

浙江龙盛 (600352.sh)

价值严重低估的染料行业龙头

谢军 研究员
电话: 020-8755888-663
eMail: xj@gf.com.cn

吕丙凤 研究助理
电话: 020-8755888-698
eMail: lbf2@gf.com.cn

公司下半年业绩好于上半年、明年业绩好于今年

原因主要基于以下两点: 一是在经济回暖预期下, 下游纺织品服装出口金额环比正在转好; 二是以具有代表性的浙江省染料行业作为研究样本发现, 浙江省染料行业盈利能力正在环比变好。

2010 年业绩增长点: 印度 2 万吨活性染料+5000 吨间苯二酚

印度 2 万吨活性染料盈利能力好于国内, 将于明年满负荷正常运行; 作为进口替代品和工业替代品, 间苯二酚将成为未来最具发展潜力品种: 汽车工业保证需求稳定增长; 国内芳纶生产技术瓶颈突破可能带动对间苯二酚需求激增。

盈利预测与投资评级

公司中期业绩预告为 0.24 元/股, 由于下半年至少好于上半年, 公司全年业绩至少 0.50 元/股。按目前股价 7.93 元计算, 09 年动态 PE 仅为 15.86 倍, 价值严重低估。我们预测公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.68 元、0.89 元。考虑到公司的新增产能投放及间苯二酚未来发展前景, 以 2010 年业绩 0.68 元/股为基准, 给予 20 倍市盈率, 一年内目标价 13.6 元, 给予“买入”评级。

风险提示

下游纺织品服装出口回暖进度低于预期的风险。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3,345.44	4,225.41	4632.26	5758.33	6747.44
EBITDA(百万元)	492.08	663.22	969.79	1236.76	1561.77
净利润(百万元)	387.74	470.47	659.81	898.52	1167.69
净利润增长率	86.45%	21.33%	40.24%	36.00%	30.88%
每股收益(元)	0.651	0.714	0.500	0.680	0.890
市盈率	26.74	8.82	15.86	11.66	8.91
市净率	4.22	1.31	2.36	1.73	1.32
EV/EBITDA	30.13	7.71	10.78	8.45	6.69
每股红利(元)	0.00	0.20	0.20	0.20	0.20
股息率(%)	0.00	3.17	2.52	2.52	2.52

来源: 浙江龙盛集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	7.93
目标价格(元)	13.60
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-6.92%	5.43%	26.30%
上证综指	-12.67%	4.07%	18.82%

股票数据

总股本(万股)	131,800.0
	0
流通 A 股(万股)	131,800.0
	0
主要股东:	
	阮水龙
主要股东持股比例	7.39%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

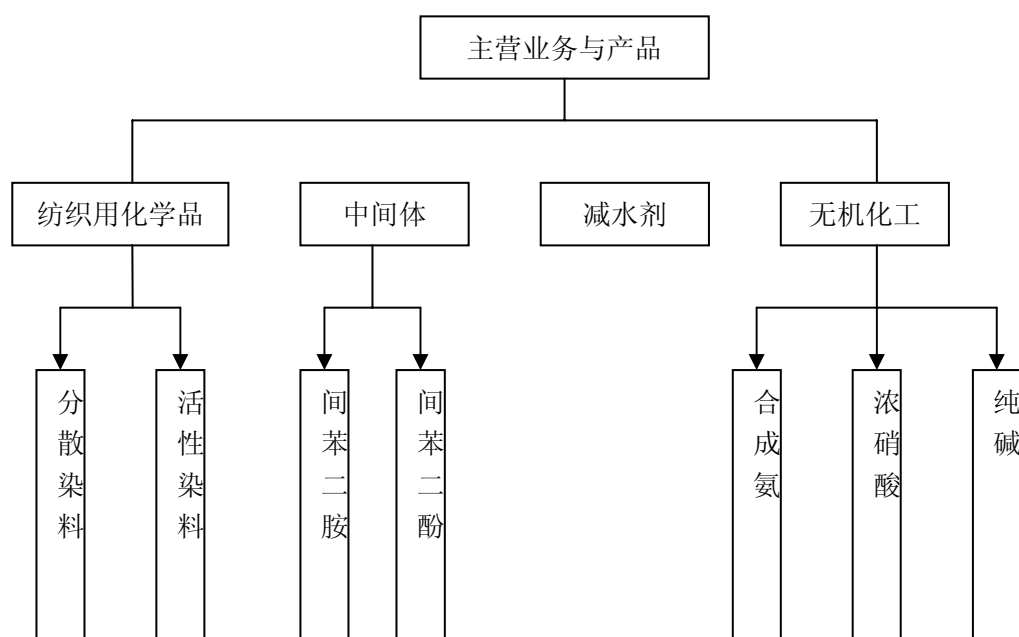
ROE	14.90%
ROA	7.68%
资产负债率	46.33%
每股净资产(元)	4.79

2008 年报数据。

一、公司主营业务简介

公司主营业务分为分散染料、活性染料、中间体（间苯二胺及间苯二酚）、减水剂、无机化工（纯碱）五个大类。其中，从1999年起，公司分散染料生产即进入成熟期，依托寡头垄断格局所带来的定价权，分散染料未来将成为公司稳定的现金流来源；2001年起，染料大类中未来发展前景最好的活性染料开始规模化生产，由于行业集中度低于分散染料，活性染料采取成本定价机制，毛利率低于垄断度较高的分散染料；未来毛利率较高的间苯二胺、作为进口替代和工业替代品种的间苯二酚、受基建拉动需求量激增的减水剂将成为公司未来业绩的新增长点；08年3月收购龙化92%股权，公司开始进入无机化工领域，未来龙化主营产品20万吨合成氨、10万吨浓硝酸、40万吨纯碱。其中，浓硝酸是公司上游原材料，部分可以实现外卖；由于靠近华东市场，公司纯碱的盈利能力也较高。

图1：公司主营产品简介



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

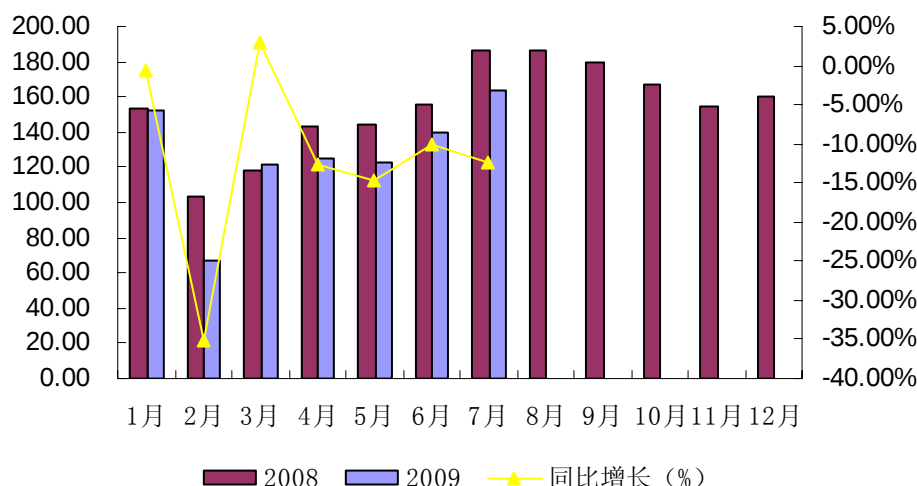
公司几大主营产品的详细产业竞争结构、供需情况分析，请参见我们7月15日的研究报告《间苯二酚将成为未来最具发展潜力品种》。作为跟踪报告，本篇重点对未来增长潜力较大的间苯二酚未来发展前景进行介绍。

二、公司下半年业绩好于上半年、明年业绩好于今年

（一）下游纺织品服装出口金额环比正在转好

目前，国内、国际经济开始筑底回升已达成共识，外围经济转好首先受益的便是出口行业，尤其是国际竞争力较强的纺织品服装出口行业。从今年3月份开始，印染下游纺织品服装出口金额开始持续环比转好，同比降幅也逐渐收窄，受7月份淡季影响，略有回落。随着9月份需求旺季的来临，我们预计纺织品服装出口金额环比将继续上升，年内有望转正。

图2：2009年纺织品服装出口金额环比正在转好（亿美元、%）

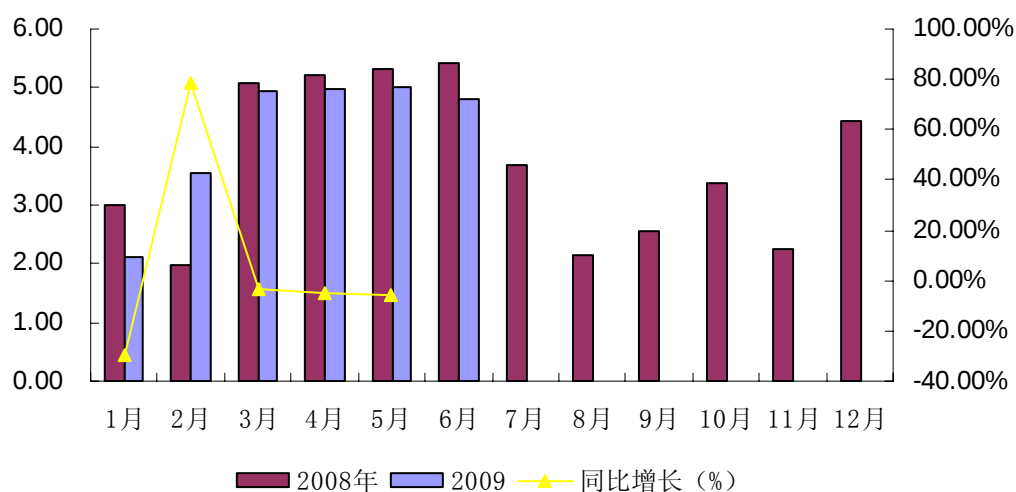


数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

（二）浙江省染料企业盈利能力环比正在转好

纺织印染企业主要集中在浙江、江苏、广东等沿海城市，为了证明染料行业确实在向好，我们以浙江省作为样本，对2009年以来浙江省印染行业的月度数据进行跟踪。

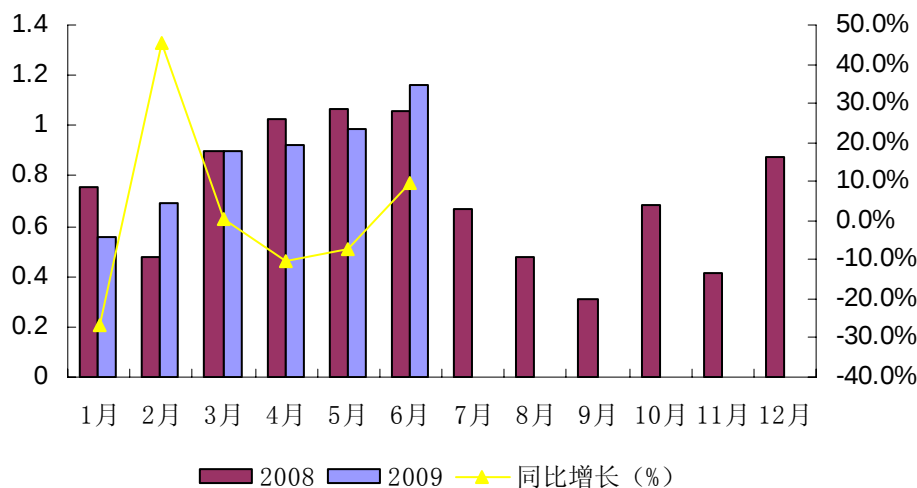
图3：2008-2009年浙江省染料产量及同比增长（万吨、%）



数据来源：广发证券发展研究中心

从图3可以看出，浙江染料总产量从3月份开始环比小幅上升，基本保持平稳，最坏时候已经过去。

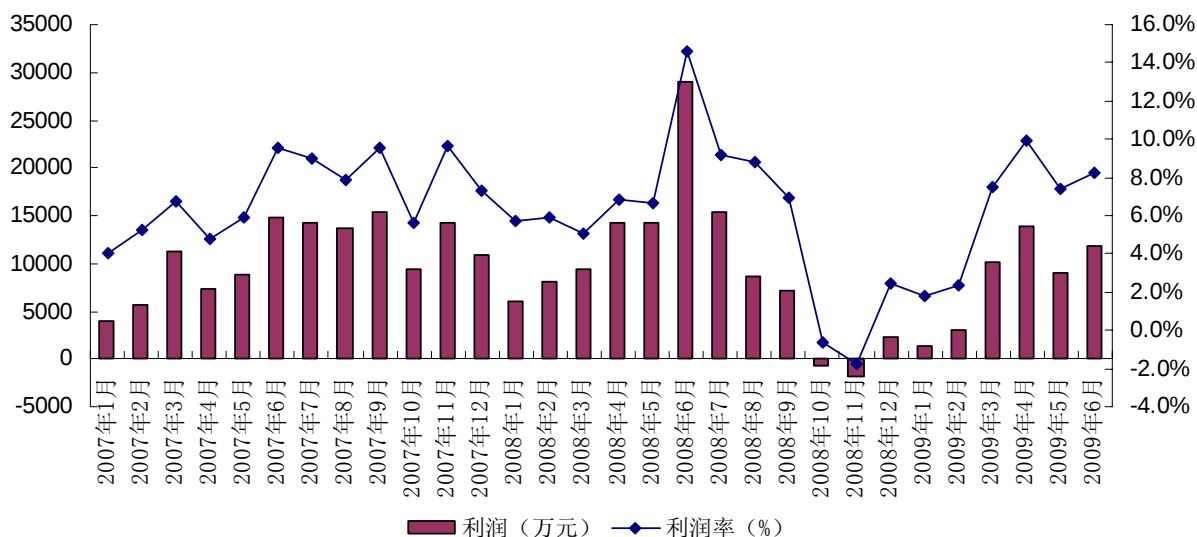
图4：2008-2009年浙江省活性染料产量及同比增长（万吨、%）



数据来源：广发证券发展研究中心

从图4可以看出，浙江省活性染料产量从今年1月份开始就持续环比转正，同比数据从4月份开始持续增长。

图5：2007-2009年6月浙江省染料行业净利润与净利润率走势（万元、%）



数据来源：广发证券发展研究中心

从图5发现，浙江省染料行业（染料、中间体、助剂、颜料）净利润从去年12月开始就已经转正，受春节后集中补库存影响，今年4月份净利润率高达10.0%，5月份下跌为7.4%，6月份又上升为8.2%。随着8月底9月初纺织需求旺季的到来，我们预计浙江省染料行业净利润率有望继续上升至10%以上。

由于下游纺织品服装出口正在转好，研究样本浙江省染料企业的盈利能力也在逐渐转好，我们预测公司下半年业绩将至少好于上半年、明年业绩好于今年。7月31日，公司发布中期业绩预告为0.24元/股，因此，09年公司业绩至少有0.50元/股。按目前股价7.93元计算，09年市盈率仅为15.86倍，属于严重低估的股票。

三、09年业绩增长点：印度2万吨活性染料 +5000吨间苯二酚

公司主营产品与下游纺织品服装关联度较高，在经济筑底反弹、出口好转大背景下，上文我们已提到，即使没有量的增长，公司明年业绩将好于今年。实际情况是，公司明年将有部分新建项目投产，这将成为公司09年业绩增长的主要动力。

（一）印度2万吨活性染料项目盈利能力高于国内

2009年7月20日，与印度KIRI公司合资的2万吨活性染料项目投产，其中，公司控股60%。选在印度建厂可以享受到以下优惠：一是可以利用印度的税收优惠政策（印度活性染料出口免收所得税和增值税）；二是印度生产高污染、高能耗的H酸、对位酯的企业较多，活性染料上下游配套设施完善，具有成本优势；三是汇率对冲、享受更多双边协定等。由于新项目投产需要一定适用性期，我们认为印度活性染料项目今年大幅贡献利润的概率较小，从明年开始可正常贡献利润。由于享受以上几大优惠，印度项目的盈利能力较高于国内。此外，由于公用设施建设时考虑了未来项目扩产空间，印度项目从2万吨扩产至4万吨非常容易。由于活性染料是染料所有品种中增长最快的品种，我们认为一旦外围经济复苏，印度项目盈利能力可能超出大家预期。

（二）间苯二酚未来发展前景可期：汽车工业化+国内芳纶生产技术瓶颈突破

由于生产工艺的该进，目前间苯二酚已属于进口替代品和工业替代品。目前间苯二酚国内市场容量约为5万吨，公司7月份刚投产的5000吨规模在国内已处于第一的位置，其他企业的产能大多都在1000-3000吨之间，明年公司2万吨项目投产后，公司将在间苯二酚市场处于绝对控制地位。7月底公司已开始对外销售产品，下游客户主要为橡胶粘合剂（用于生产间苯二酚甲醛胶粘剂以用作轮胎帘子布浸胶剂）、芳纶（烟台氨纶为公司客户）两大领域。明年，5000吨间苯二酚装置可满负荷运行，成为明年业绩主要增长点；2万吨间苯二酚项目将于明年下半年投产，于2011年开始满负荷运行，成为2011年业绩主要增长点。

我们认为，未来间苯二酚将成为继间苯二胺之后，公司另一个极具发展潜力产品，原因基于以下三点：一是未来伴随汽车工业发展，轮胎领域将保证间苯二酚需求稳定增长；二是国内芳纶生产技术瓶颈的突破可能带动对间苯二酚的需求量激增；三是目前间苯二酚进口依存度高达50%以上，

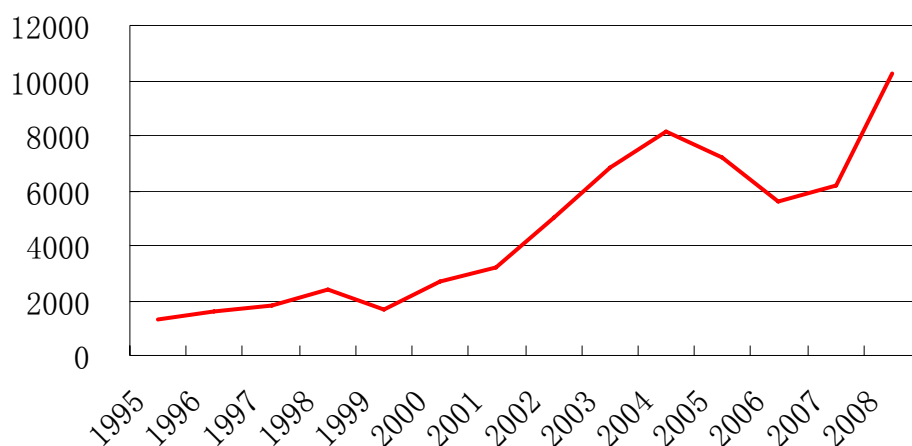
还没有经历进口替代阶段，国内不存在产能过剩压力；四是公司凭借间苯二胺水解生产间苯二酚的技术优势及环保优势，未来极有可能复制分散染料、间苯二胺模式，成为间苯二酚市场龙头企业。

1、间苯二酚生产工艺分类

目前全球间苯二酚的工业化生产工艺主要有两种：一是苯磺化碱熔法；二是日本住友化学、三井油化目前普遍采用的间二异丙苯氧化法。采用苯磺化碱熔法，每生产一吨间苯二酚约浪费0.14吨邻苯二酚和间苯二酚，产品转化率较低且环保成本较高；至于日本人普遍采用的间二异丙苯氧化法，作为副产物的丙酮产量供过于求，价格长期低迷，综合核算成本较高，未来也不可能有很大的供给量。而公司自行开发的间苯二胺水解法，采用一种专用复合催化剂，水解产生间苯二酚并副产间氨基苯酚，生产技术最先进、综合核算成本最低、对环境破坏最小。

我们认为，未来间苯二酚将成为继间苯二胺之后，公司另一个极具发展潜力产品，原因基于以下三点：一是未来伴随汽车工业发展，间苯二酚下游帘子布需求将快速增长，二是目前间苯二酚进口依存度高达50%以上，还没有经历进口替代阶段，国内不存在产能过剩压力；三是公司凭借间苯二胺水解生产间苯二酚的技术优势及环保优势，未来极有可能复制分散染料、间苯二胺模式，成为间苯二酚市场龙头企业。

图6：1994-2008年我国间苯二酚进口量逐年递增（吨）

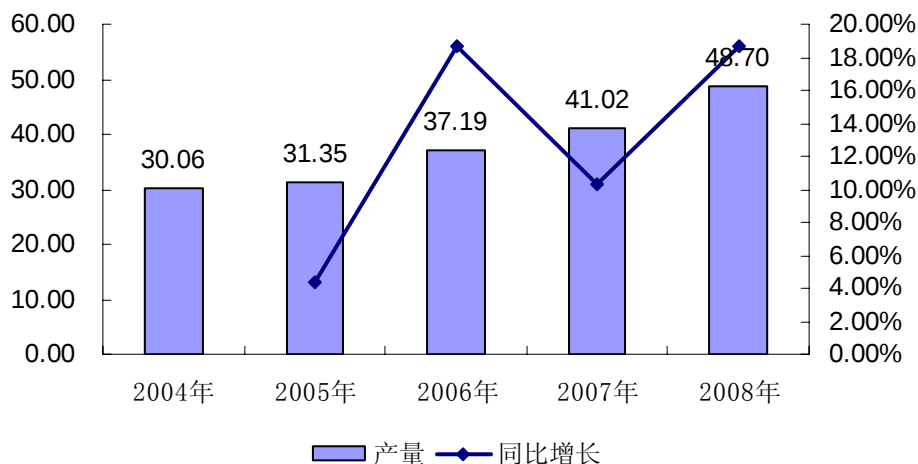


数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

2、轮胎领域保证间苯二酚需求稳定增长

在轮胎领域，间苯二酚主要用于生产间苯二酚甲醛胶粘剂以用作轮胎帘子布浸胶剂。统计数据显示，每吨帘子布约消耗间苯二酚0.006t。2008年我国帘子布产量为48.70万吨，那么2008年帘子布领域约消耗间苯二酚2922吨。产业研究表明，目前我国正处于汽车工业发展周期的前1/4阶段，未来汽车普及化是大势所趋，轮胎领域将保证间苯二酚需求稳定增长。

图7：2004-2008年我国帘子布产量及同比增长（万吨、%）



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

3、国内芳纶生产技术瓶颈突破可能带动对间苯二酚需求激增

间苯二酚国际生产企业主要为美国杜邦，其产能约为3万吨，但主要为其芳纶项目配套，商品量较小。近年来，由于国内几家企业陆续突破芳纶生产技术，减少了对国际芳纶需求量，杜邦间苯二酚下游市场开始呈现萎缩局面。但由于杜邦间苯二酚生产采用苯磺化碱熔法，成本较高，产品竞争力较低，我们认为未来国际产品对国内市场的冲击力较小，国内芳纶市场扩大可能带动对间苯二酚的需求激增。

四、价值严重低估的染料龙头企业

基于以上分析，我们知道：未来公司在染料领域尤其是活性染料领域的市场份额将保持稳定增长，为公司提供稳定的现金流；由于汽车工业化、国内芳纶生产技术瓶颈的突破，未来间苯二酚发展前景非常值得期待。由于印度2万吨活性染料项目、5000吨苯酚项目明年开始稳定运行、龙化搬迁后明年上半年纯碱产能将增至20万吨、下半年增至40万吨，公司2009年业绩将保持稳定增长；09年下半年2万吨苯酚项目、40万吨纯碱项目全部投产后，随着汽车行业、房地产行业的逐渐好转，公司业绩可能发生爆发式增长。

根据公司7月31日的业绩预告，09年公司中期业绩为0.24元/股，由于下半年至少好于上半年，公司全年业绩至少0.50元/股。按目前股价7.93元计算，公司09年动态市盈率仅为15.86倍，价值严重低估。

五、盈利预测与投资评级

盈利预测假设如下：

1、假设印度2万吨活性染料项目、本部5000吨间苯二酚项目明年正常

运行;

2、假设2万吨间苯二酚项目明年下半年投产;

3、假设龙化今年年底搬迁完成,纯碱产能明年上半年20万吨、明年下半年40万吨;

4、8月6日,公司公告“关于申请发行12.5亿可转换公司债券事宜获得中国证监会发行审核委员会审核通过”,按照正常程序,我们预计今年9-10月份公司可转换债券发行成功。由于可转换债券利率大大低于5年期贷款利率,我们预计可转换公司债发行将大幅降低公司财务费用。

基于以上假设,我们预测公司2009-2011年的EPS分别为0.50元、0.68元、0.89元。按照目前股价7.93元计算,对应的动态市盈率分别为15.86倍、11.66倍和17.82倍,价值严重低估。考虑到公司的新增产能投放及间苯二酚未来发展前景,以2010年业绩0.68元/股为基准,给予20倍市盈率,一年内目标价13.6元,给予“买入”评级。

表 1: 公司盈利预测与投资评级 (百万元、元/股)

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4225.41	4632.26	5758.33	6747.44
营业成本	3136.51	3435.14	4184.67	4773.21
营业税金及附加	12.05	9.26	15.55	18.22
营业费用	140.92	166.76	211.91	248.31
管理费用	267.77	268.67	345.50	404.85
财务费用	126.19	48.00	18.00	18.00
资产减值损失	79.78	-12.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-4.28	0.00	0.00	0.00
投资净收益	64.47	60.00	75.00	90.00
营业利润	522.37	776.43	1057.70	1374.86
营业外收入	18.36	17.00	17.00	17.00
营业外支出	19.44	16.00	16.00	16.00
利润总额	521.29	777.43	1058.70	1375.86
所得税	42.06	104.64	142.50	185.19
净利润	479.23	672.79	916.20	1190.67
少数股东损益	8.76	12.98	17.68	22.98
归属母公司净利润	470.47	659.81	898.52	1167.69
EPS (元)	0.71	0.50	0.68	0.89

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

六、风险提示

- 1、下游纺织品服装出口回暖进度低于预期的风险;
- 2、新建项目不能按时投产的风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

浙江龙盛(600352)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。