

证券研究报告

汽车和汽车零部件

金固股份(002488)

推荐(维持)

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号:S1060511010006
电话 021-38638428
邮箱 WANGDEAN002@pingan.com.cn

余兵

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

研究助理

戴畅

一般证券从业资格编号:S1060115050033
电话 021-20667852
邮箱 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。

汽车超人，超乎想象

事项：

近期，我们参加了金固股份的投资交流活动，与公司高管进行了深入交流。公司汽车后市场平台“汽车超人”发展持续超预期，其发展战略日益清晰，不仅仅局限于轮胎电商，将来有望成为国内领先的汽车后服务综合性平台。

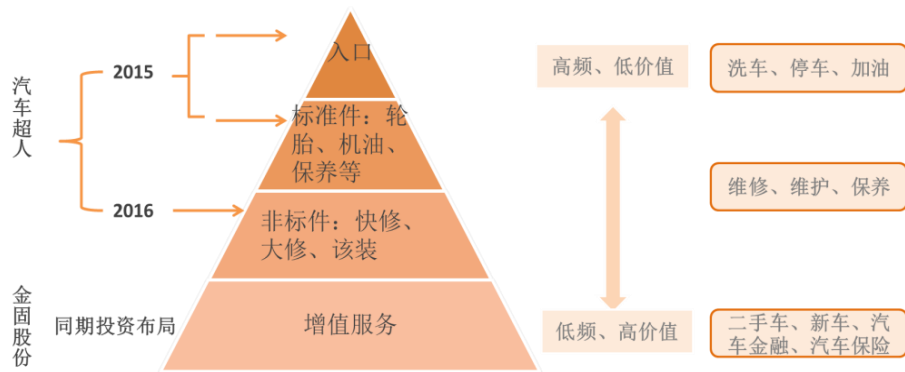
平安观点：

- **汽车超人不仅仅是轮胎电商，未来将是汽车生活服务综合性平台。**“汽车超人”并非仅仅轮胎电商，公司未来将以“汽车超人”为基础构建拥有“金字塔”业务结构的汽车生活服务综合性平台。金字塔的最上层为入口型业务，由洗车、停车、加油等高频活动组成；金字塔中间为后服务，包括轮胎、机油保养等标准件以及快修、大修、改装等非标准件业务；金字塔的底层为二手车、新车、汽车金融、汽车保险等增值服务。金字塔上层为高频低价值业务，下层为低频高价值业务。高低频业务相互传导，协同发展。
- **入口和后服务业务已经行业领先，增值型业务创新型发展即将落地。**金字塔的入口型业务和后服务业务由汽车超人实现（2015年实现入口和标准件，2016年进军非标件），估计现阶段其线下门店已经达到12000家，单月流水已经超过5000万，显著领先于竞争对手。金字塔底层的增值服务将由金固股份与投资参股公司合作，以“汽车超人”的平台为基础，创新性发展落地。
- **二手车：深度嫁接车友网络资源。**车友网络旗下的273二手车交易平台（800家门店，覆盖140多个城市、7000多个经纪人，2014年交易22万辆）是国内最大的二手车2C交易平台。金固股份2015年7月公告战略入股车友网络，将来有望将273交易平台的资源与汽车超人的用户群和线下合作门店进行对接，从而快速切入二手车市场。

汽车保险：有望整合上海语境以及苏州智华资源开展创新性保险业务。中国现有汽车保险产品单一，无法满足客户需求，同时2015年已经开放试点车险差异化定价，为保险业的创新发展提供了机会。我们预计公司将深度整合上海语境以及苏州智华的相关资源：基于上海语境的“微密”进行大数据分析，进行保险产品的差异化定价，基于苏州智华的智能辅助驾驶系统降低公司未来保险客户的出险频率，从而提高保险业务收益。

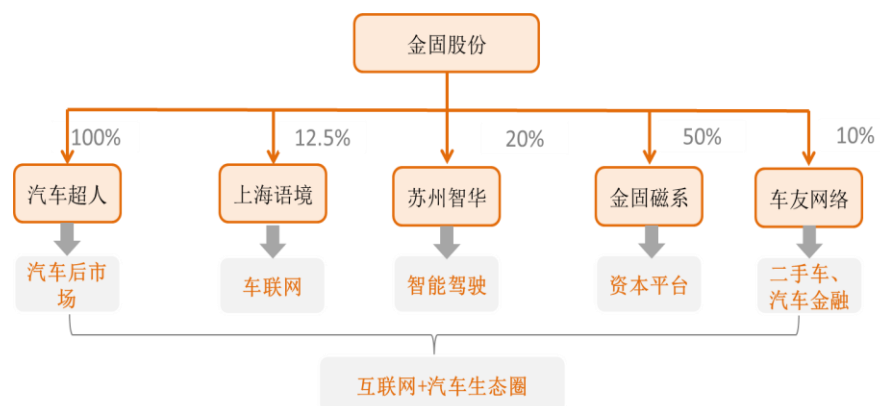
- 三大核心优势助力汽车超人快速发展。**一是深度的本地化运营：汽车超人在全国 200 个城市都设立了本地化运营团队，线下合作门店的开发和运营拥有先发优势；二是供应链整合：汽车超人以母公司深厚的行业资源为基础，利用 O2O 模式打破了传统轮胎品牌商对行业的掌控，消除多级经销的中间环节，重构产业链，提升行业运行效率；三是产业链布局，汽车超人不仅仅是轮胎电商，母公司金固股份先后参股上海语境、苏州智华、车友网络，并发起设立金固磁系汽车后服务产业基金，形成了“汽车后市场+车联网+智能汽车+二手车”的综合性产业链布局，使得汽车超人平台极具拓展性。
- 投资建议：**在只考虑汽车超人轮胎电商业务贡献的前提下，我们测算公司“钢轮主页+汽车超人+EPS 业务”市值在 200 亿以上。现如今，公司汽车后服务综合性平台发展战略愈发清晰，“汽车超人”的业务发展极具拓展性，除了轮胎电商，还有望涉及二手车、新车、汽车保险等高附加值业务，公司估值空间进一步向上打开。考虑高附加值业务拓展短期内难以贡献业绩，我们维持公司 15/16 年 EPS 为 0.21/0.39 元的业绩预测，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、公司高附加值后市场业务拓展不及预期。

图表1 金固股份“金字塔”发展战略



资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

图表2 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

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	1364	1989	3871	5253
现金	459	1067	1286	2120
应收账款	185	185	554	645
其他应收款	15	47	21	96
预付账款	175	27	455	298
存货	469	587	1416	1951
其他流动资产	62	76	139	143
非流动资产	1192	1538	2442	3726
长期投资	0	102	153	212
固定资产	753	908	1603	2557
无形资产	155	152	171	193
其他非流动资产	284	376	516	764
资产总计	2557	3527	6313	8979
流动负债	1410	1613	4330	6798
短期借款	696	904	2745	4388
应付账款	75	87	278	311
其他流动负债	639	623	1308	2099
非流动负债	186	297	286	340
长期借款	132	135	184	226
其他非流动负债	54	162	101	114
负债合计	1596	1911	4616	7137
少数股东权益	41	40	53	78
股本	180	203	508	508
资本公积	559	1145	840	840
留存收益	182	228	285	387
归属母公司股东权益	919	1576	1644	1763
负债和股东权益	2557	3527	6313	8979

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	12	330	-420	942
净利润	45	62	122	225
折旧摊销	0	91	109	187
财务费用	50	69	167	276
投资损失	0	3	1	2
营运资金变动	0	115	-823	254
其他经营现金流	-82	-10	4	-0
投资活动现金流	-215	-881	-1019	-1472
资本支出	306	253	927	1214
长期投资	0	-162	-51	-60
其他投资现金流	91	-789	-143	-318
筹资活动现金流	274	637	-326	-243
短期借款	233	208	-143	37
长期借款	-3	3	49	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	-232	-322
现金净增加额	69	86	-1765	-773

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1166	1313	2539	4157
营业成本	900	986	1989	3324
营业税金及附加	1	1	2	4
营业费用	68	71	96	115
管理费用	101	112	140	167
财务费用	50	69	167	276
资产减值损失	3	6	9	16
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	134	253
营业外收入	12	12	11	12
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	52	72	142	261
所得税	7	10	20	36
净利润	45	62	122	225
少数股东损益	-0	-1	13	25
归属母公司净利润	45	64	109	200
EBITDA	89	195	331	620
EPS (元)	0.25	0.31	0.21	0.39

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	93.4	63.7
营业利润(%)	-32.4	48.1	111.4	89.0
归属于母公司净利润(%)	-21.3	41.1	71.8	82.9
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	22.8	24.9	21.7	20.0
净利率(%)	3.9	4.8	4.3	4.8
ROE(%)	4.6	3.8	7.2	12.2
ROIC(%)	4.0	3.2	4.1	5.7
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	62.4	54.2	73.1	79.5
净负债比率(%)	49.6	-1.2	99.5	139.1
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	0.21	0.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.58	-0.83	1.85
每股净资产(最新摊薄)	1.81	3.10	3.23	3.47
估值比率	-	-	-	-
P/E	333.99	236.77	137.85	75.36
P/B	16.37	9.55	9.15	8.54
EV/EBITDA	175.77	78.2	51.0	28.7

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