

投资评级 优于大市 首次覆盖

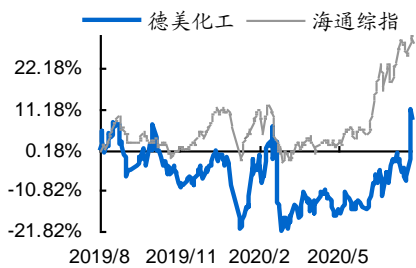
牵手浙石化，布局 C5、C9 深加工

股票数据

08月24日收盘价(元)	8.89
52周股价波动(元)	5.83-9.25
总股本/流通A股(百万股)	419/311
总市值/流通市值(百万元)	3727/2761

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	19.4	29.7	34.3
相对涨幅(%)	18.8	14.6	13.7

资料来源:海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:朱军军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@htsec.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@htsec.com

证书:S0850519080001

联系人:张璇

Tel:(021)23219411

Email:zx12361@htsec.com

投资要点:

- 核心观点:** 公司从纺织助剂业务起步, 现有业务覆盖纺织化学品、皮革化学品、石油精细化学品等领域。公司与浙石化合资德荣化工(各持股 50%), 建设 C5/C9 深加工项目。我们认为项目装置单体规模大, 且依托浙石化, 具有稳定的原料来源, 并可有效降低项目投资成本, 提升经济效益。2019 年, 公司归母净利润 1.10 亿元, 我们预计 C5/C9 项目达产后盈利有望大幅增长。
- 2018-2019 年公司归母净利润稳定增长。** 2018 年后, 由于控股子公司中炜化工经营模式转变(由自行经营转变为委托加工), 公司低毛利率的异辛烷等产品收入下滑。公司收入虽有所波动, 但毛利率稳步提升, 整体毛利相对稳定。2015-2019 年, 公司毛利基本维持在 4.5-6.0 亿元。2019 年, 公司实现收入 15.71 亿元, 同比-5%; 归母净利润 1.10 亿元, 同比+110%(调整前)。
- 纺织化学品毛利率高、毛利稳定, 贡献公司主要利润。** 2020H1, 公司实现收入 6.00 亿元, 毛利 2.37 亿元, 其中纺织化学品分别贡献 68%、76%。2015-2019 年, 公司纺织化学品的毛利率稳定在 39%-45%, 是主要产品中毛利率最高的品种, 纺织化学品毛利基本稳定在 3.8-4.6 亿元。
- 与浙石化合资建设 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 C5/C9 综合利用领域, 双方各持股 50%。项目位于舟山绿色石化基地, 总投资 32.53 亿元, 其中一期投资 25.53 亿元, 二期投资 7.01 亿元。项目以浙石化裂解碳五、苯乙烯抽提碳九、重裂解粗汽油等为原料, 生产异戊二烯、间戊二烯、双环戊二烯、间戊二烯树脂、C9 冷聚树脂、DCPD 树脂等产品, 下游主要用于胶粘剂、路标漆、橡胶等领域。2020H1, 德荣化工项目稳步推进, 公司计划与浙石化二期项目同步投产。
- 依托浙石化, 具有原料、成本优势。** 德荣化工 C5/C9 综合利用项目装置单体规模大, 且依托浙石化, 具有稳定的裂解 C5/C9 原料来源。同时, 项目可充分依托浙石化项目完善的公用工程设施以及辅助设施, 可有效降低项目投资成本, 提升经济效益。根据公司《2020 年度非公开发行 A 股股票预案》测算, 一期项目投产后年均净利润超过 3 亿元。
- 拟非公开发行募资不超过 7 亿元用于德荣化工一期项目。** 公司拟非公开发行不超过 7 亿元, 用于建设德荣化工一期项目。此次非公开发行拟发行不超过 6288.46 万股, 其中, 实际控制人控制的德美集团拟认购不低于 301.67 万股。
- 盈利预测与投资评级。** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.97 亿元、1.91 亿元和 2.31 亿元, EPS 分别为 0.23、0.45、0.55 元, 2020 年 BPS 为 4.63 元。参考可比公司估值, 我们给予其 2020 年 2.2-2.4 倍 PB, 对应合理价值区间 10.19-11.11 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 产品价格大幅波动; C5/C9 深加工项目进程不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1660	1571	1272	3271	4355
(+/-)YoY(%)	-32.4%	-5.4%	-19.0%	157.1%	33.1%
净利润(百万元)	49	110	97	191	231
(+/-)YoY(%)	82.8%	123.1%	-12.0%	96.7%	21.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.12	0.26	0.23	0.45	0.55
毛利率(%)	30.3%	37.2%	39.3%	31.9%	30.8%
净资产收益率(%)	2.8%	5.9%	5.0%	9.1%	10.2%

资料来源:公司年报(2018-2019)、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

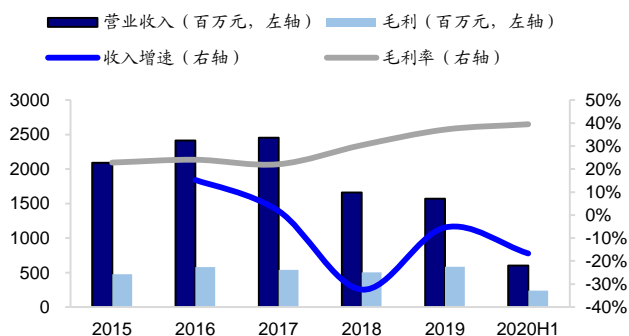
纺织化学品龙头企业。广东德美精细化工集团股份有限公司创始于1989年，公司从纺织助剂生产销售业务起步，聚焦精细化工产品，经过30余年发展，公司现已发展成为一家业务覆盖纺织化学品、皮革化学品、石油精细化学品（异辛烷、环戊烷等）等领域的高新技术企业。2019年，公司销售纺织化学品11.45万吨、皮革化学品2.04万吨、异辛烷及其他C4深加工产品0.73万吨、环戊烷0.71万吨。

表 1 德美化工业务布局

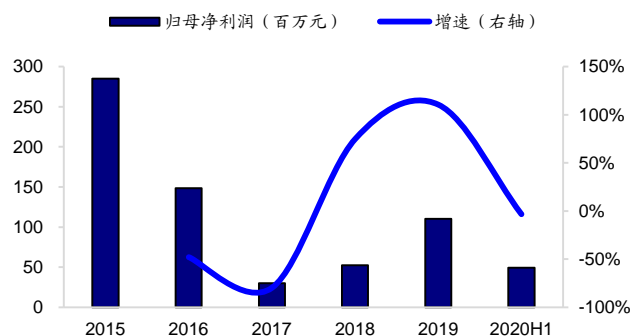
业务分类	主要产品	2019年产量/销量(吨)
纺织化学品	纺织助剂、有机硅及功能整理剂、防水剂和涂层整理剂	112723/114531
皮革化学品	铬鞣剂、复鞣剂、加脂剂、脱脂剂、植物鞣剂、涂饰剂、助剂等	20529/20362
石油精细化学品	异辛烷、高纯度异丁烷、高纯度丙烷、高纯度正丁烷、环戊烷、异戊烷、正戊烷、环保无氟制冷剂	异辛烷及其他C4深加工品: 7071/7284 环戊烷: 1512/7077

资料来源：德美化工2019年报，海通证券研究所

2018-2019年公司归母净利润稳定增长。2018年后，由于控股子公司中炜化工经营模式转变（由自行经营转变为委托加工），公司低毛利率的异辛烷等产品收入下滑，公司收入虽有所波动，但毛利率稳步提升，整体毛利相对稳定。2015-2019年，公司毛利基本维持在4.5-6.0亿元。2019年，公司实现收入15.71亿元，同比-5%；归母净利润1.10亿元，同比+110%（调整前）。2020H1，受国内外疫情影响，公司实现营业收入6.00亿元，同比-16.67%；实现归母净利润0.49亿元，相对稳定。

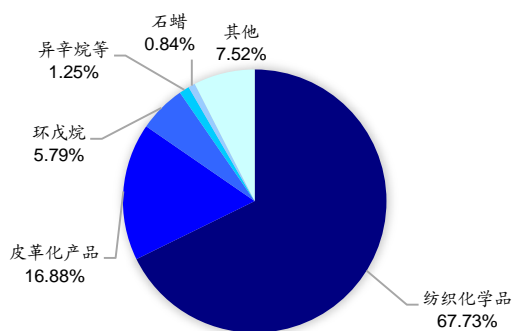
图1 德美化工营业收入及毛利率


资料来源：Wind，海通证券研究所

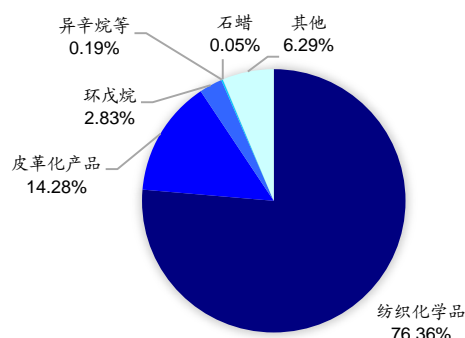
图2 德美化工归母净利润及增速


资料来源：Wind，海通证券研究所

纺织化学品贡献公司主要利润。2020H1，公司实现收入6.00亿元，毛利2.37亿元，其中纺织化学品分别贡献68%、76%。除纺织化学品外，公司皮革化学品上半年贡献收入、毛利分别为17%、14%。

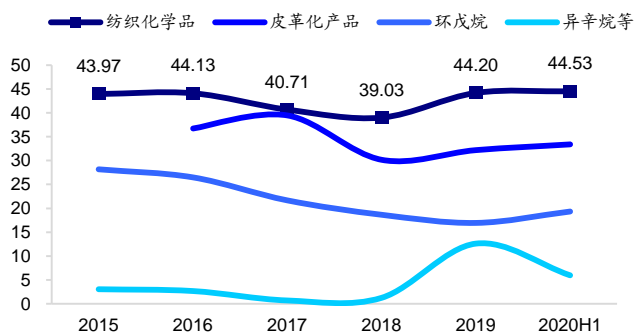
图3 德美化工营业收入构成 (2020H1)


资料来源：Wind，海通证券研究所

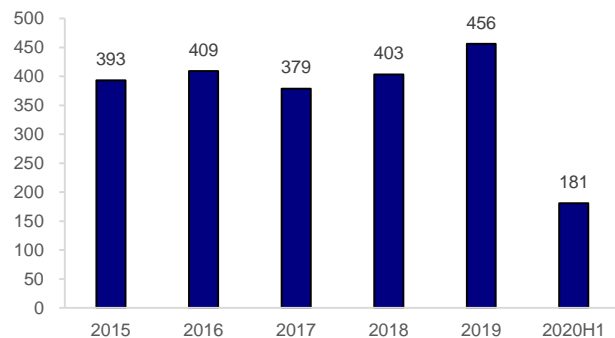
图4 德美化工毛利构成 (2020H1)


资料来源：Wind，海通证券研究所

纺织化学品毛利率较高，整体毛利相对稳定。2015-2019年，公司传统主业纺织化学品的毛利率稳定在39%-45%，是主要产品中毛利率最高的品种，纺织化学品毛利基本稳定在3.8-4.6亿元。2019年，纺织化学品毛利率提升，整体毛利稳定增长。

图5 德美化工各产品毛利率(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 德美化工纺织化学品毛利(百万元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

与浙石化合资建设 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 C5/C9 综合利用领域,双方各持股 50%。项目在舟山绿色石化基地建设,总投资 32.53 亿元,其中一期项目投资 25.53 亿元,二期项目投资 7.01 亿元。项目以浙石化裂解碳五、苯乙烯抽提碳九、重裂解粗汽油等为原料,生产异戊二烯、间戊二烯、双环戊二烯、间戊二烯树脂、C9 冷聚树脂、DCPD 树脂等产品,下游主要用于胶粘剂、路标漆、橡胶等领域。2020H1,德荣化工项目稳步推进,公司计划与浙石化二期项目同步投产。

表 2 德荣化工乙烯裂解副产品综合利用项目

	投资规模(万元)	装置	建设规模(万吨/年)
一期	255259.86	裂解碳五分离装置	50
		碳五加氢装置	20
		裂解碳九分离加氢装置	48
		间戊二烯树脂装置	7
二期	70067.14	DCPD 树脂加氢装置	10
		碳九冷聚树脂装置	6
合计	325327.00		

资料来源:德美化工《2020 年度非公开发行 A 股股票预案》、德荣化工《乙烯裂解副产品综合利用项目环境影响报告书》,海通证券研究所

依托浙石化,具有原料、成本优势。我们认为德荣化工 C5/C9 综合利用项目装置单体规模大,且依托浙石化,具有稳定的裂解 C5/C9 原料来源。同时,项目可充分依托浙石化项目完善的公用工程设施以及辅助设施,可有效降低项目投资成本,提升项目经济效益。根据公司《2020 年度非公开发行 A 股股票预案》,项目一期财务内部收益率(税后)12.35%,投资回收期(税后)为 8.43 年。据此测算,一期项目投产后年均净利润超过 3 亿元。

拟非公开发行募资不超过 7 亿元用于德荣化工一期项目。公司拟非公开发行不超过 7 亿元,用于建设德荣化工一期项目。此次非公开发行拟向不超过 35 名特定对象发行不超过 6288.46 万股,其中,实际控制人控制的德美集团拟认购不低于 301.67 万股。

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.97 亿元、1.91 亿元和 2.31 亿元,EPS 分别为 0.23、0.45、0.55 元,2020 年 BPS 为 4.63 元。参考可比公司估值,我们给予其 2020 年 2.2-2.4 倍 PB,对应合理价值区间 10.19-11.11 元,首次覆盖给予“优于大市”评级。

盈利预测主要假设:

- (1) 假设德荣化工 C5/C9 综合利用项目 2021 年投产逐步释放效益;
- (2) 假设 2020-2022 年纺织化学品、皮革化学品、环戊烷、异辛烷、石蜡等产品的单位毛利维持稳定。

表 3 德美化工分业务盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
纺织化学品				
营业收入 (百万元)	1032	876	924	972
营业成本 (百万元)	576	484	525	562
毛利率	44.20	44.71	43.18	42.22
皮革化学品				
营业收入 (百万元)	239	202	226	246
营业成本 (百万元)	162	136	154	170
毛利率 (%)	32.21	32.73	31.86	30.77
环戊烷				
营业收入 (百万元)	68	66	66	66
营业成本 (百万元)	57	55	55	55
毛利率 (%)	16.92	17.02	17.02	17.02
异辛烷等				
营业收入 (百万元)	107	20	28	35
营业成本 (百万元)	94	19	26	33
毛利率 (%)	12.62	6.07	6.07	6.07
石蜡				
营业收入 (百万元)	36	18	27	36
营业成本 (百万元)	36	18	27	35
毛利率 (%)	1.81	1.78	1.78	1.78
其他(含 C5/C9 深加工)				
营业收入 (百万元)	88	90	2000	3000
营业成本 (百万元)	63	60	1440	2160
毛利率 (%)	28.52	33.00	28.00	28.00
合计				
营业收入 (百万元)	1571	1272	3271	4355
营业成本 (百万元)	987	772	2226	3015
毛利率 (%)	37.17	39.32	31.93	30.77

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 可比公司估值 (以 2020.8.24 价格作为收盘价)

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	PB (MRQ, 倍)
000985.SZ	大庆华科	14.89	3.47
002408.SZ	齐翔腾达	8.15	1.86
600352.SH	浙江龙盛	15.00	1.84
300067.SZ	安诺其	4.40	2.42
	平均	/	2.40

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示: 产品价格大幅波动; C5/C9 深加工项目进程不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1571	1272	3271	4355
每股收益	0.26	0.23	0.45	0.55	营业成本	987	772	2226	3015
每股净资产	4.45	4.63	4.99	5.40	毛利率%	37.2%	39.3%	31.9%	30.8%
每股经营现金流	0.42	0.20	0.65	0.93	营业税金及附加	17	14	36	48
每股股利	0.05	0.05	0.10	0.14	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	168	121	196	218
P/E	33.84	38.44	19.54	16.12	营业费用率%	10.7%	9.5%	6.0%	5.0%
P/B	2.00	1.92	1.78	1.65	管理费用	160	129	278	348
P/S	2.37	2.93	1.14	0.86	管理费用率%	10.2%	10.2%	8.5%	8.0%
EV/EBITDA	14.63	20.83	14.60	10.17	EBIT	150	164	349	480
股息率%	0.6%	0.5%	1.1%	1.6%	财务费用	26	34	90	145
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.7%	2.6%	2.7%	3.3%
毛利率	37.2%	39.3%	31.9%	30.8%	资产减值损失	-18	-80	-10	-10
净利润率	7.0%	7.6%	5.8%	5.3%	投资收益	32	51	65	87
净资产收益率	5.9%	5.0%	9.1%	10.2%	营业利润	149	125	377	495
资产回报率	3.6%	2.8%	3.2%	3.4%	营业外收支	11	-1	-1	-1
投资回报率	4.3%	4.0%	5.2%	6.6%	利润总额	160	124	376	494
盈利增长 (%)					EBITDA	233	204	410	600
营业收入增长率	-5.4%	-19.0%	157.1%	33.1%	所得税	35	27	83	109
EBIT 增长率	64.4%	9.1%	113.1%	37.4%	有效所得税率%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	123.1%	-12.0%	96.7%	21.2%	少数股东损益	15	0	103	154
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	110	97	191	231
资产负债率	30.8%	36.9%	59.1%	59.0%					
流动比率	2.10	1.57	0.75	0.91	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.71	1.33	0.54	0.63	货币资金	399	450	500	550
现金比率	0.58	0.49	0.19	0.21	应收账款及应收票据	654	650	806	954
经营效率指标					存货	194	151	437	592
应收帐款周转天数	105.22	140.00	60.00	50.00	其它流动资产	209	200	261	294
存货周转天数	71.62	71.62	71.62	71.62	流动资产合计	1456	1452	2005	2390
总资产周转率	0.52	0.37	0.55	0.65	长期股权投资	365	365	365	365
固定资产周转率	2.79	2.69	2.31	1.32	固定资产	563	473	1413	3293
					在建工程	169	669	1669	169
					无形资产	104	108	113	117
					非流动资产合计	1576	1991	3935	4320
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	3032	3443	5940	6710
净利润	110	97	191	231	短期借款	260	559	1831	1507
少数股东损益	15	0	103	154	应付票据及应付账款	95	75	235	334
非现金支出	120	121	71	131	预收账款	9	7	18	24
非经营收益	-3	-42	-52	-51	其它流动负债	330	285	587	750
营运资金变动	-64	-91	-41	-77	流动负债合计	693	927	2671	2615
经营活动现金流	178	84	272	388	长期借款	228	328	828	1328
资产	-101	-447	-1984	-476	其它长期负债	14	14	14	14
投资	-33	0	0	0	非流动负债合计	242	342	842	1342
其他	32	51	65	87	负债总计	935	1269	3513	3958
投资活动现金流	-103	-396	-1918	-389	实收资本	419	419	419	419
债权募资	528	400	1772	176	归属于母公司所有者权益	1866	1943	2093	2265
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	231	231	334	488
其他	-646	-37	-75	-125	负债和所有者权益合计	3032	3443	5940	6710
融资活动现金流	-118	363	1697	51					
现金净流量	-42	51	50	50					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 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: 皇马科技,梅花生物,恒力石化,滨化股份,上海石化,苏博特,东华能源,浙江龙盛,通源石油,东方盛虹,中石化冠德,桐昆股份,飞凯材料,石大胜华,海油发展,中国石化,卫星石化,万顺新材,金石资源,华锦股份,中油工程,新宙邦,嘉化能源,中国石油,星湖科技,八亿时空,新奥股份,中国海洋石油,荣盛石化,齐翔腾达

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。