

## 全年业绩大幅增长，加码泰国三期项目

### 投资要点

- **事件:** 3月28日, 公司发布2023年年度业绩公告, 2023年实现营业收入99.49亿元, 同比增长22.04%; 归母净利润10.33亿元, 同比增长162.18%; 毛利率为21.3%, 同比提高7.0pp, 净利率为10.4%, 同比提高5.6pp。
- **2023年轮胎行业需求复苏, 公司产品销量大增。** 据国家统计局和海关总署数据, 2023年, 国内橡胶轮胎外胎产量累计9.9亿条, 同比增长15.5%; 出口累计6.2亿条, 同比增长11.6%, 轮胎消费需求回升明显。2023年公司实现轮胎销量2500万条, 同比增长35.1%。其中, 全钢胎销量810万条, 同比增长约20.5%, 半钢胎销量1640万条, 同比增长42.7%; 斜交轮胎销量48万条, 同比增长约76.4%。全钢胎、半钢胎和斜交胎分别占公司轮胎收入的62.3%/36.1%/1.6%。
- **2024年春节复工后, 行业开工率高涨, 原材料价格上涨。** 据中国橡胶信息贸易网数据, 汽车轮胎行业开工率处于历史较高水平, 截至3月28日, 半钢胎和全钢胎开工率分别为80.4%和69.5%, 较去年同期分别提升7.3/4.0pp。轮胎原材料价格方面, 据我们统计, 2023年轮胎原材料平均价格指数为110.9, 较2022年平均指数118.0下降6%。受益于部分原材料价格的下降, 2023年公司毛利率显著改善。截至2024年3月29日, 轮胎原材料价格指数为121.1, 较2023年平均指数增长9.2%, 2024年1月1日-2024年3月29日原材料价格指数平均值为115.7, 较2023年平均指数增长4.4%。目前, 轮胎需求强劲, 盈利能力可能会受限于原材料价格上涨, 建议关注后期原材料价格走势。
- **公司2023年产能利用率较高, 2024年将新增233万条/年的半钢胎产能。** 目前, 公司泰国/山东轮胎生产基地形成产能全钢胎200/740万条/年, 半钢胎800/1120万条/年。2023年泰国/山东轮胎生产基地全钢胎产能利用率81.0%/90.0%, 半钢胎产能利用率90.1%/96.8%。2023年8月31日, 山东公司产能优化议案通过, 产能优化完成后半钢胎产能将提升至1153万条/年(+33万条/年), 泰国轮胎生产基地三期项目通过, 项目建成后半钢胎产能增加200万条/年, 上述项目预计到2024年上半年陆续发挥产能。项目达产后, 将为公司2024年业绩贡献增量。
- **泰国税率下降, 未来业绩具备上行空间。** 2024年1月, 公司泰国基地出口美国的乘用车和轻卡轮胎税率由17.06%下调至4.52%。2023年, 公司产品国际经销商渠道实现销量1736万条, 同比增长32.8%, 营收63.26亿元, 同比增长11.9%, 其中来自泰国/山东轮胎生产基地的收入占比分别为49.1%/50.9%, 同比分别-4.9%/+4.9%。泰国基地税率下降, 有望带动公司输美订单量回升, 并且改善业绩。
- **盈利预测与评级:** 预计公司24-26年归母净利润CAGR为14%。考虑到公司持续加强全球化布局, 优化经销商渠道布局, 新产品款式丰富, 泰国基地税率下降, 未来业绩具备向上弹性。给予公司2024年6倍PE, 对应目标价11.98港元, 维持“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。

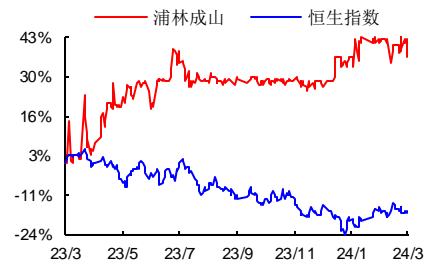
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	9948.98	10878.82	11524.92	12294.25
增长率	22.04%	9.35%	5.94%	6.68%
归属母公司净利润(百万元人民币)	1033.39	1149.43	1308.55	1530.45
增长率	162.43%	11.23%	13.84%	16.96%
每股收益EPS	1.62	1.81	2.06	2.40
净资产收益率	19.02	18.26	18.00	18.19
PE	3.85	3.46	3.04	2.60

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)	5.22-7.73
3个月平均成交量(百万)	0.15
流通股数(亿)	6.36
市值(亿)	43.91

### 相关研究

- 浦林成山(1809.HK): 产品销量大幅增长, 全年业绩亮眼 (2024-02-05)
- 浦林成山(1809.HK): 全钢胎领先制造商, 全球化布局持续优化 (2023-11-04)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：全钢胎：目前，公司全钢胎产能 940 万条/年。假设 2024-2026 年，全钢胎产能利用率分别 87%/ 90%/ 95%，产品单价同比提升 2%，对应全钢胎产量分别为 818/ 846/ 893 万条，单价分别为 762/ 777/ 793 元/条。

假设 2：半钢胎：目前，公司半钢胎产能 1920 万条/年。2023 年 8 月 31 日，山东公司产能优化议案通过，产能优化完成后半钢胎产能将提升至 1153 万条/年 (+33 万条/年)，泰国轮胎生产基地三期项目通过，项目建成后半钢胎产能增加 200 万条/年，上述项目预计到 2024 年上半年陆续发挥产能，下半年达成设计产能。假设 2024-2026 年，公司半钢胎产能利用率分别为 90%/ 93%/ 95%，产品单价同比提升 3%，对应产量分别为 1938/ 2002/ 2045 万条，产品单价分别为 220/ 227/ 234 元/条。

假设 3：斜交胎：目前，公司斜交胎产能 120 万条/年。假设 2024-2026 年，斜交胎产能利用率分别 40%/ 45%/ 50%，产品单价同比提升 1%，对应斜交胎产量分别为 48/ 54/ 60 万条，单价分别为 322/ 326/ 329 元/条。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入预测

单位：百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
全钢胎	收入	6062.18	6230.66	6574.42	7078.46
	增速	10.16%	2.78%	5.52%	7.67%
	销量 (万条)	811.6	817.8	846.0	893.0
	单价 (元/条)	746.9	761.9	777.1	792.7
半钢胎	收入	3511.49	4265.31	4539.71	4776.46
	增速	36.90%	21.47%	6.43%	5.22%
	销量 (万条)	1643.1	1937.7	2002.3	2045.4
	单价 (元/条)	213.7	220.1	226.7	233.5
斜交胎	收入	153.89	154.79	175.88	197.37
	增速	83.97%	0.58%	13.63%	12.22%
	销量 (万条)	48.2	48.0	54.0	60.0
	单价 (元/条)	319.3	322.5	325.7	329.0
其他业务	收入	221.42	228.06	234.90	241.95
	增速	/	3.00%	3.00%	3.00%
合计	收入	9948.98	10878.82	11524.92	12294.25
	增速	22.04%	9.35%	5.94%	6.68%
	毛利	2121.71	2338.95	2535.48	2827.68
	毛利率	21.33%	21.50%	22.00%	23.00%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为人民币 108.79/ 115.25/ 122.94 亿元，归母净利润分别为 11.49/ 13.09/ 15.30 亿元，EPS 分别为 1.81/ 2.06/ 2.40 元。

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，2024 年三家公司的平均 PE 分别为 15 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%，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 6 倍 PE，对应目标价 11.98 港元(汇率 1 港元兑人民币 0.90655 元)，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值（截至 2024.4.1）**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A/E	24E	25E	26E	23A/E	24E	25E	26E
002984.SZ	森麒麟	237.44	32.14	2.01	2.56	3.02	3.49	15.99	12.55	10.63	9.20
601500.SH	通用股份	86.47	5.44	0.15	0.30	0.41	/	35.21	18.04	13.20	/
601058.SH	赛轮轮胎	501.44	15.25	0.90	1.09	1.26	/	16.92	13.96	12.07	/
平均值								22.71	14.85	11.97	/
1809.HK	浦林成山	39.82	6.25	1.62	1.81	2.06	2.40	3.85	3.46	3.04	2.60

数据来源：Wind, 西南证券整理

**附：财务报表**

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	725.96	1309.28	2718.65	4284.40	营业额	9948.98	10878.82	11524.92	12294.25
应收账款	1860.37	1927.65	2042.13	2178.45	销售成本	7827.28	8539.88	8989.44	9466.57
预付款项、按金及其他应收款项	437.63	363.86	385.47	411.21	销售费用	526.16	564.46	592.22	625.60
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	453.79	485.32	502.62	523.88
存货	1637.46	1766.78	1859.79	1958.50	财务费用	72.50	31.68	9.07	3.87
其他流动资产	458.90	445.27	461.12	480.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动资产总计</b>	<b>5120.32</b>	<b>5812.84</b>	<b>7467.17</b>	<b>9312.55</b>	投资收益	0.49	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6.24	6.24	6.24	6.24	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5263.54	4897.31	4527.16	4107.02	<b>营业利润</b>	<b>1069.75</b>	<b>1257.49</b>	<b>1431.57</b>	<b>1674.33</b>
在建工程	0.00	50.00	0.00	0.00	其他非经营损益	60.80	0.00	0.00	0.00
无形资产	158.23	131.86	105.49	79.11	税前利润	1130.55	1257.49	1431.57	1674.33
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	97.11	108.01	122.96	143.81
其他非流动资产	54.12	54.12	54.12	54.12	税后利润	1033.44	1149.48	1308.61	1530.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>5482.13</b>	<b>5139.53</b>	<b>4693.01</b>	<b>4246.50</b>	归属于非控股股东利润	0.05	0.05	0.06	0.07
<b>资产总计</b>	<b>10602.45</b>	<b>10952.37</b>	<b>12160.18</b>	<b>13559.05</b>	归属于母公司股东利润	1033.39	1149.43	1308.55	1530.45
短期借款	878.93	0.00	0.00	0.00	EBITDA	1687.90	1731.77	1887.16	2124.71
应付账款	2391.67	2542.90	2676.77	2818.84	NOPLAT	1044.14	1178.44	1316.90	1534.05
其他流动负债	1416.79	1634.96	1730.49	1842.95	EPS(元)	1.62	1.81	2.06	2.40
<b>流动负债合计</b>	<b>4687.38</b>	<b>4177.86</b>	<b>4407.26</b>	<b>4661.79</b>					
长期借款	332.41	332.41	332.41	332.41	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他非流动负债	148.91	148.91	148.91	148.91	<b>成长能力</b>				
<b>非流动负债合计</b>	<b>481.32</b>	<b>481.32</b>	<b>481.32</b>	<b>481.32</b>	营收额增长率	22.04%	9.35%	5.94%	6.68%
负债合计	5168.71	4659.19	4888.58	5143.12	EBIT 增长率	182.25%	7.16%	11.75%	16.49%
归属于母公司股东权益	5433.86	6293.24	7271.60	8415.86	EBITDA 增长率	101.98%	2.60%	8.97%	12.59%
归属于非控股股东权益	-0.11	-0.06	0.00	0.07	税后利润增长率	162.41%	11.23%	13.84%	16.96%
<b>权益合计</b>	<b>5433.74</b>	<b>6293.18</b>	<b>7271.60</b>	<b>8415.93</b>	<b>盈利能力</b>				
<b>负债和权益合计</b>	<b>10602.45</b>	<b>10952.37</b>	<b>12160.18</b>	<b>13559.05</b>	毛利率	21.33%	21.50%	22.00%	23.00%
					净利率	10.39%	10.57%	11.35%	12.45%
					ROE	19.02%	18.26%	18.00%	18.19%
					ROA	9.75%	10.49%	10.76%	11.29%
					ROIC	17.30%	18.22%	21.15%	26.18%
					<b>估值倍数</b>				
					P/E	3.85	3.46	3.04	2.60
					P/S	0.40	0.37	0.35	0.32
					P/B	0.73	0.63	0.55	0.47
					股息率	2.80%	7.29%	8.30%	9.70%
					EV/EBIT	0.86	4.80	7.70	9.45
					EV/EBITDA	0.61	3.57	5.88	7.47
					EV/NOPLAT	0.99	5.25	8.43	10.34
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>					
税后经营利润	977.42	1149.48	1308.61	1530.52					
折旧与摊销	484.86	442.60	446.51	446.51					
财务费用	72.50	31.68	9.07	3.87					
其他经营资金	-537.97	260.20	-15.56	-25.10					
<b>经营性现金净流量</b>	<b>996.81</b>	<b>1883.96</b>	<b>1748.64</b>	<b>1955.79</b>					
投资性现金净流量	-306.31	-100.00	0.00	0.00					
筹资性现金净流量	-1132.44	-1200.64	-339.27	-390.05					
<b>现金流量净额</b>	<b>-441.94</b>	<b>583.31</b>	<b>1409.37</b>	<b>1565.74</b>					

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

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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

---