

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

纺织化学品龙头，合作发展乙烯裂解副产品

股票数据

01月13日收盘价(元)	10.81
52周股价波动(元)	7.30-12.19
总股本/流通A股(百万股)	482/364
总市值/流通市值(百万元)	4730/3571

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.3	12.4	6.1
相对涨幅(%)	9.0	11.8	6.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- 公司为纺织化学品龙头企业。**公司始创于1989年，从精细化工行业起步，经过多年的发展，现已发展成为一家业务覆盖精细化学品、石油化工品、资本运营等多个领域的高新技术企业。精细化学品方面为公司的核心业务，主要生产纺织化学品、皮革化学品以及合成革化学品。截至2020年年底，公司共有纺织化学品产能18.18万吨，皮革化学品产能2.29万吨。德荣项目建成后，可年产裂解碳五50万吨，裂解碳九48万吨。
- 上下游一体化发展，合作发展乙烯裂解副产品综合利用领域。**为有效利用浙石化4000万吨/年炼化一体化项目副产资源，并向下游逐步延伸产品链，公司以子公司德荣化工为平台，与浙石化合作发展乙烯裂解副产品综合利用领域，生产异戊二烯、间戊二烯、双环戊二烯、间戊二烯树脂等多种石油化工精细化学品，双方分别持有德荣化工50%股权。据20年非公开发行预案，德荣化工项目预计投资32.53亿元，其中项目一期投资25.53亿元，二期项目投资7.01亿元。
- 德荣一期项目已投料。**德荣项目一期拟新建裂解碳五分离装置、碳五加氢装置、间戊二烯树脂装置、裂解碳九分离加氢装置。公司预计项目一期财务内部收益率(税后)为12.35%，项目投资回收期(税后)为8.43年，根据隆众资讯，目前一期项目一套25万吨/年的C5分离产线已于2022年1月11日投料。
- 公司拟以3000万元参与设立纳米微球方向投资基金。**公司为推进战略发展，落实公司战略布局，公司拟以自有资金3000万人民币与天汇红优及其他投资方共同发起设立苏州天汇纳米微球创业投资基金。该基金投资方向主要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。
- 公司收购香港威盛100%股权并拟增加投资850万美元。**公司为实现海外业务布局，搭建海外贸易、融资及投资功能的综合性平台，拟以现金1万港币购买胡建明先生持有的香港威盛化工有限公司100%股权。为满足香港威盛后续业务发展需要，公司拟同时以现金对其增加投资，投资金额不超过850万美元。
- 盈利预测。**我们预计2021-23年净利润分别为1.81、3.42和4.16亿元，2021-2023年EPS分别为0.38、0.71、0.86元/股。公司未来新项目投产增速较快，给予公司2022年16-20倍PE(对应PB为1.91-2.39倍)，对应合理价值区间为11.36-14.20元，首次覆盖给予“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

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1571	1626	1881	5513	6652
(+/-)YoY(%)	-5.4%	3.5%	15.7%	193.0%	20.7%
净利润(百万元)	110	116	181	342	416
(+/-)YoY(%)	123.1%	5.7%	55.8%	88.7%	21.7%
全面摊薄EPS(元)	0.23	0.24	0.38	0.71	0.86
毛利率(%)	37.2%	36.2%	36.6%	18.6%	18.0%
净资产收益率(%)	5.9%	6.0%	7.1%	11.9%	12.8%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 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

盈利假设:

关键产品收入增长率假设:

(1) 销量假设。根据隆众资讯,公司浙江德荣化工有限公司一套 25 万吨/年的 C5 分离产线已于 2022 年 1 月 11 日投料,我们预计 C5C9 装置将于 2022 年开始贡献增量。除此之外,公司其他产品产销量有望小幅增加。

