

## 德美化工 (002054.sz)

### 受益于未来纺织印染助剂行业整合、成长性较强

谢军 研究员  
电话: 020-8755888-663  
eMail: xj@gf.com.cn

吕丙凤 研究助理  
电话: 020-8755888-698  
eMail: lbf2@gf.com.cn

**纺织印染助剂行业未来兼并收购概率较大、应给予较高估值**  
目前我国印染助剂行业共拥有生产企业 2000-3000 家,市场容量高达 400 多亿元,市场结构高度分散。据业内专家介绍,传化股份、德美化工前两家龙头企业合计市占率不到 10%,未来行业内龙头企业并购整合空间非常大。以 400 亿为基准,即使市场占有率提高一个百分点,也将增厚公司业绩 0.30 元/股。因此,考虑到兼并收购带来的高成长性、高业绩弹性,应给予行业内龙头企业较高估值。

### 环戊烷作为环保替代型发泡剂、未来发展前景向好

2004 年发达国家全面禁止冰箱制造企业生产、使用 HCFC-141b 发泡剂,比《蒙特利尔议定书》规定提前 16 年。HCF-245fa 发泡剂在国内研究尚处起步阶段,且价格为 HCFC-141b 的 5 倍,未来 5-10 年内国内替代过渡性发泡剂 HCFC-141b 的最佳品种仍将以环戊烷为主。

### 产业投资项目未来成长性巨大、存在潜在上市可能

公司产业项目未来成长性巨大,尤其是辽宁奥克与湖南尤特。8 月 14 日,辽宁奥克已完成上市环保公示,由于 4 万亿投资及房地产新开工效应将在下半年开始显现,奥克明年业绩可能大超出市场预期。

### 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2009-2011 年 EPS (除权后) 分别为 0.76 元、0.94 元、1.11 元。基于行业兼并收购所带来的业绩高弹性及参股公司的高成长性,至少可给予 30 倍 PE。以明年业绩为标准,一年内目标价 28.20 元 (除权后),仍存在 40% 上涨空间,给予“买入”评级。

### 风险提示

外围经济复苏、下游纺织品服装出口回暖进度低于预期的风险。

### 预测及评估

|             | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E   | 2011E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 主营收入(百万元)   | 711.15 | 872.58 | 959.84 | 1161.41 | 1382.16 |
| EBITDA(百万元) | 130.38 | 174.30 | 283.27 | 339.45  | 390.33  |
| 净利润(百万元)    | 77.38  | 98.25  | 196.25 | 245.01  | 286.63  |
| 净利润增长率      | 54.13% | 26.97% | 65.75% | 24.79%  | 17.22%  |
| 每股收益(元)     | 0.578  | 0.730  | 1.210  | 1.510   | 1.770   |
| 市盈率         | 43.08  | 11.03  | 25.35  | 20.31   | 17.33   |
| 市净率         | 6.08   | 1.68   | 3.86   | 3.09    | 2.64    |
| EV/EBITDA   | 34.70  | 11.03  | 14.51  | 12.15   | 10.53   |
| 每股红利(元)     | 0.17   | 0.16   | 0.20   | 0.20    | 0.20    |
| 股息率(%)      | 0.68   | 1.99   | 2.00   | 2.00    | 2.00    |

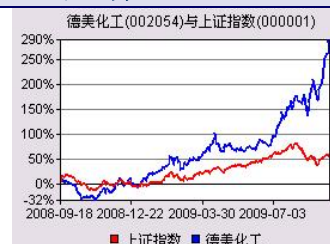
来源: 广东德美精细化工股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 19.17 |
| 目标价格(元) | 28.20 |
| 前次评级    | 买入    |

### 股价走势



| 市场表现 | 1 个月   | 3 个月    | 12 个月   |
|------|--------|---------|---------|
| 股价涨幅 | 48.16% | 102.04% | 274.16% |
| 上证综指 | 9.99%  | 13.21%  | 94.68%  |

### 股票数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 总股本(万股)    | 21,440.00 |
| 流通 A 股(万股) | 15,292.90 |
| 主要股东:      |           |
|            | 黄冠雄       |
| 主要股东持股比例   | 23.45%    |
| 流通 A 股比例   | 71.33%    |

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 15.26% |
| ROA      | 7.15%  |
| 资产负债率    | 45.94% |
| 每股净资产(元) | 4.80   |

### 2008 年报数据

## 目录索引

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、公司主营业务简介 .....                   | 3  |
| 二、纺织印染助剂行业未来兼并收购概率较大、应给予行业较高估值 ... | 5  |
| 三、环戊烷作为环保替代型发泡剂、未来发展前景向好 .....     | 9  |
| 四、辽宁奥克：我国未来环氧乙烷精细化学品龙头 .....       | 11 |
| 五、宜宾天原：煤电一体化优势明显、西南地区最大氯碱企业 .....  | 17 |
| 六、湖南尤特尔：仅次于诺维信、杰能科的第三大纤维素酶制剂公司 ..  | 18 |
| 七、盈利预测与投资评级 .....                  | 22 |
| 八、风险提示 .....                       | 23 |
| 财务报表附注 .....                       | 24 |

## 图表索引

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 1：德美化工与传化股份印染助剂毛利率走势对比（%） .....        | 3  |
| 图 2：历史上公司单季净利润率大都在 10%以上（%） .....        | 3  |
| 图 3：公司组织结构图 .....                        | 4  |
| 图 4：纺织印染上市公司综合毛利率与原油价格走势对比（%） .....      | 7  |
| 图 5：纺织品服装月度出口金额及同比增长（亿美元、%） .....        | 8  |
| 图 6：我国印染布产量及同比增长（亿米、%） .....             | 8  |
| 图 7：国内房地产月度新开工面积及同比增长（万平方米、%） .....      | 14 |
| 图 8：山东莱芜汶河化工 FDF-A I 高效减水剂市场价格走势（元/吨） .. | 15 |
| 图 9：近 20 年来世界乙烯新增产能（万吨） .....            | 15 |
| 图 10：长三角地区环氧乙烷价格走势（元/吨） .....            | 16 |
| 图 11：宜宾天原净利润率均高于三家 PVC 上市公司（%） .....     | 17 |
| 图 12：2009 年长三角地区 PVC 价格走势（元/吨） .....     | 18 |
| 图 13：1978-2008 年全球酶制剂市场容量（亿美元） .....     | 19 |
| 图 14：2002 年全球酶制剂各市场分布比例（%） .....         | 19 |
| 图 15：2007 年我国酶制剂各市场分布比例（%） .....         | 20 |

## 表格索引

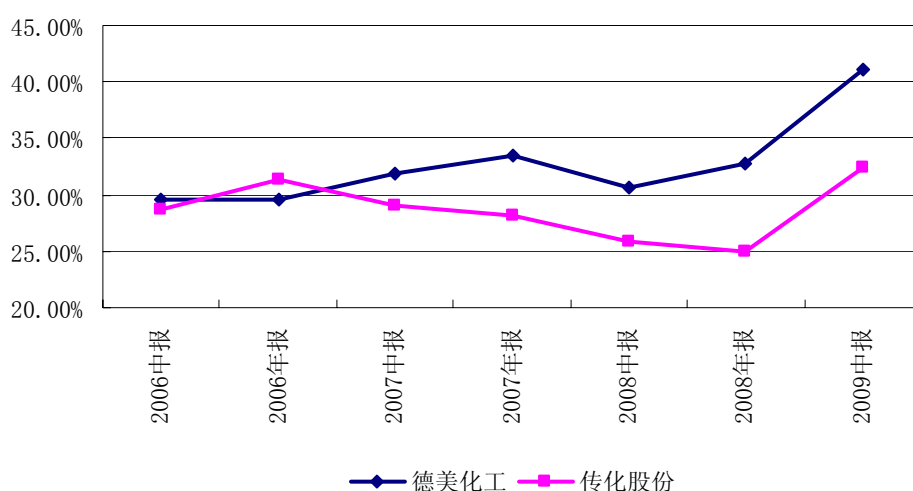
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 表 1：公司产业投资项目简介 .....              | 5  |
| 表 2：纺织助剂行业产品分类 .....              | 6  |
| 表 3：纺织助剂行业竞争格局 .....              | 6  |
| 表 4：聚氨酯硬泡发泡剂历史演化进程 .....          | 10 |
| 表 5：国内冰箱用环戊烷主要企业产能分布（万吨/年） .....  | 11 |
| 表 6：美龙环戊烷股权结构 .....               | 11 |
| 表 7：辽宁奥克产品产能及装置分布 .....           | 12 |
| 表 8：2009-2010 年多晶硅新增产能统计（吨） ..... | 13 |
| 表 9：2008 年世界各地乙烯产能统计（万吨、%） .....  | 16 |
| 表 10：我国酶制剂子行业竞争情况 .....           | 20 |
| 表 11：公司主营产品简介 .....               | 21 |
| 表 12：湖南尤特尔在纤维素酶制剂行业的国内地位 .....    | 22 |
| 表 13：公司盈利预测与投资评级（百万元、元/股） .....   | 22 |

## 一、公司主营业务简介

德美化工属于民营企业，主营产品纺织印染助剂、环戊烷，与传化股份并列为纺织印染助剂行业前两大龙头企业，但公司主要专注于毛利率较高的后整理剂，以差异化、个性化、高毛利率取胜，传化股份主要优势在于印染一体化、以量取胜；2007年公司剥离了毛利率较低、没有竞争优势的油墨和皮革化学品业务，专注于毛利率较高的纺化业务；2008年9月收购了美龙环戊烷55%股权对公司及美龙环戊烷发展都具有战略意义。

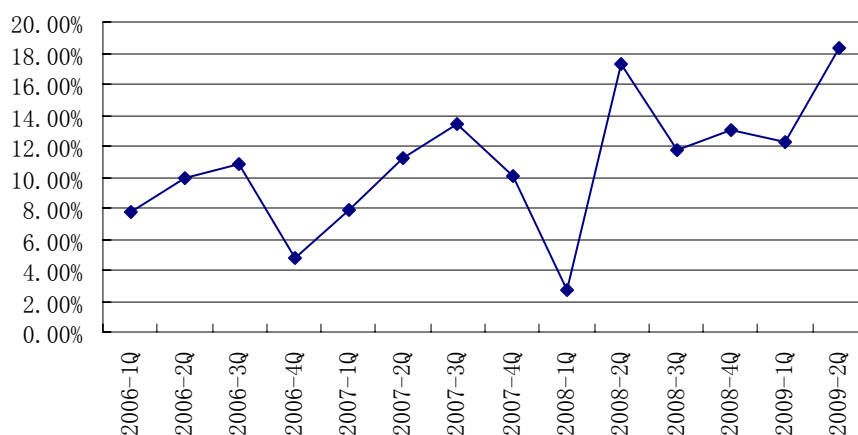
目前，公司两大主营产品为纺织助剂和环戊烷，分别约占公司总收入、总毛利润的80%和20%。公司两大主营产品的毛利率都非常高，均在40%以上，排除雪灾自然灾害影响，公司近几年季度净利润率均在10%以上。

图 1：德美化工与传化股份印染助剂毛利率走势对比（%）



数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

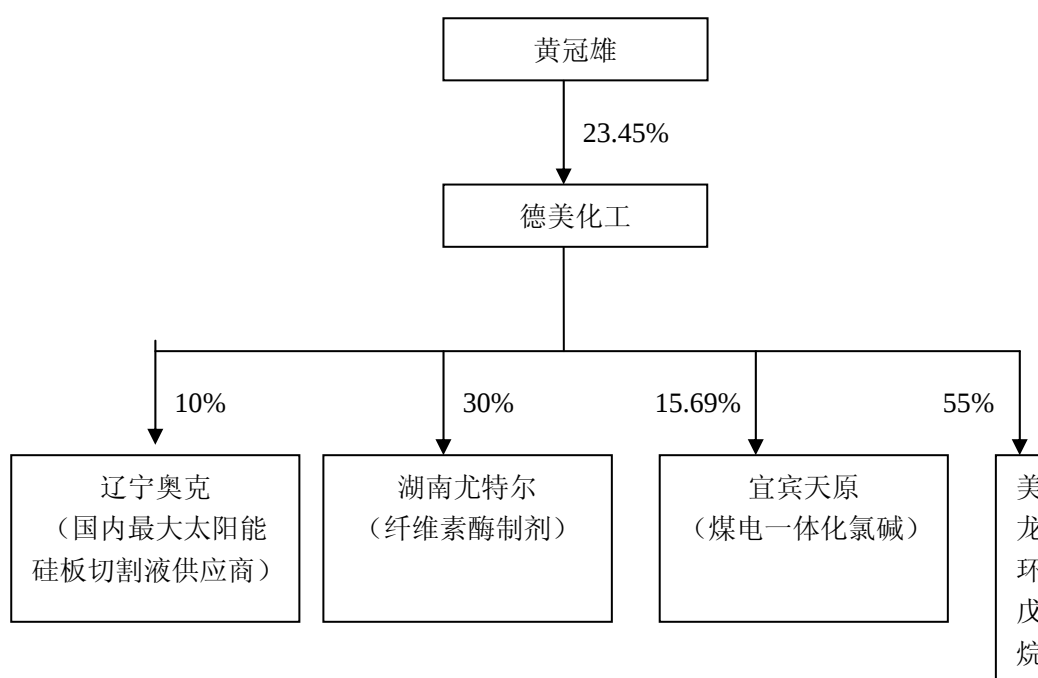
图 2：历史上公司单季净利润率大都在10%以上（%）



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

除了主营业务平稳增长外，公司的另外一大亮点就是产业投资项目的成功选择，2007年公司以较低成本分别参股了辽宁奥克、宜宾天原和湖南尤特尔三家公司。辽宁奥克和湖南尤特尔均是公司产业链上游企业，宜宾天原主营业务为氯碱，煤电一体化优势及长江水运成本优势非常明显。三家企业产品都在各自细分市场拥有明显优势：市场占有率较高、拥有产品定价权（市场相对成熟的氯碱行业除外）、产品盈利能力强、未来成长性较强，都是拟上市优质企业。2009年8月4日，国家环保局公布了《关于对辽宁奥克化学股份有限公司上市环保核查情况的公示》，8月14日已完成公示；宜宾天原地处四川，受地震影响，拥有上市绿色通道，我们认为其发行上市非常值得期待；尤特尔拥有小股本与高成长双重属性，值得长期关注。

图 3：公司组织结构图



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 1: 公司产业投资项目简介

| 公司   | 投资日期       | 持股比例   | 主营产品                                                                   | 备注                                                                       |
|------|------------|--------|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 辽宁奥克 | 2007-5-27  | 10%    | 环氧乙烷系列                                                                 | 为国内最大太阳能硅板切割液生产商，国内市场份额80%以上，具有光伏概念题材；受益4万亿投资，未来三年高性能减水剂用聚醚单体需求增长非常值得期待； |
| 宜宾天原 | 2007-7-31  | 15.69% | PVC产能52万吨、烧碱产能46万吨、环保水泥100万吨；在建项目投产后，将拥有PVC产能100万吨、烧碱产能80万吨、水泥产能200万吨。 | 煤电一体化优势及长江水运成本优势明显，即使08年底全行业亏损时仍保持盈利；                                    |
| 湖南尤特 | 2007-12-27 | 30%    | 1万吨纤维素酶制剂                                                              | 国内仅次于诺维信、杰能科的第三大纤维素酶制剂公司，正在向毛利率较高的饲料、食品、造纸用酶领域扩张；一旦一个新产品研发成功可带来业绩爆发式增长；  |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

总之，我们认为：依靠“内生性增长”及“外延式上下游扩张”两条腿走路，作为一家民营企业，目前公司正处于一个从小市值公司做大做强的关键转折时期，是一家值得长期重点关注的优质企业。

## 二、纺织印染助剂行业未来兼并收购概率较大、应给予行业较高估值

### （一）纺织助剂行业市场集中度较低、兼并收购为行业未来发展趋势

#### 1、行业产业链简介

纺织助剂行业属于化工子行业中的精细化学品行业，产品毛利率较高，行业产业链主要是前处理剂——印染助剂——后整理剂。其中，前处理剂主要用于织物上的各种杂质，以适应后道工序的需要，产品同质化程度较强，毛利率相对较低；印染助剂主要用于染整过程，起分散、匀染、固色等作用；后整理剂主要用于染色、印花后的织物，赋予织物所需的稳定手感和功能，能大幅改善面料性能，国外跨国公司也主要专注于此，较高技术壁垒导致后整理剂毛利率高于前处理剂。总之，纺织印染助剂主要是用来赋予纺织品某些特殊作用与功能，在纺织品成本中占比较小，但对提高纺织品附加值作用却非常大，是纺织品生产中不可或缺的重要原料，下游染整企业在采购时对产品性能的重视程度远远胜过对产品价格的敏感度。

表 2：纺织助剂行业产品分类

| 产品大类 | 主要品种                                                                   |
|------|------------------------------------------------------------------------|
| 前处理剂 | 特效去油灵、净洗剂、设备清洁剂、特效去油纱剂、精炼剂、渗透剂、酸碱量促进剂、针织精炼剂、氧漂稳定剂、氧化退浆剂、整合分散剂、皂洗剂、退浆酶； |
| 印染助剂 | 分散剂、匀染剂、固色剂、柔软剂、印花糊料、粘合剂等；                                             |
| 后整理剂 | 增白系列、防水系列、阻燃、抗静电、抗紫外线、吸附异味等；                                           |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 2、行业竞争格局：行业集中度较低、兼并收购为未来发展趋势

纺织化学品种子行业较多，国内没有权威的统计数据可以借鉴。据不完全统计资料显示，2002年我国纺织印染助剂产量仅为47万吨，折合销售额200多亿元；2007年时纺织印染助剂产量已增至90多万吨，折合销售额400多亿元，产量年均复合增长率10%以上。

行业集中度较低、规模以下企业数量较多。目前我国共有纺织印染助剂生产企业2000-3000家，产能合计160-170万吨，其中以民营企业为主，大部分分布在江苏、浙江、广东、上海、福建等东部沿海地区。其中，产能5万吨以上企业3家，分别为传化股份、德美化工、江苏联盛；1万吨以上9家，包括上海大洋、浙江江山富士特、中外合资企业广东汽巴精化、克莱恩化工(中国)有限公司、拜耳(中国)有限公司等；5000吨以上企业20家、2000吨以上企业40家，行业集中度较低、规模产量以下小企业较多。

表 3：纺织助剂行业竞争格局

| 主要公司        | 产能（万吨）       | 优势                                                |
|-------------|--------------|---------------------------------------------------|
| 传化股份        | 15-16万吨      | 专注于前处理剂，大众产品、毛利率相对较低，以量取胜；染助一体化优势；                |
| 德美化工        | 11-12万吨      | 专注于后整理剂，毛利率相对较高，以个性化、差异化取胜；                       |
| 产能5万吨以上企业   | 3家           | 传化股份、德美化工、江苏联盛                                    |
| 产能1万吨以上企业   | 9家           | 上海大洋、浙江江山富士特、合资企业广东汽巴精化、克莱恩化工(中国)有限公司、拜耳(中国)有限公司等 |
| 产能5000吨以上企业 | 20家          | —                                                 |
| 产能2000吨以上企业 | 40家          | —                                                 |
| 国际巨头        | 染助一体化、专注高端产品 | 汽巴精化、克莱恩、拜耳等；                                     |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

龙头企业市场占有率较低、未来兼并收购概率非常大。上文已提到，目前传化股份与德美化工为纺织印染助剂行业前两大龙头企业。其中，传化股份产品以前处理剂为主，产能合计15-16万吨；德美化工以毛利率较高的后整理剂为主，产能合计11-12万吨。按照现有统计数据计算，传化股份和德美化工的国内市场占有率分别约为8%和7%；但据业内经验人

士介绍，由于纺织印染助剂行业市场结构非常分散，规模以下企业数量占比较高，几千吨产能的小企业众多，两家龙头公司的实际市场占有率应该都在5%以下，即前两家公司合计市场占有率在10%以下，行业未来并购整合空间非常大。

此外，本轮金融危机导致许多不具规模优势的小企业纷纷倒闭，在纺织下游升级缓慢的大背景下，借助本轮金融危机余波进行横向并购整合是行业内龙头企业做大做强的绝佳机会，未来行业内前两家龙头企业合计市占率将在20-30%之间。据2007年统计数据显示，我国纺织印染助剂产量约为90多万吨，折合销售额400多亿元，假设市场总容量不变，即使市场占有率提高一个百分点，也将增厚公司业绩0.30元/股。在大容量市场兼并整合预期下，未来行业内龙头企业业绩弹性较高，应给予较高估值。

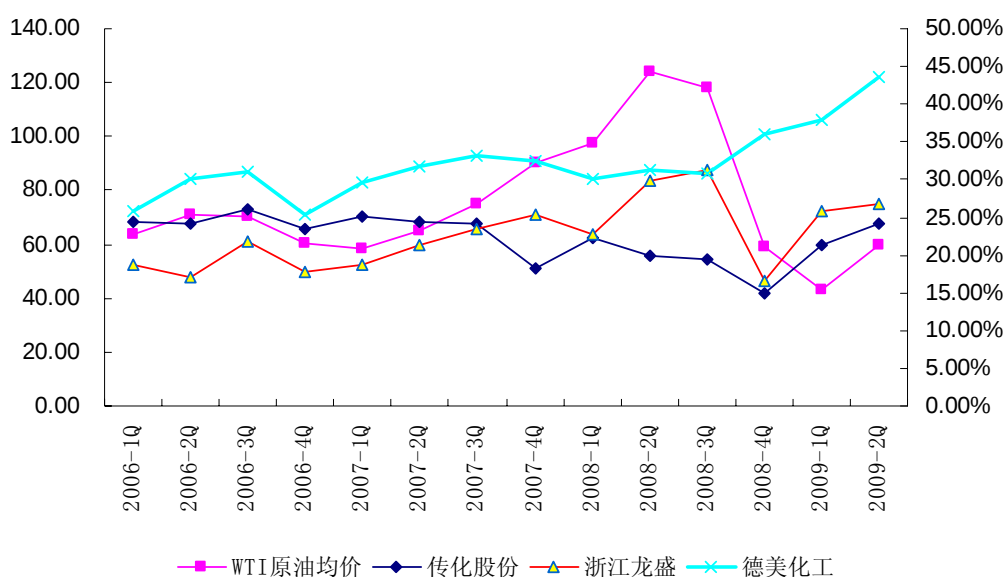
## （二）“小子行业+大下游行业”属性带来高成长性、应给予行业较高估值

纺织印染助剂行业与医药、农药类似，都属于精细化学品行业，我们认为应当给予较高估值：兼具防御性与高成长性。其中，防御性主要指企业应对经济危机的能力；高成长性主要指纺织印染助剂行业具有“小子行业+大下游行业”典型特征。作为一个精细化学品行业，纺织印染助剂行业下游直接面对的是市场容量巨大的纺织品行业，行业需求增长依赖于下游纺织品服装出口增长情况；但纺织品服装行业的一个轻微增长即可带来纺织印染助剂这个小子行业的巨大增长，企业市场份额一个百分点的扩大可带来企业业绩的爆发性增长，龙头企业弹性较高，应给予较高估值。

### 1、防御性——应对金融危机能力

精细化学品与大众化学产品不同，关键看产品配方，除了行业专业技术人才外，大部分人对产品都不太熟悉。去年四季度金融危机让广大投资者意识到了纺织印染行业的防御性特征，即由于下游刚性需求存在，上游原油等原材料价格下跌导致企业毛利大幅提升。

图 4：纺织印染上市公司综合毛利率与原油价格走势对比（%）



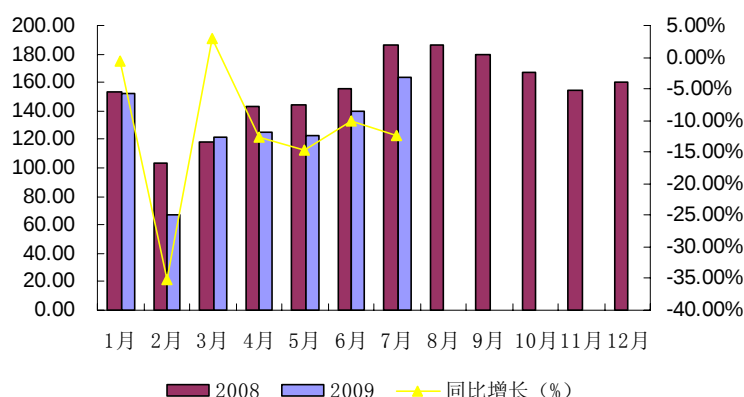
数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

## 2、“小子行业+大下游行业”属性带来高成长性、应给予行业较高估值

作为一个精细化学品行业，纺织印染助剂类似“印染味精”，下游直接面对的是市场容量较大的纺织品行业，行业需求增长严重依赖于下游纺织品服装出口增长情况，纺织品服装行业的一个轻微增长即可带来纺织印染助剂这个小子行业的巨大增长。伴随着工业化、城市化进程的加快，未来纺织品服装需求整体上呈上行趋势，外加纺织品服装的消费升级与纺织行业的产业结构调整，“小子行业+大下游行业”的典型特征决定了下游纺织品服装行业的轻微增长即可带来对上游需求的巨大增加，纺织印染助剂行业龙头企业未来成长性较大，应给予较高估值。

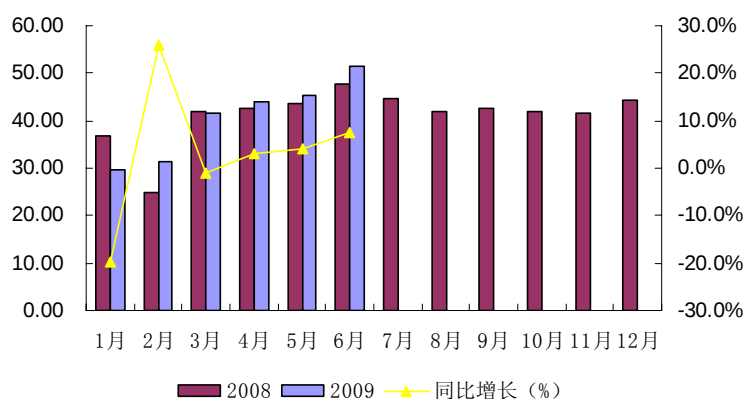
近期来看，由于金融危机对我国经济的最大打击是出口萎缩，但外围经济复苏带动最先复苏的必是出口行业，尤其是国际竞争力最强的纺织品服装出口。因此，我们认为，伴随着外围经济复苏及出口恢复，纺织印染助剂需求整体呈上行趋势。

图 5：纺织品服装月度出口金额及同比增长（亿美元、%）



数据来源：中国海关、广发证券发展研究中心

图 6：我国印染布产量及同比增长（亿米、%）



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

### 3、大幅提高下游纺织化学品附加值、产品不可或缺性应给予行业较高估值

上文提到，纺织印染助剂类似味精，它的下游非常广泛、市场容量较大、需求非常稳定，主要用来改善下游纺织化学品属性，如柔软度、舒适度、透气性、防水、阻燃等，在纺织品化学品中所占成本较小，但对提高纺织品附加值作用却非常大，是下游不可或缺的重要原材料，这也是该产品能够免受金融危机影响的主要原因，产品的“不可或缺性”、“不可替代性”决定了应给予行业较高估值。

## 三、环戊烷作为环保替代型发泡剂、未来发展前景向好

2008年9月公司收购美龙环戊烷55%股权，对公司及美龙环戊烷未来发展都具有战略意义。美龙环戊烷主要生产环戊烷、环异戊烷、正戊烷、异戊烷，用于冰箱、冰柜的保温材料及硬质PU泡沫的发泡剂。

### （一）未来5-10年环戊烷仍将继续为我国聚氨酯过渡性发泡剂最佳替代品种

发泡剂为聚氨酯硬泡组合聚醚生产过程中的一种重要原材料，与聚合MDI、聚醚多元醇、催化剂等其他原材料一起用于冰箱、冰柜、冷藏集装箱、冷链物流、管道保温、建筑外墙保温等领域。

聚氨酯硬泡发泡剂主要分为三代：氟利昂发泡剂CFC-11、过渡性发泡剂、环保第三代发泡剂。

其中，CFC-11（氟利昂发泡剂）是第一代发泡剂的典型代表，但由于氯氟烃（CFC）类发泡剂对臭氧层的破坏作用较大，根据“蒙特利尔协议书”，发达国家在1996年以前已全面禁用。我国政府于1989年和1991年分别加入了《保护臭氧层的维也纳公约》和《关于消耗臭氧层的蒙特利尔议定书》，并承诺于2010年停止生产、使用氟利昂等消耗臭氧层（ODS）的产品。产品实际进程为：2007年我国CFC发泡剂已完全淘汰，而国内较大的PU泡沫塑料生产厂家早于2005年就完成了对CFC的替代。

第二代发泡剂主要为过渡性发泡剂，HCFC-141b为其中最成熟品种，但氢氯氟烃（HCFC）类仍具有一定的臭氧消耗潜能（ODP）和温室效应潜能（GWP），只能作为一种过渡性发泡剂，必将被新的环保型发泡剂所取代。2003年底至2004年初，美国、日本、澳大利亚、新西兰等发达国家和地区已全面禁止冰箱制造企业生产、使用HCFC-141b发泡剂，家电行业HCFC-141b发泡剂的禁用时间被大大提前，按《蒙特利尔议定书》的规定，发达国家全面禁用时间为2020年，而发泡剂实际替代进程提前了16年；发展中国家最终淘汰时间为2040年，考虑到国家对环保的重视，实际替代进程被提前的可能性非常大。

第三代发泡剂主要是指臭氧消耗潜能（ODP）为零、温室效应潜能（GWP）较小的环境友好绿色发泡剂，目前主要包括水、液态CO<sub>2</sub>、戊烷系列、改性HFC发泡剂（液态，目前工业化生产的有HFC-245fa、HFC-365mfc两个品

种)。其中,全水发泡剂导热系数偏高、且对成本较高的聚合MDI消耗量较高,在下游冰箱企业推广不具成本优势;CO<sub>2</sub>自身导热系数较大,用它制得的聚氨酯硬泡保温性差、泡沫尺寸稳定性差;戊烷属于烷烃发泡剂,它们的ODP和GWP值均为0,属于环保型发泡剂,共有环戊烷、正戊烷、异戊烷三种。其中,环戊烷具有较低的导热系数和抗老化性能,正戊烷和异戊烷导热系数较大,很难单独使用;HFC-245fa及HFC-365mfc是目前发达国家已开始工业化生产的第三代发泡剂,其中HFC-245fa应用前景最广。

从上述可以发现,未来替代HCFC-141b过渡性发泡剂将主要在氧消耗潜能(ODP)为零、温室效应潜能(GWP)较小的环戊烷和氢氯氟烃(包括HFC-245fa和HFC-365mfc两个品种)之间选择,这两者都是很有前途的发泡剂。目前全球PU泡沫塑料生产与消费主要集中在欧洲、北美和亚太三个地区,受技术研发、冰箱企业发泡剂生产线、原材料可获得性、使用习惯等因素影响,在以德国为首的欧盟大量采用戊烷发泡剂;北美、日本则大量采用HFC-245fa发泡剂,除日本外的其它亚太国家及新西兰、澳大利亚等国家和地区大量采用环戊烷发泡剂,目前环戊烷发泡剂是国内外用量最大的一种冰箱发泡剂。

我国在发泡剂替代研究方面起步较晚,1997年首次引进环戊烷冰箱生产线,目前以过渡性的HCFC-141b及环戊烷发泡体系为主。其中,HCFC-141b主要是不具规模优势的中小企业采用;海尔集团、新飞集团、美菱集团、无锡松下、上海夏普、安徽博西华、长沙伊莱克斯等大型企业则主要采用环戊烷发泡剂;HFC-245fa和HFC-365mfc作为极有前途的环保发泡剂,国外相关技术开发已比较成熟,但国内尚处于起步阶段,虽然环保优势较强,但由于成本较高(HFC-245fa发泡剂价格是HCFC-141b发泡剂价格的5倍),我们认为未来5-10年内国内替代过渡性发泡剂HCFC-141b的最佳品种仍将以环戊烷为主,环戊烷未来市场成长空间最大。

表 4: 聚氨酯硬泡发泡剂历史演化进程

|     | 名称             | 品种                                                    | 特性                                                                                                                                            |
|-----|----------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第一代 | 氯氟烃<br>(CFC)   | CFC-11<br>(氟利昂发泡剂)                                    | 对臭氧层破坏较大,发达国家1996年全面禁用;我国2007年全部禁用;                                                                                                           |
| 第二代 | 氢氯氟烃<br>(HCFC) | HCFC-141b<br>(过渡性发泡剂)                                 | 臭氧消耗潜能(ODP)和温室效应潜能(GWP)较小,仅能作为一种过渡性发泡剂。2004年,欧盟、美国等发达国家已全面禁止冰箱制造企业生产、使用HCFC-141b发泡剂。按《蒙特利尔议定书》规定,发达国家全面禁用时间为2020年,提前16年;由于成本优势,目前广大发展中国家仍在采用。 |
| 第三代 | 环保发泡剂          | 水、CO <sub>2</sub> 、环戊烷、改性HFC发泡剂(HFC-245fa和HFC-365mfc) | 环戊烷和HFC-245fa最有前途:以德国为首欧盟国家大量采用环戊烷发泡剂;北美、日本则大量采用HFC-245fa发泡剂;由于HFC-245fa价格为HCFC-141b 5倍,未来5-10年在中国等发展中国家环戊烷应用前景最广。                            |

数据来源:广发证券发展研究中心

## （二）环戊烷行业竞争格局简介

环戊烷的生产开发主要以化工乙烯裂解副产C5为原料，经解聚、加氢等工艺获得高纯度环戊烷。据不完全统计资料显示，目前国内高纯度异戊烷、正戊烷、环戊烷及混合戊烷发泡剂生产企业共有30多家，合计生产能力15万吨左右。其中，供应家电行业发泡剂的大企业主要为顺德美龙环戊烷、北京东方亚科力化工两家，其余大部分企业装置较小、不具规模优势，不能与较大规模冰箱企业形成长期稳定战略合作伙伴关系。发泡剂虽然在单台冰箱中消耗量较小，但对冰箱保温性能、泡沫尺寸稳定性、内部容量大小等关键指标起着至关重要的作用，下游大型家电企业对环戊烷供应持续性的重视度远远胜过对价格的敏感度。

表 5：国内冰箱用环戊烷主要生产企业产能情况（万吨/年）

| 生产厂家          | 主要产品        | 产能（万吨/年）        |
|---------------|-------------|-----------------|
| 东方亚科力化工科技有限公司 | 环戊烷、正戊烷、异戊烷 | 2.2（其中环戊烷0.7万吨） |
| 顺德美龙环戊烷化工有限公司 | 环戊烷、正戊烷、异戊烷 | 2.6（其中环戊烷1.0万吨） |

数据来源：《电器》、广发证券发展研究中心

## （三）公司对环戊烷上游资源控制力较强

环戊烷的生产开发主要以化工乙烯裂解副产C5为原料，经解聚、加氢等工艺获得高纯度环戊烷。美龙环戊烷的生产基地在吉林，依托东北丰富的石油资源，公司环戊烷生产所需的原料C5烯烃主要由中石油吉化等大型石化企业提供，原料的供应及质量都非常有保障，由于属于与中石油合资企业，公司原材料采购具有成本优势。

表 6：美龙环戊烷股权结构

| 股东名称        | 股权性质 | 出资额（万元） | 持股比例（%） |
|-------------|------|---------|---------|
| 德美化工        | 法人股  | 880     | 55%     |
| 吉林化学公司龙山化工厂 | 法人股  | 320     | 20%     |
| 黄冠雄         | 个人股  | 192     | 12%     |
| 林景恩         | 个人股  | 160     | 10%     |
| 武洪文         | 个人股  | 48      | 3%      |
| 合计          | —    | 1600    | 100%    |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 四、辽宁奥克：我国未来环氧乙烷精细化学品龙头

2007年5月27日，公司以1500万元投资辽宁奥克10%股权，向上游延伸产业链。辽宁奥克集团以辽宁奥克集团股份有限公司为母公司，以辽宁奥克化学股份有限公司为最大子公司和拟上市公司，公司自设立以来主要从事太阳能光伏电池用多晶硅切割液、高性能混凝土减水剂用聚醚单体等环氧乙烷衍生精细化工新材料的生产和销售，是国内最大的环氧乙烷衍生精细专用化学品高新技术产业集团。公司2006-2008年的净利润分别为1566

万元、3371万元、9300万元，过去两年净利润增长率超过100%，2009年上半年净利润高达8087.37万元，公司未来成长性广阔。

辽宁奥克主要以环氧乙烷为主要原料，以多晶硅切割液和高性能混凝土减水剂用聚醚单体等环氧乙烷衍生精细新材料产品为主导，以光伏行业和混凝土外加剂行业为主要目标市场，具有“光伏题材概念”和“基建题材概念”。从环保公司可以看出，公司募投项目及太阳能多晶硅切割液及环氧乙烷下游附加值更高的衍生精细化工产品为主，辽宁奥克目前已成为国内最大的环氧乙烷衍生精细化学品生产基地，未来成长性非常值得期待。

表 7：辽宁奥克产品产能及装置分布

| 企业名称         | 所在地    | 项目情况                                                            | 与母公司关系 | 备注   |
|--------------|--------|-----------------------------------------------------------------|--------|------|
| 辽宁奥克化学股份有限公司 | 辽宁省辽阳市 | 年产 8000 吨高效稠油破乳剂<br>及年产 15000 吨聚乙二醇<br>年产 3 万吨聚乙二醇型多晶硅<br>切割液项目 | 母公司    | 募投项目 |
| 吉林奥克化学有限公司   | 吉林省永吉县 | 年产 8000 吨醇醚系列产品                                                 | 全资子公司  |      |
| 吉林奥克新材料有限公司  | 吉林省吉林市 | 年产 8 万吨环氧乙氧基化系列产品                                               | 全资子公司  |      |
| 奥克化学扬州有限公司   | 江苏省扬州市 | 年产 3 万吨太阳级硅切割液                                                  | 全资子公司  | 募投项目 |
| 南京扬子奥克化学有限公司 | 江苏省南京市 | 年产 8 万吨环氧乙烷衍生精细<br>化学品项目                                        | 控股子公司  | 募投项目 |

数据来源：环保局、广发证券发展研究中心

### （一）多晶硅切割液市场占有率高达80%、具有光伏题材概念

辽宁奥克为全球最大的太阳能硅板切割液供应商，目前国内市场占有率高达80%，具有产品自主定价权；江西赛维等国内较大的太阳能厂商都为其主要客户。

多晶硅切割液是聚乙二醇和复配组分混合而成的产品，是目前市场上主导切割液。聚乙二醇型多晶硅切割液产品无毒、无刺激性，具有良好的水溶性，并与许多有机物组分有良好的相容性。在切割使用性能方面，该产品以其高悬浮、高润滑、高分散和高冷却等特性将碳化硅等切割磨料均匀的附着在切割钢丝线上，并通过钢线快速的运动来带动磨料从而实现对多晶硅、单晶硅的切割成片加工。多晶硅切割液是光伏发电产业中必不可少辅助生产材料，具有光伏题材概念。

表 8：2009-2010 年多晶硅新增产能统计（吨）

| 公司名称    | 2008 年产能 | 2009 年新增产能 | 2010 年新增产能 |
|---------|----------|------------|------------|
| 深圳南玻    | 0        | 1500       | 0          |
| 亚洲硅业    | 0        | 1000       | 0          |
| 江西赛维    | 1000     | 2500       | 2500       |
| 宁夏阳光    | 0        | 1500       | 0          |
| 江苏顺大    | 0        | 3000       | 0          |
| 江苏中能    | 3000     | 2000       | 5000       |
| 四川超磊    | 0        | 1500       | 0          |
| 特变电工    | 0        | 0          | 1500       |
| 陕西天宏    | 0        | 0          | 1250       |
| 大陆多晶硅   | 0        | 1250       | 1250       |
| 唐山硅业    | 0        | 500        | 500        |
| 神舟硅业    | 0        | 1000       | 500        |
| 江苏大全    | 1500     | 2650       | 0          |
| 新光硅业    | 1260     | 0          | 6000       |
| 通威股份    | 500      | 500        | 0          |
| 洛阳中硅    | 3000     | 0          | 0          |
| 峨嵋半导体   | 500      | 2625       | 375        |
| 国电宁夏太阳能 | 0        | 0          | 1250       |
| 江西通能    | 0        | 500        | 0          |
| 硅能硅材料   | 0        | 3000       | 0          |
| 麦克斯新能源  | 0        | 125        | 375        |
| 永旺多晶硅   | 300      | 300        | 0          |
| 丹阳海润    | 0        | 750        | 750        |
| 棱光实业    | 40       | 0          | 0          |
| 齐星晶星    | 167      | 333        | 0          |
| 协成硅业    | 0        | 0          | 1000       |
| 晶湛科技    | 300      | 0          | 0          |
| 盛吉硅业    | 0        | 1000       | 1000       |
| 潞安集团    | 0        | 0          | 5000       |
| 天津胜宝旺   | 0        | 0          | 0          |
| 河南讯天宇   | 0        | 1000       | 1500       |
| 江苏特华    | 0        | 500        | 0          |
| 产能合计    | 11567    | 29033      | 29750      |

数据来源：广发证券发展研究中心

按生产工艺进行分类，多晶硅切割液的生产工艺可分为传统间歇釜式工艺、管式连续工艺、Press喷雾式工艺、回路新技术四大类。奥克股份在充分消化吸收国外工艺技术基础上，创新发展的外循环喷雾乙氧基化工工艺具有气液接触面积大、聚合速度快、产品分子量分布窄、三废少、产能利用高等特点；且2007年公司成功解决了切割液的回收再利用难题，并开始在国内多晶硅切割厂附近建设切割液回收再利用装置，资源循环利用大大降低了生产成本。

据最新统计数据显示，2008年我国多晶硅产能约为1.16万吨，

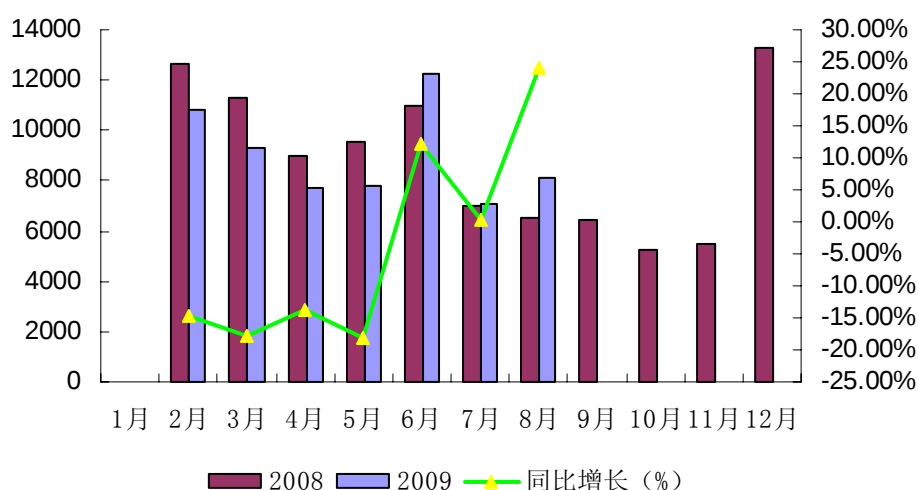
2009-2010年我国多晶硅产能将分别增至4.06万吨、7.04万吨，2009-2010年为我国多晶硅产能集中投放期，这将显著带动对多晶硅切割液的需求。最新统计数据也显示，2007年我国对聚乙二醇的需求量为3万吨，2008年对聚乙二醇的需求量约为6万吨，预计2009-2010年对聚乙二醇的需求量将分别增至12万吨、20万吨。

## （二）高性能减水剂用聚醚单体受益“4万亿基建投资效应体现”和“房地产新开工面积”上升、为公司未来业绩新增长点

高性能减水剂用聚醚单体主要以环氧乙烷为主要原材料，是混凝土用减水剂的主要原材料，公司是国家聚羧酸型高性能减水剂聚醚单体工业标准的起草单位。

在9月4日刚召开的“中国水泥上市公司年会”上，大部分与会代表一致认为，继2008年11月推出4万亿投资后，2009年上半年国家基建投资项目仅停留于项目论证、土地征用、开发、设计阶段，对水泥需求的拉动在2009年下半年才可以体现。房地产新开工情况也面临同样情况，随着房地产市场销售回暖、主要房地产商信心缓慢恢复，只有到2009年5、6月份，房地产企业才决定增加房地产计划新开工面积。按正常施工周期计算，经过3-4个月的前期准备，房地产新开工面积对水泥的拉动作用也将在今年下半年开始显现。

图 7：国内房地产月度新开工面积及同比增长（万平方米、%）



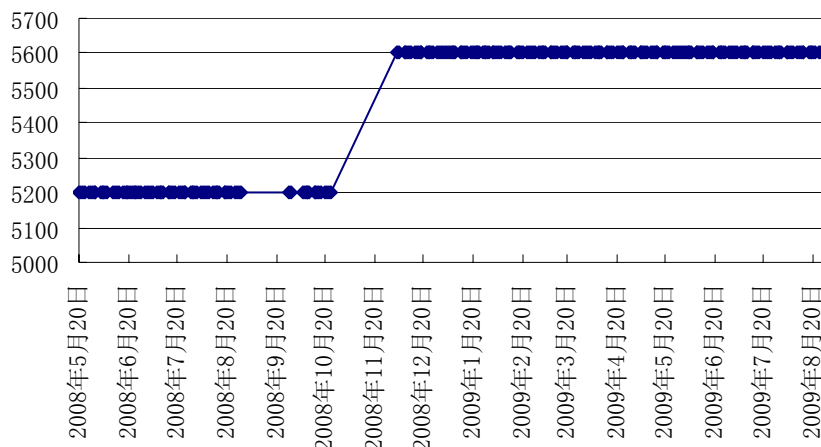
数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

从图中可以看出，5月份我国房地产新开工面积仅为7815.45万平方米，同比减少18.21%；而从6月份开始，房地产新开工面积同比数据已转正；8月份房地产新开工面积1581.63万吨，同比增长24.19%。

受4万亿基建投资拉动，公司高性能减水剂用聚醚单体自2008年底至目前的销售情况非常好。公司2008年净利润为9300万元，而2009年上半年净利润已高达8087.37万元，约占去年全年总利润的87%。由于国家4万亿投资的真正效应在今年下半年才开始体现，且5-6月份主要地产公司开始大幅增加房地产计划新开工面积，我们预计公司高性能减水剂用聚醚单体今年下半年及明年的需求量可能大大超出市场预期。目前，公司减水剂市场占有率仅为20%左右，主要占据日本、韩国等跨国公司退出后的高端市

场；凭借原材料优势，我们认为未来公司减水剂用聚醚单体极有可能复制多晶硅切割液模式，将市场占有率提至50%以上。

图 8：山东莱芜汶河化工 FDF-A I 高效减水剂市场价格走势（元/吨）



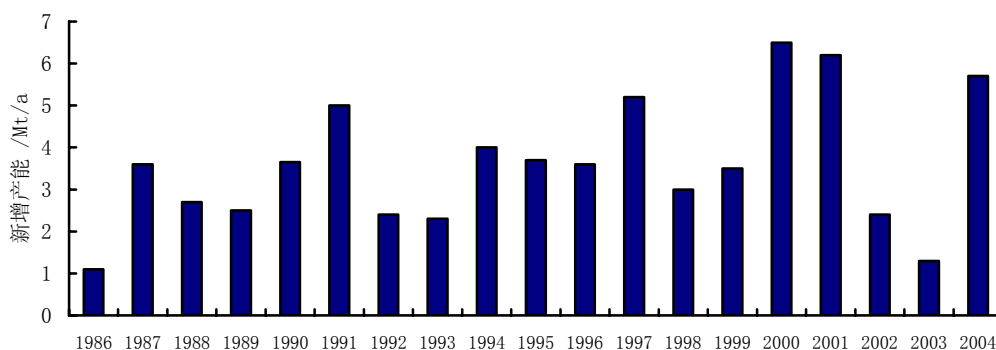
数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

### （三）2010年原材料环氧乙烷价格大幅上升概率较小

公司太阳能硅板切割液、高性能减水剂用聚醚单体等主营产品的原材料主要为环氧乙烷。环氧乙烷主要为石化基础产品，主要原材料为乙烯。，目前，公司环氧乙烷主要来自吉林石化、辽宁石化、扬子石化、茂名石化等等大石化企业，与大石化企业保持了较好的战略合作伙伴关系，环氧乙烷原料采购具有成本优势。

明年，中东将有至少1000万吨新建乙烯产能投产、200万吨新建环氧乙烷及乙二醇投产，受进口冲击，我们认为明年中石油、中石化环氧乙烷价格大幅上涨概率较小，辽宁奥克产品毛利率可能大幅提升、盈利能力可能超出市场预期。

图 9：近20年来世界乙烯新增产能（万吨）



数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

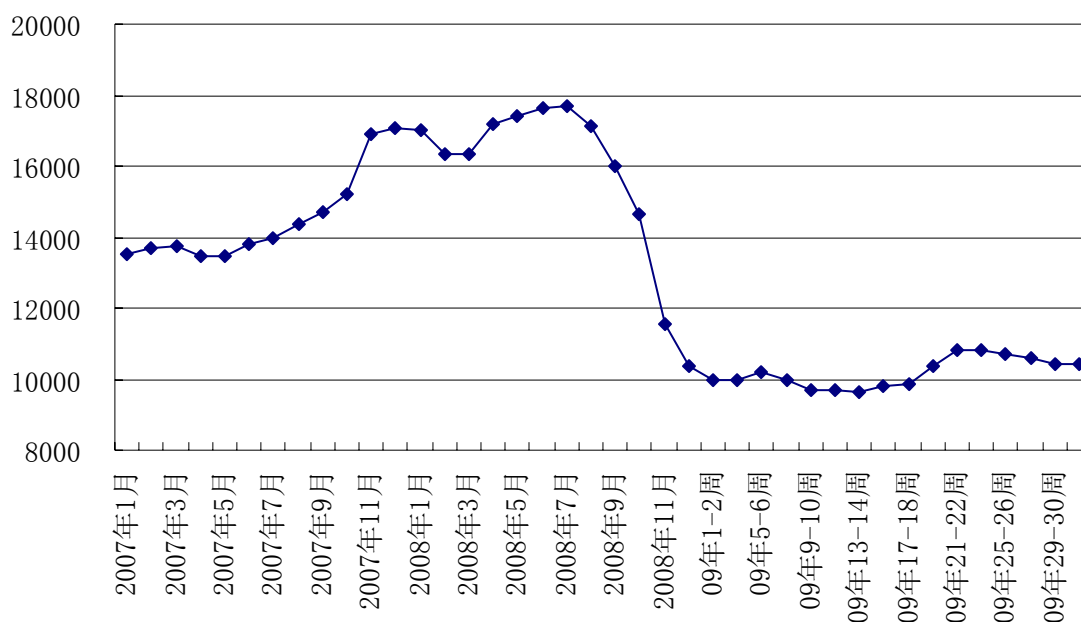
表 9：2008 年世界各地乙烯产能统计（万吨、%）

|       | 2009-1-1 | 2008-1-1 | 增加值    | 同比增长   |
|-------|----------|----------|--------|--------|
| 北美    | 3540.7   | 3570.8   | -30.1  | -0.84% |
| 亚太地区  | 3336.2   | 3300.2   | 36     | 1.09%  |
| 西欧    | 2491.8   | 2492.8   | -1     | -0.04% |
| 中东和非洲 | 1931.2   | 1234.2   | 697    | 56.47% |
| 东欧    | 857.1    | 851.2    | 5.9    | 0.69%  |
| 南美    | 508.4    | 508.35   | 0.05   | 0.01%  |
| 总产能合计 | 12665.4  | 11957.55 | 707.85 | 5.92%  |

数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

如图9所示，进入21世纪后，每年全球乙烯新增产能大约维持在200-600万吨之间。而据最新统计数据显示，2007年全球乙烯新增产能仅为200万吨，而2008年全球乙烯新增产能已增至700万吨，预计2009年全球将新增乙烯产能1000万吨以上，届时全球乙烯产能将增至14500-14800万吨之间，而乙烯需求将保持在11500-12000万吨之间，过剩乙烯产能约2800-3500万吨，明年乙烯及环氧乙烷价格大幅上涨概率较小。

图 10：长三角地区环氧乙烷价格走势（元/吨）



数据来源：中国海关、广发证券发展研究中心

此外，奥克“十一·五”规划确定了“建设年产15万吨环氧乙烷精深加工产业基地，发展成为有国际竞争力的大型环氧乙烷衍生精细专用化学品产业基地和客户价值的创造者”的战略定位，确定了“保持50%销售增长率、2008年销售10亿元、实现公司上市和建立国家级企业技术中心，2010年实现15万吨环氧乙烷衍生产品和30亿元产值销售”的战略目标。

2009年8月4日，国家环保局公布了《关于对辽宁奥克化学股份有限公司上市环保核查情况的公示》，8月14日已完成公示。可见，公司正在按照“十一·五”规划稳步发展，未来成长性巨大。关于辽宁奥克的详细内

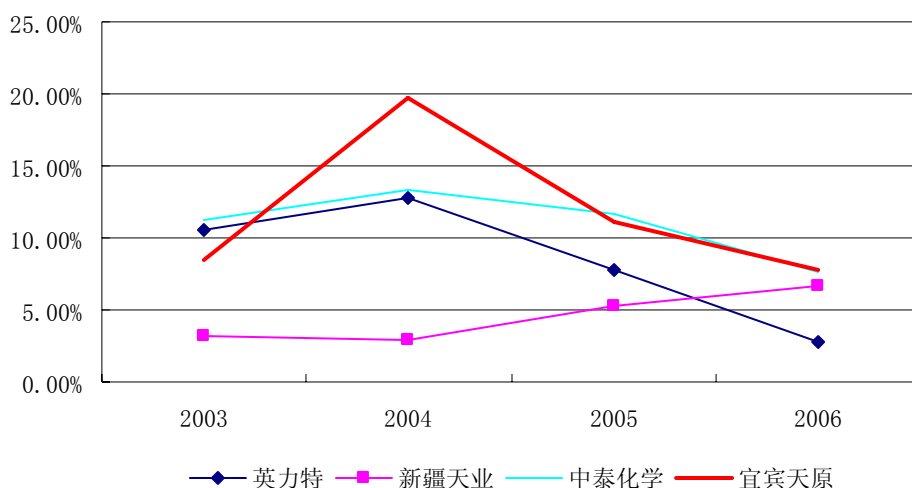
容可参见《辽宁奥克化学股份有限公司上市环境保护核查技术报告》。

## 五、宜宾天原：煤电一体化优势明显、西南地区最大氯碱企业

2007年7月11日，公司以1.05亿元收购宜宾天原8.04%股权；2007年增资扩股后，合计约占宜宾天原总股份的15.69%。宜宾天原成立于1944年，增资扩股后，目前注册资本将近3亿元。宜宾天原是一家集氯碱化工、精细化工、建筑材料、造纸产业于一体的企业，主营产品PVC、烧碱、水合肼、ADC发泡剂、三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、水泥、林产化工等，拥有煤电一体化优势及长江水运优势，是我国西南地区最大氯碱生产企业。目前，拥有PVC产能52万吨、烧碱产能46万吨、环保水泥100万吨。募投项目投产后，将拥有PVC产能100万吨、烧碱产能80万吨、水泥产能200万吨。宜宾天原2007-2008年净利润分别为27639.19万元、19048.05万元，受四季度金融危机影响，2008年净利润略有下降，在原油价格上涨预期下，公司下半年及明年业绩可能超出市场预期。

宜宾天原地处四川省宜宾市，周围煤、卤水资源丰富，公司自己拥有煤矿和小水电厂，对上游原材料拥有控制优势。对氯碱企业来说，拥有煤电一体化优势的企业等于锁定了成本。公司2003-2006年净利润率分别为8.41%、19.67%、11.15%和7.77%，均高于同期英力特、新疆天业、中泰化学三家PVC上市公司的净利润率。2008年底，在全行业亏损下的情况下，公司仍能保持赢利，足以体现公司的成本优势。

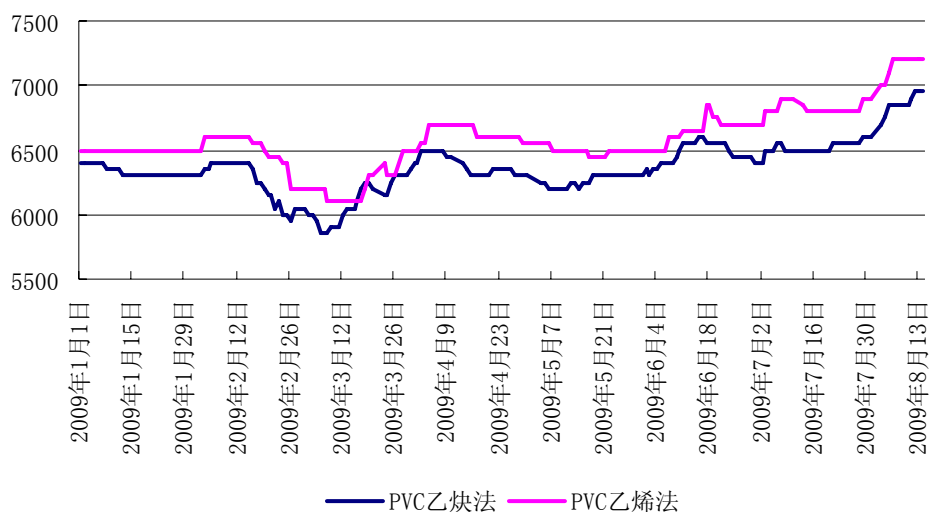
图 11：宜宾天原净利润率均高于三家PVC上市公司（%）



数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

后市来看，在全球经济复苏大背景下，原油价格震荡上行已达成共识，因此，我们认为宜宾天原下半年及明年业绩超出市场预期的概率较大。

图 12：2009年长三角地区PVC价格走势（元/吨）



数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

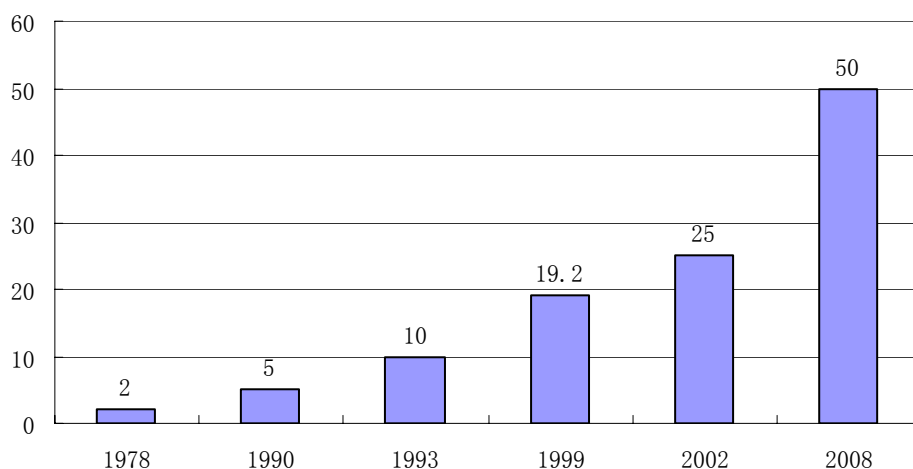
## 六、湖南尤特尔：仅次于诺维信、杰能科的第三大纤维素酶制剂公司

2007年12月27日，公司以3930万元收购湖南尤特尔600万股，约占尤特尔总股本的30%。湖南尤特尔生化有限公司成立于2000年11月，为中外合资有限责任公司，目前注册资本2000万元，主要生产纤维素酶制剂。公司地处湖南省岳阳市云溪区工业园区，占比80亩，该工业园区是“湖南省唯一一家精细化工产业基地”。公司2007-2008年的净利润分别为1763.66万元、2658.97万元，净利润增长率高达50.76%。而2009年上半年净利润则高达2236.13万元，我们预计公司2009年净利润增长率可能高达100%，公司未来成长性较强，而股本较小，发展前景广阔。

### （一）酶制剂行业简介

酶制剂作为商品已有100多年历史，20世纪50年代之前发展速度一般，60-70年代伴随着发酵技术和菌种选育技术的进步及“代酶法”生产果葡糖浆获得成功带动淀粉深加工工业的兴起，工业酶制剂需求开始激增，使酶制剂行业出现重大转机。使用酶制剂可节约成本、改善产品品质、减少环境污染，因而引起人们广泛重视。70年代之后，世界酶制剂市场开始迅速增长，销售额从1978年的不到2亿美元激增至2002年的25亿美元，目前酶制剂市场容量大约50多亿美元。

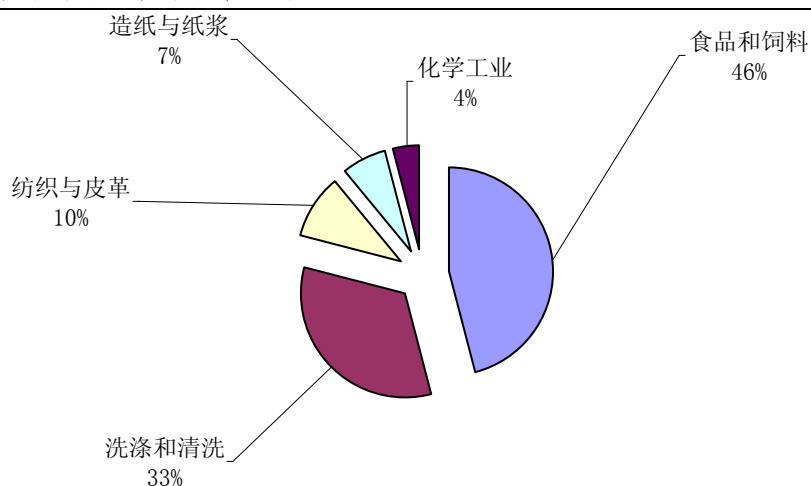
图 13: 1978-2008年全球酶制剂市场容量（亿美元）



数据来源：广发证券发展研究中心

目前已发现的酶制剂约5000多种，其中已经利用的有150种，工业生产的约60多种，而大量生产的只有20多种，仅占已发现酶总量的0.4%。

图 14: 2002年全球酶制剂各市场分布比例（%）



数据来源：广发证券发展研究中心

### 1、酶制剂跨国公司

20世纪80-90年代国际上尚有几十家知名酶制剂企业，近年来经过兼并收购，目前跨国酶制剂公司主要有两家：丹麦的诺维信和杰能科（已被丹麦的丹尼斯科公司收购），2007年两家公司的销售收入分别约为15亿美元和5亿美元。

### 2、我国酶制剂行业竞争格局

我国酶制剂工业始于20世纪50年代，1965年无锡酶制剂厂成立，标志着我国酶制剂工业进入一个全新领域；70年代我国已开设酶制剂厂近20家；随着改革开放及外资引入，国际酶制剂巨头诺维信、杰能科等公司陆

续进入我国独资或合资办厂。

目前，我国约有酶制剂生产企业约100家，均为中小型企业，其中前20家企业产量约占我国酶制剂总产量的85%，行业集中度较高。目前，我国酶制剂企业实现工业化生产的酶约有20多种。其中，糖化酶、淀粉酶、蛋白酶等三大类酶全国90%企业均有生产，竞争激烈；木聚糖、纤维素酶、植酸酶受菌种技术门槛限制，生产厂家较少，企业效益较好。

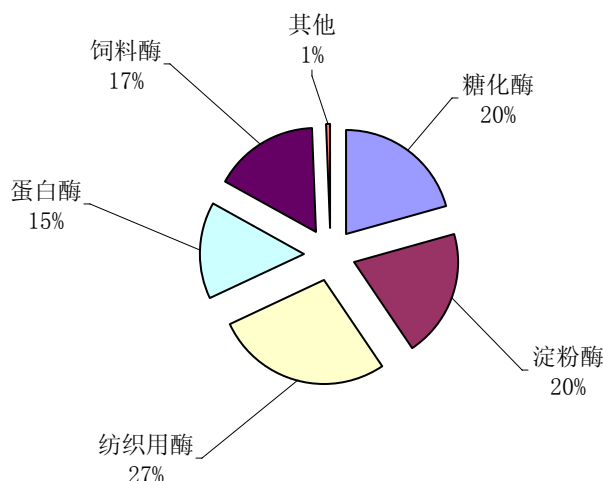
表 10：我国酶制剂子行业竞争情况

| 酶制剂种类        | 子行业情况                                   |
|--------------|-----------------------------------------|
| 糖化酶、淀粉酶、蛋白酶  | 全国90%酶制剂企业均有生产，竞争激烈、规模小、效益差；            |
| 木聚糖、纤维素酶、植酸酶 | 近5年增长最快品种，受菌种技术门槛限制，生产厂家较少，竞争缓和，企业效益较好； |

数据来源：广发证券发展研究中心

2002年，我国酶制剂总量约35万吨；2006年我国酶制剂市场容量已增至20亿元。其中，世界酶制剂巨头诺维信与杰能科等的销售收入为10亿元，国内企业销售收入10亿元，各占半壁江山。

图 15：2007年我国酶制剂各市场分布比例（%）



数据来源：广发证券发展研究中心

## （二）纤维素酶制剂行业简介

### 1、纤维素酶性能简介

纤维素酶是讲解葡萄糖的一组酶的总称，外观为灰白色无定形粉末或液体，是一类由纤维素酶、半纤维素酶、果胶酶、蛋白酶和木聚糖酶等组成的复合酶，具有讲解纤维素和崩溃植物及其果实细胞壁的功能。

用纤维素酶可将纤维素的分子链切断，使其转化为葡萄糖。除可供发酵进一步转化为蛋白、脂肪供人们食用并作畜禽饲料外，还可作为生产酒精、丁醇、柠檬酸、谷氨酸、甘油等的碳源，这对于提高粮食利用率具有十分重要意义。纤维素酶的应用，目前已进入食品、饲料、纺织、化工、造纸、医药、石油开采等工业领域。

## 2、我国纤维素酶行业竞争格局

目前，我国纤维素酶占酶制剂总量的比例并不高，但近年来发展迅速。除跨国公司诺维信和杰能科之外，我国纤维素酶制剂企业共有5家，目前，湖南尤特尔纤维素酶制剂总产量将近1万吨，据称比另外四家产量总和还要大，占有绝对市场控制地位。

### （三）湖南尤特尔简介

湖南尤特尔生化有限公司成立于2000年11月，为中外合资有限责任公司，目前注册资本2000万元，主要生产纤维素酶制剂。公司地处湖南省岳阳市云溪区工业园区，占比80亩，该工业园区是“湖南省唯一一家精细化工产业基地”。

目前，湖南尤特尔在国内已成为仅次于诺维信、杰能科的第三大纤维素酶制剂公司，年产酶制剂近千万吨。2001年被认定为湖南省高新技术企业，2004年被评定为全国酶制剂行业重点生产企业。目前，公司在美国加州拥有研发机构，上海研发机构目前正在建设中，每年研发投入占销售总收入的比例在15%以上。

成立之初，湖南尤特尔主要专注于纺织行业用水洗用纤维素酶，目前市场占有率高达6%；近年来随着纺织行业用酶市场竞争的加剧，公司开始向毛利率更高的饲料、食品、造纸用酶等新领域发展，目前公司在国内饲料用酶领域已处于领先地位，市场占有率高达10%；未来公司将继续扩大毛利率更高的食品用酶市场份额。

未来，一方面，国际酶制剂巨头诺维信等将主要专注于生物酶、食品酶而逐渐淡出纺化酶市场，尤特尔纺化酶市场份额有望继续扩大；另一方面，饲料、食品、造纸用酶等新领域将成为公司未来业绩新的增长点。由于公司产品毛利率较高，维持在50%以上，净利润率维持在23%-36%之间，一旦研发出新的生物菌种，可能会给公司业绩带来爆发性增长，未来成长性巨大，值得重点关注。

表 11：公司主营产品简介

| 业务领域 | 销售渠道 | 说明                                                        |
|------|------|-----------------------------------------------------------|
| 纺织   | 分销   | 公司最初业务：广东为直销、90%以上分销；                                     |
| 饲料   | 直销   | 2003 年进入：饲料用酶能降解细胞壁、提高饲料利用率，该领域利润率更高、发展较快，2010 年有望超过纺织用酶； |
| 食品   | 直销   | 2005 年进入：目前有面粉烘焙用酶、啤酒用酶，该领域产品更高端、利润率更高；                   |
| 造纸   | 直销   | 2006 年进入：造纸用酶可提高纸浆漂白度、降低氯化物用量及降低纸浆粘度，提高产品质量；毛利率较高；        |

数据来源：广发证券发展研究中心

表 12：湖南尤特尔在纤维素酶制剂行业的国内地位

| 业务领域 | 市场地位 | 占有率 | 备注                                       |
|------|------|-----|------------------------------------------|
| 纺织   | 第三位  | 6%  | 诺维信、杰能科分别为第一、第二位，尤特尔产品主要为水剂，性价比较高；       |
| 饲料   | 第三位  | 10% | 珠海溢多利、无锡丹尼斯科分别为第一、第二位，尤特尔产品在成本和性能上有一定优势； |
| 食品   | —    | 1%  | 尤特尔烘焙酶有一定优势，啤酒酶被诺维信和北京夏盛垄断。              |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 七、盈利预测与投资评级

盈利假设如下：

- 1、假设外围经济复苏、下游纺织品服装出口环比逐渐转好；
- 2、假设公司2009-2011年的收入增长率分别为10%、20%、19%；假设公司2009-2011年的综合毛利率分别为39%、37%、36%；
- 3、辽宁奥克、宜宾天原按照权益法估值，暂不考虑辽宁奥克、宜宾天原IPO成功可能给公司股价带来的市盈率溢价。一旦IPO成功，原则上一般不再按照收益法来计算参股公司的投资贡献，而是按照市值法计算参股公司对德美化工的股价贡献。因此，参股公司IPO成功带来的市盈率溢价可能大幅提升德美化工目标价格。

表 13：公司盈利预测与投资评级（百万元）

|          | 2008   | 2009E  | 2010E   | 2011E   |
|----------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入     | 872.58 | 959.84 | 1161.41 | 1382.16 |
| 营业成本     | 592.31 | 575.90 | 731.69  | 884.58  |
| 营业税金及附加  | 5.25   | 5.76   | 6.39    | 8.29    |
| 营业费用     | 67.66  | 76.79  | 88.27   | 110.57  |
| 管理费用     | 73.91  | 95.02  | 98.72   | 124.39  |
| 财务费用     | 30.93  | 25.00  | 25.00   | 25.00   |
| 资产减值损失   | 5.32   | 3.00   | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动收益 | 0.00   | 0.00   | 0.00    | 0.00    |
| 投资净收益    | 43.49  | 57.60  | 80.13   | 112.35  |
| 营业利润     | 140.70 | 235.97 | 291.48  | 341.67  |
| 营业外收入    | 1.43   | 1.70   | 4.00    | 4.00    |
| 营业外支出    | 2.15   | 1.00   | 0.00    | 0.00    |
| 利润总额     | 139.97 | 236.67 | 295.48  | 345.67  |
| 所得税      | 20.63  | 40.42  | 50.47   | 59.04   |
| 净利润      | 119.35 | 196.25 | 245.01  | 286.63  |
| 少数股东损益   | 21.10  | 34.20  | 42.70   | 49.95   |
| 归属母公司净利润 | 98.25  | 162.05 | 202.31  | 236.68  |
| EPS（不除权） | 0.73   | 1.21   | 1.51    | 1.77    |
| EPS（除权后） | 0.46   | 0.76   | 0.94    | 1.11    |

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

基于以上假设，我们预测公司2009-2011年EPS（不除权）分别为1.21元、1.51元、1.77元，除权后分别为0.76元、0.94元、1.11元。按照目前股价19.17元（除权后）计算，对应的动态市盈率分别为25.56倍、20.39倍和17.27倍。我们认为目前纺织印染行业估值偏低，原因主要基于以下三点：一是纺织印染助剂行业未来发展趋势为兼并收购，即使公司市场份额扩大一个百分点对公司业绩提升将非常明显，公司未来弹性较大；二是“小子行业+大下游行业”属性决定了下游纺织品行业的轻微增长可带动对纺织印染助剂需求的巨大增长；三是纺织印染助剂主要用来改善纺织品性能，在下游企业中成本占比较小，但对提高纺织品附加值作用却非常大，是纺织品不可或缺的重要原材料。考虑到公司的高业绩弹性及参股公司（尤其是辽宁奥克与湖南尤特尔）的高成长性，我们以2010年业绩0.94元/股（除权后）为基准，认为可给予30倍市盈率，一年内目标价28.20元，还存在40%上涨空间，给予“买入”评级。

## 八、风险提示

- 1、外围经济恢复进度低于预期的风险；
- 2、纺织品服装出口回暖进度低于预期的风险；
- 3、石油价格大幅上涨的风险。

## 财务报表附注

表 14: 资产负债表预测 (百万元)

|          | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 一、流动资产   | 612.04  | 624.28  | 686.71  | 755.38  |
| 现金       | 148.70  | 125.00  | 137.50  | 151.25  |
| 应收账款     | 228.85  | 100.00  | 110.00  | 121.00  |
| 其他应收款    | 9.31    | 7.00    | 7.70    | 8.47    |
| 预付账款     | 11.40   | 6.00    | 6.60    | 7.26    |
| 存货       | 131.32  | 150.00  | 165.00  | 181.50  |
| 其他流动资产   | 82.46   | 80.00   | 88.00   | 96.80   |
| 二、非流动资产  | 761.16  | 900.00  | 990.00  | 1089.00 |
| 长期投资     | 456.08  | 490.00  | 539.00  | 592.90  |
| 固定资产     | 135.37  | 175.00  | 192.50  | 211.75  |
| 无形资产     | 57.78   | 62.00   | 68.20   | 75.02   |
| 其他非流动资产  | 111.94  | 7.60    | 8.36    | 9.20    |
| 三、资产总计   | 1373.21 | 1524.28 | 1676.71 | 1844.38 |
| 四、流动负债   | 487.40  | 380.00  | 418.00  | 459.80  |
| 短期借款     | 324.10  | 180.00  | 198.00  | 217.80  |
| 应付账款     | 51.78   | 50.00   | 55.00   | 60.50   |
| 其他流动负债   | 111.52  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 五、非流动负债  | 143.39  | 220.00  | 242.00  | 266.20  |
| 长期借款     | 137.90  | 206.20  | 226.82  | 249.50  |
| 其他非流动负债  | 5.49    | 11.00   | 12.10   | 13.31   |
| 六、负债合计   | 630.79  | 600.00  | 660.00  | 726.00  |
| 七、股东权益合计 | 742.42  | 924.28  | 1016.71 | 1118.38 |

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

表 15: 现金流量表预测 (百万元)

|                | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 一、经营活动产生的现金流量  | 35.71  | 115.02 | 118.47 | 122.03 |
| 1、归属于母公司所有者净利润 | 98.25  | 127.16 | 130.98 | 134.90 |
| 少数股东损益         | 21.10  | 26.84  | 27.64  | 28.47  |
| 未确认的投资损失       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 计提的坏账准备或转销的坏账  | 2.13   | 6.25   | 6.43   | 6.63   |
| 折旧和摊销          | 18.86  | 22.31  | 22.97  | 23.66  |
| 公允价值变动损失       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 财务费用           | 30.93  | 25.95  | 26.73  | 27.54  |
| 投资损失           | -43.49 | -50.25 | -51.75 | -53.31 |
| 经营性应收项目的减少     | -40.55 | 16.61  | 17.10  | 17.62  |
| 经营性应付项目的增加     | -42.74 | -67.49 | -69.51 | -71.60 |

|                    |         |         |         |         |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 其他长期资产的减少          | -7.60   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他长期负债的增加          | 0.83    | 10.25   | 10.56   | 10.87   |
| 递延所得税资产的减少         | -2.02   | -2.60   | -2.68   | -2.76   |
| 递延税款贷项的增加          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 外币报表折算差额的变化        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他                 | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 二、投资活动的现金流量        | -159.95 | -59.82  | -61.61  | -63.46  |
| 交易性金融资产的减少         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 应收股利的减少            | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 应收利息的减少            | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 长期投资的减少            | -119.51 | -33.36  | -34.36  | -35.39  |
| 投资收益               | 43.49   | 50.25   | 51.75   | 53.31   |
| 固定资产投资的减少          | -79.64  | -65.90  | -67.88  | -69.92  |
| 无形资产投资的减少          | -4.29   | -10.80  | -11.13  | -11.46  |
| 三、筹资活动产生的现金流量      | 50.15   | -199.77 | -205.76 | -211.93 |
| 交易性金融负债的增加         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 应付短期债券的增加          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 应付股利的增加            | -3.51   | -12.66  | -13.04  | -13.43  |
| 应付利息的增加            | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 长期借款的增加            | 117.90  | 140.02  | 144.22  | 148.54  |
| 应付债券               | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 财务费用               | -30.93  | -25.95  | -26.73  | -27.54  |
| 股利分配               | -22.78  | -43.95  | -45.27  | -46.63  |
| 股份发行/送转            | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 资本公积金的增加           | -17.93  | 19.33   | 19.91   | 20.51   |
| 库存股的增加             | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 计入短期借款前筹资活动产生的现金流量 | 42.75   | 76.78   | 79.08   | 81.45   |
| 短期借款的增加            | 7.40    | -276.55 | -284.84 | -293.39 |
| 四、现金及现金变动          |         |         |         |         |
| 现金净变动              | -74.09  | -144.56 | -148.90 | -153.37 |
| 期初现金余额             | 167.44  | 304.84  | 313.99  | 323.41  |
| 期末现金余额             | 93.35   | 160.28  | 165.09  | 170.04  |

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

## 广发证券—公司投资评级说明

|           |                                       |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

德美化工(002054)行情走势



## 相关研究报告

|      | 广州                     | 上海                      |
|------|------------------------|-------------------------|
| 地址   | 广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼 | 上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                 | 200120                  |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                         |
| 服务热线 | 020-87555888-390       |                         |

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。