

公司汽车后 MB2B2C 战略出鞘，看好风口下业务快速扩张

■ **德联集团汽配 MB2B2C 战略规划出鞘，售后市场将爆发式发展：**公司明确将围绕汽车售后维修业务发展 O2O 闭环，作为为未来三年收入和盈利最大的爆发点。具体如下：1) 整合零配件环节：公司将从汽车维修品品类上进行整合，以自产（约能覆盖 70% 车型的化学品）、外购甚至供应商收购的方式形成售后供应平台。2) 搭建线上线下销售平台：线上建立 B2B 渠道分销平台，并逐步发展连锁经营 2S 店，15 年目标直接转换导入原有覆盖 2500 家门店，并在 15 年新增覆盖 10000 家门店，16 年目标新增覆盖 20000 家门店。3) 统一营销平台：公司将重点发展 B 端业务，C 端用户将直接面对 B 端供应商，未来将会主导德联品牌并提供标准化、高质量的统一售后服务。

■ **公司 MB2B2C 实现盈利的关键因素：**具体内容详见下文

■ **汽车后战略压缩渠道利润，保证参与者利益：**具体内容详见下文

■ **油价下跌下公司化学品盈利能力增强：**公司主营 70% 来自于消耗类汽车化学品，如防冻液、制动液、制冷剂等等，其主要原材料以石油衍生品如乙二醇、润滑油、基础油等为主，其中防冻液等的原料是乙二醇（与油价关系紧密），其跟随油价下跌达到 40-50%，而公司产品价格滞后调整且幅度有限，因此将一定程度上受益于原料下跌带来的盈利扩张。

■ **汽车后市场风口出现，公司宝剑出鞘，重申“买入-A”评级：**公司在汽车产销量和份额持续增长下主营业务将保持继续增长（供应整车厂），同时汽车车龄上升过保、反垄断政策出台等都在不断催生一个潜力巨大的汽车后市场（供应汽车维修店），风口出现。公司作为国内汽车化学品主要供应商，一方面受益于维修市场需求量的大幅增加，另一方面通盘考虑后积极发力 MB2B2C 平台生态系统，逐步发展经营连锁 2S 店并对标美国 AutoZone。我们看好公司在汽车后市场的发展，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.46、0.65、1.10（三年 EPS 均假设公司增发摊薄 7000 万股，并上调 15、16 年盈利预测），维持买入-A 评级，第一目标价 22 元。

■ **风险提示：**汽车维修市场布局受阻

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,334.6	1,630.3	1,850.4	2,316.7	3,366.1
净利润	143.7	159.9	172.3	253.7	427.3
每股收益(元)	0.45	0.50	0.46	0.65	1.10
每股净资产(元)	4.34	4.69	5.10	6.29	7.11
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	33.0	29.6	27.5	22.8	13.5
市净率(倍)	3.4	3.2	2.9	2.4	2.1
净利润率	10.8%	9.8%	9.3%	11.0%	12.7%
净资产收益率	10.4%	10.6%	10.6%	10.3%	15.4%
股息收益率	1.6%	1.0%	0.9%	1.1%	1.9%
ROIC	24.2%	24.3%	15.5%	25.9%	31.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

22.00 元

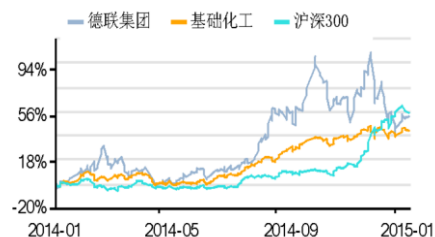
股价 (2015-01-13)

14.80 元

交易数据

总市值 (百万元)	4,736.00
流通市值 (百万元)	1,679.30
总股本 (百万股)	320.00
流通股本 (百万股)	113.47
12 个月价格区间	8.81/18.79 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-14.50	-57.34	5.54
绝对收益	-4.45	-14.20	65.73

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaqing@essence.com.cn

相关报告

汽车后市场大风将起，看好公司转型发展	2014-12-01
德联集团：汽车维修市场大风将起，公司有望迎来大发展机遇	2014-11-26
德联集团：商业模式奠定公司竞争力	2012-03-09

■ **公司 MB2B2C 实现盈利的关键因素：**1) 原有 AM 市场（汽车后市场）的业务基础：公司将传统零售经销商模式转换至 MB2B2C 平台销售模式并不是零起步，而是直接导入多年来自发形成的 2500 家门店及百万终端消费者，并形成高效率、集中化的平台化管理。该转换平台的用户规模与国内较大规模的汽配 B2B 网站相当。2) 自产原装配件来源的产业链基础：与纯粹“贸易式”电商相比，公司具有自产原装配件来源的产业链优势，自产产品具备较高的盈利能力。3) 已建成覆盖全国的生产物流基地：公司目前形成长春、上海、佛山、成都四大生产基地，并计划在天津和武汉生产基地，全国覆盖的生产布局提供产品仓储和物流优势。

■ **汽车后战略压缩渠道利润，保证参与者利益：**公司 MB2B2C 平台生态系统下将保证所有四方参与者利益。1) C 端客户群：产品以 4S 店零售价的 6.5 折享受统一标准和原装零配件线下服务。2) B 端维修店：渠道端利润压缩并提高维修店销售毛利率。3) 原经销商：从传统贸易批发商转换为推广服务商，可以获得稳定的区域销售提成。4) 公司：扩大销售和盈利规模。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月14日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,334.6	1,630.3	1,850.4	2,316.7	3,366.1	成长性					
减:营业成本	1,039.1	1,288.6	1,476.6	1,803.5	2,541.4	营业收入增长率	19.0%	22.2%	13.5%	25.2%	45.3%
营业税费	6.6	7.8	8.5	10.7	15.5	营业利润增长率	23.0%	12.8%	6.1%	47.5%	69.0%
销售费用	33.4	44.4	48.1	60.2	87.5	净利润增长率	21.8%	11.3%	7.8%	47.2%	68.4%
管理费用	67.3	81.3	98.1	122.8	178.4	EBITDA 增长率	16.7%	8.8%	6.4%	42.4%	67.0%
财务费用	0.4	-9.0	-6.3	-12.6	-15.5	EBIT 增长率	15.8%	7.7%	7.7%	46.0%	70.8%
资产减值损失	2.3	9.7	4.0	5.3	6.3	NOPLAT 增长率	13.3%	8.7%	8.1%	46.0%	70.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.4%	69.3%	-12.5%	40.1%	26.7%
投资和汇兑收益	-	1.7	0.6	0.8	1.0	净资产增长率	115.6%	8.2%	8.6%	50.4%	13.0%
营业利润	185.5	209.3	222.0	327.5	553.5	利润率					
加:营业外净收支	3.7	0.4	1.8	2.0	1.4	毛利率	22.1%	21.0%	20.2%	22.2%	24.5%
利润总额	189.2	209.6	223.8	329.5	554.9	营业利润率	13.9%	12.8%	12.0%	14.1%	16.4%
减:所得税	45.4	48.8	51.5	75.8	127.6	净利润率	10.8%	9.8%	9.3%	11.0%	12.7%
净利润	143.7	159.9	172.3	253.7	427.3	EBITDA/营业收入	15.1%	13.5%	12.6%	14.4%	16.5%
						EBIT/营业收入	13.9%	12.3%	11.7%	13.6%	16.0%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	35	33	31	22	13
货币资金	749.9	420.3	661.8	1,103.6	1,072.2	流动营业资本周转天数	119	135	137	131	131
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	286	304	280	302	280
应收账款	153.5	319.4	176.6	433.7	488.2	应收账款周转天数	42	52	48	47	49
应收票据	71.1	64.2	93.2	106.7	178.8	存货周转天数	84	88	85	85	82
预付帐款	37.1	53.4	95.2	59.8	157.7	总资产周转天数	336	368	348	353	313
存货	334.6	462.2	412.4	675.4	861.2	投资资本周转天数	164	188	195	175	159
其他流动资产	-	91.3	30.4	40.6	54.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.4%	10.6%	10.6%	10.3%	15.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	9.0%	9.6%	9.3%	13.7%
长期股权投资	-	3.1	3.1	3.1	3.1	ROIC	24.2%	24.3%	15.5%	25.9%	31.6%
投资性房地产	15.1	14.8	14.8	14.8	14.8	费用率					
固定资产	134.8	166.2	150.1	133.9	117.8	销售费用率	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
在建工程	10.0	86.0	86.0	86.0	86.0	管理费用率	5.0%	5.0%	5.3%	5.3%	5.3%
无形资产	29.8	57.6	55.5	53.4	51.3	财务费用率	0.0%	-0.6%	-0.3%	-0.5%	-0.5%
其他非流动资产	21.0	40.7	21.3	27.5	29.7	三费/营业收入	7.6%	7.2%	7.6%	7.4%	7.4%
资产总额	1,557.1	1,779.2	1,800.3	2,738.4	3,114.7	偿债能力					
短期债务	28.1	41.6	-	-	-	资产负债率	10.7%	15.5%	9.3%	10.3%	10.8%
应付帐款	104.3	141.8	115.8	210.6	252.3	负债权益比	12.0%	18.3%	10.2%	11.4%	12.1%
应付票据	-	39.9	15.0	24.1	37.7	流动比率	8.14	5.29	9.01	8.75	8.48
其他流动负债	32.9	43.1	32.3	41.9	41.5	速动比率	6.12	3.56	6.48	6.31	5.89
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	431.78	-22.22	-34.08	-24.98	-34.63
其他非流动负债	1.9	8.5	3.6	4.7	5.6	分红指标					
负债总额	167.2	275.0	166.7	281.3	337.1	DPS(元)	0.24	0.15	0.13	0.16	0.27
少数股东权益	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	分红比率	53.5%	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	160.0	320.0	320.0	390.0	390.0	股息收益率	1.6%	1.0%	0.9%	1.1%	1.9%
留存收益	1,228.0	1,181.4	1,310.7	2,064.1	2,384.6						
股东权益	1,390.0	1,504.2	1,633.7	2,457.1	2,777.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.45	0.50	0.46	0.65	1.10
净利润	143.8	160.8	172.3	253.7	427.3	BVPS(元)	4.34	4.69	5.10	6.29	7.11
加:折旧和摊销	16.2	19.7	18.2	18.2	18.2	PE(X)	33.0	29.6	27.5	22.8	13.5
资产减值准备	2.3	9.7	-	-	-	PB(X)	3.4	3.2	2.9	2.4	2.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-100.7	-17.9	17.9	-47.4	74.4
财务费用	7.6	0.5	-6.3	-12.6	-15.5	P/S	3.5	2.9	2.6	2.5	1.7
投资损失	-	-1.7	-0.6	-0.8	-1.0	EV/EBITDA	7.9	12.4	17.3	13.9	8.4
少数股东损益	0.1	1.0	-	-	-	CAGR(%)	20.8%	38.5%	13.4%	20.8%	38.5%
营运资金的变动	-77.1	-327.9	135.4	-399.9	-370.1	PEG	1.6	0.8	2.0	1.1	0.4
经营活动产生现金流量	106.8	-45.4	319.0	-141.3	58.9	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-37.8	-251.4	0.6	0.8	1.0	REP					
融资活动产生现金流量	456.5	-37.2	-78.1	582.4	-91.3						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

