

## 新能源与汽车研究中心

# 德联集团 (002666.SZ) 增持 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 3.93 元  
 目标价格 (人民币): 4.50-4.50 元

### 市场数据 (人民币)

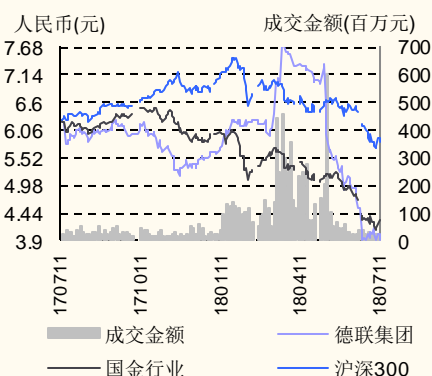
已上市流通 A 股 (百万股)	444.06
总市值 (百万元)	2,964.51
年内股价最高最低 (元)	7.70/3.90
沪深 300 指数	3407.53
中小板综	9162.96

## 持续发力汽车后市场，管理层增持彰显信心

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.186	0.204	0.242	0.286	0.336
每股净资产 (元)	3.64	3.79	4.28	4.52	4.81
每股经营性现金流 (元)	0.24	-0.14	0.04	-0.05	0.03
市盈率 (倍)	44.76	27.58	16.68	14.09	11.99
净利润增长率 (%)	-21.35%	9.38%	18.53%	18.43%	17.46%
净资产收益率 (%)	5.12%	5.37%	5.65%	6.33%	6.99%
总股本 (百万股)	754.33	754.33	754.33	754.33	754.33

来源：公司年报、国金证券研究所



### 相关报告

1. 《掘金汽车后市场，看好公司长期发展潜力-德联集团公司深度研究》，2018.2.6

- **持续发力汽车后市场，发展前景广阔。**我国汽车保有量持续提升，突破 2 亿辆，为汽车后市场领域企业提供了巨大发展空间，我们预计公司主要产品汽车防冻液、胶粘剂、制动液、发动机油等汽车精细化学品市场规模 2020 年将达到 2456 亿元，2017~2020 年复合增速为 7.32%，高于汽车整体增速。公司 2015 年发力汽车售后市场 2S 店，推广“德联车护”品牌，截止至 2017 年 12 月 31 日，已开发 2 家直营店，326 家区域营运服务商，478 家授权终端门店，超过 11000 家签约合作门店，业务已多渠道全方位下沉至三四线城市，将迎来快速增长。同时，公司 2018 年 6 月与江苏太保签署《车主基础服务采购合同》，积极拓宽业务范围及盈利渠道，后续有望与更多保险公司加强合作，提升公司的资源整合能力及品牌影响力。
- **积极拓展新能源汽车客户，保障长期较快发展。**新能源汽车销量持续快速增长，公司依托产品技术及渠道优势，积极拓展，客户已经基本覆盖国内主流新能源汽车厂商，包括新能源汽车领域表现突出的比亚迪、上汽、北汽、广汽等传统乘用车厂商，以及宇通客车等新能源客车龙头企业，以及特斯拉、蔚来、小鹏、威马、前途等新兴造车企业，供应产品包括防冻液、制动液、胶粘剂等。我们认为，公司在新能源汽车领域加快布局，有望充分受益行业发展，有助保障业务长期发展。
- **管理层增持，彰显信心。**公司部分管理人员基于对公司未来业务长期向好发展的信心和对公司股票投资价值的认同，拟自 2018 年 7 月 9 日起，通过集中竞价交易，9 个月内增持不低于 2000 万元。增持人员包括董事会秘书、副总经理、财务总监、董事长助理等 4 位管理人员，意味着平均个人增持金额超过 500 万元。我们认为，管理人员大幅增持公司股份，彰显对公司未来发展信心。

### 盈利预测与投资建议

- 我们认为，公司作为汽车精细化学品龙头，2S 店前期布局工作基本完成，充分受益后市场拓展，以及新能源汽车发展，业绩有望持续较快增长。我们预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.24 元、0.29 元、0.34 元，给予 6 个月目标价 4.5 元，对应 2018 年约 18 倍 PE，维持增持评级。

### 风险提示

- (1) 后市场业务开拓不及预期风险。(2) 公司毛利率下滑风险。(3) 新能源汽车客户开拓不及预期风险。

刘洋 分析师 SAC 执业编号: S1130517060001  
[yang\\_liu@gjzq.com.cn](mailto:yang_liu@gjzq.com.cn)

梁美美 分析师 SAC 执业编号: S1130518010003  
[liangmeimei@gjzq.com.cn](mailto:liangmeimei@gjzq.com.cn)

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,980</b>	<b>2,371</b>	<b>3,145</b>	<b>3,731</b>	<b>4,465</b>	<b>5,355</b>	货币资金	450	551	602	650	650	650
增长率	19.7%	32.7%	18.6%	19.7%	19.9%		应收款项	504	595	888	855	1,030	1,245
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,522</b>	<b>-1,878</b>	<b>-2,593</b>	<b>-3,091</b>	<b>-3,713</b>	<b>-4,458</b>	存货	559	522	536	677	834	1,026
%销售收入	76.9%	79.2%	82.4%	82.8%	83.2%	83.2%	其他流动资产	859	687	377	501	555	621
<b>毛利</b>	<b>458</b>	<b>492</b>	<b>552</b>	<b>640</b>	<b>752</b>	<b>898</b>	流动资产	2,372	2,354	2,404	2,683	3,070	3,542
%销售收入	23.1%	20.8%	17.6%	17.2%	16.8%	16.8%	%总资产	73.8%	69.5%	68.1%	70.0%	71.7%	73.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-10</b>	<b>-21</b>	<b>-23</b>	<b>-28</b>	<b>-33</b>	<b>-40</b>	长期投资	147	205	229	250	289	349
%销售收入	0.5%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	493	530	611	629	654	691
<b>营业费用</b>	<b>-88</b>	<b>-100</b>	<b>-132</b>	<b>-149</b>	<b>-176</b>	<b>-209</b>	%总资产	15.3%	15.7%	17.3%	16.4%	15.3%	14.3%
%销售收入	4.4%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%	3.9%	无形资产	160	200	229	223	218	213
<b>管理费用</b>	<b>-142</b>	<b>-177</b>	<b>-210</b>	<b>-246</b>	<b>-290</b>	<b>-343</b>	非流动资产	841	1,033	1,127	1,152	1,211	1,303
%销售收入	7.2%	7.5%	6.7%	6.6%	6.5%	6.4%	%总资产	26.2%	30.5%	31.9%	30.0%	28.3%	26.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>218</b>	<b>194</b>	<b>187</b>	<b>217</b>	<b>252</b>	<b>306</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,213</b>	<b>3,387</b>	<b>3,531</b>	<b>3,835</b>	<b>4,281</b>	<b>4,845</b>
%销售收入	11.0%	8.2%	6.0%	5.8%	5.6%	5.7%	短期借款	266	312	245	166	338	493
<b>财务费用</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-15</b>	应付款项	263	271	356	370	447	538
%销售收入	0.7%	0.7%	0.3%	0.0%	0.1%	0.3%	其他流动负债	31	48	65	65	78	172
<b>资产减值损失</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-24</b>	<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	流动负债	559	632	665	601	863	1,203
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>17</b>	<b>9</b>	<b>41</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	其他长期负债	1	1	1	0	0	0
%税前利润	7.6%	4.9%	20.9%	10.7%	10.8%	10.7%	<b>负债</b>	<b>561</b>	<b>633</b>	<b>667</b>	<b>601</b>	<b>863</b>	<b>1,204</b>
<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>174</b>	<b>197</b>	<b>233</b>	<b>276</b>	<b>324</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,646</b>	<b>2,743</b>	<b>2,861</b>	<b>3,227</b>	<b>3,408</b>	<b>3,626</b>
营业利润率	10.6%	7.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.1%	少数股东权益	7	11	4	7	11	16
<b>营业外收支</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,213</b>	<b>3,387</b>	<b>3,531</b>	<b>3,835</b>	<b>4,281</b>	<b>4,845</b>
<b>税前利润</b>	<b>217</b>	<b>173</b>	<b>198</b>	<b>234</b>	<b>278</b>	<b>327</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	11.0%	7.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.1%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>所得税</b>	<b>-36</b>	<b>-29</b>	<b>-41</b>	<b>-49</b>	<b>-58</b>	<b>-69</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.4%	16.4%	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%	每股收益	0.237	0.186	0.204	0.242	0.286	0.336
<b>净利润</b>	<b>181</b>	<b>145</b>	<b>157</b>	<b>185</b>	<b>220</b>	<b>258</b>	每股净资产	3.508	3.636	3.792	4.278	4.518	4.807
少数股东损益	3	4	3	3	4	5	每股经营现金净流	0.148	0.244	-0.142	0.036	-0.047	0.030
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>179</b>	<b>141</b>	<b>154</b>	<b>182</b>	<b>216</b>	<b>253</b>	每股股利	0.061	0.047	0.047	0.047	0.047	0.047
净利率	9.0%	5.9%	4.9%	4.9%	4.8%	4.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	6.75%	5.12%	5.37%	5.65%	6.33%	6.99%
净利润	181	145	157	185	220	258	总资产收益率	5.56%	4.15%	4.35%	4.75%	5.04%	5.23%
少数股东损益	3	4	3	3	4	5	投入资本收益率	6.23%	5.28%	4.77%	5.04%	5.30%	5.84%
非现金支出	54	64	80	62	59	63	<b>增长率</b>						
非经营收益	-16	-7	-38	-5	-15	-11	主营业务收入增长率	14.96%	19.71%	32.68%	18.62%	19.67%	19.95%
营运资金变动	-108	-18	-307	-214	-299	-289	EBIT增长率	5.69%	-10.98%	-3.30%	15.71%	16.18%	21.48%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>112</b>	<b>184</b>	<b>-107</b>	<b>27</b>	<b>-35</b>	<b>23</b>	净利润增长率	10.65%	-21.35%	9.38%	18.53%	18.43%	17.46%
资本开支	-80	-198	-130	-66	-75	-91	总资产增长率	60.51%	5.40%	4.25%	8.62%	11.62%	13.18%
投资	-820	104	389	-21	-40	-60	<b>资产管理能力</b>						
其他	18	22	17	25	30	35	应收账款周转天数	63.9	61.7	64.9	66.0	67.0	68.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-882</b>	<b>-72</b>	<b>276</b>	<b>-62</b>	<b>-85</b>	<b>-116</b>	存货周转天数	140.1	105.1	74.5	80.0	82.0	84.0
股权募资	898	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	36.3	32.5	33.1	33.0	32.0	31.0
债权募资	90	45	-67	-80	172	156	固定资产周转天数	89.3	79.2	64.0	51.9	41.7	33.9
其他	-83	-72	-22	163	-52	-63	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>905</b>	<b>-27</b>	<b>-89</b>	<b>83</b>	<b>120</b>	<b>93</b>	净负债/股东权益	-6.95%	-8.66%	-12.49%	-14.97%	-9.12%	-4.29%
<b>现金净流量</b>	<b>135</b>	<b>85</b>	<b>80</b>	<b>48</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	EBIT利息保障倍数	15.2	12.1	20.3	142.3	61.5	20.6
							资产负债率	17.45%	18.69%	18.88%	15.68%	20.15%	24.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-02-06	增持	6.15	7.00~7.00

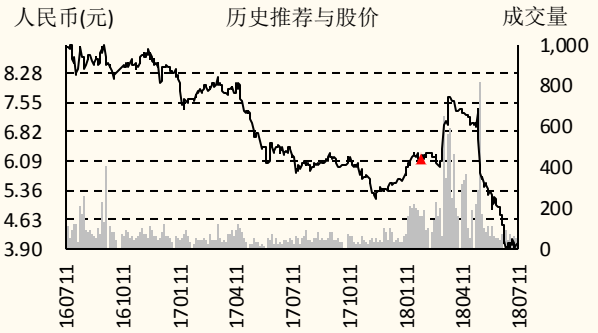
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH