为 1-2 月的累计值）和出口数量


数据来源：国家统计局，海关总署，西南证券整理

2.3 轮胎原材料价格与盈利能力强相关，关注 Q4 成本及传导力度

轮胎产业链：轮胎产业的上游主要原材料为橡胶、钢丝等增强材料、炭黑等填充材料和橡胶助剂；中游为轮胎制造，包括半钢胎、全钢胎、斜交胎、工程胎以及特种轮胎；下游应用于各种交通工具。从产业链的上下游来看，轮胎景气度与汽车工业高度相关，需求主要依赖于新车产量和汽车保有量。

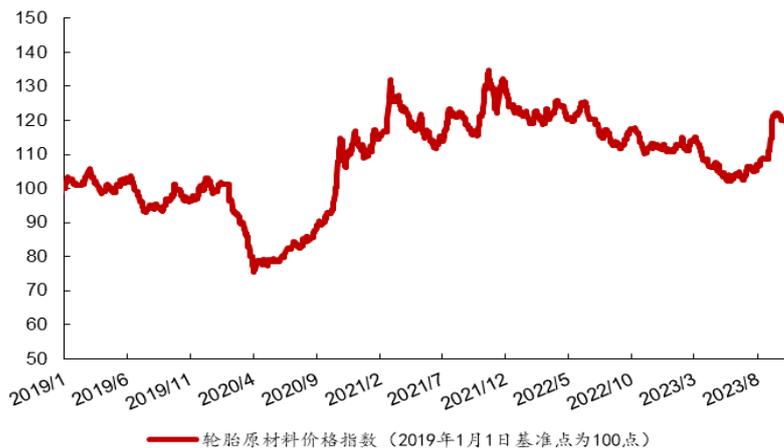
图 19：轮胎产业链



数据来源：森麒麟公司公告，西南证券整理

轮胎原材料价格指数：2023 年年初至 8 月底处于下降趋势，自 8 月底开始大幅上涨，四季度胎企利润可能承压。我们假设：轮胎原材料成本中天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、炭黑、螺纹钢的占比分别为 23%、12%、12%、15%、11%；其他原材料占比 27%，价格设定 0 元（忽略其他原材料价格的影响）。以 2019 年 1 月 1 日的原材料价格为基准点，得到轮胎原材料价格指数。2020 年初，受原油价格大幅下行影响，轮胎原材料价格急剧下降，4 月份之后，随着原油价格回升，轮胎原材料价格也逐渐上行。2021-2022 年 6 月，轮胎原材料价格指数基本处于 110 以上，之后开始下降。2022 年，轮胎原材料价格指数平均值为 118.0，较 2021 年的平均值 121.5 下降 2.9%。2023 年 1 月 1 日-2023 年 8 月 27 日轮胎原材料价格指数平均值为 107.9，较 2022 年平均值 118.0 下降 8.6%。2023 年 8 月 27 之后轮胎原材料价格指数迅速上涨，截至 2023 年 10 月 19 日，轮胎原材料价格指数为 119.9，较 2022 年平均值上涨 1.6%，较年初上涨 7.9%。

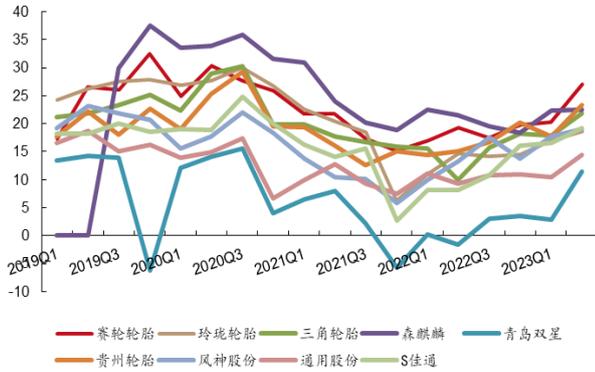
图 20：轮胎原材料价格指数走势



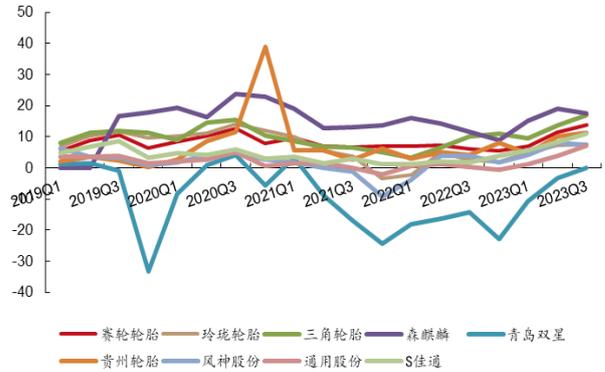
数据来源：中国橡胶信息贸易网，Wind，西南证券

2021 年，全球海运集装箱紧张导致国外市场需求旺盛却运输受阻，原材料价格大幅上涨等不利因素叠加，中国轮胎行业的整体经营形势极为严峻，企业盈利水平下降。2022 年，复杂严峻的经济形势和市场环境未发生较大好转，企业盈利水平处于 2019 年以来的底部。

进入 2023 年，轮胎原材料价格走势下行，海运费回归正常水平，轮胎需求回暖，企业盈利水平回升，国内胎企走出低谷时期。截至 2023 年 10 月 19 日，轮胎原材料价格有所回升，企业经验成本压力可能再次显现。

图 21：国内头部胎企销售毛利率 (%) 变化趋势


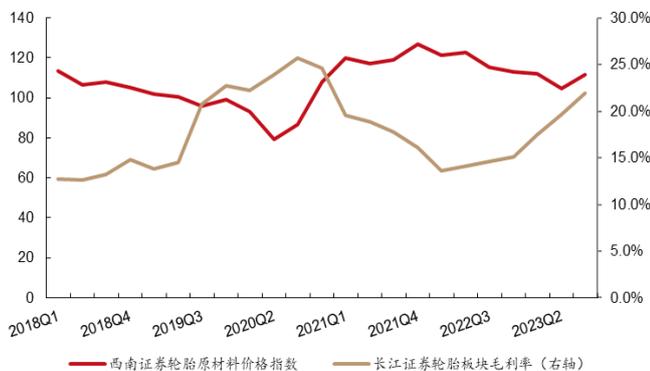
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 22：国内头部胎企销售净利率 (%) 变化趋势


