

传化股份（002010）： 纺织化学品稳健，期待顺丁橡胶扭亏

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2014年6月11日

www.lxzq.com.cn

近日，我们对传化股份进行了实地调研，就公司目前现状及未来发展规划与公司相关人士进行了深入交流。

1、纺织化学品龙头，涉足材料行业

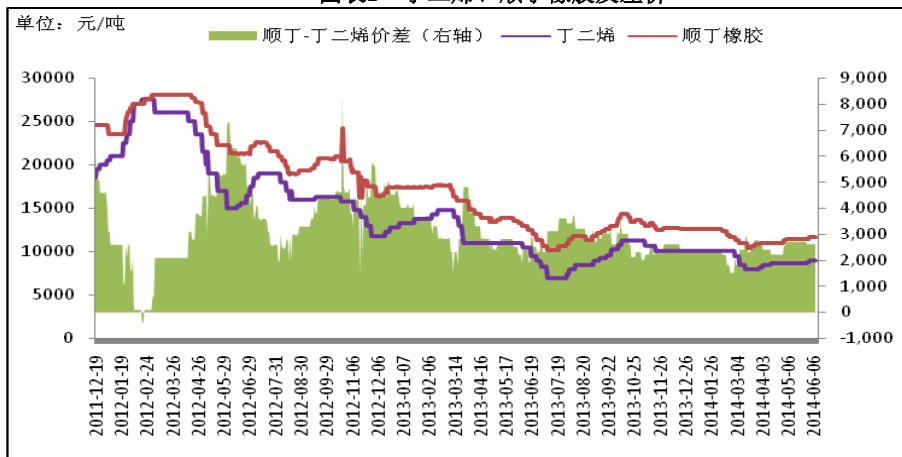
公司是国内最大的印染助剂生产企业，拥有年产16万吨印染助剂的生产能力，同时拥有年产16万吨化纤油剂、年产6万吨的染料产能，2013年5月公司年产10万吨顺丁橡胶产能建成投产，但由于顺丁橡胶下游需求不振，加之公司首次涉足该领域，因此2013年公司顺丁橡胶项目亏损8884万元，拖累公司业绩。公司在印染助剂和化纤油剂领域有着较强的市场话语权，近年来毛利率相对稳定，其中印染助剂近年来保持了30%以上的毛利率了，化纤油剂保持了10%以上的毛利率，是公司较为稳定的收入、利润来源。

2、顺丁橡胶扭亏是公司重要的业绩增长来源

顺丁橡胶是一种合成橡胶，主要用于制造轮胎，另外还可用于制造缓冲材料以及各种胶鞋、胶布、胶带和海绵胶等。公司目前拥有年产10万吨顺丁橡胶产能，于2013年5月建成投产，由于投产时间较短，且下游需求不振，使得2013年顺丁橡胶项目亏损。顺丁橡胶主要原料为丁二烯，根据经验，一般顺丁橡胶和丁二烯差价在3500元/吨左右全行业能够盈利，公司具有一定的成本优势，差价在3200元/吨左右能够实现盈利，目前，国内顺丁橡胶价格在11620元/吨左右，丁二烯价格在9000元/吨，价差2620元/吨，在这种情况下，行业要实现盈利比较困难，预计随着下游需求的回暖，顺丁橡胶行业有望实现盈利，公司届时将受益，由于短期内公司助剂、化纤油剂等暂无扩产计划，因此顺丁橡胶的盈利将是公司近期重要的业绩增长点，作为新涉足的行业，需要时间来进行磨合，看好公司该业务的长期前景。



图表1 丁二烯、顺丁橡胶及差价



数据来源：wind，联讯证券投资研究中心

3、染料行业环保趋严，优质企业有望受益

近年来，国家对染料行业的污染问题重视程度较高，我们预计在此背景下，一些污染物排放不达标企业将在竞争中淘汰，利好环保投入较大的优质企业，公司目前拥有活性染料产能 6 万吨/年，同时拥有原料 H 酸产能 5000 吨/年，按照单耗计算，每 1 吨 H 酸能够生产 1 吨染料，因此公司 H 酸还部分需要外购，在一定程度上影响了公司的盈利空间，未来不排除公司通过向上游发展原料产能的方式来提升一体化程度的可能。

4、盈利预测及估值

我们假设公司顺丁橡胶产能年内扭亏，染料、助剂、化纤油剂行业不出现重大变化，预计 2014-2016 年公司每股收益分别为 0.59 元、0.70 元和 0.75 元，以昨日收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 15 倍、12 倍和 11 倍，首次给予“增持”评级。

5、风险提示

- (1) 安全生产风险；
- (2) 环保风险；
- (3) 顺丁橡胶无法扭亏风险。

图表2 传化股份盈利预测

	2012 年	2013 年	2014E	2015E	2016E
营业收入	335,353	409,528	425,186	486,303	507,323
增速	47.0%	22.1%	3.8%	14.4%	4.3%
营业成本	265,637	322,753	326,462	370,213	384,131
毛利率	20.8%	21.2%	23.2%	23.9%	24.3%
营业费用	20,341	24,315	25,984	29,521	30,753
管理费用	23,347	26,343	25,013	29,090	30,561
财务费用	2,797	3,802	2,944	3,980	4,125
营业利润	20,146	26,861	43,002	51,401	55,578
利润总额	20,537	28,169	43,002	51,401	55,578

归属母公司净利润	15,442	17,268	28,806	34,235	36,626
增速	7.6%	11.8%	66.8%	18.8%	7.0%
EPS	0.32	0.35	0.59	0.70	0.75

数据来源：联讯证券投研中心

备注：EPS按照最新股本计算

信息披露

分析师承诺

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。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。