

浙江龙盛（600352）：业务扩张，步入快速发展期

买入（上调）

化工行业/染料

当前股价：11.52 元

报告日期：2010 年 1 月 27 日

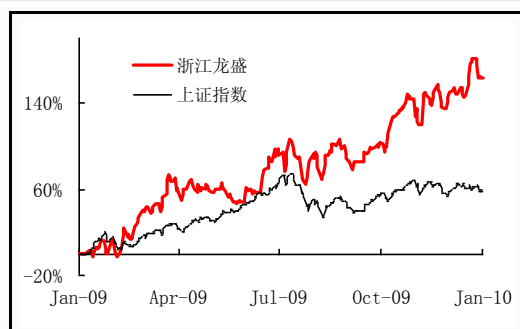
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	3,345	4,225	4,606	5,945
(+/-)	35.2%	26.3%	9.0%	29.1%
营业利润	422	522	797	1,226
(+/-)	74.4%	23.6%	52.6%	53.8%
归属于母公司 的净利润	388	470	658	1,023
(+/-)	82.4%	21.3%	39.9%	55.5%
每股收益（元）	0.29	0.36	0.50	0.78
净资产收益率	14.17%	14.58%	18.04%	22.60%
市盈率（倍）	40	33	23	15

公司基本情况（2010 年 1 月 26 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	131,800/131,800
流通市值（亿元）	151.83
每股净资产（元）	2.87
资产负债率（%）	56.21

股价表现（最近一年）



联系人—王会芹

021-58824282-829 wanghq@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

事件描述：

近期，我们对浙江龙盛进行了调研，就经营状况、公司未来几年的发展方向等与公司工作人员进行了交流。

投资要点：

- **侧重中间体，尝试多元化。**公司是我国染料龙头，主营分散染料、活性染料、中间体和减水剂四大系列产品。近几年中间体的利润占比逐步提高，成为公司的明星产品。未来将继续围绕目前主业延伸产业链、增大产能，并关注行业变化，涉足汽车配件等快速增长的领域，发展更趋多元化。
- **分散染料和中间体最具竞争力。**1) 公司在分散染料领域处于垄断地位，市场占有率达到40%。为公司贡献稳定的现金流。2) 公司活性染料的市场占有率为20%左右，提升空间较大。3) 公司间苯二胺产品在市场上具有绝对优势，市场占有率达到70%-80%；间苯二胺、间苯二酚、对苯二胺等中间体将成为未来发展的重点。4) 公司减水剂目前市场占有率相对较低，公司将通过继续收购再建扩大市场份额。
- **未来两年将步入快速发展时期。**预计2010年的主要增长点：1) 中间体间苯二胺产能将由2.5万吨扩大到3万吨；间苯二酚09年下半年投产的5千吨，加之新扩产产能，预计2010年将达到1.2万吨。2) 减水剂产能未来两年将可能通过并购扩张达到30万吨，预计2010年将达到20万吨。3) 分散染料产量将增加1万吨，达到10万吨。4) 印度2万吨活性染料将逐步释放产能，产量将达到6-7万吨。5) 控股子公司龙化的20万吨联碱、20万吨合成氨和10万吨浓硝酸将在3月份开始试生产。6) 公司新涉足的汽配业务，2010年仍将保持快速增长。
- **投资建议：**我们预计公司2009-2011年的EPS为0.50元、0.78元和0.93元；考虑可转债转股后股本摊薄，公司2010年-2011年的EPS分别为0.70元和0.84元，估值优势明显，上调评级为“买入”。综合目前化工行业、公司过去的市盈率情况和未来成长性，我们认为给予23倍的市盈率水平较为合理，12个月的目标价为16.1元。
- **风险提示。**1) 公司间苯二酚项目为新技术，盈利能力可能低于预期；2) 新增产能达产和收购时间可能慢于预期。

正文目录

1. 侧重中间体 尝试多元化	3
2. 公司未来两年将快速发展	5
2.1 纺织出口回暖将带动染料盈利提升	7
2.2 中间体将构建新的核心竞争力	8
2.3 减水剂将通过收购继续扩张	9
2.4 无机化工保障公司原料，丰富公司产品线	10
3. 盈利预测	11
4. 投资建议和风险提示	12

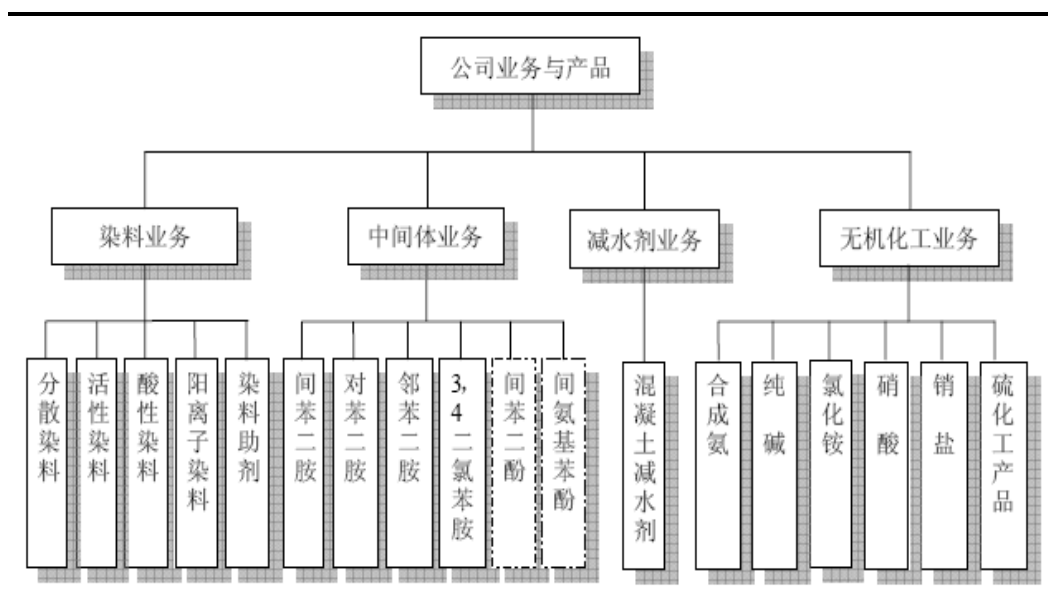
图表目录

图表 1 公司业务构成	3
图表 2 公司产品收入占比比较	3
图表 3 公司产品利润占比比较	3
图表 4 各产品毛利率情况	4
图表 5 公司业务扩张领域构成	4
图表 6 公司产品波士顿矩阵分析	5
图表 7 预计公司 2010 年主体业务产能增长情况	6
图表 8 公司产品产业链	6
图表 9 纺织服装出口不断回暖	7
图表 10 印染布产量增速逐月提高	7
图表 11 染料产量增速提高	7
图表 12 染料行业销售利润率回升	7
图表 13 2010 年间苯二胺下游需求构成	8
图表 14 我国帘子布产量情况	9
图表 15 间苯二酚价格走势	9
图表 16 减水剂成本构成	10
图表 17 工业萘价格走势	10
图表 18 硝酸价格走势	10
图表 19 纯碱价格走势	10
图表 20 预测损益表	12
图表 21 化工行业与公司 PE 估值比较	13
图表 22 化工行业与公司 PB 估值比较	13
图表 23 财务预测表	14

1. 侧重中间体 尝试多元化

公司是我国染料龙头，主要业务为分散染料、活性染料、中间体和减水剂四大系列产品。2009 年上半年四类产品收入占比为 74.37%，毛利占比为 82.25%。

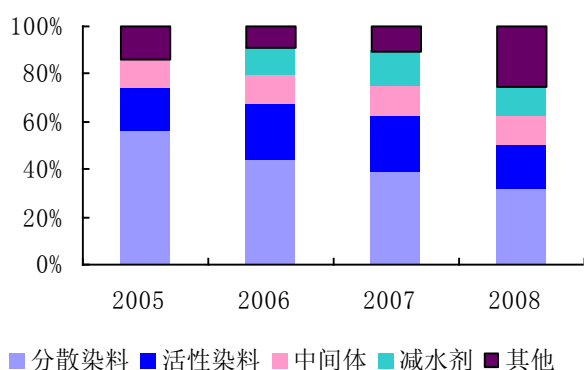
图表 1 公司业务构成



资料来源：公司招股说明书

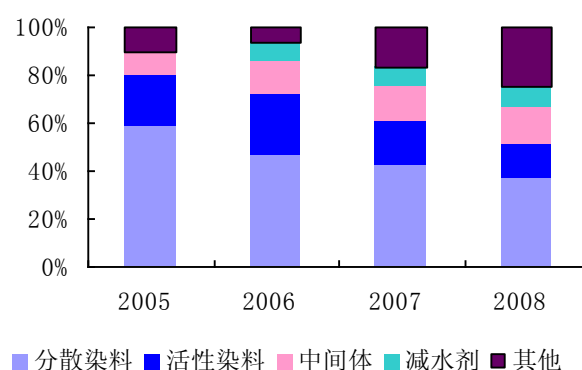
近几年，公司染料收入和利润占比逐年下降，中间体的利润占比逐年提高。

图表 2 公司产品收入占比比较



资料来源：公司历年年报，天相投顾整理

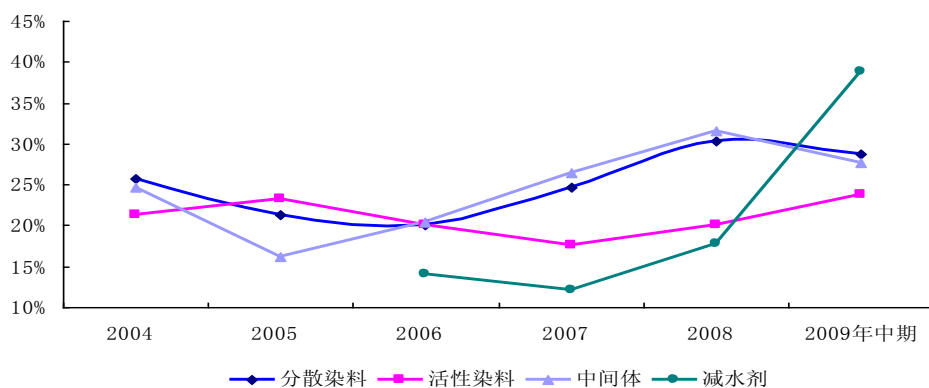
图表 3 公司产品利润占比比较



资料来源：公司历年年报，天相投顾整理

由于公司分散染料和中间体业务上具有绝对的竞争优势，毛利率一直保持较高水平；2009 年由于收购了减水剂的原料硫酸、甲醛的生产企业，减水剂业务的毛利率也有较大幅度提高。

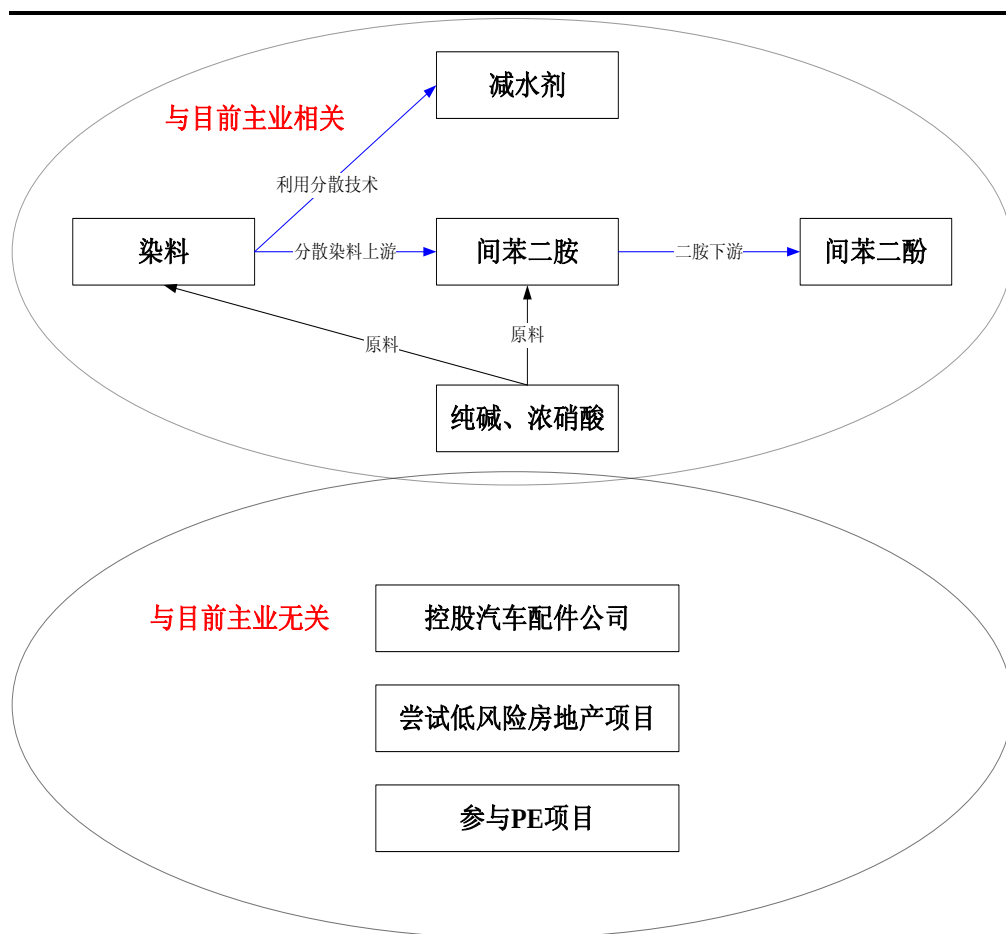
图表 4 各产品毛利率情况



资料来源：公司公告，天相投顾整理

公司资金充裕，2009年3季报货币资金为23亿元。为充分发挥资金效用，增加资本收益率，公司有意加大投资力度。首先围绕目前主业延伸产业链，增大产能；同时关注行业变化，涉足汽车配件等快速增长的领域，并参与多个PE项目，发展更趋多元化。

图表 5 公司业务扩张领域构成



资料来源：天相投顾整理

中间体是公司最佳明星产品

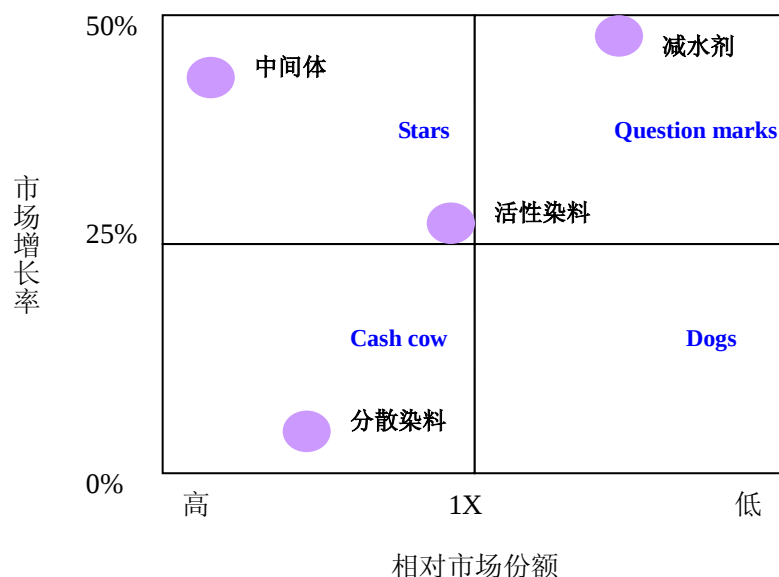
公司在分散染料领域处于垄断地位，与闰土和吉华控制近 80% 的市场份额。预计 2009 年产量约 9 万吨，市场占有率达到 40%。未来将为公司继续贡献稳定的现金流。

活性染料仍属于完全竞争状态，公司的市场占有率为 20% 左右，未来业绩增长主要依靠印度产能的释放，提升空间较大。

由于技术、生产工艺壁垒较高，中间体业务的毛利率较高。公司间苯二胺产品在市场上具有绝对优势，市场占有率达到 70%-80%，公司未来将重点发展中间体业务，间苯二胺、间苯二酚、对苯二胺将成为明星产品。

2006 年，公司利用原有分散技术和资金优势进入减水剂行业，目前市场占有率相对较低，公司将通过继续收购再建扩大市场份额。

图表 6 公司产品波士顿矩阵分析



资料来源：公司公告，天相投顾整理

注：市场增长率采用各产品销售额增长率；相对市场份额为产品各自市场占有率/份额最大或第二大公司市场占有率。

2. 公司未来两年将快速发展

正如上文的波士顿矩阵分析，公司未来将在保持分散染料业务稳定增长的基础上，着重发展具有技术优势而市场成长性高的中间体、活性染料业务；增加减水剂的投入，提高市场占有率。

预计 2010 年增加产能		增加 EPS
分散染料	分散染料产量预计将增加 1 万吨，达到 10 万吨	0.02
活性染料	印度 2 万吨活性染料将逐步释放产能，总产量预计将达到 6-7 万吨	0.02
中间体		
间苯二胺	间苯二胺产能将由 2.5 万吨扩大到 3 万吨	0.02
间苯二酚	09 年下半年投产的 5 千吨，加之新扩产产能，预计 2010 年将达到 1.2 万吨	0.01
对苯二胺	一期 5 千吨年底可达产	0.01
减水剂	目前减水剂产能约 12 万吨，未来两年将通过并购扩张，达到 30 万吨，预计 2001 年将达到 20 万吨	0.02
无机化工	控股子公司龙化的 20 万吨联碱、20 万吨合成氨和 10 万吨浓硝酸将在 3 月份开始试生产	0.01

公司产品种类较多，用途很广，主要下游领域包括纺织印染、汽车帘子布、混凝土施工等。2010 年下游需求将继续好转，公司适时扩张产能将大幅提升业绩。

```
graph LR
    A[煤/石油] --> B[苯/焦化苯]
    A --> C[工业萘]
    A --> D[氢气]
    A --> E[间苯二硝]
    A --> F[间苯二胺]
    A --> G[间苯二酚]
    A --> H[分散染料]
    A --> I[活性染料]
    A --> J[减水剂]
    A --> K[纯碱]
    A --> L[氯化铵]
    B --> D
    B --> E
    C --> F
    C --> G
    D --> H
    E --> I
    F --> J
    G --> K
    H --> L
    I --> M[汽车]
    J --> N[印染纺织]
    K --> O[建筑/基础设施]
    L --> P[房地产等]
    M --> Q[农业]
```

注：紫色底是公司产品，红色底是公司自给的原料



2.1 纺织出口回暖将带动染料盈利提升

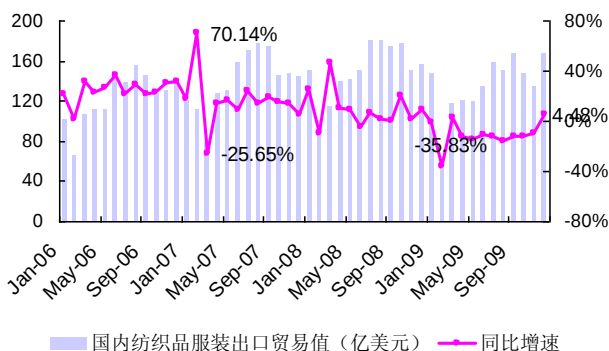
染料属于精细化工行业，包括酸性染料、碱性染料、直接染料、还原染料、活性染料、硫化染料、溶剂染料、分散染料等。最大用户是纺织行业，其用量占染料产量的 90%。

2009 年 1-12 月我国纺织品服装累计出口 1670.24 亿美元，同比下降 9.8%，与 11 月-11.15% 的增速相比上升 1.35 个百分点。12 月单月出口额 167.87 亿美元，同比增长 4.48%，自 3 月以来首度转正；环比增长 20.26%，增幅明显。

直接指标印染布产量增速逐月提高，11 月单月增速达到 20.6%。染料行业的盈利水平也恢复至较为合理的水平。

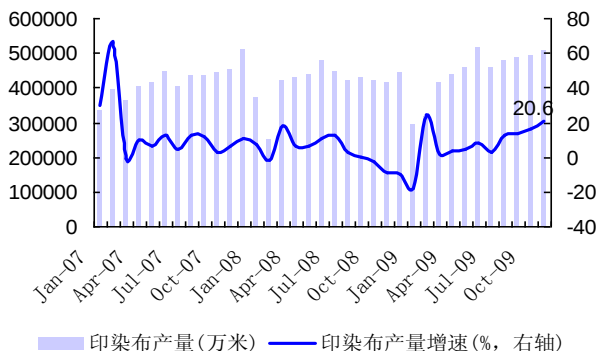
预计 2010 年纺织服装出口将继续增长，公司的染料销量有望进一步提高。

图表 9 纺织服装出口不断回暖



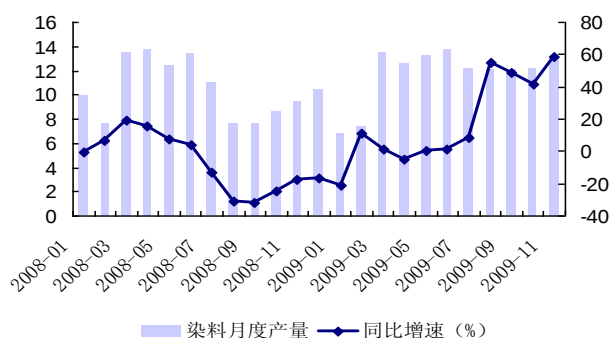
资料来源：国家统计局

图表 10 印染布产量增速逐月提高



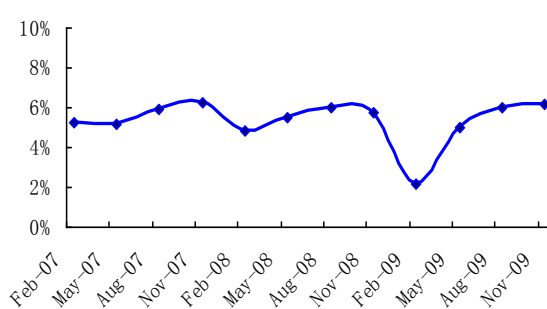
资料来源：国家统计局

图表 11 染料产量增速提高



资料来源：国家统计局

图表 12 染料行业销售利润率回升



资料来源：国家统计局

分散染料将维持高盈利水平

公司分散染料产量连续多年位居世界首位。预计 2009 年产量为 9 万吨左右，2010 年将达到 10 万吨。销售价格较前期略有提高，目前市场价为 2.2-2.3 万元/吨。

公司在分散染料领域具有较强的议价能力，且主要原料间苯二胺自给，预计未来两年公司分散染料仍将维持较高的盈利水平。销量提升将增加公司收入 1.88 亿元。

活性染料市场份额将逐步提高

活性染料(Reactive Dyes)是指染料分子中带有活性基团的一类水溶性染料,其分子结构常由染料母体与活性基团两部分组成,染色过程中染料母体通过活性基与纤维反应生成共价键,得到稳定的“染料-纤维”有色化合物的整体,使染色成品有很好的耐洗牢度和耐摩擦牢度。活性染料具有色泽鲜艳、色谱齐全、价格较低、染色工艺简单、匀染性良好等优点,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,是目前染料工业中发展最快的一种染料。

公司在活性染料领域没有定价权,主要跟随市场定价,目前价格在 2.1-2.2 万元/吨。公司在印度合资新建的 2 万吨活性染料去年投产,今年将释放产能。预计产量将由 09 年的 4.6 万吨,提高到 6-7 万吨。

去年 12 月,德国染料巨头 dystar 破产,其在活性染料行业市场占有率较高。公司有望借机进一步扩大海外市场份额。

2.2 中间体将构建新的核心竞争力

中间体是公司近年来快速发展的业务,有效实现了染料业务的上游产业链延伸。目前公司中间体产品包括间苯二胺、间苯二酚、邻苯二胺、对苯二胺等,间苯二胺是目前最主要的产品,国内市场占有率为 70-80%,产量位于国内首位。间苯二胺、间苯二酚和对苯二胺 3 种产品在未来两年具有较大扩张。

间苯二胺受需求领域扩展和公司配套需求拉动将继续扩张

间苯二胺是一种重要的化工中间体。被广泛用于偶氮类分散染料、活性染料、硫化染料、媒染染料、直接染料和毛皮染料等染料的合成与环氧树脂固化剂、橡胶助剂、医药、媒染剂、染发剂、显色剂、涂料工业、水泥促凝剂和石油添加剂等产品的制取。

近些年,随着间苯二胺规模化生产装置的建设以及生产技术与工艺的不断改进,生产成本逐渐下降,有力推动了间苯二胺在其他相关领域的应用。除染料等传统应用领域外,以间苯二胺为原料生产间位芳纶、间苯二酚为代表的新兴应用领域不断得到开发,间苯二胺的需求量迅猛增加。预计至“十一五”末国内市场对间苯二胺的需求量将达到 5.3 万吨,出口市场对间苯二胺的需求量将达到 1.5 万吨,合计约 6.8 万吨。

图表 13 2010 年间苯二胺下游需求构成

需求领域	需求量(万吨)	占比
染料	1.65	24.26%
间苯二酚	2.5	36.76%
环氧树脂固化剂	0.5	7.35%
其它	0.65	9.56%
出口	1.5	22.06%
合计	6.8	100%

资料来源:天相投顾整理

公司间苯二胺的生产规模、生产工艺和市场占有率均处国内领先水平。目前具有间苯二胺产能 2.5 万吨,3 千吨左右用于生产分散染料,50%用于出口,其余销售给国内的染料企业,包括闰土和吉华。公司技术是与浙江工业大学合作开发,自己进行的产业化;采用连续式生产方法,催化加氢而不是铁粉还原,具有产率高、废水排放



少的优点。

我们预计 2010 年公司间苯二酚继续扩产，间苯二胺的产量将继续增加，间苯二胺销量继续提高。

间苯二酚将成为新的核心产品

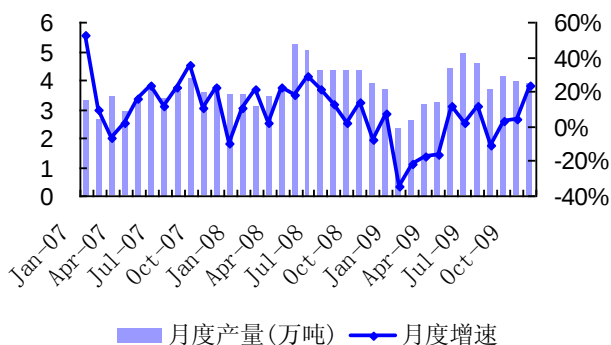
间苯二酚是一种重要的有机化工原料，广泛应用于农药、染料、涂料、医药、塑料、橡胶、电子化学品等领域。国内主要用来生产间苯二酚甲醛胶黏剂，用于轮胎帘子布浸胶剂。

2008 年国内间苯二酚的市场需求约为 1.8 万吨。随着间苯二酚下游帘子布等产品的增长，我国的间苯二酚需求量将会保持较高的增速。由于受到生产设备与技术的制约，间苯二酚一直属于我国持续进口依存度较高的精细化工产品之一，2008 年我国进口间苯二酚 1.03 万吨，具有较大的进口替代空间。

公司间苯二酚 09 年下半年投产 5 千吨，预计 2010 年产量将达到 1.2 万吨。

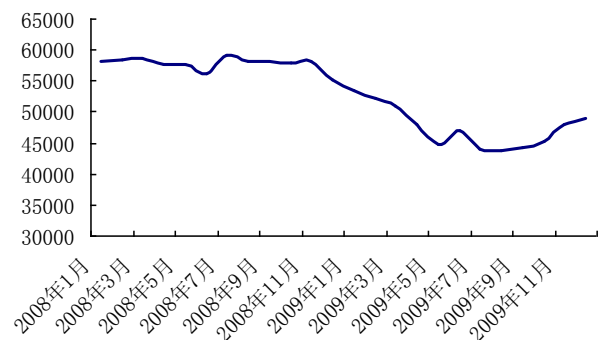
目前，间苯二酚工业化的合成路线有两条：以苯为原料的磺化碱熔法和以间二异丙苯为原料的氧化水解法。国内间苯二酚生产企业普遍采用污染大、技术落后及成本高的磺化碱熔工艺路线，年生产能力均在 2,000 吨左右，生产规模偏小。公司充分利用已有技术优势，现已开发出间苯二胺水解生产间苯二酚的方法（1.1: 1），采用一种专用复合催化剂，间苯二胺转化率可以达到 99%以上，产品达到较高的收率，竞争优势突出。

图表 14 我国帘子布产量情况



资料来源：国家统计局

图表 15 间苯二酚价格走势（99.9%，单位：元/吨）



资料来源：石化协会

2.3 减水剂将通过收购继续扩张

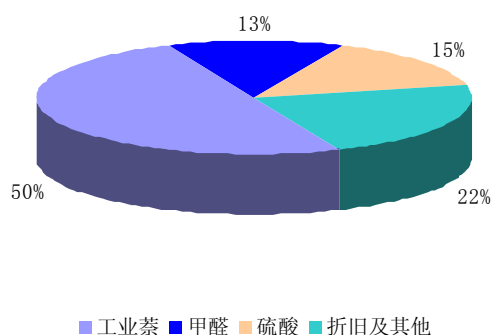
公司 2009 年高效减水剂产量 12 万吨，两年内计划通过收购达到 30 万吨，预计 2010 年将可达到 20 万吨。目前市场价在 4-5 千元/吨。

减水剂能够大幅节约水泥使用量、降低成本、提高混凝土标号。国外使用广泛，80%-90%的建筑采用，国内只有 10%使用，市场空间较大。根据建材组预测，2009 年水泥产量增速将达到 12%，减水剂的需求将继续攀升。公司产能扩张将得到充分消化。

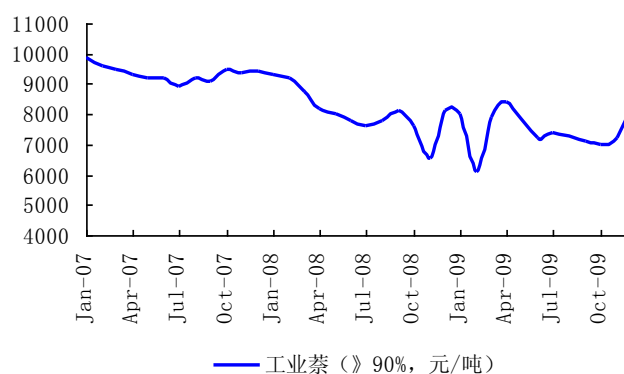
公司通过收购相关配套设施的生产企业，甲醛、硫酸等原料实现自给，只有工业萘从外采购。公司将通过资金周转，增加预付款来降低采购价格。

工业萘作为石油或煤炭的产出品，价格较 2009 年上半年有所上涨；预计公司 2009 年下半年和 2010 年减水剂毛利率将较 09 年上半年有所下降，预计在 20%左右。

图表 16 减水剂成本构成



图表 17 工业萘价格走势



资料来源：天相投顾整理

资料来源：石化协会

2.4 无机化工保障公司原料，丰富公司产品线

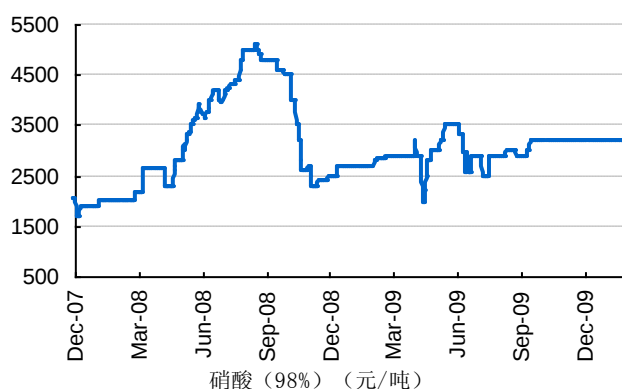
公司控股子公司龙山化工的一期项目已经建成，预计 3 月份投产；联碱、合成氨和浓硝酸的产能分别为 20 万吨、20 万吨、10 万吨。项目投产后，原来的老厂将关闭，9 千万元的政府补偿款也将全部到账。项目位于萧山临江工业园区，可充分利用园区配套设施，降低能耗。

公司的纯碱为浙江省产能最大的装置，临近终端消费区域，目前纯碱的出厂价为 1300 元/吨。随着下游玻璃等需求的逐步恢复，纯碱的盈利能力将明显好于 2009 年。

浓硝酸公司自用 5 万吨，用于染料生产，其余对外销售。

预计 2010 年一期项目将实现收入 2.93 亿元，贡献 EPS0.02 元。

图表 18 硝酸价格走势



图表 19 纯碱价格走势



资料来源：百川资讯

资料来源：百川资讯

3. 盈利预测

1) 产品销量和价格假设

		2009E	2010E	2011E
染料				
分散染料	销量 (吨)	90,000	100,000	100000
	价格 (元/吨)	21,966	22,000	23,000
	毛利率	28.70%	28.50%	28.50%
活性染料	销量 (吨)	42750	64350	69300
	价格 (元/吨)	21,882	22,320	22,543
	毛利率	22.30%	21.20%	20.50%
中间体				
间苯二胺	对外销售 (万吨)	2.2	1.34	2.18
	价格 (元/吨)	25,300	26,000	26,000
	毛利率	39.5%	40.0%	40.0%
间苯二酚	销量 (万吨)	0.25	1.2	1.8
	价格 (元/吨)	35,100	35,500	36,000
	毛利率	40%	40%	40%
减水剂				
减水剂	销量 (万吨)	12	16	30
	价格 (元/吨)	4,700	4,600	4,600
	毛利率	23.20%	20.00%	20.00%
无机化工				
浓硝酸	产量 (万吨)		5	18
	对外销售			13
	价格 (元/吨)			3,500
纯碱	销量 (万吨)		5	10
	价格 (元/吨)		1,350	1,400
氯化铵	销量 (万吨)		12.6	36
	价格 (元/吨)		750	850
	双吨成本 (元/吨)		1568	1568

2) 公司 2010 年年初通过收购股权并追加债务的方式注资杭州巨城和临安汇锦公司, 期限至 2010 年底。预计将为公司 2010 年带来 1.86 亿元的投资收益。

3) 财务数据

	2009E	2010E	2011E
销售费用率	3.10%	3.00%	3.00%
管理费用率	5.50%	5.10%	5.10%
股利支付率	25%	25%	25%

4) 公司参股的 PE 项目, 短期内难以在报表上体现收益, 暂不考虑其影响。

公司近几年参与了几个 PE 项目, 其中持股 9.55% 的滨化集团已经过会, 由于限售期为三年, 且采用成本法核算长期股权投资, 这部分收益不能在报表上体现。虽然也不排除公司采用通过大宗交易系统减持的可能性, 但从公司目前的资金状况来看,



这种可能性相对较低。

图表 20 预测损益表（单位：万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	334,544	422,541	460,563	594,510	835,305
增长率	35.2%	26.3%	9.0%	29.1%	40.5%
减：营业成本	259,483	313,651	339,580	443,882	619,566
营业税金及附加	834	1,205	1,151	1,486	2,088
资产减值损失	935	7,978	2,878	178	251
毛利	74,227	107,685	119,832	149,141	213,650
增长率	62.50%	45.07%	11.28%	24.46%	43.25%
销售费用	10,473	14,092	14,277	17,835	25,059
管理费用	15,688	26,777	25,331	30,320	42,601
财务费用	6,660	12,619	3,164	3,985	9,104
期间费用率	9.81%	12.66%	9.29%	8.77%	9.19%
投资净收益	1,347	6,447	5,527	25,734	10,024
加：公允价值变动净收益	428	-428	0	0	0
营业利润	42,247	52,237	79,709	122,557	146,659
营业利润率	12.63%	12.36%	17.31%	20.61%	17.56%
增长率	74.42%	23.65%	52.59%	53.76%	19.67%
加：营业外收入	535	1,836	1,157	1,273	418
减：营业外支出	772	1,944	878	966	251
其中：非流动资产处置					
净损失	84	159	-	-	-
利润总额	42,010	52,129	79,988	122,864	146,826
增长率	74.61%	24.09%	53.44%	53.60%	19.50%
利润率	12.56%	12.34%	17.37%	20.67%	17.58%
减：所得税费用	3,570	5,102	4,495	4,495	4,496
净利润	39,284	47,923	67,990	104,434	124,802
净利润率	11.74%	11.34%	14.76%	17.57%	14.94%
增长率	82.96%	21.99%	41.87%	53.60%	19.50%
归属于母公司净利润	38,774	47,047	65,814	102,346	122,306
少数股东权益	510	876	2,176	2,089	2,496
EPS(元)	0.29	0.36	0.50	0.78	0.93
EPS（转债全部转股）				0.70	0.84

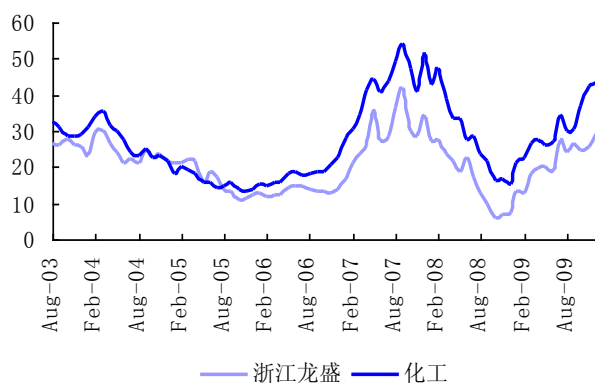
数据来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

4. 投资建议和风险提示

我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 为 0.50 元、0.78 元和 0.93 元；公司 12.5 亿元可转债 3 月 15 日将进入转股期，假设全部转股，考虑股本摊薄，预计公司 2010 年-2011 年的 EPS 分别为 0.70 元和 0.84 元，公司目前的估值优势明显，上调投资评级为“买入”。

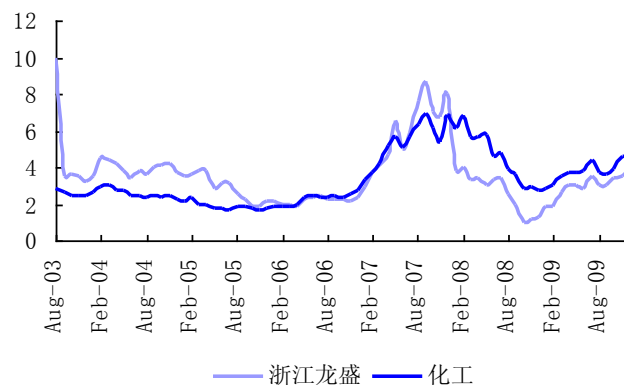
公司过去的 PE 水平相对整个化工行业处于低位，这主要由于公司主业染料业务市场扩张空间有限，增长率较低。未来公司将侧重发展中间体和减水剂等业务，成长性将有所提升，预计 PE 估值水平也将有所提高。综合目前化工行业的平均市盈率水平、公司过去的市盈率情况和未来成长性，我们认为给予 23 倍的市盈率水平较为合理，12 个月目标价为 16.1 元。

图表 21 化工行业与公司 PE 估值比较



资料来源：天相投资分析系统

图表 22 化工行业与公司 PB 估值比较



资料来源：天相投资分析系统

风险提示：1) 公司间苯二酚项目为新技术，盈利能力可能低于预期；2) 新增产能达产和收购时间可能慢于预期。

图表 23 财务预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E	单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	4,220	6,125	6,102	7,521	10,232	营业收入	3,345	4,225	4,606	5,945	8,353
现金/交易性金融	857	1,126	1,151	1,189	1,336	营业成本	2,595	3,137	3,396	4,439	6,196
应收票据/帐款	985	1,005	1,290	1,665	2,339	营业税金及附加	8	12	12	15	21
其他流动资产	818	1,281	1,082	1,397	1,963	销售费用	105	143	143	178	251
长期投资	374	566	553	713	1,002	管理费用	157	253	253	303	426
固定资产	1,089	1,565	1,704	2,140	3,007	EBIT	471	773	773	1,008	1,457
无形资产及其它	77	542	322	416	585	财务费用	67	-3	32	40	91
总负债	8,420	12,212	12,205	15,041	20,465	投资收益	13	55	55	257	100
						公允价值变动					
无息负债	1,447	2,838	2,335	2,899	4,698	损益	428	-	-	-	-
有息负债	821	1,042	1,359	1,754	2,464	营业利润	422	522	797	1,226	1,467
股东权益	626	1,795	976	1,145	2,234	所得税	27	42	120	184	220
股本	2,773	3,287	3,768	4,622	5,535	少数股东损益	5	9	22	21	25
公积金、公益金	659	659	1,318	1,318	1,318	归母公司净利润	388	470	658	1,023	1,223
未分配利润	1,259	1,238	609	701	842	EPS	0.29	0.36	0.50	0.78	0.93
少数股东权益	788	1,234	1,686	2,423	3,166						
负债与权益合						财务比率					
计	54	129	155	179	209						
现金流量表						增长率					
单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	3	728	664	805	1,127	营业收入	29.09%	20.88%	8.27%	30.72%	39.58%
净利润	393	479	680	1,044	1,248	净利润	82.38%	21.33%	39.89%	55.51%	19.50%
折旧摊销	96	146	147	184	259	盈利能力					
财务费用	33	53	32	40	91	毛利率	22.44%	25.77%	26.27%	25.34%	25.83%
投资收益	-13	-64	55	257	100	净利率	11.74%	11.34%	14.76%	17.57%	14.94%
营运资金变动	-542	-94	167	208	373	ROE	14.17%	14.58%	18.04%	22.60%	22.55%
其它	9	80	29	2	3	ROIC	16.94%	17.70%	22.53%	28.87%	30.64%
投资活动现金流	-579	-1,084	196	-420	-623	偿债能力					
资本支出	-592	-1,149	141	-677	-1,300	资产负债率	34.30%	46.33%	38.26%	38.55%	45.91%
其他投资	13	64	55	257	677	流动比率	1.86	1.50	1.59	1.53	1.23
筹资活动现金流	1,083	626	-835	-348	-356	营运能力					
借款变动	119	830	-463	169	524	资产周转率	0.98	0.82	0.75	0.87	0.94
普通股增加	69	-	659	-	-	存货周转率	6.57	7.15	6.74	6.63	6.87
资本公积增加	1,094	-46	-659	-	-	收款周期	64.26	52.57	58.08	63.89	61.62
股利分配	-	132	172	265	325	估值比率					
其他	-199	-26	-200	-252	-555	PE	19.66	16.21	23.17	14.90	12.47
现金净增加额	507	269	25	38	147	PB	2.75	2.32	4.05	3.30	2.76
						EV/EBITDA	13.03	9.02	16.38	12.75	9.41

资料来源: 公司报表、天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100