

# 德联集团 (002666)

证券研究报告  
2020年09月01日

## 充分受益于国六标准实施，精细化学品业务大幅增长，盈利改善超预期

**事件：**德联集团公布半年报，Q2 营收及利润快速复苏，扣除投资收益后净利润同比大增 113.50%：1) H1 公司营收实现 16.47 亿元，同比增长 2.75%，其中，Q2 营收实现 11.08 亿元，同环比增长 35.85%/105.68%，在积极复工复产推动下公司经营复苏较明显。2) H1 公司实现归母净利润 0.83 亿元，同比下降 5%，其中，Q2 归母净利润实现 0.64 亿元，同比下降 2.79%，环比增长 238.05%，较 Q1 有明显改善。3) H1 扣非净利润为 0.82 亿元，同比增长 4.11%，与收入增长基本一致，扣非净利润率保持稳定，其中，Q2 为 0.63 亿元，同/环比增长 1.7%/248.82%。4) H1 公司经营性现金流净额 1.38 亿元，现金流净利润比 167.52%。值得注意的是，公司 2019H1 投资收益高达 0.57 亿（联营公司二级市场表现较好），而本年度仅为 0.19 亿，公司本期扣除投资收益后净利润同比大增 113.50%，主营业务盈利改善超预期。

**公司充分受益于国六标准实施，四元催化剂（减少尾气排放的产品）业务大幅增加，汽车精细化学品作为公司核心业务大幅增长，业务占比不断扩大：**20H1 汽车精细化学品业务实现收入 13.2 亿元，同比增长 26.32%，业务收入占比由去年同期 65.22%增长至 80.18%，得益于公司传统及新能源汽车业务的不断开发。受疫情影响，20H1 汽车销售及相关服务实现收入 2.50 亿元，同比下降 34.16%，预计 Q3 有所恢复。

**公司毛利率在疫情期间保持一定韧性，净利率有所下滑：**H1 公司毛利率为 16.9%，同比提升 0.97pct，净利率为 5%，同比下降 0.46pct。本期费用率为 11.39%，较去年同期减少 1.46%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.03%、4.40%、2.14%、0.82%，同比分别变动-0.09%、-0.11%、-1.37%、0.11%。

**公司资产负债表整体呈现几点变化：**1) 资产负债率较去年同期有所上升，H1 资产负债率为 25.15%，同比上升 5.2%。2) 公司应收账款占总资产的比例相比 20Q1 有所上升，20Q1 绝对金额为 5.09 亿元，Q2 上升至 8.64 亿元。3) 20H1 公司流动比率、速动比率分别为 2.98、2.24，相比去年同期均有所提升，公司整体偿债能力维持健康水平。

**传统及新能源汽车业务持续开发，核心业务稳定发展：**20H1 汽车整车厂业务作为核心业务继续稳步发展，公司汽车厂客户覆盖率及产品市场占有率持续提升。在传统汽车业务方面，公司在上半年完成了包括防冻液、制冷剂、玻璃胶、结构胶、发泡胶在内的多款产品在多家汽车厂的升级换代；受汽车排放标准相关政策影响，公司催化剂业务获得较大幅度增长；与此同时，公司持续推进胶类产品的国产替代，积极拓展商用车市场业务。在新能源汽车业务方面，公司积极开拓客户，先后获得上海特斯拉、国机智骏等厂商的产品定点，并为一汽大众奥迪定点提名，开始批量供应电池 Pack 用有机硅胶，为公司开拓增量业务。

**盈利预测：**考虑到疫情对整体行业的影响，我们将 2020-2022 年归母净利润分别从 2.64/3.42/4.14 亿元调整至 2.29/2.82/3.53 亿元，当前市值对应公司估值分别为 21.7、17.6、14.0X。公司产品受益于 1) 乘用车国六升级带动的四元催化剂需求增长，2) 新能源车比例提升带动的胶粘剂/防冻液需求释放，3) 公司本身产品线的不断延伸（由前装向后装市场拓展），继续给与“买入”评级。

**风险提示：**行业增长不及预期的风险；竞争格局恶化导致毛利率下降的风险

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	4,437.85	5,210.71	6,062.41
增长率(%)	18.57	3.26	15.24	17.42	16.35
EBITDA(百万元)	353.46	474.87	426.16	472.94	567.57
净利润(百万元)	144.83	218.46	228.60	282.13	353.43
增长率(%)	(5.80)	50.84	4.64	23.42	25.27
EPS(元/股)	0.19	0.29	0.30	0.37	0.47
市盈率(P/E)	34.22	22.69	21.68	17.57	14.02
市净率(P/B)	1.67	1.66	1.57	1.47	1.36
市销率(P/S)	1.33	1.29	1.12	0.95	0.82
EV/EBITDA	7.98	7.12	11.53	10.11	9.02

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（维持评级）
当前价格	6.57 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	754.33
流通 A 股股本(百万股)	446.85
A 股总市值(百万元)	4,955.94
流通 A 股市值(百万元)	2,935.80
每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	25.15
一年内最高/最低(元)	8.19/4.10

### 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  
hulili@tfzq.com

**朱晔** 联系人  
zhuyue@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《德联集团-首次覆盖报告:被忽视的电动化新材料龙头，单车产品价值量大幅增长》2020-06-24

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	383.80	576.19	355.03	416.86	484.99	营业收入	3,729.24	3,850.91	4,437.85	5,210.71	6,062.41
应收票据及应收账款	944.11	948.56	1,270.36	1,219.20	1,475.21	营业成本	3,170.37	3,226.98	3,696.12	4,327.63	5,006.30
预付账款	169.94	130.36	198.18	162.45	226.93	营业税金及附加	23.85	26.99	31.06	36.47	42.44
存货	696.03	695.22	865.36	913.77	1,033.12	营业费用	157.67	160.05	181.95	208.43	242.50
其他	361.91	432.83	163.56	431.20	632.46	管理费用	152.93	145.83	166.86	192.80	224.31
<b>流动资产合计</b>	<b>2,555.79</b>	<b>2,783.17</b>	<b>2,852.49</b>	<b>3,143.48</b>	<b>3,852.70</b>	研发费用	85.45	104.12	93.19	125.06	139.44
长期股权投资	247.71	270.56	270.56	270.56	270.56	财务费用	25.24	23.55	36.80	33.39	40.84
固定资产	574.50	580.20	580.75	582.31	580.42	资产减值损失	8.09	(5.99)	(8.00)	(6.00)	(6.00)
在建工程	67.15	37.47	63.73	71.87	75.93	公允价值变动收益	0.00	(0.75)	0.00	0.00	0.00
无形资产	204.56	198.77	192.46	186.15	179.83	投资净收益	77.40	116.28	80.00	70.00	70.00
其他	124.24	175.76	135.20	137.97	143.07	其他	(155.98)	(203.84)	(127.00)	(113.00)	(118.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,218.15</b>	<b>1,262.76</b>	<b>1,242.70</b>	<b>1,248.85</b>	<b>1,249.81</b>	<b>营业利润</b>	<b>184.22</b>	<b>257.70</b>	<b>286.86</b>	<b>335.93</b>	<b>420.59</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,773.94</b>	<b>4,045.93</b>	<b>4,095.19</b>	<b>4,392.33</b>	<b>5,102.52</b>	营业外收入	2.75	1.62	2.30	2.22	2.04
短期借款	415.01	558.41	327.38	257.15	609.65	营业外支出	2.22	0.79	1.59	1.54	1.31
应付票据及应付账款	262.66	377.13	362.09	527.48	523.84	<b>利润总额</b>	<b>184.75</b>	<b>258.53</b>	<b>287.56</b>	<b>336.61</b>	<b>421.33</b>
其他	94.23	89.52	112.37	96.37	127.96	所得税	39.24	41.02	57.51	53.86	67.41
<b>流动负债合计</b>	<b>771.90</b>	<b>1,025.06</b>	<b>801.83</b>	<b>881.00</b>	<b>1,261.46</b>	<b>净利润</b>	<b>145.50</b>	<b>217.51</b>	<b>230.05</b>	<b>282.75</b>	<b>353.92</b>
长期借款	0.00	0.00	110.00	110.00	167.59	少数股东损益	0.68	(0.95)	1.45	0.62	0.49
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>144.83</b>	<b>218.46</b>	<b>228.60</b>	<b>282.13</b>	<b>353.43</b>
其他	25.65	28.44	18.41	24.17	23.68	每股收益(元)	0.19	0.29	0.30	0.37	0.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>25.65</b>	<b>28.44</b>	<b>128.41</b>	<b>134.17</b>	<b>191.27</b>						
<b>负债合计</b>	<b>797.55</b>	<b>1,053.51</b>	<b>930.25</b>	<b>1,015.17</b>	<b>1,452.73</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	3.58	2.63	4.08	4.70	5.19	<b>成长能力</b>					
股本	754.33	754.33	754.33	754.33	754.33	营业收入	18.57%	3.26%	15.24%	17.42%	16.35%
资本公积	982.10	982.10	982.10	982.10	982.10	营业利润	-6.47%	39.88%	11.31%	17.11%	25.20%
留存收益	2,212.71	2,230.52	2,406.53	2,618.13	2,890.27	归属于母公司净利润	-5.80%	50.84%	4.64%	23.42%	25.27%
其他	(976.33)	(977.16)	(982.10)	(982.10)	(982.10)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,976.39</b>	<b>2,992.42</b>	<b>3,164.94</b>	<b>3,377.16</b>	<b>3,649.79</b>	毛利率	14.99%	16.20%	16.71%	16.95%	17.42%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,773.94</b>	<b>4,045.93</b>	<b>4,095.19</b>	<b>4,392.33</b>	<b>5,102.52</b>	净利率	3.88%	5.67%	5.15%	5.41%	5.83%
						ROE	4.87%	7.31%	7.23%	8.37%	9.70%
						ROIC	6.91%	8.19%	9.24%	9.95%	12.13%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	21.13%	26.04%	22.72%	23.11%	28.47%
						净负债率	1.05%	-0.59%	2.60%	-1.47%	8.01%
						流动比率	3.31	2.72	3.56	3.57	3.05
						速动比率	2.41	2.04	2.48	2.53	2.24
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.10	4.07	4.00	4.19	4.50
						存货周转率	6.05	5.54	5.69	5.86	6.23
						总资产周转率	1.02	0.98	1.09	1.23	1.28
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.19	0.29	0.30	0.37	0.47
						每股经营现金流	-0.13	0.13	0.00	0.33	-0.28
						每股净资产	3.94	3.96	4.19	4.47	4.83
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	34.22	22.69	21.68	17.57	14.02
						市净率	1.67	1.66	1.57	1.47	1.36
						EV/EBITDA	7.98	7.12	11.53	10.11	9.02
						EV/EBIT	9.61	8.19	13.78	12.06	10.58

  

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	145.50	217.51	228.60	282.13	353.43
折旧摊销	63.03	65.83	69.50	76.62	84.14
财务费用	13.66	18.58	36.80	33.39	40.84
投资损失	(77.40)	(116.28)	(80.00)	(70.00)	(70.00)
营运资金变动	(420.50)	(213.11)	(254.26)	(76.78)	(618.72)
其它	179.65	125.66	1.45	0.62	0.49
<b>经营活动现金流</b>	<b>(96.06)</b>	<b>98.18</b>	<b>2.09</b>	<b>245.99</b>	<b>(209.83)</b>
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	(107.94)	(84.24)	(90.49)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(240.55)</b>	<b>169.33</b>	<b>(7.91)</b>	<b>(10.00)</b>	<b>(10.00)</b>
债权融资	415.01	558.41	437.38	367.15	777.24
股权融资	(22.40)	(24.38)	(41.74)	(33.39)	(40.84)
其他	(284.33)	(609.09)	(610.99)	(507.91)	(448.44)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>108.29</b>	<b>(75.06)</b>	<b>(215.35)</b>	<b>(174.16)</b>	<b>287.96</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(228.32)</b>	<b>192.46</b>	<b>(221.17)</b>	<b>61.83</b>	<b>68.14</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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