

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

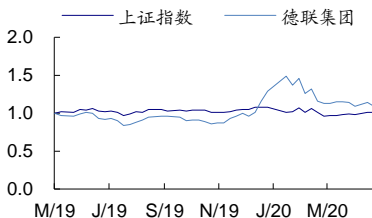
汽车零部件 II

德联集团(002666)
增持

2019 年年报和 2020 年一季报点评

(维持评级)

2020 年 05 月 21 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	754/442
总市值/流通(百万元)	3,945/2,314
上证综指/深圳成指	2,899/11,053
12 个月最高/最低(元)	7.65/3.95

相关研究报告:

《德联集团-002666-2018 年业绩快报点评: 业绩稳健增长, 后市场发力》——2019-03-11

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号: S0980515080001

证券分析师: 陶定坤

E-MAIL: taodingkun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519110002

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

一季度业绩承压, 电动化打开市场空间

● 受疫情影响, 一季度业绩承压

公司 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%, 归母扣非 2.1 亿元, 同比+38.29%, 略超预期。2020 年 Q1 实现实现营收 5.39 亿元 (-31.55%), 实现归母净利润 1895.38 万元 (-11.79%), 一季度受疫情影响, 业绩有所下滑。

● 毛利率改善, 加大研发投入力度

2019 年四费占比 11.26%, 较去年同期微降 0.04pct, 其中销售费用率为 4.16%, 下降 0.07pct, 管理费用率为 3.79%, 下降 0.31pct, 研发费用率为 2.70%, 增加 0.41pct, 主要系研发人工支出及投入研发材料增加所致, 2019 年研发人员增加 10%。公司毛利率为 16.20%, 同比增加 1.21pct, 其中主营业务汽车精细化学品毛利率为 18.56%, 同比提升 1.75pct。

● 后市场业务减亏, 电动化打开产品空间

1) 截至 2019 年底, 公司后市场业务布局自营旗舰店 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, 2017、2018 和 2019 年分别实现效益-2,467.58 万元、-1,986.85 万元和-441.39 万元, 亏损持续减少。随着业务规模的扩大, 盈利水平有望不断提升; 2) 公司现有产品传统车单车价值在 400-500 元, 新能源车对结构胶和防冻液的需求增加, 单车价值有望做到 1500-2000 元, 汽车电动化提升现有产品的市场空间。

● 汽车精细化学品龙头, 维持“增持”评级

公司是国内防冻液前装市场龙头, 市占率 20%以上, 传统业务稳健增长, 积极布局汽车后市场, 电动化助推公司产品单车价值不断提升。考虑到公司后市场业务受疫情影响较小, 胶黏剂产品增长较快, 我们暂时维持前期盈利预测, 新增 21/22 年预测, 预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.32/0.36/0.42, 对应 PE 分别 17.6/15.5/13.4 倍, 维持“增持”评级。

● 风险提示: 汽车销量大幅下滑; 后市场及新能源业务发展不及预期。
盈利预测和财务指标

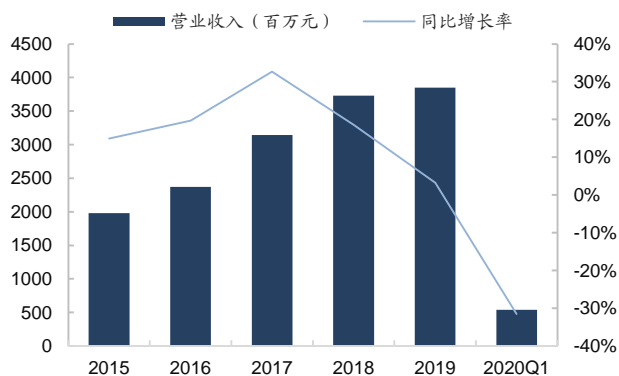
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,851	3,979	4,485	5,106
(+/-%)	3.3%	3.3%	12.7%	13.8%
净利润(百万元)	218	238	271	313
(+/-%)	50.8%	9.0%	14.0%	15.3%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.32	0.36	0.42
EBIT Margin	7.6%	5.1%	5.4%	5.8%
净资产收益率(ROE)	7.3%	7.5%	8.1%	8.8%
市盈率(PE)	19.2	17.6	15.5	13.4
EV/EBITDA	14.9	18.7	16.4	14.1
市净率(PB)	1.41	1.33	1.26	1.18

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

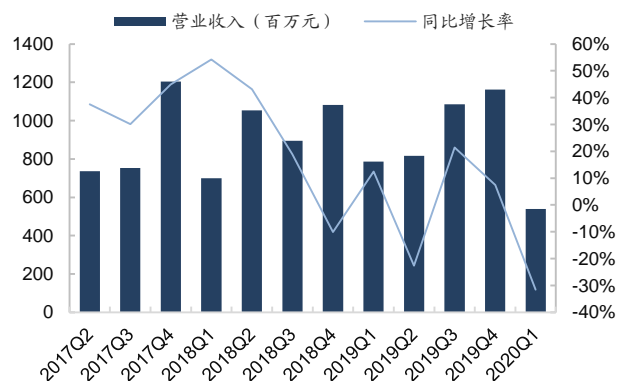
公司 2019 年实现营收 38.51 亿元，同比+3.26%，归母净利润 2.18 亿元，同比+50.84%，归母扣非 2.1 亿元，同比+38.29%，略超预期。2020 年 Q1 实现实现营收 5.39 亿元 (-31.55%)，实现归母净利润 1895.38 万元 (-11.79%)，一季度受疫情影响，业绩有所下滑。

图 1：公司营业收入及增速



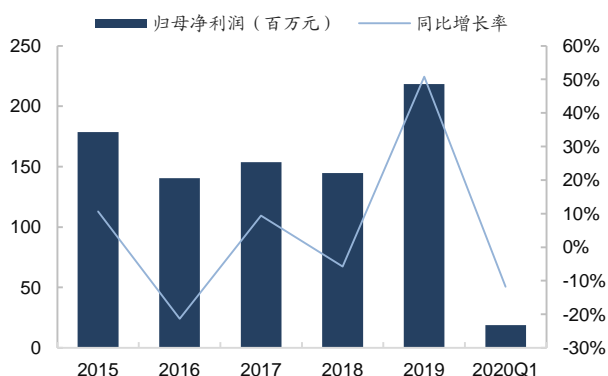
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



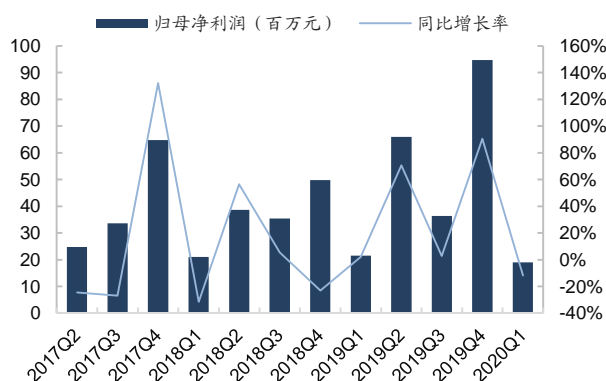
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



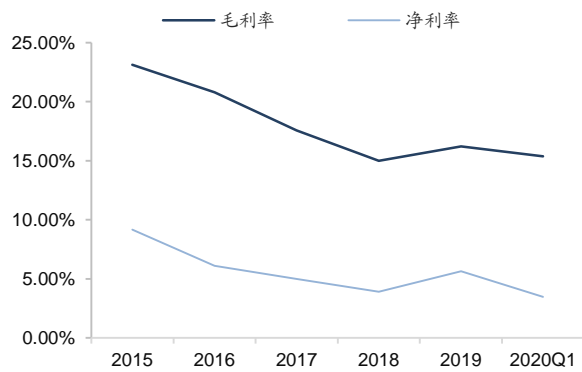
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速

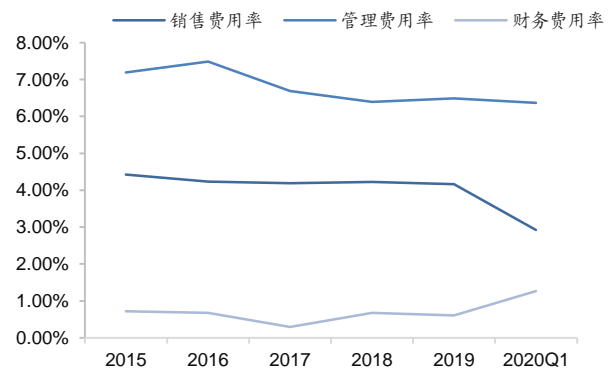


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2019 年四费占比 11.26%，较去年同期微降 0.04pct，其中销售费用率为 4.16%，下降 0.07pct，管理费用率为 3.79%，下降 0.31pct，研发费用率为 2.70%，增加 0.41pct，主要系研发人工支出及投入研发材料增加所致，2019 年研发人员增加 10%。公司毛利率为 16.20%，同比增加 1.21pct，其中主营业务汽车精细化学品毛利率为 18.56%，同比提升 1.75pct。

图 5: 公司毛利率和净利率


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司费用率


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司是国内防冻液前装市场龙头, 市占率 20% 以上, 传统业务稳健增长, 积极布局汽车后市场, 电动化助推公司产品单车价值不断提升。考虑到公司后市场业务受疫情影响较小, 胶黏剂产品增长较快, 我们暂时维持前期盈利预测, 新增 21/22 年预测, 预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.32/0.36/0.42, 对应 PE 分别 17.6/15.5/13.4 倍。选取的可比公司中五洋停车、安车检测、玲珑轮胎、金麒麟和骆驼股份都是后市场业务标的。5 家可比公司的 20 年平均 PE 为 19.47, 同时考虑公司产品受益于汽车电动化带来的单车价值提升, 给予公司 20 年目标 PE 19-21 倍, 对应 20 年 EPS 的股价为 6.1-6.7 元, 距当前股价有 9%-20% 的提升空间, 维持“增持”评级。

表 1: 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	
			19	20E	21E	19	20E	21E			
五洋停车	5.97	9.64	0.22	0.25	0.32	19	27.14	24.29	18.57	2.55	2.34
玲珑轮胎	19.45	15.86	1.41	1.53	1.77	13.79	12.70	10.99	10.99	2.17	8.96
骆驼股份	9.04	9.63	0.69	0.74	0.85	13.10	12.22	10.62	10.62	1.22	7.44
金麒麟	15.68	9.39	1.00	1.18	1.40	15.68	13.26	11.20	11.20	1.46	10.73
安车检测	51.10	24.78	0.98	1.47	2.05	52.14	34.87	24.96	24.96	11.66	4.38
平均								19.47			
德联集团	5.57	7.33	0.29	0.32	0.36	19.21	17.41	15.47	15.47	3.22	3.96

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 五洋停车、安车检测、玲珑轮胎、骆驼股份和金麒麟为 Wind 一致预测

最新盈利预测见下表: 公司 2020-2022 年主要业务汽车精细化学品收入分别为 29.73 亿、34.18 亿和 39.65 亿, 对应的毛利率分别为 19.0%、19.2% 和 19.5%, 考虑到后市场业务随着规模增加利润水平改善, 综合毛利率持续提升。汽车销售业务主要是几家豪华车 4S 店, 2020-2022 年收入保持一个平稳增长, 增速分别为 5%、7% 和 8%。

表 2: 公司业务拆分

报告期	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车精细化学品收入							
收入	20.02	25.33	27.40	28.86	29.73	34.18	39.65
增速		26.52%	8.17%	5.33%	3.00%	15.00%	16.00%
成本	15.39	20.71	22.79	23.50	24.08	27.62	31.92
毛利	4.63	4.61	4.60	5.36	5.65	6.56	7.73
毛利率	23.12%	18.22%	16.81%	18.56%	19.00%	19.20%	19.50%
汽车销售及相关服务							

收入	2.78	4.57	7.67	8.11	8.52	9.11	9.84
增速		64.39%	67.83%	5.74%	5.00%	7.00%	8.00%
成本	2.64	4.05	7.13	7.70	8.05	8.58	9.23
毛利	0.14	0.53	0.53	0.41	0.47	0.53	0.61
毛利率	5.10%	11.51%	6.96%	5.00%	5.50%	5.80%	6.20%
营业总收入	23.71	31.45	37.30	38.52	39.80	44.87	51.07
增速		33%	19%	3%	3%	13%	14%
营业总成本	18.78	25.93	31.70	32.27	33.20	37.29	42.24
增速		0.38	0.22	0.02	0.03	0.12	0.13
营业总成本/营业总收入	79.21%	82.45%	84.99%	83.77%	83.42%	83.11%	82.71%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	576	617	619	600	营业收入	3851	3979	4485	5106
应收款项	975	1036	1167	1329	营业成本	3227	3319	3728	4223
存货净额	695	702	759	861	营业税金及附加	27	30	34	38
其他流动资产	534	477	538	613	销售费用	160	166	187	213
流动资产合计	2783	2833	3083	3402	管理费用	146	261	295	335
固定资产	618	623	614	600	财务费用	24	11	9	9
无形资产及其他	199	191	183	175	投资收益	116	100	90	85
投资性房地产	176	176	176	176	资产减值及公允价值变动	5	(10)	(1)	(1)
长期股权投资	271	286	301	316	其他收入	(131)	0	0	0
资产总计	4046	4108	4356	4669	营业利润	258	282	322	371
短期借款及交易性金融负债	558	450	450	474	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	377	360	405	459	利润总额	259	282	322	371
其他流动负债	90	111	125	142	所得税费用	41	45	51	59
流动负债合计	1025	921	980	1074	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	218	238	271	313
其他长期负债	28	28	28	28					
长期负债合计	28	28	28	28	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1054	950	1008	1103	净利润	218	238	271	313
少数股东权益	3	2	1	0	资产减值准备	14	1	(0)	(0)
股东权益	2990	3156	3346	3566	折旧摊销	62	71	77	81
负债和股东权益总计	4046	4108	4356	4669	公允价值变动损失	(5)	10	1	1
					财务费用	24	11	9	9
关键财务与估值指标					营运资本变动	44	(6)	(191)	(267)
每股收益	0.29	0.32	0.36	0.42	其它	(14)	(2)	(1)	(0)
每股红利	0.29	0.09	0.11	0.12	经营活动现金流	319	313	158	127
每股净资产	3.96	4.19	4.44	4.73	资本开支	(52)	(80)	(60)	(60)
ROIC	8%	5%	6%	7%	其它投资现金流	(3)	3	0	0
ROE	7%	8%	8%	9%	投资活动现金流	(77)	(92)	(75)	(75)
毛利率	16%	17%	17%	17%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	5%	5%	6%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(219)	(71)	(81)	(94)
收入增长	3%	3%	13%	14%	其它融资现金流	389	(108)	0	24
净利润增长率	51%	9%	14%	15%	融资活动现金流	(49)	(180)	(81)	(70)
资产负债率	26%	23%	23%	24%	现金净变动	192	41	1	(19)
息率	5.2%	1.7%	1.9%	2.2%	货币资金的期初余额	384	576	617	619
P/E	19.2	17.6	15.5	13.4	货币资金的期末余额	576	617	619	600
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	企业自由现金流	299	157	29	3
EV/EBITDA	14.9	18.7	16.4	14.1	权益自由现金流	688	39	21	18

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