

染料制造业

报告原因: 年报公布需要点评

2010年3月16日

市场数据: 2010年3月16日

收盘价(元)	11.95
一年内最高/最低(元)	16.55/6.63
市净率	3.93
股息率	0.84%
流通A股市值(百万元)	15750.1

基础数据: 2009年12月31日

每股净资产(元)	3.04
资产负债率%	54.11
总股本/流通A股(百万)	1318/
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

研究员

张旭
zhangxu@sxzq.com

执笔人

裴云鹏
peiyunpeng@sxzq.com

联系人

焦春成
0351-8686986
sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

浙江龙盛 (600352)

多元增长的典范, 景气高峰的盛筵

买入
首次评级

盈利预测:

单位: 亿元、亿元、百万元、元、倍

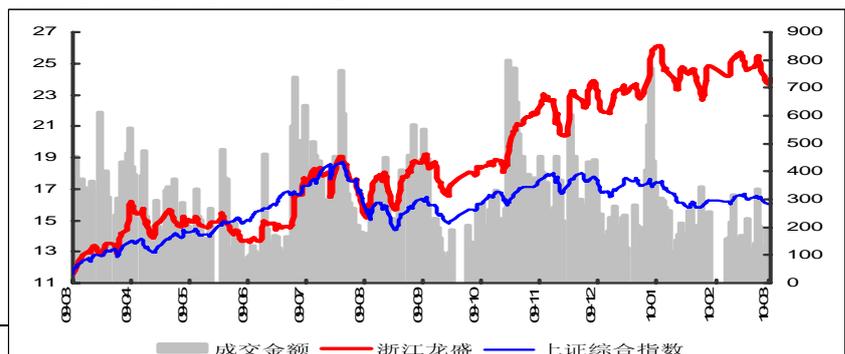
	营业总收入	营业总成本	净利润	每股收益	市盈率
2009A	46.19	34.41	693.19	0.51	23.43
2010E	63.54	47.90	850.32	0.62	19.27
2011E	79.10	59.74	1011.84	0.74	16.15
2012E	91.67	69.07	1150.67	0.84	14.23

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- 2009年公司实现营业总收入46.19亿元,同比增长9.32%;实现净利润6.93亿元,同比增长44.65%。2009年每股盈利0.51元。
- 浙江龙盛目前总计具有12万吨分散染料、4.3万吨活性染料、12万吨各类减水剂、15万吨各类其他水泥外加剂、18万吨甲醛、47万吨硫酸、10万吨硫酸钾、2.3万吨间苯二酚、3万吨间苯二胺等产能。公司涉足基础化工的重大项目龙山化工搬迁建设将在3-4月份左右一期投产,而在年底二期亦可投产,届时将形成20万吨合成氨、40万吨纯碱、40万吨氯化铵、10万吨浓硝酸产能,公司预计能占据浙江近一半市场。
- 公司所在上虞地区三大公司基本垄断了国内分散染料市场,公司2009年产量接近10万吨,占据国内市场40%份额,凭借市场和规模优势,在后危机时代公司的市场份额将能稳步提升,而毛利水平将能维持在一个相对较高水平。
- 混凝土减水剂系列产品在今年将大大受益于建材下乡,明后年由于城镇化进程和基础建设的持续都将保持一个较高速度,而在同时公司快速铺设网点和积极规划建设新的产能将对减水剂市场带来强有力的冲击。
- 活性染料短期内行业竞争激烈仍将持续,间苯二酚系列产品将维持垄断格局。
- 公司12月17日的平湖地块将是公司房地产主要发展方向,目前上海闸北地块均为政府回购房,而另一地块则是商业酒店地产建设。
- 我们预计公司2010-2012年每股盈利0.62、0.74、0.84元。鉴于公司市场技术优势明显,同时在估值中爆发性因素均未考虑,在25倍估值水准下给予“买入”评级。

一年内公司股价与大盘对比走势:



