

化学制品

德美化工 (002054. SZ) /15.05 元

公司股权投资合成革水性材料值得期待

事项

10月13日，德美化工发布公告，公司将受让浙江丽水博士达高分子材料有限公司60%股权。

主要观点

10月13日，德美化工发布公告，公司拟以不超过人民币2000万元的价格受让博士达部分股权及向该公司单方定向增资，交易完毕后公司将持有博士达60%股权。博士达成立于1998年，主营合成革和制革新材料。公司主要产品为合成革水性材料，目前拥有两万吨产能。生产合成革时，将无纺布等基材浸于水性材料中，将水分烘干后成革。

1) **受益于我国环保力度加强。**我国是合成革大国，拥有60亿平米的合成革产能。传统的合成革使用有机溶剂，每年消耗溶剂型浆料350万吨，其中50万吨被无序排放，造成很严重的环境污染和安全隐患。2008年，国家发改委公布新的《产业结构调整指导目录》将“水性和生态型合成革研发、生产及人造革、合成革后整饰材料技术”列为鼓励类发展项目。随着我国环保力度的加强，水性树脂取代溶剂型树脂是行业发展的趋势。若水性材料完全替代溶剂型浆料，按照1万平米合成革用2.4吨浆料、固体材料质量分数35%计算，每年需要水性材料约400万吨。

2) **受益于合成革行业本身的发展。**我国合成革行业以每年15%-20%的速度稳定发展，每年的增量市场为合成革用水性材料提供了广阔空间，每年约新增水性材料需求60-80万吨。

目前国内自主生产水性材料的公司较少，主要原因是水性材料具有较高的技术壁垒。一方面生产过程中的参数控制极为严格；另一方面，水性树脂中水分的挥发潜热大，用传统烘干设备不易烘干，导致制革生产效率低下，而中波红外烘干技术的应用使水性材料在合成革领域的产业化应用成为现实。目前国内具备水性材料生产能力的厂家主要有优耐克、博士达、华太、科天等十几家公司，每家公司的生产规模也较小，一般在3万吨以下，国内市场供不应求，主要依赖进口拜耳、旭化成和陶氏化工等国外产品。

考虑到博士达规模较小，今年净利润预计不超过200万元（德美化工09年净利润1.6亿），暂不考虑其对公司的业绩贡献，维持公司2010、2011和2012年EPS0.58元、0.75元和0.94元不变，维持推荐评级。

研究员：高利

联系人：冀光坤 何多粮

Tel: 010-59370811

Email: jiguangkun@hczq.com

投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	维持

公司基本数据

总股本(万股)	30897
流通A股/B股(万股)	22527/0
资产负债率(%)	36.78
每股净资产(元)	3.90
市盈率(倍)	29.05
市净率(倍)	3.86
12个月内最高/最低价	26.04/13.52

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《主业稳步扩张，股权投资和横向整合带来想象空间》
2010-08-25

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	669	1092	1332	1626
现金	174	616	854	1143
应收账款	231	221	227	226
其它应收款	11	10	10	11
预付账款	18	13	14	15
存货	123	138	131	130
其他	112	93	96	100
非流动资产	891	790	820	838
长期投资	545	459	487	497
固定资产	172	152	131	109
无形资产	60	61	62	62
其他	113	118	141	170
资产总计	1560	1882	2152	2464
流动负债	367	460	432	413
短期借款	159	267	250	225
应付账款	64	60	59	61
其他	145	133	123	127
非流动负债	206	272	355	425
长期借款	200	267	349	419
其他	6	5	6	6
负债合计	574	732	786	838
少数股东权益	124	149	174	201
股本	221	301	301	301
资本公积金	140	59	59	59
留存收益	501	641	831	1065
归属母公司股东权益	862	1001	1191	1425
负债和股东权益	1560	1882	2152	2464

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	175	206	203	263
净利润	192	199	252	310
折旧摊销	23	25	25	25
财务费用	25	21	22	21
投资损失	-58	-54	-56	-62
营运资金变动	-18	20	-18	-2
其它	12	-6	-22	-30
投资活动现金流	-90	136	24	48
资本支出	73	0	0	0
长期投资	-42	-87	28	10
其他	-58	50	52	58
筹资活动现金流	-60	99	11	-22
短期借款	-165	108	-17	-25
长期借款	62	67	82	70
普通股增加	87	80	0	0
资本公积增加	-8	-80	0	0
其他	-36	-75	-55	-67
现金净增加额	26	441	238	289

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	955	1098	1208	1329
营业成本	588	769	809	877
营业税金及附加	6	5	5	5
营业费用	78	68	71	73
管理费用	87	74	78	80
财务费用	25	21	22	21
资产减值损失	9	6	7	7
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	58	54	56	62
营业利润	220	220	291	358
营业外收入	13	18	11	14
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	230	237	299	370
所得税	39	37	47	60
净利润	192	199	252	310
少数股东损益	31	24	26	27
归属母公司净利润	160	175	226	283
EBITDA	268	266	338	405
EPS（元）	0.73	0.58	0.75	0.94

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	9.4%	15.0%	10.0%	10.0%
营业利润	56.4%	0.0%	32.0%	23.3%
归属母公司净利润	62.9%	9.4%	29.3%	25.1%
获利能力				
毛利率	38.4%	30.0%	33.0%	34.0%
净利率	16.8%	15.9%	18.7%	21.3%
ROE	18.6%	17.5%	19.0%	19.9%
ROIC	30.7%	32.6%	42.4%	52.9%
偿债能力				
资产负债率	36.8%	38.9%	36.5%	34.0%
净负债比率	71.24%	76.04%	80.08%	81.05%
流动比率	1.82	2.38	3.09	3.94
速动比率	1.48	2.07	2.78	3.62
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.64	0.60	0.58
应收账款周转率	4	5	5	6
应付账款周转率	10.19	12.38	13.59	14.67
每股指标(元)				
每股收益	0.53	0.58	0.75	0.94
每股经营现金	0.58	0.68	0.67	0.87
每股净资产	2.86	3.33	3.96	4.73
估值比率				
P/E	28.07	35.01	27.08	21.64
P/B	5.22	6.12	5.15	4.30
EV/EBITDA	16	16	13	11

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801