

2010年3月8日

浙江龙盛

稳健增长，业绩可期

买入
A
600352.SS - 人民币 12.16
目标价格: 人民币 13.80 (↑12.00)

陈恬

(8621) 6860 4866 分机 8503
tian.chen@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	6	2	8	123
相对新华富时A50指数(%)	18	(0)	20	88

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,318
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	16,027
3个月日均交易额(人民币 百万)	250
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
阮水龙	15

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

2010年随着下游纺织印染行业出口的逐步回暖，公司主营的染料产品销售将维持平稳增长，同时公司在相关中间体业务和水泥减水剂业务的产能规模将迅速增长。我们上调公司2010年、2011年的每股收益至0.70元和0.80元，按照20倍市盈率将公司目标价提高至13.80元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **公司主业稳定增长。**我们预计2010年公司染料主业的产量同比增长10%，同时公司新增中间体产品产能的投产将成为公司2010年利润的重要增长点，此外，未来2年内，公司规划通过收购将减水剂业务的产能扩大到30万吨。我们预计未来两年内，公司目前三大块主营业务都将有不同程度的增加。
- **海外扩张有望。**国际染料生产商戴思达的破产给浙江龙盛的业务扩张带来了巨大的发展机遇。公司的全资子公司桦盛公司已经同意出资2,200万欧元认购新加坡KIRI公司发行的可转债，而该可转债将定向用于收购德国戴思达纺织股份有限公司的部分资产。
- **参股滨化投资成功。**公司参股的滨化股份于2010年2月底成功上市，目前股价为21.9元，龙盛公司持股的市值已达到6.9亿元，按照目前股价计算投资收益率达到390%，是一次非常成功的一级市场投资。

评级面临的风险因素

- 出口复苏程度低于预期，印染行业重新跌入低谷。

估值

- 我们上调对公司2010和2011年的每股收益预测至0.70和0.80元，根据2010年20倍市盈率，将公司的目标价格由12.00元提升至13.80元，继续维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币 百万)	3,345	4,225	4,333	5,372	6,560
变动(%)	35	26	3	24	22
净利润(人民币 百万)	388	470	748	920	1,049
全面摊薄每股收益(人民币)	0.587	0.714	0.567	0.698	0.796
变动(%)	54.7	21.7	(20.5)	23.0	14.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.504	0.640	0.759
核心每股收益(人民币)	0.587	0.714	0.567	0.698	0.796
变动(%)	54.7	21.7	(20.5)	23.0	14.0
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.52	0.63	0.72
调整幅度(%)	-	-	9	10.8	10.6
全面摊薄市盈率	20.7	17.0	21.4	17.4	15.3
核心市盈率	20.7	17.0	21.4	17.4	15.3
每股现金流量(人民币)	(0.12)	1.10	1.38	0.64	0.70
价格/每股现金流量(倍)	(100.6)	11.0	8.8	18.9	17.3
净资产收益率(%)	13.1	10.2	16.3	12.7	10.2
每股股息(人民币)	0.030	0.030	0.015	0.015	0.015
股息率(%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

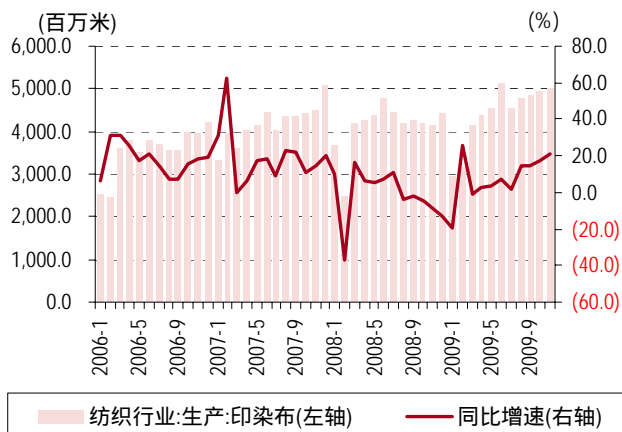
中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

主业地位稳固，增长稳健

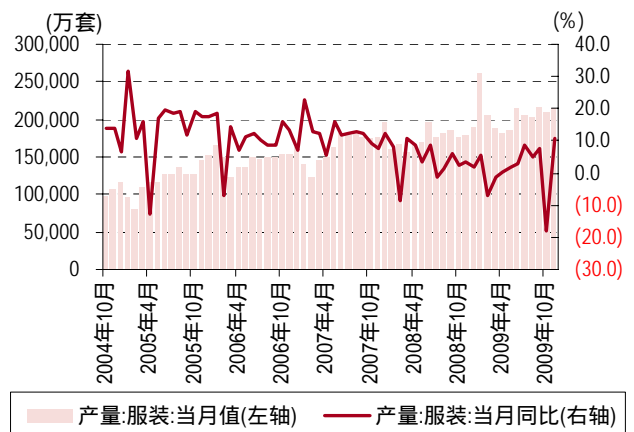
2009年9月份以后，随着国际经济慢慢走出底部，我国出口数据也逐步回升，纺织印染行业订单开始增加，行业开工率大幅提升，行业生产销售情况渐渐转回到正轨。截至2009年11月公布的数据显示，我国印染布产量同比增长21.3%，单月产量达到50亿米，再次回到历史峰值水平。浙江龙盛公司分散染料产能12万吨，占据国内超过40%的市场份额，是国内乃至全球最大的分散染料类产品生产商，09年全年公司分散染料的产量近9万吨，同比增长10%左右。我们预计2010年公司染料主业的产量同比增长10%，同时2009年下半年以来，分散染料的价格并没有大幅度上涨，所以2010年染料价格上调的风险存在，而下浮风险不大。除了分散染料业务本身，公司在染料上游的中间体业务领域也不断拓展。我们了解到，公司未来规划在目前2.5万吨间苯二胺产能的基础上，将产能扩充至5万吨，同时规划同系列的间苯二酚产能达到2万吨。从2009年的经营情况来看，公司中间体业务的毛利率始终超过30%，新增中间体产能的投产将成为公司2010年利润的重要增长点。除此以外，公司2007年进军的水泥减水剂业务在2009年由于受到国内投资大幅增长的拉动，2009年表现出色，毛利率水平大幅度提高超过10个百分点，目前公司减水剂业务产能为10万吨，未来2年内，公司规划通过收购扩产达到30万吨产能。

图表 2. 我国印染布月度产量及增速回升



资料来源: 国家统计局、中银国际研究

图表 3. 我国服装月度产量及增速回升



资料来源: 国家统计局、中银国际研究

海外扩张有望迈上新台阶

受到 2008 年国际金融危机的影响，国际最大的染料及助剂上市公司德国戴思达已经宣布进入保护程序，而且公司整体出售计划已经成为泡影，将面临被分拆重组。戴思达公司以生产活性染料和其他高端染料及印染助剂闻名，市场份额全球第一。我们预计戴思达公司的停产倒闭必将对国际国内整个纺织印染行业的竞争格局产生深远的影响，如果处理得法，国内一些具备资金、技术以及产品优势的市场领先企业将获得国际市场上巨大的发展空间，迅速拓展国际高端业务，将有利于我国纺织印染行业的整体升级，在这个过程中，浙江龙盛优势明显。

浙江龙盛在上个月初发布公告，称公司的全资子公司桦盛公司已经同意出资 2,200 万欧元认购新加坡 KIRI 公司发行的可转债，而该可转债将定向用于收购德国戴思达纺织股份有限公司的部分资产。虽然公司目前并未披露更详细的收购细节和资金运作方式，但是此举标志着浙江龙盛公司正式介入了收购戴思达公司的过程之中，我们预计如果此次收购能够顺利完成，那么将对公司拓展国际化的技术和渠道产生十分关键的影响，公司也将一步步走向真正的大型国际化纺织印染产品供应商。

参股滨化股份成功上市

公司于 2007 年 8 月公告受让山东滨化集团有限责任公司 3,151.5 万股的股权，总金额人民币 1.4 亿元。滨化股份于 2010 年 2 月底成功登陆主板市场，发行价为人民币 19 元，目前股价为 21.9 元，龙盛公司持股的市值已达到 6.9 亿元，按照目前股价计算的投资收益率达到 390%，是一次非常成功的一级市场投资。此外滨化股份(601678.SS/人民币 22.09, 未有评级)具有完整的产业链，拥有良好的配套设施，生产成本低于同业平均水平，具有长期的战略投资价值，同时滨化公司现有的产品结构和生产工艺与公司部分精细化工产品业务具有很大的关联性和互补性，比如山东滨化在生产环氧丙烷的过程中每年将产生 1 亿立方米左右的氢气，而氢气正是公司加氢还原法制间苯二胺的重要原料。公司希望以本次的战略投资为契机，进一步加强同山东滨化的战略合作，深化并延伸公司的精细化工产业链，提升公司在精细化工产业的综合竞争能力。

公司估值

综合对公司主营染料业务和相关投资业务的整体判断，我们将公司 2010、2011 年每股收益预测上调至 0.70 元和 0.80 元，公司目前 2010 年的预期市盈率仅为 17.6 倍，在 A 股化工企业中估值相对便宜，按照 2010 年 20 倍的市盈率水平，我们将公司的目标价格上调至 13.80 元，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	3,345	4,225	4,333	5,372	6,560
销售成本	(2,603)	(3,149)	(3,190)	(4,011)	(4,916)
运营费用	(166)	(272)	(215)	(275)	(351)
营业利润(息税前利润)	577	804	928	1,086	1,292
折旧与摊销	(96)	(136)	(95)	(109)	(118)
息税折旧前利润	481	668	833	977	1,174
净利息收入/(费用)	(66)	(126)	(42)	(33)	(26)
其它盈利/(亏损)	2	(21)	99	151	101
税前利润	416	521	890	1,095	1,249
所得税	(27)	(42)	(133)	(164)	(187)
少数股东损益	(1)	(9)	(10)	(12)	(13)
净利润	388	470	748	920	1,049
核心净利润	387	470	748	920	1,049
每股收益(人民币)	0.589	0.714	0.567	0.698	0.796
核心每股收益(人民币)	0.587	0.714	0.567	0.698	0.796
每股派息(人民币)	0.030	0.030	0.015	0.015	0.015
营收增长率(%)	35	26	3	24	22
系税前利润增长率(%)	69	39	25	17	20
息税折旧前利润增长率(%)	61	39	15	17	19
每股收益增长率(%)	64	21	(21)	23	14
核心每股收益增长率(%)	54	22	(21)	23	14

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及等价物	857	933	2,084	3,479	4,140
应收帐款	1,024	1,288	1,365	1,692	2,066
库存	20	0	0	0	0
其它流动资产	758	1,191	890	1,079	1,323
流动资产合计	2,660	3,412	4,339	6,250	7,529
固定资产	1,089	1,566	1,381	1,353	1,316
无形资产	65	547	36	35	34
其它长期资产	406	600	562	420	391
长期资产合计	1,560	2,713	1,979	1,808	1,741
总资产	4,220	6,125	6,318	8,058	9,270
应付账款	1,157	1,379	1,272	1,599	1,960
短期债	365	813	823	863	883
其它流动负债	(92)	79	7	3	2
流动负债合计	1,430	2,270	2,102	2,465	2,845
长期借款	0	211	211	211	211
其他长期负债	17	356	26	27	28
股本	659	659	1,318	1,318	1,318
储备	2,048	2,499	2,505	3,827	4,625
股东权益	2,707	3,158	3,823	5,145	5,943
少数股东权益	54	129	156	210	243
负债权益总计	4,207	6,125	6,318	8,058	9,270
每股账面价值(人民币)	4.11	4.79	2.90	3.90	4.51
每股有形资产(人民币)	4.01	3.96	2.87	3.88	4.48
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.75)	0.14	(0.80)	(1.82)	(2.31)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	416	521	890	1,095	1,249
折旧与摊销	96	136	95	109	118
净利息费用	66	126	42	33	26
营运资本变动	(512)	37	(135)	(224)	(294)
支付税金	(27)	(42)	(133)	(164)	(187)
其它经营现金流	(115)	(51)	600	1	14
经营活动产生的现金流	(75)	728	1,359	850	926
固定资产净采购	(348)	(624)	(200)	(100)	(100)
投资减少/(增加)	0	26	0	0	0
其它投资现金流	(287)	(373)	24	147	33
投资活动产生的现金流	(634)	(971)	(176)	47	(67)
净资产增加	1,115	26	1	2	4
净负债增加	189	388	90	60	40
支付股息	(89)	(56)	(132)	(264)	(264)
其它筹资现金流	1	0	(1)	(2)	(2)
筹资活动产生的现金流	1,217	358	(42)	(204)	(222)
现金余额变动	507	116	1,141	693	638
年初现金	350	818	933	2,084	3,479
公司自由现金流	(709)	(243)	1,183	897	860
股权自由现金流	(520)	145	1,273	957	900

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.2	19.0	21.4	20.2	19.7
息税前利润率(%)	14.4	15.8	19.2	18.2	17.9
税前利润率(%)	12.4	12.3	20.5	20.4	19.0
净利率(%)	11.6	11.1	17.3	17.1	16.0
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.5	2.1	2.5	2.6
利息覆盖率(倍)	7.1	5.2	15.6	17.8	20.9
净权益负债率(%)	净现金	2.8	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	1.5	2.1	2.5	2.6
估值					
市盈率(倍)	20.6	17.0	21.4	17.4	15.3
核心业务市盈率(倍)	20.7	17.0	21.4	17.4	15.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	24.4	20.2	25.4	20.6	18.1
市净率(倍)	3.0	2.5	4.2	3.1	2.7
价格/现金流(倍)	(100.6)	11.0	8.8	18.9	17.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.1	10.2	16.3	12.7	10.2
周转率					
存货周转天数	1.4	1.2	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	94.1	99.9	111.7	103.9	104.6
应付帐款周转天数	127.9	109.5	111.6	97.5	99.0
回报率					
股息支付率(%)	5.2	4.3	2.7	2.2	1.9
净资产收益率(%)	19.8	16.0	21.4	20.5	18.9
资产收益率(%)	13.2	11.9	11.4	11.6	11.5
已运用资本收益率(%)	20.8	18.0	18.1	17.5	17.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 3 月 4 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371