

2015年11月18日

金固股份 (002488.SZ)

快速崛起的未来汽车生活服务平台

■ **钢轮、汽车后市场服务、EPS 环保设备三驾马车并进**：公司是国内最大的钢制滚型车轮制造企业。截至14年底钢制车轮业务是公司80%以上的收入和90%以上的毛利来源，公司钢轮产品包括无内胎卡/客车车轮、乘用车车轮、拖车车轮、农用车车轮等，年产能可达2500万套，是通用、大众、福特等高端汽车生产商的一级供应商。自2014年公司积极探索产业升级转型，形成了以“钢轮主业、特维轮汽车后服务、EPS 环保设备”为核心的三架马车。

■ **打造汽车后市场“京东”+“美团”模式**：公司汽车后市场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18000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**：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，维持“买入-A”评级**：汽车后市场存万亿空间，我们坚定看好公司转型的执行力和决心，看好公司未来在竞争中成功突围，按照互联网的721法则，未来公司很有可能成为汽车后市场领域的“7”，空间十分巨大！我们预计公司15-17年EPS分别为0.14元、0.18元和0.35元，维持“买入-A”评级，目标价40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	1,641.8	4,017.1	8,028.8
净利润	45.1	63.6	70.3	90.9	180.3
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)	249.9	177.2	160.2	123.9	62.5
市净率(倍)	12.3	7.1	6.9	6.7	6.3
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%	10.1%
股息收益率	0.2%	0.4%	0.1%	0.3%	0.7%
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

公司深度分析

证券研究报告

汽车零部件III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

40.00元

股价(2015-11-17)

22.15元

交易数据

总市值(百万元)	11,262.91
流通市值(百万元)	7,230.76
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	1.28	-8.49	-42.57
绝对收益	7.63	-16.32	3.84

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

汽车超人快速成长，车生活平台逐步崛起 2015-10-28

■ **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年的发展走势较为相似,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。

关于金固股份和产业互联网，我们的思考：

一、我们为什么覆盖金固股份：

作为化工团队，市场一直比较好奇我们为什么主动覆盖金固股份，事实上我们从4-5月就开始持续在周报和点评中不断推荐金固股份。我们认为，产业互联网的研究一定是跨平台跨领域的，因为产业互联网的竞争者来自于各个领域，汽车后市场中有做汽车化学品的、有做轮胎的、有做轮毂的、还有根本不搭边的、当然也有创业的，大家都有路径依赖，研究也是这样，**但最终这些企业将在一根跑道上决出胜负。**产业互联网，同样有互联网的基因，胜者为王并且胜者是稀缺的，因此**只有全面了解每个参赛者才能有深度的分析，否则就会有很大的局限性并导致方向性的错误。**

二、关于产业互联网，我们的思考：

我们认为产业互联网或许和传统行业的分析方法无二，核心依然是壁垒。

产生价值是不稀缺的，很多商业模式都有用户价值：传统产业的各个环节存在很多痛点，互联网的改造对于市场和用户来说都是有充分的价值的，但是对于企业未必，没有形成壁垒的商业模式，最后一定存在无限的竞争，企业其实难以受益。

高壁垒的商业模式有巨大的投资价值，但壁垒是稀缺的：我们认为壁垒同样适用于对于产业互联网的价值分析。这是很多时候互联网公司获取了大量的用户，让用户受惠，但是持续无法盈利甚至变成昙花一现的重要因素。

三、关于公司，我们与市场不同的观点

1、公司正在不断构建壁垒，龙头正在诞生：追求更快更好更便宜的商品和服务一直是电商的目标，其背后是提高运营效率和改善用户体验。我们认为汽车超人正在不断在这两个领域构建壁垒。

1) 公司目前仓储物流体系初步建成：公司正在打造“6+200+N”分布多点式仓储体系（6大枢纽仓、200个卫星仓、N个微型仓）。其中6大枢纽仓中杭州（2个）、北京和广州已经实现建仓，200个卫星仓将在主要城市设立并制成二三四线城市的24小时送达服务，实现低成本高效配送。未来将通过终端门店实现微型仓，实现最后一公里。

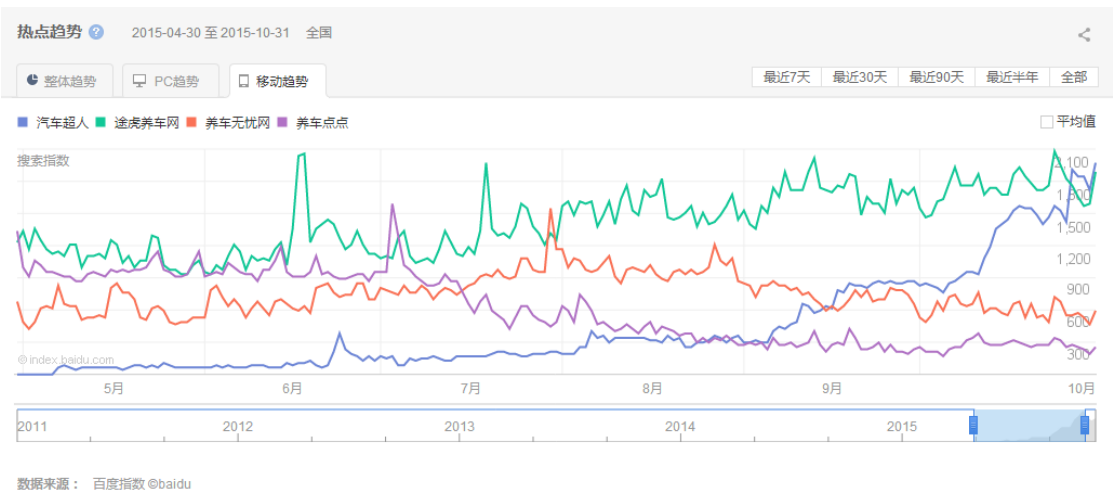
2) 地推团队强势推进，线下合作门店快速布局，本地化团队逐步扎根：三季度至今公司快速推进线下合作门店，目前汽车超人线下合作门店已经达到1.8万家，几乎覆盖全国主要大中城市。未来汽车超人将在超过200个城市建立本地化团队，落地式改善用户体验。

在汽车超人快速推进的背后，我们认为公司也在获得很多不可复制的优势。**前者意味着公司将有较大的固定资产投入，在管控得当下将充分显现出超高的运营效率，实现快速高效（类似京东）。而后者则意味着公司在有效增加本地化团队的背景下将充分改善用户体验，实现真正的O2O（类似美团）。必须承认这两者都非常难以做到，但是一旦构建完成并实现高效管理，那么这将是真正的核心壁垒！**

2、公司站在产业价值链的最高点：传统汽车后产业链痛点太多，以至于汽车后市场的模式五花八门，大类上包括上门服务类（改善用户体验）、配件及用品B2B/B2C类（打通零配件至维修店和消费者）、以及维修保养O2O等等。我们认为这些模式都有用户价值，或是降低成本、提高效率或者改善体验，但是我们认为类似汽车超人、途虎养车网等综合性的汽车用品电商和维修保养O2O平台最有可能成为趋势，最大的原因是我们认为在这个产业链里面C端消费群体是相对最容易起势的（类似团购），同时维修保养O2O相对于上门服务更具有效率，我们相信未来上门服务类更多的是综合性电商的一个补充。

3、客观的数据反应公司飞速成长：汽车超人，超人速度。其营收一、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，我们估算其中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。按照目前的势头，我们判断明年全年汽车超人销售额至少实现30-50亿（税前）。APP注册用户数已经远超100万，月活跃用户数超过20万，最新单月流水预计将突破1个亿，其中：“双十一”一天拿下5000万销售额，成为线上各平台名副其实的第一。线下合作门店已经超过1.8万家，基本实现了所有地级市的覆盖，远超行业第二名水平。

图 1：汽车后平台的百度指数（移动端）对比（金固股份在 5 月份推出汽车超人 APP）



数据来源：百度指数，安信证券研究中心

4、资本的力量：我们认为2016年的汽车后市场将可能会是11年-13年团购行业的一个缩影。因为没有壁垒，汽车后和团购一样在14-15年出现了数以百计的竞争者，同时PE/VC和上市公司的烧钱下终端消费者得到了快速的教育和了解；同样在BAT、各类投资者对烧钱失去耐心后，汽车后也会经历大量的淘汰，其实伴随大量上门O2O的消亡，这个时代已经开始。类似阿里投资美团，资本的力量将在这个阶段发挥很大的作用，在这个背景下，我们认为汽车超人拥有金固股份这样的上市平台，不管是这次增发储备过冬，还是债务融资等等，其融资能力将是非常突出的。有时候，胜利只需要活的更久。

四、总结：

金固股份是我们认为最接近于把产业互联网这件事情干成的公司，这是经过我们近1年行业、公司、草根等等几十次调研下来得出的判断。我们认为产业互联网最好的投资阶段有两个，其一是初创期，行业价值大不能证伪，故事越大的公司越强，普涨。其二是中后期，龙头逐步跑出并占领市场，表现分化明显但可能有十倍甚至更大的空间。我们认为汽车后市场的16年将进入中后期，集中度将大幅提高，而金固股份有望成为这个龙头。

目录

1. 公司简介	8
1.1. 公司主营产品为钢制车轮	8
1.2. 公司股权结构.....	9
2. 汽车后市场需求将起，痛点密布下电商呼之欲出	10
2.1. 我国汽车后市场发展历程	10
2.2. 汽车后市场与汽车保有量成正比，未来空间巨大.....	11
2.3. 目前经营模式下汽车后市场痛点多，O2O 将是未来发展方向.....	12
2.3.1. 汽车后市场存多种问题.....	12
2.3.2. “互联网+”是解决汽车后市场痛点的必由之路	14
2.3.3. 汽车后市场特殊性将导致新兴电商出现	15
2.4. 汽车后市场电商竞争已进入白热化阶段，看好汽车超人.....	16
2.5. 自营电商崛起，“汽车超人”抢占先机	18
3. 金固股份——“汽车超人”弯道超车	21
3.1. 线上布局——自建电商平台	21
3.2. 线下布局——全国化布局已显雏形，实现广义车后服务拓展落地	22
3.3. 构建“6+200+N”分布多点式仓储体系	24
3.4. 上线以来平台各项数据快速增长，“双 11”首秀获销量冠军.....	25
3.5. 公司主要优势.....	27
3.5.1. 团队兼具汽车产业链优势+互联网基因	28
3.5.2. 上市公司高度支持	28
4. 多元化布局，打造汽车生活服务综合平台	30
4.1. 设立专项汽车产业基金，进行战略资源整合	30
4.2. 战略投资上海语镜+苏州智华，布局汽车保险业务.....	30
4.3. 投资车友网络，涉足二手车市场	32
5. 投资建议	33

图目录

图 1: 汽车后平台的百度指数 (移动端) 对比 (金固股份在 5 月份推出汽车超人 APP)	4
图 2: 公司主营收入逐年增长	8
图 3: 公司归母净利润波动较大	8
图 4: 公司主营收入主要来自钢制车轮	8
图 5: 公司毛利主要来自钢制车轮	8
图 6: 公司期间费用率基本平稳	9
图 7: 近三年公司盈利能力有所回升	9
图 8: 汽车产业链	10
图 9: 汽车后市场服务	10
图 10: 近几年国内汽车销量	11
图 11: 近几年国内汽车保有量	11
图 12: 成熟市场汽车产业链的利润构成	12
图 13: 我国汽车产业链利润构成	12
图 14: 近几年汽车后市场规模逐年增长	12
图 15: 4S 店和二类维修店价格差距大	13
图 16: 汽车后市场层层加价	13
图 17: 央视 315 曝光的汽车小问题遭到 73% 的维修店大修	14
图 18: 电商化经营模式给车主带来实惠	14
图 19: 目前汽车后市场主要模式	16
图 20: 团购 O2O 行业格局	17
图 21: 团购 O2O 市场份额	17
图 22: 2014 年维修保养服务电商投融资模式分布	19
图 23: “汽车超人” 官方网站	21
图 24: 公司服务流程	21
图 25: 汽车超人 APP	21
图 26: 汽车超人门店已实现全国化布局	22
图 27: 合作门店的主要服务内容示意	23
图 28: 门店 IT 化改造升级	24
图 29: “汽车超人” 仓储体系初步构建	25
图 30: 汽车超人仓储物流中心	25
图 31: 汽车超人仓储物流中心	25
图 32: 汽车超人 APP 下载量快速增长	26
图 33: 平台销售额环比快速增长	26
图 34: 营收主要来源	26
图 35: 百度指数表明汽车超人关注度环比大幅增加	27
图 36: 截至 11 日上午 9 点 27 分, 汽车/用品/配件/改装行业排行	27
图 37: 公司未来汽车生活服务平台布局	30
图 38: 苏州智华乘用车合作伙伴	31
图 39: 中国二手乘用车交易量 (万辆)	32
图 40: 金固股份 PE-Bands	33
图 41: 金固股份 PB-Bands	33

表目录

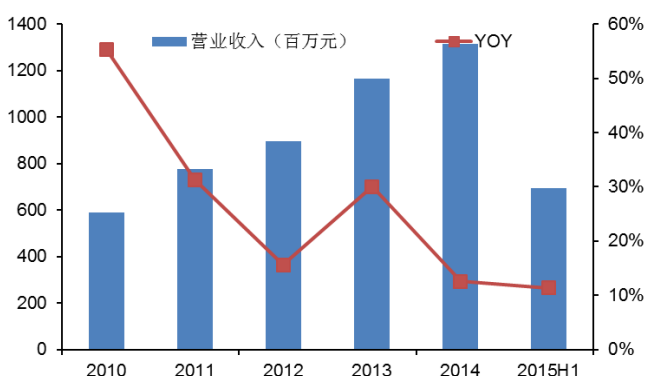
表 1: 2015 年 9 月公司十大股东明细	9
表 2: 汽车后市场发展历程	11
表 3: 国内汽车维修市场模式	13
表 4: 国内汽修行业现状	13
表 5: 《意见》主要内容	15
表 6: 我国团购行业发展历程	17
表 7: 各类型维修保养服务电商优缺点比较	19
表 8: 各模式涉入汽车后市场产业链环节	19
表 9: 公司汽车后市场拟建设项目及投资金额 (万元)	28

1. 公司简介

1.1. 公司主营产品为钢制车轮

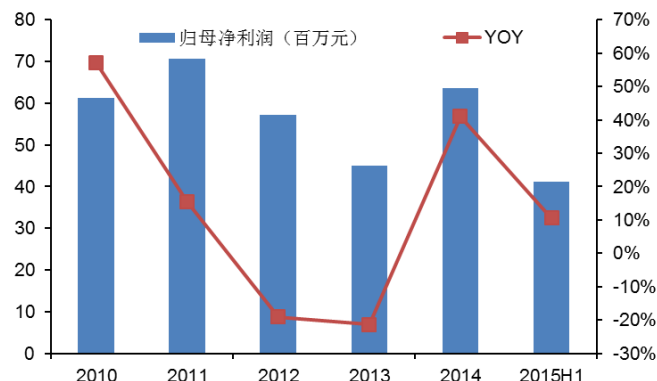
公司成立于 1986 年，是中国最大的钢制滚型车轮制造企业，主要从事汽车钢制车轮的研发、制造、销售。公司在中国富阳、山东、成都、泰国等地拥有 7 个车轮生产基地，1 个轮胎车轮装配基地。公司产品包括无内胎卡/客车车轮、乘用车车轮、拖车车轮、农用车车轮等，年产能可达 2500 万套。产品远销到欧、美、东南亚等国家和地区，出口额遥遥领先同行位居首位，被国家商务部和发改委首批认定为“国家汽车零部件生产基地企业”，是通用、大众、福特等高端汽车生产商的一级供应商。自 2014 年公司积极探索产业升级转型，形成了以“钢轮主业、特维轮汽车后服务、EPS 环保设备”为核心的三架马车。

图 2：公司主营收入逐年增长



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

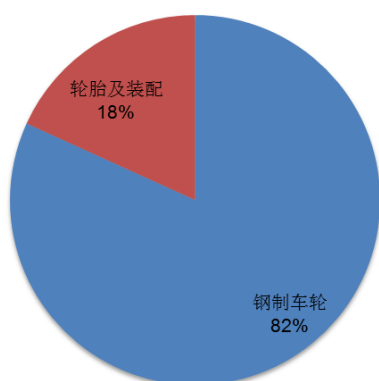
图 3：公司归母净利润波动较大



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

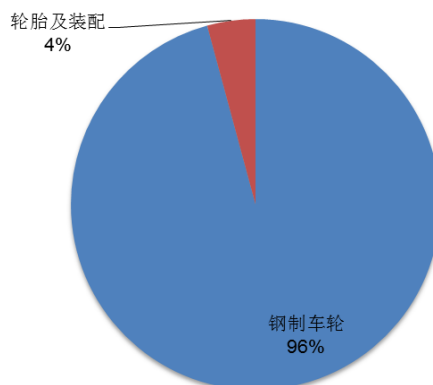
钢制车轮业务是公司主营收入和毛利的主要来源，分别占比 82%和 96%，毛利率显著高于行业平均水平。今年公司出于风险控制原因主动大幅减少乃至停止了不确定性较强的钢贸业务，汽车后市场收入的环比大幅增长到第三季度正好弥补了钢贸业务去除后对公司整体收入的影响。

图 4：公司主营收入主要来自钢制车轮



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：公司毛利主要来自钢制车轮

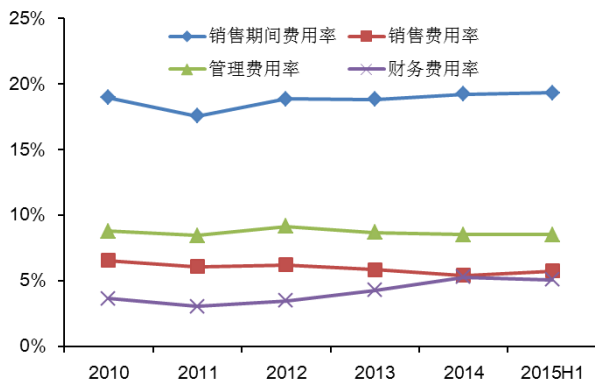


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

近几年公司盈利能力有所恢复，主要是得益于 IPO 募投项目产能的持续释放以及对产品客户的转型升级，公司产品结构向中高端化调整，因此毛利率和净利率都逐年增长，2014 年公司毛利率为 27.4%，净利率为 5.8%。公司期间费用率波动较小，体现公司费用控制

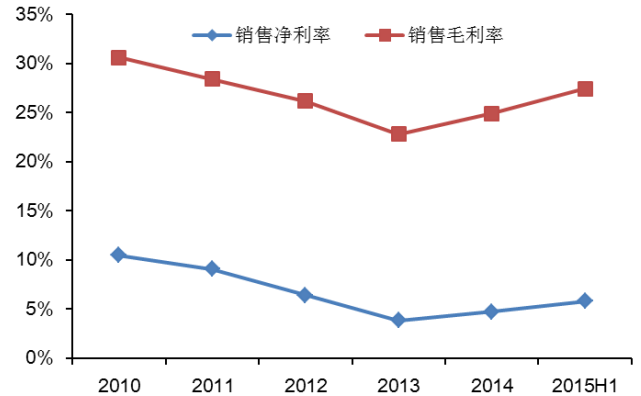
力度较强，财务费用率略有增加，主要是由于公司近两年外延式布局动作频繁，银行借款有所增加。

图 6：公司期间费用率基本平稳



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：近三年公司盈利能力有所回升



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

孙金国、孙锋峰、孙曙虹及孙利群等为家族成员关系，孙金国、孙利群是公司控股股东及实际控制人（两人为夫妻关系），孙锋峰、孙曙虹为孙金国、孙利群之子女，四人合计持有公司 44.79% 的股权。孙金国为公司前任董事长，2013 年 9 月公司进行换届选举，由孙锋峰先生担任公司新任董事长，孙金国先生担任本公司董事。

表 1：2015 年 9 月公司十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	孙金国	84,375,000	16.5900	限售流通 A 股,A 股流通股
2	孙锋峰	75,875,043	14.9200	限售流通 A 股,A 股流通股
3	孙曙虹	33,750,000	6.6400	A 股流通股
4	孙利群	33,750,000	6.6400	A 股流通股
	合 计	227,750,043	44.7900	

数据来源：Wind，安信证券研究中心

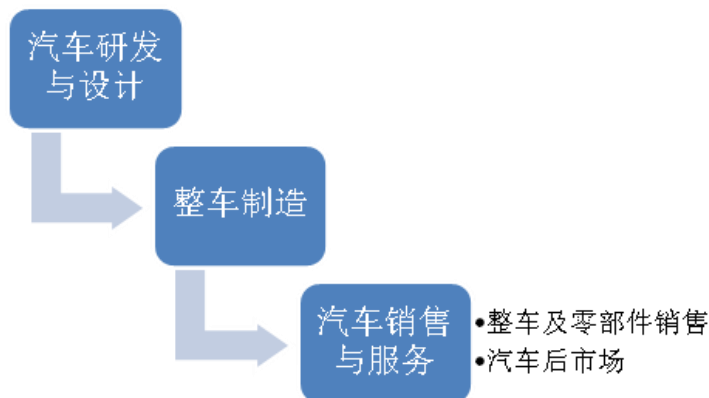
2. 汽车后市场需求将起，痛点密布下电商呼之欲出

近年来，国内居民可支配收入的增长带动了家庭购置乘用车的需求，乘用车销售和售后市场进入快速发展阶段，特别是乘用车的售后维修和养护服务迎来了巨大的市场空间。

2.1. 我国汽车后市场发展历程

汽车产业链主要包括汽车设计和研发、整车制造，整车及零部件的生产和销售和汽车后市场。

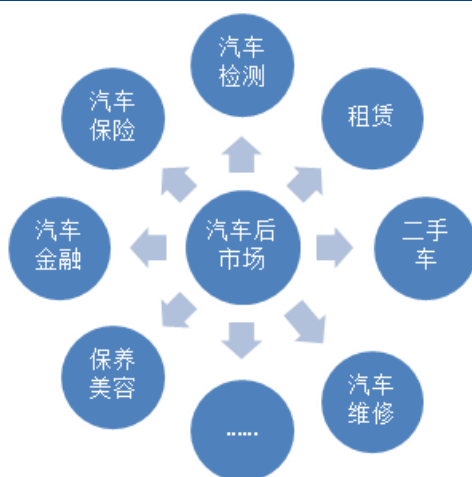
图 8：汽车产业链



数据来源：CNKI，安信证券研究中心

汽车后市场是指汽车销售以后，围绕汽车使用过程中的各种服务，它涵盖了消费者买车后所需要的一切服务。也就是说，汽车从售出到报废的过程中，围绕汽车售后使用环节中各种后继需要和服务而产生的一系列交易活动。

图 9：汽车后市场服务



数据来源：CNKI，安信证券研究中心

我国的汽车后市场起步于 90 年代，大体来说经历了四个阶段，目前来看，汽车后市场进入平缓发展的阶段，市场格局基本形成，大体的情况是每个地区有 2-3 家区域性的龙头店，品牌快修快保店与 4S 站并行，国外汽车服务连锁巨头进入中国。

表 2: 汽车后市场发展历程

发展阶段	时间段	服务对象
第一阶段: 起步	1990 - 1996 年	公务车
第二阶段: 快速发展	1997 - 2006 年	公务车为主, 私车 15%
第三阶段: 洗牌阶段	2007 - 2010 年	私车, 50%公务车 50%
第四阶段: 格局基本稳定	2011 年以后	私家车为主

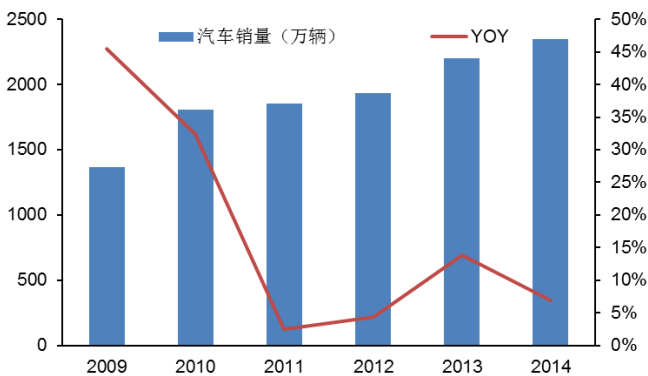
数据来源: CNKI, 安信证券研究中心

在中国, 汽车后市场主要有以下五大渠道: 一是发展起来的汽车 4S 站; 二是传统大中型维修厂; 三是汽车维修路边店; 四是汽车专项服务店; 五是品牌快修美容装饰连锁店。这五大渠道在面积大小, 设备投资, 人员素质, 地点便利性, 服务质量, 服务时间和收费标准等方面各有千秋, 短期可以共存, 但随着市场的发展变化, 经过逐步变化的汽车 4S 站和国际知名的品牌快修保养美容连锁店是两大主要渠道。

2.2. 汽车后市场与汽车保有量成正比, 未来空间巨大

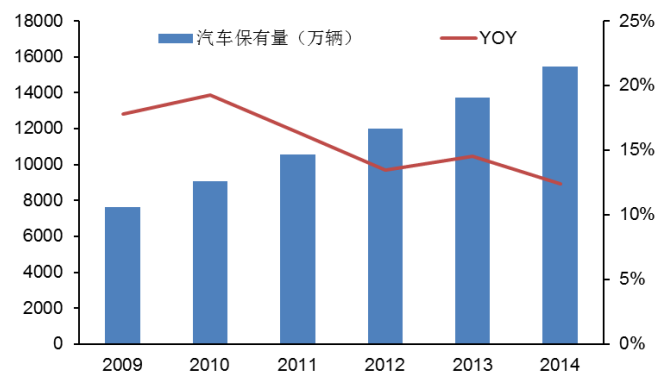
我国汽车销量在 2009 和 2010 年间出现井喷式增长, 目前中国的汽车销量已经处在一个很高的平台, 汽车销量增速放缓, 未来几年将保持低速增长。据统计, 2013 年, 我国汽车产量达到了 2211.7 万辆, 销量达 2198.7 万辆, 连续五年居世界第一。受国内宏观经济增速放缓影响, 2014 年我国汽车销量开始下滑, 2015 年很有可能会出现负增长的局面。随着近几年汽车销量的不断增长, 我国的汽车保有量也快速增加, 尤其是 2009 和 2010 年增速较快。据统计, 截止 2014 年底, 我国汽车保有量已达 1.54 亿辆。与新车市场不同, 汽车后市场受经济周期影响不大, 甚至当经济放缓时人们购置新车的需求会降低, 因此反而会加强对旧车的维修和保养, 因此汽车后市场可能反而需求会更大。

图 10: 近几年国内汽车销量



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 11: 近几年国内汽车保有量



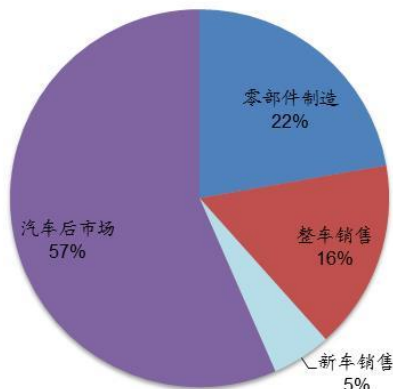
数据来源: wind, 安信证券研究中心

目前中国约有 9000 万辆乘用车, 平均车龄约在 3.5 年左右, 根据国外经验预计后续汽车维修费用将明显增加, 目前中国乘用车售后维修市场的年均增长率超过 20%。

汽车产业链利润主要分布在三个部分: 整车的生产和销售、零部件的生产和销售、汽车后市场。从欧美等发达国家的汽车工业发展史来看, 汽车发展初期整车生产和销售占据利润的主导地位, 但在完全成熟的市场中, 三者的比例就会出现大的变化, 具体到分配整车生产销售占 20%, 零部件占 20%, 而其余的 60%则来源于汽车后市场。以美国市场为例, 美国经销商的利润结构在 1985 年至 1991 年间迅速成熟, 1985 年, 美国经销商对新车销售的依赖度高达 77%, 而 1991 年, 新车销售的利润贡献度已下降到 25%, 二手车和后市场业务迅速增加。在此后的二十年间, 其汽车经销商的利润结构基本保持稳定, 至 2011 年, 新车销售降低至 22%, 而后市场业务增至 62%。

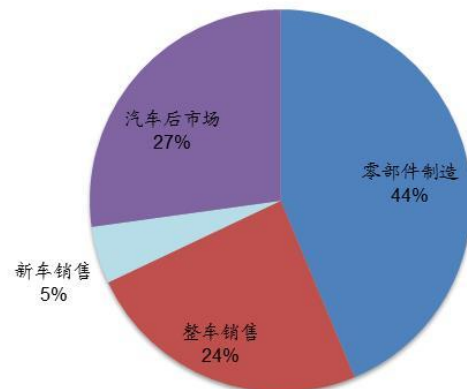
汽车后市场的利润是汽车整车或零部件的 3 倍。据相关资料显示：汽车制造业每投入 1 元钱，将会带动售后消费 24-34 元，一辆中档汽车每年用在装饰美容上的费用可以达到 5000-6000 元。

图 12：成熟市场汽车产业链的利润构成



数据来源：CNKI，安信证券研究中心

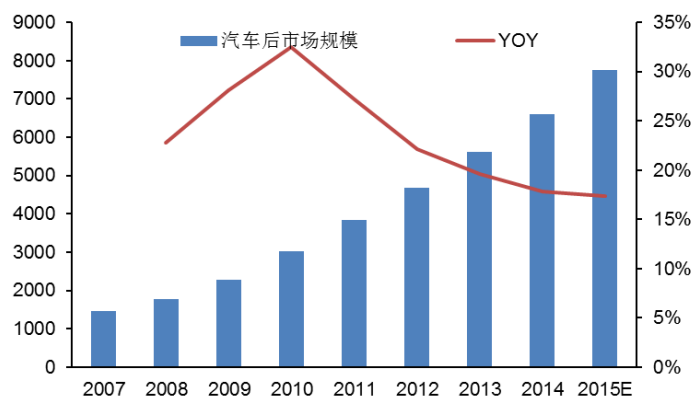
图 13：我国汽车产业链利润构成



数据来源：CNKI，安信证券研究中心

汽车后市场产业链非常长，狭义的汽车后市场包括汽车维修、保养。据统计 2007 年我国汽车后市场规模仅 1450 亿元，2014 年增至 6610 亿元，复合增长率达到 24.2%。预计 2015 年后市场规模将达到 7760 亿元，2020 年市场规模有望破万亿。而广义的汽车后市场还包括二手车、汽车保险、汽车金融等板块，市场空间更加巨大。

图 14：近几年汽车后市场规模逐年增长



数据来源：前瞻网，安信证券研究中心

2.3. 目前经营模式下汽车后市场痛点多，O2O 将是未来发展方向

2.3.1. 汽车后市场存多种问题

随着汽车产业的逐渐成熟，整车销售的利润空间将逐渐下滑，并向汽车后市场转移，中国汽车后市场市场空间虽大，却还未形成成熟的市场环境，中国的汽车后市场目前仍存在很多问题。

1、汽车后市场市场无规范标准，经营者参差不齐

以维修市场为例，中国的维修经营市场中，整车制造商体系占主导地位，一方面是因为整车厂对汽车零部件流通渠道进行控制，另一方面独立售后市场普遍呈现集中度低、规模小、市场乱的特点，缺少全国性品牌连锁企业，导致消费者这种渠道的认可度低。

表 3: 国内汽车维修市场模式

经营模式	经营主体	特点	数量	销售收入规模
非独立汽车维修市场	由受整车厂控制和技术管理支持的特约维修站或 4S 店	管理上和维修技术由整车厂统一指导	5%	~60%
独立汽车维修市场	不受整车厂控制的独立经营的维修市场	零部件从经销商处采购, 少量也从厂家直接采购, 经常使用非正厂的零部件	95%, 22 万家	~40%

数据来源:《汽车工业研究》, 安信证券研究中心

表 4: 国内汽修行业现状

痛点	具体表现
缺乏相关的法律法规, 市场体系、秩序混乱	汽车维修服务企业数量庞大、类型繁多,却没有完善的法规体系和缺乏统一的管理、整体规划以及有效的制度监管,导致了维修企业发展良莠不齐
维修渠道过于集中	市场主要集中在汽车生产厂商的 4S 特约维修站手中, 但是特约维修站价格奇贵, 维修周期长; 零售渠道基本上是空白, 难以满足消费者的潜在需求
未形成规模经济, 缺乏成本优势	我国汽车维修服务企业数量多,但是市场主要以汽车生产厂商的 4S 店为主, 加以各种连锁和独立小型维修服务企业并存。维修服务市场结构分散, 难以满足车主消费者对维修服务的需求,而且难以保证服务质量
维修专业水平低, 人才缺乏, 流动性大	汽车修理技术水平普遍较低, 人才结构和知识结构不合理, 制约了服务业的发展
配件价格高, 假冒伪劣产品较多	假冒伪劣配件目前占到整体配件市场份额一半以上

