

德美化工 (002054)

公司研究/点评报告

油价下跌扩大盈利，参股银行、券商持续受益

民生精品---点评报告/化工行业

2014年12月5日

一、事件概述

近期油价持续下跌，对公司业绩产生积极影响。

二、分析与判断

油价下跌利好纺织助剂业务

纺织助剂营业收入占比公司总收入 82.5%。助剂原材料成本占生产成本的 90% 左右，而原材料中 60% 以上是石化制品，纺织助剂终端销售价格变化不敏感价格调整相对原料滞后。石油价格持续下跌，在此过程中，助剂盈利水平有望得到改善。一般情况原油价格回落会在半年左右传导到助剂盈利上，所以我们判断明年 2 季度以后，助剂的毛利率将会开始逐步改善。

参股银行与券商持续受益

公司长期稳定持有奥克股份和天原集团股权，收益持续平稳。此外公司还持有佛山农村商业银行 1% 和顺德农村商业银行 0.62% 股权，开源证券 2% 的股权。在利率逐步走低的大背景下，公司银行和券商资产持续受益。

异辛烷即将投产，带来新的利润增长点

中炜化工 24 万吨异辛烷项目产能将于明年一季度开始投产。受益于汽柴油国五条的推广与实施，异辛烷未来市场需求量将快速增长。尽管石油价格持续下跌，烷基化汽油的利润空间仍较可观。按照目前烷基化汽油利润走势，以 500 元/吨的平均净利润估算，24 万吨异辛烷将带来 1.2 亿元净利润。

公司农牧产业步入收获期

2013 年公司农牧正式投入生产运营，目前公司已建成 1.5 万头存栏母猪，年出栏 2.7 万头肉猪的生产线。在渠道建设方面，公司确立自己的产品品牌“英农草香猪”，并实现产销闭环。农牧业属于资金密集型行业，周期较长，前期投入大。预计 15 年底农牧业务盈利模式将逐步成形。

三、盈利预测与投资建议

油价下跌为公司带来积极影响，异辛烷项目可贡献较大贡献利润，公司资本投资盈利向好，预计 2014-2016 年 eps0.30、0.39、0.46 元，强烈推荐评级。

四、风险提示：

油价持续走跌带来的行业低迷；养殖行业销售终端成本太高等风险

盈利预测与财务指标

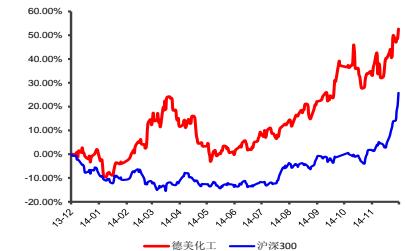
项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1,184	1,186	2,046	2,749
增长率 (%)	7.05%	0.17%	72.45%	34.39%
归属母公司股东净利润 (百万元)	115	98	126	149
增长率 (%)	6.11%	-15.02%	28.82%	18.32%
每股收益 (元)	0.36	0.30	0.39	0.46
PE	28	33	26	22
PB	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源：民生证券研究院

强烈推荐 维持

交易数据	2014/12/4
收盘价 (元)	10.28
近 12 个月最高/最低(元)	10.28/6.20
总股本 (百万股)	322.93
流通股本 (百万股)	240.30
流通股比例 (%)	75.41%
总市值 (亿元)	33.20
流通市值 (亿元)	25.04

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：刘威
执业证书编号：S0100511090003
电话：(86755)22662075
Email：liuwei@mszq.com

研究助理：杨一霖
执业证书编号：S0100114050002
电话：(86755)22662076
Email：yuanshanchen@mszq.com

相关研究

《德美化工 (002054) 调研简报：助剂平稳增长，生态养殖拓展新方向》
《德美化工 (002054) 调研报告：助剂受益于油价下跌，异辛烷投产在即》

附：弹性分析

对应 EPS	油价					
	100	90	80	70	60	50
异辛烷净 利润(元/ 吨)	100	0.30	0.33	0.35	0.38	0.40
	200	0.35	0.37	0.40	0.42	0.45
	300	0.39	0.42	0.44	0.47	0.50
	400	0.44	0.46	0.49	0.52	0.54
	500	0.48	0.51	0.54	0.56	0.59
	600	0.53	0.56	0.58	0.61	0.66

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1,184	1,186	2,046	2,749
减：营业成本	727	762	1,387	1,881
营业税金及附加	9	9	16	22
销售费用	106	97	168	225
管理费用	151	142	245	330
财务费用	17	20	32	56
资产减值损失	6	5	0	0
加：投资收益	19	10	10	10
二、营业利润	187	161	207	245
加：营业外收支净额	3	0	0	0
三、利润总额	190	161	207	245
减：所得税费用	37	31	39	47
四、净利润	153	130	168	198
归属于母公司的利润	115	98	126	149
五、基本每股收益(元)	0.36	0.30	0.39	0.46

主要财务指标

项目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	15.01	15.48	13.68	11.87
成长能力:				
营业收入同比	7.05%	0.17%	72.45%	34.39%
营业利润同比	8.4%	-14.1%	28.8%	18.3%
净利润同比	6.11%	-15.02%	28.82%	18.32%
营运能力:				
应收账款周转率	90.27	91.55	72.38	79.91
存货周转率	73.98	78.81	61.98	69.50
总资产周转率	0.54	0.52	0.78	0.84
盈利能力与收益质量:				
毛利率	38.6%	35.8%	32.2%	31.6%
净利率	9.7%	8.3%	6.2%	5.4%
总资产净利率 ROA	5.1%	4.3%	4.2%	4.2%
净资产收益率 ROE	6.7%	5.3%	6.3%	6.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.76	5.87	2.49	2.21
资产负债率	23.8%	19.1%	32.4%	37.5%
长期借款/总负债	49.1%	60.0%	27.2%	19.8%
每股指标:				
每股收益	0.36	0.30	0.39	0.46
每股经营现金流量	41.58	46.57	(89.70)	(41.49)
每股净资产	5.33	5.73	6.25	6.86

资料来源：民生证券研究院

资产负债表

项目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	239	225	389	522
应收票据	291	293	504	678
应收账款	297	298	514	690
预付账款	9	9	9	9
其他应收款	14	14	25	33
存货	162	167	304	412
其他流动资产	4	4	4	4
流动资产合计	1,017	1,011	1,749	2,350
长期股权投资	737	737	737	737
固定资产	299	311	297	272
在建工程	5	52	33	24
无形资产	75	72	66	61
其他非流动资产	15	15	15	15
非流动资产合计	1,239	1,277	1,237	1,194
资产总计	2,256	2,288	2,986	3,544
短期借款	80	28	517	846
应付票据	0	0	0	0
应付账款	52	52	94	126
预收账款	3	2	1	(0)
其他应付款	22	22	22	22
应交税费	25	25	25	25
其他流动负债	1	1	1	2
流动负债合计	270	172	702	1,062
长期借款	263	263	263	263
其他非流动负债	3	3	3	3
非流动负债合计	266	266	266	266
负债合计	536	438	968	1,328
股本	323	323	323	323
资本公积	137	137	137	137
留存收益	1,072	1,170	1,296	1,445
少数股东权益	188	220	261	310
所有者权益合计	1,720	1,850	2,018	2,216
负债和股东权益合计	2,256	2,288	2,986	3,544

现金流量表

项目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	134	150	(290)	(134)
投资活动现金流量	(59)	(92)	(4)	(4)
筹资活动现金流量	(30)	(71)	457	272
现金及等价物净增加	45	(13)	163	134

分析师与研究助理简介

刘威，化工行业高级分析师，5年券商化工行业研究经验和2年基金化工行业分析经验，善于跟踪化工产品价格、价差及行业动态，及时把握投资投资机会。主要覆盖农药、染料、化纤、化肥、光学膜、有机硅、聚氨酯等子行业。研究深入、客观。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。