

## 业绩符合预期，继续看好后市场转型之路

■事件：公司公告14年业绩快报，实现营业收入17亿元、同比增长5.8%，实现归属于上市公司股东的净利润为1.7亿元、同比增长6.7%，EPS为0.53元，公司业绩符合预期。

■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15年将是独立维修市场需求大增元年且空间很大，主要体现在两方面，一海量用户万亿空间，二4S店市场目前2倍于独立维修市场，我们判断这个数字以后会倒过来。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。

■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，同时将有机会通过整合后市场渠道向平台型企业转型。

■借势而为，看好公司战略重心转向汽车后市场：公司在后市场布局积极，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。我们草根调研了解B端维修站的关键需求在于“快速响应、品种齐全、质优价廉”，而公司作为汽车化学品龙头企业原装正品，品种繁多（覆盖70%品种80%车型）、供应链较强（覆盖全国的贴厂基地）且管理层转型坚决（15-16年计划覆盖2万家2S店），我们看好公司未来在该领域的表现。

■看好公司积极转型覆盖独立后市场海量用户，维持“买入-A”评级：我们认为公司继主机厂后积极覆盖独立后市场的意义重大，短期看2S店将直接拉动产品销售放量，中长期看覆盖大量2S店后形成汽车消费品平台（难点在于地推能力、供应链及服务能力以及互联网体验等），我们继续看好其未来广阔的发展空间。我们预计公司15-16年EPS分别为0.64、1.03元（保守假设按照增发摊薄7000万股本计算），维持“买入-A”评级，6个月目标价25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	1,725.2	2,159.9	3,138.4
净利润	143.7	159.9			
每股收益(元)	0.45	0.50			
每股净资产(元)	4.34	4.69			

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	50.0	44.9			
市净率(倍)	5.2	4.8			
净利润率	10.8%	9.8%			
净资产收益率	10.4%	10.6%			
股息收益率	1.1%	0.7%			
ROIC	24.2%	24.3%			

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

25.00元

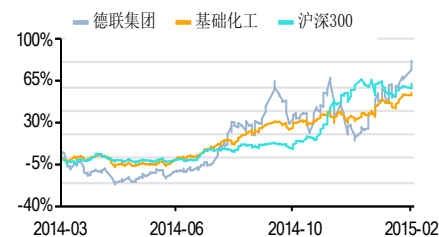
股价(2015-02-27)

22.44元

交易数据

总市值(百万元)	7,180.80
流通市值(百万元)	2,546.18
总股本(百万股)	320.00
流通股本(百万股)	113.47
12个月价格区间	8.90/22.44元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	29.85	10.02	50.95
绝对收益	29.79	39.73	116.81

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

公司汽车后 MB2B2C 战略出鞘，看好风口下业务快速扩张	2015-01-14
汽车后市场大风将起，看好公司转型发展	2014-12-01
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

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年03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
<b>营业收入</b>	<b>1,334.6</b>	<b>1,630.3</b>	<b>1,725.2</b>	<b>2,159.9</b>	<b>3,138.4</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,039.1	1,288.6	1,376.7	1,681.5	2,394.6	营业收入增长率	19.0%	22.2%	5.8%	25.2%	45.3%
营业税费	6.6	7.8	7.9	9.9	14.4	营业利润增长率	23.0%	12.8%			
销售费用	33.4	44.4	44.9	56.2	81.6	净利润增长率	21.8%	11.3%			
管理费用	67.3	81.3	91.4	114.5	166.3	EBITDA 增长率	16.7%	8.8%	-0.3%	42.2%	58.7%
财务费用	0.4	-9.0				EBIT 增长率	15.8%	7.7%	0.3%	46.0%	62.3%
资产减值损失	2.3	9.7	4.0	5.3	6.3	NOPLAT 增长率	13.3%	8.7%			
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.4%	69.3%			
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%			
<b>营业利润</b>	<b>185.5</b>	<b>209.3</b>				<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	3.7	0.4	1.8	2.0	1.4	毛利率	22.1%	21.0%	20.2%	22.2%	23.7%
<b>利润总额</b>	<b>189.2</b>	<b>209.6</b>				营业利润率	13.9%	12.8%			
减:所得税	45.4	48.8				净利润率	10.8%	9.8%			
<b>净利润</b>	<b>143.7</b>	<b>159.9</b>				EBITDA/营业收入	15.1%	13.5%	12.7%	14.4%	15.8%
						EBIT/营业收入	13.9%	12.3%	11.6%	13.6%	15.2%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	35	33	33	24	14
货币资金	749.9	420.3				流动营业资本周转天数	119	135			
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	286	304			
应收帐款	153.5	319.4	143.0	425.9	433.5	应收帐款周转天数	42	52	48	47	49
应收票据	71.1	64.2	82.6	103.8	162.3	存货周转天数	84	88	85	85	83
预付帐款	37.1	53.4	85.1	59.4	145.6	总资产周转天数	336	368			
存货	334.6	462.2	353.2	661.0	786.8	投资资本周转天数	164	188			
其他流动资产	-	91.3				<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.4%	10.6%			
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	9.0%			
长期股权投资	-	3.1	3.1	3.1	3.1	ROIC	24.2%	24.3%			
投资性房地产	15.1	14.8	14.8	14.8	14.8	<b>费用率</b>					
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%			
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%			
<b>资产总额</b>	<b>1,557.1</b>	<b>1,779.2</b>				<b>偿债能力</b>					
短期债务	28.1	41.6				资产负债率	10.7%	15.5%			
应付帐款	104.3	141.8	98.4	205.9	230.2	负债权益比	12.0%	18.3%			
应付票据	-	39.9	14.0	22.5	35.8	流动比率	8.14	5.29			
其他流动负债	32.9	43.1	31.7	41.7	40.4	速动比率	6.12	3.56			
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	431.78	-22.22			
其他非流动负债	1.9	8.5	3.6	4.7	5.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>167.2</b>	<b>275.0</b>				DPS(元)	0.24	0.15			
<b>少数股东权益</b>	<b>2.0</b>	<b>3.0</b>				分红比率	53.5%	30.0%			
股本	160.0	320.0	320.0	390.0	390.0	股息收益率	1.1%	0.7%			
留存收益	1,228.0	1,181.4									
<b>股东权益</b>	<b>1,390.0</b>	<b>1,504.2</b>									

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				EPS(元)	0.45	0.50			
加:折旧和摊销	16.2	19.7	18.2	18.2	18.2	BVPS(元)	4.34	4.69			
资产减值准备	2.3	9.7	-	-	-	PE(X)	50.0	44.9			
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.2	4.8			
财务费用	7.6	0.5				P/FCF	-152.6	-27.1			
投资损失	-	-1.7	-0.6	-0.8	-1.0	P/S	5.4	4.4	4.2	4.1	2.8
少数股东损益	0.1	1.0				EV/EBITDA	7.9	12.4			
营运资金的变动	-77.1	-327.9	229.8	-475.4	-256.5	CAGR(%)					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>106.8</b>	<b>-45.4</b>				PEG					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-37.8</b>	<b>-251.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>456.5</b>	<b>-37.2</b>				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
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	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