数据来源: 中国汽车售后服务质量评价中心、安信证券研究中心

图 15: 4S 店和二类维修店价格差距大

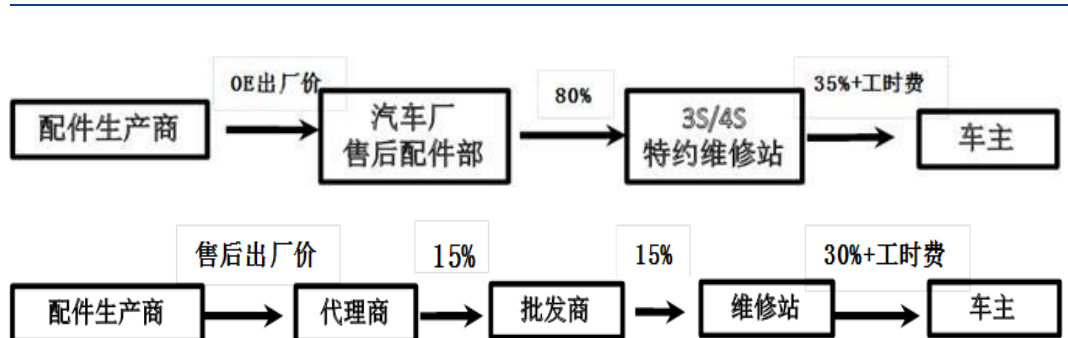
零件	宝马 4S 店			二类维修店			价格差异百分比
	价格	工时费	合计	价格	工时费	合计	
机油	650	175	825	525	免工时费	525	57.14%
机油滤清器	113	免工时费	113	55	免工时费	55	105.45%
空气滤清器	156	164	320	120	50	170	88.24%
汽油滤清器	702	369	1071	700	250	950	12.74%
空调滤清器	278	42	320	270	40	310	5.23%
前刹车皮	1372	287	1659	760	100	860	92.91%
前制动盘	1720	123	1843	1440	100	1540	19.68%
后刹车皮	1166	450	1616	730	100	830	97.07%
后制动盘	1142	164	1306	860	100	960	36.04%
刹车油 (1升)	108	246	354	80	180	230	53.91%
火花塞 (4个)	744	205	949	600	150	750	26.53%
备注	1. 二类维修店所采用的零件和 4S 店相同						

数据来源: 车主之家, 安信证券研究中心

2、中间环节多, 终端价格高

在目前特约维修站和 4S 店模式占据市场主导地位的情况下, 汽车后市场服务通过多级经销商和维修站的层层加价到达消费者, 最终的价格较高。

图 16: 汽车后市场层层加价



数据来源: 前瞻网, 安信证券研究中心

3、汽车后市场属于技术密集型，易导致信息不对称

我国刚刚进入汽车社会，车主虽然拥有汽车，但在汽车方面的知识却非常缺乏，造成4S店利用这种信息不对称，采取过度养护、提前保养、小病大修来牟取暴利。15年央视315晚会上，汽车后市场成为曝光热点。据车主反映，一些4S店在车辆维修时，夸大简单的汽车故障从而欺骗消费者。更有甚者在未征得车主允许的情况下就将车子的零部件更换。据晚会曝光，记者亲身体验，设置相同的故障，采用不同品牌、型号的车，在北京、天津等七个省份，先后22次对东风日产、上海大众以及奔驰的4S店售后维修进行调查，遭遇“小病大修”次数高达16次，比例占惊人的73%。

图 17：央视 315 曝光的汽车小问题遭到 73% 的维修店大修

序号(No.)	代码(Code)	说明 (Description)
1	00-0230-01	清洗喷油嘴
2	14-1960-01	拆卸/安装谐振进气歧管 INSTALL
3	00-0230-01	清洗进气管路
4	00-1209-03	进行保养附加工作， 更换火花塞
5		密封垫
6		密封圈
7		A火花塞276

数据来源：央视 315，安信证券研究中心

2.3.2. “互联网+”是解决汽车后市场痛点的必由之路

1、去中介化，让利给终端消费者

汽车后市场电商将成为未来发展的趋势，电商在去中介化（配件 B2C）、费用透明化（配件及服务费用透明）和用户体验改善等方面发挥很大作用，且能创造车主、配件厂、维修站三方共赢的局面。

图 18：电商化经营模式给车主带来实惠



数据来源：CNKI，安信证券研究中心

这种模型假定加价率定为 45%，比 4S 店和独立维修站分别便宜了 40% 和 18%。给车主带来了价格上的实惠。此商业模式的价值在于缩短了供应链，并提供给客户完整的服务解决方案。

2、政策持续催化，汽车后市场方兴未艾

《汽车品牌销售管理实施办法》规定汽车品牌经销商应当在汽车品牌供应商授权范围内从事汽车品牌销售、售后服务、配件供应。其中，售后维修使用的配件由整车厂定价并供应，同时维修技术信息也被厂家所控制，社会维修企业无法从正规途径获取，因此消费者缺少选择。

在现行的法律法规下，汽车后市场垄断情况十分严重，品牌授权 4S 店的原厂零配件价格和服务费用奇高。分析来看，我国汽车售后市场的零整比数据普遍较高。所谓“零整比”，即市场上车辆全部零配件价格与整车价格的比值。调查数据显示，比值系数最高的某合资企业国产车型竟达 12: 1，也就是说买全部零配件的花费，能买 12 辆同款新车。其余车型中 500% 至 700% 的比比皆是，调查覆盖的 18 款车型中竟有 10 款超过 400%。而国外市场零整比通常为 3: 1。

2014 年 8 月 1 日，国家工商总局发布《关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作的公告》。该规定的发布使得未来多品牌混合经营模式成为可能，打破之前 4S 店的单一销售模式，消除汽车销售上的垄断。

2014 年 9 月 18 日，交通部颁布《关于征求促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》，提出了打破汽车生产企业对于汽车维修技术和配件渠道的垄断措施，提出了“同质配件”概念，鼓励原厂配件生产企业向汽车售后市场提供原厂配件和具有自有品牌的独立售后配件。

表 5: 《意见》主要内容

政策	内容
工商总局《关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作的公告》	◇ 自今年 10 月 1 日起，停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作
	◇ 从事汽车品牌销售的汽车经销商(含总经销商)，其营业执照经营范围统一登记为“汽车销售”
	◇ 已将营业执照经营范围登记为“××品牌汽车销售”的汽车总经销商和汽车品牌授权经销商，可以申请变更登记为“汽车销售”。
交通部《关于征求促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》	◇ 明年起汽车生产企业要向授权维修企业和独立经营者公开汽车维修技术资料
	◇ 鼓励原厂配件生产企业向汽车售后市场提供原厂配件和独立售后配件
	◇ 允许授权企业向非授权维修企业或终端用户转售

数据来源：交通部，安信证券研究中心

反垄断政策的出台，促使维修市场开放度更高、包容性更强、竞争更加充分，对我国维修业乃至汽车后市场的发展产生深远影响。未来随着国家打破整车厂商对下游 OES 市场的垄断，独立品牌连锁企业面临发展良机。

2015 年 2 月 26 日，交通部发布《汽车维修技术信息公开实施管理办法(征求意见稿)》，强调汽车生产者(整车厂)无差别、无歧视、无延迟公开诊断、检测、维修信息，新上市车型应在上市后 6 个月内公开；已上市应在 2017 年 1 月 1 日之前公开。

2.3.3. 汽车后市场特殊性将导致新兴电商出现

汽车后市场所提供的服务与一般的商品不同，线上的交易完成仅仅是交易的一部分，商品的线下服务将是汽车后市场电商的重要内容。因此我们认为，汽车后市场电商线下服务的极端重要性是主流电商企业较难逾越的门槛，因此反而可能将有一批新兴的同时能提供线上线下良好的用户体验并能实现车主、维修站、配件厂三者共赢的电商崛起。

图 19：目前汽车后市场主要模式

商业模式	平台类型	代表企业
配件及用品 B2B	信息平台	    
	电商平台	    
配件及用品 B2C	综合类平台	     
	垂直类平台	  
维修保养服务 电商	电商自营型	    
	导购平台型	      
	上门服务型	     
其他类型	供应链服务平台	 
	汽车互联网金融	  
	用车类工具	      
	汽车社交	  

数据来源：易观智库，安信证券研究中心

2.4. 汽车后市场电商竞争已进入白热化阶段，看好汽车超人 汽车后市场最终市场格局如何？——以“千团大战”为鉴

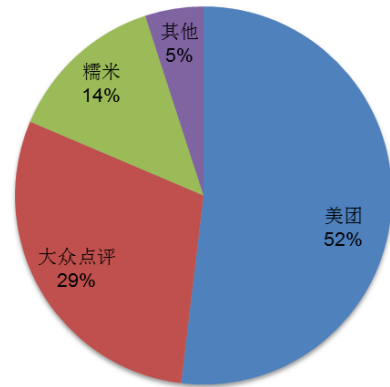
团购 O2O 可谓是互联网+传统行业深度融合的鼻祖，拉开了移动互联网及产业互联网的大幕。2008 年 Groupon 创立，迅速引爆美国市场。2010 年国内第一家团购网站上线，随即开始受到资本市场狂热的追捧，大家都期待有人能够在国内市场复制 Groupon 的神话，一时之间团购市场百花齐放快速增长，到 2011 年高峰时期最多有 5058 家，掀起了国内互联网历史上一场规模空前的“千团大战”。然而好景不长，2011 年拉手网的上市受挫引发了团购行业的风云巨变，资本寒冬下团购行业的第一轮倒闭潮开始，到 2012 年整个行业开始陷入低迷，直至 13 年下半年随着国内几大互联网巨头开始进入整合团购行业，在“千团大战”后幸存者重新开始进入新一轮的角逐，其中美团、大众点评及糯米网分别占据 52%、29% 和 14% 的市场份额，剩余的小公司合计占 5% 左右的市场份额。直至 2015 年国庆假期结束的第二天，美团与大众点评经历从相杀到相爱的过程正式宣布合并，两家合计占据了团购市场 80% 以上的市场份额，团购 O2O 市场的独角兽就此诞生。

图 20: 团购 O2O 行业格局



数据来源: 科技蟹, 安信证券研究中心

图 21: 团购 O2O 市场份额



数据来源: 科技蟹, 安信证券研究中心

在短短 5 年时间, 国内团购市场就经历了从萌芽, 到“千家争鸣”, 再到大浪淘沙尘埃落定的过程。

表 6: 我国团购行业发展历程

时间	里程碑
2010.03-2010.06	团购网站诞生阶段
2010.03	满座网、美团网等成为第一批诞生的团购网站
2010.06-2011-11	团购网站竞争激烈阶段
2011	团购网站达到最高峰时的 5058 家
2011.10	拉手网提交 IPO 申请书
2011.11	拉手网上市失败, 市场转冷
2011.12-2013.1	资本市场转冷, 团购网站战略收缩阶段
2012.06	拉手网撤销 IPO 市场转冷
2012.10	24 券宣布暂停运营
2013.01	24 券正式关闭
2013.01-2013.12	团购市场有序增长阶段
2013.08	百度入股糯米
2013.01-今	巨头加入团购竞争阶段
2014.01	百度继入股糯米之后, 宣布全资收购糯米
2014.02	腾讯入股大众点评, 占 20% 股份
2014.06	上半年国内网络团购累计成交额达到 294.3 亿元, 创下半年度最好成绩, 但团购网站数量已锐减至 176 家, 相比 2011 年高峰时 5058 家, 存活率仅 3.5%
2015.10	美团与大众点评宣布合并

数据来源: 商业价值, 安信证券研究中心

结合今年以来 58 同城和赶集网, 嘀嘀和快的, 携程与去哪儿合并等案例, 我们可以发现互联网行业的 721 法则在各个细分领域总是有效的 (即一个超级公司会占据 70% 的市场份额, 第二名占据 20% 左右的市场份额, 剩余的 10% 由几家小公司分食)。只有占据了行业 70% 的份额, 才能获取行业的主导权和定价权, 并最终实现流量的变现, 所以 O2O 行业基本上一个先看流量, 再看收入, 最后看利润是否能够扭亏的过程。在互联网和移动互联网的时代, 不管是在哪个细分领域, 最终都将是寡头格局, 很难出现多头竞争的局面。这点对于正处于竞争白热化阶段的汽车后市场电商也同样成立, 未来一家独大的市场格局将是大概率事件, 而资本寒冬的到来将进一步加速这个过程, 最终存活下来的剩者也将变成行业最后的胜者。

2014 年是汽车后市场电商发展的元年, 据统计 2014 年资本市场参与汽车行业相关的投资多达 150 起之上, 其中汽车后市场方面的投资达 67 起, 是 2013 年的 10 倍。然而与团购网站的发展趋势相似, 前期产业互联网门槛较低, 吸引了一大批掘金客涌入汽车后市场领域, 然而项目同质化严重, 产品模式单一, 客户粘性不高, 大部分还是靠补贴的形式。

15 年汽车后市场的创业热情延续，70 多家 O2O 项目如雨后春笋般突起，洗车、保养维修、垂直电商等模式层出不穷，商业模式开始呈现出多元化发展。京东、淘宝等也开始积极布局。

15 年下半年二级市场的风云剧变使得一级市场的环境也悄然发生了改变，竞争最激烈的洗车 O2O 模式可能将是最先倒下的。洗车 O2O 项目的逻辑在于通过洗车服务获取流量，在商业模式上并无什么大的差异，因此各家企业免费体验、1 分钱洗车等促销活动层出不穷，其实与当年团购网站的价格战、补贴战的手段如出一辙，激烈的竞争使得市场整体都比拼的是烧钱的力度和速度，最终就是大家一起陷入泥潭。目前来看，前期声势浩大的智富惠、云洗车、嗒嗒洗车相继关门，e 洗车、车 8 等洗车 O2O 平台也在短短几个月时间内停止了上门服务。养车服务类 O2O 项目博湃养车缩减了 5 个市场的服务，同时在其他不少城市下线了部分价格较低的业务项目。从发展格局来看，随着洗车 O2O 第一轮倒闭潮的开始，意味着整个汽车后市场的竞争已经进入了中后期，未来 1-2 年的发展趋势极有可能将复制当年千团大战的九死一生的过程，格局正在逐步定型，万亿规模的汽车后市场诞生独角兽将会就此产生。

“千团大战”留给我们的启示——汽车后市场 O2O 行业如何实现大逃杀？

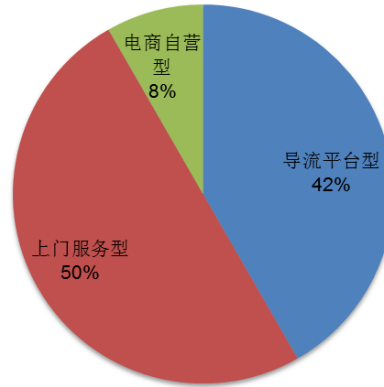
产业互联网的核心竞争力在于企业所搭建的壁垒。当年大量涌现的团购网站在模式上基本雷同，不同的客户可能会同时下载多个 APP，对单一的 APP 基本没有黏性，因此只有通过不断的补贴去获取流量，到中后期没有资金继续维持了就很难存活下来，这是很多团购网站倒闭的主要原因，美团和大众点评的合并很大程度上说明两家都再也烧不起钱了，因此我们可以发现单纯靠补贴的手段是构筑不了企业的壁垒的。这里一个正面的典型就是京东，京东早期在物流仓储上的重金布局使得其在后期的竞争中反而脱颖而出。而汽车后市场 O2O 项目本身对应的就是行业属性较“重”、产业链较长的汽车行业，尤其在售后领域对线下服务的技术、质量要求较高，连接线上线下的 O2O 模式本身是可行的，但是如果不能和行业本身结合，仅依靠高频低利润的洗车等简单业务模式，难以产生经济效益。比较“轻”的模式难以在长期的竞争中积累足够的优势，要吃下汽车后市场万亿的大蛋糕单纯靠烧钱换流量的模式想要成为最终的胜者是十分困难的，因此倒在最前面的就一定会是进入门槛最低的，同质化程度最高的，单纯靠补贴换流量的较“轻”的模式。而前期投入较大的，把资金重点布局在仓储物流，积极整合供应链的企业在后续竞争中优势会越来越明显。

目前“汽车超人”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。

2.5. 自营电商崛起，“汽车超人”抢占先机

根据易观智库定义，汽车后市场自营型电商是指以线上售卖汽车配件用品电商平台和线下为车主提供维修保养服务为主；主要的收入来源为线上电商平台售卖汽车配件用品利润差价。2014 年汽车后市场投融资项目中，自营类电商仅占 10% 的比例。这主要是由于导流类和上门服务类项目前期所需投入较少，投资期限较短，通过资本补贴等形式很容易在短时间内实现快速铺开，因此是很多团队进入汽车后市场的首选切入点。而自营类电商平台对资金的需求量非常大，投资风险相对较大，因此国内仅有少数几家企业选择该种模式。

图 22：2014 年维修保养服务电商投融资模式分布



数据来源：易观智库，安信证券研究中心

表 7：各类型维修保养服务电商优缺点比较

类型	优点	缺点
电商自营型	线下采用合作、特约模式 线下采用自建、加盟模式	模式轻、拓展快 线下服务控制能力强
导流平台型		线下控制能力弱 需要投入大量资金和人力
上门服务型		模式轻，复制快； 除洗车外，维修保养的频次相对较低，导流有一定困难 盈利模式不清晰，烧钱模式难以以为继 门槛相对较低，竞争激烈
供应链服务型		车主成为服务主导，体验感更好 市场相对小众，服务的深度有限 渗入了汽车维修保养 电商整个供应链条，模式轻量化但门槛较高。 导流链条过长，扩张复制相比第一种形式来说较慢，C 端流量较难爬升

数据来源：易观智库，安信证券研究中心

自营型电商平台核心竞争力：

1、贯穿产业链大部分环节，盈利多点开花

狭义的汽车后市场的产业链主要包括生产、仓储、物流、销售、导流以及服务六大环节。自营电商虽然是所有模式中的最“重”的，但优点在于几乎贯穿了汽车后市场的所有环节，因此盈利点将更多。

表 8：各模式涉入汽车后市场产业链环节

	生产	仓储	物流	销售	导流	服务
电商自营型		✓	✓	✓	✓	✓
导流平台型				✓	✓	✓
上门服务型				✓		✓

数据来源：易观智库，安信证券研究中心

2、全面提升行业效率

互联网思维对于传统汽车后市场的改造，最终的目的都是促进行业朝着更加便捷和更具效率的方向发展。首先，自营型电商平台通过集中采供，消灭了中间冗长的流通环节，尤其是产业链中有很多低效的经销商，可以降低产品成本，直接让利给终端车主用户。其次，自营类电商平台在运行过程中能够采集到各类数据，可以反馈给上游厂商为其提高生产效率。反观纯导流模式，无论是对于门店还是对于用户来说，还是没有解决行业痛点，例如假货和产品质量底下的问题依然存在。而上门服务模式，更加适合小众

市场，行业生产效率不仅没有得到提升反而可能会下降，在补贴力度下降的情况下可能会难以维持。因此只有降低运行成本、提高生产效率的汽车后市场模式才能为释放出更大的利润空间，实现多方受益多方共赢的局面。

目前国内主要几家自营类电商平台包括金固股份旗下的“汽车超人”、途虎养车网、养车无忧、麦轮胎、京东车管家等。

途虎养车网

途虎养车网成立于 2011 年，是国内第一家养车类 B2C+O2O 电商平台，主营轮胎、机油、汽车保养、汽车美容等产品和服务，覆盖全国 330 个城市开发 10000 余家线下门店。

养车无忧

养车无忧成立于 2012 年，隶属上海养车无忧电子商务有限公司，覆盖汽车小保养、大保养、更换机油机滤、刹车片、火花塞、电瓶、轮胎、雨刮等汽车保养业务。目前线下门店主要覆盖江浙沪地区。

麦轮胎

麦轮胎成立于 2011 年，以轮胎为服务主项，现已覆盖全国 54 个城市近千家服务网点。

京东车管家

京东车管家成立于 2014 年，依托于京东自营的渠道优势与线下 O2O 服务体系提供多项汽车服务。目前，京东车管家已有 5000 多家线下服务门店，如爱义行、好快省、和谐汽车等，还同 10 多个知名上门服务品牌进行深度合作，如博湃、卡拉丁、摩卡等。

3. 金固股份——“汽车超人”弯道超车

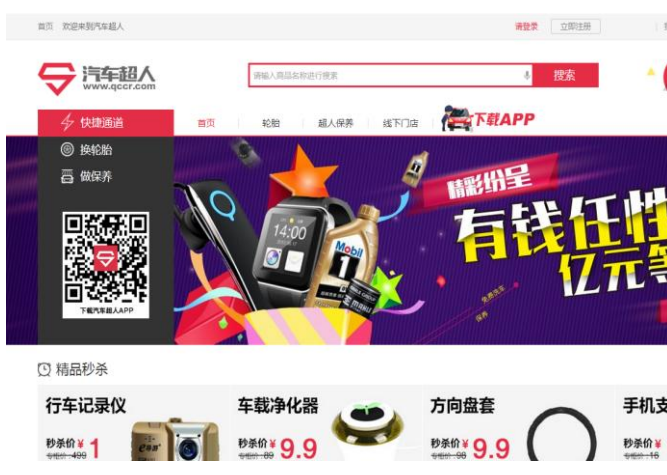
金固股份是汽车后市场 O2O 的先行者，早在 2012 年就开始涉足汽车后市场领域，以“特维轮”为载体通过官网和第三方电商平台开展轮胎销售等电商业务，三年间通过探索和常识在互联网和汽车后市场领域积累了较多的经验，建立了一定的品牌知名度，2015 年改名更年轻化、更互联网化的“汽车超人”再度起航，后续“特维轮”品牌则将逐渐退居幕后。

公司汽车后市场总体运营模式为“线上商城平台+线下门店服务”的 O2O+B2C 运营模式：

3.1. 线上布局——自建电商平台

公司在线上的布局一方面包括围绕“汽车超人”品牌，构建自营平台（PC 端+APP 端）。用户可以通过官网商城购买轮胎、机油等汽车配件，以及在线购买洗车、保养等汽车服务，未来还将不断拓展至全品类覆盖，也可以通过平台查看其所有合作的汽车服务门店，并进行在线预约，购买成功后可以在线下安装和体验。

图 23：“汽车超人”官方网站



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

图 24：公司服务流程



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

APP 是公司移动端的重要布局，也是“汽车超人”核心业务载体。车主可通过线上下单购买产品和服务，并基于手机定位查找附件的门店进行预约，在服务完成可以对订单进行付确认，完成服务流程。用户可以使用 APP 对线下门店提供的服务进行评分。

