

报告日期：2011年1月26日

分析师

王刚

☎ (86-10) 88366060 - 8867

✉ wanggang@cgws.com

执业证书编号：S1070210020006

联系人

凌学良

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lxl@cgws.com

从业证书编号：S1070110040002

投资评级：推荐

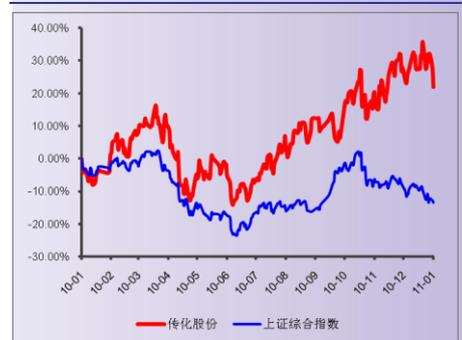
市场数据：当前股价 17.60

总市值(亿元)	42.94
流通市值(亿元)	26.44
总股本(万股)	24399
流通股本(万股)	15023
12个月最高/最低	12.10 / 19.59

公司盈利预测(百万)

万元	10E	11E	12E
营业收入	217828	274393	333642
营业成本	167484	209296	248277
营业利润	22564	30525	43427
利润总额	22564	30525	43427
所得税	4197	5678	8077
净利润	14694	19878	28279
EPS	0.602	0.815	1.159

股价表现图



相关报告

短期看油剂业务，长期受益行业集中度提升

——传化股份(002010)调研简报

要点：

- **受益马太效应，强者更强。**我们认为纺织化学品行业存在较为明显的马太效应现象，这主要是由行业特性决定的。主要体现在：随着环保要求逐渐提高（如《印染行业准入标准（2010年修订版）》出台，对增扩建做出更严格的环保、能耗要求），下游行业集中度的提高在未来5年内可以期待，而小型纺织化学品企业因为小型低端客户的缺失面临淘汰，纺织化学品及染料行业集中度也将逐渐提高，使大型企业受益；另一方面，由于下游新型面料种类快速增加，对印染助剂的需求变化加快，对于助剂企业的研发和技术实力提出了更高要求，只有新产品研发实力强、产品种类齐全的大型企业才能在下游需求变化中获得更多市场份额。我们认为，传化股份作为国内染助一体化的纺织化学品龙头企业，研发实力雄厚，产品线丰富，将受益于行业整合的大趋势。
- **化纤油剂业务存超预期可能。**公司目前拥有4万吨的化纤油剂产能，主要是DTY油剂，通过技改及优化生产计划，实际产量可以达到6万吨。公司增发一期项目的5万吨油剂（3.5万吨DTY油剂、1万吨FDY油剂和0.5万吨短纤油剂）将于春节前试生产，预计1季度便可正式投产。我们认为该项业务存在超预期可能，主要原因是：棉花价格高位运行在2011年是大概率事件，而下游纺织品的出口形势受欧美经济好转影响，增速有望超预期，而作为棉花替代品的化纤产品（尤其是涤纶，国内化纤油剂的80%用于涤纶丝）的开工率将大幅提升，下游需求增长将超出市场预期。目前国内化纤油剂产能约为12万吨，实际年产量为10万吨左右，而截至11月份，全国完成涤纶长丝产量为1514万吨，折算成全年预计为1652万吨，按照油剂用量1%计算，则需要油剂量16.5万吨左右，我们认为，即使在公司5万吨产能投放（预计11年达产率为60%）之后，11年油剂的供需仍然呈现供不应求局面。其中，1万吨FDY油剂和5000吨短纤油剂，由于技术壁垒较高，该领域长期被国外企业垄断，传化的投产将实现进口替代，未来随着价格优势逐渐对进口品种实现取代。
- **打通产业链，进军高效水泥减水剂行业。**公司拟出资75%和上海建研建材科技有限公司成立合资子公司杭州传化建筑新材料有限公司，进军水泥减水剂业务。由于公司现有环氧乙烷系列助剂产品，进军环氧乙烷下游聚羧酸系水泥减水剂行业有助于公司完善环氧乙烷产业链。聚羧酸系水泥减水剂是目前世界上最前沿、科技含量最高、应用前景最好、综合性能最优的混凝土高效减水剂，由于目前最常用的二代萘系减水剂存在环保问题，西方国家已经明令禁止使用萘系减水剂，我们认为在环保要求不断提高、性价比逐渐赶超萘系减水剂等趋势下，聚羧酸系减水剂将逐步取代萘系减水剂，未来市场空间广阔。据了解，目前该产品的毛利率高达40%以上。按照合作意向，公司将在萧山基地先期建设5万吨的项目，未来将扩展到20万吨。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。



- **远期描绘宏伟蓝图。**公司去年完成定向增发，拟建设 17 万吨纺织有机硅、有机氟及专用精细化学品项目。一期项目中的 5 万吨化纤油剂今年 1 季度投产，3 万吨后处理剂有机硅柔软剂预计将于 2012 年投产；而二期项目的 1 万吨后处理剂片状柔软剂、3 万吨前处理剂特效去油灵、3 万吨染色化学品和 2 万吨防水剂还将视萧山区“退二进三”政策要求实施。如果增发项目全部投产，将相当于再造一个传化。
- **股权激励计划注入强心剂。**公司近期发布股票期权激励公告，拟行权价格 18.4 元，行权条件是每年净利润增速不低于 15%，如果加上行权成本，每年实际净利润增速将不低于 28%。我们认为公司所处行业是纺织化学品行业，下游主要是化纤、纺织、印染等与消费直接相关的纺织服装行业，这一部分的刚性需求增长是很明确的，据 Wind 数据，2010 年全年化纤产量同比增长 15.55%，而布品产量同比增长 5.30%；同时随着消费习惯的升级，人们对穿着要求将向更舒适、更美观、更健康的发展也是很明确的，高端助剂的需求增速将大大领先于纺织化学品平均约 10%的年增速。公司借助增发项目扩能和进军高效水泥减水剂领域，实现 28%的增速的困难不大。
- **盈利预测：**在不考虑合资子公司杭州传化建筑新材料有限公司的一期 5 万吨聚羧酸系水泥减水剂的收益，以及不考虑股票期权行权时会计处理问题，我们预计公司 2011-2012 年净利润年均复合增长率约为 38.7%。预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.60 元、0.82 元和 1.16 元，考虑公司未来的成长性较为明确，给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**棉价上涨后，活性染料业务受到棉用量减少影响，业绩存在一定风险。

表 1：传化股份盈利预测

年份	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	185722	217828	274393	333642
营业成本	139585	167484	209296	248277
销售费用	12145	13070	16464	20019
管理费用	10511	13070	16464	20019
营业利润	21297	22564	30525	43427
利润总额	21763	22564	30525	43427
所得税	4039	4197	5678	8077
净利润	14089	14694	19878	28279
EPS	0.695	0.602	0.815	1.159

资料来源：公司公告、长城证券研究所

附录：三张报表预测摘要									
利润表(万元)					主要财务指标				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	185722	217828	274393	333642	成长性				
营业成本	139585	167484	209296	248277	营业收入增长	-0.7%	17.3%	26.0%	21.6%
销售费用	12145	13070	16464	20019	营业成本增长	-9.2%	20.0%	25.0%	18.6%
管理费用	10511	13070	16464	20019	营业利润增长	87.7%	5.9%	35.3%	42.3%
财务费用	1108	769	548	567	利润总额增长	90.4%	3.7%	35.3%	42.3%
投资净收益	22	0	0	0	净利润增长	88.9%	4.3%	35.3%	42.3%
营业利润	21297	22564	30525	43427	盈利能力				
营业外收支	466	0	0	0	毛利率	24.8%	23.1%	23.7%	25.6%
利润总额	21763	22564	30525	43427	销售净利率	7.6%	6.7%	7.2%	8.5%
所得税	4039	4197	5678	8077	ROE	16.6%	9.4%	11.0%	13.1%
少数股东损益	3635	3673	4969	7070	ROIC	17.1%	16.5%	18.9%	20.6%
净利润	14089	14694	19878	28279	营运效率				
资产负债表(万元)					销售费用/营业收入	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%
流动资产	95331	158582	184375	193171	管理费用/营业收入	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%
货币资金	18348	80426	86150	74575	财务费用/营业收入	0.6%	0.4%	0.2%	0.2%
应收帐款	24073	21783	27439	33364	投资收益/营业利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	25975	32674	41159	50046	所得税/利润总额	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%
存货	24049	20098	25116	29793	应收帐款周转率	8.10	8.85	9.03	9.80
非流动资产	40482	43383	48647	81056	存货周转率	6.32	7.41	7.62	8.17
固定资产	28871	32389	38271	71298	流动资产周转率	1.46	1.27	1.45	1.72
资产总计	135813	201965	233022	274227	总资产周转率	1.10	1.00	1.08	1.14
流动负债	50637	46249	52459	58314	偿债能力				
短期借款	21460	21460	21460	21460	资产负债率	37.4%	22.9%	22.5%	21.3%
应付款项	15330	14236	17790	21104	流动比率	1.88	3.43	3.51	3.31
非流动负债	117	20	20	20	速动比率	1.41	2.99	3.04	2.80
长期借款	0	0	0	0	每股指标(元)				
负债合计	50754	46269	52479	58334	EPS	0.695	0.602	0.815	1.159
股东权益	85059	155697	180544	215893	每股净资产	4.19	6.38	7.40	8.85
股本	20280	24399	24399	24399	每股经营现金流	1.05	0.71	0.68	1.21
留存收益	49289	112134	132011	160291	每股经营现金/EPS	1.5	1.2	0.8	1.0
少数股东权益	15490	19164	24133	31203	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和权益总计	135813	201965	233022	274227	PE	25.3	29.2	21.6	15.2
现金流量表(万元)					PEG	5.91	0.83	0.51	-
经营活动现金流	21223	17237	16616	29584	PB	4.2	2.8	2.4	2.0
其中营运资本减少	-1639	-5562	-13859	-14516	EV/EBITDA	14.39	16.18	12.29	8.55
投资活动现金流	-10987	-7429	-10891	-41159	EV/SALES	2.04	2.07	1.64	1.35
其中资本支出	-6247	-7429	-10891	-41159	EV/IC	3.48	3.73	3.07	2.24
融资活动现金流	-2702	52270	0	0	ROIC/WACC	2.09	2.02	2.31	2.52
净现金总变化	7525	62078	5724	-11575	REP	1.66	1.84	1.33	0.89

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：公司公告、长城证券研究所

研究员介绍:

王刚: 2000年至2007年就读于清华大学化学工程系, 获工学学士、硕士学位。2007年加入长城证券, 石油化工与基础化工行业研究员。

凌学良: 2002年至2008年就读于清华大学化学工程系, 获工学学士、硕士学位。2009年加入长城证券。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>