

2015年10月28日

金固股份 (002488.SZ)

汽车超人快速成长，车生活平台逐步崛起

■ **事件:** 公司发布 15 年三季报: 1-9 月实现营业收入 10.96 亿元, 同比增长 7.37%, 实现归属于上市公司股东的净利润 6353.03 万元, 同比增长 3.02%, EPS 为 0.12 元。加权平均 ROE 为 4%, 较去年同期减少 2.53 个百分点。公司预计 2015 年归属于上市公司股东的净利润变动区间将在 -15% 至 15% 之间, 业绩符合预期。

■ **汽车后市场业务营收环比快速增长:** 第三季度公司传统钢轮业务销售基本平稳, 而公司出于风险控制原因主动大幅减少乃至停止了不确定性较强的钢贸业务, 汽车后市场业务特维轮营业收入达 1.52 亿 (税后), 占第三季度公司营业收入的 37.9%, 正好弥补了钢贸业务去除后对公司整体收入的影响, 使得第三季度营业收入与去年同期基本持平。公司积极调整业务结构, 特维轮电子商务业务将成为公司未来发展的核心驱动因素。前三季度公司期间费用率增加 0.27 个百分点至 18.12%, 其中销售费用同比大幅增加 71.66%, 主要是由于特维轮目前处于快速发展期, 推广力度的加大、团队的扩充、线上销售及线下加盟店数量的快速增加产生了较多的前期投入, 我们判断前三季度特维轮的亏损在 3000-4000 万左右, 第四季度投入的加大可能会造成亏损幅度扩大, 预计全年亏损在 5000-6000 万左右。但公司钢轮主业仍将保持稳定增长, 在国内公司合资品牌客户逐步增加, 在国外公司进入了部分高端汽车整车生产商的全球供应体系, 且公司 IPO 募投项目持续产出, 为扩大销售提供了坚实的保障, 因此我们预计公司全年业绩整体仍将保持小幅增长。根据我们调研了解, 特维轮营收一、二季度分别约为 1000 万元和 9000 万元 (税前), 三季度税前营收近 1.8 亿元 (税前), 环比实现翻倍增长, 其中 7 月销售额约 4000-5000 万元, 8 月约 6000-7000 万元, 9 月近 8000 万, 单月环比增速均在 30%-40% 左右。公司汽车后市场业务快速发展, 我们判断明年全年特维轮销售额有望实现 30 个亿 (税前), 发展空间大。

■ **定增 27 亿, 拟打造汽车后市场“京东”+“美团”模式:** 具体分析见下页;

■ **汽车后市场电商竞争已进入白热化阶段, 看好汽车超人:** 具体分析见下页;

■ **产业线+金融线双线布局, 盈利模式清晰:** 具体分析见下页;

■ **坚定看好公司转型发展的执行力和决心:** 我们坚定看好公司转型的执行力和决心, 看好公司未来在汽车后市场平台的竞争中成功突围。伴随汽车超人的超常扩张, 我们预计汽车超人 15 年大约亏损 5000-6000 万并且可能明年会进一步加大, 我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.14 元、0.18 元和 0.35 元。

■ **风险提示:** 汽车超人发展不及预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,166.2	1,313.2	1,641.4	4,005.1	8,010.2
净利润	45.1	63.6	70.3	90.8	179.9
每股收益(元)	0.09	0.13	0.14	0.18	0.35
每股净资产(元)	1.81	3.10	3.21	3.32	3.52

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	270.9	192.1	173.6	134.5	67.9
市净率(倍)	13.3	7.7	7.5	7.2	6.8
净利润率	3.9%	4.8%	4.3%	2.3%	2.2%
净资产收益率	4.9%	4.0%	4.3%	5.4%	10.0%
股息收益率	0.1%	0.3%	0.1%	0.3%	0.6%
ROIC	6.6%	8.0%	7.1%	8.0%	13.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

汽车零部件 III

投资评级

买入-A

首次评级

6 个月目标价

36.00 元

股价 (2015-10-27)

23.51 元

交易数据

总市值 (百万元)	11,954.44
流通市值 (百万元)	7,674.72
总股本 (百万股)	508.48
流通股本 (百万股)	326.45
12 个月价格区间	13.62/97.15 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	13.82	-18.74	-56.68
绝对收益	24.99	-24.65	-5.01

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaoqing@essence.com.cn

罗雅婷

021-68765295

luoyt@essence.com.cn

相关报告

■ **定增 27 亿，拟打造汽车后市场“京东”+“美团”模式：**15 年 6 月公司发布定增预案，拟募集近 27 亿用于“汽车后市场 O2O 平台建设项目”，从线上平台、运营推广、线下整合及仓储物流等四个维度打造 O2O+B2C 的汽车后市场运营模式，类似于“京东”+“美团”。汽车超人现已发展成为国内最大的汽车后市场 O2O 项目，线上产品及服务内容包括轮胎、机油、洗车、保养等未来还将逐步拓展至全品类，APP 注册用户数 100 万，月活跃用户数 20 万，最新单月流水有望突破 1 个亿，线下合作门店已经超过 16000 家，基本实现了所有地级市的覆盖，远超行业第二名水平。公司还将自建仓储物流中心以提高供应链整合能力和运营效率。

■ **汽车后市场电商竞争已进入白热化阶段，看好汽车超人：**产业互联网的价值不用赘述，我们认为成功的核心在于企业所搭建的壁垒。目前公司所着力打造的自营类电商模式较“重”但同时壁垒正在不断建立，公司大力气投入到物流仓储的供应链环节、电商平台运营环节和线下本地化团队，体现到最终的就是运营效率的提升和客户体验的完善，我们认为这将构成未来公司的核心竞争力。

对于后市场的发展格局，我们判断竞争已经逐步进入中后期，格局正在定型。我们认为汽车后未来 1-2 年的情况可能与团购千团大战在 11-12 年的发展趋势较为相似，前期由于产业互联网门槛较低吸引大量创业项目扎根，而资本寒冬的到来将加速行业洗牌的过程。目前汽车超人的各项数据都在快速爬坡并有望遥遥领先行业竞争对手，同时由于资本对于产业互联网项目也是至关重要的，汽车超人作为上市公司的全资项目在关键时刻有充沛的资金鼎力支持，我们认为胜算将大增。

■ **产业线+金融线双线布局，盈利模式清晰：**公司基于构建汽车生活综合性服务平台的战略目标不断布局，未来有望形成以汽车超人后市场服务、新车、二手车为核心的产业线，以及涵盖汽车金融、汽车保险的金融线。根据我们目前对产业的草根调研，汽车金融和保险业务有望成为未来商业和盈利模式上的重要补充，汽车后平台在盈利上的前景光明。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年10月27日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,166.2	1,313.2	1,641.4	4,005.1	8,010.2	成长性					
减:营业成本	900.2	986.0	1,234.4	3,063.1	6,159.9	营业收入增长率	30.0%	12.6%	25.0%	144.0%	100.0%
营业税费	0.9	1.1	1.6	3.4	7.2	营业利润增长率	-32.4%	48.1%	17.8%	29.9%	106.7%
销售费用	68.1	71.2	123.9	334.4	712.9	净利润增长率	-21.3%	41.1%	10.6%	29.1%	98.2%
管理费用	101.3	111.8	149.4	408.5	757.0	EBITDA 增长率	20.1%	37.7%	-5.6%	29.4%	65.0%
财务费用	50.0	69.3	53.6	93.1	166.5	EBIT 增长率	-1.8%	42.9%	-3.3%	48.2%	93.1%
资产减值损失	3.0	6.5	3.7	4.4	4.9	NOPLAT 增长率	-0.7%	42.7%	-4.5%	48.2%	93.1%
加:公允价值变动收益	-0.2	-1.2	0.6	-0.1	-0.1	投资资本增长率	16.8%	8.0%	31.1%	17.6%	53.4%
投资和汇兑收益	-	-2.9	-1.0	-1.3	-1.7	净资产增长率	1.6%	68.3%	3.6%	3.1%	5.9%
营业利润	42.7	63.2	74.5	96.8	200.1	利润率					
加:营业外净收支	9.0	9.0	7.4	8.5	8.3	毛利率	22.8%	24.9%	24.8%	23.5%	23.1%
利润总额	51.8	72.3	81.9	105.3	208.4	营业利润率	3.7%	4.8%	4.5%	2.4%	2.5%
减:所得税	7.1	10.1	12.3	15.8	31.3	净利润率	3.9%	4.8%	4.3%	2.3%	2.2%
净利润	45.1	63.6	70.3	90.8	179.9	EBITDA/营业收入	13.9%	17.0%	12.8%	6.8%	5.6%
						EBIT/营业收入	8.0%	10.1%	7.8%	4.7%	4.6%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	211	228	190	71	32
货币资金	458.6	1,067.5	131.3	320.4	640.8	流动营业资本周转天数	86	71	101	83	82
交易性金融资产	1.0	-	0.7	0.6	0.4	流动资产周转天数	356	460	384	265	268
应收帐款	199.6	232.0	302.7	987.0	1,620.4	应收帐款周转天数	56	59	59	58	59
应收票据	33.1	24.7	56.0	141.0	239.0	存货周转天数	129	145	135	138	142
预付帐款	175.3	26.6	339.6	478.9	1,099.1	总资产周转天数	702	834	712	391	327
存货	469.3	586.6	646.5	2,415.2	3,887.3	投资资本周转天数	408	406	390	197	135
其他流动资产	27.6	51.5	39.6	39.6	43.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	4.9%	4.0%	4.3%	5.4%	10.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.7%	1.8%	2.4%	1.6%	2.0%
长期股权投资	-	101.9	101.9	101.9	101.9	ROIC	6.6%	8.0%	7.1%	8.0%	13.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	753.1	907.6	829.0	750.5	671.9	销售费用率	5.8%	5.4%	7.6%	8.4%	8.9%
在建工程	271.8	308.9	308.9	308.9	308.9	管理费用率	8.7%	8.5%	9.1%	10.2%	9.5%
无形资产	154.7	152.4	148.7	145.1	141.4	财务费用率	4.3%	5.3%	3.3%	2.3%	2.1%
其他非流动资产	12.5	67.1	56.7	46.9	56.2	三费/营业收入	18.8%	19.2%	19.9%	20.9%	20.4%
资产总额	2,556.6	3,526.7	2,961.6	5,735.8	8,810.9	偿债能力					
短期债务	696.0	903.5	484.3	601.9	861.8	资产负债率	62.4%	54.2%	43.5%	69.9%	79.3%
应付帐款	79.7	89.2	175.4	418.9	771.3	负债权益比	166.2%	118.3%	76.9%	232.4%	382.0%
应付票据	497.7	578.6	476.6	2,428.0	3,515.7	流动比率	0.97	1.23	1.25	1.23	1.43
其他流动负债	136.8	42.2	74.9	113.1	121.3	速动比率	0.63	0.87	0.72	0.55	0.69
长期借款	131.8	135.0	-	350.5	1,600.7	利息保障倍数	1.85	1.91	2.39	2.04	2.20
其他非流动负债	54.2	162.4	76.6	97.8	112.3	分红指标					
负债总额	1,596.2	1,910.8	1,287.9	4,010.1	6,983.0	DPS(元)	0.04	0.08	0.03	0.07	0.15
少数股东权益	41.1	40.3	40.7	39.4	36.8	分红比率	39.9%	64.0%	20.0%	41.3%	41.8%
股本	180.0	203.4	508.5	508.5	508.5	股息收益率	0.1%	0.3%	0.1%	0.3%	0.6%
留存收益	740.9	1,373.4	1,124.6	1,177.8	1,282.6						
股东权益	960.4	1,615.9	1,673.7	1,725.8	1,827.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.09	0.13	0.14	0.18	0.35
净利润	44.6	62.2	70.3	90.8	179.9	BVPS(元)	1.81	3.10	3.21	3.32	3.52
加:折旧和摊销	69.2	90.8	82.2	82.2	82.2	PE(X)	270.9	192.1	173.6	134.5	67.9
资产减值准备	3.0	6.5	-	-	-	PB(X)	13.3	7.7	7.5	7.2	6.8
公允价值变动损失	0.2	1.2	0.6	-0.1	-0.1	P/FCF	69.1	192.9	-13.1	56.0	30.0
财务费用	35.8	58.3	53.6	93.1	166.5	P/S	10.5	9.3	7.4	3.0	1.5
投资损失	-	2.9	1.0	1.3	1.7	EV/EBITDA	13.8	21.1	59.9	47.4	31.3
少数股东损益	-0.5	-1.4	-0.7	-1.3	-2.7	CAGR(%)	26.1%	41.7%	6.6%	26.1%	41.7%
营运资金的变动	-12.2	155.4	-550.4	-426.4	-1,355.8	PEG	10.4	4.6	26.1	5.1	1.6
经营活动产生现金流量	12.4	329.8	-343.4	-160.4	-928.4	ROIC/WACC	0.6	0.8	0.7	0.8	1.3
投资活动产生现金流量	-215.0	-880.7	-2.4	-1.0	-1.4	REP	2.5	4.0	9.1	7.0	3.0
融资活动产生现金流量	273.6	636.5	-590.4	350.5	1,250.2						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳		0755-82558045	menghl@essence.com.cn
张青			zhangqing2@essence.com.cn
邓欣			dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034