

湘财证券研究所

基础化工研究小组

张啸伟

Tel: 021-68634518-8221

 E-Mail: zxw2838@xcsc.com

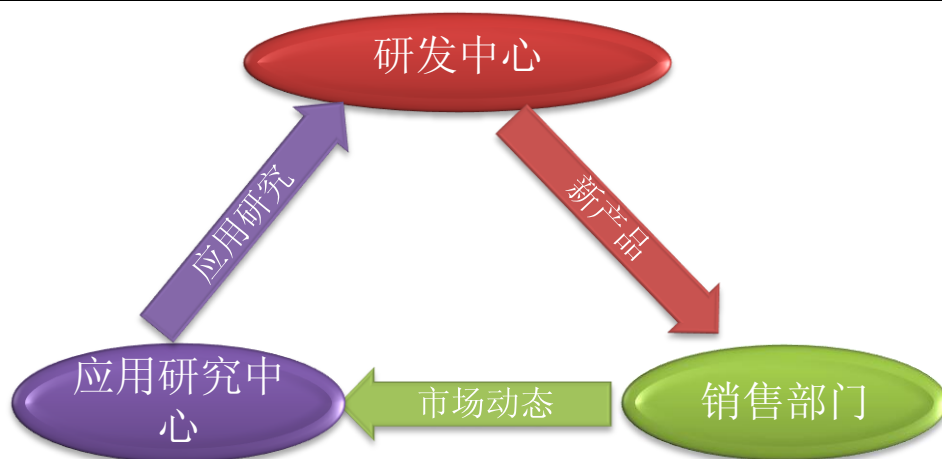
高 为

Tel: 021-68634518-8608

 E-Mail: gw2603@xcsc.com
股价(1月26日) 13.95元
目标价 17.1元
首次评级 买入
前三季度 EPS 0.46元
资产负债率 32%
总股本 2.03亿
总市值 29.41亿
流通市值 21.78亿
52周最高/最低 5.45/16.38
过去三月涨跌幅 14.18%


- **事件：**近期我们对传化股份进行了调研，现将调研情况介绍如下
- **公司下游行业景气，预计未来在出口带动下景气可持续** 公司下游印染布从09年3月起整个产量同比去年有了显著回升，近期更是创了新高，12月产量同比去年增长23.9%，09年产量累计增长10%。在印染行业带动下，染料行业产量增速连创新高，09年累计产量142万吨，累计增长14%。服装及纺织出口额自2009年2月开始持续复苏，目前出口已基本恢复至危机前水平。后续预计随欧美经济的逐步向好，纺织服装出口的景气程度可进一步提升
- **公司未来三年主要看点：**
 - 1) 募投项目保证了公司未来三年外延+内涵的双增长：我们预计公司活性染料产能逐年投放，每年产量增长10%；因为有机硅柔软剂产能投放，印染助剂产量每年增长10%；11年化纤油剂产量增长40%（增发项目化纤油剂增产2.5万吨），12年增长10%。化纤油剂的盈利能力也将因FDY油剂，短纤油剂等高附加值产品投产而提升
 - 2) 公司染助剂业务比翼齐飞，基础研发+应用研究+终端销售三位一体的营运模式将助公司向纺织化学品系统集成商的目标更进一步：公司现在能够根据终端客户的需求提供高匹配度的一整套方案，杜绝了因染料与助剂来源不同而易发生的一些印染问题。之前公司活性染料的销售模式为经销模式，现在随着技术销售市场三位一体化模式的成熟，染料与助剂一体化，公司活性染料开始对终端客户的直接销售。直接销售一方面为下游客户提供更好的服务，巩固了客户关系；另一方面，对公司而言，能够敏锐的把握市场需求的变化，紧跟流行趋势，推出符合市场喜好的新染料品种

图1 基础研发，应用研究，销售三位一体的营运模式



资料来源：湘财证券研究所

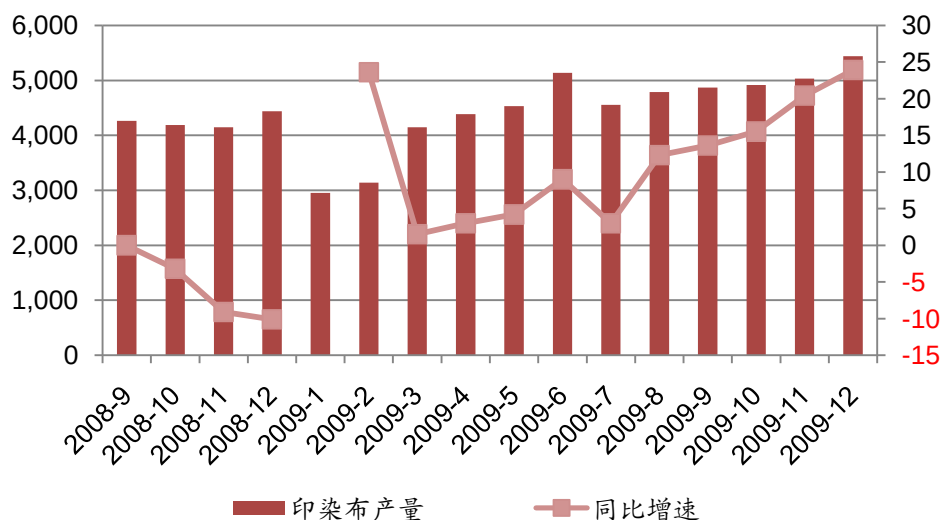
- 我们预测09, 10, 11, 12年每股收益为0.72元, 0.97元, 1.23元, 1.38元；考虑到10年可能增发5000万股，摊薄后每股收益为0.58元, 0.78元, 0.99元, 1.11元，对应10年摊薄后业绩22倍的估值水平，目标价17.1元，给予“买入”评级

□ 调研缘由：

1. 公司下游行业景气，预计未来在出口带动下景气可持续

我们注意公司下游印染布从09年3月起整个产量同比去年有了显著回升，近期更是创了新高，12月产量同比增长23.9%，09年产量累计增长10%。

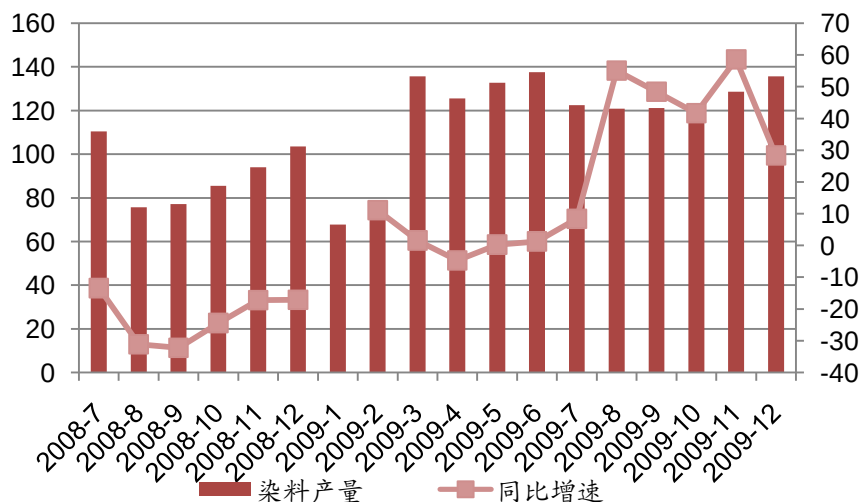
图2 印染布月产量快速增长，09年产量累计增长10%



资料来源：湘财证券研究所，CEIC

在印染行业带动下，染料行业产量增速连创新高，09年累计产量142万吨，累计增长14%

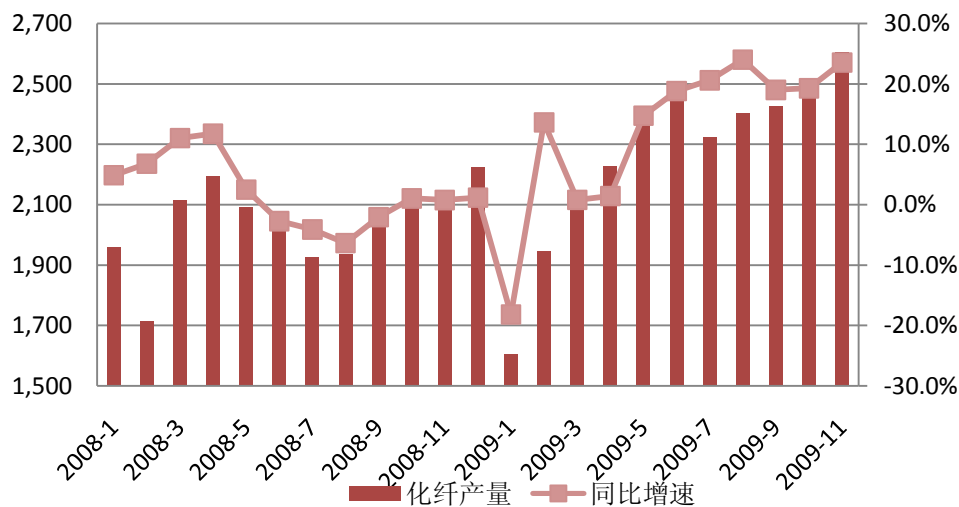
图3 染料月产量快速增长，09年累计产量142万吨，累计增长14%



资料来源：湘财证券研究所，国家统计局

公司化纤油剂产品下游化纤行业持续景气，产量一路攀升

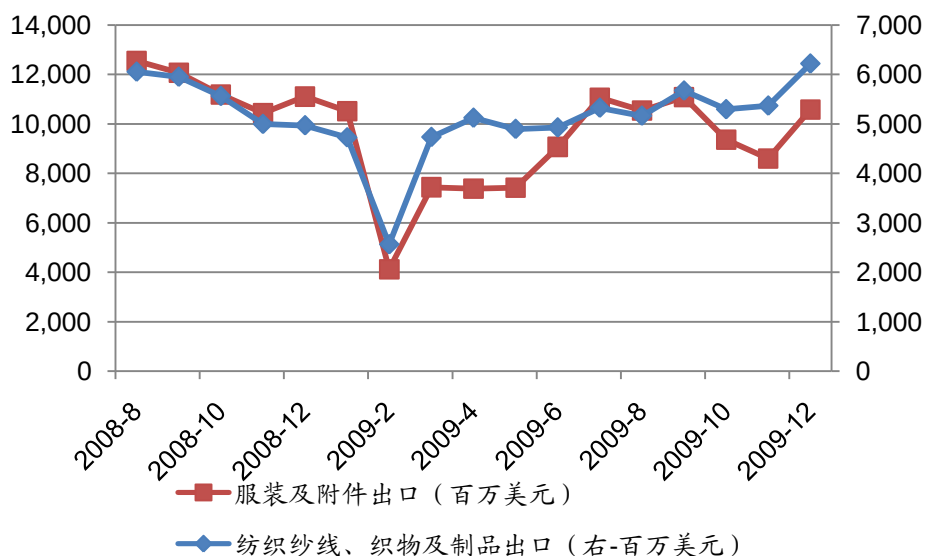
图 4 化纤油剂下游行业持续景气



资料来源：湘财证券研究所，中国纺织工业协会

服装及纺织出口额自 2009 年 2 月开始持续复苏，目前出口已基本恢复至危机前水平。后续预计随欧美经济的逐步向好，纺织服装出口的景气程度可进一步提升

图 5 化纤油剂下游行业持续景气

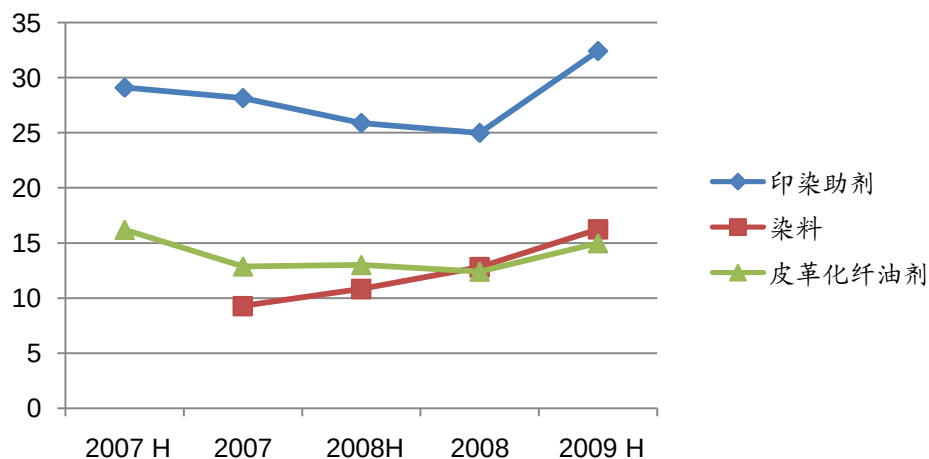


资料来源：湘财证券研究所，CEIC

2. 公司现有业务概况：

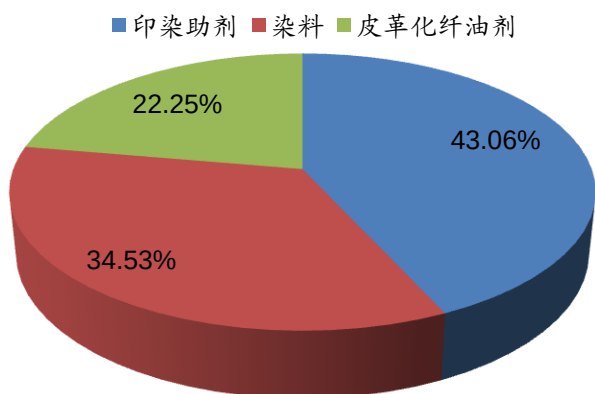
公司现有业务主要为印染助剂，染料及皮革化纤油剂，过去几年产品毛利率变化情况以及 09 年中期收入与利润构成如下图：

图 6 过去三年各产品毛利率（%）变化趋势



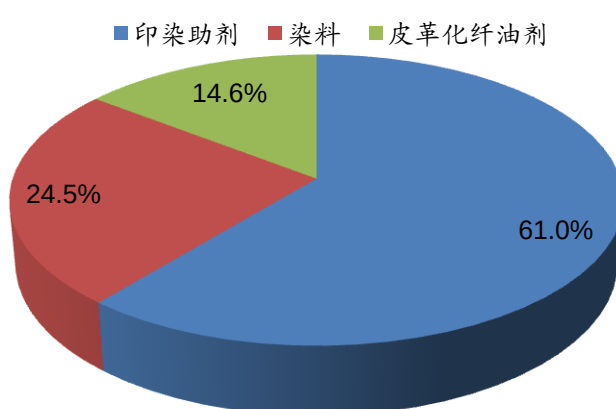
资料来源：湘财证券研究所

图 7 09 年中期收入构成



资料来源：WIND，湘财证券研究所

图 8 09 年中期利润构成



资料来源：WIND，湘财证券研究所

□ 调研内容

化纤油剂：化纤油剂产品主要在纤维丝加捻工艺中起润滑、抗静电、集束作用，保证纤维丝加捻工艺的顺利进行。目前公司 DTY 油剂主要用在后纺，60-70%成本为白油（处理过的石油高沸馏分），白油价格与原油价格密切相关，公司化纤油剂成本传导能力较强，所以过去三年毛利率保持在 12%-14% 范围内小幅波动。公司已经成为国内销量最大的 DTY 油剂产品供应商，我们预计 09 年产量在 6 万吨左右，目前市场均价在 8500 元/吨。由于公司产品质量稳定，品种齐全，各产品性价比较高，加上较强的市场营销能力、区域优势、传化品牌影响力和出色的后

续技术服务，公司 DTY 油剂在中、高档客户中占有率较高，下游客户包括如厦门翔鹭、江苏仪征、吴江恒力、盛虹等大型的化纤企业。但因 DTY 油剂进入门槛低，市场价格竞争激烈，整体利润低，公司近期拟通过非公开发行募集资金新增 50000 吨/年的生产能力，其中包括 1.5 万吨 FDY 油剂、短纤油剂等新产品，这些新产品主要用在前纺，技术含量、利润率较高，进入门槛高，客户对产品质量、稳定性和应用技术服务要求高。目前国内市场基本为国外产品控制，如日本企业竹本、松本、三洋，德国企业达克等。公司 FDY 油剂定位替代进口，公司新增产能将在 11 年初投产 60%，12 年投产 80%，13 年完全达产，我们预计 11 年 DTY 油剂产量 7.75 万吨/年，FDY 油剂产量 0.5 万吨/年，均价在 17000 元/吨，短纤油剂 0.25 万吨/年，均价在 11000 元/吨，目前因 FDY 油剂所需部分中间体需要外购，毛利率偏低，预计未来随着中间体逐步自给以后，FDY 油剂毛利率在 40% 左右。

活性染料：行业产能大概在 17.5 万吨，公司占到全行业 20% 的产能。活性染料行业集中度较高，前三大厂家依次为传化，龙盛，华力，三家产能合计占比全行业 60% 的水平。

随着公司在 2008 年完成对于公司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。公司目前充分利用各自的技术和工艺优势，进行技术人员的直接对接讨论，互通有无，优势互补，提高了已有产品的附加值。公司活性染料主要用在棉布的印染上，09 年公司产能在 3.5 万吨，我们预计 2009 年毛利率大概在 18%，目前市场平均售价在 16000-17000 元/吨。但是考虑到活性染料存在季节性的淡旺季，公司产能瓶颈已现。公司计划 10 年通过技术改造，将产能扩张到 5 万吨，我们估计活性染料 10 年销量大概在 4 万吨左右。

印染助剂：印染助剂行业因为其技术门槛低，投资小，行业集中度较低，行业内大约有几千家企业，产量超过 5 万吨的企业仅有传化，德美和联盛三家，产量超过 1 万吨的仅有 9 家。传化作为龙头企业，也仅占 7% 的市场份额。行业目前的态势是四分天下：具有地域优势的小作坊企业，某几种产品优势明显的专业性公司（比如联盛），综合性企业（比如公司，德美）与国外知名企业。印染助剂种类有 1000-2000 种，传化目前产品主要是应用在前处理，产品种类在 400-500 种左右，而德美主要专注于后整理，所以二家公司产品重合度较低，现阶段竞争关系不强。我们预计公司染料助剂 09 年产能在 13 万吨左右，产品种类在 400-500 种。公司产品主要分为外购和自产二种，通过外购进行复配的品种毛利略微低一些，大概在 20% 左右，我们预计公司助剂 09 年综合毛利率大概在 31%-32% 左右，平均售价在 8000-9000 元/吨。因行业小批量多批次的特点，下游客户单品种需求量较小，公司 09 年销量在 10 万吨左右。因江浙地区的销售收入占到了全公司的 70%，通过 08 年收购的广东富联 1 万吨左右活性染料产能，公司也在开拓华南市场方面更进一步。借助富联地处华南市场，公司解决了之前不能有效服务这一区域客户的问题。公司本次募集资金将增产 3 万吨有机硅柔软剂，有机硅柔软剂产品是聚硅氧烷及其衍生物的乳液或微乳液，是一类性能优越、效果突出、应用广泛的新型功能型织物柔软剂。我们预计目前有机硅柔软剂产能在 2 万吨/年，市场平均售价在 2 万/吨左右，

我们估计毛利在40%左右。

公司未来发展方向：1)开发节省客户染色工序，节能环保的新助剂产品：之前客户染色需要 2~3 道工序，现在公司准备开发 1~2 道工序的助剂产品；除了助剂，公司在化纤油剂方面每年的新产品比例在 20%左右；2)消费升级大势所趋，未来高端印染助剂需求增长是较为确定，而小作坊式企业不具备应对需求变化的技术实力，无法获取这块新增市场，另外国家对于环境污染工业的治理越来越严厉，企业的环境成本将逐步显性化，这二个因素分别从供给和需求方面将加速行业整合，利好综合性的纺织化学品企业，公司未来之路日渐宽阔；3)公司未来将向助剂上游发展，逐步实现关键原料自给，提高产品附加值。

□ 盈利预测与投资建议

表 1 盈利预测假设

		2009E	2010E	2011E	2012E
印染助剂	销量/万吨	11	12	13.5	14.1
	均价/元	8250	8663	8922	9232
	销售金额/万元	90750	103950	120450	130167
	毛利率(%)	32%	32%	33%	33%
皮革化纤油剂	销量/万吨	6	6	8.5	8.5
	均价/元	8400	8820	9483	9650
	销售金额/万元	50400	52920	80605	91679
	毛利率(%)	14%	14%	16%	17%
活性染料	销量/万吨	3.5	4	4.5	5
	均价/元	16500	17325	17325	18191.25
	销售金额/万元	57750	69300	77963	90956
	毛利率(%)	18%	18%	18%	19%

资料来源：湘财证券研究所

表 2 盈利预测简表（假设 10 年增发 5000 万股）

	万元	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入		187088	198900	226170	279018	312802
毛利		33283	46491	56147	69782	78956
期间费用		20814	23868	27140	33482	37536
利润总额		11429	22026	28328	35463	40481
少数股东权益		2471	3385	3930	4340	5261
净利润		9930	17942	23628	29308	33243
Eps(元/股)		0.37	0.72	0.97	1.23	1.38
增长率		-	94.0%	35.3%	26.8%	12.1%
摊薄 EPS (元/股)		0.30	0.58	0.78	0.99	1.11

资料来源：湘财证券研究所

投资建议：1)目前纺织化学品下游行业持续景气；2)公司 11 年，12 年，13 年持续有高毛利的新产能投放，保证了未来三年的确定增长；3)长期来看，消费升级与环保压力逼退行业落后产能，纺织化学品行业长期前景乐观。公司染助一体，技销服相互促进的模式保证了长久的竞争力，助推公司向纺织化学品系统服

务提供商迈进。我们认为公司可享受对应 10 年摊薄后业绩 22 倍的估值水平，目标价 17.1 元，给予“买入”评级。

□ **风险提示** 原材料价格过快上涨导致产品盈利能力下降；产品投放力度低于预期；下游需求下滑

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。