

传化股份 (002010) 基础化工

—具备高成长性的中国纺织化学品专家

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 15.34 元

投资要点:

浙江传化股份有限公司属于纺织化学品行业，是一家专为纺织印染行业提供一体化印染解决方案的系统集成商，是中国印染助剂行业的龙头企业，行业首家上市公司。目前，公司主营业务主要包括印染助剂、染料、皮革化纤油剂等三大部分，三项业务占比分别为 42.3%、31.4% 和 26.3%。

纺织业的长期稳定发展，确保了我国纺织化学品的需求持续保持稳定增长。另外，随着国内居民的消费升级、国际贸易中的绿色壁垒，使得纺织品中的舒适、健康和环保等元素越来越受到人们的青睐，从而给纺织化学品行业带来新的增长空间。

目前，公司拥有印染助剂产能 13 万吨、化纤油剂 5 万吨以及 3.5 万吨活性染料产能，市场占有率分别达到 8%、27%和 18%。此外，2010 年 10 月份公司活性染料技改项目投产，产能增至 6 万吨；2010 年 6 月增发募投项目 5 万吨化纤油剂和 3 万吨有机硅柔软剂将分别于明年 1 季度和 4 季度建成投产。产能扩张为公司未来的成长奠定了基础。

20 多年来，公司一直专注于纺织化学品主业，积极推进产业链延伸和产品结构优化，形成“染助一体化”的经营模式，以帮助纺织和印染企业获得卓越的产品。“染助一体化”的经营模式，一方面有助于公司节约销售资源，另一方面也在不断增强下游客户对公司的“粘性”，提升公司在纺织化学品领域内的竞争力。

通过模型测算出 2010-2012 公司每股 EPS 分别是 0.71、0.98 和 1.27 元/股。结合目前行业整体估值情况，我们认为给予公司 2010 年 30 倍，2011 年 25 倍的 PE 估值较为合理，对应合理股价 21.3-24.5 元，给予“推荐”的投资评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1,857	2,265	2,839	3,391
营业收入增长率	-0.7%	22.0%	25.3%	19.4%
净利润 (百万元)	141	173	239	309
净利润增长率	88.9%	23.1%	37.7%	29.4%
EPS (元)	0.58	0.71	0.98	1.27
ROE	20.3%	12.8%	15.3%	16.8%
P/E	22.08	21.57	15.67	12.11
P/B	4.47	2.77	2.39	2.04
EV/EBITDA	15	13	9	7

2010 年 10 月 21 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	16.91/12.40
上证指数/深圳成指	3003.95/13130.01
50 日均成交额(百万元)	46.42
市净率(倍)	5.38
股息率	0.65%

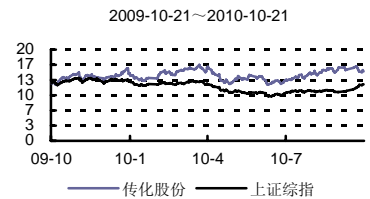
基础数据

流通股(百万股)	150.23
总股本(百万股)	243.99
流通市值(百万元)	2304.48
总市值(百万元)	3742.81
每股净资产(元)	2.85
净资产负债率	72.96%

股东信息

大股东名称	传化集团有限公司
持股比例	21.86%

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券*公司研究*传化股份 2010 年中报点评：产能扩张，完善公司产业链结构*002010*》

联系方式

研究员:	褚杰
职业证书编号:	S0020210070002
电话:	021-51097188-1875
电邮:	chujie@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

目 录

第 1 部分 公司概况	4
1.1 公司主营产品结构	4
1.2 公司股权结构	4
第 2 部分 纺织化学品行业发展空间广阔	5
2.1 行业概况	5
2.2 纺织行业景气度回升，推升纺织化学品行业需求	6
2.3 消费升级，拓展纺织化学品行业发展空间	7
2.4 绿色壁垒，提高行业准入门槛	9
第 3 部分 借助资本市场，实现企业快速成长	10
3.1 启动增发，再造传化	10
3.2 有机硅柔软剂市场前景良好	11
3.3 投资高端产品，提升公司化纤油剂产品的整体盈利水平	12
3.4 收购泰兴锦鸡、锦云股权，积极进军活性染料领域	13
第 4 部分 传化股份，中国纺织化学品专家	15
4.1 “染助一体化”发展战略，增加下游客户“粘性”	15
4.2 行业变革，有助龙头企业提升市场份额	15
4.3 财务指标，体现公司优势	16
第 5 部分 盈利预测和投资评级	18
5.1 盈利预测	18
5.2 估值和投资评级	18
5.3 风险提示	19

图表目录

图 1. 2010 年上半年公司主营收入构成.....	4
图 2. 2010 年上半年公司毛利构成.....	4
图 3. 公司股权结构图.....	4
图 4. 纺织印染工艺流程图.....	5
图 5. 染整工序各环节机理.....	5
图 6. 我国印染助剂市场结构图.....	6
图 7. 我国染料市场结构图.....	6
图 8. 纺织业保持持续快速增长.....	6
图 9. 2009 年 2 月份后, 纺织业逐季回暖.....	7
图 10. 2009 年, 印染子行业开始强劲复苏.....	7
图 11. 2008 年以来, 印染布月度产量变化情况.....	7
图 12. 2008 年以来, 染料月度产量变化情况.....	7
图 13. 中国居民对衣着的消费稳定增长.....	8
图 14. 我国每年纺织品进出口价差呈扩大趋势.....	8
图 15. 启动增发项目, 将实现公司产能快速扩张.....	11
图 16. 未来国内有机硅柔软剂市场需求量持续向好.....	11
图 17. 中国化纤产量持续增长.....	12
图 18. 未来国内化纤油剂市场需求量继续稳定增长.....	12
图 19. 目前公司化纤油剂产品的盈利水平显著低于公司的整体水平.....	13
图 20. 股权收购完成后, 泰兴锦鸡、泰兴锦云股权结构图.....	13
图 21. 2009 年国内主要染料品种进口情况.....	14
图 22. 国际化工巨头纺织化学品业务收益逐年下降.....	16
图 23. 传化股份和德美化工每年的研发支出费用不断增长.....	16
图 24. 公司各产品毛利率基本保持稳定.....	16
图 25. 危机过后, 公司实现快速增长.....	16
图 26. 公司期间费用率基本维持在 11%-13%之间.....	17
图 27. 公司期间费用率优于行业平均水平.....	17
表 1. 印染助剂主要种类.....	6
表 2. 目前公司产能已基本实现满产或超产状态.....	10
表 3. 公司“17 万吨纺织有机硅、有机氟及专用精细化学品项目”实施方案.....	10
表 4. 公司 3 万吨有机硅柔软剂项目实施和项目评估情况.....	12
表 5. 公司 5 万吨化纤油剂项目实施和项目评估情况.....	13
表 6. 公司各项主营业务营收情况预测表.....	18
表 7. 纺织化学品行业主要上市公司估值情况表.....	19
表 8. 利润表.....	20
表 9. 现金流量表.....	20
表 10. 资产负债表.....	21

第 2 部分 纺织化学品行业发展空间广阔

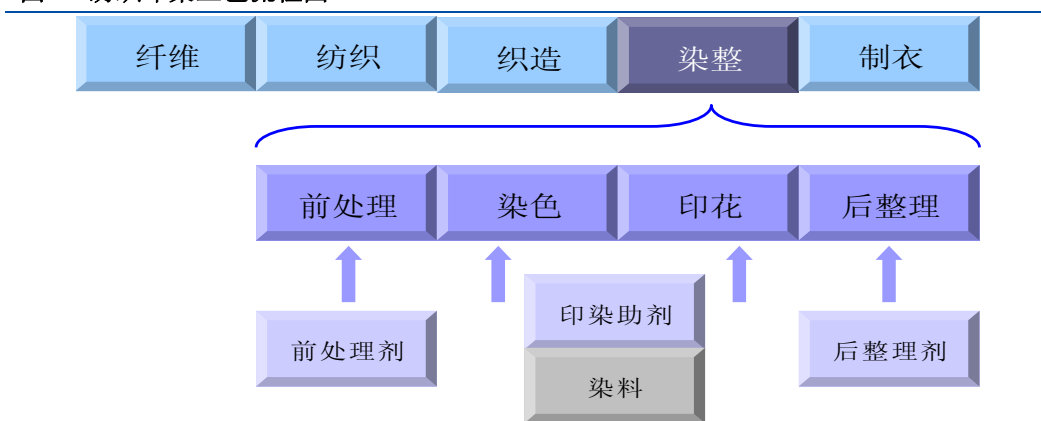
纺织化学品属于精细化工行业中的细分子行业，主要是指纺织印染过程中使用的各种印染助剂和染料等，其发展和纺织印染工业密不可分。

2.1 行业概况

纺织工业主要包括纤维、纺纱、织造、染整和制衣等环节，其中染整是纺织品加工过程中的重要工序，可提高面料品质，增加纺织品附加值，其技术水平高低很大程度上代表着纺织行业的整体水平。

按照工艺流程，染整工序又划分为前处理、染色、印花和后整理等 4 个环节。在整个工艺流程当中，助剂和染料成为影响织物品质的关键物质。

图 4. 纺织印染工艺流程图



数据来源：国元证券研究中心

图 5. 染整工序各环节机理

去除织物上各种杂质，改善织物性能，为后续工序提供合格半成品。	通过染料和纺织纤维发生的物理或化学结合，使织物获得鲜艳、均匀和牢固的色泽。	用染料或颜料在织物上获得各种花纹图案。	根据纺织纤维的特性通过化学或机械的作用，改进织物的外观或形态稳定性，提高织物的服用性能或赋予织物阻燃、拒水、拒油、防污、抗静电、抗菌防霉等特殊功能。
--------------------------------	---------------------------------------	---------------------	--

数据来源：国元证券研究中心

纺织印染助剂，作为染整过程中的关键添加剂，具有改善织物性能，赋予一些特定功能的作用；按其在染整工序中的作用可分为前处理剂、染色助剂和后整理剂三大类。

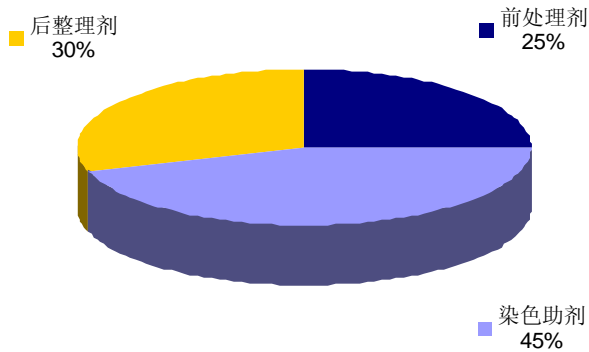
染料，是指能将纤维或其他材料着色的有机化合物，分天然染料和合成染料两大类。根据染料本身的特性，又主要分为分散染料、活性染料、酸性染料、直接染料等，其中分散染料和活性染料是两个最主要的种类。

表 1. 印染助剂主要种类

助剂类别	主要品种
前处理剂	净洗剂、渗透剂、油剂、精炼剂、稳定剂等；
染色助剂	匀染剂、消泡剂、促染剂、乳化剂、分散剂、粘合剂、增稠剂、固色剂、防染剂等；
后整理剂	抗静电剂、柔软剂、树脂整理剂、阻燃剂、防水剂、涂层剂等；

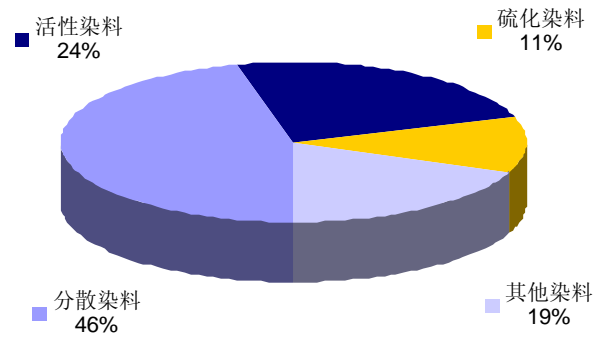
数据来源：国元证券研究中心

图 6. 我国印染助剂市场结构图



数据来源：国元证券研究中心

图 7. 我国染料市场结构图

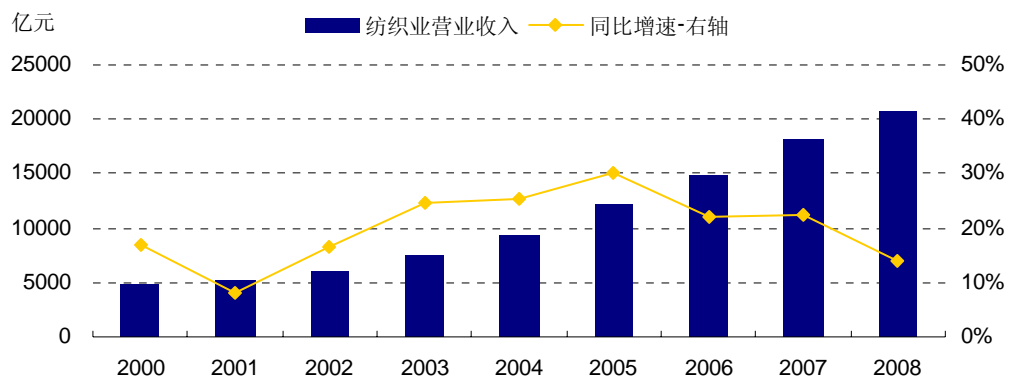


数据来源：国元证券研究中心

2.2 纺织行业景气度回升，推升纺织化学品行业需求

在加入世贸组织并取消纺织品限额后中国的纺织业获得了长足的发展，目前我国化纤、纱、布、呢绒、丝织品、服装等产量均居世界第一位，纤维加工量占全球比重接近50%，一直保持着世界最大纺织品生产国的地位。

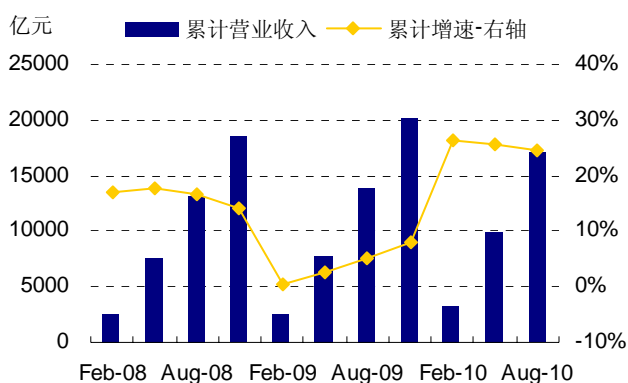
图 8. 纺织业保持持续快速增长



数据来源：CEIC、国元证券研究中心

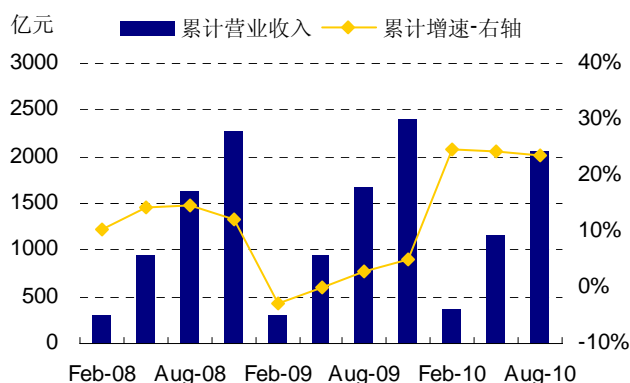
2008年受金融危机影响，行业增速有所下滑，并在2009年2月份达到历史低谷，同比增速仅为0.3%。在此之后，受国家经济刺激计划的推动，国内纺织行业开始复苏，行业增速逐季回升，2010年1-8月份累计增速达到24.7%。同期，其印染子行业的景气度也开始强劲反弹，行业增速从2009年2月份的-2.7%反弹至2010年8月份的23.4%的水平。

图 9. 2009 年 2 月份后，纺织业逐季回暖



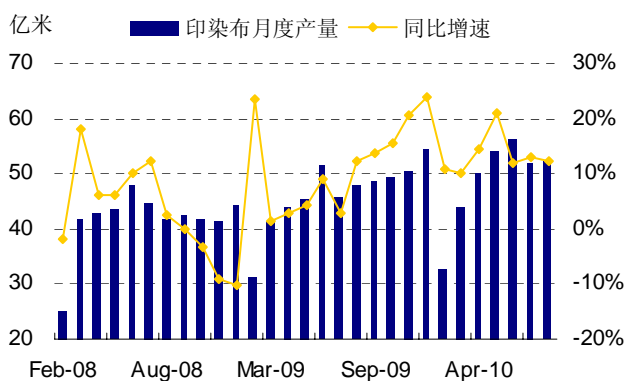
数据来源：CEIC、国元证券研究中心

图 10. 2009 年，印染子行业开始强劲复苏



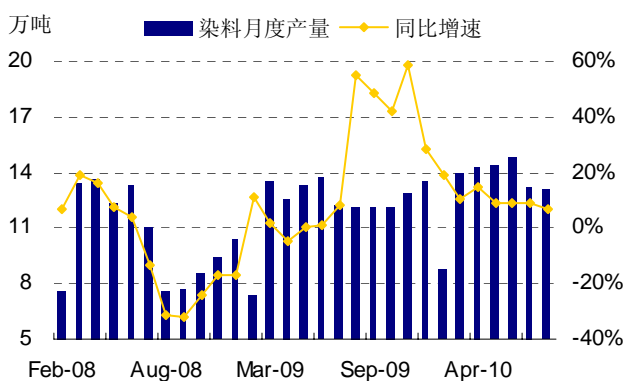
数据来源：CEIC、国元证券研究中心

图 11. 2008 年以来，印染布月度产量变化情况



数据来源：CEIC、国元证券研究中心

图 12. 2008 年以来，染料月度产量变化情况



数据来源：CEIC、国元证券研究中心

在纺织行业强劲复苏的带动下，纺织化学品的需求同样出现显著增长。2010 年 1-8 月份全国印染布累计产量 382 亿米，累计增速 13.6%，相比上年同期提升了 9.8 个百分点；同时，今年 1-8 月份全国染料累计产量达到 104.5 万吨，累计增速 14.0%，相比上年同期提升了 11.0 个百分点。

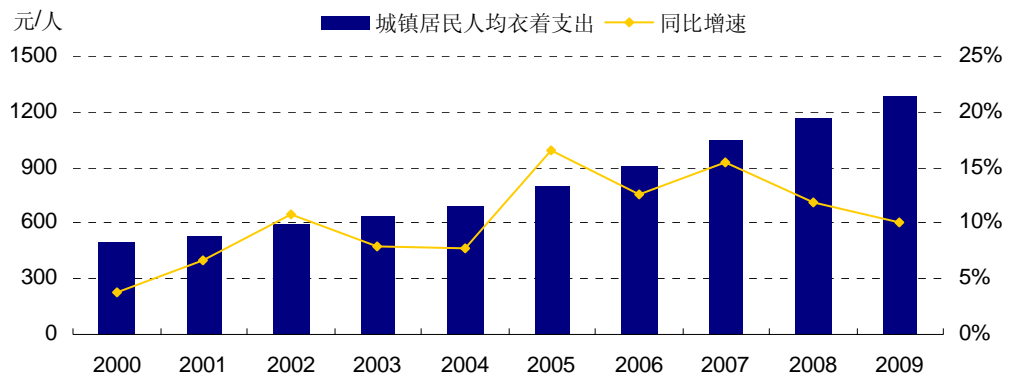
由于缺乏印染助剂产量的统计数据，但其需求量和染料以及印染布具有高度的相关性，因此我们可以认为印染助剂的月度需求变化和染料以及印染布的变化具有一致性。

另外，根据最新出台的《纺织工业调整和振兴规划》：2009 至 2011 年，中国纺织工业经济总量将保持稳定增长，到 2011 年，我国规模以上纺织企业工业增加值 1.2 万亿元，年均增长 10%；出口总额增加至 2,400 亿美元，年均增长 8%。纺织业的平稳发展将有助于保证国内纺织化学品需求的稳定增长，

2.3 消费升级，拓展纺织化学品行业发展空间

近年来，随着我国居民人均可支配收入不断增长，人们对生活品质的要求日益提升，对纺织品的消费需求已不再单单追求量的增长，对个性、舒适、美观和健康等元素是更加注重，对产品档次的要求越来越高。

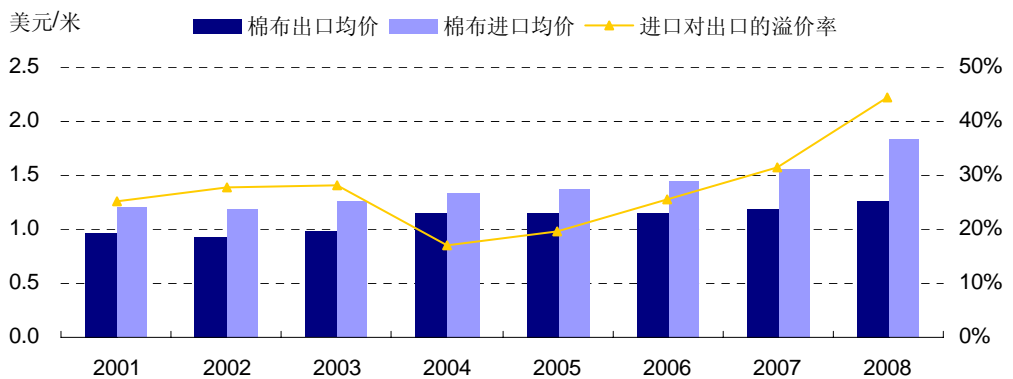
图 13. 中国居民对衣着的消费稳定增长



数据来源：国家统计局、国元证券研究中心

中国是一个织品大国，但还远远不是纺织品强国。每年在出口大量纺织品的同时，还需进口一定数量的面料、服装等纺织品以满足国内对高档产品的需求。这除了品牌、设计等时尚因素外，面料的档次成为关键因素之一。

图 14. 我国每年纺织品进出口价差呈扩大趋势



数据来源：CEIC、国元证券研究中心

纺织品面料档次提升的一个重要手段就是依赖包括印染助剂在内的纺织化学品的品质和功能的提升。

就印染助剂而言，无论是产量还是品种，中国都远远落后于国外，这也成为制约我国从纺织大国向纺织强国转变的主要瓶颈之一。目前，印染助剂的产量和化学纤维产量之比的国际平均水平为 7:100，工业发达国家为 15:100，而我国仅为 4:100。另外，在种类方面，目前全球助剂品种约有 1.5 万个，而我国仅为 1,500 个品种，不到日本的 1/4，仅仅相当于德国拜耳一家公司生产的助剂品种。

就染料而言，中国是世界上最大的染料生产国，占世界总产量的 60%，迄今我国可生产的染料品种超过 1,400 种，经常生产的品种有 700~800 个。尽管我国染料产品的品种门类齐全，但国内企业的产品结构仍然不尽合理，大多数产品为附加值极低的常规品种，而部分为跨国企业贴牌生产的高端产品，对其应用工艺和染整技术也是不甚了解。

因此我们认为，随着纺织工业的产业结构升级以及人们的消费档次的提升，对于纺织化学品的需求还会不断攀升，特别是对高端产品的需求。

另外，近年来我国家纺、汽车内饰，产业用纺织品等新兴纺织品消费市场的快速崛起，也促进了纺织化学品市场的进一步扩大。因此，我国纺织化学品行业还有很大的发展空间。

2.4 绿色壁垒，提高行业准入门槛

近 10 年来，随着全社会环保意思的不断增强和国家环保要求的不断提高，绿色纺织品和环保技术成为我国纺织工业可持续发展的前提，也是国际纺织品贸易的基本要求。为纺织印染企业提供绿色、环保型的新产品和新应用技术成为我国纺织化学品产业发展的必由之路。

2008 年国家为规范纺织印染行业的发展，制定了《印染行业准入条件》，当中就明确提出：新建或改扩建印染项目要按照环境友好和资源综合利用的原则，选择可生物降解浆料的坯布；使用生态环保型、高吸收率染化料和助剂。

另外 2006 年 1 月欧盟批准实施的 REACH 法规又给世界纺织化学品的国际贸易设置了很高的绿色壁垒，较高的注册与评估要求、昂贵的注册评估费用、复杂的评估与授权程序，提高了中国纺织化学品进入欧洲市场的门槛。

目前，我国环保型的印染助剂和染料的比例还不是很，而日益严苛的环保要求给我国的纺织化学品行业提出了很高的发展要求，提高了行业的准入门槛，未来行业的发展将会遵循“3E”原则，即效率性（Efficiency）、经济性（Economy）和生态性（Ecology）。

综合上述分析，我们认为随着人们消费水平的不断提高、农村消费市场的不断打开，纺织产业的结构升级，以及绿色环保理念的深入人心，将会给未来纺织化学品行业继续带来很大的发展空间。

第 3 部分 借助资本市场, 实现企业快速成长

2004 年公司成功启动 IPO 募投项目, 并在 2008 年先后收购顺德富联和泰兴锦鸡、锦云的股权, 实现了公司产能规模的迅速壮大, 以及业务结构的完善。目前, 已形成各类印染助剂 13 万吨, 化纤油剂 5 万吨, 活性染料 3.5 万吨的产能。随着市场的不断发展和公司的多年经营, 目前公司产能基本已达到满产或超产状态。

表 2. 目前公司产能已基本实现满产或超产状态

	产能 (万吨)	销量 (万吨)
印染助剂	13 万吨	11 万吨
化纤油剂	5 万吨	6 万吨
活性染料	3.5 万吨	3.5 万吨

数据来源: 国元证券研究中心

3.1 启动增发, 再造传化

目前公司产能不足的现状已经制约了企业的发展, 为了进一步完善业务结构和扩大产能规模, 2009 年下半年以来公司启动了新一轮的投资扩产计划。

2010 年公司 will 完成对其染料业务的技改项目。项目完成后, 公司活性染料年产能将扩大到 6 万吨, 该项目预计今年年底前完工。

2010 年 6 月公司成功实施了增发方案, 并募集资金 5.03 亿元, 用于启动“年产 17 万吨纺织有机硅、有机氟及专用精细化学品项目的一期工程”, 投资 3 万吨/年的有机硅柔软剂和 5 万吨/年的化纤油剂项目的建设, 预计在 2011 年底一期项目将全部建成投产。

待“年产 17 万吨纺织有机硅、有机氟及专用精细化学品项目的一期工程”建成投产后, 公司将根据萧山经济技术开发区“退二进三”的政策要求择机开工建设二期工程。二期工程主要包括前处理剂、染色助剂、后整理剂、防水剂等各类印染助剂, 合计产能 9 万吨。

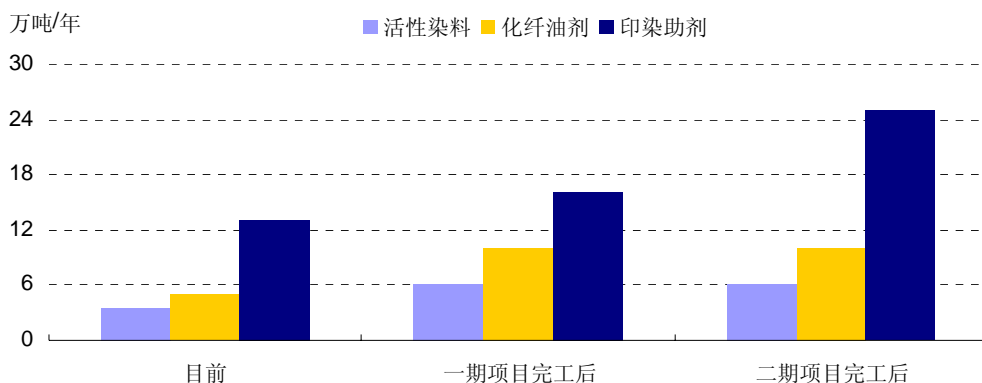
表 3. 公司“17 万吨纺织有机硅、有机氟及专用精细化学品项目”实施方案

序号	名称	分类	产能规模 (吨/年)	备注
1	化纤油剂	DTY、FDY、短纤油剂	50,000	一期工程
2	后整理剂	有机硅柔软剂	30,000	一期工程
		片状柔顺剂	10,000	二期工程
3	前处理剂	特效去油灵	30,000	二期工程
4	染色助剂	无醛固色剂	10,000	二期工程
		高效匀染剂	20,000	二期工程
5	防水剂	有机氟类	20,000	二期工程
合计			170,000	

数据来源: 公司资料、国元证券研究中心

待上述项目均建成投产后, 公司的产能规模将达到: 印染助剂 25 万吨、化纤油剂 10 万吨、活性染料 6 万吨, 相当于“再造一个传化”, 使得公司未来的发展具备了高成长性。

