

投资评级 优于大市 首次覆盖

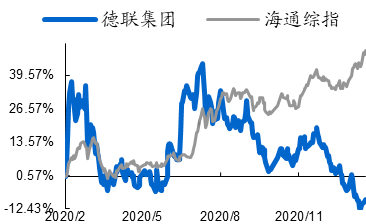
德联集团：汽车精细化学品龙头企业，催化业务受益于国六实施

股票数据

01月25日收盘价(元)	4.67
52周股价波动(元)	4.61-8.19
总股本/流通A股(百万股)	754/447
总市值/流通市值(百万元)	3523/2087

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.6	-22.2	-15.9
相对涨幅(%)	-22.9	-34.8	-32.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

投资要点:

- 德联集团：汽车精细化学品龙头企业。**公司主要业务为“汽车精细化学品的研发生产及销售 + 汽车后市场服务”的二元发展模式，其中，前者主要面向汽车整车厂进行产品的配套供应，后者则面向汽车售后市场，从而实现了汽车从出厂到售后整个使用过程的服务全覆盖。国内汽车市场已进入存量时代，竞争环境激烈，公司以客户需求为导向，积极寻求不同形势和环境下的解决方案。2020年前三季度公司实现营业收入28.27亿元，同比增长5.16%，实现归母净利润1.33亿元，同比增长7.31%。
- 主营汽车精细化学品，客户覆盖率及产品覆盖率持续上升。**公司长期与德国巴斯夫、美国陶氏杜邦、美国雅富顿、英国BP、韩国尤尼科恩、韩国SK润滑油等化工行业巨头供应商保持深度合作，产品涵盖车用防冻液、制动液、胶粘剂、发动机润滑油、动力转向油、自动变速箱油、燃油添加剂、玻璃清洗液、四元催化器等。目前，公司已成功成为下游50余家汽车整车厂的稳定供应商，其中包括一汽大众、上汽大众、上汽通用等知名整车厂。同时开拓了特斯拉、蔚来汽车、拜腾汽车、威马汽车、奇点汽车和小鹏汽车等多家新能源汽车客户，充分表明公司销售渠道稳定优质，具备良好的盈利性。
- 汽车电动化拓展胶类产品需求。**在胶类产品方面，随着汽车电动化的提升，新能源汽车对胶类产品的需求增加，为公司现有产品打开市场空间。公司与杜邦陶氏共同合作的玻璃胶国产化项目取得较大进展，在相关工艺改进工作的稳步推进后，已完成5个产品型号的本土生产。同时，公司积极开拓新能源汽车客户，先后获得上海特斯拉、国机智骏等新能源汽车厂商包括玻璃胶、结构胶等产品的定点。此外，公司还获得一汽大众奥迪定点提名，于2020年开始批量供应电池Pack用有机硅胶，为公司开拓增量业务。
- 催化业务受益于国六实施。**公司产品中涉及汽车尾气减排的主要有燃油清净剂、三元催化器和四元催化器。公司供应国六的四元催化器相比三元催化器增加了清理固体微颗粒的功能，技术上相对供应的三元催化器更加先进可靠。国六的标准的实施，对公司四元催化器的销售有一定积极作用，公司催化业务将获得较大幅度增长。
- 盈利预测。**我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.29、0.34、0.39元/股。公司是汽车精细化学品龙头，我们给予一定的溢价，给予2021年17-20倍PE，对应合理价值区间5.78-6.80元（对应PB为1.26-1.48倍，参考PB-ROE，我们认为估值处于合理水平），首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**原材料价格波动风险；宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3729	3851	4368	5056	5782
(+/-)YoY(%)	18.6%	3.3%	13.4%	15.8%	14.4%
净利润(百万元)	145	218	216	254	291
(+/-)YoY(%)	-5.8%	50.8%	-1.3%	17.9%	14.6%
全面摊薄EPS(元)	0.19	0.29	0.29	0.34	0.39
毛利率(%)	15.0%	16.2%	17.2%	18.5%	18.5%
净资产收益率(%)	4.9%	7.3%	6.7%	7.4%	7.8%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

- 1) 销量假设: 公司先后获得多家国际和本土知名新能源汽车厂商制动液、玻璃水、胶黏剂等新能源汽车厂客户的产品定点, 我们预计公司汽车精细化学品 2020-22 年产量增速分别为 10%、15%、12%, 产销率分别为 95%、95%、95%, 对应销量分别为 14.07 万吨、16.18 万吨、18.13 万吨。
- 2) 毛利率假设: a. 我们预计公司汽车精细化学品 2020-22 年毛利率为 18.5%、20%、20%; b. 我们预计公司汽车销售及相关业务 2020-22 年毛利率为 8%、9%、9%。

表 1 德联集团分产品盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
总收入 (百万元)	3850.91	4367.67	5056.01	5781.71
总成本 (百万元)	3226.98	3615.39	4120.42	4712.45
总毛利 (百万元)	623.93	752.29	935.59	1069.26
总毛利率	16.20%	17.22%	18.50%	18.49%
汽车精细化学品				
收入 (百万元)	2885.50	3447.74	3964.90	4531.32
成本 (百万元)	2349.98	2809.91	3171.92	3625.05
毛利 (百万元)	535.53	637.83	792.98	906.26
毛利率	18.56%	18.50%	20.00%	20.00%
汽车销售及相关业务				
收入 (百万元)	810.68	745.82	894.99	1029.23
成本 (百万元)	770.13	686.16	814.44	936.60
毛利 (百万元)	40.55	59.67	80.55	92.63
毛利率	5.00%	8.00%	9.00%	9.00%
电镀中间体				
收入 (百万元)	106.83	122.85	141.28	162.47
成本 (百万元)	69.78	79.85	91.83	105.60
毛利 (百万元)	37.04	43.00	49.45	56.86
毛利率	34.68%	35.00%	35.00%	35.00%
其他主营业务				
收入 (百万元)	106.83	122.85	141.28	162.47
成本 (百万元)	69.78	79.85	91.83	105.60
毛利 (百万元)	37.04	43.00	49.45	56.86
毛利率	34.68%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)	ROE (%)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2021E	2021E
002454.SZ	松芝股份	5.32	0.28	0.31	0.41	17.35	17.12	13.03	0.87	6.74
603035.SH	常熟汽饰	12.94	0.94	0.88	1.15	13.76	14.76	11.27	1.38	12.23
603040.SH	新坐标	26.44	1.64	1.51	2.01	21.25	17.49	13.13	2.45	18.66
	均值					17.45	16.46	12.48	1.57	12.54

注: 收盘价为 2021 年 1 月 25 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: WIND, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	3851	4368	5056	5782
每股收益	0.29	0.29	0.34	0.39	营业成本	3227	3615	4120	4712
每股净资产	3.96	4.25	4.59	4.97	毛利率%	16.2%	17.2%	18.5%	18.5%
每股经营现金流	0.13	-0.12	0.03	0.16	营业税金及附加	27	26	46	52
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.6%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	160	179	222	254
P/E	16.13	16.33	13.85	12.09	营业费用率%	4.2%	4.1%	4.4%	4.4%
P/B	1.18	1.10	1.02	0.94	管理费用	146	186	222	254
P/S	0.91	0.81	0.70	0.61	管理费用率%	3.8%	4.3%	4.4%	4.4%
EV/EBITDA	14.05	14.11	11.76	10.40	EBIT	187	237	288	329
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	24	22	24	25
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%
毛利率	16.2%	17.2%	18.5%	18.5%	资产减值损失	-6	0	0	0
净利润率	5.7%	4.9%	5.0%	5.0%	投资收益	116	52	61	69
净资产收益率	7.3%	6.7%	7.4%	7.8%	营业利润	258	268	326	375
资产回报率	5.4%	4.9%	5.4%	5.7%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	4.4%	4.9%	5.4%	5.9%	利润总额	259	268	326	376
盈利增长 (%)					EBITDA	253	282	336	365
营业收入增长率	3.3%	13.4%	15.8%	14.4%	所得税	41	54	72	83
EBIT 增长率	34.5%	26.7%	21.7%	14.1%	有效所得税率%	15.9%	20.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	50.8%	-1.3%	17.9%	14.6%	少数股东损益	-1	-1	0	1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	218	216	254	291
资产负债率	26.0%	27.4%	27.0%	26.1%					
流动比率	2.72	2.66	2.76	2.92	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.91	1.83	1.89	1.99	货币资金	576	597	667	711
现金比率	0.56	0.51	0.53	0.55	应收账款及应收票据	949	1131	1263	1424
经营效率指标					存货	695	774	896	1015
应收账款周转天数	89.29	82.90	82.92	89.29	其它流动资产	563	640	630	637
存货周转天数	78.64	78.09	79.38	78.64	流动资产合计	2783	3142	3456	3787
总资产周转率	0.95	0.99	1.07	1.14	长期股权投资	271	271	271	271
固定资产周转率	6.64	7.40	8.37	9.48	固定资产	580	590	604	610
					在建工程	37	37	37	37
					无形资产	199	199	199	199
					非流动资产合计	1263	1273	1287	1292
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	4046	4414	4743	5080
净利润	218	216	254	291	短期借款	558	672	720	613
少数股东损益	-1	-1	0	1	应付票据及应付账款	377	396	411	551
非现金支出	85	45	48	36	预收账款	12	21	26	19
非经营收益	-95	-53	-62	-70	其它流动负债	77	90	96	114
营运资金变动	-110	-298	-217	-137	流动负债合计	1025	1179	1253	1297
经营活动现金流	98	-92	23	122	长期借款	0	0	0	0
资产	-98	-54	-61	-41	其它长期负债	28	28	28	28
投资	238	0	0	0	非流动负债合计	28	28	28	28
其他	29	52	61	69	负债总计	1054	1207	1281	1325
投资活动现金流	169	-1	0	29	实收资本	754	754	754	754
债权募资	953	114	47	-107	归属于母公司所有者权益	2990	3205	3460	3751
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	3	2	2	3
其他	-1028	0	0	0	负债和所有者权益合计	4046	4414	4743	5080
融资活动现金流	-75	114	47	-107					
现金净流量	194	20	70	44					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 25 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华峰化学,诺普信,扬农化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,双一科技,建龙微纳,东岳硅材,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,雅本化学,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,鼎龙股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。