

# 金固股份 (002488)

## 阿凡达车轮：开拓钢轮新“蓝海”市场

### 投资要点：

**汽车钢轮龙头，技术实力与产销规模领先，主业竞争力强。**公司是国内规模最大的钢制车轮制造企业之一，在中国富阳、山东、成都、泰国等地拥有7个车轮生产基地和1个轮胎车轮装配基地，车轮年产量可达1200万只。在国内，公司是上汽大众、上汽通用、广汽本田、广汽丰田、捷豹路虎等合资品牌，以及上汽乘用车、上汽通用五菱、比亚迪、吉利汽车等自主品牌乘用车企业的供应商，同时配套中国重汽、宇通客车、集瑞联合卡车、北奔重卡等商用车企业；在海外，公司产品远销欧、美等国家和地区，是美国通用、德国大众、德国戴姆勒等全球供应商，客户结构优质。

**革命性产品阿凡达车轮加速落地量产，对标铝轮领先国际，成长空间广阔。**公司持续稳步发展钢轮主业，2020年底新一代产品阿凡达车轮量产线正式投产。相较传统钢轮，阿凡达车轮重量大幅下降，可媲美铝轮甚至更轻，而成本却只有铝轮毂的一半左右，具备外观新颖、重量轻、精度高、成本低等优势，在汽车轻量化及“双碳”大背景下，有望开拓介于钢轮和铝轮之间的新“蓝海”市场。目前阿凡达车轮已为国内多家商用车主机厂批量供货，并已送到戴姆勒等国际商用车主机厂路试，有望逐步切入乘用车及新能源汽车领域。未来三年，公司计划布局10条阿凡达车轮产线，预计全部投产后，阿凡达车轮年产量将达到1000万只。此外，与公司传统产品相比，阿凡达车轮毛利率提升较为明显，预计当阿凡达产品的销量进一步提升后，将对业绩带来积极影响。

**逐步剥离亏损业务，轻装上阵有望迎来业绩向上拐点。**受国内车市下行，以及在汽车后市场等新领域投入较大影响，2016年至2020年公司业绩出现较大波动。公司于6月14日公告全资子公司特维轮拟转让新康众不超过9.39%股权，预计交易对价不超13.56亿元，本次交易后特维轮获得转让收益（税前）约10.37亿元。未来公司发展战略将重新聚焦钢轮主业，逐步剥离非主营业务以轻装上阵，伴随阿凡达车轮的快速发展，业绩有望逐步向上。

**投资建议：**公司发展战略重新聚焦钢轮主业，阿凡达车轮性能突出，打开成长天花板，中长期业绩有望拐点向上。我们预计公司2021年至2023年归母净利润分别为2.5亿元、4.9亿元和7.4亿元，对应PE分别为27.4倍、14.1倍、9.3倍。参考可比公司估值水平，给予公司2022年20倍PE目标，对应目标价9.8元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**阿凡达车轮推广不及预期、国内车市恢复不及预期、汽车后市场等业务进展不及预期。

证券研究报告  
2021年10月21日

### 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	6.62元
目标价格	9.8元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,001.91
流通A股股本(百万股)	911.19
A股总市值(百万元)	6,632.68
流通A股市值(百万元)	6,032.06
每股净资产(元)	3.82
资产负债率(%)	41.76
一年内最高/最低(元)	10.92/5.31

### 作者

于特	分析师
SAC执业证书编号:	S1110521050003
yute@tfzq.com	
陆嘉敏	分析师
SAC执业证书编号:	S1110520080001
lujiamin@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《金固股份-公司点评:手握自动驾驶核心，牵手特斯拉后服务》 2020-03-11
- 2 《金固股份-公司点评:汽修新规推动龙头发展》 2019-07-09
- 3 《金固股份-公司点评:回购方案体现发展信心，汽车后市场龙头显价值》 2019-05-10

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,119.02	2,620.51	2,845.19	3,616.62	4,663.15
增长率(%)	(22.56)	23.67	8.57	27.11	28.94
EBITDA(百万元)	319.08	142.29	460.19	723.13	988.49
净利润(百万元)	23.10	(163.17)	249.73	486.48	736.86
增长率(%)	(85.94)	(806.46)	(253.05)	94.80	51.47
EPS(元/股)	0.02	(0.16)	0.25	0.49	0.74
市盈率(P/E)	295.84	(41.88)	27.36	14.05	9.27
市净率(P/B)	1.71	1.81	1.62	1.52	1.38
市销率(P/S)	3.22	2.61	2.40	1.89	1.47
EV/EBITDA	21.35	43.89	14.27	8.54	5.83

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 金固股份：技术与规模领先的汽车钢轮龙头 .....	3
2. 阿凡达车轮：实力突出，开拓车轮新“蓝海”市场 .....	6
2.1. 汽车钢制车轮龙头，“阿凡达”车轮产品竞争力强 .....	6
2.2. “双碳”目标下，阿凡达车轮优势凸显 .....	7
2.3. 由商转乘，汽车新能源化+轻量化驱动阿凡达车轮空间广阔 .....	9
2.3.1. 新能源汽车行业发展趋势带动车轮市场需求 .....	9
2.3.2. 新能源汽车轻量化发展为阿凡达车轮带来发展机遇 .....	9
3. 投资建议 .....	11
4. 风险提示 .....	12

## 图表目录

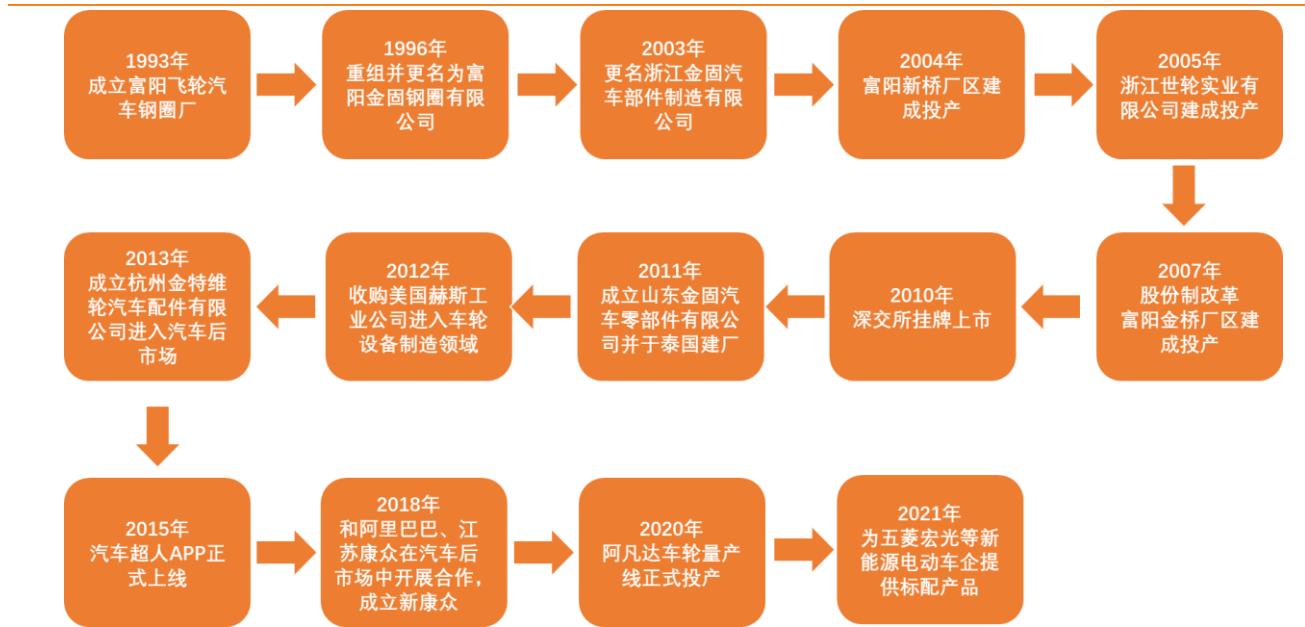
图 1：公司历史沿革 .....	3
图 2：公司业务及部分参股公司梳理（截止至 2021 年 10 月 20 日） .....	4
图 3：公司近十年营业收入及增速 .....	4
图 4：公司近十年净利润及增速 .....	4
图 5：公司近十年毛利率和净利率 .....	4
图 6：公司近十年费用率 .....	4
图 7：公司业务结构（单位：亿元） .....	5
图 8：公司主要业务毛利率变化 .....	5
图 9：公司实际控制人图 .....	6
图 10：1990-2019 年世界各行业二氧化碳排放量（单位：吨） .....	7
图 11：阿凡达商用车车轮对比传统商用车车轮 .....	7
图 12：阿凡达车轮优势 .....	8
图 13：2015 年以来国内新能源汽车年度销量（万辆） .....	9
图 14：2015 年以来国内新能源汽车销量占比 .....	9
图 15：阿凡达车轮外观造型 .....	10

表 1：阿凡达车轮与传统车轮的对比 .....	6
表 2：中国汽车轻量化技术路线规划的详细目标 .....	10
表 3：公司收入预测 .....	11
表 4：可比公司估值对比 .....	12

## 1. 金固股份：技术与规模领先的汽车钢轮龙头

**国内钢轮产业龙头，技术与规模优势显著。**浙江金固股份有限公司成立于 1986 年，是国内钢制滚型车轮制造龙头企业之一，于 2010 年在深圳证券交易所挂牌上市。公司主要产品包括卡车和巴士车轮，乘用车（轿车、微型车、SUV、皮卡车等）车轮，专用车车轮等，在中国富阳、山东、成都、泰国等地拥有 7 个车轮生产基地和 1 个轮胎车轮装配基地，车轮年产量可达 1200 万套。在国内，公司是上汽大众、上汽通用、长安福特、广汽本田、广汽丰田、北京现代、捷豹路虎等合资品牌，以及上汽乘用车、上汽通用五菱、比亚迪、吉利汽车等自主品牌乘用车企业的供应商，同时是中国重汽、宇通客车、集瑞联合卡车、北汽福田等商用车企业的供应商。公司产品远销欧、美等国家和地区，已成功进入国际汽车零部件配套采购体系，是美国通用、德国大众、德国戴姆勒等体系内的全球供应商。公司以钢制滚型车轮制造为基础，依靠科技进步与不断创新提升产品品质，不断加强企业技术优势，已是国内规模最大的钢制车轮制造企业之一。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

