

浙江龙盛 600352.SH

推荐 维持评级

染料毛利相对稳定

分析师：李国洪 电话：(8610) 6656 8876 邮箱：liguohong@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130207091551

1. 事件

2011年4月9日公司公告2010年报告：2010年度，公司实现营业总收入667,715.15万元，同比增长44.52%；营业利润96,835.27万元，同比增长28.26%；利润总额99,576.91万元，同比增长29.58%；归属于母公司股东的净利润80,508.54万元，同比增长19.95%。基本每股收益0.567元。

4月9日公司还公告了一季度预增公告：预计公司2011年1-3月份实现的归属于上市公司股东的净利润同比增长50%以上。主要原因是公司计收东田控股集团有限公司向本公司支付的2010年度股权回购补偿款1.55亿元（税前）因审计调整计入本期。

2. 我们的分析与判断

（一）、染料价格变化不大，毛利相对稳定

公司目前分散染料产能12万吨/年，活性染料产能6万吨/年，生产装置满负荷运行，年检修1-2次，每次半个月左右。由于染料生产装置扩产投资较小，建设期只需要几个月左右，因此，未来关键看染料市场需求，一但有市场需求公司很快能扩大产能，且因投资额相对较小，装置折旧并不多。

染料生产成本变化不大，未受高油价影响而大幅上升。染料的生产成本较复杂，分散染料中占成本较多的还原物也只占成本的2-3个点，6-氯-2,4-二硝基苯胺占比也不大。在活性染料中，H酸占成本的四分之一，对位酯占成本的四分之一，其它占成本比重很小，由于H酸、对位酯价格较稳定，染料生产成本变化不大，未受高油价影响而大幅上升。由于染料价格变化不大，提价的可性不大，染料价格并没有随着化工产品价格上涨而上升，分散、活性染料价格变化不大，由于缺乏提价因素，染料龙头提价的可能性不大。2010年分散染料实现营业利润率29.87%，同比增加1.72个百分点，活性染料实现营业利润率21.14%，同比减少1.29个百分点，综合看，染料价格变化不大，毛利相对稳定。

（二）、由于技术优势，公司中间体毛利可保持40%左右

目前公司间苯二胺产能为2.5万吨，从规模上来看明显优于其竞争对手，处于绝对优势地位，为分散染料业务的发展提供了可靠的保证。另外公司间苯二胺的生产选用混二铵法，与其他方法相比排出的污染物少，环保成本低，副产品能得到充分利用，总的生产成本只是其他企业的70%，极具竞争力。国内的大多数间苯二胺生产采用传统的磺化碱法，该法进行两次磺化，浪费了大量的磺化剂，腐蚀设备严重，产生的污染物难以处理，给生产者造成了很高的成本压力和环保压力。龙盛公司持有专利的间苯二胺水解工艺，有着设备效率高、生产周期短、产品收率高、产品质量稳定、工艺控制简单，成本低，无废水排放等优势。2010年间苯二胺产量3万吨，预计2011年可增长10%左右产量，公司间苯二胺原料采用镇海的焦化苯，成本较低，可保持40%左右的毛利水平。

公司间苯二胺产量在5000-7000吨，2011年增加20%左右，2012年达到2万吨左右，间苯二胺价格在35000-40000元/吨，毛利在40%左右。

(三)、减水剂看好但行业扩产较快

公司减水剂产量12-13万吨，由于有硫酸配套有20%左右的毛利，随着水泥行业向好，减水剂也向好，但由于技术壁垒较低，减水剂行业扩产也较快。减水剂能够大幅节约水使用量、降低成本、提高混凝土质量，在节能、节料、工程经济、劳动保护及环境保护方面具有重要的现实意义，符合国家产业政策导向。减水剂在国外80%-90%的建筑采用，而国内只有不到20%的建筑使用。随着近几年国家对高铁等基础设施建设以及保障房的加大投资，减水剂的需求将继续攀升。因此，减水剂业务具有广阔的市场前景与发展空间。

(四)、海外业务贡献不大

印度分厂产能还不大，利润贡献有限。印度分厂产能2万吨，但开工不足，且印度染料价格低于国内，毛利不到20%，对公司利润贡献有限。Dystar并表产生利润还早，公司占Dystar62%权益，由于Dystar销售国内染料在国外难度较大（国外对国内染料在染整工艺中固化等指标不信任），Dystar并表产生利润还需要很长时间。

公司全资子公司桦盛有限公司于2010年2月出资2,200万欧元认购了新加坡KIRI 控股有限公司定向发行的可转换债券。桦盛有限公司出资的2,200万欧元定向用于收购德国德司达纺织纤维股份公司的资产。2010年2月至12月新加坡KIRI 控股有限公司实现销售收入46,723万欧元，毛利10,518万欧元，经营性息税前利润105万欧元，非经常性损益-4,842万欧元（包括重组费用3,060万欧元，改制费用1,205万欧元，其他非经常性损益577万欧元），息税前利润-4,736万欧元，财务费用681万欧元，税后利润-5,768万欧元

(五)、房地产项目要到2012年才能产生效益

公司目前有房地产项目4个（其中2个为危改项目），到2012年才能销售产生利润，能有多少贡献现在还很难说清。

(六)、汽车配件销售模式较好，利润稳定但无增长

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。公司汽车配件的操作方式是直接打包汽车厂的车间使用（包括工人），然后由公司去采购钢材做成汽车板和冲压件，公司实际也参与到管理当中，车厂的一些外包业务，公司可以优先接过来做。这样的模式是可以长期和一些汽车厂商合作，销售模式较好，利润稳定但无增长。

3. 投资建议

染料价格变化不大，毛利相对稳定，由于技术优势，公司中间体毛利可保持40%左右，减水剂看好但行业扩产较快，海外业务贡献不大，房地产项目要到2012年才能产生效益，汽车配件销售模式较好，利润稳定但无增长，我们预测2011-2012年盈利为0.78元和0.85元，维持推荐投资评级。

表 1: 浙江龙盛 (600352.SH) 财务报表及指标预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	902.98	1367.44	1977.78	770.09	2832.72	营业收入	4225.41	4619.41	6677.15	7545.80	8904.05
应收和预付款项	1702.35	2798.14	2439.86	3894.61	3605.39	营业成本	3136.51	3441.13	5811.37	5369.59	6477.69
存货	583.66	1572.08	393.47	1976.19	882.49	营业税金及附加	12.05	11.78	19.40	19.24	22.71
其他流动资产	0.29	0.87	0.87	0.87	0.87	营业费用	140.92	133.05	186.30	217.34	256.46
长期股权投资	441.28	453.08	453.08	453.08	453.08	管理费用	267.77	304.90	398.78	498.06	587.71
投资性房地产	7.52	7.16	6.33	5.50	4.67	财务费用	126.19	39.55	21.64	46.44	36.82
固定资产和在建工程	1565.59	2320.19	2815.02	3219.86	3534.69	资产减值损失	79.78	20.02	52.59	0.00	0.00
无形资产和开发支出	542.38	609.12	543.56	477.99	412.42	投资收益	64.47	82.32	102.57	0.00	0.00
其他非流动资产	129.38	108.51	105.86	103.21	103.21	公允价值变动损益	-4.28	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	5875.43	9236.60	8735.82	10901.40	11829.54	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	522.37	751.29	968.35	1395.12	1522.65
短期借款	812.76	969.17	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	-1.08	13.48	27.42	0.00	0.00
应付和预收款项	1184.42	1933.56	1518.49	2573.37	2289.28	利润总额	521.29	764.76	995.77	1395.12	1522.65
长期借款	211.32	1342.97	1342.97	1342.97	1342.97	所得税	42.06	71.57	144.83	209.27	228.40
其他负债	379.57	690.87	690.87	690.87	690.87	净利润	479.23	693.19	850.93	1185.86	1294.25
负债合计	2588.08	4936.57	3552.33	4607.20	4323.11	少数股东损益	8.76	23.97	45.85	41.01	44.76
股本	659.00	1318.00	1318.00	1318.00	1318.00	归属母公司股东净利润	470.47	669.22	805.59	1144.85	1249.49
资本公积	1129.46	762.96	762.96	762.96	762.96	每股收益 (EPS)	0.320	0.456	0.567	0.780	0.851
留存收益	1369.70	1919.42	2770.27	3839.96	5007.43	财务指标					
归属母公司股东权益	3158.16	4000.38	4851.23	5920.92	7088.38	毛利率	25.77%	25.51%	28.58%	28.84%	27.25%
少数股东权益	129.19	299.65	332.27	373.28	418.04	销售净利率	11.34%	15.01%	15.13%	15.72%	14.54%
股东权益合计	3287.35	4300.03	5183.50	6294.20	7506.42	ROE	14.90%	16.73%	18.77%	19.34%	17.63%
负债和股东权益合计	5875.43	9236.60	8735.82	10901.40	11829.54	ROA	8.87%	8.28%	13.45%	13.22%	13.18%
						ROIC	20.58%	22.63%	25.98%	27.18%	19.38%
现金流量表						销售收入增长率	26.30%	9.32%	35.00%	21.00%	18.00%
净利润	470.47	669.22	805.59	1144.85	1249.49	EBIT 增长率	24.09%	46.71%	53.66%	22.67%	8.18%
折旧与摊销	1563.53	2865.17	6462.29	6762.29	6641.51	净利润增长率	21.99%	44.65%	36.07%	25.72%	9.14%
经营性现金净流量	854.25	-529.63	2604.74	-186.08	3081.48	估值倍数					
投资性现金净流量	-970.81	-751.97	-900.00	-900.00	-900.00	EPS(X)	0.320	0.456	0.567	0.780	0.851
筹资性现金净流量	358.29	1603.82	-1094.41	-121.60	-118.85	PE(X)	36.11	25.39	20.79	15.12	13.85
现金流量净额	241.91	321.63	610.33	-1207.68	2062.62	PB(X)	5.38	4.25	3.50	2.87	2.40
EBITDA	672.45	936.50	1649.37	2005.78	2211.04	PS(X)	4.02	3.68	2.72	2.25	1.91
NOPLAT	484.42	681.74	998.89	1225.33	1325.55	EV/EBITDA(X)	11.27	16.12	9.04	8.06	6.41

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李国洪，化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

港股：中海油服（2883.HK）

A 股：烟台万华（600309.SH）、华鲁恒升（600426.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、德美化工（002054.SZ）、久联发展（002037.SZ）、三友化工（600409.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908