

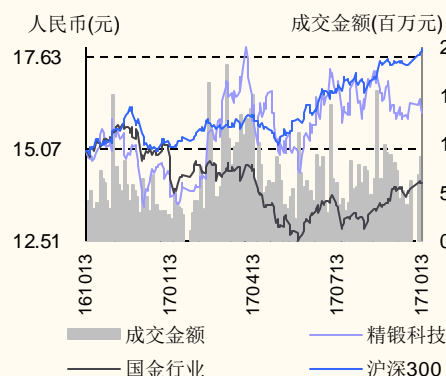
市场价格 (人民币): 6.15 元

目标价格 (人民币): 7.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	443.81
总市值(百万元)	4,639.12
年内股价最高最低(元)	8.22/5.16
沪深 300 指数	4274.15
深证成指	10836.25



掘金汽车后市场，看好公司长期发展潜力

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.237	0.186	0.198	0.241	0.293
每股净资产(元)	3.51	3.64	3.79	4.00	4.25
每股经营性现金流(元)	0.15	0.24	0.01	0.10	0.11
市盈率(倍)	56.14	44.76	28.39	23.28	19.17
行业优化市盈率(倍)	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75
净利润增长率(%)	10.65%	-21.35%	6.25%	21.93%	21.45%
净资产收益率(%)	6.75%	5.12%	5.22%	6.04%	6.90%
总股本(百万股)	754.33	754.33	754.33	754.33	754.33

来源: 公司公告、国金证券研究所

投资逻辑

- **汽车保有量稳步增长，汽车后市场发展空间大。**我国汽车市场规模持续扩大，汽车总体保有量增速高于行业增速。目前，汽车保有量突破 2 亿辆，为汽车后市场领域企业提供了巨大发展空间。我们预计，汽车胶粘剂、防冻液、制动液、发动机油等汽车精细化学品市场规模 2020 年将达到 2456 亿元，2017~2020 年复合增速为 7.32%，高于乘用车约 3% 的增速。
- **公司作为汽车精细化学品生产龙头，市场份额持续攀升。**汽车精细化学品是公司核心业务，拥有产品共计 11 类，涵盖汽车制造非消耗材料和日常使用所需消耗品。公司通过与国际化工巨头巴斯夫、陶氏化学等合作，引入、开发技术，产品技术达到国际一流，定位中高端。2012 年 IPO 募投项目基本建成投产，产能大幅扩张，其中核心产品防冻液、制动液与胶粘剂分别增长 59%、57% 和 80%，支撑公司业务较快发展。公司产品主要供货德系、美系，近年来在日系、自主品牌、新能源汽车领域展开供货，目前正在加紧与巴斯夫合作开发更多新能源汽车产品，预计未来公司市场份额将持续提升。
- **汽车售后市场前景广阔，公司有望充分受益。**随着我国汽车保有量持续扩大，售后维修保养需求较快增长。传统 4S 店维修保养价格相对较高，不少用户出保后选择性价比高的快修店是现状。连锁快修模式以其性价比高、便捷等特点，受到青睐。公司 2015 年发力汽车售后市场 2S 店，推广“德联车护”品牌，目前已遍布国内超过 1 万家网点。公司前期工作基本完成，后期将建立并推广标准化流程，有望充分享受汽车后市场广阔空间，快速发展。

盈利预测与投资建议

- 我们认为，公司作为汽车精细化学品龙头，2S 店前期布局工作基本完成，充分受益后市场发展，后续有望业绩释放，迎来利润增速拐点，实现公司净利润较快增长。我们预计公司 2017~2020 年净利润分别为 1.49 亿元、1.82 亿元、2.21 亿元，同比增长 6.25%、21.93%、21.45%。首次覆盖给予增持评级，目标价 7.00 元，对应 2017/2018/2019 年 PE 为 35/29/24 倍。

风险提示

- (1) 后市场业务开拓不及预期风险。
- (2) 公司毛利率下滑风险。
- (3) 新能源汽车客户开拓不及预期风险。

刘洋 分析师 SAC 执业编号: S1130517060001
yang_liu@gjzq.com.cn

梁美美 联系人
liangmeimei@gjzq.com.cn

宋伟健 联系人
songweijian@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司基本情况.....	4
1.1 国内汽车精细化工产品龙头企业.....	4
1.2 家族成员掌握大部分股权.....	5
1.3 业务持续拓展，营收稳健增长.....	6
2、汽车精细化学品：公司核心主业市场广阔.....	8
2.1 汽车市场规模持续扩大.....	8
2.2 防冻液：受益汽车保有量持续攀升.....	9
2.3 制动液：与防冻液一样，受益私家车保有量提升.....	9
2.4 发动机油：减摩散热，保障发动机平稳运行.....	10
2.5 精细化学品市场规模将稳步增长.....	12
3、配套能力强，供货欧美整机大厂.....	14
3.1 引进先进技术，主打贴厂生产供货.....	14
3.2 差异化客户为公司提供良好竞争环境.....	15
3.3 募投项目产能到位，支撑公司业绩增长，毛利率逐步趋稳.....	16
4、汽车销售与维修：维修业务布局逐步完善，抓住汽车后市场机遇.....	18
4.1 收购多家公司打开汽车销售业务.....	18
4.2 维修保养市场潜力巨大，连锁快修越发受到青睐.....	19
4.3 推广德联车护品牌，加紧布局汽车后市场.....	21
4.4 汽车销售及售后市场预计将平稳发展.....	22
5、盈利预测与投资建议.....	23
5.1 盈利预测.....	23
5.2 投资建议.....	23
6、风险分析.....	24

图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	4
图表 2：公司及子公司获得多项荣誉.....	4
图表 3：汽车精细化学品主要应用范围.....	5
图表 4：汽车精细化学品营收占比 84.43%（2016 年）.....	5
图表 5：公司股权分布集中.....	5
图表 6：公司全资子公司分布（2016 年）.....	6
图表 7：公司营收保持稳健增长.....	6
图表 8：公司净利润近两年有所下滑.....	6
图表 9：主营业务成本大幅提高.....	7
图表 10：汽车销售与维修毛利率大幅下降.....	7

图表 11: 销售期间费用率占比小幅下滑.....	7
图表 12: 公司毛利率、净利率总体下滑.....	7
图表 13: 乘用车销量保持较高增速 (亿辆)	8
图表 14: 私家车保有量稳步增长 (亿辆)	8
图表 15: 乘用车销量增速将逐步放缓.....	8
图表 16: 国内汽车保有量保持更快增长.....	8
图表 17: 我国未来防冻液市场规模将持续小幅扩大.....	9
图表 18: 制动液工作原理.....	10
图表 19: 我国未来制动液市场规模将稳健增长.....	10
图表 20: 发动机油作用.....	11
图表 21: 乘用车机油市场规模大.....	11
图表 22: 公司其他主要汽车精细化学品及其作用.....	12
图表 23: 公司汽车精细化学品单耗.....	12
图表 24: 公司相关汽车精细化学品市场估算 (亿辆、亿元)	13
图表 25: 公司经营模式.....	14
图表 26: 公司获得国际化工巨头在国内的多项独家许可授权.....	14
图表 27: 公司四大生产基地分布.....	15
图表 28: 公司子公司基地.....	15
图表 29: 汽车精细化学品厂家及其目标市场.....	15
图表 30: 公司募投项目完成后产能大增.....	16
图表 31: 国际原油价格自 2016 年起逐步提升.....	17
图表 32: 乙二醇价格升至近年来高位.....	17
图表 33: 汽车精细化学品营收持续扩大.....	17
图表 34: 汽车精细化学品毛利率大幅下降.....	17
图表 35: 公司三大业务板块形成较为完整的汽车产业链.....	18
图表 36: 公司汽车销售子公司分布.....	18
图表 37: 我国汽车维修保养市场价值到 2020 年将达到 7371 亿元.....	19
图表 38: 汽车维修保养行业经营模式比较.....	19
图表 39: 快修连锁店占我国汽修市场 15% (2016 年)	20
图表 40: 国内大型汽车经销商布局汽车连锁快修业务.....	21
图表 41: 德联车护旗舰店开业.....	22
图表 42: 德联车护门店.....	22
图表 43: 汽车销售及相关服务营收保持上升.....	22
图表 44: 汽车销售及相关服务毛利率逐步恢复.....	22
图表 45: 公司主要业务收入结构预测 (百万元)	23

1、公司基本情况

1.1 国内汽车精细化工产品龙头企业

- 德联集团是国内专门从事汽车系列化工用品的大型集团公司，是国内汽车化学品龙头企业。
 - 公司总部位于广东佛山，拥有四大生产基地，分别位于长春、上海、佛山和成都，是集生产、研发、销售、贸易、物流为一体的大型集团综合体。
 - 公司最早可追溯至南海西联化工工厂广州门市部，历经多次增资、更名，于 2009 年正式改制，更名为广东德联集团股份有限公司，并于 2012 年 3 月在深交所中小板上市。

图表 1：公司历史沿革

时间	事件
1984 年	公司前身为南海西联化工工厂广州门市部。
1992 年	公司更名为南海申联化工实业公司。
1993 年	公司更名为南海市中联实业公司。
2001 年	公司更名为南海市中联化工实业有限公司。
2003 年	公司更名为广东德联化工集团有限公司。
2009 年	公司更名为广东德联集团股份有限公司。
2012 年	德联集团在深交所中小板上市。

来源：公司网站、国金证券研究所

- 公司及其子公司多年来获得多项荣誉，受到当地政府、下游客户的认可。德联集团商标成为中国驰名商标，产品获得广东省著名商标、广东省名牌产品等称号。子公司上海港申、长春德联分别为上海通用、一汽大众的优秀供应商。

图表 2：公司及子公司获得多项荣誉

时间	事件
2005 年	长春德联荣获“高新技术企业认定证书”。
2006 年	德联集团荣获“广东省重点新产品证书”。
2008 年	上海港申荣获“上海嘉定区小巨人企业”。
2009 年	上海港申荣获“上海通用售后配件优秀供应商”称号； 长春德联荣获“一汽大众 A 级供应商”称号。
2010 年	德联集团获得广东省著名商标证书（“松树”牌防冻液、制动液）。
2013 年	成都德联荣获“高新技术企业”称号。
2014 年	德联集团“汽油清净剂产品”荣获“广东省名牌产品”称号；公司商标被认定为“中国驰名商标”。

