

加码固废回收和汽车电子, 协同主业稳发展

投资要点

- **投资逻辑:** 公司为国内汽车精细化工领域优质企业, 产品品类丰富, 并与国际化工巨头合作, 产品竞争力强并且下游客户稳步开拓。公司积极拓展汽车后市场业务, 推进后市场快速发展。
- **汽车精细化工优质企业, 客户开拓稳步发展。** 公司精细化工业务包含了防冻液、制动液、发动机油、自动变速器油等 11 品类产品。公司与巴斯夫、杜邦、陶氏化学等国际化工巨头保持长期稳定的合作, 产品技术与竞争力领先。公司采取“贴厂基地”模式, 贴近整车厂进行建厂, 公司目前拥有长春、上海、成都、佛山四大基地, 青岛德联 2019 年即将投产, 武汉德联等工厂正在加紧建设中。在客户方面, 公司已经拥有欧美、日系、自主品牌 52 家, 其中欧美系 13 家、日系 4 家、自主品牌 35 家。与此同时, 在深耕传统领域的同时积极拓展新能源汽车领域, 公司已经拥有传统汽车厂商新能源业务 12 家, 新型互联网汽车业务 12 家。并于 2017 年拿到特斯拉售后项目的定点, 并于同年通过审核, 2018 年已经取得特斯拉售后项目的相应订单, 2019 年有望第一批进入特斯拉前装供应体系。
- **切入后市场固废回收与汽车电子领域, 协同主业稳发展。** 国内汽车保有量超过 2 亿辆, 为汽车后市场发展提供巨大空间。2015 年公司凭借德联车护进军中国汽车后市场, 截至 2018 年已拥有 500 多家区域营运服务商, 发展迅速。近期相继投资参股汽车后市场危废品回收处理公司笃码信息、汽车前装市场胎压监测系统配套公司上海泰好科技, 开启横向布局与整合之路, 且投资风格稳健, 与主营业务及战略方向高度契合, 体现出公司的成熟投资理念以及稳健的经营风格。
- **盈利预测与投资建议。** 公司为汽车精细化工领域的优秀企业, 同时并购积极拓展后市场业务, 业务协同保障后续发展。不考虑公司并购, 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.6/1.9/2.1 亿元, 对应 EPS 分别为 0.22/0.25/0.28 元, 对应 PE 估值分别为 22 倍、20 倍、18 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 后市场业务开拓不及预期、上游原材料价格大幅提升、新能源汽车客户开拓不及预期等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3729.24	4299.99	4891.35	5554.07
增长率	18.57%	15.30%	13.75%	13.55%
归属母公司净利润(百万元)	144.83	164.49	185.45	207.73
增长率	-5.80%	13.58%	12.75%	12.01%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.22	0.25	0.28
净资产收益率 ROE	4.89%	5.34%	5.77%	6.17%
PE	25	22	20	18
PB	1.23	1.19	1.14	1.09

数据来源: Wind, 西南证券

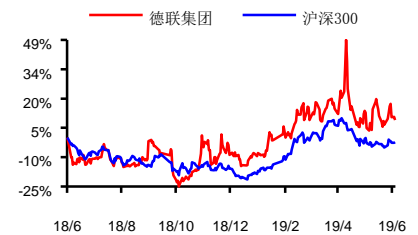
西南证券研究发展中心

分析师: 刘洋
执业证号: S1250518090002
电话: 021-58351909
邮箱: liuyqc@swsc.com.cn

联系人: 宋伟健
电话: 021-58351812
邮箱: swj@swsc.com.cn

联系人: 冯未然
邮箱: fwr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.54
流通 A 股(亿股)	4.43
52 周内股价区间(元)	3.37-6.66
总市值(亿元)	34.62
总资产(亿元)	38.47
每股净资产(元)	3.97

相关研究

1. 德联集团(002666): 一季度业绩符合预期, 营收稳定增长 (2019-04-25)
2. 德联集团(002666): 扣非业绩稳定, 后市场业务快速增长 (2019-04-03)
3. 德联集团(002666): 发力后市场, 业绩稳增长 (2018-10-28)

目 录

1 国内汽车精细化工产品领先企业	1
2 汽车精细化学：市场空间大，稳步开拓新客户	4
2.1 短期拐点渐行渐近，静待汽车销量反转	4
2.2 前端市场稳步拓展，后端市场空间巨大	7
2.3 深耕传统客户，新能源稳步开拓	11
3 布局汽车销售与维修，后市场领域稳步发力	13
3.1 后市场空间巨大，国内发展仍旧处于初级阶段	13
3.2 内升外延推进，后市场稳步发力	15
3.3 收购笃码信息股权，布局汽车后市场固废回收	19
4 参股泰好科技，切入 TPMS 领域	21
5 盈利预测与估值分析	24
5.1 盈利预测	24
5.2 相对估值	25
6 风险提示	25

图 目 录

图 1: 公司精细化学品主要产品	1
图 2: 公司 2018 年主营业务结构情况	1
图 3: 公司 2018 年主营业务毛利情况	1
图 4: 公司销售市场分布情况 (2018 年)	2
图 5: 公司 2009 年以来营业收入及增速	2
图 6: 公司 2009 年以来净利润及增速	2
图 7: 公司 2009 年以来毛利率变动情况	3
图 8: 公司 2009 年以来净利率变动情况	3
图 9: 公司原材料成本占比情况	3
图 10: 中国乘用车历年销量	4
图 11: 2011~2012 年乘用车月度销量 (单位: 万辆)	5
图 12: 2017~2018 年月度销量情况	5
图 13: 乘用车库存系数变化情况	5
图 14: 提前实施国六标准地区销量占比 (2019 年 3 月)	6
图 15: 历年国内汽车销量及增速	7
图 16: 国内民用汽车拥有量及增速	7
图 17: 公司在产业链中的地位	8
图 18: 公司主要产品前装市场规模 (亿元)	9
图 19: 公司主要产品后装市场规模 (亿元)	10
图 20: 公司客户范围覆盖较广	11
图 21: 公司前五大客户销售占比	11
图 22: 德联集团四大生产基地	12
图 23: 四大生产基地主要客户	12
图 24: 公司已覆盖新能源汽车客户	12
图 25: 成熟市场汽车产业链利润分布	13
图 26: auto nation 毛利构成 (2018 年)	13
图 27: 广汇汽车毛利构成 (2018 年)	13
图 28: 养护市场规模	14
图 29: 单车养护费用	14
图 30: 汽车养护市场各模式份额 (2017 年)	15
图 31: 金固股份汽车后市场业务发展情况	15
图 32: 公司三大业务板块形成较为完整的汽车产业链	16
图 33: 汽车超人门店业务模式	17
图 34: 德联车护业务模式	18
图 35: 汽车销售及服务业务营收	19
图 36: 汽车销售及服务业务毛利率	19
图 37: 德联与笃码信息实现协同发展	20
图 38: 国内乘用车 OEM 市场规模预测	22
图 39: TPMS 产业链情况	23
图 40: 泰好电子发展里程	23
图 41: 泰好电子客户结构	24

表 目 录

表 1: 公司股权结构 (2019Q1)	3
表 2: 国六实施时间统计	5
表 3: 《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案 (2019 年)》	7
表 4: 公司销售模式分类	8
表 5: 公司获得国际化工巨头在国内的多项独家许可授权	8
表 6: 公司获得国际化工巨头在国内的多项独家许可授权	9
表 7: 汽车精细化学品厂家及其目标市场	10
表 8: 汽车维修保养行业经营模式比较	14
表 9: 公司主要汽车销售公司情况	16
表 10: 德联车护合作模式	17
表 11: 胎压监测功能	21
表 12: 主要国家 TPMS 标准	21
表 13: TPMS 分类	22
表 14: 分业务收入及毛利率	24
附表: 财务预测与估值	26

1 国内汽车精细化工产品领先企业

德联集团为国内领先的汽车精细化工产品生产商。汽车精细化学品包括了汽车底盘系统、车身系统、润滑系统用化学品及汽车使用的润滑油、涂料、胶黏剂等产品。公司精细化学品主要分为消耗类和非消耗类产品，共计十一类。其中消耗类产品包括防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油等，非消耗类产品包括胶黏剂、纤维增强胶片等胶类产品。

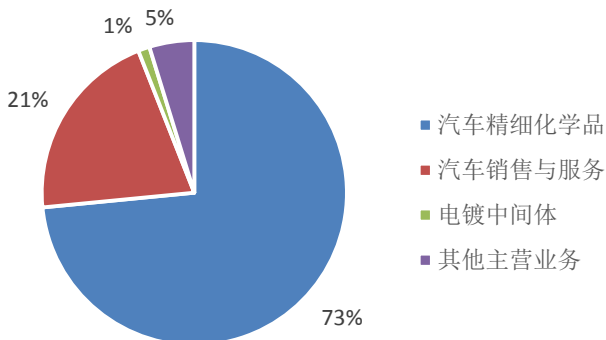
图 1：公司精细化学品主要产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

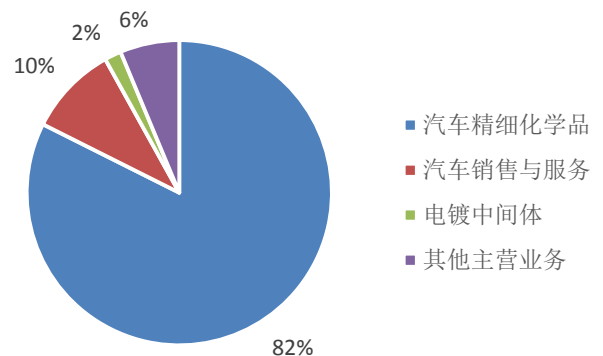
公司主营业务结构：公司主营业务涵盖汽车精细化学品制造、汽车销售服务等板块。其中截至 2018 年汽车精细化学品制造营收占比 73%，毛利占比 86%，为公司最为主要的营收与利润来源，汽车销售与服务营收占比 18%，毛利占比 7%。区域分布来看，公司主要客户为“欧美系”乘用车制造商，销售市场主要集中在欧美系乘用车产业集群区域，主要为长春汽车产业集群、上海汽车产业集群、北京汽车产业集群和重庆汽车产业集群等。

图 2：公司 2018 年主营业务结构情况

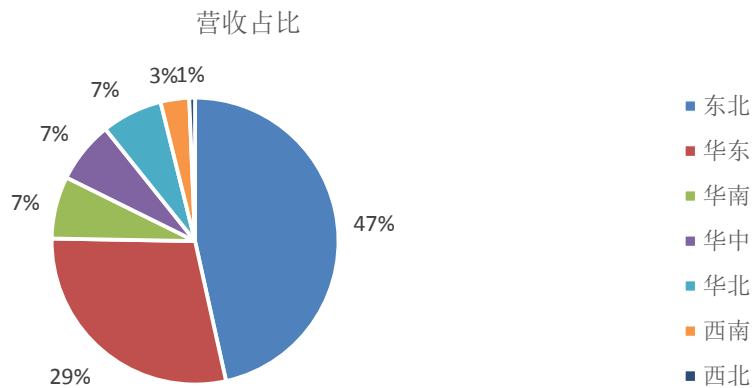


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2018 年主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

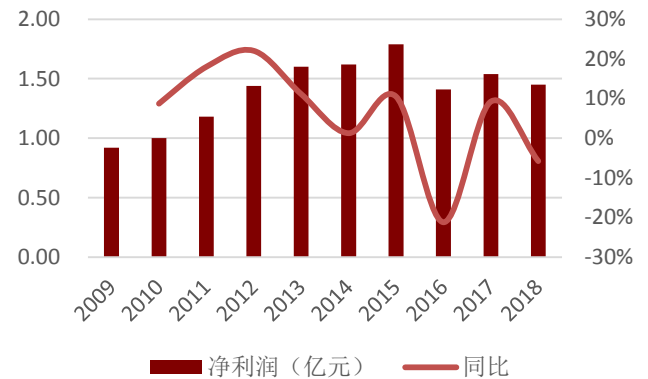
图 4：公司销售市场分布情况（2018 年）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：营收方面，公司营收长期保持稳定增长，2009 年到 2018 年营收复合增长率为 21.3%。业绩方面，公司成本中直接材料占比较大，而公司产品所需原材料受石油价格影响较大，受原材料价格影响，公司净利润波动较大，2018 年公司归母净利润为 1.45 亿元，同比下滑 6%。

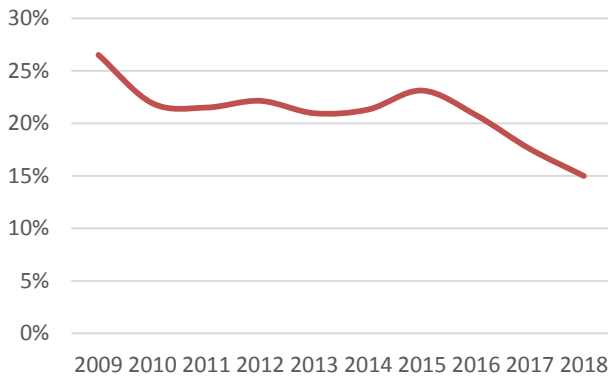
图 5：公司 2009 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

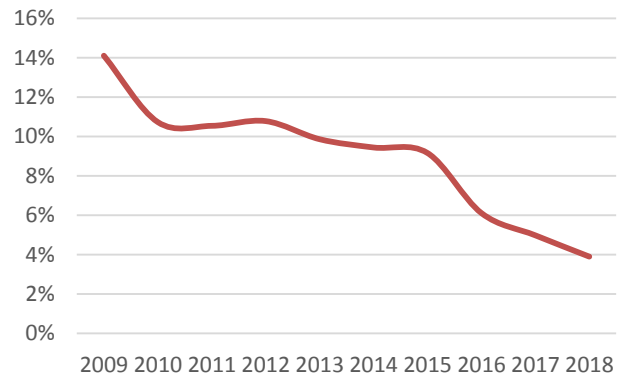
图 6：公司 2009 年以来净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

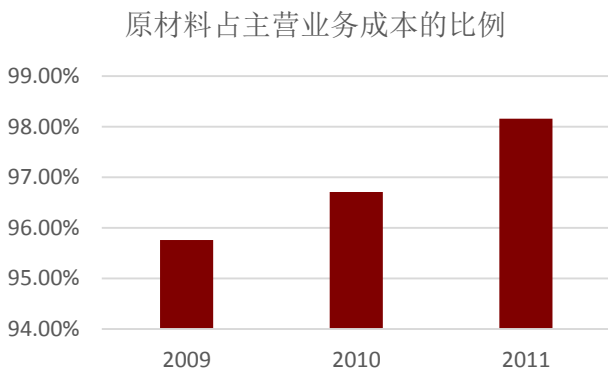
公司盈利状况：公司成本中直接材料成本占比较大，在主营业务成本中占比超过 90%，并且公司主要原材料以石油衍生品如乙二醇、润滑油基础油等为主，因此公司毛利率受石油价格变动影响较大，同时公司部分原材料需要进口，汇率贬值也会加大公司进口成本。历史来看，公司毛利率维持在 20% 以上，2017 年以来受石油价格大幅上升影响，公司毛利率下滑趋势明显。而净利率受毛利率下滑影响，近两年同样下滑明显。然而随着 2019 年以来乙二醇价格持续回落，毛利率有望提升。

图 7：公司 2009 年以来毛利率变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2009 年以来净利率变动情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司原材料成本占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：截至 2019 年一季报，公司总股本为 7.54 亿股。公司前三大股东分别为徐团华、徐庆芳和徐咸大，分别担任副董事长及总经理、副总经理和公司董事长。其中徐咸大为徐团华和徐庆芳的父亲，三人作为直系亲属且已书面声明为一致行动人，分别持有公司股份 37.54%、13.45%和 2.78%，共计 54.52%。

表 1：公司股权结构 (2019Q1)

排名	股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)	备注
1	徐团华	283,170,936	37.5400	总经理
2	徐庆芳	101,450,336	13.4500	副总经理
3	徐咸大	20,996,192	2.7800	董事长
4	上海衡平投资有限公司	12,480,000	1.6500	
5	中广核财务有限责任公司	5,259,520	0.7000	
6	罗甸	2,936,341	0.3900	
7	赵振和	2,716,800	0.3600	
8	于方	1,981,026	0.2600	
9	中央汇金资产管理有限责任公司	1,707,000	0.2300	
10	樊庆龙	1,457,400	0.1900	

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 汽车精细化学：市场空间大，稳步开拓新客户

2.1 短期拐点渐行渐近，静待汽车销量反转

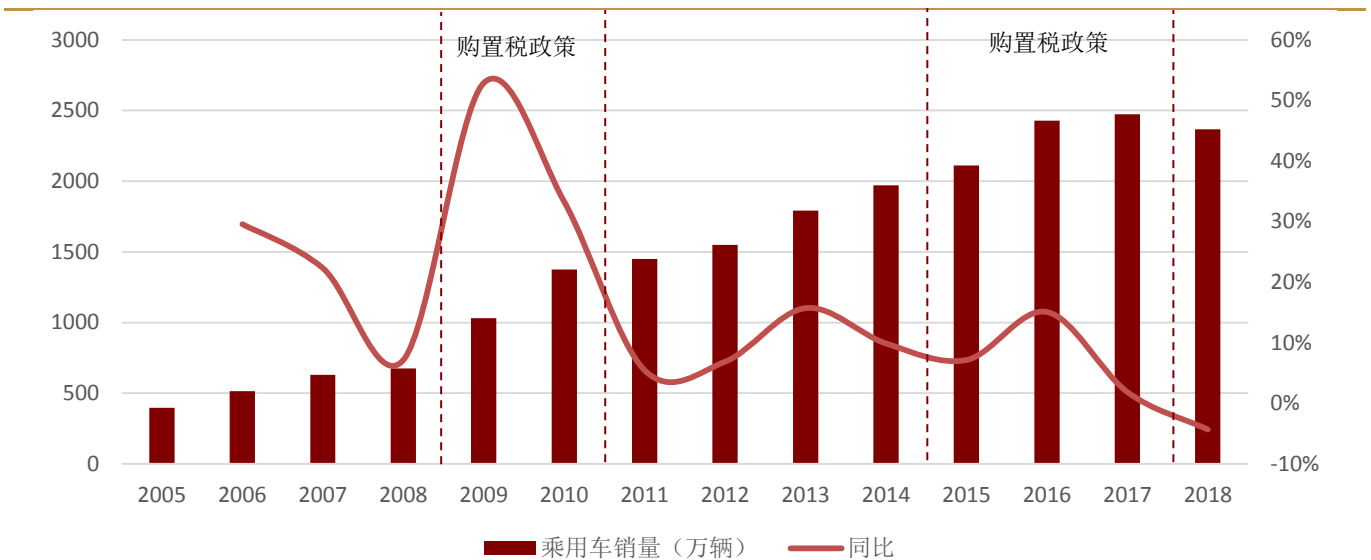
预计 2019 年下半年终端销量同比转正。2005 年~2018 年期间，汽车产业实施过两次购置税优惠政策，分别为 2009~2010 年、2015 年 10 月~2017 年。购置税刺激造成汽车销量的短期透支，购置税政策后一年面临着终端销量的调整。对比两次购置税政策实施情况，可以归纳以下不同：

- (1) 第二次购置税优惠政策实施的时的经济增速低于第一次；
- (2) 第二次实施时的汽车销量基数与人均保有量高于第一次。

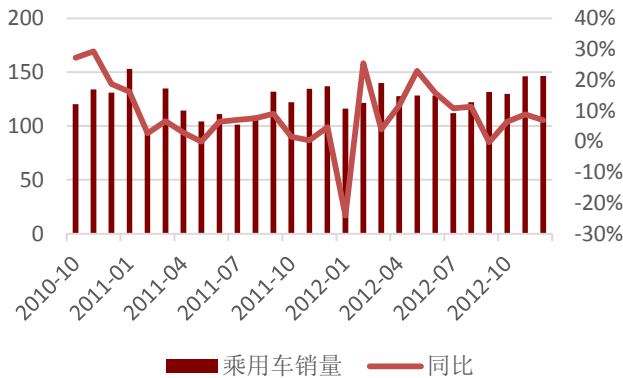
基于以上两点差别，可以看到第二次刺激政策的效果远不如第一次，我们预计透支主要发生在 2016 年，2017 年（购置税优惠政策退出前一年）终端销量提前进入调整阶段：2017 年零售销量（交强险，下同）下滑，批发销量增速下降到个位数；2018 年零售与批发均出现下滑。2017 年~2018 年在终端需求下滑的情况下，多数车企为保证销量，压库行为比较严重，最终致使终端库存系数的大幅上升。随着库存压力的不断提升，2018 年下半年车企相继进入稳库和去库阶段，零售与批发数均开始大幅下滑。

我们认为，经过 1 年多的终端调整，政策刺激带来的销量透支逐步释放，同时宏观经济企稳，终端销量有望持续恢复。2019 年 1 月、2 月、3 月、4 月终端销量同比分别为 25%、-41%、-7%、-6.5%，跌幅逐步收窄。下半年终端销量基数进一步降低，销量有望同比转正。

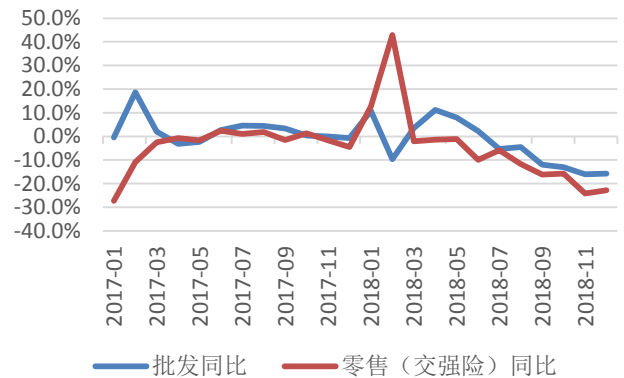
图 10：中国乘用车历年销量



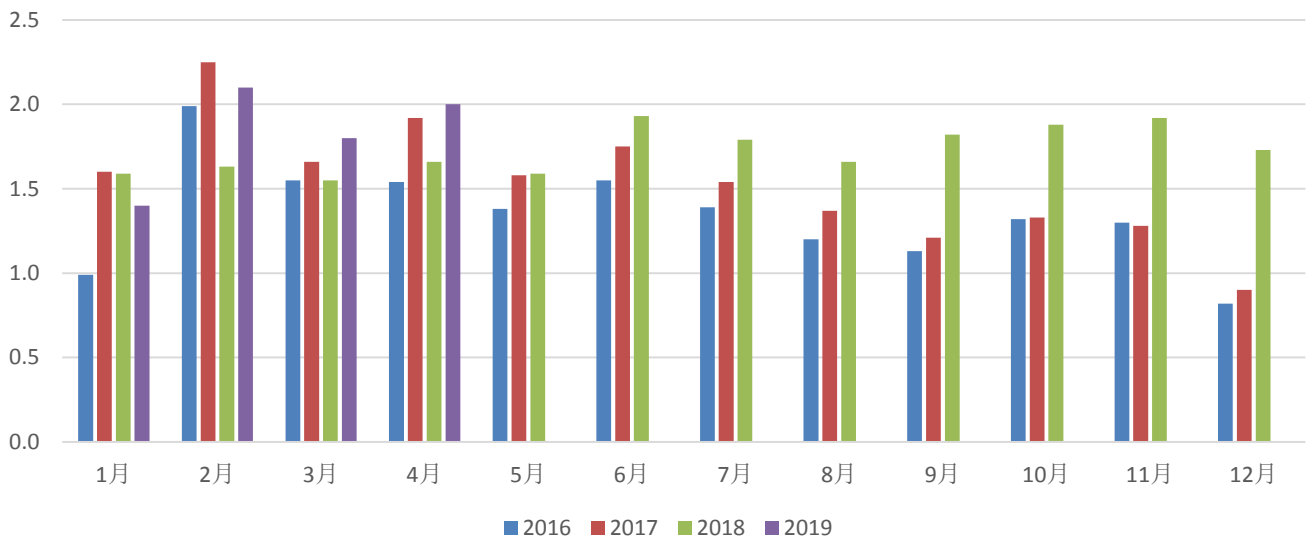
数据来源：wind、西南证券整理

图 11: 2011~2012 年乘用车月度销量 (单位: 万辆)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 2017~2018 年月度销量情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: 乘用车库存系数变化情况


数据来源: wind、西南证券整理

国五升国六抑制部分需求，强化下半年销量转好逻辑。2019 年 7 月部分地区将提前实行国六排放标准。生产端方面，主流车企根据自身的节奏于 2 季度相继开始生产国六车型。销售端方面，提前实施国六地区的经销商停止国五车型的采购，并通过加大促销等方式清理国五车库存。对于消费者而言，意欲购买国六车型的消费者目前是持币待购，抑制了上半年的部分需求。根据我们统计，提前实行国六排放标准的地区累计销量占比 50% 左右。

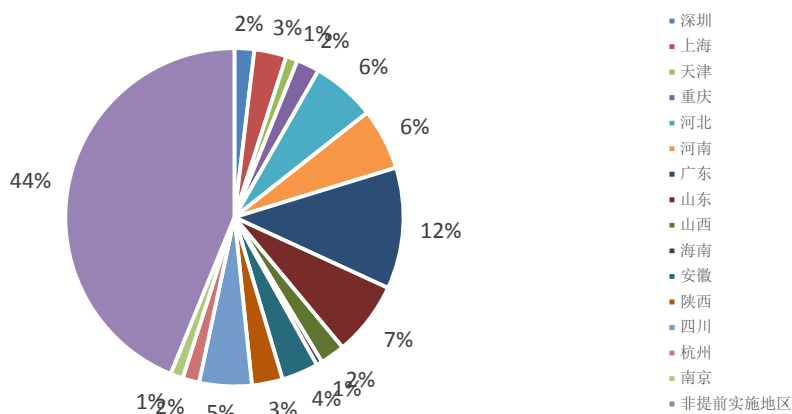
表 2: 国六实施时间统计

地区	车辆类型	执行时间	执行标准
北京	公交、环卫	2019 年 7 月 1 日	国六 b
	其余车辆	2020 年 1 月 1 日	
深圳	汽油车	2019 年 7 月 1 日	国六 b
	柴油车	2018 年 11 月 1 日	
上海	轻型汽车	2019 年 7 月 1 日	国六 b

地区	车辆类型	执行时间	执行标准
天津	轻型汽车	2019年7月1日	国六 b
重庆	轻型汽车	2019年7月1日	国六
河北	轻型汽车	2019年7月1日	国六
河南	轻型汽车	2019年7月1日	国六
广东	轻型汽车	2019年7月1日	国六 b
山东	轻型汽车	2019年7月1日	国六
山西	轻型汽车	2019年7月1日	国六
海南	轻型汽车	2019年7月1日	国六
安徽	轻型汽车	2019年7月1日	国六
陕西	轻型汽车	2019年7月1日	国六
四川	轻型汽车	2019年7月1日	国六
杭州	轻型汽车	2019年7月1日	国六
南京	轻型汽车	2019年7月1日	国六
全国	轻型汽车	2020年7月1日	国六 a
		2023年7月1日	国六 b

数据来源：盖世汽车网，西南证券整理

图 14：提前实施国六标准地区销量占比（2019 年 3 月）



数据来源：交强险，西南证券整理

政策刺激预期加强，行业反转再加码。2019年1月29日十部委联合印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》，针对促进汽车产业的稳增长提出了政策指引，包括推进老旧汽车报废更新；继续推出新能源汽车补助和鼓励政策；促进农村汽车更新换代（即汽车下乡）；稳步推进放宽皮卡车进城限制范围；加快繁荣二手车市场；进一步优化地方政府机动车管理措施。我们认为，汽车产业作为国内支柱性产业对于经济的发展至关重要，《方案》的出台对于后续政策刺激预期加强，有望进一步增加行业反转的筹码。

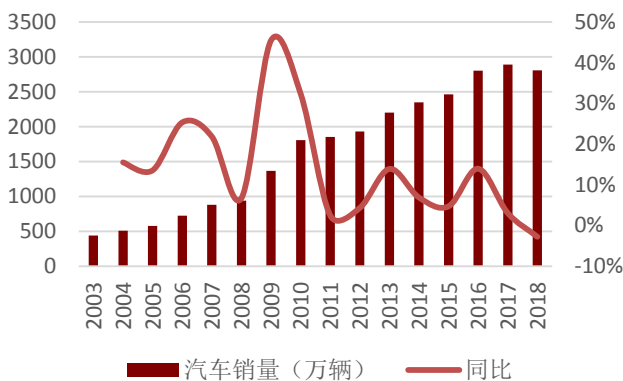
表 3:《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》

措施	细则
有序推进老旧汽车报废更新。	按规定放开报废汽车“五大总成”再制造再利用。有条件的地方可依托市场交易平台,对报废国三及以下排放标准汽车同时购买新车的车主,给予适当补助。对淘汰更新老旧柴油货车、推广使用新能源汽车等大气污染防治措施成效显著的地方,中央财政在安排相关资金时予以适当倾斜支持。
持续优化新能源汽车补贴结构	坚持扶优扶强的导向,将更多补贴用于支持综合性能先进的新能源汽车销售,鼓励发展高技术水平新能源汽车。落实新能源货车差异化通行管理政策,提供通行便利,扩大通行范围。
促进农村汽车更新换代	有条件的地方,可对农村居民报废三轮汽车,购买 3.5 吨及以下货车或者 1.6 升及以下排量乘用车,给予适当补贴,带动农村汽车消费。
稳步推进放宽皮卡车进城限制范围	在评估河北、辽宁、河南、云南、湖北、新疆 6 省区放开皮卡车进城限制试点政策效果基础上,稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围。
加快繁荣二手车市场	进一步落实全面取消二手车限迁政策,严防限迁政策出现回潮。对二手车经销企业销售二手车,落实适用销售旧货的增值税政策,依照 3%征收率减按 2%征收增值税。
进一步优化地方政府机动车管理措施	已实施汽车限购政策的地方,要结合本地实际情况,优化机动车限购管理措施,有条件的地方可适度盘活历年废弃的购车指标,更好满足居民汽车消费需求。

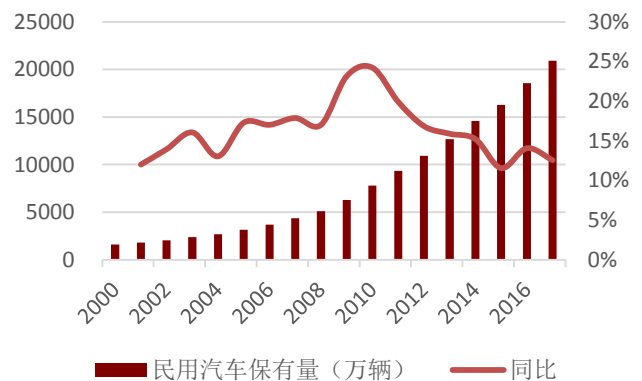
数据来源:盖世汽车网,西南证券整理

2.2 前端市场稳步拓展,后端市场空间巨大

从终端销售模式来看,公司的销售模式分为 OEM 市场、OES 市场和 AM 市场。其中 OEM 市场为公司最为主要的销售模式,下游客户为整车厂。OES 市场下游客户为整车厂的销售公司。AM 市场下游客户为经销商。公司主要市场为 OEM 和 OES 市场,受益于国内新车销售量的不断增长,公司总体的营收保持稳定增长。而截至 2017 年,国内民用汽车拥有量达到 2.1 亿辆,为 AM 市场提供了巨大的空间。

图 15: 历年国内汽车销量及增速


数据来源:中汽协,西南证券整理

图 16: 国内民用汽车拥有量及增速


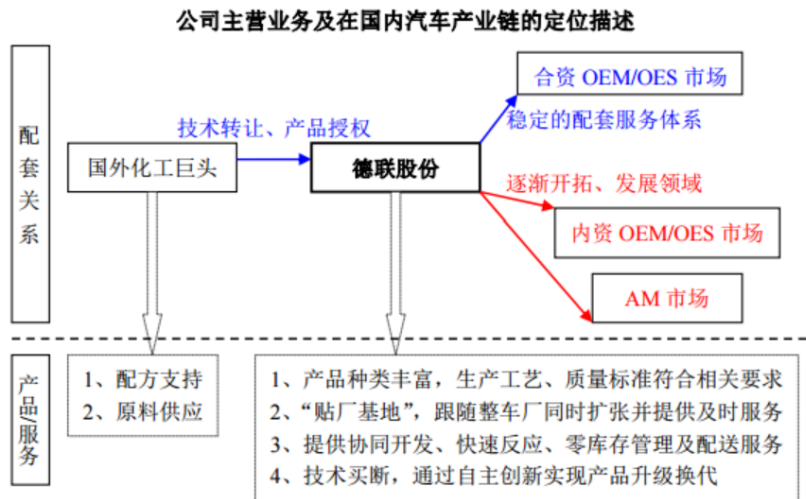
数据来源:中汽协,西南证券整理

表 4: 公司销售模式分类

销售模式	目标市场	销售方式	销售渠道	主要产品
OEM 市场	汽车领域	以初装车配件向整车厂销售	产品直销至整车厂	防冻液、制动液、润滑油品、胶
OES 市场	汽车领域	以原厂维修配件向售后维修体系销售	产品直销至整车厂的销售公司，再由销售公司配送至 4S 店	粘剂、添加剂、胶片、玻璃清洗液等主要产品
AM 市场	汽车领域	汽车售后、维修等零售市场	产品销售至经销商和零售商，再由其销售至零售用户	零售领域的防冻液、制动液、添加剂等产品。
	非汽车领域	工业或化工	直销	电镀中间体
		核电站冷却、太阳能热水工程等	直销	高品质防冻液
		白色家电	直销	增强阻尼垫
		玻璃、不锈钢清洗	直销	玻璃清洗液

