

2009-09-07

特种化工

浙江龙盛 600352.SH


光大证券
 EVERBRIGHT SECURITIES

维持

买入

当前价格	8.76 元
目标价格	13.40 元
目标期限	6 个月

分析师:

张力扬 高峰 程磊

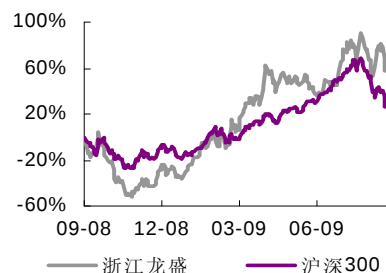
021-22169049

gaozheng@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,318
总市值(百万元)	11,546
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	16.55/4.63
近 3 月日均成交量(百万股)	34.56
主要股东	阮水龙

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.42	15.81	48.47
绝对收益	-4.58	20.50	89.40

相关报告:

未来两年业绩增长明确

- ◇ 报告起因: 公司信息跟踪
- ◇ 潜在催化因素: 可转债和龙化搬迁

◆未来两年业绩增长明确:

公司 2010 年主要业绩增长点来源于: 分散染料、活性染料、减水剂、间苯二胺和间苯二酚。2011 年业绩增长点在于: 对苯二胺、联碱、浓硝酸和染料相关业务。基于公司过去的稳健成长性, 我们可以乐观期待公司在其他领域的增长。

◆可转债和龙化搬迁是股价的短期催化因素:

由于因为公司的业务复杂、成本难以拆分、价格难以跟踪而是的公司股票价值一直处于低估状态。本次可转债的发行有望增加市场资金面对公司的关注度, 从而从估值水平提升上拉动公司股价。

龙化控股全资子公司杭州龙山化工有限公司将在 2009 年底搬迁至临江工业园区, 搬迁扩产后完成后该公司将形成年产 20 万吨合成氨、40 万吨纯碱和 10 万吨浓硝酸的产能。政府补贴 6 亿, 除去搬迁成本后还有 4 个亿将一次性或分期确认为利润。按照目前股本折算, 一次性计入将增厚 EPS 0.3 元左右, 该项收益有望在未来几个月内对股价形成短期刺激因素。

◆染料行业集中度高、中间体相对垄断使得公司具有较强定价能力:

以分散染料行业为例, 龙盛的分散染料产量占全国总产量的 30% 左右。闰土占总产量的 15% 左右, 吉华占 10% 左右。分散染料行业产能 CR3 高达 55%, 由此可见该行业集中度相当高。而下游印染企业小而多, 仅龙盛的印染企业客户就多达上千家。而公司在中间体方面的相对垄断更是的公司拥有了巨大的话语权。因而我们从行业属性和公司能力上判断龙盛在染料业务上已经具有了一定的定价能力。

◆估值和投资建议: 给予公司 2010 年 20 倍的 PE 估值, 6 个月目标价格 13.4 元, 建议投资者买入并持有。

由于因为公司的业务复杂、成本难以拆分、价格难以跟踪而是的公司股票价值一直处于低估状态。我们认为公司处于一个集中度较高而且在继续集中的行业, 增长比较确定, 作为该行业的龙头, 我们认为公司股票可以享受高估值, 我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.51、0.67 元, 结合目前市场估值水平, 我们给予 2010 年业绩 20 倍 PE 估值水平, 业绩目标价 13.4 元, 给予“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,345	4,225	4,489	5,894	7,367
营业收入增长率	35.23%	26.30%	6.24%	31.30%	25.00%
净利润(百万元)	388	470	670	877	1,173
净利润增长率	82.38%	21.33%	42.43%	30.87%	33.77%
EPS(元)	0.59	0.71	0.51	0.67	0.89
ROE	14.17%	14.58%	14.88%	16.30%	17.87%
P/E	15	12	17	13	10
P/B	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	11	9	11	9	6

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者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, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

未来 2 年内公司业绩增长非常明确

公司 2010 年主要业绩增长点来源于：分散染料、活性染料、减水剂、间苯二胺和间苯二酚（盈利预测合并至间苯二胺）。公司 2011 年业绩增长点在于：对苯二胺、联碱、浓硝酸和染料相关业务。参见下表的有效产能情况。

表 1：浙江龙盛各项业务产能统计（2008-2011E） 单位：万吨

业务分类	产品名称	2008	2009 E	2010 E	2011 E	业绩增长区间
浙江龙盛主营业务	染料					短期
	分散染料	8	8	12	12	
	活性染料	3.5	4	6	6	
	间苯二胺	2.5	2.5	3	5	
	中间体					中期
	间苯二酚	0	0.5	2.5	2.5	
	对苯二胺	0	0	0	2	中期
	减水剂					短期
	减水剂	10	15	20	30	短期
无机化工	纯碱	20	40	40	40	中期
	浓硝酸	0	10	10	10	
	合成氨	15	20	20	20	

数据来源：光大证券研究所

可转债和龙化搬迁是股价的短期催化因素

可转债发行带来资金更多关注：

由于因为公司的业务复杂、成本难以拆分、价格难以跟踪而是的公司股票价值一直处于低估状态。本次可转债的发行有望增加市场资金面对公司的关注度，从而从估值水平提升上拉动公司股价。

龙化搬迁补贴：

龙化控股全资子公司杭州龙山化工有限公司将在 2009 年底搬迁至临江工业园区，搬迁扩产后完成后该公司将形成年产 20 万吨合成氨、40 万吨纯碱和 10 万吨浓硝酸的产能。政府补贴 6 亿，除去搬迁成本后还有 4 个亿将一次性或分期确认为利润。按照目前股本折算，一次性计入将增厚 EPS 0.3 元左右，该项收益有望在未来几个月内对股价形成短期刺激因素。

染料行业集中度高、中间体相对垄断使得公司具有较强定价能力：

以分散染料行业为例，龙盛的分散染料产量占全国总产量的 30% 左右。闰土占总产量的 15% 左右，吉华占 10% 左右。分散染料行业产能 CR3 高达 55%，由此可见该行业集中度相当高。而下游印染企业小年多，仅龙盛的印染企业客户就多达上千家。而公司在中间体方面的相对垄断更的是公司拥有了巨大的话语权。因而我们从行业属性和公司能力上判断龙盛在染料业务上已经具有了一定的定价能力。

投资建议：给予公司 2010 年 20 倍的 PE 估值，6 个月目标价格 13.4 元。建议投资者买入并持有。

我们认为公司处于一个集中度较高而且在继续集中的行业，增长比较确定，作为该行业的龙头，我们认为公司股票可以享受高估值，我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.51、0.67 元，结合目前市场估值水平，我们给予 2010 年业绩 20 倍 PE 估值水平，业绩目标价 13.4 元，给予“买入”评级。

公司各项关键财务指标资产负债率、经营现金流状况良好。不同于其他弹性较大产品，公司产品利润和业绩相对额外拟定，是化工股中稳健投资品的首选之一，我们建议投资者买入并持有。

估值假设

- 1、我们假设公司所得税率相对稳定，假设 09、10 年实际所得税率分别为 8.2%、8.5%。
- 2、我们假设公司 09、10 年管理费用率 5.8%、5.3%，营业费用率分别为 3.3%、3.3%。
- 3、各项产品的销售量、成本、价格以及毛利等假设参加参见下表。

表 2：公司分散染料业务盈利预测

	单位	2007	2008	09.1-6	2009E	2010E
销量	万吨	7.3	6.2	4.0	9.0	12.0
单价	元/吨	17582	21191	16045	16200	16500
收入	万元	128347	131384	64180	145800	198000
YOY		20%	2%	-2%	11%	36%
单位成本	元/吨	13260	14754	11448	11450	11750
成本	万元	96795	91475	45791	103050	141000
销售毛利		31553	39909	18388	42750	57000
销售毛利率	%	25%	30%	29%	29%	29%

数据来源：光大证券研究所

表 3：公司活性染料业务盈利预测

	单位	2007	2008	09.1-6	2009E	2010E
销量	万吨	2.9	3.5	1.7	3.8	6.0
单价	元/吨	28012	22396	18183	18500	19500
收入	万元	81235	78385	30912	70300	117000
YOY		37%	-4%	-21%	-10%	66%
单位成本	元/吨	23090	17922	13878	14000	15000
成本	万元	66960	62728	23592	53200	90000
销售毛利		14275	15657	7320	17100	27000
销售毛利率	%	18%	20%	24%	24%	23%

数据来源：光大证券研究所

表 4: 公司减水剂业务盈利预测

	单位	2007	2008	09.1-6	2009E	2010E
销量	万吨	10.0	10.0	6.0	15.0	20.0
单价	元/吨	4707	5285	4556	4600	4600
收入	万元	47075	52848	27338	69000	92000
YOY		67%	12%	3%	31%	33%
单位成本	元/吨	4133	4344	3300	3300	3300
成本	万元	41330	43442	19803	49500	66000
销售毛利		5745	9407	7536	19500	26000
销售毛利率	%	12%	18%	28%	28%	28%

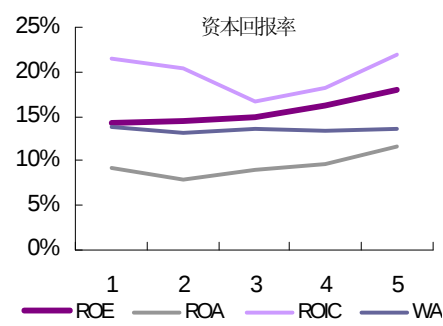
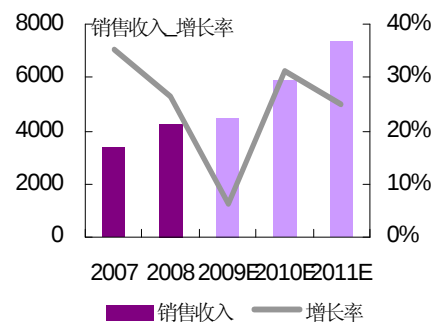
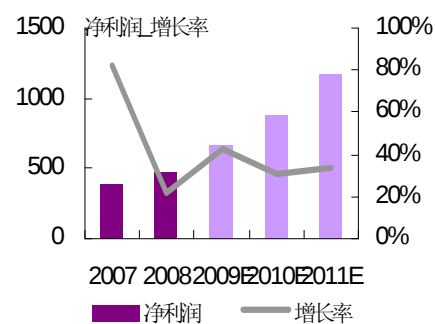
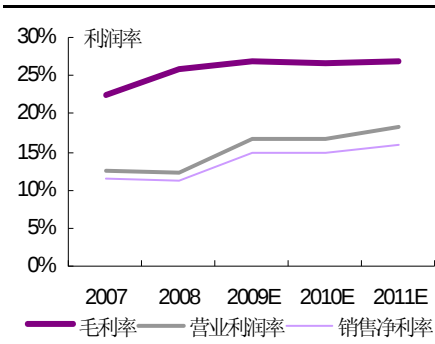
数据来源: 光大证券研究所

表 5: 公司间苯二胺业务盈利预测

	单位	2007	2008	09.1-6	2009E	2010E
销量	万吨	1.7	2.2	1.0	2.1	2.4
单价	元/吨	24841	24627	24433	24600	24600
收入	万元	40987	54180	24921	51660	59040
YOY		35%	32%	-8%	-5%	14%
单位成本	元/吨	18266	16838	14923	15000	15000
成本	万元	30139	37043	15222	31500	36000
销售毛利		10848	17137	9700	20160	23040
销售毛利率	%	26%	32%	39%	39%	39%

数据来源: 光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,345	4,225	4,489	5,894	7,367
营业成本	2,595	3,137	3,282	4,329	5,378
EBITDA	487	647	1,026	1,349	1,778
折旧和摊销	193	260	352	421	480
销售费用	105	141	148	194	221
管理费用	157	268	260	312	368
财务费用	67	126	82	101	86
公允价值变动损益	4	-4	0	0	0
投资收益	13	64	48	48	48
营业利润	422	522	752	987	1,340
利润总额	388	470	752	987	1,340
少数股东损益	5	9	20	26	33
归属母公司净利润	387.74	470.47	670.08	876.90	1,173.03

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	4,220	6,125	7,743	9,379	10,304
流动资产	2,660	3,412	3,704	4,780	5,439
货币资金	857	1,126	1,122	1,473	1,842
交易型金融资产	20	0	0	0	0
应收账款	669	565	898	1,179	1,326
应收票据	316	440	449	589	589
其他应收款	39	283	283	283	283
存货	598	584	656	866	968
可供出售投资	88	125	125	125	125
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	286	441	461	480	499
固定资产	864	1,195	1,321	2,300	2,823
无形资产	62	542	530	518	506
总负债	1,447	2,838	3,107	3,839	3,559
无息负债	999	1,804	1,796	2,269	2,539
有息负债	449	1,034	1,311	1,570	1,020
股东权益	2,773	3,287	4,636	5,539	6,745
股本	659	659	1,318	1,318	1,318
公积金	1,284	1,342	1,477	1,658	1,905
未分配利润	788	1,234	1,800	2,542	3,534
少数股东权益	54	129	149	175	208

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	3	728	623	974	1,586
净利润	388	470	670	877	1,173
折旧摊销	193	260	352	421	480
净营运资金增加	826	-87	122	344	1,283
其他	-1,403	85	-522	-668	-1,350
投资活动产生现金流	-634	-971	-1,481	-781	-581
净资本支出	1,685	1,619	819	619	619
长期投资变化	0	441	0	0	0
其他资产变化	-2,318	-3,031	-2,300	-1,400	-1,200
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	69	0	659	0	0
债务净变化	173	585	277	260	-550
其它长期负债变化	1,017	805	-8	473	270
净现金流	586	116	-4	351	368

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	35.23%	26.30%	6.24%	31.30%	25.00%
净利润增长率	82.38%	21.33%	42.43%	30.87%	33.77%
EBITDA 增长率	79.87%	33.04%	58.48%	31.42%	31.86%
EBIT 增长率	79.87%	33.04%	28.73%	30.57%	31.01%
EPS 增长率	63.34%	21.33%	-28.79%	30.87%	33.77%
估值指标					
PE	15	12	17	13	10
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	11	9	11	9	6
EV/EBIT	11	9	14	11	8
EV/NAPLAT	12	10	15	12	8
EV/Sales	2	1	3	2	1
EV/IC	3	2	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	22.44%	25.77%	26.90%	26.55%	27.00%
EBITDA 率	14.55%	15.32%	22.86%	22.88%	24.14%
EBIT 率	14.55%	15.32%	18.57%	18.46%	19.35%
税前净利润率	12.56%	12.34%	16.75%	16.74%	18.18%
税后净利润率	11.59%	11.13%	14.93%	14.88%	15.92%
ROA	9.31%	7.82%	8.91%	9.63%	11.70%
ROE	14.17%	14.58%	14.88%	16.30%	17.87%
ROIC	22.98%	22.27%	18.24%	19.97%	24.42%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.18	-0.03	0.04	0.02	-0.12
资产负债率	34.30%	46.33%	40.12%	40.94%	34.54%
流动比率	1.86	1.50	1.52	1.51	1.88
速动比率	1.44	1.25	1.25	1.23	1.55
每股指标					
EPS	0.59	0.71	0.51	0.67	0.89
每股红利	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	1.10	0.47	0.74	1.20
每股净资产	4.21	4.99	3.52	4.20	5.12
每股销售收入	5.08	6.41	3.41	4.47	5.59
每股 EBITDA	0.74	0.98	0.78	1.02	1.35

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

高崢，华东师范大学金融学硕士，Johns Hopkins University-南京大学中美中心硕士交流生，华东理工大学化学工程学士、英语专业学士。05年7月开始在德勤华永会计师事务所从事审计工作，07年7月加入光大证券销售交易部，09年3月开始在光大证券研究所从事化工行业研究。

程磊，南京工业大学化学工程学士，南京大学管理学硕士。09年6月加盟光大证券研究所。

张力扬，石油大学化学工程学士，南开大学金融学硕士。6年石油化工工作经验，06年6月开始在长江证券研究所从事石化化工行业证券分析，07年7月加入光大证券研究所。2008年获得基础化工行业“新财富最佳分析师”。

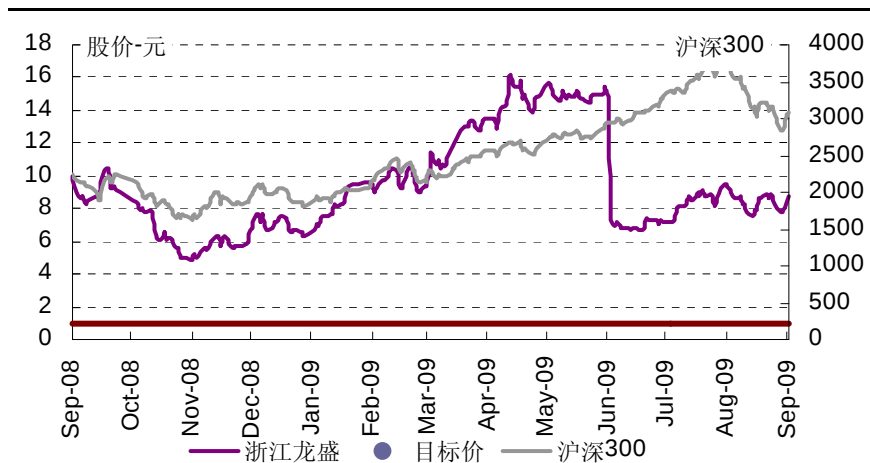
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

浙江龙盛（600352）

分析师：高崢



日期	股价	目标	评级
2008-06-24	13.52	20.00	买入
2008-07-28	17.52	20.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表，篡改或者引用。