

# 品类扩张打开成长空间，收入持续好于行业

## ——德联集团 (002666.SZ) 2020 年中报点评

公司简报

◆**20H1 收入增速持续好于汽车行业，彰显龙头韧性。**公司 20H1 营业收入 16.47 亿元（同比 2.75%），归母净利润 0.83 亿元（同比-5.00%），扣非归母净利润 0.82 亿元（同比 4.11%）。其中，20Q2 营业收入 11.08 亿元（同比 35.85%），归母净利润 0.64 亿元（同比-2.79%），扣非归母净利润 0.63 亿元（同比 1.70%）。汽车行业 20H1 营业收入同比下滑 8%，公司作为汽车精细化学品龙头，凭借优质的客户结构和良好的成本控制能力，在疫情期彰显其经营韧性。

◆**新产品升级换代+多维度品类扩张驱动公司收入扩张。**分产品看，公司主业汽车精细化学品 20H1 收入 13.20 亿元（同比 26.32%），主要得益于：1) 公司完成包括防冻液、制动液等多款老产品的升级换代；2) 受益于汽车尾气排放标准升级，公司催化剂业务大幅增长；3) 增加新能源汽车胶类产品的国产化进程；4) 积极拓展商用车市场业务。

◆**新能源汽车胶类产品重点客户持续突破，打开未来市场空间。**新能源汽车普及过程中胶类产品和防冻液需求显著提升公司 ASP，打开公司未来市场空间。报告期内公司积极开拓特斯拉结构胶等产品，同时获得一汽大众奥迪定点提名，于今年开始批量供应电池 Pack 用有机硅胶。

◆**携手产业资本迎接行业变革，投资收益具协同性及可持续性。**公司 20H1 扣非归母净利润 0.82 亿元（同比 4.11%），但剔除投资收益中长期股权投资收益后的扣非净利润为 0.65 亿（同比 103.13%）。公司作为汽车行业领先的平台型公司，依托多年深耕的汽车产业资源，携手上汽、广汽产业资本布局汽车产业新业态和新技术，强化公司现有产品的市占率及业务壁垒。预计随着后续股权投资项目的退出，全年投资收益的波动较弱投资业绩具备持续性及和主业的协同性，不会对利润产生较大影响。

◆**投资建议：新能源汽车渗透率提升带来公司产品品类及 ASP 扩张，有望再造一个德联，维持盈利预测与“买入”评级。**维持公司 20E~22E 归母净利润 2.5/3.1/3.7 亿元的盈利预测，对应 EPS 0.33 / 0.41 / 0.49 元，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**汽车市场复苏不及预期；材料成本上升导致毛利率不及预期；粘胶产品放量不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,729	3,851	4,003	4,682	5,491
营业收入增长率	18.57%	3.26%	3.95%	16.96%	17.27%
净利润 (百万元)	145	218	250	312	373
净利润增长率	-5.80%	50.84%	14.65%	24.51%	19.69%
EPS (元)	0.19	0.29	0.33	0.41	0.49
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.87%	7.31%	7.80%	9.01%	9.94%
P/E	34	23	20	16	13
P/B	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 30 日

## 买入 (维持)

当前价/目标价：6.56/7.50 元

### 分析师

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

[shaoj@ebsec.com](mailto:shaoj@ebsec.com)

倪昱婧 (执业证书编号：S0930515090002)

021-52523876

[nivy@ebsec.com](mailto:nivy@ebsec.com)

### 联系人

杨耀先

52523656

[yangyx@ebsec.com](mailto:yangyx@ebsec.com)

### 市场数据

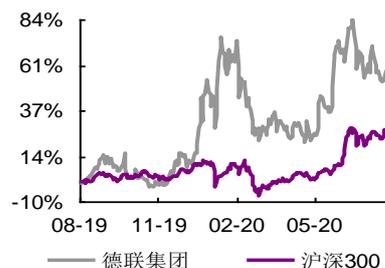
总股本(亿股)：7.54

总市值(亿元)：49.48

一年最低/最高(元)：4.10/8.19

近 3 月换手率：203.27%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.91	0.18	22.84
绝对	-3.38	25.46	50.65

资料来源：Wind

### 相关研报

砥砺前行，逆势增长，迎接变革——德联集团 (002666.SZ) 2019 年年报及 2020 年一季报点评

.....2020-05-04

汽车精细化学品龙头，新能源业务有望再造一个“德联”——德联集团 (002666.SZ) 首次覆盖报告

.....2020-01-13

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,729	3,851	4,003	4,682	5,491
营业成本	3,170	3,227	3,350	3,897	4,547
折旧和摊销	60	62	93	101	110
税金及附加	24	27	28	33	38
销售费用	158	160	167	195	228
管理费用	153	146	140	140	165
研发费用	85	104	108	112	126
财务费用	25	24	21	23	30
投资收益	77	116	75	100	100
营业利润	184	258	298	371	444
利润总额	185	259	298	371	444
所得税	39	41	48	59	71
净利润	146	218	250	312	373
少数股东损益	1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	145	218	250	312	373
EPS(按最新股本计)	0.19	0.29	0.33	0.41	0.49

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-96	98	182	97	128
净利润	145	218	250	312	373
折旧摊销	60	62	93	101	110
净营运资金增加	522	-59	105	342	407
其他	-822	-124	-266	-659	-762
投资活动产生现金流	-241	169	-50	-75	-50
净资本支出	-79	-98	-100	-100	-100
长期投资变化	248	271	-38	-50	-50
其他资产变化	-409	-3	87	75	100
融资活动现金流	108	-75	-108	80	44
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	170	143	-56	166	152
无息负债变化	-39	113	-108	60	72
净现金流	-226	194	24	102	121

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	15.0%	16.2%	16.3%	16.8%	17.2%
EBITDA 率	5.2%	6.7%	7.3%	8.7%	9.0%
EBIT 率	3.5%	5.0%	5.0%	6.5%	7.0%
税前净利润率	5.0%	6.7%	7.4%	7.9%	8.1%
归母净利润率	3.9%	5.7%	6.3%	6.7%	6.8%
ROA	3.9%	5.4%	6.1%	6.8%	7.3%
ROE (摊薄)	4.9%	7.3%	7.8%	9.0%	9.9%
经营性 ROIC	3.2%	5.0%	5.0%	6.9%	7.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	21%	26%	22%	24%	26%
流动比率	3.31	2.72	3.16	2.88	2.76
速动比率	2.41	2.04	2.41	2.18	2.08
归母权益/有息债务	7.16	5.35	6.39	5.18	4.58
有形资产/有息债务	8.45	6.77	7.65	6.47	5.91

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	3,774	4,046	4,102	4,578	5,096
货币资金	384	576	600	702	824
交易性金融资产	0	3	0	0	0
应收账款	782	942	745	871	1,021
应收票据	162	7	200	234	275
其他应收款(合计)	19	27	21	25	29
存货	696	695	670	779	909
其他流动资产	343	403	403	403	403
流动资产合计	2,556	2,783	2,807	3,209	3,687
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	248	271	308	358	408
固定资产	574	580	579	570	553
在建工程	67	37	39	41	42
无形资产	205	199	195	191	187
商誉	7	7	7	7	7
其他非流动资产	15	56	56	56	56
非流动资产合计	1,218	1,263	1,295	1,369	1,409
总负债	798	1,054	889	1,116	1,339
短期借款	415	558	502	668	820
应付账款	224	364	235	273	318
应付票据	38	13	34	39	45
预收账款	26	12	28	33	38
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	772	1,025	888	1,115	1,338
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
非流动负债合计	26	28	1	1	1
股东权益	2,976	2,992	3,213	3,462	3,757
股本	754	754	754	754	754
公积金	1,059	1,066	1,091	1,122	1,160
未分配利润	1,154	1,165	1,360	1,578	1,836
归属母公司权益	2,973	2,990	3,210	3,459	3,755
少数股东权益	4	3	3	3	3

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.23%	4.16%	4.16%	4.16%	4.16%
管理费用率	4.10%	3.79%	3.50%	3.00%	3.00%
财务费用率	0.68%	0.61%	0.53%	0.50%	0.55%
研发费用率	2.29%	2.70%	2.70%	2.40%	2.30%
所得税率	21%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.27	0.04	0.08	0.10	0.12
每股经营现金流	-0.13	0.13	0.24	0.13	0.17
每股净资产	3.94	3.96	4.26	4.59	4.98
每股销售收入	4.94	5.11	5.31	6.21	7.28

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	34	23	20	16	13
PB	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	27.5	20.3	17.5	12.8	10.7
股息率	4.1%	0.6%	1.3%	1.6%	1.9%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