

浙江龙盛 600352.SS

从休克中苏醒： 产销量逐步回升

事件：2009 年 2 月 10 日公司实地调研

研究结论

- 公司是我国染料生产的龙头企业，主要从事染料、化工中间体的生产，定价能力较强。公司分散染料产量大约在 7 万吨/年，约占全国 40% 的市场份额，具有较强的定价能力；活性染料约 3.5 万吨/年，市场分额在 20% 左右；间苯二胺等中间体 2.3 万吨/年，占据 60% 左右的市场份额，是公司未来的增长点之一；减水剂 10 万吨左右；此外公司尚有 7 万吨芳胺中间体及还原物产能和 15 万吨减水剂技改在建。
- **需求休克，四季度盈利较差**：在下游需求相对稳定的情况下，其盈利能力是与油价成一定的正相关性的，但受金融危机等多重因素影响，下半年油价跳水，下游纺织企业开工率大幅下降，各环节不断消减库存，致使需求急速萎缩。2008 年十月份开始公司销售量锐减，仅有最高水平的 1/3 左右，导致公司四季度的盈利较差。
- **下游采购逐渐恢复，生产满负荷**：年后由于产业链上库存水平较低，下游企业开始补充库存准备生产，销售量反而较 2008 年同期出现增长，其中分散染料日出货量已经到达历史较高水平；装置开工率也逐渐回升，目前基本满负荷生产；库存仍然较低，约为正常水平的一半左右。据悉其他大型染料企业如闰土，吉华的开工率也在逐渐提高。目前公司主要产品的价格并没有出现上涨，价格仍然处于 2007 年的水平。
- **2009 年主业盈利水平预计与 07 年相当**：根据目前的情况看，公司 2009 年的主要染料产品销量和盈利水平可能接近 2007 年的水平，而公司收购的基础化工企业浙江龙化目前处于不盈利状态，今年预计也很难有较好的表现。09 年公司主要通过控制人力成本等内部节流的方式稳定利润；同时 2009 年公司的财务费用也将有较大的下降，预计两项合计将节省近一亿的费用。
- 总体来看，下游行业逐渐从休克中苏醒，但是要较好的康复仍需要较长的时间。借助公司在行业中的较为垄断的地位和公司较好费用的控制能力，公司短期的盈利能力有望保持相对稳定；但除了间苯二胺中间体及下游产品外，寻找新的增长点仍需要时间。
- 预计公司 2008 年业绩 0.72 元，2009 年业绩 0.67 元，目前股价 9.93 元，对应 2009 年 PE15 倍左右，给与其增持的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

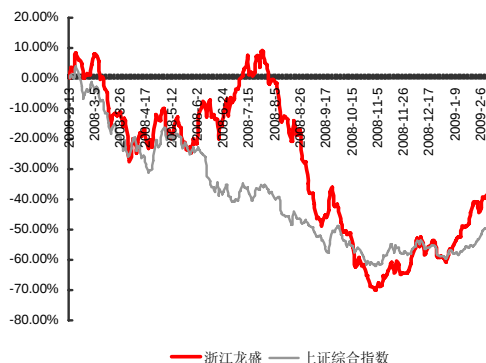
庄琰 化工行业分析师
8621-63325888 x 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云 化工行业分析师
8621-63325888 x 6071
zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 x 6072
wangjing@orientsec.com.cn

公司评级	买入 增持 中性 减持
股价 (2008 年 2 月 12 日)	9.93 元
目标价格 (6 个月)	12 元
总股本/A 股 (万股)	65900/65900
A 股市值 (百万元)	6491.00
国家/地区	中国
行业	基础化工

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	42.88%	97.44%	-42.4%
相对表现 (%)	26.02%	66.56%	8.59%

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	3345	3830	3653	4545
同比(%)	35%	14%	-5%	24%
归属母公司净利润	388	473	443	495
同比(%)	82%	22%	-6%	12%
毛利率(%)	22.4%	26.4%	21.9%	21.6%
ROE(%)	14.3%	14.8%	12.4%	12.3%
每股收益(元)	0.59	0.72	0.67	0.75
P/E	16.74	13.72	14.66	13.11
P/B	2.39	2.03	1.82	1.61

资料来源：东方证券研究所预测

表：财务报表与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2660	2891	2740	3375	营业收入	3345	3830	3653	4545
现金	857	1283	1030	1070	营业成本	2595	2818	2854	3562
应收账款	669	782	741	924	营业税金及附加	8	10	9	11
其它应收款	39	36	37	45	营业费用	105	126	121	150
预付账款	159	197	192	242	管理费用	157	226	168	227
存货	598	282	428	712	财务费用	67	113	21	24
其他	338	311	313	382	资产减值损失	9	67	0	0
非流动资产	1560	2381	2736	2739	公允价值变动收益	4	-5	0	0
长期投资	286	200	200	200	投资净收益	13	65	30	20
固定资产	864	1010	2004	2017	营业利润	422	530	511	591
无形资产	62	261	259	257	营业外收入	5	10	0	0
其他	348	911	273	265	营业外支出	8	17	0	0
资产总计	4220	5272	5476	6115	利润总额	420	523	511	591
流动负债	1430	1466	1579	1735	所得税	27	47	56	89
短期借款	365	200	400	300	净利润	393	476	455	502
应付账款	336	423	428	534	少数股东损益	5	13	13	15
其他	730	844	751	900	归属于母公司净利润	388	473	443	495
非流动负债	17	544	244	244	EBITDA	588	752	648	737
长期借款	0	179	179	179	EPS (元)	0.59	0.72	0.67	0.75
其他	17	365	65	65	主要财务比率				
负债合计	1447	2011	1823	1979	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	54	67	79	94	成长能力				
股本	659	659	659	659	营业收入	35.2%	14.5%	-4.6%	24.4%
资本公积	1176	1176	1176	1176	营业利润	74.4%	25.5%	-3.6%	15.6%
留存收益	872	1345	1744	2212	归属于母公司净利润	82.4%	22.0%	-6.4%	11.8%
归属母公司股东权益	2719	3195	3574	4042	获利能力				
负债和股东权益	4220	5272	5476	6115	毛利率	22.4%	26.4%	21.9%	21.6%
现金流量表					净利率	11.6%	12.4%	12.1%	10.9%
单位:百万元					ROE	14.3%	14.8%	12.4%	12.3%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	偿债能力				
经营活动现金流	3	1403	118	304	资产负债率	34.3%	38.1%	33.3%	32.4%
净利润	393	476	455	502	净负债比率				
折旧摊销	99	109	116	122	流动比率	1.86	1.97	1.74	1.95
财务费用	67	113	21	24	速动比率	1.44	1.78	1.46	1.54
投资损失	-13	-65	-30	-20	营运能力				
营运资金变动	-512	761	-420	-346	总资产周转率	0.98	0.81	0.68	0.78
其它	-30	9	-24	22	应收账款周转率	5	5	4	5
投资活动现金流	-634	-855	-446	-113	应付账款周转率	8.41	7.43	6.71	7.40
资本支出	348	650	480	130	每股指标 (元)				
长期投资	-278	-109	-8	0	每股收益	0.59	0.72	0.67	0.75
其他	-564	-314	27	17	每股经营现金流	0.01	2.13	0.18	0.46
筹资活动现金流	1217	-121	75	-151	每股净资产	4.13	4.85	5.42	6.13
短期借款	209	-165	200	-100	估值比率				
长期借款	-90	179	0	0	P/E	16.74	13.72	14.66	13.11
普通股增加	69	0	0	0	P/B	2.39	2.03	1.82	1.61
资本公积增加	1094	0	0	0	EV/EBITDA	10	8	9	8
其他	-66	-135	-125	-51					
现金净增加额	573	426	-253	40					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn