

金固股份 (002488.SZ)

汽车零部件行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

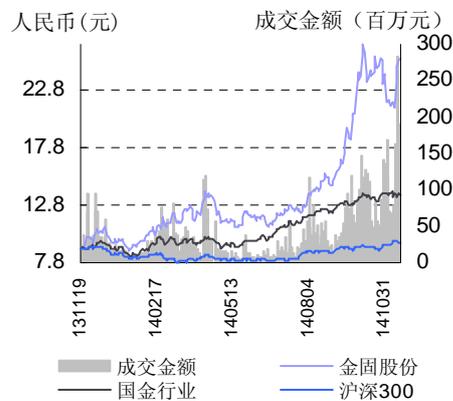
市价(人民币): 28.02元

## 传统业务不乏亮点, 汽车 O2O 前景广阔

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	87.07
总市值(百万元)	4,584.60
年内股价最高最低(元)	26.67/8.88
沪深 300 指数	2541.42
中小板综指	7802.43



## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.318	0.250	0.433	0.754	1.221
每股净资产(元)	5.02	5.11	5.55	6.30	7.52
每股经营性现金流(元)	0.35	0.07	0.73	-0.59	1.74
市盈率(倍)	88.11	112.08	64.71	37.16	22.95
行业优化市盈率(倍)	11.27	13.42	22.04	22.04	22.04
净利润增长率(%)	-19.06%	-21.27%	72.88%	74.15%	62.00%
净资产收益率(%)	6.33%	4.90%	7.80%	11.96%	16.23%
总股本(百万股)	180.00	180.00	180.00	180.00	180.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **领先的钢轮制造企业, 汽车 O2O 再占先机。** 公司是国内规模最大的钢制车轮制造企业, 是大众、福特、通用等欧美系合资整车厂的一级供应商。目前钢轮仍是公司业绩最主要的来源, 收入占比约 75%, 毛利占比超过 90%。2013 年, 公司成立杭州金特维轮公司, 通过 O2O 模式正式进军汽车后市场。
- **特维轮具备先发优势, 有望受益汽车后市场爆发。** 特维轮是公司未来发展的重中之重, 公司对其定位是打造综合性汽车后市场平台。我们认为, 特维轮拥有较强的先发优势, 具体体现为三方面: 一是以标准化产品轮胎为切入点, 特色鲜明, 有利于迅速打开局面; 二是拥有年轻、专业的管理团队和畅通的激励机制; 三是特维轮已初具规模, 市场知名度和销量有望快速提升(目前约 200 家线下门店, 目标明年扩张至 5000-10000 家)。随着国内汽车后市场将进入发展的“黄金时代”, 特维轮有望迎来爆发。
- **受益产能扩张和客户升级, 钢轮业务有望维持较快增长。** 公司近年钢轮收入增长总体较为快速, 从 09 年的 3.8 亿元增长至 13 年的 8 亿元, 复合增速为 24%。随着 IPO 募投的 200 万只轿车车轮和 150 万只卡车车轮从今年开始陆续投产, 加之公司已完成了产品和客户升级, 公司钢轮收入和利润均有望维持较快增长。
- **EPS 环保设备前景广阔, 有望贡献较大业绩弹性。** 公司今年与美国 TMW 合作, 介入 EPS 环保设备领域。EPS 相比传统酸洗法更为环保, 综合成本仅比酸洗法略高, 具有较好的市场前景。目前, 公司已获得了 PES 订单突破(4 台), 未来仍有望加快拓展新订单, 预计明年可贡献净利润约 0.9-1 亿元, 将增厚公司业绩约 5000 万元。

## 投资建议

- 预计 14-16 年 EPS 为 0.44、0.75、1.22 元。我们认为, 公司传统业务有突出亮点, 可提供较好安全边际; 特维轮前景广阔, 有助持续提升公司估值。公司当前股价对应 15 年约 37 倍 PE, 公司合理市值应为 53-73 亿元(基于分业务测算的市值加总), 对应目标价为 30-40 元, 我们首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险

- 特维轮发展进度低于预期; EPS 订单低于预期; 传统钢轮下游需求下降。

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)60230232  
wuwz@gjzq.com.cn

闵东旭 联系人  
(8621)61038313  
mindongxu@gjzq.com.cn

## 内容目录

金固股份：领先的钢制车轮制造商，汽车 O2O 再占先机.....	4
特维轮：具备先发优势，有望受益汽车后市场爆发.....	5
汽车后市场空间广阔，O2O 有望成为最具潜力发展模式.....	5
公司是汽车 O2O 领域的先行者，特维轮具有较强的先发优势.....	8
特维轮将升级至“2.0”版本，综合性服务平台雏形初显.....	10
淘宝进军后市场有利于做大“蛋糕”，与特维轮可形成优势互补.....	10
钢制车轮：受益产能扩张和客户升级，有望维持较快增长.....	11
EPS 环保设备：未来前景良好，有望贡献较大业绩弹性.....	12
盈利预测与投资建议.....	14
盈利预测与估值测算.....	14
投资建议.....	14
风险提示.....	15
附录：三张报表预测摘要.....	16

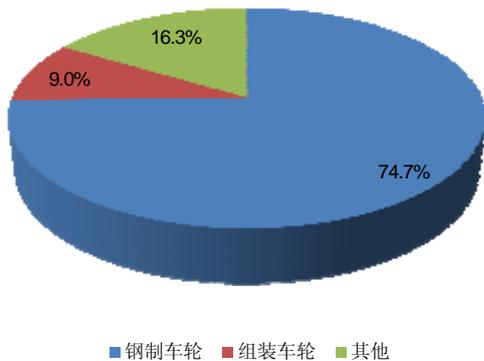
## 图表目录

图表 1: 公司分业务收入构成 (2014H1)	4
图表 2: 公司分业务毛驴构成 (2014H1)	4
图表 3: 公司近年营收及同比增速 (百万元)	5
图表 4: 公司近年归母净利润及同比增速 (百万元)	5
图表 5: 成熟市场汽车产业链利润分布	5
图表 6: 我国汽车产业链利润分布	5
图表 7: 近年我国汽车销量及增速 (万辆)	6
图表 8: 近年我国汽车保有量及增速 (百万辆)	6
图表 9: 我国汽车产业正向成熟阶段逐渐过渡	6
图表 10: 近年我国汽车后市场营业额及预测 (亿元)	6
图表 11: O2O 模式示意图	7
图表 12: 美国主要的汽车 O2O 企业简介	7
图表 13: 国内主要的汽车 O2O 企业简介	8
图表 14: 特维轮官方网站示意图	8
图表 15: 目前特维轮国内主要网点分布	9
图表 16: 上海语镜的智能车载语音系统——“WeMe 微密”	10
图表 17: 公司在天猫设立的特维轮汽车用品旗舰店示意图	11
图表 18: 公司钢制车轮收入及同比 (百万元)	12
图表 19: 公司钢制车轮毛利率情况	12
图表 20: 传统酸洗和 EPS 处理后的钢材表面对比	13
图表 21: 美国汽车后服务公司 Autozone、Pep boys 估值情况	14
图表 22: 公司分业务收入及毛利预测	16

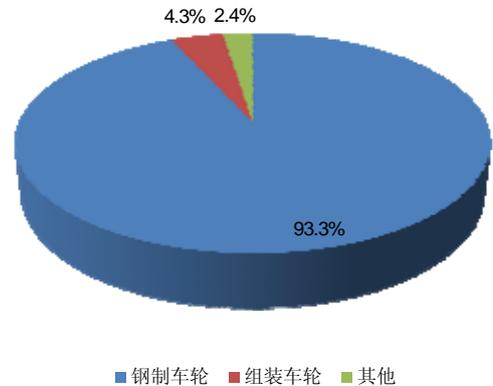
### 金固股份：领先的钢制车轮制造商，汽车 O2O 再占先机

- 公司成立于 1996 年，主要从事钢制车轮制造，是国内最大的钢制滚型车轮制造企业。公司的生产技术和产品质量处于国内领先地位，是大众、福特、通用等欧美系合资整车厂的一级供应商。2012 年，公司收购了美国高端车轮设备制造厂——Hess Industries Inc，为公司的技术实力提升和产品升级奠定了坚实的基础。2013 年，公司成立杭州金特维轮汽车配件有限公司，通过 O2O 模式进入汽车后市场。2014 年 4 月，公司宣布将与美国 TMW 公司共同设立合资公司（51%），从钢轮制造向上游钢材表面处理拓展。
- 钢制车轮仍是公司目前业绩最主要的来源，收入占比约 75%，毛利占比则超过 90%；其次为组装车轮（即为轮胎业务），收入占比约 9%，毛利占比约 4%。其他主要为钢材贸易，收入占比约 16%，毛利占比约 2%。

图表1：公司分业务收入构成（2014H1）



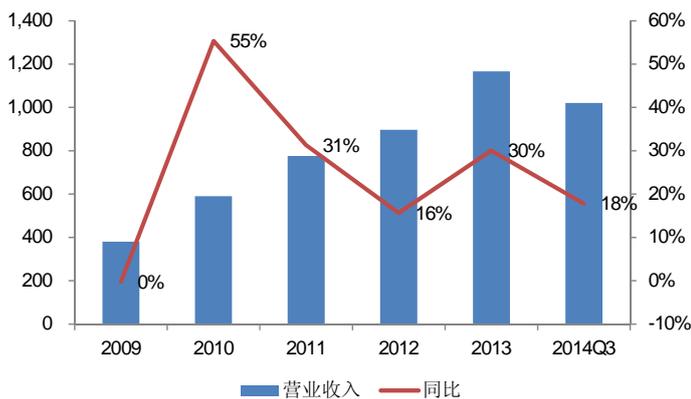
图表2：公司分业务毛利构成（2014H1）



来源：公司公告、国金证券研究所

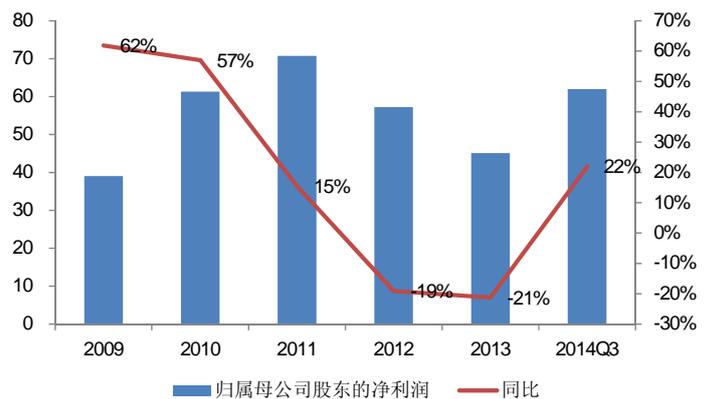
- 合资乘用车车轮配套项目今年开始批量生产，业绩迎来拐点。公司近年收入维持快速增长，从 09 年的 3.8 亿元增长至 13 年的 11.7 亿元，复合增速达 32%。归母净利润则从 09 年的 3900 万元增长至 11 年的 7100 万元，12-13 年在收入保持高增长的同时净利润则出现较大下滑，主要是因为公司 IPO 募投项目增加较多折旧所致（若剔除 3000 多万无效折旧的影响，公司 13 年实际净利润约为 8000 万元）。14 年前三季度，公司收入增长 18%，净利润增速达 22%，主要是公司 IPO 募投项目（配套合资乘用车车轮）进入大批量生产阶段，为公司带来了显著增量。

图表3: 公司近年营收及同比增速 (百万元)



来源: Wind、国金证券研究所

图表4: 公司近年归母净利润及同比增速 (百万元)

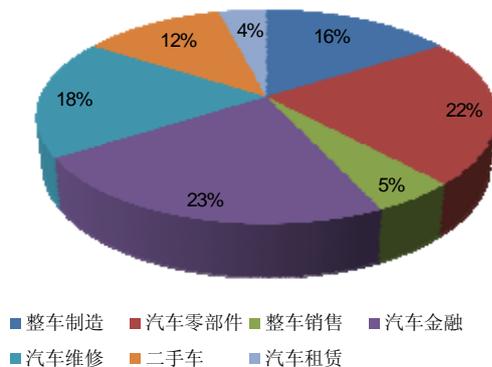


### 特维轮: 具备先发优势, 有望受益汽车后市场爆发

#### 汽车后市场空间广阔, O2O 有望成为最具潜力发展模式

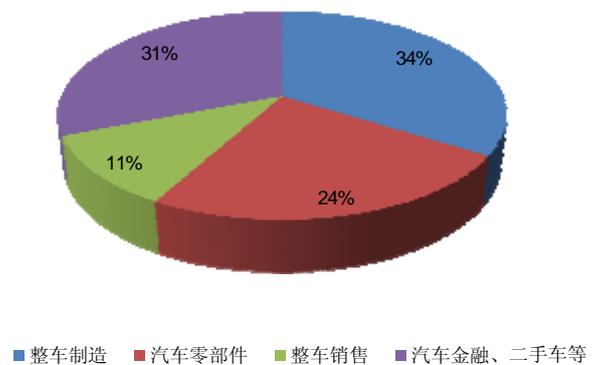
- 成熟市场汽车产业链中后市场利润占比高, 我国比例还较低、发展空间大。在美国, 售后市场被誉为“黄金产业”, 可占据汽车产业链总利润的 60%至 70%左右。反观国内, 整车制造和销售仍然是汽车产业链的主要利润来源, 所占比重约为 45%, 后市场利润总体占比仅约 30%, 总体看我国汽车后市场发展还很不成熟, 也还面临极大的发展空间。

图表5: 成熟市场汽车产业链利润分布



来源: 中国汽车后市场 2013 蓝皮书、新华信、国金证券研究所

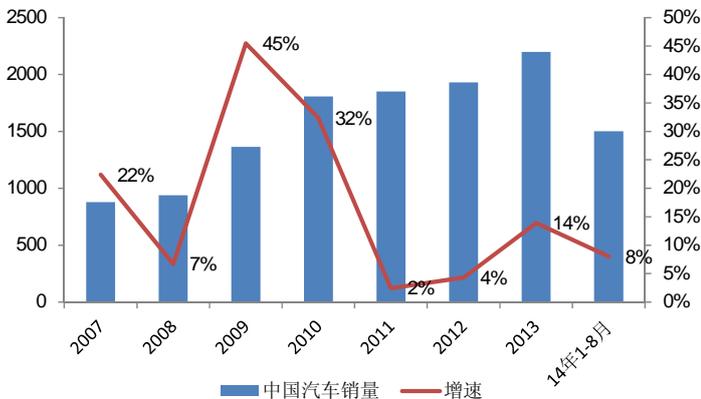
图表6: 我国汽车产业链利润分布



- 我国汽车产业正走向成熟, 后市场将迎来发展的“黄金时代”。2009 年以来, 我国汽车年销量已经稳居全球第一水平, 汽车保有量也迅速增长, 2013 年已经突破 1.3 亿辆。近几年来, 我国汽车销量增速已开始逐渐回落, 高速增长阶段已经渐行渐远, 我国汽车产业也开始走向成熟。参考新华信的观点, 我国汽车产业已处于逐渐成熟阶段, 在这一阶段整车销售利润将逐渐走低, 而售后服务利润仍可向上提升, 由此可见汽车后市场仍可保持快速增长。根据中国汽车流通协会数据, 2005 年我国汽车后市场规模约为 880 亿元, 2009 年为 2400 亿元, 2012 年已增长至约 4900 亿元, 其中 2009 年至 2012 年复合增长率达约 27%。据中国汽车流通协会预测, 2015 年中国汽车售后市场产值或将增长至 7000 亿元, 2020 年则有望突破 10000 亿元。更为重要的是, 随着 9 月份交通部等 10 部委《关于促进汽车维修业转型升级 提升服务质量的指导意见》的出台, 一直以来阻碍我

国汽车后市场健康发展的纵向垄断格局已被打破，我们认为我国汽车后市场又快又好发展的“黄金时代”已经来临。

图表7：近年我国汽车销量及增速（万辆）

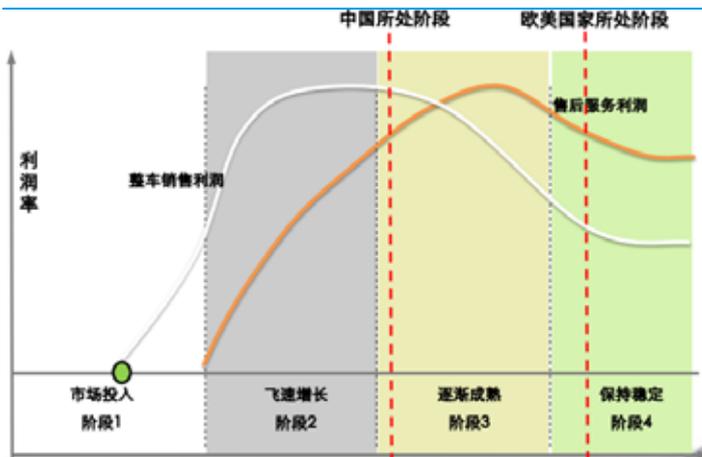


来源：CAAM、国金证券研究所

图表8：近年我国汽车保有量及增速（百万辆）



图表9：我国汽车产业正向成熟阶段逐渐过渡



来源：新华信、中国汽车流通协会、国金证券研究所

图表10：近年我国汽车后市场营业额及预测（亿元）



■ **O2O 有望成为发展汽车后市场最具潜力的模式。**目前，国内汽车后服务市场总体较为散乱，除了存在“纵向垄断”以外，主要的限制因素是目前没有形成标准化的产品和服务，行业信息极不对等，客户处于绝对的弱势，沟通和信用成本太高。欧美发达国家后服务市场之所以发展快，主要是诚信度高且交易公开透明，汽车后服务具有可靠保障。**O2O 即 Online To Offline（线上到线下），是指将线下的商务机会与互联网结合，让互联网成为线下交易的前台。通过互联网平台的搭建，即 O2O 模式可以对汽车后市场的服务模式进行大幅优化和改进，将信息逐步透明化，同时有效整合线上线下资源，促进国内汽车后市场的发展。**

- O2O 模式中的网络平台通过充分公开产品信息帮助解决产品信息不透明问题，为缺乏维修和养护经验的车主提供专业的解决方案，提供标准服务流程和产品价格。此外，规模较大互联网平台的信用背书将产生巨大的品牌效应，解决客户买得放心的问题，减少信用建立成本。
- 目前，国内实体维修和保养店数量众多且较为分散，消费者获取实体店信息的渠道较为单一，通过 O2O 模式可以将零散的线下资源整合到线上，线下资源能够得到有效配置，消费者也可以获得更及时、更便捷、更满意的服务。

图表11: O2O 模式示意图



来源：百度图片、国金证券研究所

- 国内外汽车 O2O 发展方兴未艾。以美国为代表的发达国家，近几年汽车 O2O 模式发展迅速，诞生出了如 Truecar 这样的在线购车网站，以及 AutoMD、Obeybay、Repair jungle 等专注于汽车后市场的 O2O 企业。国内来看，互联网对汽车行业的影响也越来越深入，O2O 模式正在兴起，从购车、汽车维修与保养到打车、租车、二手车等诸多细分领域，多样化的汽车 O2O 企业正在蓬勃发展。

图表12: 美国主要的汽车 O2O 企业简介

企业	主要特点	盈利模式
TrueCar	在线购车网站	通过每达成一次交易收取一定的提成来盈利
AutoMD	汽车后服务O2O平台，成立于2010年，威客模式（C2B模式），或“我要我有”模式，通过竞标形式，使得服务与价格更加透明化；同时，也提供DIY服务	作为“中间商”从汽车服务商处提成
Openbay	汽车后服务O2O平台，成立于2012年，威客模式（C2B模式），与AutoMD类似	从汽车服务商提成
Repair jungle	汽车后服务O2O平台，成立于2007年，采用淘宝模式（B2C模式），车主可以像在淘宝上搜索商品那样搜索和选择服务	从汽车服务商提成

来源：Google、国金证券研究所

图表13: 国内主要的汽车 O2O 企业简介

切入点	参与厂商	盈利模式
购车	天猫、京东、易车网、汽车之家、搜狐汽车、太平洋汽车网、网上车市	通过为汽车厂商、经销商提供整合营销解决方案收费；从汽车经销商处，赚取广告费、导购费
汽车维修及保养	车易安、途虎养车网、车蚂蚁、CAA（大陆汽车俱乐部）、车在囧途	对商家成交的服务项目收取中介佣金；通过道路救援服务、车险代购向车主收费；通过为汽车维修商、美容商提供精准化营销收费
打车	滴滴打车、快的打车	基于LBS（基于位置的服务）为司机提供如附近餐饮信息、加油站信息等增值服务，向商家收费
租车	神州租车、一嗨租车、易到用车	获取租车、代驾收入
二手车	中国二手车城、51汽车网、第一车网	为二手车商提供网店、广告推广服务，收取建站费和广告费；提供二手车信息平台，向商家收取中介服务费用；二手车增值服务（如二手车检测、增值、保养、改装等）收费

来源：百度、国金证券研究所

公司是汽车 O2O 领域的先行者，特维轮具有较强的先发优势

- 公司较早谋划，13 年正式进军汽车后市场。公司从 06-07 年就已开始关注并谋划进入汽车后市场。2013 年 1 月，公司设立了全资子公司杭州金特维轮汽车配件有限公司，启动“特维轮”项目，通过 O2O 模式正式进军汽车后市场。特维轮最初主要围绕公司具备丰富经验的轮胎、轮毂提供保养服务，包括换胎、补胎、动平衡、四轮定位等，目前还增加了机油滤清器、空气滤清器等其他配件的销售和美容保养、清洗等服务。**特维轮是公司未来发展的重中之重，公司对特维轮的战略定位是通过特维轮逐步构建综合性的汽车后市场平台。**

图表14: 特维轮官方网站示意图



来源：特维轮、国金证券研究所

- **特维轮拥有三大竞争优势。**我们认为，作为汽车 O2O 的先行者，特维轮具有较强的先发优势，具体体现在三方面：一是以标准化产品轮胎为切入点，特色鲜明，有利于迅速打开局面；二是公司拥有年轻、专业的管理团队和畅通的激励机制；三是特维轮已初具规模，市场知名度和销量有望快速提升。
  - **优势一：以标准化产品轮胎为切入点，特色鲜明，有利于迅速打开局面。**轮胎、轮毂是汽车的消耗品，其中，轮胎是仅次于汽油的第二大消耗品。一般轮胎寿命为 3-5 万公里，即正常行驶 2-3 年后需要更换。公司选择围绕轮胎、轮毂保养切入汽车服务市场，一方面因为轮胎是标准化产品，消费者对于 4S 店的黏性有限，有利于公司更快地切入汽车后市场并迅速打开局面；另一方面，公司可以依托长期以来在车轮制造行业的经验，充分发挥专业优势。
  - **优势二：年轻、专业的管理团队和畅通的激励机制。**一方面，公司的管理层极为年轻且极富活力，公司董事长为“80 后”，年轻的管理层保证了公司在推进新业务上的决策力和执行力。另一方面，特维轮团队是全新组建的团队，具有深厚的互联网专业背景（包括前电商创业团队、前阿里员工等），对互联网以及 O2O 模式的理解更为深刻。而且，公司的特维轮团队拥有特维轮公司的期权，激励机制较为畅通，有利于激发团队的工作积极性。
  - **优势三：特维轮已初具规模，市场知名度和销量有望快速提升。**特维轮前期主要采取开设直营门店的模式，但推进速度较慢，后来逐步调整为以“直营+加盟”的形式拓展。特维轮目前已经拥有线下服务商 200 多家（其中直营店 25 家左右），且服务商数量正在快速增长（目前拥有 4 个团队，每周拓展约 40-50 家服务商），公司目标 15 年在全国拓展 5000-10000 家的门店。特维轮 10 月实现收入约 500 万元，11 月预计突破 1000 万元，12 月预计也在 1000 万元以上。随着线下服务商数量的快速增长，特维轮的品牌影响力将持续扩大，销量和收入规模也有望快速增加。

图表15：目前特维轮国内主要网点分布



来源：特维轮网站、国金证券研究所

### 特维轮将升级至“2.0”版本，综合性服务平台雏形初显

- **特维轮未来将升级至“2.0”版本。**公司目前的特维轮为 1.0 版本，是最初级的 O2O 模式，即主要为“线上销售+线下服务”的结合。公司的全新平台——特维轮“2.0”版本目前正在加紧开发，预计今年年底或明年初将上线。
- **特维轮“2.0”目标是搭建综合性汽车后市场平台。**特维轮“2.0”平台将致力于打造一个综合性后市场平台，涵盖汽车配件销售与维修、二手车、改装、保险等业务，为所有后市场参与者（包括配件供应商、服务商和消费者）提供服务。全新平台将以服务商为重点，除了为其带来引流效应以来，还将提供完善、便捷的供应链管理（通过集中采购降低配件采购成本）。此外，特维轮“2.0”平台未来还将注重提升服务商的运营效率和提供增值服务。
- **入股汽车大数据公司，特维轮有望新增车联网入口。**公司于 11 月 12 日公告，和杭州好望角领航基金拟对上海语镜汽车信息技术有限公司进行股权投资，并签订了《投资备忘录》。此次，公司投资 2500 万元，投资后公司持有上海语镜 12.5% 的股权。上海语镜专注于车主路上社交和交通大数据挖掘，通过实时联网的智能车载终端设备——“WeMe 微密”（今年 7 月 1 日发布），可以实现动态交通信息的采集、存储、分析和分发。我们认为，随着智能终端设备在汽车上的普及，以及手机 APP 用户数量的扩大，上海语镜可能成为车联网的入口公司。公司此次投资上海语镜，主要是看重其未来可能成为特维轮客户的流量入口，从而与特维轮在产业上形成协同效应，使得特维轮保持更强的客户粘性，更好地拓展汽车后市场业务。

图表 16: 上海语镜的智能车载语音系统——“WeMe 微密”



来源：百度突破、国金证券研究所

### 淘宝进军后市场有利于做大“蛋糕”，与特维轮可形成优势互补

- **淘宝进军汽车后市场有利于引导消费习惯，促进后市场“蛋糕”做大。**11 月 3 日，淘宝联手北京、上海等 200 余城市线下超过 3 万汽修服务网点，进入汽车后服务市场。我们认为，淘宝进入汽车后市场，首先表明这一市场具有广阔的空间和吸引力。而且，以淘宝为代表的互联网巨头进军后市场后，将形成广泛的示范效应，有利于引导消费者的消费习惯，促进消费

者更多地选择 O2O 这一全新的模式进行汽车售后产品和服务的消费。最终，将有利于汽车后市场“蛋糕”的做大。

- **我们认为淘宝和特维轮各具特色，可相互合作、实现“双赢”。**此前，市场普遍担心淘宝进入汽车后市场之后，将对特维轮等垂直网站造成冲击。我们认为，后市场空间足够大，未来不会一家“通吃”，而且淘宝和特维轮各具特色和优势，可以实现合作共赢。公司未来会坚持和淘宝进行合作，而且还会寻求与百度、腾讯等其他入口级平台公司的合作机会。
- **后市场空间足够大，不会一家独大。**我们此前已经阐述，汽车售后市场空间巨大，预计 2020 年我国汽车后市场总规模将突破 1 万亿元。我们认为，由于汽车后市场空间足够庞大，其市场需求也将具有差异性，即使淘宝等 BAT 巨头也不能完全独占，具有鲜明特色和一定先发优势的后市场企业，有望在这一巨大市场中分得一杯羹。
- **淘宝和特维轮各具特色且可以相互合作。**淘宝作为一个流量型的平台电商，其最大的优势在于引流。特维轮的主要优势在于通过对线下资源的整合，为线下服务商提供更低的采购成本、更完善的供应链。通过合作，淘宝可以为特维轮进行引流，特维轮则可以为淘宝提供线下支持，两者可实现“双赢”。而且，特维轮和淘宝天猫已经展开了良好合作，公司于 2013 年开设了“特维轮”天猫超市，在天猫今年的年中大庆当天网上销售额达到 100 万元，今年“双 11”特维轮天猫店销售额突破 492 万元，线上各平台合计突破 500 万元，轮胎销售超过 11086 条。

图表17: 公司在天猫设立的特维轮汽车用品旗舰店示意图



来源：淘宝天猫网站、国金证券研究所

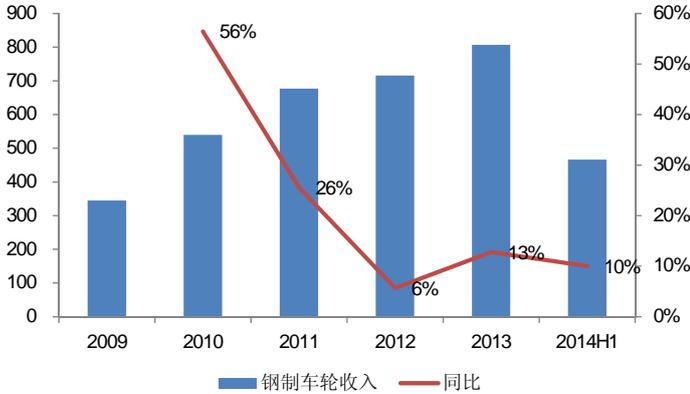
- 综合以上分析，我们认为，公司后市场业务发展方向正确、管理层推进力度强劲，“特维轮”目前已初具规模且发展迅速，虽然短期无法贡献盈利，但发展空间广阔，至少可对公司估值提升形成持续推动力。

### 钢制车轮：受益产能扩张和客户升级，有望维持较快增长

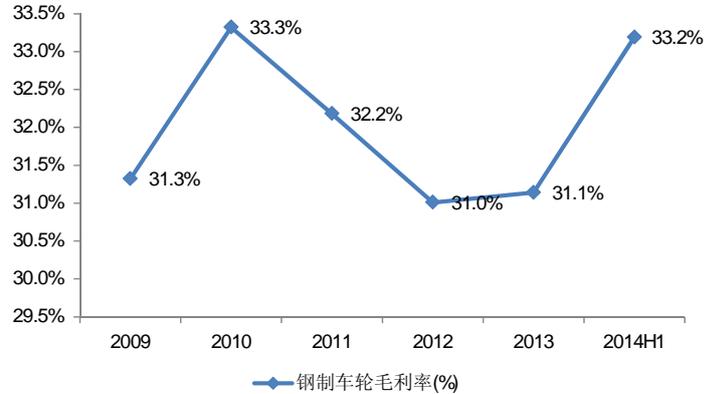
- **公司近年钢轮收入增长总体较为快速。**公司是国内最大的钢制滚型车轮制造企业，是大众、福特、通用等欧美系合资整车厂的一级供应商，综合实力较为突出。公司近年钢轮收入增长总体较为快速，从 09 年的 3.8 亿元增长至 13 年的 8 亿元，复合增速为 24%（12 年增速放缓主要是因为 IPO 募投项目进度晚于预期）。
- **公司毛利率已有明显回升，**主要是因为新产能投产、无效折旧减少。由于 IPO 募投项目进展缓慢、增加了较多无效折旧，公司钢轮毛利率从 12 年开始大幅回落。近年来，公司不断提升技术实力和积累配套经验，目前已

经完成了产品和客户升级，已由原来向自主品牌配套过渡为向大众等合资品牌配套。今年前三季度，公司毛利率已有明显回升，主要是受益于募投项目的陆续投产（减少无效折旧），此外，客户结构的提升也是毛利率改善的重要原因。

图表18: 公司钢制车轮收入及同比 (百万元)



图表19: 公司钢制车轮毛利率情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **受益产能扩张和客户升级，钢轮业务有望维持较快增长。**目前公司总产能约 1600 万只，主要是轿车车轮（约 1350 万只），卡车车轮产能约 250 万只。公司 IPO 募投的 200 万只轿车车轮已于今年 3 月份投产，目前全部供应大众（配套车型为新桑塔纳、Polo、帕萨特、野帝等），明年开始将为通用和福特进行批量供货。此外，IPO 募投的 150 万只卡车出口车轮从今年 7 月份开始投产，预计明年二季度将满产。随着公司产能的持续扩张以及客户结构升级带来的盈利能力提升，钢轮业务有望继续较快增长，预计明年钢轮净利润能达到 1.2 亿元左右。
- **增发进一步扩张产能，长期增长将更具保障。**2014 年 3 月，公司审议通过了《关于投资建设“年产 500 万只新型高强度钢制轮毂和 200 万只车轮生产线项目”的议案》，计划总投资为 13.8 亿元，首期投资项目为公司非公开发行股票之募投项目（投资额 6.2 亿元），首期达产后将新增年产能 400 万只高强度高通风孔乘用车钢制轮毂和年产 100 万只高强度轻量化商用车钢制轮毂。公司的高通风孔车轮具有轻量化、外形美观的特点，目前已获得上海通用的供货合同，未来还将积极拓展其他合资整车厂，公司的新增产能有望得到充分消化，公司长期增长也将更具保障。
- 传统的钢轮相比铝轮具有质量重、外形不美观等劣势，主要应用于偏低端的自主品牌乘用车和商用车。目前，铝车轮在乘用车轮市场中占据了主要份额，且随着轻量化要求的不断提高，其在乘用车轮中的占比还将继续提升。公司研发的高通风孔钢轮具有轻量化、外形美观的优点，甚至可以与铝合金媲美。由此我们判断，公司的钢制车轮产品有望在乘用车轮市场中占据一席之地。
- 2014 年 7 月 9 日，公司公告其高通风孔车轮获得了上海通用《供应商指定合同》，公司将从 2016 年 9 月开始向通用供货（作为主行驶轮），供货期为 6 年。公司高通风孔车轮进入通用供应链，表明其产品品质和性能已得到整车厂的认可，未来还有望获得其他合资品牌的认证和配套。

### EPS 环保设备：未来前景良好，有望贡献较大业绩弹性

- **公司与美国 TMW 合作，介入 EPS（绿色金属表面处理）领域。**2014 年 4 月 3 日，公司审议通过了《关于公司与 TMW 技术许可与合资事宜的议案》，公司将与美国 TMW 公司共同设立合资公司“杭州泰恩达金固环保

设备制造有限公司”，公司持股比例为 51%。合资公司主营业务为生产、销售、维护 TMW 全球独有的 EPS (Eco Pickled Surface) 技术所制造的金属表面处理设备，独家许可销售区域为中国（包括港澳台）以及韩国。

- **EPS 是新型环保的钢材表面处理技术，综合成本仅比传统酸洗法略高。**在钢材使用和存储的过程中，都会发生氧化生锈的情况，一般都要对钢材进行前置表面处理。目前国内普遍采用传统的钢材表面处理技术（酸洗法），而使用酸洗法缺点明显，主要体现在环境污染大、废液回收成本高等。新型的 EPS 技术的设备可以满足日益增强的环保要求，但成本并没有比传统酸洗法高很多。
  - EPS 在钢铁表面处理过程中不会产生污染，且处理结果明显好于传统酸洗法，符合环保要求，是钢材表面处理领域革命性的技术。
  - EPS 技术相比传统酸洗技术，一次性投入成本高大约 20%-30%，运营成本相差不大，综合成本仅比传统酸洗法略高。

图表20: 传统酸洗和 EPS 处理后的钢材表面对比



来源：TMW 网站、国金证券研究所

- **EPS 已取得订单突破，未来前景良好。**我们认为，EPS 潜在客户主要有三类：一是大型钢厂；二是小型轧钢厂；三是钢材加工中心。参考国金钢铁行业研究员的观点，由于国内钢铁行业整体景气度不高，且大型钢铁厂普遍为国企，预计对于更换环保处理设备的意愿不强，而小型钢材厂迫于环保压力可能会倾向于采购更为环保的 EPS 设备。公司于今年 11 月 11 日公告与佛山市嘉广隆不锈钢公司、佛山市粤富不锈钢制品公司签署了 4 台 PES 设备的意向订单，表明 EPS 产品具有良好的市场前景，同时也证明了公司突出的客户拓展能力。
  - 公司预计今年 EPS 订单 10-15 台，交付期在 5-7 个月，预计明年订单 30 台，预计明年可确认收入 25-30 台，按照单台设备 1800 万元，20%净利率大致测算，可实现净利润约 0.9-1 亿元，贡献权益净利润约 5000 万元。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测与估值测算

- 我们预计，公司 14-16 年实现收入分别为 13.39、24.65、30.18 亿元，实现净利润分别为 0.78、1.36、2.20 亿元，同比分别增长 73.8%、73.1%、62.1%，对应 EPS 分别为 0.44、0.75、1.22 元。
- 分业务核心假设如下：
  - **特维轮：**我们预计特维轮今年将实现收入约 4000 万元，全年预计亏损 1000 万元左右，明年收入有望达约 4 亿元，亏损约 3000-4000 万元，按照明年 PS 4-5 倍计算，对应市值约 16-20 亿元。另外，我们参考美国汽车后服务公司 Autozone，其市值约 200 亿美元，2014 年拥有门店 5391 家，对应单家门店的市值约 338 万美元（约 2200 万元），Pep boys 单家门店市值约 66 万美元（约 400 万元）。我们保守估计公司明年发展 1000-2000 家门店，考虑特维轮目前处于发展初期，销量和收入规模尚不能跟美国成熟的汽车后服务门店相提并论，我们假设特维轮单家门店市值为 200 万元，对应合理市值应为 20-40 亿元。

图表21：美国汽车后服务公司 Autozone、Pep boys 估值情况

	Autozone	Pep boys
市值（亿美元）	182	5.27
门店数量	5391	799
单家门店市值(万美元)	338	66
营收（亿美元）	94.75	20.67
净利润（亿美元）	10.70	0.07
PS	1.9	0.26
PE	17	77

来源：Wind、国金证券研究所

- **EPS 环保设备：**我们假设公司明年可确认 EPS 订单 25-30 台，按照单台设备 1800 万元，20%净利率大致测算，可实现收入约 4.5-5.4 亿元，净利润约 0.9-1.08 亿元，贡献权益净利润约 4500-5400 万元。参考 Wind 环保设备行业平均 PE（2015E）约 30 倍，对应合理市值约 15 亿元。
- **钢制车轮：**预计明年收入约 12 亿元，同比增长约 25%，净利润约 1.2 亿元，按照 15 倍 PE，对应市值约 18 亿元。
- **光伏电站：**今年控股杭州合大新能源后新增业务，但非公司未来发展重点。预计今年开始贡献收入（约 1000 万元），考虑未来几年收入和业绩贡献均不大，对公司市值的影响可以忽略不计。
- **加总之后，得到公司合理市值应为 53-73 亿元。**

### 投资建议

- 我们认为，公司传统业务有突出亮点，可提供较好安全边际；特维轮前景广阔，有助持续提升公司估值。公司当前股价对应 15 年约 37 倍 PE，公司合理市值应为 53-73 亿元（基于以上分业务测算的市值加总），对应目标价为 30-40 元，我们首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

- **特维轮业务发展进度低于预期。**公司未来业务的重点是特维轮，若特维轮业务推进速度低于预期，将大幅压低公司估值水平。
- **EPS 订单低于预期。**EPS 业务将为公司带来较大业绩弹性，若未来 EPS 订单低于预期，公司整体业绩增速也将显著低于预期。
- **传统钢轮业务下游需求下降。**钢轮业务仍是公司目前业绩的主要来源，若未来汽车行业整体需求明显下滑，公司钢轮销量和收入增长均将受到抑制。此外，需求减少将导致公司新增产能无法全部消化，产能利用率的下降将拖累钢轮业务盈利能力，

图表22: 公司分业务收入及毛利预测

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>钢制车轮</b>					
销售收入 (百万元)	715.71	807.08	968.50	1,210.62	1,452.74
增长率 (YOY)		12.77%	20.00%	25.00%	20.00%
毛利率	31.01%	31.14%	33.19%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	493.77	555.76	647.05	786.90	944.28
增长率 (YOY)		12.55%	16.43%	21.61%	20.00%
毛利 (百万元)	221.94	251.32	321.44	423.72	508.46
增长率 (YOY)		13.24%	27.90%	31.82%	20.00%
<b>定制车轮</b>					
销售收入 (百万元)	87.00	94.88	120.50	144.60	173.52
增长率 (YOY)		9.06%	27.00%	20.00%	20.00%
毛利率	10.78%	11.72%	12.60%	12.50%	12.50%
销售成本 (百万元)	77.62	83.76	105.31	126.52	151.83
增长率 (YOY)		7.91%	25.73%	20.14%	20.00%
毛利 (百万元)	9.38	11.12	15.18	18.07	21.69
增长率 (YOY)		18.57%	36.54%	19.05%	20.00%
<b>特维轮</b>					
销售收入 (百万元)			40.00	400.00	600.00
增长率 (YOY)				900.00%	50.00%
毛利率			-5.00%	-5.00%	1.00%
销售成本 (百万元)			42.00	420.00	594.00
增长率 (YOY)				900.00%	41.43%
毛利 (百万元)			-2.00	-20.00	6.00
增长率 (YOY)				900.00%	-130.00%
<b>EPS设备</b>					
销售收入 (百万元)				500.00	600.00
增长率 (YOY)					20.00%
毛利率				34.00%	38.00%
销售成本 (百万元)				330.00	372.00
增长率 (YOY)					12.73%
毛利 (百万元)				170.00	228.00
增长率 (YOY)					34.12%
<b>光伏电站</b>					
销售收入 (百万元)			10.00	30.00	30.00
增长率 (YOY)				200.00%	0.00%
毛利率			30.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)			7.00	21.00	21.00
增长率 (YOY)				200.00%	0.00%
毛利 (百万元)			3.00	9.00	9.00
增长率 (YOY)					0.00%
销售总收入 (百万元)	896.79	1166.23	1338.99	2465.22	3018.26
销售总成本 (百万元)	662.18	900.20	993.37	1861.73	2242.68
毛利 (百万元)	234.61	266.03	345.63	603.49	775.58
平均毛利率	26.16%	22.81%	25.81%	24.48%	25.70%

来源: 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)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>776</b>	<b>897</b>	<b>1,166</b>	<b>1,339</b>	<b>2,465</b>	<b>3,018</b>
增长率		15.6%	30.0%	14.8%	84.1%	22.4%
主营业务成本	-555	-662	-900	-993	-1,862	-2,243
% 销售收入	71.6%	73.8%	77.2%	74.2%	75.5%	74.3%
毛利	220	235	266	346	603	776
% 销售收入	28.4%	26.2%	22.8%	25.8%	24.5%	25.7%
营业税金及附加	-2	-1	-1	-1	-2	-2
% 销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-47	-56	-68	-71	-116	-136
% 销售收入	6.1%	6.2%	5.8%	5.3%	4.7%	4.5%
管理费用	-65	-82	-101	-110	-173	-199
% 销售收入	8.4%	9.2%	8.7%	8.3%	7.0%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	106	96	96	163	313	438
% 销售收入	13.6%	10.7%	8.2%	12.2%	12.7%	14.5%
财务费用	-24	-31	-50	-70	-84	-92
% 销售收入	3.1%	3.5%	4.3%	5.2%	3.4%	3.0%
资产减值损失	-2	-2	-3	-2	-3	-3
公允价值变动收益	-1	1	0	-5	-4	-4
投资收益	0	0	0	0	0	1
% 税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润	78	63	43	87	223	340
营业利润率	10.1%	7.0%	3.7%	6.5%	9.0%	11.3%
营业外收支	4	4	9	7	6	5
税前利润	<b>82</b>	<b>67</b>	<b>52</b>	<b>94</b>	<b>229</b>	<b>345</b>
利润率	10.6%	7.5%	4.4%	7.0%	9.3%	11.4%
所得税	-12	-10	-7	-18	-43	-65
所得税率	14.4%	14.8%	13.8%	18.8%	18.8%	18.8%
净利润	70	57	45	76	186	280
少数股东损益	0	0	0	-2	50	60
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>71</b>	<b>57</b>	<b>45</b>	<b>78</b>	<b>136</b>	<b>220</b>
净利率	9.1%	6.4%	3.9%	5.8%	5.5%	7.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	70	57	45	76	186	280
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	32	42	72	90	106	116
非经营收益	28	25	32	464	112	124
营运资金变动	-205	-61	-136	-499	-510	-207
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-74</b>	<b>64</b>	<b>12</b>	<b>131</b>	<b>-107</b>	<b>313</b>
资本开支	-275	-404	-241	-502	-154	-155
投资	-16	0	0	-119	-14	-30
其他	61	71	26	-5	-4	-4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-230</b>	<b>-333</b>	<b>-215</b>	<b>-626</b>	<b>-172</b>	<b>-188</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	162	113	337	723	413	31
其他	-95	20	-65	-77	-94	-106
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>67</b>	<b>133</b>	<b>272</b>	<b>646</b>	<b>319</b>	<b>-75</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-237</b>	<b>-137</b>	<b>69</b>	<b>151</b>	<b>40</b>	<b>50</b>

来源: 公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	401	248	459	610	650	700
应收款项	152	194	233	244	440	537
存货	294	367	469	544	816	922
其他流动资产	162	136	204	222	395	472
流动资产	1,008	945	1,364	1,620	2,302	2,630
% 总资产	62.3%	47.5%	53.4%	48.4%	56.2%	58.4%
长期投资	0	0	0	119	133	163
固定资产	531	891	1,025	1,241	1,290	1,330
% 总资产	32.8%	44.8%	40.1%	37.1%	31.5%	29.5%
无形资产	77	78	156	362	370	377
非流动资产	611	1,045	1,192	1,724	1,796	1,872
% 总资产	37.7%	52.5%	46.6%	51.6%	43.8%	41.6%
<b>资产总计</b>	<b>1,620</b>	<b>1,990</b>	<b>2,557</b>	<b>3,344</b>	<b>4,097</b>	<b>4,503</b>
短期借款	485	463	803	620	722	544
应付款项	158	418	585	127	213	258
其他流动负债	7	16	22	87	136	166
流动负债	650	896	1,410	834	1,072	967
长期贷款	0	135	132	632	932	1,132
其他长期负债	28	13	54	840	870	900
<b>负债</b>	<b>679</b>	<b>1,044</b>	<b>1,596</b>	<b>2,305</b>	<b>2,873</b>	<b>2,999</b>
普通股股东权益	900	904	919	999	1,135	1,354
少数股东权益	41	42	41	40	90	150
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,620</b>	<b>1,990</b>	<b>2,557</b>	<b>3,344</b>	<b>4,097</b>	<b>4,503</b>

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.393	0.318	0.250	0.433	0.754	1.221
每股净资产	4.998	5.023	5.107	5.549	6.303	7.524
每股经营现金净流	-0.411	0.354	0.069	0.727	-0.593	1.738
每股股利	0.300	0.150	0.100	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.86%	6.33%	4.90%	7.80%	11.96%	16.23%
总资产收益率	4.37%	2.88%	1.76%	2.33%	3.31%	4.88%
投入资本收益率	6.34%	5.28%	4.36%	4.96%	7.75%	9.88%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	31.30%	15.62%	30.05%	14.81%	84.11%	22.43%
EBIT增长率	19.45%	-9.54%	0.23%	70.24%	91.86%	39.94%
净利润增长率	15.41%	-19.06%	-21.27%	72.88%	74.15%	62.00%
总资产增长率	20%	22.87%	28.48%	30.79%	22.54%	9.89%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	51.8	57.1	53.8	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	156.2	182.0	169.5	200.0	160.0	150.0
应付账款周转天数	39.1	47.9	34.2	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	139.6	249.6	235.7	236.5	128.4	103.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	8.90%	36.88%	49.46%	61.69%	81.96%	64.80%
EBIT利息保障倍数	4.5	3.1	1.9	2.3	3.7	4.8
资产负债率	41.90%	52.48%	62.44%	68.95%	70.13%	66.60%

**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
买入	2	7	7	9	10
增持	0	1	1	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.10	1.11	1.11	1.15

来源：朝阳永续

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

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 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% 以下。

**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自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。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD