

**投资评级 优于大市 维持**

# 纺织化学品龙头，拟投资年产 10 万吨纺织助剂建设项目

**股票数据**

01月17日收盘价(元)	7.44
52周股价波动(元)	6.58-10.83
总股本/流通A股(百万股)	482/377
总市值/流通市值(百万元)	3587/2804

**相关研究**

《纺织化学品龙头，合作发展乙烯裂解副产品》2022.01.13

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.7	-0.9	-0.7
相对涨幅 (%)	-10.3	-9.3	-8.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

**投资要点:**

- 乙烯裂解副产品 C5/C9 综合利用项目:**公司以子公司德荣化工为平台,与浙石化合作开拓发展乙烯裂解副产品综合利用领域。浙石化在舟山市岱山县鱼山岛绿色石化基地内投资 4000 万吨/年炼化一体项目。项目主要建设原油码头、仓储、运输、炼油/化工生产、加工、产品外运及服务配套等设施。浙石化炼化一体项目建成投产后,裂解的 C5、C9 副产资源富含异戊二烯、环戊二烯、环戊烷、间戊二烯等,经加工后可转化为一系列高附加值的衍生物。上半年,德荣化工第一批装置顺利投入试产运行,碳五分离#2 装置、碳五加氢#2 装置、间戊树脂#1 线顺利投入试产运行。项目的试产进一步完善公司石油精细化学品产业链,从而使得公司的竞争优势及整体实力将得到不断增强,对于公司可持续发展目标的实现具有重要的战略意义。
- 公司 2022 年 7 月 20 日发布公告,拟投资年产 10 万吨纺织助剂建设项目。**项目主要建设年产 10 万吨纺织印染助剂,主要是投资生产纺织印染助剂和产业及民用新材料方面的产品。预计本项目未来总投资金额为 1 亿美元,由公司自筹资金等方式解决,具体资金将根据本项目的实施进度的需要分期进行投入。项目实施进度及建设周期:公告发布时项目处于筹划阶段,预计项目建设期为 24 个月。公司控股子公司嘉兴明仁公司业务发展迅速,但因其未在化工园区内无法进行大规模的升级改造,束缚企业的高速发展。公司将通过整合内部资源,将通过该项目逐步搭建高水平的专业防水平台,利用公司在防水领域的先进技术水平 and 市场领先地位,进一步开拓功能性纺织化学品市场领域,引领行业发展。
- 公司 2022 年 10 月 14 日发布公告,公司参与设立投资基金已签署合伙协议。**公司与苏州天汇创业投资合伙企业(有限合伙)、苏州纳微科技股份有限公司等投资方签署了合伙协议,合伙企业的认缴出资总额不低于 1.5 亿元(含 1.5 亿元),其中公司认缴出资额 3000 万元,出资占比 19.93%。苏州天汇微球创业投资合伙企业(有限合伙)已完成了工商登记注册手续。该基金投资方向为纳米微球的上下游关键技术和项目,及其应用在诊断、色谱分析、细胞疗法、药物研发与药物递送、光电、食品安全检测、环保监测等细分领域的优秀早期项目。
- 盈利预测。**我们预计 2022-24 年净利润分别为 1.44、1.72 和 2.07 亿元,2022-2024 年 EPS 分别为 0.30、0.36、0.43 元/股。公司未来新项目投产增速较快,我们认为合理估值区间为 2022 年 PE 26-29 倍,合理价值区间为 7.80-8.70 元,维持“优于大市”评级。

- 风险提示:** 原材料价格波动风险; 新业务拓展风险; 安全环保风险。

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1626	1997	2521	2699	2925
(+/-)YoY(%)	3.5%	22.8%	26.2%	7.1%	8.4%
净利润(百万元)	116	206	144	172	207
(+/-)YoY(%)	5.7%	77.2%	-30.2%	19.7%	20.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.24	0.43	0.30	0.36	0.43
毛利率(%)	36.2%	33.1%	28.4%	28.8%	29.2%
净资产收益率(%)	6.0%	8.5%	5.7%	6.4%	7.1%

资料来源:公司年报(2020-2021),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:

