

# 德联集团新股估值分析报告

(仅供参考)

上市时间	股票代码	股票名称	发行价格 (元)	发行后摊薄 市盈率(倍)	发行后每股 净资产(元)	发行后每股 收益(元)	2011年末审计加权 平均净资产收益率
2012-03-27	002666	德联集团	17	23.29	8	0.73	20.04
发行数量 (万股)	上市数量 (万股)	发行后股 本(万股)	中签率 (%)	主承销商	所属行业	合理估值定位(元)	
4000	3200	16000	0.486	国信证券	化学原料及 化学制品制造业	19.8-22.77元	

**公司投资要点**

公司主营业务为汽车精细化学品的制造和销售,汽车精细化学品作为汽车底盘系统、车身系统、润滑系统、防护用品等必要配件,在汽车整车运行中起到关键作用。德联的产品由最初单一的防冻液逐渐扩展到目前的防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油、燃油添加剂、玻璃清洗液、胶粘剂、增强/阻尼胶片、制冷剂、润滑脂等十一大类产品,在国内主要汽车产业集群区域先后设立了华东基地(上海港申)、东北基地(长春德联)、华南基地(公司)、和西南基地(成都德联)四个“贴厂基地”,通过与国际化工巨头巴斯夫、陶氏化学等的长期战略合作,从服务“欧美系”乘用车品牌逐渐延伸至服务于国内主要整车厂如一汽大众、一汽轿车、上海大众、上海通用、北京奔驰、长安福特、华晨宝马等二十余家整车厂。2009-2011年公司营业收入分别为6.54、9.26和11.21亿元,净利润分别为0.92、1和1.18亿元,净利润的复合增长率为13.1%。

公司根据国内汽车产业集群的地域分布,按照贴近整车厂、扩大覆盖面原则先后设立了长春基地、佛山基地和上海基地,目前正在筹建成都基地。公司上述四个“贴厂基地”已经覆盖国内东北、华东、华南和西南等主要汽车产业集群,布局原则符合汽车零配件服务商的发展规律,为公司业务的可持续发展奠定基础。“贴厂基地”的职能包括技术研发、采购、生产、仓储、配送、跟踪服务、市场开发等,为现有及潜在客户提全方位的服务。针对核心客户,公司通过“贴厂基地”保证满足24小时随时响应的服务需求。在整车厂零库存的情况下,为整车厂提供未来三个月的生产计划所需配套产品。公司通过“贴厂基地”为发展本地化的延伸服务提供便利,最终形成对新进竞争者的进入壁垒,同时为形成全国性的营销和服务网络提供了坚实基础。

**募集资金投向**
**募投项目情况:**

序号	项目名称	项目总投资(万元)	建设期
1	长春德联扩产改造项目	13278.54	1年
2	上海港申扩产改造项目	11500.00	1年
3	成都基地建设项目	8000.00	1年
4	广东德联(扩建)技术改造项目	7950.05	1年
合计		40728.59	-

**募投项目分析:**

本次公司计划募集资金,主要用于成都基地的建设和原有三个基地的改造项目,公司根据我国汽车制造企业的地域分布,按照贴近整车厂、扩大覆盖面原则先后设立了华东基地(上海港申)、东北基地(长春德联)、华南基地(德联股份),各贴厂基地职能均覆盖技术研发、采购、生产、仓储、配送、跟踪服务、市场开发等全部环节,目前正在成都建设西南基地。拳头产品防冻液、制动液、胶类产品(包括胶粘剂和胶片)的募投产能达产后的新增产能较2010年度产能的增长分别为76%、

	60%和80%；动力转向油、自动变速箱油、发动机油等润滑油目前产能较小，是募投项目的重点发展产品，募投项目达产后新增产能较2010年度产能的增长分别为204%、156%和385%；燃油添加剂为应用范围十分广泛的产品，募投项目达产后新增产能较2010年度产能的增长率为400%。
<b>估值分析</b>	按照公司所处行业景气度及募投项目达产进展情况估算，预计2012年每股收益0.99元左右。目前可比的汽车化工材料上市公司有普利特、海利得、宁波华翔等，考虑到行业成长性和公司的盈利能力，给予公司20-23倍对应动态市盈率，按照2012年预计EPS和相应PE水平估值， <b>目前公司合理估值区间为19.8-22.77元。</b>
<b>风险提示</b>	<p>1、<b>主要销售客户集中的风险。</b>公司主要客户集中于国内“欧美系”和“国产系”品牌整车厂，最近三年，公司向前十名客户的销售收入占当期营业收入的比例分别为84.64%、84.73%和87.52%，客户集中度相对较高。公司通过认证的新增客户逐年增多，但向新增客户形成规模化销售仍需一定时间。如果主要客户需求下降，或转向其他供应商采购产品，将给公司的经营及财务状况产生不利影响。</p> <p>2、<b>汽车行业不景气风险。</b>公司是国内汽车精细化学品的重要供应商之一，主营业务是汽车精细化学品的生产和销售，因此公司与汽车行业的发展息息相关。因经济周期、国家汽车产业政策、汽车产业自身的发展状况仍存在调整变化的可能，对汽车产业发展及公司的生产经营产生风险。</p> <p>3、<b>原材料价格波动风险。</b>公司直接材料成本占主营业务成本的比例在95%以上，主要原材料以石油衍生品如乙二醇、润滑油基础油等为主，不同原材料因加工程度不同导致其价格与石油价格的敏感程度不同，主要原材料价格的大幅波动仍可能对公司盈利能力产生一定影响。</p> <p>4、<b>主要经营场所分散的风险。</b>公司总部位于广东省佛山市，但主要生产经营场所和经营管理人员分散在上海、长春、佛山和成都四地，主要经营场所较为分散决定了公司管理的地域跨度较大，在信息传递、管理沟通等方面可能存在一定经营风险。</p>
<b>综述</b>	<b>目前公司合理估值区间为 19.8-22.77 元。</b>

**安信证券新股研究组**
**投资顾问:何玮玉**

2012-03-26