

纺织化学用品

署名人: 芮定坤

S0960109074123

010-63222951

ruidingkun@cjis.cn

浙江龙盛

600352

推荐

产品提价受益通胀, 地产 PE 投资进入回报期

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 12.65元

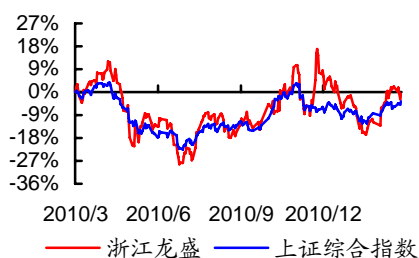
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2942.31
总股本(百万)	1468
流通股本(百万)	1468
流通市值(亿)	178
EPS (TTM)	0.53
每股净资产(元)	2.93
资产负债率	54.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
浙江龙盛	0.00	-7.61	17.29
上证综合指数	0.00	3.51	10.80



相关报告

《20100316 公司研究-浙江龙盛-年报点评-多元化进程加快, 主业将实现稳定增长, 但《公司研究-浙江龙盛-新盈利增长点已经形成, 明后两年公司业绩增长率均超 20%》

投资要点:

- **2月染料提价, 受益通胀标的:** 2月份染料提价约 1000 元(约 5-8%), 而原料涨幅很小, 利润率增大。龙盛在每 1 次原材料涨价和通胀的周期里面都是受益的, 原材料涨价时染料涨价更多。
- **2011 年增量: 中间体和纯碱:** 2011 年下半年间苯二酚和对苯二胺 2 种产品新增产能投产。另外 2011 年下半年纯碱合成氨二期也投产。都是业绩上的增量。
- **看的更远: 12 年投资陆续进入回报期:** 公司下面还有 4、5 个 PE 投资, 几个已经开始准备报材料, 2011、2012 年也有上市可能(依顿电子、云海通讯、东营陶瓷、锦州银行), 这个是股价刺激因素。
- **地产投资上, 投资 20 个亿的上海保障房项目、酒店项目(8 万平方米)、嘉兴平湖住宅项目(90 亩)预计 2012、2013 年会建成交付, 逐渐确认收入, 这是市场没有完全预期的。**
- **看的更远: 德斯达并表预期没变, 增厚 EPS0.2:** 以可转债形式收购全球最大的印染服务和解决方案提供商德斯达, 现在还没债转股并表, 如果整合后盈利达到公司预期, 债转股后预计增厚 EPS0.2 元/股。
- 龙盛的关键词是“多元化”和“成长性”。龙盛的多元化我们理解其实是“被动多元化”, 也就是染料市场已经有 40% 或以上的份额了, 再扩大是很难的, 而这 1 块的现金流又非常好, 每年有差不多 10 亿, 当成现金放在帐上显然不合理, 所以只能去做各种投资。
- 对于成长性, 我们的理解首先未来产能转移还会继续, 另外业务多元化本身也是成长, 2010 年公司是在 1 个周期的底部, 钱投出去但还没有利润, 而 12、13 年慢慢进入回报期, 之前投资的 ROE 会体现出来
- 不考虑德斯达并表, 预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.64、0.79 和 1.06, 给与推荐的评级, 估值较低, 业绩和油价波动没有关系风险小。

风险提示: 下游需求低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4619	6188	8164	10196
同比(%)	9%	34%	32%	25%
归属母公司净利润(百万元)	669	846	1043	1403
同比(%)	44%	26%	23%	35%
毛利率(%)	25.5%	25.1%	24.7%	25.4%
ROE(%)	16.7%	17.9%	18.7%	20.7%
每股收益(元)	0.51	0.64	0.79	1.06
P/E	24.91	19.71	15.99	11.89
P/B	4.17	3.54	2.98	2.46
EV/EBITDA	20	16	13	10

资料来源: 中投证券研究所

一、染料提价，是受益通胀标的

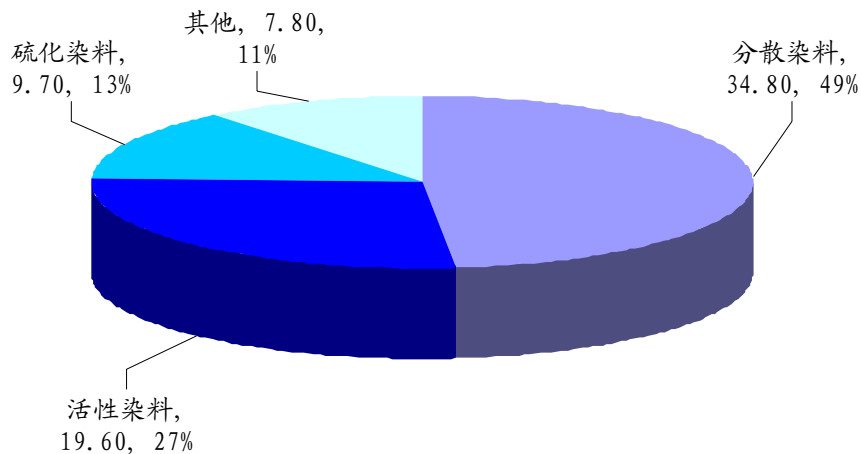
2月份染料提价约1000元在24000元/吨左右，涨幅约5-8%，而原料涨幅很小，利润率增大。由于行业内市场份额高，垄断中间体，龙盛在每次原材料涨价和通胀的周期里面都是受益的，原材料涨价时，染料涨价更多。

09年龙盛的分散染料和活性染料的销量分别为8.4万吨和4.6万吨，共计13万吨左右。

分散染料全球市场大概70多万吨，属于非离子型染料主要用于涤纶的染色。行业集中度较高，龙盛，闰土，杭州吉华三家占据行业80%市场份额，其中龙盛40%。

活性染料用于棉、麻、丝、毛、粘纤、锦纶、维纶等多种纺织品的染色。行业产能大概在17.5万吨，前三大厂家为传化，龙盛，华力，三家合计占60%。未来棉布的比重会逐步提高，活性染料的增速也会高于分散染料。全球40多万吨。国内表观需求大概15万吨，出口约5万吨。

图1 国内染料市场分类和格局 单位：万吨



资料来源：中投证券研究所

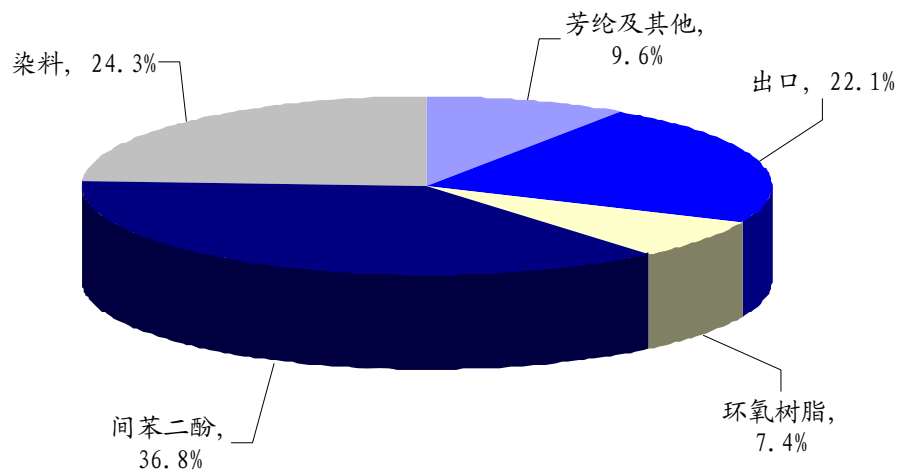
二、11 年业绩增量：中间体、纯碱合成氨投产

中间体业务：

主要就是间苯二胺、间苯二酚、对苯二胺 3 种产品。可以用来合成染料，龙盛通过研发生产出这几种中间体，1 方面本身毛利率高增加了盈利，另 1 方面垄断了合成原料，在行业的定价能力增强。

间苯二胺价格有所下降到 2 万，主要是为了挤出行业小的竞争者，公司的优势在于成本比其他企业做得低在 1.3 万，09 年间苯二胺产量约 2.2 万吨，2010 年 3 万吨。其中 20% 多自用其余外售。间苯二胺的下游应用领域主要有分散、合成等染料、间苯二酚、芳纶、环氧树脂添加剂等。

图 2 间苯二胺的下游需求分布



资料来源：中投证券研究所

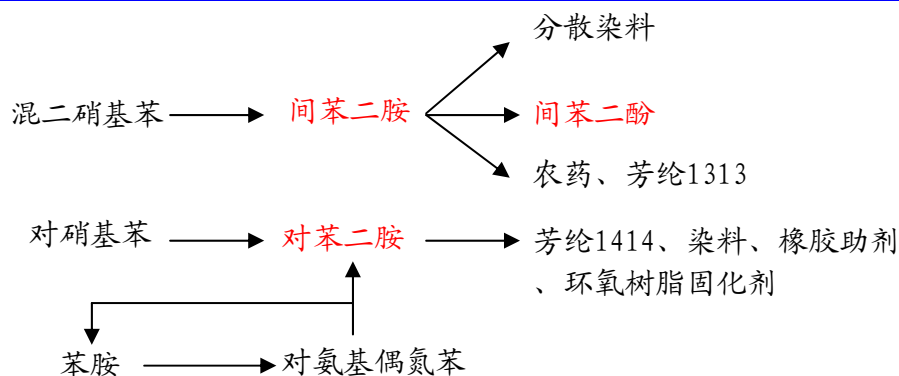
11 年间苯二酚扩产

现在有 5000 吨间苯二酚产能，2011 年中期投产后总共 2 万吨二酚，国内 3 万吨需求。间苯二酚主要用于轮胎帘子布的橡胶粘合剂、木材胶合板粘合剂和紫外线吸收剂等，现在价格约 3 万 8，毛利率在 40% 以上。

另外公司有对苯二胺 11 年下半年，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。国内现在需求不大约 1 万吨，未来需求要看芳纶 1414 国内产能投放的情况。

3种主要中间体工艺和下游如下:

图 3、龙盛中间体产业链



资料来源：中投证券研究所

其他-减水剂:

减水剂通过减少水泥中的水用量，降低凝固时间，提高混凝土强度，缩短建设工期，国外 80%~90% 的建设项目均使用减水剂，而国内仅为 10%，因为减水剂存在销售半径问题，所以公司此项业务的发展思路是通过收购布点，09 年产量约 10 万吨，10 年产能将超 20 万吨，未来计划到 30 万吨以上，11、12 年应该在量上还有增量。

其他-无机化工:

规划 2 期建成 40 万吨纯碱和 45 万吨氯化铵产能，以及 20 万吨合成氨装置，10 万吨浓硝酸。做这个的目的 1 方面是 10 万吨浓硝酸能够供染料业务用，第 2 是浙江政府也希望整合小的纯碱产能，由 1 家大企业做，方便管理。

项目 1 期已经建成，2 期预计 11 年中期，这也是个业绩的增量。

三、看的更远：12 年投资陆续进入回报期，德斯达并

表预期没变，增厚 0.2

财务投资:

公司下面还有 4、5 个 PE 投资，几个已经开始准备报材料，未来也有上市可能，其中锦州银行预计 11 或 12 年报材料，其他几个主要是 TMT 行业的。

其中依顿电子：在证监会 2 月 25 日晚间公告“鉴于广东依顿电子科技股份有限公司有相关事项需要进一步落实，决定取消第 34 次发审委会议对该公司发行申请文件的审核。”我们预计如果相关问题解决，公司近期有通过上市的可能。

我们认为公司投资的公司 在 2012、2013 年会陆续有上市的可能，是公司的股价刺激因素。

表 1、浙江龙盛 PE 投资公司

被投资单位名称	主营业务	投资时间	所占股
滨化集团股份有限公司	环氧内烷、二氯丙烷、氢氧化钠等的生产和销售	07 年 8 月	9.55%
淄博齐鲁乙烯鲁华化工有限公司	液体树脂等的生产和销售	07 年 6 月	2.96%
广东依顿电子科技股份有限公司	生产线路板、覆铜板等	07 年 8 月	1.60%
旭辉集团股份有限公司	房地产投资、开发、建筑和物业管理	07 年 6 月	2.05%
深圳市云海通讯股份有限公司	无线通讯设备计算机硬件的开发、生产、销售	07 年 6 月	3.45%
东营国瓷功能材料有限公司	电子陶瓷粉体材料、电容器磁料	08 年 7 月	20.00%
上海同济同捷科技股份有限公司	汽车概念设计、工程设计，相关技术服务	09 年 3 月	3.68%
艾维通讯国际控股有限公司	电信、通讯、宽带无线网络设备	08 年 3 月	3.38%
锦州银行股份有限公司	银行	09 年 11 月	1 亿股

资料来源：中投证券研究所

房地产：

投资 20 个亿上海保障房项目，大约 30 万平米，2-3 年建成。还有上海有个商业酒店项目，大概土地有 8 万平米，11 年上半年开始建。还有嘉兴平湖有个住宅项目（90 亩土地，12、13 年交房）。

房地产贡献业绩主要在 12、13 年开始确认收入，也是业绩的增量，这 1 块之前市场基本没有预期。

德斯达转股并表预期不变，可能增厚 EPS0.2:

全球最大的印染服务和解决方案提供商德司达破产被印度 KIRI 公司的新加坡子公司收购。龙盛认购了该新加坡公司 1 股的股份和 2200 万欧元的可转债，估计全部转股后，公司持股比例将达到 59%，成为控股股东。如果德斯达整合后盈利较好，龙盛选择债转股，将增厚 EPS0.2 元/股。

德司达是全球最大和最领先的染料、助剂、相关服务和印染解决方案提供商，占全球 25% 的市场份额。现在德斯达加起来产能大概 20 万吨，全球 18 个厂。收购德司达有利于龙盛学习其在服务模式上的经验、利用其海外渠道。

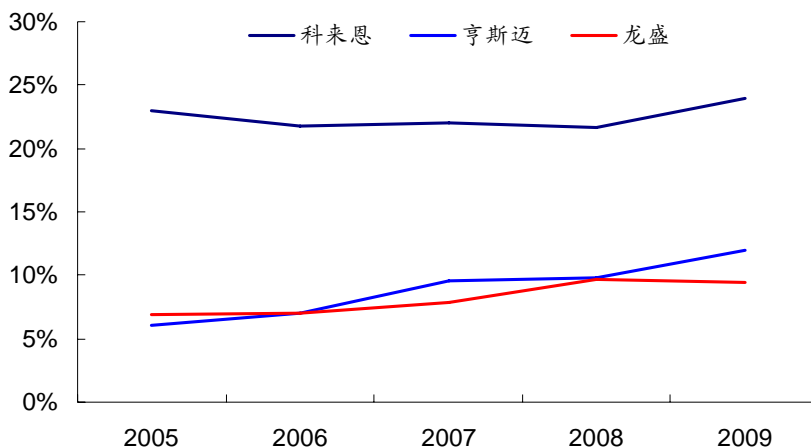
表 2、德斯达主要业务

染料及颜料	纤维素纤维：酸性染料、直接染料、还原染料、靛蓝、酞菁素、硫化染料 锦纶：1:2 金属络合染料，酸性染料 涤纶：分散染料 羊毛：1:2 金属络合染料、酸性染料、活性染料、1:1 金属络合染料、1:2 金属络合染料 纺织品印刷用：打印墨水、颜料 皮革业用化学品及服务、塑料用染料
助剂	纤维制造用助剂、各种纺织品用前处理剂、印染助剂和整理剂、洗涤助剂
服务	色彩解决方案：色彩开发、标准色配比、开发色彩交流工具 专家解决方案：提供咨询和培训服务，帮助客户削减成本和提升品质 测试服务：基于国际测试规范的染料牢度测试和分析服务 环保解决方案

资料来源：中投证券研究所

德斯达之所以破产主要的原因是成本问题。由于制造业全球产能向中国转移，而且中国在大宗化学品上的成本优势明显，所以除了高端市场国外企业竞争力下降。下表为例，国外的几个主要染料企业的期间费用率明显高于龙盛：

图 4、浙江龙盛和科来恩、亨斯迈期间费用率比较 单位：%



资料来源：中投证券研究所

德斯达现在员工减少了 700-800 人，按欧洲工人年收入 70 万 RMB 算，人工成本就相当于减少了 5 亿。未来还要继续减少人工，最后欧洲留 200 人做研发、服务。德国的 3 个工厂计划关 1 个，2 个转移到印度，印度的人工成本比中国更低（印度工人 700 元/月工资，中国 1500 元/月工资）。

11 年如果达到公司的赢利预期，会将新加坡 KIRI 的可转债转股，全部转股将持有新加坡 KIRI 公司 62.4% 的股权。德斯达的业绩并表，贡献 0.2 左右的 EPS。这 1 块虽然时间不好确定，但预期没变。不管是 11、12 还是 13 年。对应的股价里面的价值只是乘以的估值倍数不一样。

四、投资建议

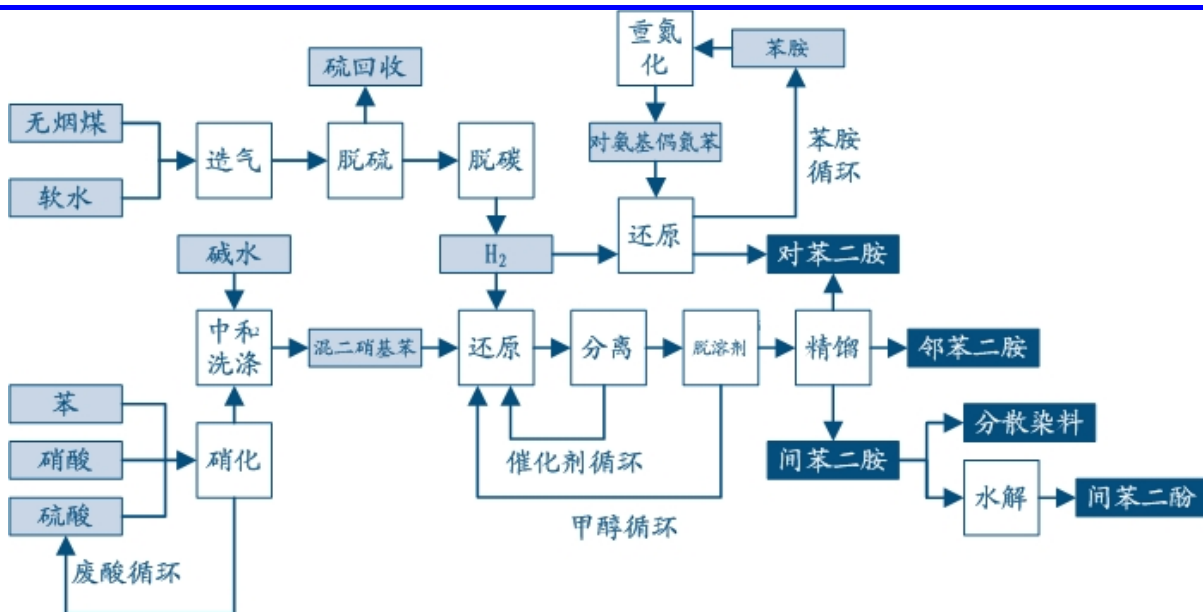
龙盛的关键词是“多元化”和“成长性”。龙盛的多元化我们理解其实是“被动多元化”，也就是染料市场已经有 40% 或以上的全球或国内份额了，再扩大是很难的，而这 1 块的现金流又非常好，每年有差不多 10 亿，当成现金放在帐上显然不合理，所以只能去做各种投资。

对于成长性，我们的理解首先增长是有的，国外在这些大化工品上成本肯定比中国印度高，未来产能转移还会继续，而且大背景是染料的下游纺织全球的产能都在往中国印度转移，主要市场已经在中国了，未来不排除染料出口增加，或收购其他国外企业，染料这 1 块继续增长还是有的，不过可能会比较慢，很难超预期或有想象空间。

另外业务多元化本身也是成长，公司每年的现金只要投出去，而且项目有 1 个不错的 ROE，EPS 也是增长的，从这个角度看，2010 年公司是在 1 个周期的底部，钱投出去但还没有利润，而 12、13 年慢慢进入回报期，之前投资的 ROE 体现出来。

不考虑德斯达并表，预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.65、0.85 和 1.1，给与强烈推荐评级，股价刺激因素在于德斯达并表或业绩超预期。进入发展成熟期的公司估值会有一个下降，但从长期投资的角度。

图 5、浙江龙盛详细工艺图



资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	5844	6468	9045	11179	营业收入	4619	6188	8164	10196
现金	1472	1800	2418	3040	营业成本	3441	4636	6145	7611
应收账款	847	1049	1373	1745	营业税金及附加	12	16	22	27
其它应收款	760	708	1120	1291	营业费用	133	190	249	309
预付账款	745	807	1200	1406	管理费用	305	383	444	526
存货	1572	1492	2126	2694	财务费用	40	105	123	135
其他	447	612	808	1004	资产减值损失	20	20	20	20
非流动资产	3526	3542	3524	3454	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	453	447	450	449	投资净收益	82	100	0	0
固定资产	1352	1668	1703	1598	营业利润	751	937	1161	1569
无形资产	609	796	984	1148	营业外收入	25	25	25	25
其他	1111	631	387	260	营业外支出	12	16	14	15
资产总计	9369	10010	12569	14633	利润总额	765	947	1172	1579
流动负债	3221	4153	5657	6400	所得税	72	79	101	137
短期借款	969	1780	2539	2563	净利润	693	867	1071	1442
应付账款	479	588	785	984	少数股东损益	24	22	29	40
其他	1773	1785	2332	2852	归属母公司净利润	669	846	1043	1403
非流动负债	1848	824	973	1058	EBITDA	963	1229	1510	1949
长期借款	296	393	506	608	EPS (元)	0.51	0.64	0.79	1.06
其他	1552	431	468	449					
负债合计	5069	4977	6630	7457					
少数股东权益	300	321	350	390	主要财务比率				
股本	1318	1318	1318	1318	会计年度				
资本公积	763	763	763	763	成长能力				
留存收益	1868	2582	3458	4655	营业收入	9.3%	34.0	31.9	24.9
归属母公司股东权益	4000	4712	5589	6786	营业利润	46.3	24.7	23.9	35.1
负债和股东权益	9369	10010	12569	14633	归属于母公司净利润	44.2	26.4	23.3	34.5
					获利能力				
					毛利率	25.5	25.1	24.7	25.4
					净利率	14.5	13.7	12.8	13.8
					ROE	16.7	17.9	18.7	20.7
					ROIC	13.7	17.9	18.0	21.4
					偿债能力				
					资产负债率	54.1	49.7	52.7	51.0
					净负债比率	28.30	45.43	47.27	44.08
					流动比率	1.81	1.56	1.60	1.75
					速动比率	1.32	1.18	1.21	1.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.64	0.72	0.75
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	8.44	8.69	8.95	8.61
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	0.64	0.79	1.06
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.43	0.68	0.19	0.75
					每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.57	4.24	5.15
					估值比率				
					P/E	24.91	19.71	15.99	11.89
					P/B	4.17	3.54	2.98	2.46
					EV/EBITDA	20	16	13	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

芮定坤, 中投证券研究所石油化工、基础化工行业分析师, 化工组组长。清华大学化工系学士、清华大学 MBA。2008 年加入中投证券, 2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名, 2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434