徐敏锋
执业证书编号：S0730210030005
021-50588666-8029
xumf@ccnew.com

滚型钢制车轮领域的领先者

——金固股份（002488）新股点评报告

研究报告-新股点评

发布日期：2010年10月8日

报告关键要素：

公司是滚型钢制车轮领域的领先者，受益于滚型车轮比例上升和车轮产业的国际转移趋势。如果钢制车轮在美观度等方面取得突破，其市场空间将大增。

事件：

- **金固股份（002488）在中小板发行新股**。公司于10月11日发行新股3000万股，发行价为22.00元，按2009年摊薄每股收益计算发行市盈率为67.64倍，预计募集资金6.60亿元，发行后总股本为12000万股。

点评：

- **公司在滚型车轮领域居领先地位。**公司是国内钢制车轮行业龙头企业之一，2008年总产量为515万件，位居第三位。公司主要产品为滚型车轮，是唯一集中于这一领域的重要企业，也是这一产品产销量最大的企业。而其他企业产品都包含了传统的型钢车轮和部分滚型车轮。

表 1：2008年国内前5大钢制车轮企业

排名	公司名称	钢制车轮产量（万件）	总产量占比
1	正兴车轮集团有限公司	1060	24.22%
2	山东兴民钢圈股份有限公司	578	13.21%
3	浙江金固股份有限公司	516	11.78%
4	长春一汽富维汽车零部件股份有限公司	497	11.34%
5	东风汽车车轮有限公司	491	11.22%

资料来源：中原证券，招股说明书，CAAM

- **滚型车轮优势突出，使用比例将继续提升，公司受益明显。**滚型车轮是型钢车轮的升级产品，是由平板钢材经过卷圆、对焊、滚型等工序制成轮辋，再与经过旋压、冲压、机床加工等工序制成的轮辐焊接成车轮。通过在生产中采用滚型和旋压工艺，有效的提高了车轮的精度和强度，降低了车轮的重量，适用于子午线无内胎轮胎，节油效果明显。由于滚型车轮性能优势明显，国外大部分钢车轮已经是滚型车轮，而在中国滚型车轮也在逐步取代传统型钢车轮。公司产品集中于滚型车轮，是国内这一领域的领先者，因此极大受益于滚型车轮比例提升这一趋势。

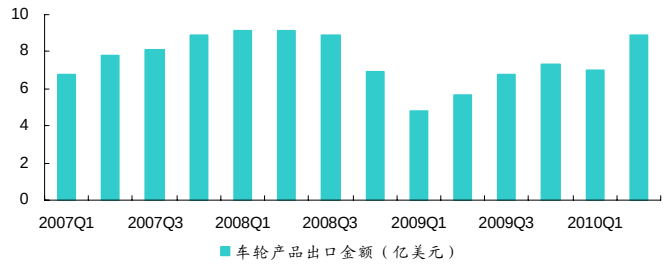
表 2：滚型车轮与型钢车轮比较

车轮类别	优点	缺点
滚型车轮	结构合理 重量轻，节能性好 安全性好 高速性能好	设备要求高，投入成本大
型钢车轮	承载能力强	结构、节能、安全性、高速性能等方面都比滚型车轮要差

资料来源：中原证券，招股说明书

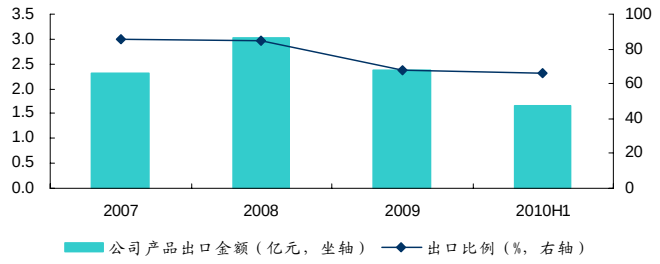
- **车轮出口逐步恢复至危机前水平，产业向中国转移趋势延续。**据海关数据统计，2007-2009 年我国“机动车辆的车轮产品及其零件、附件”出口额分别为31.55亿美元、34.02亿美元、24.55亿美元。由于金融危机的影响，2009 年出口下降明显。随着主要海外市场的经济开始复苏，出口形势逐步好转，今年二季度出口额已经恢复至危机前水平。上半年公司出口金额为1.65亿元，预计全年能够超过2008年最高峰水平。整体来看公司出口复苏好于行业整体。鉴于国内产品成本仍低于海外主要产地，因此车轮制造向中国转移的趋势仍将延续，未来出口额进一步增长。

图 3：中国车轮产品季度出口金额



资料来源：中原证券，招股说明书

图 4：公司产品出口金额



资料来源：中原证券，招股说明书

- **与铝车轮的相互替代趋势尚需观察。**在商用车领域，钢制车轮仍是市场的主导。目前国内绝大部分商用车都装配钢制车轮，主要是因为钢制车轮价格低、承载性能强。钢制车轮受益于下游商用车行业的快速发展，近几年来产量年均增长达到25%。在乘用车领域，钢制车轮市场份额从上世纪80年代的90%下降到目前50%左右，特别是在中高端乘用车领域，铝合金车轮市场竞争优势明显。在乘用车领域的中低端车型上，大部分整车制造商仍在使用钢制车轮。两类产品在乘用车领域分明，主要是各自成本与美观度不同所致。未来两者能否挤压对方市场也将视这两个因素的变化而定。从目前来看，发展趋势还需观察。

表 3：钢制车轮与铝合金车轮比较

类别	优势	劣势	主要应用领域
钢制车轮	强度大，承重性能好 生产过程耗能和污染小 成本比铝制车轮低 50%-70% 密度均匀，平衡指标优良	大部分产品质量较重 车辆耗油量较大 外观变化少，美观性较差	各类商用车、中低档乘用车、特种车辆
铝合金车轮	重量轻，精度较高，美观性好	承载性和平衡性较弱	中高档乘用车，主要为轿车

资料来源：中原证券，招股说明书

- **募投项目预计将于2011年达产。**公司的募集资金投资项目为“年产350万只高强度钢制滚型车轮固定资产投资项目”，总投资3.19亿元，建设期1.5年。项目达产后，在现有700万件产能基础上，总产能将超过1000万件。受益于下游旺盛的需求，今年上半年公司产能率用率居高不下。如果募投项目在2011年顺利投产，已签订开发协议的客户预计向公司新增采购量就能基本消化募投项目的产能。项目达产后预计新增销售收入6.16亿元，对业绩提升效果明显。
- **盈利预测。**我们预计公司2010年-2011年每股收益分别为0.50元和0.74元（按发行后总股本摊薄），发行价对应的2010年动态市盈率为44.02倍。我们认为其合理价值为19-22元。
- **风险提示。**（1）协议客户订货量达不到预期；（2）原材料价格大幅波动，盈利能力下降；（3）贸易摩擦与人民币升值；（4）募集资金投资项目进展不顺利。

盈利预测

	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入（亿元）	3.81	3.80	5.26	6.62
增长比率（%）	36.95	-0.20	38.32	25.76
净利润（亿元）	0.24	0.39	0.60	0.88
增长比率（%）	-21.64	61.86	53.67	47.45
每股收益（元）	0.20	0.33	0.50	0.74
市盈率（倍）				

发行数据

发行价（元）	22.00
发行数量（万股）	3000
发行方式	网下配售
	网上资金申购
发行日期	10月11日
上市日期	

基础数据（2010年6月30日）

每股净资产（元）	2.51
每股经营现金流（元）	0.26
毛利率（%）	29.71
净资产收益率（%）	25.21
资产负债率（%）	63.50
总股本/流通股（万股）	9000/
B股/H股（万股）	/

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：　未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：　未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：　未来6个月内公司相对大盘涨幅－5％至5％；
卖出：　未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。