



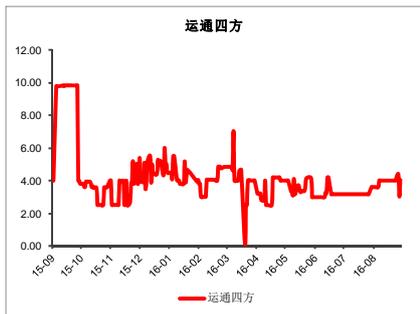
汽车 | 汽车服务 II

2016-09-19
公司深度研究报告
买入/首次

运通四方 (830788)

基于供应链效率提升的利益共享——运通四方投资价值分析报告

■ 走势对比



■ 子行业评级：无

相关研究报告：无

证券分析师：张学

电话：010-88321528

执业资格证书编码：S1190511030001

分析师助理：张文臣

电话：010-88321731

报告摘要

公司合理估值区间：3.91-5.26 元/股。综合相对估值以及绝对估值的结果，我们认为公司合理价值区间在 3.91-5.26 元/股，对应 2017 年静态市盈率区间为 19.55-26.3 倍。

商用车配件服务行业亟待整合。商用车配件服务行业市场规模超过 3600 亿，规模巨大，但行业集中度低，传统商业模式存在层层加价、重复库存、渠道混乱、效率低下等弊端，行业亟待整合。

公司为行业龙头企业，产业基础雄厚。公司销售区域覆盖了广东、海南、广西、福建、湖北、江苏。拥有 4000 家左右的经销商客户、40000 家左右的修理厂客户、50 多条支线物流、7 万平米仓储，公司销售产品覆盖绝大多数商用车车型。

公司“传统+互联网”模式可提升供应链效率。公司通过中配网电商平台将产品从厂商直达消费终端，省去中间环节，打破传统多级经销的模式，使得产品价格透明、质量可靠，加盟商共享存货，信息共享，分工协作，提高了整条供应链的效率，降低了服务成本。

变革并非零和游戏，而是相关方利益共享。公司通过供应链效率的提升，可对上游厂商、业内经销商、修车厂以及终端客户带来利益，更容易得到各方的认可，我们认为公司“传统+互联网”业务模式成功的概率很大。

公司从事电商业务具有独特的竞争优势。公司有庞大的产品信息库、坚实的产业基础、具有跨行业管理经验的团队，可以形成线上线下良好互动，竞争对手难以模仿与超越。

盈利预测：预计 2016 年-2018 年，公司实现营业收入分别为：7.87 亿元、10.15 亿元和 12.69 亿元，实现归属于母公司股东的净利润分别为：74 万元、2164 万元和 5433 万元，每股收益分别为：0.01 元、0.20 元和 0.50 元。

风险提示：区域拓展不及预期；资金瓶颈制约业务拓展，规模过大的存货将使公司面临财务风险；跨行业管理更加复杂，存决策失误风险；公司所处行业与宏观经济高度相关，宏观经济波动会给公司带来系统风险。

正文目录

一、 估值区间：3.91-5.26 元/股	4
1、 相对估值	4
2、 绝对估值	4
3、 估值区间	4
二、 公司简介	5
三、 商用车配件服务行业亟待整合	7
1、 商用车配件存量市场巨大	7
2、 传统商业模式效率低下	9
四、 以传统+电子商务优化商用车配件供应链	11
1、 公司线下产业基础雄厚	11
2、 传统+互联网模式优化供应链	14
3、 基于供应链效率提升的利益共享	17
五、 竞争优势	18
1、 庞大的产品、知识数据库	18
2、 坚实的产业基础	18
3、 良好的供应链生态	18
4、 具有跨行业管理经验的团队	18
5、 线上线下互动	18
六、 盈利预测	18
1、 基本假设	18
2、 盈利预测	18
七、 风险提示	20
1、 区域拓展不及预期	20
2、 资金瓶颈制约业务拓展	20
3、 经营管理风险	20
4、 宏观经济波动风险	20

图表目录

图表 1: 运通四方与同业公司估值比较.....	4
图表 2: 估值假设.....	4
图表 3: 估值敏感性分析.....	4
图表 4: 营业收入(万元).....	5
图表 5: 归属母公司股东净利润(万元).....	5
图表 6: 两次定增情况.....	6
图表 7: 十大股东明细.....	6
图表 8: 控股子公司.....	6
图表 9: 汽车产业链.....	7
图表 10: 旅客周转量 亿人公里.....	8
图表 11: 高铁运营里程 公里.....	8
图表 12: 国内旅游人数 亿人.....	8
图表 13: 公路客运汽车保有量 辆.....	8
图表 14: 货物周转量 万吨公里.....	8
图表 15: 载货用商用车保有量 辆.....	8
图表 16: 我国网络购物总规模 亿人.....	9
图表 17: 我国网络购物人均消费额 元.....	9
图表 18: 全国纳入统计的配件及配件企业数量 家.....	9
图表 19: 汽车配件及配件制造营业收入 万元.....	9
图表 20: 传统汽车配件服务商业模式.....	10
图表 21: 传统商业模式的弊端.....	10
图表 22: 互联网模式.....	11
图表 23: 销售覆盖区域.....	12
图表 24: 传统业务流程.....	13
图表 25: 中配网产品信息-1.....	14
图表 26: 中配网产品信息-2.....	14
图表 27: 物流配送图示.....	14
图表 28: 中配电商平台.....	15
图表 29: 多对多传统业务模式.....	15
图表 30: 多对一电商平台模式.....	15
图表 31: 中配电商供应链平台.....	16
图表 32: 公司未来 5 年规划.....	17
图表 33: 运通四方盈利预测表(单位:万元).....	19

一、 估值区间：3.91-5.26 元/股

1、 相对估值

业内在新三板挂牌的有两家公司，分别为 ST 诸葛和正大富通，这两家公司由于亏损，市盈率指标无参考意义，ST 诸葛由于最近一期市净率为负，市净率指标也无参考意义。

图表 1：运通四方与同业公司估值比较

股票代码	股票简称	收盘价	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率			市净率 2016-2Q
				2013	2014	2015	2013	2014	2015	
833933.oc	ST 诸葛	11.55	10.00	-0.72	-4.68	-11.96	-	-	-	-4.88
831794.oc	正大富通	8.20	7.89	-0.08	-0.11	-0.05	-	-	-	5.31
830788.oc	运通四方	4.04	4.40	0.13	0.06	0.01	31.08	67.33	808.00	1.76

资料来源：WIND，太平洋证券整理

根据我们的盈利预测，综合考虑公司未来的收入利润增长情况，拓展业务的进展情况及公司所面临的风险因素，我们认为公司股价的合理的估值区间为 2017 年每股收益 0.2 元的 20-25 倍，对应股价区间为：4-5 元/股。

2、 绝对估值

我们用 DCF 法对公司进行估值，得到公司估值为 4.54 元/股，合理估值范围为 3.91 元-5.26 元/股之间。

图表 2：估值假设

项目	假设	项目	假设
永续期增长率	1.00%	β 系数	1.02
无风险利率 Rf	3.00%	债务资本成本 Kd	5.00%
市场组合报酬率 Rm	10.50%	股权资本成本 Ke	10.65%
有效税率 Tx	30.00%	WACC	9.94%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 3：估值敏感性分析

WACC	永续增长率 (g)						
	0.75%	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%	1.33%
7.46%	6.57	6.64	6.72	6.81	6.91	7.03	7.16
8.21%	5.77	5.83	5.89	5.96	6.04	6.12	6.23
9.03%	5.06	5.10	5.15	5.20	5.26	5.33	5.41
9.94%	4.42	4.46	4.49	4.54	4.58	4.64	4.70
10.93%	3.86	3.88	3.91	3.95	3.98	4.02	4.07
12.02%	3.35	3.37	3.40	3.42	3.45	3.48	3.52
13.22%	2.90	2.92	2.94	2.96	2.98	3.00	3.03

资料来源：WIND，太平洋证券整理

3、 估值区间

综合相对估值以及绝对估值的结果，我们认为公司合理价值区间在 3.91-5.26 元/股，对应 2017 年静态市盈率区间为 19.55-26.3 倍。

二、 公司简介

1、 历史沿革

公司前身为“广州市运通四方实业有限公司”，成立于1999年，成立后经过多次增资扩股，2011年，公司名称变更为“广东运通四方汽车配件有限公司”，2013年10月，公司整体变更为“运通四方汽配供应链股份有限公司”，2014年6月9日，公司在新三板挂牌，股票简称：运通四方，代码：830788，所属行业：汽车零配件批发，目前总股本：10896.33万股。

2、 公司业务

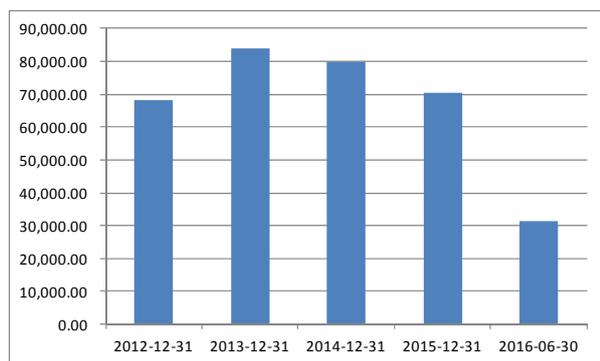
公司主要业务为商用车配件流通服务，产品基本覆盖国内商用车各类品牌及型号，通过丰富的产品组合，规模化的采购，信息化的管理和高效的物流配送体系，将汽车配件及时、准确、低成本地交付客户，并在服务过程中提供专业技术支持。经过十余年的经营，公司销售网络逐渐完善，在广东、海南、湖南、广西、福建、湖北、江苏等省设有多家子公司，销售区域覆盖上述省份，在广东的销售网络覆盖至镇一级，在珠三角覆盖至村一级。

2015年4月，公司决定发展汽配电商业务，推动公司由传统的商用车配件流通企业全面转型为电子商务企业，公司拟通过电商平台整合商用车配件行业，改变行业较为散乱的格局。2015年11月，公司中配网电商平台正式上线，经过大半年的运行，目前电商平台的客户数量和销售收入均呈现快速增长。

3、 财务简况

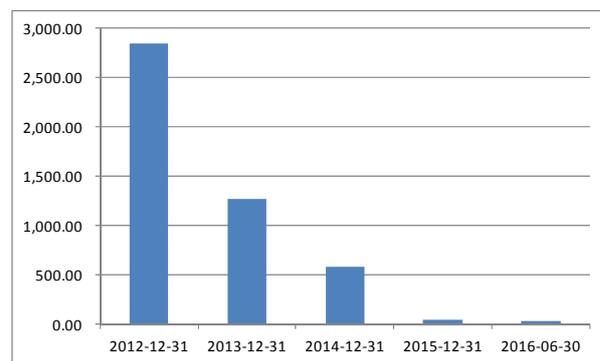
公司2012-2015年营业收入分别是：6.81亿元、8.40亿元、8.00亿元、7.02亿元，归属于母公司股东的净利润分别为：2843.91万元、1269.90万元、585.58万元、45.88万元。2016年上半年，公司营业收入为3.12亿元，归属于母公司股东的净利润为34.64万元。公司的业务为商用车配件销售，商用车属生产资料，与宏观经济的景气度高度相关，公司受近几年宏观经济下滑的影响，销售收入和净利润也呈下滑趋势，再加上公司处于向电子商业企业转型期间，也对公司的收入和利润产生了一定影响。

图表4：营业收入（万元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表5：归属母公司股东净利润（万元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

4、 定增情况

公司挂牌以来，分别于2015年11月30日和2016年7月7日实施了两次定增，定增价格分别为2.25元和4.00元，定增数量分别为410万股和545万股，募集资金分别为：922.5万元和2180万元。

图表 6: 两次定增情况

时间	定增价格 (元/股)	定增数量 (万股)	募集资金 (万元)	定增对象
2015/11/30	2.25	410.00	922.50	公司股东、核心员工
2016/7/7	4.00	545.00	2180.00	公司股东、核心员工及外部投资者

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

5、 股权结构

公司实际控制人为董事长苏敬樵先生, 共持有公司 3684.71 万股, 占公司总股本 33.82%。

图表 7: 十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	苏敬樵	36,847,100	33.82
2	李伟东	11,517,600	10.57
3	郑智雄	5,590,517	5.13
4	天津博观顺远股权投资基金合伙企业	4,960,000	4.55
5	上海嘉华投资有限公司	4,876,000	4.47
6	柯新强	3,792,000	3.48
7	庄志民	3,645,725	3.35
8	南安华配投资管理中心(普通合伙)	2,816,891	2.59
9	黄明标	2,535,000	2.33
10	广东亚太天能科技股份有限公司	2,500,000	2.29
	合计	79,080,833	72.58

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

6、 控股子公司

公司目前有全资子公司 11 家, 分布在广东、广西、福建、海南、湖北、湖南、江苏。为整合业务、降低管理成本、提高运营效率, 公司决定对部分子公司进行清理。目前武汉市运通四方汽车配件有限公司已结束运营, 正在清算中。另外公司董事会已决定注销湖南省运通四方汽车配件有限公司。

图表 8: 控股子公司

序号	企业名称	子公司类型	注册地	业务性质	注册资本 (万元)
1	广州市宏业物流有限公司	全资子公司	广州市	运输	100
2	广东中配互联网科技有限公司	全资子公司	广州市	电子商务	1000
3	福建运通国联汽车配件有限公司	全资子公司	泉州市	批发、零售	4770
4	福建省嘉超汽车配件有限公司	全资子公司	泉州市	批发、零售	680
5	武汉市运通四方汽车配件有限公司	全资子公司	武汉市	批发、零售	100
6	襄阳市运通四方汽车配件有限公司	全资子公司	襄阳市	批发、零售	200
7	海口运通四方汽车配件有限公司	全资子公司	海口市	批发、零售	100
8	湖南省运通四方汽车配件有限公司	全资子公司	长沙市	批发、零售	200
9	常州东风运通四方汽车配件有限公司	全资子公司	常州市	批发、零售	200
10	南宁市广亨广汽车配件有限公司	全资子公司	南宁市	批发、零售	100
11	深圳市前海运通四方信息技术服务有限公司	全资子公司	深圳市	信息技术服务	1000

注：武汉运通正在清算中，湖南运通公司董事会决定注销

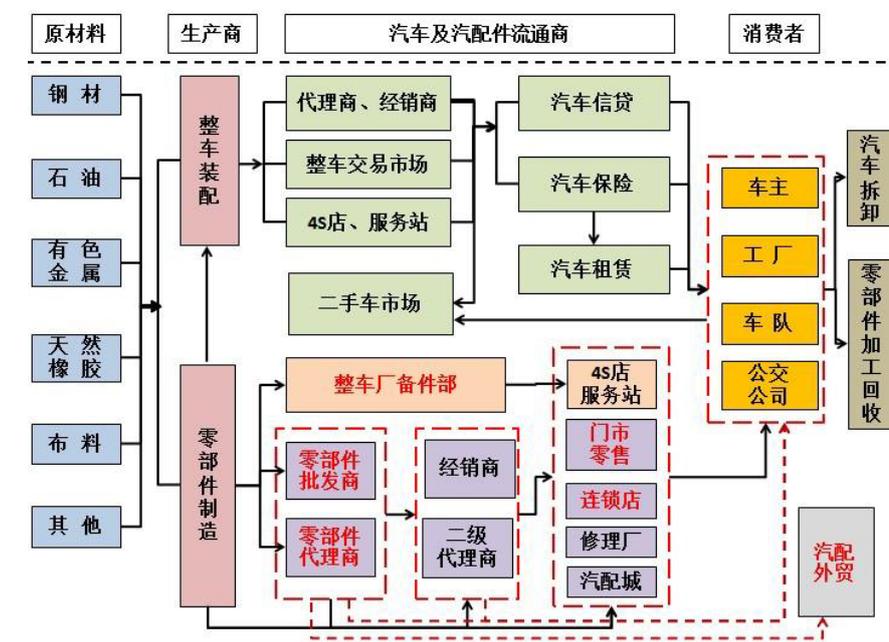
资料来源：WIND，太平洋证券整理

三、商用车配件服务行业亟待整合

汽车分为乘用车和商用车，商用车(Commercial Vehicle)，是指在设计和技术特征上是用于运送人员和货物的汽车。商用车包含了所有的载货汽车和9座以上的客车，分为客车、货车、半挂牵引车、客车非完整车辆和货车非完整车辆五类。

汽车产业链较长,包括原材料、生产商、汽车及汽配流通商、消费者。公司为商用车配件销售服务商,所处的行业在汽车产业链上的位置为下图中虚线所框的范围。

图表 9：汽车产业链



资料来源：公司公开转让说明书，太平洋证券整理

1、商用车配件存量市场巨大

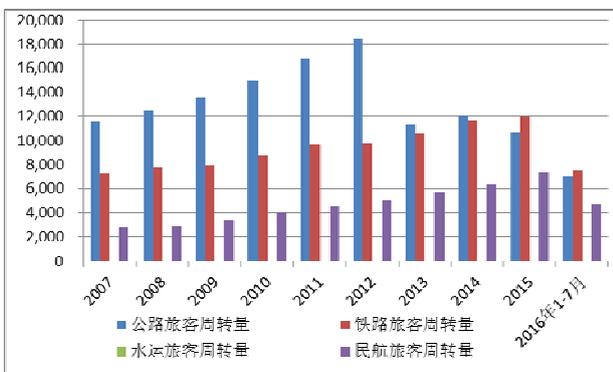
(1) 客运商用车保有量稳定

自高铁开通以来，高铁运营里程持续增加，公路旅客周转量快速下降，这也间接导致我国公路客运汽车保有量的持续下滑，保有量由2007年的118万辆降低到68万辆左右。根据国家规划，到2025年，我国高铁运营里程将由2015年底的1.9万公里增加3.8万公里，占全部运营铁路里程的22%。因此，未来长途客车市场仍将下滑。但是，高铁的便捷性也会加快人员的流动，进而会推动高铁站到最终目的地的市场对中小型客车需求量增长。因此，我们认为公路客运需要商用车的保有量将维持在现有水平。

随着经济的发展，人们生活水平的提高，国内旅游人数持续增长，也带动了旅游客运市场的发展，截止到2015年底，旅游客运商用车保有量由2007年的5.8万辆增加至10.6万辆，现在我国游客数量仍以年均10%的速度增长，未来旅游客运用车数量仍会进一步增加。

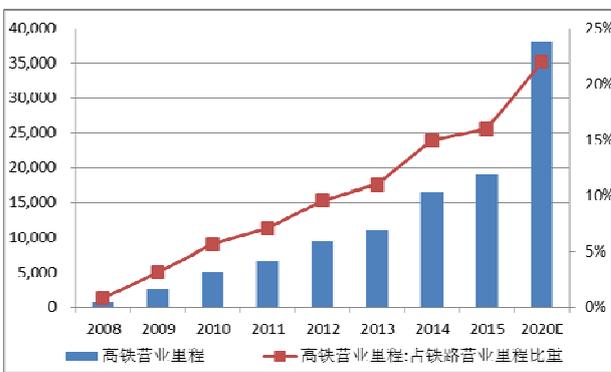
另外，2015年底，我国城市公交保有量为58万辆，国家大力推动城镇化和公共出行，城市公交用车和公司班车市场将稳中有升。综上所述，我国客运商用车保有量在135万辆以上，未来市场会有所增加，但增速较低。

图表10: 旅客周转量 亿人公里



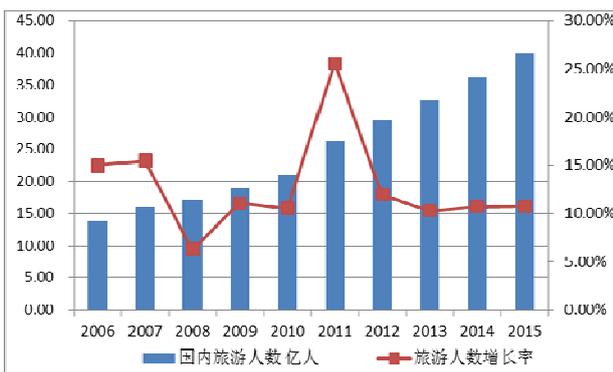
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表11: 高铁运营里程 公里



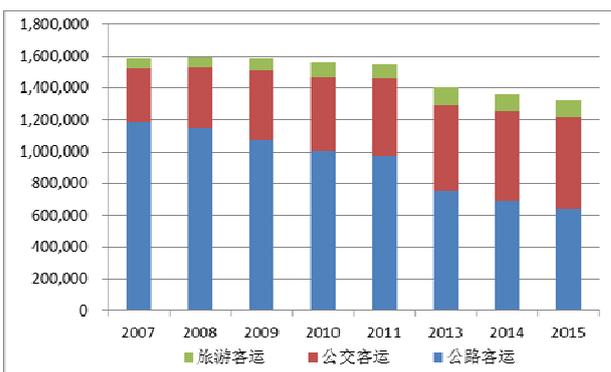
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表12: 国内旅游人数 亿人