数据来源：公司公告，西南证券整理

从产业链角度来看，公司上游为国际知名化工巨头，为公司提供原材料和技术授权。传统的国际化工巨头，如巴斯夫、杜邦、陶氏化学、雅富顿、英国 BP 和英力士等虽然在技术方面有着明显的优势，但是由于国际巨头受制于向特定整车厂提供的产品单一、服务成本高、多品种和多批量供应能力缺乏及难以跟随整车厂建设“贴厂基地”等因素，必须选择与国内精细化工合格供应商合作的方式进入主机厂的配套体系。目前，公司已经获得了多项产品在国内的独家授权，与巴斯夫、陶氏化学、雅富顿等国际知名化工巨头有了长期且不断深入的合作。

图 17: 公司在产业链中的地位


数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5: 公司获得国际化工巨头在国内的多项独家许可授权

企业名称	授权产品	授权种类
杜邦陶氏	汽车胶粘剂	独家许可
巴斯夫	汽车防冻液和制动液	一般许可（实质独家许可）
雅富顿	燃油添加剂	独家许可

数据来源：公司公告，西南证券整理

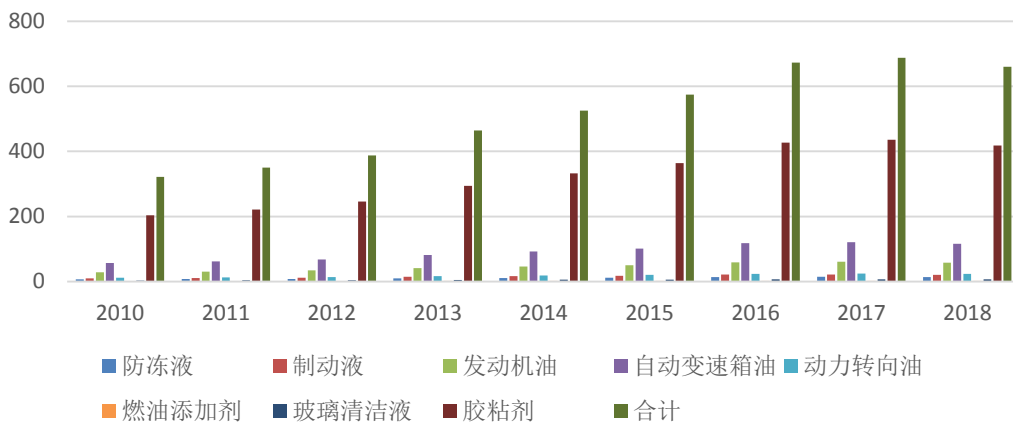
公司目前拥有十一大类汽车精细化学品产品线，主要产品包括了防冻液、制动液、发动机油、自动变速器油、动力转向油、胶粘剂等。我们预计公司主要产品前装市场的市场规模约为 660 亿元，后装市场的市场规模超过 1300 亿元。公司目前主要深耕 OEM 和 OES 市场，我们预计公司当前市占率仅为 5% 左右。

表 6：公司获得国际化工巨头在国内的多项独家许可授权

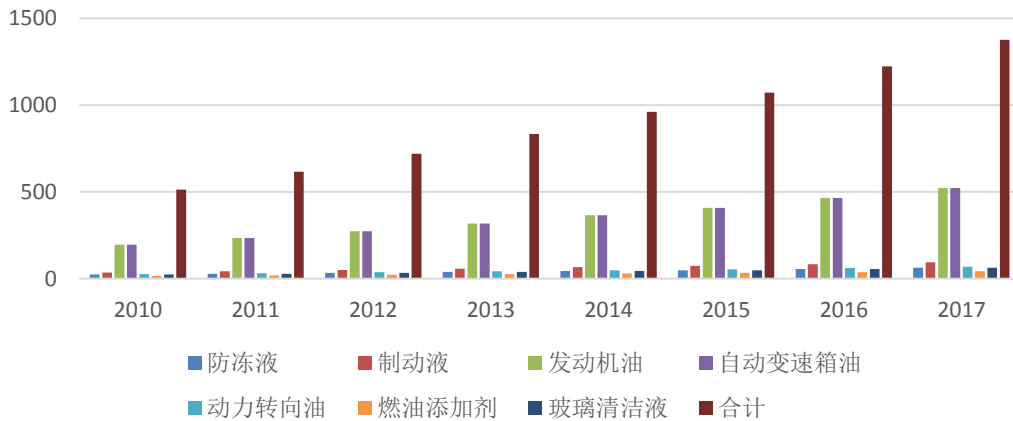
产品名称	用途	单车用量	更换周期(年/次)	单车价值(元)
防冻液	可以防止寒冷季节停车时冷却液凝结成冰胀裂散热器、冻坏发动机气缸体	4L	2	60
制动液	保证车辆在寒冷或炎热气候条件下或高速、重负荷和频繁制动等情况下能够有效、灵活制动，从而保障行车安全	1L	2	90
发动机油	润滑减摩、散热、清洁、密封、保护等作用	4L	1	250
自动变速箱油	将发动机动力传递给变速器； 传递压力完成对换挡元件的操控； 传递变速器热量；	10L	2	500
动力转向油	传递转向力，保障液压系统正常运行	1L	3	100
燃油添加剂	用于抑制燃油进气系统产生沉积物，清洗沉积物，解决燃油氧化变质等问题	60ml	0.5	10
玻璃清洁液	夏季除虫胶、树脂、灰尘； 冬天溶化冰雪、保护挡风玻璃	100ml	1	30
胶粘剂	用于汽车制造中，起到密封和粘接作用，还能强化构件、减震降噪、隔热消音	20Kg	/	1800

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：公司主要产品前装市场规模（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19: 公司主要产品后装市场规模 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

国内汽车精细化工领域的企业众多, 不仅包括德联集团等国内精细化学企业, 同样包括中国石化、陶氏化学、巴斯夫、潘东兴等国内外化工领域的巨头。德联集团主攻乘用车市场, 拥有 11 类产品。杜邦、陶氏化学、巴斯夫等国际化工巨头虽然在国内市场与德联有竞争关系, 但同样作为德联的独家授权商, 授权产品在国内市场并不会产生竞争。并且德联凭借本地化优势, 在生产成本和快速反应上更具优势, 也能更好满足客户本地化、个性化、小批量业务。值得注意的是, 随着中美贸易战的持续发酵, 作为油、液精细化学品提供商的德联集团本土化优势愈发明显, 且部分与海外巨头合作项目的本地化/国产化进程将显著加速, 进一步提升公司的竞争地位。

表 7: 汽车精细化学品厂家及其目标市场

公司名称	主要精细化学产品	应用领域	主要目标市场
广东德联集团股份有限公司	防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油、胶粘剂等	汽车 (乘用车为主)	国际整车 OEM/OES
中国石化润滑油公司	内燃机润滑油、工业齿轮油、液压油、润滑脂、防冻液、刹车液等	航空航天、汽车、机械、冶金、采矿、石油化工电子等	自主整车 OEM/OES
壳牌统一 (北京) 石油化工有限公司	汽车、摩托车、工业用油及润滑脂、刹车油、防冻液和汽车护理品等	汽车、摩托车、钢铁、采矿、工程、油田、农业等	国际整车 OEM/OES、AM
北京利迪欣科技发展有限公司	制动液、润滑油、防冻液、齿轮油、抗磨液压油、润滑脂等	汽车	自主整车 OEM/OES
蓝星清洗 (北京) 有限公司	防冻液、玻璃水、润滑油脂、机油、齿轮油、液压油等	汽车	自主整车 OEM/OES
东风嘉实多油品有限公司	防冻液、润滑油等	汽车	国际整车 OEM/OES、AM
张家港迪克汽车化学品有限公司	汽车制动液、防冻液、车窗清洗液等	汽车、工程机械	国际整车 OEM/OES
青岛康普顿石油化学有限公司	汽车、摩托车、工业用油及润滑脂、齿轮油、制动液和防冻液等	汽车、摩托车、机械	自主整车 OEM/OES
巴斯夫	防冻液、制动液	汽车	国际整车 OEM/OES
英荷皇家壳牌集团	汽车、摩托车、工业用油及润滑脂、刹车油、防冻液等	汽车、摩托车、钢铁、采矿、工程、油田、农业等	国际整车 OEM/OES、AM
陶氏化学	化工原材料, 水处理系统, 胶粘剂等	汽车, 建筑, 农业等	国际整车 OEM/OES
埃克森美孚	汽车、摩托车、工业用油及润滑脂、刹车油、防冻液和汽车护理品等	汽车、摩托车、钢铁、采矿、工程、油田、农业等	国际整车 OEM/OES、AM

公司名称	主要精细化学产品	应用领域	主要目标市场
嘉实多	汽车、摩托车、工业用油及润滑脂、 刹车油、防冻液和汽车护理品等	汽车、摩托车、钢铁、采矿、工 程、油田、农业等	国际整车 OEM/OES、AM
雅富顿	油品添加剂	汽车	国际整车 OEM/OES

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 深耕传统客户，新能源稳步开拓

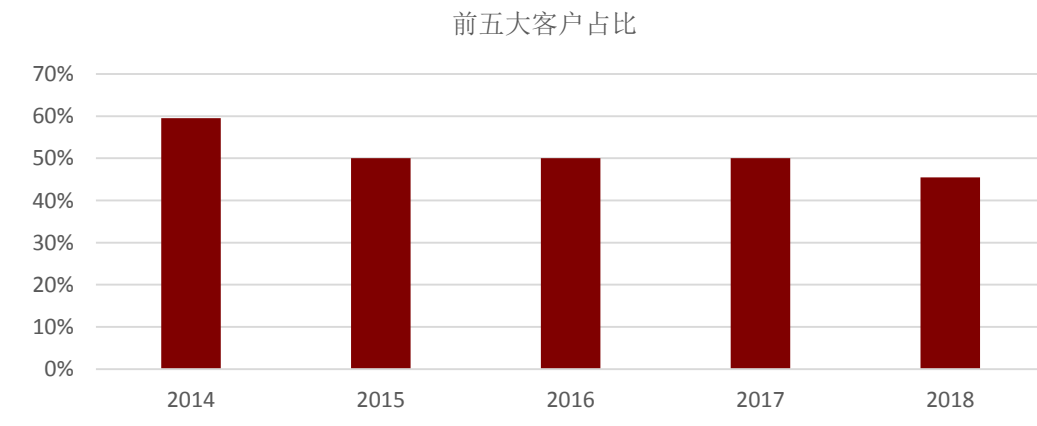
公司采取“贴厂基地”模式，贴近整车厂进行建厂，进行生产、供货，配合“快速反应”、“优质服务”等措施，在行业内率先拉近与客户的距离，在第一时间能根据客户需求进行调整和交流。公司目前拥有长春、上海、成都、佛山四大基地，青岛德联今年内计划投产，武汉德联工厂正在加紧建设中。在客户方面，公司已经拥有欧美、日系、自主品牌 52 家，其中欧美系 13 家、日系 4 家、自主品牌 35 家。截至 2018 年年报，公司前五大客户销售占比 45.5%。

图 20：公司客户范围覆盖较广



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：公司前五大客户销售占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22: 德联集团四大生产基地



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 四大生产基地主要客户

基地名称	主要客户
长春基地	一汽大众、一汽轿车、北京奔驰、华晨宝马、华晨汽车、宝沃汽车、北京汽车等
上海基地	上汽大众、上汽通用、上汽乘用车、东南汽车等
成都基地	长安福特、重庆长安等
佛山基地	比亚迪、广汽传祺、上汽通用五菱、小鹏汽车等
武汉德联 (在建)	上汽通用武汉工厂
青岛德联 (在建)	一汽大众青岛工厂

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司在深耕传统领域的同时积极拓展新能源汽车领域, 目前公司已经拥有传统汽车厂商新能源业务 12 家, 新型互联网汽车业务 12 家。蔚来汽车、长城华冠、广汽乘用车、小鹏汽车等多家车企, 公司均拿到了相应产品的定点。公司于 2017 年拿到特斯拉售后项目的定点, 并于同年通过审核, 2018 年已经取得特斯拉售后项目的相应订单。2019 年有望延续之前的紧密合作关系, 获得特斯拉的精细化学品前装配套资格。

图 24: 公司已覆盖新能源汽车客户



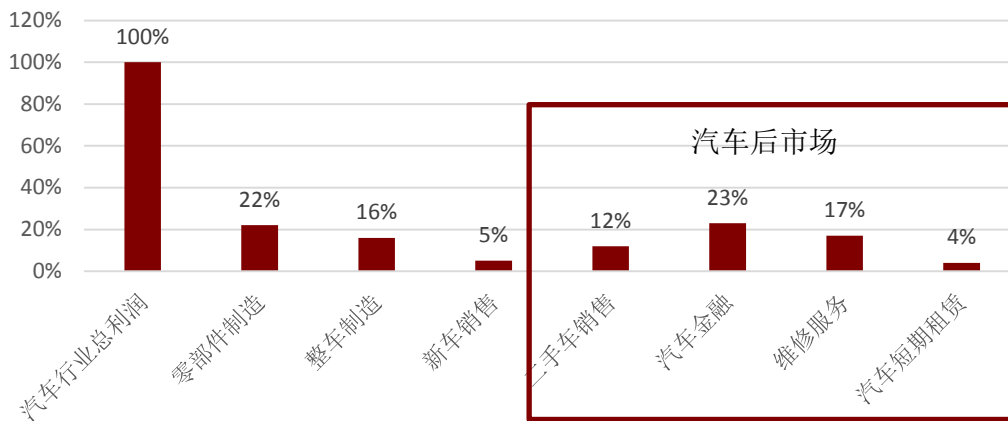
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 布局汽车销售与维修，后市场领域稳步发力

3.1 后市场空间巨大，国内发展仍旧处于初级阶段

汽车后市场是一个庞大的汽车下游产业链，主要包括了汽车美容、修理服务、汽车改装、汽车金融服务、二手车交易、IT 服务等。从成熟市场来看，整车生产及零部件制造领域占整体行业利润的 40%，汽车后市场利润占行业整体利润的 60%左右。

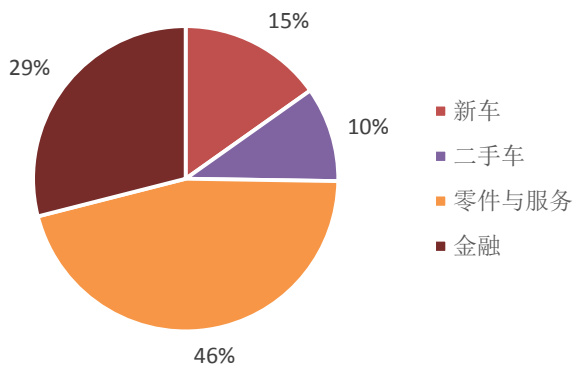
图 25：成熟市场汽车产业链利润分布



数据来源：车云网，西南证券整理

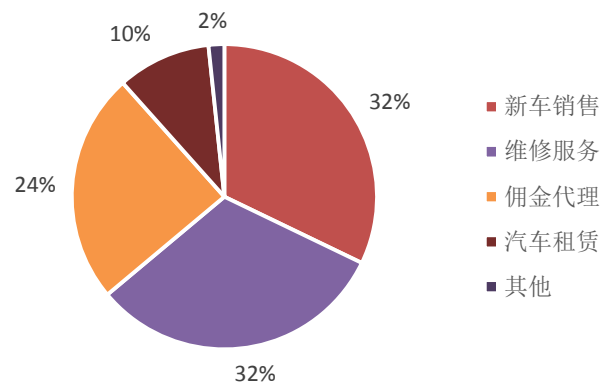
汽车经销商为汽车后市场业务主要参与者之一。美国经销商的主营业务包括新车销售、零部件及其服务以及二手车销售。其中零部件及服务为美国经销商主要的利润来源。以美国最大汽车经销商 auto nation 的毛利构成来看，新车销售毛利占比仅为 15%，后市场业务占比达到 85%。对比国内最大经销商广汇汽车，广汇汽车新车毛利占比 32%。对比来看，国内后市场的发展仍具有较大发展空间。

图 26：auto nation 毛利构成（2018 年）



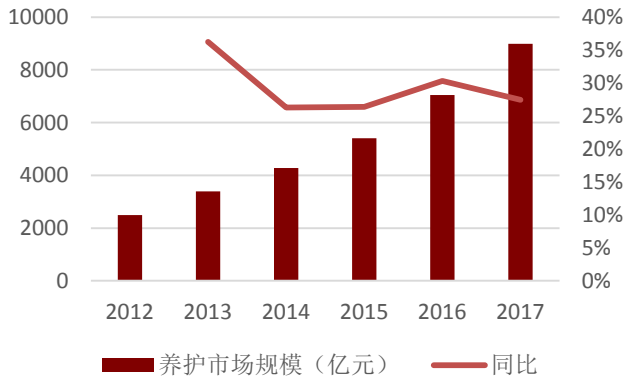
数据来源：中汽协，西南证券整理

图 27：广汇汽车毛利构成（2018 年）

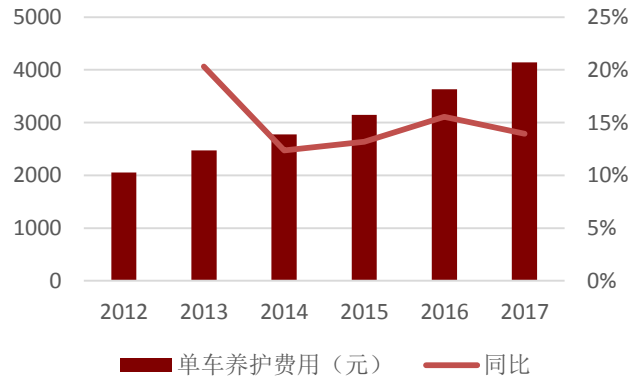


数据来源：中汽协，西南证券整理

从市场规模角度来看,汽车后市场主要业务之一的维修市场依托于国内汽车巨大的保有量。根据我们分析,当前国内汽车市场正逐步从以新增需求主导向替换需求主导转变的过程,销量逐步显现出周期性,但保有量仍将保持稳定的增长态势,预计养护市场规模近万亿。同时单车养护费用逐步提升,使得养护市场的增速高于保有量的增速。

图 28: 养护市场规模


数据来源: 智研咨询网, 西南证券整理

图 29: 单车养护费用


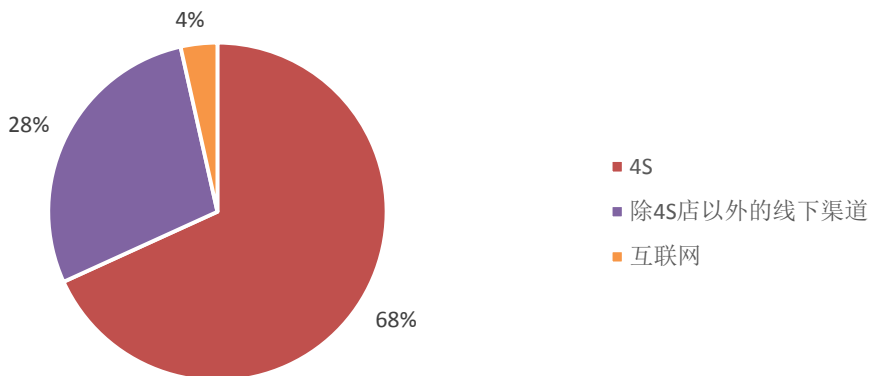
数据来源: 智研咨询网, 西南证券整理

从竞争格局角度来看,目前养护市场的主要参与者分为 4S 店、专业大型汽修公司、连锁 2S 店、街边维修点等,其中 4S 店仍旧为最主要的参与者。一般 4S 店对应单一品牌,提供高质量、高水平的全方面服务,但收费价格较高、网点偏少,日常便捷程度一般。而其他模式有其独特的优势,正在快速发展。

表 8: 汽车维修保养行业经营模式比较

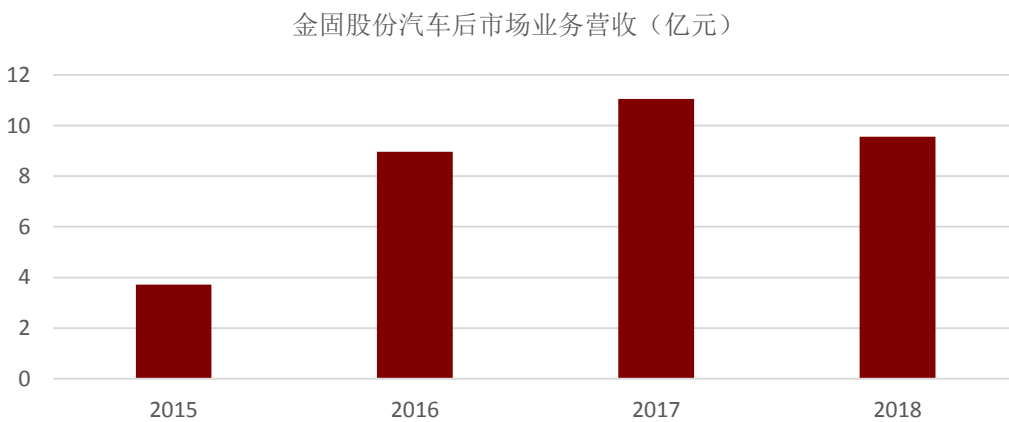
项目	特约维修店 (4S 店)	专业大型汽修公司	连锁经营 2S 店	低成本街边店
品牌	知名度高	知名度高	具有影响力	无
网点分布	少	少	多	多
服务规范	标准化	规范	标准化	无
便捷程度	流程多	流程多	快速	快速
服务项目	多	大修为主	多	少
服务对象	单一品牌	多品牌	多品牌	多品牌
配件质量	高	中等	中等	低
收取费用	高	高	中等	低

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 30：汽车养护市场各模式份额（2017 年）


数据来源：智研咨询网，西南证券整理

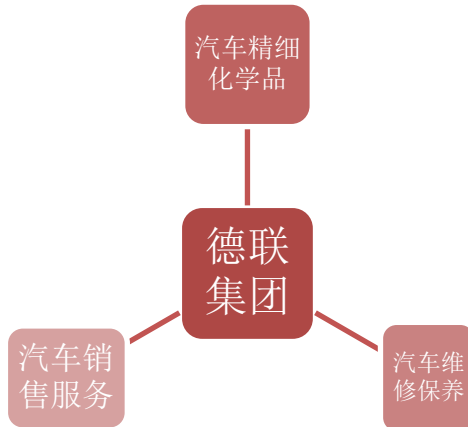
2014 年开始，汽车后市场成为了资本热捧的领域，大量资本先后涌入汽车后市场，许多“互联网+”的初创型企业出现。但随着资本热情的退却，以及行业竞争的加剧，大量初创企业在成立 1~2 年的时间内先后倒闭，行业发展更加区域理性。而通过此次出清，部分企业突出重围，通过对行业的深入理解，逐步进入了健康发展轨道，如德联车护、汽车超人、途虎养车等。

图 31：金固股份汽车后市场业务发展情况


数据来源：金固股份公告，西南证券整理

3.2 内升外延推进，后市场稳步发力

2012 年公司管理层调整公司战略，围绕精细化学品领域，在深耕 OEM 和 OES 市场的同时，逐步加大零售市场的开发力度。从而形成“汽车精细化学品”、“汽车销售服务”和“汽车维修保养”三大业务板块，形成一个较为完整的汽车产业链。

图 32: 公司三大业务板块形成较为完整的汽车产业链


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2013 年 4 月, 公司通过收购长春友驰汽车销售服务有限公司, 正式切入到汽车销售服务领域。截止到目前, 公司已经拥有 6 家汽车销售公司 (长春骏德、长春友驰、长春骏耀、沈阳骏德、沈阳德驰、大连骏德), 区位集中在东北地区, 主要品牌为讴歌、奔驰和东风本田。

表 9: 公司主要汽车销售公司情况

销售公司名称	地点	经营品牌
长春骏德汽车销售服务有限公司	长春	讴歌
长春友驰汽车销售服务有限公司	长春	奔驰
长春骏耀汽车贸易有限公司	长春	讴歌
沈阳骏德汽车销售有限公司	沈阳	讴歌
沈阳德驰汽车销售服务有限公司	沈阳	东风本田
大连骏德汽车销售服务有限公司	大连	讴歌

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

早在 2014 年公司开始筹划汽车后市场布局。2015 年 4 月份全资子公司上海德联车护网络发展有限公司正式成立, 标志着德联进军中国汽车后市场。公司创新建立了 MB2B2C 模式, 主要是以整车厂 (MB) 零配件供应商优势建立扁平化渠道 (B) 合作关系, 建立标准化的全国终端服务连锁网络, 将产品传递给车主客户 (C), 以此实现盈利。根据我们测算, 目前公司主要产品前装市场的市场规模约为 660 亿元, 后装市场的市场规模超过 1300 亿元。后装市场较钱庄市场具有更大的空间, 目前公司业务集中在 OEM 和 OES 市场, 进军后市场将进一步拓展公司的发展空间。

目前德联车护的合作方式分为区域服务商和授权经销门店两种方式。截至 2018 年底, 公司已经拥有 500 多家区域营运服务商。2015 年公司非公开发行募集资金 9.38 亿元, 主要投向汽车售后市场 2S 店连锁经营建设项目。募投项目计划在公司四大生产基地周边辐射的 12 个重点城市中建设 110 家连锁经营的汽车售后市场 2S 店, 包括 38 家旗舰店和 72 家标准店。由于市场竞争激烈, 公司为适应市场变化, 调整了投资方式, 放缓了店铺建设。

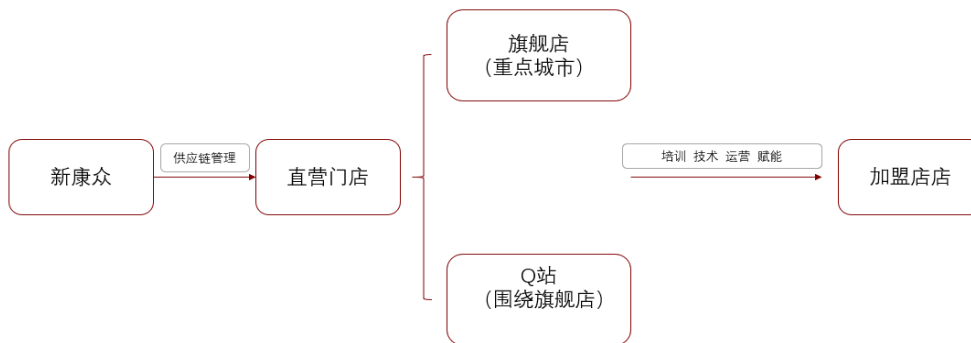
表 10: 德联车护合作模式

合作模式	模式情况
区域服务商	区域服务商是指经德联车护特许授权，在授权区域内至少自营一家德联加盟汽车服务门店（旗舰店或社区标准店规模），并在所在区域内为德联车护发展一定数量终端经销商，实施德联产品、服务、品牌的推广，为所在区域内德联终端授权经销门店提供产品分销、配送、售后、培训及其他营运支持的合作机构。
授权经销门店	授权经销门店是指经德联车护授权许可，通过自营的汽车服务终端门店，推广销售德联的产品，并为购买德联产品的客户提供汽车保养维护服务的合作机构。

数据来源：公司官网，西南证券整理

汽车超人为金固股份旗下汽车后市场业务品牌。经过 2018 年的调整，现分为供应链和门店业务两大块。从门店业务的模式来看，德联集团更偏轻资产，产品品类更加聚焦，有利于品牌的培育，并能够与精细化工主业产生协同。

- 供应链业务：**金固股份与阿里进行合作成立合资公司，其中金固股份以现有供应链业务注入的方式，持有合资公司（新康众）16.27%的股份。新康众将以天猫车展作为品牌，运营汽车后服务供应链业务，核心是采销经营、仓配服务、安装服务体系、门店 SaaS 系统及相关 IT 系统。
- 门店业务：**汽车超人的门店业务与德联车护类似，但具体模式稍有不同。汽车超人的门店包括自营门店（样板效应、品牌效应），以及自建、参股、控股、控制、实际经营或管理、加盟合作的汽配门店，同时门店业务所有供应链相关的都由新康众提供。而德联车护目前主要以加盟为主，加盟商负责销售、推广德联集团产品。

图 33: 汽车超人门店业务模式


数据来源：公司公告，西南证券整理

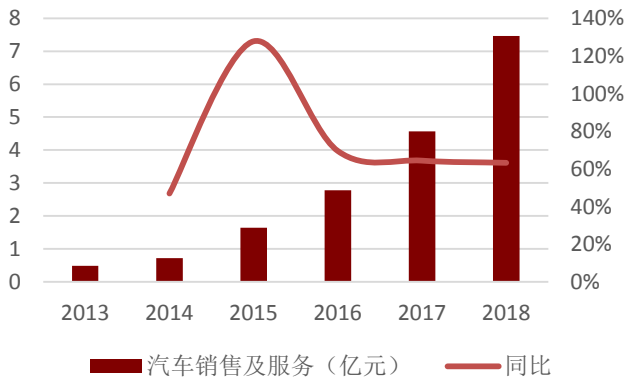
图 34：德联车护业务模式


数据来源：公司公告，西南证券整理

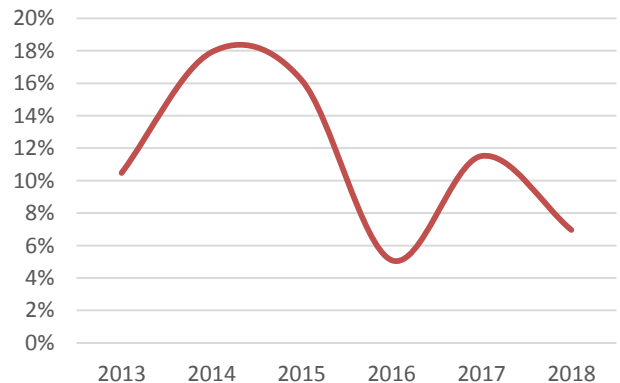
公司进军汽车销售服务与后市场以来，近几年凭借收购汽车销售公司，并且德联车护规模的不断扩大，汽车销售及相关服务业务板块的营收规模保持快速增长。截至 2018 年汽车后市场相关业务突破 2 亿元，2019 年有望继续保持 50% 以上高速增长，且盈利状况持续好转（公司汽车销售及服务业务毛利率下滑主要是受 4S 店业务的影响）。

同时公司与保险车后业务的合作、与首汽约车的合作，体现车后 to B 业务的发展思维：

- 2018 年德联车护与江苏太保签署了《车主基础服务采购合同》：（1）德联车护负责提供电子券平台给江苏太保及其客户使用，提供电子券平台的维护和技术支持，保障电子券平台的正常运行；（2）江苏太保依据客户需求以及相关要件，委托德联车护采购指定商户的产品或汽车服务；（3）江苏太保客户凭电子券至德联车护关联的机构享受服务。与保险车后业务的合作有助于公司在汽车后市场领域深入发展，并协助车险公司实现服务层面的差异化竞争。作为德联车护 to B 业务的第一次尝试，一年来已实现营收约 7000 万元，并有进一步区域扩张的趋势。
- 2019 年德联车护与首汽租车签署了《全国车辆维修保养连锁服务定点采购项目服务合同》：（1）德联车护作为首汽租赁车辆定点维修服务方，首汽租赁提供维修车辆的品牌和车型等信息；（2）项目包括但不限于整车维修、总成修理、整车各级维护、小修、维修救援、车辆保险事故修复、委托代办车辆年检、车辆保养、办理车辆手续服务和专项修理工作等；（3）首汽租赁所有的车辆根据预约信息至德联车护的终端网点进行维修或保养服务，德联车护终端网点的人员通过系统平台确认车辆相关信息后，为该车辆进行规范的服务，服务结束后，通过系统平台向首汽租赁反馈相关数据信息，双方根据数据信息进行对账。此次与首汽租赁的合作为德联车护在汽车后市场 to B 业务的进一步开拓并且有助于提升公司的资源整合能力及品牌影响力，并有望复制类似合作模式至同类汽车营运单位。

图 35: 汽车销售及服务业务营收


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36: 汽车销售及服务业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 收购笃码信息股权，布局汽车后市场固废回收

2019年6月，公司增资1600万元收购笃码信息25%股权。笃码信息成立于2017年，旗下拥有一家废物资源回收业务的全资子公司，上海顺尧废旧物资回收有限公司。笃码信息致力于汽车销售及维修市场固废回收业务，通过建立广泛的汽车4S店、维修站及保养站等终端门店服务体系，向产生汽车固废的终端门店提供呼叫平台中心仓储上门汽车固废回收的供应链服务。目前，上海终端市场共约6000余家汽车4S店、维修站及保养站等，面对汽车终端市场极大的固废处理需求，笃码信息自2019年开始在上海启动试点，经过2个月运营现已覆盖300余家终端门店。

笃码信息属于汽车后市场社区服务平台公司。传统回收行业有着诸多弊端：（1）门店产生的垃圾，以极少的代价卖给了三轮车，无害化处理无从追溯；（2）分级拾荒者和垃圾站效率低下、中间环节多、品牌包装有流入假货渠道风险。（3）需要高昂的分拣成本，需要社会成本补贴运营的城市废弃物供应链系统。（4）有价值的垃圾无法有效分拣，被无价值的处理。产生不必要的排放甚至毒害。

笃码信息属于汽车后市场社区服务平台公司，是面向4S店、汽修店等汽车后市场终端门店提供废弃机油瓶、轮胎、电瓶等固废回收服务的厂商。为产品供应商、区域分销商、门店经营商提供了直接的资源共享平台，可以明显降低配送成本、提供市场营销数据支撑、提升品牌形象、降低包装加工成本等，能够很好的解决传统回收行业的痛点。并形成技术、资质、社区等壁垒。

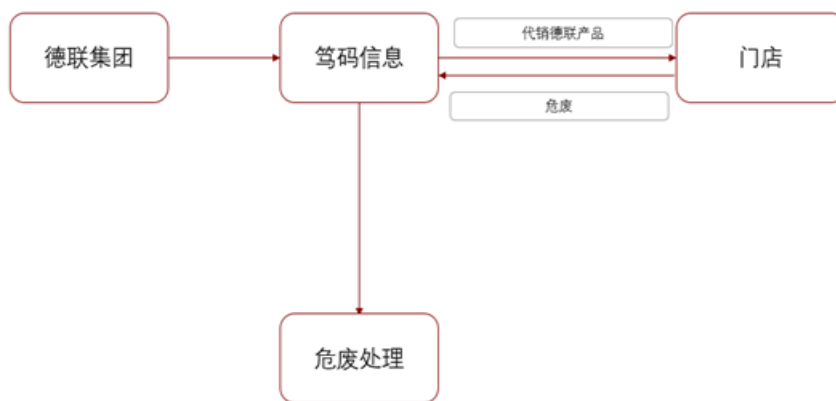
物料价值是笃码信息业务的最基本收入。以较低价格收入废机油瓶、废轮胎、废电池等门店自身无法处理的固废。并通过集中清洗、减容再处理成为较高价值的再生原材料。其中回收处理按照价值量分为三个阶段：简单回收、简单加工处理、深度加工处理。随着回收物处理能力的加强，价值链中的回收成本递增比率递减，而出售价格及毛利率递增比率增加。

供应链价值：上下游实现联动，体现并购协同。在汽车后市场领域，传统的零售渠道面临着低频率的劣势，难以以较低的成本与数量众多的门店建立客户粘性，而厂商想要进入后市场又必须依靠渠道才能够进入数量较多的门店，因此渠道在其中会侵蚀较多的价值。而笃码信息以其危废回收业务特性，相对于传统渠道有着诸多优势：

- (1) **高频次：**平均每周至少与门店进行一次接触拜访。远远高于传统渠道销售的地推团队。
- (2) **在物流和仓储方面能够实现双向服务，实现成本的下探：**1) 物流车辆去程时被定义为一台送货车辆，车上可以装载门店需要的产品，到地卸货后，同时装载门店回收的固废。回程时被定义为一台与用回收车辆，车辆上装载回收物。同一次物流的线路完成了2个业务动作。2) 占用门店资金少，配送及时且频次很高。可以大大减少门店需要囤货而带来的资金与仓储压力。

高频次的拜访能够与门店建立极佳的粘度。同时较低的物流和仓储成本能够在同样的产品上有更多的价格及配送服务优势。因而更容易将门店所需求的产品进行导入。德联有望通过笃码信息建立后市场的代销渠道，一方面能够实现后市场的快速切入，另一方面并购摩睿后相当于实现直销，去除了中间商的差价，能够实现更高的毛利率水平。

图 37：德联与笃码信息实现协同发展



数据来源：公司公告，西南证券整理

数据价值：精准应用数据，助力后市场品牌大数据营销。笃码信息通过高频次的回收机油瓶，能够对竞争较为混乱的后市场进行全方位了解，包括各个品牌机油在终端的占有率（真实使用率）、各个品牌机油在各地区的主要销售产品类型分布、各个品牌机油在终端的真实消耗速度、区域经销商之间的串货情况等。后市场参与品牌可以通过该类数据的分析做营销策略的精准投放，降低营销成本，进一步提升核心竞争力。

原股东承诺彰显其对笃码信息发展的信心。笃码信息原股东承诺，若以下任一事项发生，公司有权通过向原股东发出书面通知的方式，要求原股东回购公司持有的部分或全部股权：

- (1) 自本次增资完成之日起 2 年内笃码信息出现连续 9 个月以上的亏损；
- (2) 2020 年度笃码信息出现年度亏损，或截至 2020 年末笃码信息签署正式服务协议并产生业务收入的终端门店未达到 4000 家；
- (3) 2021 年 12 月 31 日前，笃码信息及其子公司应具备法律法规规定生产经营所需的全部资质证照（包括但不限于危险废物收集经营许可证或危险废物综合经营许可证等）或取得有权政府部门关于前述资质的书面豁免，或相关法律法规/有权政府部门明确笃码信息合作终端门店产生的废弃油瓶可适用《危险废物豁免管理清单》中豁免条款 1。

4 参股泰好科技，切入 TPMS 领域

TPMS 为汽车第三大安全系统。TPMS（胎压监测系统）产品集中了汽车电子技术传感器技术、无线通信技术，是一种高技术的汽车智能电子控制系统，是继 ABS、安全气囊之后的第三大汽车安全系统，能够提供行车安全、节能减排和减少磨损等功能。

表 11：胎压监测功能

功能	简介
行车安全	中国高速公路上发生的轮胎交通事故 70%是由于爆胎引起的。 安全 TPMS 可以避免由于胎压异常引起的交通事故，是继 ABS、安全气囊之后的第三大汽车安全系统。
节能减排	轮胎气压对燃油经济性有直接影响，TPMS 可以减少油耗，降低碳排放。 一般，胎压高/低于 60kpa，油耗增加 4%。
减少磨损	轮胎气压偏离正常值，会减短轮胎寿命。TPMS 使轮胎在正常气压下工作，大大延长了轮胎的使用寿命。 一般胎压高/低于 60kpa。轮胎寿命减短 50%

数据来源：盖世汽车网，西南证券整理

政策助力，TPMS 强制安装。TPMS 最早起源于上世纪 90 年代，通过美国交通局调查因为轮胎造成的事故中，75%由于气压不足造成，美国从 2002 年研究 TPMS 标准，2007 年强制执行 FMVSS138 法案。中国 2010 年颁布了 TPMS 的推荐性标准，但不是强制性的，2011 年开始研究强制性标准。2017 年 10 月，强制性国家标准 GB26149-2017《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》正式发布。标准规定，2019 年 1 月 1 日起，中国市场所有新认证车必须安装 TPMS；2020 年 1 月 1 日起，所有在产车开始实施强制安装要求。相比于国际标准，中国 TPMS 一级标准更加严苛。

表 12：主要国家 TPMS 标准

	美国		欧洲	中国
标准	FMVSS138	ISO21750	ECE R64	GB26149-2017
压力警报值	<75%	<80%	<80%	<75%
反应时间	20min	3min	10min	一级：10s； 二级：10min
最小运行速度	≥40km/h	≥25km/h	≥40km/h	一级：0~120km/h 二级：40~120km/h
运行温度区间	-	-40~85°C	-	-40~105°C
故障警告	√	√	√	√

数据来源：盖世汽车网，西南证券整理

直接式 TPMS 将成为主流。按照原理不同，TPMS 可以分为直接式和间接式。其中直接式通过安装电子模块，利用无线通讯将信号发给接收器并解析显示；而间接式利用 ABS 系统的转速传感器，分析转速差异并评判警报。直接式 TPMS 能够显示胎压温度信息，能够定位到异常轮胎的位置并且反应快，将成为未来发展的主流。

表 13: TPMS 分类

	主动式	被动式
原理	通过安装电子模块, 利用无线通讯将信号发给接收器并解析显示	利用 ABS 系统的转速传感器, 分析转速差异并评判警报
优点	能够显示胎压温度信息, 能够定位到异常轮胎的位置.	成本低, 不需要额外硬件, 升级 ABS 软件就可以。
缺点	相对于间接式成本较高	准确性低, 无法显示具体的压力和温度数据; 故障发生时 需要长时间计算后给出警报信息, 不能及时提醒; 系统校准较为复杂, 每个车型均需要对软件进行标定。

数据来源: 盖世汽车网, 西南证券整理

预计 2020 年国内 TPMS OEM 市场超三十亿市场规模, 预计 2019~2020 年快速增长。

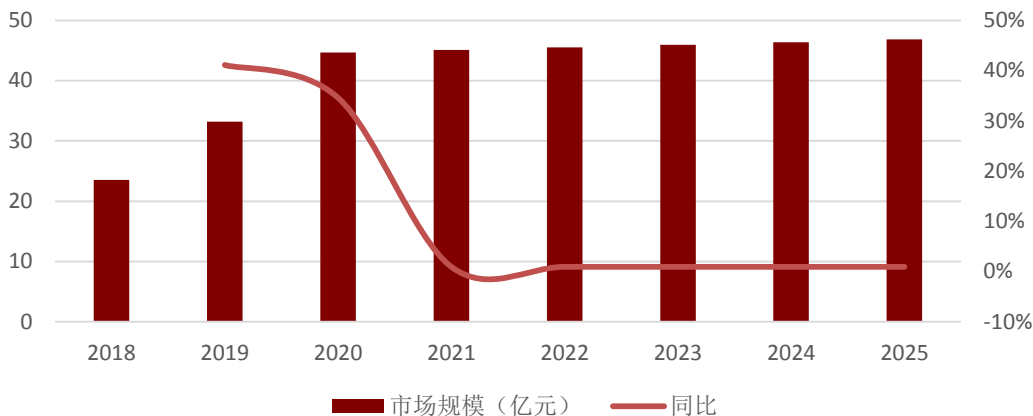
我们假设:

(1) 2018 年国内 TPMS 渗透率为 50%, 2019~2020 年为 75%和 100%, 后续渗透率维持 100%。

(2) 2019 年国内乘用车销量增长率为-4%, 2020~2025 年复合增长率为 3%。

(3) 2018 年乘用车 TPMS 价格均价为 200 元/套, 未来复合年降为 2%。

通过以上假设, 我们预计 2020 年国内乘用车 TPMS OEM 市场规模超过 40 亿元。

图 38: 国内乘用车 OEM 市场规模预测


数据来源: 公司公告, 西南证券

芯片为核心部件, 制造端国内外差距缩小。从产业链角度来看, TPMS 的核心是芯片, 重要部件都集成在芯片上, 同时电池也为重要部件, 决定了 TPMS 产品的使用寿命。但芯片和电池环节主要由国外巨头垄断。而 TPMS 制造商主要依据不同车款的要求经过芯片贴片、程序设计、程序烧录、测试等环节, 生产出相应的产品。并且在制造端国内企业与海外公司的技术差距缩小, 研发成本和渠道占优, 为国内 TPMS 制造商带来机遇。

目前国际主要 TPMS 供应商为 Sensata、conti、Pacific、Huf、TRW, 国内的企业有保隆科技、泰好科技、联创、铁将军等。在芯片供应端, Sensata、NXP、Infineon、Melexis 为 OEM 和 AM 市场主要的供应商, 而国内合微、杰发等芯片主要用于后市场产品。

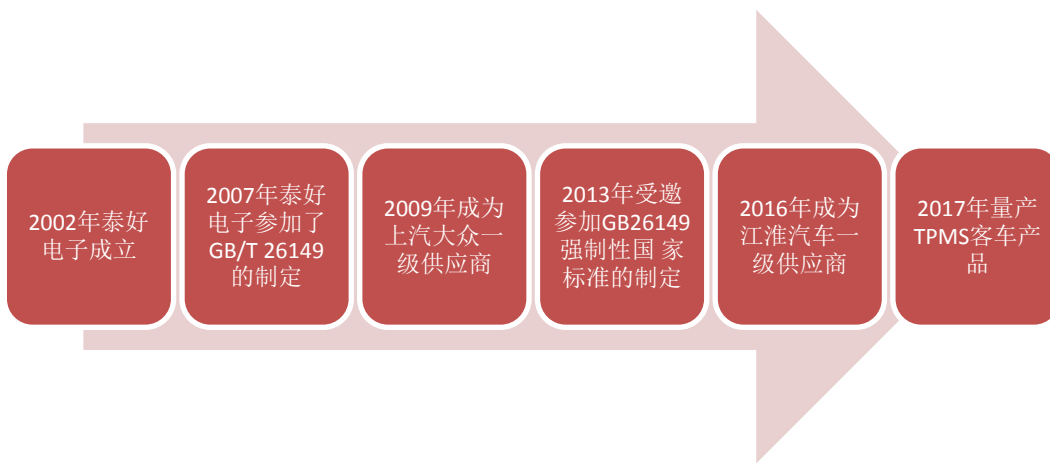
图 39: TPMS 产业链情况



数据来源：盖世汽车网，西南证券整理

泰好电子专业从事 TPMS 研发生产。上海泰好电子科技有限公司于 2002 年在上海张江高科技园区成立，成立以来专业从事 TPMS 的研发、制造与销售，是 TPMS 领域国内外知名的高科技企业。2007 年泰好电子参加了 GB/T 26149 的制定，2009 年成为上汽大众一级供应商，2013 年受邀参加 GB26149 强制性国家标准的制定，2016 年成为江淮汽车一级供应商。目前泰好电子拥有 1000 万套 TPMS 产能。

图 40: 泰好电子发展里程



数据来源：公司官网，西南证券整理

大众国内唯一供应商，多维度拓展销售网络。泰好电子为大众国内唯一的自主 TPMS 一级供应商，为大众全球两家 TPMS 供应商之一。泰好电子在深耕大众品牌的基础上，开拓了江淮汽车、安凯客车、众泰汽车、北汽集团等品牌，接下来还会继续与其他汽车厂家进行接洽，持续拓展销售网络。

图 41: 泰好电子客户结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

5 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

关键假设:

1) 假设 2019-2021 年精细化学品销量分别同比增长 3%、5%、5%，毛利率总体保持稳定。

2) 假设 2019-2021 年汽车销售销量分别同比增长 30%、20%、20%，毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 14: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
精细化学品	收入	2,739.7	3,020.2	3,329.8	3,671.1
	增速	8.2%	10.2%	10.3%	10.3%
	毛利率	16.81%	17.30%	17.44%	17.44%
汽车销售与维修	收入	766.7	1,048.0	1,320.5	1,632.1
	增速	67.8%	36.7%	26.0%	23.6%
	毛利率	6.96%	7.20%	7.69%	7.69%
合计	收入	3729.2	4300.0	4891.4	5554.1
	增速	18.6%	15.3%	13.8%	13.5%
	毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	14.7%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取了wind汽车后市场指数中的四个成分股,2018年四个公司平均PE为34倍,2019年平均PE为22倍。公司为汽车精细化工领域的优秀企业,同时并购积极拓展后市场业务,业务协同保障后续发展。不考虑公司并购,预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.6/1.9/2.1亿元,对应EPS分别为0.22/0.25/0.28元,对应PE估值分别为22倍、20倍、18倍,维持“增持”评级。

表 15: 可比公司估值 (2019/6/24)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002488.SZ	金固股份	8.81	0.16	0.27	0.37	0.53	55	32	24	17
002085.SZ	万丰奥威	7.19	0.44	0.49	0.54	0.59	16	15	13	12
002009.SZ	天奇股份	9.73	0.37	0.62	0.77	0.77	26	16	13	13
002593.SZ	日上集团	4.10	0.11	0.16	0.19	0.24	37	26	21	17
平均值							34	22	18	15
002666.SZ	德联集团	4.86	0.19	0.22	0.25	0.28	26	22	20	18

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

(1) 后市场业务开拓不及预期风险。目前后市场业务竞争加剧,公司随加快后市场布局,但是仍存在面对激烈竞争市场,放缓开拓节奏的风险。

(2) 公司毛利率下滑风险。公司原材料受石油价格波动,若油价持续大幅攀升,公司或将面临毛利率下滑风险,从而影响公司盈利水平。

(3) 新能源汽车客户开拓不及预期风险。公司目前已开发出新能源汽车专用的防冻液、制动液等,能否持续开拓客户,保证发展能力仍需要持续关注。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3729.24	4299.99	4891.35	5554.07	净利润	145.50	165.26	186.32	208.69
营业成本	3170.37	3653.78	4159.26	4736.43	折旧与摊销	63.03	62.70	65.35	68.25
营业税金及附加	23.85	30.56	33.75	38.24	财务费用	25.24	29.21	34.85	43.74
销售费用	157.67	180.60	205.44	227.72	资产减值损失	8.09	14.02	13.66	12.85
管理费用	152.93	258.00	293.48	315.66	经营营运资本变动	-431.45	-122.17	-229.35	-255.62
财务费用	25.24	29.21	34.85	43.74	其他	93.54	-84.70	-98.46	-90.33
资产减值损失	8.09	14.02	13.66	12.85	经营活动现金流净额	-96.06	64.32	-27.63	-12.42
投资收益	77.40	70.00	80.00	80.00	资本支出	-54.89	-50.00	-60.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-185.66	70.00	80.00	80.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-240.55	20.00	20.00	0.00
营业利润	184.22	203.81	230.92	259.43	短期借款	170.20	40.32	150.97	178.07
其他非经营损益	0.52	1.11	0.69	0.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	184.75	204.92	231.62	260.20	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	39.24	39.66	45.30	51.50	支付股利	-35.45	-43.45	-49.35	-55.64
净利润	145.50	165.26	186.32	208.69	其他	-26.46	-34.99	-34.85	-43.74
少数股东损益	0.68	0.77	0.87	0.97	筹资活动现金流净额	108.29	-38.12	66.77	78.69
归属母公司股东净利润	144.83	164.49	185.45	207.73	现金流量净额	-225.54	46.20	59.14	66.27
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	383.80	430.00	489.14	555.41	成长能力				
应收和预付款项	1133.02	1252.43	1364.11	1498.95	销售收入增长率	18.57%	15.30%	13.75%	13.55%
存货	696.03	803.98	920.95	1046.52	营业利润增长率	-6.47%	10.63%	13.30%	12.34%
其他流动资产	342.94	395.43	449.81	510.75	净利润增长率	-7.12%	13.58%	12.75%	12.01%
长期股权投资	247.71	247.71	247.71	247.71	EBITDA 增长率	3.72%	8.52%	11.97%	12.17%
投资性房地产	46.39	46.39	46.39	46.39	获利能力				
固定资产和在建工程	641.65	652.46	670.62	705.88	毛利率	14.99%	15.03%	14.97%	14.72%
无形资产和开发支出	211.28	188.56	165.84	143.12	三费率	9.01%	10.88%	10.91%	10.57%
其他非流动资产	71.12	70.32	69.53	68.74	净利率	3.90%	3.84%	3.81%	3.76%
资产总计	3773.94	4087.29	4424.11	4823.47	ROE	4.89%	5.34%	5.77%	6.17%
短期借款	415.01	455.33	606.30	784.36	ROA	3.86%	4.04%	4.21%	4.33%
应付和预收款项	335.14	488.82	534.24	598.52	ROIC	5.94%	6.05%	6.41%	6.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.31%	6.88%	6.77%	6.69%
其他负债	47.40	50.71	54.18	58.14	营运能力				
负债合计	797.55	994.87	1194.71	1441.01	总资产周转率	1.02	1.09	1.15	1.20
股本	754.33	754.33	754.33	754.33	固定资产周转率	6.62	7.36	8.12	8.90
资本公积	982.10	982.10	982.10	982.10	应收账款周转率	4.99	5.38	5.76	6.09
留存收益	1230.61	1351.65	1487.76	1639.85	存货周转率	5.08	4.83	4.80	4.80
归属母公司股东权益	2972.81	3088.08	3224.19	3376.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.90%	—	—	—
少数股东权益	3.58	4.34	5.21	6.18	资本结构				
股东权益合计	2976.39	3092.42	3229.39	3382.45	资产负债率	21.13%	24.34%	27.00%	29.88%
负债和股东权益合计	3773.94	4087.29	4424.11	4823.47	带息债务/总负债	52.04%	45.77%	50.75%	54.43%
					流动比率	3.31	2.97	2.76	2.55
					速动比率	2.41	2.14	1.97	1.81
					股利支付率	24.48%	26.41%	26.61%	26.78%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.22	0.25	0.28
					每股净资产	3.94	4.09	4.27	4.48
					每股经营现金	-0.13	0.09	-0.04	-0.02
					每股股利	0.05	0.06	0.07	0.07
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	272.49	295.72	331.13	371.42					
PE	25.31	22.29	19.77	17.65					
PB	1.23	1.19	1.14	1.09					
PS	0.98	0.85	0.75	0.66					
EV/EBITDA	12.83	11.80	10.81	9.94					
股息率	0.97%	1.19%	1.35%	1.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn