

分析师： 鄢祝兵 徐斌 李兴 021-63295974 yanzb@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

稳健经营的染助一体化龙头，良好的防御性品种

事件描述

我们于近日调研了传化股份，就公司现状和未来发展与公司高管进行了交流。

事件评论

第一，印染助剂对于纺织品性能提升最为关键，国内印染助剂未来发展空间较大

● 纺织助剂对于纺织品性能提升尤为关键

纺织印染助剂行业，是精细化工产品应用在纺织印染行业的技术，属于化工和印染的边缘科学。印染助剂是化工产品链中的最末端，纺织印染助剂包括两个方面：（一）纺织品预处理用助剂（如浆料、油剂、精练剂、渗透剂等）；（二）纺织品染色用助剂（如分散剂、匀染剂、固色剂、柔软剂、抗静电剂、印花糊料、粘合剂等）。纺织印染助剂的作用越来越大，它可以帮助纺织品增加染色牢度和色泽鲜艳度，也可以赋予织物柔软、舒适的性能，更能给纺织品增加一些特殊功能，如阻燃、防水、抗紫外线、吸附异味等，通过这些作用与功能，极大提高纺织品的附加值，对于纺织品综合性能提升由于关键。

● 纺织助剂行业有别于其它化工子行业，抗周期性强

纺织助剂行业具有如下特性：（一）固定资产投资少，设备通用性强；（二）小批量、多品种、复配型技术应用广泛，目前，全球纺织印染助剂的品种、牌号很多，全球大约有 1.5 万余种不同印染助剂产品，需求根据不同对象采用复配技术；（三）生产工艺多样，对技术应变要求高；（四）产品附加值率高，利润率高，纺织助剂行业采用的原材料多为普通石油化工产品，特殊原料较少，原料成本较易控制，随着加工深度的加深，利润率也较高；（五）以需求定产品，对最终产品流行趋势的调研和预测要求高。纺织助剂行业主要依靠技术研发和创新以及服务实现较高的利润率，产品盈利能力相对较强，与其它化工子行业有一些差异，并不呈现显著周期性特征。

● 国内印染助剂存在较大发展空间

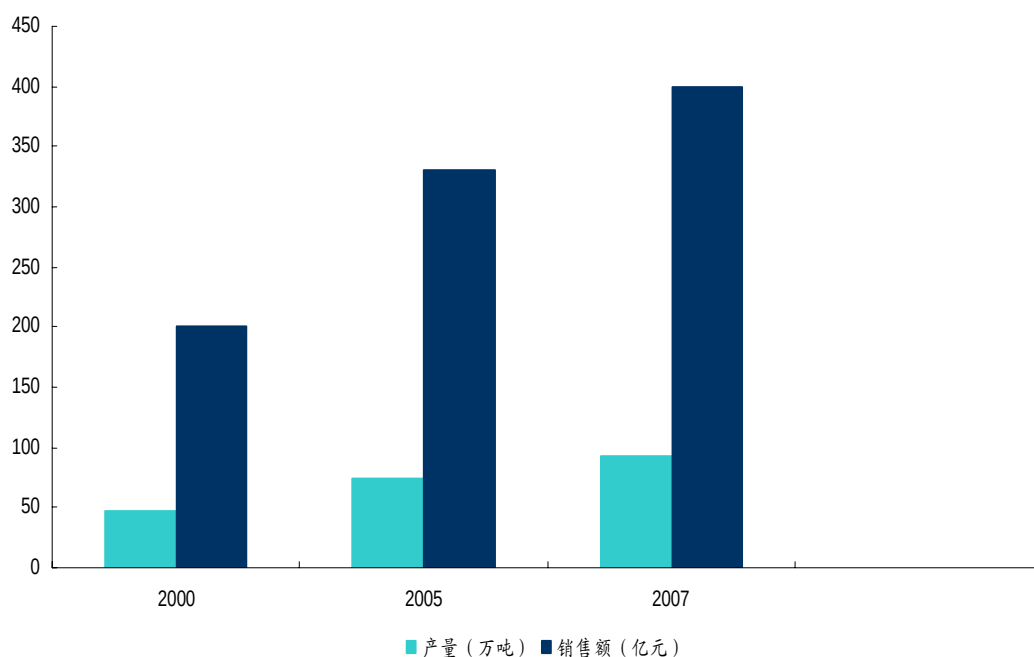
随着纺织印染产业中心从美国和西欧向东南亚和中国转移，中国将成为世界纺织印染助剂需求增速最快的市场，2000~2007 年间，国内印染助剂年均产量增速超过 10% 以上，远高于欧美等发达国家增速，2007 年，我国纺织印染助剂在出口量、出口额上同比保持 10% 左右增长，出口单价也保持 3.7% 的增长。国内印染助剂的产量和品种与国外相比较为落后，印染助剂产量与纤维产量之比，平均水平为 7：100，而工业发达国家为 15：100，我国仅为 4：100。在助剂品种方面，我国不到日本的 1/4，且仅及德国拜耳公司一家生产的助剂品种。国内印染助剂未来存在较大发展空间。

表1：世界上各地区或国家纺织助剂需求情况

地区或国家	年需求量/万吨			年增长率/(%)
	1991	2000	2005	
日本	9.44	9.57	10.00	0.40
北美	34.72	40.30	44.00	1.78
西欧	30.72	34.40	37.00	1.36
东南亚	58.03	82.95	102.00	5.05
其他	48.33	58.00	87.00	5.33
合计	181.24	225.40	280.00	3.63%

资料来源：长江证券研究部

图 1：国内印染助剂产量及销售额情况

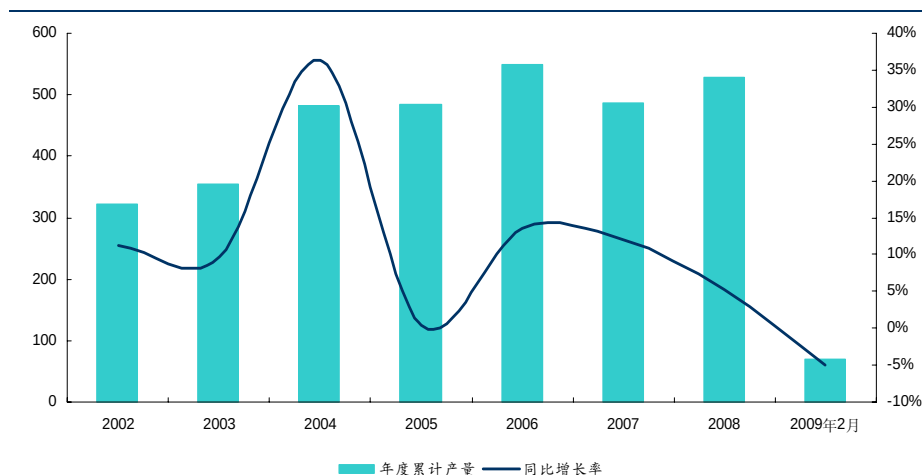


资料来源：长江证券研究部

● 下游印染行业放缓，不改国内印染助剂长期发展趋势

受人民币升值，劳动力成本上升、原材料上涨导致下游印染企业生产成本上升，同时受国际金融风暴的冲击，外需明显回落，下游纺织服装面临着巨大的经营压力，根据国家统计局公布的数据，从 2008 年下半年开始国内印染布产量增速逐步下滑，09 年 2 月国内印染布累计产量增速出现负增长，导致国内印染助剂需求增速受到较大影响。由于国内印染助剂企业较为分散（纺织助剂年收入超过 5 亿元的仅三家，超过 1 亿元的仅 9 家，其他小型企业有 2000 多家），未来纺织助剂行业的集中度也将逐步提高，行业竞争也将更为有序，强者更强；在国内纺织服装消费不断升级背景下，印染助剂也将得到更多发展，像传化股份等龙头企业不断研发新的印染助剂品种，产品结构线也将向高端延伸，抢占被国外高端品牌所垄断的利润丰厚的高档布料用助剂；由于印染助剂国际巨头（拜耳、巴斯夫、汽巴精化、克莱恩等）不再拥有成本优势，国际上相当印染助剂产能也将转移到国内，国内印染助剂产量也将迎来较快增长。

图 2：国内印染布年度累计产量及增速情况（单位：亿米）



资料来源：国家统计局 长江证券研究部

第二，国内印染助剂龙头经营稳健

传化股份公司创建于 1998 年，十多年以来公司一直致力于纺织印染助剂的研究、开发、生产和应用，现在成为国内纺织印染助剂研发、生产的龙头企业。公司于 2004 年 6 月成功上市，目前传化集团为公司控股股东，占公司股本总数 26.3%。2006 年 6 月公司三项募投资金项目达产（募投资金项目包括 2 万吨织物涂层剂、2.2 万吨织物整理剂、2 万吨染色助剂项目），2007 募投资金更改项目 2 万吨功能型整理剂技改项目投产，长期困扰公司的产能瓶颈及用地紧张问题得以很好解决。公司目前拥有 10 大产品系列约 500 多种产品，它们分别是：前处理剂、染色助剂、增白剂、后整理剂、功能整理剂、防水防油剂、皮革化学品、涂层整理剂、化纤油剂、活性染料等，公司研发实力雄厚，产品体系齐全，营销网络遍布全国。从大类上来看，公司目前印染助剂产能为 15~16 万吨，皮革化纤油剂产能为 4~5 万吨。印染助剂国内市场占有率大约为 8% 左右，未来有进一步增加可能。

表 2：公司主要产品类别及相关品种

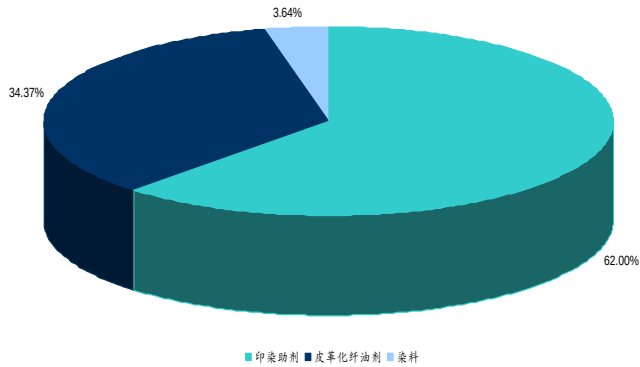
产品大类	类别名称	主要品种
印染助剂	前处理系列	特效去油灵、练染同浴净洗剂、设备清洁剂、特效去油纱剂、精练剂、渗透剂、酸碱量促进剂、针织精练剂、氧漂稳定剂、氧化退浆剂、螯合分散剂、皂洗剂、退浆酶
	后整理剂	亲水性柔软剂、亲水性氨基硅油织物整理剂、平滑柔软剂、起毛柔软剂、氨基硅油织物整理剂、氨基硅油乳液
	染色系列	高温匀染剂、匀染修色剂、抗凝聚匀染剂、抗皱剂、高效修补剂、消泡剂、分散剂
	增白系列	荧光增白剂、腈纶增白剂、耐酸荧光增白剂、棉麻荧光增白剂
	防水系列	氟系防水防油加工剂、棉用防水交联剂、氟系易去污剂
皮革化纤油剂	功能整理剂系列	增稠剂、水性涂层胶、阻燃剂、抗静电剂
	皮革加工剂系列	皮革防纹剂、渗透剂、固色剂、皮革涂饰剂、
染料	化纤油剂系列	涤纶油剂、丙纶油剂、锦纶油剂
		活性染料

资料来源：公司资料 长江证券研究部

从 2008 年中期报表来看，公司主营业务收入和利润主要来自于印染助剂、皮革化纤油剂和染料业务（2008 年中期报表未考虑收购的锦云染料业务），印染助剂和皮革化纤油剂占收入比例 62% 和 34.37%。由于皮革化纤油剂产品毛利率和成本转嫁能力较低，在主营业务毛利构成中，印染助剂和皮革化纤油剂分别占 76.74% 和 21.37%。2008 年上半年由于上游原材料处于高位，公司印染助剂毛利率较之前略有回落，目前，随着上游原材料价格不断回落，公司印染助

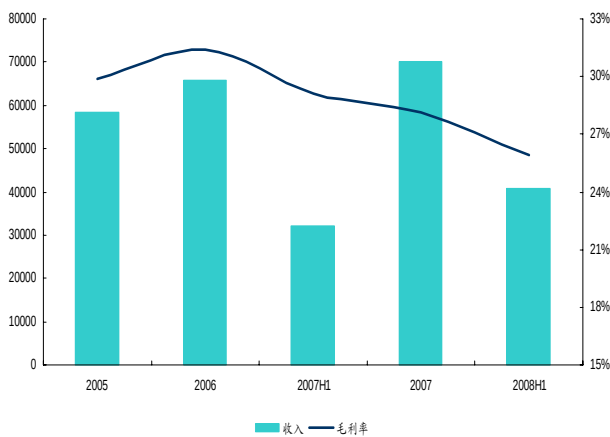
剂毛利率也有所回升。

图 3：2008 年中期公司主营业务收入构成



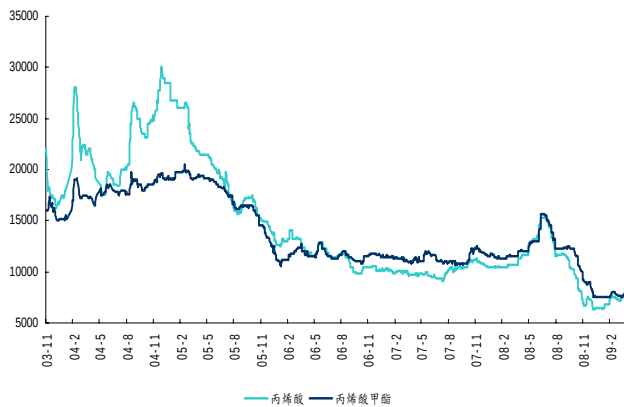
资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 5：近年来公司印染助剂收入和毛利率情况



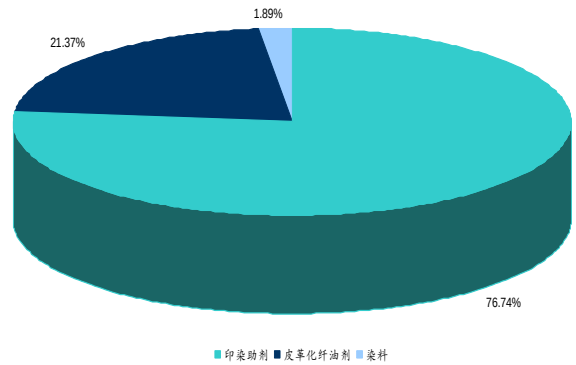
资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 7：公司原料丙烯酸及丙烯酸甲酯价格走势 (元/吨)



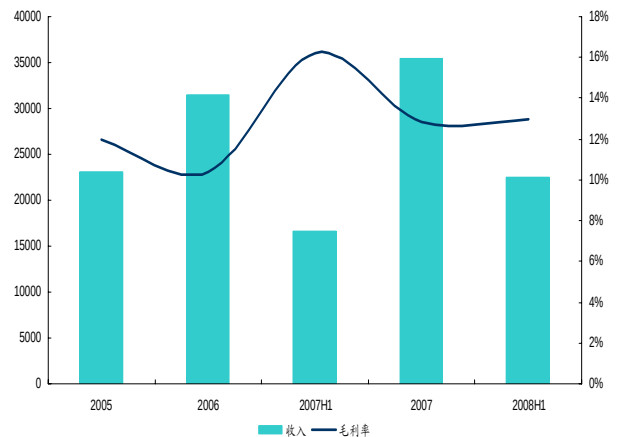
资料来源：化工在线 长江证券研究部

图 4：2008 年中期公司主营业务毛利构成



资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 6：近年来公司皮革化纤油剂收入和毛利情况



资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 8：公司原料 DMC (甲基环硅氧烷) 价格走势 (元/吨)



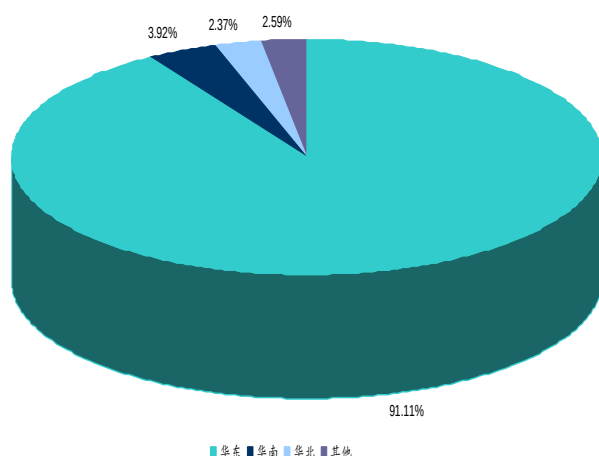
资料来源：化工在线 长江证券研究部

根据前期公司发布的业绩快报显示,2008年公司实现营业总收入达到187051.96万元,较去年同期增长19.91%,而营业利润却下滑22.82%,净利润也下滑19.29%,主要原因是2008年度,受国际金融危机影响,国内整个纺织印染行业发展处于近年来的低谷,在原材料价格大幅波动,出口增速大幅下滑等不利因素影响下,公司生产经营经受了严峻的考验。在此形势下,公司经营管理层提出“风险第一、利润第二、销量第三”的总体指导思想,在加大应收款风险管控力度的同时,积极占领市场,努力保持公司主营业务的稳定发展,从而实现营业收入与去年同期有所增长。净利润总额出现下滑主要原因是原材料价格大幅波动,公司利润空间被不断挤压,主营业务毛利率下降所致。

第三,牵手富华实业,印染助剂龙头积极向华南市场拓展

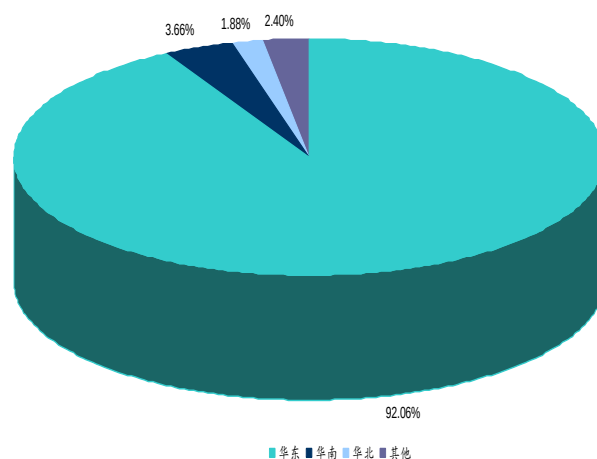
公司经过多年的发展,凭借地域优势,在华东地区一直拥有比较明显的竞争地位,根据公司2007年年报和2008年中报我们可以看出,华东地区销售收入占公司主营业务收入90%以上比例,但华南地区的产品销售,由于地域、文化、距离等因素的限制,一直未能取得更进一步的突破。为达到整合优势资源、迅速扩大公司纺织印染助剂产品的产业规模和完善产业链,提高公司在珠江三角洲及国内的市场竞争力及经营业绩,公司与富华实业于2008年3月18日在广东佛山签署《战略合作协议》,公司控股经营富华实业旗下的顺德富联(公司控股75%,主营业务为印染助剂),公司控股后的顺德富联收购富华实业旗下的高明富联和广州凯科股权。未来公司利用顺德富联平台逐步扩大在华南地区市场份额。受全球金融危机的影响,国内中小型印染助剂企业经营压力将不断加大,为公司未来横向收购不断扩张提供良好机遇。

图 9: 2007 年公司主营业务区域分布情况



资料来源:公司公告 长江证券研究部

图 10: 2008 年中期公司主营业务收入区域分布情况



资料来源:公司公告 长江证券研究部

第四,收购大股东染料资产,公司在国内率先实现染助一体化

● 染助一体化是行业发展趋势

纺织印染助剂除能增加纺织品附加值、提高纺织品档次和市场竞争力外,对染料产品的配套使用和推广应用还起着至关重要的作用。因此,国外大的生产染料的跨国公司均有配套纺织印染助剂生产,如巴斯夫、科莱恩、汽巴、拜耳等公司在世界纺织印染助剂市场上占有举足轻重的地位。况且相当多的染料应用对象与纺织印染助剂的应用对象是相同的,因此其销售网络资源可得到合理利用,其销售成本可得到降低。

