

分析师：	刘元瑞	(8621)68751760	liuyr@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490209080266
联系人：	谭焜元	(8621) 68751760	tanky@cjsc.com.cn		
	张乐	(8621) 68751760	zhangle@cjsc.com.cn		

金固股份：滚型车轮将驶入快车道

事件描述

- 金固股份拟采用网下向配售对象询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式进行，本次发行前公司总股本为 9,000 万股，本次拟公开发行 3,000 万股，发行后公司总股本 12,000 万股。
- 本次募集资金拟投资于年产 350 万只无内胎高强度钢制滚型车轮固定资产投资项目，以改善由于产能不足造成的大量订单流失的现象。项目预计总投资额 31,880 万元，达产后公司的钢制轮胎产能将超过 1000 万只。

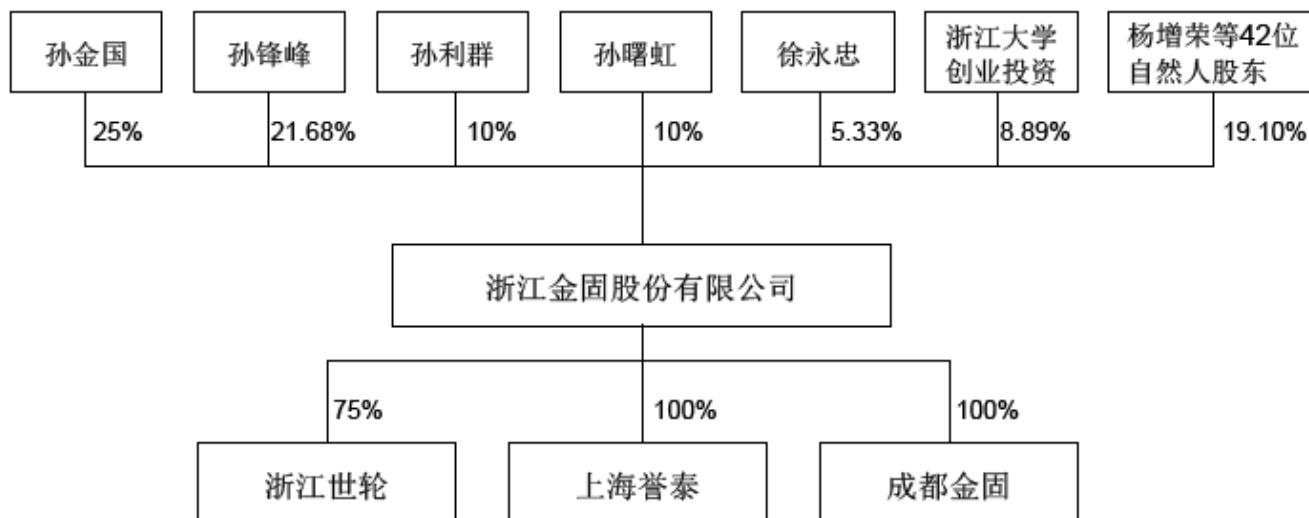
我们预计，2010-2012 年，按照发行后股本计算公司每股收益 0.509, 0.812, 1.199 元，可以按照 2010 年业绩 35-45 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 17.8-22.9 元。

事件评论

公司概况

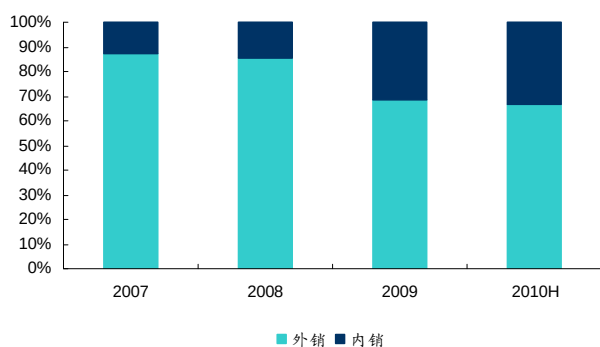
公司是国内最大的滚型钢轮生产企业，前身为 1996 年设立的富阳金固钢圈有限公司，为孙金国个人独立投资。公司在两次增资后于 2003 年更名为浙江金固汽车零部件制造有限公司，2007 年 9 月，整体变更为浙江金固股份有限公司。在这期间，公司开始引进外部投资人，以改善股东结构，逐步转变为社会化的现代企业。

公司自设立以来，主营业务没有发生重大变化，主要为钢制车轮的研发、生产和销售，主要产品是钢制滚型车轮，包括 5° 和 15° 滚型系列的钢制车轮。前者主要用于轿车、微型车等乘用车和部分特种用途车辆；后者则主要用于各型号卡车、挂车和客车等商用车。目前，公司旗下有两家全资子公司：上海誉泰和成都金固，一家合资企业：浙江世轮。

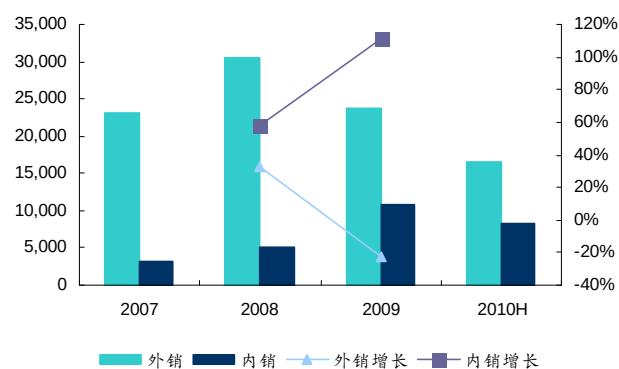
图 1：公司发行前股权结构


资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司是我国钢制车轮行业的龙头企业，根据中汽协车轮委员会统计，公司 08 年、09 年钢制滚型车轮产销量和出口量均排名国内第一。公司营业收入主要来自产品出口，但近两年国内市场增长迅猛；分产品来看，5° 滚型钢制车轮是公司的主要收入来源，不过目前配套商用车的 15° 滚型钢制车轮的收入占比呈逐年提升态势。

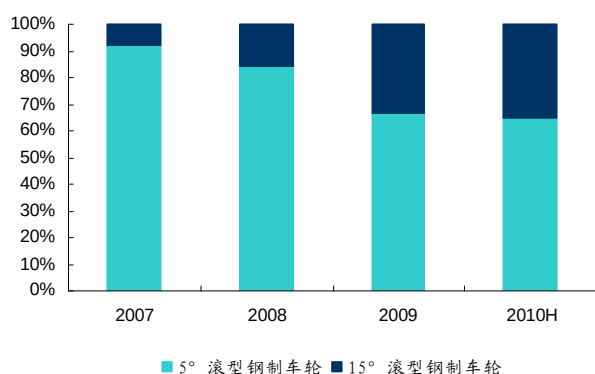
图 2：外销市场仍是主力


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：内销市场增长迅速


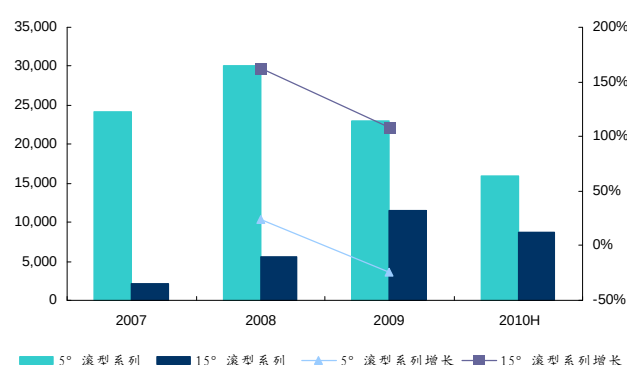
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 15° 滚型钢制车轮收入份额提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 商用车配套车轮增长优于乘用车



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

钢制车轮行业前景广阔

新技术将使钢质车轮重夺国内市场

车轮按材质不同可以分为钢制车轮和铝合金车轮，在铝合金车轮未得到发展时，钢制车轮占据了汽车配套的主导地位，但随着铝合金车轮重量轻、外观美的优势体现，其市场份额逐渐被蚕食，不过其高强度、低成本的特性仍保证了 50% 左右的市场份额。

表 1: 钢制车轮与铝合金车轮比较分析

类别	主要应用领域	优势	劣势
钢制车轮	中低档乘用车、微型车	高强度，承重性好	外观较为粗陋，美观性差
	商用车	生产成本比铝合金车轮低 50 - 70%	产品重量较大，耗油量高
	特种车辆	生产过程耗能少、污染小	
		密度较均匀，平衡指标优良	
铝合金车轮	中高档乘用车，主要轿车	重量轻	承载性没有钢制车轮强
		美观性好	平衡性不如钢制车轮
		精度较高	

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

在乘用车领域，钢制车轮市场份额从上世纪 80 年代的 90% 下降到目前 50% 左右，特别是在中高端乘用车领域，铝合金车轮市场竞争优势明显。在乘用车领域的中低端车型上，大部分整车制造商由于成本原因仍在使用的钢制车轮。在商用车领域，铝合金车轮承重性差的劣势使其难以替代钢制车轮在该市场的份额。

我们认为钢制车轮在国内市场份额的下降主要原因来自于他的两个重大缺陷：重量大和美观性差。不过目前国际上已有多项技术可以解决这些问题：1、新型钢材的运用；随着低碳高强度钢、双相钢和贝氏体钢等高强度钢的开发，成功为钢制车轮实现了减重瘦身。2、新工艺的运用；滚型和旋压等新生产工艺在钢制车轮上的运用对降低车轮重量、保持车轮强度、增加车轮精度和美观度起到了十分积极的作用。3、新款式开发；半表面车轮，全表面车轮，高通风孔车轮等新车轮的开发使得钢轮彻底摆脱了美观性差的特点。

全面改进后的钢制车轮克服了不足，拉近了与铝合金车轮的差距，而铝材成本又较高，目前中低端轿车大量使用钢车轮，部分原用铝轮的中高端轿车上也开始配套使用钢制车轮，我们认为随着钢制车轮的进一步改进，钢制车轮将再次占据大部分市场份额，而铝合金车轮则很有可能继续向高端化发展。

从国内市场来看，宝钢、鞍钢、武钢等已成功开发了抗拉强度为 600N/mm^2 的车轮用钢，基本达到世界同行业水平，在轻量化和美观性上，公司已经能够达到国内领先水平，我们认为长期来看，国内市场具有与国外市场一致的趋势，钢制车轮未来发展广阔。

滚型轮未来将替代型钢轮

钢制车轮通常分为滚型车轮和型钢车轮。型钢车轮是钢制车轮的传统产品，主要适用于有内胎轮胎。滚型车轮是型钢车轮的升级产品，在生产中采用了滚型和旋压工艺，有效的提高了车轮的精度和强度，降低了车轮的重量，与型钢相比，大约能减轻车轮 20%-30% 的重量，有效降低整车的油耗水平，该车轮适用于子午线无内胎轮胎。

表 2：滚型车轮与型钢车轮比较分析

车轮类别	优点	缺点
滚型车轮	结构合理 重量轻，节能性好 安全性好 高速性能好	设备要求高，投入成本大
型钢车轮	承载能力强	结构、节能、安全性、高速性能等方面都比滚型车轮要差

资料来源：公司公告，长江证券研究部

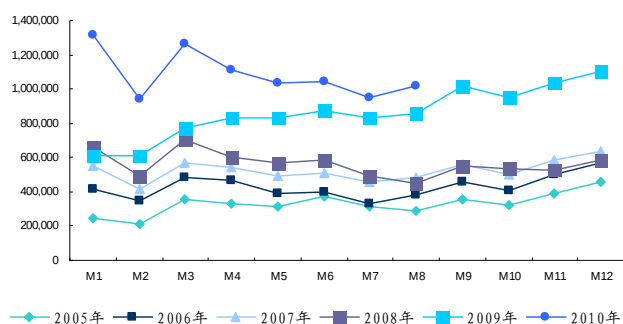
目前国际上轮胎的发展趋势是子午线化、无内胎化和扁平化，世界轮胎年产量中 90% 为子午线轮胎，因此适用于无内胎的滚型车轮已经成为全球钢制车轮行业发展的主流。在不少发达国家，钢制无内胎滚型车轮已经完成对型钢车轮的替代；在发展中国家，也纷纷开始发展无内胎滚型车轮。国内企业目前仍主要生产型钢车轮，生产滚型车轮的只有兴民钢圈和公司两家，而公司又是唯一一家只生产滚型车轮的企业，我们认为随着滚型车轮替代型钢车轮的大趋势渗透入国内，公司将因此显著受益。

3 驾马车驱动钢制车轮市场发展

国内 OEM 市场、AM 市场及出口是拉动我国汽车零部件产业的“三驾马车”，对与钢制车轮行业也是一样。

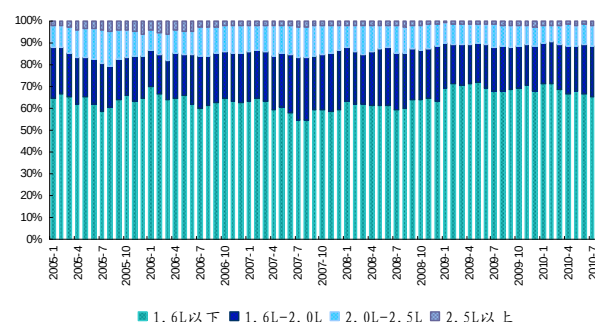
国内市场繁荣带来 OEM 市场稳定增长：2009 年，中国汽车产销量居世界首位，分别达到 1,379.10 万辆和 1,364.48 万辆，同比分别增长 48.30% 和 46.15%，乘用车产量增长了 54.11%，其中以使用钢制车轮为主的小排量汽车产量增长最为迅猛，增速达到 70% 以上，商用车产量增长了 33.02%，保持了快速发展势头。今年上半年，中国汽车市场延续了上一年度的快速增长势头，共生产汽车 892.73 万辆，销售 901.62 万辆，同比增长 48.84% 和 47.67%，今年 6 月启动的“节能产品惠民工程”进一步推动国内小排量节能汽车消费的发展。我们认为随着二三线需求的进一步开发，中低端乘用车需求将稳步提升，同时，国家投资项目陆续开工、客运及货运市场的稳步发展对各类商用车也将保持较大的需求，而这两块正是国内钢制车轮 OEM 市场需求的主要来源，此外随着技术的进步，钢制车轮也将部分进入中高端乘用车市场。车轮作为汽车的必须零部件，每辆车要配 5 只车轮，国内汽车市场的繁荣将扩大车轮行业的市场需求。

图 6: 国内乘用车市场月销量变化



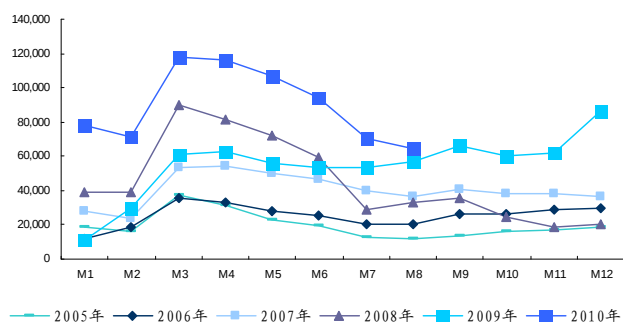
资料来源：CAAM；长江证券研究部

图 7: 乘用车小排量车份额呈上升趋势



资料来源：CAAM；长江证券研究部

图 8: 国内商用车市场月销量变化

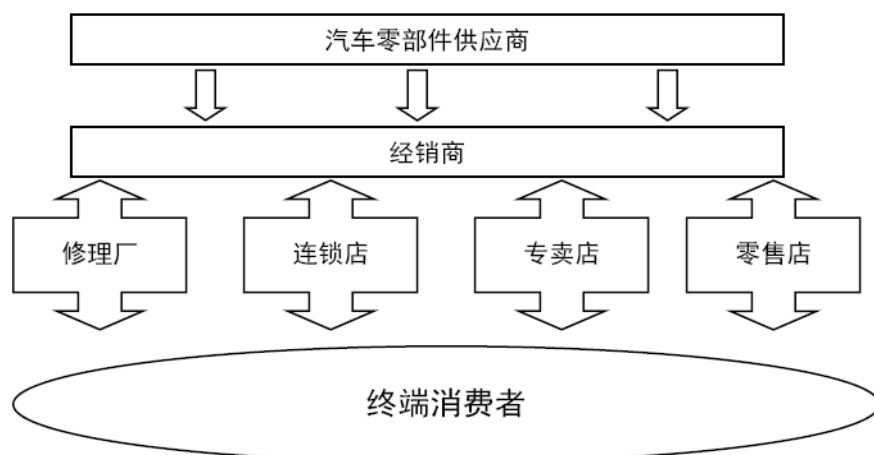


资料来源：CAAM；长江证券研究部

保有量提高带来AM市场大幅增长：钢制车轮作为汽车零部件的一种，同样具有普通零部件共同的属性，即除了向整车厂供货的整车市场（OEM）外还有面向维修、改造的售后服务市场（AM）。

相比OEM市场，在AM市场中，对汽车零部件的要求相对较低。AM市场主要依赖与汽车保有量密切相关的维修需求、消费者个性化追求形成的汽车改装需求。在AM市场中，汽车零部件产品主要通过专业零售店、连锁店、专卖店，以及修理厂等渠道销售给消费者。

图 9：AM 市场产业链结构图

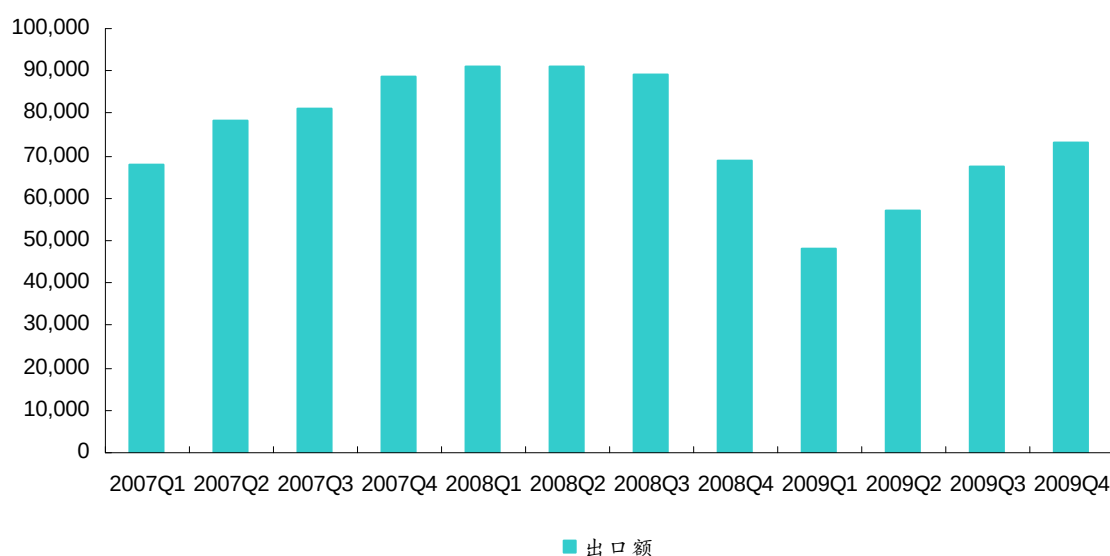


资料来源：公司公告，长江证券研究部

美欧日等发达国家是汽车保有量最多的国家和地区，这些国家和地区也是汽车零部件最主要的 OEM 市场和 AM 市场。一般来说，OEM 市场约占汽车零部件市场总额的 2/3，但随着汽车保有量的增加和消费者对个性化的追求，AM 市场的重要性将逐步增加。在国内 AM 市场，由于汽车保有量不高，汽车消费者对汽车个性化需求尚不明显，主要市场需求集中于维修、更换汽车零部件。但是需要指出的是，国内现在的 AM 市场没有统一的准则规范的约束，市场略呈混乱无序的状态，不少经销商在获得零部件商的品牌代理权后以次充好，影响市场发展。不过我们认为，在未来，该行业必然会重新洗牌，届时规范化的 AM 市场也将为公司提供更多机会。

全球采购带来国内钢制车轮企业出口良机；近年来，中国车轮制造业凭借着明显的比较优势正逐渐成为世界车轮生产基地和跨国汽车公司零部件全球采购的重要目的地。随着中国钢制车轮行业整体水平的提升，近几年钢制车轮出口量都保持较高的增幅。中国钢制车轮行业正面临历史性的发展机遇。

图 10：机动车辆的车轮产品及其零件、附件出口额自去年二季度起回升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

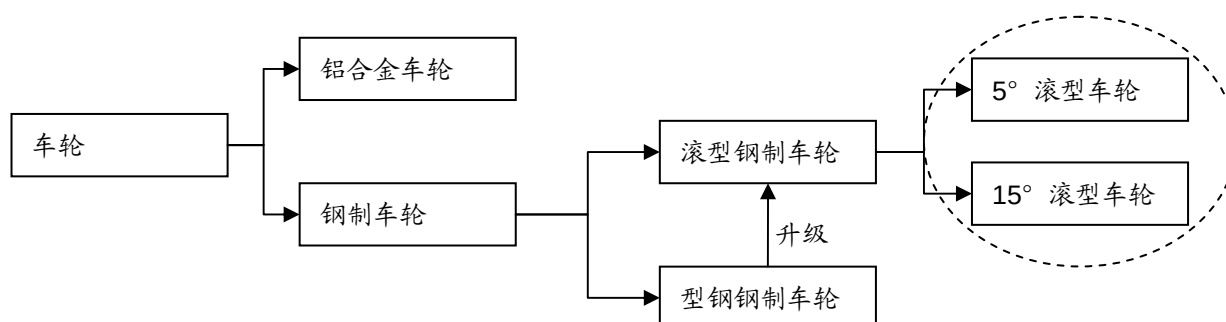
在贸易方面，由于公司产品主要出口地为美国、加拿大、欧洲和南美洲等地，针对钢轮产品，只有阿根廷与我国发生

贸易摩擦，去年 2 月，阿根廷对原产于中国的公共汽车、卡车和拖车用钢制车轮开始反倾销调查，目前仍处于调查阶段。不过从今年上半年数据看，公司对阿根廷的出口额仅为 15.42 万美元，占当期期外销收入 0.64%，影响较小。目前来看，贸易摩擦等对公司外销业务影响不大。

滚型钢轮龙头企业

公司主要产品是钢制滚型车轮，包括 5° 和 15° 滚型系列的钢制车轮。前者主要用于轿车、微型车等乘用车和部分特种用途车辆；后者则主要用于各型号卡车、挂车和客车等商用车。其中 5° 滚型系列产品涵盖 8-16.5 寸不同规格产品，售价区间为 25-140 元；15° 滚型系列产品主要为 17.5-24.5 寸不同规格产品，售价区间为 190-375 元。

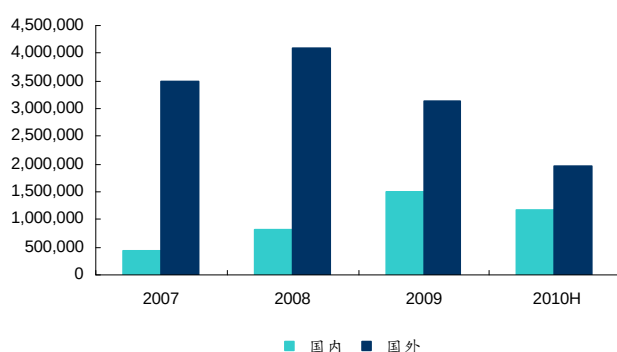
图 11：公司主要生产滚型钢制车轮



资料来源：公司公告，长江证券研究部

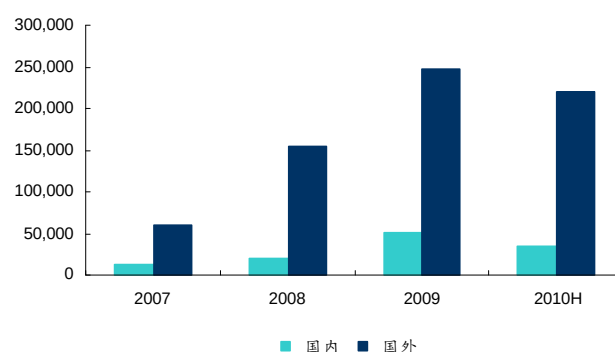
从公司两种主要产品历年在国内外的销量可以发现，公司目前的销量仍主要来自国外，不过内销市场近两年发展较为迅速。公司凭借在钢制滚型车轮产品中的传统优势及自 2008 年以来对国内市场资源开拓的积累，2009 年在国内 5° 钢制滚型车轮产品应用市场上取得了优异成绩，销量和收入均出现爆发式增长，同时，15° 钢制滚型车轮产品的销量和收入较 2008 年也有明显提高，客车已开始普遍使用 15° 钢制滚型车轮，货车虽仍以使用型钢车轮为主，但使用滚型车轮替代型钢车轮的趋势明显，2010 年上半年，公司 5° 及 15° 钢制滚型车轮在国内销量均有大幅增加。

图 12：5° 钢制滚型车轮销量变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 13：15° 钢制滚型车轮销量变化

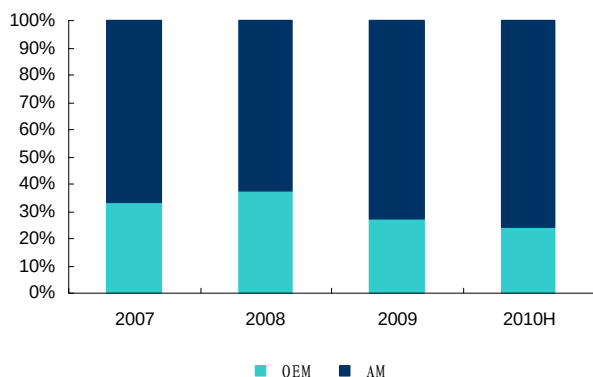


资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司外销市场收入主要来自 AM 市场，OEM 市场占比较小，主要是作为二级供应商通过一级供应商向整车厂配套，原因有二：1、现在国际主流的整车厂均采用集中配套的形式采购车轮，公司的生产规模过小，无法满足该类企业的

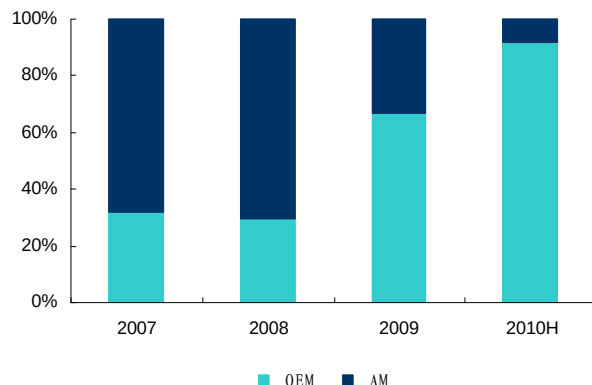
需求；2、直接进入整车厂配套体系对产品的技术质量要求高、认证程序繁琐。在内销市场，随着 08 年来公司对内销 OEM 市场的开拓，对自主品牌轿车等客户资源的开发，国内 OEM 市场发展迅速，08、09 年销售金额同比增长分别为 46.5% 和 379.2%，今年上半年销售额已超过去年总额。近几年新开拓客户情况包括：上汽通用五菱 08 年进入公司配套体系，比亚迪 09 年进入，今年上半年公司又开拓了东风渝安，今年上半年三家公司的销售额分别为 982.3 万元、2529.7 万元和 1039.1 万元，占内销收入比重分别达到：11.9%、30.8%、12.6%。

图 14：公司外销市场 AM 收入为主



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 15：公司内销市场 OEM 收入占比大幅增加



资料来源：公司公告，长江证券研究部

技术领先优势效益显著

钢制车轮只有在解决了重量大、不美观的缺陷后才可能再度得到推广，目前在国内市场公司是少数几家掌握了制造高强度轻量化钢制车轮的能力的企业，掌握了钢制车轮美观化技术的企业更是只有公司一家。

高强度轻量化技术

公司通过对新材料、新工艺的采用，已成功实现了高强度轻量化滚型车轮的生产，其 5° 及 15° 滚型车轮产品均处于行业领先水平。公司的“15° 无内胎旋压滚型车轮”项目在 08 年时被国家科学技术部认定为国家火炬计划项目，09 年公司更是在轻量化领域实现了重大突破，将目前广泛应用于商用车配套的型号为 22.5×8.25 的无内胎滚型车轮从国内的 45kg 的水平减轻至 30kg，技术上已经超过了欧美平均水平，在全球也仅有三家企业能够达到。

高强度轻量化滚型车轮比原来要轻的 20 - 25%，如果采用成本较普通滚型车轮要低约 10%，售价却能够高 10% 左右，为公司在国内外市场带来了显著的竞争优势。

钢制车轮美观化技术

粗黑、笨重仿佛一直是钢制车轮的写照，但作为国内唯一一家掌握半表面车轮、全表面车轮、高通风孔车轮等美观化钢制车轮技术的企业，已经实现了半表面车轮的量产，钢制车轮也能够象铝合金车轮一样美轮美奂，这对于追求外观的乘用车来说意义重大。

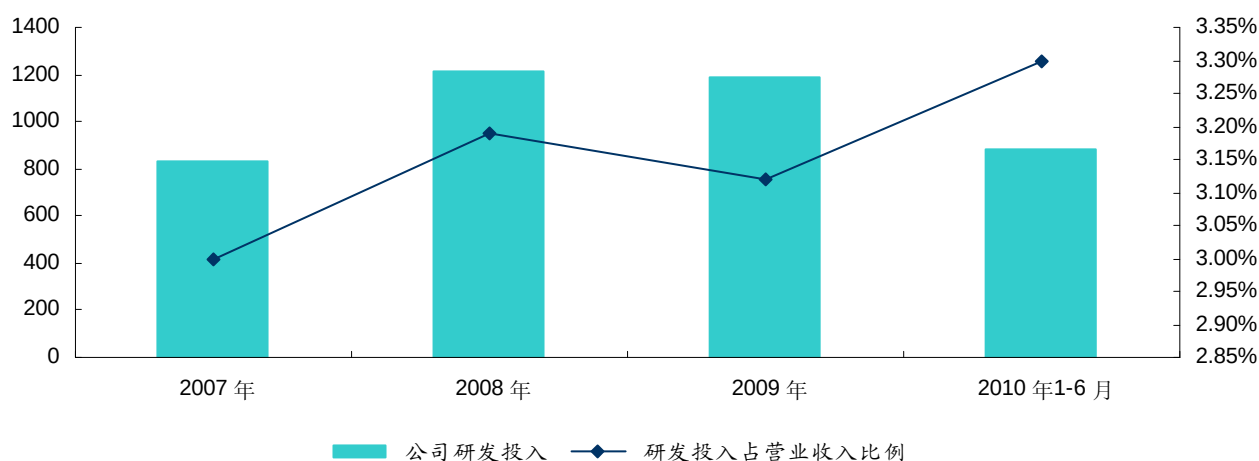
我们认为，美观化车轮的成本比普通成本要高 20% 左右，售价可以高 50% 以上，由于该类型车轮是与铝合金车轮竞争的，而铝合金车轮的价格通常是钢制车轮的 3 倍左右，所以，尽管美观化车轮的价格较高，但相对针对同样市场的铝合金车轮仍然有 50% 左右的价格优势，仍然会有市场需求。

高强度轻量化和美观化两项技术的掌握使得公司的产品逐渐向高端化发展，这也是导致公司产品的综合毛利率远高于

行业平均水平的重要因素。

目前公司仍在致力于这两项技术的进一步研究，来提高公司产品的质量和品质，提高其在国外 OEM 市场和国内中高端乘用车配套市场的竞争力，公司每年的研发投入占比较高，并且近两年有明显提升，我们预计公司目前在国内市场的技术领先优势将得到保持。

图 16: 公司研发投入比重较高



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3: 公司的研发项目

项目名称	产品开发内容	水平
高通风孔车轮	提高钢制车轮美观性及散热性能	国内先进水平
全表面车轮	钢制车轮外观铝合金化的制造研究	国内先进水平
PVD 车轮	解决钢车轮美观性及防腐蚀的问题	国际领先水平
高强度轻量化车轮	已成功开发出重量为 30KG 的型号为 22.5×8.25 的无内胎滚型车轮,将国内该型号车轮的重量减轻了 15KG 左右,与欧美 37KG 的行业平均水平相比也有较大的提高。	全球少数掌握此技术的钢制车轮生产企业
	为通用五菱研发的微型车车轮,重量将从 7.4kg 减重到 5.8 公斤,减重 1.6 公斤。	国际领先水平
ATV 车轮	超薄轮辋的制造研究	国内先进水平
轮辋旋压减重工艺	通过最新的旋压工艺来对轮辋进行数控减重,从而达到车轮轻量化	国际领先水平

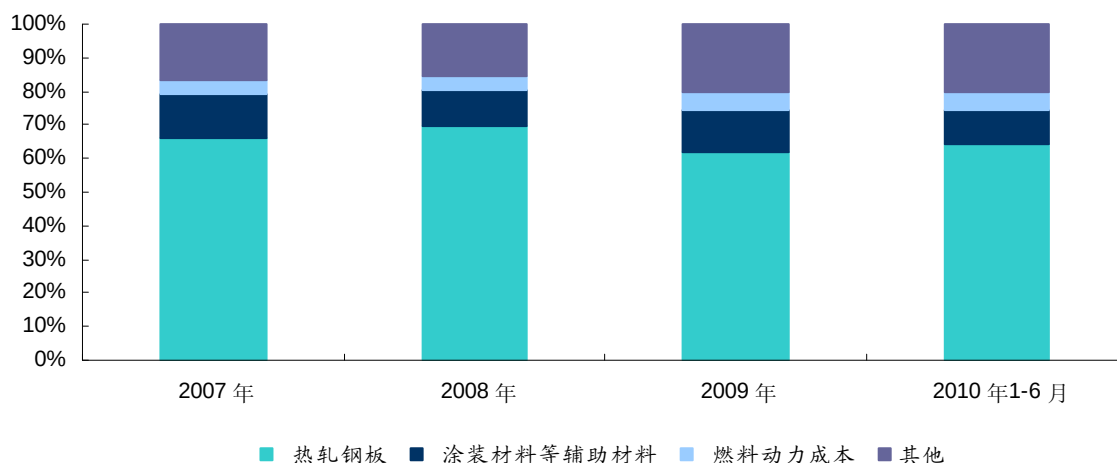
资料来源：公司公告，长江证券研究部

上下游情况分析

上游钢材价格是主要影响因素；钢制车轮的上游行业是钢铁制造业，钢制车轮生产企业生产所采购的大宗原材料主要是热轧钢板，在车轮生产成本中比重较大，因此，钢材价格变动对本行业企业成本的影响比较大。值得一提的是，公司原材料价格较之同行业平均价格要低 6% 左右，主要是因为当时公司是与其主要采购方鞍钢等共同开发研制出了用

于高强度轻量化钢制车轮的新型钢材，双方约定公司以后的采购可以受到一定的价格保护。

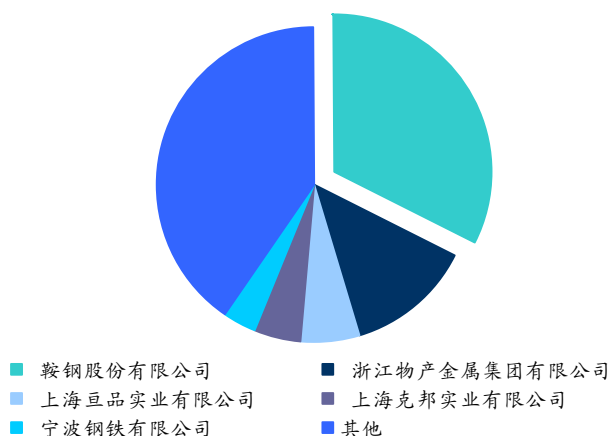
图 17：热轧钢板在主营业务成本较大



资料来源：公司公告，长江证券研究部

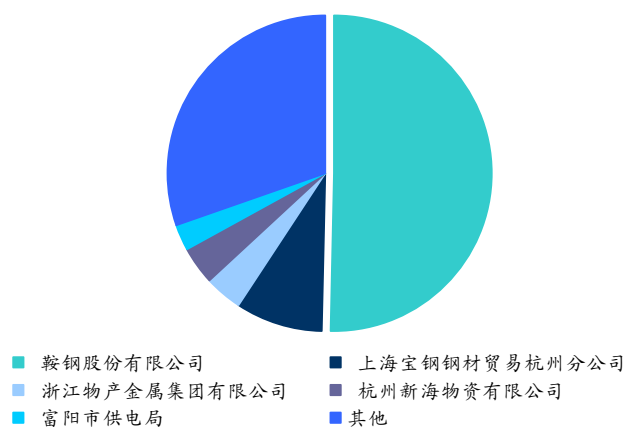
从 09 年公司前五大供应商的采购比重数据来看，公司在鞍钢的采购份额较大，07、08、09 和今年上半年占比分别为：33.83%、18.02%、50.26%和 32.55%，08 年由于订单较少，故采购也较少，其余三年采购份额均较高，其中 09 年更是达到 50.26%。实际上，在钢制车轮行业中，原材料的集中采购是行业内较为普遍的采购模式，通过与主要供应商建立的合作伙伴关系，能有效降低原材料成本，形成了稳定的供货渠道，公司也可及时获得钢材价格变动信息，灵活调整采购量，从而尽可能避免钢材价格波动对公司经营产生的重大影响。

图 18：今年上半年公司供应商采购额占比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 19：2009 年公司供应商采购额占比情况

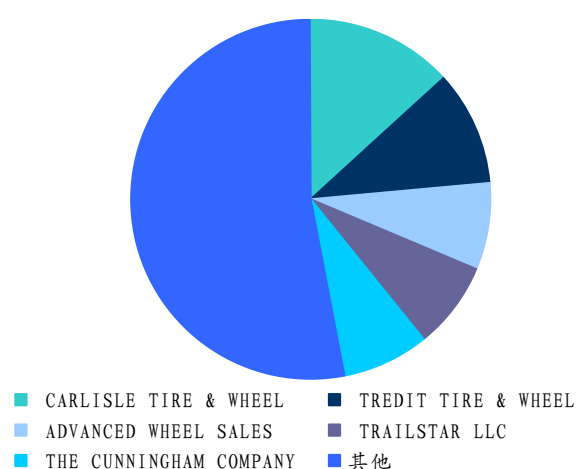


资料来源：公司公告，长江证券研究部

下游公司已在国内外开发不少优质客户资源；在海外市场，公司已经与美国、加拿大、南美、欧盟等多个国家或地区的中高端经销商、一级供应商及部分整车制造企业形成了稳定的合作关系，包括 Carlisle Tire & Wheel、Americana Tire & Wheel、The Cunningham Company、Canadian Tire Corporation、Randon 等。在国内 OEM 市场，08 年、09 年公司大批量供应的客户包括北京奔驰、比亚迪、通用五菱、东风柳汽等整车制造企业。09 年完成产品开发，10 年开始大批量供货的企业有吉利汽车、江淮汽车、沈阳金杯、中集车辆、一汽海马等。

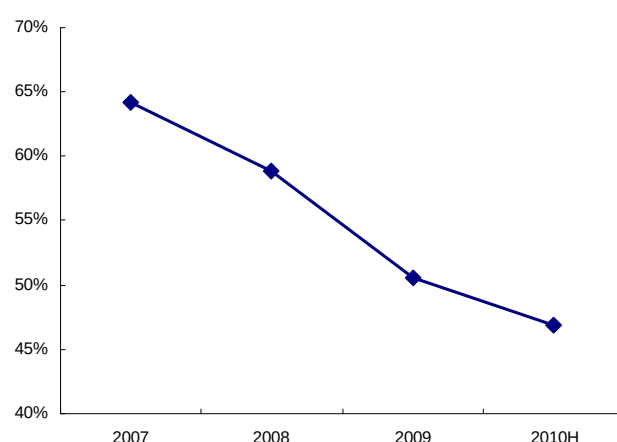
从前五大客户销售收入情况来看，今年上半年公司前五大外销客户收入较为平均，合计占外销收入比重约为 46.88%，07、08、09 年占比情况分别为 64.15%、58.85%和 50.52%，呈明显下降趋势，表明公司在不断的开拓新的客户，同时集中度的降低也减小了公司的销售风险。

图 20：2010 上半年外销客户收入占比情况



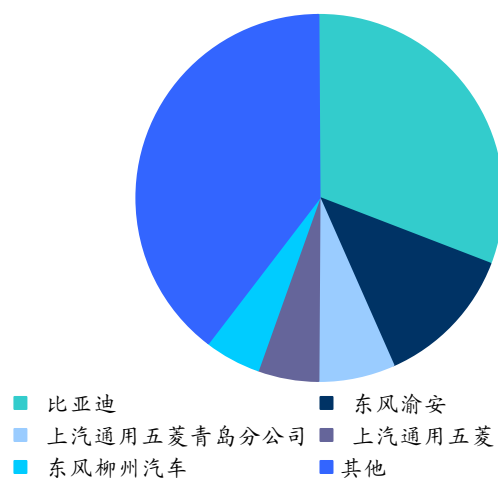
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 21：历年前五大外销客户占外销收入比重下降

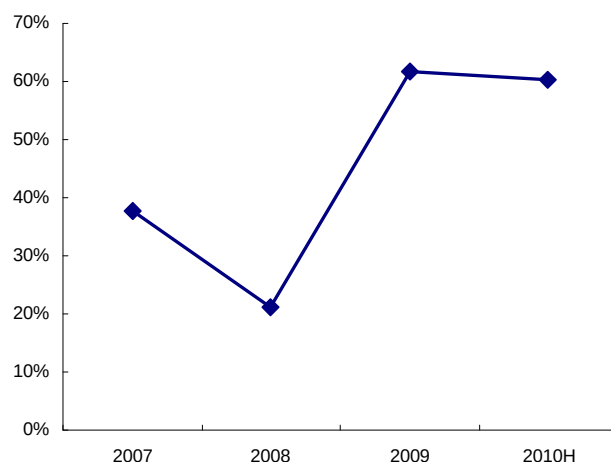


资料来源：公司公告，长江证券研究部

自去年起公司的内销收入有了明显的增长，从历年前五大内销客户占内销总收入比重来看，09 年起集中度大幅上升，我们认为主要是由于公司进入了比亚迪和东风渝安的配套市场，特别是比亚迪，去年开始配套，去年和今年上半年销售金额分别为 3,881.2 万元和 2529.7 万元，分别占内销收入 36.1%和 30.8%，占营业总收入的比重也达到 10%左右，已是公司最大的内销客户。今年上半年公司开始配套东风渝安，销售金额为 1039.1 万元，占内销收入 12.6%。此外如果将上汽通用五菱青岛分公司和其本部加总的话，去年和今年上半年销售占比也达到了 11.9%。目前来看，公司内销市场较大的客户资源并不多，呈三足鼎立之势，市场空间很大，公司已规划要逐步开拓内销市场，开发和培育新的客户资源。

图 22：2010 上半年内销客户收入占比情况


资料来源：公司公告；长江证券研究部

图 23：历年前五大内销客户占内销收入比重上升


资料来源：公司公告；长江证券研究部

竞争对手分析

公司在国内的竞争对手主要有正兴车轮集团有限公司、山东兴民钢圈股份有限公司、长春一汽富维汽车零部件股份有限公司、东风汽车车轮有限公司等。从这几家公司的产品情况来看，除了兴民钢圈外，主要都是生产型钢车轮，而公司的产品是更为先进的滚型钢制车轮。与兴民钢圈比较的话，公司有以下几点优势：1、公司从事滚型钢制车轮业务已有十多年历史，较之仍处于起步的阶段兴民钢圈，无论是在生产经验还是客户资源上都有一定优势；2、兴民在该块业务的量并不大；3、公司在技术上、车轮轻量化程度上都要领先于兴民，公司 09 年综合毛利率达到 31.31%，远高于兴民的 15.46%。此外，一汽富维与东风汽车车轮的业务中很大一部分是为集团配套，公司进入这块市场难度较大，不形成直接的竞争关系。公司最大的优势是具备了与整车制造商同步自主设计开发车轮的“定制生产”能力，即公司可以根据整车制造商提供的车轮参数要求自主开发产品，而国内许多钢制车轮生产企业的产品开发水平普遍停留在来样加工的过程开发阶段，这也是公司能够顺利打开国内 OEM 市场的一个重要因素。

总体来说，大部分国内同行的技术优势集中在型钢车轮的研发制造等方面。公司作为目前国内最大的钢制滚型钢制车轮生产企业，在长期的产品研发及生产过程中积累了丰富的经验，5° 及 15° 滚型钢制车轮生产技术处于行业领先水平，部分产品如 30KG 的型号为 22.5×8.25 的 15° 无内胎滚型钢制车轮生产技术，已达到世界领先水平。公司在国内市场技术优势明显，并且我们认为该优势在一定时期内能够保持。

表 4：公司国内竞争对手主要情况

公司名称	产品情况	客户构成
正兴车轮	型钢及无内胎真空钢圈、微车钢圈、工程车钢圈的生产	市场营销网络覆盖全国各省、市、自治区，产品远销韩国、日本、印度、美国等国家和地区，并为多家大、中型汽车配套
兴民钢圈	工程车、卡车、农用运输车等型钢车轮和卡车、客车、中低档轿车滚型钢制车轮的生产	公司约 70% 直接向国内整车制造商和国际一级供应商销售；公司产品主要向北汽福田、厦门金龙、河北长安等国内整车厂供应。公司约 30% 产品面向零售市场

一汽富维	为一汽解放配套的型钢车轮的生产，产品覆盖一汽集团的全部车型，同时为一汽大众、上海大众等轿车生产，以及为一汽大众、上海大众等企业配套滚型车轮；为郑州宇通、杭州日产等 30 余家豪华大客、轿车企业配套滚型车轮的生产和重型卡车企业配套旋压车轮，产品出口到欧、美及东南亚各地部分豪华大客、重型卡车企业配套旋压车轮的生产
东风车轮	型钢车轮的生产，部分用于卡车、主要服务于东风汽车公司，包括湖北武汉神龙汽车、江苏盐城东风起亚悦达，同时开发了包括奇瑞、昌河、长安、江淮等客户

金固股份	5° 和 15° 滚型系列钢制车轮的生产	在国内市场上，公司是北京奔驰、福建戴姆勒、上海汽车、比亚迪、通用五菱、中集车辆、吉利汽车、江淮汽车、沈阳金杯、厦门金龙、东风柳汽等各大整车制造商的供应商。在国际市场上，已经与美国、加拿大、南美、欧盟等多个国家或地区的中高端经销商、一级供应商及部分整车制造企业形成了稳定的合作关系。其中包括 Carlisle Tire and Wheel Company、Americana Tire & Wheel CO.、The Cunningham Company、Canadian Tire Corporation、Randon 等
------	----------------------	---

资料来源：公司公告；长江证券研究部

公司在国际市场的竞争对手主要有 Hayes Lemmerz、Accuride Corporation 和 Carlisle Tire&Wheel，目前来看与这些行业巨头相比，公司在生产规模、装备水平、资产规模、技术水平、客户构成等方面存在一定差距，不过近年来公司与其合作钢厂在高强度车轮用钢材研究上已有较大进步，钢制车轮的轻量化程度上已经达到国际领先水平，已成功使 22.5×8.25 的 15° 无内胎滚型车轮在保持强度的基础上将从 45KG 降为 30KG，此外，公司在成本方面具有明显的优势。

总体来说，公司在国际 OEM 市场的竞争力在增强，产品已趋近国际领先水平，目前无法大规模生产高强度轻量化滚型车轮是公司面对的最大难题，随着生产规模的逐渐扩大以及客户网络的进一步拓展，公司将逐渐进入国际 OEM 市场。

表 5：公司国外竞争对手主要情况

公司名称	公司简介	市场情况	产品情况
Hayes Lemmerz	世界上最大的钢制车轮生产企业，车轮产品年产能达 6,310 万件	产品在北美及欧洲市场占有主导地位，除在美国外，已在巴西、德国、土耳其、印度等 12 个国家建立工厂，现已成为世界范围内最大的乘用车、卡车及拖挂车 OEM 市场供应商	主要运用于乘用车及商用车，产品规格涵盖从 13 寸到 24.5 寸的各种类型钢制车轮，产品种类包括半表面钢制车轮、全表面钢制车轮、“VERSASTYLE”高通风孔钢制车轮等，技术处于行业领先水平
Accuride Corporation	北美地区最大的商用车车轮生产企业	主要客户包括北美市场几乎所有的商用车领头制造厂商，比如 Navistar, Daimler Truck North America, PACCAR, and Volvo Truck Corporation	集中于商务车 OEM 市场以及相应的售后服务市场，其产品用于重型和中型卡车，商用拖车，轻型卡车，公共汽车，以及专用车和军用车辆。
Carlisle Tire&Wheel	美国最大的特种车辆用钢制车轮及轮胎制造商和经销商；拥有数家钢制车轮生产厂，年产能约为 1,000-1,500 万件	主要为各种车辆生产商提供配套，同时，通过经销商渠道向 AM 市场提供定制化的产品	

资料来源：公司公告；长江证券研究部

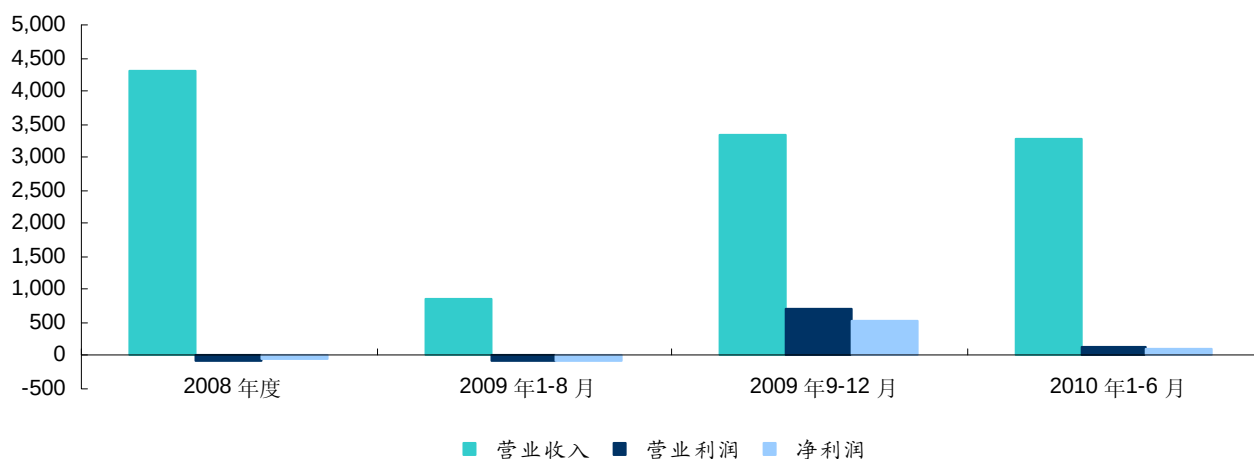
收购成都金固，开拓西南市场

为公司的发展进行合理布局，开拓我国西南地区市场，公司于 2009 年 8 月完成对成都金固剩余 50% 股权的收购，使其成为公司的全资子公司。这次的收购将从两个方面利好于公司：一是成都金固自身的发展将为公司带来更大的收入贡献；二是为大力开拓国内市场的发展战略铺垫基础。

更大的收入贡献：我们观察成都金固被收购前后盈利变化，收购前，成都金固因股东变动而将原来业务进行清理，09 年 1-8 月收入较低，利润为负；收购完成后成都金固开始恢复正常生产经营，收入和利润情况在接下来三个月有了较大幅度的提升。

由于自身知名度不强成都金固目前仍是作为公司在西南的一个生产基地，主要为金固股份加工比亚迪的产品及少量通用五菱的产品，由母公司进行对外销售，其被收购以来的大部分收入来自母公司的销售收入。不过今年开始，成都金固将逐渐向独立地生产及销售方向发展，并开始自行发展新的客户、从事新型号产品的研发和生产，因此相应研发费用、管理成本、财务费用增加，导致今年上半年利润率明显下降，我们认为这是暂时现象，随着成都金固自身完成其独立业务的开拓将有效提高其收入贡献。

图 24：成都金固被收购前后盈利情况变化（万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

为进一步开拓国内市场铺垫：通过对成都金固实现全资控股后，公司可以更加直接地获取西南地区的市场需求信息，灵活地满足当地市场的产品需求；同时，成都金固位于成都国家经济技术开发区，园区内聚集一汽大众、吉利汽车等数家大型整车制造商下设的生产基地，为发行人在当地发展提供了重要的下游市场资源。

公司未来规划

公司的发展目标是：以钢制滚型车轮制造为基础，依靠科技进步和不断创新提升产品档次，壮大企业规模，不断加强企业技术优势、人才优势和规模优势，成为国际领先的一流钢制车轮供应商。为此，公司主要规划如下：

一、新产品开发计划

在保证强度的基础上进一步发展轻量化、美观话产品，加强与整车厂同步开发能力，为其提供个性化配套。主要从两个方面入手，一方面积极主动参与上游钢厂专用钢材料研发，如双相钢、贝氏体钢等；另一方面，积极参与下游整车厂新车型配套的同步开发设计，加长产业链，增加产品附加值。同时，紧密跟踪国内外汽车行业领先技术发展趋势，加大研发投入，进一步缩短新产品开发周期

二、扩大产能，满足市场需求

公司由于技术在国内的领先地位，其产品已经受到多家国内外整车厂的认可，高端的产品也使得公司的配套领域更广泛。目前公司钢制的车轮的年产能约为 700 万件，已经远远无法满足市场需求，受产能的限制，大量的订单被放弃。公司将通过募投项目购置新的生产设备，提高生产能力的同时，进一步实现规模化、自动化生产。

三、市场开拓与客户开发计划

公司将继续采用以 OEM 市场开拓为主，AM 市场维持为辅的销售策略，一方面，国内 OEM 市场增长明显，公司将积极开拓潜力巨大的国内市场，通过提供性价比优良的产品和售后服务巩固并迅速扩大公司产品国内市场份额；另一方面，努力通过全球主流整车制造商的考察认证，进入其全球采购供应链，充分利用公司的原有基础和优势，提升公司海外市场份额。

四、人员扩充计划

公司始终坚持“以人为本”的原则，将加强后续人才的培养和储备，以改善人才结构；聘请国内外汽车行业专家定期培训，提高专业能力和技术研发能力。

募投项目分析

本次发行募集的资金拟投资于“年产 350 万只高强度钢制滚型车轮固定资产投资项目”，该项目将使公司新增年产 200 万件 5°DC 深槽滚型系列及 150 万件 15°DC 旋压滚型系列车轮产品的能力，项目预计投资总额 3.188 亿元

表 6：公司募投项目情况

项目名称	总投资（万元）	募集资金投资额（万元）	建设期
年产 350 万只高强度钢制滚型车轮固定资产投资项目	31,880	31,880	1.5 年

资料来源：公司公告；长江证券研究部

公司领先于国内同行的技术优势以及逐渐扩大的产品知名度，使得公司的产品一时之前受到国内外各大车企的关注，通过以下两张表的统计数据我们可以得到，在保持原有供货量的同时公司在 2011 年预计的新增采购量达到 500 万件左右，其中 5° 无内胎钢制滚型车轮有 300 多万件，15° 无内胎钢制滚型车轮 100 多万件，高额新增采购量将保证公司能够得到迅速发展。

从今年上半年的数据来看，截至 2010 年 6 月底，公司 5° 无内胎钢制滚型车轮生产能力为 650 万件/年，1-6 月的产量为 334.18 万件，销量为 314.4 万件；公司 15° 无内胎钢制滚型车轮生产能力为 50 万件/年，1-6 月的产量为 26.55 万件，销量为 25.5 万件，生产能力饱和，产品已经供不应求，在这样的情况下，2011 年将新增的订单量很难得到满足。

表 7: 预计 2011 年客户对 5° 无内胎钢制滚型车轮新增采购量

客户	车型	目前进展	2011 年预计新增供货数量 (件)
比亚迪	BYD F6	路试完成, 将批量供货	30 万-50 万
	BYD F0	小批量试装	
	BYD E6	试验	
	BYD M6	小批量试装	
	BYD 5A	技术对接	
通用五菱	五菱 N109L(五菱之光)	模具开发	80 万-100 万
	五菱 GP50	路试	
	五菱 N300 (五菱荣光)	技术对接	
一汽海马	海福星	小批量试装	10 万-20 万
	福美来	小批量试装	
	普力马	小批量试装	
	丘比特	路试	
安徽江淮	瑞风	技术对接	10 万-20 万
	和悦	技术对接	
	同悦	试装	
中国长安江西昌河汽车有限责任公司	福瑞达	小批量试装	10 万
吉利	ce-3/ce-4	产品开发	50 万
	金刚	技术对接	
	自由舰	技术对接	
	帝豪	技术对接	
北京汽车制造厂	北汽乘用车 (BC3062)	路试	10 万
福建戴姆勒	NEWSPRITER/VITO	产品开发	2 万-4 万
上海汽车	出口 (IP225M)	模具开发	10 万-20 万
	荣威 550	商务谈判	
美国通用	MALIBU/T900/LAMBDA	商务谈判	50 万
上海大众	朗逸、POLO 等	商务谈判	50 万
合计			312 万-384 万

资料来源: 公司公告; 长江证券研究部

表 8: 预计 2011 年客户对 15° 无内胎钢制滚型车轮新增采购量

客户	车型	目前进展	2011 年预计新增供货数量 (件)
东风柳汽	霸龙	报价	5 万-8 万
青年客车	各系列客车	路试	0.5 万-1 万
中集车辆	各系列专用车及挂车	批量供货	20 万-30 万
美国 Hyundai Translead	挂车	批量供货	5 万-10 万
美国 Great Dane	专用车	批量供货	10 万-15 万
美国 WABASH	挂车	商务谈判	10 万
美国 Navistar	卡车	前期对接	20 万-30 万
巴西 Randon	挂车、专用车	批量供货	5 万-10 万
厦门金龙	客车	前期开发	1 万
德国 Krone	挂车	路试	10 万
Advanced Wheel Sales	全系列车型	批量供货	10 万-15 万
The Cunningham Company	全系列车型	批量供货	15 万-25 万
合计			111.5 万-165 万

资料来源: 公司公告; 长江证券研究部

随着内销市场的打开以及对进入国外 OEM 市场的期待, 公司目前 700 万件的产能在国内虽然已经较大, 但从以上的新增需求来看显然无法满足市场订单的需求。在发达国家, 钢制车轮行业的生产集中度较高, 整个行业呈现寡头垄断趋势, 其生产的车轮数量占全球总量的 70-80%, 各企业车轮年产量都在 3,000-5,500 万件之间, 公司在产能上的差距较大, 而在钢制车轮行业, 实现规模化生产恰恰又是获得竞争优势的重要手段。此外, 尽管公司已成功掌握了高强度轻量化、美观性滚型车轮的生产技术, 并进入高端钢制车轮市场, 但受设备限制始终无法大规模生产。公司希望通过“年产 350 万只高强度钢制滚型车轮固定资产投资项目”这一募投项目购置国外全自动化先进设备, 提高生产效率, 扩大产能。

此次募投项目将通过全新生产设备与改造升级现有公司设备相结合的方式, 来提高公司在高端滚型车轮产品上的生产能力。项目完成后, 公司总产能将突破 1000 万件。本次项目的产品将主攻国内、国外的 OEM 市场。该项目实施完成后将有效地提升公司的技术水平和国际化水平, 为公司未来的发展奠定良好的基础, 增强了公司的核心竞争力

风险提示

- 1、钢制车轮的市场需求低于预期
- 2、上游原材料成本上升及下游整车行业压缩成本
- 3、贸易摩擦对公司出口影响
- 4、人民币升值

盈利预测与估值

我们预计，公司 2010-2012 年，按照发行后 12,000 万股计算公司 EPS 为 0.509, 0.812, 1.199。考虑到公司的成长性和当前中小板汽车零部件公司估值情况，我们认为可以按照 35-45 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 17.8-22.9 元。

万元		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
5°滚型车轮	营业收入	24133	30033	22947	38,550	44,526	52,362
	收入增长		24.45%	-23.59%	68.00%	15.50%	17.60%
	销量(万件)	394	492	463	648	713	855
	增长 YOY		24.89%	-5.89%	40.00%	10.00%	20.00%
	售价	61.3	61.1	49.6	59.50	62.48	61.23
	增长 YOY		-0.35%	-18.81%	20.00%	5.00%	-2.00%
	毛利率	28.30%	25.90%	34.06%	33.00%	32.00%	32.00%
	营业成本	17,303	22,254	15,131	25,829	30,277	35,606
15°滚型车轮	营业收入	2112	5543	11541	19,227	26,380	67,215
	收入增长		162.45%	108.19%	66.60%	37.20%	154.80%
	销量(万件)	7	17	30	51	71	184
	增长 YOY		137.17%	71.45%	70.00%	40.00%	160.00%
	售价	288.2	318.9	387.2	379.46	371.87	364.44
	增长 YOY		10.66%	21.43%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
	毛利率	18.97%	13.00%	21.69%	32.00%	32.00%	31.00%
	营业成本	1,712	4,823	9,038	13,074	17,938	46,379
其他	营业收入	1,580	2,530	3,543	4,960	6,944	9,721
	收入增长		60.13%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	31.65%	31.39%	81.28%	25.00%	25.00%	25.00%
	营业成本	1,200	1,926	1,954	3,720	5,208	7,291
合计	营业收入	27,825	38,107	38,030	62,737	77,849	129,299
	收入增长		36.95%	-0.20%	64.97%	24.09%	66.09%
	毛利率	27.35%	23.89%	31.31%	32.06%	31.38%	30.95%
	营业成本	20,215	29,003	26,123	42,623	53,423	89,276

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	380	627	778	1293	货币资金	90	16	20	25
营业成本	270	426	534	893	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	110	201	244	400	应收账款	90	29	36	60
% 营业收入	29.0%	32.1%	31.4%	31.0%	存货	105	0	0	0
营业税金及附加	2	3	4	7	预付账款	57	101	127	213
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	16	27	34	56	流动资产合计	348	150	187	304
% 营业收入	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	34	53	66	110	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.9%	8.5%	8.5%	8.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	16	1	6	9	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.3%	0.2%	0.8%	0.7%	固定资产合计	214	560	856	1005
资产减值损失	2	38	11	36	无形资产	40	38	36	34
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	4	1	3
营业利润	40	78	124	183	其他非流动资产	-12	-12	-12	-12
% 营业收入	10.4%	12.4%	15.9%	14.1%	资产总计	592	740	1069	1335
营业外收支	4	0	0	0	短期贷款	264	61	204	186
利润总额	44	78	124	183	应付款项	90	116	145	243
% 营业收入	11.5%	12.4%	15.9%	14.1%	预收账款	2	6	8	13
所得税费用	4	7	11	17	应付职工薪酬	4	13	16	27
净利润	40	70	112	166	应交税费	1	0	1	1
归属于母公司所有者的净利润	39.0	61.1	97.4	143.9	其他流动负债	3	302	378	631
少数股东损益	1	9	15	22	流动负债合计	363	498	752	1100
EPS (元/股)	0.33	0.51	0.81	1.20	长期借款	10	10	10	10
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	14	595	311	593	其他非流动负债	13	13	13	13
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	386	521	774	1123
收回现金					归属于母公司	199	251	334	456
长期股权投资	-29	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	7	17	32	53
固定资产投资	-47	-406	-408	-313	股东权益	207	268	365	510
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	592	789	1140	1632
投资活动现金流净额	-75	-406	-408	-313	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	46	0	0	0	EPS	0.325	0.509	0.812	1.199
银行贷款增加 (减少)	71	51	143	-18	BVPS	2.21	2.79	3.71	5.07
筹资成本	31	-11	-21	-30	ROE	19.6%	24.3%	29.2%	31.5%
其他	-56	0	0	0					
筹资活动现金流净额	92	41	122	-49					
现金净流量	31	229	25	231					

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。