

动态报告/公司快评

化工

化学制品

传化股份 (002010)

推荐

09 年中报点评

(维持评级)

2009 年 7 月 29 日

中报业绩超预期

分析师: 邱伟 qiuwei@guosen.com.cn 0755-82133263

分析师: 陆震 luzhen@guosen.com.cn 0755-82130532

事项:

传化股份公布 09 年中期报告。

评论:

■ 纺织化学品受益于下游纺织行业复苏, 行业龙头受益于经济放缓下的市场份额的集中

全球范围内的金融危机对于中国纺织服装在欧美的主要竞争对手巴西, 土耳其的冲击相对更大, 中国 4 次出口退税率连续上调累计 5% 的政策效果逐渐显现, 由于国内同档次产品单价仍然较竞争对手低 10-30%、纺织业振兴规划细则的出台等, 1H09 国内纺织企业出口形势有所好转, 复苏态势较为确定, 带动了上游纺织化学品行业需求的提升。由于纺织服装行业整个产业链实际可能影响大约 5000 万人就业, 预计未来国家可能将继续推动纺织服装行业的发展。由于前期已经打下的良好基础以及东南亚等其余新兴市场尚未能形成真正威胁 (原材料缺乏, 基础设施与员工素质相对较差), 预计未来中国纺织服装行业在全球供应链中的地位有望得到巩固。

在国内外宏观经济放缓的背景下, 纺织化学品行业马太效应明显: 国内印染助剂企业较为分散 (纺织助剂年销售收入超过 5 亿元包括传化股份在内仅三家, 超过 1 亿元的仅 9 家, 其他小型企业有 2000 多家), 而由于资金链断裂等原因, 纺织印染助剂行业中小企业纷纷倒闭, 订单向传化股份、德美化工等行业龙头集中趋势明显。

长期来看, 由于纺织行业的技术进步和消费升级, 中国纺织助剂行业发展速度明显高于世界水平。随着内需的不断扩大, 以及消费升级带来的单位纺织品消耗助剂量的增加, 中国纺织助剂行业未来几年有望保持 10% ~ 15% 左右的增长速度。

■ 1H09 公司业绩超预期

1H09 销售收入 8.50 亿元, 同比下降 13.42%, 主要原因在于销售价格下降 (油价下跌引起), 而销量增长约 6%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 5180 万元, 同比增长 64.01%; 毛利率 22.92%, 同比上升 2.12 个百分点, 主要原因在于产品价格降幅小于原材料降幅: 其中印染助剂同比增加 6.53 个百分点, 皮革化纤油剂同比增加 1.98 个百分点, 染料同比增加 5.40 个百分点。

公司目前主营业务收入和毛利主要来自于染料助剂、化纤油剂和染料业务: 印染助剂产能为 15~16 万吨, 皮革化纤油剂产能为 4~5 万吨, 活性染料权益产能为 1.5 万吨 (实际产能 3.5 万吨) 左右。公司发展目标定位于纺织化学品系统集成商, “染助一体化” 发展逐渐成型。

1H09 基本每股收益 0.27 元，同比增长 28.57%，超出我们之前预期。报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额约 1.25 亿元，同比增加约 1.19 亿元，主要原因是公司加大了应收账款的回收力度。

公司二季度业绩明显好转：2Q09 实现销售收入 4.67 亿元，同比增长 18.68%，环比增长 21.93%；毛利率 24.26%，同比上升 4.44 个百分点，环比上升 2.98 个百分点；净利润 4610 万元，同比增长 167.47%，环比增长 127.34%。

公司预计 09 年 1-3Q 归属于母公司所有者的净利润同比增长 30%—50%。

■ 上调公司盈利预测，维持公司“推荐”评级

公司未来业绩超预期的决定因素依然在于下游需求：染料 09 年初开始已经出现供不应求，而印染助剂经济复苏下的弹性较大。从公司过去的盈利波动情况来看，我们可以观察到，公司呈现出较为明显的季节性波动：一般四季度是公司销售收入与利润高峰，建议继续关注。

表 1：收入与利润指标季节性波动

年份	2007				2008				2009	
季度	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
销售收入(百万元)	214.5	276.5	285.8	299.8	268.3	393.6	340.1	868.9	383.1	467.1
净利润(百万元)	12.88	21.42	19.85	32.31	12.24	17.24	13.89	55.93	20.28	46.10
毛利率(%)	25.09	24.36	24.24	18.23	22.25	19.82	19.43	14.85	21.28	24.26
净利率(%)	6.01	7.75	6.95	10.78	4.56	4.38	4.09	6.44	5.29	9.87

资料来源：国信证券经济研究所

目前下游纺织行业明显处于复苏周期内，公司业绩向好趋势明确。**上调公司 09—11 年 EPS0.60、0.71、0.84 元分别至 0.67、0.76、0.89 元，维持公司“推荐”评级。**我们预计到 09 年底，公司原先计提的应收帐款坏帐准备可能将冲回约 1000 万元。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

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。

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。