国内染料与助剂企业大多分割,国内纺织印染助剂企业不生产染料,染料生产企业也基本不生产纺织印染助剂。从产业链的角度来看,染料和助剂应该是不可分割的,染料、助剂一体化的模式更适应下游印染企业对于个性化、专业化的要求。

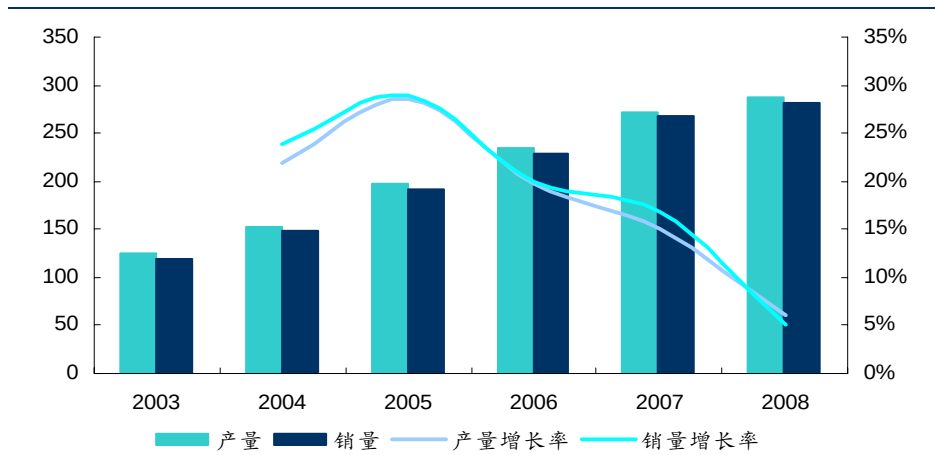
● 活性染料: 最为活跃和最具有发展前途的染料品种

活性染料又称为反应性染料,其分子中含有可以与纤维发生反应的活性基团。活性染料可用于多种纤维的染色,除用

于棉、麻、粘胶等纤维素的染色和印花外，还可用于羊毛、丝及棉纶纤维的染色，具有色泽鲜艳、性能优异、适用性强，其适合新纤维素产品的印染需要，自问世以来得到了迅速的发展，现已成为纤维素用染料之首，市场份额仅次于分散染料，活性染料已成为染料工业中最为活跃和最富有发展前景的染料品种之一。

从下游需求来看，自 2003 年以来，我国棉、麻布的产量稳步上升，年均增长率保持在 20% 左右的水平。未来随着生活水平的提高和环保意识的增强，人们对棉、麻等天然纤维的需求也将日益提高，预计未来棉、麻年增长率将仍保持 5%~10% 以上的水平。此外，目前国内高端活性染料还处于净进口状态，下游需求的旺盛和供给的不足，国内活性染料未来将迎来广阔发展空间。

图 11：国内近几年来棉布产量及增长率（单位：亿米）



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

● 收购大股东染料资产，国内率先实现染助一体化

公司在成功收购传化集团参股的锦鸡染料和锦云染料公司后，控股的活性染料产能在 3~3.5 万吨/年的水平，上市公司具有的活性染料权益产能为 1.5 万吨左右。锦鸡染料和锦云染料是国内生产活性染料的龙头企业，所生产的产品与公司的印染助剂产品客户群重合度较高。通过本次收购，可以更好地整合双方客户资源，在做深做细现有市场的基础上，进一步开拓市场，做大做强主营业务。同时“染助一体化”符合行业发展趋势，有利于完善提高公司的技术研发、销售、服务等各方面的水平，提升公司的整体竞争力。活性染料行业的快速发展也有利于提高公司整体盈利能力，符合全体股东的利益。

同时，大股东追加承诺表示，锦云染料 2008 年、2009 年、2010 年、2011 年的税后净利润分别可达到 4028 万元、4650 万元、5457 万元、4915 万元。传化集团认为此预测是建立在对锦云染料未来几年经营情况客观分析的基础上的，是可信和有保障的。除不可抗力之外，如果锦云染料 2008 年至 2011 年四年税后净利润达不到 4028 万元、4650 万元、5457 万元、4915 万元（总额 19050 万元，按持股比例，传化股份实际享有其中 45% 的权益，即 8,572.5 万元），不足部分将由传化集团按照传化股份实际享有的权益比例，每年以现金方式全额向传化股份补足。

第五，估值与盈利预测

我们预测 2009 年公司印染助剂和皮革化纤油剂这两块主营业务收入和毛利率维持在目前水平，2010 年、2011 年公司印染助剂和皮革化纤油剂主业有可能随着印染纺织行业从低谷开始逐步回暖。公司活性染料业务销量维持在 3.5 万吨左右，活性染料均价与目前市场价格相当，未来三年内染料业务每年贡献的 EPS 为接近 0.1 元或更高（大股东追加承诺），我们预测公司 2009 年、2010 年 EPS 分别为 0.414 元和 0.433 元；目前股价对应于公司 2009 年、2010 年、PE 分别为 19 和 18 左右；考虑到公司作为国内印染助剂行业龙头企业，产品结构不断完善，未来市场份额不断提升，尽管短期内，受全球经济危机影响，国内印染纺织行业陷入低谷影响公司短期业绩，但公司具有较强的抗风险能力，为良好的防御型品种，随着宏观经济回暖，公司业绩或将迎来较快增长。我们首次给予公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1077	1382	1417	1566	货币资金	167	138	142	157
营业成本	831	1104	1128	1250	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	245	278	289	315	应收账款	96	123	126	139
% 营业收入	22.8%	20.1%	20.4%	20.1%	存货	100	132	135	150
营业税金及附加	5	6	7	7	预付账款	13	18	18	20
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	58	75	77	85	流动资产合计	648	756	775	857
% 营业收入	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	61	79	81	89	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	11	6	5	8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	0.5%	0.3%	0.5%	固定资产合计	186	186	182	435
资产减值损失	2	2	0	1	无形资产	55	53	52	49
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	110	109	120	125	其他非流动资产	18	18	18	18
% 营业收入	10.2%	7.9%	8.5%	8.0%	资产总计	909	1014	1026	1359
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	203	198	118	342
利润总额	109	109	120	125	应付款项	58	75	77	85
% 营业收入	10.1%	7.9%	8.5%	8.0%	预收账款	12	14	14	16
所得税费用	22	16	18	19	应付职工薪酬	23	31	31	35
净利润	86	93	102	107	应交税费	7	6	6	6
归属于母公司所有者的净利润	82.7	78.7	84.0	87.8	其他流动负债	9	13	13	14
少数股东损益	4	14	18	19	流动负债合计	312	336	259	498
EPS (元/股)	0.41	0.39	0.41	0.43	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-44	38	145	127	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益收回现金	1	0	0	0	负债合计	312	336	259	499
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	574	641	712	787
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	22	36	54	73
固定资产投资	-110	-44	-44	-316	股东权益	597	678	767	860
其他	1	0	0	0	负债及股东权益	909	1014	1026	1359
投资活动现金流净额	-109	-44	-44	-316	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.408	0.388	0.414	0.433
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.68	4.11	4.57	5.05
银行贷款增加(减少)	203	-5	-80	225	PE	19.35	20.34	19.04	18.23
筹资成本	10	-18	-17	-21	PEG	9.59	10.08	9.44	9.03
其他	-70	0	0	0	PB	2.14	1.92	1.73	1.56
筹资活动现金流净额	143	-23	-97	204	EV/EBITDA	11.66	10.31	9.04	9.03
现金净流量	-9	-29	3	15	ROE	14.4%	12.3%	11.8%	11.2%
					EPS	0.408	0.388	0.414	0.433

分析师介绍

鄢祝兵，上海交通大学生物化学与分子生物学专业硕士，曾就职于上海市肿瘤研究所，从事高分子药物载体制备研究工作，现为长江证券行业公司研究部化工行业分析师，研究领域为化工新材料。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。