

2010年8月24日

传化股份

稳定增长

买入
A
002010.SZ - 人民币 14.96
目标价格: 人民币 19.00 (↓20.00)

传化股份 2010 年上半年公司实现销售收入 10.7 亿元, 较 2009 年同期的 8.5 亿元同比增长 26.2%, 实现利润总额 1.1 亿元, 较上年同期的 0.83 亿元同比增长 32.81%; 公司实现归属母公司的净利润 0.72 亿元, 较去年同期的 0.53 亿元同比增长 34.0%; 公司 2010 年上半年实现每股收益为 0.36 元, 同比增长 33.3%, 基本符合我们之前的盈利预测水平。我们将目标价格下调至 19.00 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **行业增长平稳。**进入 2010 年, 虽然印染行业没有像 2009 年反弹增速如此剧烈, 但是仍然保持了良好的势头, 行业增长平稳, 企业盈利正常。截至 2010 年 8 月公布的数据显示, 我国印染布上半年产量同比增长 14.2%, 6 月单月产量达到 56 亿米, 再次创出历史新高。
- **主营增长, 毛利稳定。**2010 年随着下游纺织印染行业出口的逐步回暖, 公司主营的印染助剂及染料产品销售维持平稳增长, 同时上游国际原油价格及其他大宗化工原料走势波动也不大, 公司主营印染助剂及染料产品毛利率基本稳定。

评级面临的风险因素

- 出口复苏程度低于预期, 印染行业重新跌入低谷。

估值

- 综合对公司主营印染助剂业务和染料的整体判断, 我们小幅下调对公司 2010、2011 年和 2012 年的每股收益预测分别为 0.76 和 0.99 元和 1.27 元, 公司目前 2010 年的预期市盈率为 19.7 倍, 按照 2010 年 25 倍市盈率, 我们下调公司目标价格由 20.00 元至 19.00 元, 同时重申**买入**评级。

陈恬
(8610) 6622 9360
tian.chen@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号: S13002071102535

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(%)	4	12	14	40
相对新华富时A50指数(%)	28	11	12	57

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	244
流通股(%)	61.5
流通股市值(人民币 百万)	2,245
3个月日均交易额(人民币 百万)	29
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
传化集团	21.68

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,871	1,908	2,275	2,745	3,350
变动(%)	74	2	19	21	22
净利润(人民币 百万)	75	140	185	241	310
全面摊薄每股收益(人民币)	0.368	0.688	0.760	0.989	1.269
变动(%)	(30.6)	87.1	10.5	30.1	28.4
先前预测每股收益(人民币)			0.80	1.08	1.28
调整幅度(%)			5.0	9.2	1.6
核心每股收益(人民币)	0.363	0.688	0.760	0.989	1.269
变动(%)	(31.1)	89.6	10.5	30.1	28.4
全面摊薄市盈率	40.7	21.7	19.7	15.1	11.8
核心市盈率	41.2	21.7	19.7	15.1	11.8
每股现金流量(人民币)	(0.05)	0.85	0.68	0.80	0.99
价格/每股现金流量(倍)	(312.9)	17.6	22.1	18.6	15.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.8	13.6	11.2	9.3	7.4
每股股息(人民币)	0.000	0.206	0.228	0.297	0.381
股息率(%)	0.0	1.4	1.5	2.0	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)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(SELL)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(HOLD)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

2010 年上半年经营情况

2010 年上半年公司实现销售收入 10.7 亿元,较 2009 年同期的 8.5 亿元同比增长 26.2%,实现利润总额 1.1 亿元,较上年同期的 0.83 亿元同比增长 32.81%;公司实现归属母公司的净利润 0.72 亿元,较去年同期的 0.53 亿元同比增长 34.0%;公司 2010 年上半年实现每股收益为 0.36 元,同比增长 33.3%,基本符合我们之前的盈利预测水平。

图表 2.业绩摘要

(单位:百万元)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动(%)
一、营业总收入	850.15	1,072.98	26.21
营业收入	850.15	1,072.98	26.21
二、营业总成本	768.30	974.94	26.89
营业成本	655.30	830.96	26.81
营业税金及附加	2.94	3.38	14.91
销售费用	45.19	62.64	38.62
管理费用	46.03	56.41	22.57
财务费用	6.32	7.11	12.54
资产减值损失	12.53	14.44	15.21
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	0.20	10.66	
汇兑净收益	0.00	0.00	
四、营业利润	82.05	108.71	32.50
加:营业外收入	2.69	3.62	34.67
减:营业外支出	1.47	1.75	18.88
五、利润总额	83.26	110.58	32.81
减:所得税	16.88	22.01	30.37
加:未确认的投资损失	0.00	0.00	
六、净利润	66.38	88.57	33.43
减:少数股东损益	12.59	16.51	31.14
归属于母公司所有者的净利润	53.79	72.06	33.97
七、每股收益:			
(一)基本每股收益(元)	0.27	0.36	33.33
(二)稀释每股收益(元)	0.27	0.36	33.33
主要指标(%)			
营业利润率	22.92	22.56	(0.36)
息税前利润率	10.54	10.97	0.43
净利润率	7.81	8.25	0.45

资料来源:公司半年报

毛利率水平。2010年上半年公司下游印染助剂行业增长比较平缓，同时上游国际原油价格及其他大宗化工原材料走势波动也不大，公司主营印染助剂及染料产品毛利率基本稳定，但是公司皮革化纤油剂产品的毛利率同比下降 3.86 个百分点，相对比较明显，主要原因是公司为了打开相关市场，采取了主动降价以刺激销售，抢占市场的模式，2010年上半年公司皮革化纤油剂的产品销售收入同比增长 48.56%，该项业务在公司主营收入中的比重也从去年同期的 18.9%提升至 26.2%，效果显著。传化股份 2010 年上半年主要产品业务和毛利率的情况如下表：

图表 3. 2010 年上半年公司主要产品毛利率（单位：人民币百万）

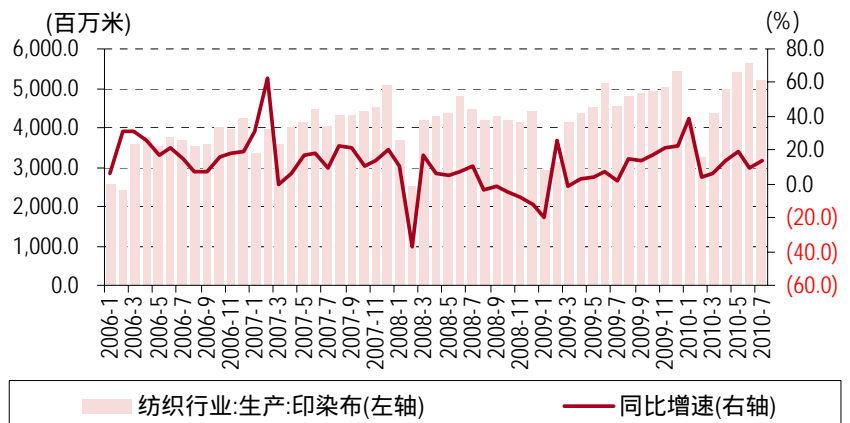
主要产品	销售收入	同比增长(%)	营业成本	毛利率(%)	比上年增减(百分点)
印染助剂	451.9	23.45	302.0	33.17	0.76
皮革化纤油剂	281.0	48.56	249.8	11.2	(3.86)
染料	335.0	14.13	274.3	18.11	1.88

资料来源：公司数据及中银国际研究

行业情况

2009 年 9 月份以后，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。进入 2010 年，虽然印染行业没有像 2009 年反弹增速如此剧烈，但是仍然保持了良好的势头，行业增长平稳，企业盈利正常。截至 2010 年 8 月公布的数据显示，我国印染布上半年产量同比增长 14.2%，6 单月产量达到 56 亿米，再次创出历史新高。

图表 4. 我国印染布月度产量及增速



资料来源：国家统计局、中银国际研究

公司估值

综合对公司主营印染助剂业务和染料的整体判断，我们小幅下调对公司 2010、2011 年和 2012 的每股收益预测分别为 0.76 和 0.99 元和 1.28 元，公司目前 2010 年的预期市盈率为 19.7 倍，按照 2010 年 25 倍市盈率，我们下调公司目标价格至 19.00 元，同时重申**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,871	1,908	2,275	2,745	3,350
销售成本	(1,538)	(1,506)	(1,775)	(2,129)	(2,589)
运营费用	(167)	(168)	(201)	(248)	(298)
营业利润(息税前利润)	166	234	300	368	463
折旧与摊销	(28)	(30)	(38)	(38)	(44)
息税折旧前利润	138	204	261	330	420
净利息收入/(费用)	(19)	(10)	(8)	(5)	(4)
其它盈利/(亏损)	(5)	0	0	0	0
税前利润	114	194	253	325	415
所得税	(15)	(29)	(38)	(49)	(62)
少数股东损益	(25)	(25)	(30)	(35)	(43)
净利润	75	140	185	241	310
核心净利润	74	140	185	241	310
每股收益(人民币)	0.368	0.688	0.760	0.989	1.269
核心每股收益(人民币)	0.363	0.688	0.760	0.989	1.269
每股派息(人民币)	0.000	0.206	0.228	0.297	0.381
营收增长率(%)	74	2	19	21	22
系税前利润增长率(%)	14	48	28	26	27
息税折旧前利润增长率(%)	17	41	28	23	26
每股收益增长率(%)	(31)	87	10	30	28
核心每股收益增长率(%)	(31)	90	10	30	28

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	96	229	619	574	600
应收帐款	538	546	651	785	958
库存	170	172	205	247	302
其它流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	804	946	1,475	1,606	1,860
固定资产	242	262	374	486	593
无形资产	81	79	77	75	73
其它长期资产	29	24	25	27	28
长期资产合计	352	365	476	588	694
总资产	1,157	1,311	1,951	2,194	2,554
应付账款	189	158	189	228	279
短期债	215	235	155	125	135
其它流动负债	57	100	124	155	193
流动负债合计	462	493	468	508	607
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1	1
股本	203	203	244	244	244
储备	366	463	1,057	1,226	1,443
股东权益	569	666	1,301	1,470	1,687
少数股东权益	125	151	180	216	259
负债权益总计	1,157	1,311	1,951	2,194	2,554
每股账面价值(人民币)	2.80	3.29	5.33	6.02	6.91
每股有形资产(人民币)	2.41	2.90	5.02	5.72	6.61
每股净负债/(现金)(人民币)	0.59	0.03	(1.90)	(1.84)	(1.91)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	114	194	253	325	415
折旧与摊销	28	30	38	38	44
净利息费用	19	10	8	5	4
营运资本变动	(113)	(38)	(64)	(82)	(104)
支付税金	(15)	(29)	(38)	(49)	(62)
其它经营现金流	(43)	5	(32)	(42)	(54)
经营活动产生的现金流	(10)	173	166	196	243
固定资产净采购	(29)	(50)	(150)	(150)	(150)
投资减少/(增加)	31	0	0	0	0
其它投资现金流	(62)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(60)	(50)	(150)	(150)	(150)
净资产增加	0	0	505	0	0
净负债增加	(30)	20	(80)	(30)	10
支付股息	0	0	(42)	(56)	(72)
其它筹资现金流	29	(10)	(8)	(5)	(4)
筹资活动产生的现金流	(2)	10	375	(91)	(67)
现金余额变动	(71)	132	391	(45)	26
年初现金	167	96	229	619	574
公司自由现金流	(70)	123	17	48	94
股权自由现金流	(119)	132	(73)	11	98

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.9	12.3	13.2	13.4	13.8
息税前利润率(%)	7.4	10.7	11.5	12.0	12.5
税前利润率(%)	6.1	10.2	11.1	11.9	12.4
净利率(%)	4.0	7.3	8.2	8.8	9.2
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.9	3.1	3.2	3.1
利息覆盖率(倍)	7.4	19.0	28.1	49.4	67.6
净权益负债率(%)	17.1	0.8	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.6	2.7	2.7	2.6
估值					
市盈率(倍)	40.7	21.7	19.7	15.1	11.8
核心业务市盈率(倍)	41.2	21.7	19.7	15.1	11.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	52.3	27.6	25.0	19.2	15.0
市净率(倍)	5.3	4.6	2.8	2.5	2.2
价格/现金流(倍)	(312.9)	17.6	22.1	18.6	15.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.8	13.6	11.2	9.3	7.4
周转率					
存货周转天数	32.0	41.4	38.7	38.7	38.7
应收帐款周转天数	89.6	103.7	96.0	95.5	95.0
应付帐款周转天数	26.2	33.3	27.9	27.7	27.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	30.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	13.1	22.6	18.9	17.4	19.6
资产收益率(%)	11.6	14.1	13.6	13.5	15.0
已运用资本收益率(%)	16.1	20.9	19.5	19.3	21.7

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

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 8 月 20 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。本報告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。本報告中發表看法、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。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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。除非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