

# 石化钢结构爆发增长，轮毂业务剩者为王 买入（首次）

2020 年 12 月 30 日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,636	3,138	4,061	5,300
同比（%）	-9.2%	19.0%	29.4%	30.5%
归母净利润（百万元）	82	114	178	257
同比（%）	1.0%	37.9%	56.6%	44.6%
每股收益（元/股）	0.12	0.16	0.25	0.37
P/E（倍）	31.57	22.89	14.62	10.11

## 投资要点

■ **稳健发展的细分制造业隐形冠军**：公司目前主营业务为钢结构及汽车车轮的研发、设计、生产及销售。出口业务受疫情影响不及预期，但公司及时调整业务布局，双主业驱动稳健发展。上半年实现营业收入 130922.63 万元，同比 3.27%；归母净利 3891.97 万元，同比下降 9.06%。

## ■ 石化钢结构强者恒强

- ✓ **工业钢结构迎着政策东风**。我国制造业不断扩张，2019 年我国装配式建筑新开工面积为 41800 万平方米，较 2018 年增长了 45%。目前国内石化项目订单充足，未来 3-4 年内东南沿海石化项目拟投资总金额达到 8,400 亿元，按照 3%-5%的比例，公司覆盖区域的石化钢结构的容量大概在 252 亿-420 亿。
- ✓ **日上集团强者恒强**：2020 年上半年，公司钢结构业务继续深耕细分领域，上半年实现营业收入 61920 万元，同比增长 3.49%。公司资质实力雄厚，拥有丰富的大型项目经验，市场发展环境良好，持有 ISO9001 等丰富的资格认证，公司钢结构业务稳中有升。

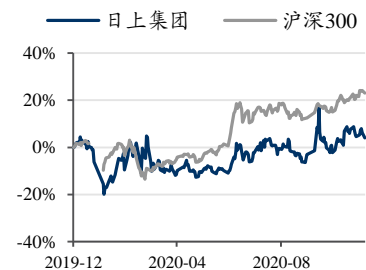
## ■ 汽车轮毂：中期成长空间巨大

- ✓ **钢轮行业：剩者为王**。2019 年，在汽车行业整体下行的大背景下，公司汽车钢轮业务营业收入实现 11.01 亿元，同比仍增长 2.38%，实现了逆势上升；毛利率 16.01%，也相较去年有所提升。公司拥有先进的技术为基础，销售渠道遍布世界各国，形成国内外 OE 市场、AM 市场共同发展的良好格局。
- ✓ **公司优化布局，进军铝轮业务**：公司推出锻造铝合金轮毂以契合市场日趋环保，降低排放的需求。自行研发的锻造铝圈已经通过了美国 SMITHERS、美国 STL、德国 TÜV 测试认证，客户反馈良好，目前第一期投入已经实现量产。本次轻量化锻造铝合金轮毂智能制造项目达产后，合计可实现 150 万只铝合金轮毂的年产能，达产后新增年销售收入将超过 10 亿元，年新增净利润将超过 1 亿元。

■ **盈利预测与投资评级**：预计公司 2020~2022 年实现营收分别为 31.4 亿元、40.6 亿元、53.0 亿元，同比增速分别为 19.0%、29.4%、30.5%；实现归属母公司股东净利润分别为 1.1 亿元、1.8 亿元、2.6 亿元，同比增速分别为 37.9%、56.6%、44.6%，对应 PE 分别为 22.89、14.62、10.11 倍。考虑国内装配式建筑和绿色建筑钢结构稳步发展，公司作为优质工业钢结构生产商将受益；汽车产销持续回暖，公司铝轮项目逐步放量带来新的营收增长点。因此首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ **风险提示**：宏观经济政策变化；主要原材料价格波动；国际市场对出口业务影响，汇率波动。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	3.71
一年最低/最高价	2.90/4.72
市净率(倍)	1.34
流通 A 股市值(百万元)	2601.12

## 基础数据

每股净资产(元)	2.78
资产负债率(%)	53.44
总股本(百万股)	701.11
流通 A 股(百万股)	467.73

## 相关研究

## 内容目录

<b>1. 金属制品细分行业隐形冠军</b>	<b>5</b>
1.1. 区域金属制品龙头	5
1.2. 双主业驱动稳健发展	6
<b>2. 钢结构迎着政策东风，石化钢结构引领增长</b>	<b>7</b>
2.1. 工业厂房受益装配式建筑热潮	7
2.2. 稳步增长的工业钢结构	9
2.3. 石化钢结构爆发式增长	10
2.3.1. 石化钢结构：能源需求与投资增长趋势明确	10
2.3.2. 水电燃气投资与对外承包高增长	11
2.3.3. 国内大炼化项目需求拉动	12
2.3.4. 国际石化项目订单充足	14
<b>3. 公司在石化钢结构优势明显</b>	<b>15</b>
3.1. 区域布局完善，四大基地协调发展	15
3.2. 大型项目经验丰富	16
3.3. 客户资源与资格认证	18
<b>4. 钢轮业务：剩者为王</b>	<b>19</b>
4.1. 钢制轮毂：交运设备基础零部件	19
4.2. 钢轮毂行业需求平稳增长	21
4.2.1. 汽车行业稳健增长	21
4.2.2. 轮毂市场未来持续扩大	22
4.3. 钢轮毂行业现状：寡头竞争、快速洗牌	23
4.3.1. 竞争对手转型	23
4.3.2. 型钢钢轮企业退出	23
4.3.3. 客户需求提高，OEM 抢占市场	24
4.3.4. 成本上升倒逼部分企业退出	25
4.3.5. 美国反倾销导致市场萎缩	25
4.4. 日上集团剩者为王	27
4.4.1. 海外基地优势明显	27
4.4.2. 客户及技术优势	28
4.4.3. 规模效应，效益高于对手	29
<b>5. 优化布局，进军铝轮业务</b>	<b>30</b>
5.1. 铝轮行业：铝轮替代钢轮，铸造铝轮替代铸造铝轮	30
5.2. 铝轮市场未来增长可期	31
5.2.1. 增长因素一：轿车高端化	33
5.2.2. 增长因素二：商用车轻量化	33
5.2.3. 增长因素三：个性化车轮毂改装市场	34
5.3. 公司进军铝轮业务	35
<b>6. 盈利预测与投资建议</b>	<b>36</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>38</b>

## 图表目录

图 1: 股权结构 (2020 年 12 月 29 日)	5
图 2: 业务发展历程	6
图 3: 公司各项业务收入占比变化情况	7
图 4: 2020 上半年公司各项业务收入占比	7
图 5: 公司营业收入及同比增长 (亿元)	7
图 6: 净利润及同比 (万元)	7
图 7: 石化钢结构应用于炼化项目	10
图 8: 石化钢结构应用于化工项目	10
图 9: 石油化工固定资产投资 (亿元)	11
图 10: 对外直接投资存量: 电力、燃气及水的生产和供应业 (万美元)	12
图 11: 对外承包工程业务新签合同额 (亿美元)	12
图 12: 漳州翔鹭石化项目	15
图 13: 南海壳牌 LOP 项目	15
图 14: 公司厂区展示	15
图 15: 大型工程项目——重庆合川电厂	16
图 16: 台积电 14 P6-P7 项目	16
图 17: 公司部分项目一览	17
图 18: 公司钢结构营业收入 (亿元)	17
图 19: 公司钢结构产量 (万吨)	17
图 20: 国际国内资质证书 (2020 年)	18
图 21: 公司客户 (2020 年)	19
图 22: 汽车轮毂材料分类	20
图 23: 钢制车轮分类及特征分析	20
图 24: 中国重卡汽车产量	21
图 25: 我国汽车产量	22
图 26: 钢制轮毂产量 (万件)	22
图 27: 2020-25 中国钢制车轮行业市场规模及增速预测	22
图 28: 国内钢轮企业产能 (单位: 万只)	23
图 29: 公司无内胎轮毂与型钢轮毂利润占比	24
图 30: 四大主要生产企业的产量占比	24
图 31: 公司钢制轮毂利润率 (%)	25
图 32: 钢制轮毂出口金额 (亿元)	26
图 33: 厦门无内胎生产线	27
图 34: 越南生产基地工厂平面布置图	27
图 35: 主要企业钢制轮毂产量占比	29
图 36: 同行业公司净利润对比 (亿元)	29
图 37: 全球汽车铝轮产量及增速	32
图 38: 全国汽车铝轮产量及增速	32
图 39: 国内价格 25 万元以上乘用车销量	33
表 1: 公司发展历程	5

表 2: 2018 年钢结构项目分布表.....	8
表 3: 石化钢部分政策支持一览.....	11
表 4: 部分投资额 10 亿以上的石化项目或规划.....	13
表 5: 2020 年中国石油天然气企业在海外的部分中标情况.....	14
表 6: 无内胎车轮优势.....	24
表 7: 近年反倾销反补贴调查.....	26
表 8: 分地区重点业务营业收入构成 (2019 年) .....	28
表 9: 公司资质和体系认证.....	28
表 10: 公司技术研发创新点.....	29
表 11: 同行业公司情况对比.....	30
表 12: 铝轮五大优势.....	30
表 13: 铝合金轮毂工艺对比.....	31
表 14: 铝轮主要企业情况.....	32
表 15: 锻造铝轮支持政策.....	34
表 16: 热熔铸造与智能锻造工艺区别.....	35
表 17: 热熔铸造与智能锻造成本区别.....	36
表 18: 公司分业务营收毛利预测 (单位: 百万元) .....	37
表 19: 可比公司估值 (2020 年 12 月 29 日) .....	38

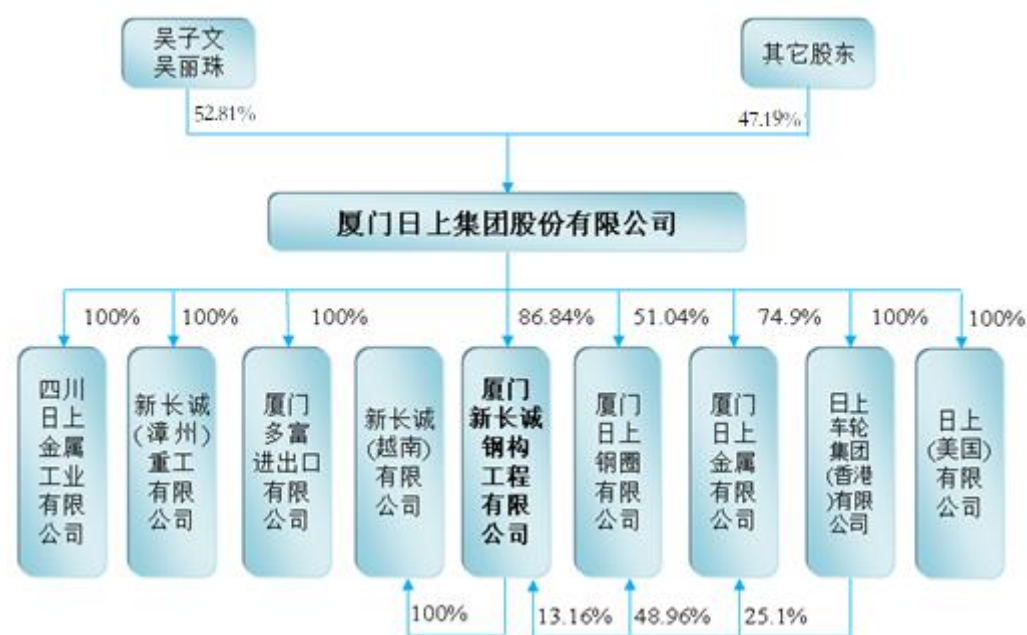
## 1. 金属制品细分行业隐形冠军

### 1.1. 区域金属制品龙头

厦门日上集团股份有限公司创立于 1995 年 8 月，专业从事钢制品的研发、制造与销售，主要产品有钢结构、预制 PC 与汽车钢圈。钢结构产品有厂房钢构与设备钢构等钢结构系统产品；汽车钢圈产品有无内胎钢圈与型钢钢圈，产品系列已基本满足全球卡车用户的需求。

日上集团及其旗下的厦门日上钢圈有限公司、厦门日上金属有限公司、四川日上金属工业有限公司和新长诚(越南)有限公司等五家子公司从事载重钢轮业务。日上集团旗下的厦门新长诚钢构工程有限公司、新长诚（漳州）重工有限公司、四川日上金属工业有限公司及新长诚(越南)有限公司等四家子公司从事钢结构业务。

图 1：股权结构（2020 年 12 月 29 日）



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

公司十大股东和公司高管持股长期稳定。公司控股股东与实际控制人均为吴子文、吴丽珠，持有公司 52.81% 的股份。吴子文是公司董事长和主要创始人，拥有多年钢铁行业从业经验和公司治理经验。

表 1：公司发展历程



1995 年 08 月	成立“厦门日上车轮集团股份有限公司”(旧名有: 厦门日上实业有限公司、厦门日上车轮集团有限公司)
2003 年 01 月	钢圈产品获厦门市科学技术成果认定
2005 年 12 月	投资成立“厦门日上钢圈有限公司”
2006 年 10 月	通过 ISO/TS16949 国际汽车质量体系认证
2006 年 12 月	投资成立“厦门日上金属有限公司”
2008 年 01 月	投资成立“新长诚(越南)有限公司”
2009 年 08 月	公司及子公司厦门新长诚被认定为高新技术企业
2010 年 04 月	投资成立“四川日上金属工业有限公司”
2010 年 05 月	“22.5 系列轻量化无内胎钢圈”被认定为国内领先水平
2011 年 06 月	公司整体在深圳证券交易所上市, 股票代码: 002593
2015 年 05 月	公司完成 5.25 亿的非公开发行, 用于建设“绿色建筑工业化集成系统(一期)项目”
2015 年 06 月	公司名称更改为“厦门日上集团股份有限公司”

数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

## 1.2. 双主业驱动稳健发展

公司目前主营业务为钢结构及汽车车轮的研发、设计、生产及销售。公司的钢结构产品主要包括建筑钢结构、设备钢结构以及钢结构桥梁三大类产品; 汽车车轮产品包括无内胎钢轮、型钢钢轮和锻造铝轮三大类别, 其中无内胎钢轮与型钢钢轮为当前的主要量产产品, 锻造铝轮为公司未来产品发展的重要方向。

图 2: 业务发展历程

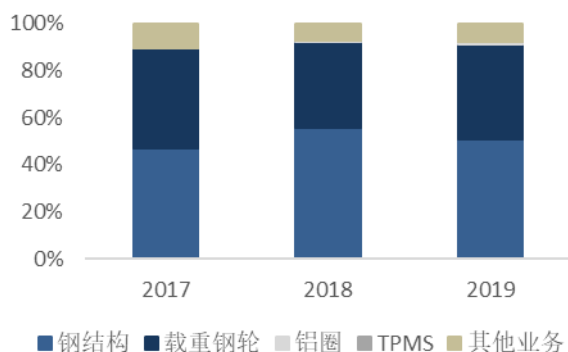
载重钢轮	无	有限公司经营范围增加汽车钢圈 (2001.12)	有限公司 日上钢圈 (2005.12 设立) 日上金属 (2006.12 设立) 越南NCC (2008.1 设立)	有限公司 日上钢圈 日上金属 越南NCC 四川日上 (2010.4 设立)
钢结构	新长诚钢构 (1997.2 设立)	新长诚钢构	新长诚钢构 日上金属 (2006.12 设立) 越南NCC (2008.1 设立)	新长诚钢构 日上金属 越南NCC 四川日上 (2010.4 设立)
管理系统	ISO9000 认证 ERP 系统	品质管理体系一 财务、资金、采购集中	总部集中营销、生产管理 分工厂执行订单	SAP 系统 分区域执行订单
发展阶段	1995 年~2001 年 钢结构创业期	2002 年~2005 年 钢结构成长期暨 载重钢轮创业期	2006 年~2008 年 厦门综合生产基地 整合提升期	2009 年开始 产能跨区域布局 市场扩张期

数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

公司一直专注于金属制品的研发、制作与销售, 已成为集汽车车轮、钢结构+预制

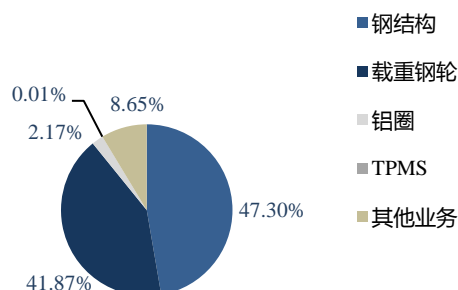
墙板+楼承板+金属围护系统于一体，在区域市场竞争实力较强的综合性金属制品企业。

图 3：公司各项业务收入占比变化情况



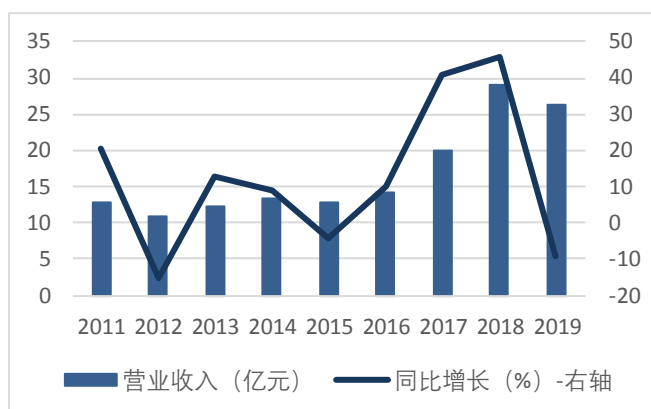
数据来源：wind、东吴证券研究所

图 4：2020 上半年公司各项业务收入占比



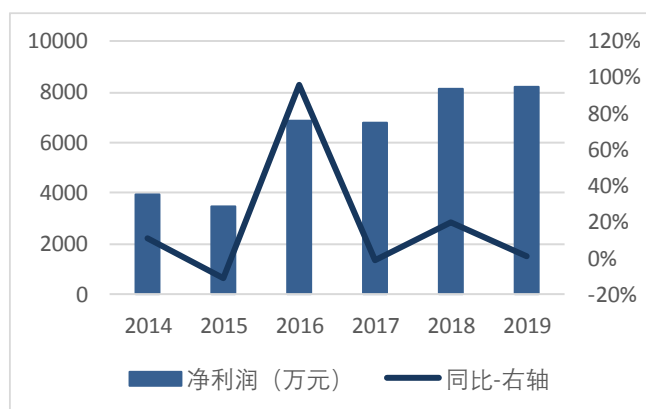
数据来源：wind、东吴证券研究所

图 5：公司营业收入及同比增长（亿元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图 6：净利润及同比（万元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

## 2. 钢结构迎着政策东风，石化钢结构引领增长

### 2.1. 工业厂房受益装配式建筑热潮

近年来，在需求和政策推动下，我国装配式建筑蓬勃发展，2019 年我国装配式建筑新开工面积为 41800 万平方米，较 2018 年增长了 45%，占新建建筑面积的比例约 13.4%。而钢结构装配式建筑作为装配式建筑中重要的一类，也在这一热潮中迎来蓬勃发展。2019 年新开工的装配式建筑中，钢结构建筑占比达到了 30.4%。

表 2：部分支持钢结构装配式建筑的政策

部门	时间	名称	核心内容
国务院 办公厅	2016.9	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	大力发展装配式混凝土建筑和钢结构建筑
住建部	2018.12	《住房和城乡建设工作会议》	大力发展钢结构等装配式建筑，积极化解建筑材料、用工供需不平衡的矛盾
住建部	2019.3	《住房和城乡建设市场监管司 2019 年工作要点》	开展钢结构装配式住宅建设试点，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。
住建部	2020.7	《关于大力发展钢结构建筑的意见（征求意见稿）》	推广钢结构公建（学校/医院/办公楼/酒店）、大跨度建筑（三馆/交通枢纽）、EPC、BIM
住建部	2020.7	《绿色建筑创行动方案》	大力发展钢结构等装配式建筑，新建公共建筑原则上采用钢结构
住建部	2020.9	《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	大力发展钢结构建筑。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

从应用范围来看，目前我国钢结构在住宅领域应用较少，主要的应用范围还是工业建筑、文体场馆、超高层建筑等领域。根据中国建筑金属结构协会材料，2018 年钢结构建筑完工项目用钢量为 276 万吨，建筑面积为 2450 万平方米。其中，在有一定规模的钢结构竣工工程项目中，厂房类建筑面积占钢结构建筑总面积的 31.56%；高层和超高层建筑面积占钢结构建筑总面积的 26.83%；会馆类建筑面积占钢结构建筑总面积的 22.8%；住宅类钢结构建筑面积则仅占 3.74%。

表 2：2018 年钢结构项目分布表

建筑类别	项目个数	用钢量 (万吨)	用钢量占比 (%)	建筑面积 (万平方米)	建筑面积占比 (%)
高层和超高层建筑	41	90.69	32.79	656.04	26.83
桥梁	18	16.01	5.79	/	/
能源类建筑	10	6.61	2.39	52.15	2.13
展览中心、文体中心等会馆类建筑	54	71.43	25.83	557.42	22.80
交通枢纽（车站、机场等）	8	21.46	7.76	188.72	7.72
仓储	11	4.9	1.77	86.60	3.54
厂房	36	56.37	20.38	771.67	31.56
住宅	10	6.47	2.34	91.33	3.74



海外工程	3	2.64	0.95	40.90	1.67
合计	191	276.57	100	2444.83	100

数据来源：中国建筑金属结构协会、东吴证券研究所

## 2.2. 稳步增长的工业钢结构

施工周期短，是钢结构建筑的主要优势之一。尤其是对物流公司以及零售业等对时间敏感的企业，钢结构建筑能够大大缩短时间，提升其运营速度和效率。同时，钢结构厂房还有着很高的适用性，钢结构厂房由于采取构件的形式，部分结构可以拆卸分离并重新装配组合。

表 4：钢结构优势一览

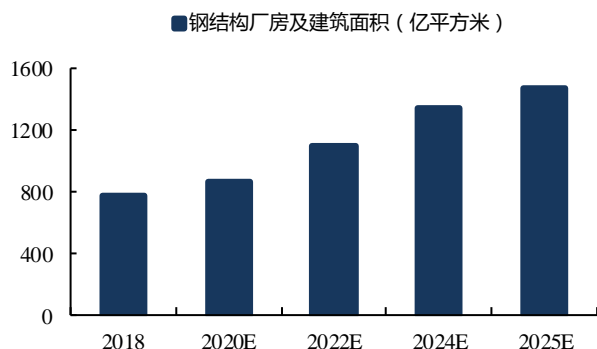
重量轻	钢结构的自重约为混凝土结构的二分之一。可以大幅降低建筑物的重量。
环保可回收	钢结构建筑在材料上相比混凝土等结构更加的环保、对环境污染较少，同时可以回收利用。
安全性好	钢结构本身具有优良的韧性和强度，具有良好的抗震和抗风性能。
施工周期短	钢结构构建大部分在工厂生产，并在现场进行装配，装配过程中不用支模拆模等，同时可以全天候作业。相比于钢筋混凝土结构，30-50 层的钢结构工程可研缩短 8-12 个月的工期。
空间利用率高	采用钢骨架作承重结构，可以增加 5%-8%的使用面积。
适用性强	钢结构构建可以根据需要进行改造和组合从而适应不同公司的需求。

数据来源：《钢结构的优势》、东吴证券研究所

在中央大力推行钢结构建筑的基调之下，全国各地相关政策纷纷出台，惠及工业钢结构建筑领域。多地表示，在大型公共建筑和工业厂房优先采用装配式钢结构，对符合条件的钢结构装配式企业、项目、产业基地、产业园区给予财税支持。全国厂房持续扩张，竣工厂房面积稳步增长，从 2015 年的 4.90 亿平方米上升到了 2019 年的 5.26 亿平方米，2018 年我国钢结构工厂渗透率约为 1.6%。随着钢结构建筑的加速发展，根据智研咨询，预计到 2025 年我国钢结构工厂的渗透率将达到 2.5%；假设钢结构工厂每平方米造价 2000 元，每年全国工厂面积以近五年的平均增长率（1.79%）增长，我们预计，2025 年我国工业钢结构市场规模将会达到 292 亿元。

图 7：各年竣工钢结构厂房及建筑物面积（亿平方米）

图 8：2015-2019 竣工厂房及建筑物面积（亿平方米）



数据来源：住建部、东吴证券研究所测算



数据来源：住建部、东吴证券研究所

## 2.3. 石化钢结构爆发式增长

随着中国经济的不断发展，工业化进程的加快，对石油化工资源的需求量也越来越高，对应的石油化工设备数量也明显增长。钢结构具有重量轻、强度高等特点，因此钢结构框架成为石油化工装置的根本结构类型。石化钢结构属于特种设备塔架，是设备钢结构的一种，隶属于非标钢结构。石化钢结构的生产商有较高的产品设计能力和详图深化的设计能力，生产厂商数量较少，一般存在工艺、技术门槛，通常通过专业技术、资金实力、规模、产品品质与品牌来获取订单，属于利润较高的中高端产品。

图 7：石化钢结构应用于炼化项目



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图 8：石化钢结构应用于化工项目



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

### 2.3.1. 石化钢结构：能源需求与投资增长趋势明确

基于当前全球政治、经济格局不稳，中美贸易战时断时续的情况，在可再生能源、非常规油气和深海油气资源开发潜力大的情形下，我国坚持立足国内，将国内供应作为保障能源安全的主渠道，牢牢掌握能源安全主动权，为此，国家出台诸多政策推进国内

能源资源勘探开发。

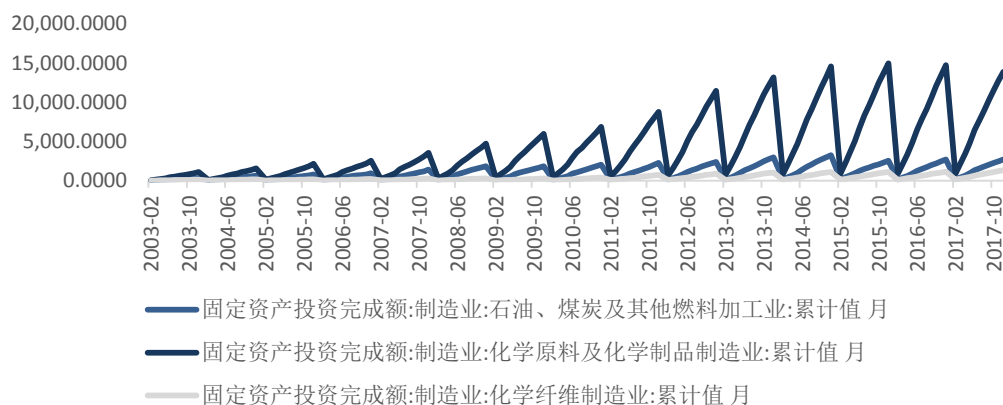
表 3：石化钢部分政策支持一览

政策	发布单位	发布时间	内容
《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	国务院	2017	提出要完善并有序放开油气勘查开采体制，提升资源接续保障能力，要改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力
《关于做好 2020 年能源安全保障工作的指导意见》	国家发改委	2020	要立足“全国一张网”，提升石油天然气管输能力和供应保障水平。加快天然气管道互联互通重大工程建设，优化管输效率，加强区域间、企业间、气源间互供互保。推进重点油品管道建设
《2020 年能源工作指导意见》	国家能源局	2020	加快天然气产供储销体系建设。加快管网和储气设施建设，补强天然气互联互通和重点地区输送能力短板，加快形成“全国一张网”。

数据来源：国务院，国家发改委，东吴证券研究所

未来市场需求主要来自于石化行业新增投资、国外市场石油气项目、石油天然气管道项目、大炼化项目中的石化设备。2003 年-2020 年石油加工业、化学原料以及化学制品、化学纤维制造业的固定资产投资完成额一直稳步上升。

图 9：石油化工固定资产投资（亿元）



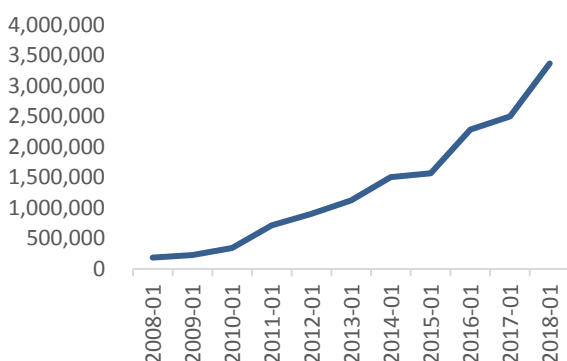
数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

### 2.3.2. 水电燃气投资与对外承包高增长

各大能源类央企在“一带一路”沿线国家和非洲国家广泛开展投资或总承包业务，国

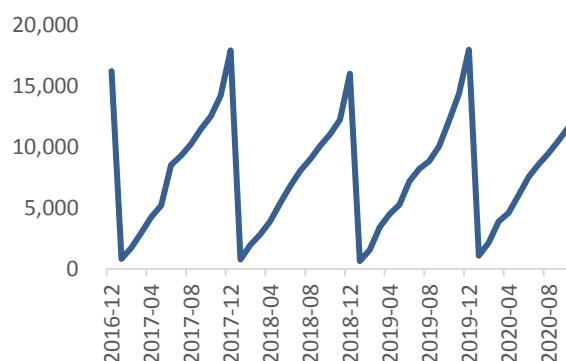
内钢结构企业主要承接其加工制作订单。2009-2018 年，我国水电燃气投资 CAGR 为 +35.0%。2019 年，对外承包工程业务新签合同额再创新高，2020 年受国内外疫情影响才略有回升，但是并不影响未来长期增长的趋势。随着“一带一路”沿线国家经济与我国经贸往来进一步加深，水电燃气等基础设施领域对外投资或将继续保持高增速，受此影响，海外石化钢结构的需求也将随之成正比例的增加。

图 10: 对外直接投资存量: 电力、燃气及水的生产和供应业 (万美元)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图 11: 对外承包工程业务新签合同额 (亿美元)



数据来源: wind、东吴证券研究所

### 2.3.3. 国内大炼化项目需求拉动

石化产业中具有重要的地位的原油加工与乙烯行业，近年来也有了较大发展。在 2013 年至 2019 年间，原油加工产量由 4.8 亿吨上升至 5.4 亿吨，总体增长率达 13.7%，而乙烯产量由 1622 万吨增长至 2052 万吨，总体增长率为 26.5%。

以杭萧钢构中标浙江石化舟山炼化一体化为基准进行大致分析。该项目由浙江省商务厅发布公告，两期项目总共 4000 万吨炼化能力，共耗费钢结构 6 万余吨，以此大致可以推断每吨石化钢结构可以支撑 660 吨左右的炼化能力。项目总投资 1730 亿，而石化钢结构资金 3.45 亿，占据投资 0.2%。以 2019 年原油炼化 5.4 亿吨的产量来看，石化钢结构的市場也在 46.575 亿元左右。加上每年乙烯和二甲苯的产能，共计市場在 50 亿左右，并且这个市場容量将随着原油加工量、乙烯、二甲苯每年平均超过 15% 的增长率增长。

中国石化工业“十三五规划”，重点建设七大石化产业基地（包括广东惠州、福建古雷），产量规模由千万吨级提升至亿吨级。广东惠州、福建古雷（我司重点辐射区域）两大基地位于泛珠三角地区，面向港澳台，区位优势独特，是国家实施“一带一路”战略的核心承载腹地。广东省把建设万亿级沿海石化产业带，作为发展的重点规划。一批由跨国巨头、国内央企主导的高端石化项目接连在广东落地建设。福建省政府提出，力争培



育形成石化一体化（湄洲湾和古雷）、化工新材料产业集群，实现产值 3640 亿元。目前国内石化项目订单充足，未来 3-4 年内石化项目拟投资总金额达到 8400 亿元（仅统计东南沿海投资额 10 亿以上的项目，包括但不限于），石化钢构市场容量将达到 336 亿元，年均 84 亿元，按 50% 市占率测算，日上石化钢构业务年度营收将有望达到 40 亿元。

表 4：部分投资额 10 亿以上的石化项目或规划

省份	投资额 10 亿以上的石化项目或规划	总投资（亿元）
广东	揭阳中委广东石化炼化一体化项目	654
	揭阳 60 万吨/年 ABS 及其配套工程	72
	湛江巴斯夫（广东）一体化项目	660
	湛江中科合资广东炼化一体化项目	347
	埃克森美孚惠州乙烯项目	650
	惠州中海壳牌三期乙烯项目	396
	惠州惠东 PTA 下游项目	200
	惠州大亚湾 PTA 项目	80
	惠州石化产品结构优化及升级项目	65
	惠州中海壳牌石油化工有限公司 SMPO/POD 项目	60
	茂名丙烷脱氢及下游产品综合利用项目	400
	茂名润滑油基础油产品结构调整改造项目	51
	中石化茂名分公司产品结构优化项目	33
	茂名 40 万吨/年粗裂解气制乙苯/苯乙烯项目	26
	茂名 10 万吨/年高端碳材料项目	10
福建	东莞巨正源科技有限公司 120 万吨/年丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目第二套装置	35
	福建省湄洲湾（泉港、泉惠）石化基地总体发展规划（2020-2025）	2823
	万华化学福建产业园项目	500
	中沙古雷乙烯项目	400
	中化泉州石化炼化一体化项目	325
	古雷炼化一体化项目	280
	福海创原料适应性技改项目	70
	泉港百宏年产 250 万吨精对苯二甲酸项目	57
	古雷长春苯酚丙酮双酚 A 项目	45
	福建石化集团下游新材料项目	40
	漳州奇美 15 万吨 PC 与 2.5 万吨 PETG 项目	28
	海南逸盛石化二期项目	80
海南	中海油东方石化海南精细化工项目	28



数据来源：中项网、东吴证券研究所

### 2.3.4. 国际石化项目订单充足

2017年5月，中国发布《推动“一带一路”能源合作愿景与行动》，对国际能源合作的基本原则进行阐释并对未来的能源合作进行了规划。中国将利用自己的能源实力与沿线 65 个国家共同合作，逐渐在“一带一路”沿线打造一个供需平衡且产业链完整的地区能源市场。一带一路国家油气资源丰富，但分布非常不均，主要富集在西亚、俄罗斯和中亚等国家及地区。西亚和俄罗斯天然气资源丰富，分列前两位，以出口欧洲为主，部分出口至亚洲；东南亚天然气资源总量不高，但本身消费量不大，天然气部分用于出口，以 LNG 出口为主。随着“一带一路”能源接入《能源发展“十三五”规划》和《石油发展“十三五”规划》，越来越多的中国企业乘着“一带一路”的政策机遇“走出去”，对一带一路沿线的石油天然气项目进行大规模的投资与开发。目前，“一带一路”沿线国家形成了一个产业链完整的巨大能源市场，2016 年，“一带一路”沿线国家的炼油能力达 15.2 亿吨/年，占全球的 31.2%；2020 年炼油能力将增加到 16.7 亿吨/年，占比进一步提高到 32.3%。

此外，近年来，中国石化在炼化技术及炼化装备等方面不断发展突破，不但可提供千万吨级炼油、百万吨级乙烯、百万吨级芳烃的成套先进技术，而且可提供炼化生产装置的工程设计、施工、开车等一站式整体解决方案，并且在炼化企业技术改造和质量升级方面积累了丰富的经验，完全可以为“一带一路”地区的炼化装置升级改造提供全方位的服务。而大部分“一带一路”沿线国家对于外商投资炼化工业持开放态度，部分国家与我国签订了双边贸易保护协定，部分国家与我国已有炼化工业合作的先例。

表 5：2020 年中国石油天然气企业在海外的部分中标情况

运行时间	项目名称	涉及金额
2017 至 2024	俄罗斯阿穆尔天然气加工厂项目 P1 标段	988730 万元
2020 至 2021	阿尔及利亚斯基克达油气港改扩建项目(SKIKDA 油气港)	295000 万元
2017 至 2024	俄罗斯阿穆尔天然气处理厂项目第二标段非专利单元(AGPP-P2)	1738245 万元
2020 至 2024	中哈液化石油气跨境管道项目	120000 万元
2020 至 2022	尼日尔 Agadem 油田二期地面工程建设项目	472400 万元
2020 至 2024	尼日利亚 AKK(Ajaokuta-Kaduna-Kano)天然气管道项目	794147.2 万元
2020 至 2022	布基纳法索 Péni 液态石油仓库建设项目	37400 万元
2019 至 2023	俄罗斯帕亚哈油气田项目	3457300 万元
2020 至 2023	土耳其图兹湖地下储气库扩建项目	847896 万元
2020 至 2022	塞浦路斯液化天然气终端项目	384450 万元

### 3. 公司在石化钢结构优势明显

#### 3.1. 区域布局完善，四大基地协调发展

近几年来，公司国内钢结构项目发展迅猛，其中大型工业厂房、高层建筑、桥梁及轨道交通、石化工程钢结构等项目增长显著；海外大型石油化工、能源电厂设备钢结构项目涉及东南亚、中东、非洲、美洲等地区，国内外大型 EPC 公司的合作客户也从几家扩展到十几家，在优势行业领域树立了公司的信誉和品牌。

图 12：漳州翔鹭石化项目



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图 13：南海壳牌 LOP 项目



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

目前公司设有厦门、漳州、南充、越南四个钢结构生产基地。每一个生产基地的业务覆盖半径在 1,000 公里以内。厦门、漳州的生产基地保障了日上当在华南的区域优势。南充工厂拓展了我司在西南、西北、中部地区的业务承接能力。2019 年产能利用率 80%，未来通过扩产和新设厂房，产能增加 30~50%。

图 14：公司厂区展示



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

### 3.2. 大型项目经验丰富

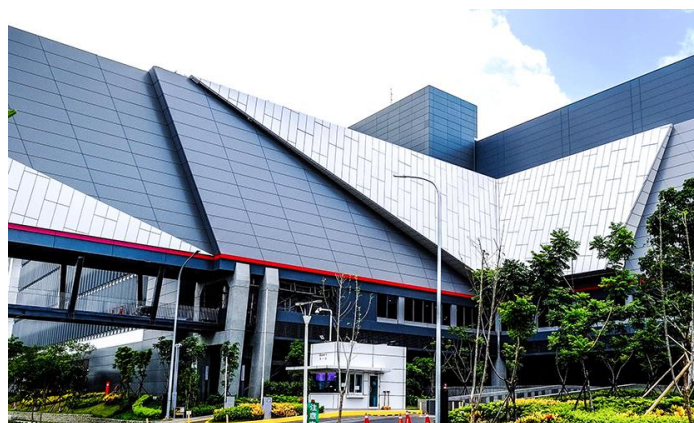
拥有丰富的大型工程项目经验、工程业绩以及公司品牌信誉。

十几年来跟日本 JGC、日本千代田、日本三菱、台湾中鼎、美国福陆、法国德希尼布、意大利泰克尼蒙特、美国 CBI、中石化 SEG、中石油寰球等几十家大型国际 EPC 公司的长期项目合作，海外项目遍及东南亚、中东、美洲、非洲等地，工程业绩突出，尤其在设备钢结构领域积累了丰富的项目管理经验，在石油化工、能源电厂行业的设备钢结构制造领域已经树立起了公司的高度信誉和品牌。在国内建筑工程方面，公司所承建的项目也多次获得了中国建筑钢结构金奖、金钢奖、闽江杯奖等众多奖项。近几年来，公司钢结构业务不断升级调整，产品服务已从过去的单一钢结构制造安装转向绿色建筑工业化集成系统提供商，主导业务也从过去的轻钢厂房和高层建筑转向国内重点工程项目钢结构、装配式钢结构建筑以及海外的设备钢结构领域，在这些优势领域公司拥有牢固的行业地位。

图 15: 大型工程项目——重庆合川电厂



图 16: 台积电 14 P6-P7 项目





数据来源：公司官网、东吴证券研究所

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

公司工程项目涉及电厂、石化、轻钢厂房、商业、住宅以及金属复合板等领域，现已成为中国乃至全世界的重要钢结构制造商。尤其在电厂、石化等设备钢结构领域，公司的项目遍及中国、东南亚、中东、非洲等世界各地，成为了多家大型国际 EPC 公司的长期合作制造商。

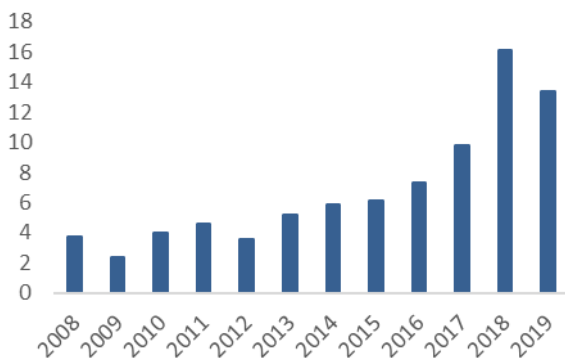
图 17：公司部分项目一览

石化 (国内)	广东揭阳炼化一体化项目	大型工 业厂房	贵州苹果云数据中心	桥梁/ 轨道	厦门健康步道
	中石化-茂名石化项目		华为东莞培训中心		福建龙岩大桥
石化 (海外)	中石化泉州乙烯项目		广州富士康康宁玻璃项目		比亚迪云轨项目(璧山、广安、临川等)
	漳州奇美化工项目		京东方第6代柔性面板项目(重庆、绵阳、合肥等)		中车柳州云轨项目
	中石化古雷炼化一体化项目		广州LG厂房项目		西安北辰立交桥
	百宏PTA项目		吉利汽车集团长兴项目		成都天府机场登机桥项目
	中国寰球长庆乙烷项目		成都紫光存储器项目		成都人民剧院
	森松格林美模块项目		中联重科智能制造园区厂房		贵州国际机场
	泰国SBANG项目		南京台积电项目	市政/ 公建	西安咸阳奥体项目
	珀挺菲律宾电厂项目		苏宁重庆智慧产业园		汕头国瑞会展酒店
	中电投远达印尼BV海水脱硫项目		福建霞浦核电厂	住宅/ 高层	延安体育场
	JGC阿尔及利亚项目		西安三星半导体芯片项目		重庆环球中心大楼
	中石化中东ARUP项目		厦门通富微电子芯片厂房		厦门软件园三期
	森松波兰、塞尔维亚项目		长诚汽车厂房项目		神舟数码大厦
	燕达美国GCGV		华星光电T7面板项目		深圳城脉中心
	马来西亚炼油项目(7.4万吨)				

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

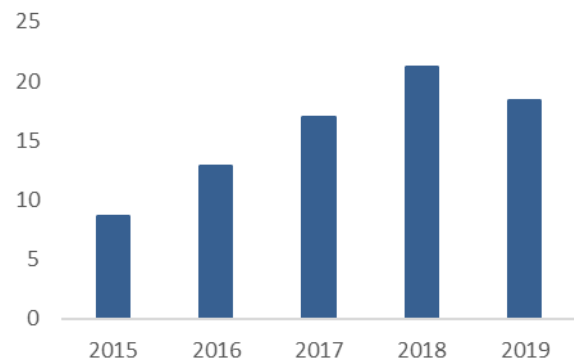
公司根据自身优势，着重深耕石化/设备钢结构工程、市政/桥梁及轨道交通、大型工业厂房、公共场馆设施等细分领域的钢结构业务。

图 18：公司钢结构营业收入(亿元)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图 19：公司钢结构产量(万吨)



数据来源：wind、东吴证券研究所

2020 上半年，公司钢结构业务继续深耕大型工业厂房及市政/桥梁及轨道交通等细分领域，订单增长良好，延续执行并承接了一系列国内项目。得益于国家基础建设投入的增加，及疫情防控成果显著，国内钢结构业务形式相对较好，上半年实现营业收入 61920 万元，同比增长 3.49%，占营业收入的 47.3%。

### 3.3. 客户资源与资格认证

公司拥有完整的资质和体系认证。公司目前已获得的资质包括：钢结构工程设计专项甲级资质、建筑工程设计综合乙级资质、钢结构工程专业承包壹级资质、房屋工程施工总承包二级资质、中国钢结构制造企业特级资质。公司已通过的体系认证包括：ISO9001 质量体系认证、GB/T50430 工程建设施工企业质量管理规范认证、ISO14001 环境管理体系认证、OHSAS45001 职业健康安全管理体系认证、欧盟 CE 认证、欧标 ISO-3834 认证、美标和欧标焊工资格认证、美国钢结构协会 AISC 认证、加拿大焊接协会 CWB 认证等。这些资质和认证目前已覆盖了公司在钢结构及房屋建筑领域的主营业务范围，为今后全面提升公司实力并承接国内外重点钢结构工程项目奠定了坚实的基础，尤其在当前国家大力推动装配式钢结构建筑和发展新基建的政策背景下，公司的发展前景非常广阔。

图 20：国际国内资质证书（2020 年）



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

公司拥有广阔的用户资源。公司秉承专业、细致和高效的服务赢得了包括日本 JGC、JFE、千代田、住友建设、竹中建设、法国德西尼布、韩国 KC、台湾中鼎、中石化 SEI、中国寰球、中国五环、中国成达、中国建筑、中国大唐、中电投远达环保、龙净环保、富士康、美的集团、海尔集团、格力集团、南玻集团、海马汽车、东风柳汽等国内外大型总承包商或用户的肯定和赞誉。



图 21：公司客户（2020 年）

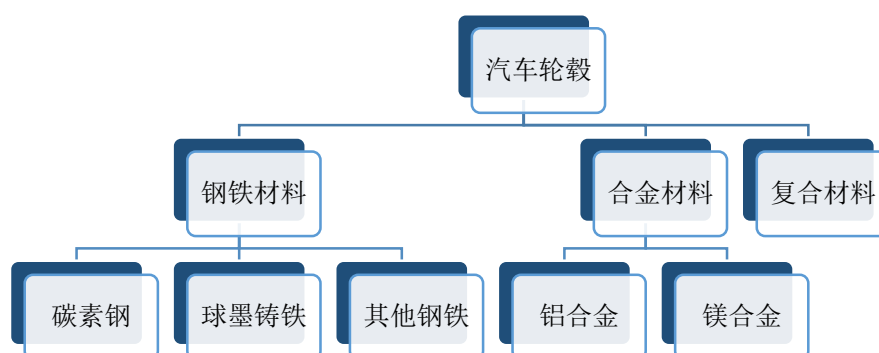
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

## 4. 钢轮业务：剩者为王

### 4.1. 钢制轮毂：交运设备基础零部件

轮毂又叫轮圈、钢圈、轱辘、胎铃，是轮胎内廓支撑轮胎的圆桶形的、中心装在轴上的金属部件，按照材质可以分为钢轮毂和合金轮毂两大类。钢铁材料是最早的汽车轮毂材料，早在 1905 年就已经出现了钢制辐板式轮毂。钢铁材料用于制作汽车轮毂的主要优势在于其强度高、耐磨损以及散热性能好。虽然后来随着科技的发展，出现了越来越多的轻质汽车轮毂材料，但由于钢铁轮毂制作工艺简单、性能优良、成本低廉，所以仍旧占有一定的汽车轮毂市场份额。

图 22：汽车轮毂材料分类



数据来源：中国产业信息网、东吴证券研究所

按照生产工艺的不同，钢制车轮分为型钢车轮和无内胎钢制车轮。无内胎轮胎，又称真空胎（俗称空心轮胎），它是在外胎腔内硫化上一层气密性较好的胶层，以起到内胎作用的轮胎。无内胎轮胎具有较高的弹性和耐磨性，并有良好的附着力和散热性能。大多数车辆所使用的钢圈为钢材压制及焊接而成，因为要装配无内胎的轮胎，目前的钢圈外环制造都很精确。从钢制车轮的发展趋势，无内胎钢制车轮逐步取代型钢车轮。

图 23：钢制车轮分类及特征分析

### 型钢车轮

- 型钢车轮其形状是由钢厂轧成，通过卷圈、焊接、整形等工序加工而成
- 工艺效率和精度较低

### 无内胎车轮

- 采用了旋压生产工艺和装备，有效提高了车辆生产的工艺效率和精度，并降低了车轮质量
- 适合于高速公路行走，安全性和节油作用十分明显，生产技术要求较高

数据来源：中国产业信息网、东吴证券研究所

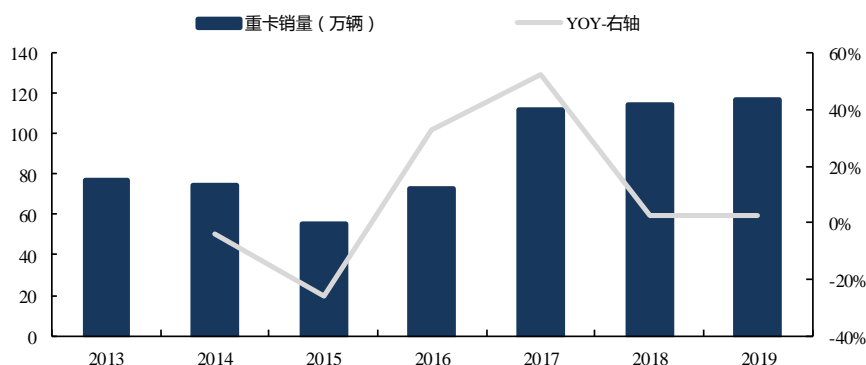
## 4.2. 钢轮毂行业需求平稳增长

### 4.2.1. 汽车行业稳健增长

轮毂行业属于汽车配件行业，可以分为初市场（汽车首次销售时）和以维修与改装为主的后市场两部分。由于后市场的存在一定程度上抵消了汽车行业波动的影响，导致钢制车轮行业的周期性基本与汽车同步，但波动幅度要小。

汽车钢车轮主要是应用在工程机械车辆、农林专用车辆、卡车以及农用运输车辆等各类商用车领域。公司目前重点深耕重卡行业，与国内 10 大重卡车厂中的 6 家实现供货。近几年来，中国重卡市场销量稳步上升，2020 年随着新基建的大力发展和庞大的替换需求，重卡市场销量将明显提升。伴随着新产重卡的面市和现保有车辆的车轮更换需求，车轮市场需求空间将进一步扩大。

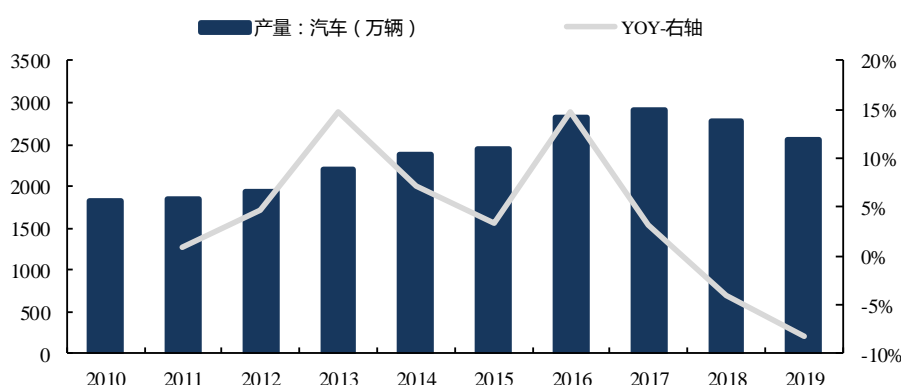
图 24：中国重卡汽车产量



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

尽管由于政策和市场不确定性等原因中国汽车行业近几年的生产和销售持续出现负增长，但长远来看基于劳动年龄人口、城市人口比例、污染和拥堵政策以及汽车使用总成本的趋势，整个汽车市场将迎来持续增长。随着我国汽车保有量大幅增长，且大量集中于一、二线城市，衍生出潜力大的汽车服务后市场。据公安部统计，全国 66 个城市汽车保有量超过百万辆；截至 2019 年底，全国汽车保有量达 2.6 亿辆，新注册登记汽车 2578 万辆，扣除报废注销车辆后与 2018 年底相比，增加 2122 万辆，增长 8.83%。

图 25：我国汽车产量



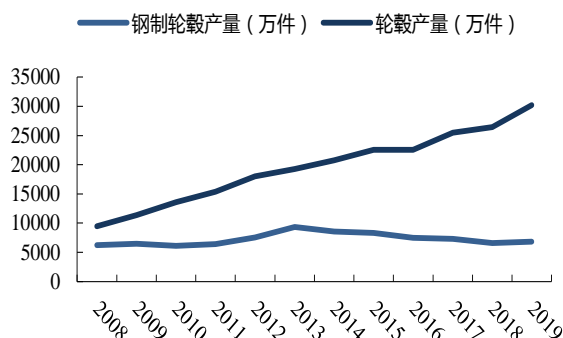
数据来源：中汽协，东吴证券研究所

#### 4.2.2. 轮毂市场未来持续扩大

2019 年我国钢制车轮产量约为 6831 万件，钢制车轮占同期我国轮毂产量比重的 22.6%。根据中研普华研究院的研究报告显示，市场规模未来增速在 6-8%。仅从生产能力和需求的总量看，国内乘用车钢轮的供需还算匹配到 2019 年，现有企业挖潜和外资的进入，使行业产能利用率大概可保持在 80% 左右。

图 26：钢制轮毂产量（万件）

图 27：2020-25 中国钢制车轮行业市场规模及增速预测



数据来源：中国产业网、东吴证券研究所



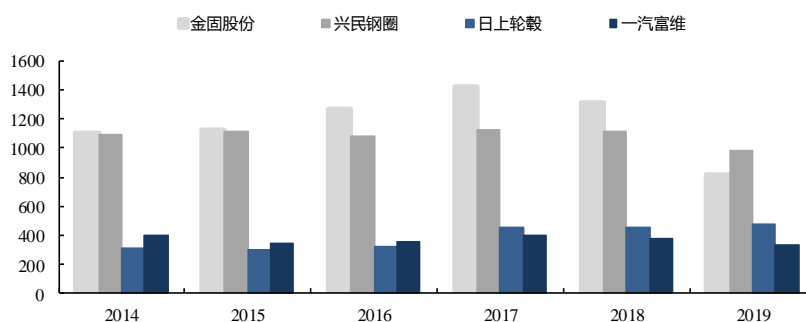
数据来源：中研普华、东吴证券研究所

### 4.3. 钢轮胎行业现状：寡头竞争、快速洗牌

#### 4.3.1. 竞争对手转型

目前钢轮行业中，公司的主要竞争对手有金固股份，兴民智通，和一汽富维。在近年来国际贸易摩擦的大背景下，主要竞争对手们面临了业务费用高，净利率迅速下滑的困境，纷纷开始布局新的业务方向。1) 浙江金固股份有限公司是一家依靠汽车后市场新零售业务和高端制造业务双轮驱动的公司。金固股份目前积极布局汽车后服务领域和智能驾驶领域。2) 兴民智通(集团)股份有限公司创建于1999年12月。公司主营汽车钢制车轮的研发、制造和销售，拥有1000多种钢轮产品，产品技术位居国内领先水平。兴民智通目前在大力发展汽车物联网业务。

图 28：国内钢轮企业产能（单位：万只）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.3.2. 型钢钢轮企业退出



钢轮毂分为无内胎和型钢车轮两种。在欧美日发达经济地区，无内胎载重钢轮凭借“安全、轻量、节能”优势，早已全面替代了型钢载重钢轮，普及率超过了 95%，我国高速公路已覆盖约 98% 的城镇人口 20 万以上的城市，全国高速公路通车里程达到 13 万公里以上，我国目前的燃油税、计重收费、限制超载、排放标准日益趋严等行业政策，使得轻量化的无内胎载重钢轮市场需求越来越大。同时由于无内胎车轮进入门槛较高，资本投入大，随着轻量化无内胎车轮对型钢钢轮替代进程的加快，众多小型型钢钢轮生产厂商将被市场淘汰，推动行业集中度的不断提升。

**表 6: 无内胎车轮优势**

<b>安全性</b>	真空轮胎表面是一层橡胶，充气后外表张力增大，在内表面形成一定的压力，提高了对破口的自封能力，一旦扎破，不像自行车那样瞬间瘪下去。遇到钉子之类的，真空轮胎甚至可以坚持跑一两百公里。
<b>耐用性</b>	真空轮胎轮圈比普通轮圈直径大，在行驶中不会受到刹车鼓热量的影响。由于没有内胎和衬带，轮胎与车轮圈密封为一体，车辆在高速行驶时，由轮胎和路面摩擦产生的高温，在内部(热空气)经钢圈直接散热快速降低胎温，从而延长轮胎的使用寿命。
<b>省油/舒适</b>	真空轮胎，特别是子午线轮胎，胎冠角为零，附着力强。能保持较好的行驶稳定性和较小的摩擦，有利于减震和提高车速。带速层的定位性高，车轮的径向跳动量小，阻力小。因此也会更加省油。

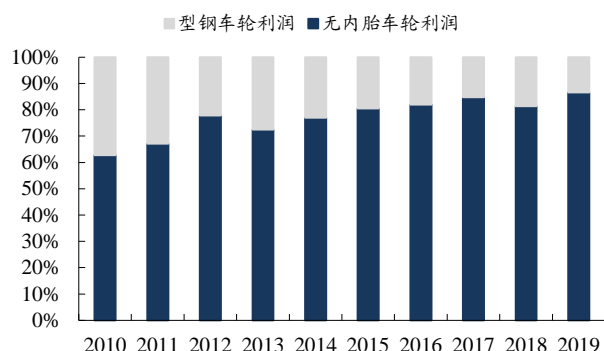
数据来源：中国卡车网、东吴证券研究所

#### 4.3.3. 客户需求提高，OEM 抢占市场

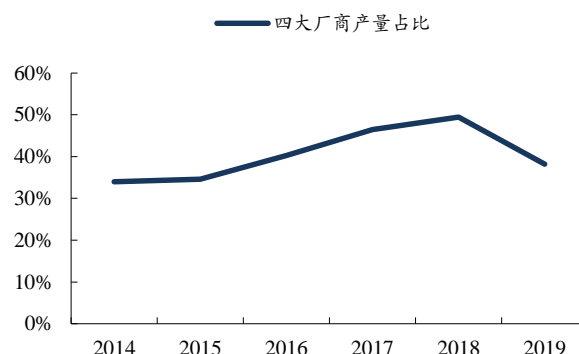
同时由于国内钢制车轮行业发展的主要瓶颈还在于生产的设备和技术，因此，产品质量稳定性较差、精度不高，大部分只能满足精度要求不高的国内 AM（指配件供应商不通过整车厂原装或 4S 店渠道销售配件）市场。对于产品质量要求高、市场前景更为广阔的 OEM（Original Equipment Manufacturer，即配件供应商为整车厂提供原装配件）市场仅有少数几家国内企业能够进入。这些因素导致虽然我国车轮行业（包括铝轮和钢轮）已有生产企业 280 多家，竞争者众多，但在主要的 36 家钢轮生产企业中，产量在 300 万件以上的仅有 4 家。

**图 29: 公司无内胎轮毂与型钢轮毂利润占比**

**图 30: 四大主要生产企业产量占比**



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



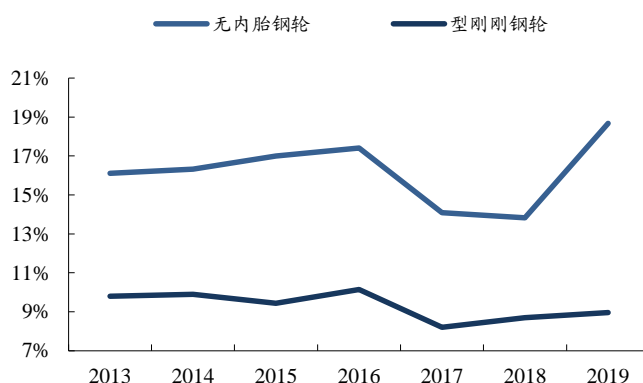
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

因此，伴随着行业部分中小厂商落后产能不断被淘汰，行业集中度将会不断提升，未来，拥有规模优势、品牌优势、技术优势等核心竞争力的企业将逐渐扩大市场份额，呈现寡头竞争甚至寡头垄断的市场格局。

#### 4.3.4. 成本上升倒逼部分企业退出

过去几年，中国钢铁产品价格受去产能等政策的影响频繁波动，原材料、国内劳动力成本、土地成本、环保成本等不断提高也进一步提升了汽车钢车轮的生产成本。但是汽车钢车轮的下游汽车行业发展波动性较大，且汽车钢车轮行业竞争激烈，使得汽车钢车轮企业不敢大幅提价来缓解生产成本上升给企业运营带来的压力。企业的盈利能力普遍不高，行业已经进入整合、出清的关键阶段，亏损企业退出必将成为趋势。

图 31: 公司钢制轮毂利润率 (%)

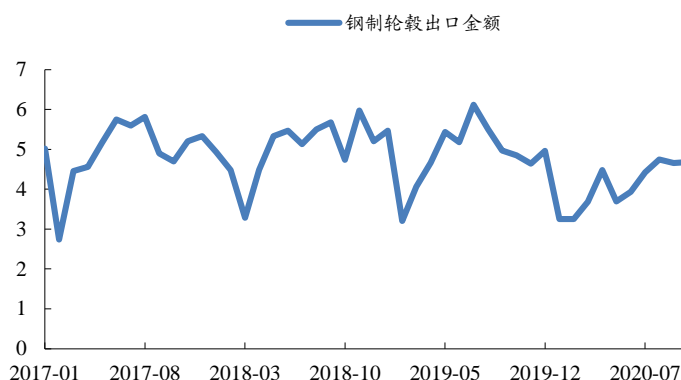


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

#### 4.3.5. 美国反倾销导致市场萎缩

出口方面 2019 年，在美国对中国钢铝制品加征关税、多个国家对中国钢铝轮圈提起反倾销反补贴调查，出口的减少会导致国内钢轮生产商效益下滑。反倾销反补贴调查使得产地在中国的钢轮出口企业深受影响，不得不转内销，进一步加剧国内市场的竞争与淘汰，加速了行业集中度提升的进程。

图 32：钢制轮毂出口金额（亿元）



数据来源：海关总署、东吴证券研究所

表 7：近年反倾销反补贴调查

日期	具体影响
2018 年 3 月 27 日	美国钢制车轮生产厂商 Accuride Corporation 和 Maxion Wheels Akron LLC 要求对原产于中国的钢制车轮（Steel Wheels）进行反倾销调查、反补贴调查,调查范围为直径 22.5 和 24.5 英寸钢圈。美国商务部 2019 年 3 月 22 日裁定终裁税率如下: 反补贴: 457.1%、反倾销: 231.7%。2019 年 4 月 24 日美国国际贸易委员会裁定损害抗辩成立,至此双反成立并按照以上税率征收双反税。
2018 年 8 月 8 日	美国拖车钢轮生产企业 Dexstar Wheel 要求对来自中国的 12-16.5 寸钢轮产品启动反倾销和反补贴调查。2019 年 7 月 1 日美国商务部发布终裁税率: 反倾销: 44.35%、反补贴: 387.38%, 美国国际贸易委员会 2019 年 8 月 2 日裁定损害成立, 双反成立并按照以上税率征税。
2018 年 12 月 19 日	阿根廷生产和劳工部应阿根廷车轮生产商 Distribuidora Comersur S.A.（阿根廷国内产业代表）的申请, 决定对原产于中国的直径不小于 444.5 毫米且不超过 622.33 毫米, 宽度不小于 152.4 毫米的公共汽车、卡车及拖车用钢轮毂发起反倾销调查, 终裁判定从 2019 年 12 月 9 日起对原产于中国的 17.5 寸到 24.5 寸钢轮收取 FOB 价 41.78% 的反倾销税。
2019 年 2 月 15 日	欧盟委员会发布公告, 收到欧洲车轮协会对中国生产的大圈和小圈钢轮发起反倾销调查, 终裁裁定从 2020 年 3 月 5 日起对中国 16 寸以上的钢轮征收 50.3% 到 66.4% 的反倾销税。
2019 年 7 月 19 日	乌克兰国际贸易跨部门委员会应乌克兰铝圈生产商 PTD 公司申请, 对产自中国和俄罗斯的钢制轮毂立案进行反倾销调查, 目前案件尚在调查审理中。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

#### 4.4. 日上集团剩者为王

公司是中国商用车市场最大的钢制轮毂生产商之一，最大的出口商，是国内汽车零部件企业百强。目前主营业务为汽车车轮的研发、设计、生产及销售，产品包括无内胎钢轮、型钢钢轮和锻造铝轮三大类别，其中无内胎钢轮与型钢钢轮为当前的主要量产产品。

##### 4.4.1. 海外基地优势明显

公司四川、厦门、越南三个钢圈生产基地，发挥自身的地理优势，达到出口与内销产能互补。其中，四川工厂的产能主要应对国内市场、厦门工厂主要应对海外和国内市场，越南工厂主要应对美国、欧盟等征收反倾销反补贴税的海外市场。

图 33: 厦门无内胎生产线



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图 34: 越南生产基地工厂平面布置图



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2019 年公司利用越南工厂的区域优势，保住了国外市场的原有份额，同时加大投入，提升产能，扩大出口比例，钢圈全年出口销售稳中有升，出口销售占比超过 70%。其中越南工厂疫情后一直处于满产状态。同时由于欧美市场的售价和毛利率较高，出口到欧美的钢轮业务可保持每年 20% 增长，毛利率 20%，净利率 10%。

2019 年，在多个国家对中国钢铝轮圈提起反倾销的国际贸易环境下，在国内汽车产销量持续下滑的严峻形势下，公司依旧实现营业收入 110146.12 万元，比上年同期增长 2.38%，毛利率同比去年提升 3.61%。虽然国内汽车产销量下滑，但公司积极开发 OE 客户，调整业务结构，加大了上汽红岩、中国海西重汽、重汽轻卡等 OE 客户供应量。公司的汽车钢制轮毂主要采用 OE 市场直销和 AM 市场经销相结合的方式，内销和出口并行的销售模式。在 OE 市场，公司需事先通过国内外权威机构的质量认证后，才能进入整车厂的供应商体系，进而确认供货规格及规模，签订年度销售合同。在 AM 市场，公

司通过考察，选择渠道覆盖面较广、销售能力较强的长期合作伙伴作为国内经销商或海外代理商。经过长期的市场开拓，公司的钢制轮毂业务已建立了全球销售渠道、形成国内外 OE 市场、AM 市场共同发展的良好格局。

表 8：分地区重点业务营业收入构成（2019 年）

	营业收入(元)	营业成本(元)	毛利率	营业收入 同比增减	营业成本 同比增减	毛利率同比增 减(百分点)
国内	1,571,214,627	1,372,789,962	12.63%	1.54%	0.15%	1.22pct
国外	867,907,951	710,344,061	18.15%	-23.97%	-26.67%	3.01pct

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

#### 4.4.2. 客户及技术优势

**品牌优势明显。**经过二十年来的市场开拓，公司钢制车轮业务已形成了全球销售渠道，在替换市场拥有覆盖 31 个省市自治区的 100 余家国内一级经销商、覆盖 70 多个国家地区的 150 多家海外代理商；在原配市场进入了中集车辆、金龙集团、上汽红岩、中国重汽、吉利汽车、大运汽车、东风柳汽、美国蓝鸟、Facchini（巴西）和 RING TECHS（日本）、白俄罗斯 MAZ 等数十家大型商用车厂的供应商体系，在国内同行业中率先形成国内外 OE 市场、AM 市场共同发展的良好格局。

**完整的资质和体系认证。**公司拥有完整的资质和认证体系，从而保证了良好的产品质量，品质稳定性，以及品牌知名度。

表 9：公司资质和体系认证

认证类型	详情
质量体系	公司已通过了 IATF 16949：2016 质量体系认证以及 GB/T28001-2011/OHSAS18001:2007 职业健康安全管理体系认证
产品认证	钢制车轮和锻造铝轮产品通过美国 DOT 产品注册、美国 SMITHERS、美国 STL、德国 TÜV 测试认证，钢制车轮的品质稳定性已经达到业内领先水平。
制造商认可	公司已成为国内外大型商用车生产商的长期稳定的供应商。无内胎钢圈产品被中策、正新、双钱、风神等大型轮胎制造商认可为优质钢轮产品。
供应商奖	公司的钢圈产品得到国内外客户的广泛认可，被中集车辆评为“优秀供应商”、获得美国蓝鸟车厂卓越供应商奖。
商标	商标“日上”（钢制车轮）为厦门优质品牌、厦门市著名商标，商标“图形”（钢制车轮）为厦门优质品牌、厦门市著名商标、福建名牌产品、福建省著名商标、中国驰名商标。



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**研发、技术和工艺优势。**公司同样注重在产品，材料，工艺，以及涂装方面的技术研发和创新以打造高品质、高性能的产品以满足客户的多样化需求。

表 10：公司技术研发创新点

技术研发类型	详情
产品研发	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 通过 FEA 有限元分析来进行产品前期研发，提升研发效率，优化产品结构，提高产品性能。</li> <li>2. 拥有专门的车轮试验室，进行产品材料力学性能、车轮弯曲、径向疲劳等一系列性能试验。</li> <li>3. 取得了扩口模、扩张模等模具和实用新型发明专利。</li> </ol>
新材料开发	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 利用自有车轮试验室同国内知名钢厂首钢合成立车轮钢试验基地共同研发优质车轮高强钢用于生产轻量化车轮产品。</li> <li>2. 拥有全系列的轻量化车轮产品，可以为客户提供轻至 67 磅的轻量化钢圈，产品均通过美国史密斯试验室测试，达到欧、美高端卡客车车轮轻量化要求。</li> </ol>
新工艺研究	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 率先掌握和应用高强车轮专用钢成型与焊接技术，完成了高强车轮专用钢轮辋成形技术攻关。</li> <li>2. 利用伺服控制的专用对焊设备，解决了高强钢、轻量化产品焊接中的品质控制难题，折边加强钢制车轮研发、加强筋加强钢制车轮研发，满足了个性化市场的需求。</li> </ol>
涂装技术	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 采用国际先进涂装工艺、喷涂工艺，重点对轮毂涂装过程中，涂装死区的排气进行研发改进。</li> <li>2. 针对国内外重载市场研发“土豪金”和“犀牛金刚”系列，成为国内外市场首款专利产品。</li> </ol>

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

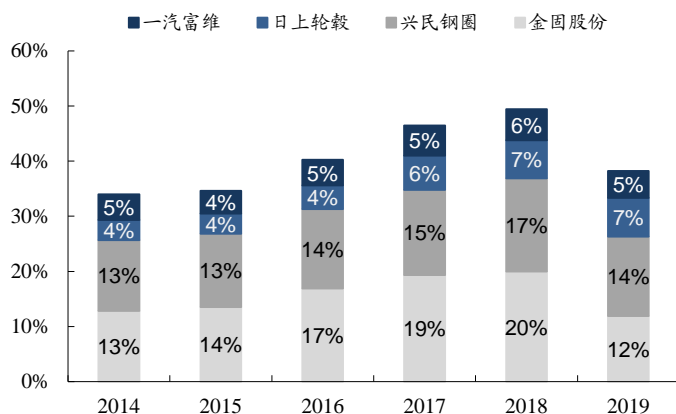
#### 4.4.3. 规模效应，效益高于对手

在汽车行业整体下行的大背景之下，2019 年公司汽车钢轮业务营业收入实现 11.01 亿元，同比增长 2.38%，实现了逆势增长。毛利率为 16.01%，也相较于去年有所提升，盈利能力得到改善。相较于其他行业主要竞争者，公司专注于钢轮业务，积极深耕钢轮市场；凭借着较高的净利率，较低的三费占比和年计提折旧，大股东良好的财务状况，有望成为未来钢轮市场行业的整合者。随着在钢轮行业的市占率提升，公司将逐步提高议价能力，使钢轮业务作为一项“现金奶牛”业务，为公司提供持续稳定的现金流。

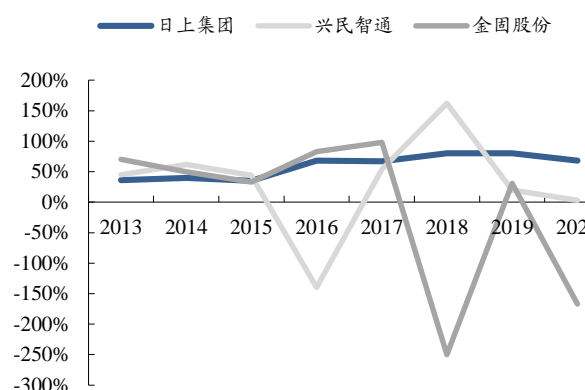
公司的钢轮产量比例逐年增加，从 2014 年的 4% 增长到 2019 年的 7%，位列行业第三。同时公司的净利润相较竞争企业呈现稳定增长趋势，在 2019 年超过竞争企业。

图 35：主要企业钢制轮毂产量占比

图 36：同行业公司净利润对比（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 11: 同行业公司情况对比

2020 年 1-6 月	日上集团	金固股份	兴民智通
总收入(亿元)	13.1	13.7	6.5
车轮收入(亿元)	5.5	6.1	5.5
车轮内销(亿元)	2.2	3.8	4.8
其他(亿元, 废料或钢贸)	(+1)	(+0.8)	(-1)
净利率	3.00%	-3.00%	-16.00%
三费占比	7.00%	11.60%	14.60%
总资产周转率	0.67	0.3	0.38
折旧占比营收	4.10%	9.70%	10.30%
固定资产(万元)	92,373	96,822	91,543
在建工程(万元)	3,168	60,692	23,090

数据来源：Wind、东吴证券研究所

## 5. 优化布局，进军铝轮业务

### 5.1. 铝轮行业：铝轮替代钢轮，铸造铝轮替代铸造铝轮

铝轮是由铝/镁等合金制成的合金材质轮毂。铝轮的特点是其较轻的重量，惯性阻力小，制作精度高，在高速转动时的变形小，有利于提高汽车的直线行驶性能，减轻轮胎滚动阻力，从而减少油耗。不过，跟钢材质轮毂比起来，合金轮毂的价格要贵出不少。

表 12: 铝轮五大优势

省油	平均每个铝合金轮毂比相同尺寸的钢轮毂轻 2kg。根据日本实验, 5 座的轿车重量每减轻 1kg, 一年约节省 20L 汽油。而美国汽车工程师学
----	---

	会的研究报告指出，铝合金轮毂虽然比一般钢轮毂贵，但每辆汽车跑到 2 万公里时，其所节省的燃料费足以抵回成本。
散热好	铝合金的热传导系数为钢的 3 倍，长途高速行驶之时，也能使轮胎保持在适当的温度，使刹车鼓及轮胎不易老化，增加寿命，降低爆胎的几率。
真圆度好	精度高达 0.05mm，运转平衡性能佳，适合于高速行驶。
坚固耐用	铝合金轮毂之耐冲击力、抗张力及热力等各项强度较钢轮毂要高。这也是铝合金在国防工业、航空工业扮演重要的角色原因之一。
美观	一般钢轮毂因生产所限，形式单调呆板，缺乏变化；铝合金轮毂则有各式各样的设计，加上光泽、颜色效果好，从而提高了汽车的价值与美感。

数据来源：中国轮胎商业网、东吴证券研究所

铝合金汽车车轮目前主流的成型工艺按大的类别分就是锻造与铸造。同等条件下，锻造铝合金车轮的机械性能指标要优于铸造铝合金车轮。同样结构、同样要求的轮子，采用锻造工艺的铝合金轮毂可以做到略轻于铸造轮子，以同规格的轿车轮圈为例，锻造铝轮在强度提升的情况下还可以实现产品重量比铸造铝轮减少四分之一。另外，锻造铝车轮含硅量比铸造铝轮圈少、密度大，所以锻造铝车轮导电性和导热都比铸造铝车轮好，这样锻造铝轮圈能够通过阳极氧化进行表面完美的着色处理；导热性好更能够减少爆胎和刹车系统的损耗。但由于工艺的局限性，锻造铝合金轮毂的制造成本目前要远远高于铸造铝合金车轮。

表 13：铝合金轮毂工艺对比

	低压铸造	高压铸造	锻造
屈服强度	152MPa	200MPa	276MPa
抗拉强度	220MPa	290MPa	310MPa
延伸率	≥7%	≥10%	≥12%
钢轮厚度	4mm-5.5mm	2.7mm-3.2mm	2.5mm-3mm
强度	锻造>高压>低压		
重量	高压较低压减重 10-15%，锻造较低压减重 20-25%		

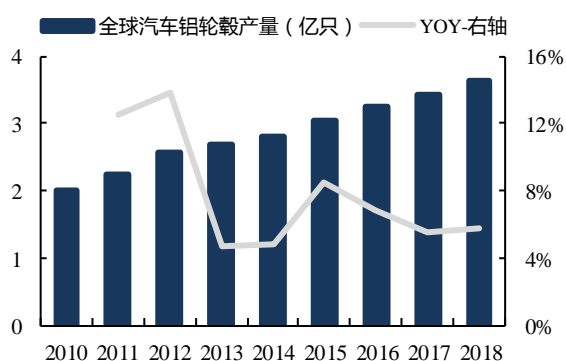
数据来源：酷车无忧、东吴证券研究所

## 5.2. 铝轮市场未来增长可期

近年来，中国铝合金车轮的产量大幅跃升。2018 年，中国汽车铝轮毂产量达到 2.16

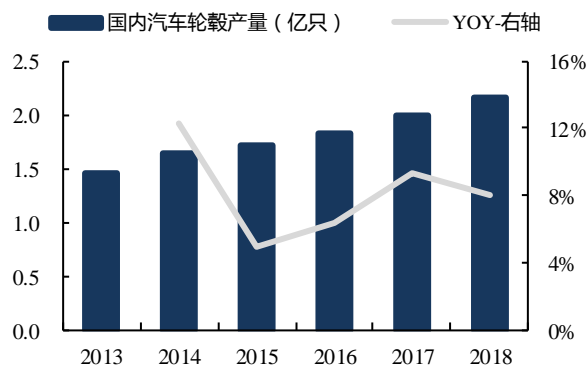
亿只，同比增长了 7.8%。出口方面，2018 年 1-12 月，中国汽车铝合金车轮出口金额首次突破 45 亿美元，达到 47.38 亿美元，同比增加 10.4%，全球铝轮毂产量则在中国等汽车产销大国的推动下呈逐年增长态势，但增速有所下滑，2018 年全球汽车铝轮毂产量达到 3.64 亿只。目前，世界上铝合金车轮的装车率已达到 60%以上，其中乘用车绝大部分选择了铝合金车轮。

图 37: 全球汽车铝轮产量及增速



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图 38: 国内汽车铝轮产量及增速



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

全球铝合金车轮生产地主要集中在亚洲、欧洲和北美。欧美等国的铝合金车轮生产企业具有较强的工业基础和完善的产业配套，制造技术强，产品质量高，仍然占据着本土高端品牌的市场份额，但由于其本土生产成本偏高，产能已逐步向外扩散，通过在海外(中国、墨西哥、土耳其、东南亚)建厂，降低生产成本，提高竞争优势。国内市场中国市场份额占比最大的为中信戴卡、万丰奥威、立中车轮等，而海外市场来看，铝轮毂属于寡头垄断行业，市场份额基本上由 Maxion Wheels、Accuride、Superior Industries 等制造商所瓜分。

表 14: 铝轮主要企业情况

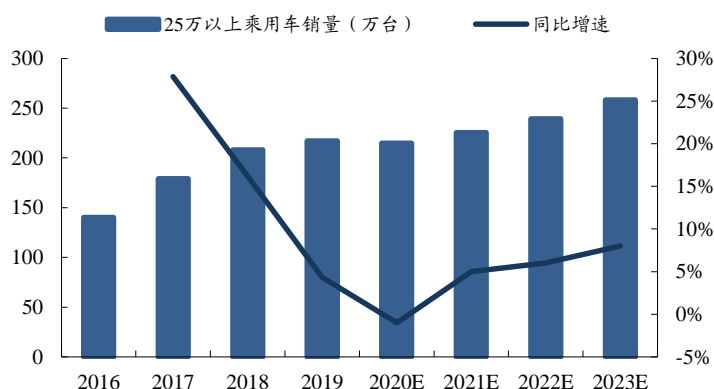
市场划分	知名代表性企业	产能	主要客户
国内	中信戴卡	2,000 万件以上	外资及自主均覆盖
	万丰奥威	1,800 万件	合资及自主：欧美系为主
	立中车轮	1,500 万件	吉利、现代、长城、丰田、菲亚特
	今飞凯达	800 万件	长安、通用五菱、东风汽车
海外	Accuride	3,000 万件以上	International Truck, PACCAR, Daimler Truck North America, and Volvo/Mack
	Superior Industries	2,500 万件	GM, Ford, Audi/VM, Daimier, BMW, Toyota
	Maxion Wheel	6000 万件以上	客户横跨整个美洲

数据来源：Wind、东吴证券研究所

### 5.2.1. 增长因素一：轿车高端化

我国轿车用铝合金轮毂起步相对较早，经过近五年的发展，目前已经形成了一定的产业规模与市场基础。轿车用铝轮主要得益于轿车高端化因为对于占到乘用车市场九成份额以上的中低档车型来说，顾客对车轮的大部分关注点在价格。而铝轮的优势，例如质量轻，热传导率高，散热好等都没有吸引力，无法与钢轮区别。高档车市场近年来发展趋势较好，在总体汽车销量下降的趋势下，据乘联会数据分析，2019 年前 11 月高端品牌累计销售 139.52 万辆，较上年同期逆势增长 8.4%，这与狭义乘用车整体 8.0% 的跌幅形成鲜明对比；同期，豪华品牌销量更是实现 11.5% 的同比增长。

图 39：国内价格 25 万元以上乘用车销量



数据来源：中国汽车流通协会、东吴证券研究所

### 5.2.2. 增长因素二：商用车轻量化

商用车市场中占比最大的则是大型商用车车轮市场。由于大型载重货车其运行状况



导致大部分时间在长途行驶，所以对轮毂的强度，散热和轻量化都有较高的要求。强度高能够保证车辆重载运输时的安全，散热号可以延长轮胎的使用寿命，而轻量化可以降低能耗并且减重以多拉货物。因此铝合金轮毂在这个细分行业中需求量激增。

锻造铝合金轮毂是汽车“轻量化”、“低碳化”变革和“新材料”创新战略的重要组成部分，铝合金材料作为 21 世纪最具性价比的车用高性能复合材料，在未来汽车产业具有非常广阔的应用前景，也是我国国家战略新兴产业发展规划和国家科技创新规划的重要引导方向。特别是在以美国、日本、欧洲为代表的发达国家和地区对锻造铝合金轮毂全面布局的大背景下，为支持和鼓励我国锻造铝合金产业的发展，提升本土企业竞争实力。

表 15: 锻造铝轮支持政策

时间	国家产业战略发展规划及产业政策
2016 年 6 月	国务院发布《关于营造好市场环境促进有色金属工业调整结构促转型增效益的指导意见》提出“发展精深加工，着力发展乘用车铝合金板”、“再生有色金属使用比重稳步提高，汽车等领域有色金属材料消费量进一步增加”。
2016 年 7 月	国务院发布《“十三五”国家科技创新规划》，要求重点发展电动汽车智能化、网联化、轻量化技术及自动驾驶技术，发展现代交通技术与装备。
2016 年 10 月	中国汽车工程学会发布《节能与新能源汽车技术路线图》，指出智能化、信息化、低碳化是未来世界汽车技术发展的三大趋势，汽车轻量化技术将成为汽车行业未来重点发展目标之一。
2016 年 12 月	国家工信部、国家发改委、科技部共同发布《新材料产业发展指南》，指出应加快调整先进基础材料产品结构，加快镁合金、稀土铝合金在汽车仪表板及座椅骨架、转向盘轮芯、轮毂等领域应用，扩展高性能复合材料应用范围，支持汽车轻量化发展。
2017 年 4 月	国家工信部、国家发改委、科技部共同发布《汽车产业中长期发展规划》，提出大力发展汽车先进技术，形成新能源汽车、智能网联汽车和先进节能汽车梯次合理的产业格局；突破车用轻量化新材料、高端制造装备等产业链短板，培育具有国际竞争力的零部件供应商
2018 年 7 月	国家发改委发布《汽车产业投资管理规定（征求意见稿）》，提出新能源汽车领域重点发展非金属复合材料、高强度轻质合金、高强度钢等轻量化材料的车身、零部件和整车。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 5.2.3. 增长因素三：个性化车轮毂改装市场

除了商用车和乘用车，随着社会的不断进步，个性化车轮毂改装市场的开放程度将会进一步加大。

乘用车的改装未来的方向在北美欧洲和日本，那里轮胎分为冬季胎、夏季胎和全季胎，在排水，抓地力等上面有不同。北美到冬天要铲雪，海外是一定要配备冬季胎或者

全季胎的，夏天皮卡需要换成夏季胎，而夏季胎的宽度不一样。由于轮胎的固定外径是不变的，原来用十九寸配全季胎，现在用二十寸的配夏季胎，因此改装的量会非常大。国内以北京为例，冬天去郊外也得换全季胎，夏天也要换夏季胎，轮胎的尺寸和使用的公里数是成比例的。

轮毂改装升级不仅仅是轮毂升级大尺寸，现在的车主愿意在自己原车轮毂的基础上进行轮毂改色或者是轮毂改电镀，以达到自己的心里需求，毕竟自己的原车轮毂安全系数高。前瞻产业研究院发布的《中国汽车改装行业市场调研与投资预测分析报告》显示，2010 年我国汽车改装市场产值仅 543 亿元，其中占大头的是内饰改装，近 500 亿。随后便以每年 30% 左右的速度递增。2014 年突破千亿元。2018 年超过 1600 亿元。但作为全球汽车保有量仅次于美国的国家，我国的汽车改装率却不到 3%。而欧美、日本等则已经达到 80%，因此，改装车轮毂市场是一片巨大的蓝海，也是公司未来的机会。

### 5.3. 公司进军铝轮业务

截止 2019 年，公司自行研发的锻造铝圈已经通过了美国 SMITHERS、美国 STL、德国 TÜV 测试认证，客户反馈良好，目前第一期投入已经实现量产。美国、日韩、欧洲等发达国家铝合金轮毂的生产工艺普遍以传统的热熔铸造工艺起步。传统的热熔铸造工艺能耗高、能源利用率低，污染物种类多、排放量大，产品工艺强度低、材料耗用量大，而且影响产品性能与质量稳定性。但由于早期铸造设备投入大、沉没成本较高，短期内难以完成全面转型，目前仍是热熔铸造与智能锻造并存的工艺格局。从中长期来看，更先进的智能锻造工艺将逐步取代热熔铸造工艺。

表 16: 热熔铸造与智能锻造工艺区别

工艺类型	工艺特点	工艺特点分析	结论
热熔铸造工艺	高能耗	以热熔和浇注工艺为主，热熔温度高于 600 °C，对焦炭、天然气、电、液化石油气等能源耗用量大、能源利用率低	传统落后工艺，未来将被淘汰
	高排放	能源燃烧排放污染物种类多（废气、粉尘、废渣、废砂等），排放量大	
	低稳定性与一致性	容易出现冷却速度不一、晶相结构不同的情况，导致产品各部位力学性能不尽相同，影响产品性能一致性与质量稳定性	
智能锻造工艺（温锻工艺）	低能耗	锻造是固态塑性成形过程，以冷锻和温锻为主，温度低于 530 °C，能耗更低	国际先进生产工艺，正逐步普及
	低排放	锻造不涉及热熔和浇注环节，污染物排放种类少、排放量小	
	高稳定性与一致性	锻造冷却速度均匀，产品各部位晶相结构相同，从而使得产品各部位力学性能均衡，产品质量稳定性和性能一致性优异	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

同时，智能锻造工艺可以在能源耗用节约、材料成本节约和材料用量节约方面实现成本节约。

表 17: 热熔铸造与智能锻造成本区别

成本节约项目	热熔铸造	智能锻造	备注
能耗节约	温度 > 700 °C	温度 < 500 °C	智能锻造工艺温度较热熔铸造下降接近 30% ，能源耗用量更少，能源成本低
屈服强度	230MPa	380MPa	智能锻造屈服强度高，轮毂的分子结构致密，强度高
硬度	90HBW	130HBW	智能锻造轮毂较热熔铸造轮毂强度提升超过 40%
材料成本节约	A356 铝材（硅含量 6.5%-7.5% ），成本更高	6061 铝材（硅含量约 0.7% ），成本更低	智能锻造所用 6061 铝材成本低，但热熔铸造为提升轮毂强度，需要在铝材中添加 6.5%-7.5% 的硅成分，即 A356 铝材，成本较高
同强度规格，材料用量节约	30Kg	26Kg	以 22.5 × 9.0 规格铝合金轮毂为例，如果热熔铸造需要 30kg 的材料，智能锻造只需要 26Kg 的材料，材料用量节约 13%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2019 年铝圈产品营业收入为 35186077.76 元，比较上一年同期增长 547.98%，而由于价格过低，毛利率仅为 8.21%，对比上年同期减少 0.73 个百分点。根据初步测算，在锻造铝合金轮毂一期项目的基础上，公司本次轻量化锻造铝合金轮毂智能制造项目达产后，合计可实现 150 万只铝合金轮毂的年产能，在国内外同行业形成明显的规模化优势。保守估计，公司本项目达产后新增年销售收入将超过 10 亿元，年新增净利润将超过 1 亿元。智能工艺可以有效地减少人工成本。

## 6. 盈利预测与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

- 1) 装配式建筑和绿色建筑钢结构稳步发展。公司作为国内优质的工业钢结构生产商，相关营收将稳步增长；
- 2) 公司铝轮项目进展顺利。复工复产以来汽车产销持续回暖，公司铝轮项目进展顺利，将带来营收新增长点。

我们预计公司 2020~2022 年实现营收分别为 31.4 亿元、40.6 亿元、53.0 亿元，同比增速分别为 19.0%、29.4%、30.5%。

表 18: 公司分业务营收毛利预测 (单位: 百万元)

		2019	2020E	2021E	2022E
钢构	收入	1337.7	1450.5	1763.0	2259.0
	YOY		8.4%	21.5%	28.1%
	成本	1158.0	1259.9	1517.4	1936.4
	毛利率	13.4%	13.1%	13.9%	14.3%
	毛利	179.7	190.6	245.6	322.6
	YOY		6.1%	28.9%	31.4%
钢轮	收入	1065.4	1350.0	1765.0	2197.5
	YOY		26.7%	30.7%	24.5%
	成本	891.7	1161.0	1517.9	1889.9
	毛利率	16.3%	14.0%	14.0%	14.0%
	毛利	173.7	189.0	247.1	307.7
	YOY		8.8%	30.7%	24.5%
铝轮	收入	35.2	110.0	240.0	480.0
	YOY		212.5%	118.2%	100.0%
	成本	32.3	100.7	218.4	432.0
	毛利率	8.2%	8.4%	9.0%	10.0%
	毛利	2.9	9.3	21.6	48.0
	YOY		220.6%	133.1%	122.2%
其它	收入	198.0	227.5	293.3	363.9
	YOY		14.9%	28.9%	24.1%
	成本	197.8	217.8	287.3	355.4
	毛利率	0.1%	4.2%	2.0%	2.4%
	毛利	0.2	9.7	6.0	8.7
	YOY		5641.6%	-38.2%	46.1%
合计	收入	2636.3	3138.0	4061.3	5300.4
	YOY		19.0%	29.4%	30.5%
	成本	2280.1	2739.5	3541.1	4613.6
	毛利率	13.5%	12.7%	12.8%	13.0%
	毛利	356.2	398.5	520.3	687.0
	YOY		11.9%	30.5%	32.0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

实现归属母公司股东净利润分别为 1.1 亿元、1.8 亿元、2.6 亿元, 同比增速分别为 37.9%、56.6%、44.6%。对应 PE 分别为 22.89、14.62、10.11 倍。考虑公司下游装配式

建筑良好的发展前景，汽车产销逐步回暖，公司铝轮业务放量可期；因此首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 19: 可比公司估值 (2020 年 12 月 29 日)

证券简称	最新收盘价(元)	总市值 (亿元)	PE			EPS			PB
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
日上集团	3.71	26.01	22.89	14.62	10.11	0.16	0.25	0.37	1.34
鸿路钢构	34.4	180.16	25.49	19.41	15.38	1.37	1.80	2.28	3.36
精工钢构	4.48	90.18	15.38	12.27	10.08	0.29	0.36	0.44	1.35
杭萧钢构	3.71	79.9	9.96	11.66	8.76	0.37	0.32	0.42	2.02
一汽富维	9.66	64.64	10.53	8.27	6.84	0.94	1.20	1.45	1.06

数据来源: wind (非加粗部分来自 wind 一致预期), 东吴证券研究所

## 7. 风险提示

**1. 主要原材料价格波动** 公司主要产品为钢材制品，原材料占营业成本比重较大，钢材价格波动直接影响公司产品成本。如果产品价格上涨幅度低于原材料价格上涨幅度，将对产品的毛利率产生一定的影响。

**2. 国际市场对出口业务影响** 公司的钢制车轮出口业务占比大，其中出口欧美国家数量较多。虽然公司早已投资越南工厂以应对不同国家的出口需求，但越南工厂未来仍存在因双边政策影响带来的不确定性，也存在被“双反”调查的风险。公司钢结构海外项目与欧美 EPC 合作项目较多，受这些国家的经济环境及投资情况影响海外订单也存在不确定性。全球公共卫生事件的发生预计会影响出口下游需求，以上因素都会对公司的出口业务产生一定的影响。

**3. 汇率波动** 公司出口比重较大，且出口业务主要为美元结算，汇率波动对公司经营会带来一定的风险。



日上集团三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2,771</b>	<b>3,052</b>	<b>3,438</b>	<b>4,197</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,636</b>	<b>3,138</b>	<b>4,061</b>	<b>5,300</b>
现金	446	238	175	160	减:营业成本	2,280	2,714	3,545	4,622
应收账款	595	1,280	778	2,129	营业税金及附加	22	25	32	41
存货	1,534	1,264	2,161	1,739	营业费用	120	139	170	223
其他流动资产	195	270	324	169	管理费用	69	79	91	122
<b>非流动资产</b>	<b>1,190</b>	<b>1,325</b>	<b>1,600</b>	<b>1,939</b>	财务费用	47	52	61	75
长期股权投资	0	0	1	2	资产减值损失	-8	24	0	-26
固定资产	951	1,081	1,343	1,665	加:投资净收益	-4	3	5	8
在建工程	15	20	32	48	其他收益	12	17	20	25
无形资产	144	144	144	145	<b>营业利润</b>	<b>96</b>	<b>122</b>	<b>189</b>	<b>277</b>
其他非流动资产	80	80	80	80	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-0
<b>资产总计</b>	<b>3,960</b>	<b>4,377</b>	<b>5,038</b>	<b>6,136</b>	<b>利润总额</b>	<b>95</b>	<b>121</b>	<b>188</b>	<b>277</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,982</b>	<b>2,320</b>	<b>2,836</b>	<b>3,709</b>	减:所得税	14	10	14	25
短期借款	931	1,000	1,100	1,350	少数股东损益	-2	-3	-4	-6
应付账款	932	1,168	1,549	2,126	<b>归属母公司净利润</b>	<b>82</b>	<b>114</b>	<b>178</b>	<b>257</b>
其他流动负债	118	152	187	234	EBIT	141	171	247	348
<b>非流动负债</b>	<b>48</b>	<b>50</b>	<b>57</b>	<b>65</b>	EBITDA	<b>242</b>	<b>267</b>	<b>370</b>	<b>508</b>
长期借款	46	49	55	63					
其他非流动负债	2	2	2	2					
<b>负债合计</b>	<b>2,029</b>	<b>2,370</b>	<b>2,893</b>	<b>3,774</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	18	15	11	5	每股收益(元)	0.12	0.16	0.25	0.37
归属母公司股东权益	1,913	1,992	2,135	2,357	每股净资产(元)	2.73	2.84	3.04	3.36
					发行在外股份(百万 股)	701	701	701	701
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,960</b>	<b>4,377</b>	<b>5,038</b>	<b>6,136</b>	ROIC(%)	5.0%	5.7%	7.4%	8.8%
					ROE(%)	4.2%	5.5%	8.1%	10.6%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>					毛利率(%)	13.5%	13.5%	12.7%	12.8%
<b>会计年度</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	3.1%	3.6%	4.4%	4.9%
经营活动现金流	41	30	313	321	资产负债率(%)	51.2%	54.1%	57.4%	61.5%
投资活动现金流	-120	-231	-391	-489	收入增长率(%)	-9.2%	19.0%	29.4%	30.5%
筹资活动现金流	-5	-8	16	154	净利润增长率(%)	0.7%	37.9%	56.5%	44.6%
现金净增加额	-86	-209	-63	-15	P/E	31.57	22.89	14.62	10.11
折旧和摊销	101	96	123	160	P/B	1.36	1.31	1.22	1.10
资本开支	117	135	274	338	EV/EBITDA	13.05	12.87	9.76	7.64
营运资本变动	-200	-228	-38	-156					

数据来源: 贝格数据、东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>