

金固股份 (002488)

主业历史新高，汽车后市场夺冠热门

投资要点

公司是中国汽车零部件车轮行业龙头企业，战略推进“高端制造+汽车后市场服务”两翼发展。钢制车轮为公司业务基石，全球范围内拥有7个车轮生产基地、1个轮胎车轮装配基地，国内产量高达1,400万；通过与美国TMW环保技术公司合资实现高端制造升级，在环保设备领域展露锋芒。另一方面，公司深耕汽车后市场服务，携手阿里巴巴打造汽车新零售新模式。

汽车新零售：携手阿里，“汽车超人+新康众”打造独特服务闭环

中国汽车市场保有量已突破2亿辆，且集中于一、二线城市，公司早年挖掘汽车后市场发展潜力，创立“汽车超人”品牌，并于2018年联手电商巨头阿里巴巴共同参股“新康众”，全面赋能汽车后市场新生态。汽车新零售分拆为供应链平台和连锁门店两大板块：“新康众”（暨天猫车站）将主要致力于线上平台运营、供应链仓配标准化等后市场基础设施建设；线下由“汽车超人”平台落实门店管理，瞄准精准营销、有效导流、大数据切入转化高质量服务，加大客户粘性，形成由“线上系统、供应链平台以及线下门店”相结合的新服务闭环。相比传统4S店、“街边店”等模式，汽车新零售解决了消费者痛点，在价格、服务品质、信誉上具备竞争优势。

制造业务：车轮修复在即，环保高端设备迅速增长

钢制车轮制造为公司传统核心业务(营收占比近5成)，核心技术壁垒显著，且客户结构合理，2009年至2017年保持稳步增长，主要受益于开拓海外市场；但车轮制造随汽车周期波动，2018年营收、毛利大概率下滑，拐点复苏时点有望于2019年下半年兑现。公司战略投资高达百亿市场容量的EPS环保设备领域，通过收购国外先进技术，聘请权威专家及技术人员，提高设备技术水平，为汽车零部件、特钢企业以及钢材加工中心提供优质设备，预计2018年营收及毛利增速均在100%以上。

投资建议

时钟继续建议布局高成长零部件。根据我们此前发布的天风汽车投资时钟，目前行业处在主动去库和被动去库的分界线上。我们认为市场将进入汽车投资时钟阶段二、三的“成长”。在此阶段，零部件板块中高弹性高成长标的超额收益更为明显。随科创板正式确立，将加速推动电动智能、新出行、新零售等新概念发展，板块估值有望修复，可以提前进行“成长”风格的布局。金固股份与阿里巴巴合作的汽车新零售模式与金固EPS环保高端设备均具备高弹性高成长特质。

公司传统制造依靠高端设备修复，新业务后市场服务模式升级触发弹性。

预计公司2018-2020年营收分别为27.2(-10%)/26.2(-4%)/31.5(+20%)亿元，归母净利润分别为1.7(+215%)/3.0(+75%)/4.4(+48%)亿元，EPS分别为0.17/0.29/0.43元，对应PE分别为64/37/25倍。鉴于公司在汽车后市场服务及高端设备领域具备高弹性高成长特质，按照分部估值法，首次覆盖给予公司“买入”评级，目标价14.83元。

风险提示：原材料价格波动风险；车市下行风险；汽车后市场竞争风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,271.91	3,011.16	2,719.66	2,623.76	3,152.74
增长率(%)	49.10	32.54	(9.68)	(3.53)	20.16
EBITDA(百万元)	(38.55)	137.79	322.27	409.70	580.88
净利润(百万元)	(138.16)	53.98	169.91	296.68	439.09
增长率(%)	(394.27)	(139.07)	214.74	74.61	48.00
EPS(元/股)	(0.14)	0.05	0.17	0.29	0.43
市盈率(P/E)	(78.53)	200.99	63.86	36.57	24.71
市净率(P/B)	7.70	2.63	2.56	2.39	2.18
市销率(P/S)	4.78	3.60	3.99	4.14	3.44
EV/EBITDA	(237.04)	43.62	26.47	21.55	13.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	10.75元
目标价格	14.83元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,011.20
流通A股股本(百万股)	768.81
A股总市值(百万元)	10,870.44
流通A股市值(百万元)	8,264.69
每股净资产(元)	6.31
资产负债率(%)	43.13
一年内最高/最低(元)	16.80/5.72

作者

邓学 分析师
SAC执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

周沐 分析师
SAC执业证书编号：S1110518090007
zhoumu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司介绍：零部件制造、汽车服务两翼发展	4
1.1. 传统零部件与汽车新零售两翼发展	4
1.2. 公司股权结构	5
1.3. 盈利拐点出现	6
2. 汽车新零售：携手阿里，“汽车超人+新康众”打造独特闭环	7
2.1. 中国汽车后市场潜力大	7
2.1.1. 汽车保有量高速增长	7
2.1.2. 存量车辆老龄化	8
2.2. 美国汽车后市场发展历程及国内映射	9
2.2.1. 美国汽车后市场发展经历三个阶段	9
2.2.2. 美国汽配市场寡头化，“以养代修”专业细化	10
2.2.3. 中美汽车后市场对比及国内展望	11
2.3. 携手阿里巴巴，打造汽车后市场服务新模式	12
2.3.1. 汽车超人赋能线下门店	13
2.3.2. 深度绑定阿里巴巴，补齐线上资源短板	15
3. 钢制车轮制造修复在即	17
3.1. 车轮制造随汽车周期波动，2019 年有望复苏	17
3.2. 车轮制造客户结构稳定	18
3.3. 高端制造助力公司铸造核心竞争壁垒	18
4. 布局环保高端装备，百亿市场需求紧俏	20
5. 市场转向“成长”风格，布局高成长零部件	22
6. 投资建议	24
7. 风险提示	26

图表目录

图 1：公司板块业务及部分参控股公司梳理	4
图 2：2017 年公司各项业务营收占比（%）	5
图 3：2017 年公司各项业务毛利占比（%）	5
图 4：2013 年至 2018 年第三季度营收及同比（亿元，%）	6
图 5：2013 年至 2018 年第三季度归母净利润及同比（百万元，%）	6
图 6：金固股份自 2015 年以来汽车服务业务营收、毛利及毛利率（元；%）	7
图 7：2006-2018 年中国汽车保有量与同比增速（亿辆；%）	8
图 8：2006-2018 年中国汽车销量与同比增速（万辆；%）	8
图 9：中国汽车销量及保有量增速预测（%）	8
图 10：中国汽车分车龄保有量（亿辆；年）	9
图 11：美国汽配及维修保养产业模式梳理	10

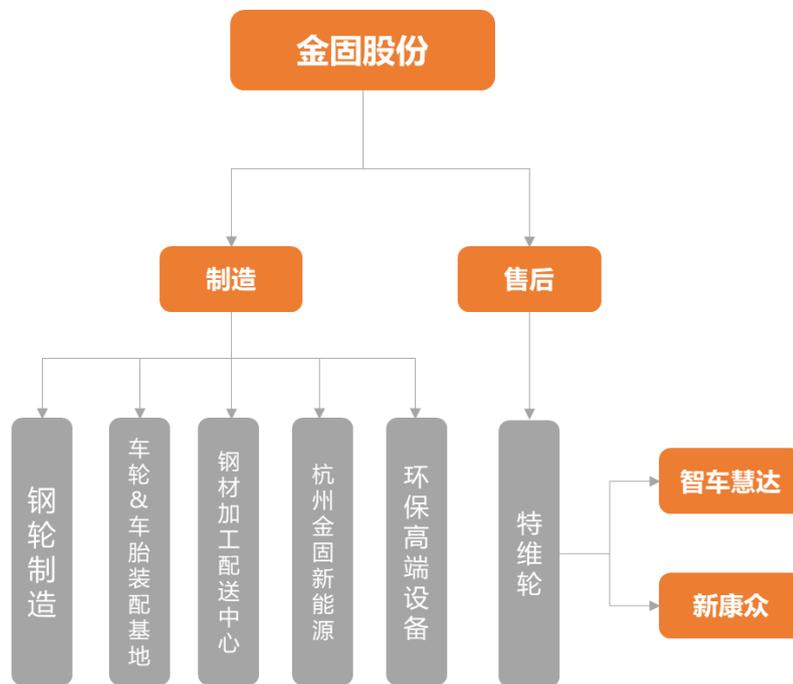
图 12: 2004-2013 年美国汽配产业前十大企业重要性分析 (%)	10
图 13: 中美汽车售后单车产值对比 (元)	11
图 14: 中美汽车非授权体系售后单店产值对比 (万元)	11
图 15: 中国汽车后市场变革发展	12
图 16: 新康众 (暨天猫车站) 与汽车超人合作运营模式	13
图 17: 汽车超人和新康众股权关系图	13
图 18: 汽车超人全国布局图	13
图 19: 天猫车站全国布局图	13
图 20: 汽车超人门店	14
图 21: 科比代言汽车超人	14
图 22: 汽车超人认证门店数量及未来规划 (家)	15
图 23: 天猫车站展厅	15
图 24: 新康众暨天猫车站发布会	15
图 25: 新康众暨天猫车站商业模式	16
图 26: 2016-2017 年公司车轮制造业务销量, 产量, 库存 (只)	17
图 27: 2009-2017 年公司车轮制造业务营收、毛利及毛利率 (亿元; %)	17
图 28: 公司钢制车轮制造核心竞争力分析	19
图 29: 公司高端设备制造业务营收、毛利及毛利润 (万元; %)	20
图 30: EPS 浆化打磨过程	21
图 31: 天风汽车投资时钟	22
图 32: 汽车库存周期 (%)	22
图 33: 汽车零部件板块相对受益图	23
图 34: 申万汽车零部件 II 指数 PE-TTM (周度)	24
表 1: 公司主要业务毛利率 (%)	5
表 2: 公司十大股东明细 (截至 2018 年三季报)	5
表 3: 美国汽车后市场四大巨头营收、利润及网点汇总	10
表 4: 中美汽车后市场数据概览 (2016 年)	11
表 5: “汽车超人” 品牌大事件	14
表 6: “汽车超人+新康众” 模式与其他汽车后市场服务模式对比	16
表 7: 2017 年公司车轮业务前五大客户重要性分析	18
表 8: 中国 EPS 设备市场容量测算	21
表 9: 汽车超人与美国汽车售后四大巨头对比	25

1. 公司介绍：零部件制造、汽车服务两翼发展

浙江金固股份有限公司成立于 1986 年，是中国较大的钢制滚型车轮制造企业，于 2010 年 10 月 8 日在深交所上市；公司在中国富阳、山东、成都、泰国等地拥有 7 个车轮生产基地，1 个轮胎车轮装配基地。2012 年成功收购美国 Hess Industries Inc 公司，同时，公司还在美国密歇根州成立了全资子公司太平洋车轮公司，进一步开拓海外市场。公司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，致力成为全球钢制车轮制造领域的领头羊。

公司主营业务为汽车后服务业务和高端制造业务。高端制造业务当中钢轮业务盈利稳定，且公司持续投入研发新型钢轮。EPS 环保设备是新的利润增长点，增速较快。汽车后服务板块在接受阿里战略入股后增长迅速，公司将该业务分拆为平台供应链业务及汽服门店新零售业务两大板块。平台供应链业务将和阿里的汽车后市场相关业务,以及汽配 B2B 公司康众的业务,一起组成新的天猫车站平台；汽修门店新零售业务将继续由公司控股，天猫车站参股。

图 1：公司板块业务及部分参控股公司梳理



资料来源：wind，天风证券研究所

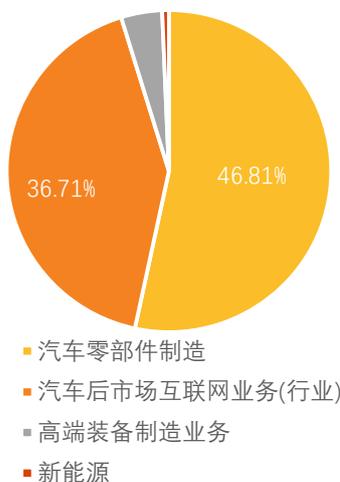
1.1. 传统零部件与汽车新零售两翼发展

传统零部件业务与汽车后市场业务占主营收入比重较大。作为金固股份的传统优势产业，2017 年汽车零部件制造业务收入占总营收的 46.81%，且这部分业务的毛利率达到 23.53%，是公司的现金牛业务，拥有稳定的毛利率，主要从事钢制滚型车轮的研发、生产和销售，是中国较大的钢制滚型车轮制造企业，是首批认定为“国家汽车零部件生产基地企业”；汽车后市场互联网业务作为公司的探索项目，2017 年的营业收入占总收入的 36.71%，同年毛利率 8.56%，虽然营收与毛利率均低于零部件制造业务，但潜力较大，就业务性质而言，汽车服务具有发展价值和向上空间。

探索高端装备制造业务，EPS 环保设备技术先进。公司 2014 年取得中国、韩国 EPS 技术使用权。EPS，即绿色表面清洁技术，是一种新型的板材表面清洁方法，相对于传统的酸洗，EPS 更加环保更加清洁，还有投入产出比高、成本低、空间少等优势，积极响应国家

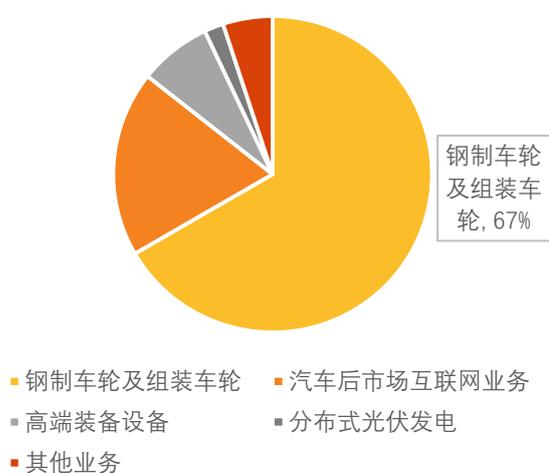
绿色环保政策的号召。

图 2：2017 年公司各项业务营收占比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2017 年公司各项业务毛利占比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：公司主要业务毛利率 (%)

毛利率 (%)	钢制车轮及组装车轮	汽车后市场互联网业务	高端装备制造
2015 年	32.19	5.13	
2016 年	24.70	1.00	
2017 年	23.53	8.56	33.89

资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 公司股权结构

公司股权结构稳定。截止至 2018 年三季报，公司股权结构稳定，没有持股超过 15% 的自然车或机构股东，前十大股东持股比例为 53.6%，最近一次定期公告内，前十大股东均无持股变化；其中，第一大股东为公司现任董事长孙锋锋（持股 11.3%）。深圳安鹏汽车后市场产业基金通过公司 2017 年 4 月 10 日发行的定增持股 2.7%，募投项目为公司未来战略发展重点汽车后市场 O2O 平台建设。

表 2 公司十大股东明细（截至 2018 年三季报）

股东名称	增/减持	期末参考市值 (亿元)	持股数量 (股)	持股数量变动(股)	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)	股本性质
孙金国	无	9.0872	84,375,000	0	12.5200	0.0000	限售流通股, A 股流通股
孙锋峰	无	8.1717	75,875,043	0	11.2600	0.0000	限售流通股, A 股流通股
孙曙虹	无	3.6349	33,750,000	0	5.0100	0.0000	A 股流通股
孙利群	无	3.6349	33,750,000	0	5.0100	0.0000	A 股流通股
华安未来资产-工商银行-杭州旭神	无	3.4206	31,760,435	0	4.7100	0.0000	A 股流通股

投资管理合伙企业(有限合伙)

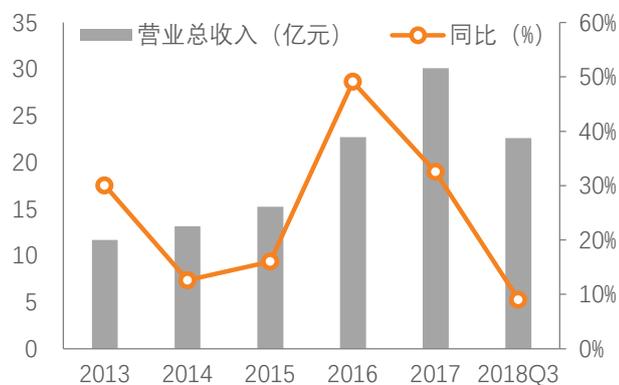
天弘基金-宁波银行-天津信托-天津信托-弘盈3号集合资金信托计划	无	3.2577	30,248,033	0	4.4900	0.0000	A股流通股
杭州东方嘉富资产管理有限公司-东方嘉富-兴瑞1号专项私募基金	无	2.0198	18,753,781	0	2.7800	0.0000	A股流通股
深圳市安鹏股权投资基金管理有限公司-深圳安鹏汽车后市场产业基金	无	1.9546	18,148,820	0	2.6900	0.0000	限售流通A股
上海财通资产-海通证券-财通资产-金固股份高管定增特定多个客户专项资产管理计划	无	1.9546	18,148,820	0	2.6900	0.0000	限售流通A股
云南国际信托有限公司-云信智兴2017-332号单一资金信托	无	1.7592	16,333,938	0	2.4200	0.0000	A股流通股
合计		38.8952	361,143,870		53.5800		

资料来源: wind, 天风证券研究所

1.3. 盈利拐点出现

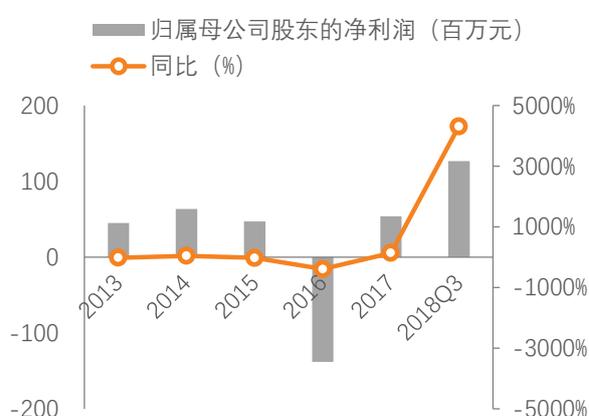
营业总收入持续增长, 归母净利润入逆袭实现高增长。2013年至2018年营业收入实现稳定增长, 虽然从2016年起因为探索汽车后市场, 营收增速有所放缓, 同比增长从49.1%下降至32.5%, 但从归母净利润可以看出, 公司2018年已经越过拐点, 仅前三季度归母净利润就达到1.3亿元, 为近十年来历史新高, 证明了公司探索汽车后市场的决策时正确的, 发展潜力大。

图4: 2013年至2018年第三季度营收及同比(亿元, %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图5: 2013年至2018年第三季度归母净利润及同比(百万元, %)

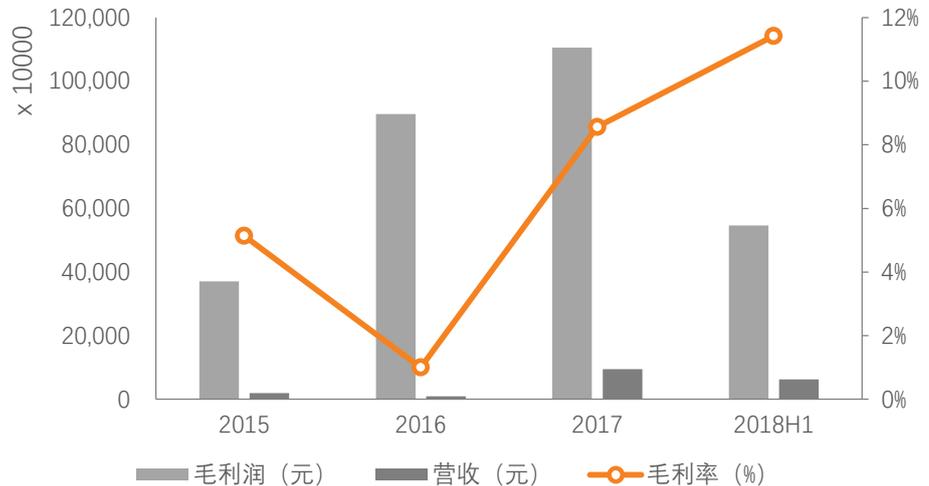


资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 汽车新零售：携手阿里，“汽车超人+新康众”打造独特闭环

深耕汽车后市场，目前初具规模。公司 2013 年开始涉足汽车后市场，2015 年，董事长孙锋峰成立汽车超人品牌；2016 年 9 月，汽车超人在上海开设第一家线下门店。2018 年，汽车超人联合阿里、康众，成立新的天猫车站，原汽车超人先后和四川精典，苏州名骏百盛、云南快易修等合作。公司在汽车后市场服务板块积累经验，在 2016 年盈利波动后实现拐点增长，业务毛利率由 1% 增长为 9%，相比行业平均毛利水平公司仍有上升空间。

图 6：金固股份自 2015 年以来汽车服务业务营收、毛利及毛利率（元；%）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.1. 中国汽车后市场潜力大

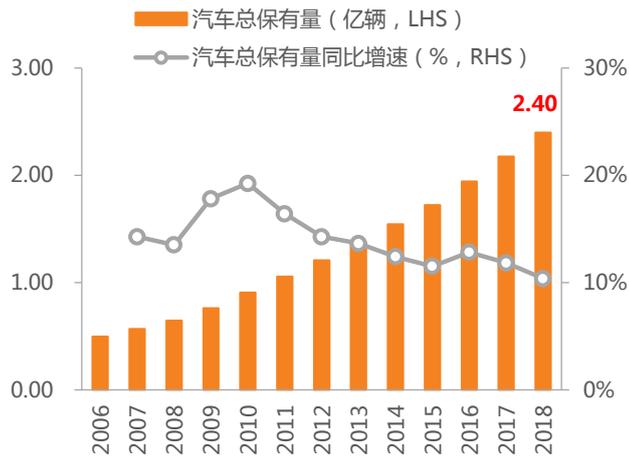
中国汽车后市场整体规模将超万亿。罗兰贝格发布的《中国汽车后市场供应链白皮书》，数据显示，中国汽车零配件市场 2011-2016 年的年复合增长率达 20%，预计 2022 年零配件市场规模将超 8,000 亿元，如果加上服务产业，中国汽车后市场整体规模将超过 10,000 亿元。我们认为，汽车后市场增长驱动力主要来源于两大因素：1) 汽车保有量高速增长；2) 存量车辆老龄化，拉长换车周期。

2.1.1. 汽车保有量高速增长

我国汽车保有量大幅增长，2018 年已突破 2.4 亿辆。过去十多年里，随着我国经济的高速增长，居民消费能力也在稳步提升，汽车销量节节攀升，销量规模扩大了 4 倍（从 2006 年的 718 万辆至 2017 年的 2,894 万辆）。近些年来，尽管销量增速有所放缓，但销量的绝对值依然在高位，因此保有量依然在继续稳步增长：2017-2018 年汽车保有量分别为 2.17/2.40 亿辆（同比+12%/+10%）；同期汽车销量分别为 2,894/2,804 万辆（同比+3.4%/-2.9%）。

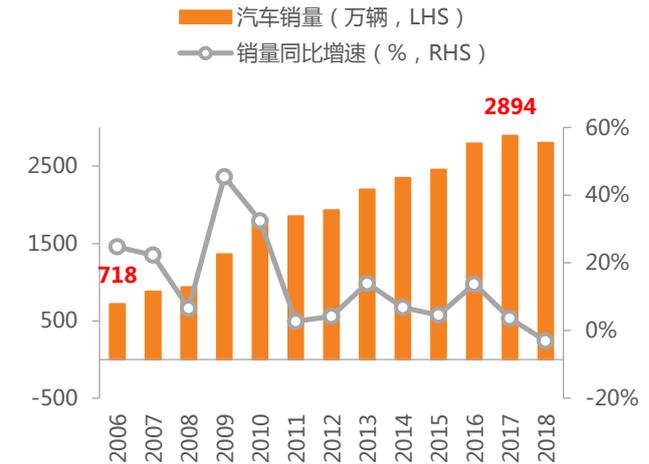
汽车保有量集中于一、二线城市，衍生出潜力大的汽车服务后市场。据中国公安部统计，截至 2018 年 6 月底，全国机动车保有量达 3.19 亿辆，2018 年上半年新注册登记机动车达 1,636 万辆，高于去年同期 1,594 万辆的登记量，其中汽车保有量达 2.29 亿辆，2018 年上半年新注册登记汽车达 1,381 万辆；全国有 58 个城市的汽车保有量超过百万辆，较去年同期增加 9 个城市，其中 26 个城市超 200 万辆，北京、成都、重庆、上海、苏州、深圳、郑州等 7 个城市超 300 万辆。截止至 2018 年底，公安部注册汽车保有量以突破 2.4 亿辆，同比增长 11%。

图 7：2006-2018 年中国汽车保有量与同比增速（亿辆；%）



资料来源：公安部，天风证券研究所

图 8：2006-2018 年中国汽车销量与同比增速（万辆；%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

汽车销量增速再难超越保有量增速，弹性减小，中国正式进入后汽车时代。整车受行业库存周期波动加大，龙头份额加速集中的阶段；而存量服务市场（比如停车、维修、拆解、检测等）则进入比较明确的长期成长阶段，特别是目前的市场环境，对于龙头扩张竞争优势更为有利，挑选汽车后市场相关的细分行业的龙头，挖掘汽车优质成长股机遇。

图 9：中国汽车销量及保有量增速预测（%）



资料来源：中汽协，公安部，天风证券研究所

2.1.2. 存量车辆老龄化

存量车辆老龄化，拉长换车周期。由于保有量稳步提升加之新车销售增速放缓，中国乘用车市场存量呈现整体老龄化趋势，平均车龄不断上升（从 2011 年的 3.8 年上升至 2016 年的 4.6 年）。高车龄车辆车主对维修保养的需求相对新车用户而言更高，也即对零部件的需求更高，从而推动整体售后配件需求提升。

图 10：中国汽车分车龄保有量（亿辆；年）



资料来源：罗兰贝格，天风证券研究所

公司后市场优势明显，业务拓展性强。公司经过多年的发展，在行业内建立了一定的先发优势和较高的市场知名度。公司从事汽车后市场业务的具有供应链资源优势、IT 系统优势、行业先发优势、人才和团队优势等竞争优势。公司的汽车新零售业务，融合了新车销售和金融服务，是汽车产业与金融的结合。随着中国汽车消费市场的快速增长、消费主体和消费观念的转变、个人征信系统及汽车金融业务法规的完善，汽车金融行业呈现飞速发展的态势。公司汽车新零售业务通过线上平台的引流，结合线下旗舰店、合资门店及合作门店的全国范围内覆盖，实现线上、线下的全新互动。

2.2. 美国汽车后市场发展历程及国内映射

2.2.1. 美国汽车后市场发展经历三个阶段

阶段一：发展上百年，传统商业成熟稳定。在传统的汽配供应链中，人们认为最重要的是信息系统，信息系统包含产品的生产计划、运营计划、财务报表和收益等信息。配件生产厂商和配件经销商之间的货物的运输、买卖记录等信息，通常会存储在厂商的信息系统中。

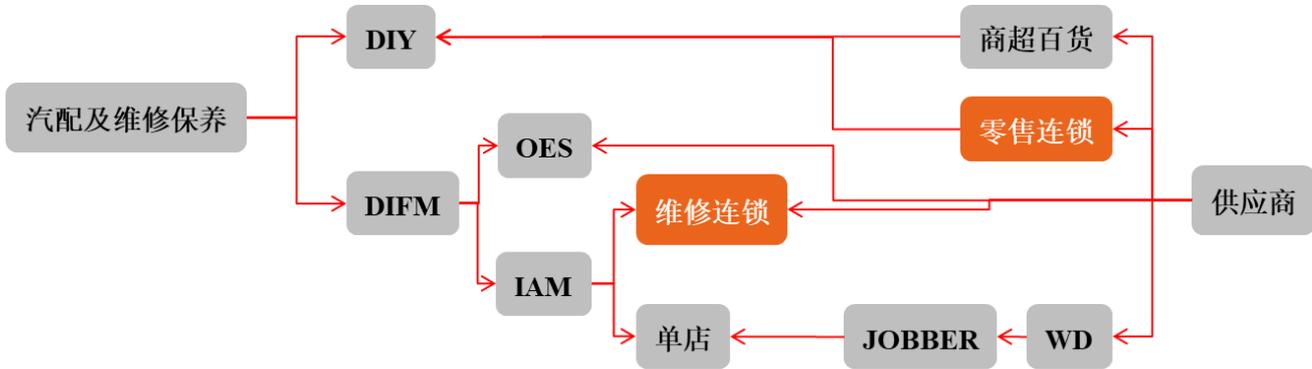
阶段二：本地需求增多，变革的前奏。随着 SKU 量的逐渐增加，汽车后市场的本地需求也在逐渐增多，及时处理越来越多的小包裹、小订单和紧急订单的能力成为了厂商的必须具备的功能。在形势的促使下，许多上游汽配厂商联合在一起，做了一个提供网络查询配件的平台，让汽配供货商们能够在网上即时查找库存、生成紧急订单。**后市场中，美国汽配连锁在 80-90 年代蓬勃发展，2010 年代并购整合，行业集中度提升，龙头扩张。**以 AAP 为例，1932 年创立时 3 家店，1985 年 100 家店，到 2000 年扩张到 1600 多家店；截止至 2014 年，美国共有汽配店 3.6 万家左右，其中大型连锁店超过 2/3。美国汽配连锁行业的企业数量远大于电器连锁（百思买和电路城）。

阶段三：订单交易的时效性要求提高，变革来临。随着科技的总体发展，尤其是互联网时代来临，交易形式和客户端的使用习惯都产生了较大变化，比如，客户不再满足于只能在网络上搜索信息，还要能够即时发订单出货，同时订单派送的时效性。生产厂商或许需要更新传统的 IT 部门来应对全球数字化的趋势。

2.2.2. 美国汽配市场寡头化，“以养代修”专业细化

自汽车后市场需求增多后，汽配及维修保养行业经过整合，主要分为两种模式：1)DIY(Do It Yourself) 车主配件自主模式，该模式下车主自行在商超百货或零售连锁购买产品，优势在于让消费者更加省钱；2) DIFM 修理厂配件模式，修理厂提供更加专业细化的服务。

图 11：美国汽配及维修保养产业模式梳理



资料来源：天风证券研究所

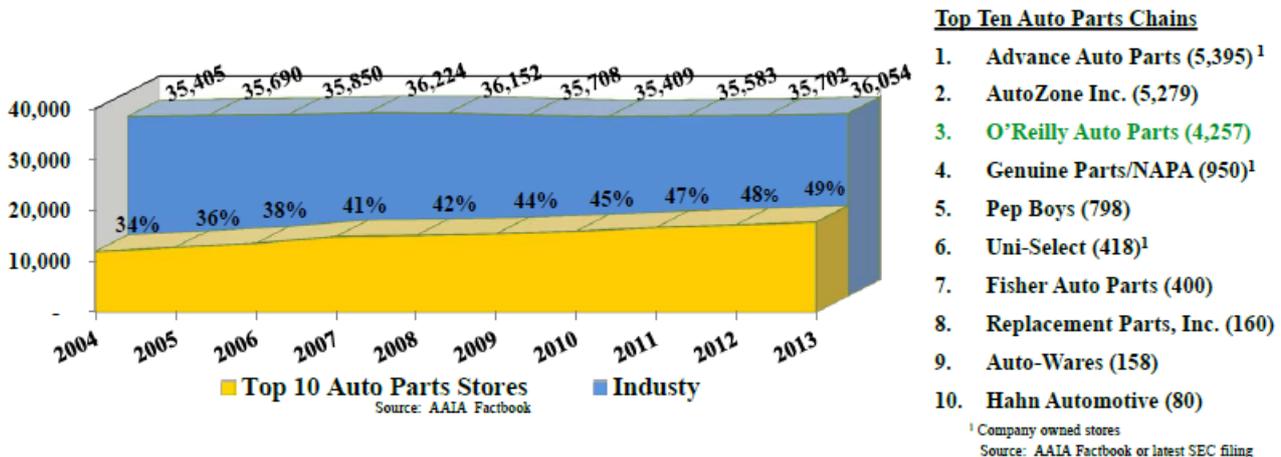
修理厂配件模式占据主流，最终形成了维修连锁、零售连锁四大巨头，竞争格局寡头化。四大巨头分别为 AutoZone, Advance Auto Parts (AAP), O Reilly Automotive (ORLY) 以及 Genuine Parts (GPC), 在美国售后市场份额加总约 15%，在汽配细分市场市场份额更高；汽配细分市场集中度高，前十大市场份额 2013 年达 49%，目前预计稳定在 50%左右。

表 3：美国汽车后市场四大巨头营收、利润及网点汇总

	2018 年营收 (亿美元)	2017 年营收 (亿美元)	2017 年净利润 (亿美元)	2016 年净利润 (亿美元)	网点数量
AutoZone	112	109	21	18	全球约 6200 家
GPC/NAPA	187	163	6	8	美国约 6000 家
ORLY	95	90	11	13	美国约 5200 家
AAP	96	94	5	4	全球约 5000 家

资料来源：盖世汽车，天风证券研究所

图 12：2004-2013 年美国汽配产业前十大企业重要性分析 (%)



资料来源：AAIA，天风证券研究所

2.2.3. 中美汽车后市场对比及国内展望

总产值美国遥遥领先，中国售后仍以经销商主导。2016年美国汽车售后市场规模为3506.7亿美元，中国为8500亿元人民币，美国是中国的2.74倍（汇率按2019年4月8日计算，1美元等同约6.72元人民币）；但从市场增速来看，中国的市场增速远高于美国，两国的市场规模差距正在逐步缩小。中国售后维修企业共有46万家，其中4S店26685家；中国的售后服务市场中授权体系占据主导地位，为60%，美国售后维修企业57万家，其中特许经营商16708家，授权体系仅占31.2%。

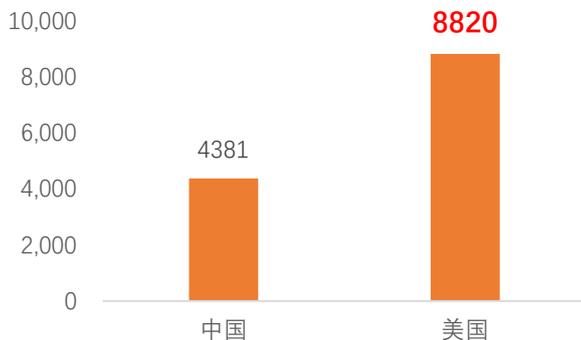
表 4：中美汽车后市场数据概览（2016 年）

	中国	美国
经销商数量（家）	26685	16708
维修厂总数（家）	46 万	57 万
非授权售后服务企业占比	40%	69%
单店员工数量（人）	68	69
售后总产值（亿）	8500 亿元	3507 亿美元
平均车龄（年）	4.6	11.6

资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

车龄差异导致中美售后单车/单店产值相差数倍。中国平均车龄仅为4.6年，而美国11.6年；车龄差异导致了单车售后产值差距较大。中国单车售后产值为4,381元，美国为8,820元，相差2倍；中国非授权体系单店售后产值为78万元，美国为289万元，相差3.7倍。

图 13：中美汽车售后单车产值对比（元）



资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

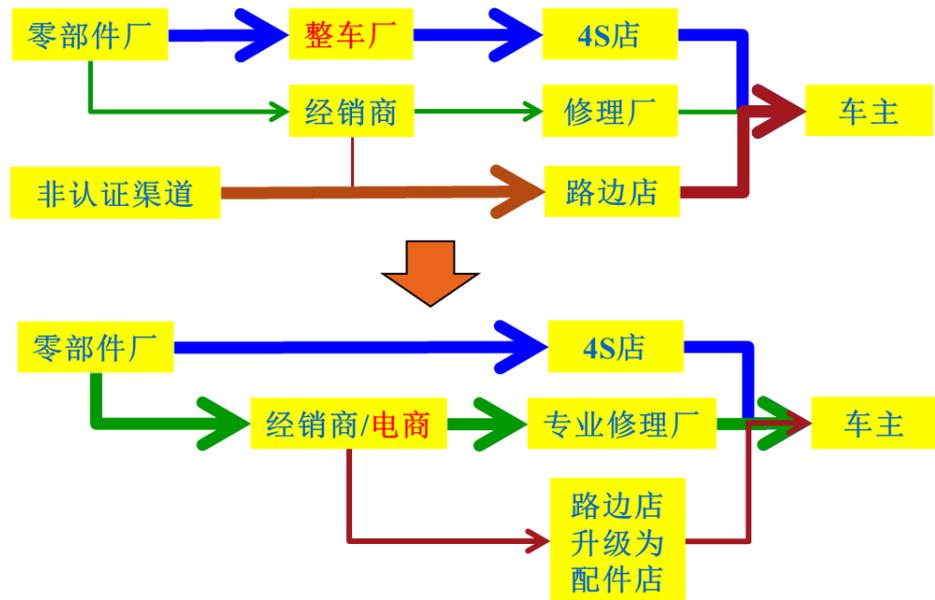
图 14：中美汽车非授权体系售后单店产值对比（万元）



资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

中国汽车后市场映射：在互联网助力下，非授权售后模式将飞速发展。传统授权4S店体系由于成本高企，售价较高，竞争力在减弱；连锁养护快修异军突起。目前，非4S店的传统配件体系（汽配城/汽配店）存在问题包括价格不透明、质量无保障、品种品牌不齐全、服务质量低等；配件连锁携手互联网巨头在搭建标准化平台的基础上，未来有望实现流程透明化，从而复制模式建立规模，在服务分层结构上向美国靠拢。

图 15：中国汽车后市场变革发展



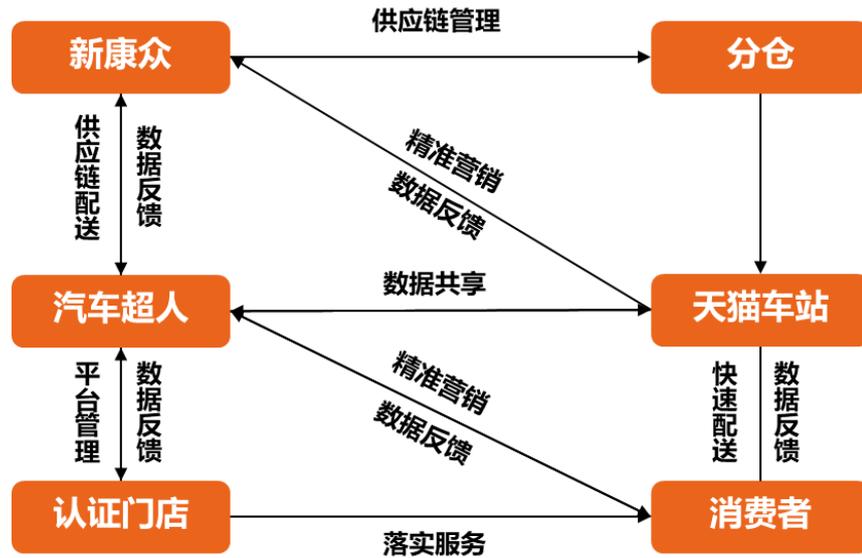
资料来源：天风证券研究所

2.3. 携手阿里巴巴，打造汽车后市场服务新模式

积极转型，打造“供应链平台+线上系统+线下门店”合作新模式。互联网对传统产业造成了深远的影响，对公司汽车后市场的业务模式变化也产生了深远的影响，从 O2O 模式转型成为新零售模式，将业务进一步分拆为平台供应链业务及汽服门店新零售业务两大板块。而服务区域集中于汽车保有量高的一、二线城市。

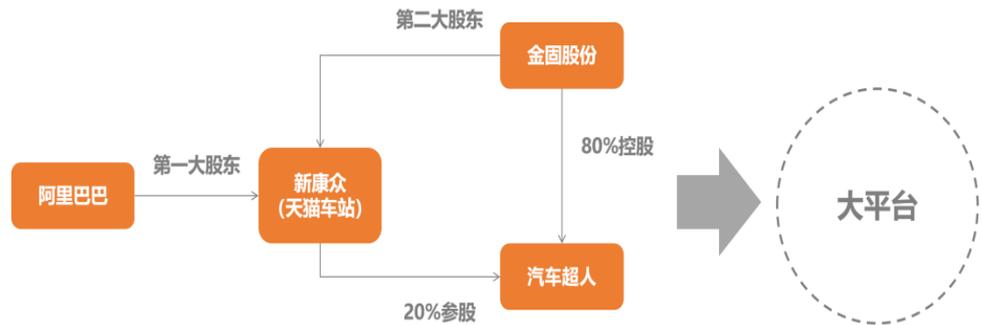
- 1) 供应链平台：公司将和阿里巴巴的汽车后市场相关业务（天猫车站），以及汽配 B2B 公司康众汽配一起组成新平台“新康众”（2C 端保持天猫车站原名），金固股份为阿里巴巴之后第二大股东。新康众将致力于线上平台运营，主要搭建供应链仓配标准化流程，**开创汽车后市场供应链管理基础建设**；后续天猫、淘宝汽车后市场平台均由天猫车站来运营。未来新康众将建立分仓机制，对天猫车站消费者进行精准、快速的配件配送；同时，新康众也将为汽车超人旗下所有认证门店提供配送及供应链管理。
- 2) 线上系统：天猫车站及“汽车超人”（金固股份控股 80%，阿里巴巴通过天猫车站参股 20%）均有线上客户管理能力，线上系统平台将对车主进行记录、分类，最后实现精准营销；天猫车站与汽车超人合作不仅在资本层面，客户流量资源共享为两大平台的持续性发展触发协同效应。
- 3) 线下门店：汽车超人将继续赋能线下认证门店，帮助门店实现系统化运营及衍生业务开拓。汽车超人通过多年自主研发的 SaaS 系统，网化运营，提升门店经营效率、服务质量以及盈利能力，降低门店运营成本，致力于打造全国领先的优质汽服连锁品牌。

图 16: 新康众（暨天猫车站）与汽车超人合作运营模式



资料来源：财经网，天风证券研究所

图 17: 汽车超人和新康众股权关系图



资料来源：公司官网，wind，天风证券研究所

图 18: 汽车超人全国布局图



资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 19: 天猫车站全国布局图



资料来源：百度地图，天风证券研究所

2.3.1. 汽车超人赋能线下门店

整合线上线下，“汽车超人”口碑树立品牌。“汽车超人”品牌赋能汽车后市场线下门店，一方面完善物流体系，设置前置仓，增强及时性；另一方便试点线下自营店，自建店与加盟店相结合的方式，开展汽车销售、汽车金融、以旧换新等业务。作为宣传，“汽车超人”已经签约前 NBA 篮球名宿科比作为品牌代言人，预计近期将加大力度、规模进行推广。同

时，“汽车超人加快搭建线下基础建设，2018年6月先后入股新三板挂牌企业四川精典汽车服务连锁；与云南快易修成立合资公司，推进云南区域汽车服务连锁事业发展；与苏州名骏百盛股权合作，植入智慧门店系统。

图 20：汽车超人门店



资料来源：搜狐，天风证券研究所

图 21：科比代言汽车超人



资料来源：搜狐，天风证券研究所

表 5：“汽车超人”品牌大事件

时间	事件
2018年6月13日	汽车超人入股新三板挂牌企业四川精典汽车服务连锁
2018年6月15日	汽车超人与云南快易修成立合资公司，推进云南区域汽车服务连锁事业发展
2018年6月19日	汽车超人与苏州名骏百盛股权合作，植入智慧门店系统

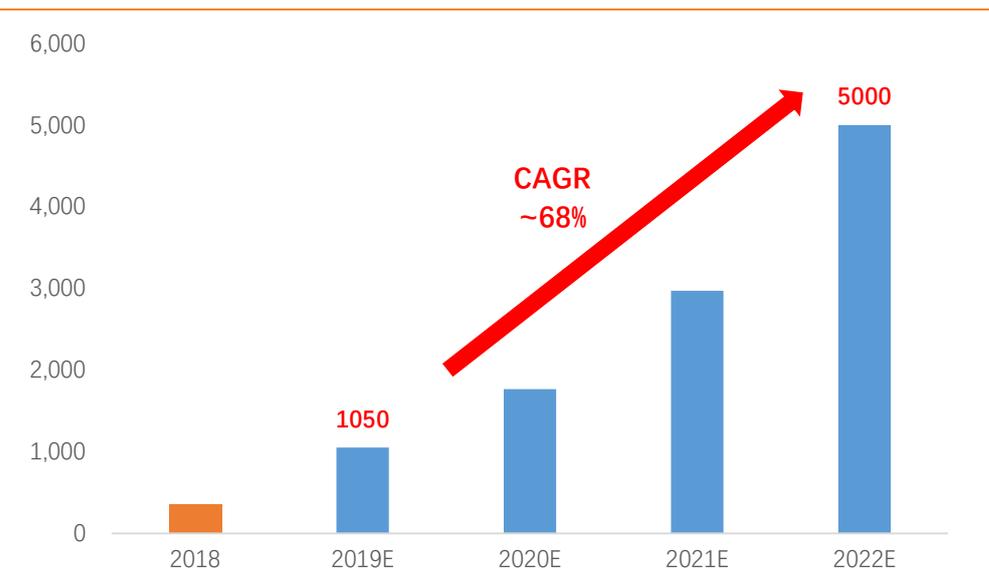
资料来源：公司公告，天风证券研究所

汽车超人追求门店数字化，并衍生项目增值。通过智慧门店系统有效地增强客户粘性，提高客户消费频次，降低获客成本，实现线上线下的互相促进。同时，打造门店新零售业务场景，为车主提供高附加值的产品服务，如车险、新车及二手车的销售，并向上游企业（保险业务相关公司、汽车零部件生产商、整车生产商等）进行总对总业务合作，全方位打造门店新零售业务融合形态，为车主提供便捷、贴心养车服务，通过合作品牌的加持，提升企业整体汽车服务品牌形象。汽车超人致力于中国汽车市场服务的能力提升以及业态重构。

“汽车超人+新康众”模式将打破原有供应链格局。通过统一的门店采购服务，实现门店体系供应链集中式利润管理，增强企业和门店的货品管理能力，降低成本，提升利润；基于线下门店，导入新零售项目如保险、新车等深度服务产品销售，提升门店综合盈利能力，增强门店恶性竞争的抗风险能力，从而达到门店与企业的全面盈利；通过智慧门店系统，新零售云端销售系统及天猫车站大数据流量，为门店提供了更大的运营收益，随着门店的不断扩张，品牌和广告服务也将是新的利润来源。

“汽车超人”品牌模式向规模化进军。汽车超人的品牌认证模式，帮门店解决痛点，实现共赢，逐步受区域汽修连锁品牌青睐。2019年3月25日，汽车超人战略沟通会上，汽车超人与来自广东、广西、福建、山东、浙江等地的十家优质区域连锁品牌签订合作意向协议，参与签约区域连锁门店近300家，经营面积达到18万平方米。按照公司计划，汽车超人接下来还将持续拓展门店覆盖范围，2019年内，汽车超人新零售连锁门店将达到1050家，三年内达到5000家，年复合增长率高达68%。

图 22：汽车超人认证门店数量及未来规划（家）



资料来源：汽车超人官网，天风证券研究所

2.3.2. 深度绑定阿里巴巴，补齐线上资源短板

注资合作新康众，携手阿里打造天猫车站，“修配一体”新格局。江苏康众汽配有限公司成立于 2013 年 9 月，目前服务网点超过 300 家，涉及 27 省 142 市。2018 年 8 月 22 日，天猫汽车宣布联手汽配供应链龙头服务商康众汽配、金固股份旗下汽车养护领军平台汽车超人，成立汽车后市场新公司新康众。对于新康众，新康众公司 COO 蔡永志认为，新康众是一家为行业带来一站式的基础服务的公司，共同打造天猫车站的品牌。天猫车站以客户为中心，以供应链为核心，核心解决的是车主信任的问题，同时，天猫车站是认证店，不是连锁店，是会分等级的，致力于打造透明标准的认证体系。

图 23：天猫车站展厅



资料来源：搜狐，天风证券研究所

图 24：新康众暨天猫车站发布会



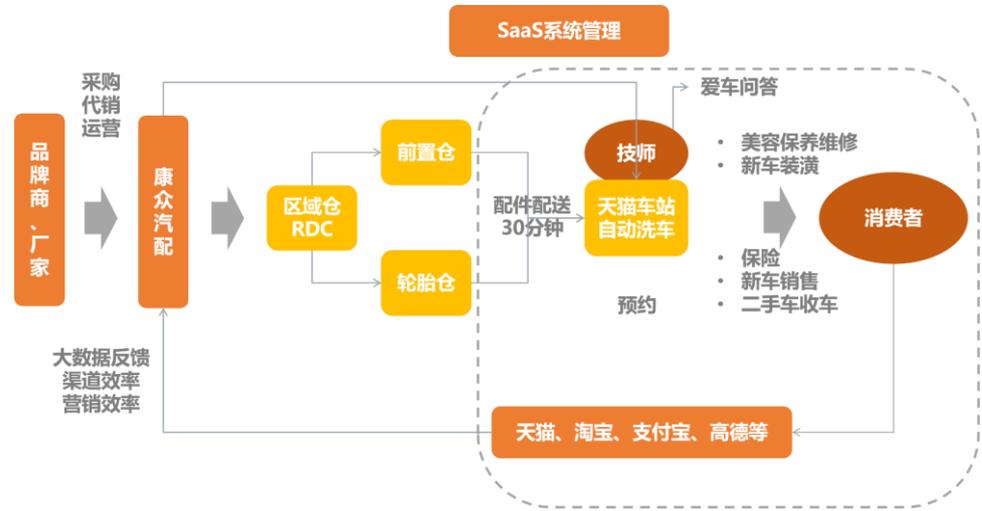
资料来源：搜狐，天风证券研究所

“新康众”暨天猫车站打造国内首个标准化汽车后市场供应链平台。新康众打破了过去汽车后市场分散的供应链体系，将整个供应链通过 SaaS 系统进行整合，未来针对 2B、2C 市场提供专业高效服务。**2B 端：**新康众为天猫车站认证门店、汽车超人认证门店提供供应链管理，每家门店可以根据 SaaS 系统分析提示控制自己的库存周期、配货种类等。**2C 端：**新康众设立中心区域仓，以及下级前置仓或轮胎仓，在汽修技师的专业辅导下，消费者可以在车美装潢、维修保养、保险等方面选择专业服务，新康众分仓体系将大大缩短产品配送时间，从而提高消费者服务满意度。

修配融合大势所趋，场景最为重要。中国的汽车后市场，单独做配件和单独做维修终端拓

展都会很艰难；随着新康众“S2b2c”（供应链分销-线下服务-消费者）模式落地，修配融合将解决行业难点。大数据切入后市场，汽配实现高效分仓，终端快速落地服务并保证质量，最后 SaaS 系统记录并反馈客户信息，为下一次精准营销做好准备。新康众开拓了一个汽车后市场新模式：一站式精准服务。

图 25：新康众置天猫车站商业模式



资料来源：搜狐，天风证券研究所

“汽车超人+新康众”实现线下供应链服务闭环。过去售后服务消费者的担忧在于供应链体系是否存在假冒伪劣产品，核心痛点为信任问题；新康众的出现为消费者打消顾虑，结合智车慧达的系统性线下服务，公司在后市场形成一道独特的商业模式闭环。公司独有的商业模式具有较高商业价值：1) 相比于传统 4S 店模式，公司在价格、服务类别及服务品牌数量上具有较高优势；2) 相比于“路边摊”小店，公司在服务质量及产品质量上给消费者更大信心；3) 相比于其他售后新势力(比如“途虎”)，公司在线上数据与阿里巴巴实现部分共享，导流规模、营销精准度方面优势明显。

表 6：“汽车超人+新康众”模式与其他汽车后市场服务模式对比

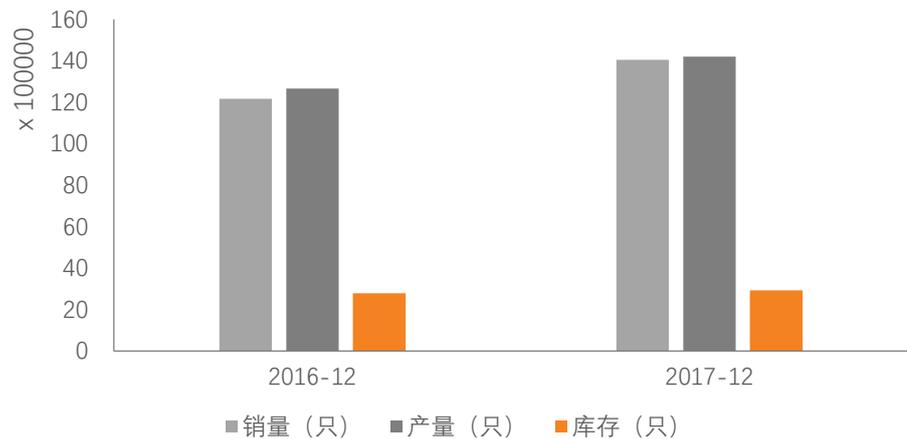
	汽车超人+新康众	传统 4S 店模式	“路边摊”模式	其他线上平台模式（途虎等）
价格	中等	高	低	中等
供应链体系及产品质量	较高	高	低	中等
服务类别（保险、金融等）	高	高	低	中等
服务品牌数量	多	单一	中等	多
服务质量	较高	高	低	中等
营销模式	线上精准营销	线下为主	线下	线上为主

资料来源：天风证券研究所

3. 钢制车轮制造修复在即

制造板块业务修复，高端设备迅速增长。公司是国家高新技术企业，被中国汽车工业协会评选为“中国汽车零部件车轮行业龙头企业”，传统主营业务钢制车轮制造相当成熟，作为公司主业稳步发展基石，2017 年产销量均突破 1,400 万，库存控制合理。新业务高端设备制造主要涉足环保领域，公司与美国 TMW 公司合资发展“绿色表面清洁技术”（EPS），目前 EPS 设备营收规模超亿元，增长迅速。

图 26：2016-2017 年公司车轮制造业务销量，产量，库存（只）

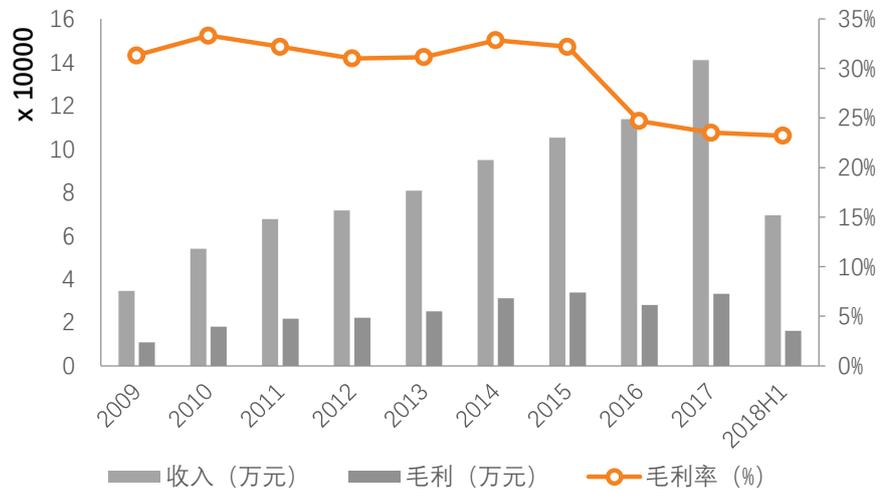


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. 车轮制造随汽车周期波动，2019 年有望复苏

车轮制造营收稳步增长，毛利率 2015 年开始下滑。公司自 2009 年以来，车轮制造业务营收保持增长，主要受益于公司订单及产能不断扩张，保持与国内合资品牌的合作力度的同时，开拓海外市场，已成功进入国机汽车零部件配套采购体系，是通用采购体系内的中国钢制车轮供应商之一。公司毛利率自 2015 年开始不断下滑，主要原因在于：1) 原材料价格上涨，2017 年原材料总耗费金额为 8 亿元（同比+27%）；2) 人工工资成本上升，2017 年人工工资总金额为 8,574 万元（同比+66%）；3) 能源成本上升，2017 年能源成本为 3,879 万元（同比+36%）。

图 27：2009-2017 年公司车轮制造业务营收、毛利及毛利率（亿元；%）



资料来源：wind，天风证券研究所

钢制车轮随汽车周期波动，预计 2018 年营收、毛利下滑。钢制车轮行业作为汽车零部件行业的一个分支，其周期性基本与汽车行业周期性同步，但波动幅度要小于汽车行业，原因是与汽车保有量有关的汽车改装与维修需求在一定程度上抵消了汽车行业波动对本行业造成的影响。2018 年为汽车小年，景气度低迷导致了销售数据下滑，叠加原材料价格波动及人工成本上涨趋势不变，我们预计公司 2018 年钢制车轮业务营收及毛利均有所下滑，对公司整体业绩造成一定影响。

2019 年汽车行业有望迎接周期拐点，车轮业务复苏在即。2018 年 12 月 19 日，我们发布了《天风汽车投资时钟——指针正在从低配转向高配》深度报告，对比四轮汽车需求周期和个股市场表现，结合我们十年的市场和研究经验，判断汽车行业正在逐渐结束这一轮景气周期低谷，开启新一轮景气周期，行业有望逐步由主动去库存阶段进入被动去库存阶段。我们预计 2019 年中可能是拐点，而与汽车周期同步的车轮业务大概率复苏。

3.2. 车轮制造客户结构稳定

车轮制造业务前 5 大客户合计占比 24%，客户结构稳定且合理。据 2017 年年报披露，公司配套国内外各大整车制造商，其中包括上汽大众、巴西大众、上汽通用、巴西通用、斯柯达全球、福特全球、广州本田、奇瑞捷豹路虎，上汽通用五菱、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、观致汽车、东风柳汽、宇通客车、青年汽车、金龙客车等。公司前五大客户合计比例不到 1/4，客户结构较为分散，抵制风险能力较强。

表 7：2017 年公司车轮业务前五大客户重要性分析

客户	销售额（元）	占年销售额比例
1	218,677,762.48	7.26%
2	143,576,920.33	4.77%
3	135,917,776.78	4.51%
4	127,975,009.70	4.25%
5	100,915,332.26	3.35%
合计	727,062,801.55	24.14%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 高端制造助力公司铸造核心竞争壁垒

手握钢制车轮制造六大核心竞争力。公司在钢制车轮的技术研发、生产工艺以及产能性能上，均有较大领先优势：

- 1) **技术研发优势：**公司目前拥有关于钢制车轮制造技术专利 192 项；取得《高新技术企业证书》，是省级高新技术企业研发开发中心，拥有庞大的工程师团队并聘请国外钢制车轮行业权威专家。
- 2) **生产工艺优势：**公司拥有处于国际领先水平的全自动化生产线，实现机器人代替人工的全自动线的全面覆盖，极大的提高了产品性能和品质，公司采用最新的二氧化碳双丝焊接技术，增加了车轮的强度和耐用性，提高了行驶过程中的安全。公司从德国、日本及美国引进了行业先进的在线式全自动产品质量检测设备及试验设备，大大提高了公司产品检测水平。
- 3) **产品性能优势：**公司采用高强度低碳合金钢，确保了公司产品的高强度性能。卡车车轮方面，公司采用“高强度、轻量化”技术，确保质量的前提下大大降低了车轮重量。涂装技术方面，公司采用国际领先的塑粉涂装技术，较油漆涂装，更加美观和环保。

- 4) 营销网络优势：经过十几年市场开拓，公司形成了以汽车钢制滚型车轮为核心产品的国内外营销网络体系。
- 5) 采购成本优势：在原材料、辅料，优化物流，以及实时采购信息上均有较强优势。
- 6) 管理团队优势：公司构建了从技术到资本、从市场到管理的组织结构；通过职能分工和激励机制，规范公司运作，以激发团队活力，提高运营效率，进一步提升公司市场竞争力，促进公司战略转型。

图 28：公司钢制车轮制造核心竞争力分析



资料来源：公司公告，天风证券研究所

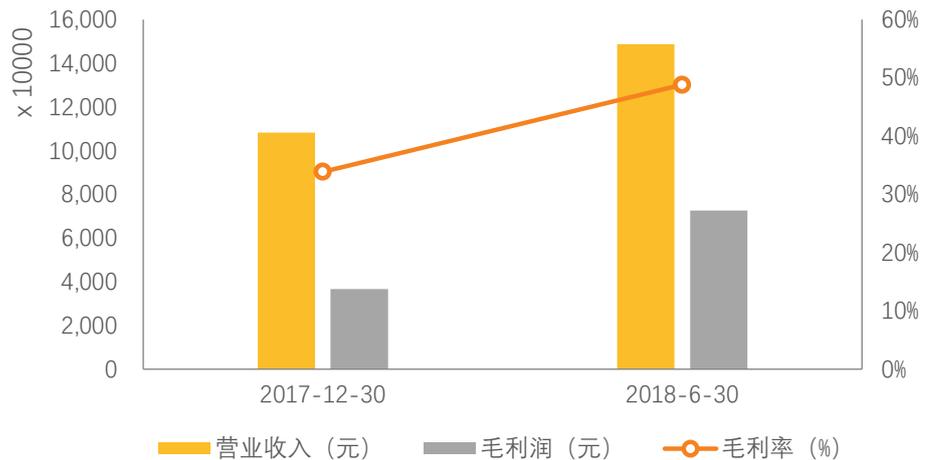
与蒂森克虏伯、鞍钢积极合作，加码车轮技术研发。2018年6月21日，公司与蒂森克虏伯、鞍钢股份签订了《合资经营合同》，根据合同约定，三方拟成立一家合资公司，该合资公司注册资本1000万人民币，其中金固股份出资人民币510万元，蒂森克虏伯出资340万元，鞍钢股份出资150万元。三方以此次成立合资公司为契机，聚势钢制车轮的研发、生产、销售及售后等领域。一方面，合资公司拟采用先进、适当的技术以及专有技术，生产创新型钢制车轮，同时通过科学的管理方法，制造并销售达到国际公认优秀水平的钢制车轮产品。另一方面，合资公司通过不断开发新产品，用以适应客户的需求。最后，合资公司将持续提升合资产品的质量，在质量和价格等方面获得竞争力，最终提高经济效益，实现多方互利共赢。

强强联手，实现全面技术及产品升级。蒂森克虏伯是世界领先的汽配零部件材料提供商，全球每十辆豪华车中就有九辆配有蒂森克虏伯所生产的配件，而每三辆卡车中就会有一辆装配蒂森克虏伯的传动部件。蒂森克虏伯具有很强的技术研发优势。鞍钢股份是中国重要的汽车钢生产和研发基地，拥有多条国际先进水平的汽车用钢生产线，形成了完备的技术研发体系和质量管控体系，同时也是国际汽车轻量化联盟成员。

4. 布局环保高端装备，百亿市场需求紧俏

布局环保高端装备，掌握先进技术。2014年4月，金固股份向TMW购买EPS相关与利独占使用权和与有技术，由金固环保设备制造有限公司使用。2017年，高端装备制造业务营收1.08亿元，毛利率33.89%；2018年上半年营收已达1.5亿元，毛利率升至49%，公司EPS设备订单开拓顺利，需求紧俏，预计2018年全年营收、毛利增速在100%以上。2019年1月初，金固股份旗下控股公司杭州泰恩达金固环保设备制造有限公司更名为杭州金固环保设备科技有限公司，主体公司由中外合资变更为金固独资。公司取得了中国EPS专利技术拥有权和使用权，设备主要销售给汽车零部件企业、国内特钢企业以及钢材加工中信，是公司未来业绩增长重要驱动之一。

图 29：公司高端设备制造业务营收、毛利及毛利润（万元；%）

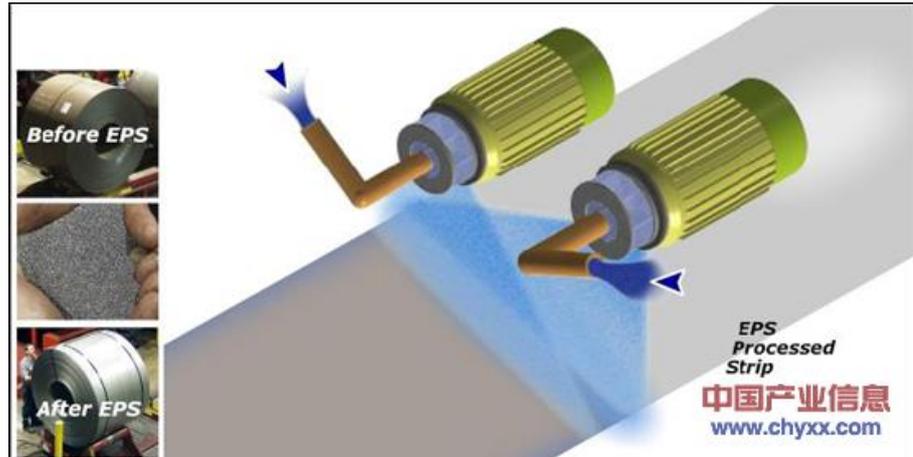


资料来源：wind，天风证券研究所

EPS 较之传统工艺优势明显。EPS 是 TMW 公司的专利金属表面处理技术，该方法可用于加工各种钢材，可以替代国内的酸洗、抛丸、涂漆等传统处理工序。其核心为浆化打磨技术（Slurry Blasting），即使用精炼钢砂的水混合物对钢板表面进行物理打磨处理。作用机理是通过物理方法将热轧碳钢板材表面氧化层彻底剥离，同时附上一层洁净抗腐蚀的新表层。由于不使用酸液，整个作用过程的原材料只使用水与精炼钢砂，且用后的钢砂可以回收，全程将不会产生任何有害废料。与传统工艺相比：

- 1) EPS 过程是纯物理过程，不产生有害废料，加工后钢材上无锈无尘无化学残留，无有害物排放；
- 2) 由于经过 EPS 处理后的钢材无需上油，在后期使用的过程中较之于表面含油的钢材切割、焊接更有效率，更加精准；更不会由于高温而产生油雾等影响操作人健康的副产品；
- 3) EPS 的水铁混合可以做到完全无尘，同时其使用的精炼钢砂可以进行高达 1000 次的重复使用；
- 4) 展开—处理—卷回一步到位的整体解决方案，板材处理者无需额外购买机器，配置人工，节省更多附加成本。

图 30: EPS 浆化打磨过程



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

EPS 设备价值创造百亿市场，公司未来发展潜力大。中国产业信息网发布的《2013-2018 年中国表面处理行业运行形势与未来发展前景预测报告》指出：EPS 设备所处理的钢材主要是热轧碳钢板卷，同时，EPS 设备也具有更快的处理硬度更大的高碳钢、合金钢，甚至是必须使用强度更大的氢氟酸进行酸洗的不锈钢材的能力（无法处理非钢材质板材、非板型钢材如钢筋、棒材等），未来市场前景广阔。每台 EPS 设备年处理板材能力为 12 万吨，以 2013 年我国钢材产量为基准，EPS 设备在我国整体市场容量如下表：

表 8: 中国 EPS 设备市场容量测算

处理材料类型	2013 年钢材产量 (万吨)	对应设备需求 (台)	市场容量 (初始定价, 亿元)
仅处理热轧碳钢板卷	806	68	10.64
处理热轧+冷轧碳钢板卷	3,767	314	49.28
热轧+冷轧碳钢板卷+中板	7,575	632	99.03

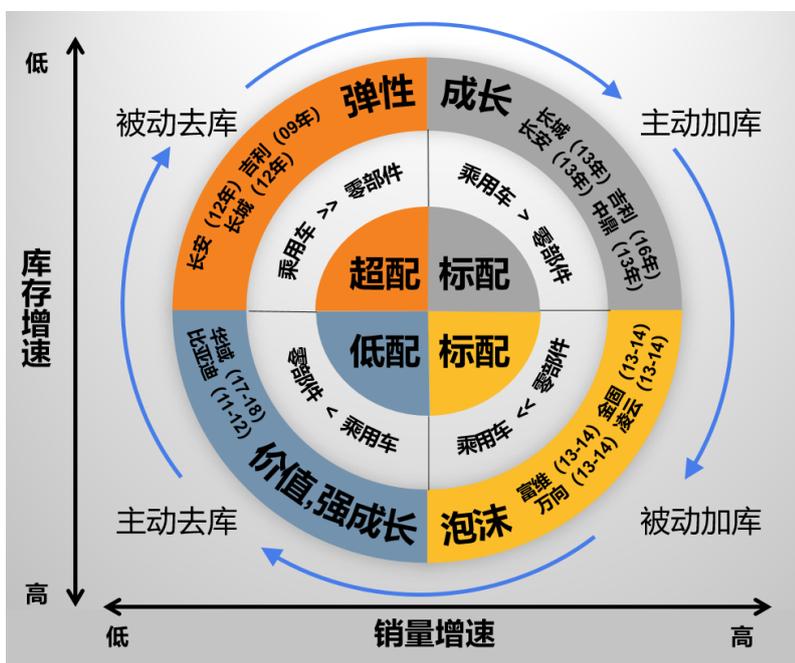
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

5. 市场转向“成长”风格，布局高成长零部件

根据我们 18 年底发布的天风汽车投资时钟报告，我们通过研究 A 股汽车个股表现与汽车需求周期，总结出汽车板块投资的周期属性，并详细分析了各个阶段汽车板块的大类配置建议。

根据天风汽车投资时钟，我们更关注同比增速的变化。我们发现行业库存同比增速从 18 年 11 月的 7.4% 快速下降到 18 年 12 月的 0.9%，19 年 1 月的库存系数也从 18 年 12 月的 66.1% 下降到 58.9%，尽管库存预警系数仍然位于警戒线之上，但库存压力相比 18 年底已大幅减轻，符合我们此前认为行业库存正在加速去化的判断：**目前行业处在主动去库和被动去库的分界线上**。去年底我们根据投资时钟逻辑推荐的“弹性”标的：长城、长安已经充分体现，现在我们认为市场将进入汽车投资时钟阶段三的“成长”，近期市场大趋势在科创思路上的电动智能、自动驾驶、智能出行、新零售等概念题材，可以提前进行“成长”风格的布局。

图 31：天风汽车投资时钟



资料来源：天风证券研究所

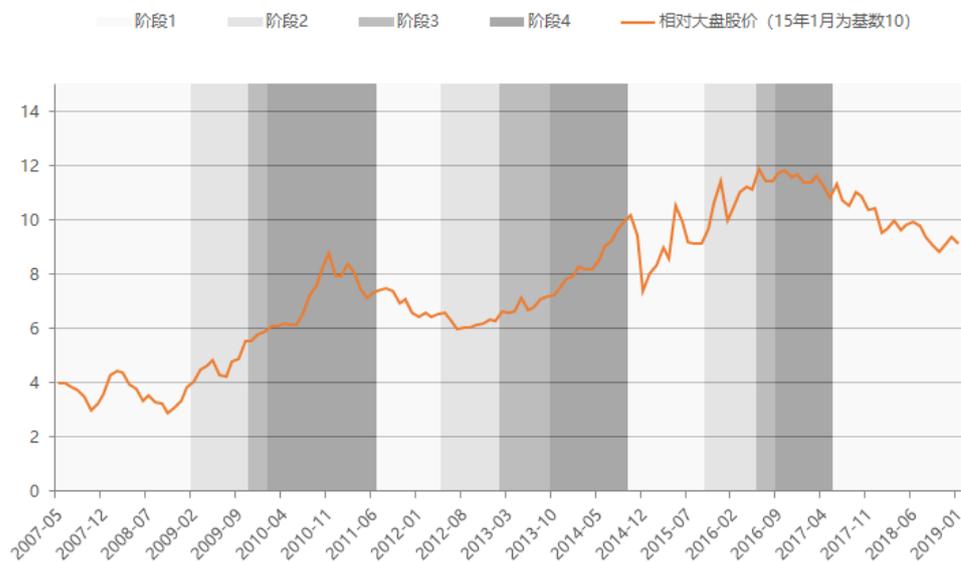
图 32：汽车库存周期（%）



资料来源：中汽协、国家统计局，天风证券研究所

弹性、成长概念先行。尽管我们定义了大的板块配置建议，但板块轮动也是投资中需要重视的方面，在每一次阶段二、三中，零部件板块（尤其是高弹性高成长标的）在一些时间也能够跑出很好的相对收益。金固股份与阿里巴巴合作的汽车新零售模式与金固 EPS 环保高端设备均具备高弹性高成长特质。

图 33：汽车零部件板块相对受益图



资料来源：wind，天风证券研究所

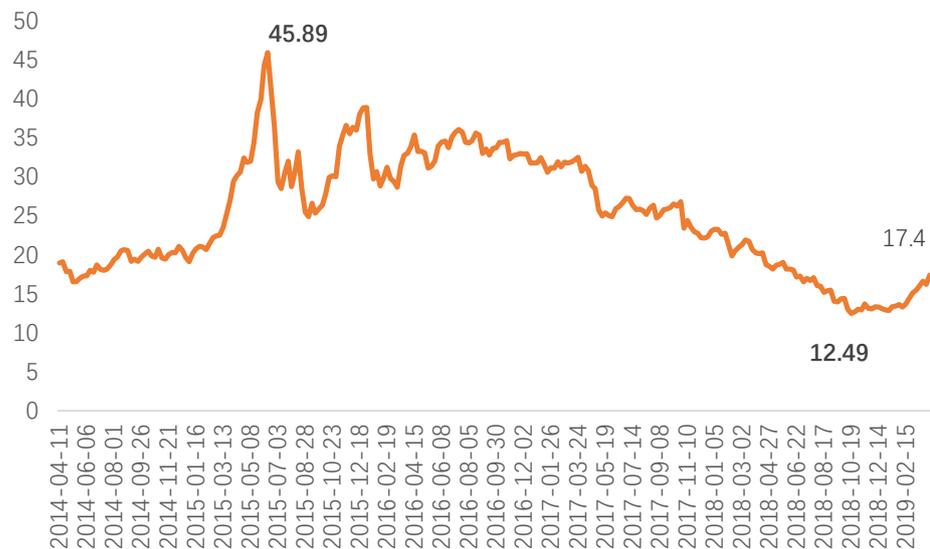
6. 投资建议

盈利预测：预计公司 2018-2020 年营收分别为 27.2 (-10%) /26.2 (-4%) /31.5 (+20%) 亿元，归母净利润分别为 1.7(+215%)/3.0(+75%)/4.4(+48%)亿元，EPS 分别为 0.17/0.29/0.43 元，对应 PE 分别为 64/37/25 倍。我们测算，2018-2020 年主要板块业务利润贡献分别为：传统钢轮制造贡献 0.9/1.4/2.0 亿元；EPS 高端设备贡献 0.4/0.8/1.2 亿元；汽车后市场服务分别为 0.4/0.7/1.2 亿元。

分部估值定价法：由于公司 PE 远超零部件行业中枢估值，而且汽车后市场业务具备发展前景，我们采用各大板块业务分部估值定价法，**推算出公司目标市值 150 亿元。**

- 1) 传统钢轮制造业务 2019 年预计贡献约 1.4 亿元净利润，零部件行业 PE 近 5 年来波动较大，区间为 12~46 倍，作为钢轮细分板块龙头，保守给予公司传统钢轮制造行业中枢 PE 17.4 倍，**钢轮业务估值约为 24 亿元**；EPS 高端设备 2019 年贡献约 0.8 亿净利润，行业内该业务稀缺性强，年复合增速接近 100%，鉴于高成长性给予 50 倍 PE，得出 **EPS 环保设备估值约 40 亿元。**

图 34：申万汽车零部件 II 指数 PE-TTM（周度）



资料来源：wind，天风证券研究所

- 2) 汽车新零售分为“汽车超人（控股 80%）+新康众（持股 20%）”。康众汽配上一轮一级市场融资估值区间为 20-25 亿元，我们认为，阿里巴巴的加入，不仅为新康众资本注入 16 亿元，更是要看到天猫车站后市场品类运营权的价值溢价（约 20-30 亿元左右），因此阿里巴巴约 41 亿元的估值占新康众持股比例 46.97%，而金固股份持有的 20%股权约值 17.5 亿元；汽车超人在后市场服务平台业务上，可类比途虎养车（门店数量均为全国几百家，预计工位总数及单店产值相仿），途虎养车 E 轮融资后估值约 77 亿元，汽车超人作为金固股份旗下控股公司在二级市场拥有流动性优势，预计汽车超人股权估值在 80-90 亿元区间内，按 85 亿计算金固股份的 80%股权约值 68 亿元。**公司汽车新零售目前总估值约 86 亿元。**

汽车新零售长期估值有望破 600 亿，类比美国汽车售后巨头。汽车超人在三年内规划将全国认证门店发展至 5,000 家，规模接近美国四大巨头；根据目前中美汽车售后单店产值的差异（中国约为美国 1/2），预计汽车超人未来单店净利润可达 9.4 万美元左右，整体净利润达 4.7 亿美元（折合人民币 31 亿元），按 20 倍 PE 计算长期估值有望突破 600 亿元。

表 9：汽车超人与美国汽车售后四大巨头对比

	2017 年营收 (亿美元)	2017 年净利润 (亿美元)	网点数量	单店净利润 (万美元)
AutoZone	109	21	全球约 6200 家	34
GPC/NAPA	163	6	美国约 6000 家	10
ORLY	90	11	美国约 5200 家	21
AAP	94	5	全球约 5000 家	10
平均	114	10.75	5600	18.75
汽车超人			三年内规划 5000 家	预计 9.4 万美元左右

资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

公司传统制造依靠高端设备修复，新业务后市场服务模式升级触发弹性。根据分部估值定价测算，公司目标市值 150 亿元，对应目标价 14.83 元，首次覆盖给予“买入”评级。

7. 风险提示

钢材原材料价格波动风险；车市下行风险；汽车后市场竞争加剧风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	775.48	3,004.42	2,713.58	2,617.89	3,145.68
应收账款	285.13	420.78	183.59	399.47	301.14
预付账款	176.57	199.52	62.34	202.69	112.26
存货	641.50	718.18	478.85	628.19	670.57
其他	268.24	138.19	159.84	176.93	158.76
流动资产合计	2,146.93	4,481.10	3,598.20	4,025.18	4,388.40
长期股权投资	302.47	310.26	320.26	330.26	340.26
固定资产	1,138.69	1,112.79	1,229.85	1,321.62	1,391.54
在建工程	161.38	186.88	172.13	193.28	187.97
无形资产	227.41	274.07	296.65	327.69	350.48
其他	264.74	821.90	852.88	1,042.04	1,231.94
非流动资产合计	2,094.70	2,705.90	2,871.76	3,214.88	3,502.19
资产总计	4,241.63	7,186.99	6,469.95	7,240.06	7,890.58
短期借款	1,571.48	1,297.81	1,028.73	1,341.82	1,285.47
应付账款	235.00	266.60	164.33	223.13	231.43
其他	675.28	1,109.35	772.77	771.86	1,085.22
流动负债合计	2,481.76	2,673.77	1,965.83	2,336.82	2,602.12
长期借款	100.00	206.85	0.00	84.27	10.07
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	224.73	157.10	172.81	190.10	209.11
非流动负债合计	324.73	363.96	172.81	274.36	219.18
负债合计	2,806.50	3,037.72	2,138.65	2,611.18	2,821.30
少数股东权益	26.82	26.99	90.54	91.43	92.75
股本	508.48	674.14	1,011.20	1,011.20	1,011.20
资本公积	841.21	3,352.45	3,015.38	3,015.38	3,015.38
留存收益	896.07	3,461.29	3,229.56	3,526.25	3,965.33
其他	(837.46)	(3,365.59)	(3,015.38)	(3,015.38)	(3,015.38)
股东权益合计	1,435.13	4,149.27	4,331.31	4,628.88	5,069.29
负债和股东权益总	4,241.63	7,186.99	6,469.95	7,240.06	7,890.58

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	(139.93)	54.16	169.91	296.68	439.09
折旧摊销	130.16	158.34	84.07	95.35	105.60
财务费用	51.51	29.50	(25.98)	(22.22)	(22.55)
投资损失	(5.75)	(25.64)	(30.00)	(50.00)	(100.00)
营运资金变动	(293.42)	(964.58)	237.35	(648.42)	271.54
其它	178.95	363.70	59.03	(3.62)	(3.19)
经营活动现金流	(78.47)	(384.52)	494.39	(332.22)	690.48
资本支出	323.65	277.15	193.25	222.03	174.00
长期投资	200.84	7.78	10.00	10.00	10.00
其他	(762.55)	(262.98)	(382.21)	(416.82)	(272.49)
投资活动现金流	(238.06)	21.95	(178.96)	(184.80)	(88.49)
债权融资	1,701.78	1,739.50	1,158.67	1,557.78	1,461.03
股权融资	(34.82)	2,630.76	39.12	22.22	22.55
其他	(1,354.99)	(1,774.35)	(1,804.07)	(1,158.67)	(1,557.78)
筹资活动现金流	311.97	2,595.91	(606.28)	421.33	(74.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(4.56)	2,233.33	(290.85)	(95.69)	527.79

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,271.91	3,011.16	2,719.66	2,623.76	3,152.74
营业成本	1,965.12	2,513.53	2,154.66	1,992.67	2,337.77
营业税金及附加	13.11	20.13	10.88	10.50	12.61
营业费用	280.26	271.32	142.24	144.31	173.40
管理费用	176.06	227.05	163.18	157.43	189.16
财务费用	38.50	29.22	(25.98)	(22.22)	(22.55)
资产减值损失	10.37	17.97	36.00	50.00	60.00
公允价值变动收益	0.00	(4.51)	(4.51)	(4.51)	(4.51)
投资净收益	5.75	25.64	30.00	50.00	100.00
其他	(11.49)	(124.89)	(50.97)	(90.97)	(190.97)
营业利润	(205.77)	35.72	264.17	336.57	497.84
营业外收入	23.21	1.63	4.30	5.00	6.00
营业外支出	3.55	3.52	3.18	3.42	3.37
利润总额	(186.11)	33.83	265.29	338.15	500.46
所得税	(46.18)	(20.33)	31.83	40.58	60.06
净利润	(139.93)	54.16	233.45	297.57	440.41
少数股东损益	(1.77)	0.17	63.55	0.89	1.32
归属于母公司净利润	(138.16)	53.98	169.91	296.68	439.09
每股收益(元)	(0.14)	0.05	0.17	0.29	0.43

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	49.10%	32.54%	-9.68%	-3.53%	20.16%
营业利润	-976.42%	-117.36%	639.67%	27.40%	47.91%
归属于母公司净利润	-394.27%	-139.07%	214.74%	74.61%	48.00%
获利能力					
毛利率	13.50%	16.53%	20.77%	24.05%	25.85%
净利率	-6.08%	1.79%	6.25%	11.31%	13.93%
ROE	-9.81%	1.31%	4.01%	6.54%	8.82%
ROIC	-6.85%	4.94%	10.12%	14.40%	16.63%
偿债能力					
资产负债率	66.17%	42.27%	33.06%	36.07%	35.76%
净负债率	-27.90%	7.93%	-39.39%	-37.45%	-30.86%
流动比率	0.87	1.68	1.83	1.72	1.69
速动比率	0.61	1.41	1.59	1.45	1.43
营运能力					
应收账款周转率	8.10	8.53	9.00	9.00	9.00
存货周转率	3.74	4.43	4.54	4.74	4.86
总资产周转率	0.57	0.53	0.40	0.38	0.42
每股指标(元)					
每股收益	-0.14	0.05	0.17	0.29	0.43
每股经营现金流	-0.08	-0.38	0.49	-0.33	0.68
每股净资产	1.39	4.08	4.19	4.49	4.92
估值比率					
市盈率	-78.53	200.99	63.86	36.57	24.71
市净率	7.70	2.63	2.56	2.39	2.18
EV/EBITDA	-237.04	43.62	26.47	21.55	13.78
EV/EBIT	-54.63	-339.64	35.81	28.08	16.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com