

纺织化学用品

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 梁皓

S0960111010122

0755-82026836

lianghao@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 9.80元

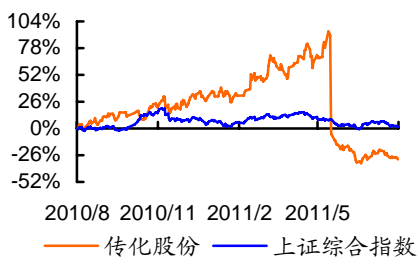
评级调整: 首次

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2678.49 |
| 总股本(百万) | 488 |
| 流通股本(百万) | 383 |
| 流通市值(亿) | 38 |
| EPS (TTM) | 0.30 |
| 每股净资产(元) | 3.07 |
| 资产负债率 | 22.5% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|--------|------|
| 传化股份 | -2.20 | -18.14 | 0.00 |
| 上证综合指数 | -2.93 | -8.65 | 0.00 |



相关报告

传化股份

002010

强烈推荐

多元化将驱动公司进入新一轮成长期

投资要点:

- **公司是国内纺织助剂行业龙头。**公司主营业务涵盖印染助剂、染料、皮革化纤油剂等三大部分,实际生产能力分别达到16万吨/年、12万吨/年和6万吨/年,国内市场占有率分别为10%、20%和40%,2010年三项业务收入占比分别为42.33%、29.06%和28.61%。
- **公司在印染助剂领域竞争优势将进一步加强。**今年上半年,在原材料涨价和下游需求低迷的双重压力下,公司印染助剂和化纤油剂销售收入同比大幅增长,盈利能力保持相对稳定。预计下半年原材料成本压力将减轻,公司产品结构将不断优化,盈利能力有望提升。
- **公司在全球助剂市场的份额有望逐步提升。**纺织产业链向中国转移,国外企业正在逐步退出传统助剂市场,仅保留特殊专用纺织和印染助剂制造,公司在全球助剂市场的份额有望逐步提升。
- **聚羧酸系减水剂发展前景广阔。**聚羧酸系减水剂是绿色环保的第三代高性能减水剂,目前国内聚羧酸系减水剂仅占26%的市场份额,相比国外65%以上的市场占比尚有很大发展空间。公司控股75%的建筑新材料公司5万吨聚羧酸系减水剂将于今年9月份投产,保守估计可以贡献4000万的毛利,利于公司长远发展。
- **顺丁橡胶业务有望再造一个传化。**公司独资组建合成材料公司进军顺丁橡胶业务,预计2012年底形成10万吨的生产能力。保守估计,公司顺丁橡胶业务净利率可以达到5%,10万吨的销量可以贡献1.5亿的净利润,增厚公司业绩0.30元。我们预计公司未来有可能继续向上游扩展,保障原料供应,提升产品的盈利能力。
- **投资建议:**公司在传统印染助剂行业优势显著,未来有望通过外延式扩张进一步提升在全球助剂市场的份额。同时公司做大市值的意愿明显,积极拓展新业务,未来几年有望迎来新一轮的高速增长。预计公司11-13年的eps分别为0.40、0.58和0.88元,公司股权激励9.18元的行权价格给股价提供了安全边际,我们给予公司强烈推荐评级。

风险提示:

- 原材料价格快速上涨、纺织行业需求低于预期

主要财务指标

| 单位:百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2281 | 2895 | 4246 | 6754 |
| 同比(%) | 23% | 27% | 47% | 59% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 143 | 194 | 284 | 431 |
| 同比(%) | 2% | 35% | 47% | 52% |
| 毛利率(%) | 21.3% | 21.9% | 21.9% | 21.7% |
| ROE(%) | 10.9% | 12.9% | 15.9% | 19.4% |
| 每股收益(元) | 0.59 | 0.40 | 0.58 | 0.88 |
| P/E | 16.67 | 24.68 | 16.84 | 11.10 |
| P/B | 1.81 | 3.19 | 2.68 | 2.16 |
| EV/EBITDA | 18 | 14 | 10 | 6 |

资料来源:中投证券研究所

一、公司是国内纺织助剂行业龙头，积极涉足新产品

传化股份（002010）创建于 1988 年，十多年来一直致力于纺织印染助剂的研究、开发、生产和应用，现已成为国内纺织印染助剂研发、生产的龙头企业之一。公司主营业务涵盖印染助剂、染料、皮革化纤油剂等三大部分，2010 年三项业务收入占比分别为 42.33%、29.06%和 28.61%，利润占比分别为 63.39%、22.55%和 14.06%。

图1. 公司2010年收入占比

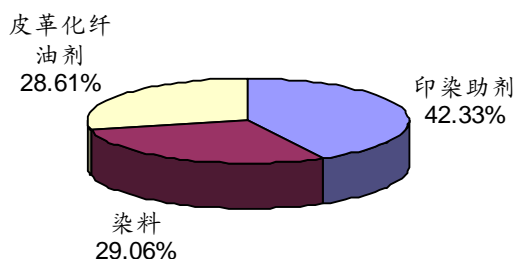
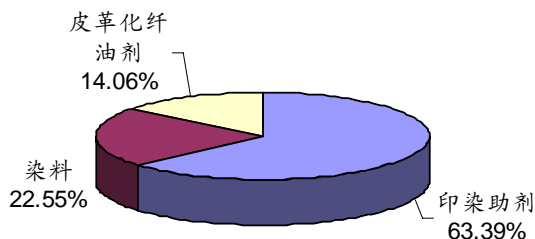


图1. 公司2010年利润占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2008 年，公司在原先专注于印染助剂及化纤油剂领域的基础上，通过收购国内活性染料龙头企业泰兴锦鸡、锦云的股权，在国内率先实现了“染料、助剂一体化”。2010 年，公司通过非定向增发，进一步扩大化纤油剂和印染助剂的产能，目前，公司活性染料的产能 6 万吨/年，市场占有率 20%，印染助剂实际生产能力可以达到 16 万吨，市场占有率 10%，化纤油剂实际生产能力 12 万吨，市场占有率 40%。

公司在发展壮大现有业务的同时，积极通过外延式扩张涉足新产品。公司和上海建研建材科技有限公司合作，进军聚羧酸系减水剂，一期 5 万吨产能将于今年 9 月投产，十二五期间计划形成 20 万吨/年的生产规模。同时公司计划进入顺丁橡胶领域，2012 年年底将形成 10 万吨/年的顺丁橡胶生产能力。

二、纺织助剂业务:变革中酝酿发展机遇

2.1 纺织助剂简介

一般而言，在纺织品制造过程中，所使用的除染料之外的化学品均属于纺织助剂。包括前处理剂、染色助剂、印花助剂、后整理剂等，还包括非织造物制造、静电植绒等加工中使用的化学品，以及纺丝（纱）和经纱上浆工程中所采用的油剂和浆料等。纺织助剂对提高纺织品的产品质量和附加价值具有不可或缺的重要作用，它不仅能赋予纺织品各种特殊功能和风格，如柔软、防皱、防缩、防水、抗菌、抗静电、阻燃等，还可以改进染整工艺，

起到节约能源和降低加工成本的作用。纺织助剂对提升纺织工业的整体水平以及在纺织产业链中的作用是至关重要的。

2.2 国内印染助剂市场发展空间广阔

国内助剂产品技术和档次与国外有较大差距。国产纺织助剂在品种和质量以及在合成及应用技术方面与国际先进水平相比还有较大差距，专用和高档纺织助剂尚需大量依赖进口，通用型产品的质量和综合性能也劣于国际先进水平，尤其是后整理剂的自给率很低，近5成的品种需依赖进口产品来满足。此外，世界纺织助剂的环保型助剂约占1/2，我国环保型纺织助剂则约占现有纺织助剂的1/3。

国内助剂平均使用率低于全球平均水平，助剂市场仍有很大提升空间。全球纺织年产量在300万吨以上，目前我国纺织助剂年产量约为120万吨，约占世界总产量的不到30%。纺织助剂与纤维产量之比的世界平均水平为7:100，美国、德国、英国以及日本等工业发达国家为15:100，而我国的这一比例不足4:100，纺织助剂需求量仍有很大的提升空间。

2.3 全球纺织助剂行业格局发生改变，国内行业龙头有望迎来新一轮发展

在全球纺织品产业链向中国转移的背景下，虽然国际纺织巨头在传统印染助剂领域仍有技术和市场优势，但是高昂的人力和管理成本，以及纺织助剂行业需要大量的售后服务的特点，正在侵蚀其竞争优势。

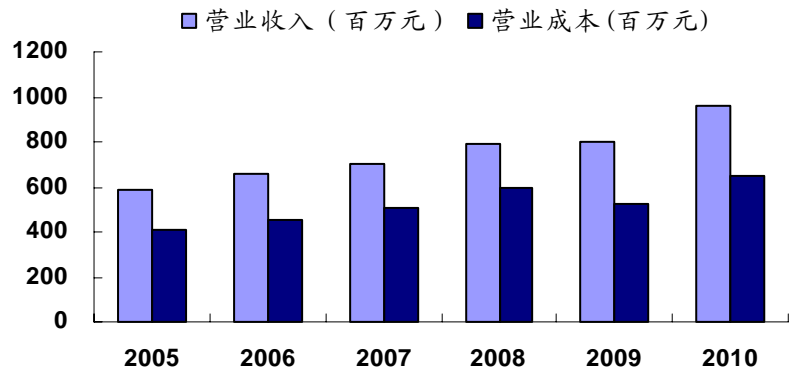
世界纺织印染助剂四大国际化供应商中，DyStar(德司达)公司面临破产，已经被KIRI收购；Huntsman(亨斯迈)收购了Ciba Specialty Chemicals(汽巴精化)，Clariant(科莱恩)宣布关闭在瑞士的纺织化学品工厂，估计后续将向亚洲转移其生产中心。BASF(巴斯夫)也宣布其纺织化学品业务将不再继续。其余一些国际厂商，例如朗盛、科宁、诺和诺德、瓦克和日本的松竹、竹本等公司也宣布一般纺织化学品业务不再继续，仅保留具有明显优势的特殊专用纺织和印染助剂制造。

国内本土纺化龙头，例如传化股份，近年来加大研发投入、优化管理，技术水平和产品档次不断提升，部分新产品有望对进口产品形成进口替代，市场份额进一步提升。同时，我们认为，随着国内纺织行业龙头原始积累的完成，有望通过外延式扩张，引进国际纺织巨头的技术和管理，实现飞跃发展。

2.4 公司印染助剂竞争优势大，发展稳定

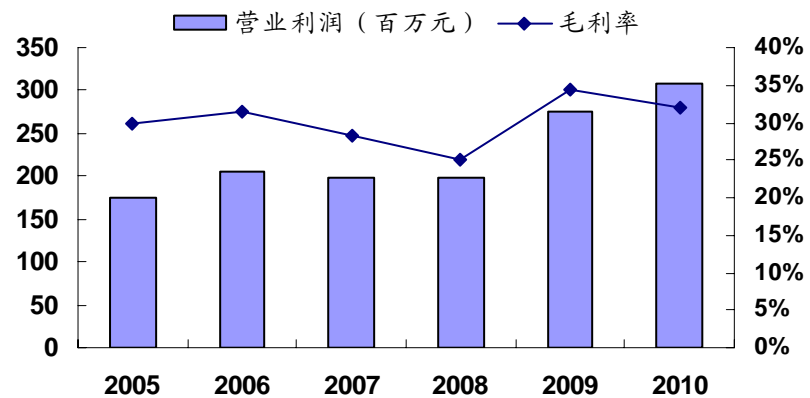
公司印染助剂产品线丰富，行业内竞争优势明显。公司是国内最大的纺织印染助剂生产企业，占国内10%以上的市场份额，覆盖包括前处理剂、染色助剂、后整理剂、增白剂、防水剂、化纤油剂、功能整理剂、皮革加工剂、无纺布助剂在内的国内最丰富的助剂产品线，批量提供约400-500种产品，有能力提供近千种产品，几乎涵盖纺织品加工的全流程。

图 3. 公司印染助剂营业收入和营业成本



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4. 公司印染助剂的营业利润和毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

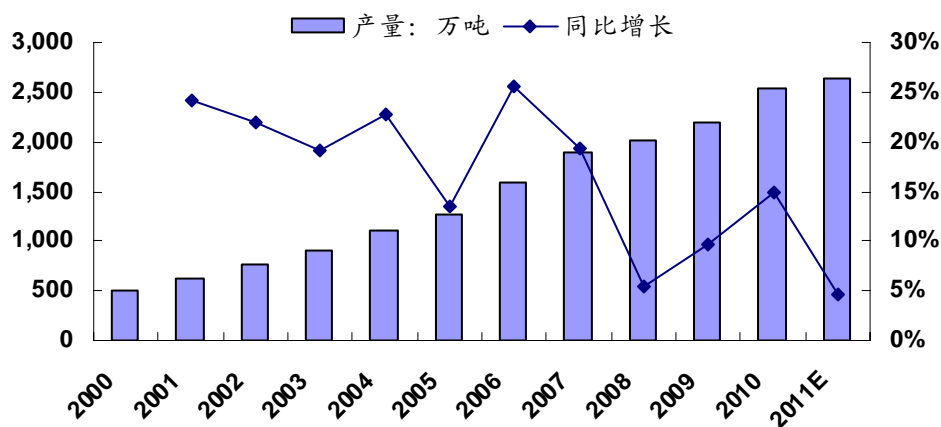
预计下半年助剂盈利能力和销售量均好于上半年。助剂产品种类众多，差异化较大，因此毛利率也价格，保持相对稳定，今年一季度因为产量较低，折旧高，毛利率较低，二季度产量提升以后，毛利率回升明显，在 30-33%左右。预计上半年综合毛利率在 28.4%。下半年的毛利率有望进一步提升，主要是因为今年二季度开始，印染助剂的原材料有往下走的趋势，而公司产品价格预计将保持稳定。

同时，下半年 9 月份至 11 月份是公司印染助剂销售的旺季，公司下半年的销售量将有大幅提升。

2.5 化纤油剂产能扩张，产品结构优化

化纤油剂可根据纤维品种的不同分为几十个品种，DTY 油剂、FDY 油剂和 POY 油剂以及短纤油剂占化纤油剂的市场份额近 90%。随着国内涤纶纤维产量的增长，国内化纤油剂需求同步扩大。

图 5. 国内涤纶纤维产量和同比增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

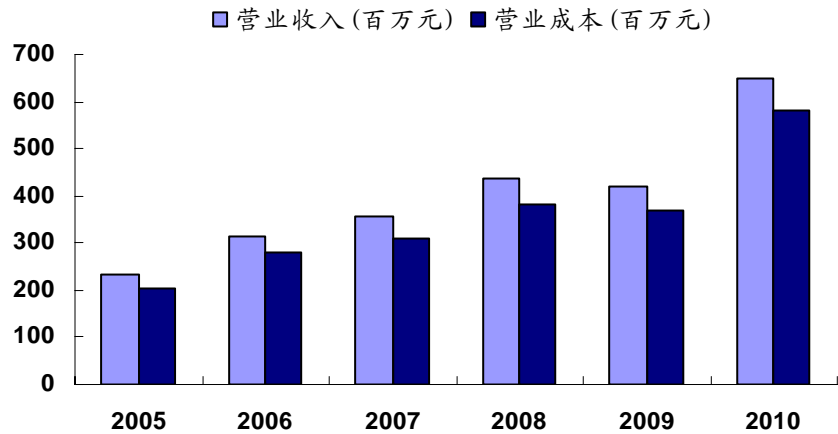
公司化纤油剂产能大幅扩张。公司原有 DTY 油剂产能 4 万吨，实际生产能力 6 万吨左右。募投项目一期 2 季度投产以后，新增 2.5 万吨 DTY 产能，以及 1 万吨 FDY 和 0.5 万吨短纤油剂。公司募投的项目实际上是按照 12 万吨的规模设计的，原有的 DTY 的装置将逐步停止使用。如果满负荷生产的话，公司化纤油剂的实际生产能力可以达到 20 万吨。

公司化纤油剂销售大幅增长，盈利能力相对稳定。公司 10 年销售油剂 7 万吨，产品一直处于供不应求的状态。今年产能扩展以后，预计上半年销售量同比上涨 40%，收入增长近 70%，市场占有率从原有 30% 提高到 40%。我们预计公司化纤油剂月销售收入在 1 亿左右(税前)，预计全年的税后销售收入在 10 亿。

化纤油剂的毛利率一般较为稳定，因为下游客户使用的量较大，而油剂的成本又主要和石油价格相关，因此下游客户会根据石油价格来谈油剂的价格。我们预计今年上半年，公司油剂毛利率保持稳定，在 12% 左右。

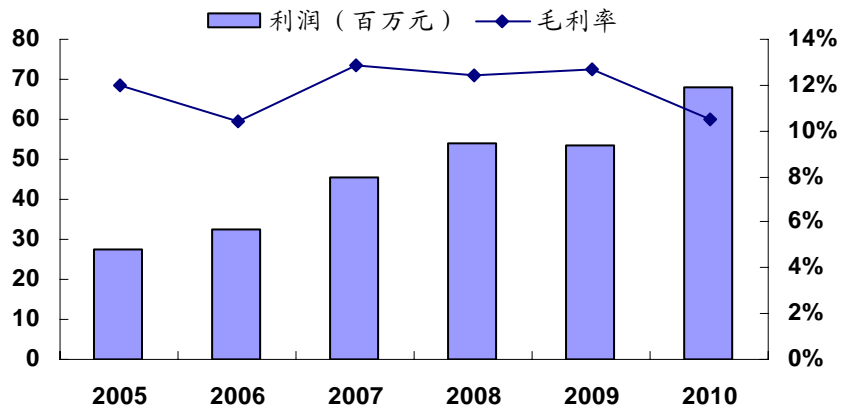
公司化纤油剂产品结构不断优化。FDY 油剂和短纤油剂市场几乎被国外巨头垄断，公司通过自主研发突破了技术瓶颈，结合优良的性价比和服务，将完成进口产品的替代。1 万吨 FDY 油剂和 5 千吨短纤油剂项目已经于 2 季度顺利投产，处于试用推广阶段，预计毛利率可接近 25%。

图 6. 公司化纤油剂的营业收入和营业成本



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7. 公司化纤油剂的营业利润和毛利率

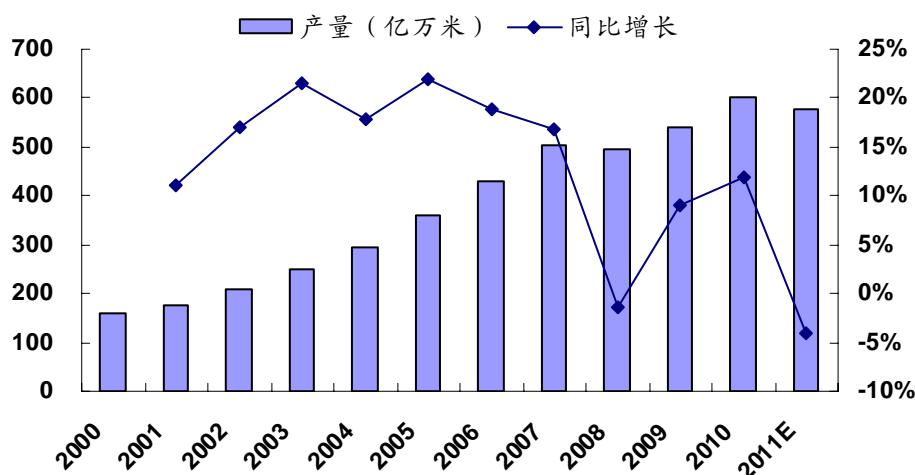


资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.5 活性染料向产业链上下游发展

活性染料主要用于棉纤维及其纺织品的染色、印花，也可用于麻、羊毛、蚕丝和一部分合成纤维的染色。公司收购锦鸡、锦云之后，染料产能达 3.5 万吨，2010 年 6 月公司投入资金 2000-3000 万元，对活性染料生产线进行了技改，技改后的实际产能可达 6 万吨。

图 8. 国内印染布的产量和同比增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

棉花价格大起大落，影响了活性染料的需求。今年上半年，活性染料行业需求低迷，主要有以下几方面原因：一是棉花价格大起大落，棉化工不好，影响了活性染料的需求；二是去年四季度以来，原材料价格上涨过快，成本压力明显增加；活性染料的主要原材料 H 酸上半年价格同比上涨 30% 左右，而活性染料的价格不涨反跌；三是国内产能扩张较快，供过于求严重。目前国内活性染料产能在 40 万吨左右，年需求量在 20 万吨左右，行业开工率 50% 左右。

公司积极向活性染料上游发展。H 酸和对位酯是活性染料的两大原料。目前 H 酸主要有铁粉还原和加氢还原两种生产工艺，国内主要采用铁粉还原生产，对环境污染很大，而加氢工艺目前还不是很成熟。国内限制 H 酸的新建项目和扩建项目，因此 H 酸的供应不足，价格上涨较快。未来活性染料行业，具有 H 酸配套的企业将具有较强的竞争优势。

公司采用加氢工艺生产 H 酸，目前工艺不是很成熟，产量在 100 吨/月，成本较铁粉还原法高 700 元/吨左右（预计铁粉还原法生产 H 酸成本在 18500 元/吨左右）。公司目前正在对相关的工艺进行技改，预计明年将扩大生产能力至 300 吨/月，H 酸自给率将达到 50%。

同时公司扩建对位酯的产能，将由目前的 5000 吨扩大到 10000 吨，自给率达到 70-80%。

公司活性染料产品结构不断优化，发展高附加值的产品。公司正在积极探索工艺，发展一些高附加值的新产品，例如低温低碱工艺下的活性染料、羊毛纤维活性染料。

三、聚羧酸系减水剂发展前景广阔

3.1 聚羧酸系减水剂简介

聚羧酸系高性能减水剂（液体）是继木钙为代表的普通减水剂和以萘系为代表的高效减水剂之后发展起来的第三代高性能减水剂，是目前世界上最前沿、科技含量最高、应用前景最好、综合性能最优的一种高效减水剂，具有低掺量、高减水增强率、和水泥的适应性好、混凝土坍落度损失小等优点，是一种国际公认的安全、绿色环保型高性能减水剂。

表 1. 三代减水剂对比

| 特点 | 木钙系 | 萘系 | 聚羧酸系 |
|------|---------------------|----------|---------------|
| 折固掺量 | 0.2-0.3% | 0.5-1.0% | 0.1-0.4% |
| 减水率 | 10-15% | 10-25% | >30% |
| 优越点 | 不适用于冬季施工与 预应力混凝土 | 适应力强 | 高强、超流态 混凝土 |
| 国际市场 | 基本不适应 | 发达国家 40% | 发达国家 60% |
| 国内市场 | 少量改性适应 | 80%左右 | 20%左右 |

数据来源: 中投证券研究所

聚羧酸减水剂在诞生的初期，由于其减水率高，混凝土流动性好，所以主要是用于C60以上高强度混凝土。随着复配技术的发展以及对聚羧酸系列产品性能的掌握，目前聚羧酸减水剂已经可以应用于C15-C60全系列的混凝土。根据行业测算资料对比显示，由于在配置同一强度等级的混凝土时，聚羧酸盐系减水剂由于其对混凝土抗压强度提升幅度较萘系高，从而可以降低水泥用量，单方成本比萘系节约8.7元。

2.2 国内聚羧酸系减水剂行业发展空间巨大

1. 国内减水剂的平均使用率较低，未来发展空间大。

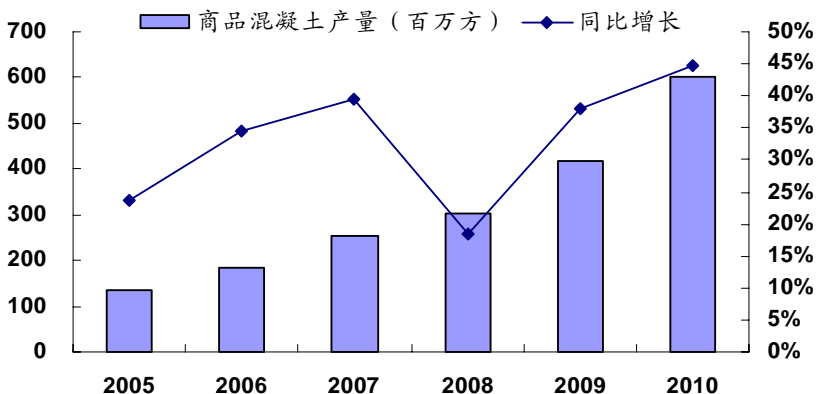
作为混凝土的重要外加剂之一，混凝土减水剂已经成为国家基本建设不可缺少的新材料。从全国范围看，减水剂在我国的最高使用率在40%左右，平均使用率不到30%，与发达国家70%左右的使用率比，差距较大，未来国内减水剂市场有较大的发展空间。

2. 国内商品混凝土市场有较大幅度的增长，

混凝土分商品混凝土和现场搅拌混凝土，现场搅拌混凝土除了重点工程外减水剂使用较少，而商品混凝土由于使用减水剂是经济的，所以商品混凝土一般都会使用减水剂。

由于各地固定资产投资的拉动，我国商品混凝土的产量在近年高速增长。从Wind数据来看，10年商品混凝土产量6.03亿立方米，同比增量达到45%。

图9. 国内商品混凝土产量和同比增速



数据来源: wind、中投证券研究所

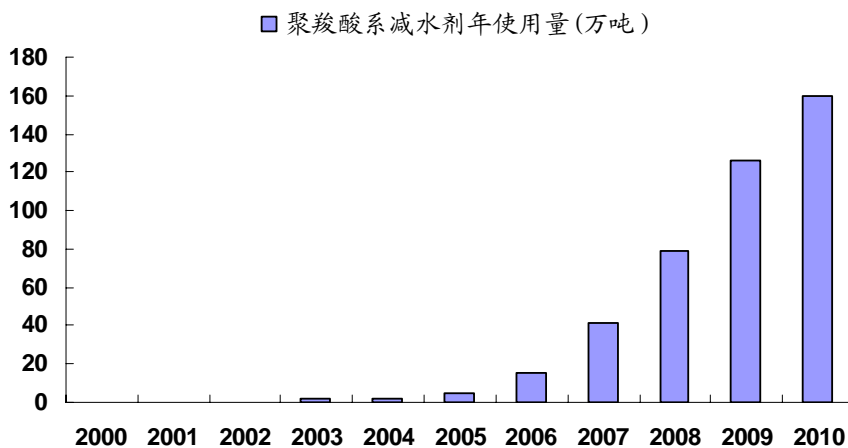
3. 高铁和水利建设等国内重点工程的高要求实质上促使了聚羧酸系减水剂的强制使用

国内重点工程对设计使用年限和工程耐久性方面的有较高要求，而第一代和第二代减水剂很难达到具体要求，实质上促使了聚羧酸系减水剂在国内重点工程上的强制使用。例如我国高铁建设、南水北调工程、三峡工程就大量使用了聚羧酸系高性能减水剂。此外，目前我国、港口码头、市政工程、机场等许多重点工程都开始广泛使用聚羧酸系减水剂。

4. 聚羧酸系对萘系的替代将加速进行

2009年，全国合成减水剂总产量为485万吨，比2007年增长70.3%，其中聚羧酸系减水剂的产量比2007年增加206%。各种高效减水剂（第二代）的比例仍高达67%，聚羧酸系高性能减水剂占比由14.6%提升至26%，木质素减水剂占7%。未来聚羧酸系替代萘系减水剂是大势所趋，取代进程取决于2者的成本变动情况。

图10. 国内聚羧酸系减水剂年能使用量(万吨)



数据来源: 中投证券研究所

聚羧酸系减水剂更加环保。萘系减水剂的原料是工业萘和甲醛，两种产品对人类的健康有较大的刺激作用，在发达国家，由于萘系的环保问题，已经明令禁止，国内也将逐渐重视这个问题，而一旦这样的政策扩展到减水剂领域，将使聚羧酸减水剂迎来巨大的发展机会。生物适应性实验证明，聚羧酸减水剂具有无毒、无害、环保特性（金鱼在聚羧酸减水剂环境中生存1个月后仍然完好如初，而萘系环境金鱼只存活3天）。

聚羧酸系减水剂和萘系减水剂的成本已经很接近。从11年年初萘系减水剂和聚羧酸系减水剂产品价格来看，萘系减水剂30%母液浓度，价格为2,000元/吨，羧酸类产品如果是浓度40%母液，对应价格是8,000元/吨，但是由于聚羧酸减水剂的折固参量为0.1%-0.4%，低于萘系的0.5%-1.0%，因此聚羧酸系减水剂终端产品的实际使用成本已经与萘系很接近。

在未来的民用减水剂市场，从长期趋势看，聚羧酸系未来将逐步取代萘系减水剂，取代进程的快慢取决于2者的成本变动情况。聚羧酸系减水剂有多种合成路线，冬季和夏季不同，温度和原材料不同会对配方有影响。同样的化工原料涨跌不同的，就通过其他生产路线进行合成。聚羧酸系减水剂的主要成本为聚醚单体，聚醚单体不论合成路线，基本都是占最终成本的60%左右，而聚醚单体的成本主要取决于环氧乙烷的价格。萘系减水剂的成本则受到萘价格的影响。

3.3 公司5万吨/年聚羧酸系减水剂预计将于今年9月投产

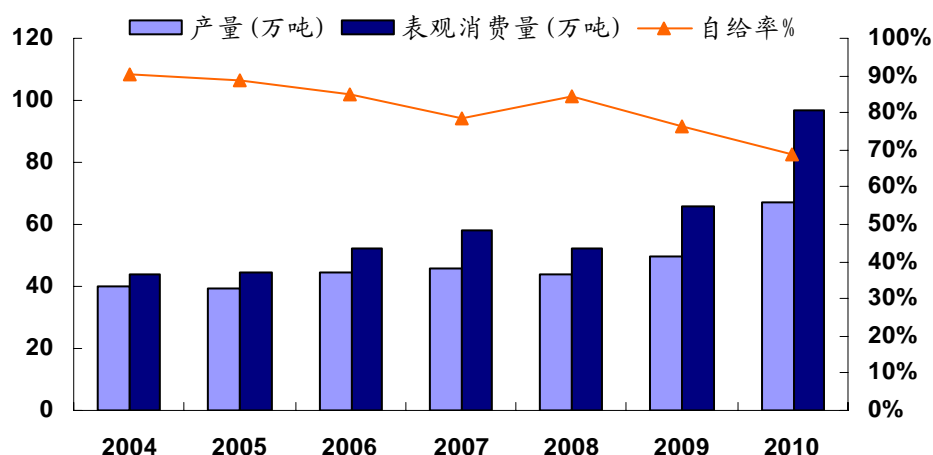
公司出资75%和上海建研建材科技有限公司成立合资子公司杭州传化建筑新材料有限公司，进军聚羧酸系减水剂业务。由于公司现有环氧乙烷系列助剂产品，因此进军环氧乙烷下游聚羧酸系水泥减水剂行业有助于公司完善环氧乙烷产业链。公司一期将建设5万吨/年的聚羧酸系减水剂产能，未来将进一步扩展到20万吨。

从建研集团聚羧酸系减水剂的盈利情况来看，09年其聚羧酸系减水剂毛利率为40%，萘系为20%，考虑到聚羧酸系减水剂竞争环境将日趋激烈，毛利率下滑，我们仅保守估计公司聚羧酸系减水剂毛利率为20%，5万吨的销量将贡献2个多亿的，4000万的毛利。

四、顺丁橡胶业务有望再造一个传化

顺丁橡胶全名为顺式-1,4-聚丁二烯橡胶，是世界第二大通用合成橡胶，具有弹性好、耐磨性强和耐低温性能好等优点，可与天然橡胶、氯丁橡胶以及丁腈橡胶等并用。其是当前环保型轮胎的重要原料之一，也可制造缓冲材料以及各种胶鞋、胶布、胶带和海绵胶等。其中轮胎制造业是我国顺丁橡胶最大的消费领域，占比约70%。2010年国内顺丁橡胶产量在66.8万吨，进口量约30万吨。

图 11. 我国顺丁橡胶产量、表观消费量和自给率



资料来源：中投证券研究所

依据公司“十二五”战略规划，为进一步实施公司发展战略，增强公司在化工领域的市场竞争能力，公司以自有资金 10,000 万元拟组建浙江传化合成材料有限公司，占该公司注册资本的 100%，主要生产、研发、销售顺丁橡胶等合成新材料。

目前公司准备新建 10 万吨的顺丁橡胶产能，预计设备投资需要 5 个亿，总投资在 7 个亿，计划于 2012 年 11 月建成开车。保守估计，即使以 5% 的净利率估算，10 万吨的顺丁橡胶可以贡献 1.5 亿的净利润，增厚公司业绩 0.30 元，而公司 10 年的归属于上市公司股东的净利润仅为 1.43 亿元。

市场上较为担心的是顺丁橡胶的原料供应问题。公司将通过国外和国内同时采购的方法来满足原料需求，目前正在和部分贸易商签订了供货合同，同时还在和安庆石化和荆门石化谈原料供应。中长期来看，公司可能会通过 C4 资源脱氢来制取丁二烯，从而保障原料供应，同时向石化上游发展。

五、投资建议：强烈推荐

公司在传统印染助剂行业优势显著，未来有望通过外延式扩张进一步提升在全球助剂市场的份额。同时公司做大市值的意愿明显，积极拓展新业务，未来几年有望迎来新一轮的高速增长。预计公司 11-13 年的 eps 分别为 0.40、0.58 和 0.88 元，公司股权激励 9.18 元的行权价格给股价提供了安全边际，我们给予公司强烈推荐评级。

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 1491 | 1765 | 2222 | 3390 |
| 现金 | 375 | 473 | 288 | 295 |
| 应收账款 | 254 | 345 | 502 | 793 |
| 其它应收款 | 5 | 10 | 12 | 20 |
| 预付账款 | 37 | 43 | 64 | 103 |
| 存货 | 353 | 393 | 601 | 960 |
| 其他 | 467 | 499 | 755 | 1219 |
| 非流动资产 | 444 | 497 | 557 | 606 |
| 长期投资 | 33 | 26 | 27 | 27 |
| 固定资产 | 223 | 282 | 326 | 356 |
| 无形资产 | 121 | 143 | 167 | 193 |
| 其他 | 68 | 46 | 37 | 29 |
| 资产总计 | 1935 | 2262 | 2780 | 3996 |
| 流动负债 | 427 | 532 | 700 | 1388 |
| 短期借款 | 91 | 153 | 189 | 648 |
| 应付账款 | 175 | 207 | 312 | 496 |
| 其他 | 161 | 172 | 199 | 244 |
| 非流动负债 | 9 | 5 | 6 | 6 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 9 | 5 | 6 | 6 |
| 负债合计 | 436 | 537 | 706 | 1394 |
| 少数股东权益 | 181 | 225 | 289 | 387 |
| 股本 | 244 | 488 | 488 | 488 |
| 资本公积 | 463 | 219 | 219 | 219 |
| 留存收益 | 612 | 794 | 1078 | 1508 |
| 归属母公司股东权益 | 1319 | 1501 | 1785 | 2215 |
| 负债和股东权益 | 1935 | 2262 | 2780 | 3996 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流 | -107 | 138 | -115 | -330 |
| 净利润 | 176 | 238 | 348 | 528 |
| 折旧摊销 | 34 | 30 | 39 | 47 |
| 财务费用 | 7 | 4 | 8 | 26 |
| 投资损失 | -12 | -0 | -0 | -0 |
| 营运资金变动 | -309 | -141 | -528 | -964 |
| 其它 | -2 | 7 | 18 | 33 |
| 投资活动现金流 | -55 | -85 | -99 | -96 |
| 资本支出 | 67 | 68 | 70 | 66 |
| 长期投资 | -13 | -7 | 1 | 1 |
| 其他 | -1 | -24 | -27 | -29 |
| 筹资活动现金流 | 348 | 45 | 29 | 432 |
| 短期借款 | -124 | 62 | 37 | 459 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 41 | 244 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 462 | -244 | 0 | 0 |
| 其他 | -32 | -17 | -8 | -26 |
| 现金净增加额 | 185 | 98 | -185 | 7 |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|------|------|------|------|
| 会计年度 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| 营业收入 | 2281 | 2895 | 4246 | 6754 |
| 营业成本 | 1795 | 2260 | 3314 | 5291 |
| 营业税金及附加 | 7 | 8 | 12 | 20 |
| 营业费用 | 147 | 176 | 258 | 411 |
| 管理费用 | 120 | 152 | 223 | 355 |
| 财务费用 | 7 | 4 | 8 | 26 |
| 资产减值损失 | 7 | 6 | 6 | 6 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 211 | 288 | 424 | 646 |
| 营业外收入 | 9 | 8 | 8 | 8 |
| 营业外支出 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 利润总额 | 217 | 293 | 429 | 650 |
| 所得税 | 41 | 55 | 81 | 122 |
| 净利润 | 176 | 238 | 348 | 528 |
| 少数股东损益 | 32 | 44 | 64 | 98 |
| 归属母公司净利润 | 143 | 194 | 284 | 431 |
| EBITDA | 252 | 323 | 471 | 719 |
| EPS (元) | 0.59 | 0.40 | 0.58 | 0.88 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 22.8 | 26.9 | 46.7 | 59.1 |
| 营业利润 | -0.8% | 36.5 | 47.1 | 52.2 |
| 归属于母公司净利润 | 1.8% | 35.1 | 46.6 | 51.6 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 21.3 | 21.9 | 21.9 | 21.7 |
| 净利率 | 6.3% | 6.7% | 6.7% | 6.4% |
| ROE | 10.9 | 12.9 | 15.9 | 19.4 |
| ROIC | 18.4 | 21.3 | 22.2 | 23.0 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 22.5 | 23.7 | 25.4 | 34.9 |
| 净负债比率 | | | | |
| 流动比率 | 3.50 | 3.32 | 3.17 | 2.44 |
| 速动比率 | 2.67 | 2.58 | 2.31 | 1.75 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.39 | 1.38 | 1.68 | 1.99 |
| 应收账款周转率 | 8 | 9 | 9 | 9 |
| 应付账款周转率 | 11.62 | 11.86 | 12.78 | 13.09 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.29 | 0.40 | 0.58 | 0.88 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.22 | 0.28 | -0.24 | -0.68 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.70 | 3.08 | 3.66 | 4.54 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 16.67 | 24.68 | 16.84 | 11.10 |
| P/B | 1.81 | 3.19 | 2.68 | 2.16 |
| EV/EBITDA | 18 | 14 | 10 | 6 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

梁皓: 中投证券研究所基础化工行业分析师, 南开大学理学博士, 2010年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434