

金固股份 (002488)

乘资本之轮、展互联之翼

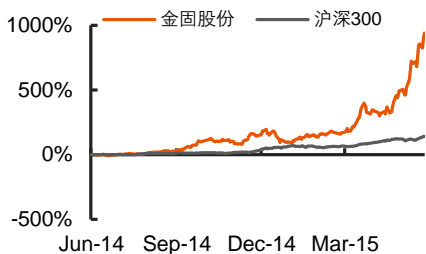
推荐 (首次)

现价: 40.50 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.jgwheel.com
大股东/持股	孙金国/16.59%
实际控制人/持股	孙金国/16.59%
总股本(百万股)	508
流通 A 股(百万股)	327
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	206 亿
流通 A 股市值(亿元)	132 亿
每股净资产(元)	3.10
资产负债率(%)	53.90

行情走势图



证券分析师

王德安 投资资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@pingan.com.cn

余兵 投资资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@pingan.com.cn

研究助理

戴畅 投资资格编号
S1060115050033
DAICHANG706@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

金固股份是国内最大的钢制滚型车轮制造企业, 近两年积极进入汽车后市场、车联网、智能驾驶等领域, 其传统制造业的“互联网+汽车”转型路径稳健而清晰。

■ 定增募集近 27 亿加码后市场, 高管带头参与彰显空前信心

公司公告拟以 33.32 元/股的价格发行不超过 0.81 亿股, 募集不超过 27.0 亿元, 扣除发行费用后将全部用于“汽车后市场 O2O 平台建设项目”。公司管理层合计认购 6.03 亿, 占总募集金额 22.33%, 彰显出对公司发展前景的巨大信心。同时, 我们认为市场将逐渐从“跑马圈地, 野蛮扩张”的第一阶段进入到更加激烈的“烧钱抢流, 服务提升”的第二阶段。金固募集 27 亿, 自筹 2 个多亿, 一共近 30 亿支持后市场 O2O 项目, 其资金储备与其他平台相比具有明显优势, 有望在激烈的烧钱竞争中胜出。

■ “门店扩张+品类扩张+电商渗透率提升”驱动汽车后市场业务爆发式增长

公司全资子公司特维轮是以轮胎电商为主的汽车后市场 O2O 服务平台。特维轮从厂家拿到优质低价货源, 通过互联网进行客户导流, 线下合作店实现落地服务, 其 O2O 模式重构轮胎售后市场产业链, 减少中间环节提升效率。**门店扩张:** 特维轮预计将在全国建立 7 个中心仓, 计划 2015 年底达 1 万家合作门店, 形成全国范围的线下落地能力。**品类扩张:** 预计年中将上线机油等产品, 进一步丰富特维轮平台产品。**渗透率提升:** 目前我国轮胎售后市场电商渗透率低于 1%, 远低于成熟汽车市场水平。

■ 对比国内竞争对手, 特维轮发展迅猛后来居上

国内大型轮胎电商平台主要有特维轮 (2013 成立)、途虎养车网 (2011 成立) 以及麦轮胎 (2011 成立) 三家。三家业务模式和服务内容都类似。国内轮胎电商在 2015 年将进入最为惨烈的竞争阶段。我们认为拥有最广泛落地能力的平台才能吸引到最多的客户流量, 产生大量的轮胎产品需求, 对厂家的议价能

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1166	1313	2638	4330	5252
YoY(%)	30.0	12.6	100.9	64.1	21.3
净利润(百万元)	45	64	120	222	298
YoY(%)	-21.3	41.1	89.2	84.9	34.2
毛利率(%)	22.81	24.91	22.05	20.50	21.26
净利率(%)	3.82	4.74	5.09	5.78	6.48
ROE(%)	4.64	3.85	7.86	13.32	15.92
EPS(摊薄/元)	0.09	0.31	0.24	0.44	0.59
P/E(倍)	457.0	324.0	171.3	92.6	69.2
P/B(倍)	22.2	12.9	12.3	11.3	10.1

力最强，拿到正品货源的成本也就最低，从而进一步吸引流量，形成正向循环，成为行业最大赢家。现阶段，从合作线下门店扩张速度和将来的总数量规模来看，特维轮有望后来居上，成为行业领头羊。

■ 对标欧洲轮胎 O2O 龙头 Delticom，估计特维轮估值 150 亿以上

Delticom AG 是欧洲最大的网上轮胎供应商，目前在 42 个国家（欧洲、北美、东亚）拥有 163 个网上零售店，产品覆盖 100 多种品牌的 25000 多种型号轮胎，一共拥有 4 万多个线下合作服务门店。Delticom 的经营模式同特维轮非常类似。特维轮处于爆发式增长初期，我们给予其同 Delticom AG 高速增长时类似的估值水平（2 倍 PS），考虑到我国汽车保有量增长空间和后市场轮胎电商渗透率提升，我们估计特维轮稳态收入规模有望达 Delticom 现阶段欧洲收入的 3 倍以上，即 75 亿以上。因此特维轮估值 150 亿以上。

■ 涉足车联网和智能驾驶，发起汽车后市场基金

公司入股上海语境和苏州智华，与北京正和磁系资产合资成立金固磁系资产管理公司，发起汽车后市场服务基金，欲打造互联网+汽车生态圈。上海语境是以数据服务为核心的车联网公司，未来有望成为特维轮新流量入口。苏州智华产品服务于智能驾驶，将来公司有望在前装市场与其共享客户资源，在后装市场将苏州智华产品导入特维轮平台。

■ 钢制车轮主业进入产品和客户双升级通道

公司主业为高端滚型车轮的研发、生产和销售，毛利润水平显著高于同行业。产品高端化使公司开始并不断扩大对国内主流合资车企的部分乘用车型配套，现已经进入上海大众、长安福特、上汽通用部分乘用车性配套体系。在产品升级和客户升级的双重驱动下，公司钢制车轮业务恢复性增长，在今后几年有望保持 20% 以上的增长。

■ EPS 替代酸洗处理，有望成为公司新的利润增长点

公司 2014 年同美国 TMW 公司合资成立“泰恩达金固环保设备制造有限公司”，专注于 EPS 设备的制造、生产、销售。在钢材表面处理领域，EPS 技术与传统酸洗方法相比，具有绿色无污染等多项优势。我们预计随着国内环保要求趋严，钢厂对 EPS 技术的认知加深，EPS 将逐步替代传统酸洗，公司的 EPS 设备订单将逐步放量，成为公司新利润增长点。我们预计 2015/2016/2017 年 EPS 业务将为公司贡献利润 0.16/0.32/0.48 亿。

■ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2015、2016、2017 年 EPS 分别为 0.24、0.44、0.59 元。考虑定增股本增加的影响（以增发后总股本 5.90 亿股计），公司 15、16、17 年 EPS 分别为 0.20、0.38、0.51 元。我们估算公司钢轮主业+特维轮+EPS 业务市值在 200 亿以上。目前公司市值 200 亿，除了主业、特维轮、EPS 业务，公司入股苏州智华和上海语境，其“互联网+汽车生态圈”建设想象空间巨大，首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ 风险提示

1) 钢制滚型车轮对乘用车铝制车轮替代低于预期；2) 特维轮合作门店扩张低于预期；3) EPS 对酸洗替代低于预期。

正文目录

一、特维轮：爆发式增长的汽车后市场 O2O 平台	5
1.1 汽车后市场行业大幕初起	5
1.2 特维轮 O2O 模式平台效应将逐步显现	6
1.3 “门店扩张+品类扩张+渗透率提升”三因素驱动，特维轮收入将爆发增长	8
1.4 对比国内竞争对手，发展迅猛后来居上	9
1.5 对标 Delticom AG，估计特维轮市值 150 亿元以上	9
1.6 定增募集近 27 亿加码后市场，高管带头参与彰显空前信心	11
二、打造互联网+汽车生态圈	12
2.1 入股上海语境，为特维轮创造新的流量入口	12
2.2 发起设立汽车后服务基金，助力汽车后市场业务拓展	13
2.3 投资苏州智华，布局智能驾驶	13
三、EPS 业务将成为公司新的利润增长点	13
3.1 EPS 技术绿色无污染，是钢材表面酸洗处理法的理想替代	14
3.2 EPS 业务有望成为公司新的利润增长点	14
四、钢轮主业：高端化发展 长期增长可期	14
4.1 国内滚型钢制车轮行业将加速发展	15
4.2 公司主业进入产品和客户双升级的通道	16
4.3 钢轮业务毛利率显著高于同行，收入和毛利恢复性增长	16
五、盈利预测与投资建议	17
六、风险提示	19

图表目录

图表 1	我国汽车维修养护市场规模 2020 年将达到近 2 万亿 单位：万亿	5
图表 2	我国汽车维修养护业市场规模测算	5
图表 3	特维轮的 O2O 布局	6
图表 4	特维轮重构产业链获得显著价格优势	7
图表 5	不同轮胎电商平台价格水平比较 单位：元	7
图表 6	不同国家轮胎售后市场电商渗透率	8
图表 7	中国轮胎售后市场电商规模 单位：亿元	8
图表 8	特维轮收入预测 单位：个,万元	9
图表 9	特维轮、途虎养车网、麦轮胎比较	9
图表 10	Delticom AG 的经营模式	10
图表 11	Delticom AG 历年收入情况 单位：百万欧元	10
图表 12	Delticom AG 历年净利情况 单位：百万欧元	10
图表 13	Delticom AG 历年股价和市值 单位：欧、百万欧元	11
图表 14	Delticom AG 历年 PE 和 PS	11
图表 15	特维轮与 Delticom AG 比较分析 单位：个，亿元人民币	11
图表 16	汽车后市场 O2O 平台建设项目明细 单位：万元	11
图表 17	金固股份的“互联网+汽车生态圈”	13
图表 18	钢材酸洗后与 EPS 处理后表面对比	14
图表 19	钢制车轮与铝合金车轮优劣势比较	15
图表 20	我国历年来车轮产量结构	15
图表 21	滚型车轮和型钢车轮优劣势比较	16
图表 22	公司的高通风孔车轮	16
图表 23	公司的高端产品工厂	16
图表 24	公司钢轮业务毛利率领先同行	17
图表 25	公司钢轮业务近年来收入情况 单位：亿元	17
图表 26	公司钢轮业务近年来毛利情况 单位：亿元	17
图表 27	金固股份业绩拆分 单位：百万元	18

金固股份是国内最大的钢制滚型车轮制造企业，其滚型钢制车轮业务是现阶段公司收入和毛利的主要来源，该项业务收入占公司总收入的比例保持在 70%左右，毛利占公司总毛利比例在 95%左右。

公司近两年在钢制车轮主业的基础上，积极向环保设备、汽车后市场、以及汽车生态圈多领域扩展。特别是公司 2013 成立全资子公司特维轮，切入汽车后市场养护维修领域。特维轮现阶段已经成为国内后市场养护维修领域领先的 O2O 服务平台，预计到 2015 年年底，特维轮线下合作服务网点有望达到 1 万家，全年交易流水有望接近 10 亿。金固还入股车联网公司上海语境以及智能驾驶领域公司苏州智华，并成立后市场发展基金，大力推进“互联网+汽车”生态圈的建设。

公司积极拥抱互联网，以零部件制造为基础，衍生进入汽车后市场、车联网、智能驾驶等新领域，其传统制造业的“互联网+”转型之路日益明晰。因此，我们认为公司有望“乘资本之轮，展互联之翼”，逐步成为未来互联网+汽车生态服务系统的领军企业。

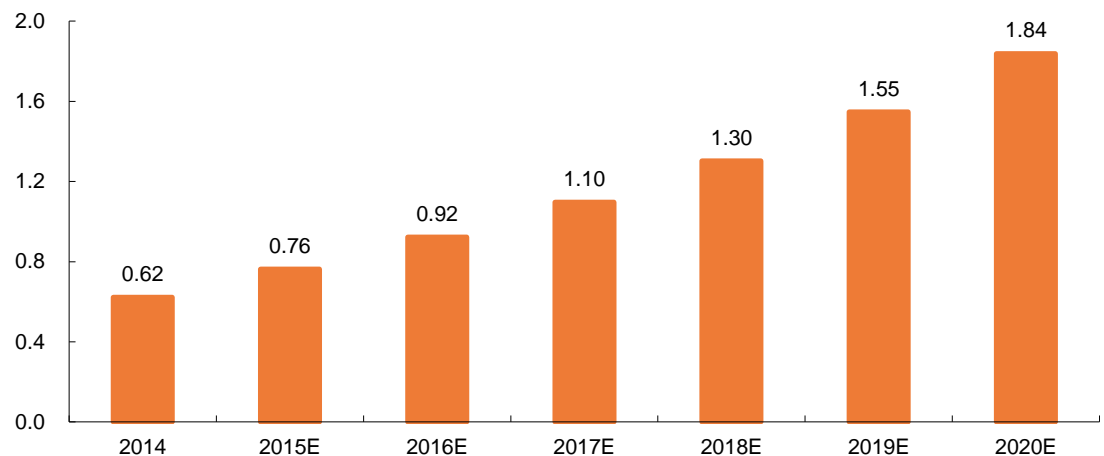
一、特维轮：爆发式增长的汽车后市场 O2O 平台

1.1 汽车后市场行业大幕初起

我们在前期《阳光充足，万物生长——汽车后市场深度报告》中已经阐明“保有量+车龄”双轮驱动汽车后市场需求端高速增长，“政策催化+互联网改造”提升后市场供给端运营效率，汽车后市场万亿市场空间被激活，其市场规模在 2020 年有望达 4.8 万亿。

养护维修是汽车后市场最大单一市场，其 2014 年市场规模为 0.62 万亿，我们测算在 2020 年其市场规模将达 1.83 万亿。

图表1 我国汽车维修养护市场规模 2020 年将达到近 2 万亿 单位：万亿



资料来源:wind、平安证券研究所

图表2 我国汽车维修养护业市场规模测算

年份	保有量 (亿辆)	车龄 1-3 年 (38%)		车龄 4-5 年 (20%)		车龄 6 年及以上 (42%)		市场规模 (亿元)
		车数量 (亿辆)	单车维修养护费 (元)	车数量 (亿辆)	单车维修养护费 (元)	车数量 (亿辆)	单车维修养护费 (元)	
2014A	1.54	0.59	3000	0.31	4000	0.65	5000	6222
2015E	1.71	0.65	3300	0.34	4400	0.72	5500	7597
2016E	1.88	0.71	3630	0.38	4840	0.79	6050	9192

年份	保有量 (亿 辆)	车龄 1-3 年 (38%)		车龄 4-5 年 (20%)		车龄 6 年及以上 (42%)		市场规 模 (亿 元)
		车数量 (亿辆)	单车维修养 护费 (元)	车数量 (亿辆)	单车维修养 护费 (元)	车数量 (亿辆)	单车维修养护 费 (元)	
2017E	2.03	0.77	3993	0.41	5324	0.85	6655	10920
2018E	2.19	0.83	4392	0.44	5856	0.92	7321	12973
2019E	2.37	0.90	4832	0.47	6442	0.99	8053	15412
2020E	2.56	0.97	5315	0.51	7086	1.07	8858	18309

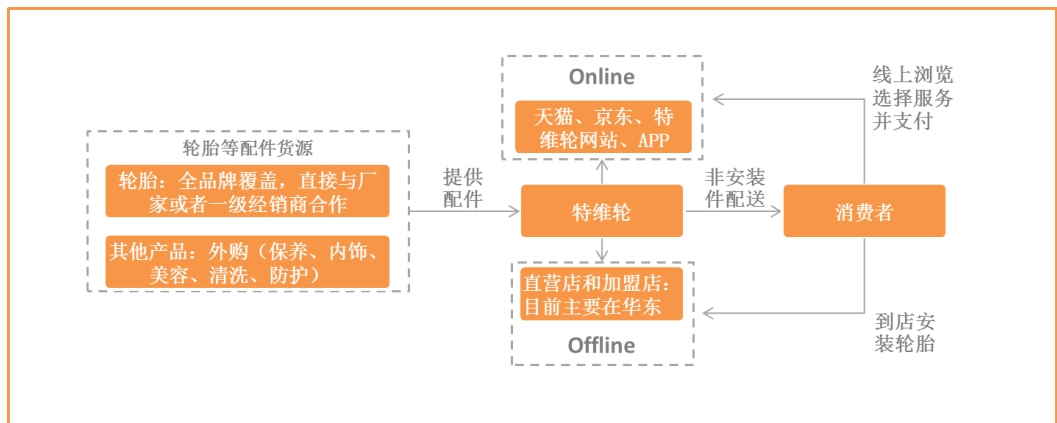
资料来源: wind, 平安证券研究所

1.2 特维轮 O2O 模式平台效应将逐步显现

公司抓住我国汽车产业重心从“整车制造”向“汽车后服务”过渡的时代机遇，于 2013 年初成立特维轮后，通过轮胎电商积极涉足汽车后市场养护维修领域，实现传统零配件厂商的“互联网+”转型，终极目标为发展成为汽车后市场服务的综合性平台。

特维轮利用线上线下相结合的方式，以轮胎服务为中心，辐射周边产品与服务，力争打造成综合性的汽车后市场服务平台。

图表3 特维轮的 O2O 布局



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

我们认为能够在激烈竞争中胜出的养护维修类 O2O 平台应该具备三项基因：

- 1) 线上流量，即集客能力；
- 2) 质优价低的配件货源，即上游零配件供应。
- 3) 落地能力，即指线下实体店。

特维轮在这三个方面都有很好的表现。

■ 线上流量：以轮胎为切入点，精准高效带动力强，容易积聚线上流量

2014 年下半年以来，众多互联网创业公司从轮胎、洗车、装饰、机油等不同角度切入汽车养护维修。我们认为通过轮胎切入容易站稳脚跟，集客作用非常明显。原因有四：

- 1) 轮胎的标准性相对较高，使得电商平台的库存备货压力以及物流运输压力大大减少；
- 2) 轮胎更换频次较高，容易产生流量，支持电商平台正常运转；

3) 轮胎带动作用强, 客户在网上购买线下安装轮胎时, 容易衍生出装饰、洗车, 以及更换其他易损易耗件的需求, 增强消费者粘性;

4) 轮胎比较难有假货 (相比于机油以及其他产品), 容易获得消费者信任。

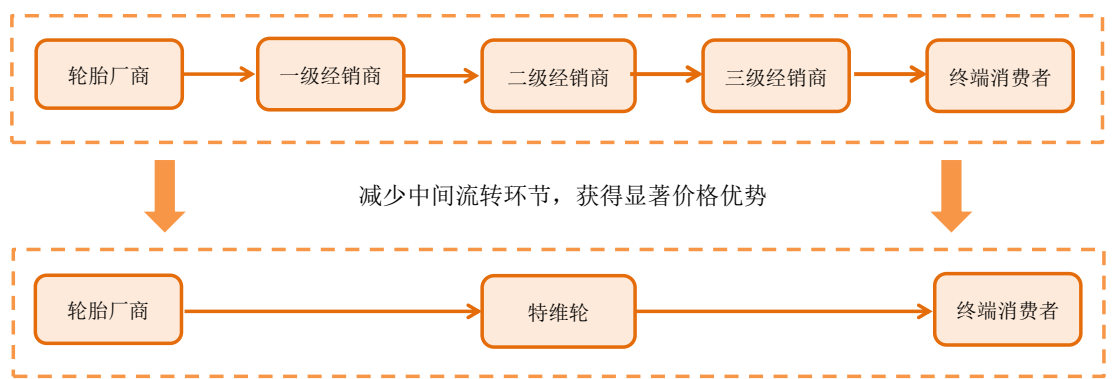
■ **质优价低的配件资源: 重构供应链, 直接从厂商拿货, 获得优质低价轮胎**

在轮胎的传统销售渠道下, 轮胎从厂到终端消费者需要经过一级经销商、二级经销商、三级经销商, 以及终端零售商, 流转环节过多, 层层加价。现阶段的轮胎电商平台, 都是直接与经销商后者厂家合作, 缩减中间环节层级, 从而获得价格优势。合作经销商层级越高, 缩减中间环节越多, 获得的价格优势越明显。

特维轮以母公司上市公司的信用背书, 以平台的强大流量需求为支撑, 直接与轮胎厂商合作, 或者与一级经销一起共同从厂商拿货, 能够以最低的成本拿到正品货源, 然后通过网络平台销售给终端用户, 最大程度地缩减中间环节, 从而获得最大程度的价格优势。现阶段特维轮已实现了主流轮胎品牌的全覆盖。特维轮网上轮胎价格比终端零售价格便宜 30% 以上。

我们比较了几个主流轮胎专业电商平台的产品价格, 特维轮基本上都是最低的。

图表4 特维轮重构产业链获得显著价格优势



资料来源:平安证券研究所

图表5 不同轮胎电商平台价格水平比较 单位: 元

轮胎品牌与型号	麦轮胎	途虎养车网	特维轮	淘气档口	市场价
米其林 PRIMACY 3 ST 205/55R16 91W	545	538	589	833	900-1000
邓禄普 SP TOURING T1-195/65R15 91HDunlop 轮胎	315	278	277	431	450-500
马牌 Continental Conti Comfort Contact CC5 205/55R16 91V FR	532	无	485	585	700-750
倍耐力 Pirelli Cinturato P1 195/55R15 85V	435	388	370	无	500-550
固特异 Goodyear Assurance TripleMax 205/55R16 91V	413	428	405	无	650-700

资料来源: 中国汽车工业协会, 公司网站, 平安证券研究所

■ **落地能力: 线下合作店爆发式扩张, 落地服务即将全国性覆盖, O2O 模式平台化发展**

汽配领域的电商不同于传统消费品的电商, 是否拥有广泛分布的线下安装维修能力, 是汽配电商能否落地的关键。

线上方面，金固股份有特维轮网站、天猫旗舰店、京东旗舰店，以及手机移动客户端（汽车超人已经上线）。

线下方面，特维轮 2014 年下半年放弃重资产的自建战略，改为轻资产模式的加盟战略，线下合作门店迅速扩张。

1.3 “门店扩张+品类扩张+渗透率提升”三因素驱动，特维轮收入将爆发增长

■ 门店扩张

估计 2015 年 3 月份线下合作服务店 1200 家左右，4 月份接近 2000 家，6 月份达到 6000 家，年底有望扩张至 1 万家，实现全国覆盖。

■ 品类扩张

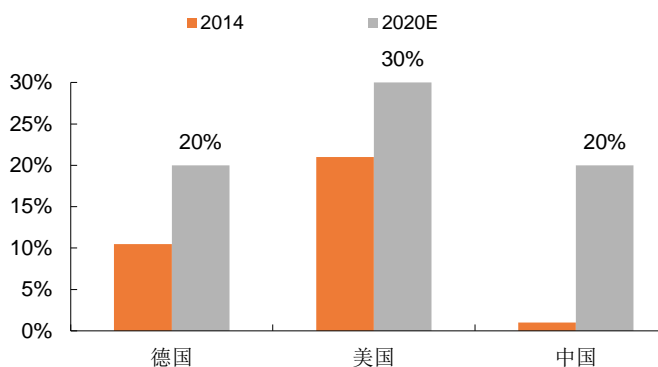
预计公司还准备于近期在特维轮上线机油产品，未来特维轮销售品类有望进一步扩张，逐步成为汽车后市场综合性网络平台。

■ 电商渗透率提升

现阶段我国轮胎后市场电商渗透率非常低，1%不到，远低于美国和欧洲水平（美国为 21%左右，德国为 10.5%），具有巨大的提升空间，未来随着消费者对 O2O 服务模式的进一步了解，轮胎以及机油等产品的 O2O 电商交易将进一步放量。

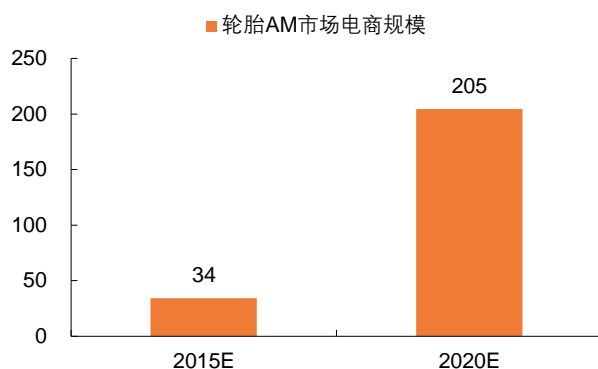
假设每辆汽车 4 年更换一次轮胎，每个轮胎均价 400 元，轮胎售后市场电商渗透率在 2015 年达到 5%，2020 年达到 20%，我们估算轮胎售后市场电商规模 2015 年达 34 亿元，2020 年将超过 200 亿元。

图表6 不同国家轮胎售后市场电商渗透率



资料来源: Delticom 2014 annual report, 平安证券研究所

图表7 中国轮胎售后市场电商规模 单位: 亿元



资料来源: 平安证券研究所

我们测算特维轮 2014 年最后两个月收入 1232.61 万元，超过 2014 年前 10 个月总收入，占全年收入 52.08%。估计其 2015 年 4 月收入就接近 2000 万，逼近 2014 年全年收入。

我们预计在“门店扩张+品类扩张+电商渗透率提升”三力推动下，特维轮收入将爆发式增长。

假设 2015 年单门店轮胎月平均收入 1 万，机油月平均收入 0.5 万，2016、2017 年由于渗透率提升单店平均收入同比增 20%，我们测算 2015、2016、2017 年特维轮收入有望达 9.4 亿、21.6 亿和 25.9 亿。

图表8 特维轮收入预测 单位:个,万元

	2015 分月测算												2015E	2016E	2017E
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
店铺数量	900	1100	1400	2000	4000	6000	6700	7400	8100	8800	9400	10000	10000	10000	10000
轮胎收入	900	1100	1400	2000	4000	6000	6700	7400	8100	8800	9400	10000	65800	144000	172800
机油收入	-	-	-	-	-	-	3350	3700	4050	4400	4700	5000	25200	72000	86400
总收入	900	1100	1400	2000	4000	6000	10050	11100	12150	13200	14100	15000	91000	216000	259200

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

1.4 对比国内竞争对手, 发展迅猛后来居上

国内轮胎电商平台主要有特维轮、途虎养车网以及麦轮胎三家。三家业务模式和服务内容都类似, 即从厂商拿货, 电商平台销售, 线下签约合作门店服务落地。途虎养车网和麦轮胎 2011 年成立, 是最早切入轮胎 O2O 服务的电商平台, 特维轮直到 2013 年成立, 但是发展迅猛, 大有后来居上之势。

现阶段, 途虎养车网产品品类、物流体系略为领先, 但由于母公司金固股份的全力支持, 特维轮合作门店扩张速度明显快于途虎和麦轮胎。同时, 我们预计特维轮 2015 年就将完成全国范围内中心仓储建设, 年底合作门店有望扩张到 1 万家, 其平台流水在 2015 年有望超过途虎, 成为国内最大轮胎电商平台。

国内轮胎电商在 2015 年将进入最为惨烈的竞争阶段。我们认为拥有最广泛落地能力的平台才能吸引到最多的客户流量, 产生大量的轮胎产品需求, 对厂家的议价能力最强, 拿到正品货源的成本也就最低, 从而进一步吸引流量, 形成正向循环, 成为行业最大赢家。现阶段, 从合作门店数量扩张速度和将来总数量规模来看, 特维轮有望后来居上, 成为行业领头羊。

图表9 特维轮、途虎养车网、麦轮胎比较

	成立时间	业务范围	门店规模	物流配送	APP	月流水
特维轮	2013	轮胎、小保养件, 预计 15 年下半年上线机油产品	杭州起家, 江浙为中心, 15 年 6 月份 6000 家左右合作门店, 2015 年全国扩张, 计划年底扩张至 1 万家	预计 2015 年将完成全国 7 个中心大仓的建设	汽车超人 APP: 轮胎购买及安装、洗车、保养等	预计最新单月达 6000 万左右
途虎	2011	轮胎、机油、小保养件	上海起家, 全国化发展, 现阶段全国 266 个城市, 3600 家合作店	北京、上海、广州、重庆、武汉、沈阳、济南和厦门等多地设有分仓及自有物流车队。	途虎养车 APP: 轮胎购买及安装、洗车、保养等	预计最新单月达 4000 万左右
麦轮胎	2011	轮胎	北京起家, 全国发展, 现阶段全国范围内 200 家安装门店, 未来计划在全国各大城市陆续开放近千家安装门店。	---	麦轮胎网 APP: 大客户、车保养、轮胎购买及安装	---

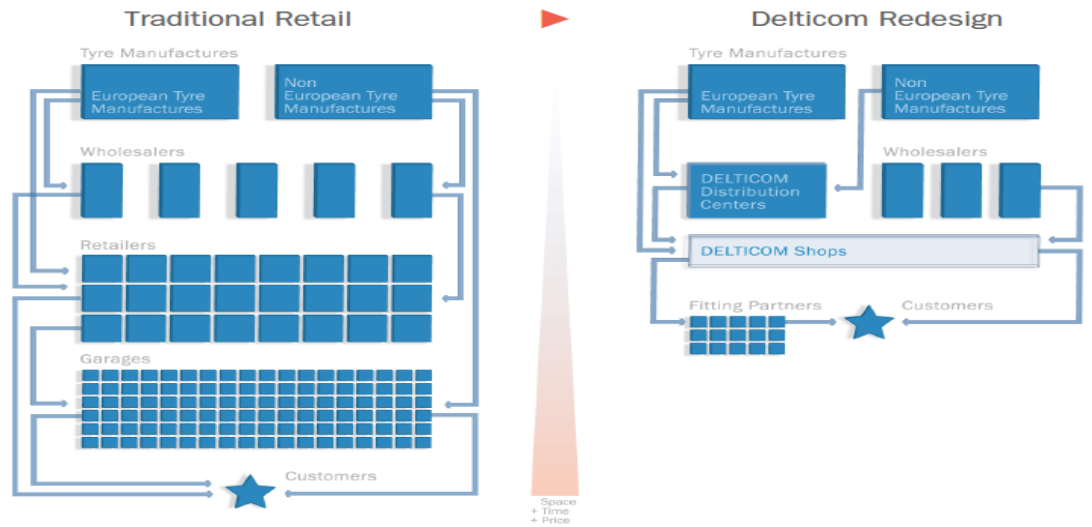
资料来源: 公司网站, 中国汽车工业协会, 平安证券研究所

1.5 对标 Delticom AG, 估计特维轮市值 150 亿元以上

Delticom AG 是欧洲最大的网上轮胎供应商, 1999 年成立, 2006 年在德国法兰克福证券交易所上市, 目前在 42 个国家 (欧洲、北美、东亚) 拥有 163 个网上零售店, 为个人和商务客户提供各种价格优惠的汽车轮胎, 产品覆盖 100 多种品牌的 25000 多种型号轮胎, 且一共拥有 4 万多个线下合作服务门店 (欧洲 35344 个, 其他地方近 6000 个)。

Delticom 的经营模式同特维轮非常相似, 都是从厂商直接拿货, 在网络平台销售给消费者, 并通过线下服务点进行安装。

图表10 Delticom AG 的经营模式

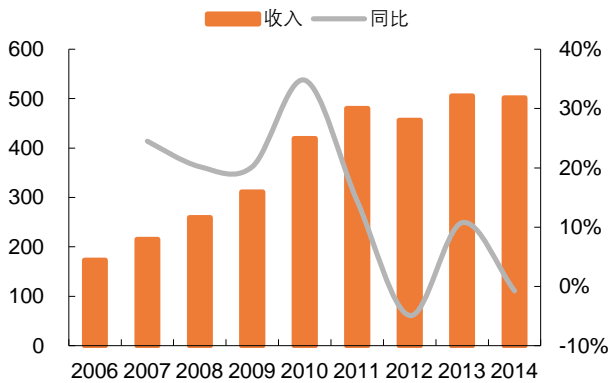


资料来源: Delticom AG, 平安证券研究所

公司 2014 年收入 5.02 亿欧元, 其中来欧洲市场收入 3.82 亿欧元, 占比 76%。Delticom 在 2010-2012 年处于高速发展阶段, 市值在 8 亿欧元 (折合人民币 72 亿) 左右, PS 估值水平在 2 左右。

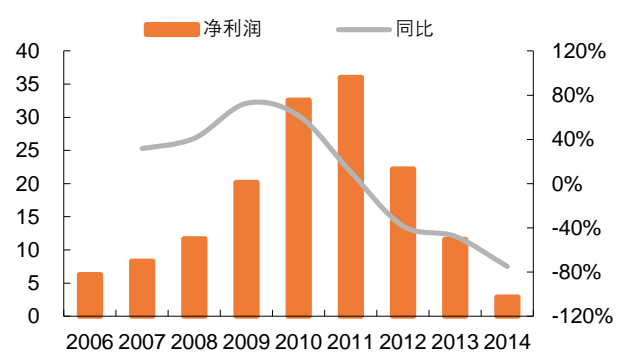
最近两年由于市场环境恶化公司收入增长回落, 净利下滑, 市值下降至 2.7 亿欧元 (折合人民币 18 亿) 左右, 而 PS 水平下降到 0.5 左右。

图表11 Delticom AG 历年收入情况 单位: 百万欧元



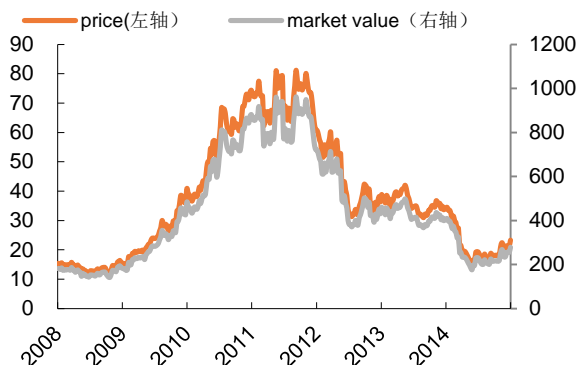
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表12 Delticom AG 历年净利情况 单位: 百万欧元



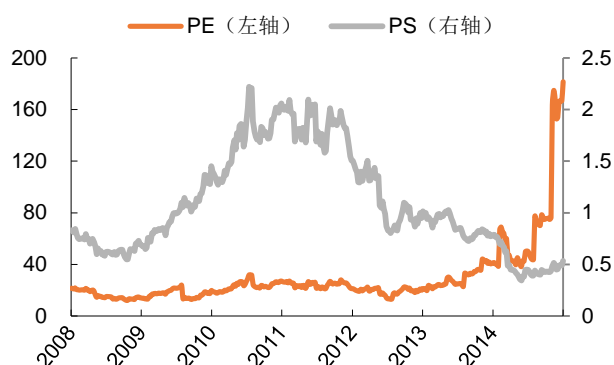
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表13 Delticom AG 历年股价和市值 单位：欧元、百万欧元



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表14 Delticom AG 历年 PE 和 PS



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

对标 Delticom AG，估计特维轮估值在 150 亿以上。考虑到特维轮今后几年在“门店扩张+品类扩张+渗透率提升”三因素驱动下会爆发式增长，我们给予其同 Delticom AG 高速增长时类似的估值水平，即 2 倍 PS。同时，考虑到我国汽车保有量仍在不断增加，稳态水平在 4-5 亿辆之间，约为欧洲 1.8-2.3 倍（欧洲现在汽车保有量稳定在 2.2 亿左右），以及我国和欧洲轮胎电商渗透率都会进一步提升，且我国渗透率水平大概率会加速向欧美对标，我们预计特维轮未来收入规模将来有望达 Delticom 现阶段来自欧洲市场收入的 3 倍以上（Delticom 现阶段欧洲收入为 25 亿人民币左右），即 75 亿元以上。据此，我们估计特维轮平台的市值在 150 亿元以上。

图表15 特维轮与 Delticom AG 比较分析 单位：个，亿元人民币

	收入	利润	线下合作门店数	PE	PS	主要市场	汽车保有量	渗透率
特维轮	9.4	亏损	10000	NA	NA	中国	目前 1.54 亿，稳态 4-5 亿辆	1%不到
Delticom AG (最新)	34.5	0.2	40000+	180	0.5	欧(76%左右)、北美、东亚	欧洲保有量稳定在 2.2 亿左右	欧洲 8%，德 10.5%
Delticom AG (高成长期)	32.3	2.4	27000+	20 左右	2 左右			

资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

注：高速阶段指 2010-2012 年，其收入和利润按照 3 年均值计算，欧元兑人民币汇率为 8；特维轮收入/利润/线下合作店数据均为我们预测的 2015 数据；渗透率为 2014 年数据。

1.6 定增募集近 27 亿加码后市场，高管带头参与彰显空前信心

公司 2015 年 6 月 23 日公告非公开发行股票募集资金预案，拟以 33.32 元/股的价格发行不超过 0.81 亿股人民币普通股，募集不超过 27.0 亿元，在扣除发行费用后将全部用于“汽车后市场 O2O 平台建设项目”。该项目总投资为 29.4 亿，不足部分由公司自筹解决。募投项目将通过向子公司特维轮网络增资的形式来实施。特维轮将围绕 APP 端“汽车超人”和 PC 端“特维轮网站”，深耕汽车后市场，以换胎、补胎、动平衡、四轮定位、汽车保养、车身清洗等汽车配套服务为切入点，打造专业、便捷、贴心的汽车服务品牌。

图表16 汽车后市场 O2O 平台建设项目明细

			单位：万元	
序号	建设内容	投资金额	拟投入募集资金	
1	线上平台建设	97,350	90,000	
2	平台运营推广	60,500	55,500	
3	线下合作商整合	45,988	40,000	

序号	建设内容	投资金额	拟投入募集资金
4	仓储物流建设	90,030	83,000
	合计	293,868	268,500

资料来源：公司公告，平安证券研究所

高管参与定增，对公司前景充满信心。本次非公开发行方案中，公司实际控制人孙峰峰认购金额为 5.16 亿元，高管定增专项资产管理计划认购 0.84 亿元，公司管理层合计认购 6.03 亿，占合计募集资金金额的 22.33%。公司管理层集体参与定增，表明其对公司发展前景充满信心。

募集近 27 亿，公司后市场发展将获得显著资金优势。互联网改造的汽车后市场行业发展与互联网企业的发展具有共通性，我们认为其发展具有如下三个阶段：

第一阶段，跑马圈地，野蛮扩张。不同于传统电商行业，汽车后服务电商存活的先决条件为线下落地能力，因此在发展初期，各平台积极发展线下加盟店，争夺小 b，拓展线下服务能力。我们判断各平台在 2015 年年底将完成这一阶段，基本实现全国范围内的小 b 布局。

第二阶段，烧钱抢流，服务提升。跑马圈地以后，需要持续稳定的流量支撑平台运转。在第二阶段，各平台一是利用低价甚至免费的洗车、保养等高频率项目将流量吸引到平台，二是完善物流建设，改善小 b 服务，提升客户的线下消费体验，从而将流量留在平台。在这一阶段激烈的烧钱竞赛中，资金实力至关重要。

第三阶段，行业整合，赢者通吃。经过第二阶段的激烈碰撞，具有先发优势和资金实力的平台有望实现行业的整合，通过兼并收购进行行业整合，成为最后赢家。

我们认为在 2015 年下半年，汽车后服务 O2O 将逐渐从“跑马圈地，野蛮扩张”的第一阶段进入“烧钱抢流，服务提升”的第二阶段。金固募集 27 亿，自筹 2 个多亿，一共近 30 亿支持后市场 O2O 项目，其资金实力具有显著优势，有望在“烧钱抢流”的第二阶段最终胜出。

二、 打造互联网+汽车生态圈

公司管理团队对“互联网”有着深刻的理解，坚定不移拥抱互联网，以“互联网+车”为业务主线，以特维轮为基础平台，通过资本运作，积极布局汽车生态圈，现阶段已经形成了“汽车后市场+车联网+智能汽车”的综合性布局。

2.1 入股上海语境，为特维轮创造新的流量入口

公司 2014 年 12 月公告以 2500 万元投资上海语境，持股 12.5%。上海语境是以硬件服务为基础，以数据服务为核心的车联网公司。从 2010 年至今，上海语境开创了 2 种云计算模型 DAAS (Data As A Service) 和 HAAS (Hardware As A Service)，完成了基础计算平台的研发和基于交通大数据的商业模型构建，创建了“傻瓜端+智慧云+APP”的移动情境互联网生态系统。

“傻瓜端”即语境 2014 年 7 月 1 日发布的名为“Weme”微密的智能车载硬件终端，该设备除能实现车载对讲机功能外，还具有群提醒、百科、天气、星座、笑话、交通指南、餐饮点评等实用技能，同时 WeMe 能实时上传数据，实现动态交通信息的采集、存储、分析和分发，给车主提供实时路况、社交等服务。“智慧云”即语境开发的 DAAS (Data As A Service) 和 HAAS (Hardware As A Service) 两种云计算模型，能对微密采集的数据进行分析而形成有价值信息。“APP”即语境 2015 年 4 月发布的手机 APP 道客 FM，该软件后端连接 Weme 微密获取的云数据库，前端通过语音为车主用户提供实时路况信息。

估计目前上海语境 Weme 激活用户已经超过 6 万,新推出的道客 FM 也在短期内突破了 6 万用户数,用户数量增长非常迅速。未来上海语境有望成为特维轮新的流量入口,从而实现与特维轮 O2O 电商平台的协同发展。

2.2 发起设立汽车后服务基金, 助力汽车后市场业务拓展

公司 2015 年 1 月公告与北京正和磁系资产管理有限公司合作设立北京金固磁系资产管理有限公司,注册资本为 500 万元,金固股份和正和磁系各占 50%的股权。同时拟设立汽车后服务产业基金(2-3 亿),通过投资或管理面向用户的汽车后服务企业,运用互联网及 O2O 等新兴应用整合资源,在促进相关产业发展的同时实现自有资产的增值。

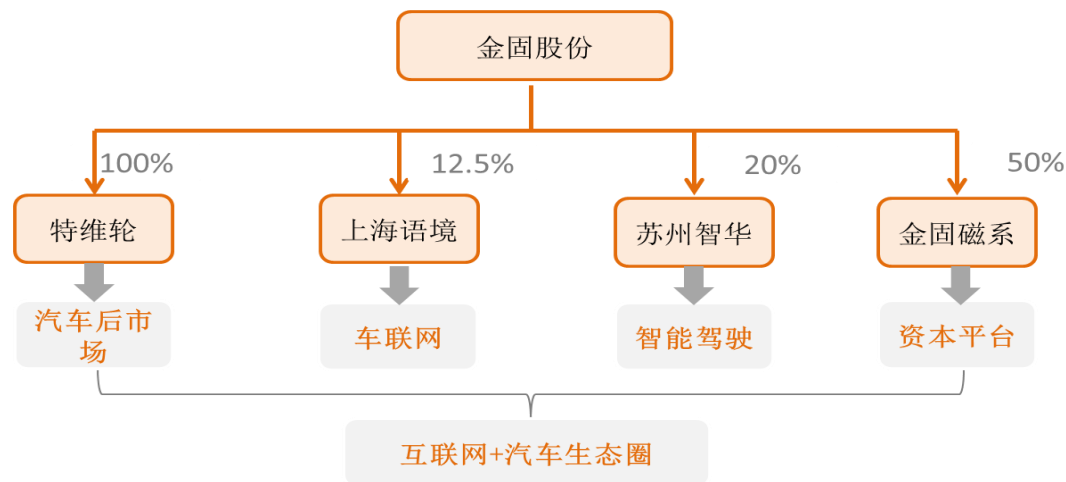
2.3 投资苏州智华, 布局智能驾驶

公司 2015 年 5 月公告拟以不超过人民币 4000 万元对苏州智华进行股权投资,投资后金固股份持有苏州智华 20%股权。

苏州智华专注于汽车主动安全电子系统的研发和生产,主营业务为汽车智能驾驶辅助产品的研发、生产和销售,主要产品包括全景泊车系统(2D 及 3D 全景泊车)、车道偏离报警及车道保持辅助系统、前向碰撞预警系统、行车记录仪、车载摄像头等。苏州智华已成功进入国内多家商用车和轿车前装配套供应体系,开始供应驾驶辅助系列产品。

入股苏州智华,金固股份在前装市场上可以与其共享互补客户资源,在后装市场上可以借助特维轮平台深度合作,为消费者提供智能驾驶相关产品。

图表17 金固股份的“互联网+汽车生态圈”



资料来源:公司网站,平安证券研究所

三、 EPS 业务将成为公司新的利润增长点

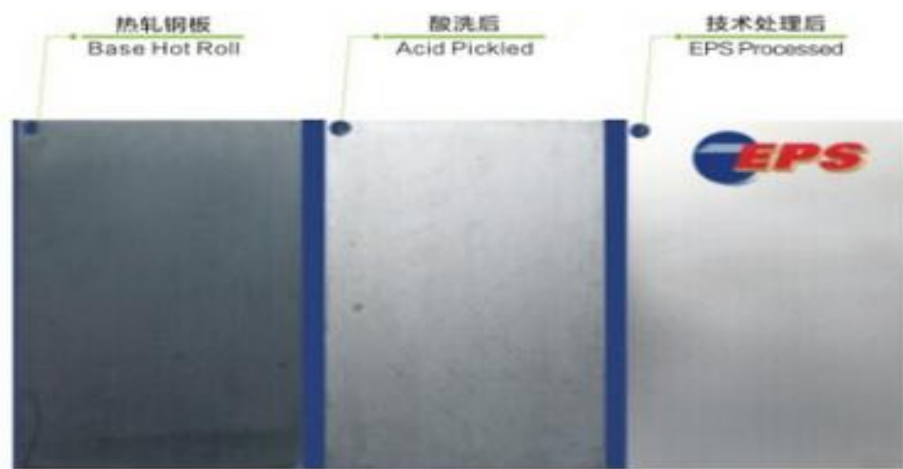
公司 2014 年同美国 TMW 公司合资成立“泰恩达金固环保设备制造有限公司”,专注于 EPS 设备的制造、生产、销售,公司占股 51%。合资公司的主要市场定位为中国、韩国以及环太平洋国家,主要业务为环保设备(EPS 设备)的生产、销售、售后服务,以及技术支持。

3.1 EPS 技术绿色无污染，是钢材表面酸洗处理法的理想替代

现阶段国内钢材表面处理多使用酸洗法，其缺点非常明显：环境污染、废液回收成本高、酸洗过程造成金属消耗等。而 EPS (Eco Pickled Surface) 是一种新型的板材表面清洁方法，与传统酸洗相比其优点有：1) 设备占地空间小 (相同产能的 EPS 线长度仅为酸洗线的一半)；2) 全过程无酸，无废酸处理等费用；3) 生产线自动化，节约人力，同时效果稳定、均匀；4) 处理后的钢板表面无需涂油，使涂装的前处理更加简便，同时减少焊接时的烟尘，提高了焊接性能和牢固度，也使得激光切割速率大大加快；5) EPS 处理过后的钢板表面抗锈能力强；6) 介质可以重复循环使用，表面处理过程使用物理方法，无任何化学污染。

在环境保护日益严峻的大背景下，我们认为 EPS 替代国内钢材表明酸洗处理是大势所趋。

图表18 钢材酸洗后与 EPS 处理后表面对比



资料来源: 公司网站、平安证券研究所

3.2 EPS 业务有望成为公司新的利润增长点

合资公司 EPS 设备售价在每台 250 万美元左右,平均利润约为每台 50 万美元,按照 51%持股比例,单台设备销售对公司的利润贡献为 25.5 万美元,约合 158 万人民币。

公司 2014 年 11 月分别与佛山市南海区嘉广隆不锈钢有限公司、佛山市粤富不锈钢制品有限公司签订了《设备购销意向书》，意向书的标的为 2 台 EPS 设备，合计共 4 台 EPS 设备，交货时间不晚于 2015 年 11 月 30 日。

我们认为，随着国内环保要求的日益趋严，公司 EPS 设备订单将在今后几年取得突破性增长，有望成为公司新的利润增长点。

四、钢轮主业：高端化发展 长期增长可期

目前市场上汽车车轮因材质不同，主要分为钢制车轮和铝合金车轮。而钢制车轮又分为滚型钢制车轮和型钢车轮。公司主业为滚型钢制车轮的研发、制造、销售。

4.1 国内滚型钢制车轮行业将加速发展

国内滚型钢制车轮行业将受益如下两大趋势而加速发展：

■ 钢制车轮因技术改善在乘用车领域的渗透率将提升

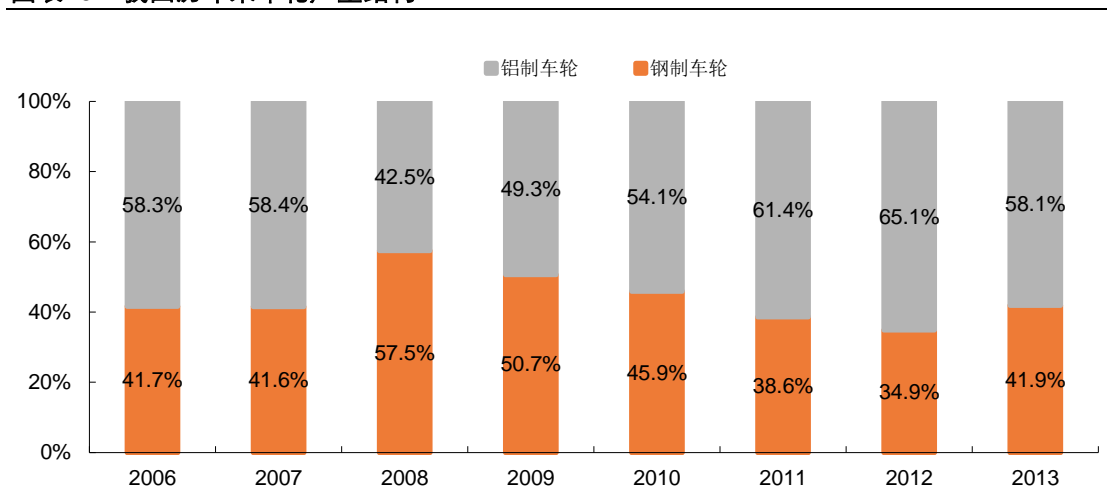
钢制车轮价格低、承载能力强，但是质量重，油耗大。铝合金车轮精度高、重量轻，但是承载能力相对较弱，价格高。目前在商用车领域，钢制车轮是市场主导，在乘用车领域，铝合金车轮份额超过钢制车轮。我们认为随着钢制车轮生产工艺的进步，产品在质量和外观上同铝制车轮的差距将逐步缩小。同时随着乘用车整车制造产能过剩竞争加剧，整车在价格战中势必控制生产成本。因此，轻量化、高强度的钢制车轮在低端乘用车的渗透率会增加，同时有望在原来使用铝制车轮的中高端乘用车领域形成部分替代。从我国产量结构来看，2012 年钢制车轮达最低，仅为 34.9%，2013 年后开始回升。

图表19 钢制车轮与铝合金车轮优劣势比较

车轮分类	优势	劣势	应用领域
钢制车轮	强都大，承重性能好，耐冲击；生产过程能耗少，污染小；成本比铝制车轮低 50%-70%；密度均匀，平衡指标好	外观变化少，美观性差；质量重，行驶耗油量大	商用车、中低档乘用车、特种车辆
铝合金车轮	质量轻，行驶节能效果好；精度高，美观	承载性能和平衡指标弱于钢制车轮	中高档乘用车

资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

图表20 我国历年来车轮产量结构



资料来源：中国汽车工业年鉴，平安证券研究所

■ 滚型车轮将大量替代型钢车轮

钢制车轮按照结构及制造工艺的不同分为型钢车轮和滚型车轮。型钢车轮是传统产品，主要适用于有内胎轮胎，滚型车轮是型钢车轮的升级产品，通过滚型和旋压工艺，车轮质量降低但精度和强度提高，适用于子午线无内胎轮胎。欧美等发达经济地区，无内胎车轮凭借“安全、轻量、节能”等优势，早已替代了型钢车轮，普及率超过 95%。现阶段，我国滚型钢制车轮在钢制车轮中比例不足 50%，汽车轮胎子午化和无内胎化的趋势决定滚型车轮将对型钢车轮形成大量替代。

图表21 滚型车轮和型钢车轮优劣势比较

钢制车轮分类	优点	缺点	对应轮胎
滚型车轮	结构合理；重量轻（与同规格型钢车轮相比减重 30%）；安全性好；高速性能好（速度级别超过 120km/h）	制造工艺复杂，设备要求高，投入成本大	无内胎轮胎（子午轮胎）
型钢车轮	承载能力强	结构、质量重、安全性和高速性能不如滚型车轮	有内胎轮胎（主要是主要是斜交胎）

资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

4.2 公司主业进入产品和客户双升级的通道

产品方面，公司新研发的高通风孔产品在重量、美观上能媲美铝轮，且强度高于铝轮，能替代部分铝轮。公司已投产的高端产品工厂，从美国、德国、日本等国家引进先进从设备，同时拥有轮辋旋压、高强度轻量化、高通风车轮等世界领先的工艺和技术，实现全过程自动化生产。该厂两期共四条车轮生产线，年产能达 600 万套。

图表22 公司的高通风孔车轮



资料来源：公司网站

图表23 公司的高端产品工厂



资料来源：公司网站

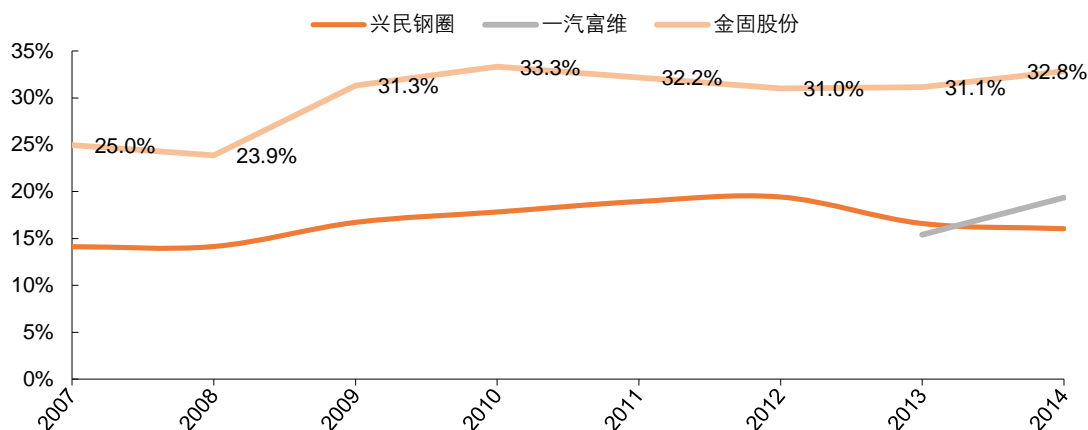
客户方面，公司不断加大与国内乘用车合资品牌的合作，IPO 募投项目中 200 万轿车高强度钢制滚型车轮已经开始供货于上海大众，2014 年定增项目中 500 万只新型高强度钢制轮毂有 400 只乘用车车轮毂产能为上海大众、长安福特、上汽通用等配套准备。

“产品升级+客户升级”双驱动下，公司滚型钢轮产品日益高端化，在乘用车领域渗透力增强，替代合资品牌中的进口钢轮，从而抢占部分铝制车轮市场。

4.3 钢轮业务毛利率显著高于同行，收入和毛利恢复性增长

公司钢轮产品定位高端，盈利能力显著高于同行，其毛利率水平近年来一直稳定在 30%以上。

图表24 公司钢轮业务毛利率领先同行



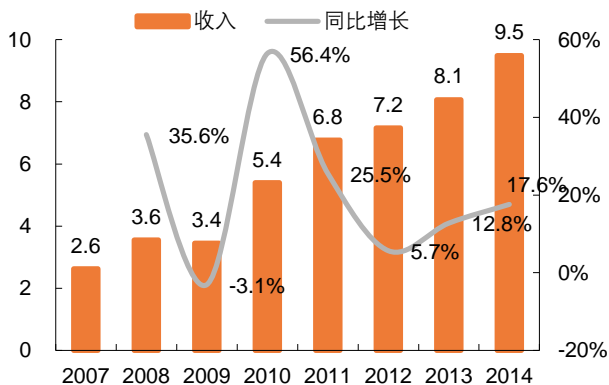
资料来源:wind、平安证券研究所

注：其中一汽富维和兴民钢圈的毛利率都为其钢轮业务毛利率

2013年，公司“年产350万只高强度钢制滚型车轮固定资产投资项目”部分达产，其中200万只轿车车轮生产线开始批量生产，为上海大众新桑塔纳、斯柯达昕锐、POLO等车型配套，收入和毛利从该年开始恢复性增长。2012、2013、2014年，公司钢轮业务收入7.2、8.1、9.5亿，同比增长5.7%、12.8%、17.6%；钢轮业务毛利依次为2.2、2.5、3.1亿元，同比增长1.9%、13.2%、24.0%。

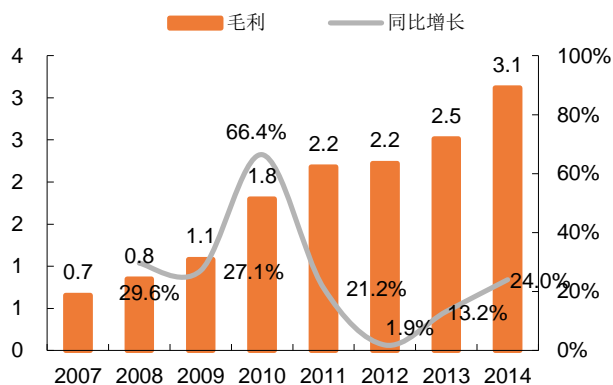
我们认为产品和客户的双升级将促使公司钢轮业务的加速增长，预计其今后几年增长率将达到20%以上，成为公司稳定的利润来源，为公司扩张汽车后市场业务和构建汽车生态圈形成有力支持。

图表25 公司钢轮业务近年来收入情况 单位：亿元



资料来源:wind,平安证券研究所

图表26 公司钢轮业务近年来毛利情况 单位：亿元



资料来源:wind,平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

■ 产品客户双升级将促使公司滚型钢制车轮业务快速增长

从行业发展趋势看：钢制车轮生产工艺的改善和进步使其与铝制车轮的质量和外观差异逐步缩小，低端乘用车中钢制车轮的渗透率会提升，同时轻量化、高强度的钢制车轮有望替代原来中高档乘用车

车中使用的铝制车轮；根据国家轮胎发展政策导向，在钢制车轮内部，汽车轮胎子午化和无内胎化的趋势决定滚型车轮将实现对型钢车轮的大量替代。

从公司本身实力看，公司专注于高端滚型车轮的研发、生产和销售，产品定位高端化，盈利能力显著高于同行业，客户结构高端化，已经开始并不断扩大对国内主流合资车企的部分乘用车型配套，对铝制车轮形成替代。我们预计公司滚型钢制车轮业务未来几年将实现 20% 以上的增长。我们预计 2015、2016、2017 年钢轮收入将达 11.9 亿、14.29 亿、17.15 亿，对应利润贡献估计为 1.2 亿、1.4 亿、1.7 亿。给予 2015 年 30 倍 PE，对应市值为 36 亿。

■ “门店扩张+品类扩张+电商渗透率提升”三因素驱动，特维轮收入将爆发式增长

特维轮 O2O 平台利用供应链优势直接从厂家拿到优质低价货源(大 B 端)，通过多渠道(公司网站、淘宝、京东)进行客户导流(C 端)，利用大规模的线下门店扩张实现落地服务(小 b 端)，重构传统轮胎售后市场产业链，缩减了中间环节。在“门店扩张+品类扩张+电商渗透率提升”三大驱动因素之下，维轮收入将爆发式增长。我们预计特维轮 2015、2016、2017 收入为 9.1 亿、21.6 亿、25.9 亿。对标欧洲同类公司，考虑我国保有量增长和渗透率提升，我们预计特维轮平台收入将来有望达到 75 亿以上，给予 2 倍 PS 估值，估计特维轮的平台价值在 150 亿以上。

■ EPS 绿色无污染，替代钢材酸洗处理，成为新利润增长点

我们预计随着国家环保要求趋严，国内钢材环保压力增大，以及对 EPS 技术认知加深，未来 EPS 技术将对国内钢材表面清洗酸洗技术进行替代，预计合资公司 2015、2016、2017 年 EPS 销售分别为 10、20、30 台，单台设备售价 250 美元左右，利润 50 万美元左右，按照占股 51%，汇率 6.2 人民币/美元，合并报表收入贡献为 1.55 亿、3.1 亿、4.65 亿，则给上公司归母利润贡献为 0.16 亿、0.32 亿、0.48 亿。给予该业务以环保板块平均 2015 年约 60 倍 PE，则对应市值为 9.6 亿元。

我们预计公司 2015、2016、2017 年 EPS 分别为 0.24、0.44、0.59 元。考虑定增股本增加的影响(以增发后总股本 5.90 亿股计)，公司 15,16,17 年 EPS 分别为 0.20、0.38、0.51 元。

公司钢轮主业+特维轮+EPS 业务合计市值在 200 亿元以上。

目前公司市值 200 亿元，除了主业、特维轮、EPS 业务，公司入股苏州智华和上海语境，其“互联网+汽车生态圈”建设想象空间巨大，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表27 金固股份业绩拆分 单位：百万元

收入	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
汽车零部件制造	677	803	902	1059	2369	4045	4950
--钢制车轮	677	716	807	949	1191	1429	1715
--轮胎及装配		87	95	110	1015	2289	2749
装配				32	39	47	56
特维轮(轮胎)				24	658	1440	1728
特维轮(机油)					252	720	864
--其他			0	0	8	17	21
EPS 业务					155	310	465
其他业务		94	264	254	269	286	303
合计	677	897	1166	1313	2638	4330	5252
营业成本	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
汽车零部件制造	459	571	640	735	1793	3161	3837
--钢制车轮	459	494	556	637	814	973	1164
--轮胎及装配		78	84	97	896	2021	2427
--其他			0	0	5	12	14
EPS 业务					78	155	233

收入	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
其他业务	0	91	261	251	264	281	298
合计	459	662	900	986	2057	3442	4135
毛利率	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
汽车零部件制造	32.18%	28.82%	29.10%	30.61%	24.33%	21.85%	22.47%
--钢制车轮	32.18%	31.01%	31.14%	32.84%	31.66%	31.88%	32.13%
--轮胎及装配		10.78%	11.72%	11.31%	11.70%	11.70%	11.70%
--其他			49.22%	24.74%	36.98%	30.86%	33.92%
EPC 业务					50.00%	50.00%	50.00%
其他业务		3.47%	1.32%	1.20%	2.00%	1.51%	1.57%

资料来源: wind, 平安证券研究所

六、 风险提示

1. 公司钢制滚型车轮对乘用车铝制车轮不及预期;
2. 特维纶门店扩张以及销售不及预期;
3. 公司 EPS 业务拓展不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	1364	1989	4045	5432
现金	459	1067	1337	2208
应收账款	185	185	582	667
其他应收款	15	47	24	98
预付账款	175	27	473	310
存货	469	587	1485	2002
其他流动资产	62	76	144	147
非流动资产	1192	1538	2517	3858
长期投资	0	102	153	212
固定资产	753	908	1660	2659
无形资产	155	152	171	193
其他非流动资产	284	376	534	794
资产总计	2557	3527	6562	9290
流动负债	1410	1613	4560	7062
短期借款	696	904	2897	4588
应付账款	75	87	290	319
其他流动负债	639	623	1372	2155
非流动负债	186	297	292	349
长期借款	132	135	191	235
其他非流动负债	54	162	101	114
负债合计	1596	1911	4852	7411
少数股东权益	41	40	54	82
股本	180	203	508	508
资本公积	559	1145	840	840
留存收益	182	228	362	613
归属母公司股东权益	919	1576	1655	1797
负债和股东权益	2557	3527	6562	9290

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	12	330	-457	1036
净利润	45	62	136	250
折旧摊销	0	91	112	194
财务费用	50	69	176	289
投资损失	0	3	1	2
营运资金变动	0	115	-886	301
其他经营现金流	-82	-10	4	-0
投资活动现金流	-215	-881	-1120	-1510
资本支出	306	253	1025	1244
长期投资	0	-162	-51	-60
其他投资现金流	91	-789	-146	-326
筹资活动现金流	274	637	-323	-257
短期借款	233	208	-143	37
长期借款	-3	3	58	42
普通股增加	0	23	0	0
资本公积增加	0	587	0	0
其他筹资现金流	44	-184	-239	-335
现金净增加额	69	86	-1900	-731

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1166	1313	2638	4330
营业成本	900	986	2057	3442
营业税金及附加	1	1	2	4
营业费用	68	71	100	120
管理费用	101	112	145	174
财务费用	50	69	175	289
资产减值损失	3	6	10	17
公允价值变动收益	-0	-1	-1	-1
投资净收益	0	-3	-1	-2
营业利润	43	63	148	282
营业外收入	12	12	11	12
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	52	72	156	291
所得税	7	10	22	41
净利润	45	62	134	250
少数股东损益	-0	-1	14	28
归属母公司净利润	45	64	120	222
EBITDA	89	195	352	665
EPS (元)	0.25	0.31	0.24	0.44

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	30.0	12.6	100.9	64.1
营业利润(%)	-32.4	48.1	134.2	90.6
归属于母公司净利润(%)	-21.3	41.1	89.2	84.9
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	22.8	24.9	22.0	20.5
净利率(%)	3.8	4.7	5.1	5.8
ROE(%)	4.6	3.8	7.9	13.3
ROIC(%)	4.0	3.2	4.2	6.0
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	62.4	54.2	73.9	79.8
净负债比率(%)	49.6	-1.2	105.3	142.9
流动比率	1.0	1.2	0.9	0.8
速动比率	0.6	0.9	0.6	0.5
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	6.8	7.1	6.9	6.9
应付账款周转率	10.7	12.2	10.9	11.3
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.13	0.24	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.58	-0.88	1.98
每股净资产(最新摊薄)	1.81	3.10	3.26	3.53
估值比率	-	-	-	-
P/E	457.0	324.0	171.3	92.6
P/B	22.2	12.9	12.3	11.3
EV/EBITDA	255.59	114.7	68.5	37.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033