

2014年12月01日

德联集团 (002666.SZ)

汽车后市场大风将起，看好公司转型发展

■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，并从最初服务“欧美系”乘用车品牌逐渐延伸至目前的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 9000 万辆乘用车的平均车龄约 3.5 年，根据国外经验预计后续汽车维修费用将明显增加且市场将逐步从 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。目前独立后市场存在服务质量差、价格高、标准规则缺乏等问题，考虑到汽车后市场电商在去中介化、费用透明化和用户体验改善等方面将发挥很大作用，能带来车主、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：交通部颁布新政，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，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。我们认为该政策将打破目前 4S 店垄断原厂配件的格局，配件生产企业独立后市场将迎来大发展。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，拟募集 10 亿元在未来三年内建设 110 家 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线下服务的重要性是主流电商企业较难逾越的门槛，因此可能将有新兴的能同时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。

■风口出现，建议投资者重视，给予“买入-A”评级：公司在汽车产销量和份额持续增长下将保持持续增长，同时车龄上升、反垄断政策出台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，一方面面临维修市场需求量的增加，一方面有望转型积极探索 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 0.56、0.69、0.85，给予买入-A 评级，6 个月目标价 22 元。

■风险提示：汽车维修市场布局受阻

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)	38.7	34.8	31.0	25.4	20.4
市净率(倍)	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8
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	1.4%	0.9%	0.8%	1.0%	1.2%
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

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。

公司深度分析

证券研究报告

其他化学制品

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

22.00 元

股价 (2014-11-28)

17.38 元

交易数据

总市值(百万元)	5,561.60
流通市值(百万元)	1,972.04
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	-2.86	-2.49	94.51
绝对收益	13.37	19.04	109.65

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

xiaqing@essence.com.cn

相关报告

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
2014-11-26

德联集团：商业模式奠定公司竞争力
2012-03-09

目录

1. 公司概况.....	4
1.1. 公司主要从事汽车精细化学品的制造和销售	4
1.2. 公司股权结构：公司为家族成员控股的民企	6
2. 汽车后市场需求将起，痛点密布下电商呼之欲出	6
2.1. 我国汽车后市场发展历程	6
2.2. 汽车后市场与汽车保有量成正比，未来空间巨大.....	7
2.3. 目前经营模式下市场痛点多，O2O 将是未来发展方向	9
2.3.1. 汽车后市场存多种问题.....	9
2.3.2. 汽车后市场电商有望带来共赢局面.....	10
2.3.3. 汽车后市场特殊性将导致新兴电商出现	11
3. 反垄断政策下将推动汽车独立后市场获得更大发展	11
4. 公司战略重心转向汽车后市场，看好其未来发展.....	12
4.1. 募资近 10 亿元布局汽车后市场.....	12
4.2. 公司设立电子商务公司探索汽配 O2O.....	14
4.3. 投资建议：看好公司未来广阔发展空间	14

图 1: 消耗和非消耗类汽车化学品是公司收入主要来源	4
图 2: 消耗和非消耗类汽车化学品是公司毛利主要来源	4
图 3: 公司的合作伙伴	5
图 4: 公司营业收入稳定增长	5
图 5: 公司净利润 09 年增速较大	5
图 6: 公司三费费率情况	5
图 7: 公司毛利率和净利率变动情况	5
图 8: 汽车产业链	6
图 9: 汽车后市场服务	7
图 10: 汽车销量	8
图 11: 汽车保有量	8
图 12: 汽车报废量	8
图 13: 成熟市场汽车产业链的利润构成	9
图 14: 我国汽车产业链利润构成	9
图 15: 我国汽车后市场发展趋势	9
图 16: 汽车后市场层层加价	10
图 17: 电商化经营模式给车主带来实惠	10
图 18: 不同经营模式的特点	13
图 19: 公司 2S 店经营业务	13
图 20: 德联集团 PE-Bands	14
图 21: 德联集团 PB-Bands	14

表目录

表 1: 公司主要产品及用途	4
表 2: 2014 年三季报公司十大股东明细	6
表 3: 汽车后市场发展历程	7
表 4: 国内汽车维修市场模式	9
表 5: 国内汽修行业现状	10
表 6: 汽车后市场商业模式百花齐放	11
表 7: 《意见》主要内容	12
表 8: 今年以来的反垄断调查事件	12

1. 公司概况

1.1. 公司主要从事汽车精细化学品的制造和销售

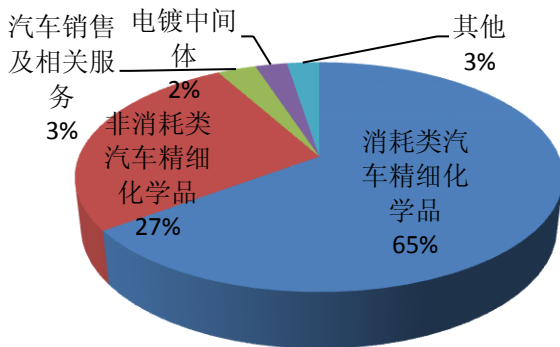
公司主营业务为汽车精细化学品的制造和销售。公司产品主要分消耗类和非消耗类产品，消耗类产品为防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油、燃油添加剂等汽车运行中必需使用、且按一定时间或里程更换的精细化学品，非消耗类产品主要为胶粘剂、纤维增强胶片等胶类产品。汽车精细化学品作为汽车底盘系统、车身系统、润滑系统、防护用品等必要配件，在汽车的正常运行中起到关键作用。

表 1: 公司主要产品及用途

类别	细分类	产品	作用
消耗类	润滑系统用化学品	发动机油	润滑摩擦、散热、清洁、密封、保护作用
		手动/自动变速箱油	传递动力，润滑摩擦，清洁、密封
		燃油添加剂	包括汽油、柴油、重油添加剂，抑制沉积物产生、防止燃油氧化变质
	冷却系统用化学品	动力转向油	传递转向力和缓冲作用
		防冻液	防腐保护作用；防止水垢；保证发动机在正常温度范围内工作
		制动液/刹车油	地保证汽车制动灵活
非消耗类	清洗剂	玻璃清洗液	除尘、融冰融雪、保护挡风玻璃
	胶类	胶黏剂	汽车构件粘附和密封
		胶片	增强车身强度、减震降噪、隔音隔热

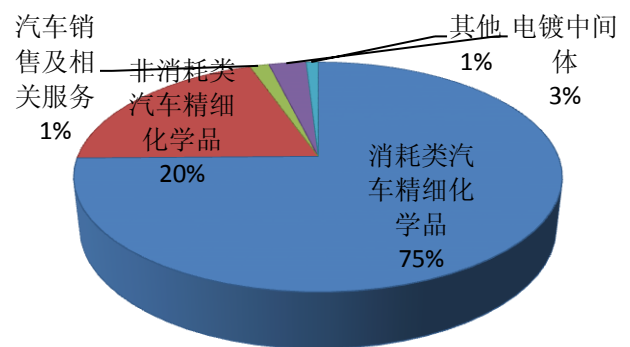
数据来源：安信证券研究中心

图 1: 消耗和非消耗类汽车化学品是公司收入主要来源



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2: 消耗和非消耗类汽车化学品是公司毛利主要来源



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司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”，成为集生产、销售、服务、贸易为一体的化工公司。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的服务于国内二十余家主要整车厂。

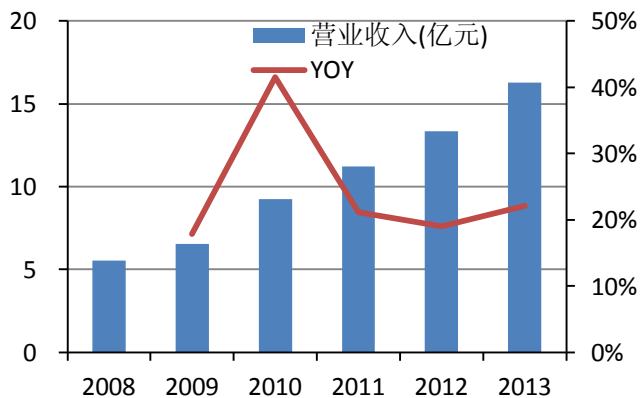
图 3：公司的合作伙伴



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

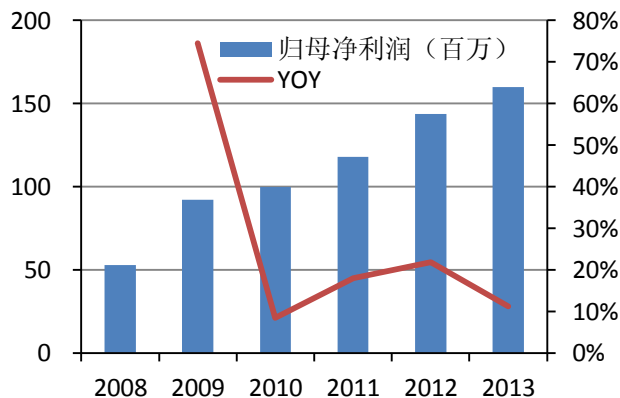
公司营业收入和净利润稳定增长，其中 2010 年营业收入增速最快，增长率为 41.57%，2009 年净利润增长率为 74.59%。公司 2011 年，2012 年，2013 年营收均突破 10 亿元，分别为 11.21, 13.35, 16.30 亿元，营业收入复合增速为 24%，净利润分别为 1.18, 1.44, 1.60 亿元。

图 4：公司营业收入稳定增长



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

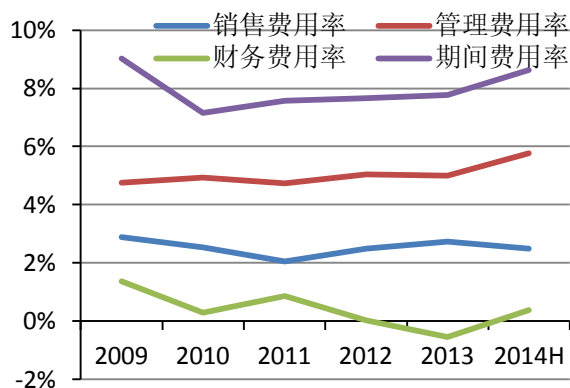
图 5：公司净利润 09 年增速较大



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

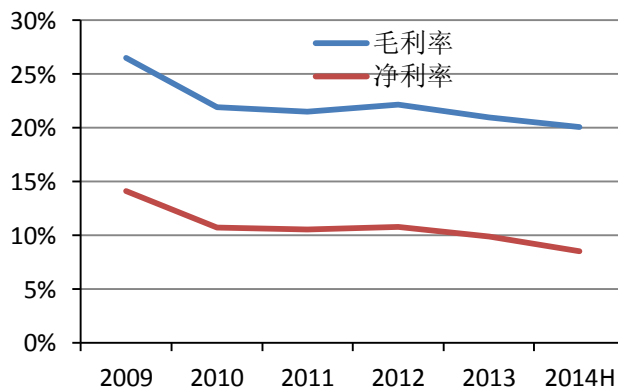
公司三费费用率控制较好，总体幅度较为平稳。近两年随着汽车产销量的增长速度放缓，公司的毛利率和净利率略有所下降，总体维持基本稳定。

图 6：公司三费费率情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：公司毛利率和净利率变动情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构：公司为家族成员控股的民企

公司实际控制人徐咸大、徐团华、徐庆芳三人为同一家族成员，三人合计持有公司 64.19% 的股份。

表 2：2014 年三季报公司十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	徐团华	141,585,468	44.25	限售流通 A 股
2	徐庆芳	53,552,818	16.74	限售流通 A 股
3	徐咸大	10,235,596	3.20	限售流通 A 股
4	中国工商银行-上投摩根内需动力股票型证券投资基金	8,506,516	2.66	A 股流通股
5	中国工商银行-广发大盘成长混合型证券投资基金	7,387,512	2.31	A 股流通股
6	上海衡平投资有限公司	7,200,000	2.25	A 股流通股
7	中国银行-招商先锋证券投资基金	6,541,341	2.04	A 股流通股
8	中国工商银行-广发聚丰股票型证券投资基金	4,376,775	1.37	A 股流通股
9	中国工商银行-广发稳健增长证券投资基金	3,203,958	1.00	A 股流通股
10	中国农业银行-华夏复兴股票型证券投资基金	3,016,081	0.94	A 股流通股
	合计	245,606,065	76.76	

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

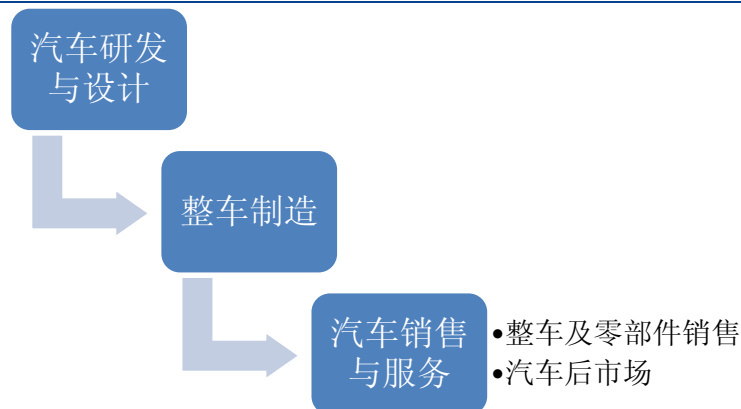
2. 汽车后市场需求将起，痛点密布下电商呼之欲出

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。

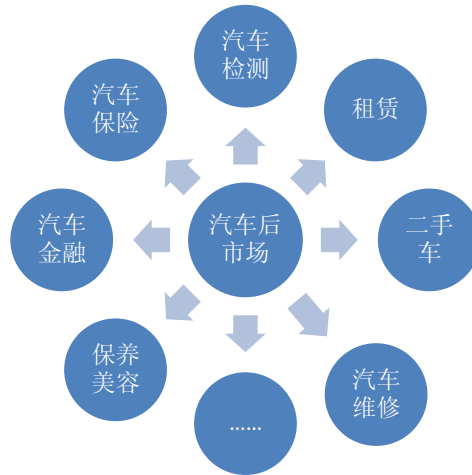
图 8：汽车产业链



数据来源：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：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 3：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：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。

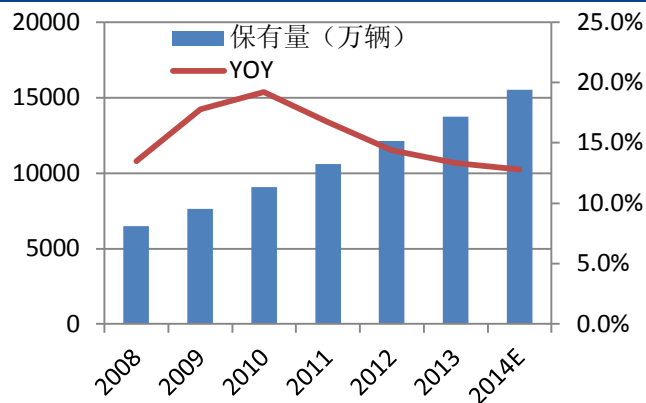
随着近几年汽车销量的不断增长，我国的汽车保有量也快速增加，尤其是 2009 和 2010 年增速较快。据统计，2013 年，我国汽车保有量已达 1.37 亿辆，预计 2014 年国内汽车保有量将达到 1.5 亿辆。

图 10: 汽车销量



数据来源: wind, 安信证券研究中心

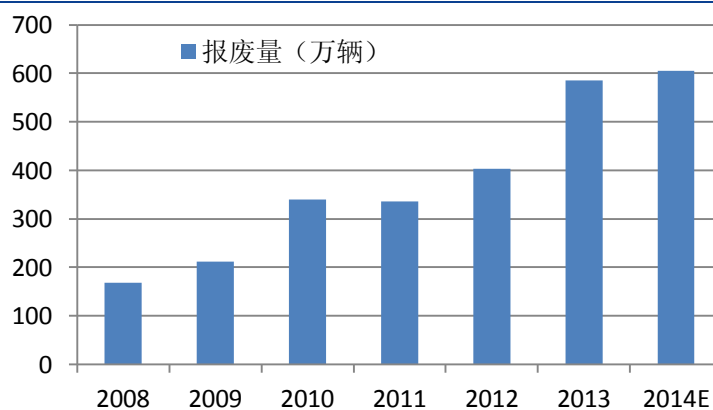
图 11: 汽车保有量



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%。

图 12: 汽车报废量

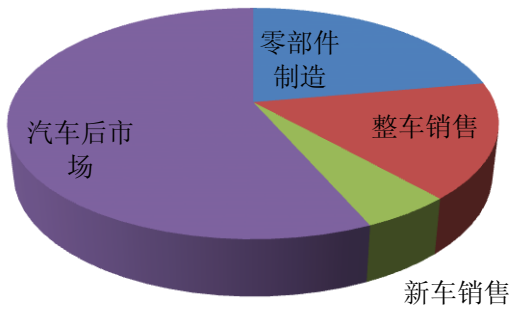


数据来源: wind, 安信证券研究中心

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%。

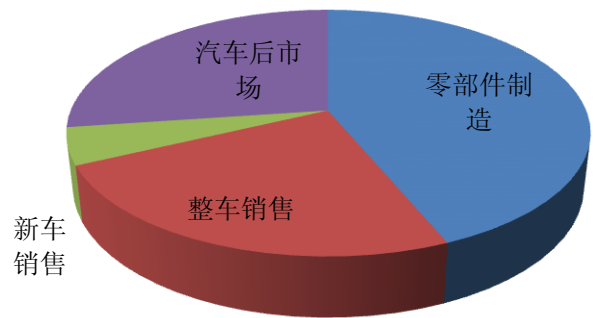
汽车后市场的利润是汽车整车或零部件的 3 倍。据相关资料显示: 汽车制造业每投入 1 元钱, 将会带动售后消费 24-34 元, 一辆中档汽车每年用在装饰美容上的费用可以达到 5000-6000 元。

图 13: 成熟市场汽车产业链的利润构成



数据来源: 安信证券研究中心

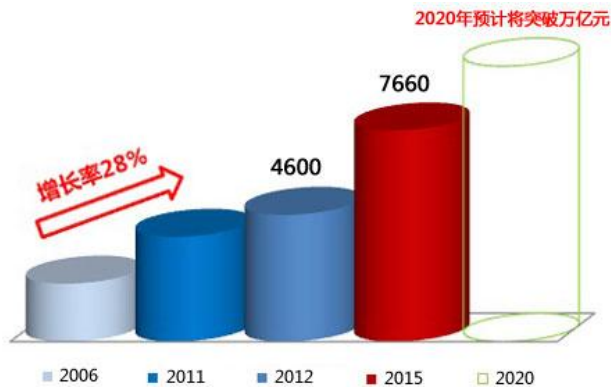
图 14: 我国汽车产业链利润构成



数据来源: 安信证券研究中心

根据统计, 2005 年我国汽车后市场的营业额为 880 亿元, 到 2009 年增加到 2400 亿元, 2012 年增至 4600 亿元左右, 年复合增长率为 26.9%。预计到 2015 年, 我国后市场规模有望达到 7660 亿, 2020 年市场规模将破万亿, 市场规模空间巨大。

图 15: 我国汽车后市场发展趋势



数据来源: 安信证券研究中心

2.3. 目前经营模式下市场痛点多, 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。

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 4: 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

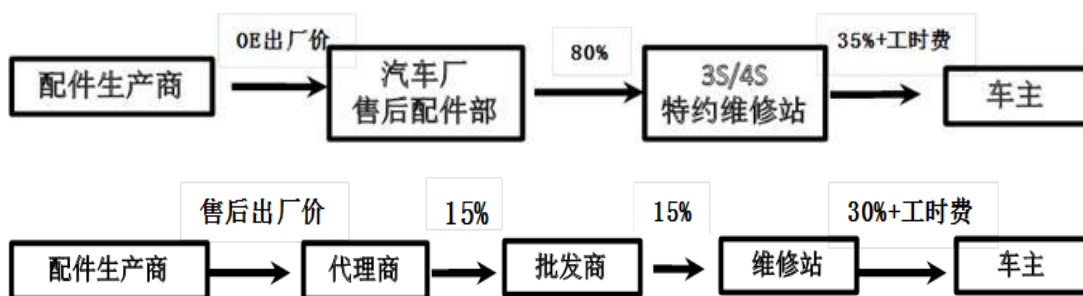
表 5: 国内汽修行业现状

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: 安信证券研究中心

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

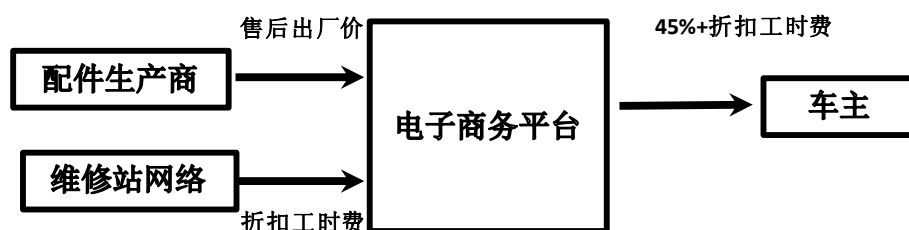


数据来源: 安信证券研究中心

2.3.2. 汽车后市场电商有望带来共赢局面

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 17: 电商化经营模式给车主带来实惠



数据来源: 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。

2.3.3. 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。

表 6：汽车后市场商业模式百花齐放

商业模式	代表企业
销售配件+服务站人工费	    
导流模式-独立维修站	   
导流模式-4S店	 
轮胎专项	 
自建服务站+线上导流	  
上门养车	 

数据来源：安信证券研究中心

3. 反垄断政策下将推动汽车独立后市场获得更大发展

《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 7:《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：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。

表 8: 今年以来的反垄断调查事件

时间	政策/反垄断事件	主要内容/调查结果
2014-7-2	商务部调查科力远、丰田中国、PEVE、新中源和丰田通商	认定科力美公司对中国混合动力汽车企业产生封锁效应（为丰田混动车供货），要求科力美应该在投产后3年内实现产品的对外销售
2014-8-1	国家工商总局调查汽车经销商领域	停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作
2014-8-4	上海发改委和江苏物价局调查奔驰上海办事处	奔驰下调维修配件价格、克莱斯勒等企业紧跟下调产品和零部件价格
2014-8-6	发改委调查日本12家汽车零部件企业	认定其在汽车零部件和轴承价格上有垄断行为
2014-8-13	湖北物价局调查武汉4家宝马4S店	认定4家宝马4S店协商统一收取PDI检测费构成价格垄断
2014-8-13	湖北物价局和发改委调查一汽-大众奥迪	奥迪德国总部接受中国当局向其开出的2亿元反垄断罚单
2014-8-17	江苏物价局调查苏州、无锡、淮安、扬州、丹阳5市的奔驰经销商	认定其为纵向价格垄断，对下游售后市场的零部件价格以及维护保养价格进行控制
2014-8-20	发改委调查日本8家汽车零部件公司、4家轴承公司	8家零部件公司被处罚金8.32亿，4家轴承公司被处罚金4亿，合计12.3亿，是反垄断开出的最高金额罚

数据来源：安信证券研究中心

4. 公司战略重心转向汽车后市场，看好其未来发展

公司未来发展的战略目标是打造“汽车精细化学品”、“汽车销售服务”和“汽车维修保养”三大业务板块，覆盖汽车产业链的上下游业务，并在技术开发、销售渠道、管理体系等方面实现互联互通的促进整合效应，使公司发展为汽车精细化学品及汽车售后市场的高端综合服务提供商。

4.1. 募资近10亿元布局汽车后市场

目前汽车后市场模式主要包括特约维修店(4S店)、专业大型汽修公司、连锁经营2S店、低成本街边店等不同的经营模式。

从消费者的消费行为来看，车龄在4年以下的车的售后服务通常在4S店进行，而车龄大于4年后，出于对价格的考虑，更多的车主会选择2S店等其他渠道。在独立售后市场中，品牌连锁性经营能够更好地满足成熟消费者在专业技术、价格、速度、质量可靠的配件及便利性方面的需求。统计数据显示，目前中国9000万乘用车的平均车龄在3.5年左右。连锁经营的2S店处于快速发展期，凭借着服务快捷、品质保证、运营规范等优势成为了中档车和超过保修期以外高档车的首选售后服务场所。

图 18：不同经营模式的特点

项目	特约维修店(4S店)	专业大型汽修公司	连锁经营 2S 店	低成本街边店
发展阶段	成熟	传统/成熟	快速发展	面临压力
品牌	知名度高	知名度高	具备影响力	无
网点分布	店面少	店面少	连锁经营，网点多	店面多
服务规范	标准化	规范	标准化	无
便捷程度	流程多	流程多	快速、便捷	快速
服务项目	多项目	大修为重	多项目	少项目
服务对象	单一品牌	多品牌	多品牌	多品牌
配件质量	高	中等	中等	低
收取费用	高	高	中等	低

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司采用“直营+签约”的模式布局汽车后市场。公司投资建设的2S店提供养护维修服务，同时为签约加盟店供应养护产品与维修部件。

2013年以来，公司在做大做强汽车精细化学品业务的基础上，积极拓展汽车销售和售后维修业务，通过收购经营“奔驰”和“讴歌”品牌汽车4S店业务，并设立了长春德联汽车维修服务有限公司试点推行汽车售后市场2S店业务。

公司4月发布《非公开发行股票预案》，拟通过非公开发行股票形式向不超过10名特定对象募集资金近10亿元用于汽车售后市场2S点连锁经营建设项目。在募集资金到位之前，公司将视情况利用自筹资金进行先期的项目投资。

公司计划将在未来三年内在12个平均汽车保有量超过170万辆的主要城市建设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。形成服务一站式、配件多样化、维修标准化、经营规范化的乘用车售后服务体系，为车主提供维修、安检、保养、装饰、更换配件等售后服务。

图 19：公司 2S 店经营业务

店铺类型		经营业务范围
旗舰店	标准店	1、快修保养： 安全检测，更换发动机油、变速箱油、动力转向油、防冻液、制冷剂，换车灯、换空气格、换刹车皮、补胎、车胎加气等保养服务，销售汽油添加剂 2、美容装饰： (1) 服务：洗车、精致洗车、漆面打蜡、漆面封釉、漆面镀膜、内室干洗、内室消毒、发动机清洗、底盘防锈 (2) 装饰精品：隔热防爆膜、座椅真皮、婴儿安全座椅、倒车雷达、防盗锁、导航仪、其他车用品
		3、钣金喷漆：钣金修复、漆面喷漆 4、改装：包围、外部装架（行李架、前后杠）

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

公司汽车售后市场2S店连锁经营建设项目的成功实施后，未来公司汽车精细化学品的应

用领域将从整车厂 OEM 市场拓展至规模更大、利润更高的 AM 市场，带动公司营业收入和盈利能力的双重增长。

4.2. 公司设立电子商务公司探索汽配 O2O

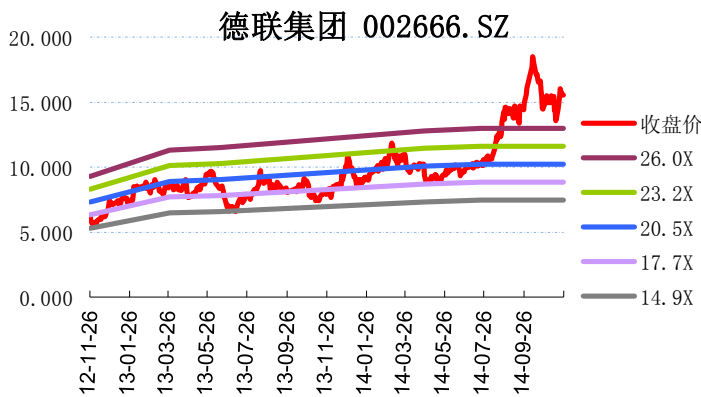
2014 年 9 月，公司设立全资子公司上海德联优鸿电子商务有限公司。随着互联网的发展，我们的生活将越来越离不开互联网。此次公司建立点知商务平台，有利于推动公司的营销模式和贸易发展方式的转变，实现公司业务的持续发展。公司未来计划开发一个线上平台，但是现阶段还需要和其他大型成熟的平台合作，公司的目标是实现各个渠道的整合。

公司目前有超过 24 种产品可应用于汽车售后市场，目前已有多种产品放在网上进行售卖，现阶段燃油清净剂网络销售情况比较好。未来随着公司电商平台的搭建完成，渠道优势更加明显，同时将有通过整合后市场渠道向平台型企业转型。

4.3. 投资建议：看好公司未来广阔发展空间

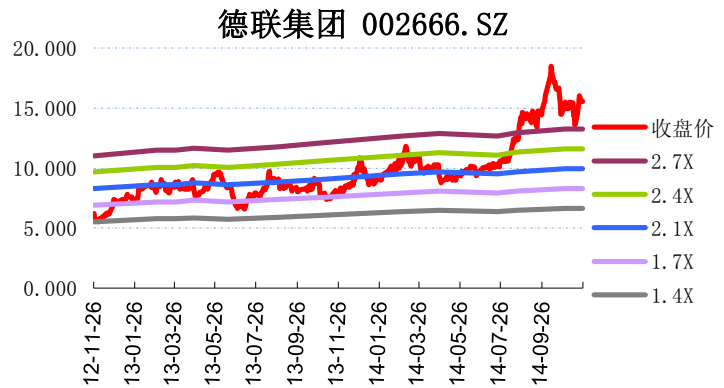
公司过去的增长主要依靠汽车产销量的持续增长和份额提高，这一助推力未来仍将持续，同时国内车龄上升、反垄断政策出台等都在不断催生一个潜力巨大的汽车后市场，我们认为这将是一个风口。公司作为国内汽车化学品主要供应商，一方面面临维修市场需求量的增加，一方面有望转型积极探索 2S 店和 O2O 电商，因此我们看好其未来广阔的发展空间。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.56、0.69、0.85，给予买入-A 评级，6 个月目标价 22 元。

图 20：德联集团 PE-Bands



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 21：德联集团 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(2014年12月01日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(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	成长性					
减:营业成本	1,039.1	1,288.6	1,474.7	1,734.4	2,052.1	营业收入增长率	19.0%	22.2%	14.0%	18.2%	19.3%
营业税费	6.6	7.8	8.5	10.1	12.1	营业利润增长率	23.0%	12.8%	10.6%	22.2%	24.9%
销售费用	33.4	44.4	48.3	57.1	68.1	净利润增长率	21.8%	11.3%	12.3%	22.1%	24.6%
管理费用	67.3	81.3	98.5	116.4	138.9	EBITDA 增长率	16.7%	8.8%	10.6%	20.2%	24.0%
财务费用	0.4	-9.0	-6.4	-8.5	-8.9	EBIT 增长率	15.8%	7.7%	12.4%	21.9%	25.6%
资产减值损失	2.3	9.7	4.0	5.3	6.3	NOPLAT 增长率	13.3%	8.7%	12.8%	21.9%	25.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.4%	69.3%	-12.4%	31.7%	0.3%
投资和汇兑收益	-	1.7	0.6	0.8	1.0	净资产增长率	115.6%	8.2%	9.0%	10.0%	11.4%
营业利润	185.5	209.3	231.4	282.7	353.2	利润率					
加:营业外净收支	3.7	0.4	1.8	2.0	1.4	毛利率	22.1%	21.0%	20.7%	21.1%	21.7%
利润总额	189.2	209.6	233.2	284.7	354.6	营业利润率	13.9%	12.8%	12.4%	12.9%	13.5%
减:所得税	45.4	48.8	53.6	65.5	81.6	净利润率	10.8%	9.8%	9.7%	10.0%	10.4%
净利润	143.7	159.9	179.6	219.2	273.1	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%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	35	33	31	23	17
货币资金	749.9	420.3	665.3	526.8	725.9	流动营业资本周转天数	119	135	137	132	134
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	286	304	279	264	254
应收帐款	153.5	319.4	178.8	399.9	317.8	应收帐款周转天数	42	52	48	47	49
应收票据	71.1	64.2	93.9	95.7	126.6	存货周转天数	84	88	85	86	85
预付帐款	37.1	53.4	95.0	54.0	121.6	总资产周转天数	336	368	347	318	297
存货	334.6	462.2	411.3	634.8	605.9	投资资本周转天数	164	188	194	178	170
其他流动资产	-	91.3	30.4	40.6	54.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.4%	10.6%	11.0%	12.2%	13.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	9.0%	9.9%	10.6%	12.1%
长期股权投资	-	3.1	3.1	3.1	3.1	ROIC	24.2%	24.3%	16.2%	22.5%	21.5%
投资性房地产	15.1	14.8	14.8	14.8	14.8	费用率					
固定资产	134.8	166.2	150.1	133.9	117.8	销售费用率	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
在建工程	10.0	86.0	86.0	86.0	86.0	管理费用率	5.0%	5.0%	5.3%	5.3%	5.3%
无形资产	29.8	57.6	55.5	53.4	51.3	财务费用率	0.0%	-0.6%	-0.3%	-0.4%	-0.3%
其他非流动资产	21.0	40.7	21.3	27.5	29.7	三费/营业收入	7.6%	7.2%	7.6%	7.5%	7.6%
资产总额	1,557.1	1,779.2	1,805.4	2,070.4	2,254.5	偿债能力					
短期债务	28.1	41.6	-	-	-	资产负债率	10.7%	15.5%	9.2%	12.9%	10.9%
应付帐款	104.3	141.8	115.5	198.4	175.4	负债权益比	12.0%	18.3%	10.1%	14.8%	12.3%
应付票据	-	39.9	15.0	22.6	27.3	流动比率	8.14	5.29	9.06	6.68	8.11
其他流动负债	32.9	43.1	32.3	41.3	38.0	速动比率	6.12	3.56	6.53	4.26	5.59
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	431.78	-22.22	-35.41	-32.22	-38.49
其他非流动负债	1.9	8.5	3.6	4.7	5.6	分红指标					
负债总额	167.2	275.0	166.4	266.9	246.2	DPS(元)	0.24	0.15	0.14	0.17	0.21
少数股东权益	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	分红比率	53.5%	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	160.0	320.0	320.0	320.0	320.0	股息收益率	1.5%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%
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						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	143.8	160.8	179.6	219.2	273.1	EPS(元)	0.45	0.50	0.56	0.69	0.85
加:折旧和摊销	16.2	19.7	18.2	18.2	18.2	BVPS(元)	4.34	4.69	5.11	5.63	6.27
资产减值准备	2.3	9.7	-	-	-	PE(X)	38.7	34.8	31.0	25.4	20.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8
财务费用	7.6	0.5	-6.4	-8.5	-8.9	P/FCF	-118.2	-21.0	20.6	-71.7	20.6
投资损失	-	-1.7	-0.6	-0.8	-1.0	P/S	4.2	3.4	3.0	2.5	2.1
少数股东损益	0.1	1.0	-	-	-	EV/EBITDA	7.9	12.4	20.0	17.1	13.2
营运资金的变动	-77.1	-327.9	133.5	-321.2	-23.9	CAGR(%)	15.1%	19.3%	15.0%	15.1%	19.3%
经营活动产生现金流量	106.8	-45.4	324.3	-93.0	257.5	PEG	2.6	1.8	2.1	1.7	1.1
投资活动产生现金流量	-37.8	-251.4	0.6	0.8	1.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	456.5	-37.2	-79.9	-46.3	-59.3	REP					

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、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

