

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

传化股份(002010)

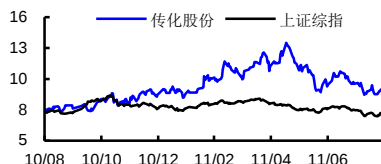
半年报点评

推荐

(维持评级)

2011年8月30日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本(百万股)	488.0/382.8
总市值(百万元)	4,670.0/3,663.7
沪深300/深圳成指	2,612.19/11,568.17
12个月最高/最低(元)	27.22/9.04

相关研究报告:

《传化股份:增发项目为公司染助一体化发展助力》——2009-9-23

《传化股份中报点评:中报业绩超预期》——2009-7-29

《传化股份:受益于下游复苏,毛利率有所提升》——2009-7-8

《传化股份:发展前景依然广阔》——2007-5-8

证券分析师:刘旭明

电话: 010-66025272

E-mail: liuxum@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070001

证券分析师:张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120013

证券分析师:吴琳琳

电话: 0755-82130615

E-mail: wulinl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120067

独立性声明:

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。

半年报点评

核心竞争力确保公司度过低迷期

●核心优势 VS 行业低迷,业绩仅下降 5%, EPS 为 0.14 元

棉花等原料价格波动加剧纺织行业的低迷状态,油价上涨导致原料价格上升,公司纺织化学业务受冲击较大。下游集中于棉布的活性染料下滑明显,影响公司净利润下降 735 万元。纺织化学品集成商战略推动主业助剂盈利保持增长,克服期间费用上升等负面因素,净利润仅下降 386 万,好于行业水平。

●马太效应及专注纺织化学品,支撑助剂盈利持续、快速增长

我们 09 年的推荐理由——马太效应依旧利好公司,专注纺织化学品推动上半年助剂收入增长 27%,好于行业和竞争对手,市场份额再度提高。上半年原料涨价增加成本压力,2 季度需求旺季公司顺利提价,上半年毛利率为 32%,仅下降 1 个百分点,毛利增长 22%。油价下跌缓解成本压力,棉花、化纤原料大幅波动带来的纺织低迷也将度过,未来公司助剂综合优势将保证盈利稳定增长。

●棉花减产导致活性染料业绩下滑,化纤油剂业务受益涤纶增长

棉花减产及价格大幅波动严重制约公司活性染料业务,收入和毛利分别下降 11%和 39%,经营活性染料的锦云公司净利润同比下降 58%至 1203 万。大股东承诺锦云公司今年 4915 万净利润,按股权比例弥补与实际数值的差额,但不会计入利润表而计入资本公积。今年棉花丰收在望,年底活性染料盈利将重归增长。今年涤纶受益棉花减产,公司作为化纤油剂龙头受益明显,收入和毛利分别增长 73 和 81%。未来化纤油剂将稳步增长,新产品也会逐步贡献业绩。

●风险提示

纺织行业需求低迷,公司收入增长受抑制。

●预计 11、12 年 EPS0.4、0.57 元,目标价 11.4 元,给予推荐评级

棉花即将丰收,纺织行业低迷期即将在 4 季度旺季来临后结束,重归增长。公司集成助剂、染料、化纤油剂的综合优势,纺织化学品业务增长稳定。第三代减水剂项目将在 4 季度投产,股权激励和集团支持将带来业绩新增量。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011 E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,857.22	2,281.23	2,799.96	3,440.40	4,197.29
(+/-%)	-0.73%	22.83%	22.7%	22.9%	22.0%
净利润(百万元)	140.89	143.45	188.15	275.51	336.61
(+/-%)	88.90%	1.81%	31.2%	46.4%	22.2%
每股收益(元)	0.69	0.59	0.39	0.56	0.69
EBIT Margin	11.72%	9.93%	9.8%	11.2%	11.2%
净资产收益率 (ROE)	20.25%	10.88%	12.9%	16.5%	17.5%
市盈率 (PE)	13.77	16.28	24.8	17.0	13.9
EV/EBITDA	8.54	9.31	18.0	12.7	10.8
市净率 (PB)	2.79	1.77	3.20	2.80	2.43

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	375	380	380	380	营业收入	2281	2800	3440	4197
应收款项	726	891	1094	1335	营业成本	1795	2190	2657	3241
存货净额	353	433	525	641	营业税金及附加	7	8	10	12
其他流动资产	38	46	57	69	销售费用	147	179	212	258
流动资产合计	1491	1750	2057	2426	管理费用	120	147	178	217
固定资产	270	297	327	352	财务费用	7	22	5	8
无形资产及其他	121	119	117	115	投资收益	12	0	0	0
投资性房地产	21	21	21	21	资产减值及公允价值变动	(7)	(7)	0	0
长期股权投资	33	33	33	33	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1935	2219	2553	2947	营业利润	211	247	379	460
短期借款及交易性金融负债	91	347	108	157	营业外净收支	5	2	0	0
应付款项	201	247	299	365	利润总额	217	249	379	460
其他流动负债	135	165	200	245	所得税费用	41	44	67	81
流动负债合计	427	759	607	767	少数股东损益	32	17	37	43
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	143	188	276	337
其他长期负债	9	9	9	9					
长期负债合计	9	9	9	9					
负债合计	436	768	616	776					
少数股东权益	181	194	222	254					
股东权益	1319	1462	1670	1926					
负债和股东权益总计	1935	2423	2509	2956					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	143	188	276	337
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	34	27	32	36
公允价值变动损失	7	7	0	0
财务费用	7	22	5	8
营运资本变动	(295)	(177)	(219)	(259)
其它	24	12	28	32
经营活动现金流	(86)	58	117	146
资本开支	(6)	(60)	(60)	(60)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(20)	(60)	(60)	(60)
权益性融资	504	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(35)	(46)	(67)	(81)
其它融资现金流	(137)	256	(239)	49
融资活动现金流	298	210	(305)	(32)
现金净变动	192	209	(249)	54
货币资金的期初余额	183	375	380	380
货币资金的期末余额	375	584	131	434
企业自由现金流	(94)	17	70	103
权益自由现金流	(231)	255	(173)	146

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.59	0.39	0.56	0.69
每股红利	0.14	0.09	0.14	0.17
每股净资产	5.41	3.00	3.42	3.95
ROIC	14%	14%	17%	18%
ROE	11%	13%	16%	17%
毛利率	21%	22%	23%	23%
EBIT Margin	9%	10%	11%	11%
EBITDA Margin	11%	11%	12%	12%
收入增长	23%	23%	23%	22%
净利润增长率	2%	31%	46%	22%
资产负债率	32%	40%	33%	35%
息率	1.5%	1.9%	2.9%	3.5%
P/E	16.3	24.8	17.0	13.9
P/B	1.8	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	11.2	18.0	12.7	10.8

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
电力设备与新能源		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
杨敬梅	021-60933160	传媒		有色金属	
张 弢	010-88005311	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		刘 明	010-88005319	龙 飞	
谢达成	021-60933161	非银行金融		通信	
		邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weinling@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn