

公司名称(002010)

受益于原料价格下跌

——传化股份（002010）中报点评

刘威

86-10-58362792

投资要点:

- 报告期内公司实现营业收入 8.5 亿元同比下降 13.42%，实现净利润 5379 万元，同比上涨 27.96%。
- 营业收入比上年同期下降 13.42%，主要原因是由于公司各类产品的原料价格与去年同期相比均有不同程度的下降，因而公司产品的价格也随之下调所致。
- 报告期内，公司的营业利润同比增长 18.83%，净利润同比增长 27.96%，基本符合预期，公司业绩大幅上涨主要原因是化工原料价格相比上年同期普遍下跌，导致生产成本同比下降，而公司产品降价相对滞后，并且公司内部加大对成本的管控，使主营业务毛利率有所提高。报告期内公司印染助剂、皮革化纤油剂、染料毛利率分别为 32.41%、14.98%、16.23%，分别同比增长 6.53、1.98、5.4 个百分点。
- 受益于纺织行业的好转，我国印染布产量同比增速已经由 09 年 1 月份的 -18.32% 增加到 6 月份的 8.97%。下半年，国内外经济企稳，以及国家的刺激政策，纺织行业仍将逐步好转，公司染料、助剂、化纤油剂产品均将明显受益于行业好转。
- 预计传化股份公司 09-10 年业绩 0.6、0.71 元，对应 09-10 年动态 PE 分别为 18.7、15.8 倍，给予“买入”评级。

评级:

买入

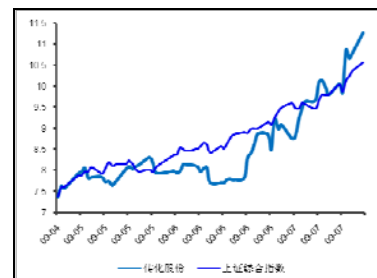
上次评级: 买入

目标价格: ¥17

上次预测: 12

当前价格: ¥11.19

2009.07.28



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

《国内助剂龙头，逐步拓展华南地区市场——传化股（002010）调研简报》

| (百万元,元)      | 2007A  | 2008E  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(百万元)    | 1077   | 1871   | 1661   | 2042   | 2307   |
| EBITDA(百万元)  | 141    | 166    | 245    | 284    | 325    |
| 净利润          | 83     | 75     | 121    | 143    | 171    |
| 摊薄 EPS(元)    | 0.53   | 0.37   | 0.60   | 0.71   | 0.85   |
| PE(X)        | 21.1   | 30.4   | 18.7   | 15.8   | 13.2   |
| EV/EBITDA(X) | 12.8   | 15.2   | 9.4    | 8.0    | 6.7    |
| PB(X)        | 2.9    | 3.3    | 2.7    | 2.2    | 1.9    |
| ROIC         | 12.05% | 13.17% | 19.49% | 19.04% | 18.46% |
| 总资产周转率       | 1.41   | 1.81   | 1.56   | 1.90   | 1.80   |

**2、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           | 110          | 174          | 308          | 营业收入        | 1077        | 1871         | 1661         | 2042         | 2307         |
| 应收票据         | 270         | 262          | 233          | 286          | 323          | 营业成本        | 831         | 1538         | 1284         | 1590         | 1788         |
| 应收账款         | 96          | 231          | 205          | 252          | 284          | 营业税金及附加     | 5           | 5            | 5            | 13           | 15           |
| 预付款项         | 13          | 27           | 27           | 27           | 27           | 销售费用        | 58          | 92           | 81           | 92           | 104          |
| 其他应收款        | 1           | 18           | 16           | 20           | 22           | 管理费用        | 61          | 97           | 90           | 110          | 125          |
| 存货           | 100         | 170          | 142          | 175          | 197          | 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            | 2            | 2            | 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          | 181          | 214          | 252          |
| 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          | 181          | 214          | 252          |
| 资产总计         | 909         | 1157         | 976          | 1171         | 1390         | 减：所得税       | 22          | 15           | 33           | 39           | 45           |
| 短期借款         | 203         | 215          | 0            | 0            | 0            | 净利润         | 86          | 99           | 148          | 175          | 206          |
| 应付票据         | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 归属于母公司的净利润  | 83          | 75           | 121          | 143          | 171          |
| 应付账款         | 58          | 99           | 82           | 101          | 114          | 少数股东损益      | 4           | 25           | 27           | 32           | 35           |
| 预收款项         | 12          | 17           | 17           | 17           | 17           | 基本每股收益      | 0.53        | 0.37         | 0.60         | 0.71         | 0.85         |
| 应付职工薪酬       | 23          | 44           | 44           | 44           | 44           | 稀释每股收益      | 0.53        | 0.37         | 0.60         | 0.71         | 0.85         |
| 应交税费         | 7           | 10           | 10           | 10           | 10           | <b>财务指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 其他应付款        | 9           | 73           | 73           | 73           | 73           | <b>成长性</b>  |             |              |              |              |              |
| 其他流动负债       | 0           | 2            | 2            | 2            | 2            | 营收增长率       | 10.1%       | 73.8%        | -11.2%       | 23.0%        | 13.0%        |
| 长期借款         | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | EBIT 增长率    | -0.3%       | 13.8%        | 45.2%        | 18.1%        | 16.6%        |
| 预计负债         | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 净利润增长率      | 3.6%        | -9.8%        | 62.6%        | 18.3%        | 19.5%        |
| 负债合计         | 312         | 463          | 230          | 250          | 262          | <b>盈利性</b>  |             |              |              |              |              |
| 股东权益合计       | 597         | 694          | 842          | 1018         | 1224         | 销售毛利率       | 22.8%       | 17.8%        | 22.7%        | 22.1%        | 22.5%        |
| <b>现金流量表</b> | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | 销售净利率       | 7.7%        | 4.0%         | 7.3%         | 7.0%         | 7.4%         |
| 净利润          | 86          | 99           | 148          | 175          | 206          | ROE         | 13.9%       | 10.7%        | 14.4%        | 14.1%        | 14.0%        |
| 折旧与摊销        | 19          | 28           | 45           | 47           | 50           | ROIC        | 12.05%      | 13.17%       | 19.49%       | 19.04%       | 18.46%       |
| 经营活动现金流      | -44         | 32           | 288          | 127          | 198          | <b>估值倍数</b> |             |              |              |              |              |
| 投资活动现金流      | -109        | -60          | -39          | -39          | -40          | PE          | 21.1        | 30.4         | 18.7         | 15.8         | 13.2         |
| 融资活动现金流      | 143         | -2           | -236         | -24          | -24          | P/S         | 1.6         | 1.2          | 1.4          | 1.1          | 1.0          |
| 现金净变动        | -9          | -30          | 13           | 64           | 134          | P/B         | 2.9         | 3.3          | 2.7          | 2.2          | 1.9          |
| 期初现金余额       | 127         | 167          | 96           | 110          | 174          | 股息收益率       | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 期末现金余额       | 118         | 137          | 110          | 174          | 308          | EV/EBITDA   | 12.8        | 15.2         | 9.4          | 8.0          | 6.7          |

#### 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 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

#### 渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：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、卖 出：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。

重点负责公司：烟台万华、华鲁恒升、扬农化工、诺普信、新安股份、建峰化工、鲁西化工、沧州大化、沧州明珠、盐湖钾肥、冠农股份、红太阳、红宝丽、三友化工、双环科技、山东海龙、蓝星新材、中国玻纤、传化股份、浙江龙盛等

### 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 2155-18

商业旅游行业研究  
陈慧  
+86 22 2845 1135

电力行业研究  
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 22 2845 1625

机械行业研究  
李强  
+86 22 2845 1705

石化行业研究  
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 1653

房地产行业研究  
周户  
+86 105836 2155-26

有色行业研究  
靳海明  
+86 105836 2155-25

汽车行业研究  
张立平  
+86 105836 2155-24

电子信息行业研究  
张晓亮  
+86 105836 2155-21

机械行业研究  
李新渠  
+86 105836 2155-22

股指期货与金融工程研究  
徐莉莉  
+86 22 2845 1659

建筑建材行业研究  
唐笑  
+86 105836 2155-27

金融工程与权证研究  
何翔  
+86 22 2845 1808

宏观策略研究  
黄锋  
+86 22 2845 1131

营销主管  
郭靖  
+86 22 2845 1879

转债与金融工程研究  
章辉  
+86 22 2845 1808

债券研究  
徐华  
+86 22 2845 1808

宏观策略研究  
周喜  
+86 22 2845 1972

#### 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 号楼东翼 0602

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)