

## 浙江龙盛：打造染料航母，树立民族品牌

### 公司 2010 年半年报点评

#### 报告关键点：

“走出去”战略迈出了坚实的第一步

首次覆盖给予买入-A投资建议

#### 报告摘要：

- 业绩稳定增长符合预期：公司半年报显示，上半年实现营业收入31.71亿元，同比增长56%；归属于上市公司股东的净利润4.09亿元，同比增长28%；基本每股收益0.30元，同比增长23%。主要原因是，染料业务印度龙盛KIRI 产量稳定；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2.2万吨产能的扩大；无机化工业务杭州龙山化工有限公司搬迁顺利，新厂区目前已进入生产调试阶段；减水剂业务继续加大区域市场的设立，相继在重庆、合肥新设公司以拓展市场；汽车配件业务公司继续与长安汽车加大合作，在广西南宁新设子公司从事汽车配件的购销代理。
- “走出去”战略迈出了坚实的第一步：我国已经成为全球染料生产、出口和消费的第一大国，2009年染料产量71.9万吨，占世界总产量的60%以上，出口量占总产量的近40%。我国染料工业的霸主地位与之前的欧美国家很重要的区别是我们的染料生产只集中在中国，而他们是分散在世界各地，市场销售是一个不容忽视的问题。2009年7月20日，我国染料行业的龙头企业浙江龙盛与印度最具竞争力的Kiri染料公司的合资企业，Lonsen Kiri公司在印度正式投产，实现了中国染料公司跨国生产经营的第一步。2010年2月4日，新加坡KIRI公司以收购资产的方式，支付4000万欧元收购德司达除美国子公司之外的全球业务，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、内部应收款以及其在全球22个国家的子公司的股权，该部分资产账面净值约2.86亿欧元。而浙江龙盛全资子公司桦盛公司此前认购了新加坡KIRI价值2200万欧元的可转换债券，若全部转股，桦盛公司将持有新加坡KIRI公司62.4%的股权。浙江龙盛是全球最大的基础染料生产商，而德司达则是全球最大的染料服务提供商，本次收购将是一个双赢结局，实际上自2月份收购完成后，由于德司达新管理层的不懈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，新加坡KIRI公司已于今年4月份起开始盈利。
- 首次覆盖给予买入-A投资建议：公司染料业务借助印度龙盛KIRI逐渐打开海外市场；盈利能力最强的中间体系列产品技术改造项目将在2010-2011年逐渐释放翻倍产能；减水剂业务也将在2010-2011年实现产能翻倍；汽车配件业务作为一项全新业务也将给公司带来稳定业绩贡献。在不考虑对实施债转股后对新加坡KIRI的62.4%控股，即德司达业务好转所带来的业绩贡献的假设下，我们预计2010、2011年的业绩分别为0.68元、0.9元，考虑到公司今后高速扩展海外市场的较大可能性，我们首次覆盖给予买入-A投资建议，6个月目标价13.6元。

评级： 买入-A

上次评级：

目标价格： 13.60 元

期限： 6个月 上次预测：

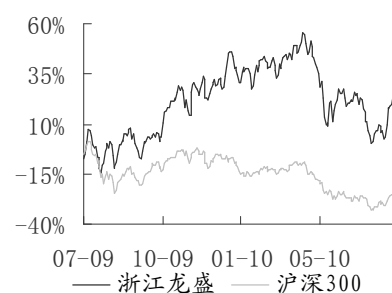
现价： 11.07元

报告日期： 2010-07-28

#### 市场数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 16,255.36   |
| 流通市值(百万元) | 16,255.36   |
| 总股本(百万股)  | 1,468.42    |
| 流通股本(百万股) | 1,468.42    |
| 12个月最高/最低 | 7.50/13.77元 |
| 十大流通股东(%) | 39.66%      |
| 股东户数      | 81,175      |

#### 12个月股价表现



| %    | 一个月   | 三个月    | 十二个月  |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | 8.96  | (0.89) | 50.55 |
| 绝对收益 | 14.37 | (8.43) | 26.80 |

#### 研究员

|              |                        |
|--------------|------------------------|
| <b>刘军</b>    | 首席行业分析师                |
| 021-68766167 | liujun@essence.com.cn  |
| 证书编号         | S1450208100171         |
| <b>谭志勇</b>   | 助理行业分析师                |
| 021-68765172 | tanzhy2@essence.com.cn |

#### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 4,225.4 | 4,619.4 | 6,255.9 | 7,942.0 | 8,321.6 |
| Growth(%) | 26.3%   | 9.3%    | 35.4%   | 27.0%   | 4.8%    |
| 净利润       | 470.5   | 669.2   | 996.8   | 1,321.6 | 1,424.0 |
| Growth(%) | 21.3%   | 42.2%   | 49.0%   | 32.6%   | 7.7%    |
| 毛利率(%)    | 25.8%   | 25.5%   | 26.9%   | 28.6%   | 28.9%   |
| 净利润率(%)   | 11.1%   | 14.5%   | 15.9%   | 16.6%   | 17.1%   |
| 每股收益(元)   | 0.32    | 0.46    | 0.68    | 0.90    | 0.97    |
| 每股净资产(元)  | 2.24    | 2.93    | 4.51    | 5.25    | 6.00    |
| 市盈率       | 34.6    | 24.3    | 16.3    | 12.3    | 11.4    |
| 市净率       | 4.9     | 3.8     | 2.5     | 2.1     | 1.8     |
| 净资产收益率(%) | 14.6%   | 16.1%   | 15.8%   | 18.0%   | 17.0%   |
| ROIC(%)   | 17.5%   | 17.4%   | 14.3%   | 18.3%   | 19.4%   |
| EV/EBITDA | 10.4    | 19.1    | 13.2    | 9.2     | 8.6     |
| 股息收益率     | 0.7%    | 0.4%    | 1.8%    | 2.4%    | 2.6%    |

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-28

| 利润表               | 2008           | 2009           | 2010E           | 2011E           | 2012E           | 财务指标             | 2008         | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|-------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>4,225.4</b> | <b>4,619.4</b> | <b>6,255.9</b>  | <b>7,942.0</b>  | <b>8,321.6</b>  | <b>成长性</b>       |              |              |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 3,136.5        | 3,441.1        | 4,574.8         | 5,669.9         | 5,914.3         | 营业收入增长率          | 26.3%        | 9.3%         | 35.4%        | 27.0%        | 4.8%         |
| 营业税费              | 12.0           | 11.8           | 15.5            | 19.7            | 20.6            | 营业利润增长率          | 23.6%        | 43.8%        | 50.1%        | 34.1%        | 7.7%         |
| 销售费用              | 140.9          | 133.1          | 176.1           | 223.6           | 234.2           | 净利润增长率           | 21.3%        | 42.2%        | 49.0%        | 32.6%        | 7.7%         |
| 管理费用              | 267.8          | 304.9          | 357.1           | 453.3           | 475.0           | EBITDA 增长率       | 35.9%        | 20.4%        | 41.6%        | 35.3%        | 6.6%         |
| 财务费用              | 126.2          | 39.6           | 70.3            | 80.9            | 69.1            | EBIT 增长率         | 32.6%        | 21.9%        | 51.5%        | 33.0%        | 6.6%         |
| 资产减值损失            | 79.8           | 20.0           | 74.6            | 62.5            | -20.9           | NOPLAT 增长率       | 31.8%        | 21.0%        | 52.0%        | 31.6%        | 6.6%         |
| 加: 公允价值变动收益       | -4.3           | -              | -               | -               | -               | 投资资本增长率          | 21.2%        | 86.1%        | 2.7%         | 0.3%         | 10.7%        |
| 投资和汇兑收益           | 64.5           | 82.3           | 140.0           | 80.0            | -               | 净资产增长率           | 18.6%        | 30.8%        | 54.1%        | 16.4%        | 14.2%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>522.4</b>   | <b>751.3</b>   | <b>1,127.5</b>  | <b>1,512.2</b>  | <b>1,629.3</b>  | <b>利润率</b>       |              |              |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | -1.1           | 13.5           | 13.0            | -               | -               | 毛利率              | 25.8%        | 25.5%        | 26.9%        | 28.6%        | 28.9%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>521.3</b>   | <b>764.8</b>   | <b>1,140.5</b>  | <b>1,512.2</b>  | <b>1,629.3</b>  | 营业利润率            | 12.4%        | 16.3%        | 18.0%        | 19.0%        | 19.6%        |
| 减: 所得税            | 42.1           | 71.6           | 91.2            | 121.0           | 130.3           | 净利润率             | 11.1%        | 14.5%        | 15.9%        | 16.6%        | 17.1%        |
| <b>净利润</b>        | <b>479.2</b>   | <b>693.2</b>   | <b>996.8</b>    | <b>1,321.6</b>  | <b>1,424.0</b>  | EBITDA/营业收入      | 18.9%        | 20.8%        | 21.8%        | 23.2%        | 23.6%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2008</b>    | <b>2009</b>    | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | <b>2012E</b>    | <b>EBIT/营业收入</b> | <b>15.3%</b> | <b>17.1%</b> | <b>19.1%</b> | <b>20.1%</b> | <b>20.4%</b> |
| 货币资金              | 1,126.1        | 1,472.4        | 725.6           | 1,860.8         | 2,038.7         | <b>运营效率</b>      |              |              |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -              | -              | -               | -               | -               | 固定资产周转天数         | 88           | 99           | 87           | 102          | 122          |
| 应收帐款              | 848.0          | 1,607.4        | 1,919.9         | 2,257.3         | 2,604.4         | 流动营业资本周转天数       | 171          | 269          | 284          | 226          | 243          |
| 应收票据              | 440.2          | 445.8          | 615.4           | 791.7           | 817.1           | 流动资产周转天数         | 259          | 361          | 379          | 366          | 417          |
| 预付帐款              | 414.1          | 745.0          | 1,019.6         | 1,468.3         | 1,932.3         | 应收帐款周转天数         | 55           | 59           | 68           | 68           | 70           |
| 存货                | 583.7          | 1,572.1        | 3,054.0         | 2,454.7         | 3,071.8         | 存货周转天数           | 52           | 86           | 136          | 129          | 123          |
| 其他流动资产            | 0.3            | 0.9            | 0.6             | 0.5             | 0.5             | 总资产周转天数          | 441          | 604          | 607          | 573          | 623          |
| 可供出售金融资产          | 125.1          | 103.2          | 511.7           | 511.7           | 511.7           | 投资资本周转天数         | 327          | 468          | 456          | 364          | 367          |
| 持有至到期投资           | -              | -              | -               | -               | -               | <b>投资回报率</b>     |              |              |              |              |              |
| 长期股权投资            | 441.3          | 453.1          | 481.5           | 481.5           | 481.5           | ROE              | 14.6%        | 16.1%        | 15.8%        | 18.0%        | 17.0%        |
| 投资性房地产            | 7.5            | 7.2            | 1.8             | 1.8             | 1.8             | ROA              | 7.8%         | 7.4%         | 8.9%         | 10.3%        | 9.8%         |
| 固定资产              | 1,194.7        | 1,352.3        | 1,677.9         | 2,805.6         | 2,814.2         | ROIC             | 17.5%        | 17.4%        | 14.3%        | 18.3%        | 19.4%        |
| 在建工程              | 370.8          | 967.9          | 1,096.8         | 338.4           | 382.6           | <b>费用率</b>       |              |              |              |              |              |
| 无形资产              | 542.4          | 609.1          | 590.8           | 573.0           | 555.8           | 销售费用率            | 3.3%         | 2.9%         | 2.8%         | 2.8%         | 2.8%         |
| 其他非流动资产           | 31.0           | 33.0           | 31.9            | 17.6            | 8.3             | 管理费用率            | 6.3%         | 6.6%         | 5.7%         | 5.7%         | 5.7%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>6,125.2</b> | <b>9,369.3</b> | <b>11,727.4</b> | <b>13,562.9</b> | <b>15,220.7</b> | 财务费用率            | 3.0%         | 0.9%         | 1.1%         | 1.0%         | 0.8%         |
| 短期债务              | 812.8          | 969.2          | 1,573.7         | 1,469.1         | 1,364.0         | 三费/营业收入          | 12.7%        | 10.3%        | 9.6%         | 9.5%         | 9.4%         |
| 应付帐款              | 454.9          | 650.3          | 722.2           | 929.6           | 1,007.0         | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 应付票据              | 705.9          | 1,239.3        | 1,504.0         | 1,727.4         | 1,958.7         | 资产负债率            | 46.3%        | 54.1%        | 43.5%        | 43.1%        | 42.1%        |
| 其他流动负债            | 271.8          | 175.3          | 130.8           | 138.3           | 150.7           | 负债权益比            | 86.3%        | 117.9%       | 77.0%        | 75.9%        | 72.8%        |
| 长期借款              | 211.3          | 295.7          | 295.7           | 295.7           | 295.7           | 流动比率             | 1.50         | 1.81         | 1.83         | 2.03         | 2.29         |
| 其他非流动负债           | 356.3          | 1,552.3        | 802.6           | 1,213.6         | 1,554.2         | 速动比率             | 1.23         | 1.32         | 1.05         | 1.45         | 1.61         |
| <b>负债总额</b>       | <b>2,837.8</b> | <b>5,069.2</b> | <b>5,101.5</b>  | <b>5,851.8</b>  | <b>6,414.6</b>  | 利息保障倍数           | 5.14         | 19.99        | 17.03        | 19.70        | 24.59        |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>129.2</b>   | <b>299.6</b>   | <b>346.9</b>    | <b>409.5</b>    | <b>476.9</b>    | <b>分红指标</b>      |              |              |              |              |              |
| 股本                | 659.0          | 1,318.0        | 1,468.4         | 1,468.4         | 1,468.4         | DPS(元)           | 0.08         | 0.04         | 0.20         | 0.27         | 0.29         |
| 留存收益              | 2,471.9        | 2,631.2        | 4,810.6         | 5,833.2         | 6,860.7         | 分红比率             | 25.1%        | 9.8%         | 30.0%        | 30.0%        | 30.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>3,287.4</b> | <b>4,300.0</b> | <b>6,625.9</b>  | <b>7,711.1</b>  | <b>8,806.1</b>  | 股息收益率            | 0.7%         | 0.4%         | 1.8%         | 2.4%         | 2.6%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2008</b>    | <b>2009</b>    | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | <b>2012E</b>    | <b>业绩和估值指标</b>   | <b>2008</b>  | <b>2009</b>  | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 净利润               | 479.2          | 693.2          | 996.8           | 1,321.6         | 1,424.0         | EPS(元)           | 0.32         | 0.46         | 0.68         | 0.90         | 0.97         |
| 加: 折旧和摊销          | 151.2          | 171.7          | 165.4           | 250.9           | 266.5           | BVPS(元)          | 2.24         | 2.93         | 4.51         | 5.25         | 6.00         |
| 资产减值准备            | 79.7           | 20.0           | 74.6            | 62.5            | -20.9           | PE(X)            | 34.6         | 24.3         | 16.3         | 12.3         | 11.4         |
| 公允价值变动损失          | 4.3            | -              | -               | -               | -               | PB(X)            | 4.9          | 3.8          | 2.5          | 2.1          | 1.8          |
| 财务费用              | 33.3           | 53.3           | 0.6             | 70.3            | 80.9            | P/FCF            | 50.8         | -10.9        | 51.6         | 13.7         | 35.4         |
| 投资收益              | -64.5          | -82.3          | -140.0          | -80.0           | -               | P/S              | 3.8          | 3.5          | 2.6          | 2.0          | 2.0          |
| 少数股东损益            | 8.8            | 24.0           | 52.5            | 69.6            | 74.9            | EV/EBITDA        | 10.4         | 19.1         | 13.2         | 9.2          | 8.6          |
| 营运资金的变动           | 399.0          | -1,220.8       | -1,717.1        | 443.5           | -755.4          | CAGR(%)          | 42.7%        | 29.3%        | 13.6%        | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>728.1</b>   | <b>-569.2</b>  | <b>-497.4</b>   | <b>2,149.0</b>  | <b>1,058.2</b>  | PEG              | 0.8          | 0.8          | 1.2          | -0.1         | -0.1         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-970.8</b>  | <b>-752.0</b>  | <b>-899.5</b>   | <b>-523.0</b>   | <b>-303.0</b>   | ROIC/WACC        | 1.5          | 1.5          | 1.2          | 1.6          | 1.7          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>358.3</b>   | <b>1,603.8</b> | <b>558.2</b>    | <b>-581.9</b>   | <b>-601.5</b>   | REP              | 1.3          | 1.6          | 1.8          | 1.3          | 1.1          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5年证券研究经历，8年中国石化工作经验，曾获2005年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007年4月加盟安信证券研究中心。

谭志勇，石油与化工行业助理研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008年7月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

## 销售联系人

|               |                         |               |                         |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 梁涛            | 上海联系人                   | 潘艳            | 上海联系人                   |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 021-68766516  | panyan@essence.com.cn   |
| 黄方禅           | 上海联系人                   | 朱贤            | 上海联系人                   |
| 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  | 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn  |
| 凌洁            | 上海联系人                   | 张勤            | 上海联系人                   |
| 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn  | 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn |
| 潘冬亮           | 北京联系人                   | 李昕            | 北京联系人                   |
| 010-59113590  | pandl@essence.com.cn    | 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    |
| 马正南           | 北京联系人                   | 周蓉            | 北京联系人                   |
| 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn |
| 李国瑞           | 深圳联系人                   | 律烨            | 深圳联系人                   |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn     | 0755-82558076 | lvye@essence.com.cn     |
| 曹加            | 深圳联系人                   | 胡珍            | 深圳联系人                   |
| 0755-82558045 | caojia@essence.com.cn   | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn   |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
邮编：518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
邮编：200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层  
邮编：100034