

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

传化股份(002010)

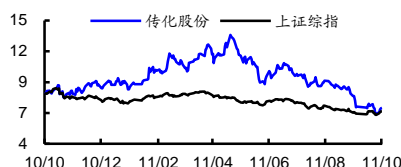
三季度点评

推荐

(维持评级)

2011年10月28日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本(百万股)	488.0/382.8
总市值(百万元)	3,498.8/2,744.9
沪深300/深圳成指	2,435.61/10,323.29
12个月最高/最低(元)	27.22/6.66

相关研究报告:

《传化股份-002010-核心竞争力确保公司度过低迷期》——2011-8-29

《传化股份:增发项目为公司染助一体化发展助力》——2009-9-23

《传化股份中报点评:中报业绩超预期》——2009-7-29

《传化股份:受益于下游复苏,毛利率有所提升》——2009-7-8

证券分析师: 刘旭明

电话: 010-66025272

E-mail: liuxum@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070001

证券分析师: 张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120013

证券分析师: 吴琳琳

电话: 0755-82130615

E-mail: wulinl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120067

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

季报点评

专注主业, 收入增长超越行业

●收入增长超行业, 3季推动业绩同比增长15%, 实现EPS0.08元

今年下游印染行业低迷, 3季度为淡季。公司专注营造主业竞争力, 助剂和化纤油剂市场占有率提高, 有效抵御低迷需求和活性染料下滑的压力, 3季收入同比增长32%, 环比仅下降2%。成本压力有所缓解, 毛利率环比提升0.8个百分点, 但仍同比下降1.3个百分点。公司三大业务中活性染料最差, 但公司仅持股45%, 因而归属母公司净利润仍同比增长。季节性因素决定3季度业绩仍环比下滑。

●助剂收入延续增长, 原料跌价促使毛利率逐步回升

市场份额提升推动3季助剂收入增长26%(与上半年持平), 而主要竞争对手基本无增长。3季度助剂原材料价格下跌, 如环氧乙烷和丙烯酸均价环比2季度分别下降5%和6%, 而价格波动小的助剂价格在5月曾上调, 因而盈利能力环比提升。受国内外经济震荡影响, 目前纺织需求旺季不旺, 但不会比淡季差, 因而4季度公司助剂收入仍保持增长。原料价格近期平稳, 毛利率能达较好水平。

●活性染料经营有所好转, 化纤油剂依旧保持高增长

活性染料受制于棉花减产, 但8、9月活性染料销售略有好转, 但仍低迷, 业绩仍同比下滑。棉花丰收在即, 活性染料将面临底部反弹的拐点。公司化纤油剂处于垄断地位, 仍持高增长, 3季度收入同比增长74%; 预计4季度依旧平稳。

●风险提示

纺织行业需求低迷, 公司收入增长受抑制。

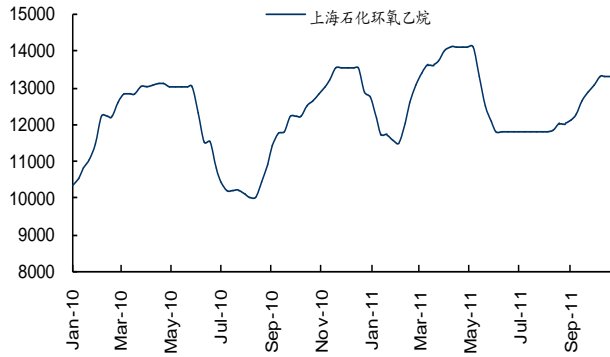
●未来成本压力不在, 收入稳定增长, 维持“推荐”评级

油价重归平稳, 高成本难再现。棉花丰收决定下游需求底部反弹, 力度仍需观望。未来助剂充分享受行业增长和占有率提高, 活性染料明显反弹, 化纤助剂增速将放缓; 增加染料种类, 提升纺织化学品集成商的竞争力; 减水剂项目将在11月底投产; 股权激励和集团支持将带来业绩新增量。预计11、12和13年EP0.36、0.5和0.66元, 目标价10元。目前市价低于股权激励行权价22%。

盈利预测和财务指标

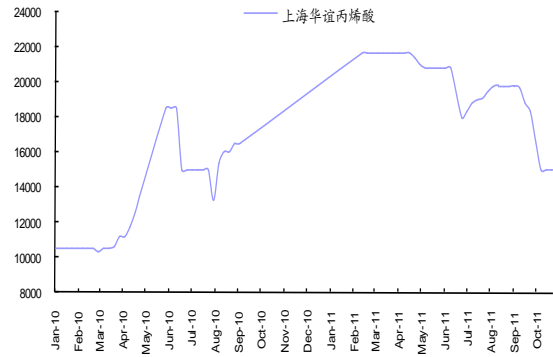
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,857.22	2,281.23	2,930.21	3,492.89	4,191.47
(+/-%)	-0.73%	22.83%	28.4%	19.2%	20.0%
净利润(百万元)	140.89	143.45	175.20	245.50	332.48
(+/-%)	88.90%	1.81%	22.1%	40.1%	35.4%
每股收益(元)	0.69	0.59	0.36	0.50	0.68
EBIT Margin	11.72%	9.93%	8.7%	9.8%	11.2%
净资产收益率(ROE)	20.25%	10.88%	12.1%	15.0%	17.6%
市盈率(PE)	10.32	12.20	20.0	14.3	10.5
EV/EBITDA	6.61	7.06	15.2	11.0	8.5
市净率(PB)	2.09	1.33	2.41	2.14	1.85

图 1: 环氧乙烷价格走势 (元/吨)



资料来源: 隆众石化, 国信证券经济研究所整理

图 2: 丙烯酸价格走势 (元/吨)



资料来源: 隆众石化, 国信证券经济研究所整理

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	375	380	380	380	营业收入	2281	2930	3493	4191
应收款项	726	932	1111	1333	营业成本	1795	2320	2728	3237
存货净额	353	459	540	641	营业税金及附加	7	8	10	12
其他流动资产	38	48	58	69	销售费用	147	193	224	258
流动资产合计	1491	1819	2088	2423	管理费用	120	154	188	217
固定资产	270	297	322	342	财务费用	7	21	5	8
无形资产及其他	121	119	117	115	投资收益	12	(1)	0	0
投资性房地产	21	21	21	21	资产减值及公允价值变动	(7)	(7)	(5)	(5)
长期股权投资	33	33	33	33	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1935	2289	2580	2934	营业利润	211	226	334	455
短期借款及交易性金融负债	91	332	108	157	营业外净收支	5	3	0	0
应付款项	201	261	307	365	利润总额	217	229	334	455
其他流动负债	135	176	207	244	所得税费用	41	40	59	80
流动负债合计	427	769	622	766	少数股东损益	32	13	30	42
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	143	175	245	332
其他长期负债	9	9	9	9					
长期负债合计	9	9	9	9					
负债合计	436	778	631	775					
少数股东权益	181	191	213	245					
股东权益	1319	1452	1638	1890					
负债和股东权益总计	1935	2421	2482	2910					

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	143	175	245	332
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	34	27	32	36
公允价值变动损失	7	7	5	5
财务费用	7	21	5	8
营运资本变动	(295)	(222)	(192)	(239)
其它	24	10	22	32
经营活动现金流	(86)	(2)	113	166
资本开支	(6)	(60)	(60)	(60)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(20)	(60)	(60)	(60)
权益性融资	504	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(35)	(42)	(59)	(80)
其它融资现金流	(137)	242	(224)	49
融资活动现金流	298	199	(284)	(31)
现金净变动	192	137	(231)	75
货币资金的期初余额	183	375	380	380
货币资金的期末余额	375	512	149	455
企业自由现金流	(94)	(45)	64	122
权益自由现金流	(231)	179	(165)	165

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.59	0.36	0.50	0.68
每股红利	0.14	0.09	0.12	0.16
每股净资产	5.41	2.98	3.36	3.87
ROIC	14%	12%	15%	18%
ROE	11%	12%	15%	18%
毛利率	21%	21%	22%	23%
EBIT Margin	9%	9%	10%	11%
EBITDA Margin	11%	10%	11%	12%
收入增长	23%	28%	19%	20%
净利润增长率	2%	22%	40%	35%
资产负债率	32%	40%	34%	35%
息率	2.0%	2.4%	3.4%	4.6%
P/E	12.2	20.0	14.3	10.5
P/B	1.3	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	8.8	15.2	11.0	8.5

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432			黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304	钟潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余辉	0755-82130741
		孙伟	010-66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154
		刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn