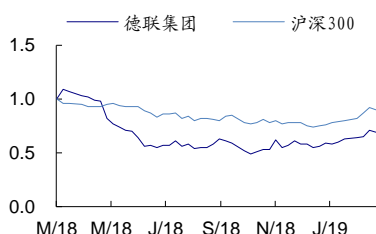


证券研究报告—动态报告
汽车汽配
汽车零部件 II
德联集团(002666)
增持
2018 年业绩快报点评

(首次评级)

2019 年 03 月 11 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	754/443
总市值/流通(百万元)	3,666/2,152
上证综指/深圳成指	2,970/9,364
12 个月最高/最低(元)	8.02/3.28

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097

E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001

联系人: 陶定坤

E-MAIL: taodingkun@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩稳健增长, 后市场发力

● 业绩符合预期

公司近期发布业绩快报, 2018 年实现营业收入 375,251.01 万元, 较去年同期增长 19.31%, 营业利润 19,763.84 万元, 较去年同期增长了 0.35%, 归属于上市公司股东净利润 15,886.03 万元, 较去年同期增长了 3.33%。

● 防冻液龙头, 主营业务稳健增长

国内有超过 2000 家防冻液厂商, 公司占据前装市场 20% 多的份额, 18 年 H1 汽车精细化学品业务实现营收 12.83 亿元, 同比增长 17.67%。公司长期与巴斯夫、陶氏、雅富顿、福斯和 BP 等化工行业巨头保持深度合作, 拥有欧美、日系及国内自主品牌主机厂客户 48 家, 与国内 24 个新能源汽车品牌建立合作, 为特斯拉车用化学品售后独家供应商。青岛项目有望在 19 年建成投产, 推动公司配套业务稳健增长。

● 后市场发力, 打开增长新动力

深度布局多年后, 后市场业务迎来快速增长, 18 年 H1 汽车后市场业务实现增速 50% 以上。德联车护成立巴斯夫事业部和新事业部, 分别负责全新的巴斯夫产品推广和 4S 集团和物流运输公司客户开发, 同时与中能源石油天然气有限公司和江苏省多家太平洋财产保险公司旗下支公司分别签订了《战略合作协议》和《车主基础服务采购合同》, 持续提升公司的资源整合能力及品牌影响力。后市场业务毛利较高, 规模的提升有望显著改善公司毛利水平。

● 股东增持, 彰显信心

18 年 7 月公告, 4 位管理人员拟增持不低于 2000 万元, 截止 2018 年 11 月 23 日, 已合计增持 746,602 股, 累计增持金额 299 万元, 彰显发展信心。

● 风险提示

后市场业务发展不及预期。

● 后市场优秀企业, 给予增持评级

公司是防冻液前装市场龙头, 市占率 20% 以上, 传统业务稳健增长, 深度布局汽车后市场, 打开全新增长动力。预计 18/19/20 年利润分别 1.59/41.91/2.32 亿, 对应 PE 分别 23.1/19.2/15.8 倍, 一年期目标估值在 6.25 元-6.90 元, 首次覆盖, 给予增持评级。

盈利预测和财务指标

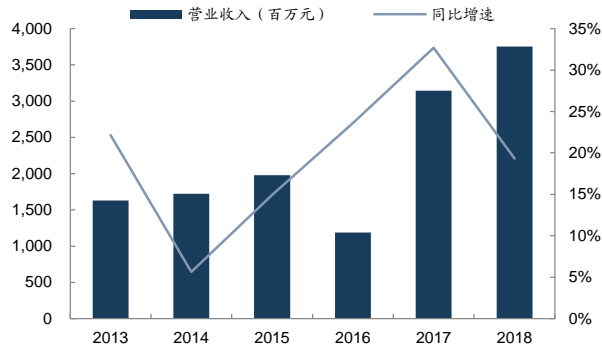
	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,145	3,751	4,323	4,976
(+/-%)	32.7%	19.3%	15.2%	15.1%
净利润(百万元)	154	159	191	232
(+/-%)	9.4%	3.3%	20.1%	21.8%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.21	0.25	0.31
EBIT Margin	6.0%	4.4%	4.7%	5.2%
净资产收益率(ROE)	5.4%	5.3%	6.1%	7.1%
市盈率(PE)	23.8	23.1	19.2	15.8
EV/EBITDA	17.9	19.0	16.3	13.7
市净率(PB)	1.28	1.23	1.18	1.12

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

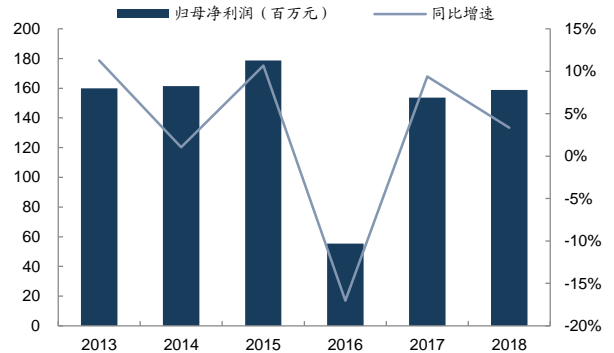
2018 年业绩符合预期，后市场业务快速增长。德联集团 2018 全年实现营业收入 37.53 亿元，同比增加 19.31%，实现归母净利 1.59 亿元，同比增加 3.33%。

图 1：2013-2018 年德联集团营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

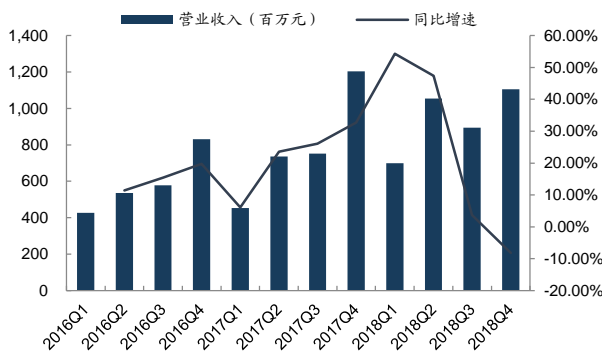
图 2：2013-2018 年德联集团归母净利及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

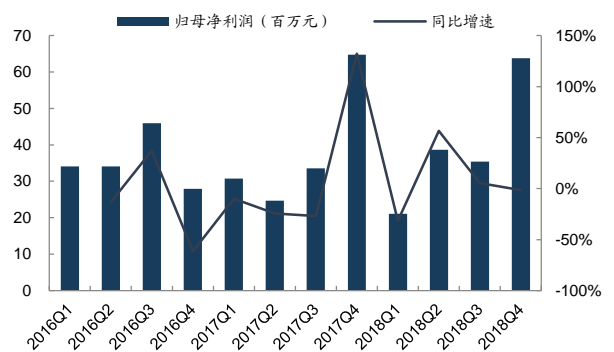
拆分报告期来看，第四季度公司实现营业收入 11.05 亿元，同比下降 8.18%，实现归母净利 0.64 亿元，同比下降 1.5%。公司此前在三季报中预计 2018 年归母净利为 1.23-1.84 亿元，同比变动幅度-20%至 20%。综上所述，德联集团 2018 年业绩符合预期。

图 3：德联集团分季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：德联集团分季度归母净利及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

公司业务主要包含：汽车精细化学品、汽车销售和服务、电镀中间体等三大类业务。

汽车精细化学品：主要是五大品类，包括燃油添加剂、润滑类、防冻液、制动液、胶类，从销售渠道区分主要分为配套和售后（德联车护）。整车厂配套渠道营收占比较大，除韩系车外都是公司的主要客户，结合客户需求和合作方（陶氏、巴斯夫等）的发展需求，预计 2018/2019/2020 年公司配套收入增速分别为 14%/15%/15%，毛利水平维持在 15%左右。德联车护目前 3000-4000 家加盟店，400 多区域服务商，公司产品竞争力较强，提升加盟店利润水平，有望继续扩大销售规模，预计 2018/2019/2020 年公司后市场业务收入分别为 3/4/5.5 个亿，毛利水平维持在 35%左右。市场结构的改善有望显著提升公司毛利水平，预计 2018/2019/2020 年公司汽车精细化学品收入增速分别为 16%/17%/17%，毛利率分别为 17.50%/18.03%/18.38%。

汽车销售及相关服务：公司有八家 4S 店，主要为讴歌、凯迪拉克、奔驰、别克等中高端品牌，分布在长春、大连和沈阳等东北中心城市，2018 年奔驰、凯迪拉克等豪华品牌分别取得 11% 和 32% 的高速增长，公司此业务 2018 年上半年同比增加 148%，未来几年中国豪华车品牌有望维持中高速增长，预计 2018/2019/2020 年公司汽车销售及相关服务收入增速分别为 44%/10%/8%。

电镀中间体：此业务与主营业务关系不大，体量较小，属于公司多年前的业务分支，每年营收和毛利水平都比较稳健，预计 2018/2019/2020 年公司电镀中间体业务收入增速为 0%。

表 1：2018-2020 年德联集团各业务板块收入预估

报告期	2016	2017	2018E	2019 E	2020E
汽车精细化学品					
收入	20.02	25.33	29.38	34.44	40.39
增速		26.52%	15.99%	17.21%	17.28%
成本	15.39	20.71	24.24	28.23	32.97
毛利	4.63	4.61	5.14	6.21	7.42
毛利率	23.12%	18.22%	17.50%	18.03%	18.38%
汽车销售及相关服务					
收入	2.78	4.57	6.58	7.24	7.82
增速		64.39%	44.00%	10.00%	8.00%
成本	2.64	4.05	6.19	6.73	7.19
毛利	0.14	0.53	0.40	0.51	0.63
毛利率	5.10%	11.51%	6.01%	7.00%	8.00%
电镀中间体					
收入	0.46	0.46	0.46	0.46	0.46
增速		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.36	0.34	0.35	0.35	0.35
毛利	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12
毛利率	23.17%	26.24%	25.00%	25.00%	25.00%
仓储物流					
收入	0.01				
增速					
成本	0.00				
毛利	0.00				
毛利率	41.83%				
其他主营业务					
收入	0.44	1.09	1.09	1.09	1.09
增速			0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.39	0.83	0.82	0.82	0.82
毛利	0.04	0.26	0.27	0.27	0.27
毛利率	10.32%	24.05%	25.00%	25.00%	25.00%
营业总收入	23.71	31.45	37.51	43.23	49.76
增速		33%	19%	15%	15%
营业总成本	18.78	25.93	31.59	36.12	41.32
增速		0.38	0.22	0.14	0.14
营业总成本/营业总收入	79.21%	82.45%	84.20%	83.57%	83.05%

资料来源:国信证券经济研究所预测

基于上述假设前提，公司 18/19/20 年营收增速分别为 19%/15%/15%，毛利率分别为 15.8%/16.4%/16.9%。

投资建议：汽车后市场核心标的之一，给予增持评级。公司是防冻液前装市场龙头，市占率 20% 以上，传统业务稳健增长，深度布局汽车后市场，打开全新增长动力，打造品牌形象，提升公司盈利水平。预计 18/19/20 年利润分别 1.59/41.91/2.32 亿，对应 PE 分别 23.1/19.2/15.8 倍。我们选取行业内四家可比公司的 2019 年平均估值 23 倍，考虑德联集团后市场业务快速增长，同时

提升估值空间，我们给予 1.1-1.2 倍估值溢价，2019 年德联集团合理估值 25-28 倍，合理估值在 6.25 元-6.90 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值表

	证券简称	收盘价	ROE (%)	每股收益			市盈率			P/B	每股净资产
				17	18E	19E	17	18E	19E		
002488	金固股份	11.99	1.95	0.09	0.20	0.31	133.22	60.31	38.98	1.90	6.31
601966	玲珑轮胎	15.82	12.54	0.87	1.02	1.25	18.18	15.44	12.65	2.01	7.88
600699	均胜电子	25.28	3.12	0.42	1.37	1.48	60.19	18.49	17.14	1.67	15.11
	平均		5.87						22.92	1.86	9.77
002666	德联集团	4.86	5.49	0.20	0.21	0.25	23.80	23.14	19.24	3.22	3.87

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 玲珑轮胎、金固股份、均胜电子为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	602	580	500	450	营业收入	3145	3751	4323	4976
应收款项	888	1059	1220	1404	营业成本	2593	3159	3613	4132
存货净额	536	642	735	842	营业税金及附加	23	28	32	37
其他流动资产	377	375	432	498	销售费用	132	152	186	214
流动资产合计	2404	2656	2887	3194	管理费用	210	247	289	332
固定资产	611	617	608	596	财务费用	9	12	14	16
无形资产及其他	211	203	194	186	投资收益	41	40	35	30
投资性房地产	125	125	125	125	资产减值及公允价值变动	(24)	(10)	(1)	(1)
长期股权投资	181	184	187	190	其他收入	1	0	0	0
资产总计	3531	3784	4001	4290	营业利润	197	183	222	273
短期借款及交易性金融负债	245	315	326	368	营业外净收支	1	10	10	10
应付款项	333	385	441	505	利润总额	198	193	232	283
其他流动负债	87	105	121	139	所得税费用	41	32	38	47
流动负债合计	665	806	888	1012	少数股东损益	3	3	3	4
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	154	159	191	232
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	1	1	1	1	现金流量表 (百万元)				
负债合计	667	807	889	1013	净利润	154	159	191	232
少数股东权益	4	5	7	9	资产减值准备	11	2	(0)	(0)
股东权益	2861	2972	3105	3268	折旧摊销	55	70	76	80
负债和股东权益总计	3531	3784	4001	4290	公允价值变动损失	24	10	1	1
					财务费用	9	12	14	16
关键财务与估值指标					营运资本变动	123	(202)	(240)	(275)
每股收益	0.20	0.21	0.25	0.31	其它	(9)	(1)	2	3
每股红利	0.06	0.06	0.08	0.09	经营活动现金流	357	38	30	41
每股净资产	3.79	3.94	4.12	4.33	资本开支	(116)	(80)	(60)	(60)
ROIC	5%	5%	6%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	5%	5%	6%	7%	投资活动现金流	(122)	(83)	(63)	(63)
毛利率	18%	16%	16%	17%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	6%	6%	7%	支付股利、利息	(48)	(48)	(57)	(70)
收入增长	33%	19%	15%	15%	其它融资现金流	(88)	70	11	42
净利润增长率	9%	3%	20%	22%	融资活动现金流	(184)	23	(47)	(28)
资产负债率	19%	21%	22%	24%	现金净变动	52	(22)	(80)	(50)
息率	1.3%	1.3%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	551	602	580	500
P/E	23.8	23.1	19.2	15.8	货币资金的期末余额	602	580	500	450
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	企业自由现金流	210	(74)	(54)	(37)
EV/EBITDA	17.9	19.0	16.3	13.7	权益自由现金流	122	(14)	(56)	(9)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032