

半钢胎不惧波动，摩洛哥项目提供未来增量

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年度业绩预告, 2024H1实现归母净利润10-12亿元, 同比+64.95%-97.94%; 实现扣非归母净利润10-12亿元, 同比+71.50%-105.80%。其中, 2024Q2实现归母净利润4.96-6.96亿元, 同比+39.33%-95.51%, 环比-1.59%-(+38.10%); 实现扣非归母净利润5.03-7.03亿元, 同比+46.65%-104.96%, 环比+1.21%-41.45%。
- 半钢胎和出口需求强劲, 持续看好半钢胎消费需求。** 据国家统计局和海关总署数据, 2024M1-M5, 国内橡胶轮胎外胎产量累计4.3亿条, 同比+11.0%; 出口累计2.7亿条, 同比+9.2%, 轮胎消费需求依然旺盛。开工率方面, 截至2024年7月4日, 半钢胎开工率79.4%, 维持较高水平, 全钢胎开工率62.2%, 相对较弱, 表现出全钢胎需求疲软。
- 利润端: Q2盈利能力受成本端影响较小, 关注后期原材料价格和海运费走势。** 原材料方面, 据我们统计, 2024Q1/Q2轮胎原材料价格指数平均值分别为115.8/123.3, 环比分别增长0.4%/6.5%。多家企业在一季度末、二季度初进行产品提价, 传导成本压力, Q2盈利能力受成本端影响较小。截至2024年7月9日, 原材料价格指数为127.5, 较2024Q2平均值增长3.4%, 建议持续关注未来原材料价格走势。海运费方面, 6月欧线海运费持续上涨, 通常会通过承担海运费和收入确认滞后两个途径影响胎企出口业务。目前, 受中东地缘风险缓和, 集运远期合约出现大幅下跌, 建议关注海运费走势。关税方面, 森麒麟泰国输美半钢胎反倾销税率下调为1.24%, 不仅给公司带来较大的盈利修复空间, 而且有利于输美订单增长。另外, 在复审调查周期内(2021年1月1日-2022年6月30日), 公司将获得一笔税费差额的退税款项。
- 产能瓶颈尚存, 摩洛哥项目打开成长空间。** 公司半钢胎产品在欧美轮胎市场订单需求持续处于供不应求状态, 同时公司持续稳健开拓具备高增长潜力的国内市场, 产能不足是制约公司进一步发展的重要因素。目前公司摩洛哥工厂年产1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目正按计划稳步推进, 预计2024年四季度开始陆续投产运行。目前, 公司拥有半钢胎产能2800万条/年, 全钢胎产能200万条/年。未来, 随着摩洛哥工厂的投产放量, 公司业绩有望再上一个台阶。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润复合增长率34%。考虑到公司盈利水平领先同行, 森麒麟泰国PCR反倾销税率大幅下降, 海外基地建设稳步推进, 未来业绩有望高增长。给予公司2024年15倍PE, 对应目标价34.35元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动、国际贸易摩擦、在建项目不及预期、汇率波动等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	78.42	95.18	124.35	145.05
增长率	24.63%	21.37%	30.65%	16.65%
归属母公司净利润(亿元)	13.69	23.56	27.47	32.95
增长率	70.88%	72.17%	16.60%	19.92%
每股收益EPS(元)	1.33	2.29	2.67	3.20
净资产收益率ROE	11.61%	17.55%	15.99%	16.92%
PE	18.36	10.66	9.15	7.63
PB	2.13	1.87	1.55	1.29

数据来源: Wind, 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: zlsns@swsc.com.cn

分析师: 冯安琪
执业证号: S1250524050003
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn

联系人: 王金源
电话: 13691013950
邮箱: wangjy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.28
流通A股(亿股)	6.98
52周内股价区间(元)	22.53-36.38
总市值(亿元)	251.26
总资产(亿元)	160.67
每股净资产(元)	16.12

相关研究

- 森麒麟(002984): 一季度业绩亮眼, 盈利水平提升明显 2024-04-20
- 森麒麟(002984): 轮胎产销量大增, 盈利水平提升明显 2024-03-01
- 森麒麟(002984): 全年业绩高增, 税率下降具备业绩上行空间 2024-01-29
- 森麒麟(002984): Q3毛利率进一步提升, 加码摩洛哥基地 2023-10-24
- 森麒麟(002984): 产销量实现双升, 盈利水平进一步改善 2023-08-30

盈利预测与估值

关键假设：

1、青岛工厂（不包括航空胎）：假设 2024-2026 年销量分别为 1500/ 1550/ 1600 万条，公司所有半钢胎（青岛和泰国平均）产品均价逐年上涨 3%/ 2%/ 2%（产品均价上涨系税率下降和原材料价格影响），分别为 255.0/ 260.1/ 265.3 元/条。

2、泰国工厂：（1）半钢胎：假设 2024-2026 年销量分别为 1600/ 1700/ 1700 万条，2024-2026 年半钢胎均价同青岛工厂。（2）全钢胎：假设 2024-2026 年销量分别为 160/ 180/ 200 万条，单胎价格上涨 3%，成本上涨 1%。

3、西班牙和摩洛哥工厂：假设 2025-2026 年销量分别为 720/ 1200 万条，单胎价格分别为 283.8/ 289.5 元/条，单胎成本分别为 210.0/ 212.1 元/条。

4、航空胎：假设 2024-2026 年，公司航空轮胎销量分别为 0.8/ 2.4/ 4.0 万条，航空胎价格受原材料成本的影响较小，2024-2026 年新胎和翻新胎价格分别为 6000/ 4000 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：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
青岛工厂 (不包括航空胎)	收入	34.63	38.26	40.32	42.45
	增速	0.18%	10.47%	5.40%	5.29%
	毛利率	24.81%	26.35%	27.07%	27.79%
泰国工厂	收入	43.50	56.46	62.36	65.87
	增速	53.83%	29.79%	10.45%	5.62%
	毛利率	25.02%	31.96%	32.72%	33.41%
西班牙和摩洛哥工厂	收入	-	-	20.43	34.74
	增速	-	-	-	70.00%
	毛利率	-	-	26.01%	26.73%
航空胎	收入	-	0.38	1.14	1.90
	增速	-	-	200.00%	66.67%
	毛利率	-	87.11%	87.11%	87.11%
其他	收入	0.11	0.08	0.09	0.09
	增速	42.82%	-24.09%	7.99%	4.86%
	毛利率	88.00%	89.40%	87.03%	92.76%
合计	收入	78.42	95.18	124.35	145.05
	增速	24.63%	21.37%	30.65%	16.65%
	毛利率	25.21%	29.97%	30.32%	30.91%

数据来源：公司公告，西南证券（青岛和泰国工厂半钢胎均价和原材料均价合并计算）

根据上述假设，我们测算出公司 2024-2026 年营业收入分别为 95.2/ 124.4/ 145.1 亿元，分别同比增长 21.4%/ 30.7%/ 16.7%；归母净利润分别为 27.25/ 32.9 亿元，分别同比增长 72.2%/ 16.6%/ 19.9%；EPS 分别为 2.29/ 2.67/ 3.20 元。

我们选取同样主营轮胎业务的玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎作为可比公司，2024 年三家公司平均 PE 为 10 倍。考虑到公司盈利水平领先同行，森麒麟泰国 PCR 反倾销复审终审税率大幅下降，又有泰国二期、航空胎、西班牙和摩洛哥项目提供业绩增量，未来业绩有望高速增长。给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 34.35 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司 PE 估值 (2024 年 7 月 10 日)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
601966.SH	玲珑轮胎	18.17	0.96	1.51	1.85	2.21	18.84	12.03	9.81	8.23
601058.SH	赛轮轮胎	14.56	0.91	1.29	1.51	1.74	15.98	11.27	9.67	8.39
601163.SH	三角轮胎	15.37	1.61	1.92	2.11	2.39	9.54	8.02	7.30	6.43
平均值							14.79	10.44	8.93	7.68
002984.SZ	森麒麟	24.44	1.33	2.29	2.67	3.20	18.36	10.66	9.15	7.63

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	78.42	95.18	124.35	145.05	净利润	13.69	23.56	27.47	32.95
营业成本	58.65	66.65	86.64	100.22	折旧与摊销	4.74	8.36	10.34	11.69
营业税金及附加	0.28	0.28	0.37	0.45	财务费用	0.07	-0.53	-0.45	-0.84
销售费用	1.88	2.31	3.00	3.50	资产减值损失	-0.17	-0.17	-0.21	-0.18
管理费用	1.70	3.96	5.05	6.04	经营营运资本变动	-14.50	-9.17	-11.64	-8.02
财务费用	0.07	-0.53	-0.45	-0.84	其他	19.83	0.75	0.97	0.88
资产减值损失	-0.17	-0.17	-0.21	-0.18	经营活动现金流净额	23.67	22.79	26.48	36.47
投资收益	1.05	-0.26	-0.28	-0.27	资本支出	-6.17	-23.09	-22.72	-11.30
公允价值变动损益	-0.54	-0.10	-0.13	-0.19	其他	-24.00	-0.36	-0.41	-0.46
其他经营损益	0.00	3.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-30.17	-23.45	-23.13	-11.76
营业利润	14.71	25.32	29.53	35.41	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.71	25.32	29.52	35.40	股权融资	28.02	0.00	0.00	0.00
所得税	1.02	1.76	2.05	2.46	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	13.69	23.56	27.47	32.95	其他	-1.42	-6.80	0.45	0.84
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	26.60	-6.80	0.45	0.84
归属母公司股东净利润	13.69	23.56	27.47	32.95	现金流量净额	20.49	-7.45	3.79	25.55
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	38.94	31.48	35.28	60.83	成长能力				
应收和预付款项	12.76	15.43	20.16	23.50	销售收入增长率	24.63%	21.37%	30.65%	16.65%
存货	14.70	19.91	25.30	28.88	营业利润增长率	70.10%	72.15%	16.60%	19.92%
其他流动资产	20.75	24.20	30.97	35.77	净利润增长率	70.88%	72.17%	16.60%	19.92%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	72.92%	69.76%	18.90%	17.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	60.01	75.16	87.96	87.99	毛利率	25.21%	29.97%	30.32%	30.91%
无形资产和开发支出	1.93	1.51	1.09	0.67	三费率	4.65%	6.03%	6.11%	6.00%
其他非流动资产	7.41	7.41	7.41	7.41	净利率	17.45%	24.76%	22.09%	22.71%
资产总计	156.50	175.11	208.17	245.06	ROE	11.61%	17.55%	16.99%	16.92%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.74%	13.46%	13.20%	13.44%
应付和预收款项	13.79	16.07	20.53	23.74	ROIC	15.99%	21.03%	19.94%	20.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.90%	34.83%	31.70%	31.89%
其他负债	24.85	24.80	25.92	26.66	营运能力				
负债合计	38.64	40.87	46.45	50.40	总资产周转率	0.59	0.57	0.65	0.64
股本	7.44	10.28	10.28	10.28	固定资产周转率	1.49	1.45	1.52	1.65
资本公积	50.47	47.63	47.63	47.63	应收账款周转率	7.10	7.01	7.25	6.89
留存收益	54.34	77.91	105.38	138.32	存货周转率	3.60	3.81	3.80	3.67
归属母公司股东权益	117.86	134.24	161.71	194.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.90%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	117.86	134.24	161.71	194.66	资产负债率	24.69%	23.34%	22.32%	20.57%
负债和股东权益合计	156.50	175.11	208.17	245.06	带息债务/总负债	50.79%	48.01%	42.24%	38.94%
					流动比率	4.95	4.59	4.39	5.07
					速动比率	4.11	3.58	3.40	4.09
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.33	2.29	2.67	3.20
					每股净资产	11.46	13.06	15.73	18.93
					每股经营现金	2.30	2.22	2.58	3.55
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	19.53	33.15	39.42	46.26					
PE	18.36	10.66	9.15	7.63					
PB	2.13	1.87	1.55	1.29					
PS	3.20	2.64	2.02	1.73					
EV/EBITDA	7.84	6.93	5.74	4.34					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	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
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	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
	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	lmtf@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