来源：公司网站、国金证券研究所

- 公司主营业务涵盖汽车精细化学品制造、汽车销售服务、汽车维修保养三大模块，其中又以汽车精细化学品制造销售最为重要。
 - 汽车精细化学品主要包括汽车底盘系统、车身系统、润滑系统用化学品及汽车使用的润滑油、涂料、胶黏剂等产品。公司精细化学品主要分为消耗类和非消耗类产品，共计十一类。其中消耗类产品包括防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油等，非消耗类产品包括胶粘剂、纤维增强胶片等胶类产品。

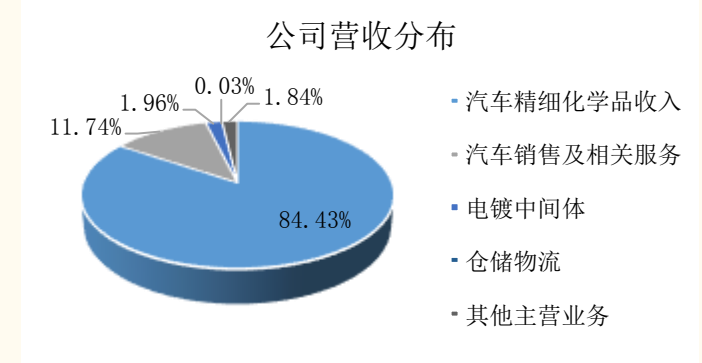
- 根据公司 2016 年年报，公司当年汽车精细化学品营收占比达到 84.43%。其他主要业务还包括汽车销售及相关服务、电镀中间体等，分别占比 11.74%和 1.96%。

图表 3：汽车精细化学品主要应用范围



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表 4：汽车精细化学品营收占比 84.43% (2016 年)

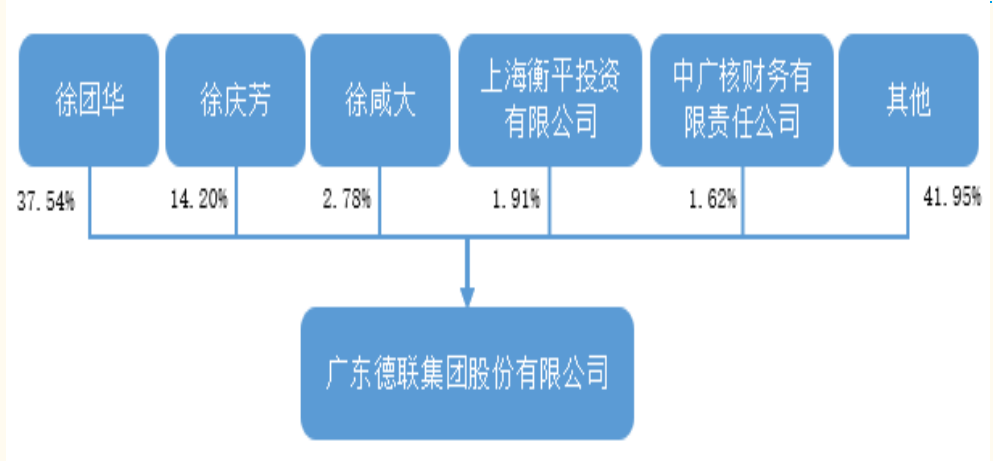


来源：wind、国金证券研究所

1.2 家族成员掌握大部分股权

- 公司股权结构较为集中，前三大股东为一致行动人，持有股份 54.52%。
 - 公司自上市后于 2015 年 3 月完成定向增发 5716.46 万股，用于汽车售后市场 2S 店连锁经营建设项目。目前公司总股本为 7.54 亿股。
 - 公司前三大股东分别为徐团华、徐庆芳和徐咸大，分别担任副董事长及总经理、副总经理和公司董事长。其中徐咸大为徐团华和徐庆芳的父亲，三人作为直系亲属且已书面声明为一致行动人，分别持有公司股份 37.54%、14.20%和 2.78%，共计 54.52%。

图表 5：公司股权分布集中



来源：wind、国金证券研究所

- 公司旗下有 24 家控股公司和参股公司，其中全资子公司 22 家，非全资子公司 2 家，主要分布在我国东部城市。
 - 公司子公司数量逐年提升，2012 年上市时子公司数量为 10 家，随着业务的拓展，每年新设立多家子公司支持公司业务。2016 年公司子公司数量新增 2 家，达到 24 家。
 - 公司全资子公司主要集中在长春、上海等东部地区，业务涵盖面广泛。

图表 6：公司全资子公司分布（2016 年）

子公司名称	主要经营地	业务性质
蓬莱德联仓储物流有限公司	蓬莱	仓储物流
长春德联化工有限公司	长春	工业
武汉德联汽车零部件有限公司	武汉	工业
上海德联化工有限公司	上海	工业
青岛德联车用养护品有限公司	青岛	工业
佛山市欧美亚汽车用品有限公司	南海	工业
佛山德联汽车用品有限公司	南海	工业
成都德联汽车用品有限公司	成都	工业
重庆安港工贸有限公司	重庆	商业
长春德联汽车维修服务有限公司	长春	商业
长春骏德汽车销售服务有限公司	长春	商业
长春友驰汽车销售服务有限公司	长春	商业
长春骏耀汽车贸易有限公司	长春	商业
德联贸易（香港）有限公司	香港	商业
沈阳德驰汽车销售服务有限公司	沈阳	商业
沈阳骏德汽车销售有限公司	沈阳	商业
上海德联优鸿电子商务有限公司	上海	商业
上海德联车护网络发展有限公司	上海	商业
上海德联车护汽车服务有限公司	上海	商业
广州德联汽车用品有限公司	广州	商业
大连骏德汽车销售服务有限公司	大连	商业
佛山市南海德申运输有限公司	南海	物流

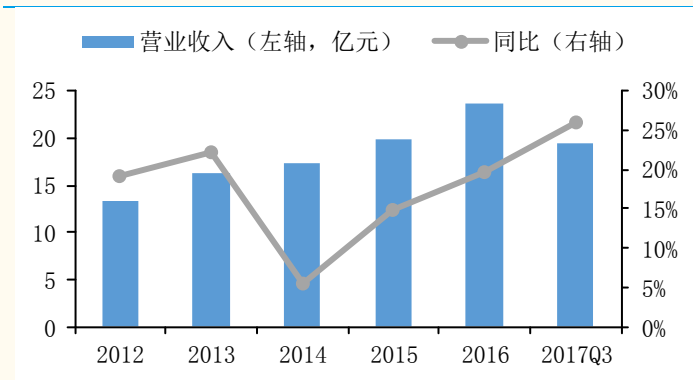
来源：公司年报、国金证券研究所

1.3 业务持续拓展，营收稳健增长

■ 公司自上市以来营收规模持续扩大。

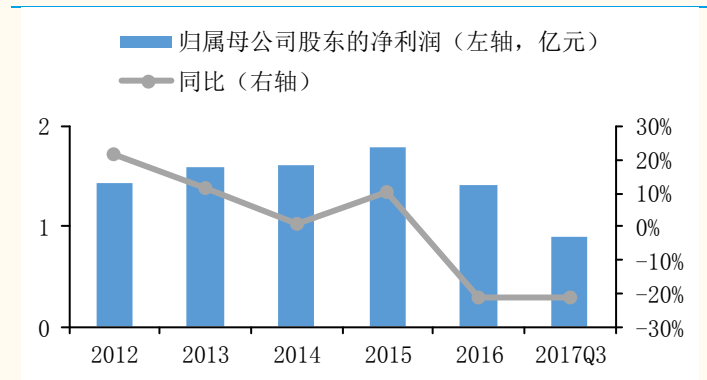
- 公司 2012 年至 2016 年，营收复合增速为 15.44%，至 2016 年达到 23.71 亿元，2017 年前三季度实现营业收入 19.42 亿元，同比增长 26.05%，业务规模持续扩大。
- 公司净利润近两年有所下滑，其中 2016 年同比减少 21.35%。2017 年前三季度实现净利润 0.89 亿元，同比减少 21.02%。

图表 7：公司营收保持稳健增长



来源：wind、国金证券研究所

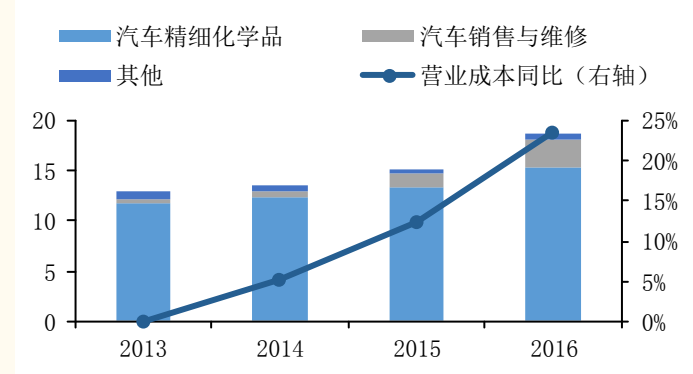
图表 8：公司净利润近两年有所下滑



来源：wind、国金证券研究所

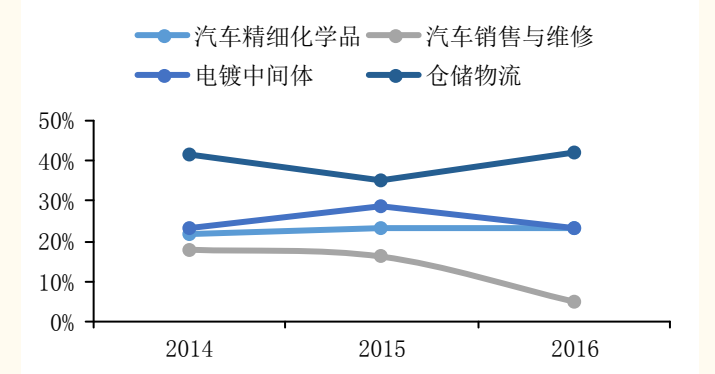
- 业务拓展所引起的大规模资金投入和各类期间成本的提高是导致公司营收稳健增长而净利润下滑的主要原因。
- 根据公司年报，近年来公司各项主营业务成本有了大幅提高，2016年同比增长23.39%，高于同期营收增速。其中，汽车销售与维修业务成本在2015年、2016年分别同比增长133.90%和91.30%，远高于其他业务成本增速，也导致了这一业务毛利率大幅下滑。

图表 9：主营业务成本大幅提高



来源：公司年报、国金证券研究所

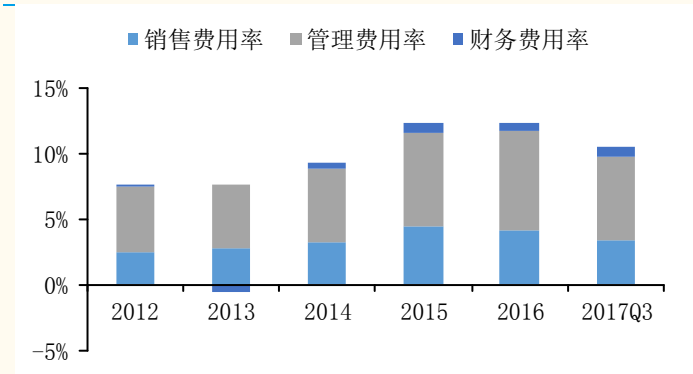
图表 10：汽车销售与维修毛利率大幅下降



来源：wind、国金证券研究所

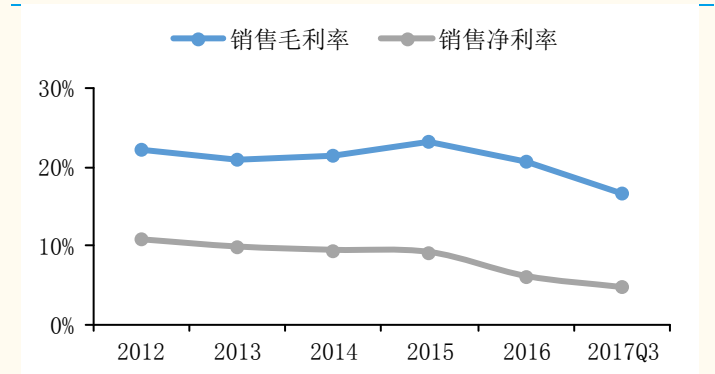
- 2015年起公司开展汽车后市场 2S 业务后，需要扩大售后市场渠道和营销平台，加大对市场、IT 系统、人力资源等领域的开发，引起各类成本尤其是管理费用的大幅增加。2016 年政府补贴收入和投资收益减少也对净利润造成了一定影响。截止 2017 年第三季度，公司三费率约为 10.49%。
- 总体来看，受到较高的营业成本影响，公司销售毛利率总体呈现下降趋势，而较高的三费率又导致净利率持续下滑。因此，虽然公司营收持续扩张，但毛利率、净利率却小幅下降，目前分别为 16.59%和 4.69%。

图表 11：销售期间费用率占比小幅下滑



来源：wind、国金证券研究所

图表 12：公司毛利率、净利率总体下滑



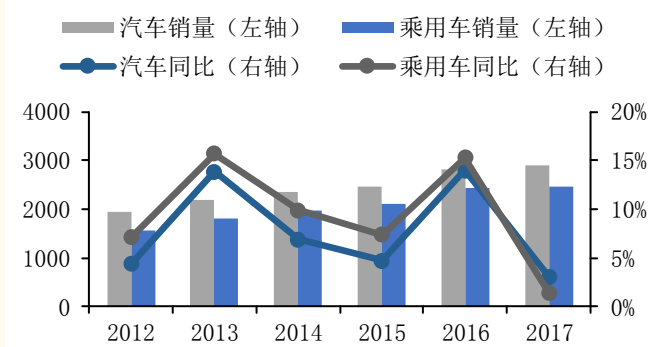
来源：wind、国金证券研究所

2、汽车精细化学品：公司核心主业市场广阔

2.1 汽车市场规模持续扩大

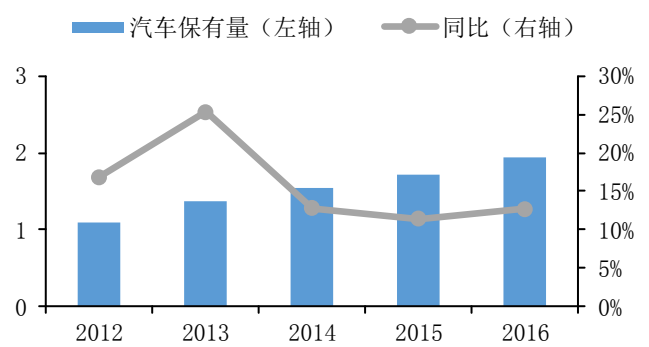
- 近年来，随着经济的稳定发展和人民生活水平的提高，我国汽车销量每年保持稳定增速，汽车保有量不断攀升。
- 2017年，我国汽车销量达到2888万辆，同比增长3%。其中乘用车销量为2472万辆，同比增长1.4%。
- 我国汽车保有量也节节攀升，截止2016年底，全国汽车保有量为1.94亿辆，同比增长13%，其中私家车保有量达到1.46亿辆，同比增长18%，占全部汽车保有量的75%。

图表 13：乘用车销量保持较高增速（亿辆）



来源：新华网、国金证券研究所

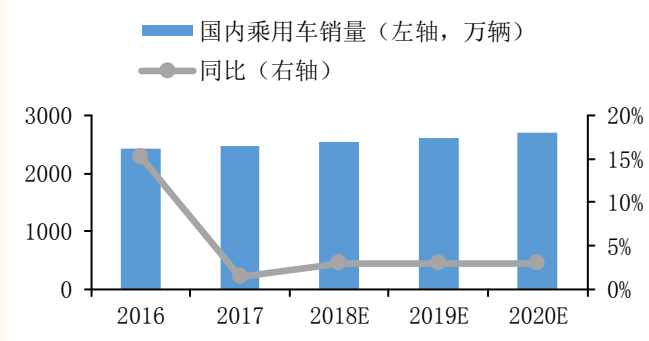
图表 14：私家车保有量稳步增长（亿辆）



来源：公安部交管局、国金证券研究所

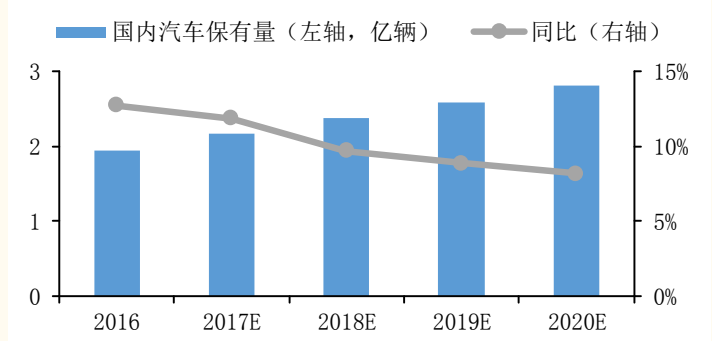
- 乘用车是公司配套的主要领域。预计未来随着我国经济增速回落，乘用车市场及私家车保有量将在现有存量基础上，增速将有一定程度回落，但总体规模巨大。
- 得益于经济快速发展、居民可支配收入的提升、国家政策推动等影响，我国居民的汽车产品需求持续旺盛，过去几年汽车市场经历了快速扩张和发展，其中我国乘用车市场规模持续高于行业水平，同时我国私家车保有量持续稳步高速增长。
- 预计随着汽车销量的基数持续攀升，我国乘用车新车市场 2018 年~2020 年增速约 3%左右，总体处于低增速状态，到 2020 年，国内乘用车销量将达到 2700 万辆。但汽车保有量的增速高于汽车销量增速。

图表 15：乘用车销量增速将逐步放缓



来源：中汽协，国金证券研究所

图表 16：国内汽车保有量保持更快增长



来源：中汽协，国金证券研究所

2.2 防冻液：受益汽车保有量持续攀升

- 防冻液是公司最重要的精细化学品之一，营收占公司传统主机厂业务的 20%。防冻液在汽车发动机中起到了关键作用，是汽车最重要的配套产品之一。
- 防冻液全称为防冻冷却液，一般由水、防冻剂和各种添加剂组成，品种主要根据防冻剂区分，分为乙二醇防冻液和丙二醇防冻液。其中，乙二醇具有降低冰点、沸点高、黏度适中和成本低等特点，是目前主要的防冻液种类。
- 防冻液主要在可以防止寒冷季节停车时冷却液凝结成冰胀裂散热器、冻坏发动机气缸体。同时，防冻液在夏天等炎热季节中防止发动机水箱达到沸点造成发动机损坏。一般发动机工作温度为 85-115 摄氏度之间，水的沸点为 100 度，而防冻液沸点一般为 110-120 度，比水沸点更高，更能有效保护发动机。
- 此外，普通自来水含有大量矿物成分，在高温下会与金属部件产生反应形成水垢，对汽车冷却系统也有不良影响。而防冻液具有防腐性，还有除锈的功能。
- 防冻液作为汽车的必备配套产品，随着汽车市场规模的扩大，需求量不断增加。除了新车对防冻液有大量需求外，存量汽车也有更换需求。
- 防冻液在长时间使用后，容易出现污染等情况，因此在一般使用情况下，整车厂会要求车主每 2 年左右进行更换防冻液。每辆汽车防冻液的使用量基本与水箱大小相当，约为 4 升。以乙二醇防冻液为例，目前市场价格约为 60 元一桶，容量为 4 升。因此，单车价值约为 60 元。
- 假设每年新车均加注了整箱防冻液，存量市场则根据两年前私家车保有量滞后估算，2016 年我国乘用车新车防冻液市场规模为 14.63 亿元。同时，假设 2016 年除新车外，存量市场中有一半需要更换防冻液，则存量汽车防冻液市场价值约为 50.89 亿元，市场总规模为 65.51 亿元。
- 预计未来随着乘用车新车销量及汽车保有量小幅提升，对乘用车防冻液市场将有持续推动作用，2017 年市场规模可达 73 亿元，到 2020 年将达到 92 亿元。

图表 17：我国未来防冻液市场规模将持续小幅扩大

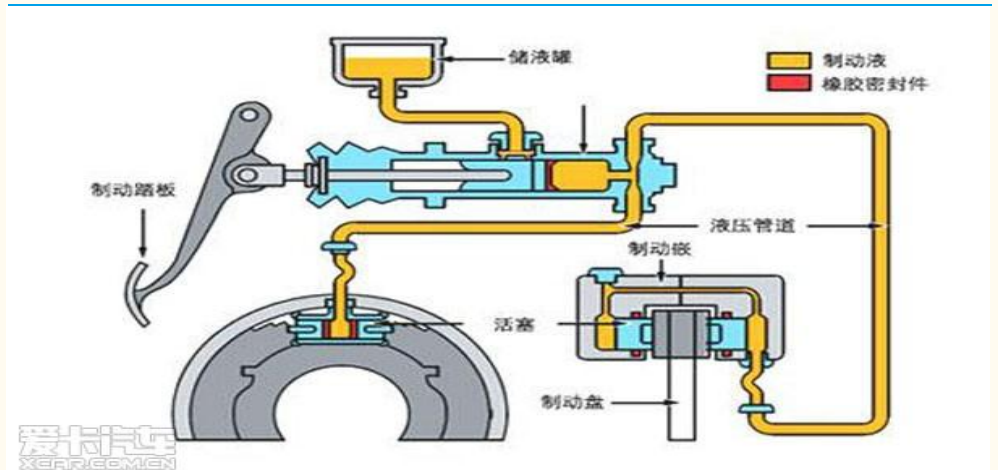
	单车价值 (元)	乘用车销量 (万辆)	乘用车新车防冻液 市场规模(亿元)	需更换防冻液的汽车 数量(万辆)	存量汽车防冻液市 场规模(亿元)	防冻液市场规模 (亿元)
2016	60.00	2,437.70	14.63	8,481.15	50.89	65.51
2017	60.00	2,471.80	14.83	9,614.10	57.68	72.52
2018E	60.00	2,545.95	15.28	10,630.34	63.78	79.06
2019E	60.00	2,622.33	15.73	11,647.96	69.89	85.62
2020E	60.00	2,701.00	16.21	12,668.16	76.01	92.21

来源：中汽协，国金证券研究所

2.3 制动液：与防冻液一样，受益私家车保有量提升

- 制动液也是公司重要的产品之一，营收占公司传统主机厂业务的 10%左右。制动液对汽车制动系统有着重要作用。
- 制动液又称刹车油，其作用是保证车辆在寒冷或炎热气候条件下或高速、重负荷和频繁制动等情况下能够有效、灵活制动，从而保障行车安全。目前汽车大多使用液压制动，制动液则是液压制动系统中传递制动力的媒介。

图表 18：制动液工作原理



来源：爱卡汽车、国金证券研究所

- 根据美国石油协会规定，制动液一般分为 DOT3、DOT4 和 DOT5.1 三种。其中 DOT5.1 多用于赛车或军事，一般不对外售卖，DOT3 是矿物油提炼而得，抗高温性差，而 DOT4 则加入了抗高温和抗吸水添加剂，对应沸点高达 230 摄氏度，抗高温、抗吸水能力均较强。公司主要生产 BASF 的 DOT4 制动液。
- 和防冻液一样，制动液是汽车生产和使用中必备的配套产品。新车生产中需要加注制动液，而存量汽车也需要定期更换制动液保证制动效果。
- 制动液使用时间较长后，容易出现沸点降低、污染或氧化变质等情况。过期的制动液会产生乳化变质，产生气泡，堵塞管路而影响油液压力的传递。因此，制动液同样需要定期更换。
- 一般车辆在行使 4 至 5 万公里后或 2 年就需要更换一次制动液，单车用量在 1 升左右。市场上 1 升装 DOT4 刹车油价格约为 90 元，因此单车刹车油价值在 90 元左右。
- 假设每辆新车都加注了整箱刹车油，而存量市场除新车外有一半达到更换周期，则 2016 年新车及存量汽车制动液市场价值分别为 22 亿元和 76 亿元，总市值 98 亿元。
- 预计 2017 年，乘用车制动液市场价值为 109 亿元，并随着汽车市场规模的稳步扩大，到 2020 年乘用车制动液市场价值可达 138 亿元。

图表 19：我国未来制动液市场规模将稳健增长

	单车价值 (元)	乘用车销量 (万辆)	乘用车新车制动液 市场规模 (亿元)	需更换制动液的汽车 量 (万辆)	存量汽车制动液市 场规模 (亿元)	乘用车制动液市 场规模 (亿元)
2016	90.00	2,437.70	21.94	8,481.15	76.33	98.27
2017	90.00	2,471.80	22.25	9,614.10	86.53	108.77
2018E	90.00	2,545.95	22.91	10,630.34	95.67	118.59
2019E	90.00	2,622.33	23.60	11,647.96	104.83	128.43
2020E	90.00	2,701.00	24.31	12,668.16	114.01	138.32

来源：中汽协，国金证券研究所

2.4 发动机油：减摩散热，保障发动机平稳运行

- 发动机油是人民日常驾驶生活中最常见的配套产品之一，是除燃料（汽油、柴油）外用量最大的油类产品，主要应用于发动机系统。

- 发动机油又称机油，其作用主要包括润滑减摩、散热、清洁、密封、保护等作用，在汽车发动机中起着关键作用。

图表 20：发动机油作用

作用	描述
润滑减摩	润滑发动机部件减少部件之间的摩擦及噪声
散热	在发动机内部循环流动时带走热量
清洁	通过机油泵加压后从机油滤清器过滤，在润滑系统反复循环，保持机件清洁及正常运转
密封	在润滑的同时充满配合间隙形成油封而达到密封不漏气，保证发动机的输出功率
保护	吸附在金属表面，防止酸性气体和水分对金属的腐蚀，起到保护作用

来源：德联集团招股说明书、国金证券研究所

- 发动机油根据匹配的发动机类型主要分为汽油机油和柴油机油两大类。在我国，受到政策、消费习惯等影响，柴油乘用车比例极低，仅为 0.5% 至 0.8%，因此在乘用车机油领域，主要为汽油机油。
- 发动机油主要可以分为矿物油、半合成油和全合成油。矿物油是从原油里提炼而得，全合成油是通过化学方式合成而得，半合成油是矿物油和全合成油按一定比例调制而成。
- 其中全合成机油分子结构单一、性能稳定，具有较高抗高低温性和抗氧化性以及发动机燃油经济性，受到广泛车型尤其是高端车型的使用。公司产品主要为多种规格的全合成机油，同时也有部分矿物油机油以及柴油机油产品。
- 发动机是汽车最重要的动力组成部分，使用频繁且工作环境复杂，需要相应的机油进行辅助。发动机油也需要定期更换。
 - 发动机油在长时间使用后，机油的使用效果会有显著减弱，主要体现在清洁能力弱以及润滑性能下降，会对发动机产生磨损。因此，一般整车厂建议汽车每年都要进行一次发动机油的更换。
 - 单车发动机油的用量与各自发动机具体型号有关，一般小排量汽车用量在 3.2 升至 3.6 升，大排量汽车用量可达 4.5 升甚至更多。总体来看，单车机油用量在 4 升左右，市场上 4 升装机油价格约为 250 元，因此单车发动机机油规模为 250 元。
 - 假设新车均加注了整箱发动机油，而存量汽车均需要更换机油估算，2016 年新车机油市场规模为 60.94 亿元，存量私家车机油市场价值 424 亿元，市场总规模为 485 亿元。
 - 预计 2017 年乘用车机油市场规模为 543 亿元，2020 年可达 701 亿元。

图表 21：乘用车机油市场规模大

	单车价值 (元)	乘用车销量 (万辆)	乘用车新车机油市 场规模 (亿元)	需更换机油的汽车 数量 (万辆)	存量汽车机油市场 规模 (亿元)	乘用车机油市场 规模 (亿元)
2016	250.00	2,437.70	60.94	16,962.30	424.06	485.00
2017E	250.00	2,471.80	61.80	19,228.20	480.71	542.50
2018E	250.00	2,545.95	63.65	21,260.69	531.52	595.17
2019E	250.00	2,622.33	65.56	23,295.92	582.40	647.96
2020E	250.00	2,701.00	67.53	25,336.32	633.41	700.93

来源：中汽协，国金证券研究所

2.5 精细化学品市场规模将稳步增长

- 公司在精细化学品领域还有自动变速箱油、动力转向油、胶黏剂、燃油添加剂、玻璃清洁剂等产品，涵盖汽车使用的方方面面。
- 公司精细化学品涵盖了汽车变速系统、转向系统、整车结构、燃油系统等众多方面，基本覆盖了整车厂及车主日常养护所需要的各类产品。

图表 22：公司其他主要汽车精细化学品及其作用

产品	作用
自动变速箱油	将发动机动力传递给变速器； 传递压力完成对换挡元件的操控； 传递变速器热量； 润滑行星齿轮等部件； 清洁运动零件并起到密封作用
动力转向油	传递转向力，保障液压系统正常运行
胶粘剂	用于汽车制造中，起到密封和粘接作用，还能强化构件、减震降噪、隔热消音
燃油添加剂	用于抑制燃油进气系统产生沉积物，清洗沉积物，解决燃油氧化变质等问题
玻璃清洗液	夏季除虫胶、树胶、灰尘； 冬天溶化冰雪、保护挡风玻璃

来源：德联集团招股说明书、国金证券研究所

- 精细化学品市场价值与乘用车销量及市场保有量息息相关。其中，非消耗类产品与新车产销量有直接关系，消耗类产品与新车、市场存量均有较大关系。
- 胶粘剂、胶片为非消耗类产品，仅在汽车生产过程中使用。其他产品为消耗类产品，和防冻液、制动液及发动机油一样，在汽车使用过程中需要不定期更换。
- 其中，在消耗品中，发动机油、玻璃清洁液更换频率最高，约为 1 年 1 次，防冻液、制动液、自动变速箱油均需要 2 年更换一次。
- 此外，胶粘剂作为非消耗品在汽车制造中起着重要作用。每辆轿车使用量约为 20Kg，每辆车消耗的胶粘剂价值约为 1800 元。

图表 23：公司汽车精细化学品单耗

产品	单车用量	更换周期(年/次)	单车价值(元)
防冻液	4L	2	60
制动液	1L	2	90
发动机油	4L	1	250
自动变速箱油	10L	2	500
动力转向油	1L	3	100
燃油添加剂	60ml	0.5	10
玻璃清洁液	100ml	1	30
胶粘剂	20Kg	/	1800

来源：网络资料整理、国金证券研究所

- 根据对未来汽车市场规模的预测以及相关产品更换周期和价格估算，市场规模大致估算如下。2016 年公司相关产品市场规模总计约为 1809 亿元。
- 预计 2017 年，这一市场规模将增至 1987 亿元，到 2020 年将继续稳步增长至 2456 亿元，2016 年 2020 年年复合增长 7.94%。

图表 24：公司相关汽车精细化学品市场估算（亿辆、亿元）

	乘用车 新车	非新车 保有量	防冻液	制动液	发动机油	自动变速 箱油	动力转 向油	燃油添加 剂	玻璃清 洁剂	胶粘剂	总市场规 模
2016	0.24	1.70	65.51	98.27	485.00	545.94	80.92	36.36	58.20	438.79	1,808.99
2017	0.26	1.91	72.78	109.17	542.50	606.49	89.40	40.84	65.10	460.73	1,987.00
2018E	0.26	2.12	79.33	118.99	595.17	661.08	96.93	44.98	71.42	474.55	2,142.44
2019E	0.27	2.32	85.90	128.85	647.96	715.84	104.50	49.12	77.75	488.78	2,298.71
2020E	0.28	2.52	92.50	138.75	700.93	770.86	112.10	53.28	84.11	503.45	2,455.99

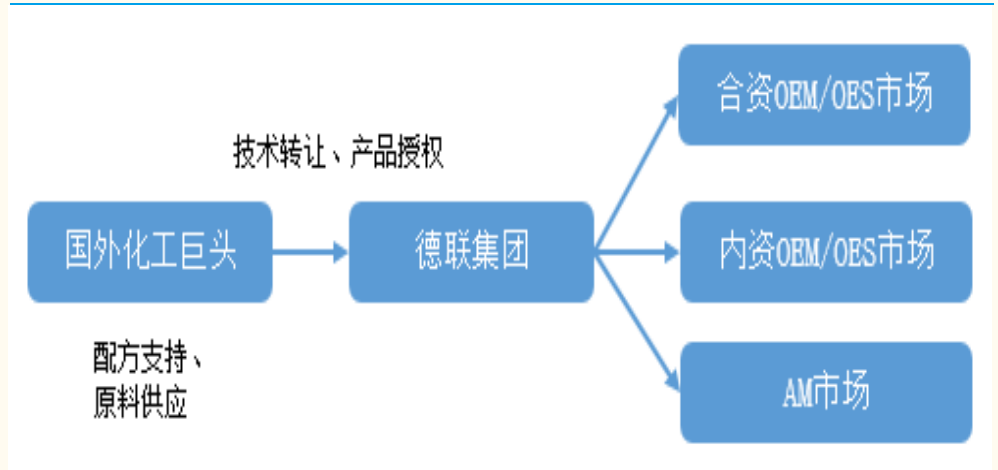
来源：中汽协，国金证券研究所

3、配套能力强，供货欧美整机大厂

3.1 引进先进技术，主打贴厂生产供货

- 公司采取的经营模式主要为引进国外技术、产品授权后，根据整车厂需求进行配套生产，起到了上下游产品和服务的桥梁作用。
- 公司主要是从国外化工巨头处获取配方、原料、技术支持后，在授权下进行生产。目前公司主要针对合资 OEM/OES 市场进行供货，并对内资自主品牌 OEM/OES 市场和 AM 市场进行开拓。

图表 25：公司经营模式



来源：德联集团招股说明书、国金证券研究所

- 公司上游主要来自国际知名化工巨头，提供技术、原材料等。同时公司获得了多项产品在国内的独家授权。在引进技术的同时，也不断将技术进行国产化，学习转化了部分先进技术，强化了自主研发能力。
- 在生产环节中，公司已经与巴斯夫、潘东兴、陶氏化学、雅富顿等国际知名化工巨头有了长期且不断深入的合作，公司获得了这些企业在国内的多项独家许可授权。因此，公司能够为中国市场提供国际先进水平的产品，产品技术含量高。

图表 26：公司获得国际化工巨头在国内的多项独家许可授权

企业名称	授权产品	授权种类
陶氏化学	汽车胶粘剂	独家许可
巴斯夫	汽车防冻液和制动液	一般许可（实质独家许可）
潘东兴	汽车发动机油、动力转向油和自动变速箱油	独家许可
雅富顿	燃油添加剂	独家许可

来源：德联集团招股说明书、国金证券研究所

- 此外，公司不断加大国产化国外先进技术，使公司成为技术转化的平台。目前公司已成功研发部分自主技术，主要有高效汽柴油清净剂和长效发动机冷却液，已获得广东省科技厅科技成果鉴定。“德联”商标获得“广东省名牌商标”，“德联牌防冻液”获得“中国防冻液著名品牌”等称号。
- 公司贴近整车厂生产供货，实现了为客户提供快速供货、快速反应等服务，加深了批次合作深度。

- 在销售环节，公司主要供货合资整车厂。公司已经成为 30 多家整车厂的固定供应商，主要包括一汽大众、上海大众、上海通用、长安福特、北京奔驰等，主要为德系、美系整车厂。
- 同时，公司也已经打开日系乘用车供货关系，例如英菲尼迪等。公司也在为市场份额日益扩大的自主品牌进行供货，主要有比亚迪、上汽乘用车、广汽传祺等。
- 公司采取“贴厂基地”模式，贴近整车厂进行建厂、生产、供货，配合“快速反应”、“优质服务”等措施，在行业内率先拉近与客户的距离，在第一时间能根据客户需求进行调整和交流。公司四大生产基地分别对区域内整车厂实现覆盖。
- 此外，公司还对部分新能源汽车车厂进行供货。2017 年 6 月，子公司上海德联与上海蔚来汽车有限公司签署了框架协议，2017 年起为蔚来汽车量产车型供应汽车制动液。此外，公司也为小鹏汽车供应制动液和变速箱油，也曾为特斯拉小批量供应防冻液产品。目前公司正在与巴斯夫合作研发专供新能源汽车使用的防冻液、制动液产品。

图表 27：公司四大生产基地分布



来源：德联集团招股说明书、国金证券研究所

图表 28：公司子公司基地

基地名称	主要客户
长春基地	一汽大众（长春）、一汽轿车、北京奔驰、华晨宝马等
上海基地	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、东南汽车等
成都基地	长安福特、重庆长安等
佛山基地	比亚迪、广汽传祺等

来源：德联集团招股说明书、国金证券研究所

3.2 差异化客户为公司提供良好竞争环境

- 公司所处汽车精细化工产品行业生产厂家众多，遍及国内外，具体产品各有差异，目标市场各有不同。
- 公司主攻乘用车精细化学品，产品种类丰富，多达 11 类产品基本涵盖了汽车使用的各种方面，因此在汽车精细化学品领域的产品种类上优于其他厂家。
- 此外，公司是国内少数供应国际整车品牌的本国企业，产品定位主要为中高端。东风嘉实多、张家港迪克主要供货日系整车，和公司供货欧美品牌有较大差异。
- 同时，相比国际知名大厂，公司定位本地化企业，在生产成本和快速反应上更具优势，也能更好满足客户本地化、个性化、小批量业务。

图表 29：汽车精细化学品厂家及其目标市场

公司名称	主要精细化学品种类	应用领域	主要目标市场
广东德联集团股份有限公司	防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油、胶粘剂等	汽车（乘用车为主）	国际整车 OEM/OES
中国石化润滑油公司	内燃机润滑油、工业齿轮油、液压油、润滑脂、防冻液、刹车液等	航空航天、汽车、机械、冶金、采矿、石油化工电子等	自主整车 OEM/OES
壳牌统一（北京）石油化工有限公司	汽车、摩托车、工业用油及润滑脂、刹车油、防冻液和汽车护理品等	汽车、摩托车、钢铁、采矿、工程、油田、农业等	国际整车 OEM/OES、AM
北京利迪欣科技发展有限公司	制动液、润滑油、防冻液、齿轮油、抗磨液压油、润滑脂等	汽车	自主整车 OEM/OES

公司名称	主要精细化学品种类	应用领域	主要目标市场
蓝星清洗（北京）有限公司	防冻液、玻璃水、润滑油脂、机油、齿轮油、液压油等	汽车	自主整车 OEM/OES
东风嘉实多油品有限公司	防冻液、润滑油等	汽车	国际整车 OEM/OES、AM
张家港迪克汽车化学品有限公司	汽车制动液、防冻液、车窗清洗液等	汽车、工程机械	国际整车 OEM/OES
青岛康普顿石油化学有限公司	汽车、摩托车、工业用油及润滑脂、齿轮油、制动液和防冻液等	汽车、摩托车、机械	自主整车 OEM/OES
巴斯夫	防冻液、制动液	汽车	国际整车 OEM/OES
英荷皇家壳牌集团	汽车、摩托车、工业用油及润滑脂、刹车油、防冻液等	汽车、摩托车、钢铁、采矿、工程、油田、农业等	国际整车 OEM/OES、AM
陶氏化学	化工原材料，水处理系统，胶粘剂等	汽车，建筑，农业等	国际整车 OEM/OES
埃克森美孚	汽车、摩托车、工业用油及润滑脂、刹车油、防冻液和汽车护理品等	汽车、摩托车、钢铁、采矿、工程、油田、农业等	国际整车 OEM/OES、AM
嘉实多	汽车、摩托车、工业用油及润滑脂、刹车油、防冻液和汽车护理品等	汽车、摩托车、钢铁、采矿、工程、油田、农业等	国际整车 OEM/OES、AM
潘东兴	制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油等	汽车	国际整车 OEM/OES
雅富顿	油品添加剂	汽车	国际整车 OEM/OES

来源：德联集团招股说明书、国金证券研究所

3.3 募投项目产能到位，支撑公司业绩增长，毛利率逐步趋稳

- 公司于 2012 年完成首次公开发行上市，募集资金 6.8 亿元，其中 4.07 亿元投向四家全资子公司的生产基地改造项目，大幅提升公司汽车精细化学品产能。
 - 公司在进行 IPO 之前，各类产品产能利用率接近 100%，随着汽车市场规模的扩大，产能需要相应增加。2012 年公司进行 IPO 融资，主要投向产能增加的相关项目。
 - 根据公司公告，目前公司 IPO 募投项目已经基本建设完成，至此公司产能实现了大幅提升。其中，发动机油、动力转向油、自动变速箱油产能增长分别高达 294%、204%和 147%。
 - 此外，除防冻液和胶粘剂外，其他产品中 OES/AM 市场产能占到总产能一半以上，预计公司未来将侧重这一领域的发展，同时新增产能能为公司积极开拓这一市场提供有力支撑。

图表 30：公司募投项目完成后产能大增

主要产品	2011 年产能 (吨)	达产后 OEM 产能 (吨)	达产后 OES/AM 产能 (吨)	达产后合计产能 (吨)	产能增幅
防冻液	22000	23600	11400	35000	59.09%
制动液	4200	2760	3840	6600	57.14%
动力转向油	2500	3000	4600	7600	204.00%
自动变速箱油	1700	1740	2460	4200	147.06%
发动机油	3400	3300	10100	13400	294.12%
胶粘剂	2500	3600	900	4500	80.00%

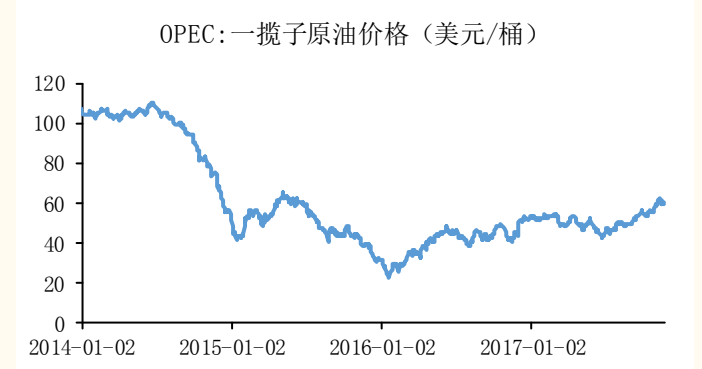
来源：德联集团招股说明书、国金证券研究所

- 公司汽车精细化学品营业收入近年来持续扩大，但在 2017 年毛利率出现了大幅下滑，主要是公司产品原材料价格快速上升并保持高位所致。

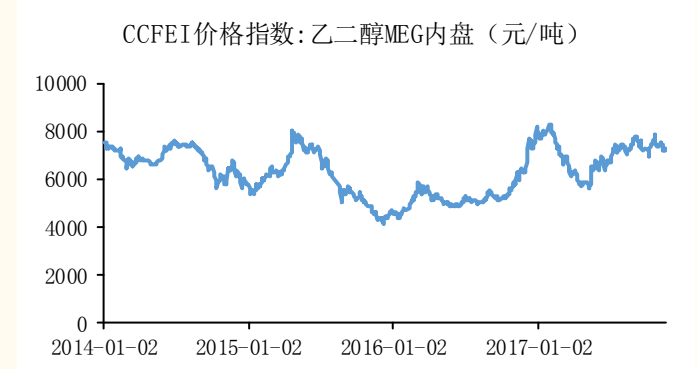
- 公司主要的直接原材料有乙二醇、制动液原液、添加剂等，大多为石油衍生品，因此原材料价格和石油有较大联系。
- 2014 年以来，国际原油价格总体下滑，在 2016 年初跌至近年来最低点，随后总体稳步回升，目前价格已达到 2016 年以来最高位，OPEC 一揽子原油价格为 60.49 美元/桶。乙二醇价格走势同样在 2016 年达到地点，此后一路上扬，并于 2016 年底达到近年来高点。2017 年以来，乙二醇价格稍有回落，虽依旧保持高位，但基本平稳，目前现货价格约为 7300 元/吨。

图表 31：国际原油价格自 2016 年起逐步提升

图表 32：乙二醇价格升至近年来高位



来源：OPEC、国金证券研究所

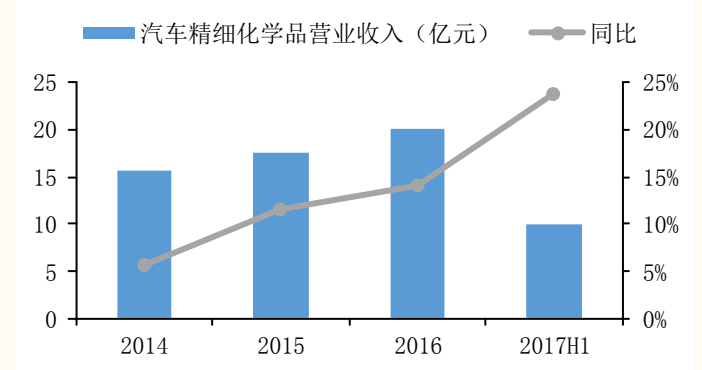


来源：wind、国金证券研究所

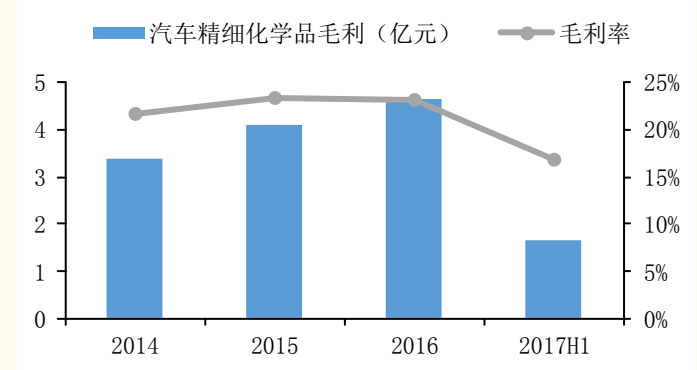
- 过去几年精细化学品作为公司核心业务，随着汽车规模扩大，营收持续稳步扩大，增速逐步提高。但同时毛利率受制于原材料价格高位，较往年有较大回落。
- 2014 年至 2016 年，公司汽车精细化学品营收分别为 15.71 亿元、17.54 亿元和 20.02 亿元，增速分别约为 5.58%、11.65%和 14.14%。截止 2017 年上半年，这一业务营收同比增长 23.67%，增速持续扩大。预计未来随着汽车市场规模稳步扩大，公司汽车精细化学品营收将继续保持稳健增长。
- 同时，公司毛利率较往年有较大回落。过去几年，毛利随着营收规模扩大稳步增长，毛利率基本稳定在 22%至 23%，但 2017 年上半年，受到原材料石油、乙二醇价格保持高位的影响，营业成本大幅增加，严重影响公司这一业务毛利率，目前仅为 16.71%。目前原材料价格总体趋稳。

图表 33：汽车精细化学品营收持续扩大

图表 34：汽车精细化学品毛利率大幅下降



来源：wind、国金证券研究所



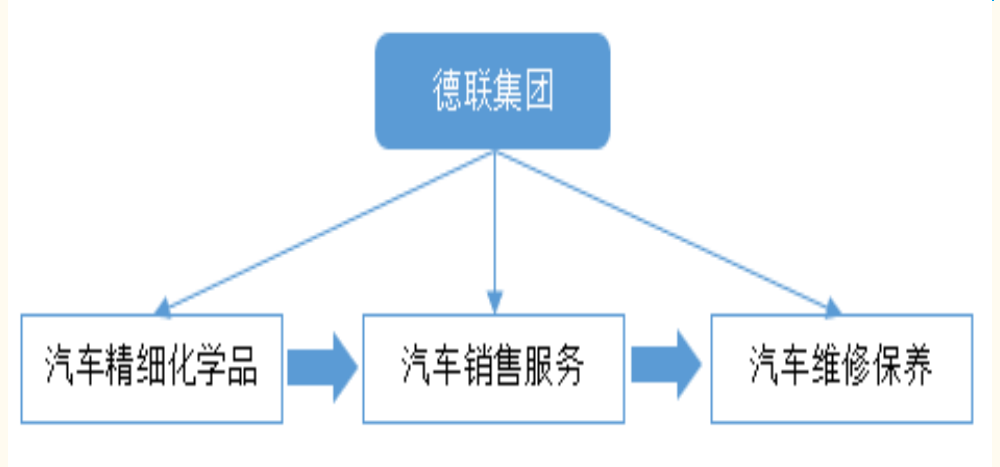
来源：wind、国金证券研究所

4、汽车销售与维修：维修业务布局逐步完善，抓住汽车后市场机遇

4.1 收购多家公司打开汽车销售业务

- 公司 2012 年上市后，开始调整战略，注重覆盖汽车产业链上下游业务，形成完整的汽车上下游产业链业务。
 - 公司在 2012 年年报中披露了公司工作战略调整，计划在保持和提高 OEM 和 OES 销售额的基础上逐步加大零售市场开发力度，从而形成“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，形成一个较为完整的汽车产业链。
 - 公司生产的汽车精细化学品可以直接供应各大汽车整车制造企业，制造新车；同时公司汽车销售部门可以承接来自整车厂的新车销售业务；而公司维修保养业务则对汽车售后市场进行覆盖。三大业务板块基本涵盖除汽车制造原材料和整车制造外的所有环节。

图表 35：公司三大业务板块形成较为完整的汽车产业链



来源：国金证券研究所

- 公司于 2013 年 4 月收购长春友驰汽车销售服务有限公司并成为公司子公司，正式开启公司汽车销售业务。
 - 截止 2016 年，公司已拥有 6 家汽车销售公司，主要分布在我国东北地区，主要经营讴歌、奔驰和东风本田品牌汽车。
 - 通过投资和设立 4S 店，公司实现了开拓汽车上下游产业链的目标。公司以此加大了与整车厂商的联系，同时也开启了对汽车及零部件销售和售后业务的探索和布局。

图表 36：公司汽车销售子公司分布

子公司名称	主要经营地点	主营产品
长春骏德汽车销售服务有限公司	长春	讴歌
长春友驰汽车销售服务有限公司	长春	奔驰
长春骏耀汽车贸易有限公司	长春	讴歌
沈阳骏德汽车销售有限公司	沈阳	讴歌
沈阳德驰汽车销售服务有限公司	沈阳	东风本田
大连骏德汽车销售服务有限公司	大连	讴歌

来源：公司公告、易车网、国金证券研究所

4.2 维修保养市场潜力巨大，连锁快修越发受到青睐

- 随着我国汽车保有量的快速上升，对相应的汽车维修保养配套服务业产生了巨大需求。
 - 我国汽车保有量尤其是乘用车保有量在过去几年快速上升，私家车保有量从 2012 年 7200 万辆升至 2016 年 1.46 亿辆，年复合增速高达 19%。
 - 一般整车厂商会要求车主对车辆要进行定期保养，按规定行驶里程或驾驶时间进行车辆保养。车主也需根据实际车辆型号、驾驶环境、驾驶习惯等进行相应调整。
 - 根据艾瑞咨询数据，2015 年我国汽车后市场养护市场价值为 5408.9 亿元，以当年乘用车保有量 1.72 亿辆计算，单车每年养护费用为 3145 元左右。以此估算，2017 年我国汽车维修保养市场价值可达 6821 亿元，到 2020 年可达 9083 亿元。

图表 37：我国汽车维修保养市场价值到 2020 年将达到 7371 亿元

	汽车保有量（亿辆）	汽车保养维修市场价值（亿元）
2016	1.94	6,100.74
2017	2.17	6,821.42
2018E	2.40	7,558.34
2019E	2.64	8,312.05
2020E	2.89	9,083.10

来源：中汽协，国金证券研究所

- 车辆维修保养主要有汽车品牌 4S 店、专业大型汽修公司、连锁 2S 店、街边维修点等，其各自特色各有不同。
 - 4S 店是集销售（Sale）、零配件（Sparepart）、售后服务（Service）和信息反馈（Survey）四位一体的汽车销售企业。一家 4S 店对应单一品牌，提供高质量、高水平的全方面服务，但收费价格较高、网点偏少，日常便捷程度一般。
 - 专业大型汽修公司以提供大修服务为主，向多个品牌提供高水平服务和配件，但同样网点较少，便捷度一般。
 - 连锁经营的 2S 店则是集经配件（Sparepart）和售后服务（Service）的专业售后配套企业，能够为多个品牌提供较高品质的服务和零配件，价格适中。由于采取连锁经营，其营业网点覆盖密度较高，能够为车主提供便捷的服务。这一模式以其便捷、专业、高性价比，已经成为欧美主要的主要售后维修模式。