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表13: 公路客运汽车保有量 辆

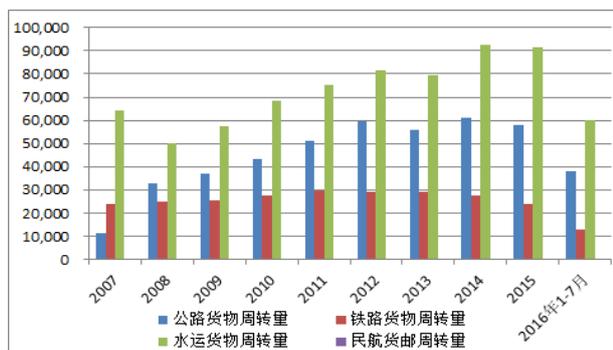


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(2) 货运商用车是主要市场

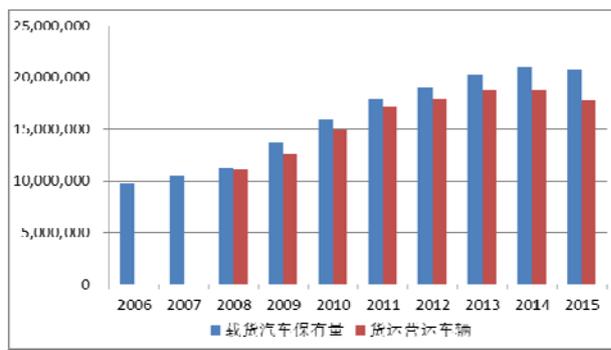
我国地势西高东低, 多山地、丘陵, 且资源分布不均匀, 需要大量的跨区域资源配置, 因此陆路运输在我国经济活动中占有重要地位。2011年以来, 公路货物周转量均保持在50000亿吨公里以上, 需要大量的载货商用车, 截止到2015年, 载货汽车(卡车)和货运运营车辆(非卡车货运车)保有量分别为2071万辆和1779万辆, 合计超过3850万辆, 是商用车最主要的市场。

图表14: 货物周转量 万吨公里



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表15: 载货用商用车保有量 辆

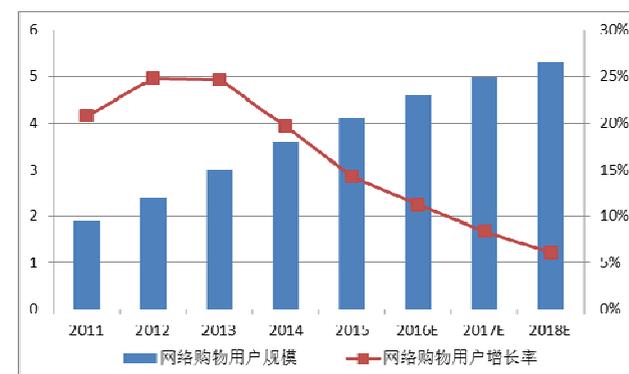


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(3) 互联购物推动现代物流业发展

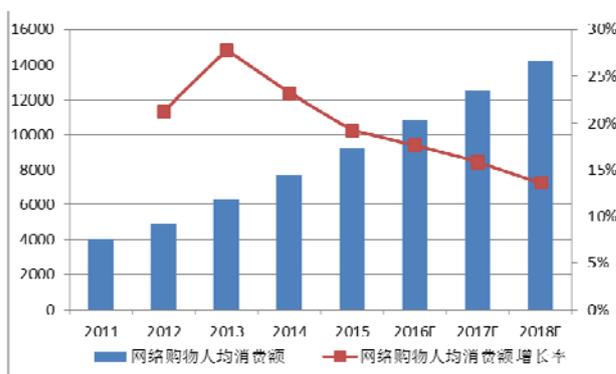
据艾泽统计, 2011-2015 年, 我国网络购物用户规模持续增长, 总规模达 4.1 亿人, 随着基数的增加, 增长率在下滑, 预计到 2018 年, 我国网络购物用户将达到 5.5 亿人次, 人均消费额也会由 2015 年的 9206.9 元增长至 15000 元, 网络购物成长空间巨大, 将极大的推动物流产业的发展, 进而带动物流用商用车的快速增长。现代物流最重要的是成本和时效问题, 提高物流车的利用率是方法之一, 专业的车辆维修团队将越来越重要。

图表16: 我国网络购物总规模 亿人



资料来源: 艾泽, 太平洋证券整理

图表17: 我国网络购物人均消费额 元



资料来源: 艾泽, 太平洋证券整理

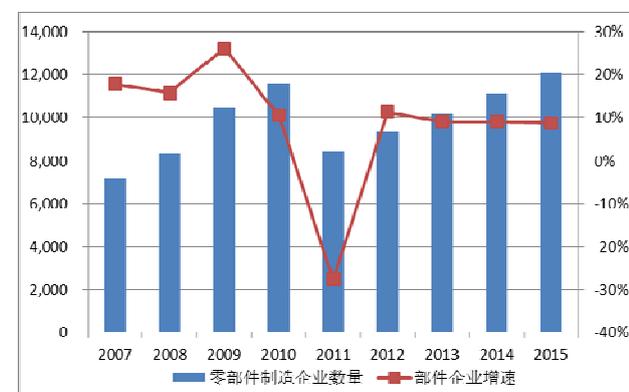
综上所述: 我国商用车保有量超过 4000 万辆, 并继续增加。行业经验表明, 单车维修期的年配件耗费约占购车费用的 5%-8%, 平均车价约 18-25 万元 (轻型约 10-15 万元/辆, 重型约为 22-35 万元/辆), 那么商用车维修市场将超过 3,600 亿, 商用车零配件服务市场空间巨大。

2、 传统商业模式效率低下

(1) 汽车配件及流通产业现状

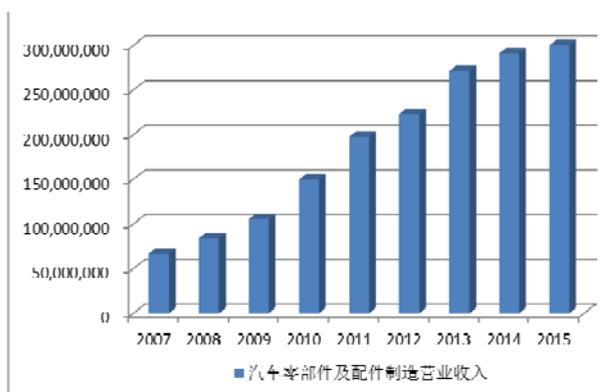
汽配市场经过近 30 年的发展, 已成为国内汽车配件生产企业, 特别是非配套类汽车配件生产企业的重要销售渠道, 汽配市场也是综合类汽车维修企业配件的主要采购平台, 在汽配市场集中度较大的大中型城市, 汽配市场提供给综合类汽修企业的配件占总需求量的 90% 以上。截至 2015 年底, 全国纳入统计的配件及配件生产企业超过 12,000 家, 实现销售收入达到 30,000 亿元, 汽车配件及配件制造业在我国经济中占有重要的地位。

