

强烈推荐-A (维持)**浙江龙盛 600352.SH**

目标估值: 15.0 元

当前股价: 10.87 元

2010 年 7 月 28 日

稳健增长符合预期, 下半年关注所持 KIRI 可转债转股进程**基础数据**

上证综指	2556
总股本 (万股)	146842
已上市流通股 (万股)	146842
总市值 (亿元)	155
流通市值 (亿元)	155
每股净资产 (MRQ)	3.2
ROE (TTM)	15.4
资产负债率	57.4%
主要股东	阮水龙
主要股东持股比例	13.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-20	-6	43
相对表现	-7	19	46



1、《浙江龙盛(600352)-稳健增长、盈利能力突出, 优质龙头亟待价值回归》2010/1/12

2、《浙江龙盛(600352)-染料稳健、多元拓展及财务费用下降推动业绩增长》2010/3/16

3《浙江龙盛 (600352) -借德司达拉开国际化和转型大幕, 向国际巨头目标迈进》2010/5/23

廖振华

0755-83734406
liaozhenhua@cmschina.com.cn
S1090210040005

袁孝锋

S1090208070224

李荣耀

S1090210070002

张啸伟 (研究助理)

公司昨日发布 2010 年半年报, 收入和净利润均继续稳健增长, 符合预期, 维持“强烈推荐-A”的评级。

- **10 年上半年业绩同比增长 27.8%, 实现 EPS0.28 元。**公司上半年实现营业收入 31.7 亿元, 同比增长 55.9%, 实现营业利润 48961 万元, 同比增长 41.7%, 实现归属母公司净利润 40922 万元, 同比增长 27.8%, 合每股收益 0.28 元, 其中 Q2 实现 EPS 0.15 元, 符合我们的预期。
- **分散染料、活性染料和中间体三大主业收入、毛利同、环比均稳健增长。**10 年上半年, 虽然全行业原材料、能源价格同、环比呈上涨趋势, 但公司分散染料、活性染料、中间体毛利率环比均稳中由升, 收入同比分别增长 30.3%、75.1% 和 32.3%, 毛利分别增长 32.2%、61.9% 和 36.1%, 收入环比也分别增长 11.5%、47.4% 和 14.4% 的增长, 毛利环比也实现了 16.9%、50.9% 和 22.4% 的增长, 继续展现出公司在染料产业链上强大控制力和盈利能力, 并且仍在强化。
- **减水剂业务毛利率有所下滑。**由于公司在减水剂领域通过收购整合快速扩张, 该业务收入同、环比分别增长 47.3% 和 11.5%, 但由于毛利率同比、环比分别下滑 7.4 和 2.7 个百分点至 20.2%, 毛利同比仅增长 7.9%, 环比为 -1.8%, 我们认为这属于在快速扩张期的正常现象, 随着整合的深入, 该业务的毛利率水平有望恢复。
- **参与上海就近安置动迁配套商品房项目下半年将贡献收益。**由于染料和中间体主业现金流丰沛, 公司现金充裕, 为提高资金使用效率, 通过子公司于 09 年下半年投资近 9 亿元参与上海就近安置动迁商品房项目, 由于建成商品房由闸北区旧区改造总指挥部办公室回购, 且回购价格已锁定, 因此该项目并无风险, 盈利也不受房地产调控的影响, 预计年内可贡献收益约 1.9 亿元。
- **维持“强烈推荐-A”的评级。**公司各项业务成长稳健, 我们的盈利预测已经考虑了下半年经济形势的不确定性, 维持 2010~2011 年的 EPS 预测为 0.64、0.80 和 0.98 元, 考虑德司达盈利恢复良好, 整合预期增强, 我们期待新的全球性纺织化学品巨头的诞生, 维持“强烈推荐-A”的评级和 15.0 元的目标价, 建议密切关注公司所持的新加坡 KIRI 可转债的转股进程。

□ **风险提示:** 国内外宏观环境显著恶化, 染料需求出现大幅下滑

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	4225	4619	6335	8415	10120
同比增长	26%	9%	37%	33%	20%
营业利润(百万元)	522	751	1091	1383	1730
同比增长	24%	44%	45%	27%	25%
净利润(百万元)	470	669	939	1170	1445
同比增长	21%	42%	40%	25%	24%
每股收益(元)	0.71	0.51	0.64	0.80	0.98
PE	15.2	21.4	16.8	13.5	10.9
PB	2.3	3.6	2.6	2.3	1.9

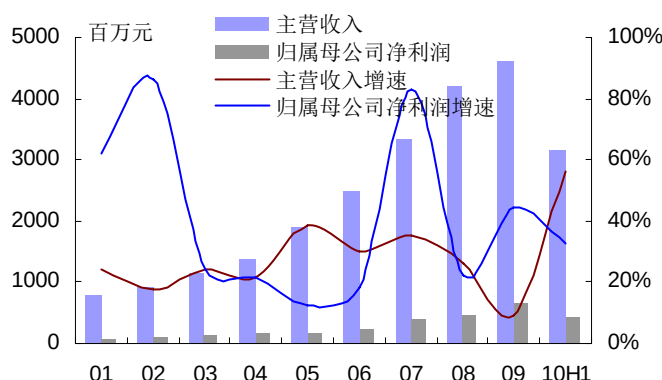
资料来源: 招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入	947	899	952	1490	894	890	945	1089	1182	1403	1503	1668
营业毛利	222	227	216	445	280	147	244	291	319	324	421	362
营业费用	29	29	36	36	39	29	35	30	33	35	53	36
管理费用	33	73	52	80	65	71	57	59	62	127	88	93
财务费用	24	16	31	37	33	25	16	13	10	0	30	22
投资收益	3	5	43	8	8	5	9	23	14	36	9	63
营业利润	140	124	114	290	106	12	147	204	197	203	225	264
归属母公司净利润	130	115	103	260	80	28	124	192	172	181	191	219
EPS (元)	0.22	0.17	0.16	0.39	0.12	0.04	0.19	0.15	0.13	0.14	0.13	0.15
主要比率												
毛利率	23%	25%	23%	30%	31%	17%	26%	27%	27%	23%	28%	22%
营业费用率	3%	3%	4%	2%	4%	3%	4%	3%	3%	2%	4%	2%
管理费用率	4%	8%	5%	5%	7%	8%	6%	5%	5%	9%	6%	6%
营业利润率	15%	14%	12%	19%	12%	1%	16%	19%	17%	14%	15%	16%
有效税率	5%	5%	7%	9%	15%	-37%	13%	5%	8%	12%	14%	14%
净利率	14%	13%	11%	17%	9%	3%	13%	18%	15%	13%	13%	13%
YoY												
收入	48%	27%	45%	77%	-6%	-1%	-1%	-27%	32%	58%	59%	53%
归属母公司净利润	98%	85%	106%	180%	-39%	-76%	20%	-26%	116%	552%	53%	14%

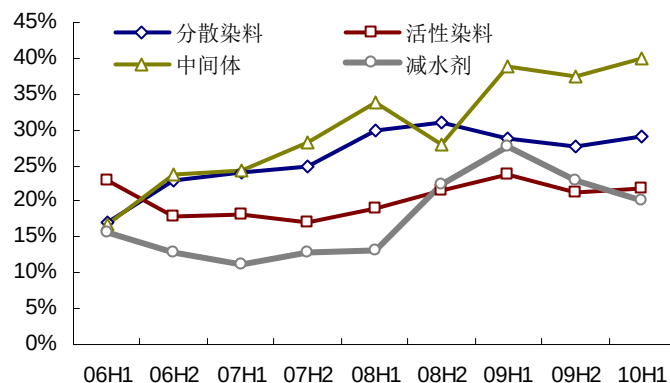
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 公司自上市以来收入及净利润持续增长



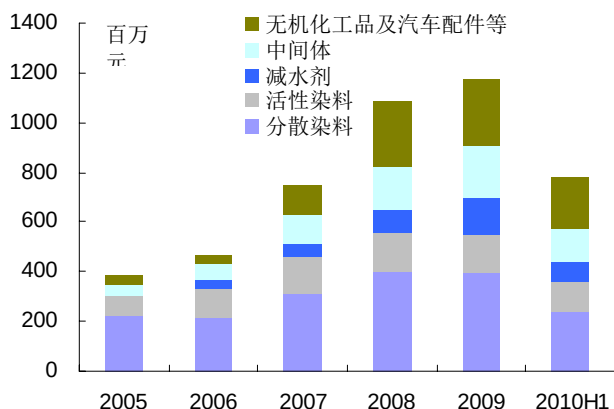
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 2: 公司各主要业务毛利率变化趋势



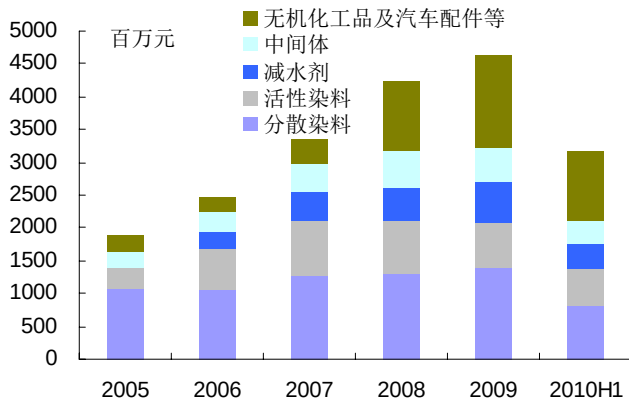
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 3: 减水剂和其他收入增长是公司收入增长主因

