

湘财证券研究所
基础化工研究小组

田蓓

Tel: 021-68634518-8221

 E-Mail: tb2848@xcsc.com

王强

Tel: 021-68634518-8221

 E-Mail: wq2835@xcsc.com

冯舜

Tel: 021-68634518-8020

 E-Mail: fs2855@xcsc.com
投资要点
“染助一体化”模式凸显公司类消费属性

传化股份是印染助剂行业龙头，国内市场占有率为8%，公司以“一站式”服务方式使下游客户获得完整的解决方案，实现“染助一体化”模式。印染助剂行业强调丰富的产品种类，创新性、功能性产品的研发、以及及时而全面的技术服务，类消费特性较明显。传化股份将自身定位为“纺织化学品系统集成商”，更具消费属性。与浙江龙盛、德美化工相比，公司的主营业务收入增速与GDP增速的正相关性最小，公司表现出极强的抗周期特性，我们认为这得益于公司的“染助一体化”业务模式。在同类上市公司中，公司的类消费属性最强。

有机硅柔软剂 3 万吨产能投放提升染料助剂业务毛利率

公司目前有机硅柔软剂产能约2万吨，毛利率高于40%，公司通过非公开发行方式投资于3万吨有机硅柔软剂。公司2010年中报显示印染助剂毛利率为33.17%，而预计于2011年下半年或2012年上半年投产的有机硅柔软剂业务则有助于提升印染助剂产品毛利率。

活性染料业务：技改扩充产能，市场占有率提升 15%

活性染料主要用于棉纤维及其纺织品的染色、印花，也可用于麻、羊毛、蚕丝和一部分合成纤维的染色。公司收购锦鸡、锦云之后，染料产能达3.5万吨，国内市场占有率20%。2010年6月公司对活性染料生产线进行了技改，预计10月份即将投产，技改后的实际产能可达6-7万吨，若满产满销，预计市场占有率可提升15%左右。

化纤油剂：DTY 产能增 70%，FDY 价格是 DTY 的二倍

公司募集资金项目5万吨化纤油剂（3.5万吨DTY油剂+1万吨FDY+5000吨短纤油剂）已经在先期用自筹资金建设，预计2010年年底建成。公司是国内销量最大的DTY油剂产品生产商，市场占有率27%左右。国内FDY油剂和短纤油剂，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，目前价格几乎是DTY的二倍。同时FDY油剂目前市场容量5.6万吨，足以消化公司的新增产能，同时价格要低于国外同类型产品价格20%左右，能够完全实现进口替代。

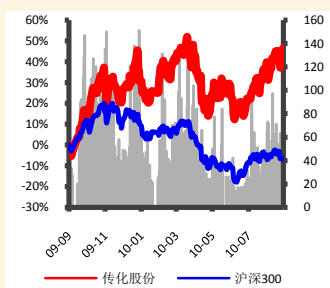
利润表预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1857	2269	2913	3419
净利润	177	220	283	349
EPS（摊薄）	0.69	0.73	0.95	1.16

数据来源：公司资料、湘财证券研究所

我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.73、0.95、1.16元，我们认为，公司“染助一体化”的销售模式、染料助剂行业的多批次小销量的特点，使公司具有明显的消费属性，通过新增产能的陆续释放，公司有望实现“内涵+外延”双向发展，从而激发出新的增长活力。我们给予公司2011年25倍PE，对应目标价为23.75元，首次给予“买入”评级。

公司近一年股价走势



目录

1、	“染助一体化”模式凸显公司类消费属性.....	4
1.1、	创新实力、服务能力构筑印染企业竞争优势	4
1.2、	“染助一体化”凸显公司类消费属性.....	7
2、	有机硅柔软剂 3 万吨产能投放提升染料助剂业务毛利率.....	9
3、	活性染料业务：技改扩充产能，市场占有率提升 15%.....	10
4、	化纤油剂：DTY 产能增 70%，FDY 价格是 DTY 的二倍	11
5、	盈利预测与估值.....	12
	湘财证券投资评级体系	16
	重要声明.....	16

图目录

图 1、印染工艺流程.....	4
图 2、纺织品印染流程.....	4
图 3、助剂、表面活性剂进出口量比较.....	6
图 4、助剂、表面活性剂进出口金额比较.....	6
图 5、印染助剂产品进、出口价值对比.....	6
图 6、化学纤维布产量及增速.....	7
图 7、印染布产量及增速.....	7
图 8、公司主营业务收入分布.....	8
图 9、公司分产品毛利率变动情况.....	8
图 10、公司股权结构.....	8
图 11、GDP 增速与各上市公司主营业务收入增速比较.....	9
图 12、2009-2015 年有机硅柔软剂市场容量（万吨/年）.....	9
图 13、我国棉布产量及同比增速.....	10
图 14、印染布产量及同比增速.....	11
图 15、我国染料产量及表观消费量.....	11
图 16、传化股份最近一年 PE.....	15
图 17、传化股份最近一年 PB.....	15

表目录

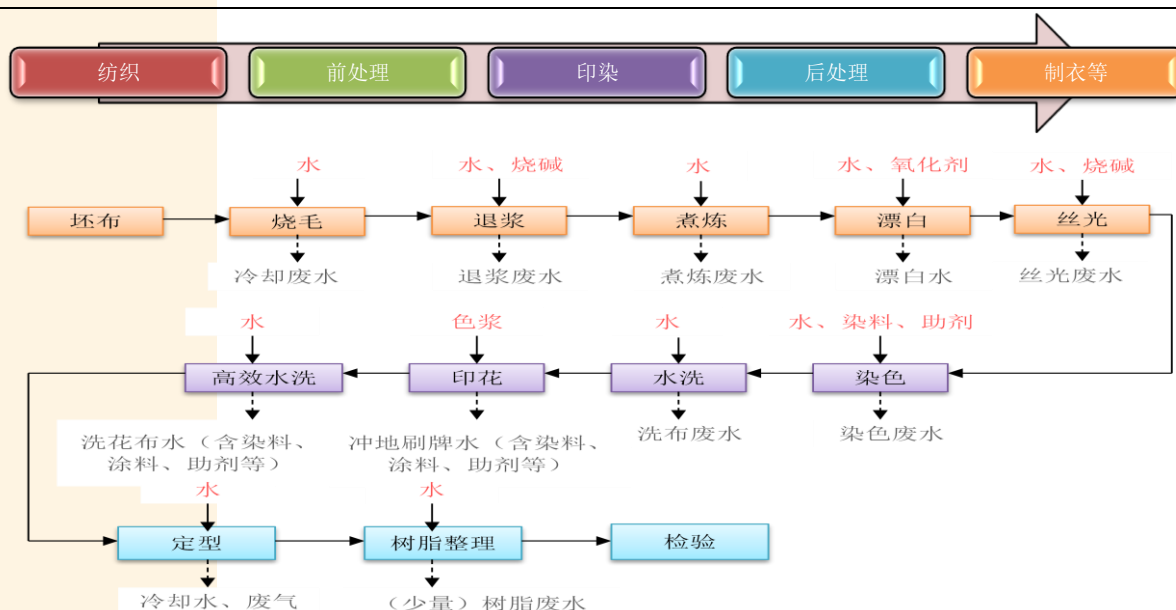
表 1、印染助剂分类.....	5
表 2、“三高”新型纺织助剂.....	7
表 3、新建有机硅柔软剂分类及规模.....	10
表 4、化纤油剂按纤维品种分类.....	11
表 5、2009 年~2015 年我国化纤油剂市场容量预测.....	12
表 6、新建化纤油剂分类及规模.....	12
表 7 分业务预测.....	12
表 8 利润表预测.....	14

1、“染助一体化”模式凸显公司类消费属性

1.1、创新实力、服务能力构筑印染企业竞争优势

纺织印染助剂产品主要用于纺织印染行业，主要是作为纺织印染的添加剂，对织物进行处理，从而赋予其所需的外观或功能，从而改善纺织印染品质，提高纺织品附加值。纺织品的各道加工工序可分为：前处理、染色、印花、后整理。

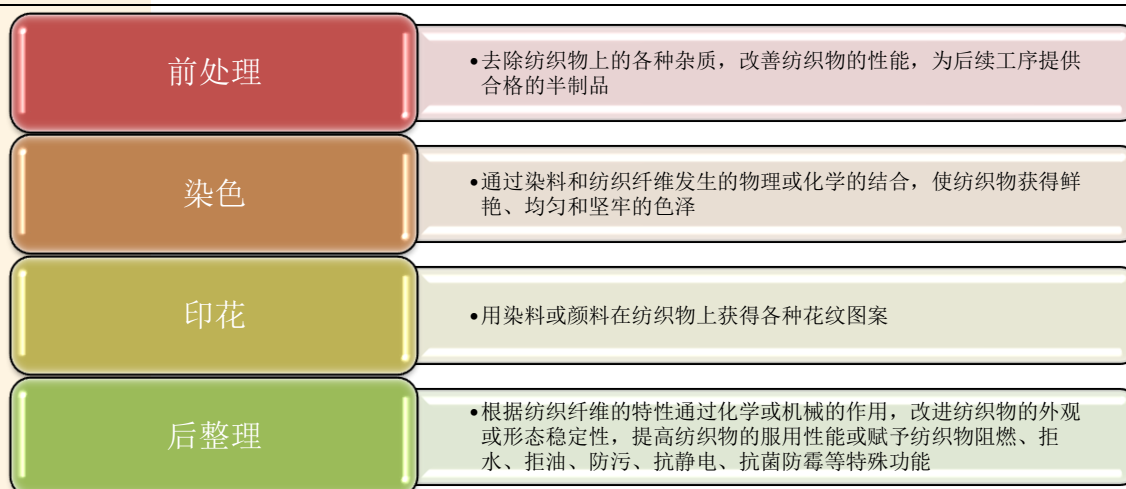
图 1、印染工艺流程



数据来源：印染行业清洁生产技术指引、湘财证券研究所

各道工序功能不同：

图 2、纺织品印染流程



数据来源：印染助剂、湘财证券研究所

按照生产工艺，印染助剂可分为前处理剂、印染助剂、后整理剂。

表 1、印染助剂分类

品种名称	再分类	占比
前处理助剂	浸湿剂、渗透剂、漂白助剂、净洗剂	30%
印染助剂	乳化剂、抗静电整理剂、防水整理剂、阻燃整理剂、卫生整理剂	45%
后整理剂	抗静电剂、柔软剂、树脂整理剂、防水剂和防皱整理剂	25%

数据来源：湘财证券研究所

与一般的化工工业产品不同的是：纺织印染助剂产品专用性强、品类繁多。针对不同织物、不同工艺、不同功能要求均能设计出不同的助剂产品。单个品种用量不大，且更新换代速度较快。因此生产批量也较小，一般年产几吨至几百吨。我国助剂品种较少。世界纺织印染助剂共计有近 100 个门类，1.5 万个品种。而我国生产的印染助剂共计 64 个门类、3000 多个品种，其中主要品种 600-700 个，与国外相比还存在较大的差距。

与一般的化工工业产品不同的是：下游印染企业对助剂的稳定性、及时而全面的技术服务更为看重。纺织印染过程不同的工序中，需要涉及数十种不同的助剂产品，助剂品种的选择和使用方法尤为关键。即便是同一个产品，下游纺织企业使用时因为条件的变化也会出现各式各样的问题，对供应商的技术服务和技术支持能力也有更高的要求。所以印染企业对助剂的稳定性要求以及供应商及时全面的服务更为看重。在发达国家，其技术开发、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，以确保产品的畅销，提高企业的竞争能力（来源：德美化工招股说明书）。

纺织印染助剂产品取决于市场需求。除了产品的质量、功能和环保性，印染助剂产品对市场需求的适应性也决定了它的生命力。经常性的市场调研、研究市场流行趋势和主流群体不断变换的织物功能性需求是印染助剂企业不断的课题。

和国外相比，我国的印染助剂的产量与品种均比较落后，世界平均的印染助剂产量与纤维产量之比为 7: 100，工业发达国家为 15: 100，而我国仅为 4: 100，差距较大。我国助剂产品结构不合理，专用高档助剂产品尤其缺乏。我国进口的印染助剂主要是附加值高的产品，而出口的大部分是低端产品。国外企业抢占了我国印染助剂的高端市场。从产量上来看，国外品牌的产品市场占有率为 30%-40%，但以金额来计占有率提升至 70%-80%。这与我国助剂企业较弱的创新开发能力、印染助剂行业规模偏小、印染助剂同质化现象严重等因素有关。

图 3、助剂、表面活性剂进出口量比较

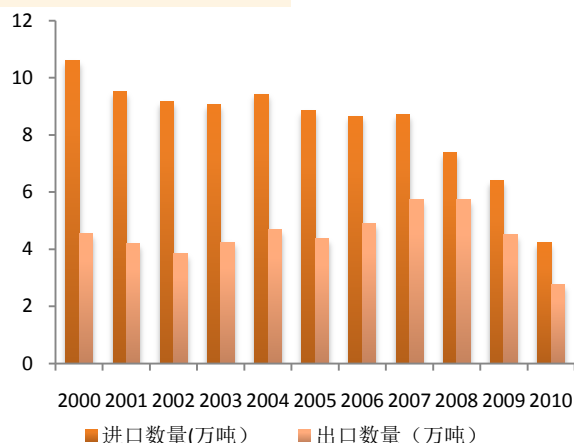
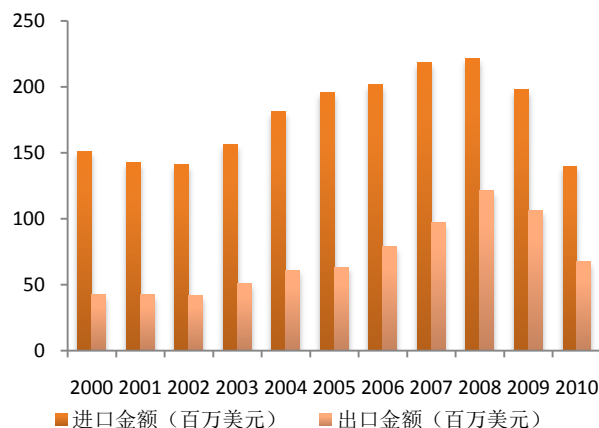


图 4、助剂、表面活性剂进出口金额比较

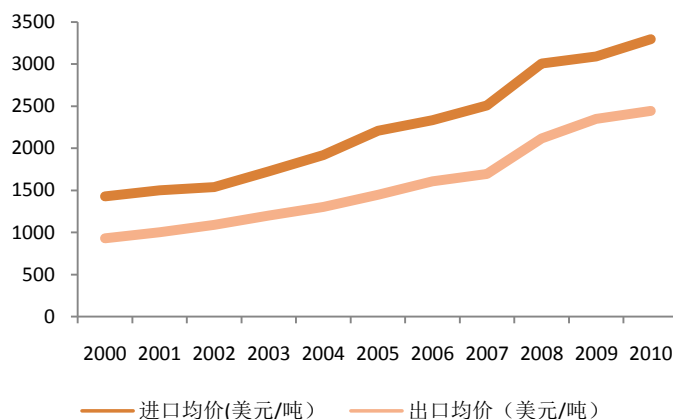


数据来源：中国海关、湘财证券研究所

数据来源：中国海关、湘财证券研究所

从纺织印染助剂及表面活性剂的进出口量和金额对比可以看出,我国进口的印染助剂均是附加值较高的高端产品,而出口的印染助剂则是附加值较低的产品。

图 5、印染助剂产品进、出口价值对比



数据来源：中国海关、湘财证券研究所

随着国内纺织品档次的提高以及不断提高的性能要求,单位纺织品消耗的助剂量将会不断增加。“十一五”期间,我国纺织工业的快速发展带动了印染助剂的需求,2008年我国印染助剂总产量超过95万吨,产量年均增长率达8%。

图 6、化学纤维布产量及增速

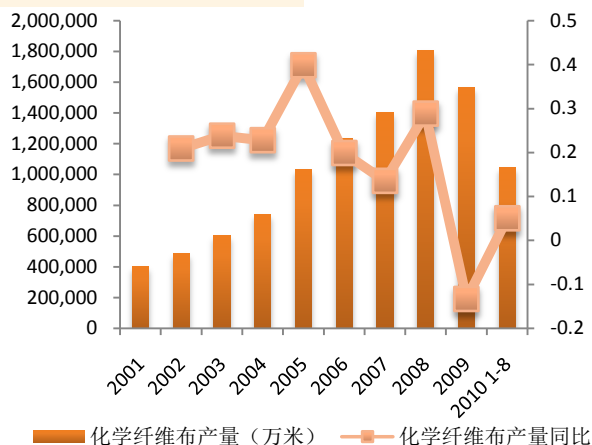
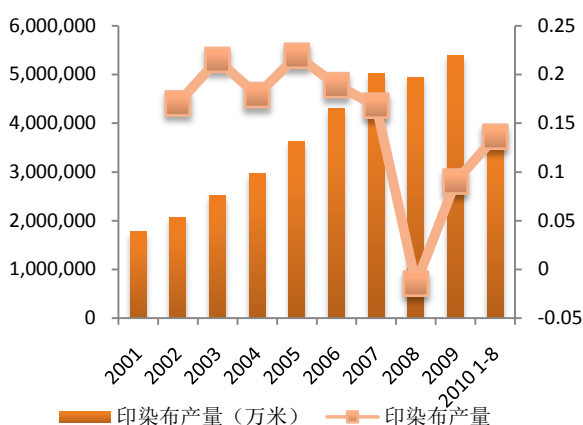


图 7、印染布产量及增速



数据来源：WIND、湘财证券研究所

数据来源：WIND、湘财证券研究所

近年来，各国都非常重视印染助剂的创新，安全、环保、节能减排是创新关注的重点，遵循“三 E”原则——效率性、经济性和生态性。自进入 2000 年以来，全球平均每年开发的新纺织助剂为 1600 个左右。而近三年市场上新开发的新型环保助剂不少于 3000 个，且都集中于“三高”新型纺织助剂的开发上。

表 2、“三高”新型纺织助剂

分类	特性
高环境和生态保护性能	不含磷和有害有机溶剂。具有优异的生物降解性或可处理性、低毒性、低甲醛或无甲醛，不含有环境激素，经还原不含有 24 种致癌芳香胺，不含有生物活化整理剂，可萃取重金属的含量不超过允许限量，可吸附有机卤化物的含量不超过允许限量等。
高级专用助剂	能适应新纺织纤维和新染整技术的需要，满足社会经济发展的需要和适应人们对时尚性与舒适性的要求
高功能助剂	采用高新技术开发新型多功能和高功能助剂。能最大限度地提高加工质量、性能和效率，降低生产成本。目前比较突出的高新技术有生物技术，纳米技术，复配增效技术和微乳化技术等

资料来源：中国纺织经济信息网、湘财证券研究所

1.2、“染助一体化”凸显公司类消费属性

传化股份是印染助剂行业龙头，国内市场占有率为 8%，产品涵盖了前处理系列、染色系列、后整理系列、增白剂系列、防水剂系列、化纤油剂系列、功能整理剂系列、皮革加工剂系列、无纺布助剂系列。

2008 年，公司收购了传化集团持有的锦云染料 20.45%、锦鸡染料 45%的股权，将染料业务纳入业务版图中，主要是利用染料与助剂产品较高的客户群重合度，使染料与助剂的销售产生协同效应。助剂产品实行终端销售模式，不经过经销商，技术服务人员直接面向客户，以“一站式”服务方式使下游客户获得完整的解决方案，实现“染助一体化”模式。

图 8、公司主营业务收入分布

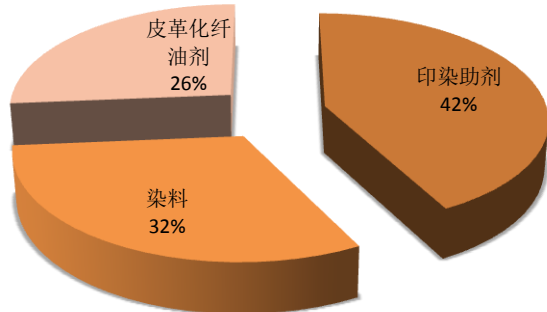
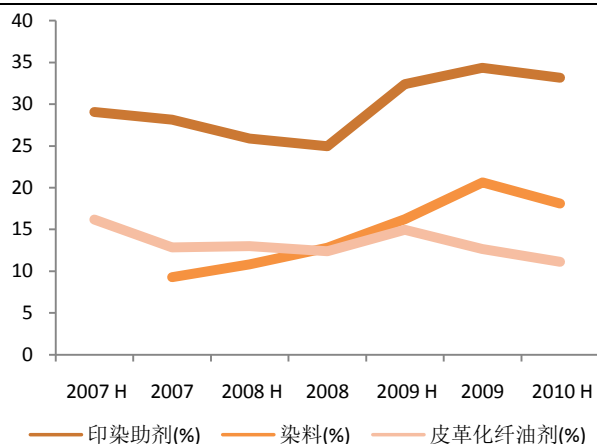


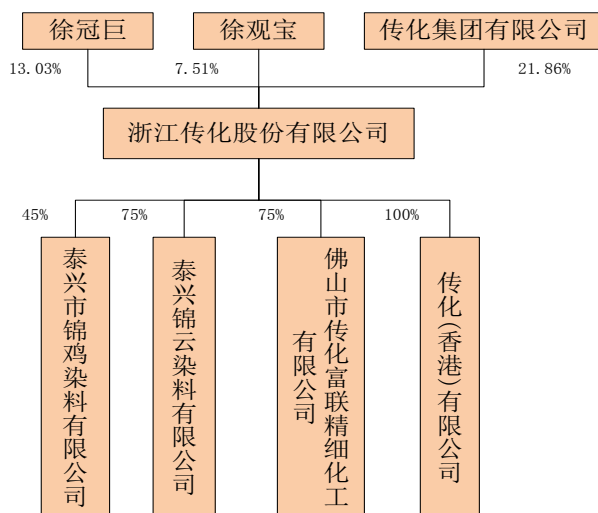
图 9、公司分产品毛利率变动情况



数据来源：公司资料、湘财证券研究所

数据来源：公司资料、湘财证券研究所

图 10、公司股权结构

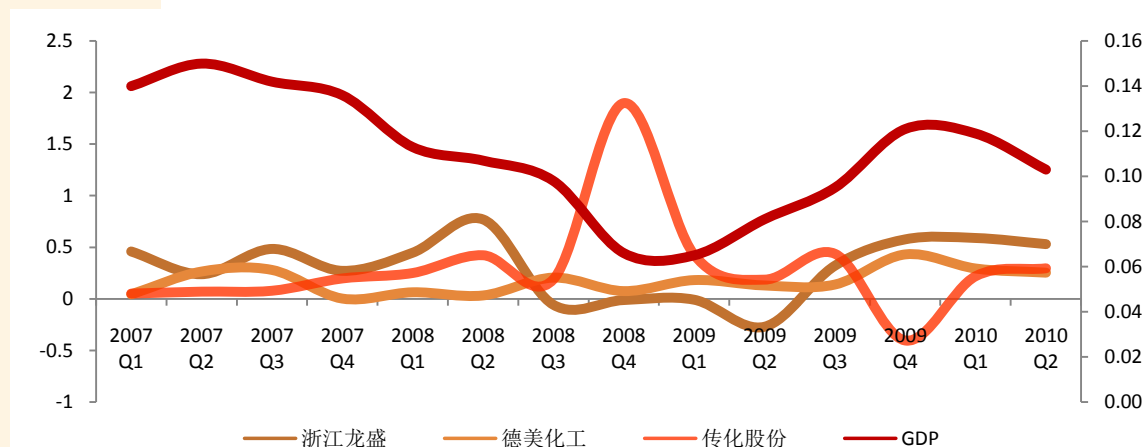


数据来源：公司资料、湘财证券研究所

印染助剂行业强调丰富的产品种类，创新性、功能性产品的研发、以及及时而全面的技术服务，类消费特性较明显。传化股份将自身定位为“纺织化学品系统集成商”，更具消费属性。

与浙江龙盛、德美化工相比，公司的主营业务收入增速与 GDP 增速的正相关性最小，公司表现出极强的抗周期特性，我们认为这得益于公司的“染助一体化”业务模式。在同类上市公司中，公司的类消费属性最强。

图 11、GDP 增速与各上市公司主营业务收入增速比较

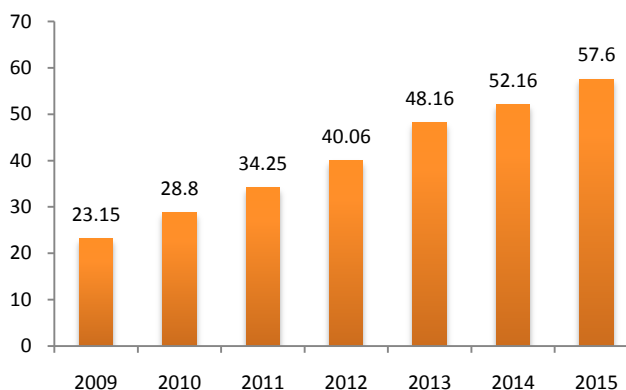


数据来源：公司资料、湘财证券研究所

2、有机硅柔软剂 3 万吨产能投放提升染料助剂业务毛利率

有机硅柔软剂主要用于纺织品后整理,可赋予织物柔软性和独特的手感。有机硅柔软剂是聚硅氧烷及其衍生物的乳液或微乳液。主要产品有:聚二甲基硅氧烷(甲基硅油)、聚甲基含氢硅氧烷(含氢硅油)、聚甲基羟基硅氧烷(羟基硅油)和含有环氧乙烷、聚醚和氨基等改性有机硅。有机硅柔软剂凭借其良好的应用性能和无毒无害,越来越受印染布加工领域客户的欢迎。预计今后相当长的时期内,国内有机硅柔软剂的消费都将处于高速增长的状态。

图 12、2009-2015 年有机硅柔软剂市场容量 (万吨/年)



数据来源：公司资料、湘财证券研究所

目前市场上较有影响力的有机硅柔软剂公司主要有道康宁、迈图、瓦克、传化股份、德美化工和嘉兴银城精细化工。目前公司已经成功研制一种嵌段水溶性硅油的制备方法,并申请了技术专利,并且在市场推广中取得了成功。工艺把现有的有机硅柔软剂改为改性聚硅氧烷与其他聚合物形成的含氨基嵌段共聚物,它能提高抗静电性,减少了乳化剂的用量,改进了普通有机硅柔软剂的亲水性。(来源:有机硅柔软剂发展及现状)

公司目前有机硅柔软剂产能约 2 万吨，毛利率高于 40%，公司通过非公开发行方式投资于 3 万吨有机硅柔软剂。公司 2010 年中报显示印染助剂毛利率为 33.17%，而预计于 2011 年下半年或 2012 年上半年投产的有机硅柔软剂业务则有助于提升印染助剂产品毛利率。

表 3、新建有机硅柔软剂分类及规模

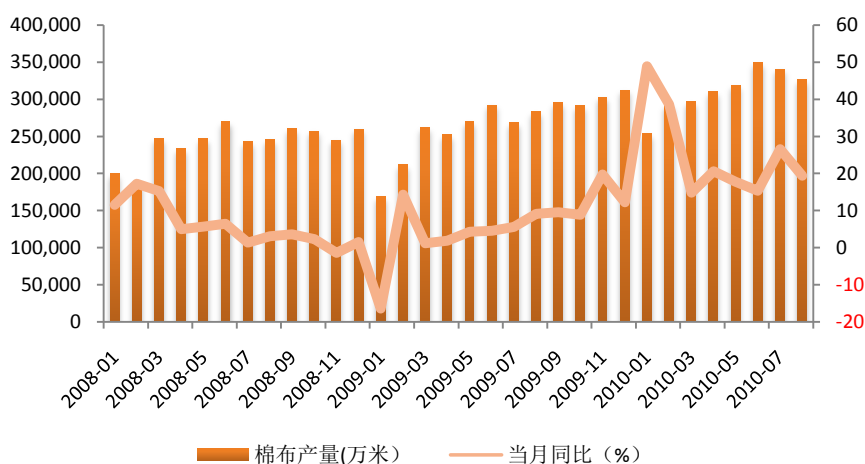
名称	分类	规模（吨/年）
有机硅柔软剂	本体聚合型柔软剂	18,000
	乳液聚合型柔软剂	7,500
	嵌段聚合型柔软剂	4,500

数据来源：公司资料、湘财证券研究所

3、活性染料业务：技改扩充产能，市场占有率提升 15%

活性染料主要用于棉纤维及其纺织品的染色、印花，也可用于麻、羊毛、蚕丝和一部分合成纤维的染色。公司收购锦鸡、锦云之后，染料产能达 3.5 万吨，国内市场占有率 20%。2010 年 6 月公司对活性染料生产线进行了技改，预计 10 月份即将投产，技改后的实际产能可达 6-7 万吨，若满产满销，预计市场占有率可提升 15% 左右。

图 13、我国棉布产量及同比增速



数据来源：WIND、湘财证券研究所

此外公司未来将加大中间体对位酯的原料自给率，以更低的成本获取更高的利润。

图 14、印染布产量及同比增速

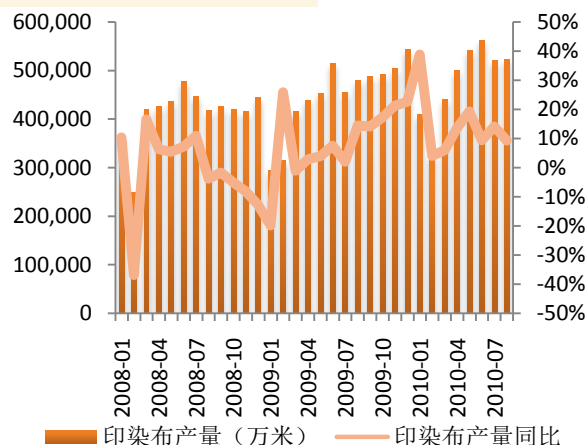
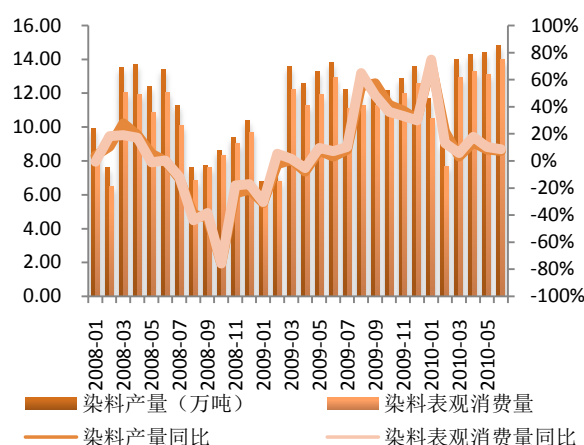


图 15、我国染料产量及表观消费量



数据来源：WIND、湘财证券研究所

数据来源：WIND、石油与化工经济分析、湘财证券研究所

4、化纤油剂：DTY 产能增 70%，FDY 价格是 DTY 的二倍

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，使化纤顺利通过纺丝、拉伸、纺纱、织造等工序。

表 4、化纤油剂按纤维品种分类

维尼纶	维尼纶油剂	
锦纶	锦纶长丝油剂	锦纶 POY、FDY、DTY、HOY 油剂
	锦纶短纤油剂	
锦纶	锦纶短纤油剂	
	锦纶工业丝油剂	
涤纶	涤纶长丝油剂	涤纶 POY、FDY、DTY、HOY、TCS 油剂
	涤纶短纤油剂	
	涤纶工业丝油剂	
氨纶	氨纶油剂	
丙纶	丙纶长丝油剂	
	丙纶短纤油剂	
腈纶	腈纶湿法纺丝油剂	
	腈纶干法纺丝油剂	

数据来源：化纤油剂发展现状概述、湘财证券研究所

化纤油剂中，DTY 油剂、FDY 油剂、POY 油剂、短纤油剂占国内化纤油剂市场份额高达 90% 以上。以化纤总产量计，DTY 平均上油率约为 2.7%，FDY 平均上油率约 1%（油剂有效含量 92%），短纤油剂平均上油率 0.2%（油剂有效含量为 50%），以此预测至 2015 年，我国 DTY 油剂、FDY 油剂、短纤油剂年用量可达 23.50 吨、7.01 吨、3.90 吨。

表 5、2009 年~2015 年我国化纤油剂市场容量预测

油剂种类	油剂用量(万吨)						
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
DTY	18.9	19.7	20.5	21.3	22.1	22.9	23.5
FDY	5.22	5.6	5.98	6.25	6.52	6.79	7.01
短纤油剂	3.36	3.45	3.54	3.63	3.72	3.81	3.9

数据来源：化纤油剂发展现状概述、湘财证券研究所

国内 DTY 油剂，进入门槛不高，市场价格竞争相对激烈，整体利润低于 FDY 油剂及短纤油剂。公司是国内销量最大的 DTY 油剂产品生产商，市场占有率 27% 左右。国内 FDY 油剂和短纤油剂，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，目前价格几乎是 DTY 的二倍。目前国内主要厂家为日本竹本、德国达克等。

DTY 产品成本的 60%-70% 出于白油，受基础油的价格影响较大，毛利率较低，2010 年中报显示只有 11.12%。而 FDY 油剂目前市场容量 5.6 万吨，足以消化公司的新增产能，同时价格要低于国外同类型产品价格 20% 左右。

公司募集资金项目 5 万吨化纤油剂（3.5 万吨 DTY 油剂+1 万吨 FDY+5000 吨短纤油剂）已经在先期用自筹资金建设，预计 2010 年年底建成，产能投放进度为 2011 年投放 60%、2012 年投放 80%、2013 年完全达产。

表 6、新建化纤油剂分类及规模

名称	分类	规模（吨/年）	价格（元/吨）
化纤油剂	DTY 油剂	35,000	8,500
	FDY 油剂	10,000	17,000
	短纤油剂	5,000	15,000

数据来源：公司资料、湘财证券研究所

5、盈利预测与估值

表 7 分业务预测

	2010E	2011E	2012E
印染助剂业务			
销售量（万吨）	12.20	13.50	15.50
销售价格（元/吨）	8600	8800	8900
销售收入（百万元）	1049.2	1188	1379.5
生产成本（百万元）	702.96	801.90	921.51
毛利（百万元）	346.24	386.10	457.99
毛利率	33.00%	32.50%	33.20%
活性染料业务			
销售量（万吨）	4.2	5.3	6.2

销售价格（元/吨）	16500	16700	16800
销售收入（百万元）	693	885.1	1041.6
生产成本（百万元）	568.26	723.13	845.78
毛利（百万元）	124.74	161.97	195.82
毛利率	18.00%	18.30%	18.80%
化纤油剂业务			
销售量（万吨）	6.2	9	10.5
销售价格（元/吨）	8500	9330	9500
销售收入（百万元）	527	839.7	997.5
生产成本（百万元）	463.76	696.95	818.95
毛利（百万元）	63.24	142.75	178.55
毛利率	12.00%	17%	17.90%
合计			
销售收入（百万元）	2269.2	2912.8	3418.6
生产成本（百万元）	1734.98	2221.98	2586.23
毛利（百万元）	534.22	690.82	832.37
毛利率	23.61%	23.72%	24.33%

数据来源：公司资料、湘财证券研究所

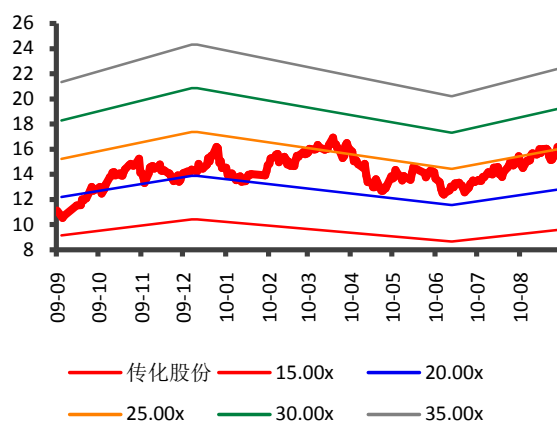
我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.73、0.95、1.16 元，对应于公司 2010 年 9 月 21 日收盘价 16.19 元，动态市盈率分别为 22 倍、17 倍、14 倍。我们认为，公司“染助一体化”的销售模式、染料助剂行业的多批次小销量的特点，使公司具有明显的消费属性；公司新募投项目化纤油剂 FDY 毛利率高达 40%以上，打破了原来化纤油剂产品毛利率仅 12%左右的局面，同时 DTY 新增产能较远有产能增长约 70%，公司有望实现“内涵+外延”双向发展。活性染料技改后的实际产能可达 6-7 万吨，市场占有率可提升 15%左右。公司已步入新一轮成长期，同时预计“年产 17 万吨纺织有机硅、有机氟及专用精细化学品项目”第二期将提供更多的惊喜。我们给予公司 2011 年 25 倍 PE，对应目标价应为 23.75 元，首次给予“买入”评级。

表 8 利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1857	2269	2913	3419
营业成本	1396	1735	2222	2586
营业税金及附加	7	7	9	11
营业费用	121	136	175	205
管理费用	105	117	150	176
财务费用	11	5	8	10
资产减值损失	4	15	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	15	0	0
营业利润	213	270	349	430
营业外收入	8	4	0	0
营业外支出	3	2	0	0
利润总额	218	272	349	430
所得税	40	52	66	82
净利润	177	220	283	349
少数股东损益	36	41	52	65
归属母公司净利润	141	179	231	284
EBITDA	259	323	440	553
EPS (元)	0.69	0.73	0.95	1.16

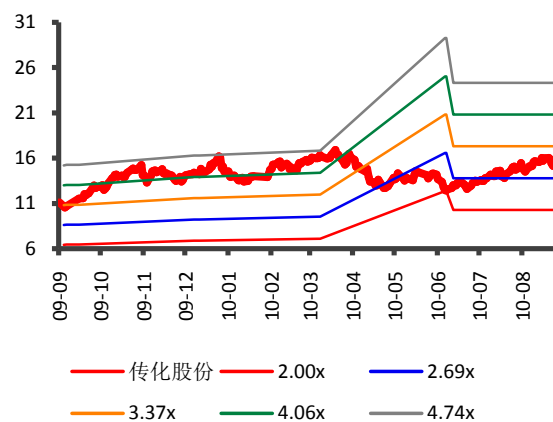
数据来源：公司资料、湘财证券研究所

图 16、传化股份最近一年 PE



数据来源：WIND、湘财证券研究所

图 17、传化股份最近一年 PB



数据来源：WIND、湘财证券研究所

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。