图 25：汽车超人 APP



数据来源：公司手机 APP，安信证券研究中心

另一方面，公司也在天猫、京东等第三方电商平台开设旗舰店。天猫和京东是国内领先的综合性 B2C 购物平台，可以作为公司自建电商平台的补充，是线上流量的重要来源。

初期由于客户消费习惯的偏好，公司对于第三方平台的依赖程度可能会比较高，但目前据我们了解近几个月第三方平台的销售额增长不大，通过手机 APP 直接下单的用户快速增加。

无论是 O2O 行业的哪个细分领域，能否获取稳定、有质量的流量都是商业模式成立的首要条件，只有先获取了流量，才有资格去谈用互联网的方式去分享行业的大蛋糕。“汽车超人”以洗车服务和轮胎产品等使用频次高的服务/产品切入汽车后市场电商容易吸引更多的线上流量。轮胎具有客单价高、更换频次高、产品标准化高的特点，非常适合作为吸引流量的产品。且大部分客户都有在线下门店进行安装的需求，因此可以有效将线上流量落地至线下门店，并带动其他产品及服务的销售。公司以轮胎产品起步，再上架机油产品以及洗车、保养等服务，未来产品和服务将更加多元化。

公司利用在汽车行业长期积累的经验 and 资源，在上游整合优质供应商资源，集中采购省去中间环节，能够从源头上保证产品的品质和价格优势。自建电商 PC 商城和移动端，同时合理运用第三方平台交易平台，方便用户直接在线上交易，无中间环节，渠道更加扁平化。

3.2. 线下布局——全国化布局已显雏形，实现广义车后服务拓展落地

线下门店是车主体验的主要场所，也是汽车后市场 O2O 模式的核心环节，线下完美的体验才有可能产生线上的二次消费和更高的客单价，形成良性循环。线下门店公司将主要采取整合和改造的开发模式。

与线下进行合作是汽车后市场线下服务形式中最“轻”的，拓展速度快。目前公司线下合作门店已经突破 18000 家，覆盖全国大概 300 个城市，基本实现了所有地级市的覆盖，是现在所有汽车后市场 O2O 项目中线下合作门店最多的项目之一，远远超过第二名水平。地推能力将决定汽车后市场电商的本地化布局效率和速度，因此这也是公司资金投入的重点方向。公司在全国各大城市设有地推团队负责线下门店的合作事宜，二线城市人员配比大致在 10-20 人，三四线城市 5-10 人。

图 26：汽车超人门店已实现全国化布局



数据来源：公司网站资料，安信证券研究中心

在与门店的合作过程中，平台将与线下门店确立具体的合作服务项目，所提供的服务项

目将会在平台上进行展示，用户通过平台下单付款，在到线下门店享受汽车服务。

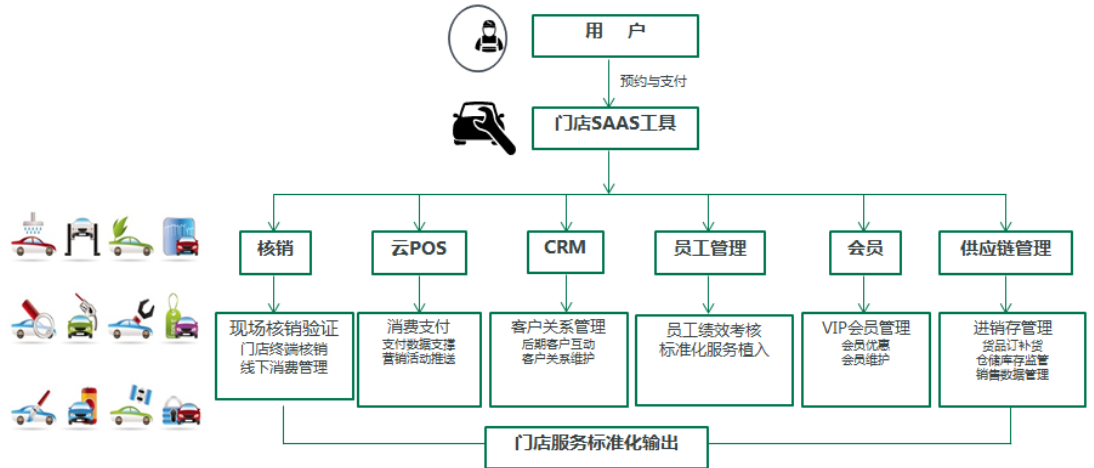
图 27：合作门店的主要服务内容示意

*加盟门店名称：	<input type="text"/>
*联系人：	<input type="text"/>
*联系电话：	<input type="text"/>
*所在区域：	请选择 <input type="text"/> 请选择 <input type="text"/> 请选择 <input type="text"/>
具体地址：	<input type="text"/>
门店面积：	<input type="text"/>
门店员工人数：	<input type="text"/>
营业年限：	<input type="text"/>
主营产品：	<input type="text"/>
希望合作项目：	<input type="checkbox"/> 汽车美容 <input type="checkbox"/> 保养服务 <input type="checkbox"/> 轮胎服务
自身服务内容：	<input type="checkbox"/> 小保养 <input type="checkbox"/> 机油滤芯器 <input type="checkbox"/> 机油 <input type="checkbox"/> 保养费 <input type="checkbox"/> 内饰清洗 <input type="checkbox"/> 空调清洗 <input type="checkbox"/> 发动机清洗 <input type="checkbox"/> 空调管路清洗 <input type="checkbox"/> 节气门清洗 <input type="checkbox"/> 空调滤清器 <input type="checkbox"/> 空调制冷剂 <input type="checkbox"/> PM2.5滤芯 <input type="checkbox"/> 雨刮片 <input type="checkbox"/> 刹车片 <input type="checkbox"/> 刹车盘 <input type="checkbox"/> 刹车油 <input type="checkbox"/> 大保养 <input type="checkbox"/> 普通洗车 <input type="checkbox"/> 精细洗车 <input type="checkbox"/> 打蜡 <input type="checkbox"/> 轮胎安装 <input type="checkbox"/> 轮胎换位 <input type="checkbox"/> 四轮定位 <input type="checkbox"/> 空气滤清器 <input type="checkbox"/> 燃油滤清器
	<input type="button" value="提交"/>

数据来源：公司网站资料，安信证券研究中心

合作门店的最大弱点在于控制力度弱，因此在实现了“量”的突破后，对“质”的把控是更大考验，否则难以真正解决行业痛点。“汽车超人”在这个问题上思路清晰，采取的主要应对措施包括：1) 积极整合供应链，制造高质低价的供应体系，使得商户对平台产生较高的忠诚度；2) 进行标准化培训，将线下门店由普通汽车服务门店升级成为汽车服务中心，提高门店服务能力，扩大业务范围，帮助其提高盈利能力；3) 做好客户引流工作，当门店同时遇到几个 O2O 项目时，一定是其中最能为其带来客源的平台最为受欢迎；4) 与合作门店形成稳定的合作关系后，平台将会对服务门店进行 IT 化改造，应用 SAAS 工具（包含 CRM、核销、会员、云 POS、供应链管理等模块），实现进销存精细化管理、客户关系精准化维护、员工绩效考核系统化、线上线下支付打通、服务流程的标准，以综合提高门店的运营管理与服务能力，使其从汽修店转型为汽车综合服务中心，满足终端用户高标准的体验度，同时公司也可以完全掌握线下门店数据，利用数据分析来再做下一步的升级改善。升级改造之后，公司对门店的控制能力也会增强，实现独家合作的目的，增加了其他 O2O 项目的进入壁垒。

图 28：门店 IT 化改造升级



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

因此对于合作良好、运营优秀的合作门店，公司将进行评估和甄选，作为加盟店，进一步深化合作关系，作为拓展公司品牌和业务的重要线下载体，有助于加强公司对门店的控制力度。

3.3. 构建“6+200+N”分布多点式仓储体系

“汽车超人”类似于京东模式，更高的效率是公司追求的目标，也是公司 O2O 项目的核心竞争力所在。前期公司将通过租赁方式建立覆盖全国的物流体系，并逐步自建配送体系。按照公司整体规划将构建“6+200+N”的分布多点式仓储体系，包含：

- 6 大枢纽仓：杭州、北京、广州、长春、武汉、成都
 - 现已在杭州(2 个)、北京、广州实现建仓；
 - 成都、武汉、长春正在筹建，今年计划在规划地区实现枢纽仓的全部覆盖。
- 200 个卫星仓：在主要城市设立
 - 支撑二三四线城市的 24 小时送达；
 - 末端的低成本高效配送。
- N 个微型仓：后期以终端门店为支撑实现微型仓功能
 - 客户可选择到店收取及服务；
 - 免去等待时间。

图 29：“汽车超人”仓储体系初步构建



数据来源：公开资料整理，安信证券研究中心

图 30：汽车超人仓储物流中心



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

图 31：汽车超人仓储物流中心



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

3.4. 上线以来平台各项数据快速增长，“双 11”首秀获销量冠军

汽车超人自 5 月份上线以来，线上、线下及销售额等各项数据环比实现了快速增长。

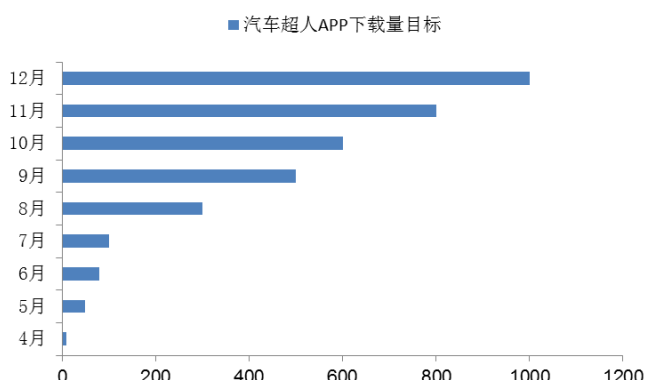
线上：目前，APP 注册用户数已达到 100 万，月活跃用户数 20 万，最新单月流水预计有望突破 1 个亿。按照目前的发展增速，我们估计到 2015 年 12 月汽车超人 APP 下载量有望突破 1000 万。

线下：根据公司公布的数据，合作门店 4 月份不到 500 家，6 月发展到 5000 家，7 月突破 10000 家，目前已经达到 18000 家。

销售额：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，我们估算其中 7 月销售额约 4000-5000 万元，8 月约 6000-7000 万元，9 月近 8000 万，10 月 9000 万，单月环比增速均在 30%-40% 左右。按照这样的速度继续增长，11 月份销售额将有望突破 1 亿（税前），到明年保守估计特维

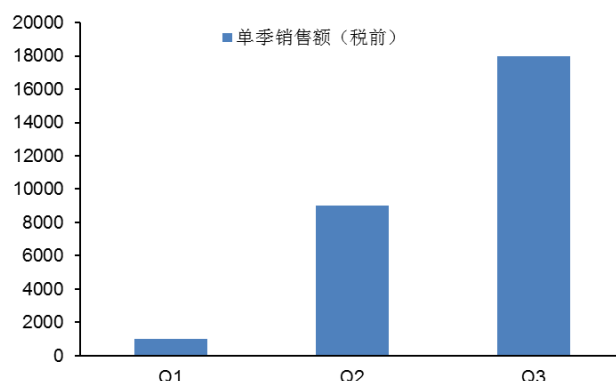
轮销售额将超过 50 个亿（税前）。考虑汽车金融、汽车保险等业务，明年公司汽车后市场整体销售收入空间将更加大！

图 32：汽车超人 APP 下载量测算



数据来源：公开资料整理，安信证券研究中心

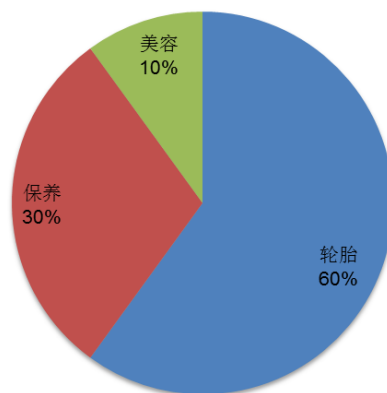
图 33：平台销售额环比快速增长



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

现阶段轮胎还是平台收入的主要来源，我们估计占比在 60%左右，保养和美容占比还相对较少，大致分别为 30%和 10%。16 年公司 will 把业务重心从标准件向非标件转移，下一版 APP 汽车金融、保险等盈利能力更强的业务很有可能都将上线，届时轮胎等低附加值的产品在公司的营收占比将下降，其他低频次高附加值的业务占比将得到提升，公司业务结构将更加优化。

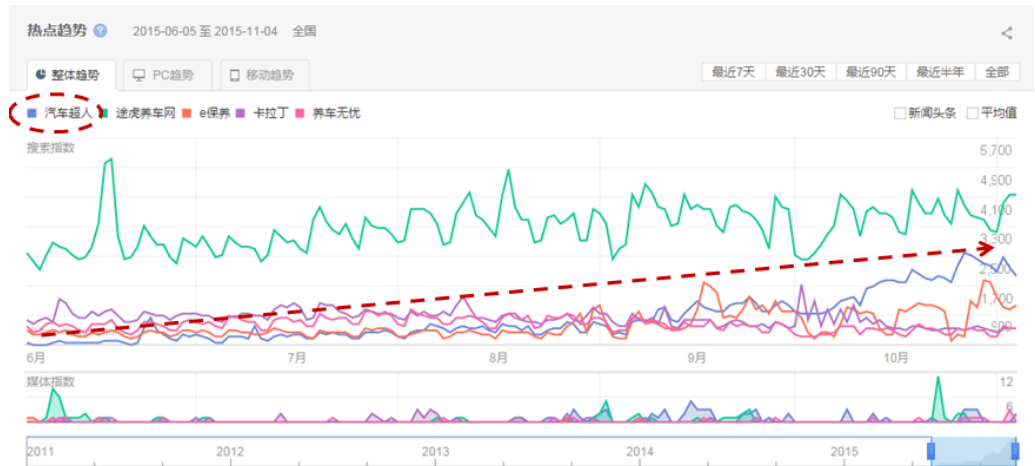
图 34：营收主要来源测算



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

从百度指数来看，相比较于其他后市场 O2O 项目，“汽车超人”自上线以来热点趋势持续上升的态势十分明显！这与平台 APP 用户数、月流水环比快速增长的趋势相吻合，充分表明“汽车超人”虽然起步晚，但是在短短几个月的时间内已经成功实现了弯道超车，跻身行业前列。

图 35: 百度指数表明汽车超人关注度环比大幅增加



数据来源：百度指数，安信证券研究中心

“双 11”特维轮销售额突破 5000 万元。今年“双 11”，是特维轮升级成为“汽车超人”之后的首秀，平台在自营平台端、微信端、天猫京东店铺端全面出击，当天推出正品车品一折起、正品轮胎五折起等优惠活动。“双 11”当天，汽车超人在天猫开售 1 个小时销售交易额就已经突破 1000 万，截至 11 日上午 9 点 27 分，汽车超人以 1036410 的交易指数占据汽车/用品/配件/改装行业第一名，全天在天猫端的销售额达到 4000 万元，继今年 618 大促之后再获全车品类销售冠军。

图 36: 截至 11 日上午 9 点 27 分，汽车/用品/配件/改装行业排行



数据来源：51 汽车网，安信证券研究中心

按照公司目前的发展增速，我们认为到 2017 年，“汽车超人”覆盖范围很有可能增加至 600 个城市，2000 个县市，辐射 10 万个商家，服务 1 亿用户，销售规模有望突破 200 亿。在五年内公司有望成为拥有千亿级市场规模，中国最大汽车后服务 O2O 平台。根据我们的判断，16 年将成为公司汽车后市场业务全面升级改造的关键年度，平台订单量、注册用户数、活跃用户数、线下门店数等各项数据将伴随产品品类及业务范围的扩充进一步快速增长，整条产业链将被打通，公司将实现从轮胎 O2O 到汽车生活服务综合平台的发展目标。

3.5. 公司主要优势

3.5.1. 团队兼具汽车产业链优势+互联网基因

汽车后市场这片潜力巨大的蓝海目前仍处于群雄逐鹿的阶段，不仅传统互联网有转型升级的需求，也不乏有一大批互联网团队想要涉足这个行业。

公司深耕汽车零部件行业几十年，对汽车行业的在产业链中积累了丰富的经验和资源，积累了大量一线供应链资源，对汽车零部件、行业数据以及线下门店的情况都有十分深入的理解，同时也更加理解客户需求，而这些优势都是普通创业团队在短时间内难以获取和超越的。

另外一方面，“汽车超人”团队具备较强的互联网基因，无论是线上开发团队还是线下开拓团队都出身国内互联网知名互联网企业。“汽车超人”现任 CEO 郑超曾担任拉手网华东区总经理和窝窝团副总裁，在 O2O 行业经验丰富。此前特维轮在汽车后市场走的弯路很大程度上与缺乏真正有互联网行业经验的团队有关，对互联网思维下传统企业该如何转型，如何构建具备竞争力的商业模式缺乏经验。因此我们期待在郑超的带领下，“汽车超人”能够成为传统企业转型互联网的标杆

公司为平衡好传统行业与汽车后市场行业之间的关系，为两个团队之间设立了防火墙，独立管理，独立考核，互不干扰，保证了两个行业之间的独立性和自主性，公司充分的信任和支持更加有利于汽车后市场项目能够更具效率的运作，同时传统行业稳定的盈利能力能为其输送现金流。

3.5.2. 上市公司高度支持

O2O 企业在真正能够实现盈利之前往往都需要经历很长一段时间的培育期，需要持续的资金投入去支撑规模的扩张，抢占行业的先机，因此当年很多团购网站在获得第一笔风投资金之后，产品定位不清晰，缺乏人才储备，不具备进行下一步扩张的能力，就很难获得下一轮投资而死于资金链断裂，因此具备雄厚资金实力的公司在竞争上已经先人一步。汽车后市场项目是金固股份利用互联网思维改造传统行业的重要举措，无论在战略上还是在执行中都得到了的高度关注，公司股权大部分集中在孙氏家族手中，对未来的战略发展方向掌控力度非常大，十分利于公司转型的推进。

2015 年 11 月 17 日，公司发布非公开发行股份预案，拟非公开发行股票募集资金总额不超过 27 亿元，投资建设“汽车后市场 O2O 平台建设项目”。本次非公开发行价格不低于 20.01 元/股，拟发行不超过 13,495.28 万股，募集资金总额不超过 27 亿元，用于“汽车后市场 O2O 平台建设项目”。公司董事长和其他中高层管理人员（通过定向资产管理计划）及深圳安鹏汽车后市场产业基金（有限合伙人）分别认购 3 亿元，锁定期 36 个月，其余特定认购对象锁定期 12 个月。

表 9：公司汽车后市场拟建设项目及投资金额（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
4	仓储物流建设	90,030	85,000
	合计	293,868	270,000

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

特维轮在上游整合供应链，自建仓储物流中心，打造自营电商平台，并在线下设立推广团队，整体采取的都是比较“重”的模式，前期对资金的需求较大，而后续公司供应链整合能力、运营效率及地推能力都将成为公司的核心竞争力。因此上市公司的资金支持就显得尤为重要，可以使得“汽车超人”团队将工作重心放在业务层面而非寻找融资渠道上，这是其他中小团队所不具备的条件。相比较之下，现在市场上大部分团队都会回避这个环节而选择比较“轻”的模式，而汽车后市场作为一个未来市场空间的“大蛋糕”，

较轻的模式可以在前期迅速铺开，但是企业难以具备护城河。

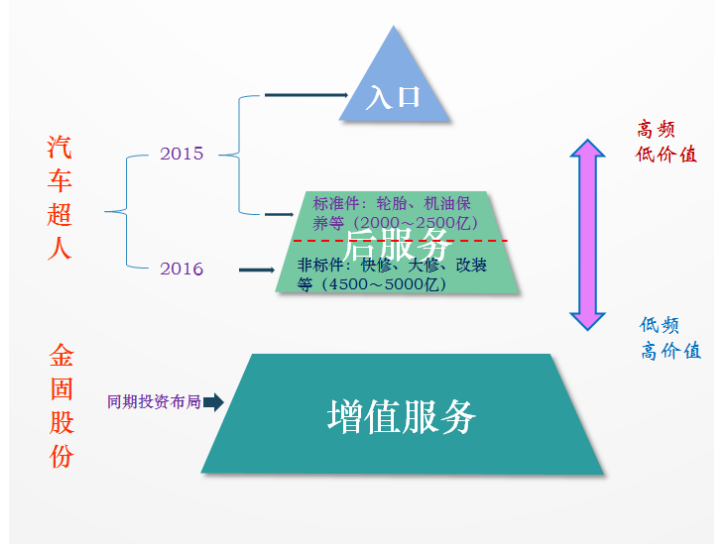
同时，公司在上游集中采购时上市公司的信用背书可以为公司获得更有利的账期。公司资金使用效率将更高。

在出现资本寒冬的情况下，公司的资金优势将更加明显。

4. 多元化布局，打造汽车生活服务综合平台

金固致力于成为互联网汽车生态圈的构建者、整合者和分享平台，除了涉足狭义的汽车后市场领域，打造汽车生活服务综合平台是公司更大更长远的发展规划。公司在15年已经快速完成了“汽车超人”平台的搭建，以提供轮胎、机油等高频产品为主，建立流量入口，使用户对平台产生依赖性，下一步规划将逐步把业务范围拓展至快修、大修、改装等附加值更高的非标件，使得流量可以逐步变现，扭转亏损局面。

图 37：公司未来汽车生活服务平台布局



数据来源：公开资料整理，安信证券研究中心

除全资子公司特维轮作为汽车后市场战略实施主体外，自2014年底，公司以上市公司为平台陆续投资了一些与“互联网+汽车”企业，根据公司公告未来除覆盖狭义的维修保养为主汽车后环节，还将汽车保险、金融延保、二手车等相关服务，逐步打造成一体的汽车生活及服务综合平台，市场空间将更加巨大。根据公司公告，未来公司将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，金融基于产业，产业是金融的载体，双线布局的方式盈利模式清晰，未来前景光明。

4.1. 设立专项汽车产业基金，进行战略资源整合

2015年1月公司公告拟与正和磁系分别出资250万元共同设立磁系资产，再以磁系资产成立“北京金固磁系汽车后服务投资合伙企业(有限合伙)”。正和磁系高端资源丰富，在互联网+传统行业上已经积累了一定经验，同时在汽车后市场领域也有相应的项目储备。设立产业并购基金符合公司发展汽车生活服务综合平台的长期目标。

