# 撬开估值的天花板

**浙江龙盛（600352）**

**增持/首次评级**

股价：RMB12.17

**分析师**
肖晖
SAC 执业证书编号:s1000208110160
(0755)8249 3656
xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

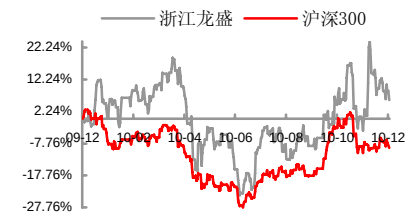
**联系人**
肖洁
(0755)8236 8532
xiaojie@mail.htlhsc.com.cn

**相关研究**

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 总股本（百万股） | 1,468 |
| 流通 A 股（百万股） | 1,468 |
| 流通 B 股（百万股） | 0 |
| 可转债（百万元） | |
| 流通 A 股市值（百万元） | 17,871 |

**最近 52 周股价走势图**




*资料来源：公司数据，华泰联合证券预测*

- 上市之后，公司不断进行多元化尝试，成为各个领域的佼佼者，但资本市场多抱有负面看法，估值长期低于市场平均水平。我们的看法却相对乐观，积极地多元化尝试意味着公司不懈地寻找新的发展方向，各个领域的优异表现体现了其内生的核心竞争力。
- **公司具备跨行业持续成长的能力。**公司 10 年来跨行业成长积累了较强的技术创新能力，持续的工艺改进和成本控制能力，以及在行业内迅速扩张的魄力。目前，公司在新材料领域（溴化丁基橡胶）、中间体业务中各有突破，未来发展方向略显端倪。
- **溴化丁基橡胶项目展现公司在新材料领域的研发实力。**2010 年 11 月 30 日，公司的溴化丁基橡胶取得中试第一阶段成功，虽然离产业化距离还远，却体现公司在新材料领域不断探索和较强的研发能力，有助于公司拓展未来的发展空间。
- **公司在中间体业务中摆脱了间苯二胺单一产品的风险，形成了良好的产品梯队。**未来 2-3 年，公司传统业务的盈利占比将有所下降，代表高技术、高毛利的中间体业务的盈利占比将大幅提升。盈利结构的改变意味着公司的研发、资金等资源在新业务转移，有助于公司估值的提升。
- **公司的传统染料业务有望超预期。**金融危机之后，国内染料行业集中度大幅提高，龙盛、闰土市场份额从 2008 年的 28.5%提高到 2009 年的 36%。同时，公司将在德司达收购案中受益，借助既有的全球销售网络和顶尖的技术服务打开全球市场，大幅提高其染料业务的全球市场占有率。
- **首次给予“增持”评级。**在完全不考虑地产业务、投资收益以及收购德司达贡献的前提下，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.68、0.89、1.11 元，超预期的概率较大。未来染料业务的增长瓶颈对公司的影响越来越小，估值的修复将是主基调，给予 2011 年 20 倍 PE 较为合理，首次给予“增持”评级。
- 风险提示：德司达盈利好转低于预期；纺织行业不景气。

| 经营预测与估值 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 4619.4 | 6503.0 | 7935.0 | 9514.0 |
| (+/-%) | 9.3 | 40.8 | 22.0 | 19.9 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 669.2 | 902.0 | 1179.0 | 1460.0 |
| (+/-%) | 44.2 | 34.8 | 30.7 | 23.8 |
| EPS(元) | 0.46 | 0.68 | 0.89 | 1.11 |
| P/E(倍) | 26.7 | 18.7 | 14.3 | 11.5 |

*资料来源：公司数据，华泰联合证券预测*

# 目录

**资本市场的担忧 ..... 4**

多元化尝试屡见不鲜 ..... 4

各个领域的佼佼者 ..... 4

持续的成长 ..... 5

**撬开估值的天花板 ..... 6**

卤化丁基橡胶——全球近 500 亿的市场空间 ..... 6

中间体——产品梯队初现、空间广阔 ..... 8

间苯二胺——垄断地位不可撼动 ..... 9

间苯二酚——未来行业走向集中 ..... 10

对苯二胺——紧跟芳纶 1414 国产化的步伐 ..... 10

中间体的空间究竟有多大？ ..... 11

**染料业务有望超预期 ..... 12**

全球染料行业格局变迁，龙盛国际龙头地位初现 ..... 12

90 年代中期，国际巨头重构 ..... 12

下游产业转移带动国内染料行业跨越式发展 ..... 12

金融危机引发染料行业新一轮的重构 ..... 13

勾勒全球战略、期待德司达的表现 ..... 13

**盈余预测和估值 ..... 14**

盈利超预期的概率较大 ..... 14

中间体业务盈利占比提升 ..... 16

估值的修复是未来的主基调 ..... 16

**风险提示 ..... 16**

# 图表目录

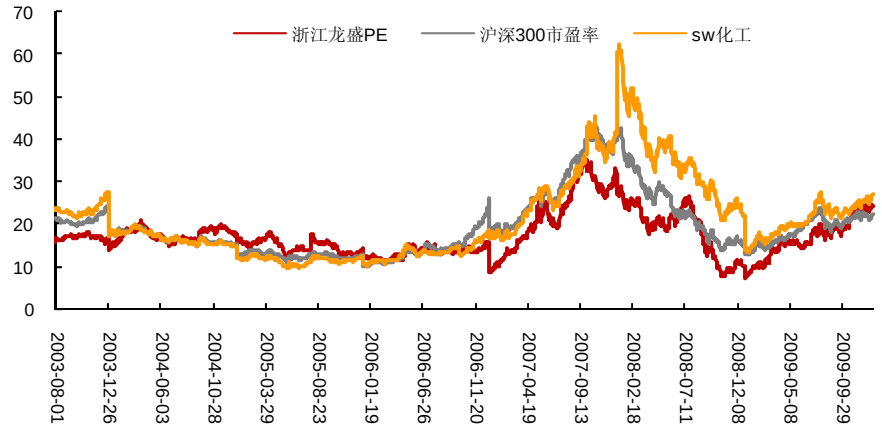
图 1: 龙盛估值长期低于市场平均水平 ..... 4
图 2: 龙盛的业务结构 ..... 4
图 3: 2000 年之后持续的多元化进程 ..... 5
图 4: 营业收入平均增速 28.12% ..... 5
图 5: 净利润平均增速 27.71% ..... 5
图 6: 轮胎是丁基橡胶的主要应用领域 ..... 6
图 7: 国内消费增速受制于产能不足 ..... 7
图 8: 染料中间体产品梯队 ..... 8
图 9: 巴斯夫化学品业务收入构成 ..... 11
图 10: 2000-2003 年下游印染布行业爆发式增长 ..... 12
图 11: 2000 年开始国内染料行业高速成长 ..... 13
图 12: 2000-2007 年龙盛染料的市场份额下滑 ..... 13
图 13: 2009 年分业务毛利润构成 ..... 16
图 14: 预计 2012E 分业务毛利润构成 ..... 16

表格 1: 国际卤化&丁基橡胶产能分布 ..... 8
表格 2: 染料中间体产品投产情况 ..... 9
表格 3: 2004-2005 年间苯二胺的产能分布（龙盛 20000 万吨刚投产） ..... 9
表格 4: 2007 年国内间苯二酚产能分布 ..... 10
表格 5: 国内对苯二胺产能分布 ..... 11
表格 6: 染料中间体的全球需求测算 ..... 11
表格 7: 龙盛的全球化战略选择 ..... 14
表格 8: 德司达单月扭亏为盈（万欧元） ..... 14
表格 9: 分业务盈余预测 ..... 15
表格 10: 分业务市场空间测算 ..... 16

## 资本市场的担忧

浙江龙盛是国内染料巨头，染料总产销量占全国总量的 18%。资本市场对浙江龙盛在染料市场中成长空间存疑，估值长期低于于化工行业，甚至沪深 300。

**图 1：　龙盛估值长期低于市场平均水平**

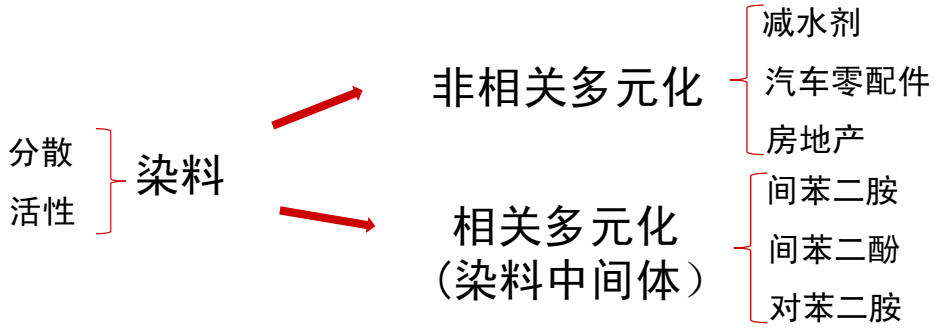



*资料来源：wind*

### 多元化尝试屡见不鲜

回顾龙盛的发展历程，2003 年上市之初公司分散染料的国内占有率已经达到 40%。公司鉴于染料市场空间有限，上市之后不断地进行多元化的尝试。目前，相关多元化主要进入染料的上游中间体行业，具备间苯二胺、间苯二酚、对苯二胺三种产品；非相关多元化主要进入减水剂、汽车零配件、房地产等行业，新材料（溴化丁基橡胶）可能是下一个方向。

**图 2：　龙盛的业务结构**



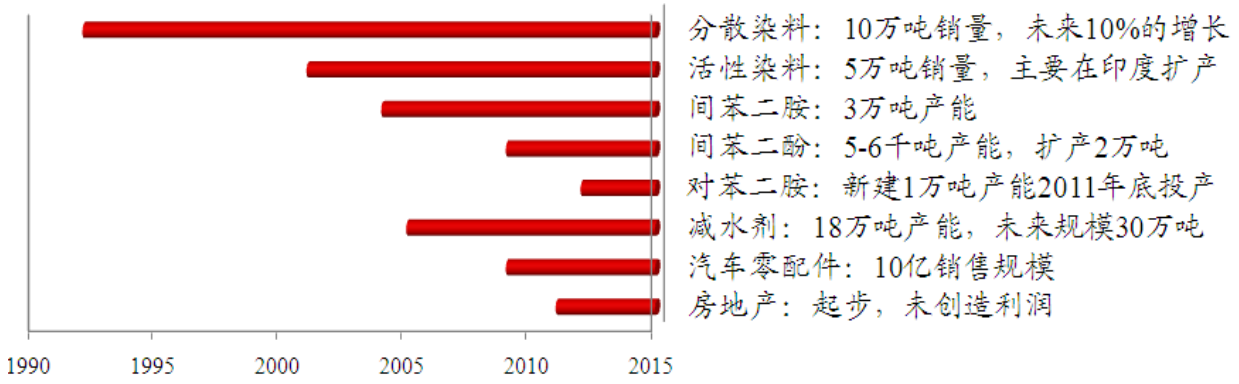

*资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所*

### 各个领域的佼佼者

2001-2005 年，公司先后进入的活性染料、间苯二胺、减水剂三个市场，至今均取得了骄人的成绩，国内市场占有率分别达到 20%、80%、7%。

以非相关多元化的减水剂为例，全国 300 万吨左右的规模，集中度不高，但产品规模化之后才有成本优势。浙江龙盛全国布点，收购各地工厂之后扩产，并在当地配套上游运作，毛利率超过 20%，而行业的平均水平仅为 10-15%（参见建研集团减水剂毛利率 10%）。公司减水剂业务 2009 年产销量达 13 万吨，预计 2010 年在 18-19 万吨，位列行业第三，未来计划扩产可能达 30 万吨的规模。

**图 3： 2000 年之后持续的多元化进程**

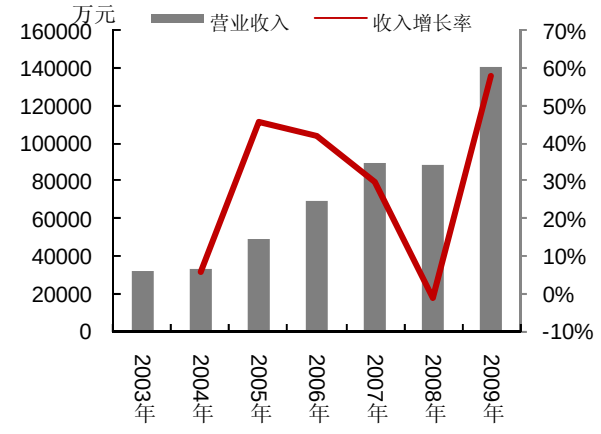



*资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所*

## 持续的成长

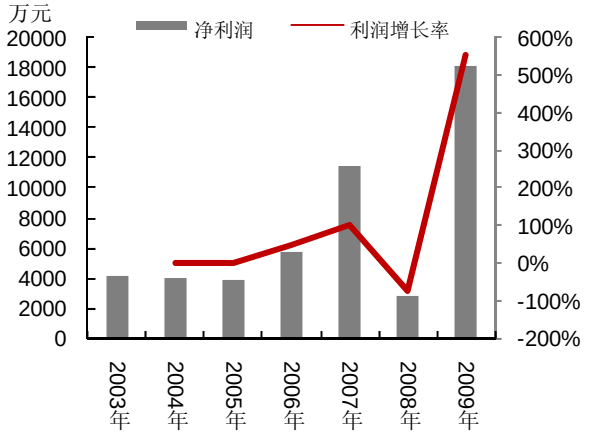
即便是在染料行业并没有大幅度增长的前提下，公司在 2003-2009 年的营业收入的年均增速仍达到 28.12%，年均净利润增速达 27.71%，远超越行业的成长（国内染料行业的平均增速在 9%）。

**图 4： 营业收入平均增速 28.12%**




*资料来源：公司年报*

**图 5： 净利润平均增速 27.71%**




*资料来源：公司年报*

从历史的发展来看，公司跨行业成长体现了多方面的能力和素质：

其一，**技术创新**。公司是国内第一家投入催化加氢法制间苯二胺的厂商，新技术工艺环保，成本比传统的低 20%；

其二，**持续的工艺改进和成本控制**。龙盛改进催化加氢方法，避免了大量中间产品的损失，成本比同类方法又降低 20%。另外，中间体的成本每年都在下降，体现为毛利率不断提高；

其三，**行业内迅速扩张的能力和魄力**。间苯二胺（2005 年投产）、间苯二酚（预计 2011H1 投产）、对苯二胺（预计 2011 年底投产）初始投资就是 2 万吨、2 万吨、1 万吨，规模基本达到当年国内消费总量的 80%以上，体现了公司对技术和成本的信心。另外减水剂行业主要以收购形式迅速扩张，在当地扩产并上游一体化降低成本，通过萘系原料的整体采购体现协同效应，毛利率（20%以上）远远高于行业平均水平（10-15%）。

公司多元化的同时，ROE 水平维持在 16-17%。从历史来看，染料行业市场空间的局限对公司成长的影响有限，公司具备跨行业持续成长的能力。

## 撬开估值的天花板

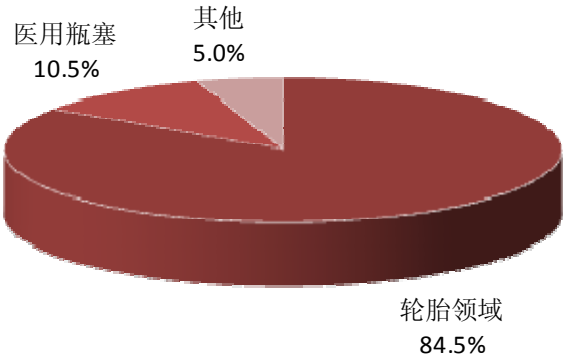
2010 年 11 月 30 日，浙江龙盛公告下属子公司杭州龙山化工和其他方合资试验的溴化丁基橡胶取得中试第一阶段成功，经北京橡胶工业研究所检测，主要技术指标与进口同类产品质量相当。虽然溴化丁基橡胶离产业化距离还远，但证明了龙盛具备较强的新材料研发能力，以往龙盛在染料中间体中出色的发展经历也做出了印证。

据了解，公司仅中间体部分就具备 500-600 人规模的研发设计团队。我们大胆猜测，龙盛在中间体、新材料等领域具备充足的技术储备，仅仅是还没找到具备广阔市场空间的产品和长期持续的发展方向。

### 卤化丁基橡胶——全球近 500 亿的市场空间

丁基橡胶的下游主要是轮胎和医用瓶塞。2009 年，我国丁基橡胶在轮胎领域的消费量约占总消费量的 84.5％，医用瓶塞占 10.5％，其他占 5％。轮胎特别是子午线轮胎的快速发展和汽车轮胎品级的不断提高以及医药等行业的发展. 将大大促进我国丁基及卤化丁基橡胶消费量的不断增长。

**图 6：　轮胎是丁基橡胶的主要应用领域**




*资料来源：《中国石化报》201004，华泰联合证券研究所*

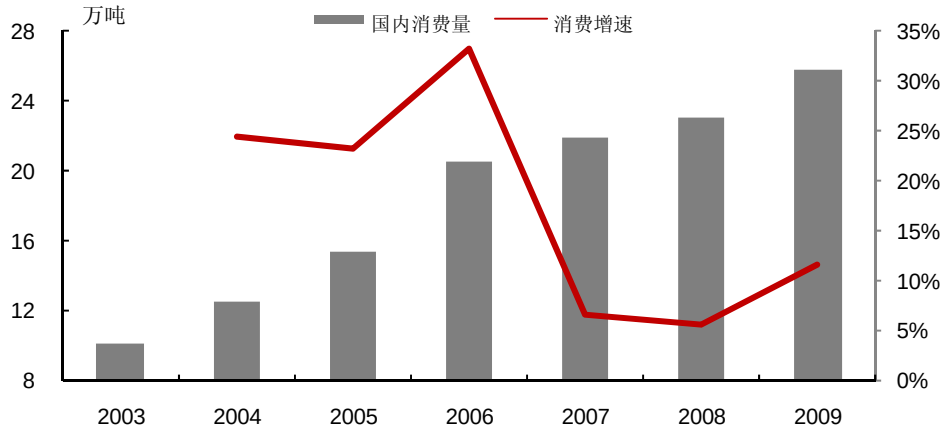
卤化丁基橡胶是丁基橡胶的主要品种，在子午线轮胎中应用性能优于丁基橡胶，技术壁垒较高，目前全球只有埃克森美孚和朗盛具备卤化丁基橡胶的技术和生产能力。全球来看卤化丁基橡胶占丁基橡胶总量的 80-85%，预计今后几年，占比将继续提高。

卤化元素主要包括氟、氯、溴、碘、砹，以氯化丁基橡胶和溴化丁基橡胶为主，后者性能更加优越。

2009 年我国丁基橡胶消费量 25.8 万吨，最近 5 年年均增速 15.54%，其中卤化丁基约占 60.5%，卤化比例远低于国际水平。国内仅有燕山石化具备 4.5 万吨的丁基橡胶的生产能力（技术来源于意大利），产品自给率 15.61%。另外，燕山石化 3 万吨的溴化丁基橡胶项目于 2010 年 11 月刚刚投产，产品质量还不稳定。

2009 年全球丁基及卤化丁基橡胶的总消费量达到 100 万吨。2010 年，以卤化丁基橡胶单价 5.5 万/吨，90 万吨的全球消费量测算，全球近 500 亿的市场空间。

**图 7：　国内消费增速受制于产能不足**




*资料来源：《中国石化报》201004、华泰联合证券研究所*

表格 1：国际卤化&丁基橡胶产能分布

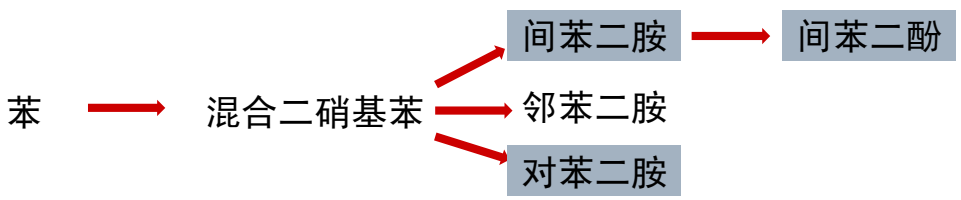
| | 产能（万吨） | 主要产品 | 备注 |
|---|---|---|---|
| **国际** | | | |
| 朗盛（比利时） | 13 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | |
| 法国 socabu（美孚所有） | 7 | 丁基橡胶 | |
| 埃克森美孚（英国） | 11 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | |
| 朗盛（加拿大） | 13.5 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | |
| 埃克森美孚（美国） | 29.5 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | |
| 日本顶级公司（美孚 50%股权） | 14.5 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | |
| 燕山石化（意大利 PI 公司技术） | 4.5 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | |
| 俄罗斯 sibur 公司 | 6 | 丁基橡胶 | |
| 俄罗斯 Nizhenkamsk 公司 | 10 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | |
| 总计 | 109 | | |
| **在建：** | | | |
| 朗盛（新加坡） | 10 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | 预计 2011 年投产 |
| 美孚合资（沙特阿拉伯） | 10 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | 预计 2012 年投产 |
| 俄罗斯 Nizhenkamsk 公司扩建 | 10 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | |
| **国内：** | | | |
| 燕山石化 | 4.5 | 丁基橡胶 | 引进意大利技术 |
| 燕山石化 | 3 | 溴化丁基橡胶 | 2010 年 11 月投产，产品不稳定 |
| 浙江信汇合成新材料 | 5 | 丁基橡胶 | 2010 年 11 月投产，产品不稳定 |
| **在建：** | | | |
| 燕山石化 | 9 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | 已获批 |
| 天津陆港石油橡胶公司 | 6 | 丁基橡胶 | |
| 兰州石化红叶公司 | 6 | 丁基橡胶 | |
| 大庆石化 | 6 | 丁基橡胶 | |
| 辽宁盘锦振奥（俄罗斯合作） | 10 | 丁基橡胶、卤化丁基橡胶 | |

*资料来源：《中国石化报》201004、华泰联合证券研究所*

## 中间体——产品梯队初现、空间广阔

目前公司中间体业务由单一的间苯二胺产品发展到间苯二胺、间苯二酚、对苯二胺（未投产）三产品梯队，市场占有率分别为 80%、20%、0%。公司以先进的催化加氢的工艺路线，取得整条产业链上的成本优势，集中度提高的同时，毛利率逐年提高，未来中间体的毛利率将维持在 40%以上。

图 8： 染料中间体产品梯队




*资料来源：华泰联合证券研究所*

2005 年，龙盛募投 2 万吨间苯二胺逐步投产，目前间苯二胺的产销量超过 3 万吨，国内占有率超过 80%，50%以上出口；预计 2011 年上半年，2 万吨间苯二酚将投产，目前具备产能 5000-6000 吨左右；预计 2011 年底，1 万吨对苯二胺投产，远期规划 2 万吨，进度取决于下游芳纶 1414 的产业化进程。未来，随着中间体业务拓展，我们推测还将会有其他产品逐步纳入。

**表格 2： 染料中间体产品投产情况**

| | 2010 年产销量 | 市场占有率 | 投产进程 |
|---|---|---|---|
| 间苯二胺 | 3 万吨 | 80% | 2005 年 2 万吨，目前 3 万吨，未来还未规划 |
| 间苯二酚 | 5000-6000 吨 | 20% | 2011H1 投产 2 万吨 |
| 对苯二胺 | | | 2011 年底投产 1 万吨，未来规划 2 万吨 |

*资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所*

### 间苯二胺——垄断地位不可撼动

龙盛凭借先进的工艺技术和工艺流程的改进，国内市场占有率 80%，目前产销量达到 3 万吨。在行业平均毛利率不足 20%的前提下，公司的中间体业务毛利率超过 40%。

2002 年，国内间苯二胺生产工艺全部采用铁粉法。龙盛在 2003 年采用催化加氢新工艺率先建成了一套 3000 吨/年装置。催化加氢法比传统铁粉法成本低 20%，而龙盛改进后的催化加氢工艺减少了邻二硝基苯、对二硝基苯的浪费，比标准催化加氢工艺成本低 20%。

**表格 3：2004-2005 年间苯二胺的产能分布（龙盛 20000 万吨刚投产）**

| 公司 | 产能（吨/年） | 生产方法 |
|---|---|---|
| 浙江龙盛 | 20000 | 催化加氢法 |
| 山东鲁化天九化工 | 6000 | 催化加氢法 |
| 江苏洪泽大洋化工 | 6000 | 催化加氢法 |
| 安徽海丰精细化工 | 3000 | 催化加氢法 |
| 山东富原化工 | 3000 | 催化加氢法 |
| 天津华士化工 | 3000 | 催化加氢法 |
| 南京六合雄州有机化工 | 3000 | 铁粉法 |
| 辽阳滨河化工 | 3000 | 铁粉法 |
| 湖北武穴市燕江化工 | 3000 | 铁粉法 |
| 铁岭市康宁染料厂 | 2000 | 铁粉法 |
| 江西潯朋化工 | 1500 | 铁粉法 |

*资料来源：《化工中间体 2005》华泰联合证券研究所*

间苯二胺的下游主要是分散染料和芳纶 1313。以全球 50-60 万吨分散染料，3.5-4 万吨芳纶 1313 规模测算，全球间苯二胺的需求量在 6-7 万吨。国内间苯二胺的下游以分散染料为主，龙盛的产销量超过 3 万吨，市场份额近 80%；国际间苯二胺生产商主要以杜邦为主，产品为高纯度聚合级间苯二胺，用于生产芳纶 1313。目前国内仅有烟台氨纶具备 5000 吨芳纶 1313 的产能（新会彩艳、圣鸥量较少）。未来，随着芳纶 1313 逐步向国内转移，龙盛的国际垄断地位有望进一步提高。

### 间苯二酚——未来行业走向集中

目前，龙盛具备间苯二酚产能 5000-6000 吨，在建 2 万吨产能预计将于 2011 年上半年投产。国内间苯二酚行业的竞争格局犹如 2004-2005 年的间苯二胺，产能较为分散，技术以传统的苯磺化碱熔法和间苯二胺水溶法为主。公司以间苯二胺法向间苯二酚产品延伸，成本优势突出，新投放的 2 万吨产能超过国内需求量的 80%。我们认为，在公司主导下间苯二酚行业走向集中是大概率事件。

间苯二酚主要用于子午线轮胎钢丝带束层胶中，改善胶料的分散性，提高胶料与钢丝帘线的粘合性能，需求增长与轮胎工业同步。另外，木材胶粘剂、塑料助剂、染料、医药、农药等均为间苯二酚的应用领域。

我们估算，2010 年国内间苯二酚的消费量在 2.5 万吨左右，而 2008-2010 间苯二酚的进口量维持在 1 万吨/年左右，可见国内大部分产能由于技术原因很难大规模投放。产品的对外依存度仍然较高，给龙盛提供了发展的空间。全球来讲，消费总量在 7 万吨左右，主要竞争对手为日本住友化学公司（3 万吨）、美德佩客化学公司（2.5 万吨）、三井化学公司。

**表格 4：2007 年国内间苯二酚产能分布**

| 公司 | 产能（吨/年） | 生产方法 |
|---|---|---|
| 江苏中丹集团瑞星化工 | 3000 | 传统的苯磺化碱熔法 |
| 江苏南通利通化工 | 2000 | 传统的苯磺化碱熔法 |
| 湖北祥云集团 | 3000 | 传统的苯磺化碱熔法 |
| 河南新鸿化工 | 3000 | - |
| 江苏汇丰集团 | 10000 | 间苯二胺法 |
| 江苏扬农化工集团江苏瑞祥公司 | 10000 | 间苯二胺法 |
| 河北华容华诺化工 | 10000 | - |
| 山东海汇集团 | 6000 | 改进的磺化碱熔法 |
| 安徽八一化工集团 | 5000 | - |
| 绍兴华力精细化工 | 2000 | - |
| 江苏群发化工 | 3000 | 间二异丙苯氧化 |

*资料来源：《精细与专用化学品 2007》，华泰联合证券研究所*

### 对苯二胺——紧跟芳纶 1414 国产化的步伐

对苯二胺是一种用途广泛的中间体，可用于生产染料、颜料、染发剂、橡胶防老剂、对位芳纶等，此外还是汽油阻聚及显影剂等的原料。国外主要生产企业有美国杜邦、德国拜耳等，主要面向全球 6.5 万吨的芳纶 1414 的需求。

国内生产规模较小，以硝基苯胺还原法工艺为主，大多采用硫化碱还原，少数采用铁粉还原法。目前国内芳纶 1414 并未实现产业化，国内消费量不大，不足 1 万吨，其中 60％用于合成染颜料、25％用于合成橡胶助剂、15%用于其它领域。未来，国内间苯二胺需求增长需要跟进芳纶 1414 的国产化进程。

**表格 5：国内对苯二胺产能分布**

| 公司 | 产能（吨/年） |
|---|---|
| 上虞利星化工 | 2000 |
| 衢州凯源精细化工 | 2000 |
| 安徽郎溪鸿盛化工 | 2000 |
| 衢州方达化工 | 1000 |
| 安徽八一化工 | 1000 |
| 衢州之江化工 | 600 |
| 其他 | 2400 |
| 合计 | 11000 |

*资料来源：《精细化工原料及中间体 2008》，华泰联合证券研究所*

**中间体的空间究竟有多大？**

我们粗略估算间苯二胺、间苯二酚、对苯二胺三个产品的全球需求量在 20 万吨左右，全球染料中间体的规模在 100 万吨左右，以 3 万吨测算，全球市场空间在 300 亿左右。浙江龙盛是国内染料中间体行业中的巨头，但从全球角度测算市场占有率仅为 3%，还有广阔的发展空间。

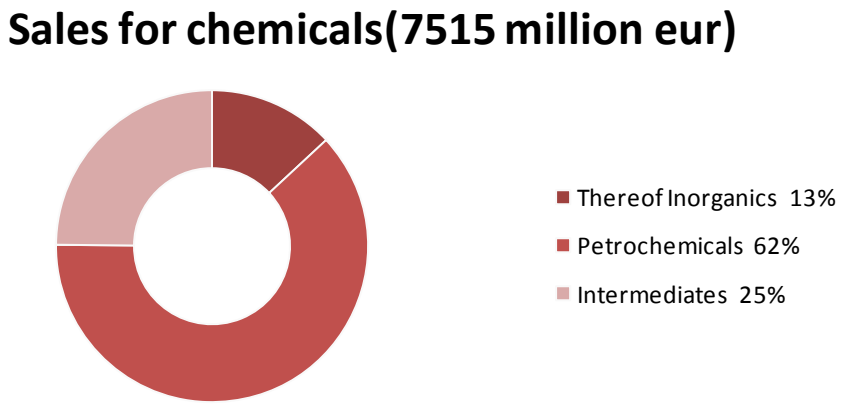
**表格 6：染料中间体的全球需求测算**

| | 产能 | 下游 | 全球市场需求量 |
|---|---|---|---|
| 间苯二胺 | 3 万吨 | 染料、芳纶 1313 | 6-7 万吨 |
| 间苯二酚 | 在建 2 万吨 | 橡胶助剂、染料、医药 | 8-9 万吨 |
| 对苯二胺 | 在建 1 万吨 | 染料、橡胶防老剂、芳纶 1414 | 4 万吨 |
| 染料中间体 | | | 100 万吨 |

*资料来源：华泰联合证券研究所*

同时，从国际化工企业中间体业务的发展方向来看，从染料中间体切入，逐渐延伸到农药中间体、医药中间体是基本的发展方向。以巴斯夫为例，2009 年全球化工业务规模达到 75 亿欧元，其中中间体业务（包括染料、农药、医药）占比达 25%，达 18.8 亿欧元。我们期待，龙盛凭借其中间体领域的研发实力，在其他中间体领域打开一片新的天空

**图 9： 巴斯夫化学品业务收入构成**




*资料来源：公司网站、华泰联合证券研究所*

## 染料业务有望超预期

全球染料行业的增速维持在 3-5%，龙盛染料业务有望超预期，主要源于公司在对国际巨头德司达的整合过程中，借助其全球营销网络和服务体系打开全球市场，大幅提高其染料业务全球的市场占有率（目前龙盛的全球市场占有率在 10%左右，德司达破产前全球占有率 21%）。

### 全球染料行业格局变迁，龙盛国际龙头地位初现

2008 年金融危机是本次全球染料行业格局变迁的导火索，带给龙盛无限机遇。但我们认为，产业转移才是根本的驱动力，今天染料行业格局在亚洲的主导下重构，恰恰是 90 年代初期欧洲形成染料巨头三足鼎立局面的历史重演。

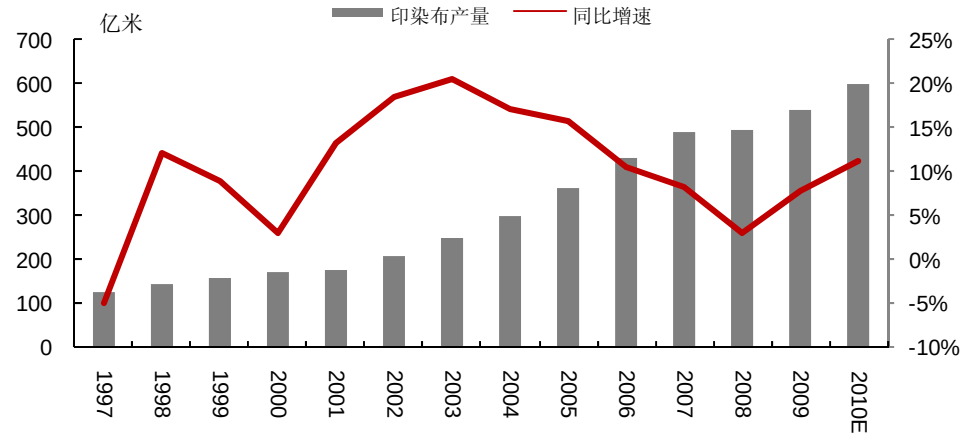
**90 年代中期，国际巨头重构**

90 年代初开始，西欧染料巨头受到低成本生产者的价格竞争，全球染料市场的占有率不断下滑，甚至出现亏损。1995-2000 年间，西欧染料巨头 Bayer、Hoechst、Ciba、Sandoz、BASF、Clariant、Zeneca 经过多轮组合，最终形成德司达（Dystar）、汽巴精化（Ciba）、克莱恩（Clariant）三足鼎立的局面，全球市场份额分别达到 21%、15%、8%。

**下游产业转移带动国内染料行业跨越式发展**

2000-2007 年，国内印染布产量的年均增速达 16.24%，下游印染布行业向国内转移带动了染料行业的跨越式发展。国内的染料产量由 2000 年的 25.70 万吨上升至 2007 年 75.37 万吨，年均增速亦达到 16.6%。

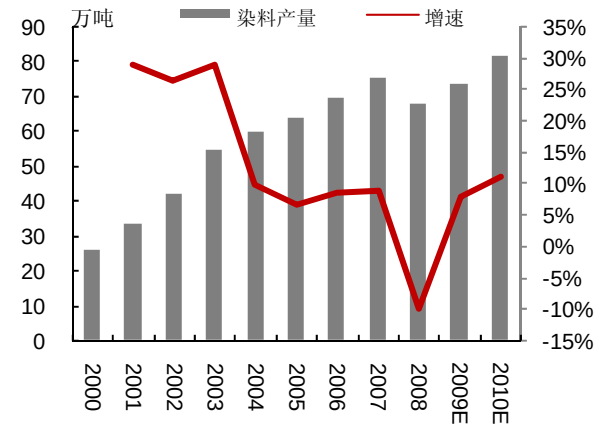
**图 10： 2000-2003 年下游印染布行业爆发式增长**




*资料来源：国家统计局、华泰联合证券研究所*

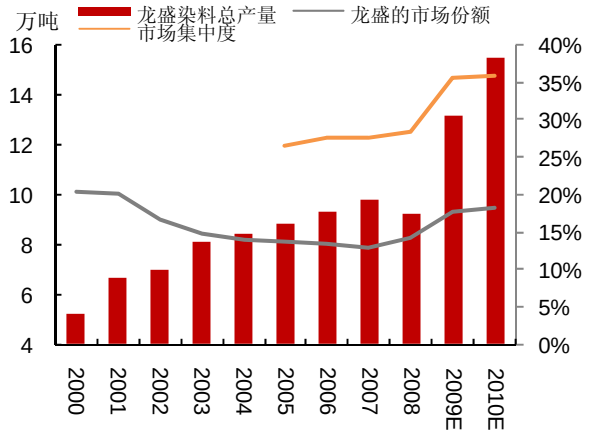
印染布行业在 2000-2003 年的爆发式成长同样带来较低的行业集中度，小规模印染厂数量激增和他们对原料的低成本的偏好，恰恰是小规模染料企业滋生的优质土壤。表现为，2000-2007 年间，染料行业龙头浙江龙盛并没有在行业的高速成长中受益，相反染料的市场份额大幅下滑，从 20%下滑到 13%。即便是龙盛颇具优势的分散染料，亦从 2000 年 40%的市场份额，下滑到 2007 年的 21.5%。

图 11： 2000 年开始国内染料行业高速成长




资料来源：中国染料工业协会、华泰联合证券研究所

图 12： 2000-2007 年龙盛染料的市场份额下滑




资料来源：浙江龙盛年报、闰土招股说明书

注：我们以闰土和龙盛两家总的市场份额来代表集中度

**金融危机引发染料行业新一轮的重构**

金融危机前后的国内染料市场，同 90 年代中期的欧洲染料市场共性颇多。

1、 2007 年中国染料产量达 75.37 万吨，超过全球染料产量的 60%，完全取代了 90 年代中期欧洲染料霸主的地位，全球染料行业的焦点转移至中国；

2、 2000-2007 年，低成本的价格竞争致使行业龙头的市场占有率急剧下滑；

3、 金融危机带来国内染料企业，乃至国际染料巨头的亏损、破产，给龙盛、闰土提供了全球视野的发展空间

4、 下游印染行业的集中度提高亦是必然趋势。2010 年 6 月，《印染行业准入条件（2010 年修订版）》开始实施，加快印染行业的结构调整和落后产能的淘汰。

我们可以清晰的看到，经过金融危机的洗礼，龙盛、闰土在国内染料行业的市场占有率大幅提高，合计市场份额从 2008 年的 28.5%提高到 2009 年的 36%，国内染料行业市场集中度大幅提高。

2010 年，以全球染料产量 130 万吨的规模测算，龙盛的全球市场份额 11-12%；以全球 380 亿染料销售收入测算，龙盛的全球市场份额不足 8%。与德司达破产前 21%的全球市场份额比较，龙盛染料业务仍有较大的向上空间。

## 勾勒全球战略、期待德司达的表现

2006 年，浙江龙盛在年报内披露，未来战略定位于“世界级纺织用化学品生产和服务商”。

2007 年，龙盛入股印度 KIRI，持有 10%的股权。印度是全球另一个染料的主产区，活性染料、偶氮染料优于国内。进入印度，全球化战略略有雏形。

2008 年 4 月子公司香港桦盛与印度 KIRI 共同设立 LONSEN KIRI CHEMCIAL INDUSTRIES LIMTTED（印度龙盛），龙盛持股比例 79.82%。2009 年 8 月，印度龙盛 2 万吨活性染料产能投产。

2010 年 2 月，新加坡 kiri 收购德司达，公司未来将债转股控制新加坡 kiri 62.4%的股权，间接控制了全球的染料巨头。整合进程还需时间消化，但公司全球化的战略实施已经清晰可见。

**表格 7：龙盛的全球化战略选择**

| 时间 | 全球战略选择 |
|---|---|
| 2006 | 定位“世界级纺织用化学品生产和服务商” |
| 2007 | 龙盛入股印度 KIRI，持有 7.46%的股权，全球化战略略有雏形。 |
| 2008 | 与印度 KIRI 共同设立 LONSEN KIRI（印度龙盛），龙盛持股比例 79.82%。 |
| 2009 | 印度龙盛 2 万吨活性染料产能投产，继续扩产 2 万吨 |
| 2010 | 新加坡 kiri 收购德司达，债转股后公司控股新加坡 kiri（62.4%） |
| 2011- | 德司达的逐步消化，再造一个龙盛 |

*资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所*

2008 年，德司达破产前收入规模 8 亿欧元，以 2010 年 6 月单月年化测算收入规模已恢复至 5.76 亿欧元；另外，从 4 月份开始，德司达已经开始扭亏为盈，虽然 4%的净利润率同龙盛的 13%的净利润率相比还差强人意，但我们看到了持续向好的趋势。我们认为，在 2011-2012 年，龙盛实现债转股控股 kiri 的可能性较大。

**表格 8：德司达单月扭亏为盈（万欧元）**

| | 2010.02 | 2010.03 | 2010.04 | 2010.05 | 2010.06 |
|---|---|---|---|---|---|
| 销售收入 | 3225.6 | 4015.5 | 4011.8 | 4229.5 | 4798.1 |
| 净利润 | -1255.7 | -97.1 | 220.6 | 116.0 | 186.8 |

*资料来源：公司公告*

我们推测，以龙盛的管理风格，更多的是“整而不合”。公司关停了德国的两个工厂，未来将产能转移至亚洲，公司更多地是借助德司达既有的全球销售网络和顶尖的技术服务，更快地推进其全球化战略。

## 盈余预测和估值

我们预计，2011-2012 年，活性染料将有 2-4 万吨的投产；间苯二酚将有 2 万吨投产；对苯二胺将有 1-2 万吨投产；减水剂从目前的 18 万吨扩产到 30 万吨；汽车、化工等其他业务也有相应的增长。

### 盈利超预期的概率较大

我们预计，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.68、0.89、1.11 元（完全不考虑地产、投资收益、以及德司达的贡献），超预期的概率较大。目前股价 12.5 元，对应 2011 年的 PE 仅为 14 倍，拥有较高的安全边际。

表格 9：分业务盈余预测

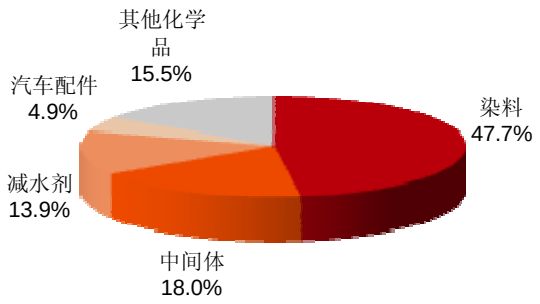
| | | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 分散染料 | 销量（万吨） | 7.10 | 6.20 | 9.50 | 10.80 | 12.00 | 13.50 |
| | 单价（万元/吨） | 1.81 | 2.12 | 1.47 | 1.62 | 1.79 | 1.79 |
| | 收入（亿） | 12.83 | 13.14 | 13.92 | 17.54 | 21.54 | 24.23 |
| | 成本（亿） | 9.68 | 9.15 | 10.00 | 12.28 | 14.74 | 16.58 |
| | 单位成本 | 1.36 | 1.48 | 1.05 | 1.14 | 1.23 | 1.23 |
| | 毛利率 | 24.58% | 30.38% | 28.15% | 29.98% | 31.58% | 31.58% |
| 活性染料 | 销量（万吨） | 2.80 | 3.50 | 3.70 | 5.00 | 6.50 | 8.00 |
| | 单价（万元/吨） | 2.90 | 2.24 | 1.83 | 1.97 | 1.97 | 1.97 |
| | 收入（亿） | 8.12 | 7.84 | 6.76 | 9.83 | 12.78 | 15.73 |
| | 成本（亿） | 6.70 | 6.27 | 5.25 | 7.66 | 9.95 | 12.24 |
| | 单位成本 | 2.39 | 1.79 | 1.42 | 1.53 | 1.53 | 1.53 |
| | 毛利率 | 17.57% | 19.97% | 22.43% | 22.08% | 22.17% | 22.17% |
| 中间体 | 销量（万吨） | 1.50 | 1.80 | 2.50 | 3.00 | 4.00 | 5.50 |
| | 单价（万元/吨） | 2.73 | 3.01 | 2.15 | 2.60 | 2.80 | 3.00 |
| | 收入（亿） | 4.10 | 5.42 | 5.38 | 7.80 | 11.20 | 16.50 |
| | 成本（亿） | 3.01 | 3.70 | 3.33 | 4.68 | 6.72 | 9.90 |
| | 毛利率 | 26.47% | 31.63% | 38.10% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 减水剂 | 销量（万吨） | 9.00 | 10.00 | 13.00 | 18.00 | 22.00 | 27.00 |
| | 单价（万元/吨） | 0.52 | 0.53 | 0.49 | 0.45 | 0.45 | 0.45 |
| | 收入（亿） | 4.71 | 5.28 | 6.34 | 8.10 | 9.90 | 12.15 |
| | 成本（亿） | 4.13 | 4.34 | 4.76 | 6.48 | 7.92 | 9.72 |
| | 毛利率 | 12.20% | 17.80% | 24.93% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 汽车配件 | 收入（亿） | | | 2.77 | 10.00 | 12.00 | 14.40 |
| | 成本（亿） | | | 2.21 | 8.60 | 10.32 | 12.38 |
| | 毛利率 | | | 20.07% | 14.00% | 14.00% | 14.00% |
| 其他化学品 | 收入（亿） | 3.69 | 9.13 | 9.42 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| | 成本（亿） | 2.43 | 6.85 | 7.65 | 8.00 | 8.00 | 8.00 |
| | 毛利率 | 34.26% | 25.03% | 18.77% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |

*资料来源：华泰联合证券研究所*

## 中间体业务盈利占比提升

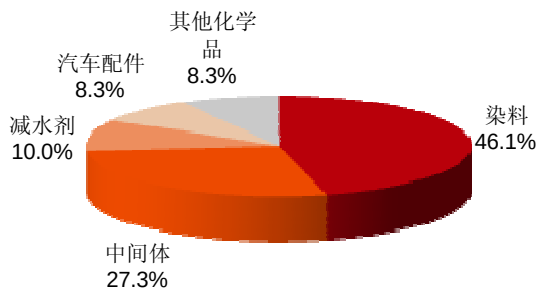
未来 2-3 年，公司传统业务（染料、减水剂、其他化学品）的盈利占比将维持不变或有所下降，代表高技术、高毛利的中间体业务的盈利规模将大幅提升。盈利结构的逐渐改变意味着公司的研发、资金等资源的投入在向中间体转移，有助于公司估值的提升，我们将密切公司在中间体领域的研发和投产进程。

**图 13： 2009 年分业务毛利润构成**




*资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所*

**图 14： 预计 2012E 分业务毛利润构成**




*资料来源：华泰联合证券研究所*

## 估值的修复是未来的主基调

公司在中间体业务中摆脱了间苯二胺单一产品的风险，形成了良好的产品梯队，染料中间体的市场空间被逐步撬开。同时，产品开发中体现的持续研发的实力，也让市场逐渐看到新的曙光，诸如仅溴化丁基橡胶就将市场空间拓展 60%，染料业务的增长瓶颈对公司的影响越来越小。我们认为，公司估值的天花板将逐渐被撬开，估值的修复是未来的主基调，给予 2011 年 20 倍 PE 较为合理，首次给予“增持”评级。

**表格 10：分业务市场空间测算**

| | 公司产销（万吨） | 全球需求（万吨） | 全球市场空间（亿） |
|---|---|---|---|
| 染料 | 15 | 130 | 350-400 |
| 中间体 | 3 | 100 | 300 |
| 减水剂 | 18 | 300（国内） | 150 |
| 卤化丁基橡胶 | - | 100 | 500 |

*资料来源：华泰联合证券研究所*

# 风险提示

1、 德司达盈利好转低于预期，债转股延期。

2、 纺织行业不景气带来染料业务的低迷。

## 盈利预测（此报表不考虑地产业务，可能与实际报表有较大出入）

**资产负债表** 单位: 百万元

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 5864 | 6381 | 7727 | 9089 |
| 现金 | 1476 | 1500 | 1800 | 2000 |
| 应收账款 | 849 | 1216 | 1484 | 1779 |
| 其他应收款 | 761 | 1053 | 1286 | 1541 |
| 预付账款 | 749 | 980 | 1182 | 1408 |
| 存货 | 1579 | 980 | 1182 | 1408 |
| 其他流动资产 | 0 | 650 | 794 | 951 |
| **非流动资产** | 3651 | 3733 | 3873 | 3967 |
| 长期投资 | 453 | 450 | 450 | 450 |
| 固定资产 | 1475 | 1809 | 2041 | 2145 |
| 无形资产 | 611 | 689 | 769 | 849 |
| 其他非流动资 | 0 | 784 | 612 | 524 |
| **资产总计** | 9515 | 10113 | 11599 | 13056 |
| **流动负债** | 3314 | 3170 | 3616 | 3799 |
| 短期借款 | 1055 | 449 | 442 | 115 |
| 应付账款 | 474 | 735 | 886 | 1056 |
| 其他流动负债 | 16 | 1986 | 2288 | 2628 |
| **非流动负债** | 1848 | 1843 | 1843 | 1843 |
| 长期借款 | 296 | 296 | 296 | 296 |
| 其他非流动负 | 505 | 1547 | 1547 | 1547 |
| **负债合计** | 5162 | 5013 | 5459 | 5642 |
| 少数股东权益 | 323 | 331 | 371 | 422 |
| 股本 | 1318 | 1318 | 1318 | 1318 |
| 资本公积 | 804 | 763 | 763 | 763 |
| 留存收益 | 1856 | 2662 | 3661 | 4885 |
| 归属母公司股 | 4029 | 4770 | 5769 | 6993 |
| **负债和股东权** | 9515 | 10113 | 11599 | 13056 |

**现金流量表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金** | -569 | 1059 | 814 | 1067 |
| 净利润 | 693 | 933 | 1220 | 1510 |
| 折旧摊销 | 0 | 202 | 260 | 305 |
| 财务费用 | 1 | 28 | 1 | -21 |
| 投资损失 | -82 | -80 | -80 | -80 |
| 营运资金变动 | 0 | -126 | -632 | -696 |
| 其他经营现金 | -488 | 103 | 44 | 49 |
| **投资活动现金** | -752 | -331 | -325 | -325 |
| 资本支出 | 966 | 300 | 300 | 300 |
| 长期投资 | -696 | 7 | 0 | 0 |
| 其他投资现金 | 0 | -24 | -25 | -25 |
| **筹资活动现金** | 1604 | -701 | -189 | -542 |
| 短期借款 | 242 | -520 | -7 | -328 |
| 长期借款 | 84 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 659 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -326 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金 | 944 | -181 | -182 | -214 |
| 现金净增加额 | 282 | 28 | 300 | 200 |

**利润表** 单位: 百万元

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 4619 | 6503 | 7935 | 9514 |
| 营业成本 | 3441 | 4902 | 5909 | 7042 |
| 营业税金及附加 | 12 | 16 | 20 | 24 |
| 营业费用 | 133 | 195 | 238 | 285 |
| 管理费用 | 305 | 390 | 476 | 571 |
| 财务费用 | 40 | 28 | 1 | -21 |
| 资产减值损失 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 82 | 80 | 80 | 80 |
| **营业利润** | 751 | 1031 | 1350 | 1673 |
| 营业外收入 | 0 | 20 | 20 | 20 |
| 营业外支出 | 12 | 15 | 15 | 15 |
| **利润总额** | 765 | 1036 | 1355 | 1678 |
| 所得税 | 72 | 104 | 136 | 168 |
| 净利润 | 693 | 933 | 1220 | 1510 |
| 少数股东损益 | 24 | 31 | 41 | 50 |
| 归属母公司净利 | 669 | 902 | 1179 | 1460 |
| EBITDA | 791 | 1261 | 1612 | 1957 |
| EPS（元） | 0.46 | 0.68 | 0.89 | 1.11 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 9.3% | 40.8% | 22.0% | 19.9% |
| 营业利润 | 46.3% | 37.3% | 30.9% | 23.9% |
| 归属母公司净利 | 44.2% | 34.7% | 30.8% | 23.8% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率(%) | 0.0% | 24.6% | 25.5% | 26.0% |
| 净利率(%) | 14.5% | 13.9% | 14.9% | 15.3% |
| ROE(%) | 16.6% | 18.9% | 20.4% | 20.9% |
| ROIC(%) | 13.4% | 17.5% | 19.7% | 21.5% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率(%) | 54.3% | 49.6% | 47.1% | 43.2% |
| 净负债比率(%) | 90.36 | 17.85 | 16.26 | 9.93% |
| 流动比率 | 1.77 | 2.01 | 2.14 | 2.39 |
| 速动比率 | 1.29 | 1.70 | 1.81 | 2.02 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.59 | 0.00 | 0.73 | 0.77 |
| 应收账款周转率 | 7 | 6 | 5 | 5 |
| 应付账款周转率 | 8.49 | 8.07 | 7.29 | 7.25 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新 | 0.46 | 0.68 | 0.89 | 1.11 |
| 每股经营现金流 | -0.39 | 0.80 | 0.62 | 0.81 |
| 每股净资产(最 | 2.96 | 3.62 | 4.38 | 5.31 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 26.70 | 18.68 | 14.28 | 11.54 |
| P/B | 4.11 | 3.53 | 2.92 | 2.41 |
| EV/EBITDA | 25 | 15 | 12 | 10 |

*数据来源：华泰联合证券研究所*

**华泰联合证券评级标准:**

时间段　　报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数　沪深 300（以下简称基准）

**股票评级**

买　入　　股价超越基准 20%以上

增　持　　股价超越基准 10%-20%

中　性　　股价相对基准波动在 ± 10% 之间

减　持　　股价弱于基准 10%-20%

卖　出　　股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增　持　　行业股票指数超越基准

中　性　　行业股票指数基本与基准持平

减　持　　行业股票指数明显弱于基准

**免责申明**

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称"华泰联合证券"）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

**深 圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上 海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn