

2016年09月26日

公司研究

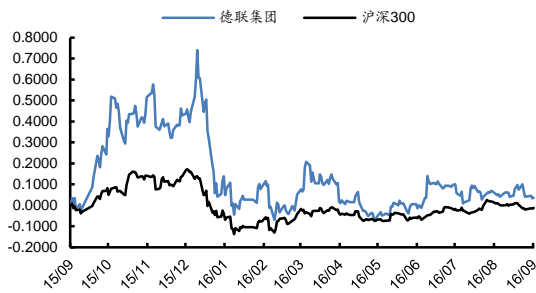
评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师：周绍倩 S0350516070001
0755-83709401 zhousq01@ghzq.com.cn
联系人：葛家南 S0350115030001
010-8857 6686-813 gejn@ghzq.com.cn

后市场反垄断趋势下，连锁经营 2S 店大有可为 ——德联集团（002666）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
德联集团	-3.1	2.3	7.8
沪深 300	-2.9	4.9	0.5

市场数据

2016/09/26

当前价格（元）	8.52
52 周价格区间（元）	7.45 - 14.48
总市值（百万）	6426.89
流通市值（百万）	3783.43
总股本（万股）	75432.93
流通股（万股）	44406.47
日均成交额（百万）	108.87
近一月换手（%）	51.82

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- 汽车精细化学品龙头，中报业绩处于低谷** 公司汽车几大类精细化学品在整车 OEM 领域的市场份额占据 30% 左右，在德美系中更是占据决定性的份额。近期公司发布 2016 年半年报，报告期内实现营业收入 9.6 亿元，同比增长 11.4%；实现归属于上市公司股东的净利润 6675 万元，同比下降 8.2%；扣非后同比减少 17.6%，基本每股收益 0.09 元，同比下降 10%；毛利率较去年同期下降 1.85 个百分点。主要由于人工成本增长以及首次募投项目建成投产所产生的折旧摊销费用增长。
- 中国汽车售后市场尚处于初级阶段，市场空间大** 在国际成熟汽车市场，整车销售业务利润占汽车产业链整体利润的比例约为 3-5%，售后维修保养业务利润占汽车产业链整体利润的比例约为 15-18%。按照近年来国内乘用车的年均增长速度，以及汽车保有量的稳步增长，乘用车售后维修服务市场空间的年均增长率超过 20%，拥有数千亿规模的市场容量。国内汽车售后维修行业与国际成熟市场相比，仍处于发展初期，行业当前仍以 4s 店为主导，在国家推动下有望逐步打破垄断，有利于连锁经营模式店的发展。具备专业、规范、高性价比等经营特点，2S 店连锁经营模式开始呈现出竞争力。
- 重点发展连锁经营 2S 店** 2015 年 3 月公司完成了上市后的首次定增，实际募集资金净额 8.96 亿元，其中约 7 亿元用于建设全国连锁经营的汽车售后市场 2S 店项目，建设项目拟在公司佛山、长春、上海、成都四个贴厂基地周边辐射的 12 个重点城市建设 110 家门店，使得产品市场空间从 OEM 市场扩展至规模更大、利润更高的 AM 市场，从而带动公司营业收入和盈利能力的双重增长。近 2 亿元用于向上海德联车护增资，建设汽车售后市场渠道和网络营销平台，打造包括直营、加盟及网络销售为一体的汽车售后维修保养业务综合平台。
- 盈利预测和投资评级：首次覆盖给予增持评级** 随着第一期投入的 2S 店建成后逐步贡献收益，公司全年获利将随之修复，预估公司 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.25/0.31/0.38 元，对应当前股价 PE 分别为 34/28/23 倍，首次覆盖给予增持评级。
- 风险提示：**汽车后市场反垄断进展不及预期；地产涨价影响公司购置店铺进度；德联车护的市场开拓不及预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1980	2347	2766	3264
增长率(%)	15%	19%	18%	18%
净利润(百万元)	179	187	232	285
增长率(%)	11%	5%	24%	23%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.25	0.31	0.38
ROE(%)	6.74%	5.03%	5.96%	6.97%

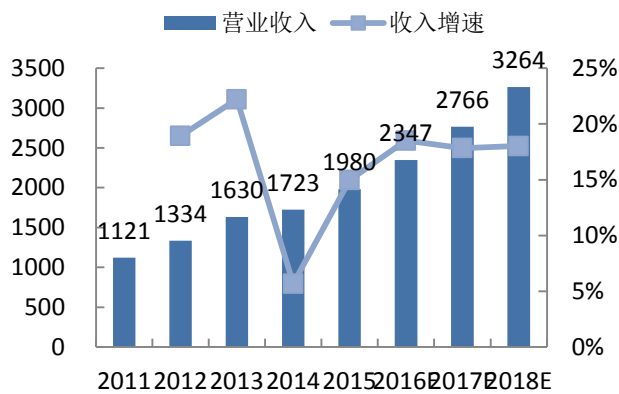
资料来源：公司数据、国海证券研究所

1、汽车精细化学品龙头，中报业绩处于低谷

公司主营汽车精细化学品，产品主要应用于国内乘用车市场；汽车销售和售后维修服务，主要经营“奔驰”和“讴歌”品牌 4S 店业务。公司汽车几大类精细化学品在整车 OEM 领域的市场份额占据 30% 左右，在德美系中更是占据决定性的份额，核心客户涵盖了一汽大众、上海大众、上海通用、长安福特、一汽轿车、北京奔驰、比亚迪、广汽集团等多家整车厂。这一传统业务通过向现有客户改款换代车型的延伸以及向日系车市场的拓展，取得稳定的增长以及确定性的现金流。

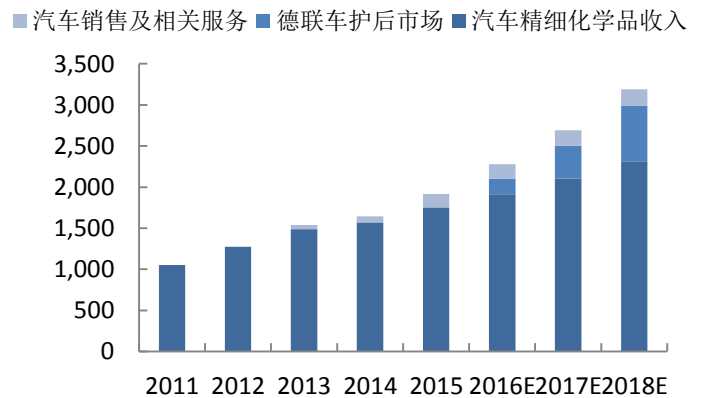
近期公司发布 2016 年半年报，报告期内实现营业收入 9.6 亿元，同比增长 11.4%；实现归属于上市公司股东的净利润 6675 万元，同比下降 8.2%；扣非后同比减少 17.6%，基本每股收益 0.09 元，同比下降 10%；毛利率较去年同期下降 1.85 个百分点。主要是由于人工成本增长以及首次募投项目建成投产所产生的折旧摊销费用增长导致费用大幅增加。

图 1：公司历史营收及未来增速预测



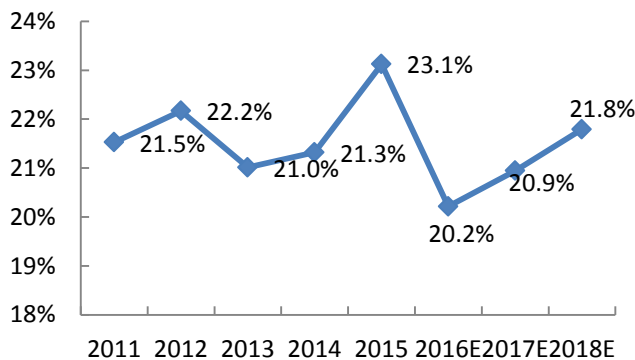
资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 2：公司主要业务历史收入贡献及预测



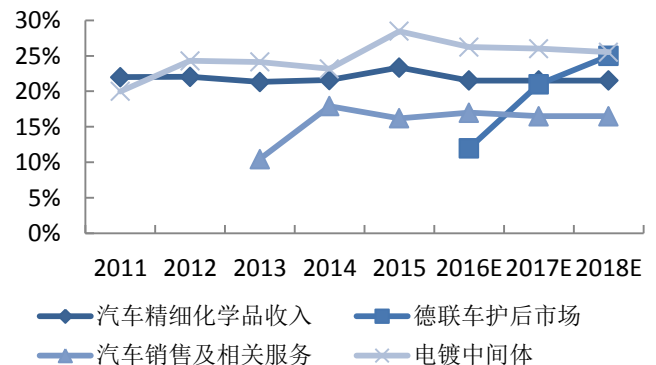
资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 3：公司历史综合毛利率及预测



资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 4：公司主要业务历史毛利率及预测



资料来源：公司财报，国海证券研究所

表 1: 公司前十大股东 (截止 2016 年中报)

	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	徐团华	283,170,936	37.54	限售流通 A 股,A 股流通股
2	徐庆芳	107,105,636	14.20	限售流通 A 股,A 股流通股
3	国泓资管-光大银行-国泓-光大-中骏天宝 2 号非公开发行股票分级资产管理计划	22,073,170	2.93	A 股流通股
4	徐咸大	20,996,192	2.78	限售流通 A 股,A 股流通股
5	汇添富基金-光大银行-添富-定增双喜盛世添富牛【49】号资产管理计划	19,512,194	2.59	A 股流通股
6	平安大华基金-平安银行-平安大华金达稳盈 1 号特定客户资产管理计划	16,341,462	2.17	A 股流通股
7	上海衡平投资有限公司	14,400,000	1.91	A 股流通股
8	中广核财务有限责任公司	12,195,120	1.62	A 股流通股
9	广发乾和投资有限公司	11,173,914	1.48	A 股流通股
10	交通银行股份有限公司-长信量化先锋混合型证券投资基金	4,078,505	0.54	A 股流通股
	合 计	511,047,129	67.76	

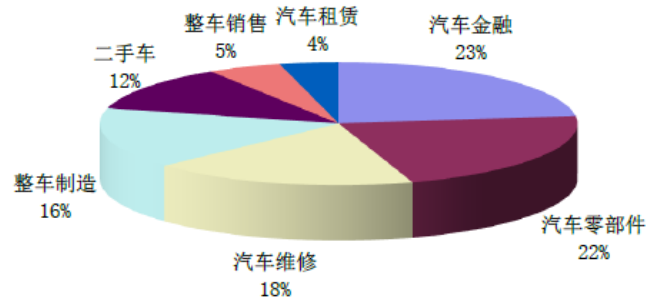
资料来源: 国海证券研究所

2、 中国汽车售后市场尚处于初级阶段，市场空间大

在国际成熟汽车市场，整车销售业务利润占汽车产业链整体利润的比例约为 3-5%，售后维修保养业务利润占汽车产业链整体利润的比例约为 15-18%。按照近年来国内乘用车的年均增长速度，以及汽车保有量的稳步增长，乘用车售后维修服务市场空间的年均增长率超过 20%，拥有数千亿规模的市场容量。

国内汽车售后维修行业与国际成熟市场相比，仍处于发展初期，行业当前仍以 4S 店为主导，在国家推动下有望逐步打破垄断，有利于连锁经营模式店的发展。具备专业、规范、高性价比等经营特点，2S 店连锁经营模式开始呈现出竞争力。

图 5: 成熟市场汽车产业链利润分布:



资料来源: 中国汽车后市场蓝皮书, 国海证券研究所

3、重点发展连锁经营 2S 店

2015 年 3 月公司完成了上市后的首次定增, 实际募集资金净额 8.96 亿元, 其中约 7 亿元用于建设全国连锁经营的汽车售后市场 2S 店项目, 建设项目拟在公司佛山、长春、上海、成都四个贴厂基地周边辐射的 12 个重点城市建设 110 家门店, 使得产品市场空间从 OEM 市场扩展至规模更大、利润更高的 AM 市场, 从而带动公司营业收入和盈利能力的双重增长。近 2 亿元用于向上海德联车护增资, 建设汽车售后市场渠道和网络营销平台, 打造包括直营、加盟及网络销售为一体的汽车售后维修保养业务综合平台。

根据公司公告, 项目建设期为 3 年, 计划第一年建成 45 家店, 第二年建成 45 家店, 第三年建成 20 家店。项目建成并达到成熟运营期后, 预计实现年销售收入 6.75 亿元、净利润 1.5 亿元, 所得税后项目投资财务内部收益率 18.02%, 所得税后项目投资回收期 6.93 年 (含建设期 3 年)。截止 2016 年中报, 募集资金仅使用了约 10%。

在连锁经营模式下, 电商模式有助于提升服务规范度, 从而凸显 2S 店相较于 4S 店的价格优势。2016 年 4 月“德联车护”获得由中国汽车维修行业协会和汽车维修配件工作委员会联合颁发的《“同质配件”试点企业证书》, 根据十部委联合发布的《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》等文件, 同质配件概念的提出, 是促进我国汽车售后维修服务市场打破传统垄断格局、走向有序竞争化和规范化的重要制度设计, 该资质有利于德联车护抢占汽车后市场更多市场份额。

4、盈利预测与评级

随着第一期投入的 2S 店建成后逐步贡献收益, 公司全年获利将随之修复, 预估公司 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.25/0.31/0.38 元, 对应当前股价 PE 分别为 34/28/23 倍, 首次覆盖给予增持评级。

表 2: 盈利预测

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1980	2347	2766	3264
增长率(%)	15%	19%	18%	18%
净利润(百万元)	179	187	232	285
增长率(%)	11%	5%	24%	23%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.25	0.31	0.38
ROE(%)	6.74%	5.03%	5.96%	6.97%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 汽车后市场反垄断进展不及预期;
- 2) 地产涨价影响公司购置店铺进度;
- 3) 德联车护的市场开拓不及预期

表 1: 德联集团盈利预测表

证券代码:	002666.SZ				股价:	8.52	投资评级:	增持	日期:	2016/09/26
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值		2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标					
ROE	7%	5%	6%	7%	EPS		0.24	0.25	0.31	0.38
毛利率	23%	20%	21%	22%	BVPS		3.51	4.92	5.13	5.39
期间费率	13%	12%	11%	12%	估值					
销售净利率	9%	8%	8%	9%	P/E		35.96	34.32	27.76	22.55
成长能力					P/B		2.43	1.73	1.66	1.58
收入增长率	15%	19%	18%	18%	P/S		3.25	2.74	2.32	1.97
利润增长率	11%	5%	24%	23%	利润表 (百万元)					
营运能力					营业收入	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	0.62	0.58	0.63	0.68	营业收入	1980	2347	2766	3264	
应收账款周转率	3.93	4.63	5.62	6.77	营业成本	1522	1872	2186	2553	
存货周转率	2.72	3.28	3.96	4.79	营业税金及附加	10	12	14	17	
偿债能力					销售费用	88	94	111	131	
资产负债率	17%	8%	12%	15%	管理费用	142	159	187	221	
流动比	4.24	10.06	6.36	4.90	财务费用	14	(2)	4	10	
速动比	3.24	8.16	5.28	4.17	其他费用 / (-收入)	6	12	10	10	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	209	223	273	343	
现金及现金等价物	450	935	1032	1135	营业外净收支	8	4	8	3	
应收款项	504	507	492	482	利润总额	217	227	281	346	
存货净额	559	574	556	536	所得税费用	36	37	46	57	
其他流动资产	859	1018	1200	1416	净利润	181	190	235	289	
流动资产合计	2372	3034	3279	3569	少数股东损益	3	3	4	4	
固定资产	485	460	610	749	归属于母公司净利润	179	187	232	285	
在建工程	8	180	180	180	现金流量表 (百万元)					
无形资产及其他	153	153	137	122	经营活动现金流	112	56	122	149	
长期股权投资	122	122	122	122	净利润	181	190	235	289	
资产总计	3213	4023	4402	4816	少数股东权益	3	3	4	4	
短期借款	266	(0)	200	400	折旧摊销	42	48	46	54	
应付款项	237	241	252	259	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	19	22	26	31	营运资金变动	(114)	(185)	(162)	(199)	
其他流动负债	38	38	38	38	投资活动现金流	(882)	(148)	(149)	(139)	
流动负债合计	559	302	516	728	资本支出	(68)	(148)	(149)	(139)	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(119)	0	0	0	
其他长期负债	1	1	1	1	其他	(696)	0	0	0	
长期负债合计	1	1	1	1	筹资活动现金流	1256	612	129	113	
负债合计	561	303	517	729	债务融资	90	(266)	200	200	
股本	754	754	754	754	权益融资	898	935	0	0	
股东权益	2653	3720	3885	4087	其它	267	(57)	(71)	(87)	
负债和股东权益总计	3213	4023	4402	4816	现金净增加额	485	519	102	123	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学汽车专业，汽车行业 OEM 四年工作经验，证券行业 A+H 股两年研究经验，2016 年加入国海证券研究所。

葛家南，联系人，南京大学物理学学士，东京大学机械工学硕士，2015 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

周绍倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。