

金固股份 (002488)

对标Delticom, 汽车超人未来价值几何?

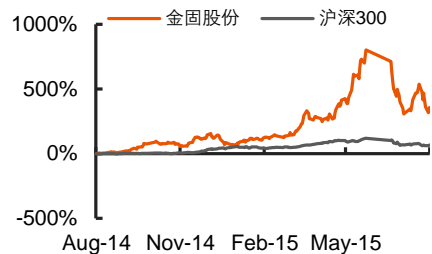
推荐 (维持)

现价: 24.85 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)	126.36
流通 A 股市值(亿元)	81.14
每股净资产(元)	7.78
资产负债率(%)	53.90

行情走势图



相关研究报告

《金固股份:乘资本之轮、展互联之翼》15-06-25
《汽车后市场:阳光充足,万物生长》15-05-04

证券分析师

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

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@pingan.com.cn

研究助理

戴畅 一般从业资格编号
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。

投资要点

平安观点:

- **汽车超人有望成为轮胎 O2O 服务领域最大赢家。**公司 13 年成立特维轮, 15 年 5 月推出移动端 APP “汽车超人”, 之后逐渐淡化特维轮品牌, 以汽车超人取代。汽车超人现在线下门店达 8000 家左右, 单月销售收入预计 5~6 千万, 位于行业领先地位。未来汽车超人有望凭借先发优势、规模优势、资金优势进一步巩固其领先地位, 成为轮胎 O2O 服务领域最大赢家。
- **Delticom 是欧洲最大轮胎 O2O 平台。**Delticom 是国际化经营的轮胎 O2O 服务商, 其产品覆盖 100 多种品牌的 2.5 万多种型号轮胎, 拥有 4 万多个线下合作服务门店。公司 3/4 左右收入来自欧洲, 在欧洲市占率接近 50%, 在高速发展期 (2009-2011), 市值达 8 亿欧元左右, PS 估值在 2 左右。
- **Delticom 与汽车超人经营业务、经营模式、市场地位高度相似。**经营业务: 都是以轮胎 O2O 为主, 辅以销售机油、部分易损易耗件等; 经营模式: 都重构产业链, 从厂商拿货, 线上销售线下安装, 缩减中间环节, 获取价格优势; 市场地位: 都是各自市场最大轮胎 O2O 平台。以上三方面的高度相似使汽车超人和 Delticom 具有很强的可比性。
- **汽车超人轮胎业务估值有望达 150 亿以上。**汽车超人未来有望成为我国轮胎电商龙头。对标 Delticom, 保守估计我国未来汽车保有量稳定在 4 亿 (基于与成熟国家和世界平均的汽车保有量销量比以及千人保有量的比较), 轮胎电商渗透率未来达 14% (基于与欧美渗透率的比较), 给予 2 倍 PS, 汽车超人轮胎业务估值达 159 亿。
- **盈利预测与投资建议:**我们预计公司 15、16、17 年 EPS 为 0.24、0.44、0.59 元, 考虑定增影响 (以增发后总股本 5.90 亿股计), 15、16、17 年 EPS 为 0.20、0.38、0.51 元。我们测算公司 “钢轮+汽车超人+EPS 业务” 市值在 200 亿以上, 维持 “推荐” 评级。
- **风险提示:**汽车超人门店扩张和销售不及预期、公司互联网汽车生态圈建设不及预期。

	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	34.0
毛利率(%)	22.8	24.9	22.0	20.5	21.3
净利率(%)	3.9	4.8	4.6	5.1	5.7
ROE(%)	4.6	3.8	7.9	13.3	15.9
EPS(摊薄/元)	0.09	0.13	0.24	0.44	0.59
P/E(倍)	280.4	198.8	105.1	56.8	42.4
P/B(倍)	13.7	8.0	7.6	7.0	6.3

正文目录

一、汽车超人有望成为轮胎 O2O 服务领域最后赢家	4
1.1 汽车超人合作门店数量以及销售收入高速增长	4
1.2 汽车超人有望在轮胎 O2O 的激烈竞争中胜出	4
二、Delticom 是欧洲最大轮胎 O2O 平台	5
2.1 Delticom 是全球化经营的轮胎 O2O 公司	5
2.2 Delticom 与汽车超人在经营业务、经营模式以及市场地位三方面极其相似	5
2.3 Delticom 高速发展期市值为 8 亿欧元	6
三、对标 Delticom，汽车超人估值有望达 150 亿以上	7
3.1 中国汽车的稳态保有量有望达欧洲市场的两倍以上	7
3.2 现阶段我国轮胎电商渗透率不足 1%，有望随互联网化快速提升	8
3.3 我国汽车轮胎电商市场规模在 220 亿元以上	9
3.4 汽车超人轮胎业务估值有望超过 150 亿元	9
四、超越轮胎 O2O，构建汽车生态圈	10
五、盈利预测与投资建议	11
六、风险提示	12

图表目录

图表 1	Delticom 历年发展大事记.....	5
图表 2	Delticom AG 历年收入情况 单位：百万欧元.....	5
图表 3	Delticom AG 历年净利情况 单位：百万欧元.....	5
图表 4	汽车超人重构产业链获得显著价格优势	6
图表 5	Delticom AG 再造轮胎零售模式.....	6
图表 6	Delticom AG 历年股价和市值 单位：欧元、百万欧元	7
图表 7	Delticom AG 历年 PE 和 PS	7
图表 8	各国汽车保有量与销量之比	7
图表 9	各国每千人汽车保有量.....	7
图表 10	我国汽车保有量稳态规模测算.....	8
图表 11	不同国家轮胎售后市场电商渗透率.....	8
图表 12	中国消费者积极拥抱 O2O 服务.....	9
图表 13	我国汽车轮胎电商市场规模测算矩阵 单位：亿辆、亿元.....	9
图表 14	汽车超人轮胎电商业务未来收入规模敏感性分析 单位：亿辆、亿元	10
图表 15	汽车超人未来轮胎业务市值敏感性分析 单位：亿辆、亿元	10
图表 16	金固股份的汽车生态圈布局	11

一、汽车超人有望成为轮胎 O2O 服务领域最后赢家

1.1 汽车超人合作门店数量以及销售收入高速增长

公司 2013 年初成立特维轮轮胎 O2O 服务平台，2015 年 5 月推出移动端 APP “汽车超人”，之后逐渐淡化维轮品牌，而以定位更加年轻有活力的“汽车超人”为核心，发展后市场业务，公司特维轮商城网络主页也改版为汽车超人主页。

2014 年下半年，公司调整后市场发展战略，放弃直营而采取加盟模式发展线下门店，之后公司线下门店数和单月销售收入呈现爆发式增长。

线下合作门店：2015 年初，公司开始在全国建立物流中心仓，相应也开始在全国范围内扩张线下门店。估计公司 2015 年 3 月线下合作服务店 1200 家左右，4 月份接近 2000 家，6 月份达到 6000 家，截止 7 月底已经达到 8000 家左右，年底大概率将超越 1 万家，实现全国覆盖。公司发展战略是从全国 40 家 2S 店中择优加盟，未来目标是将门店数量扩张到 3 万家。

单月销售收入：公司 2014 年年报披露特维轮 14 年最后两月收入 1232.61 万元，超过 2014 年前 10 月总收入，占全年收入 52.08%。进入 2015 年，特维轮收入爆发式增长，我们预计其 4 月收入接近 2000 万（逼近 2014 年全年收入），6 月单月收入突破 5000 万，成为轮胎电商行业单月销量第一名。

1.2 汽车超人有望在轮胎 O2O 的激烈竞争中胜出

我们在前期深度报告《乘资本之轮，展互联之翼》中提到，汽车后市场经过互联网深度改造，其发展将经历如下三个阶段：

- 1) 跑马圈地，野蛮扩张（争夺小 b，扩张线下门店）；
- 2) 烧钱抢流，服务提升（争夺流量，提升客户粘性）；
- 3) 行业整合，赢者通吃（市场整合，胜者为王）。

现阶段国内轮胎 O2O 行业已基本完成了第一阶段，行业中现有的主流平台具有先发优势，新进入者很难再有机会。同时，我们判断行业将在 2015 年下半年进入“烧钱抢流，服务提升”的第二阶段，行业的竞争焦点将转移到营销引流和加强客户粘性上，在这一阶段，规模优势以及各平台的资金实力尤为重要。

相比新进入者或潜在进入者（例如新进入或拟进入轮胎 O2O 的汽车经销商、轮胎生产商等），汽车超人 2013 年就开始布局轮胎 O2O，具有明显先发优势。

相比于行业内已经存在的 O2O 平台（例如途虎、卖轮胎、淘气档口等），汽车超人合作门店数量以及单月销售收入都处于领先地位，具有规模优势。另外母公司金固股份拟定增加自筹一共近 30 亿支持后市场 O2O 项目发展，汽车超人与其他已有平台相比具有明显资金优势。

我们认为汽车超人的先发优势、规模优势、以及资金优势有望助其进一步巩固在轮胎 O2O 领域的龙头地位，使其在轮胎 O2O 行业第二阶段激烈的竞争中胜出，进入第三阶段，成为最后的赢家。

二、Delticom 是欧洲最大轮胎 O2O 平台

2.1 Delticom 是全球化经营的轮胎 O2O 公司

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。2009-2011 年由于优越的市场条件高速发展(冷冬以及强制性政策刺激造成市场需求增加),公司收入净利连创新高;2012-2014 由于市场恶化(暖冬以及前期透支消费造成市场需求下降),公司去库存压力大,降价促销,净利大幅下滑。

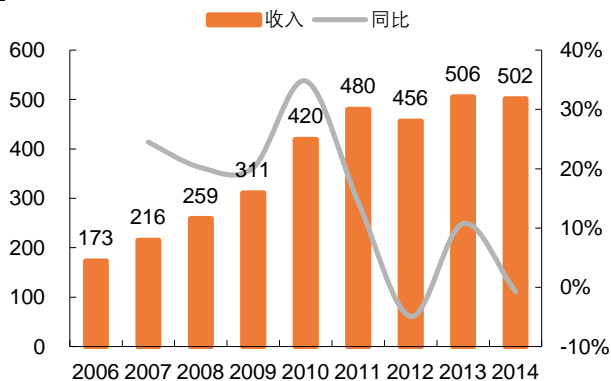
公司目前在 42 个国家(欧洲、北美、东亚)拥有 188 个网上零售店,为个人和商务客户提供各种价格优惠的汽车轮胎,产品覆盖 100 多种品牌的 25000 多种型号轮胎,一共拥有 4 万多个线下合作服务门店(欧洲 36076 个,其他地方近 5800 多个)。

图表1 Delticom 历年发展大事记

1999-2008: 轮胎 O2O 先行者以及国际扩张	2009-2011: 市场环境非常好	2012-2014: 市场环境变差
1999 Delticom 由 Rainer Binder 和 Andreas Pruffer 联合创立	2009-2011 因为冷冬和政策规制市场环境非常好(汽车报废奖励技术刺激;冬季轮胎的强制要求等)	2012-2014 因为暖冬、前期透支消费,市场环境变差
2006 法兰克福证券交易所 IPO	2011 投资建设仓储设施	2013 并购 Tirendo
		2014 实现对 Tirendo 业务的完全整合

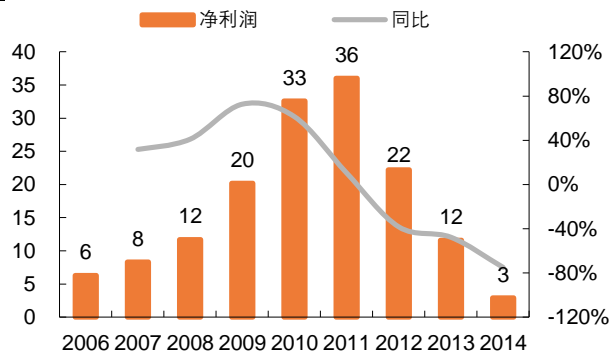
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表2 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3 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

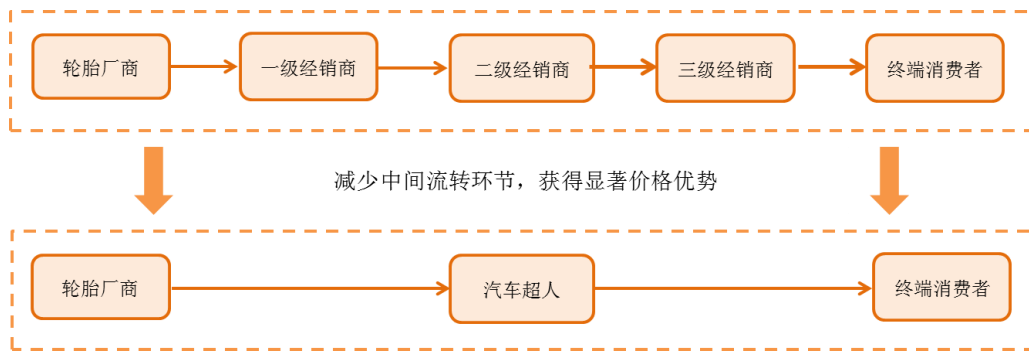
2.2 Delticom 与汽车超人在经营业务、经营模式以及市场地位三方面极其相似

