

德联集团 (002666)

证券研究报告

2020年06月24日

被忽视的电动化新材料龙头，单车产品价值量大幅增长！

德联集团：国内汽车化学原料及化学制品领先企业：公司是一家专营汽车系列化工用品的大型集团公司。主营业务涵盖汽车精细化学品制造、汽车销售服务、汽车维修保养三大模块，是集生产、研发、销售、贸易、物流为一体的大型集团综合体，是国内汽车化学原料及制品业龙头。公司自成立起逐步发展壮大，拥有五个大型生产基地，分别位于长春、上海、佛山、成都、青岛。

积极开拓新能源客户，公司营收及归母净利润逆势增长：公司作为细分行业的龙头，在2017-2019年实现连续增长，营收从2017年代的31.45亿元增长到2019年的38.51亿元，归母净利润从2017年的1.54到2019年的2.18亿元。公司与众多国际化工巨头战略合作，丰富的中高端技术及基础原材料来源为开拓更多下游整车厂市场提供产品基础。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、华晨宝马、北京奔驰、比亚迪、长安福特和广汽集团等知名整车厂。同时开拓了特斯拉、蔚来汽车、拜腾汽车、威马汽车和奇点汽车等多家新能源汽车客户。

胶粘剂及防冻液高度受益电动化、单车价值量倍增，打开五年高速增长空间：电动车本年度将迎来国内与海外的共振，汽车电动化趋势对于胶粘剂及防冻液厂商而言是重大利好。我们预测未来5年防冻液市场将实现持续快速增长，乘用车防冻液市场复合增速达到8.57%。同时，预计未来5年电动车用胶粘剂市场复合增速达到34.30%，乘用车胶粘剂市场复合增速达到8.90%。

电池PACK有机硅胶有望得到推广，单车胶粘剂价值量进一步提升：动力电池环节需要用到导热胶。导热胶主要包括环氧树脂导热胶、有机硅导热胶及聚氨酯导热胶。其中，综合性能最好的为导热有机硅胶，该材料此前主要满足电子电路不断升级的器件功率散热需求。考虑到电池PACK有机硅胶的增量，我们认为电动车带动的胶粘剂市场空间进一步扩大，胶粘剂市场空间将由2020年的63.46亿元上升到2025年的102.72亿元，期间复合增速提高至10.11%。

汽车后市场业务步入收获期：截至2019年底，汽车后市场业务方面，公司共计完成自营旗舰店2家，发展区域合作商230余家，合作模式服务签约店20,000余家。随着公司汽车后市场业务的转型，最近三年实现效益有效提升，2017年度、2018年度和2019年度实现效益分别为-2,467.58万元、-1,986.85万元和-441.39万元，表明随着业务转型成功扩大了业务规模，而业务规模的扩大有效提升了盈利水平。

盈利预测及投资建议：考虑到电动化趋势对公司业务的长期利好，以及公司汽车后市场业务的顺利推进，我们预测公司2020-2022年收入分别为40.49、46.53、52.42亿元，归母净利润分别为2.64、3.42、4.14亿元，当前市值对应PE水平分别为20.65、15.98、13.19X。我们选取在新能源车价值量同样有较大提升的零部件标的进行对标，包括拓普集团、三花集团、华域汽车、均胜电子、科达利、旭升股份等，计算得到12家可比公司2020-2021年PE分别为36.83、28.99X，远高于德联集团目前估值水平。从公司历史估值角度来看，公司过去五年平均估值为31.15X，相较于目前估值水平也有较大提升空间。我们选择2020年32X作为目标估值，则公司目标市值为84.8亿元，对应目标价为11.23元。

风险提示：疫情导致需求下滑风险，客户集中风险，原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,729.24	3,850.91	4,048.82	4,653.35	5,241.51
增长率(%)	18.57	3.26	5.14	14.93	12.64
EBITDA(百万元)	353.46	474.87	451.78	538.51	624.30
净利润(百万元)	144.83	218.46	264.49	341.84	413.99
增长率(%)	(5.80)	50.84	21.07	29.24	21.11
EPS(元/股)	0.19	0.29	0.35	0.45	0.55
市盈率(P/E)	37.71	25.00	20.65	15.98	13.19
市净率(P/B)	1.84	1.83	1.71	1.59	1.45
市销率(P/S)	1.46	1.42	1.35	1.17	1.04
EV/EBITDA	7.98	7.12	11.52	9.44	8.12

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	7.21元
目标价格	11.23元

基本数据

A股总股本(百万股)	754.33
流通A股本(百万股)	442.43
A股总市值(百万元)	5,438.71
流通A股市值(百万元)	3,189.95
每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	23.32
一年内最高/最低(元)	7.72/3.95

作者

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

邓学 分析师
SAC执业证书编号：S1110518010001
dengxue@tfzq.com

李辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040001
hulii@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 国内汽车化学原料及化学制品领先企业	4
2. 行业龙头，盈利与营运能力良好，聚焦二元发展模式	5
2.1. “汽车精细化学品的研发生产及销售+汽车后市场服务”二元发展模式	5
2.2. 2019 年逆势增长，管理水平提升、经营风格稳健	6
2.3. 营运能力强，现金流情况健康	8
2.4. 客户与供应商分析：与众多国际华工龙头长期合作	9
3. 胶粘剂及防冻液受益电动化、单车价值量倍增，公司迎来全新发展机遇	10
3.1. 电动车对胶粘剂及防冻液需求大幅提升，打开新增长空间	10
3.2. 电动车国内外市场共同发力，渗透度有望快速提升	11
3.3. 电动化时代：胶粘剂及防冻液单车用量倍数级增长	13
3.4. 电池 PACK 有机硅胶有望得到推广，单车胶粘剂价值量进一步提升	15
3.5. 德联集团具备丰富大客户资源，胶粘剂市场竞争地位有望进一步提升	16
4. 汽车后市场业务步入收获期	16
5. 盈利预测、估值及投资建议	17
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司主营产品	5
图 3：公司在国内汽车产业链的定位描述	6
图 4：2017A-2020Q1 公司营收及其增速情况	7
图 5：2017A-2020Q1 公司归母净利润及其增速情况	7
图 6：公司主要营收为汽车精细化学品，19 年占 75%（单位：亿元）	7
图 7：公司收入集中于中国大陆，东北占 43%（单位：亿元）	7
图 8：2017A-2020Q1 公司毛利率及净利率情况	8
图 9：2017A-2020Q1 公司研发费用及其占收入的比例	8
图 10：2017A-2020Q1 三费情况及其占收入的比例	8
图 11：2017A-2020Q1 固定资产与无形资产情况	9
图 12：2017A-2020Q1 固定资产周转率和总资产周转率情况	9
图 13：2017A-2020Q1 公司流动比率与速动比率情况	9
图 14：2017A-2020Q1 公司经营性现金流及期末现金余额情况	9
图 15：2017A-2020Q1 公司 ROA 与 ROE 情况	9
图 16：防冻液可使用环节	10
图 17：2018 年各个国家平均碳排放量	11
图 18：乘用车销量按照价格分布（2020 年 05 月）	14
图 19：公司全国营销体系	16

图 20: 公司过去 5 年的 PE 变化	18
表 1: 公司前 10 大股东持股情况	4
表 2: 公司前 5 名供应商资料	10
表 3: 欧洲各国新能源汽车政策	11
表 4: 双积分制下的电动车销量预测	12
表 5: 全球主流车企未来销量预测	12
表 6: 燃油车和电动车的防冻液使用量和单价情况	13
表 7: 乘用车防冻液市场空间预测	13
表 8: 胶粘剂单车价值量	14
表 9: 胶粘剂市场空间预测	15
表 10: 考虑到电池 PACK 有机硅胶增量后的胶粘剂市场空间预测	15
表 11: 公司业务拆分	17
表 12: 公司盈利预测表	18
表 13: 可比公司估值	18

1. 国内汽车化学原料及化学制品领先企业

德联集团是一家专营汽车系列化工用品的大型集团公司。主营业务涵盖汽车精细化学品制造、汽车销售服务、汽车维修保养三大模块，是集生产、研发、销售、贸易、物流为一体大型集团综合体，是国内汽车化学原料及制品业龙头。其产品包括消耗类防冻液、制动液、动力转向油、自动变速箱油、发动机油、燃油添加剂及非消耗类胶粘剂、纤维增强胶片等。

公司创建于1984年，总部位于广东佛山。2012年3月27日在深交所挂牌上市，实际控制人为徐庆芳、徐咸大、徐团华。三人合计持股比例达53.77%，其中徐团华持股37.54%，徐庆芳持股13.45%，徐咸大持股2.78%。

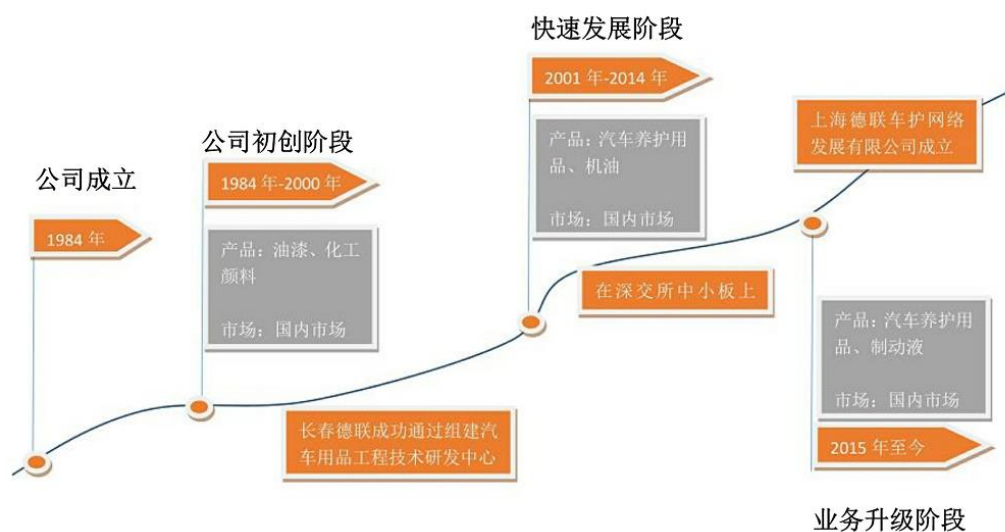
公司自成立起逐步发展壮大，五个大型生产基地，分别位于长春、上海、佛山、成都、青岛。目前公司在国内主要汽车产业集群区域已建立了大规模、集中化的汽车精细化学品研发、采购、生产、供应综合性服务平台。已成为国内众多汽车整车厂的稳定供应商，同时还发展了蔚来汽车、特斯拉等多家新能源汽车客户。公司还长期同巴斯夫、陶氏化学、潘东兴、雅富顿等化工行业巨头供应商保持战略合作关系。

表 1：公司前 10 大股东持股情况

股东名称	占总股本比例(%)
徐团华	37.5400
徐庆芳	13.4500
徐咸大	2.7800
中国平安人寿保险股份有限公司-投连-个险投连	1.8100
上海衡平投资有限公司	1.3200
交通银行股份有限公司-浦银安盛增长动力灵活配置混合型证券投资基金	1.0600
中国工商银行-浦银安盛价值成长混合型证券投资基金	1.0300
赵振和	0.3600
李嘉祺	0.2700
于方	0.2700
合计	59.8900

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 1：公司发展历程



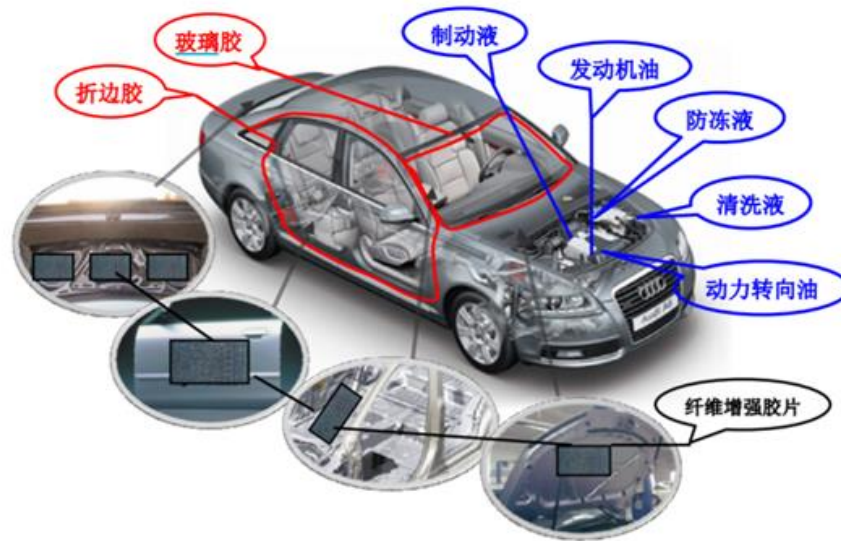
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 行业龙头，盈利与营运能力良好，聚焦二元发展模式

2.1. “汽车精细化学品的研发生产及销售+汽车后市场服务”二元发展模式

公司主营业务为汽车精细化学品的制造和销售，产品种类包括车用防冻液、制动液、动力转向油、发动机油、燃油添加剂、玻璃清洗液等汽车精细化学品，产品主要应用于国内乘用车市场。该项业务为公司主业，经营模式为向汽车整车厂直接供应产品。截至 2019 年末，公司已成为 50 余家汽车整车厂的固定供应商，在产品的多技术来源、质量保证、低成本服务等方面确立了竞争优势，成为集研发、生产、销售、仓储、配送、服务等全面优势的国内汽车精细化学品综合供应和服务平台。

图 2：公司主营产品



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司的后市场业务是以 MB2B2C 模式切入汽车售后市场。公司通过整合原厂（MB）零配件优势资源，以互惠共赢机制并借助互联网手段建立和管理新型扁平化渠道（B）合作关系，同时以崭新概念的“德联 2S 汽车服务旗舰店”（标杆示范性 B 端）标准体系建立德联全国性汽车终端服务连锁网络，将优质产品、专业服务和汽车文化协同传递给广大车主客户（C），从而实现公司经济效益。

表 2：公司主要精细化工品图示

产品名称	产品图片	主要用途
防冻液		又名冷却液，冰点和沸点是基本指标，具有防冻、防沸腾、防腐蚀、防水垢的特点，不受季节及地域的影响，具有以下功能：①对冷却系统部件起到防腐保护作用；②防止水垢，避免降低散热器的散热作用；③保证发动机在正常温度范围内工作。
制动液		又名刹车油，保证车辆在严寒和酷暑的条件下，在高速、重负荷、大功率及频繁制动的操作条件下，均能有效、可靠地保证汽车制动灵活，确保行驶安全。
发动机油		①润滑减摩作用：润滑发动机部件减少部件之间的摩擦及噪声；②散热作用：在发动机内部循环流动时带走热量；③清洁作用：通过机油泵加压后从机油滤清器过滤，在润滑系统反复循环，保持机件清洁及正常运转；④密封作用：在润滑的同时充满配合间隙形成油封而达到密封不漏气，保证发动机的输出功率；⑤保护作用：吸附在金属表面，防止酸性气体和水分对金属的腐蚀，起

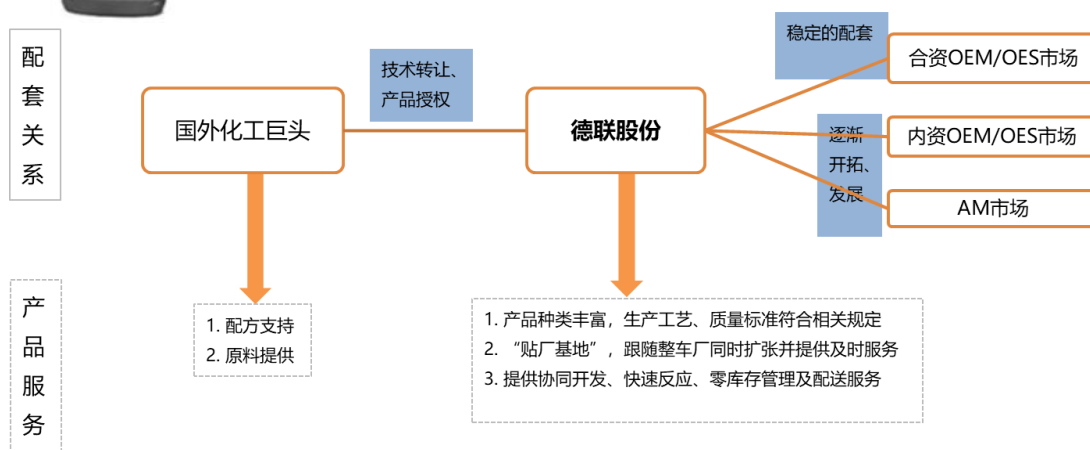
		到保护作用。
自动变速箱油		①通过液力变矩器将发动机动力传递给变速器；②通过电 控、液控系统传递压力和运动，完成对各换挡元件的操纵；③将变速器中的热量带出传递给冷却介质；④对行星齿轮 机构和摩擦副强制润滑；⑤清洁运动零件并起密封作用。
动力转向油		加注在汽车动力转向系统里的一种介质油，起到传递转向 力和缓冲的作用，在-40℃至 130℃之间使用，确保液压 系统在极端温度条件下无故障运行。
胶粘剂		包括汽车焊装、涂装、总装发动机、底盘零部件和制造工 艺用到的五大类胶种，均有密封和粘接性能，在汽车产品 的构件增强、紧固防松、密封防锈、减振降噪、隔热消音、 内外装饰以及简化制造工艺等方面起作用。
胶片		包括纤维增强胶片和阻尼减振胶片，纤维增强胶片粘贴并 固化于汽车的车门把手、发动机罩、顶棚、地板、前后挡 泥板、后备箱盖等应力较为集中处，作为约束层来增强车 身钢板的强度，可减少汽车车身钢板的用量，减轻车身重 量，节省燃油；阻尼减振胶 片粘贴于车顶、车门、C 柱、 车内地板、脚踏板、中空地方等 处，起到减振降噪、隔音 隔热的作用。
燃油添加剂		包括汽油、柴油、重油添加剂，用于抑制汽车燃油进气系 统产生沉积物并可清洗在该系统中已产生沉积物的一类 高分子无灰表 面活性物质，还可以解决燃油氧化变质，燃 油中水的存在造成的 汽车零部件锈蚀、油品乳化等问题。
玻璃清洗液		夏季除胶型具有除虫胶、除树胶、除灰尘等功能；冬季防 冻型具 有-40℃正常使用并能溶冰溶雪、保护挡风玻璃的 功能。