图表18: 全国纳入统计的配件及配件企业数量 家



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表19: 汽车配件及配件制造营业收入 万元



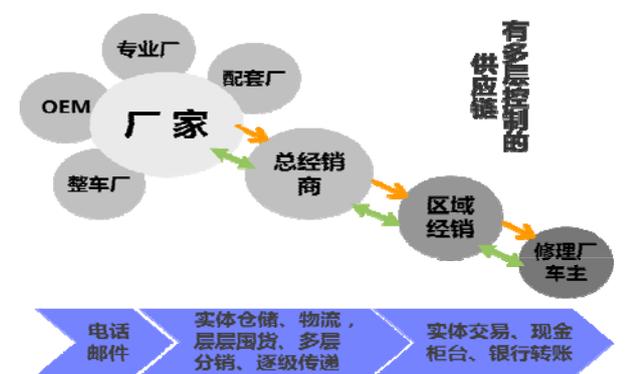
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(2) 商用车配件服务业传统模式效率低下

目前，汽车配件及配件参与企业众多，主要集中在汽配城等地。据不完全统计，国内共有大小汽配城约 600 余座，汽配经销商 25 万家，采购对象通常为各级大型配件及配件批发商或厂商以及其他汽配经销商等，销售对象通常为汽车维修站。传统的汽车配件流通模式为：厂家—总经销商—区域经销商—修理厂，存在层层控制、逐层加价、渠道杂乱、以假乱真、缺乏规范，服务效率低下、服务成本居高不下等现象。

随着汽配流通行业的调整、提升、规范和发展，国内商用车汽配流通市场总体规模的进一步扩大，同时外部资本大量涌入，将带来汽配流通行业的大规模整合；中小级别经销商或者成为大型经销商的分销附庸或者在激烈的竞争中失去生存能力，具有较强资本或资金实力、先进管理模式以及领先的物流和信息管理水平的汽车配件流通企业将占据更多市场份额。

图表20：传统汽车配件服务商业模式



资料来源：运通四方宣传资料，太平洋证券整

图表21：传统商业模式的弊端



资料来源：运通四方宣传资料，太平洋证券整

行业传统的业务模式为：通过购买供应商生产的产品，再以批发、零售来进行销售，通过销售的产品的进销差价及供应商采购折扣实现利润。其中，多层级销售和赚取销售商品价差是传统业务模式的主要特征。这种业务模式的弊端在于：

- (1) **层层加价**：批发商或代理商向上游的配件厂商购买配件，加价后销售给经销商或二级代理商，经销商或二级代理商加价后再销售给 4S 店、零售商、修理商、汽配城，这些商家然后再加价销售给车主、车队、公交公司等最终用户。从配件生产厂商到最终消费者，经过层层加价，配件价格通常比出厂价高出 50% 以上。
- (2) **重复库存**：从厂家到最终消费者，至少要经两级销售商，每级销售商为了应付客户的需求，均需要保持一定数量的库存，由于配件种类繁多，占用了销售商大量的资金，现金流紧张成为行业普遍的现象，造成了库存和资金的大量闲置和浪费。
- (3) **渠道杂乱**：业内企业规模普遍较小，数量众多，再加上产品种类繁多，造成了销售渠道杂乱，假货、次品充斥于市场，消费者无法识辨。价格体系也非常混乱，同一种产品，原厂与否，开票与否，价格均不相同。
- (4) **效率低下**：商用车属生产资料，与乘用车不同，强调修理的及时性，但在原有模式下，单个修理厂或经销商不可能备齐所有配件种类，临时找合适的配件就成为经常发生的事情，然而在信息不对称的情况下，通常会花较长的时间，造成服务效率低下。
- (5) **成本高昂**：经过层层加价，提高了客户的购买成本；重复库存，提高了经销商的资金成本；渠道杂乱，增加了客户的机会成本；而服务效率低下，则增加了客户的时间成本。

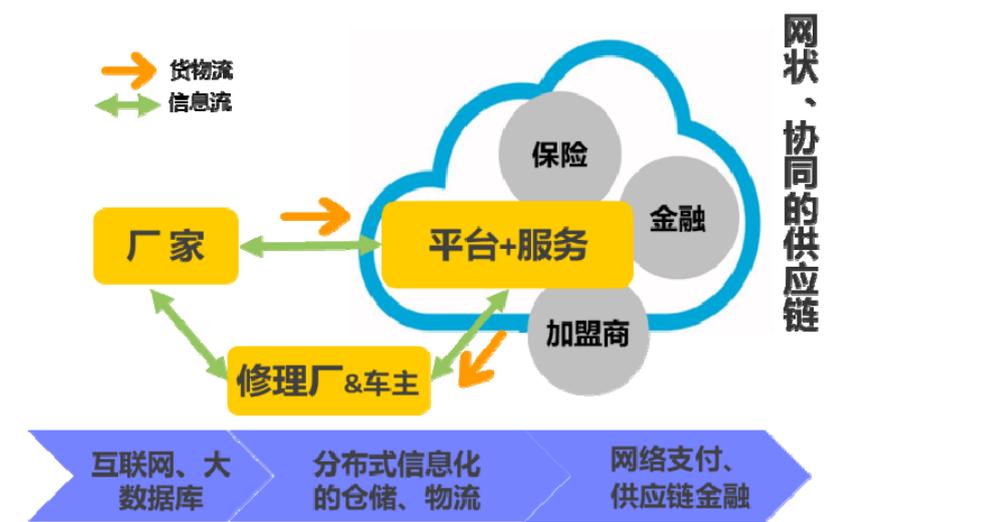
(3) 行业整合路径

目前，行业的集中度非常低，运通四方为业内龙头企业，但其市场占有率仍不及千分之二，正因为行业集中度低，上述弊端愈发明显，行业整合的空间非常大。

整合的模式无外乎两种：1、大量建立连锁店，以可靠的产品和规范的服务来渗透市场，提高市场占有率；2、通过实体+互联网方式，以互联网平台和大数据解决信息不对称，减少销售层级，降低重复库存，提高服务效率。

建立连锁店仍然是在传统模式的框架内进行整合，没有减少销售层级。由于商用车维修服务存在服务半径，要覆盖尽可能多的地区，需要大量建立连锁店，所需资金非常庞大，这种模式属于重资产模式。而通过互联网模式，则打破了多层级销售框架，从上游厂商直达终端消费者，中间通过互联网平台代替多层级销售，减少了流通环节，属于轻资产模式。在互联网模式下，物流与信息流简单清晰，实现了信息共享、库存共享、渠道透明、分工协作，提高了服务的效率，降低了服务成本。

图表 22：互联网模式



资料来源：运通四方宣传资料，太平洋证券整理

四、以传统+电子商务优化商用车配件供应链

1、公司线下产业基础雄厚

运通四方是业内为数不多的全品种经营的龙头企业。目前销售区域覆盖了广东、海南、广西、福建、湖北、江苏。拥有 4000 家左右的经销商客户、40000 家左右的修理厂客户、50 多条支线物流、7 万平米仓储，公司销售产品覆盖绝大多数商用车车型。其中广东是公司重点销售区域，公司的销售网络覆盖到镇一级，在珠三角覆盖至村一级。

图表 23：销售覆盖区域



资料来源：运通四方宣传资料，太平洋证券整

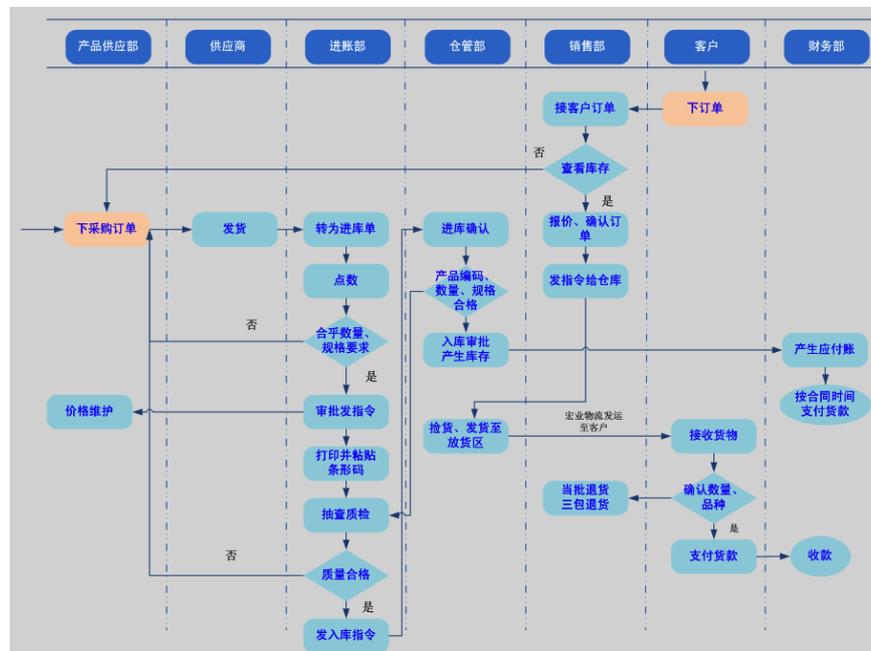
公司销售的商用车配件产品分为：发动机系列、底盘系列、变速箱、车桥、半挂车等系列全车配件及润滑油品等，销售的配件种类达 40 多万种。

公司服务的商用车品牌包括：解放、东风、中国重汽、北汽福田、陕汽重卡、红岩重卡、江淮 JAC、华菱重卡、上汽依维柯、北方奔驰重卡、广汽日野、南骏现代、江铃汽车、庆铃汽车等。

公司服务的上游商用车零配件生产厂商达 1000 家以上，其中包括许多国内知名厂商：(1) 发动机原厂配件：潍柴动力、玉柴机器、锡柴动力、大柴、东风康明斯、上柴动力、珀金斯、江铃发动机、朝柴动力、云内动力、扬柴、扬动、全柴动力、新昌柴油机、无锡四达柴油机、山东时风等；(2) 牵引半挂车原厂件：富华车桥、约克车桥、富华挂车、中集挂车等；(3) 变速箱原厂件：陕西齿轮总厂、东变速箱、解放变速箱分厂、綦江齿轮、株洲齿轮、安徽星瑞齿轮、韶关宏大齿轮、一汽长齿变速箱、浙江万里扬、益阳益隆变速箱、临工汽车桥箱、江铃齿轮等。

公司传统的业务模式与行业其他企业大致相同，业务流程通常是：接受客户订单—查看库存—报价、确认订单—仓库捡货—物流发运—客户收货—公司收款；若无库存，则走采购流程，下采购订单—供应商发货—入库。详细流程如下图。

图表 24：传统业务流程



资料来源：运通四方公开转让说明书，太平洋证券整

公司还有另外一种传统业务模式，即备件中心模式，公司与供应商签订备件中心库协议，通过买断的形式对供应商提供的指定车型配件产品进行销售。对于供应商授权的服务站或二级配件网点，公司提供配件的供应及配送服务，除协议允许外，公司对中心库配件产品不进行加价销售，而是通过接受供应商对公司服务费（折扣费）的补贴实现利润；对于非授权的其他汽配修理厂和网点，销售模式与批发零售模式一致，均为加价销售。该模式具有一定的区域排他性，收入相对稳定。

公司非常重视知识的积累和产品的信息管理，在经营过程中逐步建立起了自身的产品信息库，对每种产品信息及渠道信息进行分类、归整。2012年5月，公司与IBM合作，开始搭建一体化集成的系统平台，将搜索引擎和电子商务结合应用于汽配行业，打造商用车配件行业的业务新模式。2014年1月1日，新的信息化平台的正式上线，数据库中，公司为每一种产品进行了数据编码，实现了图像化和数据化，已经积累的商用车配件产品达40多万种，占全行业产品种类的三分之二，目前，这一数量仍在持续增长之中。通过庞大的产品数据库和精细化的作业流程，确保能为客户及时提供专业化的服务。在之前，只是公司一家企业使用该数据库，在中配电商平台下，公司向所有加盟商共享该数据平台，能够放大该数据平台的使用范围，实现效率倍增，提高整个行业的服务效率。庞大的数据库，是公司能够整合供应链，开展电商业务的重要基础，也是公司的核心竞争力。

图表25: 中配网产品信息-1



资料来源: 中配网站, 太平洋证券整理

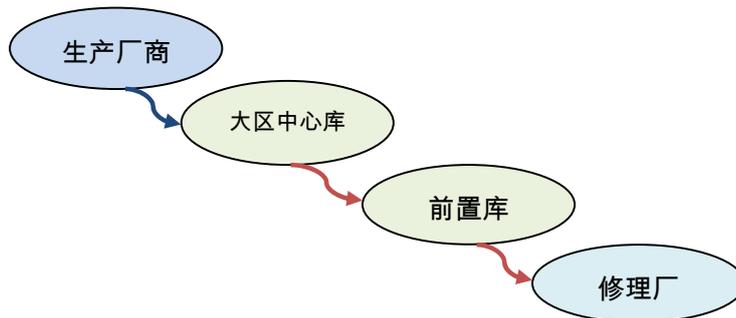
图表26: 中配网产品信息-2



资料来源: 中配网站, 太平洋证券整理

商用车维修对配件物流及时性要求非常高, 公司建立了完善的物流配送体系, 能够满足客户及时性的要求。广州市宏业物流有限公司为公司的全资子公司, 专门负责配件物流配送。仓储方面, 公司在销售覆盖的省份设立了大区中心库, 在市县区镇设立前置库, 宏业物流公司负责从大区中心库到前置库的物流配送, 各加盟商负责从前置库到维修厂的物流配送。

图表 27: 物流配送图示



资料来源: 太平洋证券整理

2、传统+互联网模式优化供应链

公司在行业经营多年, 深知行业传统服务模式的缺陷。行业亟需整合以提高服务效率, 降低服务成本。2015年4月, 公司决定发展汽配电商业务, 设立了全资子公司广东中配互联网科技有限公司, 作为电商平台运营的主体, 大力推进电商业务的发展, 公司全面向互联网模式转型。2015年11月16日, 公司中配网电商平台正式上线。

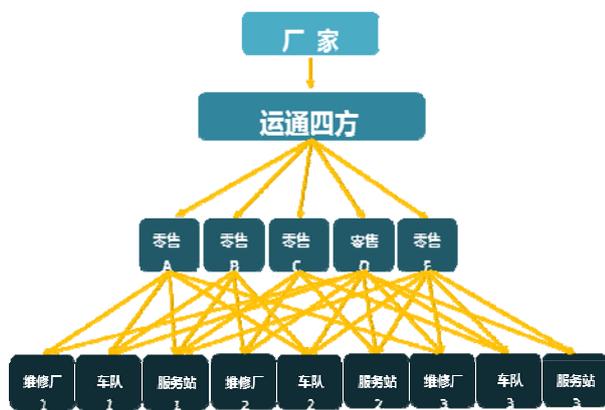
图表 28：中配电商平台



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

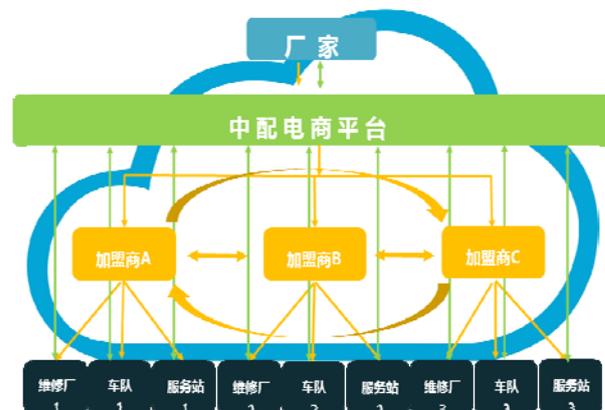
通过互联网模式改造后，由于省掉了中间环节，销售渠道就变得简单而清晰，由原来的多对多的销售渠道改变为多对一的销售渠道。原来的多对多，是指众多的零售商，面对众多的修理厂、维修站和车队等客户。目前多对一，则是指众多的修理厂、维修站和车队，仅面对中配电商平台。原有的销售商转变为中配电商平台的加盟商。业务模式转变对比如下图：

图表 29：多对多传统业务模式



资料来源：运通四方宣传资料，太平洋证券整 资

图表 30：多对一电商平台模式



资料来源：运通四方宣传资料，太平洋证券整

在互联网模式下，可以克服原有模式的弊端，带来服务效率的提升和成本的降低：

- (1) **价格透明**：生产厂商产品的出厂价信息在平台上对所有的加盟商共享，统一了价格体系，能够改变行业价格混乱的局面。
- (2) **质量可靠**：以前，由于渠道杂乱，在市场上不可避免的充斥假货与次品。中配电商作为一个统一的平台，从上游厂商统一进货，统一管理，可以杜绝假货，使得产品的质量可靠，更容易赢得客户的信任。
- (3) **成本降低**：中配电商平台将厂商的产品直达消费终端，取消了中间层层加价的环节，能够为客户节约成本。
- (4) **存货共享**：原来的销售商加盟后，将各自的库存盘点上网，使得每种产品的存货数量一目了然，避免了重复备货。所有加盟商的存货在中配电商平台上统一管理和调配，提高了存货周转率。另外，在原有存货消耗之后，原有加盟商不用再自己备货，而由

中配电商统一备货，可以为加盟商节约大量的资金，对加盟商具有很强的吸引力。

- (5) **分工协作：**原来各经销商之间的信息是隔离的，经销商转变为加盟商后，由于中配电商平台的信息充分共享，并且具有调度功能，使得各加盟商之间的协作成为可能，这将大大提高服务的效率。
- (6) **获客成本低：**普通电商企业在获取客户时，通常要花费大量的成本，如滴滴与快的打车的补贴大战，所耗费的资金非一般企业可以承受。公司的模式是将原来的经销商转变为加盟商，经销商的客户就自然而然地转化为中配电商的客户，不用烧钱即可获取客户，获客成本较低。

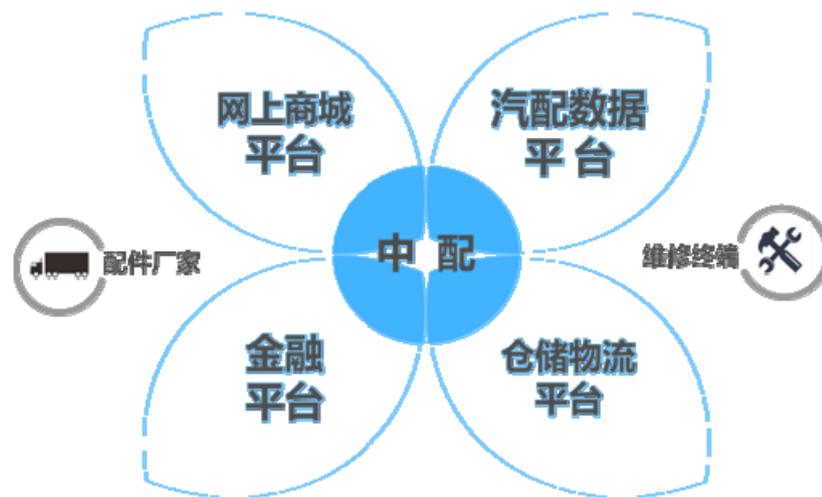
加盟商之所以愿意将自己的客户引流到中配平台上来，除了上述的效率提升原因外，还有存货风险转移的因素。加盟商将自己的存货盘点上线之后，后续的存货管理中配电商统一负责，加盟商不用再花费资金补库存，这样，减轻了资金占用的压力，同时，将存货风险转移到了中配电商。

中配电商在获取足够数量客户后，将邀请上游厂商在电商平台开展直营，由厂商直接铺货，这样，可以将一部分存货进一步向上游厂商转移，减轻自身的资金占用压力。

在整条供应链信息透明，效率提升的情况下，总体的存货规模将会比以前大幅度下降，保守估计将下降一半左右，存货风险由中配电商与上游厂商共同分担，风险尚在可以接受的范围之内。未来，随着直营厂商数量的增加，中配电商将逐步退出，成为真正轻资产的电商平台。中配电商的盈利模式将会发生转变，由现在的获取产品价差收入为主，转而以获取平台服务费收入为主。

公司所建立的供应链体系除了网上商城平台、汽配数据平台、仓储物流平台之外，还有金融服务平台，公司未来将通过融资方式，筹措资金，开展供应链金融服务。供应链金融可以将银行资金引入，再次分担一定的风险。目前公司已经与平安银行签署了金融合作协议，未来供应链金融业务将成为公司利润增长点。

图表 31：中配电商供应链平台



资料来源：运通四方宣传资料，太平洋证券整

公司的中配电商平台自 2015 年 11 月 16 日上线至 2016 年 5 月 31 日，约半年时间共开拓了广东、广西、福建、海南四省区域，注册用户达到 10754 家，上线加盟商 61 家，有意向加盟的经销商 215 家，实现平台交易额（GMV）27511 万元，已经与平安银行，中国太平洋保险签署了金融合作协议。同时，公司正在与上游厂商洽谈在电商平台上开展直营模式，目前已有 110 家上游厂商有此意向。上游厂商直营，则将电商平台的库存部分转移至上游，可以节约公司的资金。总体来

看，中配电商的运营拓展进展顺利。

公司未来五年的发展规划为：

2016 年，推广区域广东、广西、海南、福建，注册用户达到 30000 家，平台交易额为 12 亿元；

2017 年，采用区域合作或者共建合资公司的形式，在新疆、湖北、湖南、江西、云南、贵州、四川等省区推广电商模式，注册用户达到 50000 家，平台交易额为 20 亿元；

2018-2020 年，用三年时间实现全国重点市场全面覆盖，平台交易额达到 1000 亿元。

图表 32：公司未来 5 年规划



资料来源：运通四方宣传资料，太平洋证券整

3、 基于供应链效率提升的利益共享

公司向电商模式转型，不单是在改造自身的业务模式，也在改造着整条商用车配件供应链，通过减少供应商层级，统一价格体系、共享存货，信息共享，分工协作，提高了整条供应链的效率。供应链效率的改善，不但可以为客户带来成本的节约和效率的提升，也能为业内企业带来盈利的提升。这一变革并非零和游戏，而是基于供应链效率提升和成本降低而带来的相关方利益共享。

商用车配件供应链上的“利益攸关方”有：生产厂商、经销商、维修厂、终端消费者。

生产厂商希望其下游经销商稳定，高效，能够为其反馈正确的需求信息和经销商库存信息，若下游销售渠道混乱，反馈的信息也是混乱的，不利于其进行正确的生产经营决策。

经销商是供应链上的重要环节，由于规模实力小，各自为战，相互之间的信息不对称，重复囤货，重复库存情况严重，占用了大量的资金。通过电商平台统一整合，保守估计，在整条供应链上可以节省一半左右的存货，为经销商置换出大量的资金。另外，再加上信息与数据库的共享因素，可以使得业内的经销商相互协作，服务效率得以大幅度提升。

对于维修厂来说，通过中配电商平台的大数据库，可以快速找到合适的配件，节约了时间成本，提高了维修效率，且平台上的产品价格透明，质量可靠，有助于提升客户满意度。

而对于终端消费者来说，以前由于层层加价，从出厂价到终端用户，价格相差 50%以上，客户为替换配件所花费的成本高昂，而中配电商平台的加价幅度小于行业平均水平，为客户节约了

资金成本。

在供应链上“利益攸关方”均受益的情况下，更容易得到各方的认可，我们认为公司“传统+互联网”业务模式成功的概率很大。

五、 竞争优势

1、 庞大的产品、知识数据库

公司凭着近多年的行业经验，对所有商用车配件产品的非常熟悉，历时多年时间，花费大量资金，逐步建立了 40 多万种产品信息库，竞争对手难以模仿与超越，这是公司最核心竞争力。

2、 坚实的产业基础

公司在业内经营多年，是行业龙头企业，商用车汽配产品全品种经营，具备丰富的产业经验，有覆盖面广的服务门店、良好的客户基础、完善的仓储物流体系、高效的信息化管理平台、已经开始运营的互联网平台，纯粹的互联网企业难以进入行业与公司展开竞争。

3、 良好的供应链生态

向整车厂、配件生产商、线下经销商、仓储服务商、物流服务商、维修厂、车队、车主、银行、保险公司提供开放、共享的协作平台。让汽配供应链变得透明、高效，全面提升产业链效率。

4、 具有跨行业管理经验的团队

公司的管理团队除了有在汽配行业具有丰富经验的管理人才外，还有来自 IBM、阿里巴巴、360 的懂得供应链管理、互联网技术开发、运营的管理人才。

5、 线上线下互动

利用移动互联网工具和云供应链平台，采用 O2O 模式重塑汽配产业链，运营模式让运营场景变得便捷，降低供应链成本。

六、 盈利预测

1、 基本假设

- 公司传统业务保持一定增长，商品销售收入 2016-2018 年的复合增长率在 15%左右；
- 公司中配电商业务在 2017 年继续拓展，业务模式在 2018 年能够为业内普遍接受，公司的平台服务费收入将快速增长；
- 电商业务毛利率远高于传统业务，随着电商业务收入占比增加，公司综合毛利率将上升；
- 由于替换加盟商库存需占用公司资金，公司的财务费用将会上升。

2、 盈利预测

预计 2016 年-2018 年，公司实现营业收入分别为：7.87 亿元、10.15 亿元和 12.69 亿元，实现归属于母公司股东的净利润分别为：74 万元、2164 万元和 5433 万元，每股收益分别为：0.01 元、0.20 元和 0.50 元。

图表 33: 运通四方盈利预测表(单位:万元)

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	8,066	4,563	2,062	6,855	营业收入	70,245	78,674	101,490	126,862
应收和预付款项	10,663	11,870	16,987	18,690	营业成本	59,130	65,300	82,207	98,953
存货	20,362	25,746	32,301	37,571	营业税金及附加	197	206	266	332
其他流动资产	138	138	138	138	营业费用	6,665	7,081	9,134	11,418
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用	3,787	4,123	4,973	5,709
投资性房地产	164	164	164	164	财务费用	209	1,502	1,939	3,556
固定资产和在建工程	5,568	5,196	4,824	4,452	资产减值损失	372	372	372	372
无形资产和开发支出	2,924	2,921	2,918	2,916	投资收益	3	-	-	-
其他非流动资产	494	247	0	0	公允价值变动损益	-	-	-	-
资产总计	48,378	50,845	59,394	70,786	其他经营损益	0	-	-	-
短期借款	3,633	0	0	0	营业利润	-112	92	2,600	6,523
应付和预收款项	21,885	27,911	34,295	40,254	其他非经营损益	257	-3	-3	-3
长期借款	0	0	0	0	利润总额	144	89	2,597	6,520
其他负债	0	0	0	0	所得税	99	15	433	1,087
负债合计	25,518	27,911	34,295	40,254	净利润	46	74	2,164	5,433
股本	10,351	10,351	10,351	10,351	少数股东损益	-	-	-	-
资本公积	10,535	10,535	10,535	10,535	归属母公司股东净利润	46	74	2,164	5,433
留存收益	1,974	2,048	4,212	9,646	每股收益(EPS)	0.00	0.01	0.20	0.50
归属...股东权益	22,860	22,934	25,099	30,532	财务与估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入增长率	-12.15%	12.00%	29.00%	25.00%
股东权益合计	22,860	22,934	25,099	30,532	归属...净利润增长率	-92.17%	62.04%	2810.81%	151.07%
负债和股东权益合计	48,378	50,845	59,394	70,786					
现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E	销售毛利率	15.82%	17.00%	19.00%	22.00%
经营性现金净流量	178	61	-2,590	4,673	销售净利率	0.07%	0.09%	2.13%	4.28%
投资性现金净流量	-608	-2	-2	-2	净资产收益率(ROE)	0.20%	0.32%	8.62%	17.80%
筹资性现金净流量	-959	-3,561	91	123	市盈率(P/E)	959	592	20	8
现金流量净额	-1,389	-3,503	-2,501	4,793	市净率(P/B)	2	2	2	1

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

七、 风险提示

1、 区域拓展不及预期

商用车配件流通行业集中度较很低，每个省份均有数量众多的经销商，利益格局相对固化，公司的模式能否获得数量众多的经销商认可，尚难预料。公司在推广过程中，进展可能低于预期。

2、 资金瓶颈制约业务拓展

公司的电商平台的运营模式是统一库存，需要公司用自有资金为电商平台库存补货，当公司资金不足时，业务拓展将可能受到阻碍。同样，规模过大的存货将使公司面临财务风险。

3、 经营管理风险

公司业务转型，需协调线上、线下两类业务，管理趋于复杂。公司在运营过程中，存在决策失误的管理风险。

4、 宏观经济波动风险

商用车行业的景气度与宏观经济高度相关，宏观经济的周期性波动，同样会影响到商用车配件流通行业的景气度，给公司经营带来系统性风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。