

投资评级：强烈推荐（维持）
分析师

施伟锋 0755-83665774

Email: shiwf@cgws.com

执业证书编号: S1070515080002

杨超 0755-83663214

Email: ychao@cgws.com

执业证书编号: S1070512070001

余嫒嫒 021-61680360

Email: yuyy@cgws.com

执业证书编号: S1070512120001

市场数据

目前股价	12.57
总市值(亿元)	94.82
流通市值(亿元)	28.82
总股本(万股)	75,433
流通股本(万股)	22,925
12个月最高/最低	21.07/6.26

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,965	2,365	2,950
(+/-%)	14.1%	20.4%	24.7%
净利润	195	247	316
(+/-%)	20.9%	26.3%	28.2%
摊薄 EPS	0.52	0.65	0.84
PE	24.3	19.2	15.0

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩符合预期，售后市场业务稳步推进中>> 2014-10-30

2s 店逐渐落地，车后市场项目正式启动

——德联集团（002666）公司动态点评

投资建议

公司车后市场首家 2s 旗舰店落地，期待旗舰店示范效应带动公司售后市场业务全面开花。另外，公司 2s 店与上海国际汽车城合作介入电动车租还服务，未来双方有望进一步合作。预计 15-17 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.65 元和 0.84 元，当前股价对应 PE 分别为 24 倍、19 倍和 15 倍，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- 2s 店逐渐落地，车后市场项目正式启动：**公司 2s 旗舰店“德联汽车生活馆”将于 10 月 27 日在上海南翔开业，这是公司进军车后市场线下的第一个直营旗舰店。旗舰店不仅包含了标准化的汽车美容、汽车维修、汽车配件零售等常见的汽车养护服务内容，同时还精心设置了极具时尚气息的热销车及改装车展示区、用于观摩汽车无尘贴膜过程的透明“时光廊”、客户静享汽车音乐、咖啡香茗的室内和户外休闲区，将诸多元素融为一体，比许多品牌 4s 店更加上档次。公司增发募投 110 家直营店，同时发展加盟店，此次旗舰店的开设成效对于后续加盟将会有非常大的示范效应。我们认为汽车后市场受益于反垄断和维修技术公开等国家政策的支持，将迎来黄金发展时期，公司汽车后市场业务将为公司打开新的成长空间。
- 公司布局 2s 店具有明显的竞争优势：**首先，公司的产品供应国内欧美系 90% 以上的市场，在 OEM 市场的占有率非常高。依托“原装”耗材的优势，使得公司在 2s 店品牌形象的树立上具有竞争优势。其次，公司作为汽车维修保养耗材的生产商，采用自产原料，减少耗材流通环节，盈利能力明显强于一般的维修店。第三，公司通过设立 4s 店，积累技术人才，为公司 2s 店提供技术、服务支持。第四，公司“贴厂基地”覆盖了国内东北、华东、华南和西南等主要汽车产业集群。2s 店投资布局于“贴厂基地”辐射周边，既能够降低产品运输成本，又能够提高服务质量和反应速度。
- 建设汽配 MB2B2C 闭环，有望颠覆传统经销商模式：**公司 MB2B2C 平台销售模式的核心在于去中介化，将原有的经销商转变为推广服务商、物流配送商，而公司则与终端维修店和消费者直接建立联系，将顾客保持在公司建立的体系内。公司 MB2B2C 平台的建立并不是从零开始，公司原有的经销商已经拥有一定量的维修店资源，平台一旦建立，公司可以将原有的约 2500 家门店及其终端消费客户导入平台。同时，公司还将尽可能保障所有参与者能够得到利益的提升，确保 MB2B2C 平台的可持续发展。通过 MB2B2C 平台，公司不但可以扩大销售规模，还

<<财务费用拖累公司业绩，售后市场面临政策机遇>> 2014-08-18

<<德联集团：售后维修市场迎来重大政策利好驱动>> 2014-08-13

可以积累大数据，利用大数据，强化自身供应链管理和客户营销管理。

- **与上海国际汽车城合作，介入电动车租还服务：**据公开资料，德联集团已经与上海国际汽车城达成战略合作，将共同推动智能电汽车分时租赁业务。即将开张的上海“德联汽车生活馆”目前已经摆放着绿色电动车，还有标记有 EVCARD 字样的电动车充电桩和电动车自助租还装置。公司的客户可以在德联车护的所有直营门店以及部分加盟门店实时租赁到智能电动车，而且从预约、取车、还车，到结账的全过程，均可通过手机 APP 完成。分时租赁是上海市推广新能源汽车的重点方式，按照上海国际汽车城公布的数据，上海目前已经接近 200 个分时租赁网点，而到今年底计划增加至 500 个。公司介入这一块业务，我们推测，一方面是顺应上海发展新能源汽车分时租赁的趋势，充分发挥 2s 店的效益。另一方面，上海国际汽车城属于国资背景，植根汽车产业，与公司 2s 店未来的发展可能存在进一步深入合作的可能。
- **风险提示：**乙二醇等原料价格上涨风险；售后市场进展低于预期风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,630.29	1,722.52	1,964.53	2,365.30	2,949.53	成长性					
营业成本	1,288.61	1,355.52	1,534.30	1,840.20	2,285.00	营业收入增长	22.2%	5.7%	14.1%	20.4%	24.7%
销售费用	44.43	54.71	58.94	70.96	88.49	营业成本增长	24.0%	5.2%	13.2%	19.9%	24.2%
管理费用	81.27	99.02	107.28	123.38	149.65	营业利润增长	12.8%	-5.1%	21.0%	26.4%	28.3%
财务费用	(9.01)	7.09	13.91	13.71	19.98	利润总额增长	10.8%	-4.4%	20.4%	26.3%	28.2%
投资净收益	0.00	1.03	0.00	0.00	0.00	净利润增长	11.3%	1.0%	20.9%	26.3%	28.2%
营业利润	209.26	198.56	240.27	303.72	389.67	盈利能力					
营业外收支	0.36	1.80	1.00	1.00	1.00	毛利率	21.0%	21.3%	21.9%	22.2%	22.5%
利润总额	209.62	200.36	241.27	304.72	390.67	销售净利率	9.8%	9.4%	9.9%	10.4%	10.7%
所得税	48.82	37.78	44.64	56.37	72.27	ROE	10.6%	10.0%	11.1%	12.8%	14.7%
少数股东损益	0.95	1.08	1.30	1.64	2.10	ROIC	10.9%	10.2%	11.4%	12.6%	14.1%
净利润	159.85	161.51	195.34	246.70	316.29	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	2.7%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
流动资产	1,410.90	1,351.84	1,418.50	1,705.44	2,034.87	管理费用/营业收入	5.0%	5.7%	5.5%	5.2%	5.1%
货币资金	420.32	285.91	471.49	567.67	707.89	财务费用/营业收入	-0.6%	0.4%	0.7%	0.6%	0.7%
应收账款	312.80	296.38	225.11	271.04	337.98	投资收益/营业利润	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	64.23	40.82	117.87	141.92	88.49	所得税/利润总额	23.3%	18.9%	18.5%	18.5%	18.5%
存货	462.24	609.09	525.45	630.21	782.53	应收账款周转率	7.07	5.66	7.53	9.53	9.69
非流动资产	368.31	650.18	733.16	808.85	878.28	存货周转率	3.23	2.53	2.70	3.18	3.23
固定资产	252.16	425.26	513.43	594.31	668.93	流动资产周转率	1.18	1.25	1.42	1.51	1.58
资产总计	1,779.21	2,002.03	2,151.66	2,514.30	2,913.15	总资产周转率	0.98	0.91	0.95	1.01	1.09
流动负债	266.46	375.75	389.74	578.53	754.51	偿债能力					
短期借款	41.58	175.39	150.00	150.00	150.00	资产负债率	15.5%	19.1%	18.4%	23.2%	26.1%
应付款项	174.32	182.91	142.92	176.46	250.41	流动比率	5.29	3.60	3.64	2.95	2.70
非流动负债	8.53	7.48	5.48	5.48	5.48	速动比率	3.56	1.98	2.29	1.86	1.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	274.99	383.22	395.22	584.01	759.98	EPS	0.42	0.43	0.52	0.65	0.84
股东权益	1,504.21	1,618.80	1,756.45	1,930.29	2,153.17	每股净资产	3.99	4.29	4.66	5.12	5.71
股本	320.00	320.00	377.16	377.16	377.16	每股经营现金流	(0.12)	0.00	1.03	0.78	0.96
留存收益	1,178.25	1,290.68	1,369.34	1,540.89	1,760.82	每股经营现金/EPS	(0.28)	0.00	1.98	1.19	1.14
少数股东权益	2.98	4.06	4.97	6.12	7.59	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债和权益总计	1,779.21	2,002.03	2,151.66	2,514.30	2,913.15	PE	29.66	29.35	24.27	19.22	14.99
现金流量表					(百万)	PEG	2.81	1.24	0.92	0.68	-
经营活动现金流	(45.38)	0.29	387.68	293.84	362.01	PB	3.15	2.93	2.70	2.46	2.20
其中营运资本减少	(302.98)	(100.86)	156.37	(1.90)	(13.17)	EV/EBITDA	14.69	19.07	15.17	12.52	10.16
投资活动现金流	(251.39)	(214.14)	(100.93)	(99.93)	(99.93)	EV/SALES	2.07	14.99	13.50	11.28	8.98
其中资本支出	(126.73)	(258.06)	(101.00)	(100.00)	(100.00)	EV/IC	2.18	1.95	1.81	1.62	1.46
融资活动现金流	(37.17)	77.36	(26.83)	(74.01)	(94.89)	ROIC/WACC	0.86	0.80	0.90	0.99	1.11
净现金总变化	(333.94)	(136.49)	259.92	119.90	167.19	REP	2.55	2.44	2.02	1.63	1.31

研究员介绍及承诺

施伟锋: 2007年至2013年就读于中山大学,获材料化学、会计学双学士学位,金融硕士学位。2013年加入长城证券,目前任化工行业分析师。

杨超: 2006-2012年任职于鹏华基金,从事化工行业研究。2012年加入长城证券,任化工行业分析师。

余嫒嫒: 2010-2012年任职于国金证券,2012年加入长城证券,任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则,独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点,不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,除非另有说明,所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布,亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据,不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发,需注明出处为长城证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

王 涛: 0755-83516127, 13808859088, wangt@cgws.com

李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>