

# 溴化丁基橡胶技术突破使步入新的高增长，估值值得提升

——浙江龙盛（600352）事件点评

2010年12月1日

强烈推荐/维持

基础化工

事件点评

杨若木 基础化工行业分析师 从业资格证书编号：S1480209110083

010-6650 7316

## 事件：

公司下属控股子公司杭州龙山化工有限公司和浙江齐成科技有限公司、自然人陈甘棠等两人成立的溴化丁基橡胶中试小组试验的工业化溴化丁基橡胶生产技术取得突破，经北京橡胶工业研究所设计院物化检测实验室检测，试产的样品各项主要技术指标与进口同类产品质量相当。公司对杭州龙山化工有限公司投资股权比例可在60%以上。该技术为杭州龙山化工有限公司和浙江齐成科技有限公司、自然人陈甘棠等两人共享的技术溴化丁基橡胶技术，其中享有该技术收益的比例分别为34%、34%和32%。公司合并之后对该项技术享有20.4%的股权。

## 点评：

### 1. 溴化丁基具有良好的物理和化学性能，打破国外垄断

溴化丁基胶有更多的活性硫化点，硫化速度快，与不饱和型橡胶能更好粘合，有更高的耐老化、较低的焦烧安全性。随着汽车高速化、重载化、汽车轮胎子午线胎、无内胎轮胎方向发展，溴化丁基橡胶是制造无内胎轮胎不可替代的原材料，也是医用橡胶制品的必须原料，溴化丁基橡胶瓶塞良好的物理性能和化学性能，使其具有良好的吸湿性，在冷冻干燥制品中应用较好。对于低分子量的凝血酶抑制溶液，用溴化丁基橡胶胶塞其稳定性显著提高；同时其化学指标可控制在一个较好的范围内，进而有力保证了与氨基酸、血液制品等大输液产品的相容性。随着汽车工业和医药产业的迅速发展，需求量还以每年增加15%~20%的速度递增。目前溴化丁基橡胶的生产技术和生产装置，只有美国和德国拥有，且技术不对外转让。由于我国尚不能生产溴化丁基橡胶，完全依赖进口，导致国内市场、价格被外商垄断控制。

### 2. 溴化丁基橡胶能够使公司业务步入新的高增长阶段

公司目前该技术尚处在中试的第一阶段，中试小组投资建设的系设计能力为1000吨/年的中试装置，在该中试的第二阶段将建设设计能力为3000吨/年的中试装置，在中试完成后，将根据中试最终结果，并结合该技术的经济效益最终确定投资项目计划。

溴化丁基橡胶最高卖价曾一度冲至每吨15万元，目前价格在5.5万元/吨左右，而成本仅仅有2万元/吨，当今中国，一年需要25万吨溴化丁基橡胶。

### 3. 溴化丁基橡胶未来对公司盈利能明显增强

按照目前市场价格为 5 万元/吨，如果按照最谨慎计算，公司以较低的价格 4.5 万元/吨销售，成本在 2.5 万元/吨，吨利润在 2 万元/吨。假设产能达到 10 万吨，毛利达到 20 亿元，按照期间费用率 10%，税率为 15%，贡献的净利润为 13.5 亿元，公司股本为 14.7 亿元，按照公司此种技术占比 34%，浙江龙盛持有杭州龙山化工 60% 股份，浙江龙盛间接持有 20.4% 股本，归属母公司每股收益为 0.19 元。公司的毛利润乐观的方式，销售价格为 5.5 万吨，成本在 2 万元/吨，吨利润可以达到 3.5 万元/吨，归属母公司的每股收益为 0.30 元。而实际在生产中浙江龙盛更具备资金实力，在固定资产投资比例更大，占股比例预计会更高，贡献利润更大。这样就可以结束浙江龙盛一直没有良好成长性的印象，目前公司价格为 14.06 元。我们维持盈利预测为 0.69、0.93、1.13 元，对应近三年 PE 为 20 倍、15 倍、12 倍，继续维持“强烈推荐”评级。

利润表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,225	4,619	6,365	8,770	10,713
营业成本	3,136.51	3,441.13	4,790.50	6,600.75	8,071.50
营业费用	140.92	133.05	203.68	280.65	342.82
管理费用	267.77	304.90	381.90	526.21	642.78
财务费用	126.19	39.55	71.13	82.70	77.17
投资收益	64.47	82.32	90.55	99.61	109.57
营业利润	522.37	751.29	990.79	1,355.72	1,659.48
利润总额	521.29	764.76	998.79	1,363.72	1,667.48
所得税	42.06	71.57	94.88	129.55	158.41
净利润	479	693	904	1,234	1,509

归属母公司所有者的 净利润	470.47	669.22	888.90	1,219.17	1,494.07
<i>NOPLAT</i>	596.23	716.83	961.04	1,301.77	1,571.67
每股净收益（元）	0.71	0.51	0.69	0.93	1.13
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2008A</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
货币资金	1,126.14	1,472.44	1,654.90	2,280.26	2,785.39
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	564.90	847.07	959.11	1,321.54	1,614.29
预付款项	414.09	744.95	888.67	1,086.69	1,328.84
存货	583.66	1,572.08	944.98	1,302.06	1,592.19
流动资产合计	3,412.44	5,843.53	6,123.32	8,299.34	10,140.90
非流动资产	2,712.75	3,525.73	3,439.63	3,343.54	3,245.01
资产总计	6,125.19	9,369.26	9,562.95	11,642.88	13,385.91
短期借款	812.76	969.17	1,235.35	1,019.41	607.45
应付帐款	336.43	479.19	524.99	723.37	884.55
预收款项	23.61	44.03	44.03	44.03	44.03

流动负债合计	2,270.19	3,221.21	3,141.26	3,488.64	3,536.22
非流动负债	567.65	1,848.03	1,659.74	2,767.71	3,701.12
少数股东权益	129.19	299.65	314.65	329.65	344.65
母公司股东权益	3,158.16	4,000.38	4,423.67	5,033.25	5,780.28
净营运资本	1,142.25	2,622.33	2,982.06	4,810.70	6,604.68
投入资本 IC	2,514.47	4,596.13	4,171.12	4,088.07	4,862.71
<b>利润表（百万元）</b>	<b>2008A</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	479.23	693.19	903.90	1,234.17	1,509.07
折旧摊销	677.80	758.45	0.00	165.93	173.35
净营运资金增加	1,142.25	1,480.07	359.73	1,828.65	1,793.98
经营活动产生现金流	510.38	538.21	733.61	396.84	774.14
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	33.28	28.77	33.74
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	(584.43)	199.75	(302.75)
现金净增（减）	124.03	281.64	182.46	625.36	505.13

## 分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

## 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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。