

2016年06月30日

德联集团 (002666.SZ)

积极布局汽车产业发展的精细化学品龙头

■ **汽车精细化学品业务稳步增长**：公司主营业务为汽车精细化学品的制造和销售，主要面向汽车整车厂进行产品的配套供应。公司以“对外合作+自主研发”的模式保证产品的持续先进性，长期国际化工巨头巴斯夫、陶氏化学、雅富顿等深度合作，目前已成为 30 余家汽车整车厂的固定供应商，包括一汽大众、上海大众、华晨宝马、北京奔驰、比亚迪、长安福特等知名整车厂，形成了丰富且稳定的产品线和客户范围。国内市场占有率达 30%，主要在利润率较高的乘用车领域，占欧美系汽车近 90% 的市场供应，同时也在积极开拓日系车市场。

■ **打造汽车后市场生态圈**：在传统主业平稳增长的基础上，公司自 14 年开始积极布局汽车后市场业务，定增募集 9.4 亿元用于建设 110 家连锁经营的汽车售后市场 2S 店，把公司的产品连带服务直接供应到汽车售后市场。同时公司利用“互联网+”的思维和手段进军后市场有利于不断延长和完善业务产业链，构建汽车产业生态。我们草根调研了解 B 端维修站的关键需求在于“快速响应、品种齐全、质优价廉”，公司作为汽车化学品龙头企业原装正品，品种齐全且属于高频消费品、具有自产原装配件来源的产业链优势能够具备较强的盈利能力、供应链较强（四大贴厂基地的生产布局提供了产品仓储和物流优势），因此我们看好公司在该领域优势明显。公司第一家 2S 店已于 15 年 10 月底在上海正式落成启动，根据公告目前共有 2S 直营店 2 家，已吸引 128 家区域服务商（大 B 端）加盟，一季度末小 B 端超过 7000 家，预计到 18 年各类加盟的区域经销商和终端服务门店将达 20000 家以上，力争覆盖超过 1000 万的终端车主。公司通过不断延伸现有业务的产业链下游，在积累了丰富的终端客户资源后，将进一步整合更多质优价廉配件产品进入 MB 端，同时在 B 端植入诸如汽车金融、汽车文化等增值业务，形成汽配 MB2B2C 闭环，从而打造汽车后市场生态。

■ **汽车产业变革下，核心供应商渠道优势较大**：目前汽车产业的发展变化和更新迭代的速度较快，新能源和新材料方向已经成为持续的价值发现点。而公司作为国内 30 余家汽车整车厂的固定供应商，几乎覆盖了欧美系绝大多数的车厂，考虑到整车企业渠道的稳定性和高壁垒，因此公司在渠道上和产品供应上存在一定的先发优势。

■ **建议关注公司在汽车产业发展等方向的布局**：公司去年通过定增完成了 8.9 亿元的融资，一季报显示公司货币资金 12.35 亿元，非常充裕。同时公司目前立志从单一的汽车精细化学品供应商逐步开拓至汽车服务产业和后市场等领域，实现汽车从出厂到售后服务过程的全覆

公司快报

证券研究报告

其他化学制品

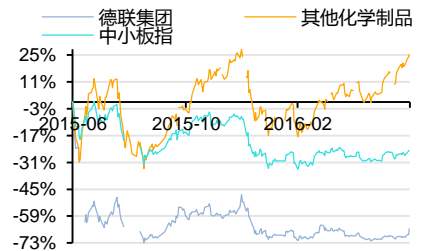
投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价：**14 元**
股价 (2016-06-29) **9.44 元**

交易数据

总市值 (百万元)	7,120.87
流通市值 (百万元)	7,120.87
总股本 (百万股)	754.33
流通股本 (百万股)	754.33
12 个月价格区间	7.37/27.80 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.91	2.33	-29.74
绝对收益	19.8	2.5	-46.87

王席鑫

分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-35082937

孙琦祥

分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-35082016

罗雅婷

分析师
SAC 执业证书编号：S1450516060001
luoyt@essence.com.cn
021-35082781

肖晴

报告联系人
xiaqing@essence.com.cn
021-35082066

相关报告

盖。考虑到公司资金实力充沛同时产业布局的决心强，我们判断未来业务开拓上的速度可能较快，建议投资者关注。我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.31、0.40、0.47 元，给予买入-A 评级，6 个月目标价 14 元。

■风险提示：汽车后市场业务发展不及预期

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,722.5	1,980.2	2,376.2	2,851.5	3,421.8
净利润	161.5	178.7	230.6	298.3	357.5
每股收益(元)	0.21	0.24	0.31	0.40	0.47
每股净资产(元)	2.14	3.51	3.81	4.21	4.68
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	44.1	39.8	30.9	23.9	19.9
市净率(倍)	4.4	2.7	2.5	2.2	2.0
净利润率	9.4%	9.0%	9.7%	10.5%	10.4%
净资产收益率	10.0%	6.8%	8.0%	9.4%	10.1%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	15.6%	13.0%	9.4%	14.1%	13.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,722.5	1,980.2	2,376.2	2,851.5	3,421.8	成长性					
减:营业成本	1,355.5	1,522.3	1,817.8	2,181.4	2,617.7	营业收入增长率	5.7%	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%
营业税费	7.4	10.3	11.3	13.6	16.8	营业利润增长率	-5.1%	5.4%	34.0%	29.5%	20.0%
销售费用	54.7	87.7	109.3	127.5	157.4	净利润增长率	1.0%	10.6%	29.0%	29.4%	19.8%
管理费用	99.0	142.3	162.1	182.5	212.2	EBITDA 增长率	5.0%	15.1%	15.2%	23.9%	18.9%
财务费用	7.1	14.3	-5.4	-14.9	-15.7	EBIT 增长率	2.7%	8.7%	23.0%	26.6%	20.6%
资产减值损失	1.2	10.5	7.1	6.3	8.0	NOPLAT 增长率	8.6%	12.0%	20.7%	26.6%	20.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	34.6%	66.3%	-15.2%	21.8%	6.0%
投资和汇兑收益	1.0	16.5	6.4	8.0	10.3	净资产增长率	7.6%	63.9%	8.7%	10.4%	11.3%
营业利润	198.6	209.3	280.5	363.2	435.9	利润率					
加:营业外净收支	1.8	7.8	3.3	4.3	5.1	毛利率	21.3%	23.1%	23.5%	23.5%	23.5%
利润总额	200.4	217.1	283.8	367.5	441.0	营业利润率	11.5%	10.6%	11.8%	12.7%	12.7%
减:所得税	37.8	35.7	51.1	66.2	79.4	净利润率	9.4%	9.0%	9.7%	10.5%	10.4%
净利润	161.5	178.7	230.6	298.3	357.5	EBITDA/营业收入	13.4%	13.4%	12.9%	13.3%	13.2%
						EBIT/营业收入	11.9%	11.3%	11.6%	12.2%	12.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	45	68	71	56	44
						流动资产周转天数	170	227	222	194	196
						流动营业资本周转天数	289	339	356	325	316
						应收账款周转天数	66	65	61	64	63
						存货周转天数	112	106	100	105	103
						总资产周转天数	395	474	482	426	396
						投资资本周转天数	262	349	335	284	268
						投资回报率					
						ROE	10.0%	6.8%	8.0%	9.4%	10.1%
						ROA	8.1%	5.6%	7.4%	8.4%	9.2%
						ROIC	15.6%	13.0%	9.4%	14.1%	13.9%
						费用率					
						销售费用率	3.2%	4.4%	4.6%	4.5%	4.6%
						管理费用率	5.7%	7.2%	6.8%	6.4%	6.2%
						财务费用率	0.4%	0.7%	-0.2%	-0.5%	-0.5%
						三费/营业收入	9.3%	12.3%	11.2%	10.3%	10.3%
						偿债能力					
						资产负债率	19.1%	17.4%	8.3%	11.5%	9.8%
						负债权益比	23.7%	21.1%	9.0%	13.1%	10.8%
						流动比率	3.60	4.24	9.19	6.87	8.38
						速动比率	1.98	3.24	6.20	4.67	5.58
						利息保障倍数	29.01	15.64	-50.69	-23.30	-26.71
						分红指标					
						DPS(元)	0.06	-	-	-	-
						分红比率	28.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	162.6	181.4	230.6	298.3	357.5	EPS(元)	0.21	0.24	0.31	0.40	0.47
加:折旧和摊销	25.7	43.6	31.1	31.1	31.1	BVPS(元)	2.14	3.51	3.81	4.21	4.68
资产减值准备	1.2	10.5	-	-	-	PE(X)	44.1	39.8	30.9	23.9	19.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	2.7	2.5	2.2	2.0
财务费用	4.9	9.5	-5.4	-14.9	-15.7	P/FCF	-95.4	-10.4	21.7	-49.0	34.1
投资损失	-1.0	-16.5	-6.4	-8.0	-10.3	P/S	4.1	3.6	3.0	2.5	2.1
少数股东损益	1.1	2.7	2.1	3.1	4.2	EV/EBITDA	17.5	36.8	20.5	16.9	13.8
营运资金的变动	-159.5	-767.4	331.5	-473.9	-176.8	CAGR(%)	22.8%	25.8%	13.1%	22.8%	25.8%
经营活动产生现金流量	0.3	111.9	583.4	-164.4	189.8	PEG	1.9	1.5	2.4	1.0	0.8
投资活动产生现金流量	-214.1	-882.0	6.4	8.0	10.3	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	77.4	904.1	-261.2	14.9	15.6	REP					

资料来源: 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、罗雅婷声明，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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034