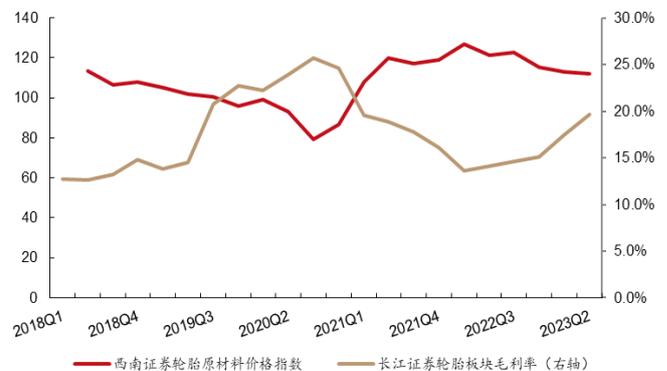
数据来源：Wind, 西南证券整理

轮胎盈利水平变动反向滞后我们拟合的轮胎原材料价格指数变动约 1 个季度。我们通过比较轮胎季度毛利率（数据来自长江证券轮胎指数）与轮胎原材料季度平均价格指数（数据来自西南证券拟合）走势发现，轮胎毛利率极值反向滞后轮胎原材料季度平均价格极值 1 个季度。毛利率滞后原材料价格一个季度变动的主要原因是轮胎生产企业为了保证正常的生产往往会提前采购大量原材料，形成原材料库存，库存周期根据实际情况存在一定差别，按照我们的拟合结果倒推，库存周期可能在 2-3 个月。因此原材料价格下降时，胎企实际生产所用原材料仍然可能是前期积压的高价库存。只有当期购入低价原材料时，才会降低之后生产的原材料成本。

2023 前三季度胎企盈利水平持续修复，四季度成本压力可能再次显现，关注胎企成本传导力度。据长江证券轮胎成份销售毛利率数据，2023Q1/Q2/Q3 胎企毛利率环比分别提升 2.3/ 2.2 /2.3pp。2023 年 7 月 1 日至 9 月 30 日，轮胎原材料平均价格指数为 111.5，环比 2023Q2 上涨 6.5%，四季度胎企盈利能力有下降风险，但若能较好的传导成本压力，在四季度需求持续回暖的背景下，胎企四季度业绩仍然有增长的潜力。

图 23：轮胎季度毛利率与季度平均原材料价格指数变化关系


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 24：图 23 中的季度平均原材料价格指数平移至下一个季度


数据来源：Wind, 西南证券整理

3 产品焕新，渠道布局持续优化，全球化布局完成

3.1 打造差异化品牌，持续优化渠道布局

公司在品牌发展方面定位“中国轮胎新制造”，以绿色化、智慧化、国际化、品牌化为发展主轴，制定了“国际化与本土化相结合，多品牌、差异化发展”的品牌战略。公司旗下四大品牌：成山(Chengshan)、浦林(Printx)、澳通(Austone)与富神(Fortune)均完成了系统焕新。

图 25：公司四大轮胎品牌



数据来源：公司公告，西南证券整理

成山品牌：2021年12月，公司率先发布“成山轮胎”全新品牌形象，定位“中国司机的选择”。2022年5月，成山品牌高性能乘用车“华”系列第一款产品——“华韧”上市。2023年2月，成山品牌“华”系列的首款城市SUV轮胎产品——“华悦”上市。

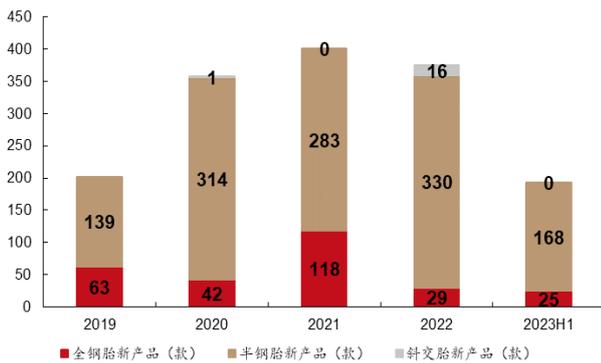
浦林品牌：定位为电动时代而生，聚焦高性能电动车轮胎，从品牌到市场与渠道，持续探索，突破创新，赋能电动时代。2022年6月，浦林品牌两款聚焦新能源轮胎行业的产品“创域”(XLAB)和“探域”(XNEX)上市。

澳通品牌：围绕‘积极主动、以人为本、周全守护’的品牌特性，致力于以优质的产品与服务，为所爱之人打造安全无忧的自在旅途。

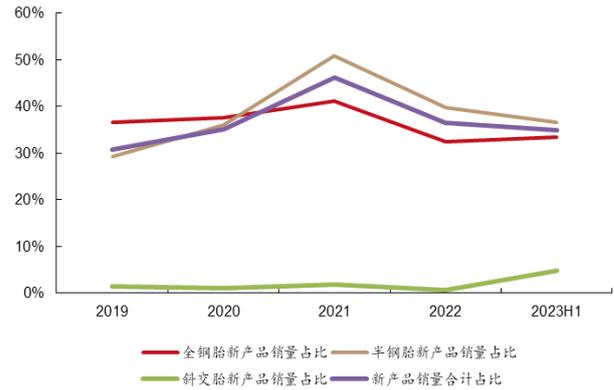
富神品牌：以解决问题、自我掌控、不断进步的品牌特性，不断反躬自省、革新技术，致力于推进轮胎产品的性能，为每个以意志为驱的强者而创立。

凭借更丰富的品牌内涵，本集团成山轮胎获得世界品牌实验室(World Brand Lab)“2022年中国500最具价值品牌”，品牌价值381.95亿元，较2021年(341.58亿元)同比增长约12%。

公司紧盯全球汽车及轮胎行业发展趋势，新产品款式丰富，持续注入新动能。2019-2022年公司开发新产品款式合计分别为 202/ 357/ 401/ 375 款。2023 年上半年浦林成山瞄准新能源汽车市场，加大新产品开发、新材料应用和新技术攻关，全年开发全钢轮胎 25 款，半钢轮胎 168 款。新产品销量方面，2019-2022 年公司新产品销量合计分别为 379.3/ 531.6/ 858.8/ 676.2 万条，占当年产品总销量的比例分别为 31%/ 35%/ 46% 36%。2023H1，公司新产品销量合计 403.2 万条，占总销量的比例为 34.6%。

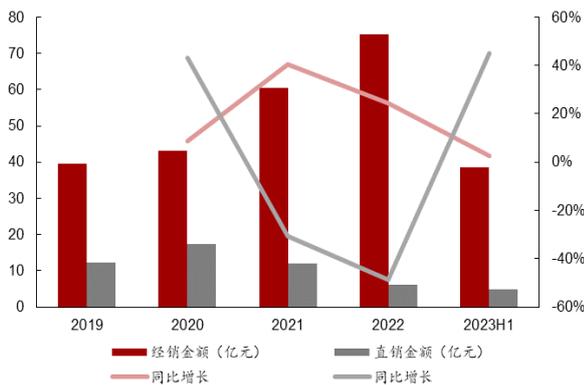
图 26：2019-2023H1 公司年度新产品款数


数据来源：公司公告，西南证券整理

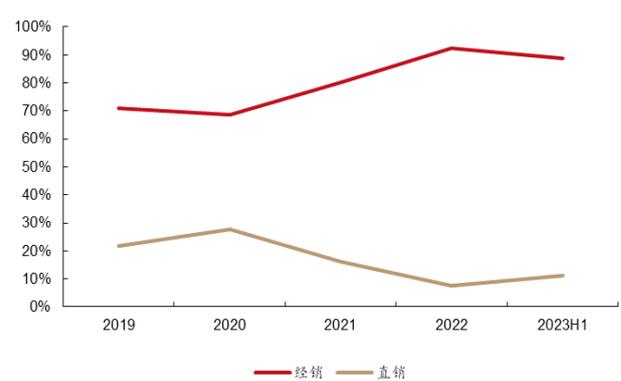
图 27：2019-2023H1 公司年度各品类销量中新品占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品主要通过经销商供应替换市场，国际经销业务收入增长显著。2019-2022 年，公司通过国内与国际经销商渠道的营业收入分别约 39.6/ 43.1/ 60.5/ 75.3 亿元，占总销售额的比例分别为 71%/ 69%/ 80%/ 92%。2023H1，公司经销渠道营收占比 89%，直销业务同比增长 3pp。

图 28：2019-2023H1 公司销售情况（按渠道划分）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：2019-2023H1 公司经销和直销金额占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

积极开拓市场，优化经销渠道布局。2023 年上半年海外市场整体需求旺盛，全球的重点市场需求不均衡，呈现不同特点，其中北美和欧洲需求不振，拉美、中东非等市场需求强劲。公司国际营销各区域均衡发展，海外销售渠道布局与拓展成效显著。2023 年上半年，公司新开发海外经销商 61 家，分布在全球 36 个国家。截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有经销商逾 300 个，产品覆盖全球 169 个国家和地区。

向汽车制造商配套销售方面，公司与多家新能源汽车厂建立合作关系。2022 年，公司启动了超过 20 个商用车配套新项目，成功取得与合资品牌‘江铃福特全顺’的配套项目；正式进入长城 H6 车型供应目录以及江铃福特的定点轮胎供应商，并启动比亚迪乘用车配套专案和零跑等新能源车企的开发规划。2023 年上半年，公司在商用车重卡、中卡和轻卡细分市场均衡发展，中重卡商用车轮胎配套出口比例持续增加，乘用车轮胎配套业务已进入比亚迪、广汽、江铃新能源等乘用车制造商的配套合作。江铃新能源已批量供应，比亚迪已通过审核。截至 2023 年 6 月 30 日，公司共进入 62 家汽车制造商的供货商体系。

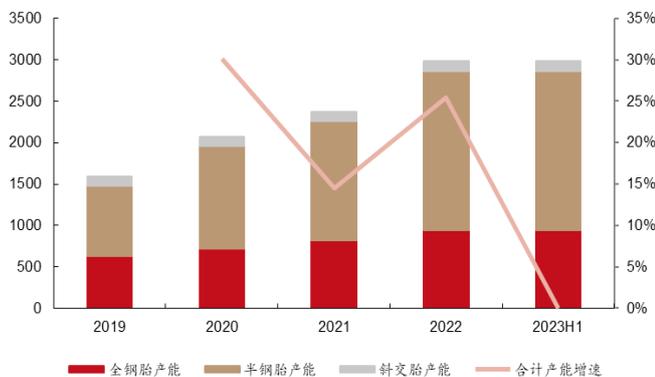
3.2 产能持续扩张，形成全球化发展布局

公司拥有中国山东、泰国两大生产基地，设立中国、北美及欧洲三大销售中心，形成全球化发展布局。目前，中国山东轮胎生产基地已具备全钢子午线轮胎产能 740 万条/年和半钢子午线轮胎产能 1120 万套/年；泰国轮胎生产基地已形成全钢子午线轮胎产能 200 万条/年和半钢子午线轮胎产能 800 万套/年。未来，公司在泰国尚有部分未使用厂房空间，可供建设三期项目（半钢轮胎 200 万条/年）。另外，公司未来的投资计划包括建设位于安徽的国内第二工厂项目，但是基于国内外经济形势和公司产能利用率预测分析，公司决定暂缓安徽轮胎项目。

泰国轮胎生产基地：一期项目于 2019 年开工建设，2020 年下半年开始进入运营期，2021 年全面发挥产能。2020 年下半年及 2021 年上半年，公司先后启动泰国轮胎生产基地二期项目全钢子午线轮胎 120 万条/年和半钢子午线轮胎 400 万套/年的产能扩充，二期项目已于 2022 年第一季度陆续达产。目前，泰国轮胎生产基地已形成全钢子午线轮胎产能 200 万条/年和半钢子午线轮胎产能 800 万套/年，助力公司进一步开拓北美、欧洲等海外市场。2022 年，泰国轮胎生产基地的全钢子午线轮胎和半钢子午线轮胎的产能利用率分别为 94.4%/57.1%，2023 上半年产能利用率分别为 63.4%/80.9%。半钢胎产能利用率提升明显，全钢胎受海外去库存影响，产能利用率大幅下降。

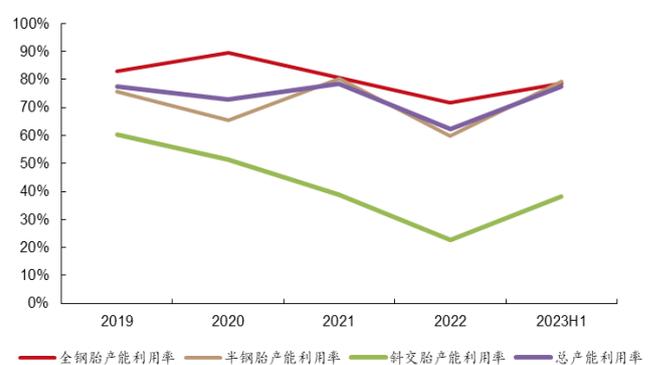
山东轮胎生产基地：2020 年下半年，公司启动山东轮胎生产基地的全钢子午线轮胎 105 万条/年和半钢子午线轮胎 280 万套/年的产能扩充项目，已于 2022 年第一季度达产。目前，山东轮胎生产基地已形成全钢子午线轮胎产能 740 万条/年和半钢子午线轮胎产能 1120 万套/年。2022 年，山东轮胎生产基地的全钢子午线轮胎和半钢子午线轮胎的产能利用率分别为 69.0%/85.8%，2023 上半年产能利用率分别为 86.5%/96.3%，相比 2022 年均有所提升。

图 30：2019-2023H1 公司细分产品产能情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

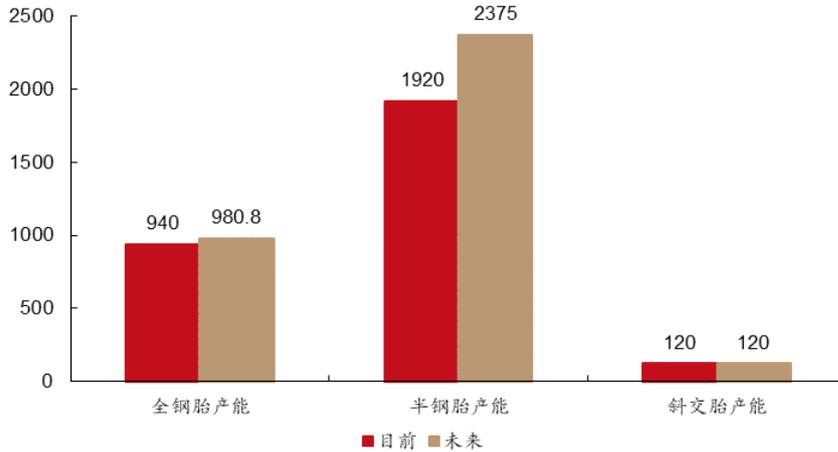
图 31：2019-2023H1 公司细分产品产能利用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

未来,泰国工厂有可能建设三期项目。公司泰国轮胎生产基地尚有部分未使用厂房空间,可供建设三期项目(半钢轮胎 200 万条/年),公司将根据综合情况择机启动。

图 32: 公司现有产能及未来产能(万条)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.3 泰国初裁税率下降, 经营业绩有望提升

近两年,公司海外收入占比大幅提升。2015-2020 年,公司海外业务收入占比维持在 41%-46%。2021 年,公司泰国轮胎生产基地开始全面发挥产能,海外业务收入占比大幅提升 16pp 至 58%,2022 年,泰国二期项目于第一季度陆续达产,海外业务收入占比继续提升 9pp 至 67%。2023H1,海外全钢胎市场需求疲软,公司海外业务收入占比下滑至 60%。

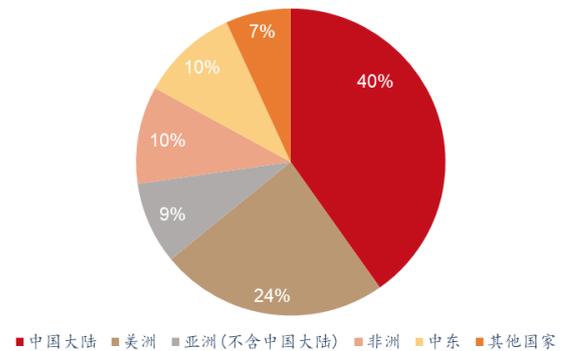
从各地区的营业收入来看,美洲地区是海外地区主要的收入来源。2023H1,公司在中国大陆、美洲、亚洲(不含中国大陆)、非洲、中东、其他国家的营业收入占比分别为 40%、24%、9%、10%、10%、7%。

图 33: 2015-2023H1 公司海外营业收入及占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 34: 2023H1 公司海外各地区营业收入占比

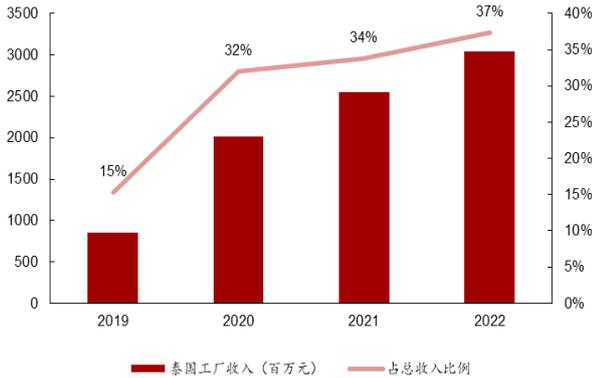


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司泰国轮胎生产基地助力公司开拓北美、欧洲等海外市场。2019 年以来，随着泰国基地一期、二期项目陆续建成投产，泰国工厂营收占比持续提升。同期，美洲地区营业收入也大幅提升。

据公司 2023 年半年报，2022H1 和 2023H1，公司海外营业收入中来自泰国轮胎生产基地的占比分别约 56.2%和 44.5%，主要系北美和欧洲需求不振。

图 35：2019-2022 年公司泰国工厂营业收入及占总收入的比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：2015-2023H1 公司美洲地区营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

美国政府对从中国、泰国进口的产品征收关税。2018 年 9 月 24 日，美国对中国 2000 亿美元输美商品征收 10% 的关税。2019 年 5 月 10 日，美国决定将关税从 10% 上调至 25%。2021 年，拜登总统上任后，继续对从中国进口的商品加征关税。另外，美国商务部于 2019 年 2 月 15 日对中国卡客车轮胎实施“双反”，对卡客车产品征收反倾销税和反补贴保证金。浦林成山被裁定征收反倾销反补贴合并保证金税率达 42.16%。2020 年 2 月 3 日，美国商务部发布通知启动针对中国进口卡客车轮胎反倾销、反补贴第一次行政复议，此次反倾销复审的调查期为 2019 年 2 月 15 日至 2020 年 1 月 31 日，反补贴复审的调查期为 2019 年 2 月 15 日至 2019 年 12 月 31 日。美国商务部于 2021 年 6 月 21 日公布了对中国卡客车轮胎反补贴第一次行政复议初裁税率，公司适用 17.04% 的单独税率。美国商务部于 2021 年 12 月 20 日公布了对中国卡客车轮胎反补贴第一次行政复议终裁税率，从 2021 年 12 月 23 日开始，公司向美国出口的卡客车轮胎将按照 17.47% 的税率缴纳反补贴税保证金。上述税率的降低，提高了公司产品在美国市场的竞争力。另外，公司也积极主动参加美国商务部于 2021 年 4 月 1 日启动的针对中国进口卡客车轮胎反补贴第二次行政复议，该次反补贴复审的调查期为 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日。美国商务部于 2022 年 6 月 27 日公布了对中国卡客车轮胎反补贴第二次行政复议终裁税率，从 2022 年 6 月 30 日开始，浦林成山山东公司向美国出口的卡客车轮胎将按照 17.85% 的税率缴纳反补贴税保证金。美国商务部 2021 年 12 月 8 日公布了对中国半钢胎双反第六次行政复议反补贴调查的强制应诉企业名单，住友橡胶被抽中为强制应诉企业，浦林成山也积极参加了此次复审。

公司泰国基地出口美国的乘用车和轻卡轮胎初裁税率由 17.06% 下调至 4.52%。2020 年 5 月 13 日，美国钢铁工人联合会向美国商务部和美国国际贸易委员会提出申请，要求对来自泰国、越南、韩国和中国台湾的乘用车和轻卡轮胎发起反倾销调查，同时对越南的乘用车和轻卡轮胎发起反补贴调查。美国商务部于 2021 年 7 月 19 日发布对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销征税令，由于泰国轮胎生产基地在调查期尚未出口美国涉案轮胎，所以适用 17.06% 的平均反倾销税率。对浦林成山泰国轮胎生产基地的销售带来一定负面影响。美国商

务部于 2022 年 9 月 6 日发布通知启动针对泰国进口乘用车和轻卡轮胎反倾销第一次行政复审，此次反倾销复审的调查期为 2021 年 1 月 6 日至 2022 年 6 月 30 日，浦林成山也积极参与了此次复审，2023 年 7 月美国商务部对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销调查第一次年度行政复审初裁结果公示，森麒麟泰国本次复审的初裁单独税率为 1.24%，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%，浦林成山适用于 4.52% 的初裁税率，预计终裁结果将于 2024 年一季度公布，具体执行的反倾销税率需待终裁结果公布后进行调整。

双反税率往往由下游经销商客户和生产企业共同承担，我们认为税率下降对公司业绩有直接影响，其次对海外经销商的采购订单也有较大影响，经销商可能会加大采购量，有望带动输美订单量回升。

表 4：公司输美轮胎产品税率变动情况

时间	美洲地区营收 (百万元) (2022 年调整为美国)	泰国工厂 营收 (百万元)	现行泰国乘用车和轻卡轮胎 输美税率	泰国乘用车和轻卡轮胎 输美初裁税率	中国卡客车轮胎 输美税率
2015	717	/	/	/	/
2016	779	/	/	/	/
2017	856	/	/	/	/
2018	804	/	/	/	/
2019	676	855	/	/	42.16%
2020	868	2011	/	/	42.16%
2021	2240	2544	17.06%	4.52%	42.16%
2022H1	1832	/	17.06%	4.52%	17.47%
2022	3019	3046	17.06%	/	17.47%

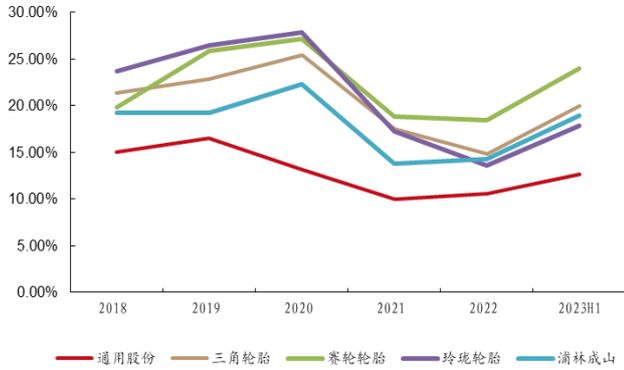
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 财务分析

4.1 公司整体运作良好，净资产收益率较高

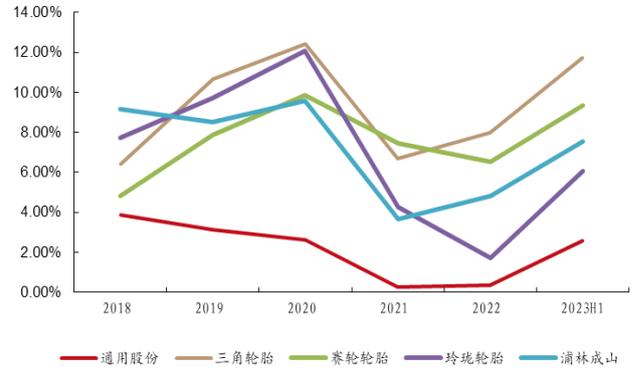
公司销售毛利率和净利率处于行业平均水平。纵向来看，2018-2020 年，公司毛利率和净利率分别维持在 20% 和 9% 左右。2021-2022 年，公司毛利率和净利率大幅下降的主要系经济形势和市场环境变化导致轮胎企业经营形势严峻，行业盈利水平下降。2023H1，受益于行业需求回暖，生产经营成本下降，公司毛利率和净利率分别为 19.0% 和 7.5%，较 2022 年分别提升 4.6pp/ 2.7pp，盈利能力回升。横向来看，2018-2023H1，公司毛利率和净利率处于行业平均水平。

图 37: 公司与可比公司毛利率



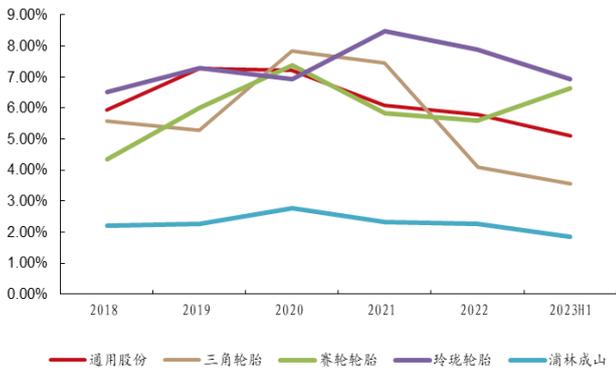
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 38: 公司与可比公司净利率



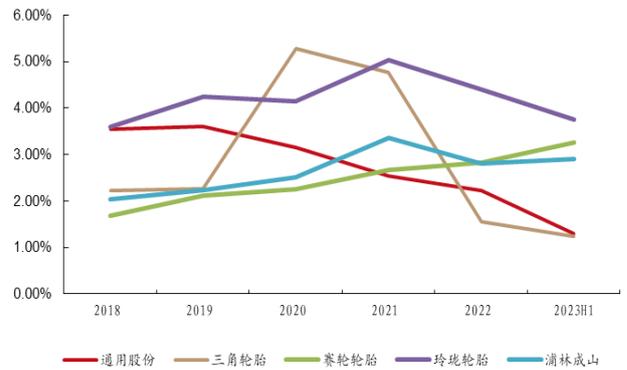
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 39: 公司与可比公司管理费用率



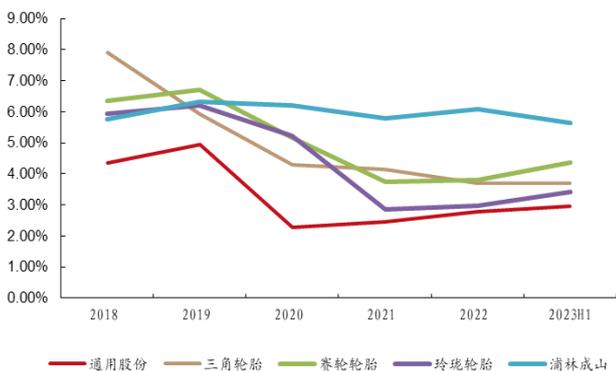
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 40: 公司与可比公司研发费用率



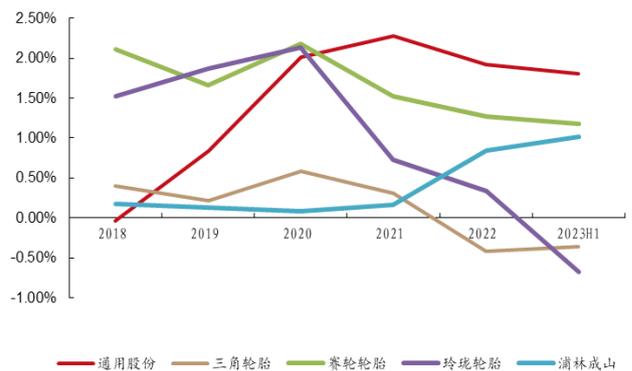
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 41: 公司与可比公司销售费用率

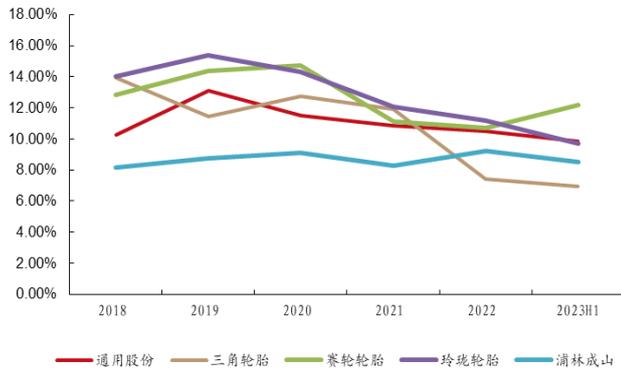


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 42: 公司与可比公司财务费用率

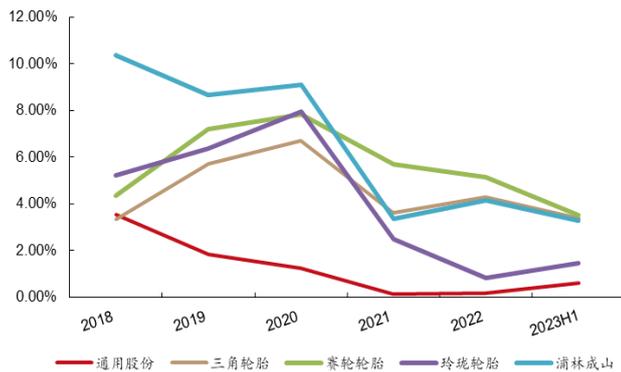


数据来源: Wind, 西南证券整理

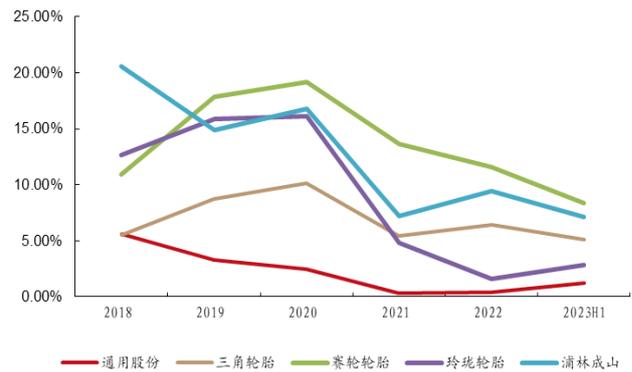
图 43: 公司与可比公司期间费用率


数据来源: Wind, 西南证券整理

ROA/ROE 均处于行业领先水平。公司 ROA/ROE 与净利率走势基本一致, 处于行业领先水平。最新 2023H1, 公司 ROA、ROE 分别为 3.27%、7.09%。

图 44: 公司与可比公司 ROA


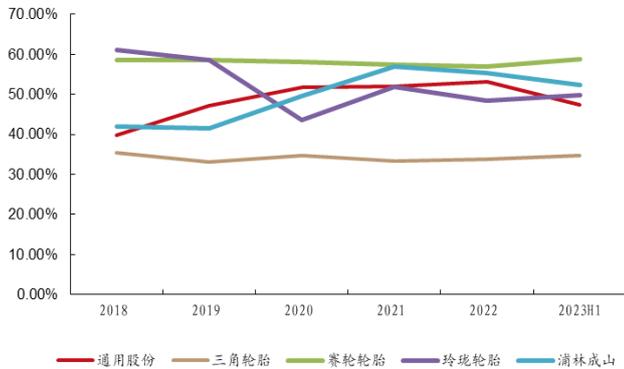
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 45: 公司与可比公司 ROE (平均)


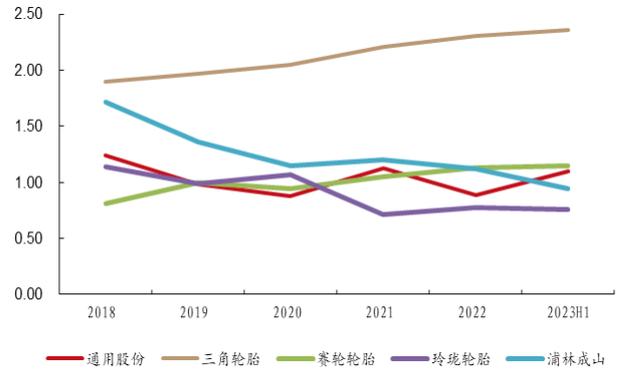
数据来源: Wind, 西南证券整理

4.2 总资产周转率相对较好, 现金流较为健康

公司偿债能力接近行业平均水平。公司资产负债率和流动比率接近行业平均水平。最新 2023H1, 公司资产负债率/流动比率为 52.36%/ 0.95。

图 46: 公司与可比公司资产负债率 (%)


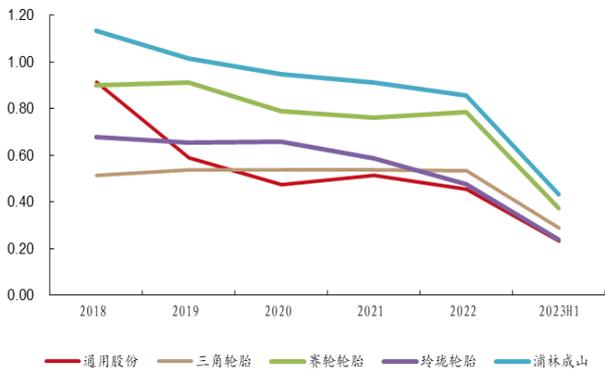
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 47: 公司与可比公司流动比率走势


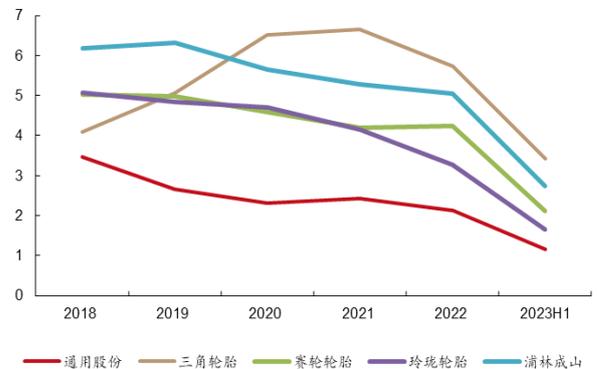
数据来源: Wind, 西南证券整理

总资产周转率和存货周转率相对较好。2018年-2022年,公司总资产周转率和存货周转率处于行业中上游水平。最新2023H1,公司总资产周转率和存货周转率分别为0.43次和2.75次。

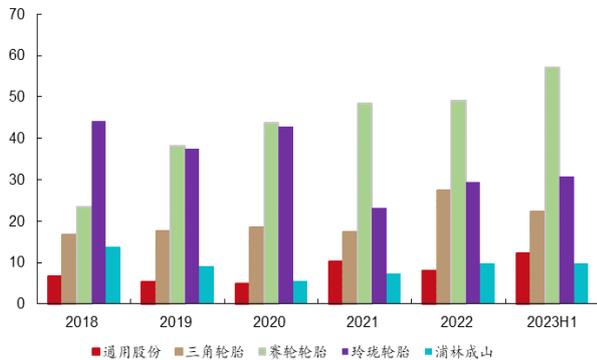
公司经营性现金流较为健康,自2017年以来,公司经营性现金流持续为正。最新2023H1,公司经营性现金流为4.42亿元。

图 48: 公司与可比公司总资产周转率 (次)


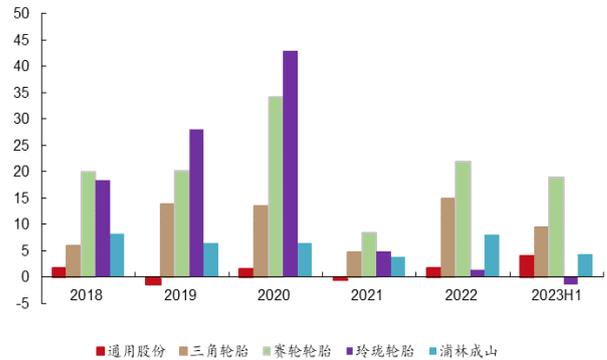
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 49: 公司与可比公司存货周转率 (次)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 50: 公司与可比公司货币现金情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 51: 公司与可比公司经营性现金流净额情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

基于上述分析, 我们做出如下假设:

1) 全钢胎: 目前, 公司全钢胎产能 940 万条/年。其中, 2020 年下半年泰国一期项目开始运行, 2021 全面达产, 全钢胎新增产能 80 万条/年, 2021 年山东基地新建全钢胎产能 105 万条/年, 泰国二期新建全钢胎产能 120 万条/年, 均于 2022 年一季度全面达产。假设 2023-2025 年, 全钢胎产能利用率分别 82%/ 85%/ 88%, 产品单价同比提升 1%, 对应全钢胎产量分别为 770.8/ 799.0/ 827.2 万条, 单价分别为 825.2/ 833.4/ 841.8 元/条。

2) 半钢胎: 目前, 公司半钢胎产能 1920 万条/年。其中, 2020 年下半年泰国一期项目开始运行, 2021 全面达产, 新增半钢胎产能 400 万条/年; 2021 年山东基地半钢胎新建产能 280 万条/年, 泰国二期半钢胎新建产能 400 万条/年, 均于 2022 年一季度全面达产; 未来, 泰国可供建设三期项目半钢胎产能 200 万条/年。假设 2023-2025 年, 公司半钢胎产能利用率分别为 80%/ 85%/ 90%, 产品单价同比提升 2%, 对应产量分别为 1536/ 1632/ 1908 万条, 产品单价分别为 227.2/ 229.4/ 231.7 元/条。

3) 斜交胎: 目前, 公司斜交胎产能 120 万条/年。假设 2023-2025 年, 斜交胎产能利用率分别 30%/ 35%/ 40%, 产品单价同比提升 1%, 对应斜交胎产量分别为 36.0/ 42.0/ 48.0 万条, 单价分别为 308.3/ 311.4/ 314.5 元/条。

表 5：分业务收入

单位：百万元人民币		2022A	2023E	2024E	2025E
全钢胎	收入	5503.32	6360.42	6659.05	6963.02
	增速	12.57%	15.57%	4.70%	4.56%
	销量（万条）	673.60	770.80	799.00	827.20
	单价（元/条）	817.00	825.17	833.42	841.76
半钢胎	收入	2564.98	3489.28	3744.44	4421.46
	增速	2.15%	36.04%	7.31%	18.08%
	销量（万条）	1151.70	1536.00	1632.00	1908.00
	单价（元/条）	222.71	227.17	229.44	231.73
斜交胎	收入	83.65	111.00	130.80	150.98
	增速	-39.02%	32.70%	17.83%	15.43%
	销量（万条）	27.40	36.00	42.00	48.00
	单价（元/条）	305.29	308.34	311.43	314.54
合计	收入	8151.95	9960.71	10534.28	11535.46
	增速	8.16%	22.19%	5.76%	9.50%
	毛利	1169.79	1882.57	1969.91	2134.06
	毛利率	14.35%	18.90%	18.70%	18.50%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为人民币 99.61、105.34、115.35 亿元，归母净利润分别为 7.14/ 7.80/ 8.64 亿元，EPS 分别为 1.12/ 1.23/ 1.36 元。

5.2 相对估值

我们选取与浦林成山业务相近的三家公司，森麒麟、通用股份、赛轮轮胎作为可比公司，2023-2025 年三家公司的平均 PE 分别为 18/ 12/ 10 倍。浦林成山目前拥有中国山东、泰国两大生产基地，设立中国、北美及欧洲三大销售中心，已形成全球化发展布局。公司泰国基地出口美国的乘用车和轻卡轮胎初裁税率由 17.06% 下调至 4.52%，预计终裁结果将于 2024 年一季度公布，有望提升泰国公司业绩。公司优化经销渠道布局，新产品款式丰富，未来业绩有望保持增长。结合对标公司的估值和目前浦林成山的业务布局，给予公司 2024 年 8 倍 PE，对应目标价 10.88 港元（汇率 1 港元对人民币 0.90476 元）。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值（截止 2023.11.3）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002984.SZ	森麒麟	224.01	30.11	1.23	1.84	2.47	2.97	24.48	16.38	12.19	10.15
601500.SH	通用股份	61.18	3.88	0.01	0.16	0.31	0.38	281.09	23.79	12.36	10.19
601058.SH	赛轮轮胎	352.25	11.29	0.44	0.84	0.98	1.13	25.66	13.43	11.49	10.02
平均值								110.41	17.87	12.01	10.12
1809.HK	浦林成山	37.44	5.88	0.62	1.12	1.23	1.36	9.50	5.24	4.80	4.33

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

6 风险提示

汇率风险：伴随世界经济的不稳定以及各国的货币松紧举措，公司可能面临由此带来的汇率波动风险。2022 年度，公司来自海外运营的美元计价收入占总收入约 67.2%，主要用于海外原材料的采购，且 Prinx Thailand 的运营费用以泰铢结算为主，因此公司面临就美元、泰铢所产生的外汇风险。若汇率出现较大幅度的波动，将给公司业绩带来影响。

国际贸易摩擦风险：公司目前拥有中国山东、泰国两大生产基地，设立中国、北美及欧洲三大销售中心，已形成全球化发展布局。美国政府对从中国、泰国进口的产品征收关税及双反保证金税对公司业绩造成负面影响。

原材料价格波动风险：公司生产所用的主要原材料近年来价格呈现波动趋势。由于轮胎产品售价调整相对滞后，难以及时覆盖原材料价格上涨对成本的影响，各类原材料价格波动短期内对公司的盈利能力构成不利影响。

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1172.68	996.07	1053.43	1153.55	营业额	8151.95	9960.71	10534.29	11535.46
应收账款	1312.47	1847.48	1953.86	2139.56	销售成本	6982.16	8078.13	8564.38	9401.40
预付款项、按金及其他应收款项	259.07	340.87	360.50	394.76	销售费用	497.49	548.11	569.14	605.92
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	413.83	508.00	531.98	576.77
存货	1277.37	1644.92	1743.93	1914.37	财务费用	71.50	95.14	88.82	81.40
其他流动资产	465.51	453.06	464.12	483.42	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	4487.11	5282.40	5575.84	6085.65	投资收益	-0.08	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5.93	5.93	5.93	5.93	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5270.83	5786.91	6224.03	6582.19	营业利润	186.90	731.33	779.98	869.96
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	167.84	93.46	120.33	127.21
无形资产	150.07	125.06	100.05	75.04	税前利润	354.74	824.79	900.31	997.17
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	-39.08	110.41	120.52	133.49
其他非流动资产	71.80	71.80	71.80	71.80	税后利润	393.82	714.38	779.79	863.69
非流动资产合计	5498.64	5989.70	6401.80	6734.96	归属于非控制股东利润	0.04	-0.01	-0.01	-0.01
资产总计	9985.74	11272.10	11977.64	12820.61	归属于母公司股东利润	393.78	714.38	779.79	863.69
短期借款	762.90	574.12	462.39	245.94	EBITDA	835.66	1436.78	1584.92	1753.33
应付账款	2000.31	2373.70	2516.57	2762.53	NOPLAT	286.86	715.83	752.49	824.01
其他流动负债	1233.32	1813.18	1917.90	2100.40	EPS(元)	0.62	1.12	1.23	1.36
流动负债合计	3996.53	4760.99	4896.86	5108.86					
长期借款	1440.38	1440.38	1440.38	1440.38	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	96.97	96.97	96.97	96.97	成长能力				
非流动负债合计	1537.34	1537.34	1537.34	1537.34	营收额增长率	8.16%	22.19%	5.76%	9.50%
负债合计	5533.87	6298.34	6434.21	6646.20	EBIT 增长率	57.44%	115.83%	7.52%	9.04%
储备	4451.83	4451.83	4451.83	4451.83	EBITDA 增长率	47.51%	71.93%	10.31%	10.63%
留存收益	0.00	521.90	1091.58	1722.56	税后利润增长率	42.53%	81.40%	9.16%	10.76%
归属于母公司股东权益	4452.03	4973.93	5543.61	6174.59	盈利能力				
归属于非控制股东权益	-0.16	-0.17	-0.17	-0.18	毛利率	14.35%	18.90%	18.70%	18.50%
权益合计	4451.87	4973.76	5543.44	6174.41	净利率	4.83%	7.17%	7.40%	7.49%
负债和权益合计	9985.74	11272.10	11977.64	12820.61	ROE	8.85%	14.36%	14.07%	13.99%
					ROA	3.94%	6.34%	6.51%	6.74%
					ROIC	5.11%	11.86%	11.19%	11.47%
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	估值倍数				
税后经营利润	207.57	633.43	675.57	753.50	P/E	9.50	5.24	4.80	4.33
折旧与摊销	409.42	516.85	595.80	674.75	P/S	0.46	0.38	0.36	0.32
财务费用	71.50	95.14	88.82	81.40	P/B	0.84	0.75	0.68	0.61
其他经营资金	116.93	-18.66	11.51	18.76	股息率	2.83%	5.14%	5.61%	6.22%
经营性现金净流量	805.42	1226.76	1371.69	1528.41	EV/EBIT	3.72	1.91	1.66	1.32
投资性现金净流量	-681.67	-926.96	-903.68	-897.72	EV/EBITDA	1.90	1.22	1.04	0.81
筹资性现金净流量	89.88	-476.41	-410.65	-530.57	EV/NOPLAT	5.53	2.45	2.18	1.73
现金流量净额	213.63	-176.61	57.36	100.12					

数据来源：公司公告，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
