

2010-11-30

特种化工

浙江龙盛 600352-SH

化工提供充沛现金流，中间体业务、类金融模式空间广阔

◇ 事件：公司研究

◆公司凭借染料业务充沛现金流，积极向精细化工中间体、类金融业务拓展：

我们将公司业务按大类分为化工业务和类金融业务两大类，其中化工包括了染料、精细化工（中间体等）、减水剂、基础化工。类金融包括汽车零部件业务、房地产业务、财务投资、PE 投资等。市场此前普遍认为龙盛是一家染料企业，染料行业处于成熟期，成长性一般，因此龙盛的估值水平一直很低。但我们认为，公司凭借染料全球大寡头的地位和稳定而丰厚的现金流，积极向成长性较好的化工中间体和类金融产业延伸，公司未来在精细化工和类金融产业上的成长性将能维持较高水平。

◆技术、成本优势构筑染料和中间体业务核心竞争力，充沛现金流来源：

公司在选择要进入的精细化工产品的原则是，必须要有绝对的成本优势，且产品市场空间较大，这样公司有把握凭借成本优势获取行业垄断优势，享受未来下游行业增长带来的丰厚回报和高增长。此前公司自主研发生产的间苯二胺、间苯二酚都是成功的案例。公司未来将延续这一原则，依托龙山化工强大的上游原材料支持，开发优势精细化工中间体产品。

◆类金融模式均为低风险、稳定收益业务，未来有看头：

公司凭借化工业务稳定而充沛的现金流，积极开展类金融业务，公司涉足的汽车零部件、房地产业务和 PE 财务投资，实际上均为低风险、收益稳定，且未来都是有望做大做强类金融业务。公司实业投资的成功，与公司在染料、中间体产品的经营策略有异曲同工之处，即找准细分市场，快速占领该市场，取得市场话语权，从而在这些市场获得稳定而又持续的回报和发展。由于市场担心公司投资业务不稳定和不确定，因此公司类金融模式市场一直没有给予合理的估值。

◆未来增长明确估值偏低，维持“买入”评级，等待催化剂和业绩兑现：

不考虑 Dystar 转股和地产业务可能带来的收益，我们维持公司 10~12 年 0.68,0.93 和 1.13 的业绩预测，未来 3 年业绩符合增长率达到 35%。我们看好，公司在化工业务和类金融业务的成长性，随着未来公司业绩和成长性的兑现，明年 dystar 转股成功，市场此前一直担心公司成长性的问题将逐渐消除，维持“买入”的投资评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	4,225	4,619	6,481	8,111	9,489
营业收入增长率	26.30%	9.32%	40.31%	25.15%	16.98%
净利润（百万元）	470	669	995	1,372	1,665
净利润增长率	21.33%	42.25%	48.71%	37.83%	21.36%
EPS（元）	0.32	0.46	0.68	0.93	1.13
ROE（归属母公司） （摊薄）	14.90%	16.73%	13.25%	15.81%	16.54%
P/E	44	31	21	15	12
P/B	7	5	3	2	2
EV/EBITDA	10	24	16	13	11

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。

维持

买入

当前价格	14.06 元
目标价格	18.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

王席鑫 (执业证书编号：S0590210040003)

021-22169077

wangxixin@ebsecn.com

张力扬 (执业证书编号：S0930209060206)

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

程 磊 (执业证书编号：S0930209070211)

021-22169165

chenglei@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,468
总市值(百万元)	20,646
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低 (元)	14.06/8.39
近 3 月日均成交量(百万股)	30.89
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	22.53	30.59	47.74
绝对收益	15.34	40.33	40.49

相关报告：

子公司研发出成果、无心插柳或成荫
..... 2010-11-30
前三季度业绩稳定、期待年报靓丽表现
..... 2010-10-31
德司达收购是未来 1-2 年内最大催化剂，现有业务构成安全边界
..... 2010-09-27

一、我们区别于市场的观点：

1、我们将公司业务按大类分为**化工业务**和**类金融业务**两大类，其中化工包括了染料、精细化工（中间体等）、减水剂、基础化工。类金融包括汽车零部件业务、房地产业务、财务投资、PE 投资等。市场此前普遍认为龙盛是一家染料企业，染料行业处于成熟期，成长性一般，因此龙盛的估值水平一直很低。但是我们认为，公司凭借染料全球大寡头的地位和稳定而丰厚的现金流，积极向成长性较好的精细化工（苯胺系列产品）和类金融产业延伸，公司未来在精细化工和类金融产业上的成长性将能维持较高的水平，而目前公司的估值水平并未体现这两块业务的成长性。

2、公司在选择要进入的精细化工产品的原则是，必须要有绝对的成本优势，且产品市场空间较大，这样公司有把握凭借成本优势获取行业垄断优势，享受未来下游行业增长带来的丰厚回报和高增长。此前公司自主研发生产的间苯二胺、间苯二酚都是成功的案例。公司未来将延续这一原则，依托龙山化工强大的上游原材料支持，开发优势精细化工中间体产品。

3、公司凭借化工业务稳定而充沛的现金流，积极开展类金融业务，公司涉足的汽车零部件、房地产业务和 PE 财务投资，实际上均为低风险、收益稳定，且未来都是有望做大做强的类金融业务，我们认为公司类金融模式理应给予合理的估值，但是由于市场担心公司投资业务不稳定和不确定，因此公司类金融模式市场一直没有给予合理的估值。

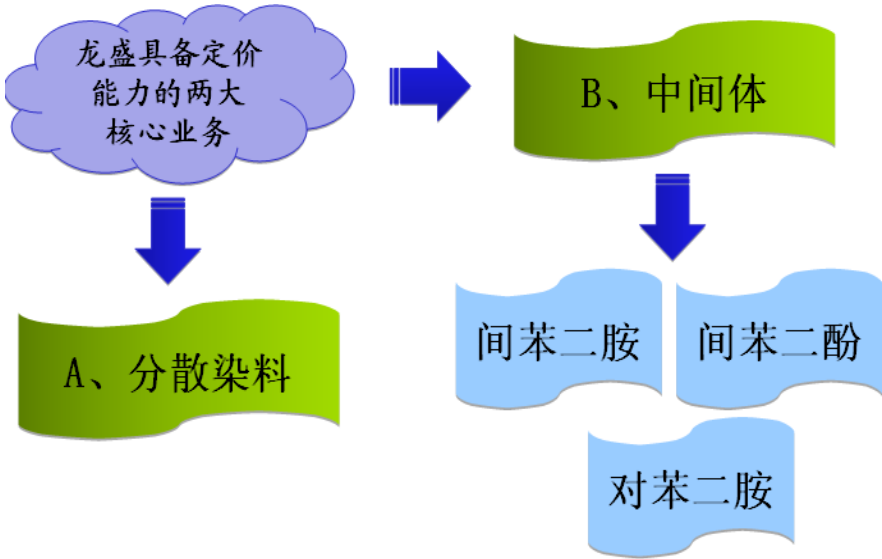
4、公司地产安置房业务此前市场并未做预测，我们预计公司明年会有 10 个亿左右收入和 1 个亿的净利润，增厚明年业绩 0.068 元。此外，我们判断随着 Dystar 盈利逐渐恢复，明年 Dystar 转股的可能性较大，预计增厚明年业绩 0.12 元。两块合计增厚每股收益 0.19 元。但是考虑到这两块业务存在不确定性，出于谨慎原则，这两块收益并未体现在我们此前的盈利预测中。

5、不考虑 Dystar 转股和地产业务可能带来的收益，我们维持公司 10~12 年 0.68, 0.93 和 1.13 的业绩预测，未来 3 年业绩符合增长率达到 35%。我们看好，公司在化工业务和类金融业务的成长性，随着未来公司业绩和成长性的兑现，明年 dystar 转股成功，市场此前一直担心公司成长性的问题将逐渐消除，维持“买入”的投资评级。

二、成本优势构筑化工业务核心竞争力、为公司发展提供稳定现金流。

从分散染料到中间体产品，公司在化工业务上始终执着于通过技术和工艺创新不断降低产品成本，从而使其成为相关产品的行业大寡头，公司染料和中间体业务的定价能力使得公司产品能够将上游成本上涨完全转嫁到下游客户，从而维持稳定的毛利率水平。而公司中间体产品较好的成长性以及公司在相关中间体的垄断优势，使得公司化工业务的周期性风险大大降低，产品垄断地位为公司创造了稳定而丰厚的利润回报和现金流。

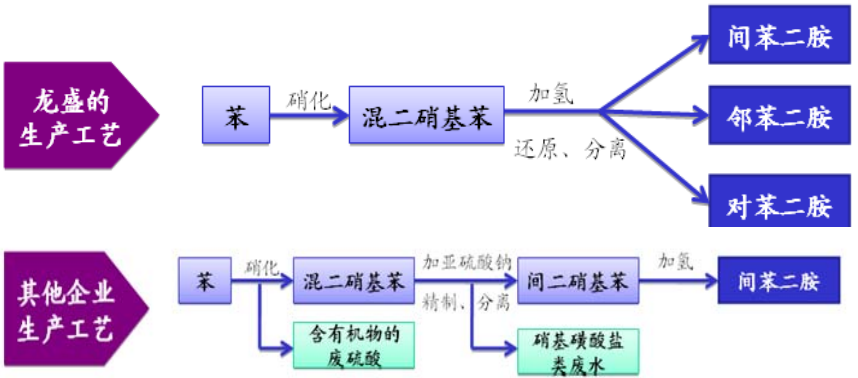
图表1：浙江龙盛定价能力



资料来源：光大证券研究所

从下图可以看出，公司生产的中间体的工艺流程相近，都要通过苯硝化，催化加氢的工艺流程，主要需要合成氨和氢气等原材料。而龙山化工拥有合成氨、氢气等生产中间体所需的原材料，我们预计未来龙山化工将成为龙盛发展精细化工的下一个基地，如果龙山化工形成精细化工的生产基地，则公司中间体业务的竞争优势将更为明显。

图表2：浙江龙盛定价能力



资料来源：光大证券研究所

三、类金融模式低风险、稳定收益，染料、中间体业务提供充沛现金流保障。

公司凭借化工业务稳定而充沛的现金流，积极开展类金融业务，公司涉足的汽车零配件、房地产业务和财务投资，均为低风险、收益稳定，且未来都是有望做大做强的一类金融业务，我们认为公司类金融模式理应给予合理的估值，但是由于市场担心公司投资业务不稳定和不确定，因此公司类金融模式市场一直没有给予合理的估值。

公司给房地产企业融资的操作方式是直接将房地产开发公司股权 100% 收购，获取控制权，然后以追加债务的方式注入资金，并给予原房地产开发商回购权，公司一般收取 25% 的利息费用。这样操作的好处是，如果原开发商无能力回购，那么土地就归龙盛所有，而像龙盛 09、10 年操作的两单，其抵押率是市场价的 3 折，也就是说只有土地价格下跌 70% 以上，龙盛才可能亏损。因此这样的操作模式，应该说风险是很低的，且在当下银行、信托等金融机构对地产企业贷款的大门关闭的情况下，公司通过自身优势开展该业务，未来还是有很大的空间。此外公司安置房项目，均为政府项目，风险都很低。公司地产安置房业务此前市场并未做预测，我们预计公司明年会有 10 个亿左右收入和 1 个亿的净利润，增厚明年业绩 0.068 元。

公司汽车零配件业务，其实质也是给汽车厂提供融资。汽车厂在与上游钢厂谈判的过程中，一般是处于弱势，其向钢厂采购钢材都需要先交预付款，这对于某些汽车厂来说，存在资金的压力。龙盛的操作方式是直接打包汽车厂的车间使用（包括工人），然后由龙盛去采购钢材做成汽车板和冲压件，一般是提供 5 个月左右的一个融资。这样龙盛实际也参与到管理当中，车厂的一些外包业务，龙盛可以优先接过来做。这样的模式，我们认为也是可以长期和一些汽车厂商合作，是一个双赢的模式。

可以看出，公司实业投资的成功，与公司在染料、中间体产品的经营策略有异曲同工之处，即找准细分市场，快速占领该市场，取得市场话语权，从而在这些市场获得稳定而又持续的回报和发展。

四、收购 Dystar，公司染料业务迎来新的发展契机

我们认为，金融危机加快了染料行业从发达国家向发展中国家转移的步伐，对龙盛来说反而是利好。龙盛此次收购 Dystar，为其染料业务迎来新的发展契机。

Dystar 维持其品牌和渠道，而龙盛继续发挥其制造上的优势，两者相结合，龙盛的海外市场和渠道通过 Dystar 来销售。在中低端市场，Dystar 原来通过其他代理上来做，现在可以通过龙盛来做，从而带动龙盛产品出口业务。

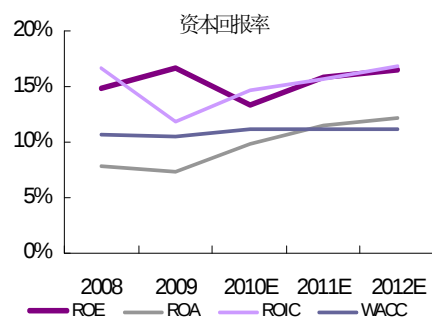
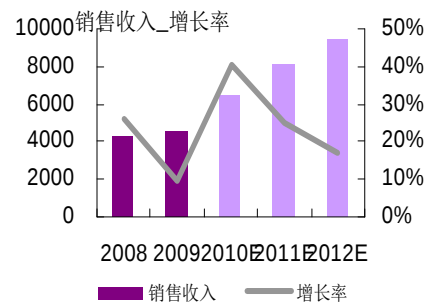
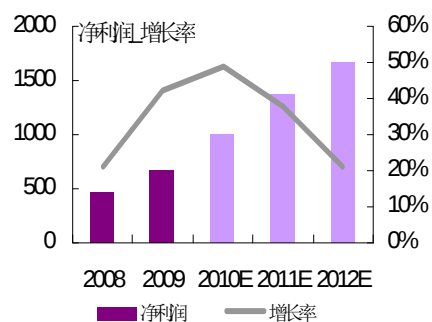
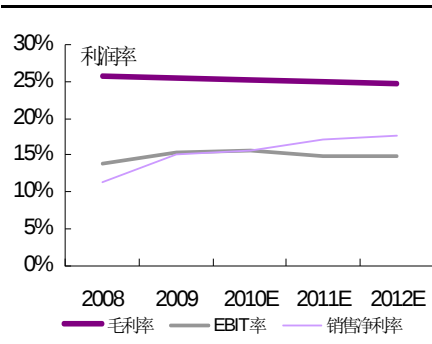
Dystar 在助剂上的发展空间很大，目前全球助剂市场规模是染料的两倍，Dystar 目前的助剂规模只有 1 亿美金左右，因此助剂这一块公司未来的空间非常大，而助剂对于渠道的依赖性更强，而渠道正是 Dystar 的优势所在。

五、未来两年主业继续高增长，化工中间体、助剂业务、类金融业务提供新引擎，维持“买入”的投资评级。

我们认为，龙盛近两年化工业务依靠行业内生性和 Dystar 整合带来的外生性的增长，公司主业将保持 30%以上的增长。未来，公司依托龙山化工基础化工平台，积极拓展精细化工、化工中间体业务，此外 Dystar 助剂业务和公司类金融业务也有望提供新的引擎。

不考虑 Dystar 转股和地产业务可能带来的收益，我们维持公司 10~12 年 0.68,0.93 和 1.13 的业绩预测，未来 3 年业绩符合增长率达到 35%。我们看好，公司在化工业务和类金融业务的成长性，随着未来公司业绩和成长性的兑现，明年 dystar 转股成功，市场此前一直担心公司成长性的问题将逐渐消除，维持“买入”的投资评级，目标价格 18 元。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,225	4,619	6,481	8,111	9,489
营业成本	3,137	3,441	4,841	6,089	7,143
折旧和摊销	341	149	227	240	250
营业税费	12	12	17	21	25
销售费用	141	133	202	247	285
管理费用	268	305	381	487	569
财务费用	126	40	79	-32	-18
公允价值变动损益	-4	0	0	0	0
投资收益	64	82	250	350	500
营业利润	522	751	1,186	1,598	1,928
利润总额	521	765	1,196	1,638	1,978
少数股东损益	9	24	22	21	17
归属母公司净利润	470.47	669.22	995.21	1,371.68	1,664.68

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	6,125	9,369	10,417	12,060	13,829
流动资产	3,412	5,844	7,179	8,872	10,661
货币资金	1,126	1,472	2,735	3,338	4,223
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	565	847	2,178	2,697	3,122
应收票据	440	446	583	730	854
其他应收款	283	760	84	97	104
存货	584	1,572	1,210	1,522	1,786
可供出售投资	125	103	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	441	453	478	618	818
固定资产	1,195	1,352	1,438	1,450	1,392
无形资产	542	609	579	550	522
总负债	2,838	5,069	2,586	3,040	3,406
无息负债	1,804	2,587	2,290	2,744	3,111
有息负债	1,034	2,482	296	296	296
股东权益	3,287	4,300	7,831	9,020	10,423
股本	659	1,318	1,468	1,468	1,468
公积金	1,238	877	3,525	3,734	3,986
未分配利润	1,234	1,754	2,465	3,425	4,559
少数股东权益	129	300	321	342	358

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	728	-569	729	614	875
净利润	470	669	995	1,372	1,665
折旧摊销	341	149	227	240	250
净营运资金增加	170	1,509	649	881	744
其他	-253	-2,896	-1,143	-1,878	-1,784
投资活动产生现金流	-971	-752	285	160	270
净资本支出	-542	-609	50	50	30
长期投资变化	441	453	-25	-140	-200
其他资产变化	-870	-596	260	250	440
融资活动现金流	358	1,604	249	-172	-260
股本变化	0	659	150	0	0
债务净变化	585	1,448	-2,186	0	0
无息负债变化	805	784	-297	454	366
净现金流	116	283	1,263	603	885

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.30%	9.32%	40.31%	25.15%	16.98%
净利润增长率	21.33%	42.25%	48.71%	37.83%	21.36%
EBITDA 增长率	62.67%	-7.73%	44.94%	17.21%	13.95%
EBIT 增长率	24.84%	20.42%	43.30%	19.78%	15.91%
估值指标					
PE	44	31	21	15	12
PB	7	5	3	2	2
EV/EBITDA	10	24	16	13	11
EV/EBIT	16	29	19	16	13
EV/NOPLAT	18	32	22	18	15
EV/Sales	2	4	3	2	2
EV/IC	3	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	25.77%	25.51%	25.31%	24.94%	24.72%
EBITDA 率	21.99%	18.56%	19.17%	17.95%	17.49%
EBIT 率	13.92%	15.34%	15.67%	14.99%	14.86%
税前净利润率	12.34%	16.56%	18.46%	20.19%	20.85%
税后净利润率 (归属母公司)	11.13%	14.49%	15.35%	16.91%	17.54%
ROA	7.82%	7.40%	9.76%	11.55%	12.16%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.90%	16.73%	13.25%	15.81%	16.54%
经营性 ROIC	16.62%	11.81%	14.66%	15.72%	16.87%
偿债能力					
流动比率	1.50	1.81	4.02	3.96	4.09
速动比率	124.61%	132.60%	334.40%	328.23%	340.63%
归属母公司权益/有息债务	3.05	1.61	25.39	29.35	34.03
有形资产/有息债务	5.37	3.52	33.25	38.91	44.98
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.32	0.46	0.68	0.93	1.13
每股红利	0.09	0.09	0.14	0.19	0.23
每股经营现金流	0.50	-0.39	0.50	0.42	0.60
每股自由现金流(FCFF)	0.72	-0.14	0.28	0.27	0.50
每股净资产	2.15	2.72	5.11	5.91	6.85
每股销售收入	2.88	3.15	4.41	5.52	6.46

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

王席鑫：2010年10月加入光大证券，目前从事化工行业研究工作。此前于国联证券研究所从事化工行业研究工作，拥有两年化工行业内工作经验，两年多化工行业研究经验。

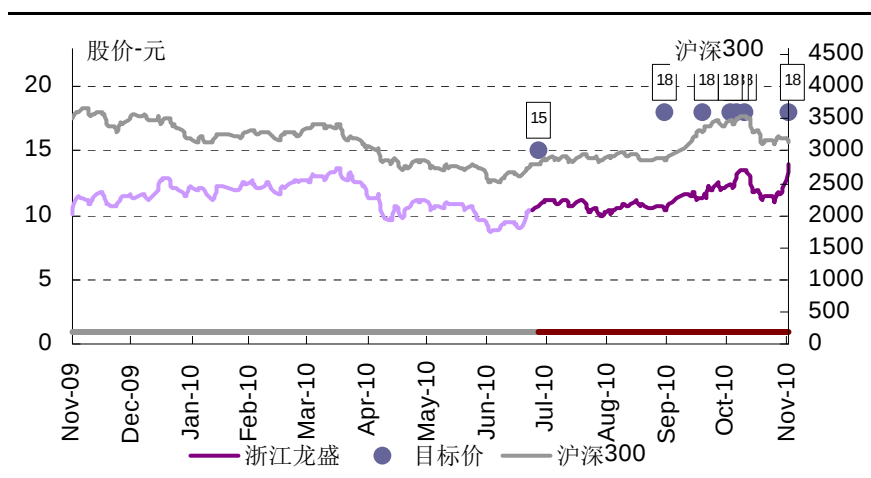
分析师声明

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：王席鑫



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-07-26	10.46	15.00	买入
2010-09-28	10.52	18.00	买入
2010-10-18	10.52	18.00	买入
2010-10-31	12.19	18.00	买入
2010-11-01	10.52	18.00	买入
2010-11-04	12.20	18.00	买入
2010-11-08	12.20	18.00	买入
2010-11-30	11.83	18.00	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

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(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.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。