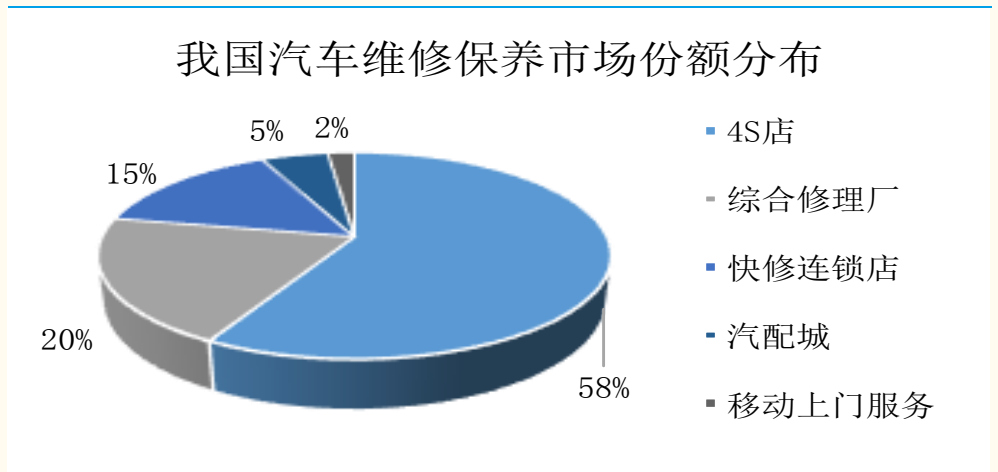
图表 38：汽车维修保养行业经营模式比较

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
品牌	知名度高	知名度高	具有影响力	无
网点分布	少	少	多	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	快速
服务项目	多	大修为主	多	少
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

来源：德联集团招股说明书，国金证券研究所

- 目前国内车主大多还是选择 4S 店维修保养，但连锁维修店和线上平台等新兴经营模式也逐步扩大自身市场份额。
- 一直以来，4S 店是大多数车主进行汽车维修保养的主要地点，根据每日经济新闻统计，2014 年 4S 店占据了 70% 的汽车维修市场份额。而根据中国汽车维修行业协会发布的 2016 中国汽车售后服务客户满意度调查 (CAACS)，目前全国维修保养市场中 4S 店仍然占据主流，市场份额为 58%，但较以往市场份额有了明显减少。综合修理厂占 20%，快修连锁店紧随其后，拥有 15% 的市场份额。

图表 39：快修连锁店占我国汽修市场 15% (2016 年)



来源：中国汽车维修行业协会、国金证券研究所

- 造成 4S 店在维修保养市场份额减少的重要原因是客户对这一模式的不满，使得不少客户在超出质保期后不再回到 4S 店进行后续保养，转向其他模式完成。
- 根据 CAACS 调查结果，2016 年 4S 体系售后服务得分为 86.89 分，而快修连锁店得分为 87.83 分，略高于 4S 模式。消费者对 4S 售后的服务规范性和人性化有较高评价，但收费成为客户对其最大不满意之处。快修连锁店各项评分相对均衡，服务费用合理性、便捷性等都具有更强优势。数据还显示 4S 店售后客户留置率为 58%，较上年降低 1 个点，显示出越来越多消费者开始放弃 4S 店进行维修保养。
- 此外，根据 J.D.Power 发布的 2016 年中国汽车售后服务满意度研究 SM(CSI) 报告，仅有 22% 的客户表示过保后肯定会回到 4S 店进行维修和保养。同时客户进店频次为年均 2.9 次，较 2015 年的 3.4 次有显著下降。
- 由于 4S 店对服务、零配件有较高标准，因此成本受到整车厂等众多约束，同时维修保养价格不透明也导致消费者对其不信任感有所上升，因此预计中短期内 4S 店难以克服高成本、高服务费的问题，维修保养业务客户流失在所难免。这也给经济实惠的快修连锁等新模式抢占市场提供机遇。
- 同时，国家政策也对连锁维修模式有极大的推动作用，鼓励更多企业加入我国汽车维修业转型升级、提升服务质量的队伍中。
- 2014 年，交通运输部、国家发改委等十部委共同发布了《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》，其中要求各地交管部门编制发布《汽车维修行业发展规划》，将汽车维修纳入当地经济社会发展总体规划。
- 《意见》具体鼓励相关企业“在大型社区、公共停车场、客货运输站场周边、高速公路服务区及旅游景点服务区布设连锁网点”。此外，还

鼓励行业品牌化发展，按照“政府引导、企业创建、社会满意”原则，扶持、培育一批维修服务性质高、质量信誉优（AAA）的企业，并成为地方品牌。

- 总体来看，连锁维修模式不仅具有自身高性价比、便捷的优势，还受到国家政策扶植和推动，预计未来这一模式在我国汽修行业的比重将持续扩大。

4.3 推广德联车护品牌，加紧布局汽车后市场

- 目前国内汽修后市场竞争激烈，众多汽修品牌加入行业，但总体较为分散，缺乏行业龙头企业。
- 国内大型汽车经销商集团已经率先布局各自的汽修连锁品牌，以弥补自身在4S店领域外的汽修市场，以多种方式抢占市场份额和客户资源。其中，多家企业采取了就近服务原则将门店设立在社区附近；也有不少企业依靠集团经销商优势将连锁店维修保养和4S店同步；此外还加大大了对互联网平台的使用，以在线预约等方式为客户提供便利。

图表 40：国内大型汽车经销商布局汽车连锁快修业务

经销商集团	汽修品牌	业务现状
三和集团	三和快修	拥有 30 多家加盟连锁店，服务范围已覆盖四川省内主要区域。
永达汽车	车易修	提供保养维修服务；同时辅以汽车装潢美容和汽车续保等个性化延伸业务。
创世纪集团	中山创世纪快车道快修	以就近为原则，为片区的客户提供等同 4S 店售后标准的便利服务；方便快捷，保养用时短，可为集团品牌旗下客户提供厂家认可的保养认证与保养记录。
威佳汽车	威佳车快修	已在河南成功运营 7 家直营店。目标是在全省乃至全国建立密集的汽车服务网络——社区便利店。
金阳光集团	金阳光车行快修	按照 4S 店标准和要求执行养护流程，维修保养可得到 4S 店认可。
和谐汽车	和谐修车、和谐快修	中心店为母店，满足客户复杂、专业的修车需求；社区店为卫星店，主要作用是吸引客流和续保资源。已建中心店 45 家，社区店 136 家。
吉诺集团	吉诺车屋	快修、快美、快保为主，打造互联网+线下网点。打造了“汽车后市场”O2O 移动服务平台，车主可进行线上服务预约。
大众企业集团	VV 汽车快修	提供快捷服务、汽车上门服务，客户可线上预约并支付。目标网点布局实现以 2-4 公里为服务半径的“社区化”模式。
润华集团	润华汽车服务	社区连锁店围绕大社区；主要提供简单、常用业务；推出市区的免费救援服务。
远通集团	/	拥有 120 个维修服务站、80 余家县乡连锁维修网点、8 家城市连锁快保服务中心。

来源：车和家、国金证券研究所

- 除经销商旗下连锁汽修店外，市场上具有影响力的汽修企业还有爱义行、快典漆修、小拇指、有一手、车爵士等，但规模普遍不大，网点布局数量有限。
- 公司早在 2014 年就开始布局汽车后市场建设。2015 年，公司完成再融资后加大布局力度。目前，“德联车护”品牌已经在国内汽修行业广泛覆盖。
- 2014 年，公司就已经成立“德联车护”品牌建设项目组，着手进行相关工作。公司于 2015 年 3 月完成非公开发行股票 5716.46 万股，募集资金 9.38 亿元，主要投向汽车售后市场 2S 店连锁经营建设项目。募投项目计划在公司四大生产基地周边辐射的 12 个重点城市中建设 110 家连锁经营的汽车售后市场 2S 店，包括 38 家旗舰店和 72 家标准店。标准店主要业务为快修保养和美容装饰，旗舰店在标准店业务基础上还有钣金喷漆和改装业务。
- 由于市场竞争激烈，公司为适应市场变化，调整了投资方式，放缓了店铺建设，加大了对直营、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的打造，增加了对供应链、示范点和 IT 系统的投入。截止 2017 年上半年，公司已累计发展了 2 家直营店、407 家区域合作运营商，覆盖了超过 1 万家加盟门店。

图表 41：德联车护旗舰店开业



来源：百度图片、国金证券研究所

图表 42：德联车护门店



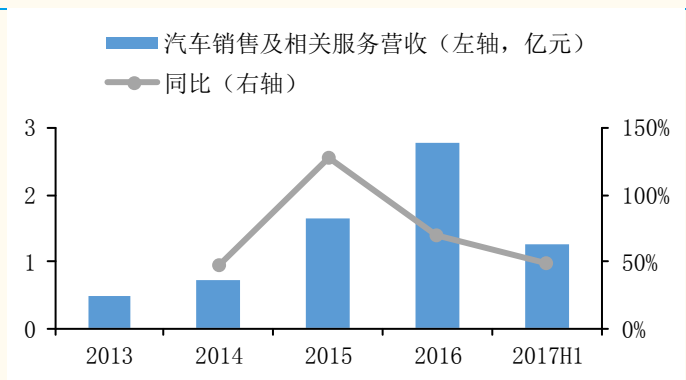
来源：百度图片、国金证券研究所

- 公司以 MB2B2C 模式进入汽车售后市场，主要是以整车厂（MB）零配件供应商优势建立扁平化渠道（B）合作关系，建立标准化的全国终端服务连锁网络，将产品传递给车主客户（C），以此实现盈利。
- 此外，由于公司主业为汽车精细化学品销售，能够为汽修连锁店提供充足的、成本更低的产品。同时，公司现有 4S 店也能够为德联车护导入一定量的客户群体。因此，公司依靠集团上下游产业链，具有市场上众多汽修连锁店无法比拟的核心优势。

4.4 汽车销售及售后市场预计将平稳发展

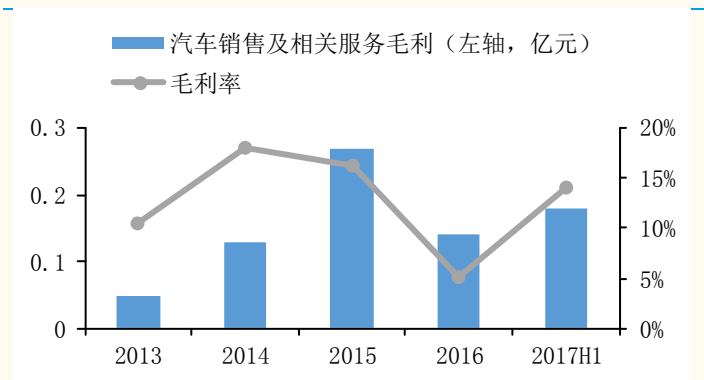
- 公司过去几年在汽车销售和相关服务领域营收规模持续扩大，但各项营业成本变化较大，影响了公司业务的毛利贡献。
- 过去几年，公司汽车销售领域随着对多家 4S 店的收购，业务规模不断扩大。同时，在汽车后市场领域，德联车护品牌覆盖面不断增加，营收相应提升，2016 年全年营收 2.78 亿元，2017 年上半年实现营收 1.26 亿元，同比增长 48%。
- 公司汽车销售及相关服务的毛利率在 2016 年经历了显著下跌，主要是原材料等相关成本显著增加所致。2017 年上半年，毛利率逐步修复。

图表 43：汽车销售及相关服务营收保持上升



来源：wind、国金证券研究所

图表 44：汽车销售及相关服务毛利率逐步恢复



来源：wind、国金证券研究所

- 公司 4S 销售的主要品牌讴歌在 2016 年首次实现国产化，2017 年 11 月 TLX-L 车型也完成了国产化，讴歌品牌在华产品布局逐步展开，预计将改善目前较为低迷的销售状况。
- 同时，德联车护前期服务商体系已基本搭建完毕，未来将加快社区门店布局，建立标准化服务流程。总体来看，预计未来汽车销售及相关服务领域营收将保持约 50% 的增速，毛利率将在现有水平上小幅增加。

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

■ 汽车精细化学品：

- **收入：**公司精细化学品主要产品包括防冻液、制动液、发动机油等，受新车产量和汽车保有量影响较大。公司配套客户主要为德系、美系，下游客户销量增速总体高于行业。同时，汽车保有量持续攀升，公司相关产品销量稳健增长，带动收入较快增长。
- **毛利率：**公司产品毛利率总体较为稳定，油价大幅上涨会导致成本上升，从而影响毛利率，2017年毛利率有所下降，后续预计稳定为主。

■ 汽车销售及相关服务：

- **收入：**汽车销售及相关服务目前布局工作基本完成，资本支出预计会有所降低，收入实现稳健增长。
- **毛利率：**公司2S店前期布局较快，影响毛利率，预计随着前期工作的完成，后续毛利率会有所回升。

5.2 投资建议

- 我们认为，公司作为汽车精细化学品龙头，2S店前期布局工作基本完成，充分受益后市场发展，后续有望业绩释放，迎来利润增速拐点，实现公司净利润较快增长。我们预计公司2017~2020年净利润分别为1.49亿元、1.82亿元、2.21亿元，同比增长6.25%、21.93%、21.45%。目标价7.00元，对应2017/2018/2019年PE为35/29/24倍。

图表 45：公司主要业务收入结构预测（百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
汽车精细化学品						
营业收入	1,570.56	1,753.59	2,001.56	2,401.87	2,913.47	3,506.07
收入增速	3826.40%	11.65%	14.14%	20.00%	21.30%	20.34%
毛利率	21.58%	23.34%	23.12%	17.50%	17.50%	17.65%
汽车销售及相关服务						
营业收入	72.27	164.25	278.21	314.00	361.10	418.88
收入增速	46.62%	127.27%	69.38%	12.86%	15.00%	16.00%
毛利率	17.91%	16.20%	5.10%	13.95%	14.00%	14.21%
电镀中间件						
营业收入	40.49	36.63	46.50	40.21	44.23	49.98
收入增速	-0.42%	-9.53%	26.95%	-13.53%	10.00%	13.00%
毛利率	23.18%	28.46%	23.17%	23.24%	23.20%	23.22%
仓储物流						
营业收入	33.02	25.08	43.60	92.00	101.20	111.32
收入增速	-19.50%	-24.05%	73.84%	111.01%	10.00%	10.00%
毛利率	2.38%	44.88%	10.32%	13.00%	13.10%	13.20%

来源：wind，国金证券研究所

6、风险分析

- (1) 后市场业务开拓不及预期风险。公司最大看点在于汽车后市场业务开拓，虽然目前已经基本完成前期布局工作，但 2S 店业务能否获得足够的客流，支撑公司业务较快发展，存在不确定性。
- (2) 公司毛利率下滑风险。公司原材料受石油价格波动，下游客户配套厂商则价格溢价能力高，若油价持续大幅攀升，公司或将面临毛利率下滑风险，从而影响公司盈利水平。
- (3) 新能源汽车客户开拓不及预期风险。中国新能源汽车销量快速攀升，电动化趋势越来越明确，公司目前已开发出新能源汽车专用的防冻液、制动液等，能否持续开拓客户，从而保障公司长期的发展潜力，值得关注。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,723	1,980	2,371	2,848	3,420	4,086	货币资金	286	450	551	378	366	380
增长率	15.0%	19.7%	20.1%	20.1%	19.5%		应收账款	349	504	595	591	699	843
主营业务成本	-1,356	-1,522	-1,878	-2,363	-2,836	-3,382	存货	609	559	522	706	769	899
%销售收入	78.7%	76.9%	79.2%	83.0%	82.9%	82.8%	其他流动资产	108	859	687	797	890	975
毛利	367	458	492	485	584	705	流动资产	1,352	2,372	2,354	2,472	2,725	3,096
%销售收入	21.3%	23.1%	20.8%	17.0%	17.1%	17.2%	%总资产	67.5%	73.8%	69.5%	69.9%	71.2%	73.1%
营业税金及附加	-7	-10	-21	-23	-31	-36	长期投资	17	147	205	205	203	202
%销售收入	0.4%	0.5%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	固定资产	425	493	530	562	595	627
营业费用	-55	-88	-100	-94	-112	-134	%总资产	21.2%	15.3%	15.7%	15.9%	15.5%	14.8%
%销售收入	3.2%	4.4%	4.2%	3.3%	3.3%	3.3%	无形资产	159	160	200	206	212	219
管理费用	-99	-142	-177	-185	-220	-263	非流动资产	650	841	1,033	1,066	1,104	1,142
%销售收入	5.7%	7.2%	7.5%	6.5%	6.4%	6.4%	%总资产	32.5%	26.2%	30.5%	30.1%	28.8%	26.9%
息税前利润 (EBIT)	206	218	194	183	221	272	资产总计	2,002	3,213	3,387	3,538	3,829	4,238
%销售收入	12.0%	11.0%	8.2%	6.4%	6.5%	6.7%	短期借款	175	266	312	256	299	366
财务费用	-7	-14	-16	-9	-11	-14	应付账款	192	263	271	354	436	492
%销售收入	0.4%	0.7%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动负债	8	31	48	53	63	154
资产减值损失	-1	-10	-12	-3	-1	-1	流动负债	376	559	632	663	799	1,012
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	1	17	9	8	8	8	其他长期负债	7	1	1	0	0	0
%税前利润	0.5%	7.6%	4.9%	4.5%	3.7%	3.1%	负债	383	561	633	663	799	1,013
营业利润	199	209	174	179	218	265	普通股股东权益	1,615	2,646	2,743	2,862	3,014	3,205
营业利润率	11.5%	10.6%	7.3%	6.3%	6.4%	6.5%	少数股东权益	4	7	11	14	17	20
营业外收支	2	8	0	3	3	3	负债股东权益合计	2,002	3,213	3,387	3,538	3,829	4,238
税前利润	200	217	173	182	221	268	比率分析						
利润率	11.6%	11.0%	7.3%	6.4%	6.5%	6.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-38	-36	-29	-30	-36	-44	每股指标						
所得税率	18.9%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	每股收益	0.505	0.237	0.186	0.198	0.241	0.293
净利润	163	181	145	152	185	224	每股净资产	5.046	3.508	3.636	3.794	3.996	4.249
少数股东损益	1	3	4	3	3	3	每股经营现金净流	-0.001	0.146	0.242	0.011	0.098	0.111
归属于母公司的净利润	162	179	141	149	182	221	每股股利	0.120	0.060	0.047	0.040	0.040	0.040
净利率	9.4%	9.0%	5.9%	5.2%	5.3%	5.4%	回报率						
							净资产收益率	10.00%	6.75%	5.12%	5.22%	6.04%	6.90%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.07%	5.56%	4.15%	4.22%	4.76%	5.22%
							投入资本收益率	9.31%	6.23%	5.28%	4.88%	5.56%	6.34%
净利润	163	181	145	152	185	224	增长率						
少数股东损益	1	3	4	3	3	3	主营业务收入增长率	5.66%	14.96%	19.71%	20.14%	20.08%	19.48%
非现金支出	26	53	63	55	55	60	EBIT增长率	-1.14%	5.69%	-10.98%	-5.53%	21.01%	22.99%
非经营收益	3	-16	-7	8	7	11	净利润增长率	1.04%	10.65%	-21.35%	6.25%	21.93%	21.45%
营运资金变动	-193	-108	-18	-206	-173	-211	总资产增长率	12.52%	60.51%	5.40%	4.47%	8.22%	10.66%
经营活动现金净流	0	110	182	9	74	84	资产管理能力						
资本开支	-258	-80	-198	-83	-90	-94	应收账款周转天数	64.5	63.9	61.7	44.0	43.0	44.0
投资	42	-820	104	0	1	1	存货周转天数	144.2	140.1	105.1	109.0	99.0	97.0
其他	2	18	22	8	8	8	应付账款周转天数	36.9	36.3	32.5	33.0	34.0	31.0
投资活动现金净流	-214	-882	-72	-75	-81	-85	固定资产周转天数	56.0	89.3	79.2	66.1	55.4	46.5
股权募资	0	898	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	134	90	45	-57	43	68	净负债/股东权益	-6.83%	-6.95%	-8.66%	-4.25%	-2.20%	-0.41%
其他	-57	-83	-72	-49	-48	-52	EBIT利息保障倍数	29.0	15.2	12.1	20.2	21.0	19.2
筹资活动现金净流	77	905	-27	-106	-5	16	资产负债率	19.14%	17.45%	18.69%	18.73%	20.86%	23.90%
现金净流量	-137	134	83	-173	-12	14							

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH