

原材料/化学产品

2009 年 10 月 14 日



公司研究

公司投资价值分析

投资评级：短期-强烈推荐，长期-A

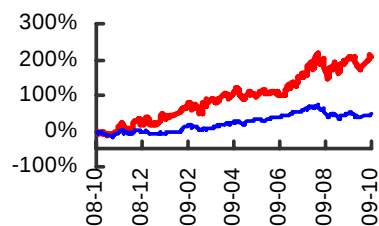
国内唯一的“染助一体化”龙头企业

——传化股份（002010）投资价值分析报告

核心观点：

- 我国纺织工业的快速发展为纺织用化学品行业的发展提供了坚实的基础，我国将成为世界纺织化学品需求增速最快的市场。
- 作为全球纺织第一大国，我国印染助剂产量仅占全球的 10%，与发达国家 15%和全球平均 7%的水平相比差距不小。全球印染助剂市场年销售额 160 亿美元以上，国内印染助剂企业年销售额仅 200 亿元。随着我国纺织品的新颖化、高档化和功能化，我国印染助剂行业发展空间广阔。
- 09 年下半年以来，国际纺织品服装市场逐步回暖，对物美价廉的中国纺织品的需求明显增加，我国纺织品服装出口出现了明显的回升，纺织品出口已逐步回升至金融危机前的水平。纺织品出口的回暖为纺织化学品行业的发展提供了良好的市场环境。
- 公司是我国纺织化学品行业的龙头企业之一，目前拥有 10 大产品系列约 200-300 个品种的产品，印染助剂产能为 15~16 万吨，皮革化纤染料产能为 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。收购大股东传化集团所属染料资产后，控制活性染料产能 3.5 万吨，显示公司在“染助一体化”方面已取得重大的进展，公司为客户提供“一站式”服务的能力也得到增强，使公司在业内的综合竞争实力得到进一步的提升，行业龙头地位也更加巩固。公司即将实施的增发将增强公司的盈利能力和抗风险能力，也将使公司的“染助一体化”优势进一步凸显。
- 风险因素：国际金融危机进一步恶化、贸易保护主义泛滥因素等。
- 根据我们的预测模型，不考虑公司增发摊薄因素（如果以增发 5,000 万股计算，公司业绩摊薄约 25%），公司 09、10、11 年的每股收益分别为 0.64 元、0.71 元和 0.80 元。以 10 月 13 日的收盘价 12.01 元计算，09、10 年的动态市盈率分别为 18.63 倍和 16.97 倍。
- 考虑到公司的行业地位、较强的抗风险能力等因素，我们认为公司的合理市盈率在 25-30 倍之间，结合公司 2010 年预测每股收益 0.71 元计算，公司 12 个月的合理股价应在 17.75 元—21.30 元之间。如果考虑到公司增发将摊薄 10 年每股收益约 25%的因素，则公司 12 个月的合理股价应在 13.31 元—15.98 元之间，中值为 14.64 元，距 9 月 13 日的收盘价 12.01 元仍有约 22%的上涨空间，因此，我们维持公司**短期强烈推荐，长期 A**的投资评级。

股价走势：



— 传化股份 — 上证综合指数

相关报告：

《传化股份：“染助一体化”进一步强化公司竞争优势》，强烈推荐，20090929；

研究员：徐文峰

电话：010—84183312

E-mail: xuwenfeng@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

目录

1、迅速发展的纺织用化学品行业	3
2、我国纺织化学品行业仍有巨大的成长空间	4
3、我国纺织行业出口已逐步回升至金融危机前水平	4
4、纺织印染助剂行业的特点	6
5、纺织印染助剂行业的发展现状	7
4、公司概况	8
4.1、公司沿革及股权结构	8
4.2、国内纺织化学品的龙头企业之一	9
5、公司主营业务分析	10
5.1、前处理剂是公司的优势领域	10
5.2、收购染料资产不仅增强公司盈利能力，更推进了公司的“染助一体化”进程	11
5.3、牵手富华实业，印染助剂龙头积极向华南市场拓展	12
5.4、增发项目将进一步推动公司做大做强，“染助一体化”龙头优势进一步凸显	13
6、风险因素分析	13
7、业绩预测	13
8、估值与投资建议	14

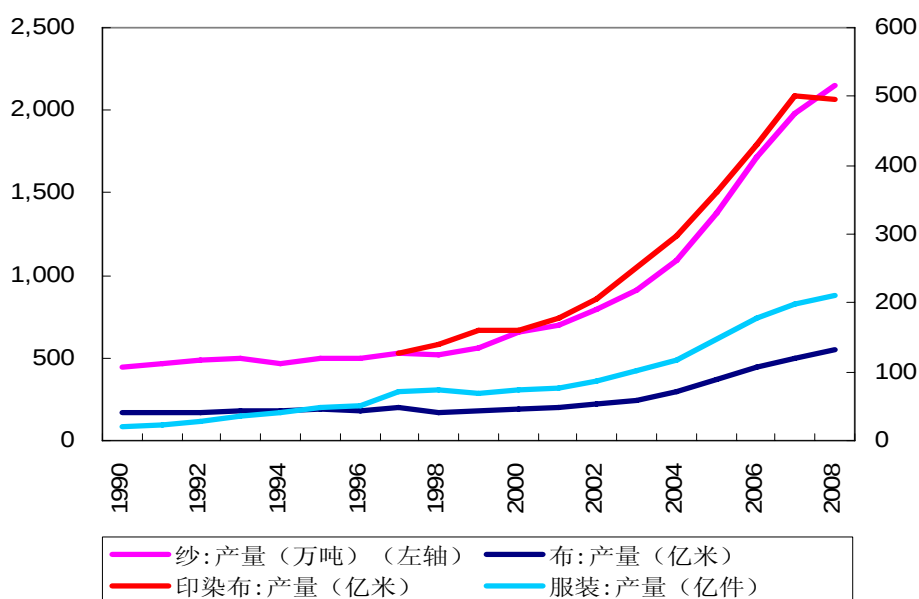
图表目录

图 1、我国主要纺织品产量增长情况	3
图 2、我国服装及衣着附件出口金额变化情况	5
图 3、中国柯桥纺织指数——外贸价格指数	5
图 4、中国柯桥纺织指数变化情况	5
图 5、公司股权结构及业务分布情况	8
图 6、印染工艺流程图及所需助剂	10
图 7、公司历年分产品业务收入（百万元）	10
图 8、2008 年公司主营业务收入构成（%）	11
图 9、2008 年公司主营利润收入构成（%）	11
图 10、公司主营业务收入分地区构成情况	12
表 1、公司主要产品类别及相关品种	9
表 2、非公开增发募集资金项目预计盈利状况	13
表 3、利润预测表	14
表 4 可比公司市盈率比较	15

1、迅速发展的纺织用化学品行业

据统计，全国印染布总产量从 2006 年 452.61 亿米增加至 2008 年 494.34 亿米，增加 9.22%；其中名列前茅的浙江省从 226.61 亿米增加至 276.65 亿米，增加 22.08%。印染布工业总产值从 11,960 亿元增加到 16,586 亿元，增加 38.68%。我国纺织工业的快速发展为防止用化学品行业的发展提供了坚实的基础

图 1、我国主要纺织品产量增长情况



资料来源：公司公告

近年来，我国纺织化学品的产量每年以超过 10% 的速度递增，品种已达到 1500 多个，呈现出强劲的发展势头。纺织化学品在纺织加工工业中得到了较为广泛地、系统地 and 深入地应用，其在提高纺织产品质量，改善加工效果，降低劳动生产成本，赋予产品高附加值等方面均发挥着非常重要的作用。

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化学品需求增速最快的市场。目前，国内纺织化学品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的国际平均水平为 7：100，工业发达国家为 15：100，而我国仅为 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。随着新的纺织纤维和新的印染与整理技术不断开发，将促进新的纺织化学品

市场需求，我国纺织用化学品行业正面临着良好的发展机遇，并以超越纺织品产量的速度快速增长。

2、我国纺织化学品行业仍有巨大的成长空间

印染助剂用于改善纺织印染品质，提高纺织品附加值，处于化工和印染的边缘，是典型的精细化工行业。作为全球纺织第一大国，我国染料产量已占全球总产量的 60%，但印染助剂产量仅占全球的 10%，与发达国家 15%和全球平均 7%的水平相比差距不小。全球印染助剂市场年销售额 160 亿美元以上，国内印染助剂企业年销售额仅 200 亿元。随着我国纺织品的新颖化、高档化和功能化，我国印染助剂行业发展空间广阔。

由于科技发展水平等因素的制约，我国印染助剂的消耗水平一直较低。按加工 100 公斤纤维需消耗助剂的数量计算，国际上发达国家的消耗水平为 15 公斤，世界平均水平为 7 公斤，而我国还只有 3.7 公斤。纺织印染助剂的发展与纺织工业紧密关联，“十五”期间我国的纺织工业以平均 3.3%的速度增长，2005 年纺织纤维的产量达到 1500 多万吨。按 3.7 公斤的助剂消耗量计算，助剂消耗量达到了 50 多万吨，如果达到世界平均助剂用量水平，则需 100 多万吨。

随着人民生活水平的提高，对纺织品新的性能要求不断出现，新纺织纤维和新的印染与整理技术不断开发，必将产生新的纺织印染助剂市场需求，我国纺织印染助剂行业面临着良好的发展机遇。

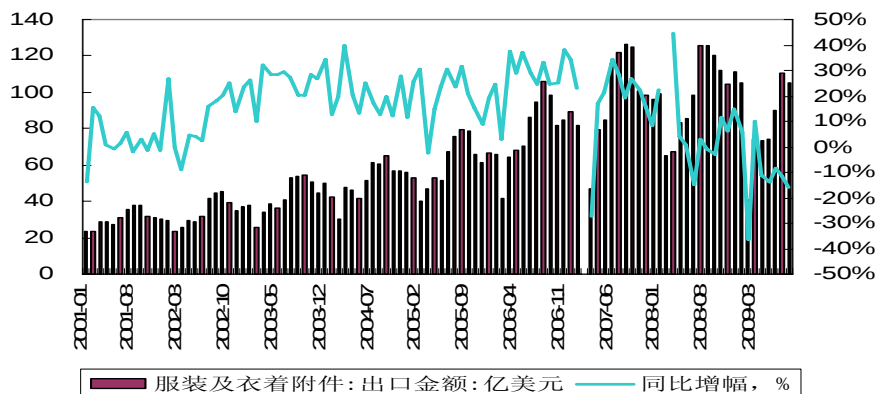
3、我国纺织行业出口已逐步回升至金融危机前水平

受国际金融危机冲击的影响，我国纺织行业出口在 09 年上半年出现明显下降。但是，由于服装需求的刚性逐步显现，以及“土豆效应”（“土豆效应”又称“土豆悖论”，是指在经济不景气时期，消费者舍弃高端产品而转向中低端产品，并导致对后者的需求上升，进而推高低成本产品的销售。）的影响，进入 09 年下半年后，国际纺织品服装市场逐步回暖，对物美价廉的中国纺织品的需求明显增加，我国纺织品服装出口出现了明显的回升，出口金额已逐步回升至金融危机前的水平，考虑到出口价格同比偏低的因素，可以认为出口数量已经回升到 07 年水平。

结合中国柯桥纺织品指数分析，截止到 9 月份，外贸价格指数已由 4 月份的低点 67.78 回升至 85.83，已接近 07 年 12 月份的低点 89.76，而总景气指数、总市场景气指数和总生产景气指数均已创出 07 年以来的高点，显示我国的纺织行业的景气度正在全面提高。而纺织行业的全面回暖将拉动对于纺织化学品的需

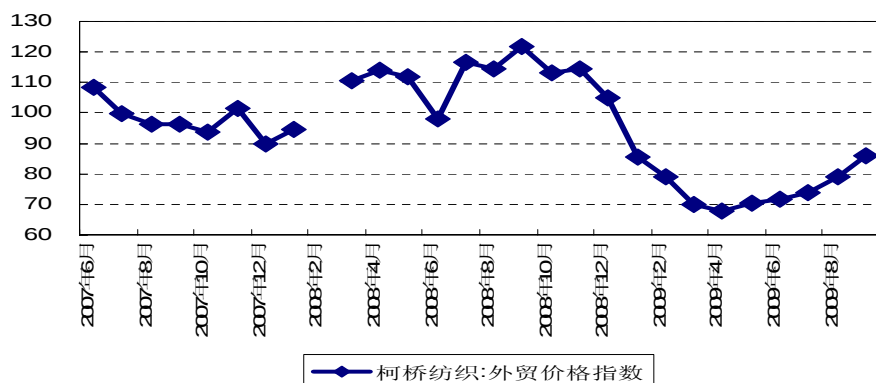
求。

图 2、我国服装及衣着附件出口金额变化情况



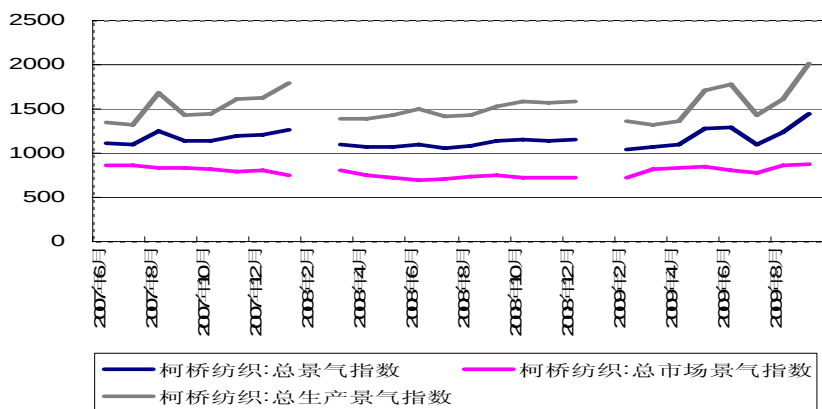
资料来源：公司公告

图 3、中国柯桥纺织指数——外贸价格指数



资料来源：公司公告

图 4、中国柯桥纺织指数变化情况



资料来源：公司公告

4、纺织印染助剂行业的特点

纺织印染助剂制造属精细化学工业，产品主要用于纺织印染行业，作为纺织印染的添加剂，可改善纺织印染品质，提高纺织品附加值。纺织印染助剂的使用，是精细化工产品应用技术在纺织印染行业的应用技术，属于化工和印染的边缘科学，其在生产特性、经济特性和商业特性方面具有以下特点：

1、生产特性

(1) 固定资产投资少，设备通用性强

精细化工行业的显著特点是机器设备投资规模比较小。据统计，精细化工生产企业的机器设备投资仅占以石油化工为主的重化工企业机器设备投资平均指数的 0.3-0.5。作为精细化工中的纺织印染助剂行业由于其特有的工艺技术要求，采用合成技术较少，复配技术较多，因此，在固定资产和设备投资上往往更少。

(2) 小批量、多品种、复配型技术应用广泛

纺织印染助剂产品的专用性强，效能高，作为纺织印染的添加改性产品，其用量不大，而且更新换代较快，因此生产批量较小，一般年产几吨至几百吨，少的仅有几百公斤。但是，纺织印染助剂的品种、牌号很多，全球大约有 15000 余种不同的印染助剂产品，我国目前能够生产大约有 1500 余种。为了满足各种应用对象的特殊要求大量采用复配技术。

(3) 生产工艺多样，对技术应变要求高

纺织印染助剂产品由于品种多，因此生产工艺复杂多样，单元反应多，中间过程需严格控制，对产品特性要求高。从原料到商品，其中涉及到多领域、多学科的理论知识和专业技能，包括：多步合成、分析测试、性能筛选、复配技术、剂型研制、商品化加工应用开发和技术服务，甚至还包括计算机信息处理等现代技术。同时，由于纺织面料的流行趋势变化快，纺织印染企业为适应这种快速的变化，对纺织印染助剂产品的改性就会提出更高要求，因此，这就要求纺织印染助剂生产企业有足够快的技术应变能力，推出适合面料要求的产品。

(4) 采用间歇式多功能生产装置，对试验和检测设备要求较高

纺织印染助剂产品生产多数为液相反应，设备通用性大，特殊及专用设备要求比较少。为适应小批量、多品种、更新快的生产特点，通常采用灵活性较大的间歇式多功能生产装置并按反应单元来组织反应设备。但是，为了保证产品的特性和产品的稳定性，往往需要较高级的试验和检测设备。

2、经济特性

(1) 投资效率高，投资回收期短

纺织印染助剂行业设备投资规模小，通用设备多，因此返本期短，一般投产五年即可收回全部设备投资。

（2）产品附加价值率高，利润率较高

纺织助剂行业采用的原材料多为普通石油化工产品，特殊原料比较少，因此原料采购成本容易控制。同时，随着加工深度的加深，利润率较高。从国际上看，世界 100 家大型化工公司的销售利润率的统计结果也表明：高利润率的企业前 10 家，均为精细化工公司。

3、商业特性

（1）技术品种复杂，工艺条件要求高

纺织印染助剂产品多数是复配型的，配方与加工技术以及工艺条件带有很高的保密性。配方仅为公司极少数人掌握，严格控制，排斥他人，以保证独家经营，独占市场，不断扩大生产销售额，获取更多的利润。

（2）以市场需求定产品，对最终产品流行趋势的调研和预测要求高

纺织印染助剂产品的市场寿命不仅取决于它的质量和性能，而且还取决于它对市场需求变化的适应性。因此，经常做好市场调研和预测，不断研究消费者的心理需求，不断了解作为最终产品的纺织面料的流行趋势成为企业的新课题。不断调查国内外同行的新动向，不断改进自己的产品特性，做到知己知彼，才能在同行强手面前赢得市场竞争的胜利。

（3）对技术服务和技术支持要求高

纺织印染助剂属于开发经营型工业，在大力搞好新产品、新技术开发的同时，还需要花更大的力量去研究产品的应用技术和提供全面的技术服务和技术支持。世界工业发达国家，对此十分重视，他们的技术开发、经营管理和产品销售(包括技术服务)人员比例大体为 2:1:3，并且抽调业务素质好，最有实践经验的人，担任销售和技术服务工作，把销售过程中得到的信息，及时反馈到计划和生产部门，以便修订计划，调整生产，确保产品的畅销，提高企业的竞争能力。

5、纺织印染助剂行业的发展现状

纺织化学品行业主要分为染料行业和纺织印染助剂行业，纺织化学品行业的发展与纺织工业紧密关联，近年来，纺织印染助剂行业已由从过去的粗放型、劳动密集型产业逐步转变成集约型、资本密集型产业，对纺织工业的发展具有巨大的促进作用。

（1）国际纺织印染助剂行业及竞争

目前，世界纺织印染助剂共计有近 100 个门类，1.5 万个品种。主要的大型纺织助剂生产企业大多数集中在西欧和日本，其中西欧的主要供应商有巴斯夫、拜耳、科莱恩、汽巴精化等公司。由于近年世界纺织产业从传统的生产中心美国和西欧等向东南亚地区转移，东南亚地区对纺织印染助剂的需求量增长很快，到

20 世纪 90 年代末该地区纺织助剂的需求量已经超过了北美、西欧和日本的总和，居世界第一。

西欧和日本的纺织印染助剂由于品种多、质量好、服务全等因素，在东南亚纺织助剂市场上占有很大的市场份额，具有很强的竞争力。

(2)国内纺织印染助剂行业及竞争

近年来我国纺织印染助剂行业取得了长足的进步，20 世纪 70 年代纺织助剂的年消耗还只有数千吨，到 90 年代中后期消耗量已达到 24~25 万吨/年，其中国产助剂超过 21.5 万吨，进口助剂约 2.2 万吨，国产助剂的自给率达到了 90%。

我国纺织助剂从 20 世纪 70 年代初开始出口，随着国际市场的不断开拓，我国纺织助剂的出口量增长较快，90 年代中后期年均出口量为 2 万吨左右，目前出口量占纺织助剂年产量的 8%~10%左右，出口的主要地区是东南亚各国，出口的品种主要是保险粉、雕白块等。

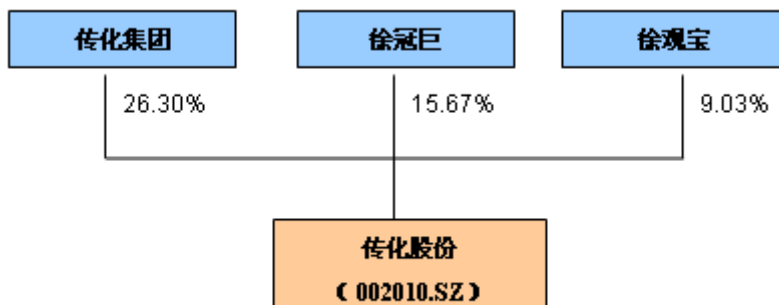
我国生产的纺织助剂品种共有 29 个门类 1,500 个品种，其中主要品种约 200 个；生产企业以民营企业居多，合资和独资企业占 8%~10%，主要集中在浙江、江苏、广东、上海、山东、福建一带，其中浙江、江苏、广东发展最快。国内助剂企业年产值超亿元的并不多，大多数企业产值在 5,000 万元以下。

4、公司概况

4.1、公司沿革及股权结构

公司由徐传华、徐冠巨、徐观宝父子三人发起设立，于 2004 年 6 月在深圳证券交易所中小企业板上市。2006 年 8 月，徐氏父子以各自持有的传化股份股份向传化集团增资，传化集团将成为公司的第一大股东。

图 5、公司股权结构及业务分布情况



资料来源：公司公告

4.2、国内纺织化学品的龙头企业之一

公司是国家火炬计划重点高新技术企业，十多年来一直致力于纺织印染助剂的研究、开发、生产和应用，现已成为国内纺织印染助剂研发、生产的龙头企业之一，研发实力雄厚、产品体系齐全、拥有 21 个销售分公司，营销网络遍布全国。

公司目前拥有 10 大产品系列约 200-300 个品种的产品，分别属于前处理剂、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，尤其是在前处理剂方面，领先于国内同行业。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。

公司在 2008 年完成了对大股东传化集团所属染料企业泰兴锦鸡 45%股权及泰兴锦云 20.45% 股权的收购，控制活性染料产能 3.5 万吨，权益产能 1.5 万吨，显示公司在“染助一体化”方面已取得重大的进展，公司为客户提供“一站式”服务的能力也得到增强，使公司在业内的综合竞争实力得到进一步的提升，行业龙头地位也更加巩固。

表1、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
		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
		后整理剂
	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
	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	皮革防绞剂、渗透剂、固色剂、皮革涂饰剂、
化纤油剂系列		涤纶油剂、丙纶油剂、锦纶油剂
染料		活性染料

资料来源：国都证券研究所

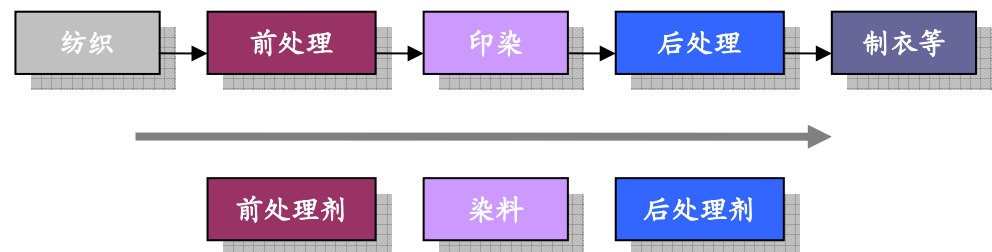
5、公司主营业务分析

5.1、前处理剂是公司的优势领域

印染助剂包括前处理剂、染色助剂、后处理剂等等。公司的优势在前处理剂。该行业小企业众多，全国有 2000 多家公司，但是营业收入超亿元的只有 9 家，超过 5 亿元的包括公司在内仅有三家。公司在行业内处于龙头地位。

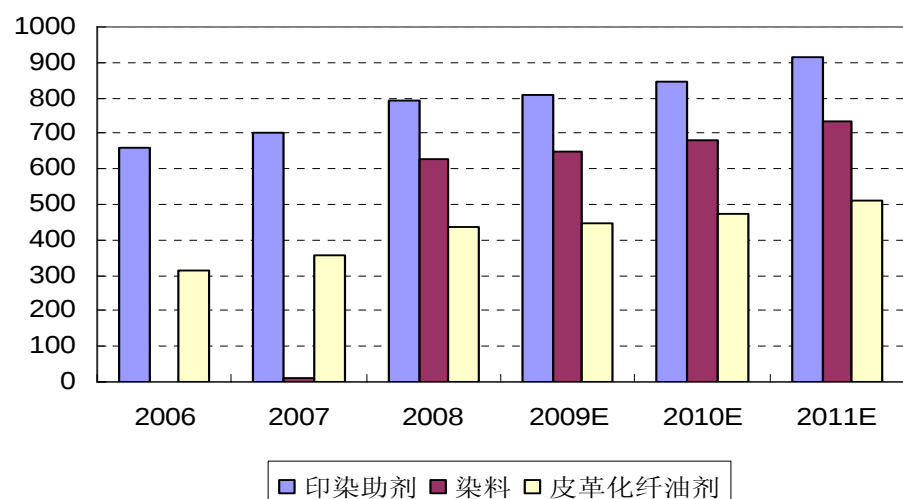
在金融危机中，多数中小企业受冲击明显，行业产能向行业中拥有资金、技术和销售渠道优势的龙头企业集中的趋势强化，“马太效应”逐步显现。公司作为行业的龙头企业将明显受益。

图 6、印染工艺流程图及所需助剂



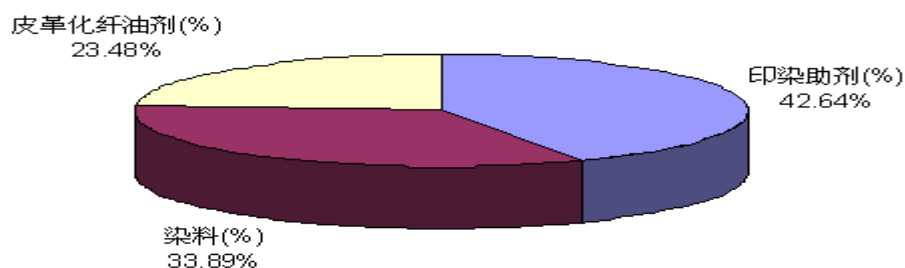
资料来源：国都证券研究所

图 7、公司历年分产品业务收入（百万元）



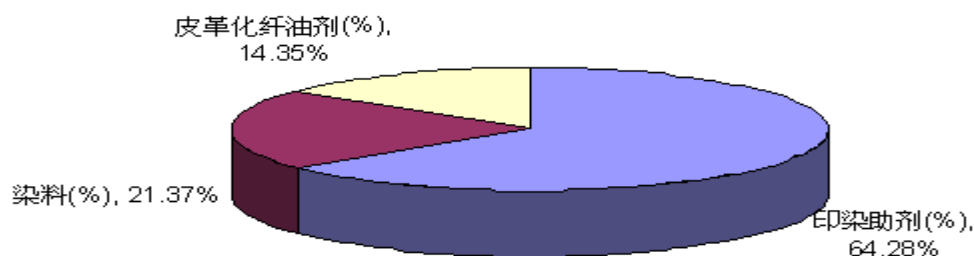
资料来源：公司公告

图 8、2008 年公司主营业务收入构成（%）



资料来源：公司公告

图 9、2008 年公司主营利润收入构成（%）



资料来源：公司公告

5.2、收购染料资产不仅增强公司盈利能力，更推进了公司的“染助一体化”进程

由于企业规模和研发能力的制约，国内印染助剂和染料生产往往处于各自为战的状态之下。由于印染助剂和染料往往面对相同的用户，实现“染助一体化”不仅将大大降低销售成本，而且，将增强为客户提供一站式服务的能力，进一步增强公司的综合竞争实力。

为此，公司在 2008 年完成了对大股东传化集团所属活性染料龙头企业锦鸡染料 45%股权及锦云染料 20.45% 股权的收购，控制活性染料产能 3.5 万吨，权益产能 1.5 万吨。随着公司的技改，公司的活性染料产能有望提升至 4 万吨左右，龙头地位也将更趋巩固。

为保证收购资产的盈利能力，大股东承诺，如果锦云染料 2008 年、2009 年、

2010 年和 2011 年这 4 年的税后净利润分别达不到 4028 万元、4650 万元、5457 万元和 4915 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。上述 4 年净利润为总额 19050 万元，按持股比例计算，传化股份实际享有其中 45% 的权益，即 8572.5 万元。

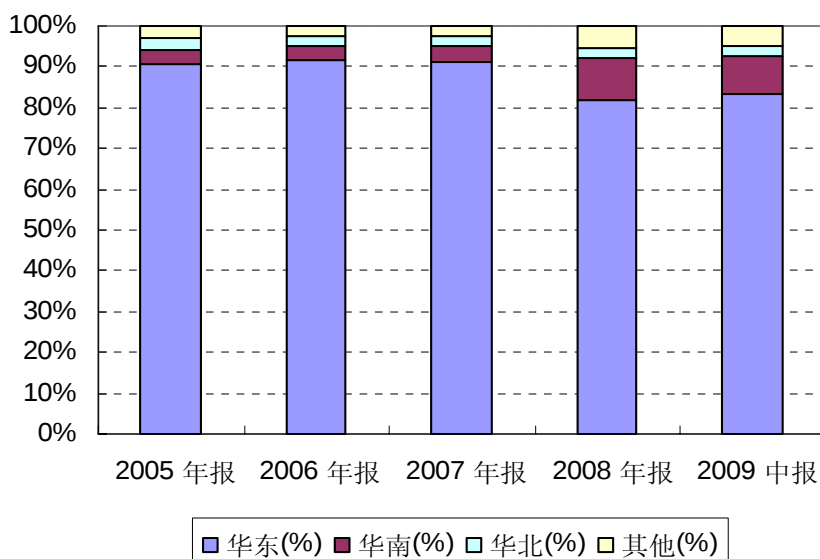
公司对锦鸡染料和锦云染料股权收购的完成，标志着公司在“染助一体化”方面已取得重大的进展，公司为客户提供“一站式”服务的能力也得到增强，使公司在业内的综合竞争实力得到进一步的提升，行业龙头地位也更加巩固。

5.3、牵手富华实业，印染助剂龙头积极向华南市场拓展

长期以来，公司在华东地区一直拥有明显的竞争优势，公司的销售收入 90% 以上来自于华东地区，对于其他地区市场的开拓力度有限。

08 年 3 月，公司与富华实业在广东佛山签署《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，公司利用顺德富联平台，为逐步扩大在华南地区市场份额奠定了良好的基础。08 年，该公司实现销售收入约 1.5 亿元，开局良好。

图 10、公司主营业务收入分地区构成情况



资料来源：国都证券研究所

5.4、增发项目将进一步推动公司做大做强，“染助一体化”龙头优势进一步凸显

近期，公司发布的非公开增发预案，公司将通过增发募集资金约 5 亿元用于“年产 17 万吨纺织有机硅、有机氟及专用精细化学品项目一期工程”——年产有机硅柔软剂 3 万吨、化纤油剂 5 万吨，将使公司在纺织后处理剂方面的实力得到大大加强，公司在化纤油剂方面的龙头地位更加巩固，将使公司在实施“染助一体化”战略、向国内最优秀、全球有影响力的纺织化学品系统集成商的方向上大幅迈进，同时公司的盈利能力和业绩的稳定性也将获得增强。

表2、非公开增发募集资金项目预计盈利状况

序号	名称	分类	规模（吨/年）	价格（元/吨）	销售收入（万元）
1		本体聚合型柔软剂	18,000	10,000	18,000
	有机硅柔软剂	乳液聚合型柔软剂	7,500	9,000	6,750
		嵌段聚合型柔软剂	4,500	11,000	4,950
2		DTY 油剂	35,000	8,500	29,750
	化纤油剂	FDY 油剂	10,000	17,000	17,000
		短纤油剂	5,000	15,000	7,500
	合计		80,000		83,950

资料来源：国都证券研究所

6、风险因素分析

国际金融危机进一步恶化

由于公司对于国际市场的依赖度较高，如果国际金融危机进一步恶化，将可能导致对于公司产品需求的大幅降低。

贸易保护主义泛滥因素

由于我国纺织品行业对于国外市场具有较高的依存度，如果贸易保护主义泛滥，我国纺织品出口受阻，对于公司产品的需求将产生严重的影响。

7、业绩预测

根据我们的预测模型，不考虑公司增发摊薄因素（如果以增发 5,000 万股计算，公司业绩摊薄约 25%），公司 09、10、11 年的每股收益分别为 0.64 元、0.71 元和 0.80 元。以 10 月 13 日的收盘价 12.01 元计算，09、10 年的动态市盈率分别为 18.63 倍和 16.97 倍。

表3、利润预测表

单位: 百万元	2,007	2,008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1,076.51	1,870.88	1,920.74	2,103.76	2,314.14
增长率	10.14%	73.79%	2.67%	9.53%	10.00%
营业收入	1,076.51	1,870.88	1,920.74	2,103.76	2,314.14
二、营业总成本	968.90	1,758.95	1,710.99	1,873.42	2,052.85
营业成本	831.44	1,538.04	1,484.73	1,625.60	1,780.25
营业税金及附加	5.03	5.38	5.38	5.89	6.48
营业税金及附加	0.47%	0.29%	0.28%	0.28%	0.28%
销售费用	57.95	92.15	96.04	105.19	115.71
管理费用	60.88	97.34	105.64	115.71	127.28
财务费用	11.05	18.65	19.21	21.04	23.14
资产减值损失	2.54	7.38	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.21	1.50	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	108.82	113.44	209.75	230.34	261.28
加: 营业外收支净额	(0.02)	0.86	1.00	1.00	1.00
加: 营业外收入	6.41	5.45			
减: 营业外支出	6.43	4.59			
五、利润总额	108.80	114.29	210.75	231.34	262.28
减: 所得税	22.34	14.99	31.61	34.70	39.34
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	86.47	99.30	179.14	196.64	222.94
减: 少数股东损益	3.80	24.71	48.37	53.09	60.19
归属于母公司所有者的净利润	82.67	74.58	130.77	143.55	162.75
七、每股收益:	0.41	0.37	0.64	0.71	0.80
总股本(百万股)	202.80	202.80	202.80	202.80	202.80

资料来源: 国都证券研究所

8、估值与投资建议

从 wind 资讯的可比上市公司一致预期 09、10 年动态市盈率来看, 如果不考虑增发摊薄业绩的因素, 公司的市盈率水平与可比公司基本相当。

考虑到公司的行业地位、较强的抗风险能力等因素, 我们认为公司的合理市盈率在 25-30 倍之间, 结合公司 2010 年预测每股收益 0.71 元计算, 公司 12 个月的合理股价应在 17.75 元—21.30 元之间。如果考虑到公司增发将摊薄 10 年每股收益约 25% 的因素, 则公司 12 个月的合理股价应在 13.31 元—15.98 元之间, 中

值为 14.64 元，距 9 月 13 日的收盘价 12.01 元仍有约 22% 的上涨空间，因此，我们维持公司**短期强烈推荐，长期 A** 的投资评级。

表 4 可比公司市盈率比较

代码	简称	每股收益			市盈率 PE		
		TTM	09E	10E	TTM	09E	10E
600352	浙江龙盛	0.32	0.48	0.58	27.68	18.55	15.34
002054	德美化工	0.55	0.68	0.77	28.82	23.33	20.53
平均					28.25	20.94	17.94
002010	传化股份	0.49	0.64	0.71	24.47	18.77	16.92

资料来源：wind，国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研发中心及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。