

非金融公司|公司点评|森麒麟 (002984)

Q2 业绩新高，摩洛哥项目投产在即



报告要点

2024年上半年公司实现营业收入41.1亿元，yoy+16%；归母净利润10.8亿元，yoy+78%；扣非后归母净利润10.6亿元，yoy+82%。其中2024Q2营收19.9亿元，yoy+6%，qoq-6%；归母净利润5.7亿元，yoy+61%，qoq+14%。2024H1海外半钢胎需求延续上涨态势，公司高品质、高性能半钢胎产品在欧美市场订单需求持续处于供不应求状态。全钢胎由于海外市场库存相对充足，加之客户海运成本压力等因素，需求偏弱。国内市场整体需求相对平稳。摩洛哥项目有望于2024Q4投产，进一步深化全球化布局。

分析师及联系人



许隽逸

SAC: S0590524060003



申起昊

SAC: S0590524070002

森麒麟 (002984)

Q2 业绩新高，摩洛哥项目投产在即

行业：汽车/汽车零部件
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：23.05 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,028.05/697.90
 流通 A 股市值(百万元) 16,086.69
 每股净资产(元) 16.12
 资产负债率(%) 23.80
 一年内最高/最低(元) 35.21/20.70

股价相对走势



相关报告

1、《森麒麟 (002984): 单季度净利创新高, 全球化布局引领长期成长》2024.04.18



扫码查看更多

事件

2024 年上半年公司实现营业收入 41.1 亿元, yoy+16%; 归母净利润 10.8 亿元, yoy+78%; 扣非后归母净利润 10.6 亿元, yoy+82%。其中 2024Q2 营收 19.9 亿元, yoy+6%, qoq-6%; 归母净利润 5.7 亿元, yoy+61%, qoq+14%。

➤ 海外半钢胎替换市场贡献主要增量

2024H1 海外半钢胎需求延续上涨态势, 公司高品质、高性能半钢胎产品在欧美市场订单需求持续处于供不应求状态。国内市场整体需求相对平稳。2024H1 公司出口及境外收入同比+21%至 36.6 亿元, 占营收比重 89%。产量方面, 2024H1 公司轮胎产/销量为 1609/1510 万条, yoy+19%/+10%。盈利能力方面, 2024 年 1 月泰国工厂半钢胎取得第一次行政复审终裁单独最低税率 1.24%, 带动上半年泰国工厂净利润同比+110%至 7.08 亿元, 毛利率同比+10.8pct 至 33.2%。

➤ 全钢胎拖累 Q2 营收, 半钢胎带动 Q2 业绩创新高

2024Q2 营收环比下滑, 或是由于美国 5 月对泰国全钢胎加征反倾销税致客户提前补库, 海外市场库存相对充足, 叠加海运费高涨致客户下单意愿减弱所致。据 USITC, 5-6 月美国进口全钢胎分别为 464/408 万条, 较 1-4 月均值 510 万条分别 -9%/-20%。但作为刚性消费品的半钢胎持续供不应求, 叠加提价+退税效益带动 Q2 利润创新高。此外, 2024Q2 天然橡胶现货/顺丁橡胶/丁苯橡胶/炭黑均价环比分别 +8%/+10%/+10%/+2%, 由于此前有部分库存, Q2 原材料上涨对成本影响或有限。

➤ 摩洛哥项目投产在即, 进一步深化全球化布局

公司持续推进全球化, 目前泰国工厂已满产运行, 摩洛哥 1200 万条半钢胎项目稳步推进中, 力争 2024Q4 投产运行, 更加强劲的综合优势使摩洛哥工厂的订单需求更加旺盛, 深化全球化布局, 有望贡献新的盈利增长点。

➤ 计划实施中期分红, 强化投资者回报

公司公告了 2024 年半年度利润分配方案, 拟以权益分派股权登记日的总股本为基数, 每 10 股派发现金红利 2.1 元 (含税), 拟派发现金红利约 2.16 亿元, 体现了公司对投资者利益的高度重视, 也彰显管理层对企业未来发展的充足自信。

➤ 盈利稳步增长, 维持“买入”评级

考虑到海外半钢胎高景气延续, 叠加摩洛哥项目投产在即, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 98/118/138 亿元, 增速分别为 24%/21%/17%, 归母净利润分别为 22/28/34 亿元, 增速分别为 64%/23%/24%, EPS 分别为 2.18/2.68/3.32 元/股, 当前市值对应 PE 分别为 10.6/8.6/6.9 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 在建项目进度不及预期; 轮胎出海不及预期; 原材料价格大幅上涨; 下游需求不及预期; 海外基地受双反制裁; 海运费大幅上涨。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6292	7842	9759	11792	13812
增长率 (%)	21.53%	24.63%	24.44%	20.84%	17.13%
EBITDA (百万元)	1117	1952	3204	3951	4860
归母净利润 (百万元)	801	1369	2240	2759	3417
增长率 (%)	6.30%	70.88%	63.71%	23.14%	23.85%
EPS (元/股)	0.78	1.33	2.18	2.68	3.32
市盈率 (P/E)	29.6	17.3	10.6	8.6	6.9
市净率 (P/B)	3.3	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	18.4	10.3	7.4	5.6	4.0

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 29 日收盘价

风险提示

1) 在建项目进度不及预期风险

目前公司拥有摩洛哥、西班牙等在建项目，若受到不可抗力影响项目进度，可能对公司未来盈利产生不利影响。

2) 轮胎出海不及预期的风险

若欧美等主要轮胎消费地对中国轮胎或轮胎原料实行管辖，如美国将对含有中国钢材或铝的墨西哥产品征收关税，可能导致轮胎出海不及预期，进而对公司经营业绩产生不利影响。

3) 原材料价格大幅上涨的风险

由于轮胎产品调价频次低、幅度小，而橡胶、炭黑和钢丝帘线等主要原材料价格受多方面因素的影响可能会大幅波动，可能会对轮胎毛利率产生不利影响，从而影响公司盈利能力。

4) 下游需求不及预期的风险

若全球宏观经济增速放缓，可能会对轮胎厂商下游需求产生不利影响，进而影响公司盈利能力。

5) 海外基地受双反制裁的风险

近年来美国多次对中国、泰国及越南进行“双反”制裁，对于出口美国的轮胎征收高额关税，如果美国发动新一轮双反制裁，可能会对轮胎出口造成不利影响。

6) 海运费大幅上涨的风险

2021-2022年海运费大幅上涨导致轮胎出口受阻，若后续海运费再次出现大幅波动，可能对轮胎行业造成冲击。

财务预测摘要

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元								
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1989	3894	3308	4556	6553	营业收入	6292	7842	9759	11792	13812	营业收入	21.53%	24.63%	24.44%	20.84%	17.13%
应收账款+票据	902	1176	1352	1634	1914	营业成本	5002	5865	6664	8021	9253	EBIT	-16.63%	105.93%	66.55%	22.13%	21.85%
预付账款	68	76	96	115	135	营业税金及附加	14	28	28	33	39	EBITDA	-7.49%	74.79%	64.11%	23.31%	23.00%
存货	1737	1470	2086	2510	2896	营业费用	156	188	215	259	304	归属于母公司净利润	6.30%	70.88%	63.71%	23.14%	23.85%
其他	136	2099	1139	1333	1525	管理费用	281	335	390	472	552	获利能力					
流动资产合计	4831	8714	7980	10148	13023	财务费用	-135	7	96	94	56	毛利率	20.50%	25.21%	31.71%	31.98%	33.01%
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-29	-17	-25	-30	-35	净利率	12.73%	17.45%	22.96%	23.40%	24.74%
固定资产	4982	5585	6394	7501	8856	公允价值变动收益	57	-54	0	0	0	ROE	10.50%	11.61%	16.29%	17.06%	17.82%
在建工程	504	431	3211	2192	672	投资净收益	-163	105	-26	-26	-26	ROIC	9.57%	17.54%	22.26%	20.66%	23.87%
无形资产	193	193	161	129	97	其他	25	19	40	45	50	偿债能力					
其他非流动资产	610	727	727	727	727	营业利润	865	1471	2354	2901	3596	资产负债率	31.45%	24.69%	25.55%	21.85%	17.98%
非流动资产合计	6290	6935	10493	10548	10352	营业外净收益	-12	0	11	11	11	流动比率	3.4	4.9	3.9	4.1	4.6
资产总计	11121	15650	18473	20696	23375	利润总额	852	1471	2365	2913	3607	速动比率	2.1	3.0	2.4	2.6	3.1
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	52	102	125	154	190	营运能力					
应付账款+票据	899	1142	1379	1660	1915	净利润	801	1369	2240	2759	3417	应收账款周转率	7.1	6.8	7.3	7.3	7.3
其他	536	619	680	817	943	少数股东损益	0	0	0	0	0	存货周转率	2.9	4.0	3.2	3.2	3.2
流动负债合计	1435	1761	2059	2477	2858	归属于母公司净利润	801	1369	2240	2759	3417	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
长期带息负债	1902	1966	2526	1909	1208	财务比率						每股指标(元)					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E	每股收益	0.8	1.3	2.2	2.7	3.3
其他	160	136	136	136	136	成长能力						每股经营现金流	1.0	2.3	3.5	3.2	4.1
非流动负债合计	2062	2103	2662	2045	1344	营业收入	21.53%	24.63%	24.44%	20.84%	17.13%	每股净资产	7.1	11.1	13.0	15.4	18.3
负债合计	3497	3864	4721	4522	4203	EBIT	-16.63%	105.93%	66.55%	22.13%	21.85%	估值比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	-7.49%	74.79%	64.11%	23.31%	23.00%	市盈率	29.6	17.3	10.6	8.6	6.9
股本	650	744	1033	1033	1033	归属于母公司净利润	6.30%	70.88%	63.71%	23.14%	23.85%	市净率	3.3	2.1	1.8	1.5	1.3
资本公积	2340	5047	4758	4758	4758	获能力						EV/EBITDA	18.4	10.3	7.4	5.6	4.0
留存收益	4634	5995	7961	10382	13381	毛利率	20.50%	25.21%	31.71%	31.98%	33.01%	EV/EBIT	28.6	13.6	9.6	7.3	5.3
股东权益合计	7624	11786	13752	16174	19172	净利率	12.73%	17.45%	22.96%	23.40%	24.74%						
负债和股东权益总计	11121	15650	18473	20696	23375	ROE	10.50%	11.61%	16.29%	17.06%	17.82%						
						ROIC	9.57%	17.54%	22.26%	20.66%	23.87%						
						偿债能力											
						资产负债率	31.45%	24.69%	25.55%	21.85%	17.98%						
						流动比率	3.4	4.9	3.9	4.1	4.6						
						速动比率	2.1	3.0	2.4	2.6	3.1						
						营运能力											
						应收账款周转率	7.1	6.8	7.3	7.3	7.3						
						存货周转率	2.9	4.0	3.2	3.2	3.2						
						总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6						
						每股指标(元)											
						每股收益	0.8	1.3	2.2	2.7	3.3						
						每股经营现金流	1.0	2.3	3.5	3.2	4.1						
						每股净资产	7.1	11.1	13.0	15.4	18.3						
						估值比率											
						市盈率	29.6	17.3	10.6	8.6	6.9						
						市净率	3.3	2.1	1.8	1.5	1.3						
						EV/EBITDA	18.4	10.3	7.4	5.6	4.0						
						EV/EBIT	28.6	13.6	9.6	7.3	5.3						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 29 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