

传化股份(002010)调研报告

——公司增长能力充足

原材料/基础化工材料与制品

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2010 年 10 月 19 日

投资要点:

- 公司是我国纺织印染助剂行业的龙头企业, 同时在染料和化纤油剂领域也占有重要的地位。
- 相比于染料, 我国印染助剂的产量在世界总产量中的占比还较低, 提升的空间较大。
- 我国印染助剂的水平与国际先进水平相比还存在较大差距, 提高系列化、高性能和专用高档助剂的产业化能力将有助于逐步缩小这一差距。
- 纵观公司的发展, 当前公司正处于一个十分有利的发展阶段, 节能环保、染助一体化和雄厚的资金实力为公司创造了良好的内外部环境。
- 基于公司稳定的经营业绩, 和年均 20%左右的预测增长率, 给予公司股票 25 倍 P/E 是合理的。此外, 考虑到公司在专用化学品领域潜在的增长机会, 再给予一定的溢价。因此, 公司股票的市场价格在 20.00 元左右是合理的, 对应 2010 年、2011 年预期 P/E 值分别为 29.41 倍和 25.00 倍。
- 首次给予公司股票“谨慎推荐”的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (亿元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (亿元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	18.57	-0.70	1.41	88.91	0.58	22.26	26.2	
2010E	22.47	21.00	1.66	18.00	0.68		22.3	
2011E	25.84	15.00	1.94	17.00	0.80		20.0	
2012E								

注: 公司 2009 年 EPS 按最新股本摊薄。

走势图



市场数据

2010-10-18

收盘价:	15.19 元
52 周最高价:	16.94 元
52 周最低价:	11.47 元
平均持仓成本:	15.22 元

基本数据

2010Q2

总股本 (万股):	24,399
流通 A 股 (万股):	24,399
每股收益 (元):	0.30
每股净资产 (元):	5.13
每股经营现金流 (元):	-0.07
市净率:	2.96

分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550207100074

TEL: (8621)6336 7000-255

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

做大还可以做强

我国是世界纺织品第一大国，纺织染料及印染助剂的发展具有极其重要的影响意义。与纺织染料产量占世界的 60%相比，印染助剂仅占世界的 10%左右，差距十分明显。国际知名跨国企业占据着我国纺织印染助剂市场的第一集团，以传化股份、德美化工和江苏联胜为代表的国内企业仍然处于追随者的地位，技术差距成为短时间一道难以逾越的坎。随着纺织纤维对功能性和环保性要求的不断翻新和提高，技术竞争、服务竞争和营销竞争已经成为提升纺织助剂企业核心竞争力的关键所在。

回顾公司的发展历程可以用稳健来形容。公司从 04 年上市到 06 年募集资金项目全面建成投产，实现了第一步跨越。08 年公司通过收购大股东资产，实现了向染料生产领域的拓展，染助一体化系统解决方案的商业模式逐步形成。从 08 年到 09 年，公司成功地抵御了国际金融危机所带来的巨大冲击。2010 年对于公司来说又是历史性的一年，公司通过定向增发募集了 5.23 亿元资金，将投入 3 万吨/年有机硅柔软剂和 5 万吨/年化纤油剂两个项目，预计到 2012 年全面投产，届时，公司的营业收入和净利润规模又要上一个新的台阶。公司的经营业绩如同 1 所示。

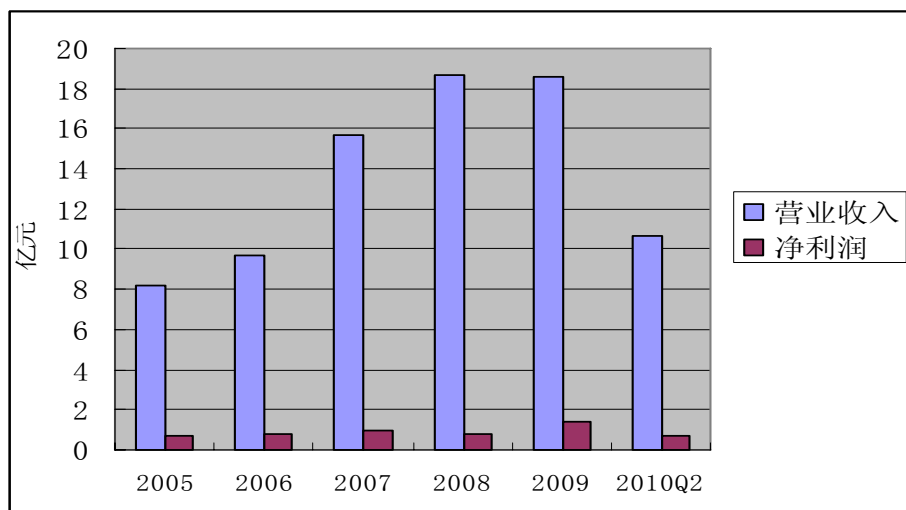


图 1 公司经营业绩示意图

数据来源：公司年报、东北证券

公司的战略定位是“国内最优秀、国际有影响力的纺织化学品系统集成商”。公司将着重于客户管理和建立竞争情报分析系统，加强技术研发的前瞻性和突破关键技术，加强供应链的优化等方面的工作。根据公司的有关研究报告认为，快速、高效、环保、节能的纺织品印染工艺符合发展的需要。纺织助剂尤其是后整理剂，是提高纺织品新穎化、高档化、功能化的工具，能够赋予织物多种特效功能。公司在阻燃涂层胶产品、同浴织物整理剂、低甲醛免烫整理剂产品等领域，已经具有符合欧盟和美国标准的产品，处于行业的领先地位。

纵观公司的发展，当前公司正处于一个十分有利的发展阶段。首先，目前的节能减排和环保之风，使得大量的小企业的生存环境越发艰难，这有利于公司进一步提高市场份额；其次，随着公司信誉的提升，公司竞争高端客户的能力也不断提高；再者，染助一体化也为公司开拓了大量的新客户。最重要的是，公司的资金实力雄厚，在研发、用人等方面可以进行更大地投入，同时在选择新建或收购的扩张方式时有了更大的回旋余

地。可以预见，随着我国纺织印染助剂产业在国际上的地位的进一步提升，公司有能力在技术和市场占有率两方面取得双丰收。

价值的进一步提升还需要时间

诚然公司自上市以来取得了很大的成绩，公司的价值也得到了极大地提升。然而，纺织印染助剂行业是一个充分竞争的行业，且进入壁垒相对较低，下游的印染企业又较为分散，使得行业的发展始终比较平稳。公司的发展能力虽然较强，但是，上有跨国巨头的技术压制，下有小企业的多方蚕食，决定了公司的发展速度也不可能十分超前。

公司今年实施的定向增发投入 3 万吨/年有机硅柔软剂项目值得关注，项目中提到，有机硅的供应将来自于传化集团控股的另一家上市公司新安股份。集团层面对于公司的发展给予了全方位的支持。同时，公司的增发得到了战略投资者的积极响应，大家普遍看好公司的发展前景。

路遥识马力，公司在纺织化学品行业多年的打拼，积淀已经非常深厚，进一步巩固和光大纺织印染助剂行业龙头作用当责无旁贷。相信，公司和传化集团一定会充分利用好这块优质的上市平台，将公司继续做大做强。

业绩预测

根据公司的经营状况，以及基本面情况，不考虑公司可能的收购行为，对公司 2010 年、2011 年的经营业绩预测如表 1 所示。

表 1 公司 2009、2010 年业绩预测表（单位：亿元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E
营业收入	18.71	18.57	22.47	25.84
营业成本	15.38	13.96	16.91	19.39
税金及附加	0.05	0.07	0.08	0.10
销售费用	0.92	1.21	1.50	1.70
管理费用	0.97	1.05	1.30	1.50
财务费用	0.19	0.11	0.08	0.10
资产减值损失	0.07	0.04	0.20	0.20
公允价值变动收益				
投资收益	0.02	0.00	0.12	0.03
营业利润	1.13	2.13	2.52	2.88
营业外收入	0.06	0.08	0.08	0.08
营业外支出	0.05	0.03	0.04	0.05
利润总额	1.14	2.18	2.56	2.91
所得税	0.15	0.40	0.51	0.55
净利润	0.99	1.77	2.05	2.36
归属母公司净利润	0.75	1.41	1.66	1.94
少数股东损益	0.25	0.36	0.39	0.42
EPS（元）	0.37	0.69	0.68	0.80

数据来源：公司年报、东北证券

估值及评级

基于公司稳定的经营业绩,和年均 20%左右的预测增长率,给予公司股票 25 倍 P/E 是合理的。此外,考虑到公司在专用化学品领域潜在的增长机会,再给予一定的溢价。因此,公司股票的市场价格在 20.00 元左右是合理的,对应 2010 年、2011 年预期 P/E 值分别为 29.41 倍和 25.00 倍。首次给予公司股票“谨慎推荐”的投资评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。