

6-12个月目标价 **20.0元**

当前股价 14.68元

投资评级 **买入**

研究员: 卢全治

执业证书编号: S0640208090089

电话: 0755-83689065

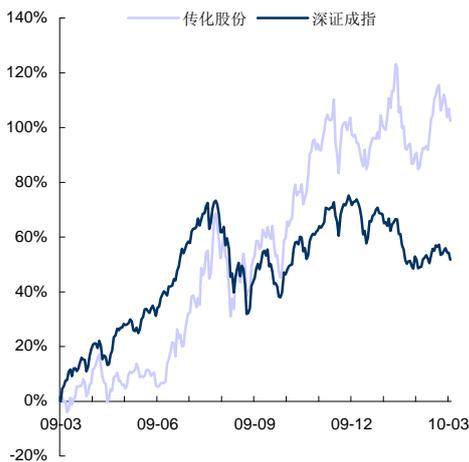
Email: luquanzhi@hotmail.com

报告日期: 2009.3.15

基础数据

上证指数	3013.41
总股本(百万)	202.8
流通A股(百万股)	187.8
流通B股(百万股)	0.00
流通A股市值(百万)	2756.9
总市值(百万)	2977.1
每股净资产(元)	3.21
ROE(TTM)	16.37
资产负债率	32.02
动态市盈率	27.91
动态市净率	4.57

近一年股价表现



投资要点:

- ▶ **公司已经成为我国印染助剂龙头企业。**传化股份成立于2001年,自成立以来一直致力于纺织印染助剂的研究、开发和生产,目前已经成为国内纺织印染助剂的龙头企业。目前公司拥有印染助剂产能15万吨/年,化纤油剂产能6万吨/年,染料产能3.5万吨/年。
- ▶ **内外需回升助推印染助剂与燃料行业回暖。**08年下半年受金融危机的影响,我国的纺织服装产品的出口以及国内的销售情况均出现了快速下滑,随着国家刺激政策的实行以及国际经济的好转,纺织服装产品在国内的销售以及出口情况均出现了逐步回暖的态势,从而带动了上游印染助剂和燃料行业的回暖。在今年国家调结构,促消费的大的政策方向引导下,我们乐观预期服装产品的销售仍然会保持良好的态势,全年有望维持20%以上的增长速度,从而上游纺织印染助剂与染料行业的今年有望维持快速增长的态势。
- ▶ **化纤油剂产品毛利率将稳步上升。**虽然09年12月份化纤产量增速出现了下滑,但增速依然保持在10%以上。未来在纺织品出口与消费持续向好的拉动下,化纤产量有望继续保持10%以上的增速,从而化纤油剂的需求量也会持续增长,行业景气度将不断上升。随着化纤油剂行业的不断回暖,公司化纤油剂产品的毛利率也将维持稳步上升的态势。
- ▶ **定向增发项目成为公司新的利润增长点。**公司2009年9月23日公告拟非公开发行,此次增发募集建设的项目为17万吨/年纺织有机硅、有机氟及专业精细化学品项目的一期工程,目前该项目正处于前期的准备工作中,该项目的建设有利于公司完善产品结构,形成独特的技术优势,发挥整体竞争优势,将是未来公司成长的主要驱动力,是公司新的利润增长点。
- ▶ **盈利预测与投资评级。**我们预测公司2009-2011年每股收益的分别为0.64, 0.80元和0.94元,对应的市盈率分别为22.82倍,18.28倍和15.54倍,目前公司的估值水平略低,计划中的增发项目将为公司的成长提供持续的动力,从而使得公司具有良好的成长性,我们给予“买入”的投资评级。
- ▶ **财务数据与估值**

主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1871	2118	2362	2866
收入同比(+/-%)	19%	13%	12%	21%
净利润(百万元)	75	130	163	192
净利润同比(+/-%)	-24%	75%	25%	18%
EPS(元)	0.37	0.64	0.80	0.94
P/E	39.92	22.82	18.28	15.54
P/B	5.24	4.32	3.57	2.97

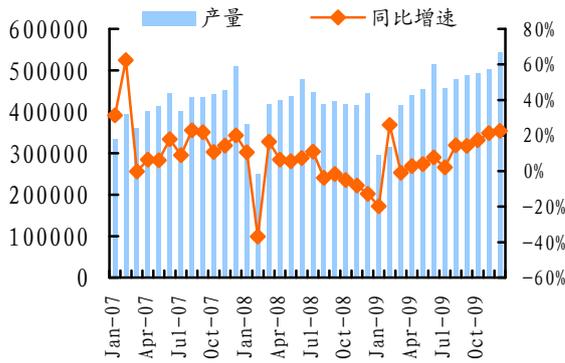
资料来源: 江南金融研究所

二、染料业务：内外需回升助推行业回暖

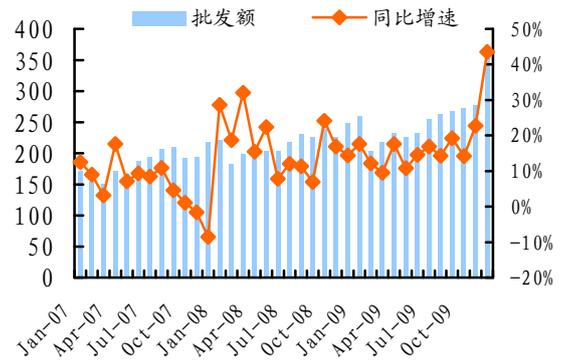
染料是染织行业中必不可少的原料，因此染料行业的发展与下游印染布行业，纺织服装行业紧密相关。

09年1月之后，我国的印染布产量同比增速由负转正，显示了行业逐步回暖的态势。09年12月我国印染布产量再次突破50亿米，创出了年内的高点，且同比增长了22.6%。09年我国的服装产品销售在国家政策刺激下也出现了逐月回暖的态势，同比增速逐步上升。在今年国家调结构，促消费的大的政策方向引导下，我们乐观预期服装产品的销售仍然会保持良好的态势，全年有望维持20%以上的增长速度。

图表 3：我国印染布产量（万米）



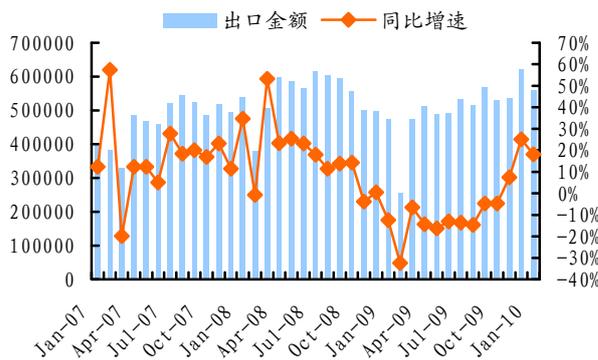
图表 4：我国服装产品批发额（亿元）



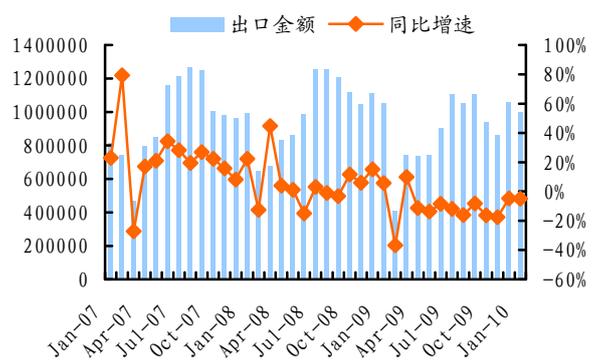
资料来源：Wind

受国际金融危机的影响，08年下半年开始我国的纺织产品出口出现了大幅的下滑。此后在国家促进出口的政策刺激下，以及国际经济的缓步回暖，我国纺织品出口下滑的情况得到了遏制，并在09年下半年出现了稳步回升的态势。未来，我国纺织品出口额以及出口增速有可能出现一定幅度的波动，但我们认为国际经济依然会延续回暖的态势，纺织品出口会维持总体向上的态势，只是变现的形式可能是曲折向上的态势。

图表 5：纺织纱线、织物及制品出口额（万美元）



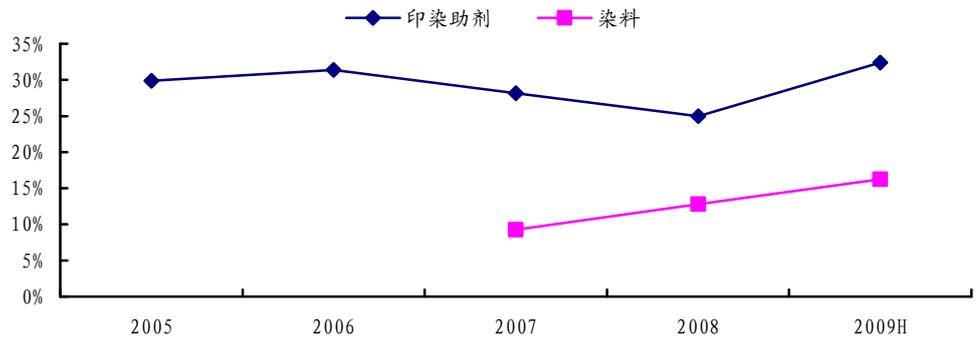
图表 6：服装及衣着附着物出口额（万美元）



资料来源：Wind

在下游纺织行业内需和外需共同回升的推动下，我们认为染料行业的景气度也将维持不断攀升的态势。在行业景气度回升的带动下，公司印染助剂及染料的毛利率水平也将维持较高水平并有进一步上升的空间。公司未来的盈利状况将呈现持续向好的态势。

图表 7: 印染助剂与染料毛利率

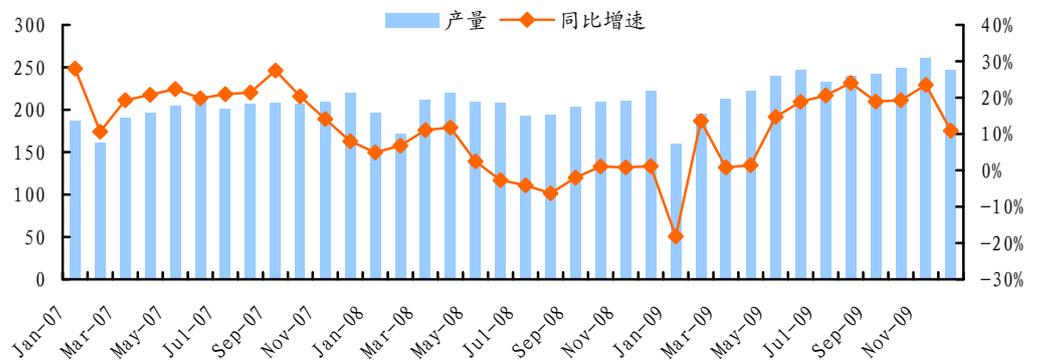


资料来源: Wind

三、化纤油剂业务: 产品毛利率将稳步上升

化纤油剂产品主要在纤维丝加捻工艺中起润滑、抗静电、集束作用, 保证纤维丝加捻工艺的顺利进行。化纤产量增速的快慢是影响化纤油剂行业发展的主要因素。09 年 1 月份, 我国化纤产量出现了较大幅度的下滑, 此后随着纺织品出口与内需的好转, 化纤产量也出现了恢复性的上涨。虽然 09 年 12 月份化纤产量增速出现了下滑, 但增速依然保持在 10% 以上。未来在纺织品出口与消费持续向好的拉动下, 化纤产量有望继续保持 10% 以上的增速, 从而化纤油剂的需求量也会持续增长, 行业景气度将不断上升。

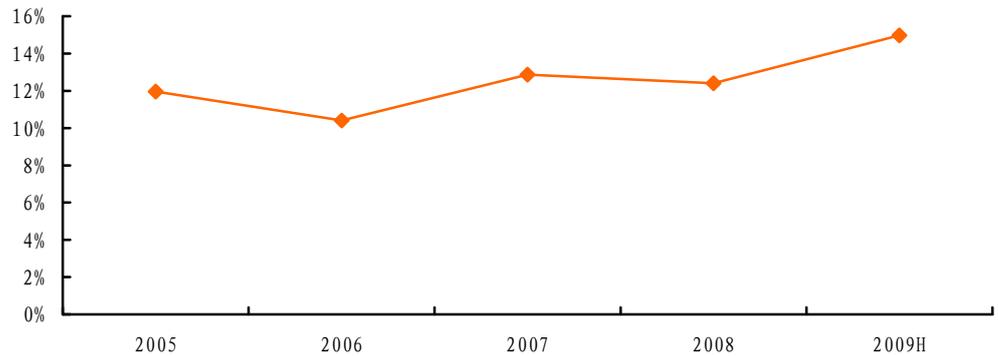
图表 8: 我国化纤产量 (万吨)



资料来源: Wind

公司化纤油剂产品的毛利率水平在 08 年出现了小幅下滑, 随着下游行业的好转, 化纤油剂的毛利率在 09 年出现了上升, 09 年中期毛利率达到了 14.98%。随着化纤油剂行业的持续向好, 公司化纤油剂产品的毛利率有望进一步提升。

图表 9: 化纤油剂毛利率



资料来源: Wind

四、定向增发项目成为公司新的利润增长点

公司2009年9月23日公告拟非公开发行,募集资金投资建设3万吨/年的有机硅柔软剂和5万吨/年的化纤油剂,其中DTY油剂产能3.5万吨/年,FDY油剂1万吨/年,短纤油剂5000吨/年。此次增发募集建设的项目为17万吨/年纺织有机硅、有机氟及专业精细化学品项目的一期工程,目前该项目正处于前期的准备工作中,该项目的建设有利于公司完善产品结构,形成独特的技术优势,发挥整体竞争优势,将是未来公司成长的主要驱动力,是公司新的利润增长点。

图表 10: 项目分期实施方案及规模

名称	分类	生产规模	备注
化纤油剂	DTY、FDY、短纤油剂	5万吨	第一期
后整理剂	有机硅柔软剂	3万吨	第一期
前处理剂	片状柔软剂	1万吨	第二期
	特效去油灵	3万吨	第二期
染色化学品	无醛固色剂	1万吨	第二期
	高效匀染剂	2万吨	第二期

资料来源: 公司公告

有机硅柔软剂凭借其良好的应用性能和无毒无害,越来越受印染布加工领域客户的欢迎。预计今后相当长的时期内,国内有机硅柔软剂的消费都将处于高速增长的状态,预计2010年国内有机硅柔软剂乳液的总需求量将达28.8万吨左右,2015年将达57.6万吨左右。

随着纺织品出口量增大,面料日益高档化,有机硅柔软剂由低档向高档发展。低档产品市场基本饱和,高档产品供不应求,基本上依赖进口。产品功能由单一的柔软性向滑、弹、蓬松低黄等多种综合性能为一体的产品发展,要求在不同面料上应用,富有风格各异的手感。本项目拟生产的有机硅柔软剂产品符合上述高档化、功能多样性的要求,市场前景良好,对推动公司利润增长将起到重要作用。

传化股份经过十几年的不懈努力和发 展,已经成为国内销量最大的化纤油剂产品供应商,生产的产品质量稳定、品种齐全、性价比较高。国内大型化纤企业,如厦门翔鹭、江苏仪征、吴江恒力、盛虹等,基本都使用传化化纤油剂。公司生产的DTY油剂在中、高档客户中占有率较高,是国内销量最大的DTY油剂产品。近几年,公司不断加大FDY油

剂和短纤油剂的研发和推广力度，目前生产的 FDY 油剂和短纤油剂产品市场反响良好。本项目的建设将进一步提升公司化纤油剂的市场占有率，提升公司的盈利水平。

五、盈利预测与投资评级

根据公司现有产品的产能以及未来的发展计划，我们对公司近三年产品的销售进行了预测，同时根据目前市场行业以及行业未来的发展趋势，我们对公司主要产品的毛利率水平进行了预测。

图表 11：公司主要产品盈利预测

	2009 年	2010 年	2011 年
印染助剂(万吨)	11	12	13
价格(元/吨)	8250	8600	8600
成本(元/吨)	5600	5600	5600
毛利率	32.12%	34.88%	34.88%
化纤油剂(万吨)	6	6	8.5
价格(元/吨)	8500	8500	8500
成本(元/吨)	7200	7200	7200
毛利率	15.29%	15.29%	15.29%
活性染料(万吨)	3.5	4	5
价格(元/吨)	20000	20500	20500
成本(元/吨)	16500	16500	16500
毛利率	17.5%	19.5%	19.5%

资料来源：Wind

根据以上的假设，我们预测公司 2010-2012 年每股收益的分别为 0.64 元，0.80 元和 0.94 元，对应的市盈率分别为 22.82 倍，18.28 倍和 15.54 倍，目前公司的估值水平略低，计划中的增发项目将为公司的成长提供持续的动力，从而使得公司具有良好的成长性，我们给予“买入”的投资评级。

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	805	1449	1565	1893	营业收入	1871	2118	2362	2866
现金	96	132	114	123	营业成本	1538	1626	1764	2165
应收账款	231	667	744	903	营业税金及附加	5	8	9	10
其他应收款	18	12	20	21	营业费用	92	123	142	172
预付账款	27	23	28	33	管理费用	97	112	142	172
存货	170	284	308	378	财务费用	19	25	35	33
其他流动资产	263	331	350	436	资产减值损失	7	15	0	0
非流动资产	352	348	311	287	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	18	18	18	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	234	212	188	163	营业利润	113	208	271	314
无形资产	80	80	80	80	营业外收入	5	5	0	0
其他非流动资产	20	37	25	26	营业外支出	5	2	0	0
资产总计	1157	1797	1876	2180	利润总额	114	211	271	314
流动负债	462	944	824	899	所得税	15	42	54	63
短期借款	215	585	499	504	净利润	99	169	217	251
应付账款	99	198	165	233	少数股东损益	25	38	54	60
其他流动负债	147	160	160	162	归属母公司净利润	75	130	163	192
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	160	259	332	373
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.64	0.80	0.94
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	463	945	824	900	主要财务比率				
少数股东权益	125	164	217	277	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	203	203	203	203	成长能力				
资本公积	1	1	1	1	营业收入	19.0%	13.2%	11.5%	21.3%
留存收益	365	485	630	800	营业利润	-23.2%	83.7%	30.0%	15.9%
归属母公司股东权益	569	689	834	1003	归属于母公司净利润	-23.6%	74.9%	24.9%	17.6%
负债和股东权益	1157	1797	1876	2180	获利能力				
					毛利率(%)	17.8%	23.2%	25.3%	24.4%
					净利率(%)	4.0%	6.2%	6.9%	6.7%
					ROE(%)	13.1%	18.9%	19.5%	19.1%
					ROIC(%)	14.5%	14.7%	17.4%	17.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	40.0%	52.6%	44.0%	41.3%
					净负债比率(%)	46.50%	61.97%	60.55%	56.04%
					流动比率	1.74	1.54	1.90	2.11
					速动比率	1.37	1.23	1.53	1.68
					营运能力				
					总资产周转率	1.81	1.43	1.29	1.41
					应收账款周转率	10	5	3	3
					应付账款周转率	19.58	10.92	9.72	10.88
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.64	0.80	0.94
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	-1.46	0.60	0.29
					每股净资产(最新摊薄)	2.80	3.40	4.11	4.95
					估值比率				
					P/E	39.92	22.82	18.28	15.54
					P/B	5.24	4.32	3.57	2.97
					EV/EBITDA	20	12	10	9

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	32	-296	122	58
净利润	99	169	217	251
折旧摊销	28	26	26	26
财务费用	19	25	35	33
投资损失	-2	-0	-0	-0
营运资金变动	-119	-473	-167	-250
其他经营现金流	6	-43	11	-2
投资活动现金流	-60	-4	0	0
资本支出	29	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-31	-4	0	0
筹资活动现金流	-2	336	-140	-49
短期借款	12	370	-86	5
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	47	0	0	0
资本公积增加	-129	0	0	0
其他筹资现金流	68	-34	-54	-54
现金净增加额	-30	36	-18	9

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编，518000

电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003