

投资意见报告

 张莹
 S0880210090005
 021-38674815
 15021383821
 Zhangying007833@gtjas.com

最晚下次更新 10 年 12 月 8 日
 上次评级 买入/10 年 11 月 8 日
 本次目标 18 元
 目前市价 13.41 元
 现价-目标涨幅 34% ↑

核心观点 >

- 通胀预期下，染料价格上涨，产品价格涨幅大于原料价格涨幅，4 季度业绩将环比大幅改善。
- 公司染料及相关中间体业务形成寡头地位，拥有较强的定价能力。同时公司具有环保优势，符合国家产业政策。
- 收购美国德司达，业绩弹性更大，成为近期股价催化剂。
- 公司业绩稳定，同类公司里估值处于较低水平。
- 考虑到德司达并表对业绩的影响，预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.68、1.05、1.37 元，复合增长率为 44.5%，通胀环境下产品价格上行有助于提高公司估值，给予公司 2011 年 18-20 倍市盈率，未来 6 个月目标价 18 元，给予公司“买入”的投资评级。

分红与估值 >

细分行业	经济部门	报告日股本	流通 A 股	总市值	流通市值
纺织化学用品	化工	14.68 亿	14.68 亿	196.91 亿	196.91 亿
最近分配基期		分红	送股	转增	分配日
2009/12/31		1.00	0.00	0.00	2010/6.2
2010/6/30		0.00	0.00	0.00	
年度		09A	10E	11E	12E
净利润	市场一致	6.69	9.64	12.16	14.39
	本分析师	6.69	9.98	15.41	20.12
	差率	0	3.5%	26.7%	39.8%
净利润增长率	市场一致	42.25%	44.07%	26.12%	18.34%
	本分析师		49.2%	54.4%	30.6%
EPS	市场一致	0.51	0.67	0.83	0.98
	本分析师	0.52	0.68	1.05	1.37
本分析师预测市价 PE		25.79	19.72	12.77	9.79
本分析师预测目标价 PE		34.61	26.47	17.14	13.14

数据来源：国泰君安证券研究，wind

注：报表指标单位为亿元，每股指标单位为元。

0.68
0.71



通胀预期下，染料价格 格上涨，4 季度业绩 将环比大幅改善

从 06-08 年周期经验来看，染料价格充分受益于通胀。如果 11 年处于强通胀环境，则染料价格显著高于 10 年。染料产品一般在 9~11 月份是旺季，下游服装开工率提高。染料价格保持涨价趋势，近期染料产品涨价幅度在 5%~10%，预计 4 季度涨价趋势仍将维持。虽然辅助原料硫酸、硝酸等价格上涨，但是由于分散染料集中度高，企业定价能力强，产品价格涨幅大于原料价格涨幅。由于产品价格上涨，预计 4 季度业绩将大幅改善，超出市场预期。

定价能力、环保优势 构筑公司核心优势

公司优秀的历史盈利表现源于公司在染料及相关中间体产品逐渐形成的寡头地位以及公司外延式的扩张。公司染料和中间体业务的定价能力使得公司产品能够将上游成本上涨基本转嫁到下游客户进而规避行业周期性变化的不利影响，从而维持稳定的毛利水平。中间体产品较好的成长性以及公司在相关中间体的垄断优势，是我们认为可以给予其较高估值的重要原因。此外，公司循环经济一体化，环保和成本优势明显，随着环保政策趋紧，行业中不符合节能减排政策的企业将逐渐关停并转，导致染料供求关系不断紧张，从而对公司构成利好。

收购德司达美国公 司，业绩弹性大，近 期股价催化剂

德司达美国公司主要有染料及助剂分销业务，附加值高，盈利好于其他地区，收购价格 1000 万美元，价格较低，相当于 2B 倍 PE，收购完成后产业布局将更加完整。德司达美国公司收入约 1 亿左右，净利润约 500 万美元，净利率约 5% 左右，盈利能力较好。新加坡 KIRI 公司（专为收购德司达公司成立的）在 2 月份收购德司达除美国之外的全球业务后，经过德司达公司新的管理层不懈努力及中印双方股东在产业上和财务上支持，德司达全球业务进入良好的复苏和发展进程，新加坡 KIRI 公司于 4 月份已经开始盈利。德司达将来在中国、巴西、土耳其等区域仍有较大增长潜力，助剂业务仍有较大上升空间。

业绩稳定，同类公司 里估值较低

公司前三季度收入 48.03 亿元，归属母公司股东净利润 6 亿元，同比分别增长了 49.36% 和 23%，公司染料和相关中间体大寡头的市场地位，保证了公司染料和中间体业务的盈利稳定。公司目前市盈率为 25.20 倍（TTM），为同类公司中最低；市净率为 3.34 倍，在同行业中处于中等水平。通胀环境下产品价格上行有助于公司估值提高。

盈利预测

考虑到德司达并表对业绩的影响，预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.68、1.05、1.37 元，复合增长率为 44.5%，通胀环境下产品价格上行有助于提高公司估值，给予公司 2011 年 18-20 倍市盈率，未来 6 个月目标价 18 元，给予公司“买入”的投资评级。

风险提示

人民币升值导致 4 季度纺织旺季需求低于预期。



资质声明

中国证监会核准国泰君安证券股份有限公司证券投资咨询业务资格。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权仅为本公司所有，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。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。