一方面，公司通过投资和孵化的方式在汽车后服务市场进行产业布局，然后将这些产业内容在特维轮汽车服务中心落地，如基金目前布局停车，充电桩，车辆共享，汽车金融，汽车保险，二手车等等，可以培养一批优质项目企业，形成较为成熟的产业投资模式。另一方面，公司通过各种金融工具和手段放大投资能力，抓住并购发展的市场机遇，未来这些项目都将成为公司汽车服务中心的潜在并购标的，有利于公司进一步提高开拓能力和核心竞争力。

4.2. 战略投资上海语境+苏州智华，布局汽车保险业务

2014年12月，公司公告以2500万元增资上海语境。上海语境的产品体系可以概括为基于智能交通数据计算系统的“终端+数据+APP”产品群，系统向以Weme为代表的硬件终端用户和平台上的移动客户端用户推送社交信息、路况分享和安全驾驶提醒等情境计

算信息内容，同时在硬件终端用户允许的情况下自动获取车辆的速度信息、GPS 信息，最终在系统内形成交通路况的大数据，继续与系统平台上的用户分享。上海语镜给车主提供免费硬件服务和数据服务，经过数据的整合分析，汇总车主的位置和驾驶行为习惯，为车主推送相关的优惠信息、增值服务等。未来它的开放平台也能与汽车后服务商，汽车电商等建立广泛联接，共同繁荣路上生态系统，客户粘性很大。上海语镜与公司汽车后市场布局存在较大的协同效应。根据金固 14 年年报显示，上海语镜总开机激活用户超 5 万，月活动客户超 4 万，日活动客户近 2 万，高峰同时在线近 1 万。随着上海语境各类智能终端设备在汽车上的普及，以及公司手机 APP 用户数量的扩大，能够很好地成为金固汽车后市场领域的流量入口。

2015 年 5 月公司公告拟以不超过人民币 4000 万元对苏州智华进行股权投资。苏州智华是一家清华大学汽车工程系孵化支持的由清华大学苏州汽车研究院牵头着力打造的专注于智能驾驶的高科技公司，面向国内整车厂和汽车消费者提供产品解决方案和价值服务，开发出包括车道偏离报警系统、前向碰撞预警系统、全景影像系统、倒车影像辅助等多个汽车智能安全驾驶系统，在车载智能监控、智能安全辅助驾驶等多个领域开发出一系列产品，并成功运用于多家国内外知名汽车品牌，目前已经进入国内多家中国品牌和合资品牌汽车厂配套供应体系，并成功为东风日产，广汽，长安，宇通，金龙等车厂量产供货，是国内极少数几家进入前装主流汽车厂的公司，处于国内领先地位。同时，经过几年的体系能力建设，同时后装产品也已经开发完成，产品性能和竞争力领先于业内竞争对手。

图 38：苏州智华乘用车合作伙伴



数据来源：苏州智华网站，安信证券研究中心

苏州智华的优势：1)核心技术具备，并且拥有清华大学强大的技术背景支持，后续产品链和技术链很长；2)体系能力具备，在智能驾驶辅助产品上，智华已经具备体系能力，初步拥有了品牌和先发优势；3)团队，研发团队，市场团队以及生产经营团队，都由丰富行业经验的团队组成，并且已经磨合完整，具备很强的生命力。

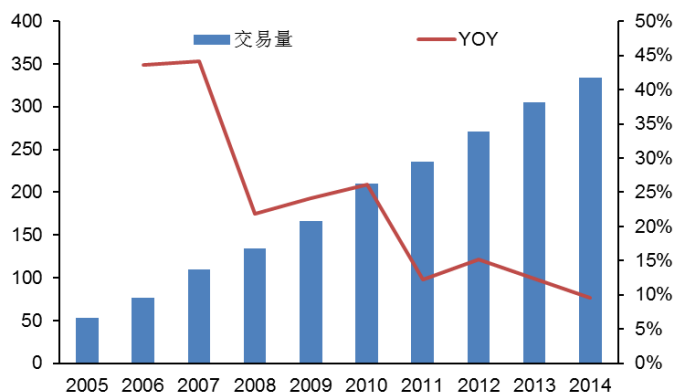
金固股份通过对苏州智华的战略投资，在前装市场上可以实现客户资源的互补共享，为苏州智华带来更丰富的客户资源，在后装市场上可以与特维轮深度协同合作，线上销售，线下安装服务为消费者提供智能驾驶解决方案。后续金固股份计划以苏州智华作为战略平台进行投资和布局，终极目标是为汽车无人驾驶和互联网化提供整体解决方案。

公司对上海语镜和苏州智华的布局都是公司汽车保险业务的重要环节。

4.3. 投资车友网络，涉足二手车市场

二手车市场是公司产业线布局的重要一环。14 年国内二手车交易量达 605 万辆，交易额 3675.65 亿元，其中乘用车交易 351.43 万辆，交易比重占据半壁江山。然而目前中国二手车和新车交易量的比值仅为 0.38: 1，远落后于美国 3.85: 1 的水平，比较于日本、韩国、德国等国家也是远远落后，除了购买观念的差异，这组数据充分体现出我国二手车交易市场还存在很大的缺陷，例如诚信机制的不完善，行业秩序不规范、车源规模不足等。

图 39：中国二手乘用车交易量（万辆）



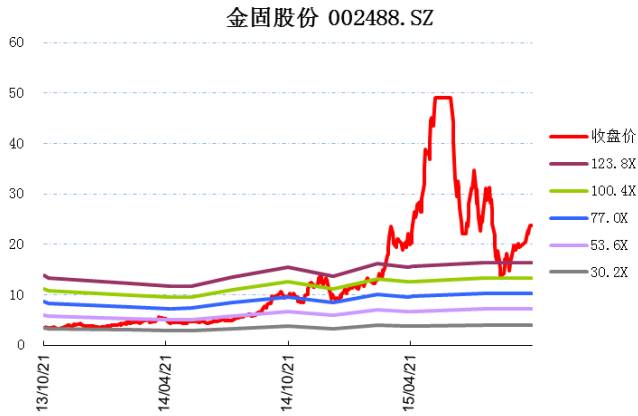
数据来源：273 二手车交易网，安信证券研究中心

公司于 2015 年 7 月 13 日与车友网络签订投资意向书，拟投资 16,500 万元布局二手车检测、交易、售后服务及汽车金融等方向。车友网络旗下 273 二手车交易网是国内领先的基于 O2O 平台，主要为客户提供经纪、检测、售后保障、金融产品等增值产品及服务。273 目前有 800 多家门店，覆盖全国 140 多个城市，以及 7000 多人的经纪人团队，深入社区、加油站、洗车店、4S 店、修理厂、美容店等，未来还将持续增加，2014 年二手车交易量 22 万辆。金固股份通过对车友网络的战略投资可以在二手车检测、交易、售后服务及汽车金融方向进行合作布局，与金固旗下特维轮网络汽车超人平台可以深度合作，为平台用户和服务商提供更多增值服务。

5. 投资建议

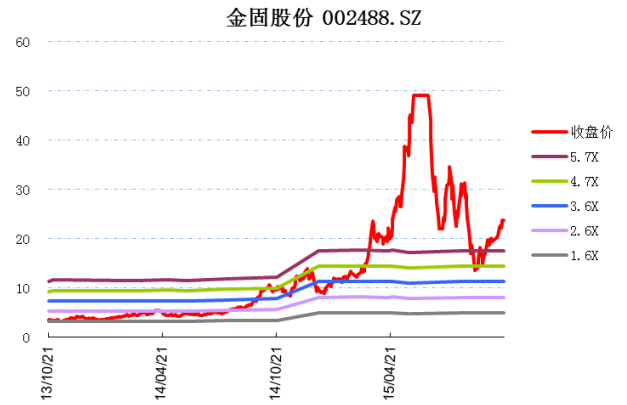
汽车后市场存万亿空间，我们坚定看好公司转型的执行力和决心，看好公司未来在竞争中成功突围，按照互联网的 721 法则，未来公司很有可能成为汽车后市场领域的“7”，空间十分巨大！我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.14 元、0.18 元和 0.35 元，维持“买入-A”评级，目标价 40 元。

图 40：金固股份 PE-Bands



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 41：金固股份 PB-Bands



数据来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年11月18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	1,641.8	4,017.1	8,028.8	成长性					
减:营业成本	900.2	986.0	1,234.6	3,072.5	6,174.2	营业收入增长率	30.0%	12.6%	25.0%	144.7%	99.9%
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%	30.1%	106.9%
销售费用	68.1	71.2	124.0	335.4	714.6	净利润增长率	-21.3%	41.1%	10.6%	29.2%	98.3%
管理费用	101.3	111.8	149.4	409.7	758.7	EBITDA 增长率	20.1%	37.7%	-5.6%	29.5%	65.0%
财务费用	50.0	69.3	53.6	93.3	166.9	EBIT 增长率	-1.8%	42.9%	-3.3%	48.5%	93.2%
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%	48.5%	93.2%
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%	17.8%	53.1%
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	97.0	200.6	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	105.5	208.9	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	90.9	180.3	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	321.4	642.3	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
应收账款	199.6	232.0	302.8	990.7	1,622.7	应收账款周转天数	56	59	59	58	59
应收票据	33.1	24.7	56.0	141.6	239.3	存货周转天数	129	145	135	138	142
预付帐款	175.3	26.6	339.6	481.3	1,100.4	总资产周转天数	702	834	711	390	327
存货	469.3	586.6	646.7	2,424.2	3,892.8	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%	10.1%
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	2,962.1	5,752.6	8,821.7	偿债能力					
短期债务	696.0	903.5	484.4	602.3	862.9	资产负债率	62.4%	54.2%	43.5%	70.0%	79.3%
应付帐款	79.7	89.2	175.5	420.6	772.3	负债权益比	166.2%	118.3%	77.0%	233.3%	382.5%
应付票据	497.7	578.6	476.9	2,436.7	3,520.8	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	113.2	121.4	速动比率	0.63	0.87	0.72	0.55	0.69
长期借款	131.8	135.0	-	356.2	1,603.9	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	1,288.3	4,026.7	6,993.5	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	0.2%	0.4%	0.1%	0.3%	0.7%
留存收益	740.9	1,373.4	1,124.6	1,177.9	1,282.9						
股东权益	960.4	1,615.9	1,673.7	1,725.9	1,828.2						
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	90.9	180.3	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)	249.9	177.2	160.2	123.9	62.5
资产减值准备	3.0	6.5	-	-	-	PB(X)	12.3	7.1	6.9	6.7	6.3
公允价值变动损失	0.2	1.2	0.6	-0.1	-0.1	P/FCF	63.7	178.0	-12.1	51.5	27.6
财务费用	35.8	58.3	53.6	93.3	166.9	P/S	9.7	8.6	6.9	2.8	1.4
投资损失	-	2.9	1.0	1.3	1.7	EV/EBITDA	13.8	21.1	55.4	43.9	29.1
少数股东损益	-0.5	-1.4	-0.7	-1.3	-2.7	CAGR(%)	26.2%	41.9%	6.7%	26.2%	41.9%
营运资金的变动	-12.2	155.4	-550.6	-431.5	-1,353.7	PEG	9.5	4.2	24.1	4.7	1.5
经营活动产生现金流量	12.4	329.8	-343.5	-165.1	-925.4	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	3.9	8.4	6.5	2.8
融资活动产生现金流量	273.6	636.5	-590.2	356.2	1,247.8						

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	huzhen@essence.com.cn
	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