安信证券 ESSENCE SECURITIES

2014 年 11 月 24 日

德联集团（002666.SZ）

公司快报

证券研究报告

其他化学制品

德联集团：汽车维修市场大风将起，公司有望迎来大发展机遇

■**公司是国内车用精细化学品主要供应商：**公司主营业务为汽车精细化学品的制造和销售，目前已拥有十一大类汽车精细化学品产品线和长春、上海、佛山、成都四个大型“贴厂基地”。公司凭借全系列产品线和本地化服务，与国际化工巨头巴斯夫、陶氏化学、潘东兴等建立长期战略合作，从最初服务“欧美系”乘用车品牌逐渐延伸至目前国内二十余家主要整车厂。

■**汽车后市场需求将起，痛点密布下电商呼之欲出：**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且市场蛋糕将逐步从 4S 店转向独立维修市场，因此我们判断明年将是独立维修市场需求爆发元年。而目前独立后市场消费者痛点密布，包括 1）维修站质量良莠不齐，服务差。 2）配件交易环节多，透明度低、假货多、价格高。3）缺乏标准规则，汽车维修站数量庞大但发展滞后，秩序混乱。考虑到汽车后市场电商在去中介化（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，因此我们强烈看好该领域的爆发。

■**反垄断政策下将推动汽车后维修市场获得更大发展；公司战略重心转向汽车后市场，看好其未来发展（具体内容详见下页）**

■**风口出现，建议投资者重视，给予“买入-A”评级：**公司过去的增长主要依靠汽车产销量的持续增长和份额提高，这一助推力未来仍将持续，同时国内车龄上升、反垄断政策等都在不断催生一个潜力巨大的汽车后市场，我们认为这将是一个风口。公司作为国内汽车化学品主要供应商，面临维修市场需求量的增加，并有望转型积极探索 2S 店和 O2O 电商，因此我们看好其未来广阔的发展空间。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.61、0.69、0.85，给予买入-A 评级，6 个月目标价 22 元。

■**风险提示：汽车维修市场布局遇阻**

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,334.6	1,630.3	1,858.5	2,196.8	2,620.8
净利润	143.7	159.9	179.6	219.2	273.1
每股收益(元)	0.45	0.50	0.56	0.69	0.85
每股净资产(元)	4.34	4.69	5.11	5.63	6.27

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	35.3	31.7	28.2	23.1	18.6
市净率(倍)	3.7	3.4	3.1	2.8	2.5
净利润率	10.8%	9.8%	9.7%	10.0%	10.4%
净资产收益率	10.4%	10.6%	11.0%	12.2%	13.6%
股息收益率	1.5%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%
ROIC	24.2%	24.3%	16.2%	22.5%	21.5%

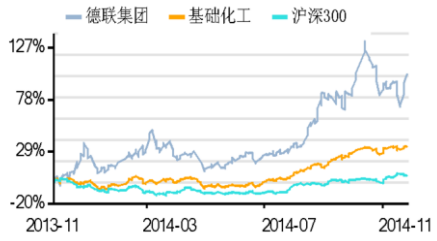
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	调高评级
6 个月目标价	22.00 元
股价（2014-11-21）	15.85 元

交易数据

总市值（百万元）	5,072.00
流通市值（百万元）	1,798.44
总股本（百万股）	320.00
流通股本（百万股）	113.47
12 个月价格区间	7.80/18.50 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.92	16.66	85.15
绝对收益	-0.75	26.40	92.35

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

袁善宸 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

报告联系人
肖晴 021-68767803
xiaoqing@essence.com.cn

相关报告

德联集团：商业模式奠定公司竞争力 2012-03-09

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。

■**反垄断政策下将推动汽车后维修市场获得更大发展：**2014 年 9 月交通部颁布《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。我们认为该政策意义非常重大，将打破目前 4S 店垄断原厂配件从而占据大量用户并获取超额收益的格局，配件生产企业独立后市场大门打开，而维修站也将迎来大发展。公司目前有超过 24 种产品可应用于汽车售后市场，未来渠道明显改善，同时将有机会通过整合后市场渠道向平台型企业转型。

■**公司战略重心转向汽车后市场，看好其未来发展：**公司在后市场布局积极，拟增发募集 10 亿元，将在未来三年内在 12 个主要城市建设 110 家的 2S 店，通过 2S 店把公司的产品连带服务直接供应到汽车售后市场。同时公司设立全资子公司上海德联优鸿电子商务积极探索后市场电商。我们认为汽车后市场电商线下端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，我们看好公司未来在该领域的机会。

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。

财务报表预测和估值数据汇总(2014 年 11 月 24 日)

利润表

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**1,334.6**	**1,630.3**	**1,858.5**	**2,196.8**	**2,620.8**
减:营业成本	1,039.1	1,288.6	1,474.7	1,734.4	2,052.1
营业税费	6.6	7.8	8.5	10.1	12.1
销售费用	33.4	44.4	48.3	57.1	68.1
管理费用	67.3	81.3	98.5	116.4	138.9
财务费用	0.4	-9.0	-6.4	-8.5	-8.9
资产减值损失	2.3	9.7	4.0	5.3	6.3
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	1.7	0.6	0.8	1.0
营业利润	**185.5**	**209.3**	**231.4**	**282.7**	**353.2**
加:营业外净收支	3.7	0.4	1.8	2.0	1.4
利润总额	**189.2**	**209.6**	**233.2**	**284.7**	**354.6**
减:所得税	45.4	48.8	53.6	65.5	81.6
净利润	**143.7**	**159.9**	**179.6**	**219.2**	**273.1**

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	749.9	420.3	665.3	526.8	725.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	153.5	319.4	178.8	399.9	317.8
应收票据	71.1	64.2	93.9	95.7	126.6
预付帐款	37.1	53.4	95.0	54.0	121.6
存货	334.6	462.2	411.3	634.8	605.9
其他流动资产	-	91.3	30.4	40.6	54.1
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	3.1	3.1	3.1	3.1
投资性房地产	15.1	14.8	14.8	14.8	14.8
固定资产	134.8	166.2	150.1	133.9	117.8
在建工程	10.0	86.0	86.0	86.0	86.0
无形资产	29.8	57.6	55.5	53.4	51.3
其他非流动资产	21.0	40.7	21.3	27.5	29.7
资产总额	**1,557.1**	**1,779.2**	**1,805.4**	**2,070.4**	**2,254.5**
短期债务	28.1	41.6	-	-	-
应付帐款	104.3	141.8	115.5	198.4	175.4
应付票据	-	39.9	15.0	22.6	27.3
其他流动负债	32.9	43.1	32.3	41.3	38.0
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	1.9	8.5	3.6	4.7	5.6
负债总额	**167.2**	**275.0**	**166.4**	**266.9**	**246.2**
少数股东权益	**2.0**	**3.0**	**3.0**	**3.0**	**3.0**
股本	160.0	320.0	320.0	320.0	320.0
留存收益	1,228.0	1,181.4	1,316.1	1,480.5	1,685.3
股东权益	**1,390.0**	**1,504.2**	**1,639.1**	**1,803.5**	**2,008.3**

财务指标

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长率	19.0%	22.2%	14.0%	18.2%	19.3%
营业利润增长率	23.0%	12.8%	10.6%	22.2%	24.9%
净利润增长率	21.8%	11.3%	12.3%	22.1%	24.6%
EBITDA 增长率	16.7%	8.8%	10.6%	20.2%	24.0%
EBIT 增长率	15.8%	7.7%	12.4%	21.9%	25.6%
NOPLAT 增长率	13.3%	8.7%	12.8%	21.9%	25.6%
投资资本增长率	8.4%	69.3%	-12.4%	31.7%	0.3%
净资产增长率	115.6%	8.2%	9.0%	10.0%	11.4%
利润率					
毛利率	22.1%	21.0%	20.7%	21.1%	21.7%
营业利润率	13.9%	12.8%	12.4%	12.9%	13.5%
净利润率	10.8%	9.8%	9.7%	10.0%	10.4%
EBITDA/营业收入	15.1%	13.5%	13.1%	13.3%	13.8%
EBIT/营业收入	13.9%	12.3%	12.1%	12.5%	13.1%
运营效率					
固定资产周转天数	35	33	31	23	17
流动营业资本周转天数	119	135	137	132	134
流动资产周转天数	286	304	279	264	254
应收帐款周转天数	42	52	48	47	49
存货周转天数	84	88	85	86	85
总资产周转天数	336	368	347	318	297
投资资本周转天数	164	188	194	178	170
投资回报率					
ROE	10.4%	10.6%	11.0%	12.2%	13.6%
ROA	9.2%	9.0%	9.9%	10.6%	12.1%
ROIC	24.2%	24.3%	16.2%	22.5%	21.5%
费用率					
销售费用率	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用率	5.0%	5.0%	5.3%	5.3%	5.3%
财务费用率	0.0%	-0.6%	-0.3%	-0.4%	-0.3%
三费/营业收入	7.6%	7.2%	7.6%	7.5%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	10.7%	15.5%	9.2%	12.9%	10.9%
负债权益比	12.0%	18.3%	10.1%	14.8%	12.3%
流动比率	8.14	5.29	9.06	6.68	8.11
速动比率	6.12	3.56	6.53	4.26	5.59
利息保障倍数	431.78	-22.22	-35.41	-32.22	-38.49
分红指标					
DPS(元)	0.24	0.15	0.14	0.17	0.21
分红比率	53.5%	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股息收益率	1.5%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	143.8	160.8	179.6	219.2	273.1
加:折旧和摊销	16.2	19.7	18.2	18.2	18.2
资产减值准备	2.3	9.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	7.6	0.5	-6.4	-8.5	-8.9
投资损失	-	-1.7	-0.6	-0.8	-1.0
少数股东损益	0.1	1.0	-	-	-
营运资金的变动	-77.1	-327.9	133.5	-321.2	-23.9
经营活动产生现金流量	**106.8**	**-45.4**	**324.3**	**-93.0**	**257.5**
投资活动产生现金流量	**-37.8**	**-251.4**	**0.6**	**0.8**	**1.0**
融资活动产生现金流量	**456.5**	**-37.2**	**-79.9**	**-46.3**	**-59.3**

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS(元)	0.45	0.50	0.56	0.69	0.85
BVPS(元)	4.34	4.69	5.11	5.63	6.27
PE(X)	35.3	31.7	28.2	23.1	18.6
PB(X)	3.7	3.4	3.1	2.8	2.5
P/FCF	-107.8	-19.2	18.8	-65.4	18.8
P/S	3.8	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	7.9	12.4	18.0	15.4	11.9
CAGR(%)	15.1%	19.3%	15.0%	15.1%	19.3%
PEG	2.3	1.6	1.9	1.5	1.0
ROIC/WACC					
REP					

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、袁善宸分别声明，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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@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	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	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

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

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。