

分析师：李兴

021-63237807

lixing@cjsc.com.cn

联系人：鄢祝兵

(8627)65799773

yanzb@cjsc.com.cn

活性染料成功走出国门，四轮驱动业绩稳步增长

事件描述

浙江龙盛今日发布公告，本公司控股子公司龙盛 KIRI 化学工业有限公司，投资建设的年产 2 万吨活性染料项目已于 2009 年 7 月 20 日在印度古吉拉特州巴罗达市建成投产。龙盛 KIRI 系本公司与印度 KIRI 染料化工有限公司共同出资在印度设立的合资公司，该公司主要从事活性染料的生产和销售，初始产能为年产 2 万吨活性染料。该公司注册资本为 1,000 万美元，其中本公司出资 600 万美元，占合资公司 60% 股权，印度 KIRI 染料化工有限公司出资 400 万美元，占合资公司 40% 股权。

事件评论

第一，公司生产经营状况良好，四轮驱动稳健成长

公司作为国内染料龙头企业，主要业务为分散染料、活性染料、中间体和减水剂四大系列产品，2008 年四类产品收入占公司主营业务收入 75% 以上，毛利占比也达到 75% 以上。公司分散染料产量为 7 万吨/年，占全国 40% 左右市场份额，具有主导市场的定价话语权；活性染料约为 3 万吨/年，占国内市场份额 20% 左右，间苯二胺等芳香类中间体为 2.5 万吨/年，占国内 70% 市场份额，减水剂为 10 万吨/年。

图 1：2008 年公司主营业务收入构成

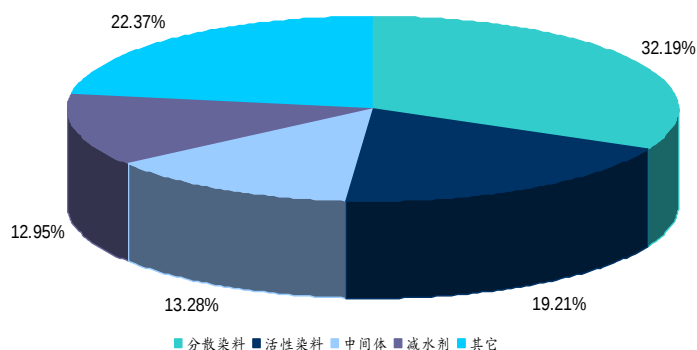
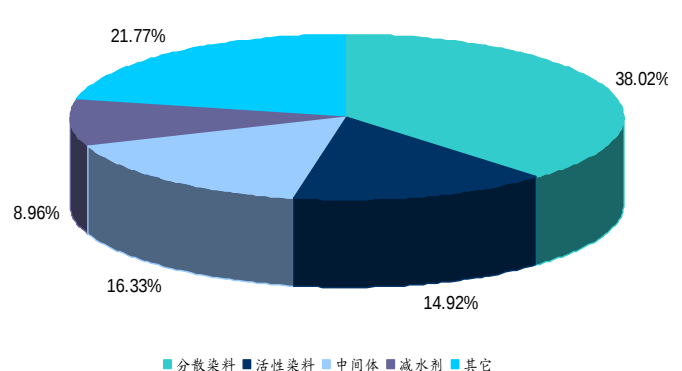


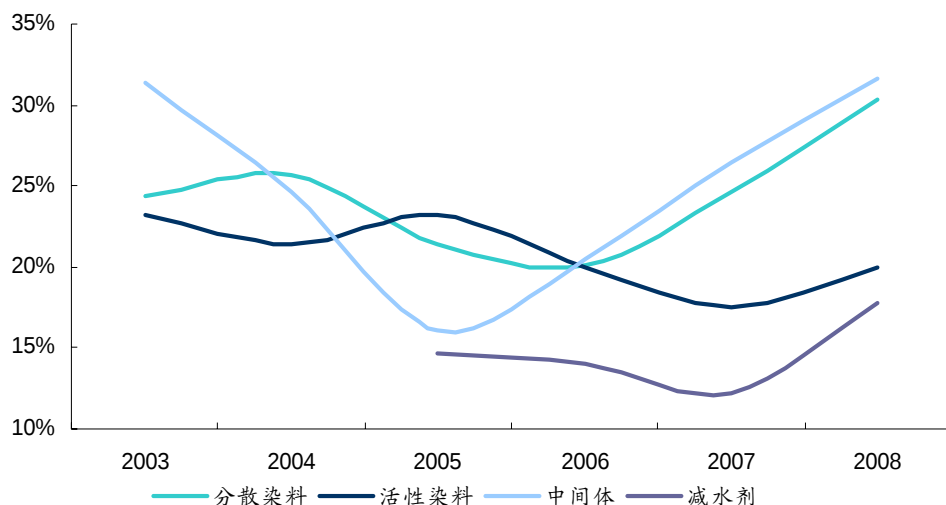
图 2：2008 年公司主营业务毛利构成



资料来源：公司公告 长江证券研究部

资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 3：近年来公司主要产品毛利率呈现稳步上升态势

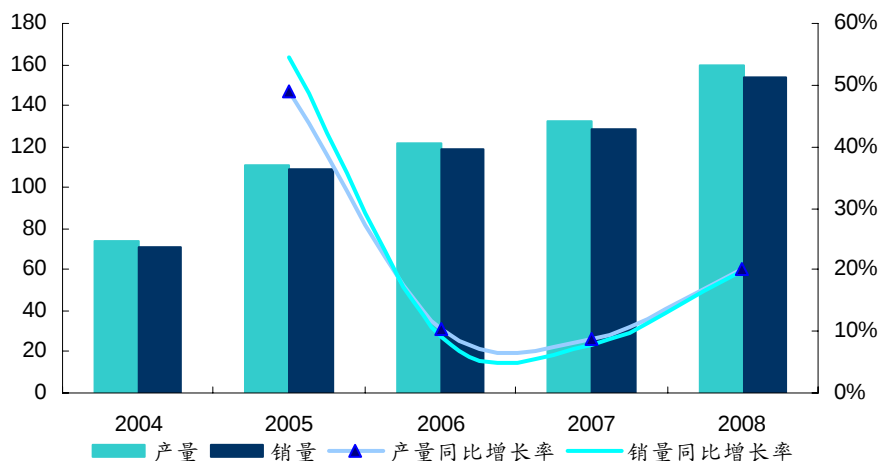


资料来源：公司公告 长江证券研究部

第二，分散染料下游需求恢复到较高水平，产品价格有所回升

分散染料主要用于涤纶纤维的染色，也有少量用于腈纶、锦纶和丙纶的染色。国内分散染料集中度较高，前三强（浙江龙盛、闰土化工、杭州吉华）合计占 80% 左右市场份额，其中，公司目前分散染料年产能 7 万吨/年，市场占有率超过 40%，由于公司产业链更为完整，自身供给上游中间体，导致公司分散染料平均毛利率较另外两家高 10% 左右，春节后由于下游染厂库存处于较低水平，以及随着旺季的到来，下游加大拿货力度，公司目前单日分散染料销量达到 200~250 吨的较高水平，均价（含税）也由前期的 1.45 万元/吨的低价上升到 1.8 万元/吨，毛利率维持在 25% 左右。2009 年公司分散染料业务以稳步为主，主要通过装置技改放大产量，公司计划 2009 年分散染料产量提高 20% 左右，公司分散染料毛利率预计也将维持在一定合理水平。

图 4：近年来国内化纤布产销量及增长率（单位：亿米）



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

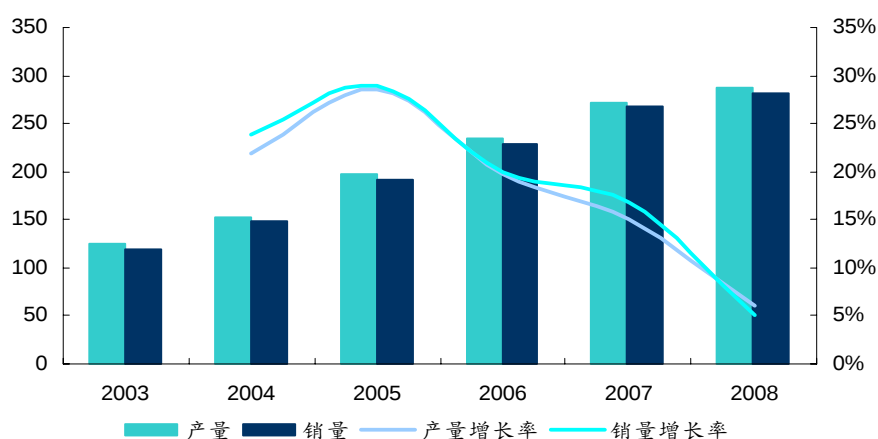
第三，公司活性染料业务逐步扩张，成功走出国门

活性染料又称为反应性染料，其分子中含有可以与纤维发生反应的活性基团，活性染料已成为染料工业中最为活跃和最富有发展前景的染料品种之一。公司目前活性染料产能为 3 万吨/年，国内市场占有率超过 20%，列第二位；公司在国内积极推进 2007 年 10 月募投资金项目之一的年产 2 万吨环保型活性染料技术改造项目，新建项目 09、10 年逐

步贡献产量，公司活性染料业务目前价格波动幅度相对较小，毛利率稳定在 15%~20% 左右水平。

本公司控股子公司龙盛KIRI化学工业有限公司，投资建设的年产2 万吨活性染料项目已于2009 年7 月20 日在印度古吉拉特州巴罗达市建成投产。龙盛KIRI 系本公司与印度KIRI 染料化工有限公司共同出资在印度设立的合资公司，该公司主要从事活性染料的生产和销售，初始产能为年产2 万吨活性染料。该公司注册资本为1,000 万美元，其中本公司出资600 万美元，占合资公司60%股权，印度KIRI 染料化工有限公司出资400万美元，占合资公司40%股权。该项目的顺利竣工投产将进一步扩大本公司活性染料的产能和产量，有利于增强活性染料产品在国际市场的开拓能力，将提高本公司的盈利能力，为本公司带来收益。此次新建2万吨活性染料，充分利用印度当地的低环保和低人力成本优势，未来计划将产能扩大至5万吨，未来双方还计划继续在染料及中间体以外开拓合作机会，与印度染料巨头的合作公司实现布局海外关键一步。

图 5：国内近几年来棉布产量及增长率（单位：亿米）

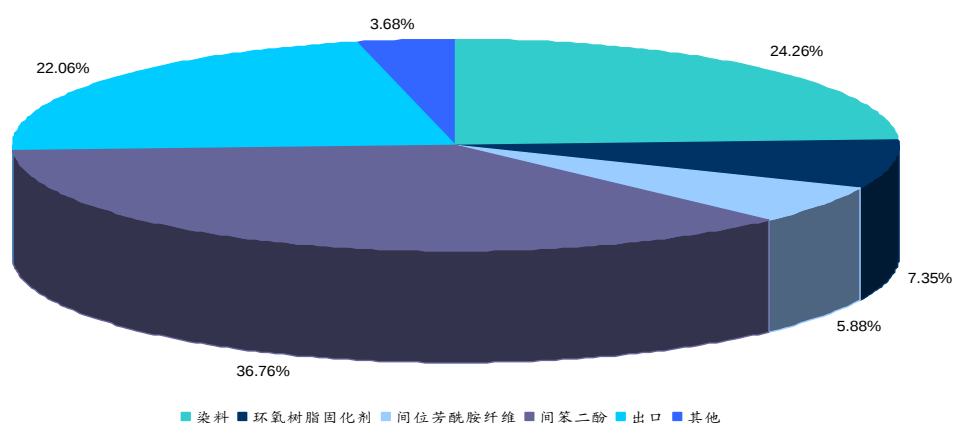


资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

第四，芳香胺等中间体延伸染料产业链，未来成为公司主要利润增长点

苯胺类芳香中间体主要包括间苯二胺系列产品（间苯二酚、邻苯二胺、对苯二胺）、还原物系列产品（2-氨基-4-乙酰氨基苯甲醚、对氨基苯甲醚、邻氨基苯甲醚）、甲基苯胺系列产品。间苯二胺目前被广泛用于偶氮类分散染料、活性染料、硫化染料、媒染染料、直接染料和毛皮染料等染料的合成与环氧树脂固化剂、橡胶助剂、医药、媒染剂、染发剂、显色剂、涂料工业、水泥促凝剂和石油添加剂等产品的制取，是一种用途极为广泛的中间体之一。预计到 2010 年末，国内市场对间苯二胺的需求量将达到 53000 吨，出口需求量将达到 15000 吨，合计 68000 万吨。

图 6：预计 2010 国内间苯二胺需求构成



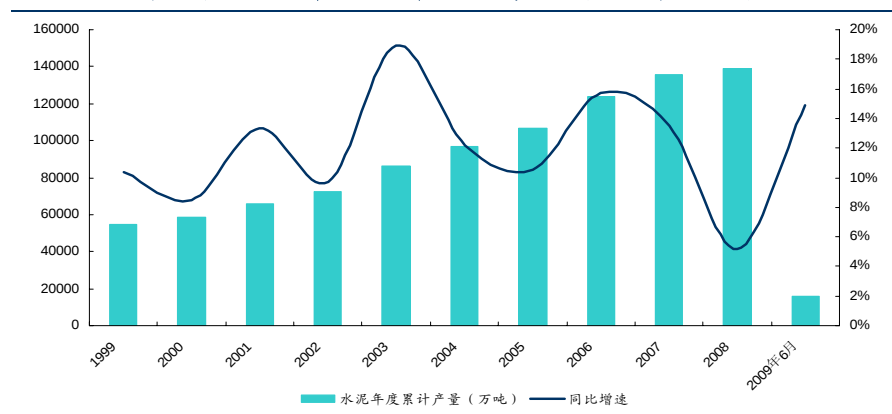
资料来源：长江证券研究部

公司目前具有 2 万吨/年的间苯二胺，聚合级间苯二胺为 3000 吨/年的产能，公司间苯二胺很好的延伸染料产业链，且许多下游客户为国内其他染料企业，能够很好的提高公司染料行业地位。公司积极开发的间苯二酚进展顺利，公司计划 2009 年生产 5000 吨间苯二酚。

第五，减水剂受益于 4 万亿宏观经济刺激政策，将迎来较快发展

减水剂是混凝土中最大的外加剂品种，减水剂能够大量节约水泥，降低成本，提高混凝土标号、缩短工期，改善可施工性和大幅度提高混凝土工程的耐久性，满足现代建筑对混凝土性能提出的各种特殊要求，在节能、节料、工程经济、劳动保护及环境保护方面具有重要的现实意义，符合国家产业政策导向，因此混凝土外加剂具有广阔的市场前景与发展空间。减水剂受益于 4 万亿刺激经济政策，将迎来较快发展。

图 7：受益于国家宏观经济刺激政策，水泥产量增速迎来较快增长



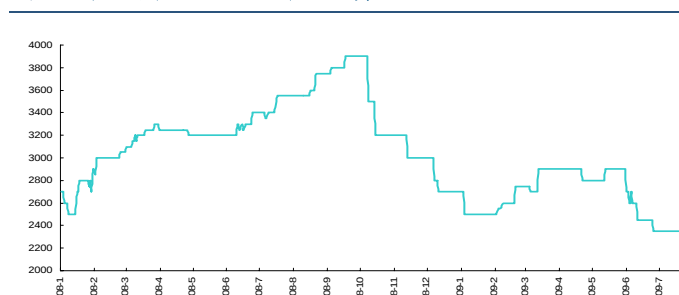
资料来源：国家统计局 长江证券研究部

公司减水剂业务主要原料来自于苯或萘系列，与染料上游原料基本相同，且公司减水剂装置经分散染料分散剂装置改装而成，公司发展减水剂业务具有独到优势，由于减水剂业务受国家宏观政策影响较大，公司未来将根据市场需求情况逐步扩大减水剂产量。公司目前减水剂业务产能规模为 10 万吨/年，位居国内第五，2009 年、2010 年随着 15 万吨/年的募投资金项目投产，公司减水剂占收入和利润比重将逐步提升。

第六，控股子公司龙化控股成为未来新的利润来源

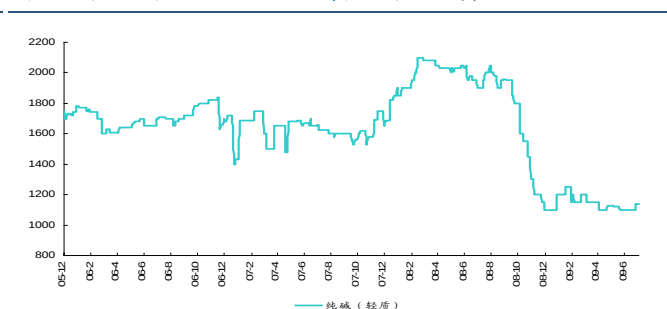
08 年 3 月，公司合计支付 35982.40 万元收购龙化控股集团有限公司 74.81% 的股权，目前拥有龙化控股 91.65% 股权。通过控股收购龙化集团，借助龙化控股已有的人才、市场、管理和技术水平，迅速介入无机化工领域，延伸产业链，有助于公司实施多元化战略，确保公司新的利润增长点能够快速发挥效应。龙化控股集团计划今年 6 月搬迁到新的厂区，拟建设 20 万吨合成氨、10 万吨浓硝酸和 40 万吨纯碱项目，未来浓硝酸项目可作为公司染料生产原料，其他项目可带来新的利润来源。

