

2013年05月14日

郑春明

Chunming_zheng@e-capital.com.cn

目标价(元) 13.0

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2013/5/14)	9.98
上证综指(2013/5/14)	2217.01
股价 12 个月高/低	10.92/5.17
总发行股数(百万)	1468.42
A 股数(百万)	1468.42
A 市值(亿元)	146.55
主要股东	阮水龙 (13.27%)
每股净值(元)	5.18
股价/账面净值	1.93
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.3 16.0 47.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-04-24	11.88	持有

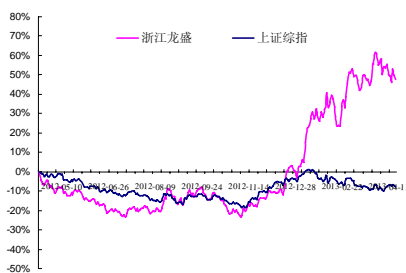
产品组合

分散染料	34.0%
中间体	18.5%
无机产品	17.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.5%
----	------

股价相对大盘走势



浙江龙盛(600352. SH)

Buy 买入

染料景气逐渐回升，德司达为 2013 年新增长点

结论与建议:

公司 2012 年四季度至今染料价格见底回升，且德司达并表或将成为公司新的业绩增长点，给予公司买入的投资建议。

- 公司以染料业务为核心:** 公司 2009 年以来多元化投资房地产、汽车配件以及无机化工等行业，导致染料业务收入比重有所下降，截止至 2012 年末，公司染料业务收入比重为 38%，占营业利润比重为 48%，虽然目前染料业务仍为公司的主要收入及利润来源，但较之 2003 年上市之初的收入占比 96%下降幅度较大。不过 2012 年末公司通过可转债转股成功收购德司达，将使得公司染料业务收入比重有望提高至 60%~70%，使公司主业更加突出。
- 染料行业景气向好:** 我国染料产量约占世界染料总产量的 60%。目前，国内的染料行业双寡头特征较为明显，浙江龙盛和闰土股份分别占据分散染料市场 35%和 30%的份额。2012 年两大龙头因专利问题的矛盾纠纷提起诉讼，后又达成和解并形成战略协作，预计将对染料市场的价格产生较大影响。2012 年前三季度分散染料价格持续下行触底，但从 2012 年 4Q 开始，染料价格逐步回升，目前染料价格相对底部已上涨 40%左右，预计 2013 年染料景气度将继续向好。
- 德司达并表对公司 2012 年业绩影响较大:** 2012 年实现营收 76.5 亿元，YOY +7% -7.05%；实现归属于母公司的净利润 8.3 亿元，同比增长 2.39%，扣除非经常性损益后的净利润为 1.9 亿元，同比下跌 62.14%。扣非业绩跌幅较大，主要原因为：1. 由于受到染料市场低迷影响，导致公司 2012 年的销售毛利率为 19.2%下降约 1.4 个百分点。2. 公司计提资产减值准备 1.24 亿元。公司 2012 年扣非前净利大幅增长的原因主要是由于德司达可转债转股导致一次性收益营业外收入达 3.3 亿元。
- 2013 年一季度染料价格上涨，业绩大幅好转:** 公司 2013 年一季度实现营收 37 亿元，yoy +65.60%；实现净利 2.3 亿元，yoy +123.13%。公司业绩同比增幅较大，主要由于染料价格较 2013 年一季度有较大幅度的提升，公司 2013 年 1Q 毛利率为 26%。
- 德司达或将成为新的业绩增长点:** 德司达在 2008 年前为全球最大的染料供应商，约占全球 21%的市场份额，在全球 12 个国家拥有 18 家工厂，拥有 1800 多项专利，年销售收入约 8 亿欧元。德司达 2012 年实现营收 48 亿元，净利亏损 1.39 亿元。但在公司实现控股后，德司达 2013Q1 已初步贡献利润约 300-400 万美元，未来德司达盈利应该是个逐步恢复的过程，公司 2013 年计划将德司达扭亏为盈，预计德司达 2013 年将贡献约 1000 万美元左右，将为公司业绩提供新的增长点。
- 盈利预测:** 预计公司 2013/2014 分别实现净利 11.8 亿元,13.7 亿元，yoy 分别为+42%，+16%，折合 EPS 分别为 0.80 元,0.93 元，目前股价对应的 PE 分别为 13 倍，11 倍，给予买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013E	2014F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	805	811	830	1181	1372
同比增减	%	20.30%	0.72%	2.40%	42.25%	16.13%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.548	0.552	0.565	0.804	0.934
同比增减	%	8.82%	0.70%	2.41%	42.25%	16.13%
A 股市盈率 (P/E)	X	19.5	19.4	18.9	13.3	11.5
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.1	0.17	0.2	0.25
股息率 (Yield)	%	0.93%	0.93%	1.59%	1.87%	2.33%

公司介绍

主营业务

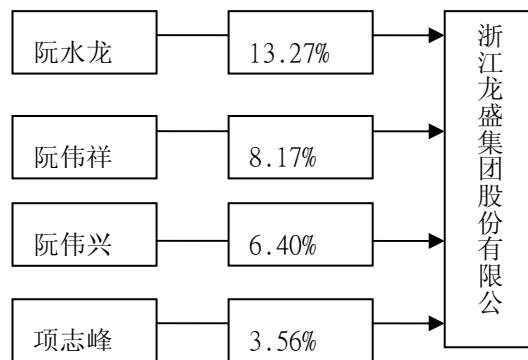
公司是国内的染料龙头企业，并且是国内第一家上市的染料企业。目前公司主营分散染料、活性染料、中间体、减水剂和无机化工等产品，并努力实现产品的多元化，已延拓到房地产以及汽车配件等行业。

公司目前拥有 12 万吨分散染料产能，7 万吨活性染料，5000 吨酸性染料以及 7 万吨中间体（3 万吨间苯二胺，2 万吨间苯二酚，2 万吨对苯二胺）、20 万吨各类减水剂及 80 万吨各类无机化工产品产能。

股本结构

公司 2005 年 7 月 28 日完成股权分置改革，截止到 2008 年 8 月 5 日，公司已实现 A 股全流通，目前公司股本为 14.68 亿股。公司前四大股东均为阮氏家族中人，其中阮伟祥、阮伟兴为阮水龙儿子，项志峰为阮水龙女婿，股权结构较为稳定。

图 1 公司股权结构



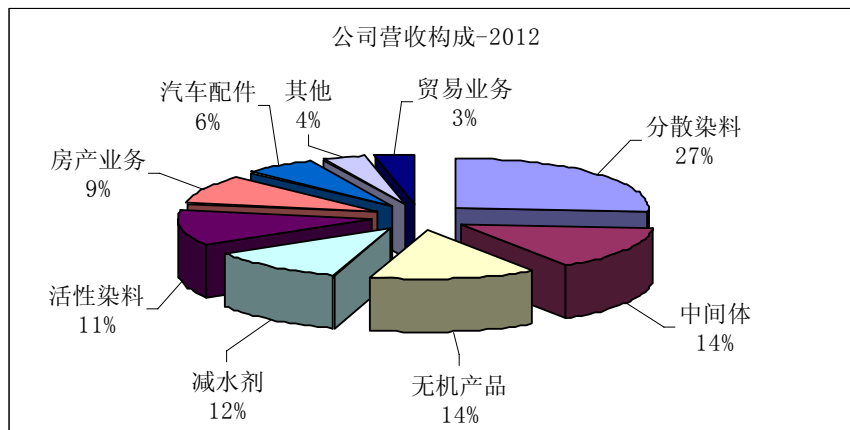
资料来源：公司公告、群益证券整理

经营情况

公司目前仍以染料业务为核心

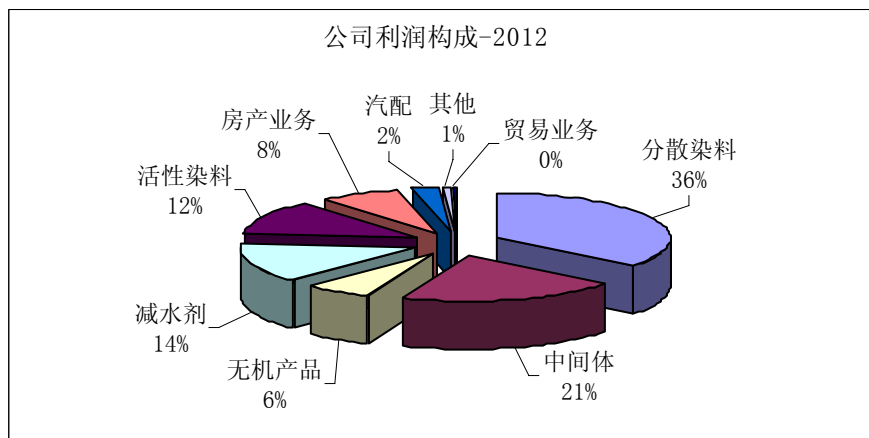
公司目前以染料业务为核心，并努力布局多元化发展，2007 年 4 月收购浙江龙山化工，大力发展纯碱等无机化工产品；2009 年，公司设立全资子公司上海龙盛置业、上海晟宇置业、平湖晟宇置业，开始进驻房地产业务；2008 年，公司投资江苏长龙汽车配件制造有限公司，开展汽车冲压件的生产及销售；因此公司染料业务收入比重有所下降。截止至 2012 年末，公司染料业务收入比重为 38%，占营业利润比重为 48%，虽然仍为公司的主要收入及利润来源，但较 2003 年上市之初的营收占比 96% 下降幅度较大。不过公司 2012 年末公司通过可转债转股成功收购德司达，将使得公司染料业务收入比重有望提高至 60%~70%，使公司主业更加突出。

图 2 公司 2012 年收入构成



资料来源：公司公告、群益证券整理

图 3 公司 2012 年利润构成



资料来源：公司公告、群益证券整理

两大巨头实现和解，染料行业景气向好

我国染料产量约占世界染料总产量的60%，2012年国内染料产量约为83万吨，年增长率为7%~8%。目前我国每年国内染料工业主要服务于纺织工业，纺织用染料约占染料消费的80%；根据《纺织工业“十二五”发展规划》，未来五年纺织工业对国内染料的需求会以年均7%的速度增长，我国纺织业的稳定发展将会带动将会直接带动纺织染料消费量增长，到2015年我国纺织纤维的产量将会达到5000万吨以上，染料的年消耗量（含出口）将增加到100万吨以上。

目前，国内的染料行业双寡头特征较为明显，浙江龙盛和闰土股份分别占据分散染料市场约35%和30%的份额。2012年11月两大龙头因专利问题的矛盾纠纷提起诉讼，公司控告闰土股份有限公司未经授权许可，擅自制造和销售、许诺销售涉嫌侵权染料制品，为此公司要求闰土股份停止相关专利产品的生产及销售，并赔偿公司经济损失1亿元人民币。后两巨头又在2013年1月14日迅速达成和解，并形成战略协作。目前公司分散染料专利产品对市场的覆盖面很广，公司和闰土达成和解协议，每年收取固定的专利费用，并对一些中小染料企业制造商涉及专利的分散染料产品的产量予以一定限制，这在一定程度上规范了市场的运作，将使得染料市场更为稳定。预计2013年染料景气度将继续向好。

德司达并表对公司2012年业绩影响较大

公司2012年实现营收76.5亿元，YOY -7.05%；实现归属于母公司的净利润8.3亿元，同比增长2.39%。公司扣除非经常性损益后的净利润为1.9亿元，同比下跌62.14%，主要原因为：1.由于受到染料市场低迷影响，导致公司2012年的销售毛利率为19.2%下降约1.4个百分点。2.公司计提资产减值准备1.3亿元。2012年末公司将所持德司达全球控股（新加坡）有限公司可转债转股，从而增加一次性营业外收入3.3亿元，使得公司归属于母公司股东的净利润同比增长2.39%。

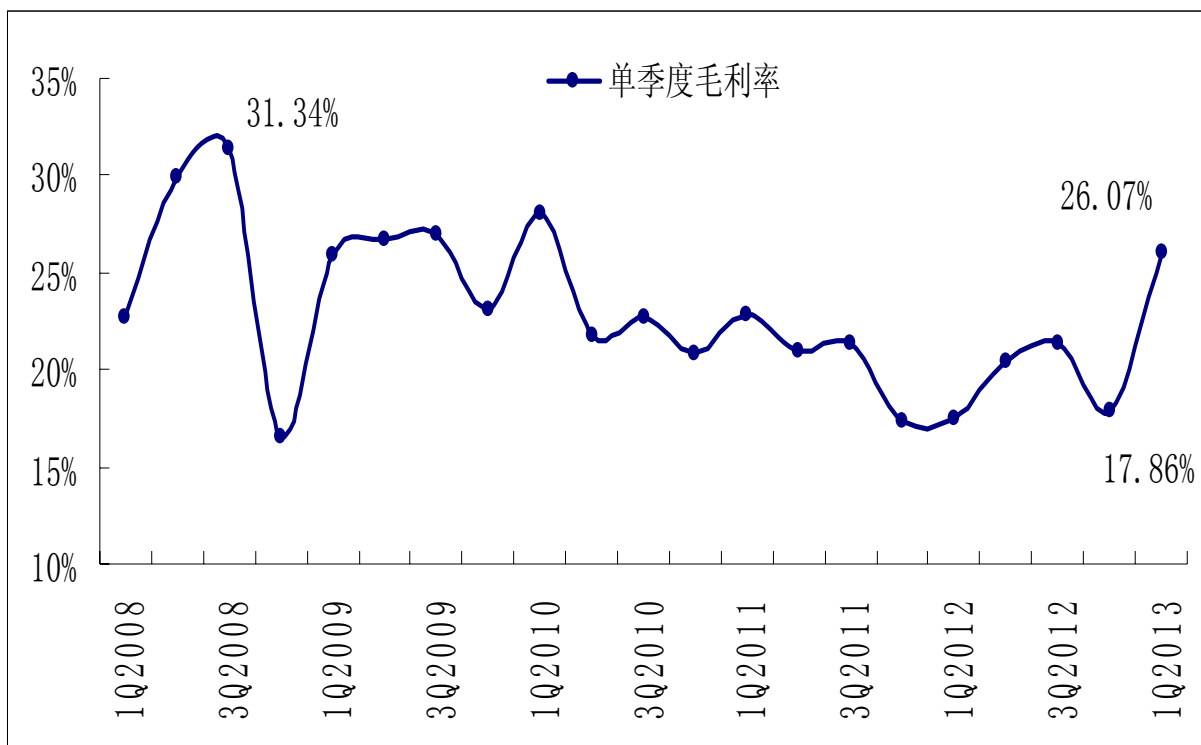
2012年单季度来看，公司2012年4Q实现营收17.3亿元，环比增长0.66%，YOY -15.1%；实现净利润3.8亿元，环比增长114%，YOY + 213%。4Q业绩同比及环比大幅增长主要是由于2012年末德司达转股造成营业外收入大幅增加所致。

2013年一季度染料价格上涨，业绩大幅好转

公司2013年一季度实现营收37亿元，yoy +65.60%；实现净利2.3亿元，yoy +123.13%。公司业绩同比增幅较大，主要由于1Q染料价格及销量均较2012年一季度有较大幅度的提升，其中2013年一季度毛利率为26.07%，同比增加约8.6个百分点，销量同比增长约15%~20%。

国内分散染料2012年价格持续下行触底，分散染料最低价在1.6万元/吨左右，yoy -29.4%。但在公司与闰土达成诉讼和解后，从2012年4Q开始，染料价格逐步回升，目前分散染料价格约在2.4万元/吨，相对去年底已上涨约40%，目前已超过2011年的价格高点2.2万元/吨。在分散染料的带动下，活性染料价格也有一定幅度上涨。商务部裁定对原产于日本和美国的进口间苯二酚分别征收40.5%和30.1%的惩罚性关税，也支撑了公司中间体价格的反弹。

图4 公司近年来单季度毛利率



资料来源：公司公告、群益证券整理

德司达整合或将成为公司 2013 年新的业绩增长点

德司达在 2008 年前为全球最大的染料供应商，前身由拜耳、巴斯夫和赫斯特染料部门合并而成，约占全球 21% 的市场份额，在全球 12 个国家拥有 18 家工厂，拥有 1800 多项专利。

公司在 2012 年末实现德司达可转债转股，拥有德司达 62.43% 的股份，通过德司达控股，公司完成了染料研发体系和销售网络的国际化布局，增加了产品的销量，对未来的盈利能力也有较大的提升。

德司达 2012 年实现营收 48 亿元，净利亏损 1.39 亿元。但在公司实现控股后，德司达 2013Q1 已初步贡献利润约 300-400 万美元，未来德司达盈利应该是个逐步恢复的过程，公司 2013 年计划将德司达扭亏为盈，预计德司达 2013 年将贡献净利润约 1000 万美元左右，将为公司业绩提供新的增长点。

盈利预测

公司 2012 年四季度至今染料价格见底回升，德司达并表或将成为公司新的业绩增长点，预计公司 2013/2014 分别实现净利 11.8 亿元, 13.7 亿元, yoy 分别为 +42%, +16%, 折合 EPS 分别为 0.80 元, 0.93 元, 目前股价对应的 PE 分别为 13 倍, 11 倍, 给予买入的投资建议。

预期报酬 (Expected Return; ER) 为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表（合并后）

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014F
营业收入	6677	8229	7649	12315	14778
经营成本	5133	6532	6181	8914	10663
营业税金及附加	19	54	80	118	143
销售费用	186	234	212	665	813
管理费用	399	569	598	1158	1404
财务费用	22	188	40	197	251
投资收益	103	154	174	180	180
营业利润	968	789	588	1381	1614
营业外收入	413	191	400	68	69
营业外支出	386	18	26	10	10
利润总额	996	961	962	1438	1672
所得税	145	142	153	214	251
少数股东损益	46	8	-21	43	50
归属于母公司股东权益	805	811	830	1181	1372

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014F
货币资金	1278	3231	1574	1957	2899
应收账款	1237	1638	1865	2392	2850
存货	3679	3754	4575	5362	6275
流动资产合计	8909	11916	10449	13815	14693
长期股权投资	476	480	413	479	479
固定资产	2718	3114	4027	3897	3685
在建工程	327	667	554	565	536
非流动资产合计	4479	5528	6704	6103	5654
资产总计	13389	17443	17153	19918	20347
流动负债合计	6406	9630	7655	9989	9527
非流动负债合计	482	621	1127	712	712
负债合计	6888	10251	8781	10701	10239
少数股东权益	370	448	723	798	820
股东权益合计	6501	7192	8372	9217	10108
负债及股东权益合计	13389	17443	17153	19918	20347

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014F
经营活动产生的现金流量净额	-875	-484	1089	966	1468
投资活动产生的现金流量净额	-915	-412	151	-51	-35
筹资活动产生的现金流量净额	1583	2367	-2556	-531	-491
现金及现金等价物净增加额	-215	1498	-1318	383	942

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。