

成本上升致利润增长低于预期

德美化工 (002054)
增持 (维持)
化工/纺织助剂
目前股价: 14.64 元
三季报点评

2010 年 10 月 25 日 星期一

袁舰波

执业证书编号:

S0630208010052

联系人
王会芹

021-50586660-8624

wanghq@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	3.09
流通股本(亿股)	2.25
总市值(亿元)	45.23
流通市值(亿元)	32.98

市场表现

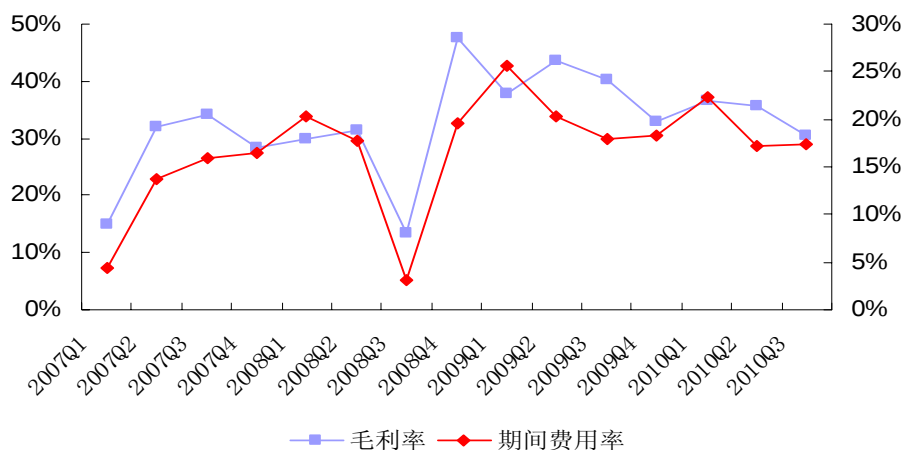
	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	(0.85)	(19.09)
3 个月	10.84	(10.13)
6 个月	(15.10)	(20.63)

股价相对上证综指走势图


投资要点

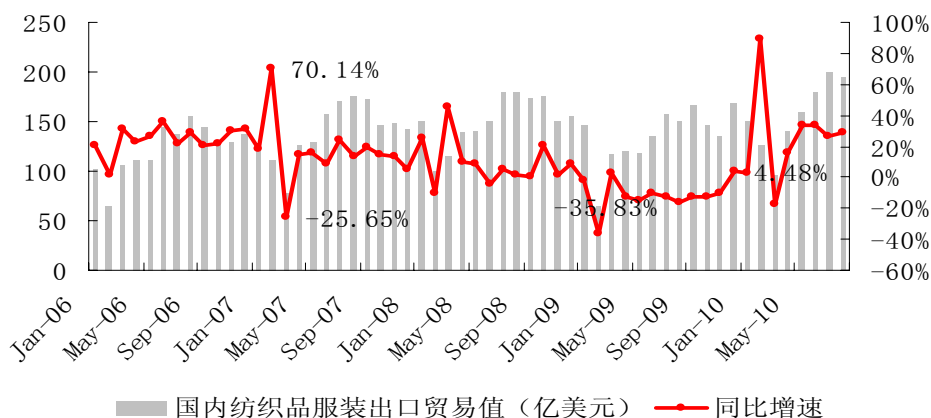
- 2010 年前三季度, 公司实现营业收入 8.05 亿元, 同比增长 22.31%; 归属于母公司所有者净利润 1.03 亿元, 同比下降 9.64%; 基本每股收益 0.33 元。3 季度, 公司实现营业收入 3.08 亿元, 同比增长 15.26%; 归属于母公司所有者净利润 3650 万元, 同比下降 30.38%; 基本每股收益 0.12 元。
- **毛利率下降、投资收益减少致利润下滑。** 1) 由于原油价格上涨, 推动表面活性剂、丙烯酸、碳五等原材料价格上涨, 成本提高, 公司前三季度毛利率为 33.9%, 同比下降 6.9 个百分点。2) 参股公司天原集团及奥克股份上市后股份被稀释导致计提的投资收益减少。
- **需求平稳增长, 成本压力依旧。** 1) 据第一纺织网统计, 2010 年 1-8 月, 全国纺织品服装出口额为 1251.78 亿美元, 同比增长 23.82%。由于欧美企业补库存的需求, 目前我国对欧美纺织服装出口形势相对较好, 但由于出口市场整体恢复情况一般, 预计 4 季度我国纺织出口仍难明显好转, 仍以平稳增长为主。2) 由于油价短期内仍以震荡向上为主, 原料价格将保持高位, 公司成本压力依然存在。
- **控股丽水博士达公司。** 我们在之前的报告中已经提示, 纺织助剂行业的特点决定了公司的增长将更多依赖于多元化投资。为了保持产业投资的持续性, 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。博士达是国内第一家生产合成革水性树脂的公司, 自主研发的水性树脂已形成产业化。水性树脂是国家鼓励发展的环保项目, 短期市场推广有限, 但未来发展前景广阔, 公司有望获得良好的投资收益回报。今年 1-8 月博士达净利润为 133.68 万元, 预计明年并表后占公司的利润比例也较低, 近两年内对公司业绩影响很小。
- **盈利预测:** 我们下调公司 2010 年盈利预测, 预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.53 元、0.67 元和 0.86 元, 对应的动态市盈率分别为 28 倍、22 倍和 17 倍, 公司目前估值相对较高, 但其产业投资广泛, 未来成长性良好, 我们维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 如油价超预期上涨, 将进一步压缩公司毛利水平。

图 1 公司 3 季度毛利率下降，费用率相对平稳



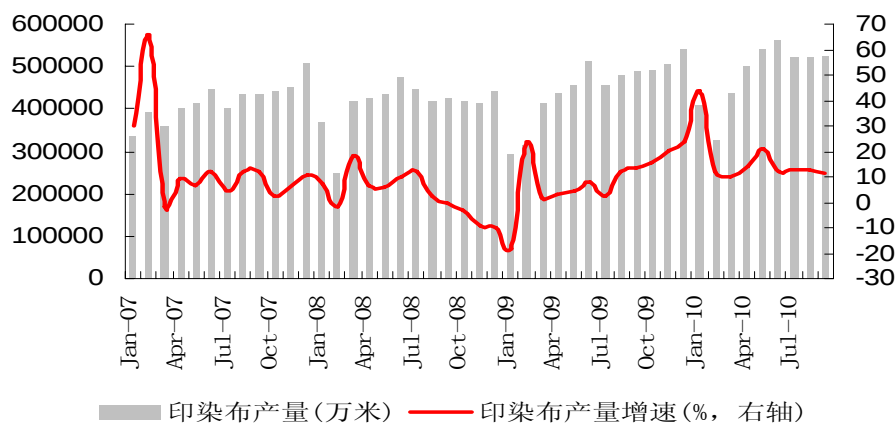
资料来源：公司各季度报表，东海证券研究所

图 2 纺织服装出口增速平稳



资料来源：第一纺织网，东海证券研究所

图 3 印染布产量变化不大



资料来源：第一纺织网，东海证券研究所

图 4 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	损益表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1373	1560	1816	2095	2380	营业收入	873	955	1122	1335	1541
货币、交易性金											
融	149	174	146	187	216	营业成本	592	588	752	884	1003
应收票据、应收						营业税金及					
帐款	311	342	408	459	530	附加	5	6	5	6	7
存货	131	123	180	214	247	销售费用	78	78	81	96	111
其他流动资产	21	29	27	32	37	管理费用	87	87	85	100	116
长期投资	456	545	673	801	925	EBIT	186	186	197	246	301
固定资产合计	223	261	297	302	310	财务费用	23	23	28	28	28
无形资产及其它											
资产	65	68	85	101	116	投资收益	58	58	51	73	104
						公允价值变					
总负债	625	567	680	754	589	动损益	0	0	0	0	0
无息负债	143	159	157	214	247	营业利润	141	220	220	291	377
有息负债	482	409	522	540	342	所得税	21	39	36	50	64
股东权益	742	986	1137	1342	1604	少数股东损益	21	31	26	36	47
股本	134	203	221	221	221	归属母公司净利	98	160	163	207	267
公积金、公益金	190	188	729	761	806	EPS	0.32	0.52	0.53	0.67	0.86
未分配利润	320	247	349	519	740						
少数股东权益	99	29	34	42	51						
负债权益合计	1373	1560	1816	2095	2380	财务比率	2008	2009	2010E	2011E	2012E
						增长率					
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	营业收入	22.70%	9.43%	17.52%	18.97%	15.44%
经营活动现金流	53	175	85	197	195	净利润	26.97%	62.93%	1.85%	26.78%	29.06%
净利润	119	192	189	243	314	盈利能力					
折旧摊销	3	4	33	33	34	毛利率	32.12%	38.41%	32.98%	33.79%	34.89%
财务费用	29	24	28	28	28	净利率	13.68%	20.06%	16.88%	18.22%	20.36%
投资收益	-43	-58	51	73	104	ROE	16.08%	19.42%	16.66%	18.13%	19.57%
营运资金变动	78	6	116	37	79	ROIC	34.29%	34.06%	42.68%	48.18%	49.98%
其它	9	2	2	3	3	偿债能力					
投资活动现金流	-151	-90	-131	-75	-43	资产负债率	45.94%	36.78%	37.42%	35.97%	32.62%
资本支出	-200	-129	-182	-148	-147	流动比率	1.26	1.82	1.24	1.29	1.45
其他投资	49	39	51	73	104	营运能力					
筹资活动现金流	81	-60	17	-81	-123	资产周转率	0.69	0.65	0.66	0.68	0.69
借款变动	145	-73	114	18	-10	存货周转率	6.43	7.51	7.42	6.79	6.70
普通股增加	0	87	0	0	0	收款周期	86.54	86.65	85.62	85.85	83.98
资本公积增加	-18	-8	0	0	0	估值比率					
股利分配	21	21	38	48	60	PE	25.23	25.50	25.04	19.75	15.30
其他	-25	-44	-59	-52	-53	PB	3.34	4.14	3.59	3.04	2.55
现金净增加额	-17	26	-29	41	29	EV/EBITDA	12.73	20.83	18.08	14.85	12.39

资料来源：东海证券研究所

附注:

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址:上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122