(2) 价格假设:考虑油价维持高位,我们预计公司各项产品价格有望稳中上行。

毛利率假设: a. 纺织化学品:我们预计 2021-23 年毛利率分别为 43.00%、45.00%、45.00%; b. 环戊烷:我们预计 2021-23 年毛利率分别为 16.00%、20.00%、20.00%; c. 异辛烷及其他 C4 深加工产品:我们预计 2021-23 年毛利率分别为-1.00%、5.00%、10.00%; d. 皮革化学品:我们预计 2021-23 年毛利率分别为 40.00%、40.00%、40.00%; e. 乙烯裂解副产品:我们预计 2022-23 年毛利率分别为 7.80%、8.50%; f. 其他业务:我们预计 2021-23 年毛利率分别为 32.00%、32.00%、32.00%。

表 1 德美化工分业务盈利预测

项目	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1626.07	1881.33	5513.13	6652.05
营业成本 (百万元)	1036.86	1192.62	4487.24	5455.23
毛利 (百万元)	589.21	688.72	1025.88	1196.82
综合毛利率	36.24%	36.61%	18.61%	17.99%
纺织化学品				
销售收入 (百万元)	1059.02	1240.45	1265.26	1328.52
销售成本 (百万元)	582.17	707.06	695.89	730.69
毛利 (百万元)	476.85	533.39	569.37	597.83
毛利率 (%)	45.03%	43.00%	45.00%	45.00%
环戊烷				
销售收入 (百万元)	86.82	108.00	129.60	145.80
销售成本 (百万元)	68.58	90.72	103.68	116.64
毛利 (百万元)	18.24	17.28	25.92	29.16
毛利率 (%)	21.01%	16.00%	20.00%	20.00%
异辛烷及其他 C4 深加工产品				
销售收入 (百万元)	157.95	176.00	230.00	276.00
销售成本 (百万元)	166.66	177.76	218.50	248.40
毛利 (百万元)	-8.71	-1.76	11.50	27.60
毛利率 (%)	-5.51%	-1.00%	5.00%	10.00%
皮革化学品				
销售收入 (百万元)	262.00	320.00	326.40	359.04
销售成本 (百万元)	174.66	192.00	195.84	215.42
毛利 (百万元)	87.34	128.00	130.56	143.62
毛利率 (%)	33.34%	40.00%	40.00%	40.00%
乙烯裂解副产品				
销售收入 (百万元)			3517.61	4489.58
销售成本 (百万元)			3243.23	4107.96
毛利 (百万元)			274.37	381.61
毛利率 (%)			7.80%	8.50%
其他业务				
销售收入 (百万元)	49.18	36.89	44.26	53.11
销售成本 (百万元)	33.98	25.08	30.10	36.12
毛利 (百万元)	15.20	11.80	14.16	17.00
毛利率 (%)	30.91%	32.00%	32.00%	32.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB (倍)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2022E
300910	瑞丰新材	81.68	1.22	1.68	2.43	52.09	48.55	33.59	5.85
002440	闰土股份	9.83	0.69	0.72	0.81	13.60	13.58	12.13	1.22
301190	善水科技	34.23	0.68	0.68	1.27		52.32	27.01	13.54
	平均值						38.15	24.24	6.87

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2022 年 01 月 13 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

表 3 2022 年净利润敏感性分析 (单位: 百万元)

乙烯裂解副产品收入 (百万元)/乙烯裂解副产品毛利率	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%	7.80%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%
2018	329	337	344	351	355	358	366	373	380
2518	318	327	336	346	351	355	364	373	382
3018	307	318	329	340	347	351	362	373	383
3518	296	309	322	334	342	347	360	372	385
4018	286	300	314	329	338	343	358	372	387

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 4 2023 年净利润敏感性分析 (单位: 百万元)

乙烯裂解副产品收入 (百万元)/乙烯裂解副产品毛利率	6.50%	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%
2990	376	387	397	408	419	430	440	451	462
3490	368	380	393	405	418	430	443	456	468
3990	359	374	388	403	417	432	446	460	474
4490	351	367	384	400	416	432	448	464	481
4990	343	361	379	397	415	433	451	469	487
5490	335	355	374	394	414	434	453	473	493

资料来源: WIND, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	1626	1881	5513	6652
每股收益	0.24	0.38	0.71	0.86	营业成本	1037	1193	4487	5455
每股净资产	4.03	5.29	5.94	6.73	毛利率%	36.2%	36.6%	18.6%	18.0%
每股经营现金流	0.42	1.19	1.78	1.09	营业税金及附加	18	19	28	33
每股股利	0.07	0.07	0.07	0.07	营业税金率%	1.1%	1.0%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	151	174	196	231
P/E	44.78	28.75	15.24	12.52	营业费用率%	9.3%	9.3%	3.6%	3.5%
P/B	2.68	2.04	1.82	1.61	管理费用	171	172	202	226
P/S	2.79	2.77	0.95	0.78	管理费用率%	10.5%	9.2%	3.7%	3.4%
EV/EBITDA	16.21	22.48	10.70	8.76	EBIT	161	227	459	533
股息率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	财务费用	37	43	50	37
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.3%	2.3%	0.9%	0.6%
毛利率	36.2%	36.6%	18.6%	18.0%	资产减值损失	-56	5	5	10
净利润率	7.2%	9.6%	6.2%	6.3%	投资收益	50	48	55	67
净资产收益率	6.0%	7.1%	11.9%	12.8%	营业利润	139	240	483	586
资产回报率	2.9%	3.4%	5.0%	5.5%	营业外收支	-28	-11	-8	-8
投资回报率	4.3%	4.3%	8.6%	9.0%	利润总额	112	229	475	578
盈利增长 (%)					EBITDA	235	247	470	548
营业收入增长率	3.5%	15.7%	193.0%	20.7%	所得税	11	23	48	58
EBIT 增长率	7.0%	41.0%	102.4%	16.1%	有效所得税率%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	5.7%	55.8%	88.7%	21.7%	少数股东损益	-16	25	86	104
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	116	181	342	416
资产负债率	37.8%	41.5%	48.3%	47.3%					
流动比率	1.73	1.68	1.38	1.45	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	1.48	1.36	1.10	1.16	货币资金	510	611	829	1049
现金比率	0.52	0.65	0.41	0.45	应收账款及应收票据	802	515	1208	1458
经营效率指标					存货	196	261	369	448
应收账款周转天数	102.58	50.00	40.00	40.00	其它流动资产	200	201	368	407
存货周转天数	69.01	80.00	30.00	30.00	流动资产合计	1708	1589	2774	3363
总资产周转率	0.41	0.35	0.81	0.88	长期股权投资	316	316	316	316
固定资产周转率	4.22	4.65	2.35	2.78	固定资产	385	405	2350	2396
					在建工程	741	2201	401	501
					无形资产	201	244	315	371
					非流动资产合计	2266	3726	4005	4208
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	3974	5315	6779	7570
净利润	116	181	342	416	短期借款	338	300	0	0
少数股东损益	-16	25	86	104	应付票据及应付账款	290	224	1047	1149
非现金支出	161	15	6	5	预收账款	0	5	8	14
非经营收益	-46	99	-29	17	其它流动负债	361	415	957	1153
营运资金变动	-11	253	452	-15	流动负债合计	989	944	2012	2315
经营活动现金流	204	572	856	527	长期借款	505	1255	1255	1255
资产	-823	-1589	-280	-266	其它长期负债	8	8	8	8
投资	121	0	0	0	非流动负债合计	513	1263	1263	1263
其他	32	41	55	67	负债总计	1502	2207	3275	3579
投资活动现金流	-670	-1548	-225	-200	实收资本	419	482	482	482
债权募资	969	712	-300	0	归属于母公司所有者权益	1941	2553	2863	3247
股权募资	325	63	0	0	少数股东权益	530	555	641	745
其他	-725	302	-113	-107	负债和所有者权益合计	3974	5315	6779	7570
融资活动现金流	569	1077	-413	-107					
现金净流量	100	101	218	220					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
邓勇 石油化工行业

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: 华峰化学,恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,中盐化工,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,润阳科技,山东赫达,会通股份,利安隆,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,纳微科技,中核钛白,万润股份,昊华科技,三联虹普,双星新材,永太科技,东华能源,三友化工

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。