资料来源：公司官网，公司

研究所

图 3

产业链的定位描述



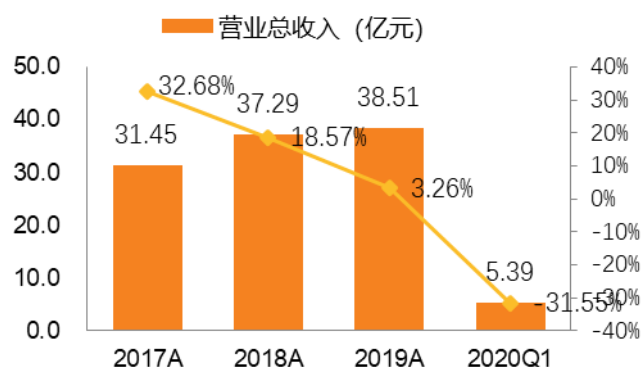
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 2019 年逆势增长，管理水平提升、经营风格稳健

我国汽车行业在转型升级过程中，受中美经贸摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等因素，汽车行业整体经历负增长。而公司本身在 2017-2019 年实现连续增长，2019 年实现营收 38.51 亿元，同比+3.26%，归母净利润 2.18 亿元，同比+50.84%。2020 年 Q1 实现营

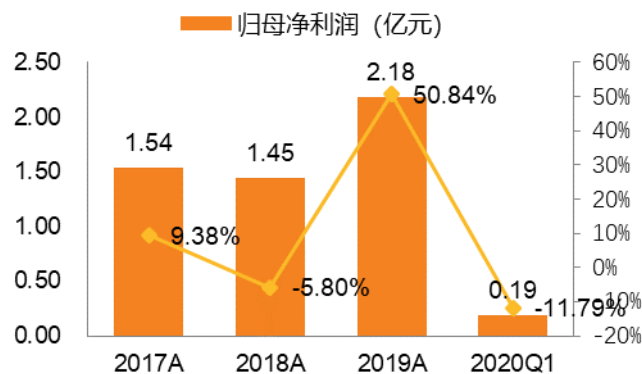
收 5.39 亿元，实现归母净利润 1895.38 万元，主要是受到疫情影响，营收和净利润显著降低，增速也大幅下降。

图 4：2017A-2020Q1 公司营收及其增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2017A-2020Q1 公司归母净利润及其增速情况

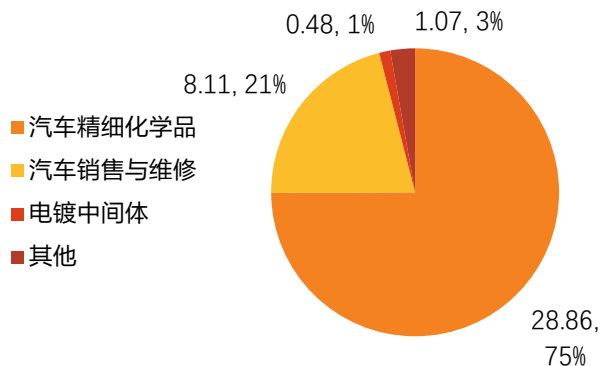


资料来源：Wind，天风证券研究所

从营收结构来看，汽车精细化学品的毛利率显著高于其他业务，是公司最主要的营业收入来源，2019 年收入 28.86 亿元，占比 74.93%，第二大收入贡献板块为汽车销售与维修，2019 年收入 8.11 亿元，占比 21.05%，此外，电镀中间体也对公司整体营收有少量贡献。

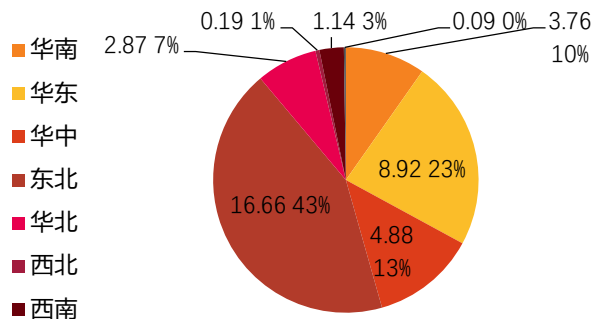
从客户结构来看，公司的营业收入基本集中在中国大陆地区，其中，东北地区的收入最多，为 16.66 亿元，占比 43.26%，华东、华中、华南的营收次之，分别为 8.92、4.88、3.76 亿元，占比为 23.16%、12.68%、9.76%。

图 6：公司主要营收为汽车精细化学品，19 年占 75% (单位：亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司收入集中于中国大陆，东北占 43% (单位：亿元)



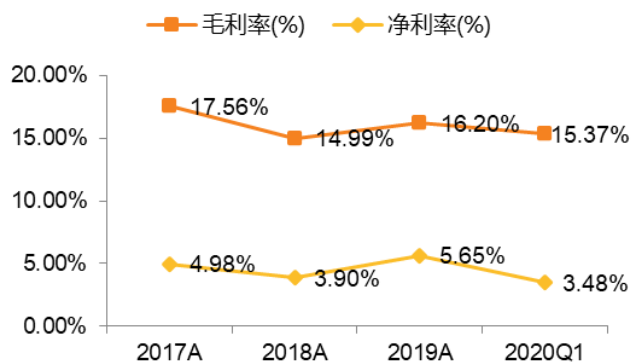
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司盈利能力稳定，2017-2019 年毛利率基本维持在 15-17% 左右，2020 一季度为 15.37%，2017-2019 年净利率持续稳定在 3% 以上。受疫情影响，2020 年一季度的毛利率和净利率都略有下滑。

2019 年较高的毛利率和净利率也主要得益于研发费用的投入，2019 年研发费用 1.04 亿，占营业收入的 2.70%，主要系研发人工支出及投入研发材料增加所致，公司与杜邦陶氏共同合作的玻璃胶国产化项目在 2019 年取得较大进展。

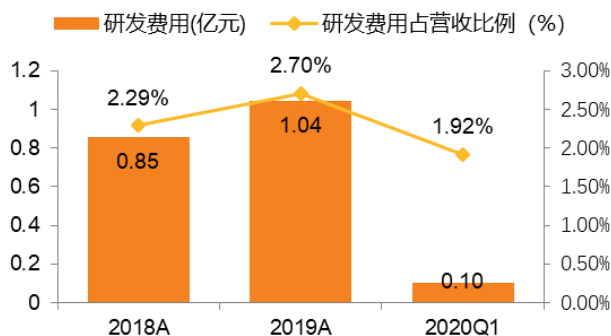
公司三费控制良好，2019 年公司继续拓宽 NC 系统的使用范围，持续优化内部管理流程，严格规范销售部门、管理部门等的日常费用预算、资金使用计划等，有效降低了企业的销售管理成本。2017 年-2019 年，公司三费占收入逐年下降，从 11.17% 降至 8.55%，2020 年一季度的三费占比略有上升，我们认为，公司未来公司管理水平将有望进一步巩固，从而实现利润水平的有效增厚。

图 8：2017A-2020Q1 公司毛利率及净利率情况



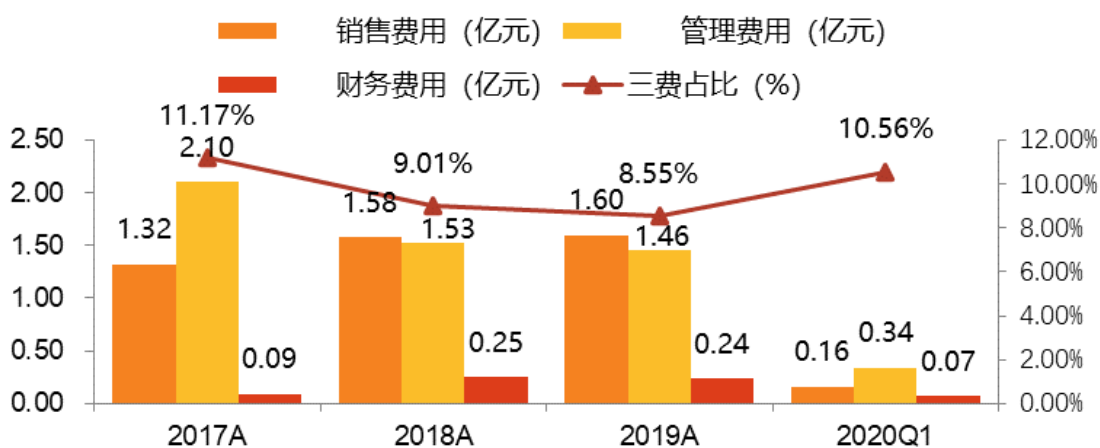
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2017A-2020Q1 公司研发费用及其占收入的比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2017A-2020Q1 三费情况及其占收入的比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 营运能力强，现金流情况健康

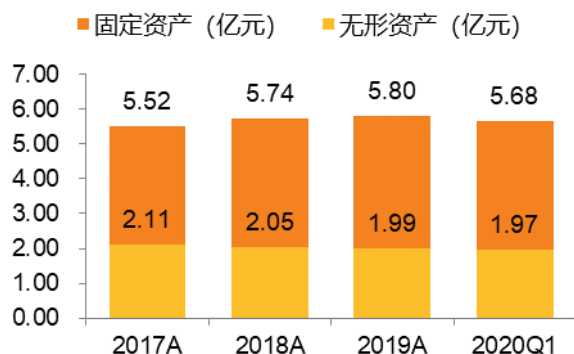
从公司的固定资产与无形资产情况来看，2017-2019 年固定资产总额逐步上升，从 5.52 亿元增加至 5.80 亿元，无形资产有所下降，从 2.11 亿元下降至 1.99 亿元。

从资产周转率来看，2017-2019 年固定资产周转率稳步上升，总资产周转率基本稳定在 1 左右。我们认为，固定资产规模的扩大，使用效率也逐步提高，也表明了公司高效的营运能力。

杠杆率稍有提高的情况下，2017-2019 年的流动比率和现金比率都有一定的下降，但都处于高于 2 的合理区间。2019 年开始经营活动现金流净额开始好转，2020 年一季度经营活动现金净流量达到 1.93 亿元。现金及现金等价物余额也从 2019 年逐步上升，目前，公司现金流量充裕，可以抵御经济下行周期带来的负面影响。

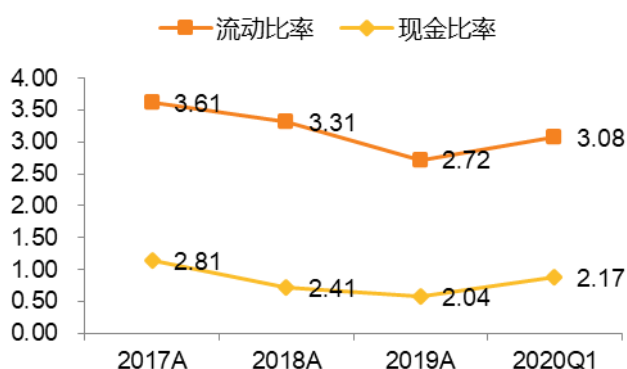
最后，从公司整体的资产回报能力角度分析，公司的 ROA 与 ROE 水平显著提高，2019 年 ROA 达到 5.56%，ROE 为 7.31%。我们预计，疫情过后，行业回暖，随着公司固定资产、无形资产与研发费用的持续投入，公司有望实现资产回报能力的进一步提升。

图 11：2017A-2020Q1 固定资产与无形资产情况



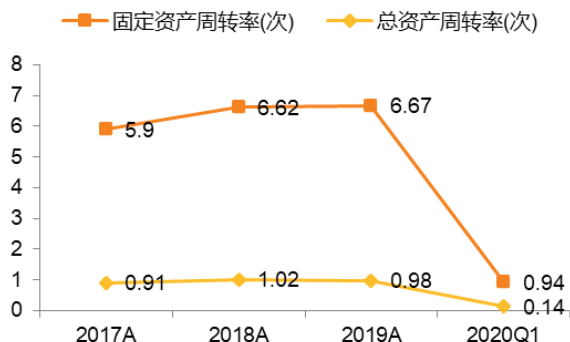
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2017A-2020Q1 公司流动比率与速动比率情况



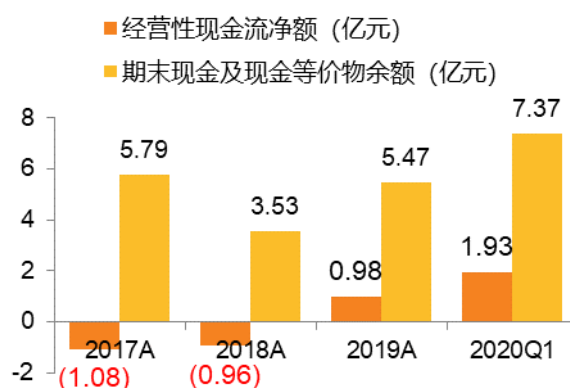
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2017A-2020Q1 固定资产周转率和总资产周转率情况



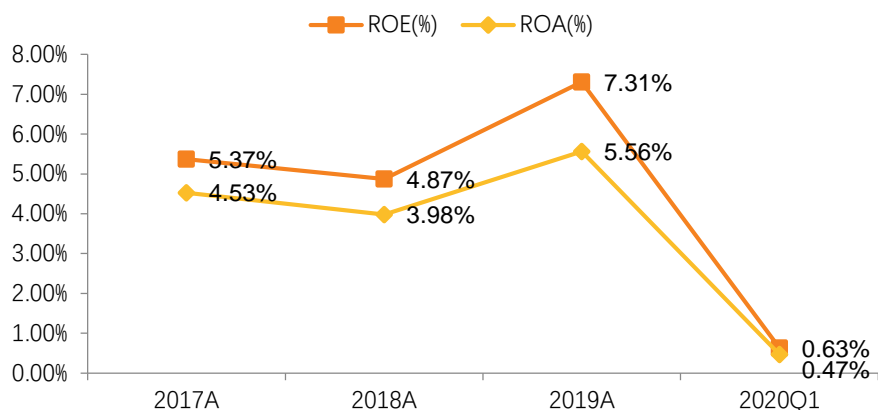
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2017A-2020Q1 公司经营性现金流及期末现金余额情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017A-2020Q1 公司 ROA 与 ROE 情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 客户与供应商分析：与众多国际华工龙头长期合作

公司与众多国际化工巨头战略合作，丰富的中高端技术及基础原材料来源为开拓更多下游整车厂市场提供产品基础。另外，公司与众多国内外品牌整车厂战略合作，丰富的客户资源为扩大上游国际化工巨头的合作领域提供市场基础。

从供应商看，公司与巴斯夫、陶氏化学、潘东兴、雅富顿建立长期的战略合作关系，且为特定产品的国内长期、唯一合作方。从客户看，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、华晨宝马、北京奔驰、比亚迪、长安福特和广汽集团等知名整车厂。同时开拓了特斯拉、蔚来汽车、拜腾汽车、威马汽车和奇点汽车等多家新能源汽车客户。

2019年，前五大客户的销售额 18.18 亿元，占年度销售总额的 47.22%，前五大供应商采购额 18.48 亿元，占年度采购额的 53.42%。

表 1: 公司前 5 大客户资料

序号	客户名称	销售额 (元)	占年度销售总额比例
1	第一名	678,673,154.71	17.62%
2	第二名	419,062,126.02	10.88%
3	第三名	294,118,687.91	7.64%
4	第四名	243,234,970.77	6.32%
5	第五名	183,171,636.24	4.76%
合计	--	1,818,260,575.65	47.22%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 2: 公司前 5 名供应商资料

序号	供应商名称	采购额 (元)	占年度采购总额比例
1	第一名	1,035,947,034.85	29.94%
2	第二名	239,910,629.10	6.93%
3	第三名	211,920,161.48	6.12%
4	第四名	199,144,686.34	5.76%
5	第五名	161,649,704.87	4.67%
合计	--	1,848,572,216.64	53.42%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 胶粘剂及防冻液受益电动化、单车价值量倍增，公司迎来全新发展机遇

3.1. 电动车对胶粘剂及防冻液需求大幅提升，打开新增长空间

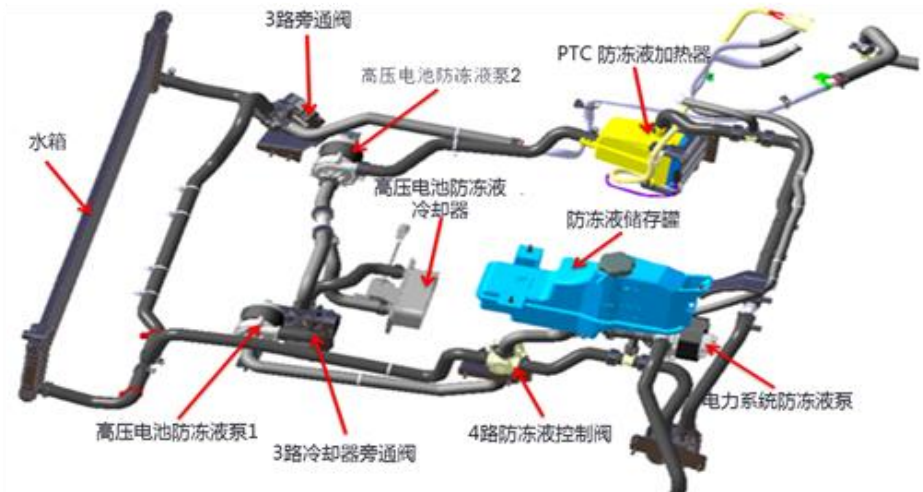
电动汽车的设计必须轻巧，以抵消电动汽车中使用的电池系统的重量。异种材料的粘合是通过结构粘合剂完成的，该结构粘合剂进一步替代了紧固件，铆钉和点焊，从而有助于减轻重量。结构粘合剂的使用还解决了电动汽车中电池系统的耐撞性和安全性问题。随着技术的不断发展，电动汽车外饰件的粘合剂用量在预测期内将进一步增加。

用胶粘剂来粘接车身材料，其实可以理解为是一种新的焊接技术。部分金属如铝和钛是不容易焊接的，但使用胶粘剂就能粘接牢固。而碳纤维和其他复合材料本身就比使用螺钉更容易被粘固。所以在使用铝合金、钛合金、碳纤维增强塑料等一些轻质材料时，兼顾轻重比，胶粘剂粘接成为了一种更加合理的选择。相对于机械紧固连接，胶粘剂接头中应力分布十分均匀，可使被粘接物强度和刚性全部得以体现，具有强度高、成本低、质量轻的优势。胶粘剂可调节不同材料被粘物之间热膨胀特性差别，还有防腐、密封等功能。

胶粘剂可被用于多个环节，以乘用车举例，其可被应用于塑料尾门、车门、发动机罩盖、天窗支架及行李架粘接等，可粘接材质广泛，包括电动汽车中使用的聚丙烯 (PP)，聚乙烯 (PE)，丙烯腈丁二烯苯乙烯 (ABS)，聚氯乙烯 (PVC)，聚酰胺 (PA)，聚碳酸酯和其他工程树脂，等等。

与此同时，由于电动车配置的电池等元器件更易导致发热，《电动汽车安全要求》对“电动汽车的热管理”提出了更高要求，根据公司投资者公开交流表披露，由于其结构特点，大多数新能源车对防冻液（冷却液）的需求量相对燃油车会更多。

图 16: 防冻液可使用环节

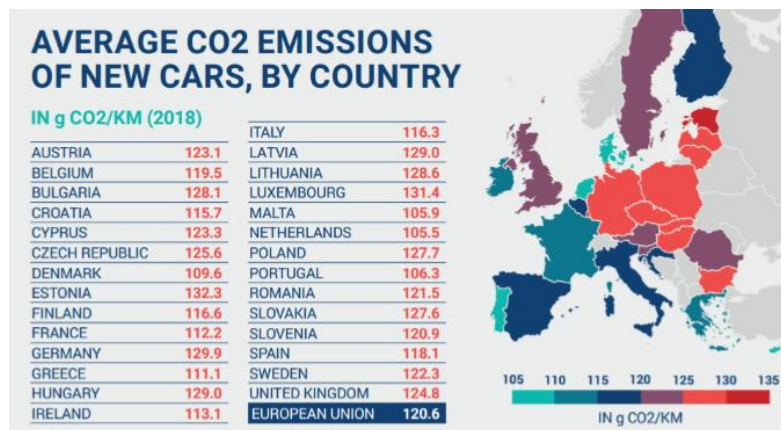


资料来源：第一电动网，天风证券研究所

3.2. 电动车国内外市场共同发力，渗透度有望快速提升

我们预计，电动车本年度将迎来国内与海外的共振。欧洲电动车市场的主要驱动因素是各车企需满足最新的车辆碳排放要求，因而必须推进电动化进程。根据 EEA 数据，欧盟国家新车碳排标准普遍高于 95 克/公里，平均数高达 120.6 克/公里。从车企的角度而言，为达到 2020 年碳排目标，各车企平均碳排需下降 24g/km，否则车企面临巨额罚款的风险。

图 17：2018 年各个国家平均碳排放量



资料来源：EEA，天风证券研究所

欧洲主要国家目前正通过大额补贴、努力达到最新碳排标准。以法国为例，5月26日马克龙宣布出资 80 亿欧元重振汽车产业。自今年 6 月 1 日起至年底，toC 端补贴从 6000 欧元提高至 7000 欧元，toB 端 BEV 补贴 5000 欧元，PHEV 补贴 2000 欧元。此外，报废燃油车、换为清洁能源车者可获得至少 3000 欧元补贴；如果选择电动车，补贴最高 5000 欧元。在 2019 年底，法国政府提出将 2020 年新能源车补贴的预算增加到 4 亿欧元（2019 年为 2.6 亿欧元）。根据该计划，2021 年将维持 4 亿欧元的预算，每辆车的最高补贴将减少到 5000 欧元，以支持 13 万辆新能源车的购买。2022 年约 3.4 亿欧元将用于支持 16 万辆新能源车的购买，最高补贴将降至 4000 欧元。

表 3：欧洲各国新能源汽车政策

国别	欧洲新能源汽车政策
德国	今年 7 月 1 日至 2021 年底，在现有体系下政府补贴加倍，售价在 4 万欧元的 BEV 补贴在原有基础上增加 3000 欧元，总补贴达到 9000 欧元，PHEV 增加至 6750 欧元；19%增值税降低至 16%，21 年开始对高碳排放车型增加税收。500 亿欧元用于电动车、氢能、智能化等方向。
法国	5 月 26 日宣布出资 80 亿欧元重振汽车产业。自今年 6 月 1 日起至年底，toC 端补贴从 6000 欧元提高至 7000 欧元，toB 端 BEV 补

贴 5000 欧元，PHEV 补贴 2000 欧元。此外，报废燃油车、换为清洁能源车者可获得至少 3000 欧元补贴；如果选择电动车，补贴最高 5000 欧元。在 2019 年底，法国政府提出将 2020 年新能源车补贴的预算增加到 4 亿欧元(2019 年为 2.6 亿欧元)，同时还制定了一个五年计划(补贴总金额必须每年确定)。根据该计划，2021 年将维持 4 亿欧元的预算，每辆车的最高补贴将减少到 5000 欧元，以支持 13 万辆新能源车的购买。2022 年约 3.4 亿欧元将用于支持 16 万辆新能源车的购买，最高补贴将降至 4000 欧元。

荷兰 6 月 4 日内阁通过新 2020-2025 年电动车补贴政策（每年总预算需审议）。在 2020 共提供 1720 万欧元欧元补贴，其中 1000 万用于补贴新电动车，720 万欧元用于补贴二手电动车。明确了对购买或租用新电动车（续航《120KM，售价 1.2-4.5 万欧）补贴 4000 欧元，二手电动车补贴 2000 欧元。

英国 2018 年 11 月后，对纯电动轿车补贴车价的 35%，最高不超过 3500 英镑；纯电动货车补贴车价的 20%最高不超过 8000 英镑，对插电混轿车和插电混货车无补贴。2020 年 2 月，英国宣布，计划到 2035 年完全禁售传统汽油和燃油车，比之前的目标提前了 5 年。有消息称，英国政府也在酝酿一项新的电动车消费激励计划，并命名为“报废计划”。该计划鼓励英国车主主动将自己的燃油车报废购买电动车，每位车主可获得 6000 英镑的补贴。

希腊 计划在 18 个月的时间里为电动汽车消费者提供 1 亿欧元的补贴，电动汽车和电动轻型商用车消费者可以获得车价 15%的补贴。而购买电动出租车的消费者，可以获得车价的 25%的税收补贴

欧盟 今年 1 月 1 日开始，欧盟实行了更加严苛的机动车碳排放标准，2020/2025/2030 年碳排放目标分别为 95/81/59g/km。对于不达标车企，每辆车排放超标 1g 将罚款 95 欧元。5 月 19 日，欧盟提案将电动车纳入绿色经济复苏计划，具体包括：1) 在未来两年推动 200 亿欧元的清洁能源汽车采购计划，2) 建立 400-600 亿欧元的清洁能源汽车投资基金，3) 2025 年之前新建 200 万个公共充电桩，4) 对零排放汽车免征增值税

资料来源：资料来源：中汽协官网，矩大锂电，快科技，电车汇，ofweek 官网等，天风证券研究所

而我们预计，我国在双积分政策驱动下，新能源车将迎来长期发展机遇。经我们测算，在新能源乘用车达标值及负燃料积分的双重制约下，2021-2023 年电动车销量将分别达到 228、305、369 万辆，对于乘用车市场的渗透度将分别达到 9.50%、12.20%、14.76%；工信部《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿）发布，电动车到 2025 年新车销量占比达到 25%左右，电动趋势明朗。

表 4：双积分制下的电动车销量预测

	抵消燃料负积分需要新能源汽车产量（万辆）	新能源积分达标需要新能源汽车产量（万辆）	合计需要新能源源汽车产量（万辆）	新能源累计结转积分对应产量（万辆）	抵减新能源结转积分后所需产量(万辆)	假设乘用车产量（万辆）	对乘用车市场渗透比例
2019 年	0	59	59				
2020 年	0	70	70				
2021 年	218	100	318	90	228	2400	9.50%
2022 年	231	104	335	30	305	2500	12.20%
2023 年	266	113	379	10	369	2500	14.76%

资料来源：工信部，天风证券研究所

欧洲碳排要求趋严+特斯拉鲑鱼效应的影响下，大众、宝马、戴姆勒、雷诺等主流车厂均积极电动化，大众、宝马、戴姆勒等均推出专用于电动（纯电/混动）的汽车平台；假设电动化进程快的大众、宝马、戴姆勒、雷诺、PSA 等到 2025 年电动车占其整体销量的 20%，而丰田、现代起亚、通用、福特、本田等电动车占其整体销量的 10%，我们测算得到 2025 年由这些主流车企带动的电动车销量将达到 1110 万辆以上。

表 5：全球主流车企未来销量预测

各大车型	历年销量（万辆）	2017	2018	2025 电动化率	2025 年电动车销量	纯电比例	混动比例	纯电平均带电量(kwh)	混动带电量 (kwh)	纯电合计带电量 (GWH)	混动合计带电量 (GWH)	备注
特斯拉	10.3	24.5	100%	61.25	100%	0%	60	15	36.75	0.00		
大众	1077	1083	20%	227.43	90%	10%	60	15	122.81	3.41		

宝马 2018 年新
能源车销量约为
14.3 万辆，目前
以 PHEV 为主

宝马	246	249	20%	52.29	60%	40%	60	15	18.82	3.14	2025 年为假设 情况
戴姆勒	330	340	20%	71.40	60%	40%	60	15	25.70	4.28	
丰田	1031	1052	10%	110.46	60%	40%	60	15	39.77	6.63	
现代起亚	725	740	10%	77.70	60%	40%	60	15	27.97	4.66	
雷诺日产 三菱	1060	1075	20%	225.75	90%	10%	60	15	121.91	3.39	
PSA	363	390	20%	81.90	60%	40%	60	15	29.48	4.91	
通用	897	879	10%	92.30	60%	40%	60	15	33.23	5.54	
福特	629	573	10%	60.17	60%	40%	60	15	21.66	3.61	
本田	542	526	10%	55.23	60%	40%	60	15	19.88	3.31	
合计	6910	6931.5	14.64%	1115.87					497.99	42.88	
全球总销 量	9447	9500		1390					620.47	53.43	

资料来源：乘联会，工信部，各公司官网等，天风证券研究所

3.3. 电动化时代：胶粘剂及防冻液单车用量倍数级增长

我们认为，汽车电动化趋势对于胶粘剂及防冻液厂商而言是重大利好。根据德联集团投资者关系的记录，新能源车相对于传统燃油车而言多了电池冷却系统，所以对防冻液需求更大。传统燃油车的防冻液使用量一般仅为单台车 5 升，而新能源车则需要 6-30 升不等，新能源车如使用风冷则需要 6-8 升，如使用液体冷却（如特斯拉、蔚来汽车等）则需要 20-30 升左右。我们假设，平均而言电动车需要的防冻液使用量为 15 升，根据天猫 APP 公开信息，防冻液价格在 12-50 元/升不等，假设单价为 20 元，则得到电动车防冻液单车价值量约为 300 元，相较于燃油车大幅提升。

表 6：燃油车和电动车的防冻液使用量和单价情况

公司产品	燃油车	电动车
防冻液使用量（升）	5	15
防冻液单价（元/升）	20	20
防冻液单车价值量（元）	100	300

资料来源：公司公告，天猫电商等，天风证券研究所

我们预测未来 5 年防冻液市场将实现持续快速增长，电动车用防冻液市场复合增速达到 34.30%左右，乘用车防冻液市场复合增速达到 8.57%。我们基于以下假设：1) 乘用车产量在 2020 年小幅下滑，从 2136 万辆下滑至 2100 万辆，2021-2025 年复合增速 2%；2) 电动车本年度 130 万辆，2021-2025 年将实现双积分要求的销量水平及工信部电动车中长期要求的渗透度水平（2025 年达到 25%），则电动车未来 6 年分别为 130、228、305、269、446、568 万辆；3) 燃油车与电动车平均单台防冻液价值量分别为 100 元、300 元，则测算得到：2020-2025 年电动车用防冻液市场空间将分别达到 3.9、6.84、9.15、11.07、13.37、17.05 亿元，而乘用车防冻液整体市场将达到 22.60、25.56、27.52、29.23、31.20、34.10 亿元。

表 7：乘用车防冻液市场空间预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
乘用车合 计（辆）	24420744	24806687	23529423	21360193	20000000	21000000	21420000	21848400	22285368	22731075
燃油车	24075744	24213687	22459860	20268758	18700000	18720000	18370000	18158400	17828294	17048307

(辆)										
电动车 (辆)	345000	593000	1069563	1091435	1300000	2280000	3050000	3690000	4457074	5682769
电动车渗透度	1.41%	2.39%	4.55%	5.11%	6.50%	10.86%	14.24%	16.89%	20.00%	25.00%
防冻液市场规模合计(亿元)										
防冻液 YOY		3.51%	-1.25%	-8.28%	-4.01%	13.10%	7.67%	6.21%	6.74%	9.29%
燃油车用防冻液市场规模(亿元)	24.08	24.21	22.46	20.27	18.70	18.72	18.37	18.16	17.83	17.05
电动车用防冻液市场规模(亿元)	1.04	1.78	3.21	3.27	3.90	6.84	9.15	11.07	13.37	17.05

资料来源: Wind, 公司公告, 天猫电商等, 天风证券研究所

胶粘剂单车用量同样大幅提高。由于不同档次的车型对于轻量化需求并不相同,因而我们在测算胶粘剂市场时需要区分车的档次,我们将问题简化为中高价/低价车。对于中高价车(售价13万以上),轻量化需求大,根据德联投资者交流关系表披露,燃油车单车胶粘剂配套价值为450元,电动车有望达到1500元-2000元,我们保守假设为1500元,根据搜狐汽车数据,中高价车占乘用车整体销量比例约为55%;对于低价车(售价13万及以下),燃油车单车配套约为50元,电动车约为100元,低价车占乘用车整体销量比例约为45%。

测算结果显示:未来5年电动车用胶粘剂市场复合增速达到34.30%,乘用车胶粘剂市场复合增速达到8.90%。2020-2025年电动车胶粘剂市场空间将分别达到11.02、19.32、25.85、31.27、37.77、48.16亿元,而乘用车胶粘剂整体市场将达到61.51、69.87、75.45、80.30、85.91、94.19亿元。

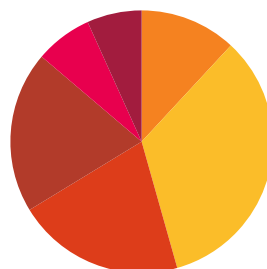
表 8: 胶粘剂单车价值量

胶粘剂	燃油车单车配套价值(元)	电动车单车配套价值(元)	市场占比
中高价车	450.00	1,500.00	55%
低价车	50.00	100.00	45%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 18: 乘用车销量按照价格分布(2020年05月)

■ 6-9万元
 ■ 9-13万元
 ■ 13-17万元
■ 17-28万元
 ■ 28-42万元
 ■ 其他



资料来源：搜狐汽车，天风证券研究所

表 9：胶粘剂市场空间预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
胶粘剂合计（亿元）	67.93	70.40	69.71	63.98	61.51	69.87	75.45	80.30	85.91	94.19
胶粘剂 YOY（%）		3.64%	-0.99%	-8.22%	-3.86%	13.59%	7.99%	6.43%	6.99%	9.64%
高价燃油车市场空间（亿元）	59.59	59.93	55.59	50.17	46.28	46.33	45.47	44.94	44.13	42.19
低价燃油车市场空间（亿元）	5.42	5.45	5.05	4.56	4.21	4.21	4.13	4.09	4.01	3.84
燃油车市场空间（亿元）	65.00	65.38	60.64	54.73	50.49	50.54	49.60	49.03	48.14	46.03
高价电动车市场空间（亿元）	2.85	4.89	8.82	9.00	10.73	18.81	25.16	30.44	36.77	46.88
低价电动车市场空间（亿元）	0.08	0.13	0.24	0.25	0.29	0.51	0.69	0.83	1.00	1.28
电动车市场空间（亿元）	2.92	5.03	9.06	9.25	11.02	19.32	25.85	31.27	37.77	48.16

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3.4. 电池 PACK 有机硅胶有望得到推广，单车胶粘剂价值量进一步提升

胶粘剂不仅能够用在车体（又称为结构胶），动力电池环节也需要用到胶粘剂（导热胶）。导热胶主要包括环氧树脂导热胶、有机硅导热胶及聚氨酯导热胶。其中，综合性能最好的为导热有机硅胶，该材料此前主要满足电子电路不断升级的器件功率散热需求。发热功率高的器件，如果不能均匀散热，出现高热点，则可能给器件带来致命的损坏。具体到动力电池系统中，硅胶的应用形态主要包括灌密封胶，硅胶片，硅脂，粘接胶几种形式。

导热硅胶在电池 PACK 中的用途主要包括：1）导热散热，均衡温度。锂电池的正常工作温度在-20℃—60℃，温度太高或太低都容易引发问题。使用有机硅胶后，有机硅胶灌注、排列在电池包周围的缝隙，为电池包加上一层屏障，即便处于过热或过冷的环境，电池包依然可以稳定工作。

2）阻燃防爆。当电池包中的某一个单体电芯发生极限失效爆炸时，有机硅灌密封胶能够隔绝氧气起到防护作用，保护电池包的其他电芯不受影响，阻止/延迟整个电池包爆炸燃烧。

3）绝缘防水。有机硅胶的物理惰性保证其在 PACK 过程中与其余材料的兼容性，加上绝缘的特性可以保护电池内部关键电子器件、电芯和母线，进而避免电池短路，防止电涌和电池起火的风险。此外，有机硅胶憎水，利用这一特性企业还开发出防水产品，利于应对台风、暴雨等恶劣环境。

考虑到电池 PACK 有机硅胶的增量，我们认为电动车带动的胶粘剂市场空间进一步扩大。由于目前大部分中低端车辆使用的仍为环氧聚氨酯胶，未来可能高端车型会较多采用有机硅胶解决方案。我们假设：1）电池 PACK 单车价值量约为 1500 元左右；2）40 万及以上车型将使用有机硅胶方案，而这部分车型占整体乘用车销量的 10%左右，则求得 2020-2025 年电池 PACK 有机硅胶市场空间将分别达到 1.95、3.42、4.58、5.54、6.69、8.52 亿元，考虑到这部分增量后的胶粘剂市场空间将上升到 63.46、73.29、80.02、85.84、92.60、102.72 亿元，期间复合增速将上升到 10.11%。

表 10：考虑到电池 PACK 有机硅胶增量后的胶粘剂市场空间预测

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电池 PACK 有机硅胶市场空间（亿元）	0.52	0.89	1.60	1.64	1.95	3.42	4.58	5.54	6.69	8.52
考虑电池 PACK 有机硅胶市场后的胶粘剂市场空间（亿元）	68.45	71.29	71.31	65.61	63.46	73.29	80.02	85.84	92.60	102.72
YOY		4.16%	0.03%	-7.99%	-3.28%	15.49%	9.19%	7.26%	7.88%	10.93%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3.5. 德联集团具备丰富大客户资源，胶粘剂市场竞争地位有望进一步提升

公司已形成以全国主要汽车生产基地为腹地的营销网络布局。从客户看，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、华晨宝马、北京奔驰、比亚迪、长安福特和广汽集团等知名整车厂。同时开拓了特斯拉、蔚来汽车、拜腾汽车、威马汽车和奇点汽车等多家新能源汽车客户。

图 19：公司全国营销体系



资料来源：公司官网，天风证券研究所

根据公司投资者关系交流表披露，公司目前在防冻液前装市场的市场份额达到了 20-30% 左右，全面争取做到 30% 以上，刹车油在前装市场的市场占有率达到 30% 左右。

4. 汽车后市场业务步入收获期

汽车后市场业务领域：我国乘用车保有量已超 2 亿辆，每年新增销售车辆约 2300 万辆，每年的维修保养费用形成了一个体量庞大的市场蓝海。公司以 MB2B2C 模式切入汽车后市场，通过整合原厂（MB）零配件优势资源，以互惠共赢机制并借助互联网手段建立和管理新型扁平化渠道（B）合作关系，同时以崭新概念的“德联 2S 汽车服务旗舰店”（标杆示范性 B 端）标准体系建立德联全国性汽车终端服务连锁网络，将优质产品、专业服务和汽车文化协同传递给广大车主客户（C），从而实现公司经济效益。

公司后市场业务主要基于 MB2B2C 平台销售模式展开，其核心在于去中介化，将原有的经销商转变为推广服务商、物流配送商，而公司则与终端维修店和消费者直接建立联系，将顾客保持在公司建立的体系内。与此同时，公司还收购上海顺尧废旧物资回收公司强化 MB2B2C 模式。通过 MB2B2C 平台，公司不但可以扩大销售规模，还可以积累大数据，利用大数据，强化自身供应链管理和客户营销管理。

公司后市场业务规模效应逐步体现，有望步入收获期。截至 2019 年底，汽车后市场业务方面，公司共计完成自营旗舰店 2 家，发展区域合作商 230 余家，合作模式服务签约店 20,000 余家。随着公司汽车后市场业务的转型，最近三年净利表现连续提升，2017 年度、2018 年度和 2019 年度实现效益分别为 -2,467.58 万元、-1,986.85 万元和 -441.39 万元，表明随着业务转型成功扩大了业务规模，而业务规模的扩大有效提升了盈利水平。

5. 盈利预测、估值及投资建议

我们首先对公司业务进行拆分。基于以下假设：1) 公司胶粘剂、防冻液增速未来三年略高于行业增速，其中胶粘剂产品同比增速分别为 5%、30%、20%，这是因为公司绑定新能源车主流厂商、预计放量较快；防冻液同比增速分别为 5%、24%、18%；2) 公司润滑油、制动液产品受电动化趋势影响不大，且主要用于后装市场，给予年复合 5%左右的增速，虽汽车保有量增长而增长；3) 公司后市场（即为汽车销售及相关服务）业务步入收获期，在整合顺尧废旧物资回收有限公司后进一步放量，未来三年同比增速分别为 6%、15%、15%；4) 在高毛利的胶粘剂产品占比提升、汽车后市场服务毛利率提升情况下，公司整体毛利率有所提升。据此，我们预计公司 2020-2022 年整体收入将分别达到 40.49、46.53、52.42 亿元，YOY 为 5.14%、14.93%、12.64%，毛利率分别为 17.59%、18.85%、19.59%，净利润分别为 2.64、3.42、4.14 亿元，当前市值对应 PE 分别为 20.65、15.98、13.19X。

表 11：公司业务拆分

	2015H1	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1	2019	2020E	2021E	2022E
合计收入（亿元）	8.62	19.80	9.61	23.70	11.89	31.45	17.53	37.30	16.02	38.52	40.50	46.55	52.43
YOY (%)			11.48%	19.70%	23.73%	32.70%	47.43%	18.60%	-8.61%	3.27%	5.14%	14.93%	12.64%
毛利率 (%)										16.23%	17.59%	18.85%	19.59%
汽车精细化学品收入（亿元）													
收入（亿元）	7.62	17.54	8.07	20.02	9.98	25.33	12.83	27.40	10.45	28.86	30.30	35.06	39.46
YOY (%)			5.91%	14.14%	23.67%	26.52%	28.56%	8.17%	-18.55%	5.33%	5.00%	15.70%	12.55%
胶粘剂玻璃水等其他产品（亿元）													
收入（亿元）										5.77	6.06	7.88	9.45
制动液（亿元）													
收入（亿元）										5.77	6.06	6.36	6.68
防冻液（亿元）													
收入（亿元）										8.66	9.09	11.27	13.30
润滑油（亿元）													
收入（亿元）										8.66	9.09	9.55	10.02
胶粘剂增速假设 (%)													
											5%	30%	20%
制动液增速假设 (%)													
											5%	5%	5%
防冻液增速假设 (%)													
											5%	24%	18%
润滑油增速假设 (%)													
											5%	5%	5%
成本（亿元）	5.90	13.44	6.33	15.39	8.31	20.71	10.56	22.79	8.34	23.50	24.06	27.35	30.58
毛利（亿元）	1.72	4.09	1.74	4.63	1.67	4.61	2.27	4.60	2.11	5.36	6.24	7.71	8.88
毛利率 (%)	22.56	23.34	21.53	23.12	16.71	18.22	17.67	16.81	20.21	18.56	20.60	22.00	22.50
业务收入比例 (%)	88.19	88.56	83.88	84.43	83.92	80.53	73.20	73.46	65.22	74.93			
汽车销售及相关服务（亿元）													
收入（亿元）	0.50	1.64	0.85	2.78	1.26	4.57	3.13	7.67	3.81	8.11	8.60	9.89	11.37
YOY (%)			70.00%	69.51%	48.24%	64.39%	148.41%	67.83%	21.73%	5.74%	6.00%	15.00%	15.00%
成本（亿元）	0.50	1.38	0.85	2.64	1.08	4.05	2.94	7.13	3.63	7.70	8.08	9.19	10.35
毛利（亿元）	0.00	0.27	0.00	0.14	0.18	0.53	0.19	0.53	0.17	0.41	0.52	0.69	1.02
毛利率 (%)		16.20	0.02	5.10	13.95	11.51	6.01	6.96	4.57	5.00	6.00	7.00	9.00
业务收入比例 (%)	5.80	8.29	8.84	11.74	10.60	14.54	17.85	20.56	23.77	21.05			
电镀中间体（亿元）													
收入（亿元）	0.18	0.37	0.18	0.46	0.18	0.46	0.21	0.46	0.20	0.48	0.50	0.50	0.50
成本（亿元）	0.13	0.26	0.13	0.36	0.14	0.34	0.17	0.36	0.15	0.37	0.39	0.38	0.38
毛利（亿元）	0.05	0.10	0.05	0.11	0.04	0.12	0.05	0.10	0.05	0.11	0.12	0.12	0.12
毛利率 (%)	26.16	28.46	26.22	23.17	23.14	26.24	21.93	21.75	24.44	22.57	23.00	23.40	24.00
业务收入比例 (%)	2.06	1.85	1.89	1.96	1.50	1.46	1.21	1.22	1.28	1.24			
其他主营业务（亿元）													

收入 (亿元)	0.32	0.25	0.51	0.44	0.47	1.09	1.36	1.77	1.56	1.07	1.10	1.10	1.10
成本 (亿元)	0.27	0.14	0.44	0.39	0.41	0.83	1.23	1.42	1.34	0.70	0.85	0.85	0.85
毛利 (亿元)	0.05	0.11	0.06	0.04	0.06	0.26	0.12	0.35	0.22	0.37	0.25	0.25	0.25
毛利率 (%)	15.58	44.88	12.60	10.32	12.61	24.05	8.92	19.82	13.87	34.68	22.80	22.80	22.80

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 12: 公司盈利预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,729.24	3,850.91	4,048.82	4,653.35	5,241.51
增长率 (%)	18.57	3.26	5.14	14.93	12.64
EBITDA (百万元)	353.46	474.87	451.78	538.51	624.30
净利润 (百万元)	144.83	218.46	264.49	341.84	413.99
增长率 (%)	(5.80)	50.84	21.07	29.24	21.11
EPS (元/股)	0.19	0.29	0.35	0.45	0.55
市盈率 (P/E)	37.71	25.00	20.65	15.98	13.19
市净率 (P/B)	1.84	1.83	1.71	1.59	1.45
市销率 (P/S)	1.46	1.42	1.35	1.17	1.04
EV/EBITDA	7.98	7.12	11.52	9.44	8.12

资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们选取在新能源车上价值量同样有较大提升的零部件标的进行对标, 包括拓普集团、三花集团、华域汽车、均胜电子、科达利、旭升股份等, 计算得到 12 家可比公司 2020-2021 年 PE 分别为 36.83、28.99X, 远高于德联集团目前估值水平。

从公司历史估值角度来看, 公司过去五年平均估值为 31.15X, 相较于目前估值水平也有较大提升空间。我们选择 2020 年 32X 作为目标估值, 则公司目标市值为 84.8 亿元, 对应目标价为 11.23 元。

图 20: 公司过去 5 年的 PE 变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 13: 可比公司估值

代码	股票	净利润预测 (亿元)			PE			总市值 (亿元)
		20191231	20201231	20211231	20191231	20201231	20211231	
601689.SH	拓普集团	4.5621	5.1160	6.5532	62.3688	55.6157	43.4185	284.5302
002050.SZ	三花智控	14.2120	14.0594	16.5232	53.5570	54.1382	46.0658	761.1537
600741.SH	华域汽车	64.6316	69.0912	74.6140	10.1852	9.5278	8.8226	658.2888
300340.SZ	均胜电子	0.3043	0.8100	1.2900	75.2853	28.2860	17.7610	22.9116
002850.SZ	科达利	2.3731	2.2500	3.1960	55.1214	58.1373	40.9288	130.8090
603305.SH	旭升科技	2.0659	2.3721	3.0171	87.7454	76.4184	60.0822	181.2741

603348.SH	文灿股份	0.7103	2.9300	3.3000	59.5971	14.4486	12.8286	42.3345
603358.SH	华达科技	1.5586	1.9400	2.4800	37.5662	30.1800	23.6085	58.5491
000887.SZ	中鼎股份	6.0199	8.5148	10.2458	16.4267	11.6136	9.6515	98.8873
002126.SZ	银轮股份	3.1768	3.5004	4.1414	30.3696	27.5616	23.2957	96.4772
600885.SH	宏发股份	7.0405	7.3989	8.9399	41.1703	39.1764	32.4234	289.8612
平均		9.6959	10.7257	12.2091	48.1266	36.8276	28.9897	238.6433

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

我们认为，公司主要存在三个方面的风险：疫情导致需求下滑风险，客户集中风险，原材料价格波动风险。

(1) 疫情导致需求下滑风险。国内外经济环境以及目前疫情影响下的国内汽车消费欲望的不确定性因素大概率会影响到我国整个汽车行业的销售情况，除了部分大中城市出台限购限行措施外，国内汽车市场的进一步饱满，会导致汽车整体销量下降，汽车销量的下降，会影响公司 OEM 和 OES 的销售，公司在汽车产业外的经营业务仍未取得重大进展的前提下，如果汽车销量出现下降可能会导致公司经营业绩跟随下滑的局面，而汽车后市场仍处于市场开拓阶段，如果市场开拓进展不达预期，可能会影响公司的整体利润。

(2) 客户集中风险。公司主要销售客户集中于国内“欧美系”和“国产系”品牌整车厂，包括一汽大众、上汽大众、上汽通用、长安福特、一汽轿车、比亚迪等国内知名整车厂。2019年，前五大客户的销售额 18.18 亿元，占年度销售总额的 47.22%，客户集中度相对较高。受全球经济不稳定和国内政策变动，如果公司上述主要客户需求下降，或转向其他供应商采购产品，将给公司的经营及财务状况产生不利影响。

(3) 原材料价格波动风险。公司主要原材料基本与石油相关，2020 年一季度，国际原油价格剧烈震荡，对公司采购的大宗原材料商品价格影响较大，如果国内外原油价格在接下来的时间里持续剧烈波动，将大大影响公司原油的采购策略；另外，公司目前部份原材料及成品需要进口，如果人民币汇率持续贬值，也会加大公司进口成本。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	383.80	576.19	494.22	610.24	618.72
应收票据及应收账款	944.11	948.56	1,120.83	1,205.85	1,123.71
预付账款	169.94	130.36	179.76	134.93	192.86
存货	696.03	695.22	769.19	783.29	855.70
其他	361.91	432.83	158.59	429.67	625.37
流动资产合计	2,555.79	2,783.17	2,722.58	3,163.97	3,416.36
长期股权投资	247.71	270.56	270.56	270.56	270.56
固定资产	574.50	580.20	580.75	582.31	580.42
在建工程	67.15	37.47	63.73	71.87	75.93
无形资产	204.56	198.77	192.46	186.15	179.83
其他	124.24	175.76	135.20	137.97	143.07
非流动资产合计	1,218.15	1,262.76	1,242.70	1,248.85	1,249.81
资产总计	3,773.94	4,045.93	3,965.28	4,412.82	4,666.18
短期借款	415.01	558.41	250.00	250.00	250.00
应付票据及应付账款	262.66	377.13	290.19	486.05	399.00
其他	94.23	89.52	103.86	92.65	114.20
流动负债合计	771.90	1,025.06	644.05	828.70	763.20
长期借款	0.00	0.00	110.00	110.00	110.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.65	28.44	18.41	24.17	23.68
非流动负债合计	25.65	28.44	128.41	134.17	133.68
负债合计	797.55	1,053.51	772.46	962.87	896.88
少数股东权益	3.58	2.63	4.31	5.06	5.64
股本	754.33	754.33	754.33	754.33	754.33
资本公积	982.10	982.10	982.10	982.10	982.10
留存收益	2,212.71	2,230.52	2,434.18	2,690.56	3,009.33
其他	(976.33)	(977.16)	(982.10)	(982.10)	(982.10)
股东权益合计	2,976.39	2,992.42	3,192.81	3,449.95	3,769.30
负债和股东权益总	3,773.94	4,045.93	3,965.28	4,412.82	4,666.18

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	145.50	217.51	264.49	341.84	413.99
折旧摊销	63.03	65.83	69.50	76.62	84.14
财务费用	13.66	18.58	33.56	28.21	27.07
投资损失	(77.40)	(116.28)	(120.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(420.50)	(213.11)	(65.56)	(137.73)	(315.00)
其它	179.65	125.66	1.68	0.75	0.57
经营活动现金流	(96.06)	98.18	183.68	209.69	110.77
资本支出	126.98	52.58	100.03	74.24	80.49
长期投资	67.04	22.85	0.00	0.00	0.00
其他	(434.57)	93.91	(67.94)	(54.24)	(60.49)
投资活动现金流	(240.55)	169.33	32.09	20.00	20.00
债权融资	415.01	558.41	360.00	360.00	360.00
股权融资	(22.40)	(24.38)	(38.50)	(28.21)	(27.07)
其他	(284.33)	(609.09)	(619.25)	(445.46)	(455.22)
筹资活动现金流	108.29	(75.06)	(297.75)	(113.67)	(122.29)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(228.32)	192.46	(81.98)	116.02	8.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,729.24	3,850.91	4,048.82	4,653.35	5,241.51
营业成本	3,170.37	3,226.98	3,336.62	3,776.28	4,214.53
营业税金及附加	23.85	26.99	28.34	32.57	36.69
营业费用	157.67	160.05	166.00	186.13	209.66
管理费用	152.93	145.83	155.07	176.83	199.70
研发费用	210.70	104.12	108.51	125.64	146.76
财务费用	25.24	23.55	33.56	28.21	27.07
资产减值损失	8.09	(5.99)	(8.00)	(6.00)	(6.00)
公允价值变动收益	0.00	(0.75)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	77.40	116.28	120.00	100.00	100.00
其他	(281.23)	(203.84)	(207.00)	(173.00)	(178.00)
营业利润	184.22	257.70	315.72	406.68	491.09
营业外收入	2.75	1.62	2.30	2.22	2.04
营业外支出	2.22	0.79	1.59	1.54	1.31
利润总额	184.75	258.53	316.42	407.37	491.83
所得税	39.24	41.02	50.25	64.77	77.27
净利润	145.50	217.51	266.17	342.60	414.57
少数股东损益	0.68	(0.95)	1.68	0.75	0.57
归属于母公司净利润	144.83	218.46	264.49	341.84	413.99
每股收益(元)	0.19	0.29	0.35	0.45	0.55

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	18.57%	3.26%	5.14%	14.93%	12.64%
营业利润	-6.47%	39.88%	22.51%	28.81%	20.76%
归属于母公司净利润	-5.80%	50.84%	21.07%	29.24%	21.11%
获利能力					
毛利率	14.99%	16.20%	17.59%	18.85%	19.59%
净利率	3.88%	5.67%	6.53%	7.35%	7.90%
ROE	4.87%	7.31%	8.30%	9.92%	11.00%
ROIC	6.91%	8.19%	10.48%	12.48%	14.23%
偿债能力					
资产负债率	21.13%	26.04%	19.48%	21.82%	19.22%
净负债率	1.05%	-0.59%	-4.20%	-7.25%	-6.86%
流动比率	3.31	2.72	4.23	3.82	4.48
速动比率	2.41	2.04	3.03	2.87	3.36
营运能力					
应收账款周转率	4.10	4.07	3.91	4.00	4.50
存货周转率	6.05	5.54	5.53	5.99	6.40
总资产周转率	1.02	0.98	1.01	1.11	1.15
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.29	0.35	0.45	0.55
每股经营现金流	-0.13	0.13	0.24	0.28	0.15
每股净资产	3.94	3.96	4.23	4.57	4.99
估值比率					
市盈率	37.71	25.00	20.65	15.98	13.19
市净率	1.84	1.83	1.71	1.59	1.45
EV/EBITDA	7.98	7.12	11.52	9.44	8.12
EV/EBIT	9.61	8.19	13.61	11.01	9.39

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com