

2010年7月28日

浙江龙盛

开启国际化之路

买入

A 600352.SS - 人民币 10.87

目标价格: 人民币 13.80

陈恬

(8610) 6622 9360

tian.chen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S13002071102535

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(%)	(5)	12	(12)	22
相对新华富时A50指数(%)	20	11	(3)	53

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)	156
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

中银国际证券有限责任公司

2010年上半年公司实现销售收入31.7亿元,较2009年同期的20.3亿元同比增长55.9%,实现利润总额5.01亿元,较上年同期的3.50亿元同比增长43.4%;公司实现归属母公司的净利润4.09亿元,较去年同期的3.20亿元同比增长27.8%;公司2010年上半年实现每股收益为0.298元,我们预测公司2010-2012年的每股收益水平分别为0.70元、0.80元和0.89元,维持对公司的买入评级,目标价为13.80元。

支撑评级的要点

- **公司主业稳定增长。**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。
- **海外扩张。**国际染料生产商德司达的破产给浙江龙盛的业务扩张带来了巨大的发展机遇。新加坡KIRI公司已于年初以收购资产的方式收购了德司达除美国以外的全球业务。公司的全资子公司桦盛公司已经出资2,200万欧元认购新加坡KIRI公司发行的可转债,该可转债如果全部转股,桦盛公司将持有新加坡KIRI公司62.4%的股权。

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

- 我们维持对公司2010、2011年和2012年的每股收益预测分别为0.70元和0.80元和0.89元,根据2010年20倍市盈率,继续维持**买入**评级,目标价为13.80元。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	4,225	4,619	5,396	6,508	7,850
变动(%)	26	9	17	21	21
净利润(人民币 百万)	470	665	920	1,055	1,168
全面摊薄每股收益(人民币)	0.357	0.504	0.698	0.801	0.886
变动(%)	21.7	41.3	38.5	14.7	10.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.666	0.838	0.946
全面摊薄市盈率(倍)	30.5	21.5	15.6	13.6	12.3
每股现金流量(人民币)	0.55	(0.43)	1.78	0.74	0.99
价格/每股现金流量(倍)	19.7	(25.2)	6.1	14.6	10.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	16.4	11.3	8.8	6.8
每股股息(人民币)	0.100	0.071	0.102	0.139	0.160
股息率(%)	0.9	0.7	0.9	1.3	1.5

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>, thomsonreuters.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

2010 年上半年经营情况

2010 年上半年公司实现销售收入 31.7 亿元,较 2009 年同期的 20.3 亿元同比增长 55.9%,实现利润总额 5.01 亿元,较上年同期的 3.50 亿元同比增长 43.4%;公司实现归属母公司的净利润 4.09 亿元,较去年同期的 3.20 亿元同比增长 27.8%;公司 2010 年上半年实现每股收益为 0.298 元,基本符合我们之前的盈利预测水平。

图表 2. 业绩摘要

一般企业一简表: 利润表 (单位: 百万元)	2009 年	2010 年	变动 (%)
一、营业总收入	2,033.83	3,170.94	55.9
营业收入	2,033.83	3,170.94	55.9
二、营业总成本			
营业成本	1,496.31	2,387.50	59.6
营业税金及附加	5.49	7.86	43.1
销售费用	64.76	89.26	37.8
管理费用	127.17	180.99	42.3
财务费用	30.89	52.43	69.7
资产减值损失	(4.34)	35.47	
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益			
投资净收益	32.06	72.17	125.2
汇兑净收益			
四、营业利润	345.60	489.60	41.7
加: 营业外收入	10.55	421.99	3,901.4
减: 营业外支出	6.34	409.88	6,363.9
五、利润总额	349.81	501.72	43.4
减: 所得税	19.84	69.02	247.9
加: 未确认的投资损失			
六、净利润	329.97	432.71	31.1
减: 少数股东损益	9.74	23.49	141.2
归属于母公司所有者的净利润	320.23	409.22	27.8
七、每股收益:			
(一) 基本每股收益(元)	0.243	0.299	22.9
(二) 稀释每股收益(元)	0.243	0.299	22.9
主要指标(%)			
营业利润率	26.4	24.7	
息税前利润率	18.5	17.1	
净利润率	16.2	13.6	

资料来源: 公司半年报

毛利率水平。2010年上半年公司下游印染行业增长比较平稳，同时上游大宗化工原材料走势也呈现出前高后低的走势，公司主营染料及相关中间体产品的毛利率基本稳定，但是公司水泥减水剂产品的毛利率同比下降7.37个百分点，相对比较明显，主要原因是水泥减水剂行业2009年受到国家基础设施建设投资大增的刺激，产品供不应求，毛利率大幅提升至30%左右的历史高位，我们去年就曾经判断减水剂业务高毛利情况难以持续，我们预计今年下半年该项业务的毛利率空间会继续回落，直至达到15%-18%的历史平均水平。但是，由于该业务在公司利润总额中占比不重，因此对公司整体业绩影响有限。浙江龙盛2010年上半年主要产品业务和毛利率的情况如下表：

图表 3. 2010年上半年公司主要产品毛利率（单位：人民币百万）

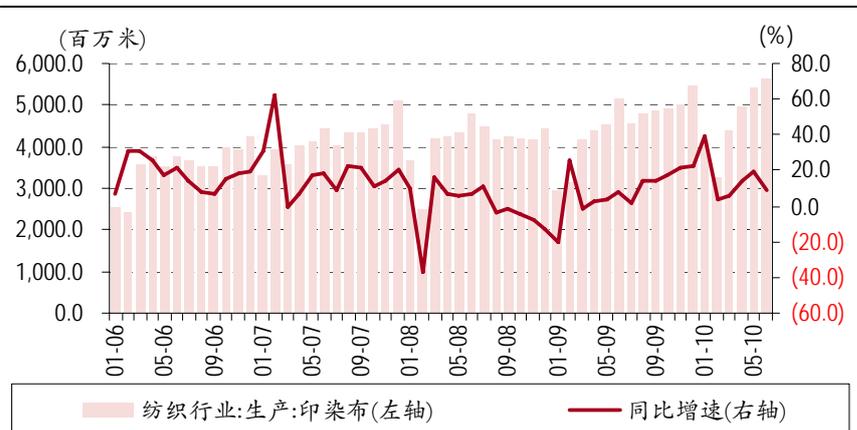
主要产品	销售收入	营业成本	毛利率(%)	比上年增减(百分点)
分散染料	836.4	593.3	29.06	0.41
活性染料	541.4	422.9	21.89	(1.79)
中间体	329.7	197.7	40.04	1.12
减水剂	402.7	321.4	20.19	(7.37)
汽车配件	397.0	338.4	14.77	4.01
其他	469.6	346.2	26.28	6.08

资料来源：公司数据及中银国际研究

行业情况

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。进入2010年，虽然印染行业没有像2009年反弹增速如此剧烈，但是仍然保持了良好的势头，行业增长平稳，企业盈利正常。截至2010年6月公布的数据显示，我国印染布上半年产量同比增长14.2%，单月产量达到56亿米，再次创出历史新高。

图表 4. 我国印染布月度产量及增速



资料来源：国家统计局、中银国际研究

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，2010 年上半年公司分散染料的产量近 5 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 2010 年以来，分散染料的价格并没有大幅度上涨，所以 2010 年染料价格上浮的可能存在，而下调风险不大。除了染料业务本身，公司中间体业务间苯二酚销售情况良好，产能将继续扩大，最终规划为年产 2 万吨，并将相应带动其原料即间苯二胺产能的扩大，公司未来规划在目前 2.2 万吨间苯二胺产能的基础上，将产能扩充至 5 万吨。从上半年的经营情况来看，公司中间体业务的毛利率已经达到 40%，未来新增中间体产能的投产将成为公司利润的重要增长点。

海外扩张迈上新台阶

德司达公司是全球染料、染料解决方案、皮革解决方案、高性能化学品、新技术和定制生产特殊染料/颜料的市場领导者，在全球主要市場拥有超过 30 个销售实体服务于 7,000 家客户，2008 年销售收入约 8 亿欧元，约占全球近 21% 的市場份额，在所有的关键市場都有着销售和技术的支持，拥有在 12 个國家的 18 家工厂，超过 50 个国家设有代理服务机构。德司达的世界客户群包括知名国际品牌如 NIKE、ADIDAS、SWAL-MART、LEVIS 等。2009 年 9 月德司达进入了破产申请程序。2010 年 2 月 4 日印度 KIRI 公司通过其特殊目的子公司即新加坡 KIRI 公司，根据德国的破产程序，支付 4,000 万欧元以收购资产的方式收购了德司达除美国以外的全球业务。本次收购剥离了德司达德国总部的所有债务(主要为德国部分的银行负债及员工应付养老金等)，收购范围包括德司达德国的固定资产、存货、专利、知识产权、商标、内部应收款以及在全球 22 个國家的子公司的股权，该部分资产账面净值约 2.86 亿欧元。新加坡 KIRI 公司目前的控股股东为印度 KIRI 公司，其占股比例为 99.99%。

浙江龙盛此前曾发布公告称公司的全资子公司桦盛公司出资 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德司达纺织股份有限公司的部分资产。根据协议约定，桦盛公司认购的 2,200 万欧元可转债，可以按照 10 新元/股的价格转成股本。如果桦盛公司将全部的可转换债券都转成股本，桦盛公司将持有新加坡 KIRI 公司 62.4% 的股权。

自2月份收购完成后，由于德司达新管理层的努力和中印双方股东在产业上和财务上的支持，德司达全球业务进入了一个良好的复苏和发展过程。根据新加坡KIRI公司合并德司达的财务报表显示，新加坡KIRI公司已于今年4月份起开始盈利，我们预计此次收购的顺利完成，未来将会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。

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，我们维持对公司2010、2011年和2012的每股收益预测分别为0.70元和0.80元，公司目前2010年的预期市盈率为15倍，按照2010年20倍市盈率，我们维持对公司13.80元的目标价格不变，同时重申**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,225	4,619	5,396	6,508	7,850
销售成本	(3,149)	(3,453)	(4,029)	(4,861)	(5,857)
运营费用	(272)	(288)	(277)	(347)	(437)
营业利润 (息税前利润)	804	879	1,090	1,300	1,556
折旧与摊销	(136)	(150)	(109)	(118)	124
息税折旧前利润	668	729	981	1,182	1,432
净利息收入(费用)	(126)	(44)	(35)	(25)	(17)
其它盈利/(亏损)	(21)	76	150	100	100
税前利润	521	760	1,096	1,257	1,514
所得税	(42)	(72)	(164)	(189)	(333)
少数股东损益	(9)	(24)	(12)	(13)	(14)
净利润	470	665	920	1,055	1,168
核心净利润	470	665	920	1,055	1,168
每股收益 (人民币)	0.357	0.504	0.698	0.801	0.886
核心每股收益 (人民币)	0.357	0.504	0.698	0.801	0.886
每股派息 (人民币)	0.100	0.071	0.102	0.139	0.160
营收增长率 (%)	26	9	17	21	21
系税前利润增长率 (%)	39	9	35	20	21
息税折旧前利润增长率 (%)	39	9	24	19	20
每股收益增长率 (%)	21	41	38	15	11
核心每股收益增长率 (%)	22	41	38	15	11

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	933	1,472	3,444	4,490	5,369
应收帐款	1,288	2,053	1,700	2,050	2,473
库存	0	0	0	0	0
其它流动资产	1,191	2,318	1,084	1,308	1,578
流动资产合计	3,412	5,844	6,228	7,848	9,420
固定资产	1,566	2,320	1,353	1,316	1,242
无形资产	547	614	35	34	33
其它长期资产	600	591	730	453	397
长期资产合计	2,713	3,526	2,117	1,802	1,672
总资产	6,125	9,369	8,346	9,650	11,092
应付账款	1,042	1,718	1,205	1,453	1,751
短期债	813	969	863	883	883
其它流动负债	415	534	405	488	589
流动负债合计	2,270	3,221	2,472	2,824	3,223
长期借款	211	296	211	211	211
其他长期负债	356	1,552	27	28	28
股本	659	1,318	1,318	1,318	1,318
储备	2,499	2,682	3,924	4,810	5,780
股东权益	3,158	4,000	5,242	6,128	7,098
少数股东权益	129	300	393	459	532
负债权益总计	6,125	9,369	8,346	9,650	11,092
每股账面价值 (人民币)	4.79	3.04	3.98	4.65	5.39
每股有形资产 (人民币)	3.96	2.57	3.95	4.62	5.36
每股净负债/(现金) (人民币)	0.14	(0.16)	(1.80)	(2.58)	(3.24)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	521	760	1,096	1,257	1,514
折旧与摊销	136	150	109	118	124
净利息费用	126	44	35	25	17
营运资本变动	37	(1,375)	1,140	(275)	444
支付税金	(42)	(72)	(164)	(189)	(333)
其它经营现金流	(51)	(77)	131	43	(457)
经营活动产生的现金流	728	(569)	2,347	979	1,311
固定资产净采购	(624)	(966)	(100)	(100)	(100)
投资减少/(增加)	26	9	0	0	0
其它投资现金流	(373)	205	51	282	(37)
投资活动产生的现金流	(971)	(752)	(49)	182	(137)
净资产增加	26	137	0	0	0
净负债增加	388	406	60	40	0
支付股息	(56)	(164)	(134)	(183)	(211)
其它筹资现金流	0	1,224	182	0	(100)
筹资活动产生的现金流	358	1,604	108	(143)	(311)
现金余额变动	116	283	2,406	1,017	863
年初现金	818	933	1,472	3,444	4,490
公司自由现金流	(243)	(1,321)	2,298	1,160	1,174
股权自由现金流	145	(915)	2,358	1,200	1,174

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	19.0	19.0	20.2	20.0	19.8
息税前利润率 (%)	15.8	15.8	18.2	18.2	18.2
税前利润率 (%)	12.3	16.5	20.3	19.3	19.3
净利率 (%)	11.1	14.4	17.1	16.2	14.9
流动性					
流动比率 (倍)	1.5	1.8	2.5	2.8	2.9
利息覆盖率 (倍)	5.2	13.6	17.9	21.0	25.2
净权益负债率 (%)	2.8	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	1.5	1.8	2.5	2.8	2.9
估值					
市盈率 (倍)	32.8	23.2	16.8	14.6	13.2
核心业务市盈率 (倍)	32.8	23.2	16.8	14.6	13.2
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	38.7	27.4	19.8	17.2	15.6
市净率 (倍)	2.4	3.9	2.9	2.5	2.2
价格/现金流 (倍)	21.2	(27.1)	6.6	15.8	11.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.9	17.7	12.3	9.6	7.5
周转率					
存货周转天数	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	99.9	132.0	126.9	105.2	105.1
应付帐款周转天数	80.5	109.1	98.9	74.5	74.5
回报率					
股息支付率 (%)	14.0	14.2	14.5	17.3	18.1
净资产收益率 (%)	16.0	18.6	19.9	18.6	17.7
资产收益率 (%)	11.9	8.5	9.4	11.2	10.8
已运用资本收益率 (%)	18.0	14.9	16.3	16.9	17.9

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 7 月 26 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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

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