

# 金固股份 (002488)

证券研究报告

2019年04月27日

## 制造业务毛利稳定，汽车后市场升级新零售

### 事件

公司发布 2018 年报和 2019 年一季报：2018 全年营收 27 亿元（同比-9%），归母净利 1.64 亿元（同比+204%）；2019 年一季度营收 4.65 亿元（同比-25%），归母净利 2,871 万元（同比-22%）。

### 点评

**制造业务：钢轮毛利率稳定，EPS 环保高端设备高速增长。钢轮制造为公司目前核心业务（2018 年营收占比高达 51.43%），需求与汽车周期基本同步，2018 年汽车景气度低迷导致钢轮业务销售下滑（2018 全年钢轮营收 13.9 亿元，同比-1.17%），或拖累 2019 年一季度整体财务数据；但 2018 全年钢轮毛利率维持 20%以上，体现公司在该领域的核心竞争优势。预计 2019 年汽车消费有望随刺激政策提振，钢轮业务大概率于 2019 年下半年复苏；同时，公司的“阿凡达项目”从技术上大幅降低钢轮重量，未来有望替代铝轮，在量产过程中实现量价齐升。EPS 高端环保设备市场容量近百亿，公司于 2014 年取得美国 TMW 公司在中国范围内的独家 EPS 技术使用权，该技术已被列入国家“十三五”《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》，并被中国环保产业协会评选为《国家重点环境保护实用技术目录》；设备客户涵盖面广，包含汽车零部件企业、特钢企业、钢材加工中心等；2018 全年营收突破 1.5 亿元（同比+44.48%），技术稀缺的情况下毛利率高达 47.91%，预计未来 1-2 年维持高速增长。**

**汽车后市场新零售业务：“新康众+汽车超人”行业数字化先行者。**公司自 2013 年起深耕汽车后市场，创立汽车超人项目。2018 年 8 月，公司将旗下汽车超人供应链业务与阿里天猫汽车、康众汽配相关业务进行战略重组，成立新康众，阿里为第一大股东，金固为第二大股东。**汽车新零售模式升级：新康众通过提供线上流量和供应链仓配能力成为行业基础设施建设者；汽车超人则通过信息数字化手段赋能改造线下汽修门店。**新康众加入后，整套生态系统拥有天猫、淘宝后市场业务（除汽车用品外）独家运营权，共享天猫汽车后市场零售平台海量车主数据，铸造竞争壁垒。2018 全年汽车后市场营收 9.56 亿元（同比-13.56%），我们认为主要原因在于汽车后市场业务处于转型升级过程中，随着汽车超人门店不断扩张，汽车新零售模式将赋予该板块业务较大弹性。

### 投资建议

**公司传统制造修复在即，新业务后市场服务模式升级触发弹性。**盈利预测：由于汽车行业周期及新零售业务磨合期影响，公司一、二季度短期业绩略有波动，下半年有望迎接拐点；预计 2019-2021 年公司归母净利分别为 3.0/4.4/5.4 亿元，EPS 分别为 0.30/0.44/0.53 元，对应 PE 33/22/18 倍；我们认为，公司在未来汽车后市场服务领域具备龙头特征，同时 EPS 环保高端设备高速增长，按照分部估值法推算，公司目标市值 150 亿元（钢轮制造 24 亿元/环保设备 40 亿元/汽车新零售 86 亿元），维持“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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,011.16	2,736.45	2,606.55	3,029.24	3,741.40
增长率(%)	32.54	(9.12)	(4.75)	16.22	23.51
EBITDA(百万元)	137.79	467.43	456.62	615.64	741.39
净利润(百万元)	53.98	164.22	301.67	440.18	537.81
增长率(%)	(139.07)	204.20	83.70	45.91	22.18
EPS(元/股)	0.05	0.16	0.30	0.44	0.53
市盈率(P/E)	181.70	59.73	32.51	22.28	18.24
市净率(P/B)	2.38	2.46	2.25	2.14	2.02
市销率(P/S)	3.26	3.58	3.76	3.24	2.62
EV/EBITDA	43.62	11.71	17.86	13.19	10.53

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（维持评级）
当前价格	9.7 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)	9,808.68
流通 A 股市值(百万元)	7,457.44
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

1 《金固股份-首次覆盖报告:主业历史新高，汽车后市场夺冠热门》  
2019-04-08

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,004.42	2,167.45	2,064.56	2,399.36	2,963.43
应收票据及应收账款	388.67	407.98	171.25	501.91	329.51
预付账款	199.52	149.22	153.16	194.45	223.26
存货	718.18	668.67	507.33	798.92	777.11
其他	170.30	186.50	201.91	207.32	219.24
<b>流动资产合计</b>	<b>4,481.10</b>	<b>3,579.82</b>	<b>3,098.22</b>	<b>4,101.96</b>	<b>4,512.54</b>
长期股权投资	310.26	894.46	994.46	1,144.46	1,344.46
固定资产	1,112.79	1,055.07	1,145.02	1,200.79	1,235.95
在建工程	186.88	294.93	236.96	232.17	211.30
无形资产	274.07	269.06	284.97	288.44	283.76
其他	821.90	1,185.24	793.04	778.37	630.10
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,705.90</b>	<b>3,698.76</b>	<b>3,454.45</b>	<b>3,644.24</b>	<b>3,705.58</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,186.99</b>	<b>7,278.58</b>	<b>6,552.67</b>	<b>7,746.20</b>	<b>8,218.12</b>
短期借款	1,297.81	1,659.79	1,161.12	1,530.01	1,864.19
应付票据及应付账款	971.96	879.44	567.45	1,109.52	969.56
其他	403.99	206.85	257.84	294.93	298.82
<b>流动负债合计</b>	<b>2,673.77</b>	<b>2,746.08</b>	<b>1,986.41</b>	<b>2,934.46</b>	<b>3,132.57</b>
长期借款	206.85	398.46	0.00	40.62	43.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	157.10	115.27	165.70	146.02	142.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>363.96</b>	<b>513.72</b>	<b>165.70</b>	<b>186.64</b>	<b>186.12</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,037.72</b>	<b>3,259.80</b>	<b>2,152.11</b>	<b>3,121.11</b>	<b>3,318.69</b>
少数股东权益	26.99	34.00	37.05	41.50	46.93
股本	674.14	1,011.20	1,011.20	1,011.20	1,011.20
资本公积	3,352.45	3,029.53	3,029.53	3,029.53	3,029.53
留存收益	3,461.29	3,201.47	3,352.31	3,572.40	3,841.30
其他	(3,365.59)	(3,257.42)	(3,029.53)	(3,029.53)	(3,029.53)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,149.27</b>	<b>4,018.78</b>	<b>4,400.56</b>	<b>4,625.10</b>	<b>4,899.43</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>7,186.99</b>	<b>7,278.58</b>	<b>6,552.67</b>	<b>7,746.20</b>	<b>8,218.12</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	54.16	162.23	301.67	440.18	537.81
折旧摊销	158.34	161.81	84.19	92.24	99.07
财务费用	29.50	61.94	18.51	7.37	12.46
投资损失	(25.64)	(374.62)	(299.70)	(329.66)	(346.15)
营运资金变动	(967.02)	(824.66)	380.77	(266.37)	52.91
其它	366.15	374.47	4.36	4.98	4.64
<b>经营活动现金流</b>	<b>(384.52)</b>	<b>(438.84)</b>	<b>489.81</b>	<b>(51.26)</b>	<b>360.74</b>
资本支出	277.15	834.47	81.65	166.38	112.38
长期投资	7.78	584.21	100.00	150.00	200.00
其他	(262.98)	(1,531.90)	(14.03)	(133.41)	(124.91)
<b>投资活动现金流</b>	<b>21.95</b>	<b>(113.22)</b>	<b>167.62</b>	<b>182.96</b>	<b>187.46</b>
债权融资	1,739.50	2,073.41	1,254.55	1,685.11	1,982.34
股权融资	2,630.76	(219.49)	209.39	(7.37)	(12.46)
其他	(1,774.35)	(1,948.72)	(2,224.24)	(1,474.64)	(1,954.02)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,595.91</b>	<b>(94.80)</b>	<b>(760.30)</b>	<b>203.09</b>	<b>15.86</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>2,233.33</b>	<b>(646.86)</b>	<b>(102.88)</b>	<b>334.80</b>	<b>564.07</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,011.16</b>	<b>2,736.45</b>	<b>2,606.55</b>	<b>3,029.24</b>	<b>3,741.40</b>
营业成本	2,513.53	2,308.76	2,116.81	2,351.25	2,836.84
营业税金及附加	20.13	15.07	10.43	12.12	14.97
营业费用	271.32	217.07	195.49	218.11	269.38
管理费用	227.05	201.80	143.36	172.67	224.48
研发费用	0.00	60.04	39.10	45.44	56.12
财务费用	29.22	18.90	18.51	7.37	12.46
资产减值损失	17.97	61.50	29.94	36.47	42.64
公允价值变动收益	(4.51)	4.22	1.31	0.53	(0.79)
投资净收益	25.64	374.62	299.70	329.66	346.15
其他	(124.89)	(773.45)	(602.01)	(660.40)	(690.71)
<b>营业利润</b>	<b>35.72</b>	<b>247.92</b>	<b>353.92</b>	<b>516.02</b>	<b>629.86</b>
营业外收入	1.63	5.89	4.30	5.00	6.00
营业外支出	3.52	4.63	3.90	4.01	4.18
<b>利润总额</b>	<b>33.83</b>	<b>249.18</b>	<b>354.32</b>	<b>517.01</b>	<b>631.68</b>
所得税	(20.33)	86.96	49.61	72.38	88.44
<b>净利润</b>	<b>54.16</b>	<b>162.23</b>	<b>304.72</b>	<b>444.63</b>	<b>543.24</b>
少数股东损益	0.17	(1.99)	3.05	4.45	5.43
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>53.98</b>	<b>164.22</b>	<b>301.67</b>	<b>440.18</b>	<b>537.81</b>
每股收益(元)	0.05	0.16	0.30	0.44	0.53

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	32.54%	-9.12%	-4.75%	16.22%	23.51%
营业利润	-117.36%	594.16%	42.76%	45.80%	22.06%
归属于母公司净利润	-139.07%	204.20%	83.70%	45.91%	22.18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.53%	15.63%	18.79%	22.38%	24.18%
净利率	1.79%	6.00%	11.57%	14.53%	14.37%
ROE	1.31%	4.12%	6.91%	9.60%	11.08%
ROIC	4.94%	8.39%	11.63%	16.60%	19.07%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	42.27%	44.79%	32.84%	40.29%	40.38%
净负债率	-30.49%	-2.34%	-18.41%	-15.44%	-20.02%
流动比率	1.68	1.30	1.56	1.40	1.44
速动比率	1.41	1.06	1.30	1.13	1.19
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.40	6.87	9.00	9.00	9.00
存货周转率	4.43	3.95	4.43	4.64	4.75
总资产周转率	0.53	0.38	0.38	0.42	0.47

每股指标(元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.05	0.16	0.30	0.44	0.53
每股经营现金流	-0.38	-0.43	0.48	-0.05	0.36
每股净资产	4.08	3.94	4.32	4.53	4.80

估值比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率	181.70	59.73	32.51	22.28	18.24
市净率	2.38	2.46	2.25	2.14	2.02
EV/EBITDA	43.62	11.71	17.86	13.19	10.53
EV/EBIT	-339.64	17.59	21.90	15.52	12.16

### 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