**不断升级车轮主业，探索发展汽车后市场、环保设备等增量业务。**公司主业为汽车车轮的研发、制造、销售，后于 2013 年、2015 年分别拓展汽车后市场、EPS 环保清洁设备制造业务，探索发展高端制造、汽车后市场双轮驱动的业务模式。

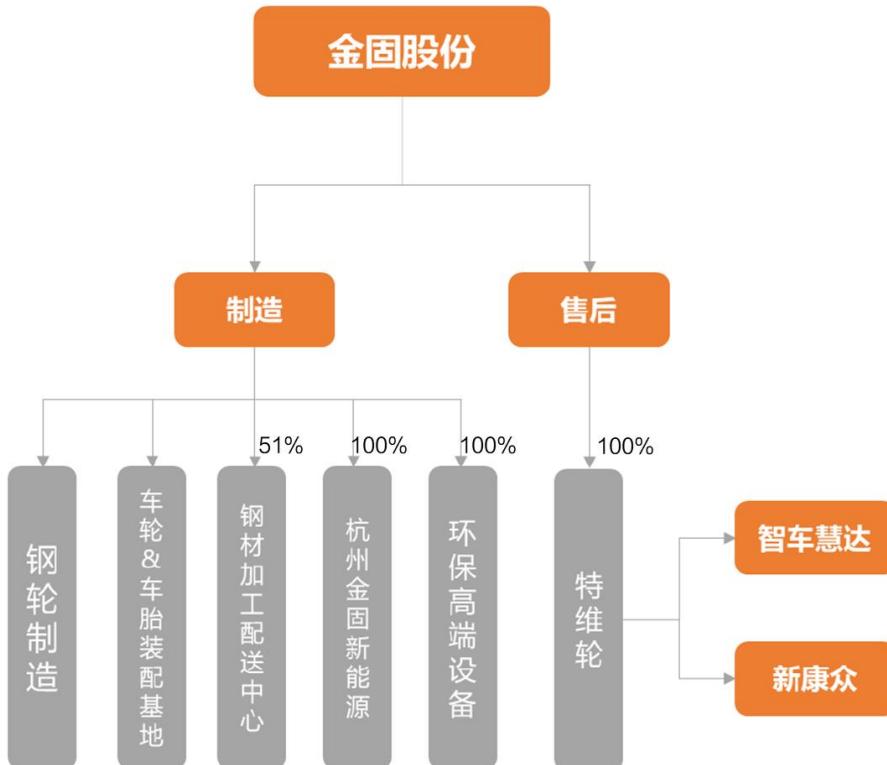
**（1）钢轮业务—阿凡达车轮成长可期：**近年来，公司持续稳步发展钢轮业务，优化产品结构，提高中高端产品质量，保持并扩大在中高端市场的占有率。2020 年底，公司阿凡达车轮量产线正式投产。相较传统钢轮，阿凡达车轮重量大幅下降，可媲美铝轮甚至更轻，是国际上顶尖的钢轮技术。目前公司已开始为国内多家商用车主机厂批量配套阿凡达车轮，同时已将阿凡达车轮送到美国戴姆等国际商用车主机厂路试。

**（2）汽车后市场—联手阿里数字赋能：**公司自 2013 年开始布局汽车后市场领域，发展汽车超人门店连锁项目；2018 年和阿里巴巴、江苏康众三方将相关业务进行整合成立了新康众（“天猫养车”）。公司“汽车超人”在汽车后市场领域已经深耕多年，在行业内建立了一定的先发优势和较高的市场知名度。未来汽车超人的门店新零售业务将通过线上平台的引流，结合线下汽车超人“直营直控”门店、参股（含参股公司加盟）的全国范围内覆盖，实现传统汽修服务业“线上化、数字化”的全新互动。公司参股的新康众拥有天猫、淘宝后市场业务（除汽车用品外）的独家运营权，共享天猫汽车后市场零售平台车主数据。

**（3）高端装备制造业务—符合绿色环保大趋势：**EPS 技术是一种使用物理方法去除金属材料表面氧化皮及杂质的一种绿色、环保、新型技术，可以替代钢铁行业传统酸洗技术，而 EPS 设备用于处理板材时，可使金属板材表面更光滑、更清洁、耐腐能力更强。EPS 技术

由美国 TMW 公司研发，公司于 2014 年取得了中国范围内的独家 EPS 技术使用权，交由全资子公司杭州金固环保设备科技有限公司生产 EPS 绿色免酸洗金属表面处理设备。EPS 技术现已被列入国家“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》。

图 2：公司业务及部分参股公司梳理 (截止至 2021 年 10 月 20 日)

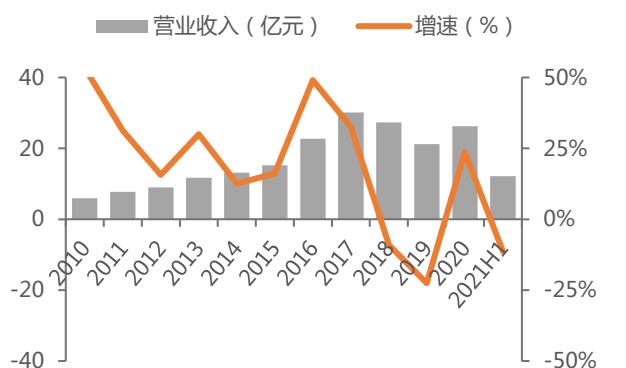


资料来源：Wind，天风证券研究所

**2016 至 2020 年业绩承压，21 年来逐步复苏。**我们认为，公司业绩于 2016 年以来波动较大，一方面是受国内车市调整以及美国对中国钢轮反倾销制裁等宏观因素影响，另一方面是由于公司近年探索汽车后市场等新业务以及研发阿凡达车轮等新技术投入较大。

2021 年上半年，凭借新产品阿凡达车轮的量产，公司实现净利润 0.71 亿，同比增长 272.45%，毛利率和净利率分别增长至 13.22% 和 5.85%，公司经营状况得以改善。公司于 6 月 14 日公告全资子公司特维轮拟转让新康众不超过 9.39% 股权，预计交易对价不超过 13.56 亿元，本次交易后特维轮获得转让收益（税前）约 10.37 亿元。未来公司发展战略将重新聚焦钢轮主业，逐步剥离非主营业务，轻装上阵，伴随阿凡达车轮的快速发展，业绩有望逐步向上。

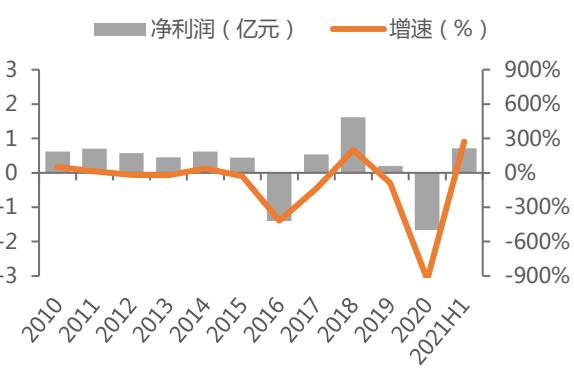
图 3：公司近十年营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

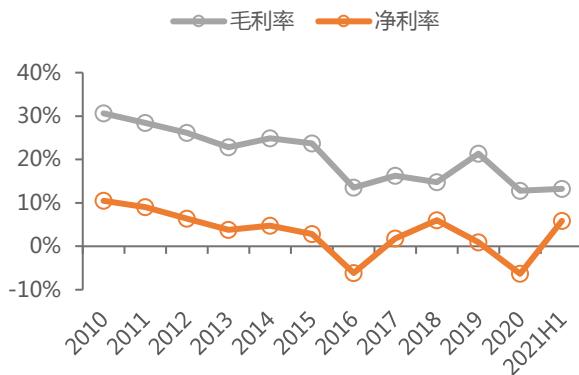
图 5：公司近十年毛利率和净利率

图 4：公司近十年净利润及增速

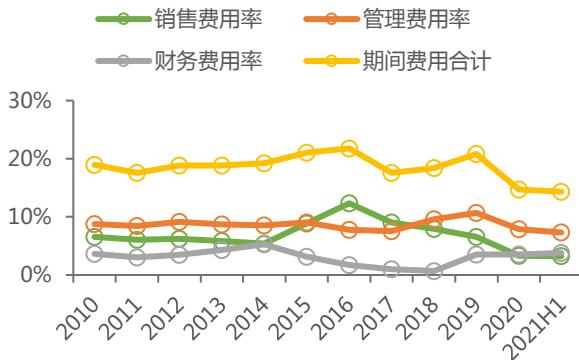


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司近十年费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

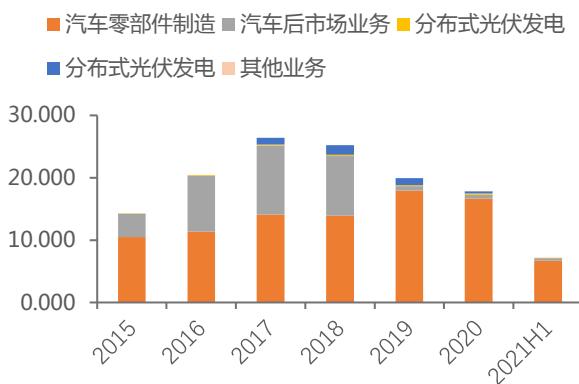


资料来源: Wind, 天风证券研究所

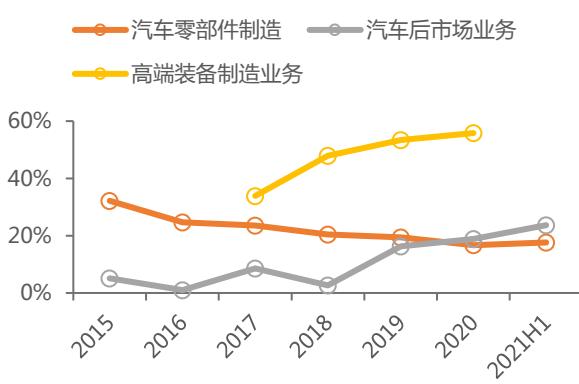
**传统零部件业务夯实业绩基石，阿凡达车轮打开新的业绩增长点。**作为公司的传统优势产业，21年上半年汽车零部件业务营收达 6.7 亿元，占总营收的 55.0%，毛利率 17.6%，公司钢制轮毂业务近年来处于收入规模稳定，未来有望通过新技术“阿凡达”车轮继续开拓市场，打开新的业绩增长点。公司汽车后市场业务经过多年培育与大规模的投入逐渐取得阶段性成果，2021年上半年实现营收 0.38 亿元，同比增长 40.4%，占总营收的 3.1%，毛利率为 23.67%。高端装备制造业务 (EPS 设备)2020 年实现营收 0.39 亿元，占总营收的 1.50%，毛利率达 55.82%，持续为公司贡献利润。

图7: 公司业务结构 (单位: 亿元)

图8: 公司主要业务毛利率变化



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

**股权结构稳定，孙氏家族为实际控制人。**截止至 2021 年中报，公司股权结构稳定，无持股超过 15% 的自然人或机构股东，前十大股东持股比例为 44.98%。公司实际控制人为孙金国、孙锋峰以及孙利群（孙金国、孙利群为两夫妻，孙锋峰为两人之子），三者合计持有公司 29.04% 的股份，第二大股东孙锋峰也是公司现任董事长。

图 9：公司实际控制人图



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 阿凡达车轮：实力突出，开拓车轮新“蓝海”市场

### 2.1. 汽车钢制车轮龙头，“阿凡达”车轮产品竞争力强

**钢制车轮品类齐全，覆盖各类乘用车和商用车。**公司专业从事钢制滚型车轮的研发、生产和销售，产品主要包括轿车、微型车等乘用车和部分特种用途车辆的钢制滚型车轮，以及各型号卡车、挂车、客车等商用车的钢制轮型车轮。经过二十余年的市场开拓，公司形成了以汽车钢制滚型车轮为核心产品的全球销售渠道。乘用车下游客户覆盖上汽、广汽、长安汽车、比亚迪、吉利等整车生产商；商用车下游客户覆盖中国重汽、宇通客车、集瑞联合卡车、北奔重卡等整车生产商。另外，公司成功进入国际市场零部件配套采购体系，是美国通用、德国大众、德国戴姆勒等体系的全球供应商。

**最新研发的阿凡达车轮，兼具钢轮和铝轮优点，可抢占铝轮市场，是具有革命性意义的新一代产品。**公司自 2012 年开始研发重量、精度对标铝轮的创新钢轮产品，项目代号“AVATAR（阿凡达）”。作为公司多年研究成果，阿凡达车轮拥有国际上领先的钢轮生产技术，具有更好的平衡性、更强的抗变形能力、更耐用，重量与铝轮接近，较传统钢轮重量大幅下降，产品精度高、美观性好，有望开拓介于钢轮和铝轮之间的新的“蓝海”市场。2020 年底，公司阿凡达车轮量产线正式投产，目前已给国内多家商用车主机厂批量供货，并已将车轮送到戴姆勒等国际商用车主机厂路试。未来三年，公司计划布局 10 条阿凡达车轮产线，预计全部投产后，阿凡达车轮年产销量或将达到 1000 万只。此外，与公司传统产品相比，阿凡达车轮毛利率提升较为明显，预计当阿凡达产品的销量进一步提升后，将对业绩带来积极的影响。

表 1：阿凡达车轮与传统车轮的对比

类别	优势	劣势	主要应用领域
传统钢制车轮	钢材强度大，称重性能好 生产过程耗能少、污染小 钢材密度较均匀、平衡指标优良	外观变化少，美观性较差 大部分产品质量重，汽车耗油量较大	各类型商用车、经济型乘用车、特种车辆
铝合金车轮	重量轻 精度较高 美观性好	承载性能弱于钢制车轮 平衡指标弱于钢制车轮	中高档乘用车，主要为轿车
阿凡达钢制车轮	具有传统钢制车轮和铝合金车轮的优势	不存在上述劣势	各类型商用车轻量化车轮市场 部分铝轮市场

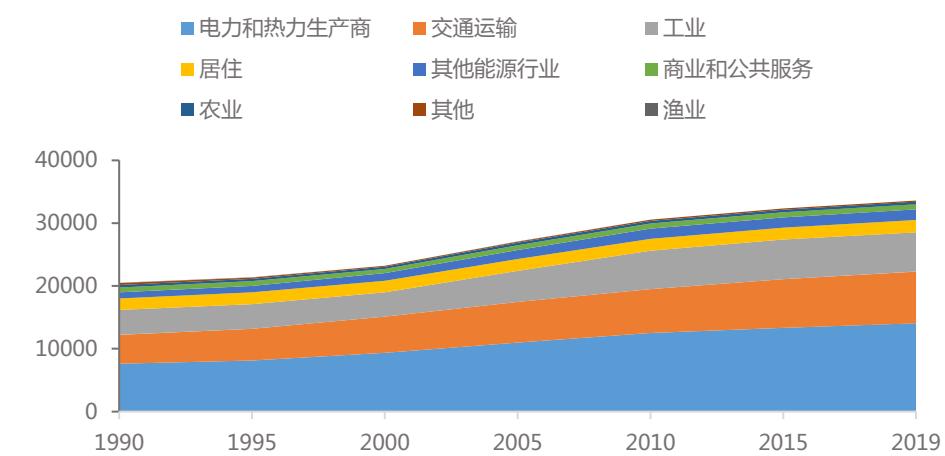
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.2. “双碳”目标下，阿凡达车轮优势凸显

**治超趋严，商用车减重需求凸显。**2020年4月21日，国务院安全委员会印发《全国安全生产专项整治三年行动计划》，建立治超信息监管系统，严格落实治超“一超四罚”措施，深化“百吨王”专项整治，2022年要求基本消除货车非法改装、“大吨小标”等违法违规突出问题。严格的治超执法，使单个商用车运力显著下降，因此商用车的轻量化愈发重要。商用车的轻量化要求也将倒逼车企减轻车身自重，车轮作为商用车重要零部件之一，轻量化发展尤为重要。

**“双碳”已成全球共识，轻量化钢制轮胎或将成为首选。**经济社会在快速发展的同时，对绿色环保、节能减排等方面也提出了更高的要求。我国目标在2030年实现碳达峰，2060年实现碳中和。交通领域作为仅次于电力热力系统的第二大碳排放源，汽车生产及使用过程中的碳减排成为“双碳”目标约束下的关注焦点。

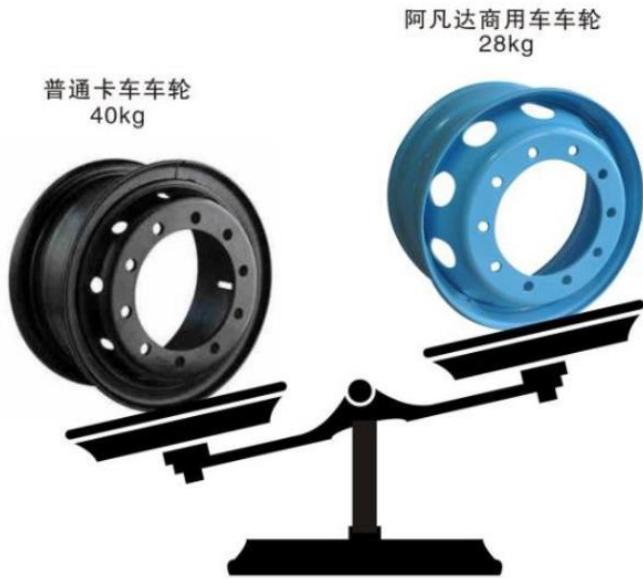
图 10：1990-2019 年世界各行业二氧化碳排放量（单位: 吨）



资料来源：IEA，天风证券研究所

**提高商用车单车运力且节能减排，阿凡达车轮具备显著经济性。**目前市场上普通商用车钢轮重量约为40kg，而公司的阿凡达车轮重量仅为28kg，且更具强度高（是普通钢轮强度的3倍、铝轮的6倍）、精度高（是普通钢轮的2倍）等优点。一辆普通挂车一般配备22个车轮和2个备用车轮，如果全部使用阿凡达车轮，整车可减重约288kg（与40kg钢轮相比）。据公司2020年年报显示，汽车重量每减少100kg，百公里耗油量可降低0.3-0.6升。因此若一辆普通挂车使用阿凡达车轮，不仅可多运载288kg货物，提高经济性，每百公里耗油量还可减少0.86-1.73升，顺应国家节能减排政策。

图 11：阿凡达商用车车轮对比传统商用车车轮



资料来源：公司年报，天风证券研究所

**生产过程更为环保，阿凡达车轮生产制造符合“双碳”大趋势。**传统铝轮在生产过程中每公斤原材料会排放出 16.38 kg 二氧化碳，而“阿凡达”钢轮在生产过程中每公斤原材料仅排放 2.36 kg 二氧化碳。配备“阿凡达”钢轮的整车排放二氧化碳仅为 1586 kg，而配备传统铝轮的整车排放二氧化碳则为 9828 kg，“阿凡达”钢轮能有效减少碳排放高达 84%。按一条阿凡达钢轮生产线产能为 100 万只，全年可为 4.17 万台车提供整车配套，全年可减少二氧化碳排放 68.75 万吨。

图 12：阿凡达车轮优势



资料来源：公司年报，天风证券研究所

**阿凡达商用车车轮实现量产，扩产需求明显，未来有望切入乘用车领域。**公司阿凡达车轮量产线于 2020 年底正式投产，目前一条达产阿凡达生产线主要生产商用车车轮，年产能为 100 万只。阿凡达商用车车轮市场前景广阔，后续进一步扩产需求明显。目前公司已给国内多家商用车主机厂批量供货阿凡达车轮，并已将车轮送至美国戴勒姆等国际商用车主机厂路试。

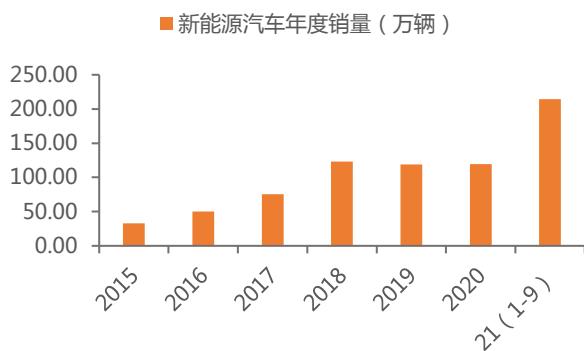
### 2.3. 由商转乘，汽车新能源化+轻量化驱动阿凡达车轮空间广阔

鉴于“电动化、智能化、网联化、轻量化”是未来汽车行业的发展趋势，新能源汽车尤其是电动汽车将逐渐成为汽车市场的主流。为了积极应对新能源汽车时代的到来，从 2021 年开始，公司计划重点转向新能源车企和传统车企的新能源车项目，推广阿凡达乘用车车轮。我们认为，未来新能源汽车市场规模的不断提升以及汽车轻量化的发展趋势将为阿凡达乘用车车轮带来发展机遇。

#### 2.3.1. 新能源汽车行业的发展带动车轮市场需求

宏观导向与市场现状不断加速新能源汽车行业的发展，将带动车轮的市场需求。2020 年 11 月，国务院办公厅正式发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，提出 2025 年新能源汽车新车销量达到汽车新车销量的 20%；到 2035 年，纯电动汽车成为销售车辆的主流。2021 年年以来，新能源汽车持续高景气，根据乘联会数据，今年 9 月新能源乘用车批发销量 35.5 万辆，同比+184.4%，环比+14.7%。比亚迪、特斯拉中国、上通五菱、上汽乘用车、广汽埃安等企业新能源车批发月销已破万，理想、小鹏、蔚来、合众、零跑等新势力销量同比及环比表现同样优秀，全年国内新能源汽车销量有望达到 300 万辆。

图 13：2015 年以来国内新能源汽车年度销量（万辆）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 14：2015 年以来国内新能源汽车销量占比



资料来源：中汽协，天风证券研究所

#### 2.3.2. 新能源汽车轻量化发展为阿凡达车轮带来发展机遇

政策引导汽车轻量化发展，加速轻量化零部件发展。2020 年 6 月，工信部、财政部、商务部、海关总署、国家市场监督管理总局五部委发布了《关于修改<乘用车企业平均燃料消耗量积分与新能源汽车积分的考核办法>的决定》，进一步加速汽车产业的结构调整与转型升级。另外，工信部、中国汽车工程协会编著的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》明确指出：“近期以完善高强度钢应用为体系重点，中期以形成轻质合金应用体系为方向，远期形成多材料混合应用体系为目标。到 2035 年，燃油乘用车整车轻量化系数降低 25%，纯电动乘用车整车轻量化系数减低 35%”，对汽车轻量化提出明确时间及目标要求。

汽车轻量化与新能源化紧密结合，直接提升电动车续航里程。目前，电动汽车的发展瓶颈是续航里程问题。从技术角度分析，电动汽车整车重量每减重 10%，其续航里程可增加 5.5%。解决电动汽车续航能力的方式主要为两种：（1）增加动力电池本身续航能力与（2）减轻车身自重从而提高续航能力。新能源汽车轻量化发展将是新能源汽车发展的重要话题。

表 2：中国汽车轻量化技术路线规划的详细目标

类型	2016-2020 年	2021-2025 年	2026-2030 年
汽车减重目标	较 2015 年减重 10%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%
高强度钢	强度在 600MPa 以上的 AHSS 刚应用达到 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000MPa 以上的刚才有一定比例的应用
铝合金/kg	单车使用量 190	单车使用量 250	单车使用量 350
镁合金/kg	单车使用量 15	单车使用量 25	单车使用量 45
碳纤维	有一定使用量, 成本比 2015 年降低 50%	使用量占车重 2%, 成本比上阶段降低 50%	使用量占车重 5%, 成本比上阶段降低 50%

资料来源：节能与新能源汽车技术路线图 2.0，天风证券研究所

**“阿凡达”钢轮降本增效，契合新能源汽车未来发展方向。**随着新能源汽车市场供给端逐步打开，新进厂商加剧市场竞争，降本增效也将是新能源车企重点考虑的方向。减重、减排优秀的“阿凡达”车轮给车辆减“负”后，成本却只有铝轮的一半左右，能有效助力新能源汽车降低车身重量、提升续航里程、降低产品成本。另外，“阿凡达”车轮外观也十分出色，较传统钢轮外观更新颖、现代，不输铝轮。

图 15：阿凡达车轮外观造型



阿凡达乘用车车轮



铝合金乘用车车轮



普通钢制乘用车车轮

资料来源：公司年报，天风证券研究所

**开拓新能源客户，加速阿凡达布局。**为积极应对新能源汽车时代带来的变化，公司紧紧围绕阿凡达产品进行市场布局。2021 年，公司产品已进入新能源电动汽车领域，公司是五菱宏光 MINI EV 的标配车轮供应商，同时取得了广汽丰田新能源车雷凌配套项目。后续以阿凡达技术作为敲门砖，公司将继续开拓新能源车乘用车市场，抢占原有铝轮的市场。同时，公司将在阿凡达技术的基础上持续推进轻量化产品的研究。

### 3. 投资建议

对公司各业务预测假设如下：

**钢轮主业：**传统钢轮收入保持稳步增长，阿凡达车轮快速增长，依据公司规划，预计 21 年-23 年出货量达到 40 万只、170 万只、400 万只及 800 万只，单价及毛利率高于传统车轮。

**非钢轮主业：**后市场保持稳步发展，利润率逐步恢复；高端装备制造等业务逐渐剥离。

由此预计公司 2021 年至 2023 年收入分别为 28.5 亿元、36.2 亿元、46.6 亿元，毛利率分别为 12.6%、16.3% 和 20.1%。

表 3：公司收入预测

汇总表	项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
钢轮业务	收入 (百万元)	1791.3	1663.1	1811.7	2593.1	3578.1
	增速	28.6%	-7.2%	8.9%	43.1%	38.0%
	毛利率	19.4%	16.7%	16.0%	20.9%	24.0%
钢贸业务	收入 (百万元)	0.0	546.3	573.6	602.3	632.4
	增速	0.0%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
汽车后市场	收入 (百万元)	71.9	66.1	86.0	103.1	118.6
	增速	-92.5%	-8.1%	30.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	16.3%	18.9%	5.0%	15.0%	20.0%
高端装备制造	收入 (百万元)	18.4	17.0	0.0	0.0	0.0
	增速	-7.5%	-7.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	58.4%	50.6%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	收入 (百万元)	127.5	288.6	303.0	318.1	334.0
	增速	-39.8%	126.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	22.1%	5.1%	8.0%	10.0%	15.0%
总收入	收入 (百万元)	2119.0	2620.5	2845.2	3616.6	4663.15
	增速	-22.6%	23.7%	8.6%	27.1%	28.9%
	毛利率	21.6%	12.8%	12.6%	16.3%	20.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，公司于 6 月 14 日公告全资子公司特维轮拟转让新康众不超 9.39% 股权，预计交易对价不超 13.56 亿元，本次交易后特维轮获得转让收益(税前)约 10.37 亿元，将对公司 2021 年及 2022 年度净利润产生积极影响。

中长期看，公司发展战略重新聚焦钢轮主业，阿凡达车轮性能突出，打开成长天花板，中长期业绩向上。我们预计公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 2.5 亿元、4.9 亿元和 7.4 亿元，对应 PE 分别为 27.4 倍、14.1 倍、9.3 倍。

我们选择万丰奥威、旭升股份、文灿股份、拓普集团作为可比公司，其中，万丰奥威的主营业务是铝合金轮毂，而旭升股份、文灿股份和拓普集团部分业务均涉及轻量化产品。参考可比公司估值水平，给予公司 2022 年 20 倍 PE 目标，对应目标价 9.8 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值对比

公司名称	收盘价		EPS(元)			PE			
	2020/10/18	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
金固股份	6.82	-0.16	0.25	0.49	0.74	-41.88	27.36	14.05	9.27
万丰奥威	5.54	0.26	0.29	0.35	0.42	21.31	19.29	15.73	13.14
旭升股份	39.52	0.74	1.10	1.48	1.87	53.41	35.79	26.69	21.17
文灿股份	33.69	0.32	1.06	1.76	2.28	105.28	31.89	19.18	14.76
拓普集团	45.70	0.60	1.07	1.40	1.77	76.17	42.87	32.61	25.87
					平均值	10.95	32.46	23.55	18.74

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：可比公司盈利预测采用万得一致预期

## 4. 风险提示

**阿凡达车轮推广不及预期：**阿凡达车轮在后续乘用车及新能源客户中推广仍需客户路试，尚存在不确定性。

**国内车市恢复不及预期：**国内车市复苏不及预期将对公司业绩恢复增长产生不利影响。

**汽车后市场等业务进展不及预期：**若汽车后市场等业务持续亏损，仍将拖累公司自身业绩。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	739.92	391.55	569.04	831.82	1,072.53	<b>营业收入</b>	2,119.02	2,620.51	2,845.19	3,616.62	4,663.15
应收票据及应收账款	426.13	560.84	466.59	819.33	812.78	营业成本	1,661.99	2,284.40	2,486.97	3,026.61	3,727.56
预付账款	274.39	162.63	307.13	281.38	464.13	营业税金及附加	15.59	7.75	8.54	14.47	18.65
存货	847.48	931.63	1,279.01	738.73	1,125.05	营业费用	138.88	86.26	91.05	112.12	163.21
其他	257.66	196.00	216.58	261.75	286.65	管理费用	179.49	162.95	176.40	224.23	293.78
<b>流动资产合计</b>	<b>2,545.58</b>	<b>2,242.65</b>	<b>2,838.34</b>	<b>2,933.01</b>	<b>3,761.14</b>	研发费用	46.76	42.72	51.21	68.72	83.94
长期股权投资	832.14	753.81	753.81	753.81	753.81	财务费用	74.74	92.81	105.39	99.55	85.78
固定资产	1,008.55	986.25	1,245.45	1,377.80	1,430.50	资产减值损失	(5.79)	(11.27)	(10.00)	3.00	3.00
在建工程	485.28	699.82	443.89	284.33	182.60	公允价值变动收益	(7.51)	(8.64)	5.00	1.00	4.00
无形资产	274.01	274.41	246.97	219.53	192.09	投资净收益	44.57	(102.89)	320.00	450.00	500.00
其他	1,561.26	1,397.18	1,389.21	1,397.34	1,390.82	其他	(57.49)	233.87	(650.00)	(902.00)	(1,008.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,161.24</b>	<b>4,111.47</b>	<b>4,079.34</b>	<b>4,032.82</b>	<b>3,949.82</b>	<b>营业利润</b>	<b>27.80</b>	<b>(167.44)</b>	<b>260.64</b>	<b>518.94</b>	<b>791.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,706.83</b>	<b>6,354.12</b>	<b>6,917.67</b>	<b>6,965.83</b>	<b>7,710.97</b>	营业外收入	1.20	2.25	5.00	4.00	3.00
短期借款	1,685.79	1,845.45	1,435.88	1,283.44	1,129.99	营业外支出	7.03	7.85	1.00	2.00	1.00
应付票据及应付账款	569.92	391.66	630.76	596.69	941.05	<b>利润总额</b>	<b>21.97</b>	<b>(173.04)</b>	<b>264.64</b>	<b>520.94</b>	<b>793.23</b>
其他	208.93	212.39	385.66	320.03	432.65	所得税	1.88	(6.99)	10.59	26.05	43.63
<b>流动负债合计</b>	<b>2,464.64</b>	<b>2,449.49</b>	<b>2,452.31</b>	<b>2,200.16</b>	<b>2,503.70</b>	<b>净利润</b>	<b>20.10</b>	<b>(166.05)</b>	<b>254.05</b>	<b>494.89</b>	<b>749.60</b>
长期借款	144.90	0.00	140.00	130.00	120.00	少数股东损益	(3.00)	(2.88)	4.32	8.41	12.74
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>23.10</b>	<b>(163.17)</b>	<b>249.73</b>	<b>486.48</b>	<b>736.86</b>
其他	95.11	120.22	110.00	120.00	116.74	每股收益(元)	0.02	(0.16)	0.25	0.49	0.74
<b>非流动负债合计</b>	<b>240.00</b>	<b>120.22</b>	<b>250.00</b>	<b>250.00</b>	<b>236.74</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,704.65</b>	<b>2,569.72</b>	<b>2,702.31</b>	<b>2,450.16</b>	<b>2,740.44</b>						
少数股东权益	5.07	2.35	6.67	15.09	27.83						
股本	1,011.20	1,001.91	1,001.91	1,001.91	1,001.91						
资本公积	3,070.23	3,025.07	3,025.07	3,025.07	3,025.07						
留存收益	3,265.27	3,056.94	3,206.78	3,498.67	3,940.78						
其他	(3,349.59)	(3,301.88)	(3,025.07)	(3,025.07)	(3,025.07)						
<b>股东权益合计</b>	<b>4,002.18</b>	<b>3,784.40</b>	<b>4,215.37</b>	<b>4,515.67</b>	<b>4,970.53</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,706.83</b>	<b>6,354.12</b>	<b>6,917.67</b>	<b>6,965.83</b>	<b>7,710.97</b>						
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E						
净利润	20.10	(166.05)	249.73	486.48	736.86	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	164.28	177.22	94.17	104.64	111.48	资产负债率	40.33%	40.44%	39.06%	35.17%	35.54%
财务费用	102.09	85.28	105.39	99.55	85.78	净负债率	28.92%	39.80%	25.31%	14.87%	4.93%
投资损失	(44.57)	102.89	(320.00)	(450.00)	(500.00)	流动比率	1.03	0.92	1.16	1.33	1.50
营运资金变动	(669.95)	(41.24)	(20.60)	39.29	(108.69)	速动比率	0.69	0.54	0.64	1.00	1.05
其它	174.07	(231.84)	9.32	9.41	16.74	<b>营运能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>(253.98)</b>	<b>(73.74)</b>	<b>118.01</b>	<b>289.37</b>	<b>342.18</b>	应收账款周转率	5.08	5.31	5.54	5.63	5.71
资本支出	296.64	252.59	80.22	40.00	38.26	存货周转率	2.80	2.95	2.57	3.58	5.00
长期投资	(62.32)	(78.33)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.30	0.40	0.43	0.52	0.64
其他	(974.33)	(254.66)	169.78	360.00	426.74	<b>每股指标(元)</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>(740.02)</b>	<b>(80.39)</b>	<b>250.00</b>	<b>400.00</b>	<b>465.00</b>	每股收益	0.02	-0.16	0.25	0.49	0.74
债权融资	1,897.46	1,897.92	1,635.88	1,503.44	1,317.49	每股经营现金流	-0.25	-0.07	0.12	0.29	0.34
股权融资	(85.50)	(144.71)	171.42	(99.55)	(85.78)	每股净资产	3.99	3.77	4.20	4.49	4.93
其他	(2,254.94)	(1,860.74)	(1,997.81)	(1,830.47)	(1,798.18)	<b>估值比率</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(442.98)</b>	<b>(107.52)</b>	<b>(190.52)</b>	<b>(426.59)</b>	<b>(566.48)</b>	市盈率	295.84	-41.88	27.36	14.05	9.27
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	1.71	1.81	1.62	1.52	1.38
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,436.98)</b>	<b>(261.66)</b>	<b>177.49</b>	<b>262.79</b>	<b>240.70</b>	EV/EBITDA	21.35	43.89	14.27	8.54	5.83
						EV/EBIT	41.06	-295.72	17.95	9.98	6.58

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 518000 平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：(86755)-23915663
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com