经营业务: Delticom 和汽车超人的业务都是以轮胎 O2O 为主,同时还辅助销售机油、部分汽车易损易耗件。

经营模式: Delticom 和汽车超人都是从厂商或一级经销商直接拿货,在网络平台销售,并通过线下服务点进行安装,减少轮胎在多级经销商间的扭转环节,从而获得最大程度的价格优势。

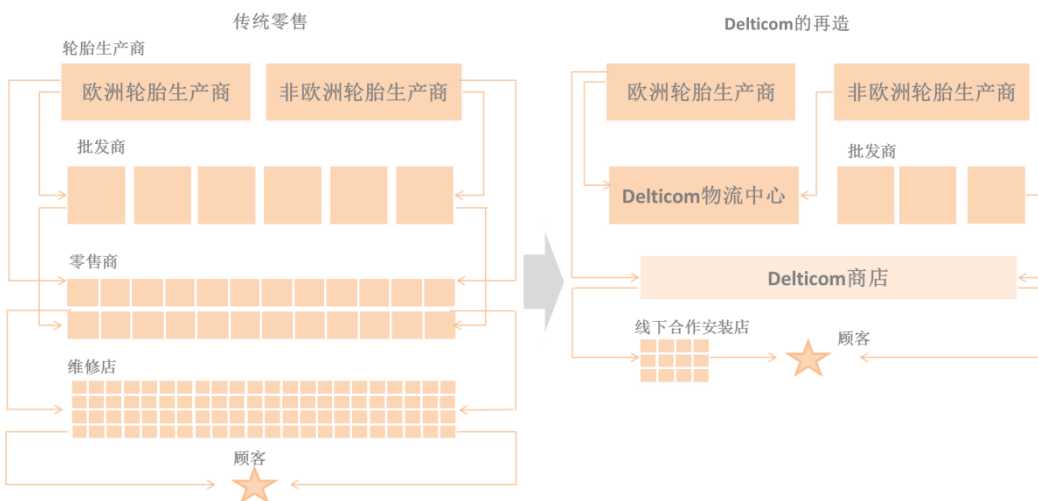
市场地位：Delticom 是欧洲最大的汽车轮胎电商，其 2014 年欧洲市场收入 3.82 亿欧元（占总收入 76%），约 25 亿左右人民币，欧洲市场占有率 47.8%。汽车超人是中国现阶段最大的轮胎电商，单月销售额预计 5000-6000 万，现阶段市场占有率预计在 30%-40%。