- **核心假设：**
1. 纺织业 2010 年高速复苏，2011-2012 年之后将有所放缓。
 2. 杭州龙山化工在 2010 年释放产能将在 10 万吨左右，2011-2012 年联碱企业毛利将略微下降，2011 年产能释放在 25-30 万吨左右，2012 年 30-32 万吨左右。
 3. 德士达破产带来的市场空间放大效应将持续两年左右，2010 年将是相关染料产品抢占份额最为激烈的时期。国内染料销售预计将上一个新台阶。
 4. 鉴于国际整合，此外还有公司在印度合资公司以及自有资金筹建 2 万吨项目，公司活性染料未来有望有 8 万吨产能，预计活性染料销售 2010 年有超过 45%以上的大幅增长。
 5. 不考虑房地产在以上提及的四个地块之外的新项目，项目结算认为在工程后三年结算完全，平湖房地产项目认为需要到 2012 年贡献利润。
- **风险提示：**
1. 公司活性染料和减水剂行业大规模兼并整合的风险。
 2. 房地产建设进度和房地产项目结算时间的变动有可能带来公司净利润 5-7%的变动。
 3. 印度合资公司活性染料成本优势明显，而且行业集中度提高是一个趋势，因此存在活性染料毛利提升的风险。
 3. 公司江苏长龙汽配公司拓展迅速，虽然该行业竞争激烈，但在汽车业景气来临下，行业销售和毛利率的增长都可能超预期。
- **盈利预测：** 公司在染料、减水剂、染料中间体三个子行业中均处于行业领导者甚至是垄断者的角色，而三大主业在可预见的 3-5 年既处于行业的相对景气阶段，同时又是行业的整合阶段，这将使大型公司尤其是浙江龙盛这样的市场领导者受益。该三大块主业将保证公司增长有保证。而公司涉足的房地产行业，公司已经通过龙盛置业在嘉兴的高端房产项目具备了相关经验，但是在迈向上海的途中保持了相当的冷静和克制。公司活性染料毛利较低主要来自市场竞争激烈，因此在未来整合之后存在大幅上升的可能。考虑可转债稀释效应，公司 2010-2011 年 EPS 为 0.56、0.67 元，鉴于我们的估值为相对保守条件下得到，25 倍市盈率下给予公司“买入”评级。



	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	4,225.41	4,619.41	6,353.80	7,910.23	9,167.37
营业收入	4,225.41	4,619.41	6,353.80	7,910.23	9,167.37
主营业务收入	4,080.97	4,459.30	5,632.47	6,983.48	8,311.06
其中：分散染料	1,313.84	1,392.01	1,614.73	1,856.94	2,116.92
活性染料	783.85	676.50	845.62	1,014.75	1,217.70
减水剂	528.48	634.50	793.12	951.74	1,123.06
中间体	541.80	537.54	645.05	774.06	897.91
汽车配件	7.59	276.95	415.42	540.05	648.06
其他化学品	905.40	941.80	1,318.52	1,845.93	2,307.41
房地产	0.00	0.00	497.16	618.66	449.87
其他业务收入	144.44	160.11	224.17	308.09	406.44
二、营业总成本	3,763.23	3,950.44	5,502.13	6,884.68	7,993.19
营业成本	3,136.51	3,441.13	4,789.85	5,973.55	6,907.45
主营业务成本	3,040.28	3,320.40	0.00	0.00	0.00
其中：分散染料	914.75	1,000.22	1,162.61	1,337.00	1,524.18
活性染料	627.28	524.76	655.36	786.43	943.72
减水剂	434.42	476.32	594.84	713.81	842.29
中间体	374.44	332.72	419.28	503.14	583.64
汽车配件	6.71	221.35	332.34	432.04	518.45
其他化学品	682.69	765.02	1,054.82	1,476.74	1,845.93
房地产	0.00	0.00	400.24	490.24	340.34
其他业务成本	96.23	120.73	170.37	234.15	308.90
营业税金及附加	12.05	11.78	17.16	21.36	24.75
销售费用	140.92	133.05	181.18	223.30	256.20
管理费用	267.77	304.90	427.77	559.19	680.46
财务费用	126.19	39.55	54.41	67.73	78.50
资产减值损失	79.78	20.02	31.77	39.55	45.84
三、其他经营收益	0.00	0.00	86.44	90.76	95.29
公允价值变动净收益	-4.28	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	64.47	82.32	86.44	90.76	95.29
四、营业利润	522.37	751.29	938.11	1,116.31	1,269.47
加：营业外收入	18.36	25.40	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	19.44	11.93	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	521.29	764.76	938.11	1,116.31	1,269.47
减：所得税	42.06	71.57	87.79	104.47	118.80
六、净利润	479.23	693.19	850.32	1,011.84	1,150.67
减：少数股东损益	8.76	23.97	29.41	34.99	39.79
归属于母公司所有者的净利润	470.47	669.22	820.91	976.85	1,110.87
七、每股收益：					
(一) 基本每股收益	0.71	0.51	0.62	0.74	0.84
(二) 稀释每股收益	0.71	0.50	0.56	0.67	0.76

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。