

分析师：于娃丽
执业证书编号：S0050511040003
Tel: 010-59355991
Email: yuwl@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

化工

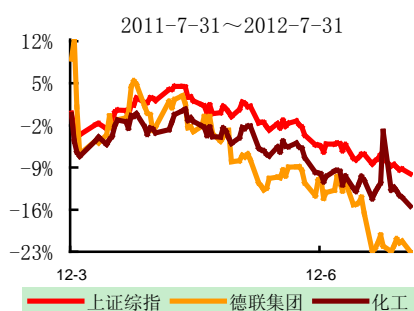
投资评级

| | |
|-------|-------|
| 本次评级： | 增持 |
| 跟踪评级： | 未评级 |
| 目标价格： | 14.95 |

市场数据

| | |
|--------------|-----------------|
| 市价(元) | 13.06 |
| 上市的流通A股(亿股) | 0.40 |
| 总股本(亿股) | 1.60 |
| 52周股价最高最低(元) | 12.88-19.2 |
| 上证指数/深证成指 | 2109.91/9071.06 |
| 2011年股息率 | 0.00% |

52周相对市场表现



相关研究

德联集团 (002666.SZ)

汽车精细化学品行业龙头

投资要点

- 公司主营业务为汽车精细化学品的制造和销售，目前已拥有十一大类汽车精细化学品产品线和长春、上海、佛山、成都四个“贴厂基地”，凭借全系列产品线和本地化服务，已成为二十多家主要整车厂的供应商。
- 随着国内经济的发展和居民消费水平的提高，乘用车消费需求旺盛，销量连年增长，使得汽车保有量未来还将保持快速增长，为汽车精细化学品的OES和AM市场提供巨大的需求空间。
- 公司作为下游整车厂的战略合作供应商，在整体产能不足的情况下，优先供应OEM市场，目前OEM市场收入占比接近50%，随着新增产能的释放，公司积极开拓市场容量更大的OES市场；同时公司主要提供中高端产品，环保要求的趋严将导致AM市场也向高档次产品发展，未来公司在AM市场的市场占有率将随之提高。
- 公司主要产品防冻液、制动液等市场份额已达20%，在对主要产品适度扩张的基础上，公司将重点发展动力转向油、自动变速箱油、发动机油等润滑油产品，目前产能较小，未来增长空间大。
- 预计公司2012年-2014年EPS为0.94、1.26、1.56，市盈率处于行业平均水平；且汽车保有量的持续增长将为公司盈利提供有力支撑，公司具有一定的安全边际，给予“增持”评级。
- 风险提示：公司募投项目及市场开拓进展低于预期，汽车市场产销量大幅下滑。

公司财务数据及预测

| 项目 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1121.12 | 1421 | 1884 | 2323 |
| 增长率(%) | 21.09 | 26.76 | 32.54 | 23.31 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 117.94 | 150 | 201 | 250 |
| 增长率(%) | 17.92 | 27.10 | 34.07 | 24.15 |
| 毛利率(%) | 21.49 | 21.52 | 21.58 | 21.60 |
| 净资产收益率(%) | 18.35 | 19.13 | 20.66 | 20.66 |
| EPS(元) | 0.98 | 0.94 | 1.26 | 1.56 |
| P/E(倍) | 17.72 | 13.7 | 10.2 | 8.2 |
| P/B(倍) | 2.44 | 2.6 | 2.1 | 1.7 |

来源：公司年报、民族证券

正文目录

| | |
|------------------------------|---|
| 一、公司主要从事汽车精细化学品生产和销售..... | 3 |
| 二、汽车精细化学品需求空间广阔..... | 4 |
| 1、公司主要产品为汽车精细化学品..... | 4 |
| 2、汽车行业保有量巨大 | 4 |
| 三、公司是国内重要的汽车精细化学品生产企业..... | 5 |
| 1、公司已发展为行业领先者 | 5 |
| 2、公司将加大 OES 和 AM 市场开拓力度..... | 6 |
| 3、公司将增加新产品种类 | 6 |
| 四、盈利预测 | 7 |
| 五、风险提示 | 8 |

图表目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 图 1：公司股权结构 | 3 |
| 图 2：汽车精细化学品上下游关系..... | 4 |
| 图 3：国内汽车产销量（万辆） | 4 |
| 图 4：公司主要产品销量（万吨） | 5 |
| 图 5：主要销售渠道营业收入占比（%） | 6 |
| 图 6：主要产品在不同销售渠道毛利率（%） | 6 |
| 图 7：各产品毛利率（%） | 7 |
| 表 1：公司子公司概况 | 3 |
| 表 2：主要产品生产方式 | 7 |
| 表 3：盈利预测简表： | 7 |
| 附录：财务预测表 | 9 |

一、公司主要从事汽车精细化学品生产和销售

公司主营业务为汽车精细化学品的制造和销售。经过十余年的发展，公司目前已拥有十一大类汽车精细化学品产品线和长春、上海、佛山、成都四个“贴厂基地”，凭借全系列产品线和本地化服务，连续多年成为众多下游整车厂的供应商。

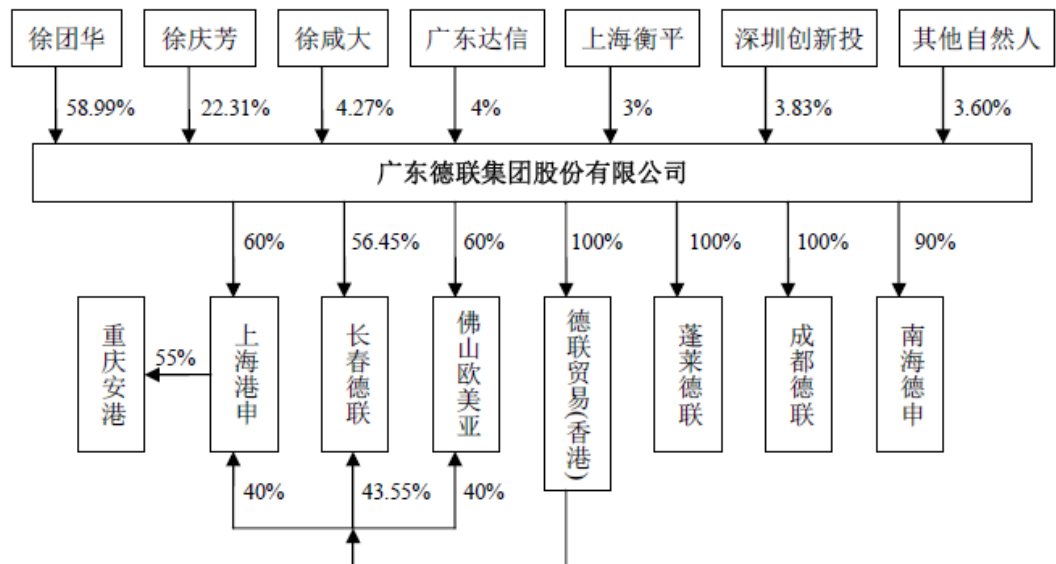
表 1：公司子公司概况

| 子公司名称 | 主营业务 | 2011 年净利润 (万元) |
|----------------|--|-------------------|
| 德联贸易（香港）有限公司 | 进出口贸易 | 4392.05 |
| 长春德联化工有限公司 | 防冻液、制动液、汽油清净剂、动力转向油、齿轮油、润滑油、制冷剂、玻璃胶、增强阻尼垫、玻璃清洗液等产品的生产和销售 | 6189.08 |
| 上海港申化工有限公司 | 防冻液、制动液、汽油清净剂、动力转向油、齿轮油、制冷剂、玻璃胶、增强阻尼垫、PVC涂料、玻璃清洗液等产品的生产和销售 | 3969.07 |
| 佛山市欧美亚汽车用品有限公司 | 生产防冻液、制动液、动力转向油、齿轮油、润滑油、制冷剂、汽油清净剂、柴油清净剂等产品 | 216.42 |
| 佛山市南海德申运输有限公司 | 负责集团公司部分产品的运输配送 | 1.64 |
| 蓬莱德联仓储物流有限公司 | 货物仓储、物流配货、组装轮胎和鞍座 | 21.89 |
| 重庆安港工贸有限公司 | 汽车化学品的制造与销售 | 46.72 |
| 成都德联汽车用品有限公司 | 生产、销售：汽车用化学品（不含危险化学品）、汽车零部件及其它无需行政审批或许可的合法项目 | -217.65 |

资料来源：公司招股说明书，民族证券

徐团华、徐庆芳、徐咸大分别持有公司 58.99%、22.31%、4.26%的股份。徐咸大与徐团华系父子关系，徐咸大与徐庆芳系父女关系，徐庆芳与徐团华系姐弟关系，上述三人合计持有公司 85.57 的股份，且已书面声明为一致行动人，因此，徐团华、徐庆芳、徐咸大为公司的控股股东和实际控制人。

图 1：公司股权结构



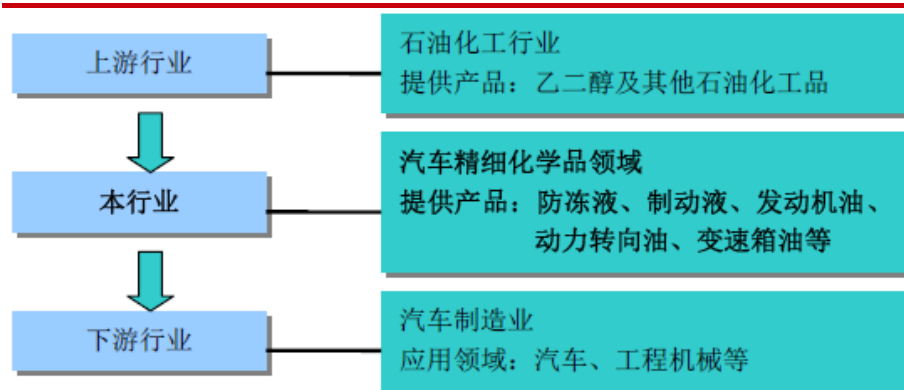
数据来源：招股说明书

二、汽车精细化学品需求空间广阔

1、公司主要产品为汽车精细化学品

汽车精细化学品，主要分消耗类和非消耗类产品，消耗类产品为防冻液、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。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，在汽车的正常运行中起到关键作用。

图 2：汽车精细化学品上下游关系



数据来源：招股说明书

2、汽车行业保有量巨大

2001 年以来，中国经济进入新一轮快速增长通道，随着整体工业基础和人民生活水平提高，汽车产业发展迅猛，汽车产销量逐年增加。2001 年分别为 233.40 万辆和 235.90 万辆，2011 国内汽车产销量年分别为 1,841.89 万辆和 1,850.51 万辆，较 2001 年分别增长 689.16% 和 684.45%，十年间年均复合增长率分别为 25.80% 和 25.72%。

图 3：国内汽车产销量（万辆）



数据来源：招股说明书

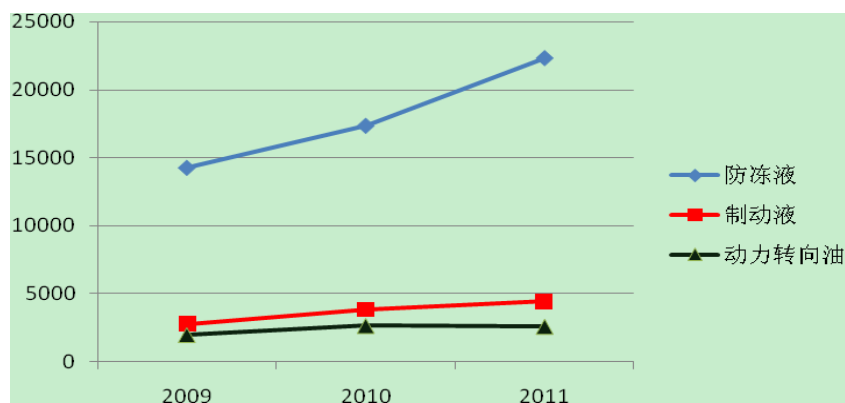
从国内汽车消费结构看，消费趋向已经由集团消费转向个人消费，乘用车的销售比重逐渐提高。2000 年，国内乘用车产量占汽车总产量的比例不到 30%，而 2011 年国内乘用车产量占比达到 78.64%，2011 年国内乘用车销量为 1,447.24 万辆，同比增长 5.19%，公司主要客户上海通用、上海大众和一汽大众的销量增速较快，增长率分别为 17.14%、16.42%和 18.95%，增长率远高于整体增长率 5.19%。同时乘用车保有量超过 6,000 万辆，已经成为国内汽车消费市场的主力军。随着国内居民生活水平提高和汽车消费观念转变，乘用车需求的增长空间巨大，为汽车精细化学品的 OES 和 AM 市场提供巨大的需求空间。

三、公司是国内重要的汽车精细化学品生产企业

1、公司已发展为行业领先者

公司是伴随国内汽车产业发展、特别是乘用车市场的快速发展而发展壮大的汽车精细化学品综合供应和服务平台，供应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、潘东兴等的长期战略合作，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。

图 4：公司主要产品销量（万吨）



数据来源：招股说明书

2、公司将加大 OES 和 AM 市场开拓力度

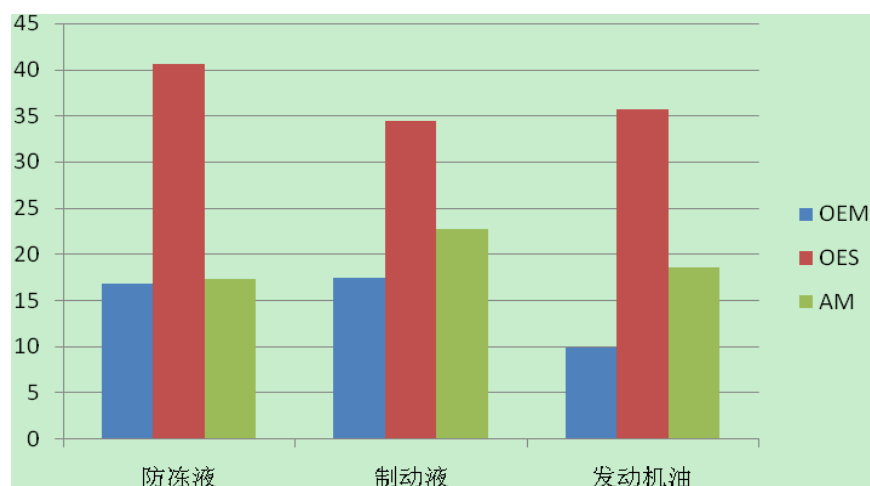
公司作为下游整车厂的战略合作供应商，在整体产能不足的情况下，必须优先供应 OEM 市场，因此 OEM 市场是公司产品目前主要的销售渠道，也是增长最快的销售市场，年均复合增长率为 43.92%。随着新增产能的释放，公司未来将加大销售力度开拓 OES&AM 市场规模。由于公司在 OEM 市场的先发优势，OES 市场的拓展速度较快；同时随着国内经济发展水平的提升、汽车维护意识的提高、排放环保标准的趋严，汽车 AM 市场向高品质发展是大势所趋，公司将逐渐加大零售市场开拓力度，形成覆盖国内主要汽车消费区域的营销网络，打造自主品牌松树牌产品；同时将产品应用领域由传统的乘用车拓展至商用车、工程机械、船舶等潜在市场，保证公司业务发展的可持续性。我们预计未来公司 OES 市场和 AM 市场销售额将逐渐超过 OEM 市场销售额。

图 5：主要销售渠道营业收入占比（%）



数据来源：招股说明书

图 6：主要产品在不同销售渠道毛利率（%）



数据来源：招股说明书

3、公司将增加新产品种类

目前，公司已取得了主要国际化工巨头的技术和产品授权，与巴斯夫、陶氏化学、潘东兴、雅富顿建立长期的战略合作关系，随着授权产品国产化的发展，主要生产方式由

分装逐渐转换为配制，公司能够配制生产的产品范围逐年扩大。目前，公司具备防冻液、发动机油的国产化配制和规模化生产能力，正在进行重负荷发动机防冻液、植物基础油发动机润滑油的研制工作；公司已获授权国产化配制动力转向油、自动变速箱油等润滑油产品，目前处于原材料国产化、生产线装配和调试阶段，正在进行环保型润滑油极压抗磨剂的研制工作；胶粘剂领域，公司正在进行水基单组份聚氨酯胶粘剂的研制工作。

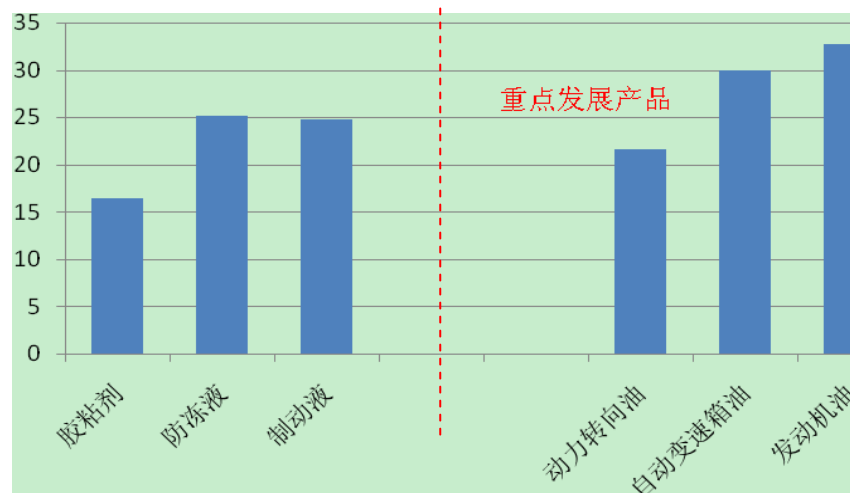
公司新建项目更加偏重目前产能较小的产品，核心产品防冻液、制动液、胶类产品的产能相对较大，因此募投项目上述产品达产后的新增产能较 2010 年度产能的增长分别为 76%、60%和 80%；动力转向油、自动变速箱油、发动机油等润滑油目前产能较小，但未来增长空间大，是募投项目的重点发展产品，募投项目达产后新增产能较 2010 年度产能的增长分别为 204%、156%和 385%；燃油添加剂应用范围十分广泛，目前产能较小，募投项目达产后新增产能较 2010 年度产能的增长率为 400%。

表 2：主要产品生产方式

| 公司名称 | 许可使用产品 | 许可方式 | 合作年限 |
|------|------------------------|---------------------------|------|
| 陶氏化学 | 汽车粘结胶 | 独家许可（授权分装） | 7 年 |
| 巴斯夫 | 防冻液、制动液 | 一般许可（防冻液授权配制； 制动液授权分装） | 16 年 |
| 潘东兴 | 车发动机油、动力转向油、 自动变速箱油 | 独家许可（授权配制） | 13 年 |
| 雅富顿 | 燃油添加剂 | 独家许可（授权分装） | 7 年 |

资料来源：公司招股说明书，民族证券

图 7：各产品毛利率（%）



数据来源：招股说明书

四、盈利预测

根据我们对公司未来经营情况的假设，对公司盈利情况如下：

表 3：盈利预测简表：

| 单位（百万元） | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1121 | 1421 | 1884 | 2323 |
| 营业成本 | 880 | 1111 | 1471 | 1814 |

| | | | | |
|-----------|------|------|------|------|
| 营业税金及附加 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 销售费用 | 23 | 36 | 47 | 58 |
| 管理费用 | 53 | 65 | 86 | 106 |
| 财务费用 | 10 | 7 | 7 | 6 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 151 | 199 | 267 | 332 |
| 营业外收支 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 152 | 200 | 268 | 333 |
| 所得税 | 34 | 50 | 67 | 83 |
| 净利润 | 118 | 150 | 201 | 250 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司的净利润 | 118 | 150 | 201 | 250 |
| 每股收益（元） | 0.98 | 0.94 | 1.26 | 1.56 |

资料来源：民族证券

预计公司 2012 年-2014 年 EPS 为 0.94、1.25、1.50，市盈率低于行业平均水平；且汽车保有量的持续增长、及募投项目相继投产将为公司盈利提供有力支撑；目前 PB 仅 1.64，公司具有一定的安全边际。

五、风险提示

- 1、公司募投项目及市场开拓进展低于预期；
- 2、汽车市场产销量大幅下滑天胶等原材料价格大幅上涨。

附录：财务预测表

资产负债表

| | | | | |
|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 776 | 930 | 1152 | 1418 |
| 现金 | 229 | 237 | 232 | 285 |
| 应收账款 | 206 | 262 | 347 | 428 |
| 存货 | 288 | 365 | 483 | 596 |
| 其他 | 53 | 67 | 89 | 110 |
| 非流动资产 | 160 | 180 | 197 | 214 |
| 长期投资 | 127 | 148 | 167 | 184 |
| 固定资产 | 31 | 30 | 29 | 28 |
| 无形资产 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 936 | 1110 | 1349 | 1632 |
| 流动负债 | 291 | 324 | 374 | 421 |
| 短期借款 | 170 | 170 | 170 | 170 |
| 应付账款 | 88 | 111 | 147 | 182 |
| 其他 | 33 | 43 | 56 | 70 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 291 | 324 | 374 | 421 |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 股本 | 120 | 160 | 160 | 160 |
| 资本公积金 | | | | |
| 留存收益 | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 643 | 784 | 973 | 1208 |
| 负债和股东权益 | 936 | 1110 | 1349 | 1632 |

现金流量表

| | | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 经营活动现金流 | 105 | 46 | 37 | 97 |
| 净利润 | 118 | 150 | 201 | 250 |
| 资产减值准备 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 13 | 10 | 12 | 14 |
| 公允价值变动损 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 财务费用 | 10 | 7 | 7 | 6 |
| 营运资本变动 | (26) | (114) | (176) | (167) |
| 其它 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (32) | (30) | (30) | (30) |
| 资本支出 | (32) | (30) | (30) | (30) |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 58 | (9) | (12) | (15) |
| 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (9) | (9) | (12) | (15) |
| 其它融资现金流 | 76 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 131 | 8 | (4) | 52 |

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

| | | | | |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 单位：百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 | 1121 | 1421 | 1884 | 2323 |
| 营业成本 | 880 | 1111 | 1471 | 1814 |
| 营业税金及附加 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 营业费用 | 23 | 36 | 47 | 58 |
| 管理费用 | 53 | 65 | 86 | 106 |
| 财务费用 | 10 | 7 | 7 | 6 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 151 | 199 | 267 | 332 |
| 营业外收支 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 152 | 200 | 268 | 333 |
| 所得税 | 34 | 50 | 67 | 83 |
| 净利润 | 118 | 150 | 201 | 250 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 118 | 150 | 201 | 250 |
| EBITDA | 174 | 216 | 286 | 353 |
| EPS（元） | 0.98 | 0.94 | 1.26 | 1.56 |

主要财务比率

| | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 21.10% | 26.76% | 32.54% | 23.31% |
| 营业利润 | 21.32% | 24.33% | 32.39% | 23.23% |
| 归属母公司净利润 | 17.93% | 27.10% | 34.07% | 24.15% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 21.10% | 21.52% | 21.58% | 21.60% |
| 净利率 | 10.52% | 10.55% | 10.67% | 10.74% |
| ROE | 18.35% | 19.13% | 20.66% | 20.66% |
| ROIC | 17.27% | 17.41% | 19.66% | 19.53% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 31.13% | 29.18% | 27.71% | 25.82% |
| 流动比率 | 2.67 | 2.87 | 3.08 | 3.37 |
| 速动比率 | 1.68 | 1.75 | 1.79 | 1.95 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.20 | 1.28 | 1.40 | 1.42 |
| 应收帐款周转率 | 5.43 | 5.43 | 5.43 | 5.43 |
| 应付帐款周转率 | 10.04 | 10.00 | 9.99 | 9.99 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.98 | 0.94 | 1.26 | 1.56 |
| 每股经营现金 | 0.88 | 0.29 | 0.23 | 0.61 |
| 每股净资产 | 5.36 | 4.90 | 6.08 | 7.55 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 11.3 | 13.7 | 10.2 | 8.2 |
| P/B | 1.9 | 2.6 | 2.1 | 1.7 |
| EV/EBITDA | 6.7 | 8.1 | 6.5 | 5.9 |

分析师简介

2007年4月毕业于天津大学化工学院，工学硕士。之后进入资产评估公司，从事资产评估工作，熟悉企业会计及财务分析。2008年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，主要负责化工行业及上市公司的研究工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 类别 | 级别 | |
|--------|----|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 看好 | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上 |
| | 中性 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动 |
| | 看淡 | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上 |
| 股票投资评级 | 买入 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上 |
| | 增持 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
| | 中性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间 |
| | 减持 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上 |

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。