图 15. 启动增发项目，将实现公司产能快速扩张



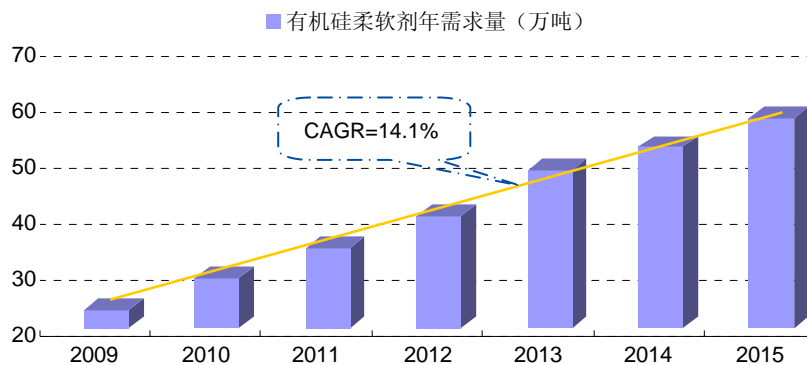
数据来源：国元证券研究中心

3.2 有机硅柔软剂市场前景良好

有机硅柔软剂由于其主链为-Si-O-，比-C-O-链长，因而分子链更加柔软，具有优良的润滑柔软性能，再加上其具有良好的无毒无害的属性，越来越受到下游印染加工企业的欢迎。

2009年，全国有机硅消耗量在23.2万吨左右，按目前纺织行业所消耗的硅油量来测算，2010年国内有机硅柔软剂的总需求量将达到28.8万吨左右，预计到2015年将达到57.6万吨左右的水平，年复合增长率达到14.1%的水平。

图 16. 未来国内有机硅柔软剂市场需求量持续向好



数据来源：国元证券研究中心

目前，国内有机硅柔软剂的低档产品市场基本饱和，而高档产品则供不应求，长期以来进口。随着纺织面料日益高档化，市场上对具有高功能的新有机硅柔软剂产品的需求不断增长。同时，在国内在高档有机硅柔软剂市场中，最具影响力的生产厂商主要有传化股份、德美化工、嘉兴银城精细化工，以及道康宁、迈图、瓦克等几家外资企业。

本次公司投资建设的3万吨有机硅柔软剂项目，就具有典型的高档化和功能多样性的特征，产品采用了公司自主研发的《嵌段水溶性硅油的制备方法》的专利技术，采用该技术生产的嵌段聚合型有机硅柔软剂，在前期的市场推广中取得了成功。该产品改进普通有机硅柔软剂的亲水性，提高抗静电性，减少或不用乳化剂，它的使用可大大提高棉织物的柔软性、易去污性、抗皱性，耐洗性。

表 4. 公司 3 万吨有机硅柔软剂项目实施和项目评估情况

产品分类	产能规模 (吨)	预计售价 (元/吨)	销售收入 (万元)
本体聚合型柔软剂	18,000	10,000	18,000
乳液聚合型柔软剂	7,500	9,000	6,750
嵌段聚合型柔软剂	4,500	11,000	4,950
合计	30,000	9,900	29,700

数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

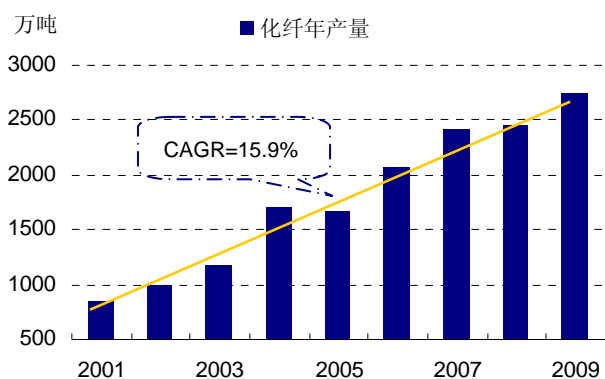
目前公司有机硅柔软剂产能 2 万吨, 毛利率在 40% 左右, 高于公司整体的盈利状况。随着该项目的投产, 公司有机硅柔软剂产能将扩大到 5 万吨, 进一步提升公司在该领域内的市场竞争力, 提升公司的综合盈利水平。

3.3 投资高端产品, 提升公司化纤油剂产品的整体盈利水平

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。

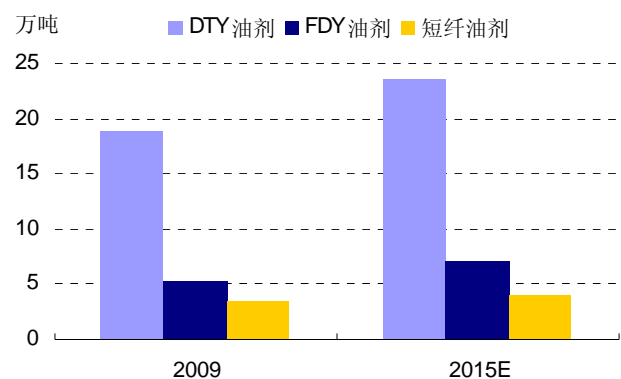
中国是化纤生产大国, 2009 年全国化纤产量 2,747 万吨, 同比增速 12%, 占全球化纤总产量的 66%。2009 年国内 DTY、FDY 和短纤油剂的市场消费量为 18.9、5.2 和 3.4 万吨; 按 DTY 平均上油率 2.7%, FDY 平均上油率 1%, 短纤平均上油率 0.2% 来测算, 预计到 2015 年将分别达到 23.5、7.0 和 3.9 万吨。

图 17. 中国化纤产量持续增长



数据来源: CEIC、国元证券研究中心

图 18. 未来国内化纤油剂市场需求量继续稳定增长



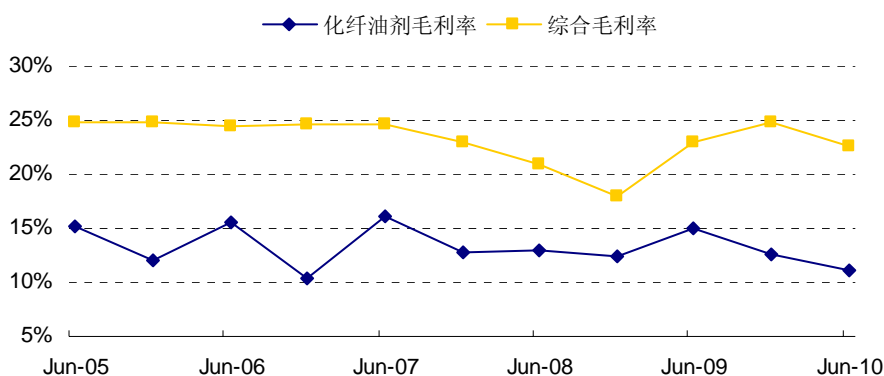
数据来源: 《化纤油剂发展现状概况》、国元证券研究中心

由于 DTY 油剂技术含量不高, 进入门槛较低, 市场竞争激烈, 虽然需求量相对较大, 但行业整体盈利水平不高, 远低于 FDY 和短纤油剂。FDY 和短纤油剂, 则由于技术含量高, 国内供应厂商主要为日本竹本、德国达克等, 行业竞争压力不大, 因而相对价格较高, 行业整体盈利水平是 DTY 油剂的两倍以上。

目前公司的化纤油剂的主要产能系 DTY 油剂, 是国内最大的 DTY 油剂供应商。虽然公司目前 DTY 油剂仍处于供不应求状态, 但是产品盈利水平较低, 2010 年上半年其毛利率仅为 11.1%, 不到公司产品综合毛利率水平的一半。

目前公司已完全掌握了 FDY 和短纤油剂的生产技术, 并拥有自主研发的《一种涤纶 FDY 油剂及其制备方法》的专利技术, 并且产品的前期市场推广较为成功, 各项性能指标均完全满足客户的要求, 并在 2008 年完成了欧盟 REACH 法规的预注册。

图 19. 目前公司化纤油剂产品的盈利水平显著低于公司的整体水平



数据来源: wind 资讯、国元证券研究中心

此次, 公司 5 万吨化纤油剂项目中, 除新增 3.5 万吨 DTY 油剂产能外, 还将新增 1 万吨 FDY 油剂和 0.5 万吨短纤油剂产能。该项目有着典型的进口替代特征, 按目前国内 FDY 和短纤油剂的市场价格来测算, 这两类产品投产后, 其毛利率水平将会超过 40%, 将会显著提升公司化纤油剂产品的综合盈利能力。

表 5. 公司 5 万吨化纤油剂项目实施和项目评估情况

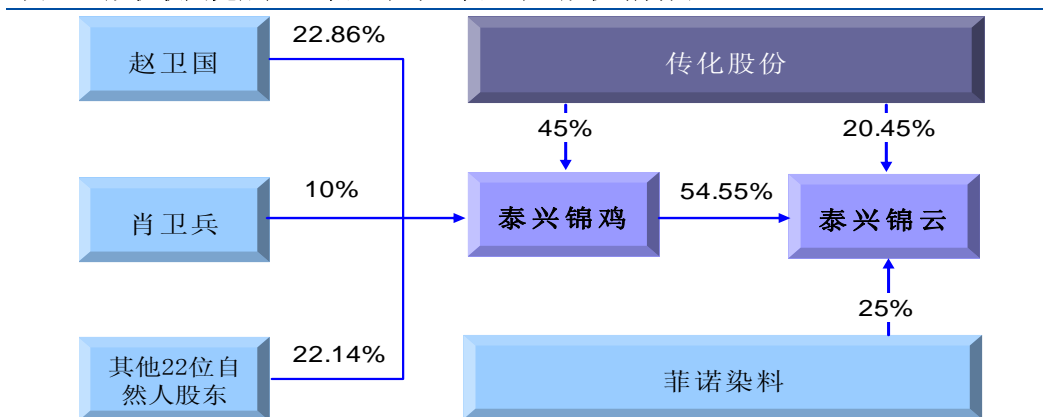
产品分类	产能规模 (吨)	预计售价 (元/吨)	销售收入 (万元)
DTY 油剂	35,000	8,500	29,750
FDY 油剂	10,000	17,000	17,000
短纤油剂	5,000	15,000	7,500
合计	50,000	10,850	54,250

数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

3.4 收购泰兴锦鸡、锦云股权, 积极进军活性染料领域

泰兴锦鸡及其子公司泰兴锦云是我国活性染料的龙头企业, 合计拥有活性染料产能 3.5 万吨, 国内市场占有率 20%。2008 年 8 月, 公司共出资 1.4 亿元收购泰兴锦鸡 45%, 以及泰兴锦云 20.45% 的股权。收购工作完成后, 标志着公司正式进入活性染料行业, 并拥有活性染料权益产能 1.575 万吨。

图 20. 股权收购完成后, 泰兴锦鸡、泰兴锦云股权结构图



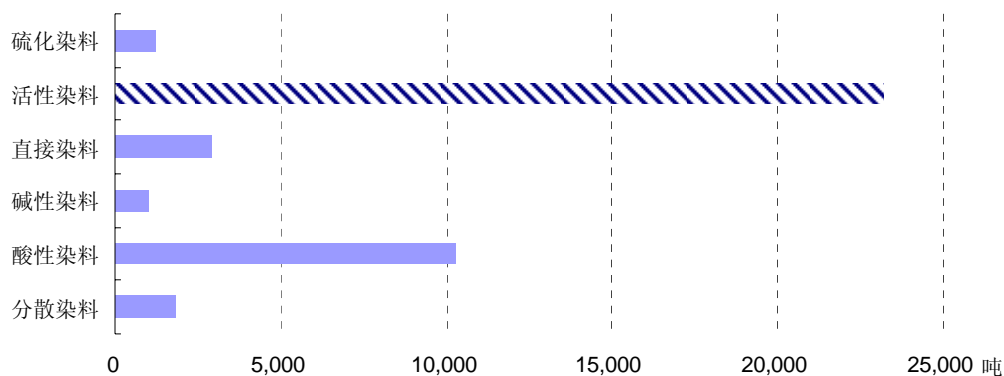
数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

活性染料, 又称反应性染料, 其分子中含有活性基团, 在染色时能和纤维发生反应形成共键, 具有较高的耐洗坚牢度, 属于一种新型染料。随着一些直接染料、酸性染料、

冰染染料等品种遭到禁用，活性染料成为最受市场欢迎的一类染料。

目前，活性染料是我国进口量最大的染料品种，2007 年之前一直处于净进口状态。随着国内染料企业技术水平的逐渐提高，国内活性染料的进口替代效应将给活性染料行业带来很大的发展空间。

图 21. 2009 年国内主要染料品种进口情况



数据来源: CEIC、国元证券研究中心

为进一步提升公司染料业务的经营规模，2010 年 6 月份公司对泰兴锦鸡、泰兴锦云的活性染料生产线进行了技改，预计今年 11 月份将会投产，届时公司活性染料产能将达到 6 万吨。

此外，公司还计划继续延伸公司染料业务产业链，提高染料中间体对位酯和 H 酸的自给率。目前公司对位酯和 H 酸的自给率在 30%左右的水平，公司预计到 2012 年将自给率提升到 50%左右的水平。

第 4 部分 传化股份，中国纺织化学品专家

传化股份的目标定位是“中国最大最优秀的纺织化学品供应商”、“中国纺织化学品专家”。20 多年来，围绕着这一目标，公司专注于纺织化学品主业，积极推进产业链延伸和产品结构优化，形成“染助一体化”的经营模式，以帮助纺织和印染企业获得卓越的产品。

4.1 “染助一体化”发展战略，增加下游客户“粘性”

随着科学技术的不断进步，以及人们生活水平的日益提高，新型纺织面料和各种个性化印染需求不断涌现，对纺织品印染行业提出了更高的要求。从而那些能够帮助下游印染客户提供整套染整解决方案的纺织化学品供应商，越来越受到印染企业的欢迎。

“染助一体化”是公司重要的发展战略。对此，公司先后完成对泰兴锦鸡、锦云股权的收购，及其活性染料产能规模的扩张。于此同时，公司利用现有的技术优势和渠道优势，积极研制相互匹配的染料和助剂，并为下游印染企业提供一体化的染整解决方案的服务。

由于染料和印染助剂这两类产品客户群的重合度较高，从而“染助一体化”的发展战略，一方面有助于公司节约销售资源，另一方面也在不断增强下游客户对公司的“粘性”，提升公司在纺织化学品领域内的竞争力。

我们认为，“染助一体化”的战略定位，将为公司未来的发展带来突破口，可以有效的帮助公司消化未来新增产能。

4.2 行业变革，有助龙头企业提升市场份额

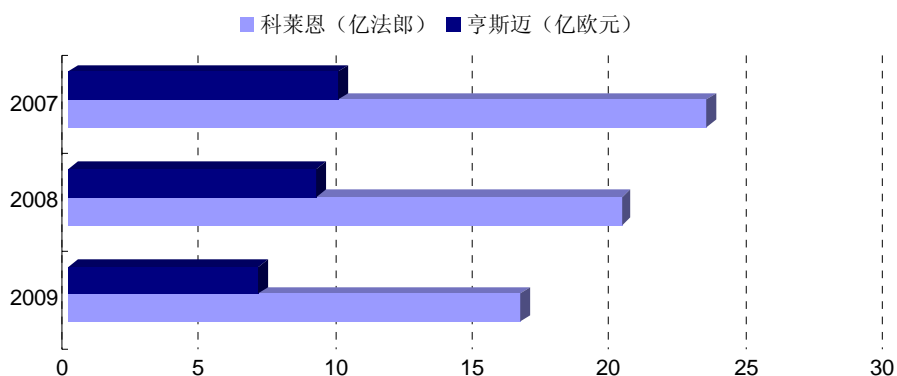
纺织化学品行业是一个竞争相对比较充分的行业，目前行业内形成 4 种类型的生产商：1、国际化工巨头诸如巴斯夫、拜耳、科莱恩等；2、产品系列齐全的行业龙头公司，如：传化股份、德美化工等；3、一些专注于某一小类领域的小型公司；4、家庭作坊式厂商。

纺织印染行业属于重污染行业，历来属于节能环保、淘汰落后的重点对象。2010 年 8 月 8 日，工信部公布了 18 个行业的落后产能淘汰名单，其中就包括 201 家印染企业，涉及产能 38.1 亿平米，占 2009 年印染布产量的 7%左右的水平。随着印染行业落后产能的加速淘汰，加快了印染行业的集中度的迅速提升。随着下游印染行业集中度的提升，以及客户要求的不断提高，小企业来说，尤其是那些产品品种少，产品质量不高的企业来说，其市场份额将急剧下降，使得行业的市场份额不断向大企业集中。

巴斯夫、拜耳、科莱恩、亨斯迈等国际纺织化学品巨头一直是依靠其技术和品牌优势获得市场，但成本劣势成其顽疾，始终难以解决。随着纺织化学品产业不断向中国转移，使得国际巨头们在纺织化学品领域内的竞争优势不断缩小，在金融危机后，他们更是遭受重创，相关业务的收入规模逐年减少。

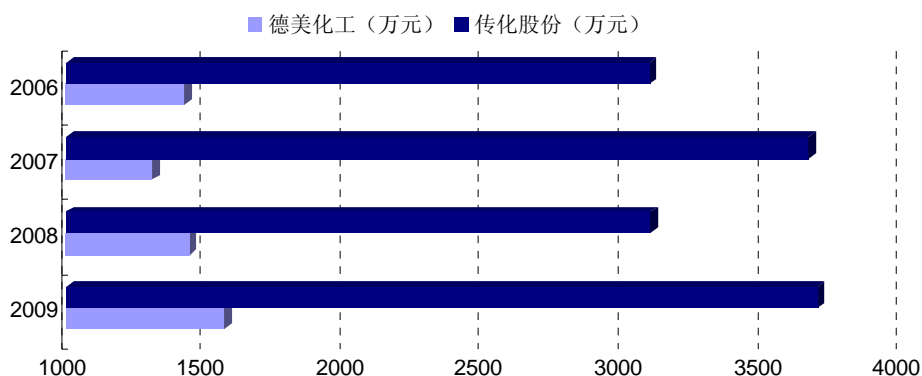
因此，我们认为随着下游印染行业的集中度不断提升，客户要求不断提高，以及国际巨头们逐步退出市场，这为本土龙头企业的发展带来了难得的机遇。加上国内行业龙头们，正在不断加大研发投入，加快新产品的推出，逐步缩小和国际巨头之间的技术差距，其进口替代效应将显著提升。

图 22. 国际化工巨头纺织化学品业务收益逐年下降



数据来源: 国元证券研究中心

图 23. 传化股份和德美化工每年的研发支出费用不断增长

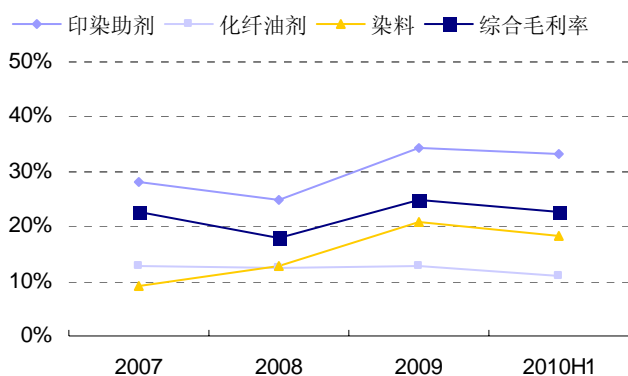


数据来源: 公司年报、国元证券研究中心

4.3 财务指标, 体现公司优势

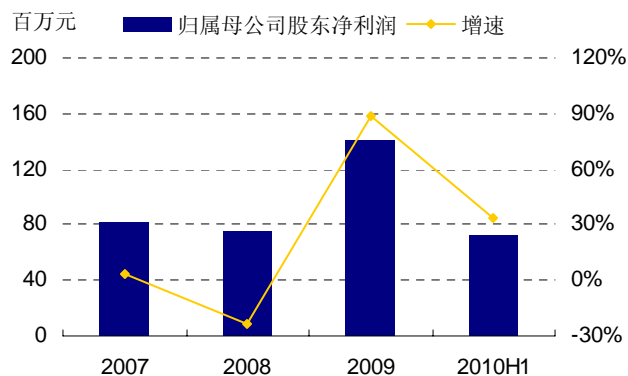
经过多年稳健经营, 公司主营业务的盈利能力基本保持稳定, 2010年1-6月份, 公司主营业务毛利率 22.56%, 同比下降 0.36 个百分点, 基本保持稳定, 预计 2010 年全年毛利率将维持在 23%左右的水平。

图 24. 公司各产品毛利率基本保持稳定



数据来源: wind 资讯、国元证券研究中心

图 25. 危机过后, 公司实现快速增长

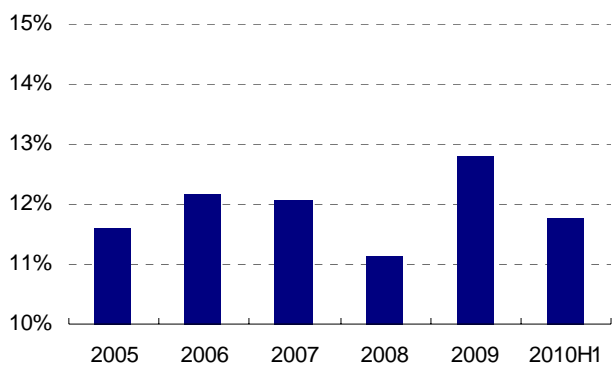


数据来源: wind 资讯、国元证券研究中心

公司在保持稳定盈利能力的同时，通过规模扩张，实现了企业的快速发展。2010年1-6月份，公司实现营业收入10.73亿元，归属母公司股东净利润7,206万元，同比增速分别达到26.2%和34.0%。

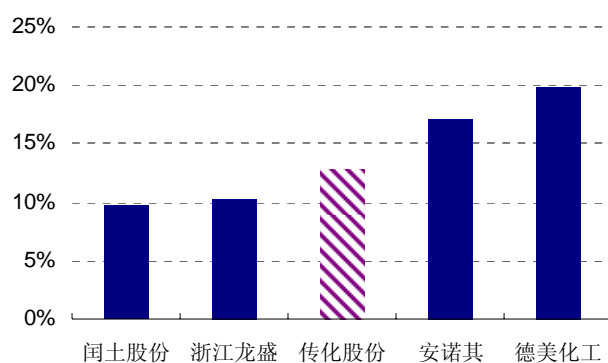
公司的三项费用率保持稳定，基本维持在11%-13%之间，处于较低的水平。从行业整体来看，2009年公司三项费用率为12.8%，优于同为印染助剂行业的德美化工，在整个纺织化学品行业中，公司的费用率水平也是优于行业14%的平均水平。

图 26. 公司期间费用率基本维持在 11%-13%之间



数据来源: wind 资讯、国元证券研究中心

图 27. 公司期间费用率优于行业平均水平



数据来源: wind 资讯、国元证券研究中心

注: 数据来自上述公司的 2009 年年报

总而言之，持续稳健的经营理念，优良的成本控制能力，使其在同业的竞争中处于优势地位。再加上持续的产能扩张，为公司未来的持续增长奠定了基础。

第 5 部分 盈利预测和投资评级

5.1 盈利预测

我们在基于世界纺织化学品，尤其是印染助剂产业将不断向中国转移；人们生活水平的提高，带动国内纺织品的消费升级的假设前提下，对公司的各项主营业务的具体假设如下：

表 6. 公司各项主营业务营收情况预测表

		2009	2010E	2011E	2012E
印染助剂	营业收入（百万元）	804	938	1,080	1,294
	销量（万吨）	11.0	12.5	13.5	15.4
	均价（元/吨）	7,306	7,500	8,000	8,400
	营业成本（百万元）	528	623	715	846
	毛利率	34.3%	33.6%	33.8%	34.6%
染料	营业收入（百万元）	620	788	990	1,086
	销量（万吨）	3.5	4.5	5.5	6.0
	均价（元/吨）	17,712	17,500	18,000	18,100
	营业成本（百万元）	492	641	802	880
	毛利率	20.6%	18.6%	19.0%	19.0%
化纤油剂	营业收入（百万元）	422	525	751	989
	销量（万吨）	6.0	7.0	9.5	11.5
	均价（元/吨）	7,035	7,500	7,900	8,600
	营业成本（百万元）	369	464	638	821
	毛利率	12.7%	11.6%	15.0%	17.0%
其他	营业收入	11	15	18	22
	营业成本	8	10	12	14
	毛利率	34.4%	35.0%	35.0%	35.0%
综合	营业收入（百万元）	1,857	2,265	2,839	3,391
	YOY		22.0%	25.3%	19.5%
	营业成本（百万元）	1,396	1,737	2,166	2,561
	毛利率	24.8%	23.3%	23.7%	24.5%

数据来源：国元证券研究中心

在上述假设前提下，通过我们的模型测算出公司 2010-2012 年营业收入分别为 22.7、28.4 和 33.9 亿元，同比增速分别为 21.9%、25.4%和 19.4%；归属母公司股东净利润为 1.73、2.39 和 3.09 亿元，对应每股 EPS 分别是 0.71、0.98 和 1.27 元/股。

5.2 估值和投资评级

公司目前股价 15.34 元，对应 2009 年静态 PE 是 26 倍，对应 2010 年动态市盈率不足 22 倍。从 PE 估值水平来看，目前公司在所属纺织化学品行业内处于较低水平，略高于浙江龙盛，低于行业平均的估值水平。结合 PB 估值情况来看，目前公司 PB 近 2.1 倍，是同行业中最低的（这也和公司今年 6 月份增发有关），远低于行业 2.9 的平均水平。

表 7. 纺织化学品行业主要上市公司估值情况表

股票代码	公司简称	股价（元）	EPS（元/股）			PE		PB	
		2010.10.20	2009	2010E	2011E	2009	2010E		2011E
002010	传化股份	15.34	0.58	0.71	0.98	26.4	21.6	15.7	2.1
002054	德美化工	14.49	0.52	0.57	0.68	27.9	25.4	21.3	4.0
600352	浙江龙盛	11.33	0.46	0.66	0.82	24.6	17.2	13.8	2.9
002440	闰土股份	29.23	1.04	1.25	1.49	28.1	23.4	19.6	2.5
300067	安诺其	18.87	0.43	0.58	0.82	43.9	32.5	23.0	2.8
行业均值						30.2	24.0	18.7	2.9

数据来源: wind 资讯、国元证券研究中心

结合目前行业整体的估值水平，考虑到公司是我国目前印染助剂、化纤油剂以及活性染料行业的龙头企业，我们认为给予公司 2010 年 30 倍，2011 年 25 倍的 PE 估值较为合理，对应合理股价为 21.3-24.5 元，给予“推荐”的投资评级。

5.3 风险提示

1. 公司投资项目投产施工进度晚于预期的风险。
2. 全球性的宽松货币政策，导致资源品的价格大幅上升，从而带动公司原材料成本大幅上升的风险。
3. 欧美经济复苏的进程缓慢，使得我国纺织品出口低于预期的风险。

表 8. 利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,857	2,265	2,839	3,391
营业成本	1,396	1,737	2,166	2,561
营业税金及附加	7	7	9	11
营业费用	121	131	159	180
管理费用	105	118	145	170
财务费用	11	9	6	10
资产减值损失	4	14	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	11	6	6
营业利润	213	260	350	456
营业外收入	8	8	7	8
营业外支出	3	5	4	4
利润总额	218	263	353	460
所得税	40	47	61	82
净利润	177	216	292	378
少数股东损益	36	42	53	69
归属母公司净利润	141	173	239	309
EBITDA	259	308	429	572
EPS (元)	0.69	0.71	0.98	1.27

数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

表 9. 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	212	158	183	321
净利润	177	216	292	378
折旧摊销	35	40	73	106
财务费用	11	9	6	10
投资损失	-0	-11	-6	-6
营运资金变动	-8	-99	-191	-173
其它	-3	3	9	7
投资活动现金流	-110	-260	-358	-261
资本支出	62	250	355	260
长期投资	0	13	1	1
其他	-47	3	-2	-0
筹资活动现金流	-27	497	8	-5
短期借款	-1	25	40	40
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	41	0	0
资本公积增加	0	462	0	0
其他	-26	-31	-32	-45
现金净增加额	75	395	-168	54

数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

表 10. 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	953	1,446	1,524	1,793
现金	183	578	411	465
应收账款	241	263	346	411
其它应收款	4	10	13	14
预付账款	24	28	37	43
存货	240	237	312	374
其他	260	330	405	486
非流动资产	405	633	924	1,086
长期投资	19	31	33	34
固定资产	225	444	729	884
无形资产	78	83	89	92
其他	83	74	74	75
资产总计	1,358	2,079	2,448	2,878
流动负债	506	529	632	720
短期借款	215	240	280	320
应付账款	134	134	177	211
其他	157	155	175	189
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
负债合计	508	530	633	721
少数股东权益	155	197	250	319
股本	203	244	244	244
资本公积	1	463	463	463
留存收益	492	645	858	1,131
归属母公司股东权益	696	1,352	1,565	1,838
负债和股东权益	1,358	2,079	2,448	2,878

数据来源: 公司公告、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn