



森麒麟 (002984.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

双反终裁落地，泰国基地优势显著

事件

2024年1月25日公司发布了关于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终裁结果的公告，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，公司和日本住友轮胎(泰国公司)为两家强制应诉企业。本次复审的终裁结果与初裁结果保持一致：森麒麟泰国复审终裁单独税率为1.24%；另一家强制应诉企业日本住友轮胎(泰国公司)终裁单独税率为6.16%；其他泰国出口美国的轮胎企业终裁税率为4.52%。

经营分析

泰国反倾销复审终裁结果与初裁一致，公司泰国基地税率大幅下降后盈利能力将向上修复。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，终裁结果为住友轮胎原审单独税率为14.59%；玲珑轮胎原审单独税率为21.09%；公司与其他泰国出口美国的轮胎企业适用17.06%的原审税率。2022年9月6日，美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销复审调查，复审的强制应诉企业为森麒麟和住友轮胎，并在2023年7月23日公布了复审初裁结果，本次终裁结果与初裁一致，森麒麟泰国的单独税率为1.24%，相对原审税率降低了15.82%，且为泰国地区同业最低，公司获得返税的同时泰国产品在出口市场的竞争力也将进一步增强。

摩洛哥工厂进展顺利，全球化布局完善的同时助力未来业绩增长。公司摩洛哥项目已经顺利开工，目前建设进度良好，在建产能为年产600万条半钢胎，争取2024年底前投产，项目建成后产品主要销往美国高端替换及摩洛哥高端配套市场。摩洛哥一期和二期合计规划了1200万条半钢胎产能，两期均达产后预计可实现营业收入4.2亿美元，利润总额1.1亿美元。

盈利预测、估值与评级

公司为国内智能制造轮胎龙头，随着新产能的放量和海外布局的加速推进，业绩稳步增长的同时也将实现全球市占率的进一步提升。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为13.8亿元、18.4亿元、21.1亿元，当前市值对应PE估值分别为15.52/11.65/10.18倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动、新增产能释放不及预期、国际贸易摩擦、海运费用价格波动、人民币汇率波动、“双反”税率波动

基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：李含钰 (执业 S1130523100003)

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：30.02 元

相关报告：

- 《森麒麟公司点评：业绩符合预期，摩洛哥项目快速推进》，2023.10.24
- 《森麒麟公司点评：业绩向好，海外项目稳步推进》，2023.9.1
- 《森麒麟公司点评：初裁税率大降，海外基地优势凸显》，2023.7.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,177	6,292	8,240	10,100	12,564
营业收入增长率	10.03%	21.53%	30.95%	22.58%	24.39%
归母净利润(百万元)	753	801	1,383	1,843	2,108
归母净利润增长率	-23.17%	6.30%	72.69%	33.25%	14.39%
摊薄每股收益(元)	1.160	1.233	1.859	2.477	2.833
每股经营性现金流净额	1.28	1.58	2.80	3.22	3.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.34%	10.50%	12.63%	14.54%	14.57%
P/E	30.67	24.98	15.52	11.65	10.18
P/B	3.48	2.62	1.96	1.69	1.48

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,705	5,177	6,292	8,240	10,100	12,564
增长率	10.0%	21.5%	30.9%	22.6%	24.4%	
主营业务成本	-3,115	-3,969	-5,002	-6,135	-7,390	-9,387
%销售收入	66.2%	76.7%	79.5%	74.5%	73.2%	74.7%
毛利	1,590	1,208	1,290	2,105	2,710	3,176
%销售收入	33.8%	23.3%	20.5%	25.5%	26.8%	25.3%
营业税金及附加	-18	-15	-14	-18	-22	-28
%销售收入	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-134	-146	-156	-206	-263	-327
%销售收入	2.9%	2.8%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%
管理费用	-166	-133	-168	-190	-263	-327
%销售收入	3.5%	2.6%	2.7%	2.3%	2.6%	2.6%
研发费用	-89	-109	-113	-148	-192	-251
%销售收入	1.9%	2.1%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	1,183	805	839	1,543	1,971	2,244
%销售收入	25.1%	15.5%	13.3%	18.7%	19.5%	17.9%
财务费用	-102	-85	135	-34	-4	9
%销售收入	2.2%	1.7%	-2.1%	0.4%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-15	23	-17	-38	-6	-11
公允价值变动收益	-18	-9	57	0	0	0
投资收益	-15	-21	-163	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,049	728	865	1,471	1,960	2,243
营业利润率	22.3%	14.1%	13.7%	17.9%	19.4%	17.8%
营业外收支	-39	47	-12	0	0	0
税前利润	1,009	775	852	1,471	1,960	2,243
利润率	21.5%	15.0%	13.5%	17.9%	19.4%	17.8%
所得税	-29	-22	-52	-88	-118	-135
所得税率	2.9%	2.8%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	981	753	801	1,383	1,843	2,108
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	981	753	801	1,383	1,843	2,108
净利率	20.8%	14.6%	12.7%	16.8%	18.2%	16.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	981	753	801	1,383	1,843	2,108
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	395	335	428	606	658	768
非经营收益	67	72	182	77	63	90
营运资金变动	239	-329	-383	0	-184	-322
经营活动现金净流	1,681	832	1,028	2,066	2,380	2,644
资本开支	-935	-1,467	-1,052	-1,653	-1,800	-2,000
投资	-150	109	20	0	0	0
其他	-56	3	71	0	0	0
投资活动现金净流	-1,141	-1,355	-961	-1,653	-1,800	-2,000
股权募资	1,234	0	0	2,154	157	0
债权募资	-912	1,929	-512	415	-328	0
其他	-216	-66	-184	-306	-377	-406
筹资活动现金净流	106	1,864	-696	2,262	-548	-406
现金净流量	630	1,316	-744	2,675	32	237

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,620	1,544	1,989	4,664	4,695	4,933
应收款项	545	704	977	1,121	1,316	1,603
存货	794	1,354	1,737	1,845	2,143	2,672
其他流动资产	298	1,422	129	183	180	219
流动资产	3,257	5,024	4,831	7,813	8,334	9,427
%总资产	42.1%	48.3%	43.5%	51.5%	49.4%	49.1%
长期投资	0	21	21	21	21	21
固定资产	3,563	4,963	5,460	6,697	7,851	9,099
%总资产	46.1%	47.7%	49.1%	44.1%	46.6%	47.4%
无形资产	151	141	193	189	184	179
非流动资产	4,480	5,371	6,284	7,372	8,519	9,762
%总资产	57.9%	51.7%	56.5%	48.5%	50.6%	50.9%
资产总计	7,737	10,395	11,116	15,184	16,853	19,189
短期借款	327	102	14	328	0	0
应付款项	1,105	1,190	1,155	1,481	1,747	2,218
其他流动负债	178	140	266	289	331	398
流动负债	1,610	1,432	1,435	2,099	2,078	2,617
长期贷款	452	396	0	0	0	0
其他长期负债	126	1,920	2,056	2,133	2,099	2,104
负债	2,187	3,749	3,492	4,232	4,177	4,721
普通股股东权益	5,550	6,646	7,624	10,953	12,677	14,468
其中：股本	650	650	650	739	739	739
未分配利润	2,559	3,292	3,960	5,135	6,702	8,493
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,737	10,395	11,116	15,184	16,853	19,189

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.509	1.160	1.233	1.859	2.477	2.833
每股净资产	8.543	10.230	11.735	14.722	17.039	19.447
每股经营现金净流	2.587	1.280	1.583	2.797	3.222	3.579
每股股利	0.166	0.170	0.000	0.281	0.374	0.428
回报率						
净资产收益率	17.67%	11.34%	10.50%	12.63%	14.54%	14.57%
总资产收益率	12.67%	7.25%	7.20%	9.11%	10.93%	10.99%
投入资本收益率	18.16%	8.73%	8.23%	10.90%	12.63%	12.82%
增长率						
主营业务收入增长率	2.76%	10.03%	21.53%	30.95%	22.58%	24.39%
EBIT增长率	16.25%	-31.97%	4.31%	83.77%	27.75%	13.87%
净利润增长率	32.38%	-23.17%	6.30%	72.69%	33.25%	14.39%
总资产增长率	20.77%	34.36%	6.93%	36.61%	10.99%	13.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.2	38.6	43.8	44.0	43.0	42.0
存货周转天数	92.8	98.7	112.8	112.0	108.0	106.0
应付账款周转天数	63.1	58.7	51.2	52.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	254.8	214.3	287.5	230.1	193.2	168.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.88%	-8.08%	-1.57%	-21.73%	-21.61%	-20.58%
EBIT利息保障倍数	11.6	9.4	-6.2	45.8	467.1	-239.8
资产负债率	28.27%	36.06%	31.41%	27.87%	24.78%	24.60%

来源：公司年报、国金证券研究所



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

来源：聚源数据

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
2	2022-08-29	买入	37.66	N/A
3	2022-10-31	买入	24.70	N/A
4	2023-02-21	买入	30.41	N/A
5	2023-04-24	买入	29.53	N/A
6	2023-07-24	买入	32.41	N/A
7	2023-09-01	买入	33.00	N/A
8	2023-10-24	买入	29.37	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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





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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究