

浙江龙盛 (600352) / 5.04 元

盈利低于预期, 估值仍有吸引力

翁 健

86-755-82940792

Wengjian@ccs.com.cn

非周期性投资品 · 化工

估值区间: 5.24-6.51 元 (含权)

谨慎推荐 A(维持)

浙江龙盛中期业绩低于预期, 我们调低全年盈利预测, 但仍看好公司在业内的地位以及主营业务的稳定增长, 因而维持谨慎推荐评级。

- **增长趋势良好, 但毛利率下降导致利润低于预期。**浙江龙盛上半年主营收入增长 47%, 毛利率下降 4 个百分点使税前利润增幅只有 11%, 显示公司正在承受着石化产品价格高企的压力, 完全向下游转移有一定困难, 毛利率下降的最主要原因是分散染料毛利率下滑 4 个百分点至 21.4%。
- **看好染料业务的稳定增长, 但新增长点仍不明朗。**公司上半年各项染料相关业务收入增长 34%, 该增长一方面来自于产品的提价, 另一方面由活性染料和间苯二胺销量的增长, 我们预计该业务可在 3 年内维持 10% 左右的增速; 此外, 公司一直在寻求新的增长点, 中报显示减水剂收入已达 7500 万元, 但毛利率仅为 15%, 能否在这一新业务领域获得成功还有待观察。
- **应收帐款和存货比例依旧过高, 影响公司价值的提升。**公司应收帐款和存货周转率分别为 4.6 倍和 3.8 倍, 合计 9 亿元, 占流动资产和总资产的比例分别为 61% 和 42%, 较过去没有好转。周转率过低使公司资金需求加大、财务费用上升并容易产生坏帐或减值, 对估值产生较大不利影响, 我们将密切关注公司这方面的改善情况。
- **下调盈利预测 9%, 维持谨慎推荐评级。**我们原先预计分散染料毛利率可与去年持平, 现在来看有难度, 而收入因减水剂销售顺利升幅超出预期, 因此调高今年收入 5%, 调低净利润 9% 至 0.32 元。经营自由现金流折现模型显示公司估值区间在 3.74~4.65 元/股之间, 相当于 11.7~14.6 倍 PE, 考虑到股改方案 10 送 4 股, 相当于 5.24~6.51 元, 当前股价低于估值区间下限, 投资建议维持**谨慎推荐-A**, 目标价 5.87 元(除权后 4.2 元)。

上证指数: 1014.35

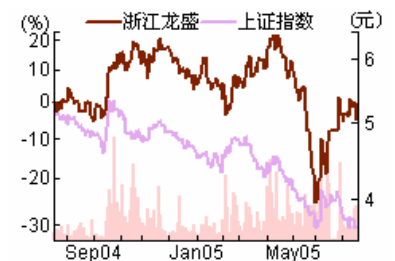
股本数据

A 股总股本(万)	59,020
流通 A 股(万)	14,820
流通市值(亿)	7.47

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	-22.5	-7.0
6 个月(%)	-15.1	1.6
1 年(%)	-10.6	19.8
52 周波动(元)	3.83-7.15	

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

业绩符合预期, 保持平稳增长
3/1/2005
利润保持两位数增长
7/20/2004
浙江龙盛调研分析报告
7/30/2003

主要财务指标

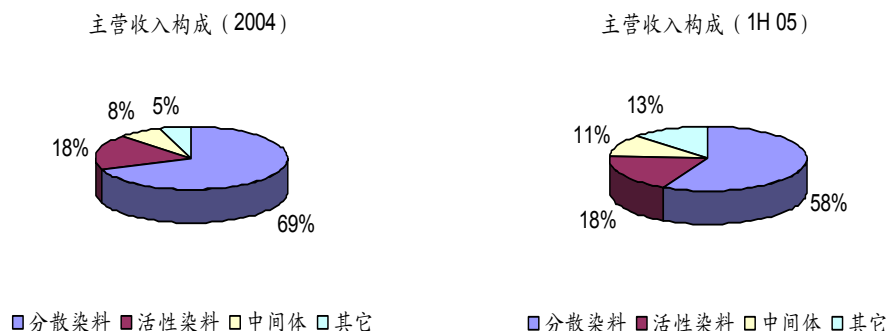
会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(亿元)	137,517	200,069	231,848	257,529
同比增长率(%)	21.76	45.49	15.88	11.08
营业利润(亿元)	20,092	24,526	30,893	35,711
同比增长率(%)	15.77	22.07	25.96	15.60
净利润(亿元)	15,684	18,820	22,517	26,131
同比增长率(%)	25.78	20.00	19.64	16.05
主营利润率(%)	23.93	20.49	21.35	21.57
营业利润率(%)	14.61	12.26	13.32	13.87
净利润率(%)	11.41	9.41	9.71	10.15

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.266	0.319	0.382	0.443
每股净资产(元)	1.57	1.80	2.06	2.37
净资产收益率(%)	16.89	17.75	18.49	18.65
每股股息(元)	0.08	0.10	0.11	0.13
股息收益率(%)	2.21	2.66	3.18	3.69
负债率(%)	54.56	52.35	50.08	46.21
P/E(倍)*	13.55	11.29	9.44	8.13
P/B(倍)	2.29	2.00	1.74	1.52
EV/EBITDA(倍)	10.09	6.37	5.04	4.43

*: 按除权价计算

一、分散染料占比下降，业务结构趋于稳定

图 1：公司主营收入构成



资料来源：浙江龙盛

浙江龙盛作为全球最大的分散染料生产商，自上市以来非常依赖分散染料的生产与销售，2002 年该产品销售额占比高达 82%，虽然其能够为公司带来稳定利润，但由于市场占有率较高而使成长性受到限制，同时单一产品结构也使公司面临较大的行业风险。公司在上市以来一直将投资重点放在活性染料和中间体上，这两块业务在近两年得到快速发展，成功地使分散染料占比下降到 70% 以下；今年公司又将减水剂等非染料化学品作为新的增长点，再次将分散染料占比下降到 60% 以下，同时兼顾了成长性和稳定性，今年上半年在分散染料毛利率下降 4 个百分点的情况下仍然实现利润增长即是很好例证。不过公司进入非染料化学品领域能否获得成功仍有待观察。

二、财务分析 - 应收帐款和存货周转率有待改善

总体来看，公司各项财务指标表现均比较正常，在主营业务毛利率下滑的情况下，公司费用控制方面的力度有所加强，营业费用和管理费用占比由 2004 年的 8.07% 下降到 7.24%，对利润增长起到了比较关键的作用。随着公司募集资金项目的逐步投产，总资产周转率和固定资产周转率都实现增长，经营效率在提升，但应收帐款和存货依然随收入的增长而增长，占用了公司高达 9 亿元的流动资产，使产生大量坏帐和减值的可能性增加，我们对此表示担心。虽然公司自上市以来都是这种经营模式，但随着业务规模的不断扩大，如果不能有效提升两者的周转率，公司很容易受到下游行业不景气的冲击而坏帐增加，特别是目前正处于这个阶段，不过现在还难以判断是否有坏帐风险，我们提醒投资者和上市公司关注这一点。

表 1: 浙江龙盛财务指标分析

	2002-12-31	2003-12-31	2004-12-31	2005-3-31	2005-6-30
资产状况					
流动资产/总资产	67.93%	79.54%	72.86%	70.92%	68.25%
应收帐款/流动资产	39.28%	16.83%	23.59%	33.33%	35.03%
存货/流动资产	19.31%	14.36%	15.90%	20.79%	19.69%
偿债能力					
资产负债率	55.92%	55.86%	54.56%	54.57%	52.71%
流动负债/总负债	94.23%	94.36%	100.00%	100.00%	100.00%
流动比率	128.92%	150.91%	133.55%	129.96%	129.46%
速动比率	92.28%	123.66%	104.41%	91.85%	92.11%
利息倍数	25.1	24.4	9.2	9.5	8.1
盈利能力					
毛利率	23.57%	23.43%	23.93%	20.53%	20.24%
营业费用率	2.97%	3.03%	3.32%	3.35%	2.92%
管理费用率	3.89%	4.51%	4.75%	4.94%	4.32%
财务费用	606	736	2,377	563	1,473
净利率	11.31%	11.04%	11.41%	8.36%	8.97%
净资产收益率	34.06%	15.26%	16.89%	3.96%	8.56%
总资产收益率	13.86%	6.42%	7.36%	1.73%	3.85%
利润现金含量	45.47%	-359.89%	-118.06%	1383.67%	105.04%
经营效率					
总资产周转率	1.37	0.84	0.68	0.82	0.86
固定资产周转率	5.15	5.27	5.51	6.70	6.73
应收帐款周转率	4.79	5.06	4.77	4.47	4.64
存货周转率	4.88	4.08	3.37	3.55	3.84
应付帐款/应收帐款	0.44	0.48	0.28	0.38	0.35
预收帐款/预付帐款	0.12	0.04	0.47	0.29	0.47
预提费用	285	357	379	836	417
税收负担					
主营业务税金及附加/收入	0.37%	0.32%	0.48%	0.43%	0.43%
所得税率	27.21%	26.30%	23.65%	22.38%	20.79%

资料来源: 浙江龙盛

三、盈利预测、估值与投资建议

根据公司最近公布的半年报数据, 我们上调主营收入预测, 下调毛利率水平, 最终导致 2005 年盈利预测下调 9% 至 0.32 元, 同比增长 20%, 2005~2007 年复合增长率约为 18%。

采用经营自由现金流折现 (FCF) 对公司进行估值, 结合股改含权 10 送 4 股, 计

算出公司估值区间为 5.24~6.51 元，相当于 11.7~14.6 倍 PE，中值 5.87 元，当前股价低于估值下限，低于中值 14%，鉴于对公司的行业地位和长期增长依然比较看好，维持公司谨慎推荐-A 的投资评级，6 个月目标价 5.87 元，相当于股改后的 4.19 元。

表 2、浙江龙盛盈利预测假设（万元）

	2004	05 1H	2005E	2006E	2007E
收入					
分散染料	95,303	53,098	114,364	125,800	135,864
活性染料	24,686	16,832	35,794	41,164	45,280
中间体	10,322	10,508	22,709	29,522	33,950
其它	7,206	11,734	27,202	35,363	42,435
合计	137,517	92,172	200,069	231,848	257,529
毛利率					
分散染料	25.65%	21.37%	22.00%	23.00%	24.00%
活性染料	21.43%	24.21%	25.00%	26.00%	25.00%
中间体	24.58%	19.39%	18.50%	20.00%	20.00%
其它	17.99%	13.55%	13.00%	14.00%	14.00%
合计	24.41%	20.67%	20.92%	21.78%	22.00%

资料来源：浙江龙盛，招商证券

表 3、浙江龙盛 2005~2007 年盈利预测（万元）

	2003	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	112,944	137,517	200,069	231,848	257,529
减：主营业务成本	86,116	103,947	158,223	181,357	200,871
主营业务税金及附加	360	666	860	997	1,107
主营业务利润	26,468	32,905	40,986	49,495	55,551
加：其他业务利润	135	660	500	500	500
营业费用	3,420	4,569	6,002	6,955	7,726
管理费用	5,092	6,526	8,303	9,622	10,687
财务费用	736	2,377	2,655	2,525	1,926
营业利润	17,355	20,092	24,526	30,893	35,711
加：投资收益	12	287	0	0	0
补贴收入	820	1,107	80	80	80
营业外收入	14	9	0	0	0
减：营业外支出	196	385	150	150	150
利润总额	18,006	21,110	24,456	30,823	35,641
减：所得税	4,735	4,993	5,136	7,706	8,910
减：少数股东损益	801	434	500	600	600
净利润	12,469	15,684	18,820	22,517	26,131
每股收益	0.211	0.266	0.319	0.382	0.443

资料来源：浙江龙盛，招商证券

表 4、估值假设

无风险利率	3.60%
行业平均 Beta	1.20
市场风险溢价	8.00%
股东资金成本	13.20%
税后债务成本	3.89%
加权资本成本 (WACC)	11.23%
2008 ~ 2014 年 FCF 增长率	6.66%
长期增长率	0.00%
2008 ~ 2014 年资本支出	15,000
企业总价值 (万元)	318,821
总负债 (万元)	61,300
少数股东权益 (万元)	3,941
股权价值 (万元)	253,580
每股价值 (元)	6.02

表 5、WACC 和增长率对浙江龙盛估值的影响

		WACC				
		10.00%	11.00%	11.50%	12.00%	13.00%
长期增长率	-2.00%	6.28	5.66	5.38	5.13	4.68
	-1.00%	6.58	5.89	5.59	5.32	4.83
	0.00%	6.94	6.17	5.84	5.54	5.00
	1.00%	7.39	6.51	6.13	5.80	5.21
	2.00%	7.94	6.92	6.49	6.11	5.45

表 6、WACC 和毛利率对浙江龙盛估值的影响

		08 ~ 14 年平 均每股收益	WACC				
			10.00%	11.00%	11.50%	12.00%	13.00%
毛 利 率	75.00%	0.56	7.69	6.84	6.47	6.13	5.54
	76.00%	0.53	7.32	6.51	6.15	5.83	5.27
	77.00%	0.50	6.94	6.17	5.84	5.54	5.00
	78.00%	0.46	6.57	5.84	5.53	5.24	4.74
	79.00%	0.43	6.19	5.51	5.21	4.94	4.47

资料来源：招商证券

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
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

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

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。本报告版权归招商证券所有。