

涂料油漆制造



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

浙江龙盛 (600352)

业绩符合预期, 竞争力进一步提升

推荐 (维持)

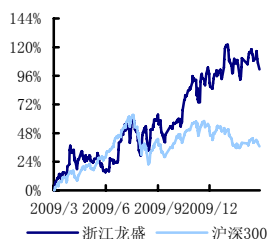
市场数据

报告日期	2010-3-16
收盘价(元)	11.70
52周最高/最低(元)	16.17/6.70
总股本(百万股)	1328.30
流通股本(百万股)	1318.00
总市值(百万元)	15541.11
流通市值(百万元)	15420.60
每股净资产(元)	3.01

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4619	5889	7057	8407
同比增长(%)	9.3%	27.5%	19.8%	19.1%
净利润(百万元)	669	870	1007	1208
同比增长(%)	44.2%	30.0%	15.7%	19.9%
毛利率(%)	25.5%	27.0%	26.5%	26.5%
净利率(%)	14.5%	14.8%	14.3%	14.4%
每股收益(元)	0.50	0.65	0.76	0.91
每股经营现金流(元)	-0.43	0.72	0.86	0.97

股价走势



投资要点

事件:

浙江龙盛公布 2009 年年报, 报告期实现营业总收入 46.19 亿元, 同比增长 9.32%; 营业利润 7.51 亿元, 同比增长 46.31%, 归属于上市公司股东的净利润 6.69 亿元, 同比增长 44.22%。公司实现每股收益 0.51 元, 加权平均净资产收益率 19.06%, 每股经营性净现金流量-0.43 元。公司同时公布利润分配预案, 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元(含税)。

点评:

浙江龙盛 09 年全年的经营业绩与我们此前 0.52 元的预测基本一致, 在 2009 年初金融危机蔓延以及市场环境剧烈变化的情况下, 公司依靠出色的整体竞争能力抵御了行业波动, 实现了快速增长。公司净利润增长原因主要有两点, 即营业收入的增长和财务费用的下降。

- **收入略增、毛利率趋稳。**09 年全年浙江龙盛销售收入保持小幅增长, 报告期实现营业总收入 46.19 亿元, 同比增长 9.32%; 分散染料和减水剂业务的销售收入分别增长 5.95% (达 13.92 亿元)、20.06% (达 6.34 亿元), 是收入增长的主要动力; 而活性染料、中间体的销售收入分别为 6.76 亿元、5.38 亿元, 同比下降-13.70%、-0.79%。分散染料和减水剂销量增长较大, 因此在单价下跌的情况下依然实现增长。

相关报告

《率先走出经营低谷》
2009-8-28

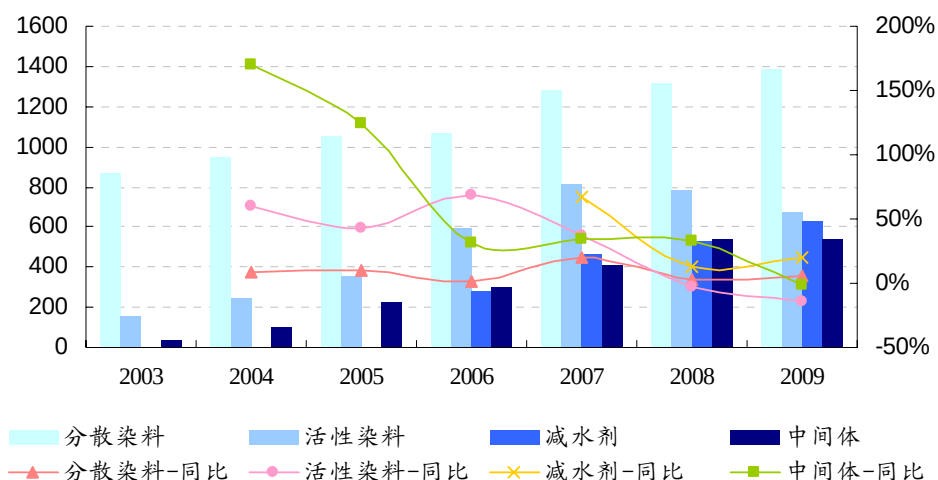
《染料业务重入正轨, 拟发转债逢低扩张》2009-4-3

《内增外扩进展顺利》
2008-04-22

《向上游延伸产业链的有益举措》2008-04-07

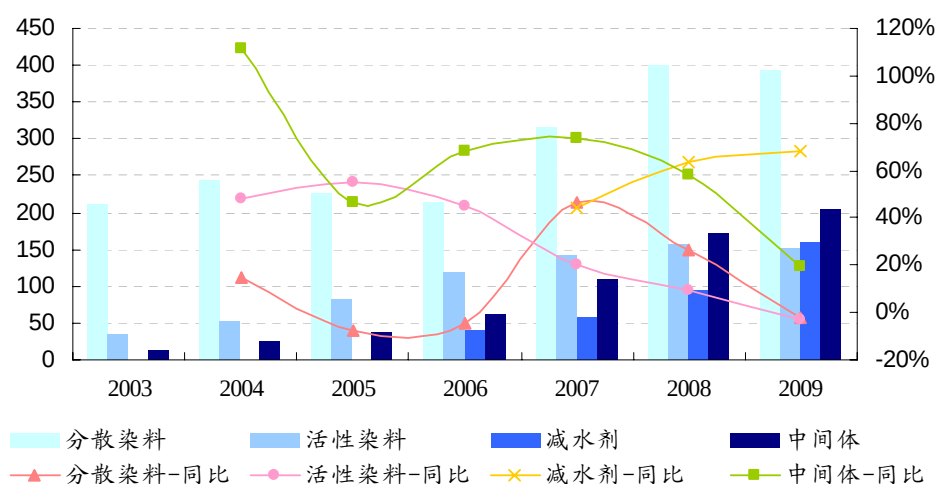
《内生与外延增长并举, 染料王者的新征程》2008-01-14

图 1 浙江龙盛主要产品历年收入及增长率（百万元）



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

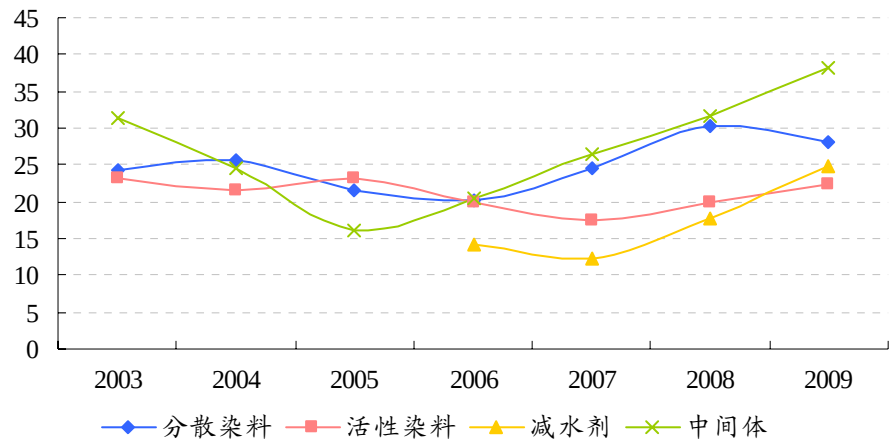
图 2 浙江龙盛主要产品历年毛利及增长率（百万元）



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

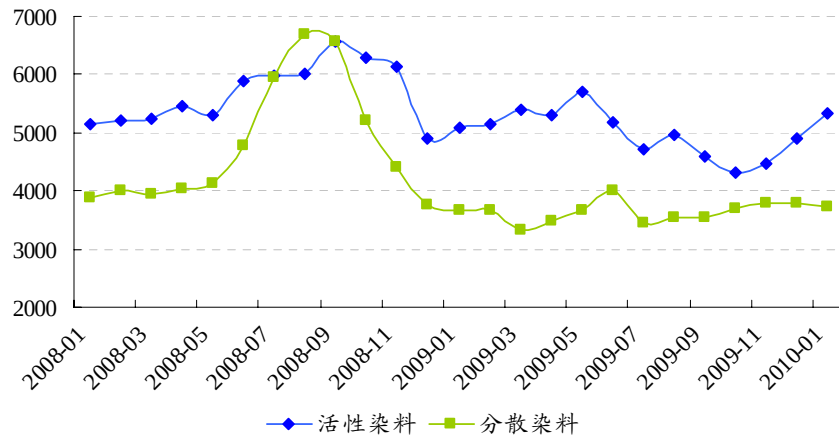
报告期内公司综合毛利率为 25.51%，与去年同期基本持平（25.77%），其中收入占比较高的分散染料下跌 2.23 个百分点，公司活性染料、减水剂、中间体的毛利率分别上升了 2.46、7.13 和 6.47 个百分点。我们认为，分散染料 09 年以来涨幅相对滞后，因此毛利率降低，而后三者毛利率提升主要受益于产品原料价差的扩大，以及公司的成本控制和议价能力。

图 3 浙江龙盛各项业务历年毛利率变化 (%)



数据来源：公司报告，兴业证券研发中心

图 4 08 年以来中国分散染料和活性染料出口均价走势 (美元/吨)

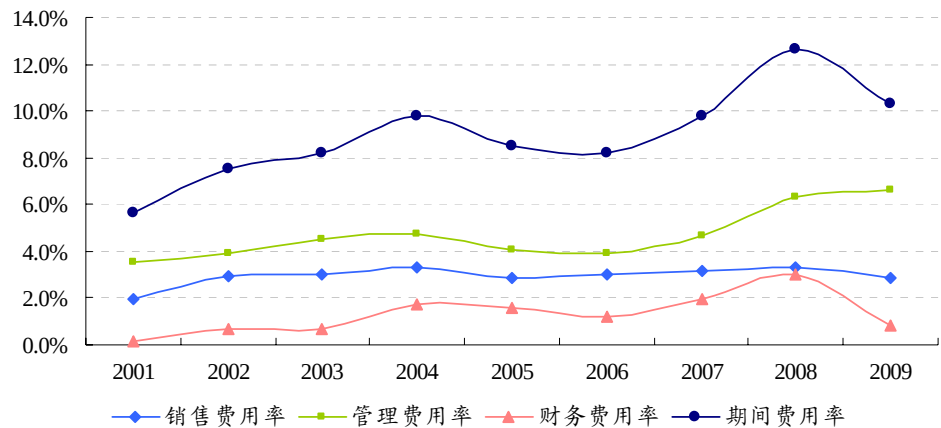


数据来源：中国海关，兴业证券研发中心

- **财务费用降低助益净利润提升。**2009 年浙江龙盛的期间费用由 2008 年同期的 5.35 亿元降低至 4.78 亿元，期间费用率由上年同期的 12.66% 下降为 10.34%，其中财务费用由 2008 年的 1.26 亿元大幅压缩至 3955 万，同比下降 68.66%，主要原因有三：（1）报告期以票据结算较多，流动资金借款减少，相应利息支出减少；（2）公司 2009 年通过公开发行可转债募集资金，货币资金增加相应利息收入增加；（3）银行贷款利率降低。

另外，公司实际所得税率由 2008 年的 8.07% 提升至 2009 年的 9.36%，主要原因是部分子公司优惠政策到期。

图 5 浙江龙盛历年期间费用率变化



数据来源：兴业证券研发中心

- **地产业务消耗经营性现金流。**2009 年浙江龙盛经营性现金流为-5.69 亿元，折合每股-0.43 元，主要原因是公司房地产业务投入较大，土地开发成本和土地出让保证金支出较多，以及考虑原材料涨价，存货采购较多。公司剔除房地产业务后经营活动现金流量净额为 6.58 亿元，折合每股 0.50 元。

- **公司未来业务发展展望。**09 年下半年以来，国内印染布产量快速回升，纺织化学品行业已经复苏，目前随着春节长假结束，下游企业开工率提升，染料需求将逐步趋旺，预计龙盛的染料业务在 2010 年仍将保持平稳增长，并受益于行业集中度的进一步提升；国际市场方面，染料巨头德司达的破产将带来全球染料行业格局的重大变化，也为公司向国际化大步迈进创造了机遇。

浙江龙盛于 2008 年收购的子公司浙江龙化（持股 91.65%）主营纯碱、氯化铵、浓硝酸等基础化工产品，其整体迁建项目预计将于 2010 年 2 季度竣工投产，从而将为公司带来新的收入和利润增量。

- **维持“推荐”评级。**作为中国染料行业的龙头，浙江龙盛在开发新产品、延伸产业链等方面成效显著；同时公司正积极开拓国际市场（通过在印度设立合资公司开拓活性染料业务、通过新加坡 KIRI 公司筹备参与收购德司达资产），向具有全球竞争力的专用化学品生产服务商方向迈进。在产业投资领域，以滨化股份为代表的一系列股权投资项目也将成为公司的潜在增长点。

我们暂不考虑可转债转股和股权激励进一步行权带来的影响（短期股本摊薄和长期利润贡献），同时暂未将房地产业务纳入预测，维持公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.65 和 0.76 元的预测，并引入 2012 年每股收益 0.91 元的预测，维持“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5844	5217	5866	6776
货币资金	1472	1000	1050	1100
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	847	770	923	1099
其他应收款	760	681	816	973
存货	1572	1489	1541	1774
非流动资产	3526	4458	5319	6066
可供出售金融资产	103	30	30	30
长期股权投资	453	500	550	600
投资性房地产	7	0	0	0
固定资产	1352	2355	3201	3908
在建工程	968	910	880	865
油气资产	0	0	0	0
无形资产	609	620	630	637
资产总计	9369	9675	11185	12841
流动负债	3221	2818	3559	4272
短期借款	969	940	1368	1674
应付票据	1239	1075	1297	1545
应付账款	479	430	519	618
其他	534	373	375	436
非流动负债	1848	1780	1765	1754
长期借款	296	326	356	386
其他	1552	1455	1409	1368
负债合计	5069	4598	5324	6026
股本	1318	1328	1328	1328
资本公积	763	763	763	763
未分配利润	1754	2486	3224	4120
少数股东权益	300	330	368	417
股东权益合计	4300	5077	5862	6815
负债及权益合计	9369	9675	11185	12841

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	669	870	1007	1208
折旧和摊销	172	231	360	486
资产减值准备	-41	54	28	34
无形资产摊销	22	24	26	28
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	40	71	98	120
投资损失	-82	-40	-46	-53
少数股东损益	24	31	38	48
营运资金的变动	1422	190	310	508
经营活动产生现金流量	-493	961	1139	1292
投资活动产生现金流量	-739	-1111	-1189	-1182
融资活动产生现金流量	1569	-322	100	-60
现金净变动	337	-472	50	50
现金的期初余额	1126	1472	1000	1050
现金的期末余额	1463	1000	1050	1100

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4619	5889	7057	8407
营业成本	3441	4298	5188	6180
营业税金及附加	12	16	20	24
销售费用	133	177	212	252
管理费用	305	377	438	504
财务费用	40	71	98	120
资产减值损失	20	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	82	40	46	53
营业利润	751	990	1148	1380
营业外收入	25	0	0	0
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	765	990	1148	1380
所得税	72	89	103	124
净利润	693	901	1045	1256
少数股东损益	24	31	38	48
归属母公司净利润	669	870	1007	1208
EPS (元)	0.50	0.65	0.76	0.91

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	9.3%	27.5%	19.8%	19.1%
营业利润增长率	46.3%	31.7%	16.0%	20.2%
净利润增长率	44.2%	30.0%	15.7%	19.9%
盈利能力(%)				
毛利率	25.5%	27.0%	26.5%	26.5%
净利率	14.5%	14.8%	14.3%	14.4%
ROE	16.7%	18.3%	18.3%	18.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	54.1%	47.5%	47.6%	46.9%
流动比率	1.81	1.85	1.65	1.59
速动比率	1.32	1.32	1.21	1.17
营运能力(次)				
资产周转率	0.60	0.62	0.68	0.70
应收帐款周转率	6.12	6.82	7.79	7.77
每股资料(元)				
每股收益	0.50	0.65	0.76	0.91
每股经营现金	-0.43	0.72	0.86	0.97
每股净资产	3.01	3.57	4.14	4.82
估值比率(倍)				
PE	23.22	17.86	15.44	12.87
PB	3.88	3.27	2.83	2.43

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。