



坐享多重替代 静待产能释放

——金固股份（002488）调研快报

2012年5月27日

强烈推荐/首次

金固股份

调研快报

王明德	执业证书编号：S1480511100001
苏杨	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

我近日调研了金固股份，与公司领导进行了交流。

观点：

1. 产能释放决定 2013-2014 年爆发增长。

金固股份长期处于产能偏紧的状态，从目前下游客户对公司提出的需求来看，公司未来的产能消化有保障，未来三年的成长将主要取决于公司的产能释放进度。因此，我们判断 2013-2014 年公司将迎来爆发式增长。

最近 2 年进行的大量固定资产投入奠定了未来产能扩张的基础：2010 年-2012 年公司的固定资产投入大约 8-9 个亿，甚至有可能超过 9 个亿。（1）资金来源：这 9 个亿的资金包括 IPO 时的募集资金和利息约 6.1 亿以及公司投入的自由资金 2.5-3 个亿。（2）资金投向：①募投项目：共投入 3.8 亿元（包括前期预算时的 3.2 亿元，以及后追加投入的 6000 万元）；②超募资金项目：山东项目 1.4 亿、成都项目 6000 万；③另外 3000 万永久补充流动资金。

表 1：金固股份目前在建项目情况

项目	产能	投入资金额	资金来源	配套意向	产能进度
募投项目	合计 350 万产能，其中乘用车产能 200 万套，商用车产能 150 万套	共投入 3.8 亿元(包括前期预算时的 3.2 亿元，以及后追加投入的 6000 万元)	募集资金	乘用车产能主要配套国内合资主机厂的非微车，商用车产能主要出口北美市场	乘用车项目现在还在调试和试生产，估计七八月开始正常生产(估计今年可以有 50 万的产量)。商用车的生产线估计要到明年一季度
成都项目	产能 150 万套	6000 万元	超募资金	主要配套微车	四季度开始投产，今年产能基本可以不计
山东项目	产能 120 万套，远期规划 600 万套	1.4 亿元	超募资金	包括给吉利配套的一部分，还有一些微车配套	9 月份开始投产，今年产能基本可以不计
泰国项目	全部为商用车产能，一期拟投入 50 万套，远期规划 200 万套	总投资 950 万美元	自有资金		一期 50 万套的产能预计在年底投产

资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

从各项目的进度来看，目前在建项目将集中于 2012 年下半年和 2013 年一季度投产，涉及的项目产能合计达 670 万套。这意味着 2013-2014 年将进入产能的集中释放期。

2. 国内乘用车市场具替代性机会，开启合资配套市场。

钢轮相对铝轮有明显成本优势，但外观不及铝轮。在低端乘用车市场，成本控制相对重要，美观则可以适当忽略。而滚型钢轮相对铝轮有明显的价格优势（低端乘用车配套 5 个铝轮价格合计约 800 元/辆，而以滚型钢轮配套的仅 400-500 元/辆）。

国内为合资品牌钢轮配套仍然处于起步阶段。进入合资品牌的配套本来就需要比较长的时间和过程。而且，国内钢轮厂商主要产品都是型钢车轮，已有产能不具有配套乘用车的可能。即便是金固股份这样的滚型钢轮企业，由于装备等原因，原有产能也达不到合资品牌乘用车的要求。合资主机厂的钢轮采购主要是通过进口。而国内的滚型钢轮主要是配套自主品牌以及微车。

装备水平提升开启合资乘用车配套之路。公司募投项目新建的生产线都是采用国外先进的装备，并且聘用了国外的技术人员。装备水准较以前的生产线有巨大提升。而很多合资主机厂采购的钢轮都是在国外类似生产线上生产。公司已经具备了为合资主机厂配套的基础。从市场反应来看，对公司的新生产线感兴趣的非常多。市场前景值得期待。

配套大众等品牌多款主流车型，只待产能释放。公司目前已经开始给很多合资品牌厂商配套，包括：①大众：花费 2 年左右的时间融入其配套体系，2012 刚开始配套。大众要求公司必须在募投项目的新线（均为国外设备）上生产。大众方面希望金固将募投的新线全部为其配套（可见公司新的生产线对其很有吸引力），但是公司还是希望同时配套多家主机厂，以分散风险。②上海通用。（③福特。此外，日系车使用钢轮的车型较多，但由于其系统封闭，钢轮主要还是日本本土进口。公司目前也在与日系主机厂进行洽谈，但有实质进展仍需时日。而自主品牌方面，由于拖帐很严重，是公司不太愿意拓展的市场。

3. 畅享轮胎子午化盛宴，轮毂领域的最大受益者。

从轮胎和轮毂地位来说，向来是轮胎主导，轮胎决定轮毂的发展方向。钢轮中的型钢车轮和滚型车轮对应的是有内胎轮胎（主要是斜交胎），滚型车轮则对应无内胎轮胎。轮胎行业的趋势是用子午无内胎轮胎替代有内胎轮胎。当下政策层面的导向已经决定了，未来轮胎子午化率将大幅提升，这也决定了滚型车轮将大量替代型钢车轮。《轮胎产业政策》提出：到 2015 年，乘用车胎子午化率达到 100%，轻型载重车胎子午化率达 85%，载重车胎子午化率达到 90%；鼓励汽车企业装配新型轮胎产品，提高国产大型客车和载重车装配轮胎的子午化率，2015 年基本实现装配轮胎子午化和无内胎化；严格限制斜交轮胎发展，除航空轮胎外，不再新增斜交轮胎产能。淘汰年产 50 万条及其以下的斜交轮胎和以天然棉帘子布为骨架的轮胎生产线。限制发展有内胎载重子午线轮胎。

国内目前钢圈总成年产量超过 6000 万只，而滚型车轮的配套率仅在 30%左右。我们假设钢圈产量总量维持 8%左右的年均增长，2015 钢圈总成产量将超过 9000 万只，则届时全面实现子午化的目标意味着滚型车轮产量需要较目前提高近 7000 万只，为现有产量的 4 倍。而金固股份作为滚型车轮领域当之无愧的王者，将充分受益行业的高增长。

结论：

公司作为国内滚型车轮龙头，其主要产品具有：①成本压力下低端乘用车使用钢轮替代铝轮②轮胎子午化率提升大潮下滚型车轮替代型钢车轮③生产技术水平提升下进口替代的多重替代性机会，市场成长空间广阔。未来 2-3 年产能的集中释放和产能消化的高度确定性意味着公司将经历一轮爆发增长。我们预计公司

2012-2014 年 EPS 分别为 0.46、0.62 和 0.85，按照 2012 年 5 月 25 日收盘价 9.29 估算，对应 PE 分别为 20、15 和 11 倍，首次给予“强烈推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测及相关指标

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	590.74	775.62	970.53	1422.31	2037.46
主营收入增长率	55.33%	31.30%	25.13%	46.55%	43.25%
EBITDA（百万元）	111.30	132.31	160.71	222.96	302.26
EBITDA 增长率	47.40%	18.87%	21.47%	38.73%	35.57%
净利润（百万元）	61.28	70.72	83.63	111.46	153.22
净利润增长率	57.00%	15.41%	18.25%	33.28%	37.47%
EPS（元）	0.65	0.39	0.46	0.62	0.85

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。