

# 德联集团:拥抱互联网,掘金万亿汽车后市场

——德联集团(002666)投资价值分析报告

## 1 公司概况:以汽车精细化学品为基础,加速布局汽车后市场

德联集团是一家专业从事汽车精细化学品的研发、生产和销售的大型企业集团,也是中国最大的汽车精细化学品配套供应商和服务平台之一。为进一步打开成长空间,公司目前正在利用自身在技术、渠道、品牌等各方面的优势,加速打造“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,覆盖汽车产业链的上下游业务,并在技术开发、销售渠道、管理体系等方面实现互联互通的促进整合效应,使公司发展为汽车精细化学品及汽车售后市场的高端综合服务提供商。

在汽车精细化学品领域,德联集团拥有最为丰富的产品线和产品品类,主要分消耗类和非消耗类产品,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、燃油添加剂等汽车运行中必需使用且按一定时间或里程更换的精细化学品;非消耗类产品主要为胶粘剂、纤维增强胶片等胶类产品。凭借全系列的产品及优异的品质和服务,公司已成为一汽大众、上海大众、上海通用、长安福特、北京奔驰、华晨宝马、一汽轿车、上海汽车等二十余家整车品牌厂商的汽车精细化学品一级供应商,最近还新增英菲尼迪以及东风本田。不仅如此,公司还建有长春、上海、佛山、成都四个大型“贴厂基地”,并与国际化工巨头巴斯夫、陶氏化学、潘东兴等建立了长期战略合作关系,可为客户提供最优质的一体化和本地化服务。

图1:公司产品分布图(其中蓝色为消耗类,红色为非消耗类)

### 资料来源:公开资料

为争夺数万亿元的汽车售后市场蛋糕,德联集团正在加速汽车后市场领域的战略布局。在线上,公司设立了上海德联信息技术有限公司,汽车后电商平台已初步搭建,并根据自身优势和特点建立了MB2B2C生态平台,实现了O2O闭环运营,未来该平台有望发展成为全国最有影响力的汽车后电商平台之一;在线下,公司拟募集9.38亿元资金在全国建设110家汽车售后市场2S连锁店的定向增发项目已于日前获证监会核准,募集资金到位后,德联集团将很快实施2S连锁实体店的大规模建设,从而迈出公司汽车售后市场战略布局的关键一步。

实际上,早在2013年德联集团就开始尝试汽车销售和售后维修业务,通过收购经营“奔驰”和“讴歌”品牌汽车4S店业务,并设立了长春德联汽车维修服务有限公司。通过早前的尝试,德联集团在在汽车售后领域积累了丰富的经验,这种经验对公司今后大规模开拓汽车后市场至关重要。

### 2 新政出鞘,汽车后市场迎历史性机遇

#### 2.1 汽车后市场可达万亿规模

汽车后市场是指汽车销售以后,围绕汽车使用过程中的保养、维修、汽车美容、汽车租赁等各种服务,它涵盖了消费者买车后所需要的一切服务。因此,汽车后市场规模的大小跟一个经济体的汽车保有量和平均车龄存在密切关系。我国汽车销量在2009和2010年间出现井喷式增长,一跃成为全球最大的汽车市场,并且连续多年保持平稳较快增长。据统计,我国2014年乘用车产销均突破2000万辆,2014年底的汽车保有量突破1.4亿辆,并且仍保持较快增长态势,庞大的汽车存量汽车后市场提供了广阔的发展空间。

#### 图2:国内汽车保有量逐年增长

### 资料来源:公开资料

从整个汽车产业链来看,利润主要分布在三个部分:整车的生产和销售、零部件的生产和销售、汽车后市场。在汽车工业比较发达的欧美市场,汽车后市场的利润占整个汽车产业链的60%,是汽车整车生产和销售环节的3倍。相比之下,我国汽车后市场的利润在整个汽车产业链中的占比还非常低,随着国内汽车产业的发展日趋成熟,汽车后市场的利润占比还有非常大的提升空间。

根据统计,2005年我国汽车后市场的营业额仅为880亿元到2012年已增至4600亿元左右,年复合增长率达到26.9%。以2014年汽车保有量1.4亿辆和单车售后和维修级其他花费4000元/年到6000元年计算,我国每年汽车后市场产值可达到6000到8000亿元的规模,预计随着汽车保有量的持续增长,到2020年汽车后市场规模将破万亿。

#### 2.2 政策松动将促品牌2S经营连锁店崛起

一直以来,我国的汽车后市场(特别是维修和保养市场)绝大部分都被整车制造商主导的4S店所垄断,主要原因是我国商务部2005年颁布的《汽车品牌销售管理实施办法》赋予了整车厂控制和垄断汽车零部件流通渠道的权利。《汽车品牌销售管理实施办法》的实施,虽然有助于在我国汽车行业初期更好地规范市场,但随着国内汽车市场日臻成熟,《办法》的弊端逐步显现,一方面垄断造成修车贵且修车难,严重损害了消费者利益,另一方面,导致我国汽车售后市场整体发展受到严重制约,阻碍了我国汽车后市场的正常发展。

实际上,决策层已经认识到这个问题。去年9月,由交通运输部牵头,国家发改委、国家质检总局、中国保监会、公安部等10部委,印发了《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》(下称《意见》)。《意见》要求,自2015年1月1日起,

汽车生产企业要在新车上市时,以可用的信息形式、便利的信息途径、合理的信息价格,无歧视、无延迟地向授权维修企业和独立经营者公开汽车维修技术资料;汽车原厂配件要允许授权企业向非授权维修企业或终端用户转售;并且要通过编码制度,建立可追溯配件质量保证保险制度。随后,中国汽车维修行业协会和中国物品编码中心就发布消息称,《汽车零部件统一编码与标识征求意见稿》已经完成,目前已上报国家相关部门审核。

新政策的出台意味着中国庞大的汽车后市场“蛋糕”将面临重新分配,汽车维修保养行业将全面洗牌,4S店维修的垄断局面将被打破,其他业态的维修机构将快速兴起。中国目前汽车维修保养市场主要包括以下几种渠道:一是发展起来的品牌汽车4S店;二是传统大中型维修厂;三是路边汽车维修店;四近来发展较快的汽车品牌2S经营连锁店。对消费者来说,这几大渠道各有优劣,其中4S店服务质量较高但收费也高,而维修厂和路边维修店虽然收费低但服务质量参差不齐,无法让消费者放心;相比而言,具有一定知名度的2S经营连锁店的收费位于4S店和路边维修店之间,但能够提供优质的服务,具有明显的性价比优势,未来有望发展成为汽车后市场的主要渠道。

#### 图3:汽修新政有望催生汽车后市场黄金十年

#### 2.3 汽车后电商迎最佳发展机遇

由于中国的汽配配件普遍存在层层加价,导致原厂配件价格虚高,这为汽车后电商的发展提供了良好的机会。由于电商在去中介化(配件B2C)、费用透明化(配件及服务费用透明)和用户体验改善等方面优势明显,且能创造车主、配件厂、维修站三方共赢的局面,预计电商将成为汽车后市场未来发展趋势。

但是,由于汽车后市场所提供的服务与一般的商品不同,线上的交易完成仅仅是交易的一部分,商品的线下服务也是汽车后市场电商的重要内容。因此我们认为纯粹的“贸易式”汽车电商平台难以获得较大发展,而同时具有线上、线下渠道优势的电商则更有机会胜出。

### 3 精细化学品销售稳定增长,未来发展可期

#### 3.1 业绩持续增长,大幅高于汽车行业平均增速

受中国汽车产业快速增长的影响,德联集团近几年的经营业绩也屡创新高,2011年-2013年的营业收入分别为11.21亿元、13.35亿元和16.3亿元,年复合增长率超过20%;在营业收入稳步上升的同时,公司的净利润也快速增长,2011年-2013年的净利润分别为1.18亿元、1.44亿元和1.60亿元,年复合增长率达到16%。收入和利润均超过最近三年中国乘用车产量11.73%的年均复合增长率。

#### 图4:德联集团营业收入稳步增长

### 资料来源:公开资料

从业务结构来看,德联集团的主营产品汽车精细化学品的收入贡献占比超过90%,可以说公司业绩的增长基本来自汽车化学产品销量的提升。实际上,德联集团是国内最具实力的汽车精细化学品供应商之一,目前已为20多个整车企业的30个整车基地供应产品,这些厂商整车销量的增长必然带动德联集团业绩的提升。

#### 3.2 汽车精细化学品增长空间仍然巨大

尽管德联集团近些年的主营业务保持了较好的增长,但我们认为,公司在汽车精细化学品领域还有非常大的市场潜力可控,未来增长空间仍然巨大。理由如下:

## 投资要点

■德联集团是中国最大的汽车精细化学品配套供应商和服务平台之一,能够生产11大类,近200个型号的汽车精细化学品,是一汽大众、上海大众、上海通用、长安福特、北京奔驰、华晨宝马、一汽轿车、上海汽车等二十余家整车品牌厂商的汽车精细化学品一级供应商,原厂配件优势明显;

■公司规划将以美国知名汽车修配连锁品牌AutoZone为标杆,在打造MB2B2C平台和大规模建设2S连锁店的基础上实现O2O闭环,充分实现线上线下联动,打造难以复制的盈利模式和生态系统,使公司在庞大的汽车后市场“蛋糕”争夺中占据先机。

■相比普通汽车后市场电商,德联集团的MB2B2C模式具有明显的产业链、仓储物流、平台整合及原厂配件价格等优势,并且可以将公司多年来自发形成的2500家门店及百万级终端消费者是直接导入到MB2B2C平台。在2500家转换客户的基础上,通过将公司传统贸易批发商转改造推广服务商,又可大量吸引新增签约门店,预计2015年将覆盖至10000家门店,2016年覆盖门店将达到20000家,届时公司覆盖的终端消费者将由百万级跨进千万级别。

■MB2B2C平台独特的盈利模式很可能带来公司未来两年业绩大爆发。我们预计公司2014-2016年的净利润分别为1.78亿元、2.87亿元和4.94亿元,考虑增发新增股份后对应的每股收益分别为:0.56元股、0.68元股和1.17元股。考虑公司较为确定的成长性,给予公司股票买入评级,目标价为26元,对应2015年和2016年预测每股收益的市盈率分别为38倍和22倍。

### 第一,德联集团目前的销售渠道主要集中在4S店,而其他业态的汽车维修店市场则未重点开发,随着《关于促进汽车维修业转型升级提升服务质量的指导意见》的逐步落实,预计4S店之外的汽车维修保养渠道才是未来市场的主流。数据显示,车龄在3年以内的车辆,车主一般选择在4S店进行维修保养,车龄超过3年的车辆,多数车主会选择在价格较低的快修连锁店、路边维修店等4S店以外的渠道进行维修保养。截至2014年初,中国汽车的平均车龄约为4.2年,意味着国内4S店之外的汽车维修市场将呈现爆发增长。在这种背景下,如果德联集团将产品迅速打入4S店之外的汽车维修保养渠道,未来成长空间将非常大。目前,德联集团正在加快搭建O2O汽车后电商及综合服务平台,平台搭建后可通过各项措施将数以万计各种业态的汽车维修店以及上游的各类不同保养维修用品导入到该平台,这无疑将大幅促进公司汽车精细化学品的销售。

第二,公司正通过定向增发的方式募集9.38亿元资金在全国建设110家汽车售后市场2S连锁店(此项目实施后,公司未来还很可能继续增加2S连锁店的数量),通过自有实体店的扩张,也可不断增加公司汽车精细化学品的销量。

第三,随着中国汽车市场的逐渐成熟,汽车保有量越来越大(2014年已达到1.4亿辆),市场对于汽车维修和保养的发动机油、防冻液、变速箱油等消耗类汽车精细化学品的需求越来越大。相比非消耗类汽车精细化学品,消耗类汽车精细化学品需要定期或不定期重复更换,市场空间及增长的可持续性更被看好。目前德联集团已将消耗类汽车精细化学品作为公司未来重点发展的产品,该产品占其营业收入的比重已达到70%以上,未来增长空间非常广阔。

### 4 打造MB2B2C生态平台,或促公司业绩爆发增长

4.1 搭建MB2B2C生态平台,打造中国的AutoZone为迅速打开公司未来成长空间,德联集团正在积极采取一系列的举措布局汽车后市场。未来,公司将以美国知名汽车修配连锁品牌AutoZone为标杆,围绕汽车售后维修业务发展O2O闭环系统,作为公司未来几年最大的业绩爆发点。资料显示,AutoZone是美国知名汽车修配连锁品牌,主要经营汽车配件、维修等,目前在美国和墨西哥拥有超过5,000家专营店,是纽约股票交易所上市公司,该公司汽车售后市场的线上和线下业务实现闭环,具备平台化的规模优势和运营能力。德联集团构建与之相类似的平台还拥有独特的自身优势就是具备AutoZone也不曾具备的众多整车厂的一级供应商身份及大量自产原装配件,从而在价格竞争中占据源头优势。

德联集团正在打造的MB2B2C平台包括整合零部件、搭建线上线下销售平台和建立统一营销平台三个重要环节。从下图不难看出,德联集团正在打造的MB2B2C平台与传统的汽车后电商平台有着明显区别,相比而言,MB2B2C平台不直接对终端客户开放交易功能,它更加强调MB端自产原装配件和B端维修店的作用。

#### 图5:德联集团规划的O2O闭环

我们认为,德联集团选择MB2B2C模式的主要原因有两个:① MB2B2C模式更能地发挥公司自产原装配件产业链及传统市场渠道等优势,并且该优势难以被复制;② MB2B2C模式能够迅速吸引客户,更快速地实现盈利。

#### 4.1.1 难以复制的产业链和渠道优势

优势一:作为众多整车厂的汽车精细化学品一级供应商,德联集团建成了汽车产业链前端的汽车精细化学品配套供应平台,每天生产11大类、近200个型号的产品,供应20多个整车企业的30个整车基地,自产的化学品能覆盖约70%车型。由于很大一部分是自产,公司MB2B2C平台供应的零配件具有绝对的成本和价格优势。据了解,一款汽车原装配件出厂后经过层层

加价,从4S店销售给终端消费者的价格往往达到出厂价的几倍甚至十几倍,若德联集团的汽车精细化学品通过MB2B2C平台销到终端客户,就可以省略层层加价的中间环节,使产品最终销售价格远低于4S店零售价(预计相同配件的价格仅为4S店的6.5折),具有较高的性价比优势,自然会受到消费者的欢迎。

优势二:德联集团自2013年就开始在做大做强汽车精细化学品业务的基础上,积极布局汽车后市场的线下业务,通过收购经营“奔驰”和“讴歌”品牌汽车4S店业务,掌握了大量汽车维修保养技术及渠道方面的经验;不仅如此,公司还拟定向增发募集9.38亿元资金在全国建设110家汽车售后市场2S连锁店,目前该定向增发方案已获证监会核准,预计2015年公司2S连锁店将大规模铺开建设。

参照美国的AutoZone公司,打造O2O业务闭环的关键一环是在线建立大量自有实体店,就算德联集团此次募投项目拟建设的110家2S连锁店全部建成,也与AutoZone公司5000家专营店的规模相差巨大,因此,我们推断,公司未来还会通过新建或收购的方式大幅增加2S连锁店的数量。通过对4S店积累的售后技术经验专门化、差异化地修改、补充和完善后,可成熟“移植”到汽车售后市场2S店连锁经营业务架构中,有助加快公司2S店的发展。

优势三:经过在汽车精细化学品领域的经营,德联集团已经和大量4S店和2500多家其他类型的维修渠道建立了业务联系,很容易将这些门店转换导入到公司的MB2B2C平台,形成该平台的第一批签约售后维修店。

#### 4.1.2 盈利模式独特,可快速贡献利润

对汽车电商而言如何快速实现盈利是一大难点,目前包括“养车无忧”、“途虎养车网”在内的几乎所有汽车电商平台都尚未实现盈利。通过对各项因素进行分析,我们认为德联集团的MB2B2C平台具备独特的资源和盈利模式,搭建完成后有望快速实现盈利。

理由一:德联集团可将多年来自发形成的约2500家门店(公司传统经销商)及百万级终端消费者直接导入到MB2B2C平台,使其几乎无成本地转换成平台客户,该转换平台的用户规模可与国内较大规模的汽配B2B或B2C网站相当,为公司MB2B2C平台的业绩形成了一定的支撑。在2500家转换客户的基础上,通过将公司传统贸易批发商转改造推广服务商,又可大量吸引新增签约门店,预计2015年将可覆盖10000家门店,2016年覆盖门店将达到20000家,覆盖汽车消费群体预计可达2000万辆。

理由二:与纯粹的“贸易式”汽车电商平台相比,德联集团具有明显的自产原装配件的产业链优势,自产产品成本价格优势明显,具备较高的盈利能力,该业务模式得到B端维修店认可后,可在短期内迎来爆发式、大规模增长。

理由三:德联集团有覆盖全国的贴厂基地和物流网络,公司目前已经建有长春、上海、佛山、成都四大生产基地,按中国汽车产业布局,还需要建设天津和武汉生产基地,具备生产规模、物流仓储、客户资源等优势,既能够降低产品运输成本,又能够提高服务质量和反应速度,为线下物流配送或实体店服务提供了本地化支持。德联集团的MB2B2C平台可充分利用原有的仓储和物流网络,无需再耗费成本建造仓库,节约巨额的成本。

理由四:公司的MB2B2C模式能够更好地增强终端消费者的粘性,这也是B端维修店最愿意看到的。例如,公司可从B端维修店获取大量终端消费者的信息,加工处理后上传到MB2B2C的大数据平台,这样平台上的大数据系统便可以精确计算每一个终端消费者的汽车在什么时间需要保养,当某辆汽车进入或临近保养期的时候,MB2B2C平台就自动通过发短信等方式提醒车主汽车已经到了保养期,告知车主距离最近的自有2S店或签约维修店的位置,并通过提示良好的性价比来吸引终端客户。因此,通过发挥MB2B2C的大数据平台,可大幅增强终端客户的粘性,有助实现平台的快速盈利。

我们看好公司MB2B2C平台还有一个关键原因是该平台很好地处理好了参与各方的利益关系,每个参与方都能够获得相应的利益,有助提升他们的参与积极性。① 终端消费者可以以大幅低于4S店的价格获得相同的产品和服务,受益明显;② 由于MB2B2C平台减少了中间加价,B端维修店可获得比传统模式更高的毛利率,自然愿意参与其中;③ 原经销商则可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 对于德联集团而言,虽然毛利率可能有所下降,但可以以价换量,通过增加销售量的方式扩大盈利规模。

#### 图6:MB2B2C平台有助实现各方共赢

### 5. 盈利预测与估值

综上所述,我们非常看好汽车后市场广阔的发展前景,德联集团在打造MB2B2C平台和大规模新建2S连锁店的基础上实现O2O闭环,可充分实现线上线下联动,搭建难以复制的盈利模式和生态系统,公司有望在庞大的汽车后市场“蛋糕”争夺中占据先机。基于公司的MB2B2C平台很可能在2015年和2016年开始大幅贡献收益,我们预计公司2014-2016年的营业收入分别为18.59亿元、23.56亿元和34.04亿元,净利润分别为1.78亿元、2.87亿元和4.94亿元,考虑增发新增股份后对应的每股收益分别为0.56元股、0.68元股和1.17元股。考虑公司较为确定的成长性,给予公司股票买入评级,目标价为26元,对应2015年和2016年预测每股收益的市盈率分别为38倍和22倍。

德联集团业绩预测表(百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,630.30	1,858.50	2,356.80	3,403.50
同比增长		14.00%	26.81%	44.41%
净利润	159.9	178.3	286.5	493.7
同比增长		11.51%	60.68%	72.32%
每股收益(元)	0.50	0.56	0.68	1.17

(怀新投资) CIS)