图表4 汽车超人重构产业链获得显著价格优势



资料来源:公司网站, 平安证券研究所

图表5 Delticom AG 再造轮胎零售模式

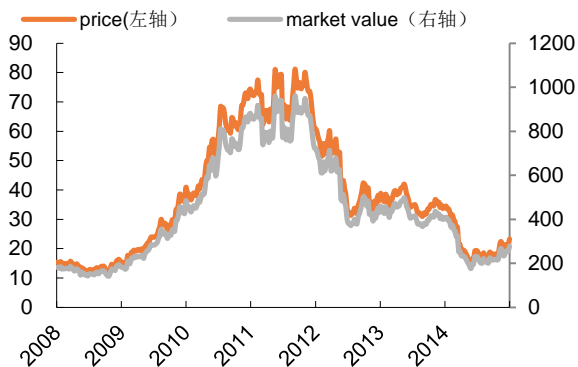


资料来源: Delticom AG, 平安证券研究所

2.3 Delticom 高速发展期市值为 8 亿欧元

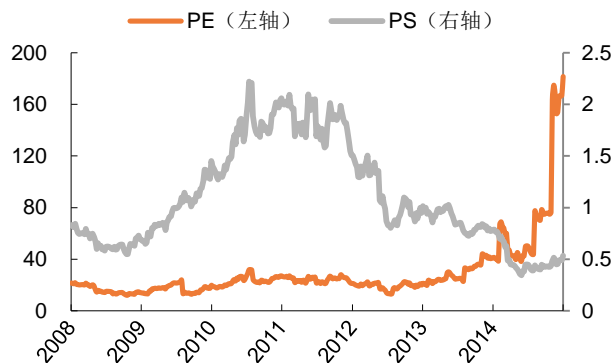
Delticom 在 2010-2012 年处于高速发展阶段，市值在 8 亿欧元（折合人民币 72 亿）左右，PS 估值水平在 2 左右。最近两年由于市场环境恶化（暖冬，轮胎透支消费造成需求疲软，公司去库存压力大）公司收入增长回落，净利下滑，市值下降至 2.7 亿欧元（折合人民币 18 亿）左右，而 PS 水平下降到 0.5 左右。

图表6 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7 Delticom AG 历年 PE 和 PS



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

三、对标 Delticom，汽车超人估值有望达 150 亿以上

Delticom 与汽车超人在经营业务、经营模式、以及市场地位三个方面的高度相似为二者市值比较提供了可靠基础。综合比较欧洲和中国的轮胎保有量以及轮胎电商渗透率，我们估计汽车超人轮胎业务市值达 150 亿元人民币以上。

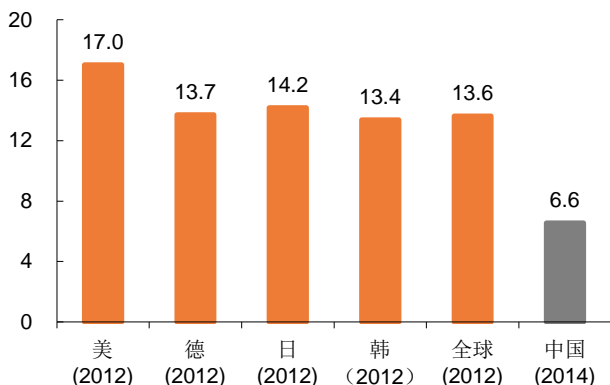
3.1 中国汽车的稳态保有量有望达欧洲市场的两倍以上

截至 2014 年底我国汽车保有量已达到 1.54 亿辆，并依旧在不断增长。欧洲汽车市场比较成熟，其汽车保有量稳定在 2.2 亿辆左右。

与其他国家比较：我国汽车保有量与销量之比为 6.56，远低于发达国家以及全球平均水平（14 左右）；我国每千人汽车保有量为 113，远低于汽车工业成熟国家如美国（801），日本（597）和韩国（388）。

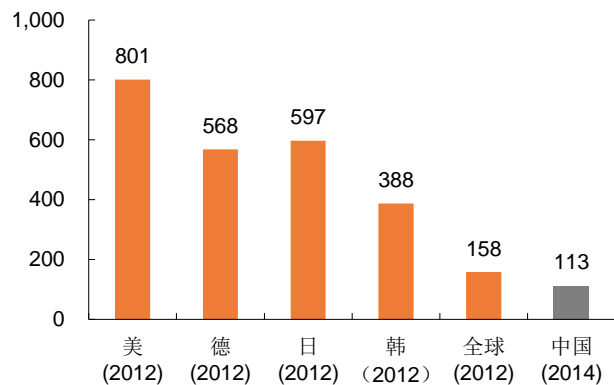
基于其他国家销量保有量之比以及千人保有量，我们测算我国汽车保有量的稳态规模在 4 ~ 5 亿间，约为欧洲汽车稳态保有量的两倍多。

图表8 各国汽车保有量与销量之比



资料来源: 中国汽车工业年鉴, 平安证券研究所

图表9 各国每千人汽车保有量



资料来源: 中国汽车工业年鉴, 平安证券研究所

图表10 我国汽车保有量稳态规模测算

按“保有量/销量”测算			按“每千人保有辆”测算		
保有量/销量	销量(万辆)	保有量(亿辆)	千人保有量(辆)	人口(亿)	保有量(亿辆)
14	3000	4.20	200	13.7	2.74
14	3500	4.90	300	13.7	4.11
14	4000	5.60	400	13.7	5.48

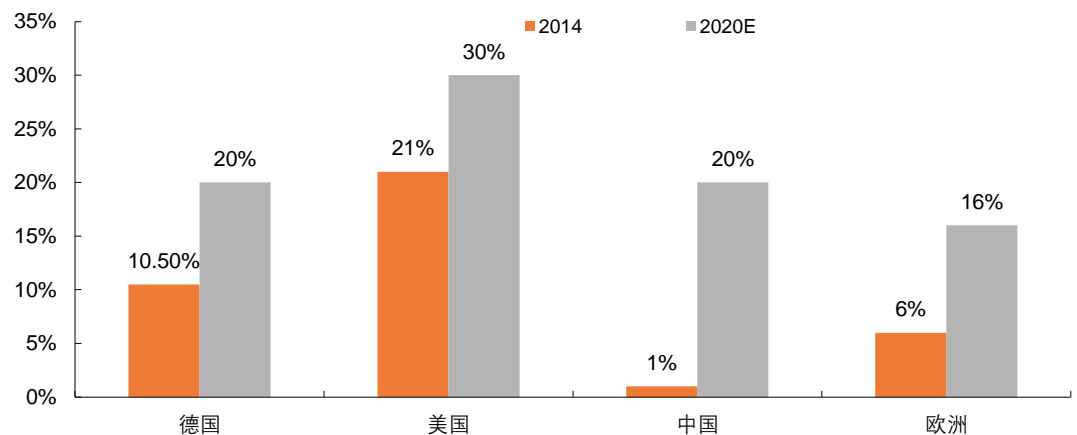
资料来源:平安证券研究所

3.2 现阶段我国轮胎电商渗透率不足 1%，有望随互联网化快速提升

■ 2014 年中国轮胎电商渗透率不足 1%

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。

图表11 不同国家轮胎售后市场电商渗透率



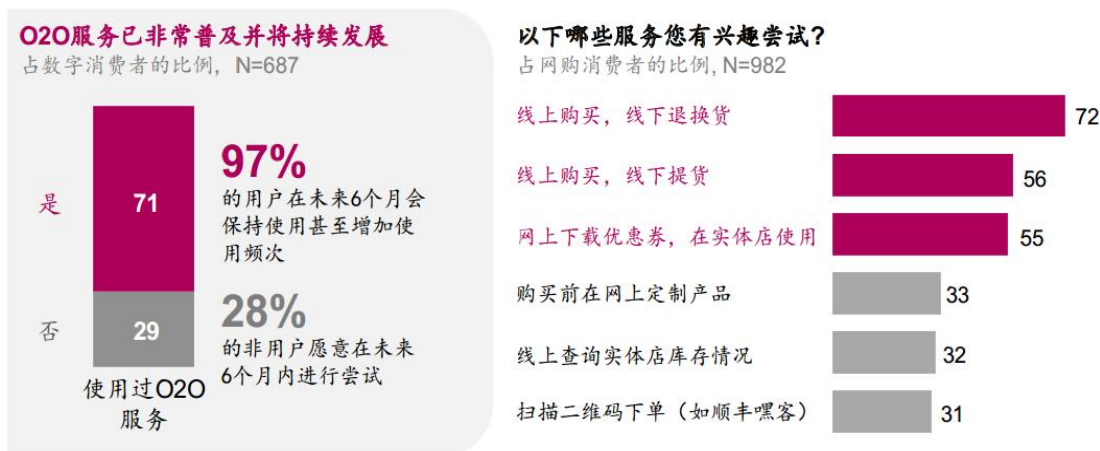
资料来源: Deliccom 2014 annual report, 平安证券研究所

■ 我国消费者积极拥抱 O2O 服务，轮胎电商渗透率有望快速提升

2014 年中国网民数量达到 6.32 亿，在互联网的深度渗透下，中国消费者积极拥抱 O2O 服务。根据麦肯锡的调查，中国的数字消费者中 71% 的人已经在使用 O2O 服务，其中更有 97% 的人表示将在未来的 6 个月继续使用甚至增加使用频次。在 29% 还没有使用 O2O 服务的人中有 28% 的人表示愿意在未来 6 个月尝试使用。

我们认为虽然中国互联网的起步发展晚于欧美，但是互联网对中国消费者行为的改造并不比欧美市场慢，在我国“互联网+”的浪潮下，我国轮胎电商渗透率将有望迅速提升。

图表12 中国消费者积极拥抱 O2O 服务



资料来源: 麦肯锡 iConsumer 2015 中国数字消费者调查

3.3 我国汽车轮胎电商市场规模在 220 亿元以上

假设单辆汽车 4 年更换一次轮胎, 单个轮胎均价 400 元。

保守估计 (汽车稳态保有量 4 亿, 轮胎电商渗透率 14%), 我国汽车轮胎电商市场规模为 224 亿元; 乐观估计 (汽车稳态保有量 5 亿, 轮胎电商渗透率 18%), 我国汽车轮胎电商市场规模为 360 亿元。

图表13 我国汽车轮胎电商市场规模测算矩阵 单位: 亿辆、亿元

汽车保有量	3	4	4.5	5	6
轮胎电商渗透率					
10%	120	160	180	200	240
12%	144	192	216	240	288
14%	168	224	252	280	336
16%	192	256	288	320	384
18%	216	288	324	360	432
20%	240	320	360	400	480

资料来源: 平安证券研究所

3.4 汽车超人轮胎业务估值有望超过 150 亿元

基于经营业务、经营模式、市场地位的高度相似, 我们以 Delticom 为对标企业对汽车超人的轮胎业务进行如下估值。

核心假设:

- 1) 欧洲市场与中国市场轮胎更换频率类似, 轮胎 AM 市场规模之比约等于两个市场汽车保有量之比。
- 2) Delticom 现阶段欧洲市场收入规模可以作为汽车超人未来轮胎电商业务收入规模的参照基础。

$$\text{汽车超人稳态收入} = \text{Delticom 现阶段欧洲市场收入} \times \frac{\text{中国未来稳定汽车保有量}}{\text{欧洲现在汽车保有量}} \times \frac{\text{中国未来渗透率}}{\text{欧洲现在渗透率}}$$

- 3) 汽车超人正处于高速增长期, 给予其同 Delticom 高速增长时类似的估值水平, 即 2 倍 PS。

现阶段，欧洲市场汽车保有量稳定在 2.2 亿辆左右，欧洲市场轮胎电商渗透率为 8%左右，Delticom 欧洲市场收入额为 25 亿左右人民币。

根据我国未来不同的稳定汽车保有量和轮胎电商渗透率，我们测算出了汽车超人轮胎业务的收入和市值矩阵。

保守估计下（我国汽车稳态保有量为 4 亿辆，轮胎电商渗透率为 14%），汽车超人的轮胎业务未来收入有望达 80 亿元，对应市值 159 亿元。

图表14 汽车超人轮胎电商业务未来收入规模敏感性分析 单位：亿辆、亿元

汽车保有量 轮胎电商渗透率	3	4	4.5	5	6
10%	43	57	64	71	85
12%	51	68	77	85	102
14%	60	80	89	99	119
16%	68	91	102	114	136
18%	77	102	115	128	153
20%	85	114	128	142	170

资料来源：平安证券研究所

图表15 汽车超人未来轮胎业务市值敏感性分析 单位：亿辆、亿元

汽车保有量 轮胎电商渗透率	3	4	4.5	5	6
10%	85	114	128	142	170
12%	102	136	153	170	205
14%	119	159	179	199	239
16%	136	182	205	227	273
18%	153	205	230	256	307
20%	170	227	256	284	341

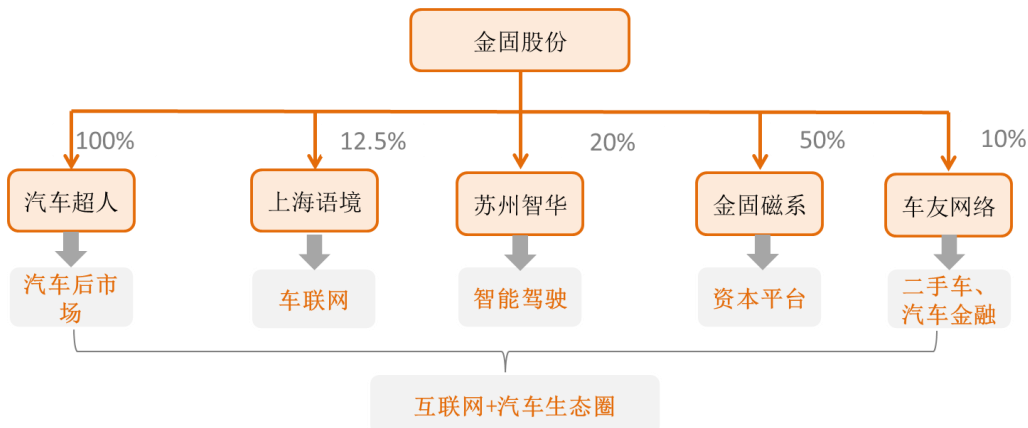
资料来源：平安证券研究所

四、超越轮胎 O2O，构建汽车生态圈

公司 2015 年 7 月中旬公告签订投资意向书，拟以增资或受让股权的方式投资车友网络，通过对车友网络进行中长期战略投资，从而在二手车检测、交易、售后服务及汽车金融方向进行合作和布局。至此，连同之前参股投资的上海语境、苏州智华、金固磁系，公司汽车生态圈建设更上一层楼。

我们预计公司未来有望以汽车超人的平台为中心，嫁接各参股投资公司资源，拓展业务领域，从而超越轮胎 O2O，成为覆盖不同频率服务种类的综合型汽车后市场服务商。未来，公司高频低附加值业务可能包括洗车、停车、加油等；中频中等附加值业务可能包括轮胎、保养、非标维修等；低频高附加值业务可能包括二手车、汽车金融等。

图表16 金固股份的汽车生态圈布局



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

■ Delticom 与汽车超人在经营业务、经营模式、以及市场地位三个方面高度相似

二者都是以轮胎电商为主, 同时还辅助销售机油、部分汽车易损易耗件等;

二者都是从厂商(或者一级经销商)直接拿货, 在网络平台销售, 并通过线下服务点进行安装, 形成 O2O 闭环, 缩减中间环节, 获得价格优势;

二者都是各自市场(Delticom 在欧洲市场, 汽车超人在中国市场)的最大轮胎 O2O 平台。

■ 对比 Delticom, 汽车超人轮胎业务估值有望达 150 亿以上

我们估算未来我国汽车保有量稳态规模为 4-5 亿辆。

我国轮胎电商渗透率 2014 年不到 1%左右, 远小于美欧水平(美 20%, 欧 6%, 德 11%)。今后, 随着民众对互联网 O2O 服务接受程度的提升, 轮胎电商渗透率有望快速提升。

基于经营业务、经营模式、市场地位的高度相似, 汽车超人轮胎业务未来稳定收入可按如下方式计算:

$$\text{汽车超人稳态收入} = \text{Delticom 现阶段欧洲市场收入} \times \frac{\text{中国未来稳定汽车保有量}}{\text{欧洲现在汽车保有量}} \times \frac{\text{中国未来渗透率}}{\text{欧洲现在渗透率}}$$

保守假设未来我国汽车保有量稳定在 4 亿辆, 轮胎电商渗透率提升至 14%, 给予 2 倍 PS, 汽车超人轮胎业务未来估值为 159 亿。

■ 有望成为综合性汽车互联网生态服务巨头, 具有较大潜在向上估值弹性。

公司相继投资参股上海语境(车联网)、金固磁系(资本平台)、苏州智华(智能驾驶)、车友网络(二手车与汽车金融)、有望以汽车超人平台为核心, 嫁接各投资参股公司资源, 成长为覆盖洗车、加油、轮胎、维修、二手车、汽车金融、智能驾驶等多种业务的综合性汽车生态服务巨头, 具有较大潜在的向上估值弹性。

我们维持对金固股份的业绩预测, 15、16、17 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(钢轮+EPS 合计估值约 50 亿元,详见 2015 年 6 月 25 日我们发布报告《金固股份:乘资本之轮,展互联之翼》),维持“推荐”评级。

六、风险提示

- 1) 汽车超人门店扩张和销售不及预期;
- 2) 司互联网汽车生态圈建设不及预期。

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	-446	1007
净利润	45	62	134	250
折旧摊销	0	91	111	193
财务费用	50	69	175	289
投资损失	0	3	1	2
营运资金变动	0	115	-872	273
其他经营现金流	-82	-10	4	-0
投资活动现金流	-215	-881	-1096	-1536
资本支出	306	253	1002	1270
长期投资	0	-162	-51	-60
其他投资现金流	91	-789	-145	-325
筹资活动现金流	274	637	-325	-253
短期借款	233	208	-143	37
长期借款	-3	3	56	44
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	-238	-334
现金净增加额	69	86	-1867	-782

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(%)	3.9	4.8	4.6	5.1
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	280.4	198.8	105.1	56.8
P/B	13.7	8.0	7.6	7.0
EV/EBITDA	148.6	65.8	41.5	23.3

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