

化学制品

2009 年 8 月 13 日

德美化工(002054) 当前股价: 22.13 目标价: 29

石化产品价格下跌 公司产品毛利上升

投资要点:

- 德美化工是纺织印染助剂行业的龙头企业, 公司拥有纺化类助剂产能 5.2 万吨、皮化类 2700 吨、油墨类 2000 吨产能。募集资金项目完成后, 纺化类产品产能将达到 10 万吨以上。
- 石化产品大幅下跌, 降低了公司助剂产品的生产成本, 提高了毛利率。由于助剂在纺织品的生产成本中占比较小, 纺织企业对助剂的价格变化并不敏感, 其看重的是助剂供应商的供应能否及时、品种是否丰富, 以及售后服务能够跟得上。因此, 助剂产品价格相对稳定, 产品和原料价格变化不一时公司产品毛利率提升的主要原因。
- 目前我国的印染助剂行业与国外的差距主要在产品的稳定性方面, 德美化工募投资金项目采用了先进的生产设备, 自动化程度高, 所生产的产品在稳定性上比原先设备要好。因此, 我们预计可以挤占部分国际厂商的市场份额。
- 国家对纺织行业出台了包括出口退税等多项措施, 纺织行业正在逐渐恢复, 从印染布的产量数据看, 月度同比开始增加, 6 月份甚至出现了 8.97% 的增速, 预计随着出口市场的逐渐好转, 印染布的产量增速有可能保持 10% 左右的增速。
- 公司在产业投资上收益较好, 今年公司投资收益会有所增长。今后公司仍会继续加大在产业投资方面的力度, 寻找合适的、熟悉的项目进行投资。
- 盈利预测结果: 2009、2010、2011 年每股收益分别为 1.16、1.19、1.18 元。根据盈利预测结果, 对应 2009、2010、2011 年市盈率分别为 18.5、18.0、18.2 倍, 从公司动态市盈率来看, 目前的估值水平与中小板平均 38.92 倍的市盈率相比偏低, 与化工行业平均 30 倍左右的市盈率水平相比也偏低。我们认为, 给予德美化工 2009 年 25 倍市盈率是合理的, 对应公司股价为 29 元, 给予“推荐”评级。

研究员: 吴剑平

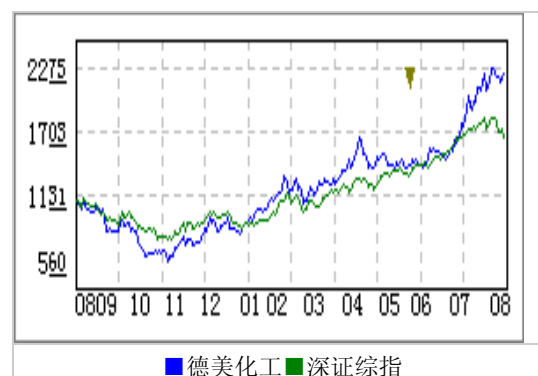
电 话: 025-84457777-474

E-mail: wujianping@mail.htsc.com.cn

地 址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	13400.00
流通 A 股(万)	8844.97
52 周内股价区间(元)	5.66-23.6
总市值(亿)	29.65
总资产(亿)	13.73
每股净资产(元)	4.80

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	8.73	8.80	9.74	10.60
+/-%	7.10	0.9	10.7	8.8
净利润(亿)	0.98	1.77	1.82	1.80
+/-%	-17.16	58.5	2.7	-1.1
EPS(元)	0.73	1.16	1.19	1.18
P/E	30.18	18.5	18.0	18.2

募投资金项目解决了产能瓶颈，今后将做深研发和服务

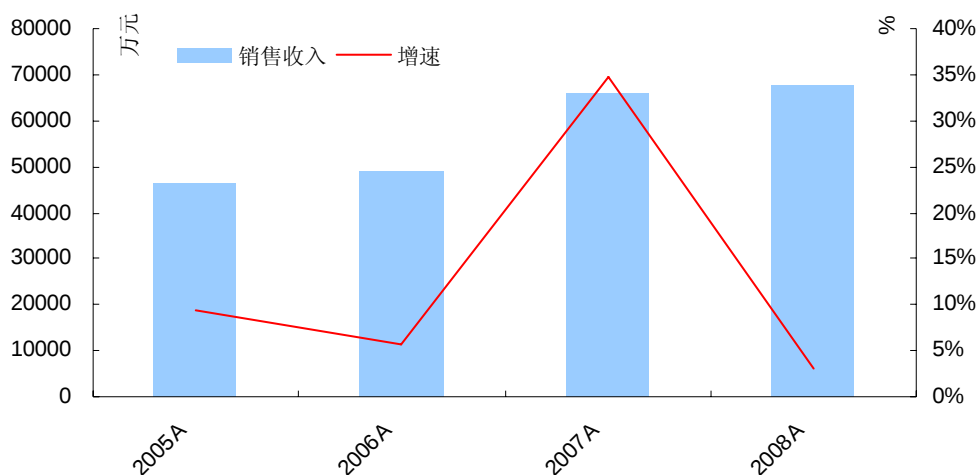
德美化工改制成立于 2002 年 6 月，2006 年 7 月首次发行 3400 万股 A 股，并在深交所上市。公司主营产品为纺织用印染助剂，属于精细化工行业分支之一，是印染助剂行业的龙头企业。2008 年纺化类产品销售收入 6.79 亿元，占公司总营业收入的 78%，其它收入主要来自于油墨类、皮化类以及环戊烷产品。

上市之初，公司拥有纺化类助剂产能 5.2 万吨、皮化类 2700 吨、油墨类 2000 吨产能。募集资金项目完成后，纺化类产品产能将达到 10 万吨以上。

公司在 2007 年初调整了募集资金投向，放弃对油墨类、皮化类产品的投入，专注于纺化类助剂领域，做国内专业的助剂产品供应商。

纺化类产品作为公司收入的主要来源，从 2006 年起保持连续三年增长。公司首发募集资金项目主要有两个，一是新增晋江新德美公司的 3 万吨助剂产能项目；二是公司本部 10 万吨助剂产能技改项目。新增产能并不一定能够很快转化为营业收入的增长，印染助剂产品更重要的是开拓市场，市场增长才能真正转化为营业收入的增长。因此，在解决了生产上的瓶颈后，如何开拓市场以及增加研发投入开发出市场所需助剂品种是公司未来发展的重心所在。

图表 1 德美化工纺化类产品近年的营业收入及增长情况



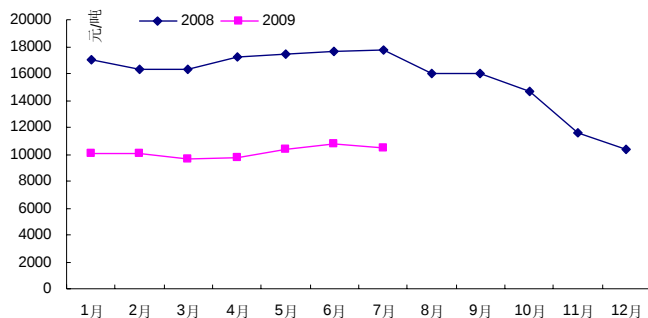
数据来源：公司历年年报

石化原料价格大幅下跌，提升公司纺化类产品毛利率

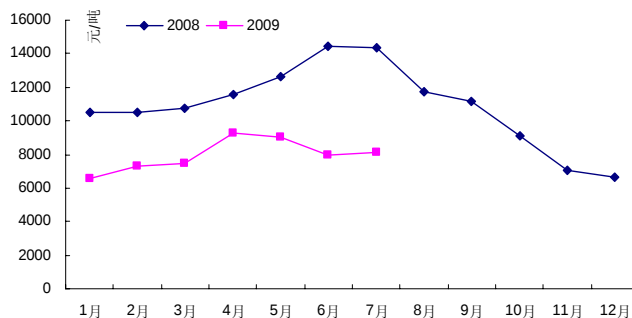
金融危机以来，石化产品价格经历了大幅下跌又小幅反弹的走势，公司纺织助剂产品所需原料大多为石化产品。由于助剂产品多达上百种，所需原料有几十种，其中有代表性的产品有环氧乙烷、丙烯酸、MDI、有机硅等，价格走势如下列图表所示。

助剂产品价格相对原料变化波动幅度较小，原料价格的涨跌对助剂产品价格的影响有滞后，一般要滞后三个月左右的时间。另外，助剂在纺织品的生产成本中占比较小，纺织企业对助剂的价格变化并不敏感，其看重的是助剂供应商的供应能否及时、品种是否丰富，以及售后服务能够跟得上。纺织企业对助剂产品有一定的依赖性，一旦选定供应商不会轻易更换，对产品的稳定性要求较高。

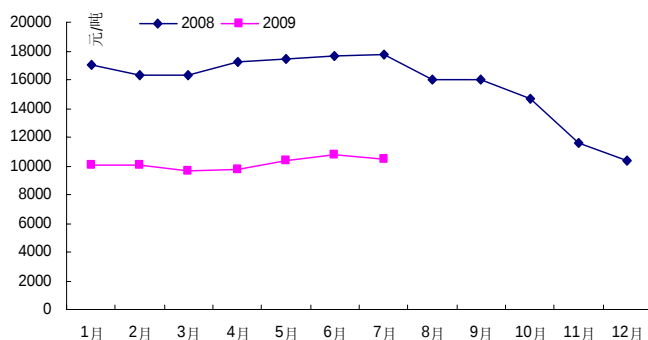
图表 2 环氧乙烷 2008~2009 年价格走势



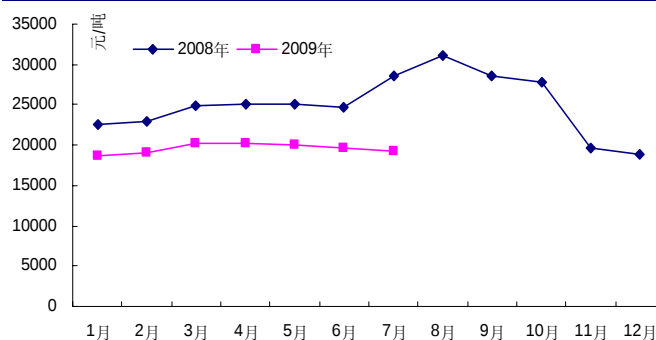
图表 3 丙烯酸 2008~2009 年价格走势



图表 4 MDI 2008~2009 年价格走势



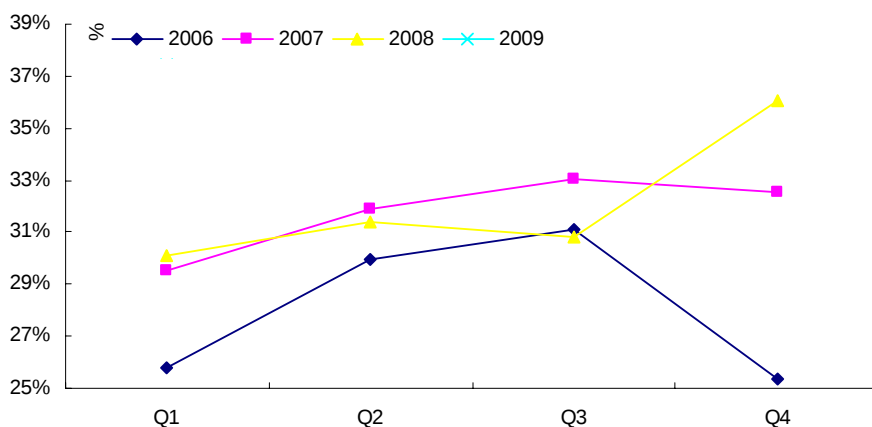
图表 5 有机硅单体 (DMC) 2008~2009 年价格走势



数据来源：化工在线

从公司季度毛利率变化情况来看，毛利率的变化与石化产品的价格走势呈负相关，2008 年第四季度石化产品价格跌幅较大，同期公司的毛利率水平却上升了 6 个百分点，今年一季度又上升了 2 个百分点，达到 37.91%。

图表 6 德美化工纺化类产品毛利率季度变化



数据来源：公司历年年报

印染助剂行业集中度低，与国际水平相比差距在产品的稳定性上

纺织印染助剂是纺织品在纺丝、织造到印染、整理的过程中使用到的化学品，这些化学品能够使纺织品获得某一性能或达到某种目的。纺织印染助剂主要包括两个方面的用途：一是纺织品预处理用助剂；二是纺织品染色用助剂。助剂能够帮助纺织品增加染色牢度和色泽鲜艳度，也可以赋予纺织物柔软、舒适的性能，更能给纺织品增加一些特殊功能，如阻燃、防水、抗紫外线、吸附异味等。

目前世界纺织印染助剂约有 100 个门类，1.5 万个品种，我国生产的纺织助剂品种共

有 29 个门类 1500 个品种，其中主要品种约 200 个，远远低于国际水平。

我国助剂产量自 2000 年以后一直保持 10%左右的增速。

图表 7 印染助剂产量和销售额近年来增长情况

	2000A	2005A	2007A
助剂产量 万吨	47	75	90
销售额 亿元	200	330	400

数据来源：《产业市场》2009 年第十七卷第 1 期

我国助剂生产企业有 2000 多家，其中以民营企业居多，合资和独资企业占 8%~10%，主要集中在浙江、江苏、广东、上海、山东、福建一带，其中江苏有 600 多家，浙江有 300 多家。助剂生产企业的快速发展与当地纺织印染业发展水平息息相关，主要为当地纺织印染企业配套服务。

世界上主要的大型纺织助剂生产企业集中在西欧和日本，其中西欧的主要供应商有巴斯夫、拜耳、科莱恩、汽巴精化等公司。

目前我国的印染助剂行业与国际的差距主要在产品的稳定性方面，对于纺织企业，一般会希望每批产品的品种差异不大，对染料及助剂的要求就是每批产品的品种要稳定。国内大多数民营企业由于生产设备的自动化程度低，往往并不能满足高端客户的要求。德美化工募投资金项目采用了先进的生产设备，自动化程度高，所生产的产品在稳定性上比原先设备要好。因此，我们预计可以挤占部分国际厂商的市场份额。

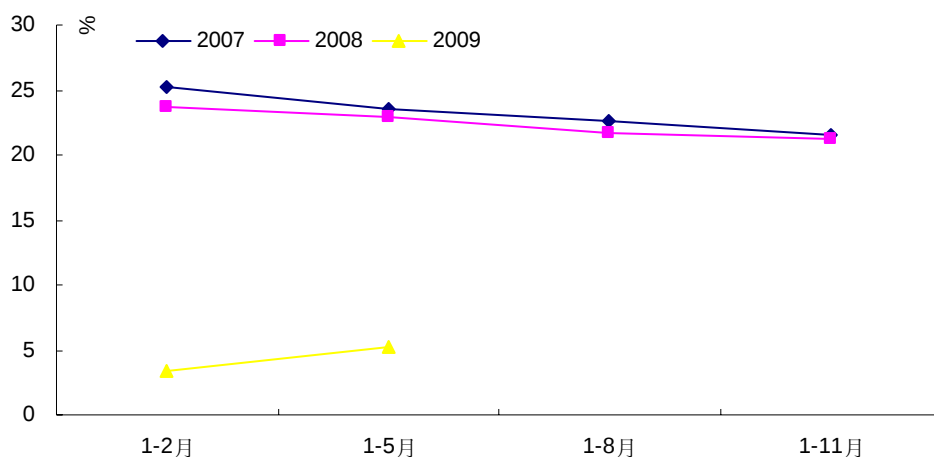
纺织行业需求有望逐渐恢复，但对行业龙头影响不大

纺织助剂全部用于纺织行业，与染料配合使用用于纺织品的印染。其需求量与纺织行业的增速密切相关。2007、2008 年纺织行业增速保持在 20%以上的水平，2009 年前五个月增速为 5.16%，处于较低的水平。虽然增速较低，但仍呈增长态势，对助剂的需求仍不断增加。

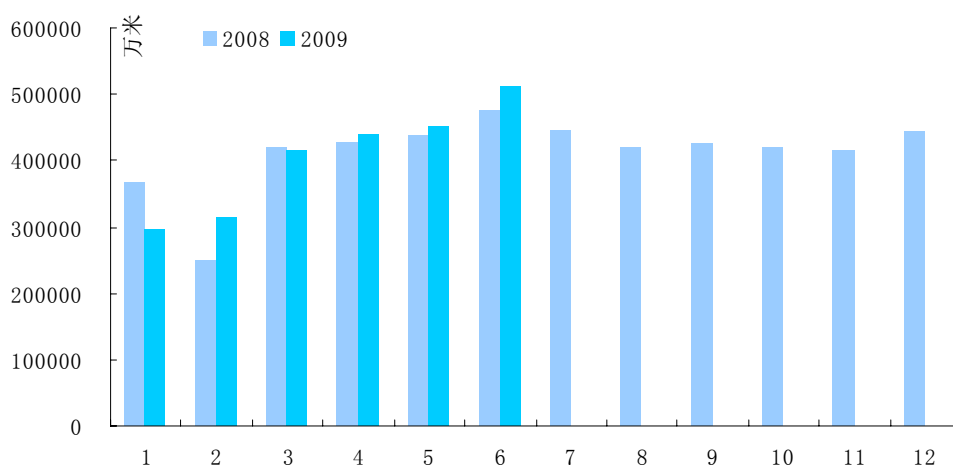
2008 年纺织助剂消费量约 130 多万吨，传化股份和德美化工共计 20 万吨左右的供应量，占 15%左右的市场份额，其它助剂生产商与其差距较大，不能形成有效竞争力。助剂行业市场集中度较低，因此，市场整体需求增速降低对龙头企业影响并不大，相反，由于需求放缓，竞争加剧，龙头企业有可能利用其稳定的产品品种夺得一部分小企业的的市场份额。

2009 年初，针对纺织行业的困境，国家出台了包括出口退税等多项措施，意在提升我国纺织品在出口市场的竞争力，3 月份以来，纺织行业正在逐渐恢复，从印染布的产量数据看，月度同比开始增加，6 月份甚至出现了 8.97%的增速，预计随着出口市场的逐渐好转，印染布的产量增速有可能保持 10%左右的增速。

图表 8 纺织行业销售收入 2007~2009 年增速



图表 9 印染布 2008~2009 年产量



数据来源: WIND

产业投资较为成功, 今后有望对公司贡献较多利润

公司在 2007 年开始涉足产业投资, 目前为止投资了三个项目, 2008 年实现投资收益 4000 多万元。湖南尤特尔公司主要产品为纤维素酶, 其用途之一为纺织行业, 与德美化工的客户群一致, 是公司比较熟悉的领域, 今年有望实现 30~40% 的增长。辽宁奥克化学公司产品主要是环氧乙烷下游产品, 今年有望实现 70~80% 的增速。宜宾天原今年的前景不乐观, 业绩同比会出现下滑, 但也要看今年下半年的经营情况。总体而言, 公司投资收益会有所增长。今后公司仍会继续加大在产业投资方面的力度, 寻找合适的、熟悉的项目进行投资。

图表 10 德美化工参股公司情况

参股公司名称	股权比例	2008 年营业收入	2008 年净利润	主营产品
1、湖南尤特尔生化有限公司	30.00%	7328	2216	纤维素酶制剂
2、辽宁奥克化学股份有限公司	10.00%	94708	9300	乙二醇、聚醚等
3、宜宾天原集团股份有限公司	15.69%	398569	17846	氯碱
按权益计算净利润 (投资收益)			4395	

盈利预测

盈利预测假设条件：

1、纺化类产品假设

	2009E	2010E	2011E
销量 万吨	8	9	10
销售均价 元/吨	8500	8600	8600
销售利润率 %	38%	37%	37%

2、费用假设

	2009E	2010E	2011E
销售费用率	7.00%	7.00%	7.00%
管理费用率	8.00%	8.00%	8.00%

3、公司本部 2008~2010 年企业所得税率为 15%

盈利预测结果：2009、2010、2011 年每股收益分别为 1.16、1.19、1.18 元。

估值及投资建议

根据盈利预测结果，对应 2009、2010、2011 年市盈率分别为 18.5、18.0、18.2 倍，从公司动态市盈率来看，目前的估值水平与中小板平均 38.92 倍的市盈率相比偏低，与化工行业平均 30 倍左右的市盈率水平相比也偏低。我们认为，给予德美化工 2009 年 25 倍市盈率是合理的，对应公司股价为 29 元，给予“推荐”评级。

盈利预测表

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	711.1	872.6	880.0	974.0	1,060.0
减:营业成本	483.9	592.3	566.6	632.6	686.8
营业税费	3.2	5.2	4.4	4.9	5.3
销售费用	47.8	67.7	61.6	68.2	74.2
管理费用	55.8	73.9	70.4	77.9	84.8
财务费用	10.7	30.9	20.9	20.4	20.3
资产减值损失	1.7	5.3	-6.1	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	3.1	43.5	50.0	50.0	50.0
营业利润	111.1	140.7	212.2	220.1	238.6
加:营业外净收支	5.8	-0.7	1.0	-1.0	1.0
利润总额	116.9	140.0	213.2	219.1	239.6
减:所得税	22.0	20.6	36.2	37.2	59.9
净利润	94.9	119.3	177.0	181.8	179.7
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	167.4	148.7	180.8	181.0	184.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	200.9	238.2	253.2	280.2	304.9
应收票据	80.7	82.2	72.3	80.1	87.1
预付帐款	9.7	11.4	12.0	12.6	13.3
存货	140.1	131.3	124.2	138.7	150.5
其他流动资产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	336.6	456.1	500.0	600.0	700.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	92.2	135.4	212.5	241.1	244.7
在建工程	51.9	88.1	51.2	24.5	20.7
无形资产	56.9	57.8	57.9	58.0	58.1
其他非流动资产	7.3	23.8	14.2	13.6	13.8
资产总额	1,143.9	1,373.2	1,478.5	1,629.9	1,778.1
短期债务	316.7	324.1	323.1	322.1	321.3
应付帐款	90.4	76.8	54.3	60.7	65.9
应付票据	72.9	36.4	31.0	34.7	37.6
其他流动负债	26.3	50.1	54.0	62.6	71.2
长期借款	20.0	137.9	137.9	137.9	137.9
其他非流动负债	4.7	5.5	5.5	5.5	5.5
负债总额	530.9	630.8	605.9	623.4	639.3
少数股东权益	64.9	98.7	119.9	141.7	163.3
股本	134.0	134.0	134.0	134.0	134.0
留存收益	414.1	509.8	618.8	730.8	841.5
股东权益	613.0	742.4	872.7	1,006.5	1,138.8
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	94.9	119.3	177.0	181.8	179.7
加:折旧和摊销	14.5	18.9	15.9	18.6	19.9
资产减值准备	1.7	5.3	-6.1	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	6.0	10.3	28.7	20.9	20.4
投资收益	-7.1	-43.5	-50.0	-50.0	-50.0
少数股东损益	17.5	21.1	21.2	21.8	21.6
营运资金的变动	18.8	-75.0	-10.0	-31.3	-27.7
经营活动产生现金流量	126.0	53.3	168.9	161.3	163.7
投资活动产生现金流量	-429.2	-151.0	-43.0	-66.1	-66.1
融资活动产生现金流量	212.0	80.7	-68.6	-69.3	-68.5

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。