

汽车超人牵手浙商保险，打通商业模式闭环

■事件：11月27日公司与浙商保险签订战略合作框架协议，双方将在传统保险业务、销售公司平台运作、互联网车险发展、创新险种等各个领域展开积极全面的合作。我们认为这是汽车后市场通过保险打通商业模式闭环，从高频低附加值的粘性业务走向低频高附加值的盈利业务的标志性事件。(新闻链接《汽车超人牵手浙商保险 再拓市场玩车险》：<http://www.ebrun.com/20151127/157205.shtml>)

■牵手浙商保险布局汽车保险，形成商业模式闭环：车险是财险中的重要产品，占比超过70%，2014年我国车险市场规模约5500亿元，随着汽车保有量的继续增加，未来几年仍将保持10%~15%的增速，预计到2020年车险市场规模将突破万亿。虽然市场空间巨大，然而目前国内车险行业存在产品同质化严重，保单获取成本高、骗保事件频发等问题，车险公司赔付率和综合成本率高，盈利压力大，同时车主也需要更加透明公开的车险赔付服务，因此借助互联网+改造传统车险业务将是大势所趋。

2015年商业车险费率市场化改革拉开序幕，此次金固牵手浙商保险有望实现共赢，浙商保险拥有全国15个省份(含直辖市)近200家分/支公司及营业部，在保险业务领域具备丰富的行业经验以及充沛的线下服务资源和管理能力，与极具互联网思维的金固合作将有助于其利用大数据和移动互联网技术为车主提供更加创新、个性化的车险保障服务。

另一方面，汽车保险业务是金固构筑汽车生活综合服务平台的重要一环，此前公司战略投资上海语镜(车联网掌握车主驾驶行为习惯)和苏州智华(智能辅助驾驶)已为公司开拓新型车险业务埋下伏笔，此次与浙商保险合作标志着公司16年在汽车后市场的布局重心将由高频低附加值的标准件业务向附加值更高的汽车保险等业务转移，业务结构更加优化，盈利情况有望得到改善，真正实现流量变现，形成商业模式闭环。

■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淘汰阶段，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；

■坚定看好公司成为汽车后龙头，维持“买入-A”评级：汽车后市场存万亿空间，同时汽车金融业务体量相当，我们认为在这个领域中未来一定会有千亿级别的企业出现，而目前我们坚定看好公司能在竞争中成功突围，期待汽车超人2016年龙头占领市场。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)	306.9	217.6	196.7	152.2	76.7
市净率(倍)	15.0	8.8	8.5	8.2	7.7
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	0.1%	0.3%	0.1%	0.3%	0.5%
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

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

40.00元

股价(2015-11-27)

27.20元

交易数据

总市值(百万元)	13,830.75
流通市值(百万元)	8,879.30
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	16.70	49.23	-34.91
绝对收益	15.70	60.19	-5.78

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

快速崛起的未来汽车生活服务平台	2015-11-18
汽车超人快速成长，车生活平台逐步崛起	2015-10-28

■ **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 注册用户数直线上升（比 8 月时多出 3 倍），最新单月流水突破 1 个亿，线下合作门店已经超过 2 万家家，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淘汰阶段，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将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11月30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	0.1%	0.3%	0.1%	0.3%	0.5%
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)	306.9	217.6	196.7	152.2	76.7
资产减值准备	3.0	6.5	-	-	-	PB(X)	15.0	8.8	8.5	8.2	7.7
公允价值变动损失	0.2	1.2	0.6	-0.1	-0.1	P/FCF	78.2	218.6	-14.8	63.2	33.9
财务费用	35.8	58.3	53.6	93.3	166.9	P/S	11.9	10.5	8.4	3.4	1.7
投资损失	-	2.9	1.0	1.3	1.7	EV/EBITDA	13.8	21.1	67.6	53.3	34.9
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	11.7	5.2	29.5	5.8	1.8
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	4.0	10.3	7.9	3.4
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