图 8：长江角地区液氨价格走势（元/吨）



资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 9：长三角地区纯碱（轻质）价格走势（元/吨）



资料来源：公司公告 长江证券研究部

第七，估值与盈利预测

公司未来分散染料、活性染料、间苯二胺中间体、减水剂等产品产量不断提升，市场份额将逐步提高，内涵与外延扩张带来公司业绩持续增长，我们预计公司 2009 年、2010 年、2011 年摊薄后每股收益分别为 0.484 元、0.593 元、0.753 元，公司目前的股价对应于 09 年、10 年、11 年动态 PE 分别为 18.6、15.2 和 12.0 左右，具有较高估值安全边际，我们维持前期公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4225	5430	6675	8288	货币资金	1126	1030	1364	2001
营业成本	3137	4144	5120	6336	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1089	1286	1555	1952	应收账款	848	1109	1363	1693
% 营业收入	25.8%	23.7%	23.3%	23.6%	存货	584	0	0	0
营业税金及附加	12	15	19	24	预付账款	414	537	663	821
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	141	179	220	274	流动资产合计	3412	3219	4058	5343
% 营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	可供出售金融资产	125	125	125	125
管理费用	268	342	421	522	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	长期股权投资	441	441	441	441
财务费用	126	26	7	6	投资性房地产	8	8	8	8
% 营业收入	3.0%	0.5%	0.1%	0.1%	固定资产合计	1101	1365	1561	1604
资产减值损失	80	16	22	29	无形资产	542	515	489	465
公允价值变动收益	-4	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	64	0	0	0	递延所得税资产	27	1	2	2
营业利润	522	707	866	1098	其他非流动资产	469	919	1369	1819
% 营业收入	12.4%	13.0%	13.0%	13.3%	资产总计	6125	6593	8053	9807
营业外收支	-1	0	0	0	短期贷款	823	0	0	0
利润总额	521	707	866	1098	应付款项	1042	1349	1667	2063
% 营业收入	12.3%	13.0%	13.0%	13.3%	预收账款	24	54	67	83
所得税费用	42	57	69	88	应付职工薪酬	151	124	153	189
净利润	479	650	797	1011	应交税费	97	130	159	201
归属于母公司所有者的净利润	470.5	638.1	782.0	991.9	其他流动负债	133	177	218	270
少数股东损益	9	12	15	19	流动负债合计	2270	1834	2264	2806
EPS (元/股)	0.36	0.48	0.59	0.75	长期借款	211	211	211	211
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	728	1303	925	1174	其他非流动负债	356	706	1056	1406
取得投资收益收回现金	41	0	0	0	负债合计	2838	2752	3532	4424
长期股权投资	-151	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3158	3701	4365	5208
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	129	141	156	175
固定资产投资	-621	-454	-467	-383	股东权益	3287	3842	4521	5383
其他	-199	0	0	0	负债及股东权益	6125	6593	8053	9807
投资活动现金流净额	-971	-454	-467	-383	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.357	0.484	0.593	0.753
股权融资	26	0	0	0	BVPS	4.79	5.62	6.62	7.90
银行贷款增加 (减少)	388	-823	0	0	PE	25.27	18.63	15.20	11.99
筹资成本	56	-122	-125	-154	PEG	0.90	0.66	0.54	0.42
其他	-112	0	0	0	PB	1.88	1.61	1.36	1.14
筹资活动现金流净额	358	-945	-125	-154	EV/EBITDA	14.85	11.65	9.18	6.88
现金净流量	116	-96	334	637	ROE	14.9%	17.2%	17.9%	19.0%
					EPS	0.357	0.484	0.593	0.753

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。