

公司名称(002010)

国内助剂龙头，逐步拓展华南地区市场

——传化股份（002010）调研简报

刘威

86-10-58362792

投资要点:

- **公司主营业务：印染助剂、染料、皮革化纤油剂** 公司于 2004 年 6 月在深圳证券交易所挂牌交易。公司的主营业务包括印染助剂、染料、皮革化纤油剂，08 年底销售收入占比分别为 42.64%、33.89%、23.48%。
- **印染助剂龙头，全年销量同比增长 5%** 印染助剂好转仍依赖于纺织行业的好转，最能体现行业景气的国内印染布的产量，09 年 1-5 月印染布累计产量增长 1.41%，下半年由于国内刺激政策逐步显现，以及需求旺季的到来，行业会好于上半年。公司目前印染助剂产能 15 万吨左右，为国内印染助剂龙头，预计全年助剂销量同比增长 5%左右。
- **印染助剂：价格下跌，盈利能力回升** 印染助剂竞争主要体现在产品技术服务上面，价格战比较少。助剂产品价格一直滞后于原料价格的变化，上半年公司助剂产品价格同比回落 20%左右，而主要原料同比均回落 30%以上，受此影响公司助剂产品毛利率提高至 30%左右。
- **皮革化纤油剂业务：** 公司目前皮革化纤油剂产能 5 万吨，皮革化纤油剂主要用于化纤的润滑，由于化纤好转，公司皮革化纤油剂销售情况较好，预计全年销量增加 10%左右，皮革化纤油剂价格变化主要依赖其原料白油，（原油里提取出来的），我们预计皮革化纤油剂价格同比回落 30%。
- **染助一体化是未来发展趋势** 08 年公司成功收购传化集团参股的锦鸡染料和锦云染料，控股的活性染料产能在 3~3.5 万吨，此次收购后公司将更好整合公司客户资源，染助一体化也是公司未来发展方向。
- **收购富华事业，拓展华南地区市场** 公司目前助剂市场主要集中于华东市场，08 年公司成功收购富华实业，此次收购将使公司逐步拓展华南地区市场，同时公司助剂产能增加 3 万吨，同时借助富华实业的市场也带动了公司染料产品的销售，预计全年将为公司增加销售额 1.6 亿元。
- 预计公司 09-10 年业绩 0.58、0.69 元，给予“买入”评级，目标价 12 元。

(百万元,元)	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	1077	1871	1725	2051	2215
EBITDA(百万元)	141	166	232	270	292
净利润	83	75	117	141	155
摊薄 EPS(元)	0.53	0.37	0.58	0.69	0.77
PE(X)	16.5	23.7	15.2	12.6	11.4
EV/EBITDA(X)	10.1	12.1	7.9	6.6	5.7
PB(X)	2.3	2.5	2.1	1.7	1.5
ROIC	12.05%	13.17%	19.39%	19.14%	17.55%
总资产周转率	1.41	1.81	1.62	1.91	1.75

评级:

买入

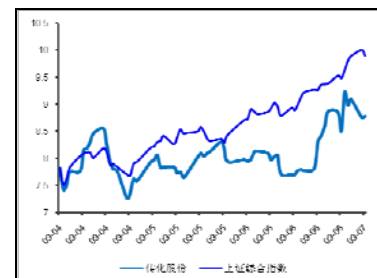
上次评级: 首次

目标价格: ¥12

上次预测: 首次

当前价格: ¥8.72

2009.07.07



公司简介

公司于 2004 年 6 月在深圳证券交易所挂牌交易。公司的主营业务包括印染助剂、染料、皮革化纤油剂

相关报告

三大表

资产负债表	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
货币资金	167	96	86	164	313	营业收入	1077	1871	1725	2051	2215
应收票据	270	262	242	288	311	营业成本	831	1538	1355	1612	1739
应收账款	96	231	213	253	273	营业税金及附加	5	5	5	13	14
预付款项	13	27	27	27	27	销售费用	58	92	85	92	100
其他应收款	1	18	17	20	21	管理费用	61	97	93	111	120
存货	100	170	149	178	192	财务费用	11	19	21	24	24
其他流动资产	0	0	0	0	1	资产减值损失	3	7	0	0	0
长期股权投资	0	18	18	18	18	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	186	234	123	110	100	投资收益	1	2	0	0	0
在建工程	16	7	24	32	36	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	2	1	1	1	1	营业利润	109	113	166	199	219
无形资产	55	80	78	76	74	营业外收支净额	0	1	0	0	0
长期待摊费用	0	1	0	-1	-2	税前利润	109	114	166	199	219
资产总计	909	1157	978	1166	1364	减: 所得税	22	15	22	26	28
短期借款	203	215	1	0	0	净利润	86	99	145	173	190
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	83	75	117	141	155
应付账款	58	99	86	103	111	少数股东损益	4	25	28	32	35
预收款项	12	17	17	17	17	基本每股收益	0.53	0.37	0.58	0.69	0.77
应付职工薪酬	23	44	44	44	44	稀释每股收益	0.53	0.37	0.58	0.69	0.77
应交税费	7	10	10	10	10	财务指标	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
其他应付款	9	73	73	73	73	成长性					
其他流动负债	0	2	2	2	2	营收增长率	10.1%	73.8%	-7.8%	18.9%	8.0%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-0.3%	13.8%	35.7%	18.9%	9.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	3.6%	-9.8%	56.4%	20.7%	10.2%
负债合计	312	463	236	251	259	盈利性					
股东权益合计	597	694	839	1011	1202	销售毛利率	22.8%	17.8%	21.5%	21.4%	21.5%
现金流量表	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	销售净利率	7.7%	4.0%	6.8%	6.9%	7.0%
净利润	86	99	145	173	190	ROE	13.9%	10.7%	13.9%	13.9%	12.9%
折旧与摊销	19	28	45	47	50	ROIC	12.05%	13.17%	19.39%	19.14%	17.55%
经营活动现金流	-44	32	265	143	213	估值倍数					
投资活动现金流	-109	-60	-40	-40	-40	PE	16.5	23.7	15.2	12.6	11.4
融资活动现金流	143	-2	-235	-25	-24	P/S	1.3	0.9	1.0	0.9	0.8
现金净变动	-9	-30	-10	78	149	P/B	2.3	2.5	2.1	1.7	1.5
期初现金余额	127	167	96	86	164	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	118	137	86	164	313	EV/EBITDA	10.1	12.1	7.9	6.6	5.7

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2782	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	石化研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2792
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2790	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2787
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137
宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼丰汇时代大厦 602 603

邮编 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn