

2024年01月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

反倾销复审终裁出台，泰国基地盈利能力提升

—森麒麟（002984.SZ）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

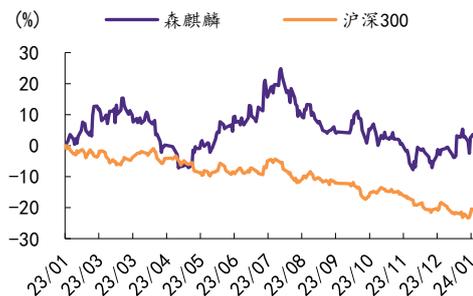
分析师：张伟保 S1050523110001
zhangwb@cfsc.com.cn
联系人：刘韩 S1050122080022
liuhan@cfsc.com.cn

基本数据

2024-01-26

当前股价（元）	30.01
总市值（亿元）	222
总股本（百万股）	739
流通股本（百万股）	409
52周价格范围（元）	26.87-36.38
日均成交额（百万元）	156.48

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

森麒麟1月25日发布公告：美国商务部对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销复审调查终裁结果公布，本次复审调查周期为2021年1月6日—2022年6月30日共18个月，森麒麟泰国与日本住友轮胎（泰国公司）作为本次复审的强制应诉企业。本次复审终裁结果与初裁一致，森麒麟泰国复审终裁单独税率为1.24%；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%。

投资要点

■ 泰国反倾销复审终裁结果与初裁一致，税率大降 盈利能力有望大幅提升

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，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。

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泰国与日本住友轮胎（泰国公司），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%，该结果较原审税率大幅下降，降幅达15.82pct，同时森麒麟泰国也将成为泰国乘用车和轻卡轮胎出口美国单独税率最低的企业，作为公司核心海外基地、公司重要的盈利引擎，森麒麟泰国的竞争力及盈利能力有望大幅提升。

■ 摩洛哥、西班牙项目齐推进，助力未来业绩增长

摩洛哥项目两期合计1200万条产能，预计可实现营业收入4.2亿美元，利润总额1.1亿美元。工厂建设进展顺利，正按计划稳步推进中，全力争取2024年四季度投产运行，该摩洛哥工厂还可享受前5年免征所得税，其后年度所得税率减半为15%的优惠政策。项目建成后将进一步扩充公司现有产能，产品主要销往美国高端替换及摩洛哥高端配套市场，增

强竞争力。

西班牙项目建成后将达到 1200 万条轿车、轻卡车子午线轮胎产能，预计可实现营业收入 5.04 亿欧元，利润总额 1.14 亿欧元。目前已取得西班牙政府环评批复，正在进行施工许可前置程序，后续公司将平稳推进西班牙项目建设。

■ 盈利预测

复审终裁税率大降提升盈利能力，出海建厂完善全球化布局。预测公司 2023-2025 年收入分别为 81.02、98.86、120.30 亿元，EPS 分别为 1.84、2.46、2.95 元，当前股价对应 PE 分别为 16.3、12.2、10.2 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；下游需求不及预期的风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	6,292	8,102	9,886	12,030
增长率（%）	21.5%	28.8%	22.0%	21.7%
归母净利润（百万元）	801	1,361	1,821	2,182
增长率（%）	6.3%	70.0%	33.7%	19.8%
摊薄每股收益（元）	1.23	1.84	2.46	2.95
ROE（%）	10.5%	15.5%	17.6%	17.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,989	3,014	4,396	5,936
应收款	964	1,241	1,514	1,843
存货	1,737	2,088	2,513	3,091
其他流动资产	142	174	205	243
流动资产合计	4,831	6,517	8,628	11,113
非流动资产:				
金融类资产	32	32	32	32
固定资产	4,956	4,928	4,720	4,454
在建工程	504	201	81	32
无形资产	193	184	174	165
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	631	631	631	631
非流动资产合计	6,284	5,944	5,606	5,282
资产总计	11,116	12,461	14,234	16,395
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	899	1,081	1,301	1,600
其他流动负债	504	504	504	504
流动负债合计	1,435	1,626	1,856	2,166
非流动负债:				
长期借款	1,887	1,887	1,887	1,887
其他非流动负债	169	169	169	169
非流动负债合计	2,056	2,056	2,056	2,056
负债合计	3,492	3,683	3,912	4,223
所有者权益				
股本	650	739	739	739
股东权益	7,624	8,778	10,322	12,172
负债和所有者权益	11,116	12,461	14,234	16,395

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	801	1361	1821	2182
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	399	340	338	323
公允价值变动	57	57	57	57
营运资金变动	-229	-469	-500	-634
经营活动现金净流量	1028	1290	1715	1928
投资活动现金净流量	-961	330	329	315
筹资活动现金净流量	959	-207	-277	-332
现金流量净额	1,026	1,413	1,767	1,911

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,292	8,102	9,886	12,030
营业成本	5,002	5,995	7,217	8,878
营业税金及附加	14	17	21	26
销售费用	156	201	245	298
管理费用	168	216	264	321
财务费用	-135	1	-38	-81
研发费用	113	145	177	216
费用合计	302	563	649	754
资产减值损失	-29	-29	-29	-29
公允价值变动	57	57	57	57
投资收益	-163	-163	-163	-163
营业利润	865	1,416	1,889	2,261
加:营业外收入	2	2	2	2
减:营业外支出	14	14	14	14
利润总额	852	1,403	1,877	2,249
所得税费用	52	42	56	67
净利润	801	1,361	1,821	2,182
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	801	1,361	1,821	2,182

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	21.5%	28.8%	22.0%	21.7%
归母净利润增长率	6.3%	70.0%	33.7%	19.8%
盈利能力				
毛利率	20.5%	26.0%	27.0%	26.2%
四项费用/营收	4.8%	7.0%	6.6%	6.3%
净利率	12.7%	16.8%	18.4%	18.1%
ROE	10.5%	15.5%	17.6%	17.9%
偿债能力				
资产负债率	31.4%	29.6%	27.5%	25.8%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	6.5	6.5	6.5	6.5
存货周转率	2.9	2.9	2.9	2.9
每股数据(元/股)				
EPS	1.23	1.84	2.46	2.95
P/E	24.3	16.3	12.2	10.2
P/S	3.1	2.7	2.2	1.8
P/B	2.6	2.5	2.1	1.8

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

刘韩：中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验，2022 年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。