化工

2010 年 11 月 17 日

国都证券 GUODU SECURITIES

公司研究 | 调研简报 | 首次评级：短期_推荐，长期_A

化纤油剂将是公司明年重要看点

——传化股份(002010)调研简报

核心观点

1、染助剂一体化的纺织化学品公司。

目前公司拥有产能如下：印染助剂 13 万吨，市场占有率 7%左右，活性染料 3.5 万吨、化纤油剂 5 万吨。公司是 A 股上市公司中唯一一家染料和助剂一体化的生产企业。纺织印染助剂和染料产品的配套使用和推广起着至关重要的作用，方便为下游客户提供综合解决方案，合理利用两者的销售网络资源，降低销售成本，染助一体化将是未来纺织化学品行业的发展方向。

2、较高的研发费用保障开发经营型企业的发展。

纺织印染助剂属于开发经营型工业，在保证现有产品销售的同时还需要搞好新产品、新技术开发，甚至花更大的精力研究产品的应用技术和提供全面的技术服务和技术支持。公司每年的研发费用投入在 3000 万元以上，是同业上市公司德美化工的 1 倍左右。如果照此趋势，公司新产品比例将逐渐加大，印染助剂毛利率将逐渐赶超德美化工。

3、涤纶需求增加带动化纤油剂需求。

棉花价格提高带动化纤产品产量的提高，尤其是涤纶产品。公司生产的化纤油剂 80%用于涤纶丝的生产，因此油剂需求将随着涤纶产量的增加而增加。公司是国内销量最大的 DTY 油剂产品生产商，市场占有率在 27%，目前公司拥有 5 万吨的产能，9 月份已经体现出需求的明显增加，目前在超负荷生产，年产量在 7-8 万吨。明年一季度，公司将再投产 5 万吨，其中包括 3.5 万吨 DTY 油剂、1 万吨 FDY 油剂和 5000 吨短纤油剂，其中 FDY 和短纤油剂为附加值较高的产品，主要替代进口，存在一定的技术壁垒，毛利率将明显高于现有产品的水平。

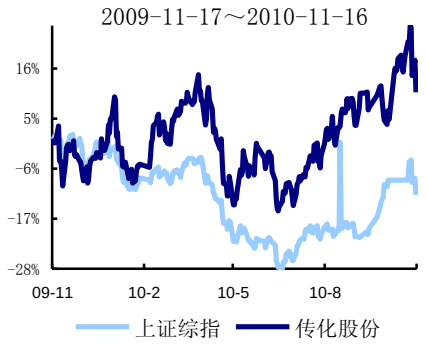
4、活性染料改扩建后产能增大 57%。

公司收购锦鸡、锦云之后拥有 3.5 万吨活性染料产能，今年年中进行了技改，预计 11 月份完成，产能扩增到 5.5 万吨，公司染料业务由于产能瓶颈造成毛利率较低的现状有望解决，小幅提升该产品毛利率。

5、给予“推荐-A”的投资评级。

化纤油剂新品种的投放和活性染料技改项目是公司 2011 年增长的保障，同时公司定向增发募集资金项目在新生产基地搬迁完成之后，将建设有机硅柔软剂等更高附加值产品，保障未来持续增长，我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.74 元、1.01 元和 1.18 元，最新股价 16.19 元，对应的动态 PE 为 22 倍、16 倍和 14 倍，给予公司 2011 年 20 倍的估值，对应目标价是 20.2 元，给予公司“推荐-A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	24399.00
流通A股(万股)	15022.65
52周内股价区间(元)	12.1-18.74
总市值(亿元)	39.58
总资产(亿元)	13.58
每股净资产(元)	3.43

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1,857	2,297	3,430	4,011
同比增速(%)	-1%	24%	49%	17%
净利润(百万)	141	180	246	286
同比增速(%)	89%	28%	37%	16%
EPS(元)	0.58	0.74	1.01	1.18
P/E	28	22	16	14

研究员：刘斐
电 话： 010-84183135
Email： liufei@guodu.com
执业证书编号： S0940210080002

联系人：周红军
电 话： 010- 84183380
Email： zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1：传化股份盈利预测表

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,857	2,297	3,430	4,011
营业收入	1,857	2,297	3,430	4,011
收入增长率	-1%	24%	49%	17%
二、营业总成本	1,644	2,023	3,055	3,576
营业成本	1,396	1,742	2,670	3,126
毛利率	25%	24%	22%	22%
营业税金及附加	7	7	11	12
销售费用	121	137	187	219
管理费用	105	126	172	201
财务费用	11	11	16	18
资产减值损失	4.35	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	213	274	375	435
加：营业外收入	8	0	0	0
减：营业外支出	3	0	0	0
五、利润总额	218	275	376	437
减：所得税	40	41	56	65
六、净利润	177	234	320	371
减：少数股东损益	36.35	53.77	73.53	85.34
归属母公司所有者净利润	141	180	246	286
七、每股收益：				
全面摊薄每股收益（元）	0.58	0.74	1.01	1.18

数据来源：国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaibing@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			