

行业回暖，业绩继续保持增长

推荐 维持评级

分析师：李国洪 信箱：liguohong@chinastock.com.cn 电话：010-66568876 执业证书编号：S0130207091551

1. 事件

4月26日公司公告一季度报告，2010年一季度公司实现营业收入150324.85万元，同比增长59.06%，每股收益0.144元，同比增长53.27%。

2. 我们的分析与判断

我们认为公司2010年一季度实现53%的增长的主要原因有：

(1). 全球经济回暖，染料消费上升

受2008年全球金融危机的影响，2009年一季度乃至09年上半年染料行业的生产、销售、产品价格和进出口指标都出现了较大幅度的下降。据国家统计局和中国染料工业协会统计分析，2009年上半年，中国染料行业处于低位运行态势。上半年，染料行业产品销售收入完成99.7亿元，累计同比下降36.6%，下滑幅度之大，在中国染料工业发展史上还从未有过。因此，09年一季度基数较低是造成公司增长超过50%的主要原因。09年下半年至2010年第一季度由于国际市场逐步走出低迷，纺织印染和染料行业出口都呈现逐步向好的增长。随着全球经济的好转，染料行业出现复苏，世界上第一大染料公司浙江龙盛的季度报表也逐步向好，2009年第三季度归属公司股东净利润为17867万元，第四季度净利润为18811万元，2010年第一季度净利润为19509万元。

(2). 染料行业出口将补足因天气变暖造成的影响

今年一季度北半球气温低于往年，世界主要大国的染料需求得到大幅提高（天气越冷，消费越多，主要原因是深颜色吸收太阳热较好，天气越冷，使用量越大），中国纺织服装和造纸印刷等行业一季度订单大幅反弹。虽然二、三季度随着气温的回升染料需求有所减少，但由于预计二、三季度中国染料出口形势会持续好转，并实现正增长，随着全球经济复苏，纺织服装需求将明显得以释放。染料行业出口将补足因天气变暖造成的影响。预计2010年第二、第三季度的经济运行情况将持续好转。

(3). 环保限制小染料企业发展，但有利于染料龙头提高利润

由于世界对于环保型染料要求越来越严格，国内染料行业处于改革更新的年代。国家和沿江河省市三令五申，痛下决心加大力度进行沿江化工企业环保治理，沿江流域染料企业必须搬迁，不过浙江龙盛早有远见，06年初期已经完成向新化工园区的战略转移，并且公司早就完成了环保设施的改造，因此环保限制了其他小染料企业，对龙头公司反而是十分有利的。因为，随着小染料企业退出，染料价格不断上升。

(4). 2010 年染料价格看涨

目前染料价格处于上升趋势，尤其黑红兰色类染料价格上升明显。染料价格上涨主要原因是全球经济复苏和环保淘汰小染料生产商使总产量有所下降，因此我们判断 2010 年是染料行业利润增长较好的年份。不过，染料价格不断攀升使纺织品印染成本提高，但是印染企业的下游客户能否给予承认还需要观察，如果印染企业不能向高档产品发展以提高性价比将会严重影响染料的市场份额，故染料价格涨幅受下游消费影响将会明显减小。普通型直接染料、酸性媒介染料价格涨幅缩小的程度会大于活性染料，而环保型活性染料因需求扩大价格会继续保持较好的上升态势。

(5). 受惠于棉织物需求快速增长，环保型活性染料需求大幅增长

环保型活性染料是棉用染料中最重要的染料类别，从前几年情况来看，我国棉布、印染棉布产量均呈现了快速增长的态势，环保型活性染料还是我国唯一一种净进口染料，由于未来棉织物发展依然看好以及对进口产品逐步替代，未来三年环保型活性染料的需求还会保持 10%以上的增长。

(6). 染料行业龙头有望进一步扩张市场份额

中国的染料行业集中度高，规模以上企业的市场份额稳定。前期染料行情低迷迫使行业内规模较小的企业大量退出，落后的产能被行业龙头取代。另外，随着政府对染料企业环保投入的要求不断提高，很多小规模染料企业退出市场；而染料行业龙头由于在环保方面的投入较大，外加还能享受一定的优惠政策，具备小企业无法比拟的竞争优势。未来中国染料行业的格局将会是 3 到 4 家大型企业占据各种高端染料 90%以上的市场份额。浙江龙盛是全球第一大分散染料制造商，与印度最大活性染料厂商 Kiri 合作，活性染料市场份额将大幅提高。

3. 投资建议

公司是全球最大的染料生产商，有一定的产品定价能力，我们预计2010-2012年公司净利润分别同比增长24.4%、15.8%和18.2%；动态市盈率分别为20倍、17倍和15倍。目前全球经济回暖，染料消费上升，染料行业龙头有望进一步扩张市场份额，因此，我们维持公司推荐投资评级。

表 1: 浙江龙盛 (600352) 财务报表及指标预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	902.98	1367.44	3043.04	2119.63	4953.17	营业收入	4225.41	4619.41	5820.45	7217.36	8805.18
应收和预付款项	1702.35	2798.14	2100.86	3997.14	3455.02	营业成本	3136.51	3441.13	4214.01	5355.28	6603.89
存货	583.66	1572.08	287.61	2075.74	838.63	营业税金及附加	12.05	11.78	14.84	18.41	22.45
其他流动资产	0.29	0.87	0.87	0.87	0.87	营业费用	140.92	133.05	181.33	224.84	274.31
长期股权投资	441.28	453.08	453.08	453.08	453.08	管理费用	267.77	304.90	341.99	424.07	517.36
投资性房地产	7.52	7.16	6.33	5.50	4.67	财务费用	126.19	39.55	53.47	19.27	-2.21
固定资产和在建工程	1565.59	2320.19	2005.02	1689.86	1374.69	资产减值损失	79.78	20.02	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	542.38	609.12	543.56	477.99	412.42	投资收益	64.47	82.32	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	129.38	108.51	105.86	103.21	103.21	公允价值变动损益	-4.28	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	5875.43	9236.60	8546.23	10923.02	11595.76	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	812.76	969.17	0.00	0.00	0.00	营业利润	522.37	751.29	1014.82	1175.49	1389.38
短期借款	1184.42	1933.56	1349.78	2727.40	2219.17	其他非经营损益	-1.08	13.48	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	211.32	1342.97	1342.97	1342.97	1342.97	利润总额	521.29	764.76	1014.82	1175.49	1389.38
长期借款	379.57	690.87	690.87	690.87	690.87	所得税	42.06	71.57	152.22	176.32	208.41
其他负债	2588.08	4936.57	3383.61	4761.23	4253.00	净利润	479.23	693.19	862.59	999.16	1180.97
负债合计	659.00	1318.00	1318.00	1318.00	1318.00	少数股东损益	8.76	23.97	29.83	34.55	40.84
股本	1129.46	762.96	762.96	762.96	762.96	归属母公司股东净利润	470.47	669.22	832.76	964.61	1140.13
资本公积	1369.70	1919.42	2752.18	3716.79	4856.93						
留存收益	3158.16	4000.38	4833.14	5797.75	6937.89	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
归属母公司股东权益	129.19	299.65	329.48	364.03	404.87	毛利率	25.77%	25.51%	27.60%	25.80%	25.00%
少数股东权益	3287.35	4300.03	5162.62	6161.78	7342.76	销售净利率	11.34%	15.01%	14.82%	13.84%	13.41%
股东权益合计	5875.43	9236.60	8546.23	10923.02	11595.76	ROE	14.90%	16.73%	17.23%	16.64%	16.43%
负债和股东权益合计	902.98	1367.44	3043.04	2119.63	4953.17	ROA	8.87%	8.28%	12.50%	10.94%	11.96%
						ROIC	20.58%	22.63%	23.62%	29.72%	22.02%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售收入增长率	26.30%	9.32%	26.00%	24.00%	22.00%
净利润	479.23	693.19	862.59	999.16	1180.97	EBIT 增长率	24.09%	46.71%	39.69%	11.84%	16.10%
折旧与摊销	99	151	287	317	345	净利润增长率	21.99%	44.65%	24.44%	15.83%	18.20%
经营性现金净流量	854.25	-529.63	2698.24	-904.14	2831.32	估值倍数					
投资性现金净流量	-970.81	-751.97	0.00	0.00	0.00	EPS(X)	0.354	0.504	0.627	0.726	0.858
筹资性现金净流量	358.29	1603.82	-1022.64	-19.27	2.21	PE(X)	35.76	25.14	20.20	17.44	14.76
现金流量净额	241.91	321.63	1675.60	-923.41	2833.54	PB(X)	5.33	4.21	3.48	2.90	2.42
EV/IC	2.66	4.30	4.47	3.03	3.62	PS(X)	3.98	3.64	2.89	2.33	1.91
ROIC-WACC	9.95%	12.00%	12.63%	19.87%	10.85%	EV/EBITDA(X)	12.34	17.65	10.51	10.29	7.61

资料来源: 公司数据; 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

石油化工业分析师，覆盖股票范围：

港股：中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908