营收假设: a. 纺织化学品: 根据 2022 年上半年营收情况, 我们预计 2022-24 年营收增速分别为 4.00%、4.00%、4.00%; b. 环戊烷: 根据 2022 年上半年营收情况, 我们预计 2022-24 年营收增速分别为-1.00%、-1.00%、-1.00%; c. 异辛烷及其他 C4 深加工产品: 根据 2022 年上半年营收情况和中炜化工处置情况, 我们预计 2022-24 年营收增速分别为-85.00%、-85.00%和-85.00%; d. C5 产品: 我们预计 2022 年全年营收约为上半年两倍, 2023-24 年营收增速为 0.00%和 0.00%; e. 皮革化学品: 根据 2022 年上半年营收情况, 我们预计 2022-24 年营收增速分别为 17.00%、17.00%和 17.00%; f. 塔拉产品: 根据 2022 年上半年营收情况, 我们预计 2022-24 年营收增速分别为 35.00%、35.00%、35.00%; g. 其他业务: 根据 2022 年上半年营收情况, 我们预计 2022-24 年营收增速分别为 2.00%、2.00%、2.00%。

毛利率假设: a. 纺织化学品: 根据 2022 年上半年毛利率情况, 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 33.00%、33.00%、33.00%; b. 环戊烷: 根据 2022 年上半年毛利率情况, 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 14.50%、14.50%、14.50%; c. 异辛烷及其他 C4 深加工产品: 根据 2022 年上半年毛利率情况, 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 15.00%、15.00%、15.00%; d. C5 产品: 根据 2022 年上半年毛利率情况, 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 8.50%、8.50%、8.50%; e. 皮革化学品: 根据 2022 年上半年毛利率情况, 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 40.00%、40.00%和 40.00%; f. 塔拉产品: 根据 2022 年上半年毛利率情况, 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 32.00%、32.00%、32.00%; g. 其他业务: 根据 2022 年上半年毛利率情况, 我们预计 2022-24 年毛利率分别为 77.00%、77.00%、77.00%。

表 1 德美化工分产品盈利预测

项目		2021	2022E	2023E	2024E
纺织化学品	销售收入 (百万元)	1,398.22	1,454.15	1,512.32	1,572.81
	销售成本 (百万元)	902.65	974.28	1,013.25	1,053.78
	毛利率 (%)	35.44%	33.00%	33.00%	33.00%
环戊烷	销售收入 (百万元)	144.84	143.39	141.95	140.53
	销售成本 (百万元)	120.90	122.60	121.37	120.16
	毛利率 (%)	16.53%	14.50%	14.50%	14.50%
异辛烷及其他 C4 深加工产品	销售收入 (百万元)	64.28	9.64	1.45	0.22
	销售成本 (百万元)	65.01	8.20	1.23	0.18
	毛利率 (%)	-1.13%	15.00%	15.00%	15.00%
C5 产品	销售收入 (百万元)	0.00	424.11	424.11	424.11
	销售成本 (百万元)	0.00	388.06	388.06	388.06
	毛利率 (%)	0.00%	8.50%	8.50%	8.50%
皮革化学品	销售收入 (百万元)	184.88	216.31	253.09	296.11
	销售成本 (百万元)	115.71	129.79	151.85	177.67
	毛利率 (%)	37.41%	40.00%	40.00%	40.00%
塔拉产品	销售收入 (百万元)	195.93	264.51	357.09	482.07
	销售成本 (百万元)	130.48	179.87	242.82	327.81
	毛利率 (%)	33.41%	32.00%	32.00%	32.00%
其他	销售收入 (百万元)	8.99	9.17	9.35	9.54
	销售成本 (百万元)	2.05	2.11	2.15	2.19
	毛利率 (%)	77.19%	77.00%	77.00%	77.00%
合计	销售收入 (百万元)	1997.14	2521.28	2699.35	2925.39
	销售成本 (百万元)	1336.79	1804.89	1920.73	2069.85
	毛利率 (%)	33.06%	28.41%	28.84%	29.25%

资料来源: 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值分析表

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300910.SZ	瑞丰新材	133.12	1.34	3.60	6.10	60	37	22
002440.SZ	闰土股份	7.39	0.73	0.58	0.66	13	13	12
301190.SZ	善水科技	19.07	0.66	0.85	1.21	45	22	16
	<b>平均值</b>					40	24	16

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 01 月 17 日收盘价, EPS 为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标(元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1997</b>	<b>2521</b>	<b>2699</b>	<b>2925</b>
每股收益	0.43	0.30	0.36	0.43	营业成本	1337	1805	1921	2070
每股净资产	5.02	5.23	5.59	6.02	毛利率%	33.1%	28.4%	28.8%	29.2%
每股经营现金流	0.14	0.05	1.00	0.08	营业税金及附加	18	23	24	26
每股股利	0.09	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>价值评估(倍)</b>					营业费用	154	192	199	221
P/E	17.39	24.93	20.82	17.32	营业费用率%	7.7%	7.6%	7.4%	7.6%
P/B	1.48	1.42	1.33	1.24	管理费用	188	252	250	269
P/S	1.80	1.42	1.33	1.23	管理费用率%	9.4%	10.0%	9.3%	9.2%
EV/EBITDA	23.78	21.84	14.07	12.33	EBIT	185	131	205	231
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	23	2	29	24
<b>盈利能力指标(%)</b>					财务费用率%	1.2%	0.1%	1.1%	0.8%
毛利率	33.1%	28.4%	28.8%	29.2%	资产减值损失	-4	0	0	0
净利润率	10.3%	5.7%	6.4%	7.1%	投资收益	48	38	36	39
净资产收益率	8.5%	5.7%	6.4%	7.1%	<b>营业利润</b>	<b>210</b>	<b>167</b>	<b>212</b>	<b>246</b>
资产回报率	3.6%	2.4%	2.8%	3.2%	营业外收支	-9	-2	-1	-1
投资回报率	4.3%	2.2%	3.3%	3.6%	<b>利润总额</b>	<b>201</b>	<b>165</b>	<b>211</b>	<b>245</b>
<b>盈利增长(%)</b>					EBITDA	242	226	326	372
营业收入增长率	22.8%	26.2%	7.1%	8.4%	所得税	-31	25	32	37
EBIT 增长率	27.4%	-29.0%	56.2%	12.5%	有效所得税率%	-15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	77.2%	-30.2%	19.7%	20.2%	少数股东损益	25	-4	7	2
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>206</b>	<b>144</b>	<b>172</b>	<b>207</b>
资产负债率	47.2%	47.9%	46.7%	45.8%					
流动比率	2.55	2.38	2.54	2.73	<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	1.98	1.84	2.02	2.18	货币资金	730	580	935	934
现金比率	0.83	0.55	0.88	0.82	应收账款及应收票据	906	1211	1077	1391
<b>经营效率指标</b>					存货	313	370	359	425
应收账款周转天数	88.04	88.00	88.00	88.00	其它流动资产	297	339	344	365
存货周转天数	68.51	68.09	68.30	68.19	流动资产合计	2247	2500	2715	3116
总资产周转率	0.41	0.43	0.45	0.47	长期股权投资	356	356	356	356
固定资产周转率	5.71	5.03	3.27	2.77	固定资产	314	689	964	1145
					在建工程	2029	1671	1377	1078
					无形资产	217	217	217	217
					非流动资产合计	3429	3446	3427	3308
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5675</b>	<b>5946</b>	<b>6142</b>	<b>6424</b>
净利润	206	144	172	207	短期借款	89	89	89	89
少数股东损益	25	-4	7	2	应付票据及应付账款	307	414	399	452
非现金支出	78	95	121	141	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-80	22	23	19	其它流动负债	484	547	579	599
营运资金变动	-162	-233	157	-329	流动负债合计	880	1051	1067	1141
<b>经营活动现金流</b>	<b>68</b>	<b>25</b>	<b>480</b>	<b>41</b>	长期借款	1784	1784	1784	1784
资产	-1131	-114	-103	-23	其它长期负债	15	15	15	15
投资	-9	0	0	0	非流动负债合计	1799	1799	1799	1799
其他	26	38	36	39	<b>负债总计</b>	<b>2679</b>	<b>2850</b>	<b>2866</b>	<b>2940</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1114</b>	<b>-76</b>	<b>-67</b>	<b>16</b>	实收资本	482	482	482	482
债权募资	678	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2418	2521	2693	2900
股权募资	795	0	0	0	少数股东权益	579	575	582	584
其他	-204	-99	-58	-58	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5675</b>	<b>5946</b>	<b>6142</b>	<b>6424</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1270</b>	<b>-99</b>	<b>-58</b>	<b>-58</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>224</b>	<b>-151</b>	<b>355</b>	<b>-1</b>					

备注:(1)表中计算估值指标的收盘价日期为01月17日;(2)以上各表均为简表

资料来源:公司年报(2021),海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,万润股份,昊华科技,东华能源,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,永利股份,和邦生物

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。