

聚焦顺丁橡胶业务

增持

投资要点:

- 公司主营业务正常，毛利率略有提高
- 传化凯岳的设立拟解决顺丁橡胶原料问题
- 2013年聚焦10万吨/年顺丁橡胶业务进展

报告摘要:

- 公司主营业务正常，毛利率略有提高。**公司主营业务包括印染助剂、化纤油剂、活性染料等，助剂业务毛利率接近35%，较年初有所增加近3%，化纤油剂毛利率接近12%，较年初上升了近2%，总体来看，毛利率均略有提高，主要也是由于上游价格回落所致，符合产业链变化的特征。
- 传化凯岳的设立拟解决顺丁橡胶原料问题。**一直以来困扰公司顺丁橡胶项目的就是原料问题，公司设立传化凯岳，控股51%，规模10万吨/年，丁烯氧化脱氢技术，该技术目前在全球并没有得到广泛应用，前景仍需观察，但这一方向也是我们预料之中的解决办法（通过大型石化项目解决原料问题可能性不大）。
- 2013年聚焦10万吨/年顺丁橡胶业务进展。**在为原料问题找到出口之后，公司预计2013年初试生产顺丁橡胶，全部达产需要丁二烯101307吨，溶剂3600吨，助剂1060吨，预计传化凯岳与公司顺丁橡胶业务都是一边试生产，一边提高产能。我们目前尚不能评价该项目为公司带来具体的业绩收入，而且项目本身存在一定的不确定性。
- 投资建议。**如果不考虑顺丁橡胶业务，预计2012-2014年业绩分别为0.41、0.53、0.57元/股，从估值来讲，2012-2014年对应PE分别为20X、16X和15X，公司的传统业务前景一般，建议关注公司的顺丁橡胶业务上下游的进展，暂时给予增持的投资评级。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,894	3,186	3,507	3,704
(+/-%)	26.9%	10.1%	10.1%	5.6%
净利润(百万元)	151	200	257	278
(+/-%)	5.0%	32.6%	28.9%	7.9%
每股收益(元)	0.31	0.41	0.53	0.57
市盈率(PE)	26.9	20.3	15.8	14.6

化工研究组

分析师:

张延明(S1180510120009)

电话: 010-88085975

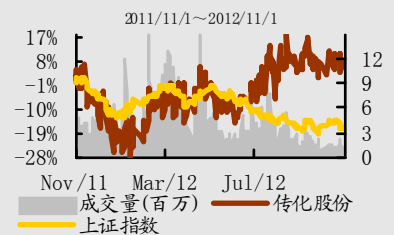
Email: zhangyanming@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

市场表现



相关研究

《宏源证券 * 公司研究 * 传化股份:

C4 仍处困惑期，减水剂仍需培育 * 002010 * 化工行业 * 张延明》

2012/3/30

《宏源证券 * 公司研究 * 宝通带业: 依

赖成本下降的增长不可持续 * 300031

* 化工行业 * 张延明、祖广平》

2012/8/16

《宏源证券 * 公司研究 * 宝通带业: 高

增长后估值依然合理 * 300031 * 化工

行业 * 张延明》2011/11/8

《宏源证券 * 中报简评 * 宝通带业: 未

来改善空间仍需观察 * 300031 * 化工

行业 * 张延明》2011/8/7

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	280	280	280	335	营业收入	2894	3186	3507	3704
应收款项	1015	1118	1230	1299	营业成本	2329	2531	2780	2934
存货净额	377	412	452	476	营业税金及附加	11	12	13	13
其他流动资产	42	47	51	54	销售费用	169	185	175	185
流动资产合计	1715	1856	2013	2165	管理费用	175	191	199	210
固定资产	369	439	513	510	财务费用	20	17	20	18
无形资产及其他	192	186	179	173	投资收益	(2)	3	3	3
投资性房地产	24	24	24	24	资产减值及公允价值变动	(11)	(12)	(13)	(13)
长期股权投资	79	125	171	216	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2379	2630	2900	3089	营业利润	179	242	310	334
短期借款及交易性金融负债	331	380	398	331	营业外净收支	6	5	5	5
应付款项	208	227	249	262	利润总额	186	247	315	339
其他流动负债	168	184	199	210	所得税费用	27	37	47	51
流动负债合计	707	790	846	803	少数股东损益	8	10	10	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	151	200	257	278
其他长期负债	17	17	17	17					
长期负债合计	17	17	17	17	现金流量表 (百万元)				
负债合计	723	807	862	820	净利润	151	200	257	278
少数股东权益	191	199	207	215	资产减值准备	8	(9)	0	0
股东权益	1465	1625	1831	2054	折旧摊销	41	33	40	46
负债和股东权益总计	2379	2630	2900	3089	公允价值变动损失	11	12	13	13
					财务费用	20	17	20	18
关键财务与估值指标					营运资本变动	(267)	(116)	(120)	(72)
每股收益	0.31	0.41	0.53	0.57	其它	(1)	17	8	8
每股红利	0.06	0.08	0.10	0.11	经营活动现金流	(58)	137	199	273
每股净资产	3.00	3.33	3.75	4.21	资本开支	(133)	(100)	(120)	(50)
ROIC	11%	12%	14%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	12%	14%	14%	投资活动现金流	(179)	(146)	(166)	(96)
毛利率	20%	21%	21%	21%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	8%	10%	10%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	9%	11%	11%	支付股利、利息	(30)	(39)	(51)	(55)
收入增长	27%	10%	10%	6%	其它融资现金流	201	48	18	(67)
净利润增长率	5%	33%	29%	8%	融资活动现金流	141	9	(33)	(121)
资产负债率	38%	38%	37%	33%	现金净变动	(95)	(0)	(0)	55
息率	0.7%	1.0%	1.3%	1.3%	货币资金的期初余额	375	280	280	280
P/E	26.9	20.3	15.8	14.6	货币资金的期末余额	280	280	280	335
P/B	2.8	2.5	2.2	2.0	企业自由现金流	(148)	45	89	231
EV/EBITDA	18.9	16.2	13.0	12.0	权益自由现金流	53	79	90	149

资料来源：公司资料和宏源证券预测

分析师简介:

张延明: 宏源证券研究所化工行业组组长&化工行业研究员, 从业 6 年, 2010 年 6 月加盟宏源证券, 主要覆盖化纤、氯碱、农药、新材料等板块。

机构销售团队

区域	姓名	电话	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。