

增持 首次

德联集团 (002666)

2014年11月25日

积极进军汽车后市场，打开长期成长空间

2014年11月24日收盘价：15.55元

6个月目标价：20.00元

汽车行业核心分析师：邓学

SAC 执业证书编号：S0850514050002

dx9618@htsec.com

0755-23963569

汽车行业分析师：廖瀚博

SAC 执业证书编号：S0850514080001

lhb9781@htsec.com

0755-82900477

汽车反垄断激活汽车后市场。法理层面，依法治国，《反垄断法》高于产业办法，推动汽车流通领域变革。需求层面，中国跑步进入后汽车时代，平均车龄快速上升，万亿维护市场广阔，消费痛点密布。汽车后市场是未来值得挖掘金矿。

障碍清除，群雄逐鹿。过去汽车后市场深受配件渠道纵向垄断制约，市场分散混乱。后市场市场化机遇来临，未来胜出来自于线上线下资源并举，和产业结盟资源共享。配件电商、快修连锁、深度维护都面临巨大机遇。

汽车后市场我们看好的核心标的，围绕配件电商（金固股份、隆基机械）、维修连锁（德联集团）、4S 经销巨头（国机汽车、亚夏汽车）布局。

进军汽车后市场是双赢之选。公司在汽车精细化学品领域积淀深厚，客户关系紧密，未来将继续受益于乘用车市场的平稳增长。依托于传统产品的配套优势，公司通过自建汽车 2S 店切入汽车后市场，拓展现有产品销售渠道，同时进入新蓝海，未来成长空间广阔。

盈利预测与投资建议。预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.56 元、0.68 元、0.89 元，对应 2014 年 11 月 24 日收盘价 PE 分别为 28 倍、23 倍和 17 倍，首次给予公司“增持”评级。对比其他汽车后市场相关标的，公司估值优势明显，具备进一步提升空间。未来 6 个月目标价 20 元，对应 2015 年 PE 为 30 倍。

风险提示。汽车市场景气大幅下滑；汽车流通领域反垄断低于预期。

公司是国内汽车精细化学品领域龙头，2012年3月登陆A股市场，公司控股股东是徐团华（44.25%）、徐庆芳（16.74%）和徐咸大（3.20%），三者合计持有公司股权的64.19%。

公司与巴斯夫、潘东兴、陶氏化学、雅富顿等全球化工巨头建立紧密合作关系，通过独家授权形式生产和销售产品，主要包括消耗类化学品（防冻液、制动液、动力转向油、变速箱油、发动机油、燃油添加剂等）和非消耗类化学品（胶粘片、纤维增强胶片等）。目前公司产品以配套欧美系合资品牌为主，其中一汽大众、上海大众、上海通用三大客户贡献收入比重超过70%。

图 1 公司主要合作伙伴



资料来源：德联集团网站，海通证券研究所

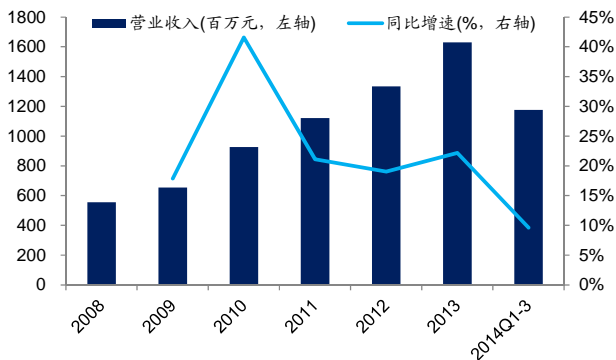
图 2 公司主要客户群体



资料来源：德联集团网站，海通证券研究所

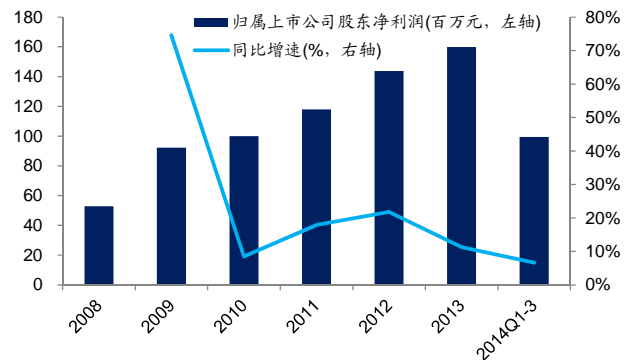
2008-2013年，公司营业收入和归属上市公司股东净利润复合增速分别为24.1%和24.8%。2014年1-9月，公司营业收入和净利增速分别为9.6%和6.6%。其中消耗类化学品和非消耗类化学品是公司主要业务支柱，两者合计贡献的收入和毛利比重均超过90%。

图 3 公司营业收入及增速



资料来源：各年度财务报告，海通证券研究所

图 4 公司归属上市公司股东净利润及增速



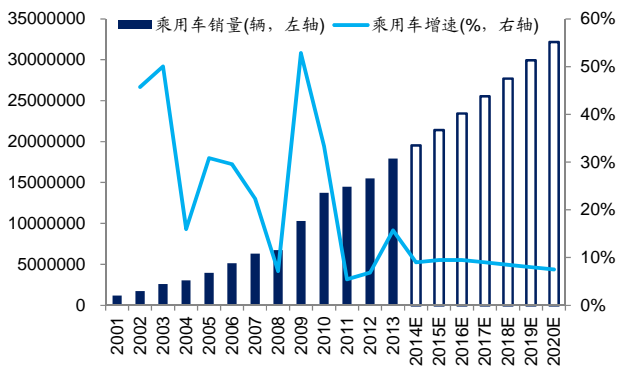
资料来源：各年度财务报告，海通证券研究所

公司传统业务跟随下游保持平稳增长，主要来源于两方面：一是乘用车销量平稳增长；二是欧美系车企份额提升。

根据中汽协发布数据，2014年1-10月，国内乘用车累计销售159万辆，同比增长9.7%，较2013年增速（15.7%）有所回落。随着人均可支配收入稳步提升，国内汽车消费逐步由成长期向成熟期过度，首次购车和二次购车需求强烈，预计2020年乘用车销量将达到3200万辆，较2013年（1793万辆）增长78%。

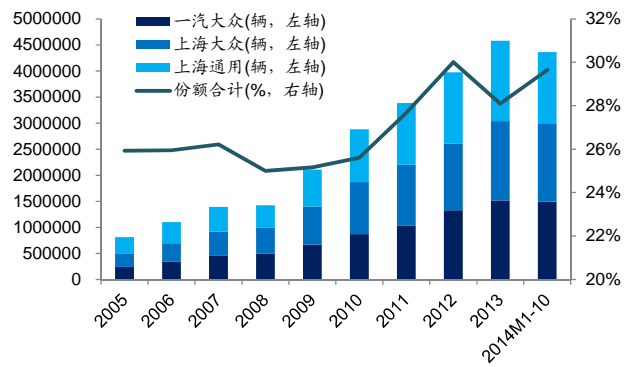
公司三大客户一汽大众、上海大众、上海通用品牌优势明显，产品竞争力强，连续多年稳居国内狭义乘用车销售前三位。2014年1-10月，三者累计销售138万辆，同比增长13.5%，市场份额达到29.6%，较2013年（28.1%）提升1.5个百分点。根据已披露的产能规划，一汽大众、上海大众、上海通用2015年产能将分别达到180万辆、180万辆、170万辆，三者远期规划总产能将达到800万辆，较2015年（530万辆）增长50%。以一汽大众、上海大众、上海通用为代表的欧美系车企销量仍将保持快速增长，市场份额继续提升。

图 5 国内乘用车销量及增速



资料来源：中汽协，海通证券研究所

图 6 南北大众、上海通用销量及市场份额

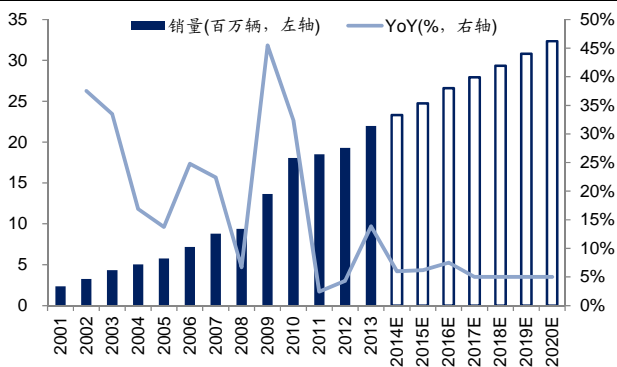


资料来源：中汽协，海通证券研究所

公司通过定增融资，布局汽车 2S 店，主动进军汽车后市场，不仅拓展现有产品销售渠道，同时进入全新的蓝海。

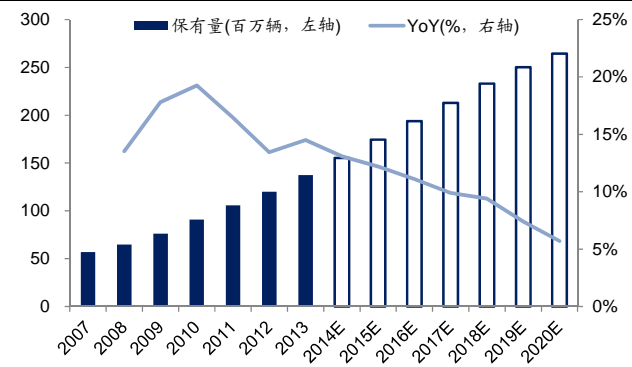
根据中汽协、国家统计局资料显示，截止至2013年底，国内汽车保有量接近1.4亿辆，同比增长14.5%。尽管国内汽车销售增速已进入低增长区间，但汽车保有量规模快速扩张，主要是汽车技术进步推动报废率下降，延长产品生命周期，预测未来三年汽车保有量增速分别为13.1%、12.2%和11.1%，2020年国内汽车保有量接近2700万辆，较2013年保有量水平实现翻番增长。

图 7 国内新车销售增速预测



资料来源：国家统计局，中汽协，海通证券研究所

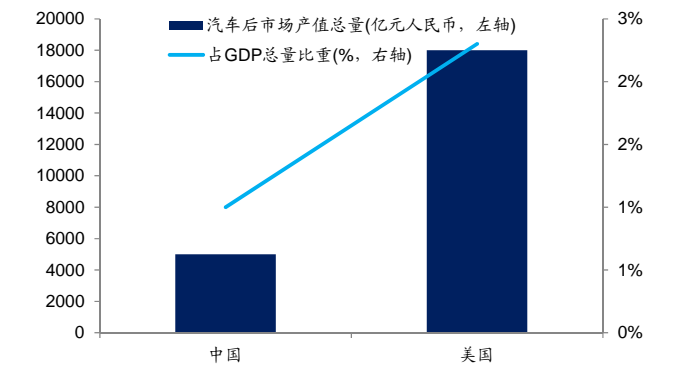
图 8 国内汽车保有量增速预测



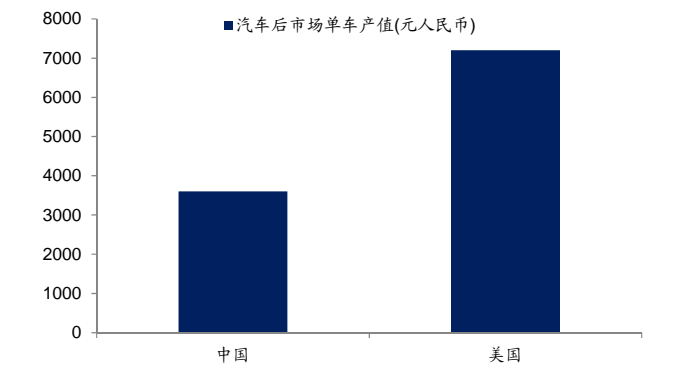
资料来源：国家统计局，中汽协，海通证券研究所

根据汽车维修行业协会统计,截止至2013年底,全国共有机动车维修业户48万家、从业人员近300万人,完成年维修量3.3亿辆次,年产值达5000亿元以上,约占全国GDP总量的1%。考虑到2013年国内汽车保有量约为1.4亿辆,对应单车维修的年平均产值约为3600元。

目前美国汽车后市场产值约为3000亿美元,约占GDP总量的2.3%,相当于中国的3.6倍;08年金融危机以来,美国汽车保有量一直维持在2.5亿辆左右,相当于中国的1.8倍;对应单车产值为1200美元,相当于中国的2倍。

图 9 中美汽车后市场产值总量对比


资料来源:国家统计局,汽车维修协会,海通证券研究所

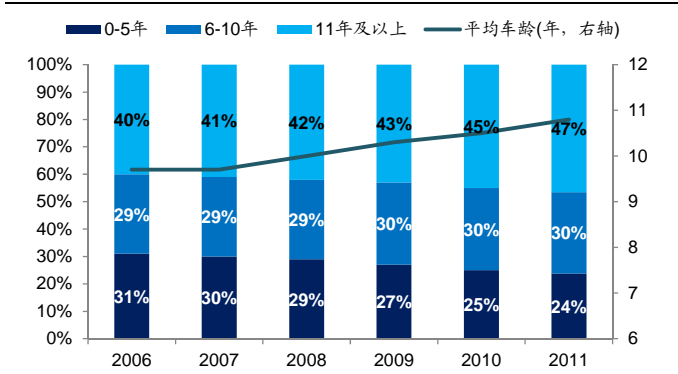
图 10 中美汽车后市场单车产值对比


资料来源:国家统计局,汽车维修协会,中汽协,海通证券研究所

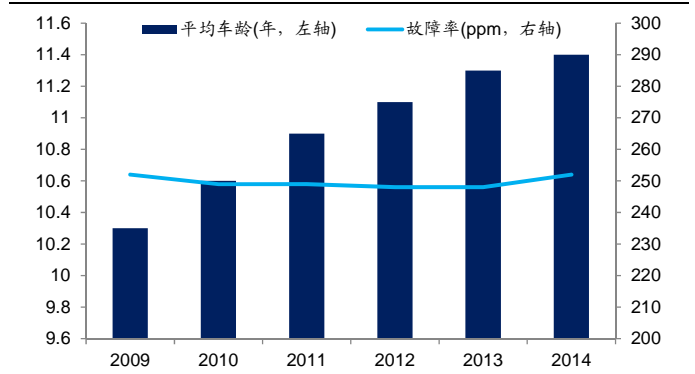
根据上述保有量增长预测,2020年国内汽车保有量达到2.7亿辆,较2013年实现翻番增长,达到美国汽车保有量水平。

目前中国汽车平均车龄约为4.2年,仅为美国平均车龄(11.4年)的37%。随着汽车产品质量以及维修保养水平提升,预计2020年中国汽车平均车龄提升至8年。

随着高车龄的汽车占比提升,单车平均维护保养支出相应提升,结合保有量增长,预计2020年国内汽车后市场产值有望2万亿元,相当于2013年的4倍。

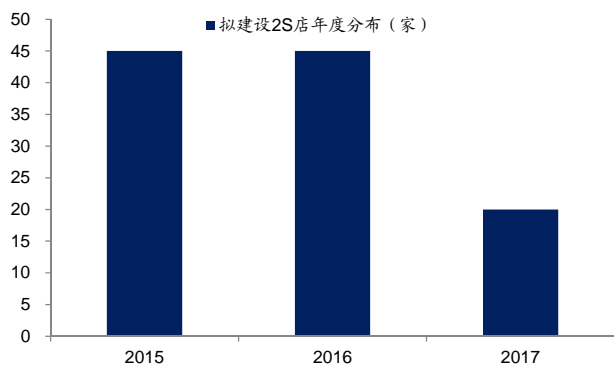
图 11 美国平均车龄及分布结构


资料来源:2013 AAIA Aftermarket Factbook,海通证券研究所

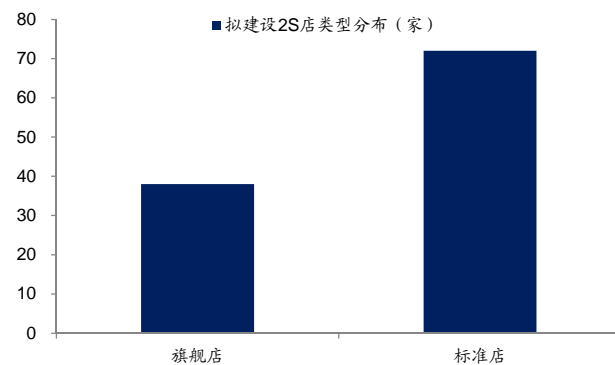
图 12 美国平均车型与故障率


资料来源:2013 AAIA Aftermarket Factbook,海通证券研究所

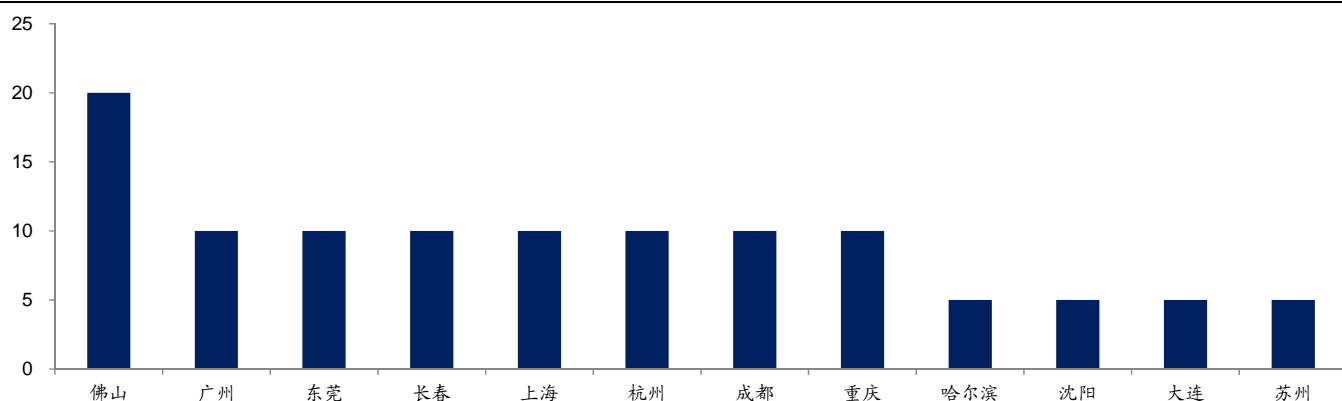
根据公司已公告的非公开发行预案（修订稿），拟发行不超过 1 亿股，融资 9.4 亿元，用于汽车售后市场 2S 店连锁经营建设项目。公司以四大“贴厂基地”（长春、上海、佛山、成都）为基础，选取国内 12 个重点城市（GDP 前 30 名，汽车保有量超过 170 万辆），分三年建设 110 家汽车 2S 店，形成服务一站式、配件多样化、维修标准化、经营规范化的乘用车售后服务体系，为车主提供维修、安检、保养、装饰、更换配件等售后服务，打造高端综合服务品牌。

图 13 拟分三年建设汽车 2S 店


资料来源：公司非公开发行预案（修订稿），海通证券研究所

图 14 拟建设旗舰型和标准型汽车 2S 店


资料来源：公司非公开发行预案（修订稿），海通证券研究所

图 15 拟建设汽车 2S 店城市分布


资料来源：公司非公开发行预案（修订稿），海通证券研究所

表 1 旗舰型与标准型汽车 2S 店经营范围对比

店铺类型	经营业务范围
旗舰店	1、快修保养：安全检测，更换发动机油、变速箱油、动力转向油、防冻液、制冷剂，换车灯、换空气格、换刹车皮、补胎、车胎加气等保养服务，销售汽油添加剂
	2、美容装饰：（1）服务：洗车、精致洗车、漆面打蜡、漆面封釉、漆面镀膜、内室干洗、内室消毒、发动机清洗、底盘防锈（2）装饰精品：隔热防爆膜、座椅真皮、婴儿安全座椅、倒车雷达、防盗锁、导航仪、其他车用品
	3、钣金喷漆：钣金修复、漆面喷漆
	4、改装：包围、外部装架（行李架、前后杠）

资料来源：公司非公开发行预案（修订稿），海通证券研究所

公司汽车售后 2S 店的盈利模式在于依靠公司传统产品配套优势以及高端品牌汽车维修保养经验,通过自建售后服务终端,减少商品流通环节,降低终端产品售价,最终降低维修保养成本,而公司销售环节由面向整车厂拓展至面向终端消费者,提供产品售价和盈利能力,实现公司和消费者的双赢。

根据公司测算,项目建成并运营成熟后,预计每年实现营业收入 6.7 亿元,净利润 1.5 亿元,净利率为 22%,税后投资内部收益率 18%,税后投资回收期 7 年(含建设期 3 年)。

表 2 旗舰型与标准型汽车 2S 店经营范围对比

项目	标准店	旗舰店
单店平均经营规模(万元)	547	740
单店平均综合毛利率	36.2%	39.3%
单店平均店铺购置费用(万元)	658	

资料来源:公司非公开发行预案(修订稿),海通证券研究所

盈利预测与投资建议。公司在汽车精细化学品领域积淀深厚,客户关系紧密,未来将继续受益于乘用车市场的平稳增长。依托于传统产品的配套优势,公司通过自建汽车 2S 店切入汽车后市场,拓展现有产品销售渠道,同时进入新蓝海,未来成长空间广阔。预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.56 元、0.68 元、0.89 元,对应 2014 年 11 月 24 日收盘价 PE 分别为 28 倍、23 倍和 17 倍,首次给予公司“增持”评级。对比其他汽车后市场相关标的,公司估值优势明显,具备进一步提升空间。未来 6 个月目标价 20 元,对应 2015 年 PE 为 30 倍。

表 3 可比公司相对估值对比

股票代码	公司简称	当前股价(元)	EPS(元)			PE		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
002488.SZ	金固股份	31.03	0.45	0.88	1.30	69	35	24
002363.SZ	隆基机械	20.30	0.20	0.30	0.45	102	68	45
002607.SZ	亚夏汽车	8.81	0.15	0.26	0.35	59	34	25
601258.SH	庞大集团	5.74	0.07	0.10	0.13	82	57	44
平均值						78	49	35
002666.SZ	德联集团	15.55	0.56	0.68	0.89	28	23	17

资料来源:WIND,海通证券研究所,注:当前股价为 2014 年 11 月 24 日收盘价,可比公司盈利预测采用 WIND 一致预期。

风险提示。汽车市场景气大幅下滑;汽车流通领域反垄断低于预期。

相关报告:

- 汽车行业跟踪报告:汽车流通领域反垄断正式启动,维持增持,20140804
- 汽车行业跟踪报告:反垄断风暴加剧,重构经销配件格局,维持增持,20140820
- 汽车行业深度报告:汽车反垄断,一招定天下,维持增持,20140912
- 汽车行业跟踪报告:处罚扩大至整车厂,反垄断进程深化,维持增持,20140912
- 汽车行业深度报告:跑步进入汽车后社会,逐鹿中原“后市场”,维持增持,20141013

表 4 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1411	1327	1309	1465	营业收入	1630	1787	2117	2602
现金	420	628	458	377	营业成本	1289	1430	1697	2066
应收账款	313	25	30	114	营业税金及附加	8	8	10	12
其他应收款	7	7	8	10	营业费用	44	48	53	62
预付账款	53	57	68	83	管理费用	81	88	102	125
存货	462	488	584	714	财务费用	-9	-4	-5	-4
其他流动资产	156	123	161	168	资产减值损失	10	5	3	3
非流动资产	368	530	806	995	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	2	2	2	投资净收益	2	2	5	5
固定资产	166	333	602	818	营业利润	209	213	262	342
无形资产	58	56	55	54	营业外收入	1	4	3	3
其他非流动资产	141	139	147	122	营业外支出	1	1	2	1
资产总计	1779	1857	2115	2460	利润总额	210	216	263	344
流动负债	266	229	268	328	所得税	49	37	45	59
短期借款	42	0	0	7	净利润	161	179	219	286
应付账款	134	136	164	203	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	90	93	104	118	归属母公司净利润	160	179	218	285
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	220	237	310	423
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.56	0.68	0.89
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债合计	275	237	277	337	主要财务比率				
少数股东权益	3	4	4	5	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	320	320	320	320	成长能力				
资本公积	520	520	520	520	营业收入	22.2%	9.6%	18.5%	22.9%
留存收益	661	776	994	1279	营业利润	12.8%	2.0%	23.0%	30.4%
归属母公司股东权益	1501	1616	1834	2119	归属于母公司净利润	11.3%	11.8%	21.9%	30.9%
负债和股东权益	1779	1857	2115	2460	获利能力				
					毛利率(%)	21.0%	20.0%	19.8%	20.6%
					净利率(%)	4.7%	9.8%	10.0%	10.3%
					ROE(%)	10.6%	11.1%	11.9%	13.5%
					ROIC(%)	14.3%	18.2%	16.0%	16.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	15.5%	12.8%	13.1%	13.7%
					净负债比率(%)	15.12%	0.00%	0.00%	2.06%
					流动比率	5.29	5.80	4.88	4.47
					速动比率	3.56	3.66	2.70	2.29
					营运能力				
					总资产周转率	0.98	0.98	1.07	1.14
					应收账款周转率	7	10	72	34
					应付账款周转率	11.15	10.57	11.29	11.24
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.50	0.56	0.68	0.89
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.14	1.58	0.45	0.56
					每股净资产(最新摊薄)	4.69	5.05	5.73	6.62
					估值比率				
					P/E	31.13	27.84	22.84	17.45
					P/B	3.31	3.08	2.71	2.35
					EV/EBITDA	21	19	15	11

资料来源: WIND, 海通证券研究所。注: 当前股价为 2014 年 11 月 24 日收盘价。

信息披露

分析师声明

邓学、廖瀚博：汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：上汽集团(600104.SH)、长城汽车(601633.SH)、比亚迪(002594.SZ)、长安汽车(000625.SZ)、沧州明珠(002108.SZ)、拓邦股份(002139.SZ)、多氟多(002407.SZ)、松芝股份(002454.SZ)、均胜电子(600699.SH)、金固股份(002488.SZ)、隆基机械(002363.SZ)、德联集团(002666.SZ)、中国重汽(000951.SZ)、潍柴动力(000338.SZ)、江铃汽车(000550.SZ)、一汽轿车(000800.SZ)、威孚高科(000581.SZ)、宇通客车(600066.SH)

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。