

公司点评

业绩稳增价格低估，全球影响力指日可待

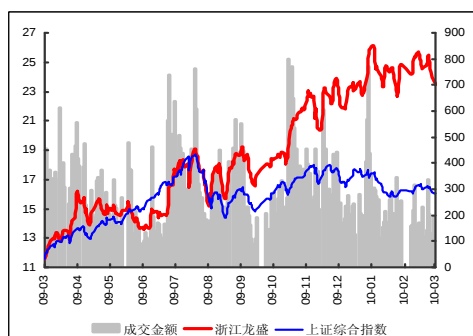
日化行业

2010年3月16日

推荐（维持）

合理价格：15.18-16.5 元

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

低碳经济研究组

组长 杨平

执业证书编号：S0590210020003

联系人

王席鑫

电话：0510-82833217

Email: wangxx@glsc.com.cn

茅玉峰

021-58766036-216

Email: maoyf@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——浙江龙盛（600352）09 年报点评

事件：2009 年，公司实现营业总收入 461,940.74 万元，同比增长 9.32%；实现营业利润 75,128.92 万元，同比增长 46.30%；归属于母公司股东的净利 66,922.18 万元，同比增长 44.22%，基本每股收益 0.5078 元/股，净资产收益率 19.06%。公司 09 年业绩符合预期，值得一提的是，公司在 07~09 年金融危机期间，实现了 32% 的年复合增长，凸显公司业绩在大风浪下的稳定性和公司的内生长性。

点评：

染料主业稳定增长，毛利率稳定价升量增。受金融危机影响，公司主营的染料和中间体产品在 09 年上半年价格处于历史低谷，导致公司 09 年染料业务收入并未有明显增长，但是从销量和毛利率来看，公司分散染料销量增长 40% 以上，活性染料销量长 15% 左右，产品毛利率维持稳定，其中活性染料毛利率较 08 年进一步提高。我们认为公司强大的技术成本优势优势和定价权优势是公司在金融危机时期仍然实现稳定快速增长的关键，随着宏观经济、下游行业的进一步复苏，10 年公司产品有望价升量增，我们预计公司染料、中间体、减水剂等主营产品未来两年内均能够保持 30% 左右的增长速度。

中间体业务提升核心竞争力。公司核心竞争优势之一体现在对上游中间体产品的控制力上，公司凭借自主研发技术优势迅速占领间苯二胺市场，目前市场占有率 70%-80%，公司竞争对手闰土、吉华需要向公司购买间苯二胺作为染料的原料，目前公司间苯二胺毛利达到 60%，使公司产品盈利能力远远高于对手，掌握市场定价权。同时公司中间体产品广泛应用于农药、医药、纺织新材料、电子化学品等新兴领域，中间体业务未来成长空间也较大。

投资业务驾轻就熟。09 年公司汽车零配件、减水剂业务增长尤为明显，其中汽车零配件业务实现收入 2.77 亿元，较 08 年大幅增长了 35 倍，减水剂业务收入增长 20% 以上，产品毛利率提升了 7%。此外，公司 PE 投资

也开始收获，其中公司参股的滨化股份在A股成功上市，浮盈5亿元左右，参股的印度kiri公司，也收获颇丰。我们认为，公司凭借其良好的充裕的资金实力和投资业务驾驭能力，积极参与股权投资和财务投资，提高资金利用效率，未来将持续为股东带来投资惊喜。

Dystar破产参与收购优质资产，全球影响力指日可待。发达国家尽管凭借技术优势（染料高端产品、助剂等）和全球的营销渠道和服务网络，占据全球终端零售市场，但于迫于人力成本、环保压力和来自发展中国家强大成本和制造的压力，经营压力越来越大；而中国和印度等发展中国家企业，凭借强大的制造优势，已经逐渐占据了染料中间体、原料和中端产品市场。此次昔日的全球头号染料企业德司达（dystar）破产清算，说明染料行业未来逐渐向发展中国家转移已是大势所趋，而08年的金融危机，使这一趋势加速，龙盛则借此契机，参与收购dystar资产，将其强大的制造和成本优势，与dystar的技术、全球营销和服务渠道相结合，有望成为此次全球染料行业洗牌的最大受益者。

给予“推荐”评级，合理价格 15.18-16.5 元。未来两年内公司依托横向和纵向延伸，未来两年业绩增长确定。横向公司围绕染料主业展开，凭借其市场垄断、技术和成本优势、定价权优势和资本实力，扩大各主营业务产能，继续扩大其市场份额。纵向公司布局长远，向上游中间体间苯二胺、间苯二酚、对苯二胺等项目，以及联碱、合成氨等无机化工领域延伸。预计未来两年内，公司未来染料、中间体、减水剂等主营产品均能够保持 30% 的增长速度。此外，公司凭借染料业务充沛的现金流和历史表现出色的投资业务，涉足地产（低风险项目）、实业（控股汽车配件公司）、财务投资（参股滨化股份，印度 kiri，债务利息），也将为公司业绩增色不少，初步预计公司 2010 年投资收益在 2.5 亿元。不考虑此次收购 dystar 资产对龙盛的影响，预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.51 元、0.80 元和 0.92 元（其中 10 年主营业务贡献每股收益 0.65 元）。公司主营业务历史复合增长率达到 30% 以上，给予 10 年主营业务 23-25 倍市盈率，对应合理价格在 15.18-16.5 元。维持中长期“推荐”的投资评级。

历史盈利预测对照表：

利润表

单位：百万元

会计年度	2009	2009E	2010E	2011E
营业收入	4619.41	4740.78	6313.31	8074.78
营业成本	3441.13	3470.69	4654.35	5952.13
营业税金及附加	11.78	14.27	19.00	24.31

营业费用	133.05	158.07	210.51	269.24
管理费用	304.9	264.69	352.49	450.84
财务费用	39.55	58.12	77.41	99.00
资产减值损失	20.02	0	0	0
投资净收益	82.32	40	250	150
营业利润	751.29	814.93	1249.55	1429.26
营业外收入	25.4	0	0	0
营业外支出	11.93	0	0	0
利润总额	764.76	814.93	1249.55	1429.26
所得税	71.57	101.87	156.19	178.66
净利润	693.19	713.07	1093.36	1250.60
少数股东损益	23.97	24.24	37.17	42.52
归属母公司净利润	669.22	688.82	1056.18	1208.08
EPS（元）	0.51	0.52	0.80	0.92

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。