

2010年3月9日

传化股份

以心传业 化羽成蝶

A
买入

002010.SZ - 人民币 15.37

目标价格: 人民币 20.00

陈恬

 (8610)66229360
 tian.chen@bocigroup.com

倪晓曼

 (8621) 6860 4866 分机 8319
 xiaoman.ni@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	7	14	4	119
相对新华富时A50指数(%)	18	11	15	83

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	203
流通股(%)	74
流通股市值(人民币 百万)	2310
3个月日均交易额(人民币 百万)	56
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
传化集团	26.3

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

传化股份是国内印染助剂行业的龙头企业, 2009年以来, 随着下游需求不断转暖, 整个纺织印染行业开始步入复苏。公司抓住机遇, 积极在高端印染助剂产品领域和相关染料行业进行拓展, 预计2010年以后的几年, 公司将迎来高速发展的黄金时期。我们预期公司2010-2012年的净利润的复合增速为33%, 给予公司买入的首次评级, 将目标价格设为20.00元。

支撑评级的要点

- **行业稳定增长, 复苏可期。**2009年下半年以来, 国内外纺织印染行业的整体需求逐步恢复, 公司迎来迅速发展的大好时机, 我们预计整个2010年, 公司下游行业将逐渐恢复, 有利于公司销售增长, 同时公司较强的成本控制能力也保证了公司盈利水平的稳定提升。
- **未来成长性突出。**公司一方面准备定向增发投资高端印染助剂产品的生产, 纵向提升核心竞争力; 另一方面通过收购和注资等手段, 积极横向拓展染料等相关业务, 将在未来成长为国内领先的“纺织化学品集成商”。

评级面临的主要风险

- 如果国际原油价格大幅走高将给公司带来成本压力。

估值

- 我们对公司2009、2010和2011年的每股收益预测为0.69元、0.80和1.08元。基于25倍2010年市盈率, 我们将公司目标价设为20.00元, 给予**买入**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币 百万)	1,077	1,871	1,908	2,344	2,851
变动(%)	10	74	2	23	22
净利润(人民币 百万)	83	75	140	192	262
全面摊薄每股收益(人民币)	0.530	0.368	0.688	0.796	1.084
变动(%)	(20.3)	(30.6)	87.0	15.7	36.1
核心每股收益(人民币)	0.527	0.363	0.688	0.796	1.084
变动(%)	(20.5)	(31.1)	89.6	15.7	36.1
全面摊薄市盈率(倍)	29.0	41.8	22.3	19.3	14.2
核心市盈率(倍)	29.2	42.4	22.3	19.3	14.2
每股现金流量(人民币)	0.04	(0.05)	0.85	0.65	0.87
价格/每股现金流量(倍)	383.0	(321.7)	18.1	23.7	17.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	20.3	14.0	11.1	8.8
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.206	0.239	0.325
股息率(%)	0.0	0.0	1.3	1.6	2.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

公司背景.....	3
迎来发展黄金时期.....	5
成长性突出.....	7
财务分析.....	12
盈利预测和估值.....	13
主要风险.....	15
附录一、财务数据.....	16
研究报告中所提及的有关上市公司.....	17

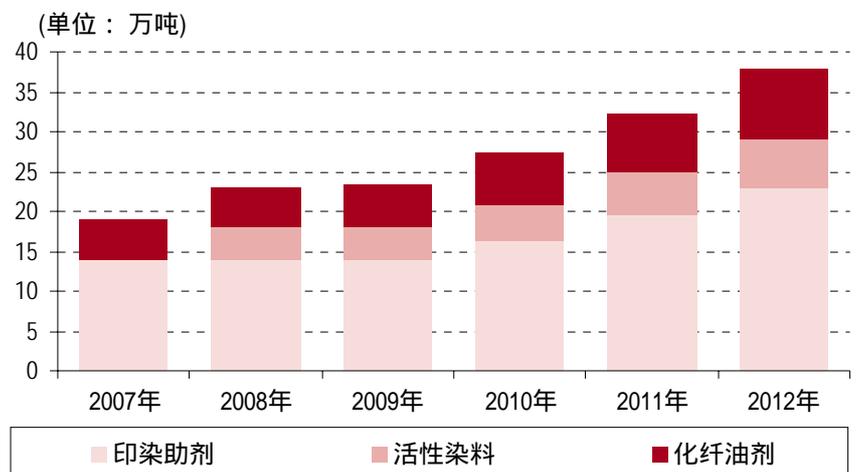
公司背景

浙江传化股份有限公司创建于 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，粗略估计占我国国内印染助剂市场份额的 10% 左右，未来市场份额有望进一步扩大。公司目前拥有十大产品系列约 500 多种产品，研发实力雄厚、产品体系齐全、营销网络遍布全国。2004 年 6 月，公司在深圳证券交易所中小企业板首次公开发行 2,000 万 A 股股票并成功上市。目前公司总股本 20,280 万股，流通股本为 15,023 万股，控股股东是传化集团有限公司，持有 5,333 万股，占公司总股本的 26.3%。

产品产能

鉴于印染助剂行业的主要特点，公司的产品构成比较复杂，传化股份公司目前拥有 10 大产品系列约 500 多种产品，分别为：前处理剂、染色助剂、增白剂、后整理剂、功能整理剂、防水防油剂、皮革化学品、涂层整理剂、化纤油剂、活性染料等。从大类看，公司印染助剂和皮革化纤油类产品的总产能为 20 万吨/年，其中印染助剂的产能为 12 万吨，化纤油类产品产能为 5-6 万吨的水平。公司于 2009 年收购了集团锦鸡和锦云染料公司之后，控股的活性染料总产能在 3.5 万吨的水平，按照目前 45% 的股权比例，上市公司拥有活性染料的权益产能为 1.5 万吨左右。如果 2010 年定向增发可以顺利完成，那么公司印染助剂以及化纤油类产品产能将分别增加 3 万吨（有机硅柔软剂）和 5 万吨（化纤油剂）。

图表 2. 公司产能增长

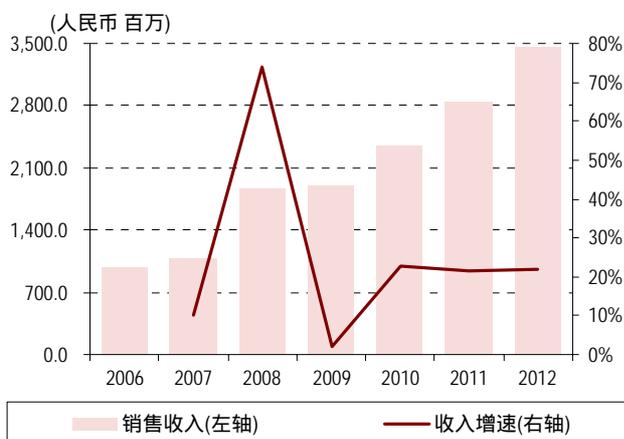


资料来源：中银国际研究预测

经营分析

公司在 2004 年上市，募集资金 2 亿元用于 8 万吨印染助剂及相关产品的产能扩张，随着募集项目的逐步落实，公司的产能和营业收入也不断增长，净利润水平大幅度提升，但是随着募集资金项目的逐步到位和新产能的释放完毕，公司营业收入增速也逐步下降。2008 年以后，受到国际金融危机影响，国内整个纺织印染行业发展处于近年来的低谷，公司虽然凭借对染料资产的收购，营业收入较 07 年仍有 20% 的增长，但是净利润水平却同比下降 19%，主要是公司整体受到原材料价格大幅波动，纺织行业出口增速大幅下滑等不利因素影响，利润空间被压缩，毛利率水平下降所导致。进入 2009 年，公司印染助剂和化纤油这部分主业收入逐渐回升，比 08 年有所增长，同时染料业务的扩张也对公司主业增长起到了稳定剂的作用。随着行业转暖，公司新项目产能的不断增加，我们预计公司未来三至五年将是一个快速发展期，公司 2010-2012 年销售收入和净利润的复合增长率将分别达到 22% 和 33%。

图表 3. 公司营业收入增长及预测



图表 4. 公司净利润增长及预测



资料来源: 公司年报及中银国际研究

*注: 公司 2008 年合并报表销售收入以及净利润水平是全年合并了锦鸡和锦云两家子公司的以后的数字, 同公司 07 年年报上销售收入及净利润水平没有连续性及可比性。

迎来发展黄金时期

2009年下半年以来，随着国际经济危机影响慢慢减弱，国内外纺织印染行业的整体需求逐步恢复，公司迎来迅速发展的大好时机，我们预计整个2010年，公司下游行业将逐渐恢复，有利于公司销售增长，同时公司一直以来显示出较强的上游的成本控制能力，在原油价格不出现大幅波动的情况下，保证了公司盈利水平的稳定提高。

纺织用化学品行业稳定发展

印染及助剂行业下游主要是纺织服装行业。近年来，我国印染布产量增长迅速，总产量从2005年的362.6亿米增加至2008年的494.34亿米，平均年增幅达到10.8%，同时我国纺织化学品的产量也以每年超过10%的速度递增，品种已达到1,500多个，呈现出强劲的发展势头。纺织化学品在整个纺织加工业中的应用越发广泛和深入，属于精细化学品的印染助剂类产品，在提高纺织品质量、改善加工效果、提升产品附加值以及降低生产成本等方面发挥出越来越重要的作用。尽管如此，我国纺织用化学品同发达国家相比仍然存在较大差距，尤其是在高端印染助剂及相关产品的研发和应用领域还相对落后，整体行业技术水平一般，盈利能力不强。据统计，目前我国印染助剂产量与纤维产量之比为4:100，远远低于发达国家15:100的水平，也大幅低于国际平均7:100的水平；在印染助剂品种方面，目前国内助剂品种总数量仅与德国拜耳公司一家生产的助剂品种相当，还不到日本的四分之一，未来在高端产品方向，存在巨大的发展空间。我们预计未来3-5年，我国纺织化学品行业的平均增长率将维持在5%以上的水平，同时国内纺织印染助剂行业结构将大幅调整，从大量低端、低附加值为主的行业结构蜕变为高端、低污染以及高附加值类的产品为主导，所以传化股份这类拥有技术优势、销售渠道强大，资金实力突出的龙头企业优势将逐步显现。

来源：《公司非公开发行股票预案》

图表 5. 我国印染布总产量逐年增加

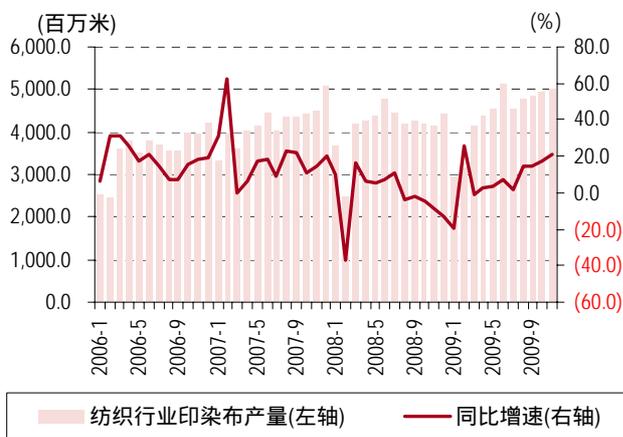


资料来源：国家统计局及中银国际研究

出口逐步回暖

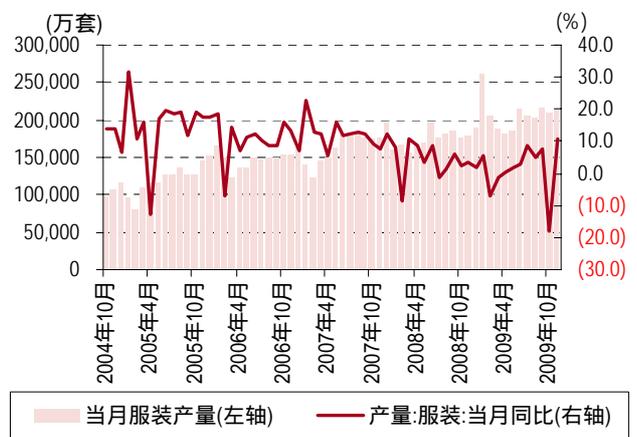
自 2008 年金融危机以来，以出口导向的国内纺织行业经历了一轮漫长的寒冬，2008 年下半年由于受到国际金融危机的影响，出口下滑，我国国内单月印染布产量同比增速从正增加 10% 一度下跌至 2009 年初最差的负增长 19.8%，整个纺织印染行业一片萧条。进入 2009 年 9 月份以后，随着随着国际经济慢慢走出底部，我国出口数据也逐步回升，纺织印染行业订单开始增加，行业开工率大幅提升，行业生产销售情况渐渐转回到正轨。截至 2009 年 11 月公布的数据显示，我国印染布产量同比增长 21.3%，单月产量达到 50 亿米，再次回到历史峰值水平。

图表 6. 我国印染布月度产量及增速回升



资料来源：国家统计局、中银国际研究

图表 7. 我国服装月度产量及增速回升



资料来源：国家统计局、中银国际研究

成长性突出

纵向深度提升助剂产品档次

公司去年董事会决议通过非公开发行股票，募集资金 5 亿元准备建设年产 17 万吨纺织有机硅、有机氟及专用精细化学品项目一期工程，项目主要包括建设技术含量高，附加值高，市场需求大的有机硅柔软剂和化纤油剂两类产品。该产品采用的是新技术新工艺，不但可减少助剂制造过程中产生的污染，同时还能提高生产效率。项目实施后，将扩大公司有机硅柔软剂和 DTY 油剂等产品的生产规模、优化生产工艺、提高生产效率；并向市场需求量大、技术含量高、利润率高的 FDY 油剂、短纤油剂市场发展。目前公司已具备了 FDY 油剂和短纤油剂生产的核心技术，具备了量产的能力，并已形成销售，获得了市场的认可。一期募项目成功达产后，将新增有机硅柔软剂产能 3 万吨/年，国内 DTY 油剂 3.5 万吨/年产能以及 FDY 油剂 1 万吨/年产能和短纤油剂 5 千吨/年产能，明显增加公司有机硅柔软剂和化纤油剂等高端产品的供应能力，实现多品种，多层次的市场策略，进一步深化公司“纺织化学品系统集成商”的发展策略。

我们认为公司本次募集资金投资项目符合国家相关的产业政策，是公司原有主业的纵向深化发展，将大幅度提升公司印染助剂产品档次，完善公司的产品结构，增强公司的盈利能力和核心竞争力，同时将改善公司的财务结构，提高未来抵御市场风险的能力。如果一期项目可以如期达产并产生效益，必将坚定公司和投资人的信心，十分有利于公司长期的发展。

一期项目简介：

3 万吨有机硅柔软剂

随着我国纺织品出口量日益增加，面料品质逐步高档化，有机硅柔软剂也由低档向高档发展，目前国内低档产品市场基本饱和，而高档产品供不应求，基本上依赖进口。近年来，国内硅油的消费正处于高速增长的状态，预计 2010 年国内硅油的总需求量将达 12 万吨左右，其中纺织化学品行业硅油的总需求量将达 2.88 万吨左右。有机硅柔软剂用到的硅油原料占成品质量比重约 10%，以此测算，2010 年国内有机硅柔软剂的总需求量将达 28.8 万吨左右，2015 年将达到 57.6 万吨左右。

5 万吨化纤油剂

根据公司非公开发行股票预案中公布的数据，2010 年国内 DTY、FDY 和短纤油剂市场需求情况预计如下：

图表 8. 2010 年我国主要化纤油剂市场预测

(万吨)	DTY 油剂	FDY 油剂	短纤油剂
2008 年	18.3	4.5	2.6
2010 年	20	6.5	3.5

资料来源：《公司非公开发行股票预案》

经过十几年的不懈努力和发 展，传化股份已经成为国内销量最大的 DTY 油剂产品供应商。由于生产的产品质量稳定，品种齐全，各产品性价比较高，加上较强的市场营销能力、区域优势、传化品牌影响力和出色的后续技术服务，公司 DTY 油剂在中、高档客户中占有率较高，国内规模较大的和高端客户基本使用公司的油剂，如厦门翔鹭、江苏仪征、吴江恒力、盛虹等大型的化纤企业。通过持续致力于对 FDY 油剂和短纤油剂的研发，公司在化纤油剂领域取得了较大进展，形成了一些核心技术。截至目前，公司就《一种涤纶 FDY 油剂及其制备方法》的技术进行申请专利并已获得受理。通过小批量试销，公司积累了丰富的经验，解决了许多试销过程中出现的问题，配方得到了生产的检验和优化，目前生产出来的产品各项指标稳定，正处于批量销售阶段。

来源：《公司非公开发行股票预案》

图表 9. 公司定向增发募集项目（本次增发只完成一期项目投资）

项目分期	名称	分类	年生产规模 (万吨)	建设期
一期 (总产能 8 万吨)	DTY、FDY、短纤油剂	化纤油剂	5	2 年
	有机硅柔软剂	后整理剂	3	2 年
二期 (总产能 9 万吨)	片状柔软剂	后整理剂	1	
	特效去油灵	前处理剂	3	
	无醛固色剂	染色化学品	1	
	高效匀染剂	染色化学品	2	
	有机氟类	防水剂	2	
两期合计			17	

资料来源：行业协会及中银国际研究

一期项目预期收益状况

一期项目预期建设时间为 2 年，项目经济寿命 10 年，投产第一年生产负荷 60%，第二年负荷 80%，第三年即可全部达产，公司预计项目达产后正常年份可以实现销售收入 8.4 亿元，税后净利润 1 亿元。

图表 10. 一期项目盈利预测主要假设

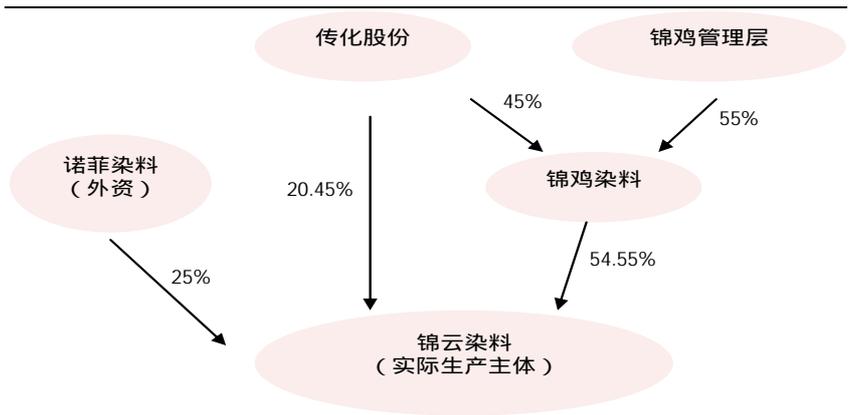
分类	年规模 (万吨)	价格 (万元/吨)	销售收入 (亿元)
本体聚合型柔软剂	1.8	1	1.8
乳液聚合型柔软剂	0.75	0.9	0.7
嵌段聚合型柔软剂	0.45	1.1	0.5
有机硅柔软剂合计	3	—	3.0
DTY 油剂	3.5	0.85	3.0
FDY 油剂	1	1.7	1.7
短纤油剂	0.5	1.5	0.8
化纤油剂合计	5	—	5.5
总计	8	—	8.5

资料来源：公司数据及中银国际研究

横向实施染助一体化战略

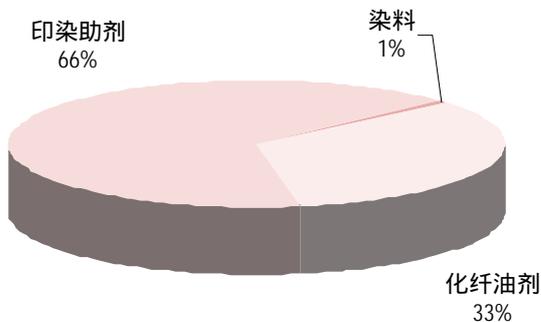
一直以来，传化股份都以努力实现“纺织化学品系统集成商”的总体战略为指导，积极在印染助剂相关领域不断拓展。2008年8月，传化股份公司从大股东传化集团手中收购其持有的泰兴市锦鸡染料45%和泰兴市锦云染料公司20.45%的股权，该收购使得上市公司染料收入在公司营业总收入中的份额迅速扩大，2009年全年上市公司上述三项核心业务收入的占比情况将发生较大变化，其染料收入将占到公司营业总收入的32%，而印染助剂和皮革化纤油业务的比重将分别下降至43%和24%左右。公司未来活性染料收入的增加将是重要的收入和利润增长点，同时，考虑到目前上市公司实际能够控制的锦云股份45%的股权，未来不排除公司通过进一步运作收购余下的55%股权，全部完成公司合并染料业务的整合。

图表 11. 锦鸡及锦云股权结构图



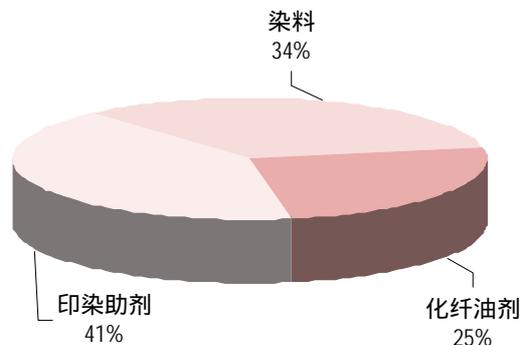
资料来源：国家统计局及中银国际研究

图表 12. 2007 年全年公司营业收入构成



资料来源：公司半年报

图表 13. 2009 年全年公司营业收入构成（预测）

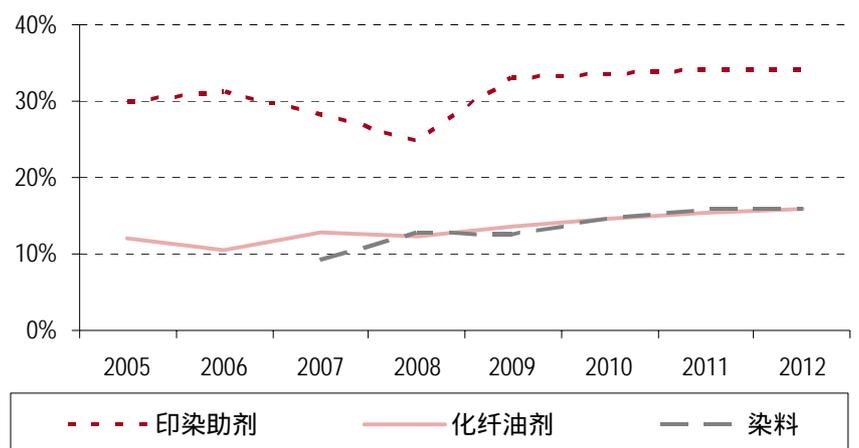


资料来源：中银国际研究预测

毛利率水平稳定

由于印染助剂行业附加值相对较高，产品及服务过程相对复杂，助剂供应商除了要为客户提供产品以外，还必须提供相应的技术支持，尤其在一些高端产品的使用上具有产品排他性和一定的转换成本，这就使得高端大型助剂供应商对下游客户的控制能力较强，具备一定的成本转嫁能力；同时由于在整个服装生产过程中，印染（包括染料和助剂）总成本占比不足 20%，这其中染料产品成本又占有大部分比例，助剂产品本身仅占全部制布成本不足 5%，占到制衣成本的比例就更小，这种成本比例使得下游印染商对助剂产品的提价并不敏感，十分有利于公司向下游转嫁成本压力。公司历史上的印染助剂与皮革化纤油剂的毛利率水平分别一直稳定在 30%和 10%左右，即使在 2008 年国际原油价格大涨超过 50%，相关主要原材料成本大幅上升的情况下，印染助剂毛利率水平仍然稳定在 25%以上，而化纤油剂的毛利率也未跌破 10%，这足以说明公司对下游的成本转嫁能力很强。稳定的毛利率水平使公司业绩确定性大增，这在毛利率随行业周期大幅波动的化工行业上市公司中显得十分突出。我们预计随着公司产品结构的不断升级，在国际原油价格波动不大的假设下，公司主要大产品的毛利率水平将稳定上升，盈利能力将会不断提高。

图表 14. 公司产品毛利率水平稳中有升



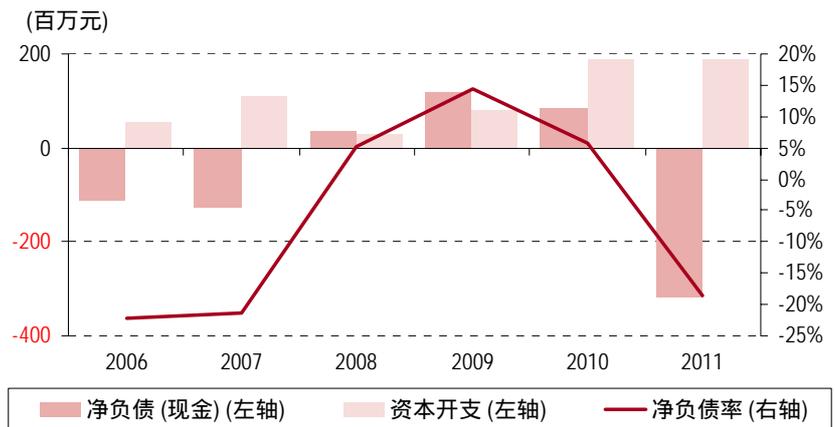
资料来源：公司年报及中银国际研究

财务分析

财务结构稳健

在过去的几年中，公司一直保持着非常良好的债务结构，在未来两至三年内，新项目的建设将导致公司资本支出大幅增加，如果能够顺利完成定向增发，将为公司财务上减轻不少压力。我们认为未来三年内，随着公司扩产项目逐渐上马，公司资本开支将逐年增加，预计 2009 年资本支出为 5,000 万，2010 年资本支出约为 1.5 亿，2011 年资本支出约为 1.5 亿。根据公司目前债务结构和手中现金流状况，我们相信公司未来完全有能力顺利完成新规划项目并且继续保持目前净现金状况。

图表 15. 净负债 (现金)和资本支出



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

盈利预测和估值

传化股份是我国印染助剂领域重要的龙头企业之一。公司无论是在市场占有率、销售渠道还是在技术水平、服务水平等方面都占据着行业领先的地位，中高端助剂市场占有相对的优势，我们预计公司为未来将充分受益于国际经济复苏带来的国内印染行业景气度回升，充分发挥自身优势，抢占行业先机。由于公司在行业内的龙头地位以及行业景气度的可持续性，以及公司未来盈利水平有比较明确的增长，我们认为公司目前的股价水平具备较好的投资机会。

图表 16. 盈利预测主要假设

产量 (万吨)	2009	2010	2011
印染助剂	14.0	16.2	19.5
活性染料	4.0	4.6	5.3
化纤油剂	5.5	6.4	7.5
平均价格 (元/吨, 不含税)			
印染助剂	5,600	5,800	5,800
活性染料	16,000	18,000	19,000
化纤油剂	8,800	9,000	9,500
收入 (百万元)			
印染助剂	784.0	941.9	1,130.3
活性染料	640.0	828.0	1,005.1
化纤油剂	484.0	574.2	715.2
合计	1,908.0	2,344.1	2,850.6

资料来源：公司数据及中银国际研究

我们预测公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.69 元、0.80 元和 1.08 元，按照目前股价计算，公司 2010 年市盈率不足 20 倍，考虑到公司 2009-2012 年每股收益复合增速可以达到 25%，作为一家中小板上市的高速成长公司，公司现阶段估值水平大幅低于中小板 2010 年平均 37 倍的预测市盈率，同时，参考国内重点化工类上市公司 2010 年平均市盈率为 25 倍，我们认为公司目前的估值相对便宜，按照 2010 年 25 倍的市盈率将公司的目标价格设定为 20.00 元，首次评级**买入**。

图表 18. 估值表

公司名称	评级	每股收益 (人民币)			市盈率 (倍)			每股收益增长率 (%)		市净率 (倍)
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E
中银国际覆盖化工公司估值一览										
传化股份	买入	0.37	0.69	0.80	41.8	22.3	19.3	87.0	15.7	4.9
兴发集团	买入	0.98	0.42	0.99	19.7	45.9	19.5	(57.1)	135.7	4.8
三友化工	买入	0.22	0.04	0.22	34.2	188.0	34.2	(81.8)	450.0	2.9
浙江龙盛	买入	0.35	0.53	0.69	34.9	23.0	17.7	51.4	30.2	3.4
扬农化工	买入	1.57	1.73	1.96	25.7	23.3	20.6	10.2	13.3	4.2
烟台万华	买入	0.91	0.69	0.96	26.6	35.1	25.3	(24.2)	39.1	9.7
华鲁恒升	买入	0.76	0.86	1.27	26.7	23.6	16.0	13.2	47.7	4.2
沧州大化	买入	0.64	0.26	0.80	28.9	71.7	23.1	(59.7)	210.9	7.7
盐湖钾肥	买入	1.78	1.60	2.37	30.3	33.7	22.8	(10.0)	47.9	18.6
上海家化	买入	0.57	0.75	1.03	59.3	45.1	32.8	31.6	37.3	10.0
久联发展	持有	0.31	0.60	0.69	56.4	29.2	25.3	93.5	15.0	3.8
山东海龙	持有	(0.21)	0.28	0.42	(37.4)	28.1	18.7	N.A	50.0	5.4
黔轮胎	持有	0.20	0.98	0.70	92.3	18.8	26.4	390.0	(28.6)	3.6
中化国际	持有	0.49	0.44	0.54	26.6	29.7	24.2	(10.2)	22.7	3.5
四川美丰	持有	0.28	0.46	0.52	33.0	20.0	17.5	65.3	13.8	2.7
柳化股份	持有	0.34	0.15	0.51	43.2	97.9	28.8	(55.9)	240.0	7.3
云天化	持有	1.23	0.05	0.98	19.9	489.0	24.9	N.A	N.A	2.4
中信国安	持有	0.23	0.52	0.40	63.6	28.1	36.6	126.1	(23.1)	3.0
双环科技	持有	0.38	0.13	0.36	22.9	67.1	24.2	(65.8)	176.9	3.0
蓝星新材	持有	(0.29)	0.05	0.30	(44.6)	258.6	43.1	N.A	500.0	3.1
平均		0.57	0.60	0.86	29.59	81.18	25.64	38.78	90.87	5.8
印染行业相关上市公司										
传化股份	买入	0.37	0.69	0.80	41.8	22.3	19.3	87.0	15.7	4.9
浙江龙盛	买入	0.35	0.60	0.70	34.9	20.4	17.4	71.4	16.7	3.4
德美化工	未有评级	0.73	0.76	0.85	27.5	26.4	23.6	4.1	11.8	5.4
平均		0.48	0.68	0.78	34.71	23.03	20.12	54.18	14.74	4.59

资料来源：公司数据及中银国际研究

主要风险

原材料价格波动风险

公司印染助剂生产主要的原材料有白油机油、硅粉硅油、丙烯酸、黄磷和硬脂酸等等。原材料成本占到公司产品成本的80%。这些原材料价格主要会受到上游石油和天然气以及其他化工原材料价格波动的影响，从而导致公司业绩波动。

环保风险

公司新近收购的染料业务是环境污染较为严重的行业，“三废”尤其是废水的排放量较大，随着国家对节能减排的重视，染料企业面临越来越大的成本压力，公司必须要通过不断的调整产品结构，提高产品质量，加快新产品开发，加强售后服务等多种形式，来取代过去靠提高产量增加效益的方式，这样才能够保持长期的增长。

附录一、财务数据

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	1,077	1,871	1,908	2,344	2,851
销售成本	(831)	(1,538)	(1,506)	(1,825)	(2,195)
经营费用	(103)	(167)	(168)	(208)	(259)
息税折旧前利润	142	166	234	311	397
折旧及摊销	(20)	(28)	(30)	(38)	(38)
经营利润 (息税前利润)	121	138	204	273	360
净利息收入/(费用)	(11)	(19)	(10)	(8)	(5)
其他收益/(损失)	(1)	(5)	0	0	0
税前利润	109	114	194	265	355
所得税	(22)	(15)	(29)	(40)	(53)
少数股东权益	(4)	(25)	(25)	(33)	(40)
净利润	83	75	140	192	262
核心净利润	82	74	140	192	262
每股收益 (人民币)	0.530	0.368	0.688	0.796	1.084
核心每股收益 (人民币)	0.527	0.363	0.688	0.796	1.084
每股股息 (港币)	0.000	0.000	0.206	0.239	0.325
收入增长 (%)	10	74	2	23	22
息税前利润增长 (%)	0	14	48	34	32
息税折旧前利润增长 (%)	5	17	41	33	28
每股收益增长 (%)	(20)	(31)	87	16	36
核心每股收益增长 (%)	(21)	(31)	90	16	36

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	167	96	229	610	579
应收帐款	380	538	546	670	815
库存	100	170	172	211	257
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	648	804	946	1,492	1,650
固定资产	203	242	262	374	486
无形资产	55	81	79	77	75
其他长期资产	2	29	24	25	27
长期资产总计	261	352	365	476	588
总资产	909	1,157	1,311	1,968	2,238
应付帐款	79	189	158	195	237
短期债务	203	215	235	155	125
其他流动负债	30	57	100	128	164
流动负债总计	312	462	493	478	526
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	1	1	1	1
股本	156	203	203	242	242
储备	418	366	463	1,064	1,248
股东权益	574	569	666	1,306	1,489
少数股东权益	22	125	151	183	223
总负债及权益	909	1,157	1,311	1,968	2,238
每股帐面价值 (人民币)	3.68	2.80	3.29	5.40	6.16
每股有形资产 (人民币)	3.33	2.41	2.90	5.09	5.85
每股净负债 (现金)	0.23	0.59	0.03	(1.88)	(1.88)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	109	114	194	265	355
折旧与摊销	20	28	30	38	38
净利息费用	11	19	10	8	5
运营资本变动	(139)	(113)	(38)	(76)	(88)
税金	(22)	(15)	(29)	(40)	(53)
其他经营现金流	27	(43)	5	(39)	(45)
经营活动产生的现金流	6	(10)	173	157	211
购买固定资产净值	(110)	(29)	(50)	(150)	(150)
投资减少/增加	2	31	0	0	0
其他投资现金流	0	(62)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(109)	(60)	(50)	(150)	(150)
净增权益	0	0	0	505	0
净增债务	203	(30)	20	(80)	(30)
支付股息	0	0	0	(42)	(58)
其他融资现金流	(60)	29	(10)	(8)	(5)
融资活动产生的现金流	143	(2)	10	375	(93)
现金变动	40	(71)	132	382	(32)
期初现金	127	167	96	229	610
公司自由现金流	(103)	(70)	123	8	63
权益自由现金流	89	(119)	132	(81)	26

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	13.2	8.9	12.3	13.3	13.9
息税前利润率	11.3	7.4	10.7	11.6	12.6
税前利润率	10.1	6.1	10.2	11.3	12.4
净利率	7.7	4.0	7.3	8.2	9.2
流动性(倍)					
流动比率	2.1	1.7	1.9	3.1	3.1
利息覆盖率	11.0	7.4	19.0	29.3	53.8
净权益负债率(%)	6.0	17.1	0.8	净现金	净现金
速动比率	1.8	1.4	1.6	2.7	2.7
估值(倍)					
市盈率	29.0	41.8	22.3	19.3	14.2
核心业务市盈率	29.2	42.4	22.3	19.3	14.2
目标价对应核心业务市盈率	35.9	51.7	27.6	23.9	17.5
市净率	4.2	5.5	4.7	2.8	2.5
价格/现金流	383.0	(321.7)	18.1	23.7	17.6
企业价值/息税折旧前利润	17.3	20.3	14.0	11.1	8.8
周转率					
存货周转天数	39.8	32.0	41.4	38.3	38.9
应收帐款周转天数	104.8	89.6	103.7	94.7	95.1
应付帐款周转天数	22.5	26.2	33.3	27.5	27.6
回报率 (%)					
股息支付率	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	15.4	13.1	22.6	19.5	18.7
资产收益率	12.6	11.6	14.1	14.1	14.5
已运用资本收益率	18.4	16.1	20.9	20.3	20.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

上海家化 (600315.SS/人民币 33.81, 买入)

华鲁恒生 (600426.SS/人民币 20.30, 买入)

扬农化工 (600486.SS/人民币 40.30, 买入)

久联发展 (002037.SZ/人民币 17.49, 买入)

浙江龙盛 (600352.SZ/人民币 12.21, 买入)

烟台万华 (600309.SS/人民币 24.25, 买入)

柳化股份 (600423.SS/人民币 14.69, 持有)

四川美丰 (000731.SZ/人民币 9.08, 持有)

中化国际 (600500.SZ/人民币 13.05, 持有)

双环科技 (000707.SZ/人民币 8.72, 持有)

中信国安 (000839.SZ/人民币 14.63, 持有)

盐湖钾肥 (000792.SZ/人民币 53.96, 买入)

云天化 (600096.SS/人民币 24.45, 持有)

三友化工 (600409.SS/人民币 7.52, 持有)

山东海龙 (000677.SZ/人民币 7.86, 持有)

以 2010 年 3 月 8 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业 (股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级 (NR)。持有则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数
在上下 10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 3 月 5 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371