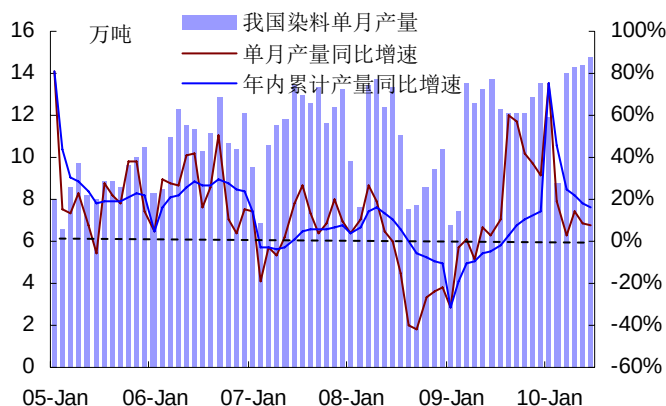


资料来源: 公司年报, 招商证券

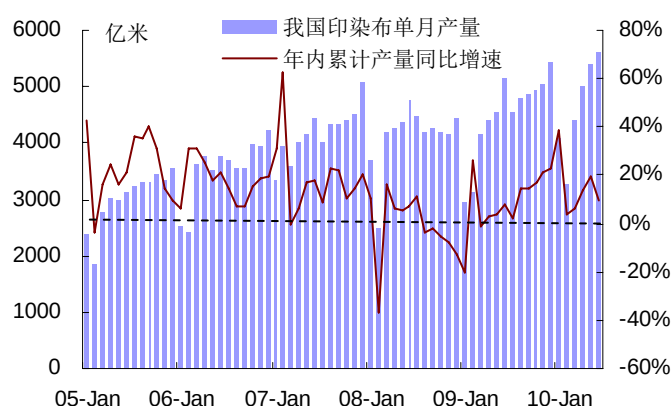
图 4: 中间体及减水剂毛利增长是公司毛利增长主因



资料来源: 公司年报, 招商证券

图5：至2010年6月我国染料月度产量及同比增速


资料来源：CEIC，招商证券

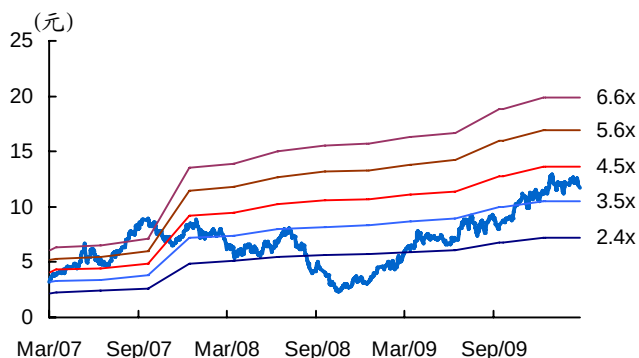
图6：至2010年6月我国印染布月度产量及同比增速


资料来源：CEIC，招商证券

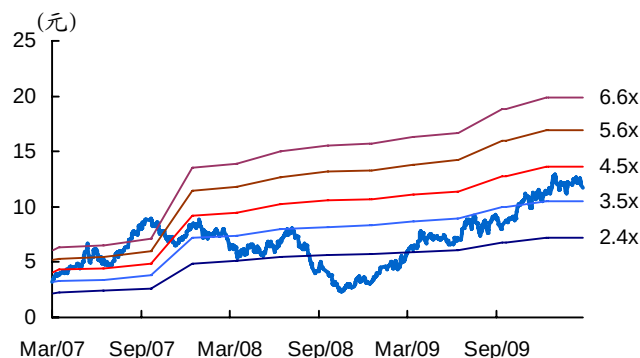
表2：盈利预测简表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4225	4619	6335	8415	10120
营业成本	3137	3441	4696	6293	7527
营业税金及附加	12	12	19	25	30
营业费用	141	133	190	252	293
管理费用	268	305	386	530	607
财务费用	126	40	32	10	12
资产减值损失	80	20	0	0	0
公允价值变动收益	(4)	0	0	0	0
投资收益	64	82	80	80	80
营业利润	522	751	1091	1383	1730
营业外收入	18	25	450	30	30
营业外支出	19	12	435	30	30
利润总额	521	765	1094	1386	1733
所得税	42	72	126	180	243
净利润	479	693	968	1206	1490
少数股东损益	9	24	29	36	45
归属于母公司净利润	470	669	939	1170	1445
EPS（元）	0.71	0.51	0.64	0.80	0.98

资料来源：招商证券

图7：浙江龙盛历史PE Band


资料来源：招商证券

图8：浙江龙盛历史PB Band


资料来源：招商证券

参考报告：

- 1、《浙江龙盛(600352)-稳健增长、盈利能力突出，优质龙头亟待价值回归》2010/1/12
详细阐述了公司各业务块的现状、发展和竞争优势，并提出了龙盛估值应回归合理的观点
- 2、《浙江龙盛(600352)-染料稳健、多元拓展及财务费用下降推动业绩增长》2010/3/16
- 3、《浙江龙盛（600352）-借德司达拉开国际化和转型大幕，向国际巨头目标迈进》
2010/5/31
- 4、《基础化工行业价格周报-部分产品取消退税，浙江高耗能限电影响有限》2010/6/30

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3412	5844	6369	7613	9221
现金	1126	1472	2913	2963	3642
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	440	446	570	799	961
应收款项	565	847	1066	1416	1703
其它应收款	283	760	317	421	506
存货	584	1572	939	1259	1505
其他	414	746	564	755	903
非流动资产	2713	3526	4027	4301	4414
长期股权投资	441	453	453	453	453
固定资产	1195	1352	1671	1822	1801
无形资产	542	609	711	834	959
其他	534	1111	1193	1192	1201
资产总计	6125	9369	10396	11914	13634
流动负债	2270	3221	2153	2698	3218
短期借款	813	969	400	400	500
应付账款	336	479	470	629	753
预收账款	24	44	38	50	60
其他	1097	1729	1245	1618	1905
长期负债	568	1848	1832	1832	1832
长期借款	211	296	296	296	296
其他	356	1552	1537	1537	1537
负债合计	2838	5069	3985	4531	5050
股本	659	1318	1468	1468	1468
资本公积金	1129	763	1943	1943	1943
留存收益	1342	1868	2620	3555	4712
少数股东权益	129	300	329	365	410
母公司所有者权益	3131	3949	6031	6967	8123
负债及权益合计	6125	9369	10396	11914	13634

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	728	(569)	1721	773	1177
净利润			939	1170	1445
折旧摊销			213	248	264
财务费用			32	10	12
投资收益			(80)	(80)	(80)
营运资金变动			575	(673)	(529)
其它			43	98	64
投资活动现金流	(971)	(752)	(717)	(559)	(377)
资本支出			(732)	(559)	(377)
其他投资			15	0	0
筹资活动现金流	358	1604	436	(164)	(121)
借款变动			(739)	0	100
普通股增加			150	0	0
资本公积增加			1180	0	0
股利分配			(188)	(234)	(289)
其他			33	70	68
现金净增加额	116	283	1441	50	679

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4225	4619	6335	8415	10120
营业成本	3137	3441	4696	6293	7527
营业税金及附加	12	12	19	25	30
营业费用	141	133	190	252	293
管理费用	268	305	386	530	607
财务费用	126	40	32	10	12
资产减值损失	80	20	0	0	0
公允价值变动收益	(4)	0	0	0	0
投资收益	64	82	80	80	80
营业利润	522	751	1091	1383	1730
营业外收入	18	25	450	30	30
营业外支出	19	12	435	30	30
利润总额	521	765	1094	1386	1733
所得税	42	72	126	180	243
净利润	479	693	968	1206	1490
少数股东损益	9	24	29	36	45
母公司所有者净利润	470	669	939	1170	1445
EPS (元)	0.71	0.51	0.64	0.80	0.98

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	26%	9%	37%	33%	20%
营业利润	24%	44%	45%	27%	25%
净利润	21%	42%	40%	25%	24%
获利能力					
毛利率	25.8%	25.5%	25.9%	25.2%	25.6%
净利率	11.1%	14.5%	14.8%	13.9%	14.3%
ROE	15.0%	16.9%	15.6%	16.8%	17.8%
ROIC	13.9%	12.6%	14.1%	15.1%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	54.1%	38.3%	38.0%	37.0%
净负债比率	16.9%	15.3%	6.7%	5.8%	5.8%
流动比率	1.5	1.8	3.0	2.8	2.9
速动比率	1.2	1.3	2.5	2.4	2.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	5.3	3.2	3.7	5.7	5.4
应收帐款周转率	6.8	6.5	6.6	6.8	6.5
应付帐款周转率	9.3	8.4	9.9	11.5	10.9
每股资料(元)					
每股收益	0.71	0.51	0.64	0.80	0.98
每股经营现金	1.10	-0.43	1.17	0.53	0.80
每股净资产	4.75	3.00	4.11	4.74	5.53
每股股利	0.20	0.10	0.13	0.16	0.20
估值比率					
PE	15.0	21.2	16.8	13.5	10.9
PB	2.3	3.6	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	10.9	9.1	6.6	5.3	4.4

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

廖振华: 上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业分析师，两年化工行业研究经验。

裘孝锋: 复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

张啸伟: 南开大学国际经济研究所世界经济硕士，天津大学化学工程与工艺学士，2010 年 4 月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师。

李荣耀: 上海财经大学数量经济学硕士，同济大学高分子材料学士，两年化工行业研究经验，2010 年 4 月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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或征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。