

2011 年 2 月 22 日

德美化工

助剂龙头

A

未有评级

002054.SZ - 人民币 12.78

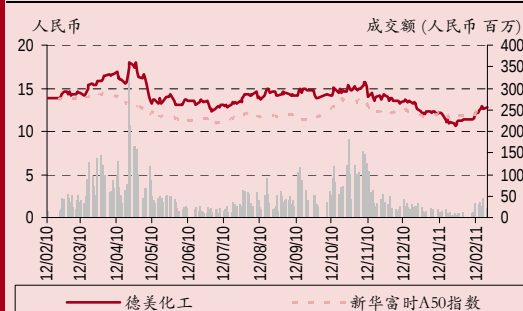
陈恬

(8610) 6622 9360

tian.chen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110253

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	4	16	(8)	(8)
相对新华富时 A50 指数 (%)	0	10	(9)	3

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	309
流通股(%)	72.8
流通股市值(人民币 百万)	3,949
3 个月日均交易额(人民币 百万)	22
净负债比率(%)	10.92
主要股东(%)	
黄冠雄	22.78

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

广东德美化工股份有限公司是以纺织印染助剂为主, 兼营其他精细化学品的股份公司。公司是国内印染助剂生产的龙头企业之一, 目前粗略估计占我国国内印染助剂领域不到 5% 的市场份额, 未来市场份额有望进一步扩大。公司目前拥有约 900 多种产品, 研发实力雄厚、产品体系齐全、营销网络遍布全国。

主要发现:

- **行业概述。**纺织印染助剂行业, 是精细化工产品, 属于化工和印染的边缘科学。印染助剂产品, 是化工产品链中的最末端, 其生产工艺虽然简单, 但是对技术含量和公司的营销服务能力要求较高。印染助剂行业具有品种多、批量小、附加值高等精细化工行业的特点。
- **产能水平。**从大类看, 公司主营为印染助剂和环戊烷两大类产品, 其中印染助剂的产能为 13 万吨左右, 环戊烷产能为 2 万吨。
- **未来展望。**2010 年以来, 国内外纺织印染行业的整体需求逐步恢复, 公司迎来迅速发展的大好时机, 我们预计整个 2011 年, 公司下游行业将逐渐恢复, 有利于公司销售增长, 同时公司较强的成本控制能力也保证了公司盈利水平的稳定提升。
- **主要风险。**公司印染助剂原材料价格主要会受到上游石油以及其他化工原材料价格波动的影响, 从而导致公司业绩波动。

图表 1. 投资摘要(市场一致预期)

年结日: 12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E
销售收入(人民币 百万)	621.2	711.1	872.6	954.8	1,109.0
变动(%)	16.1	14.5	22.7	9.4	16.1
归属于母公司所有者的净利润(人民币 百万)	50.5	77.4	98.3	160.1	172.4
变动(%)	39.2	53.1	27.0	62.9	7.7
全面摊薄每股收益(人民币)	0.16	0.25	0.32	0.52	0.56
变动(%)	(97.5)	53.1	27.0	62.9	7.7
市盈率(倍)	78.2	51.0	40.2	24.7	22.9
每股帐面价值(人民币)	1.58	1.77	2.08	2.79	3.62

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司背景

德美股份有限公司创建于 1989 年，十多年来一直致力于纺织印染助剂的研究、开发、生产和应用，现已成为国内纺织印染助剂研发、生产的龙头企业之一。公司目前已形成纺织助剂为主，油墨、皮化助剂等多元化的产品结构。在主营业务纺织印染助剂方面，至今已向市场推出产品 900 多种，多种新产品达到国际同类先进产品水平。公司于 2006 年在深交所中小板上市，目前总股本 3.09 亿股，流通股 2.25 亿股，占比 72.8%。公司大股东是创始人黄冠雄，持股 7,039 万股，占公司总股本的 22.78%；流通股股东中，佛山昌连荣投资公司持股 4,229 万股，占比 13.69%。（截至 2010 年三季度报）

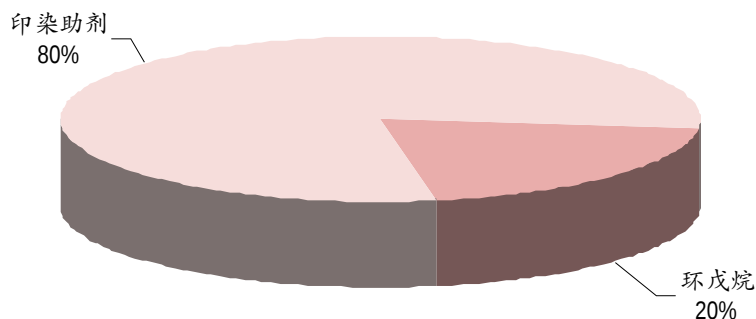
行业概览

纺织印染助剂产品主要用于纺织印染行业，作为纺织印染的添加剂，用以改善纺织印染品质，提高纺织品附加值。纺织印染助剂行业，是精细化工产品应用技术在纺织印染行业的应用技术，属于化工和印染的边缘科学。印染助剂是针对特殊的用户群设计的产品，是化工产品链中的最末端，其生产工艺虽然简单，但是对技术含量和公司的营销服务能力要求较高。印染助剂行业具有品种多、批量小、附加值高等精细化工行业的特点。

主业分析

公司多年来都在为打造一个精细化工行业的专业性公司而不断努力。公司在纺织助剂领域取得较大领先优势的同时，正在逐步切入具有原材料供应优势、高附加值和环保特色的精细化工子行业。2010 年公司预告总收入为 10 亿元左右，分别由印染助剂和环戊烷两块业务构成（公司此前的油墨业务已经剥离），根据 10 年半年报公司披露的数据，上述两项业务收入分别占到公司营业收入的 79.7%和 20.3%。

图表 2. 公司营业收入和净利润水平



资料来源：公司年报及业绩预增公告

产能水平

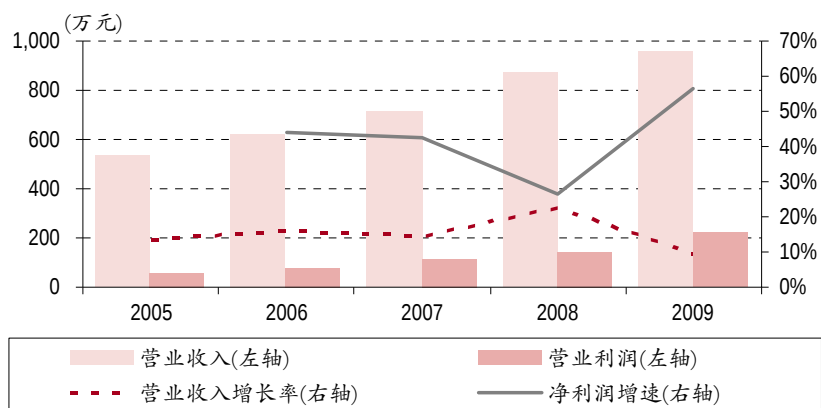
印染助剂。鉴于印染助剂行业的主要特点，公司的产品构成比较复杂，公司目前拥有产品系列约 900 多种产品，从大类看，公司纺织印染化学品的总产能为 13 万吨。

环戊烷。环戊烷作为硬质聚氨酯泡沫的新型发泡剂，用于替代对大气臭氧层有破坏作用的氯氟烃(CFCs)，现已广泛应用于生产无氟冰箱、冰柜行业以及冷库、管线保温等领域。随着蒙特利尔等公约规定的禁用 ODS 期限的临近，CFCs 和 HCFCs 类产品不久将被禁用，环戊烷必将成为聚氨酯发泡剂领域的主角。公司于 2008 年收购董事长黄冠雄持有美龙环戊烷化工有限公司 55% 的股权，美龙环戊烷是中国环戊烷行业中的龙头领军企业之一，目前已拥有年产 2 万吨环戊烷及其他戊烷的生产能力，在国内有较高的市场占有率。

利润水平分析

公司在 2006 年上市，募集资金 3 亿元用于 8 万吨印染助剂及相关产品的产能扩张。从 2006 年至 2007 年，公司的产能和营业收入也不断增长，净利润水平大幅度提升，但是随着募集资金项目的逐步到位和新产能的释放完毕，公司营业收入增速也逐步下降。2009 年，得益于全球经济回暖，原油等主要原材料成本价格低位，公司毛利率水平大幅回升，同时公司 2009 年投资收益的增加，使得公司营业收入虽然较 08 年只有 10% 的增长，但营业利润水平却同比大增 60%。

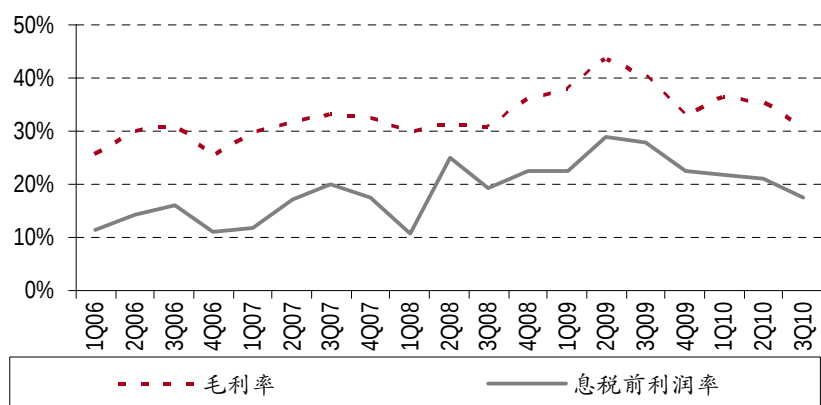
图表 3. 公司营业收入和净利润水平



资料来源：公司年报及业绩预增公告

2011 年，我们预计公司印染助剂这部分主业收入将维持 15%-20% 的增长水平，略高于纺织印染行业整体的增速。同时对于上游原料成本上升，公司规划通过不断提升产品层次来应对毛利率下滑的压力，尤其是公司一直以来在节能环保领域产品拓展上的积极投入将逐步发挥效果，这块业务的增加将不断的提升公司的高端产品比重，力争维持总体净利润水平不下降。

图表 4. 公司季度利润率水平



资料来源：公司季报及中银国际研究

对外投资颇有斩获

公司近年来积极在化学相关领域内进行投资拓展，通过参股宜宾天原集团、辽宁奥克化学和湖南尤特尔生化是德美化工管理层为提高公司竞争力所做的有益尝试。一方面，公司可以通过参股相关公司的股权和经营，将产业链延伸至上游的高附加值原料和中间体业务，另一方面还能通过二级市场退出以获得不菲的股权投资收益。从公司目前参股公司的情况看，目前主要投资标的收益前景光明。

公司参股的天原集团(002386.SZ/人民币 16.14, 未有评级)是中国西部最大的氯碱化工企业，已经成功于2010年4月在中小板首发，目前公司持有宜宾天原 11.77%的股权，合计 5,647 万股，初始投资金额为 3.15 亿元，按照天原集团近期的股价 16 元/股衡量，公司持有市值超过 9 亿元，投资收益率超过 150%。

此外公司参股的辽宁奥克股份(300082.SS/人民币 57.25, 未有评级)是国内环氧乙烷精深加工行业中的领军企业，是国内最大的环氧乙烷衍生精细专用化学品的高新技术产业公司。目前公司持有奥克股份的 6.94%股权，合计 1,125 万股，初始投资金额为 1,500 万元。按照奥克股份目前股价计算，公司持股市值超过 6 亿元，投资收益更是达到 40 倍以上。

风险

公司印染助剂生产主要的原材料表面活性剂、有机硅环体、脂肪酸、丙烯酸类等几十种产品。原材料成本占到公司产品成本的 80%以上。这些原材料价格主要会受到上游石油和天然气以及其他化工原材料价格波动的影响，从而导致公司业绩波动。

初步结论

作为国内印染助剂行业的龙头企业，德美化工的产品结构、技术水平和市场份额都处于不断提升和发展的阶段，公司目前在国内印染助剂行业内竞争优势明显，未来公司将通过做强做大主业，同时积极发展相关行业投资来不断做大公司的规模和利润水平，我们对公司未来长期发展比较乐观。2010年下半年以来，公司股价在经历了较大的下跌幅度后，估值风险已经完全释放，建议后期可以重点关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371