

基础化工研究小组

联系人: 廖振华

0755-83734406

liaozenhua@cmschina.com.cn

2010年01月12日

浙江龙盛(600352)/11.80元

稳健增长、盈利能力突出, 优质龙头亟待价值回归

原材料·基础化工

目标价: 15.0元

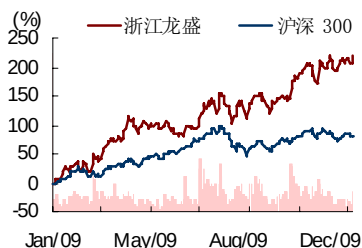
强烈推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3213
总股本(万股)	131800
已上市流通股(万股)	131800
总市值(亿元)	156
流通市值(亿元)	156
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	13.6
资产负债率	56.2%
主要股东	阮水龙
主要股东持股比例	7.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	65	242
相对表现	9	61	158



我们认为公司在技术工艺、成本控制和资本实力上具有突出竞争优势。具备传统优势的染料业务的市场份额仍有提升空间, 减水剂业务也正在全国迅猛扩张, 龙化则受益于纯碱行业复苏并将助公司实现浓硝酸自给。公司经营优秀, 是稳健增长、盈利能力突出的优质龙头公司, 目前估值水平偏低, 给予“强烈推荐-A”的评级。

- **分散染料业务市场份额仍有提升空间。**公司分散染料具备明显产能优势, 同时掌握了其最重要的原料间苯二胺的先进生产工艺, 成本优势和定价能力突出, 基本可按照公司意愿自主提价, 很好的保障了该业务的毛利率, 09年产量约8.4万吨, 预计10年有望达到12万吨, 未来市场份额将进一步提升。
- **德司达破产, 国内竞争对手受重创, 公司借机提升市场份额。**去年底, 全球活性染料巨头德司达破产, 而国内最大的活性染料企业湖北楚源与其合作紧密, 很大比例产能为其代工并依赖其销售渠道和服务体系, 德司达破产使楚源的产销受到较大影响。公司09年活性染料产量约4.6万吨, 10年底, 在印度的2万吨装置将扩至4万吨, 公司活性染料的国内外市场份额将继续提升。
- **掌握中间体核心技术并具产能优势, 产业链延伸带来成长空间。**公司目前具备以间苯二胺为主的3万吨中间体产能, 并掌握了领先同业的间苯二胺、间苯二酚和对苯二胺生产工艺, 成本优势明显, 其间苯二胺的国内市场份额超过80%, 两年内还将投产2万吨间苯二酚和2万吨对苯二胺产能。
- **携技术经验和资本实力优势, 减水剂业务拓展迅速。**公司通过收购的方式在全国拓展减水剂业务, 目前已在浙江、上海、江西、广东、内蒙古等地区布点, 还为生产线配套硫酸和甲醛装置, 降低了成本并成功切入当地市场, 09年产量约10万吨, 10年产能将超20万吨, 预计产销量增长在30%以上。
- **龙化控股受益纯碱行业复苏和浙江产能不足, 并助公司实现浓硝酸自给。**龙山化工将在节后完成搬迁, 届时联碱产能将由15万扩至20万吨, 并建成10万吨浓硝酸产能, 使公司实现浓硝酸自给率, 增强抗风险能力。
- **盈利预测及估值:**我们预计, 公司09、10、11年的EPS分别为0.50元、0.68元和0.85元, 而公司具备核心技术优势, 成长非常稳健, 且具备较高的资本回报率和现金流, 是低风险的优质龙头公司, 可按照10年EPS的22倍PE估值, 对应目标价15.0元, 首次给予“强烈推荐-A”的投资评级。
- **风险提示:**下游印染、纺织行业复苏进度和公司项目建设进度低于预期。

财务数据与估值

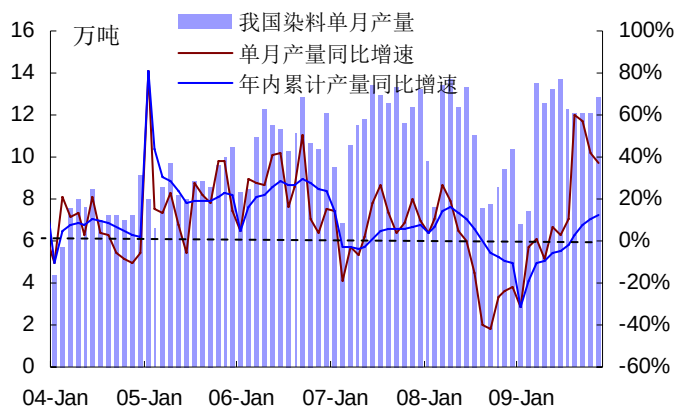
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3345	4225	4682	6616	8589
同比增长	35%	26%	11%	41%	30%
营业利润(百万元)	422	522	766	1044	1336
同比增长	74%	24%	47%	36%	28%
净利润(百万元)	388	470	663	893	1115
同比增长	82%	21%	41%	35%	25%
每股收益(元)	0.59	0.71	0.50	0.68	0.85
PE	20.0	16.5	23.4	17.4	13.9
PB	2.9	2.5	4.3	3.6	3.0

资料来源: 招商证券

1、染料业务：未来几年将保持稳步增长

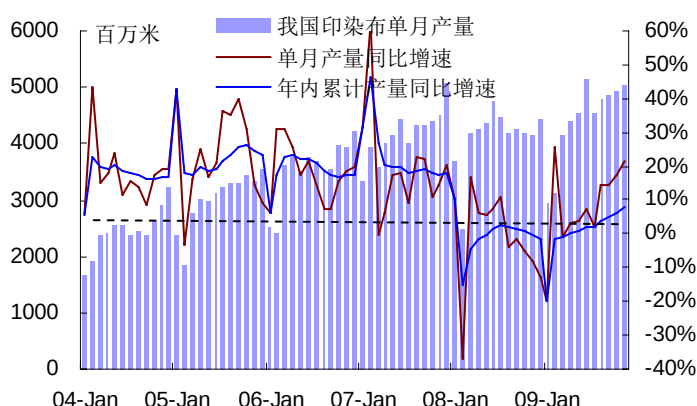
下游需求继续恢复，行业效益持续改善。09 年 2 季度以来，染料下游需求持续恢复，印染布单月产量同比增速转正，之后持续恢复，2009 年 11 月印染布单月产量同比增长 21.3%，1~11 月累计产量达到 484.6 亿米，同比增长 7.7%（达到 2008 年 1 月以来的高点）。与之对应，我国染料产量也持续恢复，09 年前 11 月累计产量达到 128.6 万吨，同比增长 12.3%。染料行业的效益也继续改善，09 年 9~11 月，染料行业实现的利润总额同比增长 71.7%，较 07 年同期也增长了 9.9%，行业盈利状况已经明显恢复。

图1：我国染料月度产量及同比增速



资料来源：CEIC，招商证券

图2：我国印染布月度产量及同比增速



资料来源：CEIC，招商证券

图3：我国染料行业毛利率及机润总额同比增速

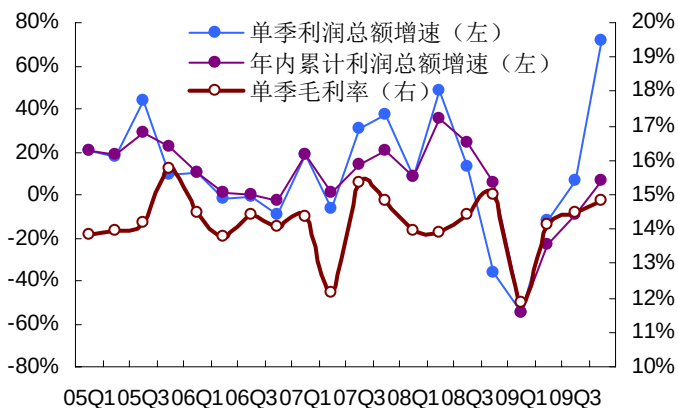
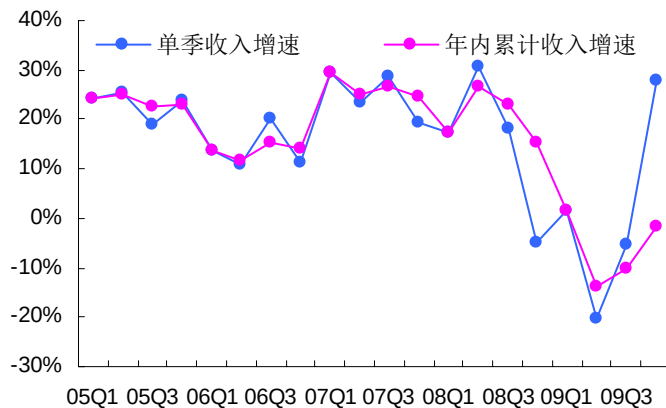


图4：我国染料行业收入同比增速



资料来源：CEIC，招商证券 注：Q1为1~2月，Q2为3~5月，Q3为6~8月，Q4为9~11月

公司分散染料成本优势和定价能力突出，市场份额将继续提升。目前，公司是全球最大的分散染料生产和出口基地，目前占据国内约 40% 的市场份额，公司在关键原料自给、生产工艺、产品质量、成本控制、环保设施和配套服务上具备明显优势，公司近年来产能持续扩张，加上国家淘汰落后产能的政策配合，公司的竞争力更加凸显；同时，高市场份额使公司的定价能力很强，公司同时也是分散染料最重要的原料——间苯二胺的国内垄断者，在市场景气出现波动时，能在保持产品较高毛利率的前提下有效的压制竞争对手，市场份额将进一步提升；而在油价上涨背景下，公司完全能将成本的增加转嫁至

下游，甚至通过提价来提升单吨产品的毛利额。目前，公司分散染料的售价约 2 万元/吨，并且仍在上涨之中，盈利能力也将继续增强。

预计 09 年公司分散染料产量约 8.4 万吨，较 08 年增长约 35%，2010 年有望达到 12 万吨，我们认为，公司分散染料业务将在未来 3 年内保持稳定且较快的增长，使行业集中度进一步提升。由于公司主要通过技术改造消除装置瓶颈，扩大产能，扩产的投入较少，而随着产量的增长，产品毛利率仍有提升空间。

公司活性染料业务：德司达破产，国内主要竞争对手受重创，公司将借机扩大市场份额。公司活性染料业务在国内市场份额约为 20%，虽尚未形成对市场的绝对控制力，产品售价基本随市场波动，目前约 2.2 万元/吨，处在上涨趋势中。09 年 12 月 1 日，全球染料巨头德司达破产，而国内最大的活性染料企业湖北楚源（7 万吨活性染料产能）与德国染料巨头德司达合作紧密，有很大比例的业务是为德司达代工生产，并通过其渠道出口，且售后服务体系也多依赖于德司达，德司达的破产使其产品的销售受到限制。同时其生产技术和成本控制能力也逊于龙盛。龙盛有望借机抢占其国内、国际市场份额。

印度业务增长是亮点。09 年 8 月，公司与 KIRI 公司在印度合资兴建的 2 万吨活性染料产能投产，产品主要出口到印度以外的国家，主要原料对位脂和 H 酸占活性染料成本的 70%，这些均可在印度当地获得，而生产成本比国内更低，且印度活性染料出口免收增值税和所得税，该产能将在 10 年充分释放。2010 年年底，公司在印度的活性染料产能将扩大至 4 万吨，新增产能将在 2011 年贡献收入。

2009 年，公司活性染料产量约 4.6 万吨（国内 4 万吨，印度 0.6 万吨），10 年的产量有望达到 6 万吨。

图 5：浙江龙盛染料历年产量及未来预测

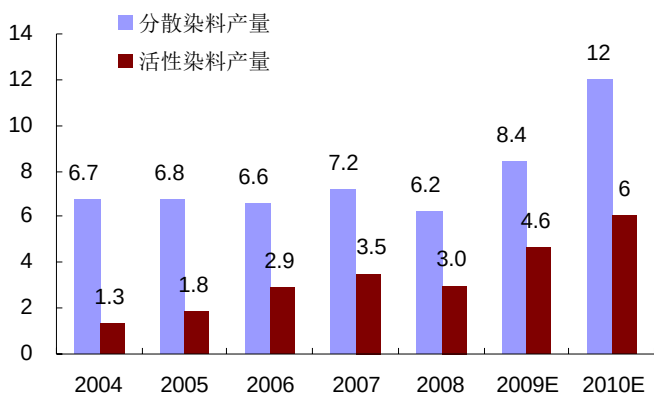
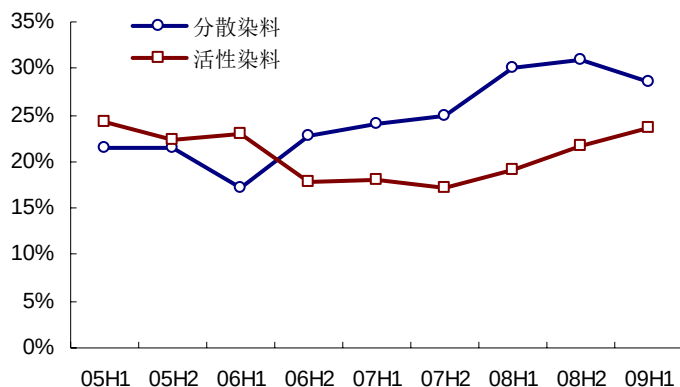


图 6：浙江龙盛染料毛利率变化趋势



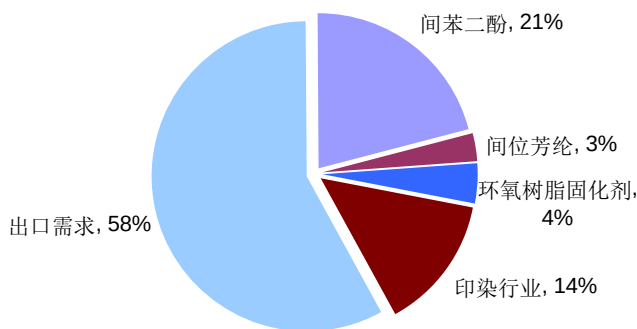
资料来源：增发说明书、财务报表、招商证券

2、中间体业务：垄断技术和产能，延伸产业链带来成长空间

拥有自主研发的核心技术，成本优势明显。间苯二胺是分散染料最重要的原料，间苯二胺及其还原物约占分散染料原料总成本的 15%，而公司自主开发的间苯二胺生产工艺，从混二硝基苯直接催化加氢制得产品，其中间苯二胺的比例高达 90% 以上，仅副产少量的对苯二胺和邻苯二胺，原料利用率高，废弃物少，环保成本低，生产成本比其他同类企业低 30%。

垄断间苯二胺国内产能，享受高毛利率，制约竞争对手。公司目前拥有约 3 万吨的中间体产能，间苯二胺的产能在 2.5 万吨以上，其中 3000 吨自用于染料生产，5000 吨用于间苯二酚的生产，国内市场占有率超过 80%，垄断地位加上自主研发的先进工艺，目前毛利率超过 40%。且闰土等竞争对手也需要向公司购买间苯二胺作为染料生产的原料，使得竞争对手在成本上处于明显劣势。

图7：“十一五”期间我国间苯二胺的需求结构



资料来源：招商证券

延伸产业链，做大间苯二酚。在自产间苯二胺的基础上，公司已建成 5000 吨间苯二酚产能，采用间苯二胺水解工艺，工艺简单、收率高且无废水排放，成本大大低于传统的磺化碱工艺，充分发挥了公司的工艺和一体化优势。目前公司正将间苯二酚产能扩大至 2 万吨，届时，间苯二胺的产能也将随之扩大 2 万吨，预计在 2010 年年底投产。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，2008 年我国间苯二酚市场需求量达 1.8 万吨，且正在迅速增长，目前全球的需求量约 5 万吨。

携技术优势，发展对苯二胺。对苯二胺主要用于芳纶 1414、染/颜料、橡胶助剂、环氧树脂固化剂等领域，国外主要用于生产芳纶，预计 2010 年全球芳纶对对苯二胺消费量约 5 万吨，2007 年国内对苯二胺的消费量约 6000 吨，60%用于染料生产，25%用于橡胶助剂。但全球的主要生产商杜邦主要自用于芳纶生产，可外售量很小，市场供应紧张。而公司自主开发了对硝基苯胺还原法和对氨基偶氮苯加氢法的对苯二胺生产技术，产品收率高、纯度高、废水少，分别采用两种工艺各建设 1 万吨对苯二胺产能，预计将在 2010 年年底投产，为公司带来新的业绩增长点。

图8：浙江龙盛中间体历年产量及未来预测

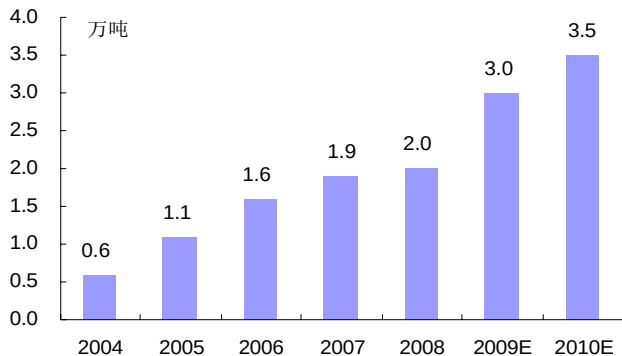
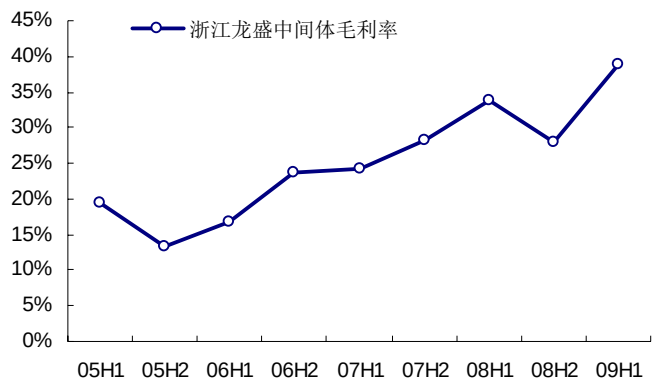


图9：技术和产能垄断使公司中间体业务享受高毛利率



资料来源：增发说明书、财务报表、招商证券

预计 2009 年公司中间体产量约 3 万吨，2010 年公司中间体业务将处在产能建设期，尚无新增产能的大规模释放，但通过现有产能利用率的提升，中间体的产销量将仍有一定幅度的提升。我们预计 2011 年公司中间体业务将迎来大幅增长。

3、减水剂：携技术经验和资本优势积极拓展全国市场

中国的混凝土中减水剂的使用比例较发达国家明显偏低，未来市场空间广阔，但是国内市场的集中度很低。由于减水剂的生产工艺与分散染料有相通之处，公司对其生产工艺较为熟悉，因此其向该领域拓展具有技术经验优势，加上公司的资本优势，公司强势介入该领域，对行业进行整合。

目前，由于该产品的技术壁垒不高，且存在一定的销售半径，并且需要与当地的建筑工程承包商具有良好的合作关系，因此，公司主要通在全国收购当地的减水剂生产企业的方式进行扩张，获得生产装置的同时迅速切入当地市场，并通过为其配套硫酸和甲醛装置以降低生产成本。公司已将业务成功拓展至浙江、上海、江西、广东和内蒙古。

2009 年公司减水剂产量约 10 万吨产量，按照公司目前的收购进度测算，预计 10 年产量将超过 20 万吨，产量将增长 30% 以上。

图 10：浙江龙盛减水剂历年产量及未来预测

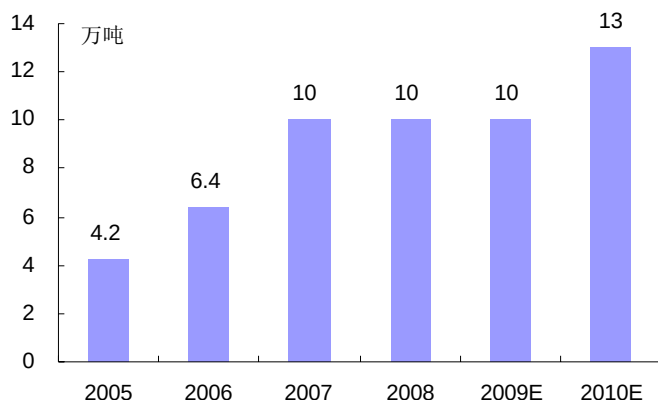
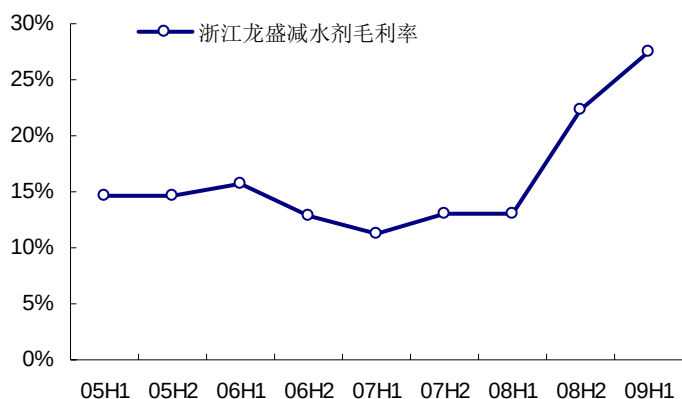


图 11：浙江龙盛减水剂毛利率



资料来源：增发说明书、财务报表、招商证券

4、龙化控股：受益纯碱行业复苏，并助公司提高染料原料自给率

浙江纯碱市场产能不足，纯碱行业正在复苏。龙化控股全资子公司杭州龙山化工有限公司将在节后完成搬迁至临江工业园区，政府补贴 6 亿元，目前龙化的纯碱产能 15 万吨，春节后完成搬迁时将达到 20 万吨，10 年底将建成 40 万吨纯碱和 45 万吨氯化铵产能，以及 20 万吨合成氨装置。近期纯碱行业正从地步开始复苏，价格出现上涨，同时浙江地区的纯碱产能不足，公司产品销售良好，目前公司纯碱的含税售价约 1350 元/吨。

建设 10 万吨浓硝酸产能，实现自给。搬迁完成后，公司将建成 10 万吨浓硝酸产能，改变现在公司的染料和中间体等生产所需浓硝酸依赖外购的局面，进一步降低公司的生产成本，增强公司抵御市场风险的能力。

5、PE 投资的收益

由于公司盈利能力稳健，现金流较好，而现有业务产能扩张所需的投入并不大。为了合理的利用闲置资金，公司近年来参与了多个 PE 投资项目，其中山东滨化集团已经过会，公司只有其发行前 9.55% 的股权，占发行后总股本的 7.16%，初始投资成本为 14325 万元，按照滨化股份上市后市值 80 亿元测算，公司仅该项目就将获得超过 4 亿元的收益。此外，其投资的旭辉集团等也已经报证监会，另有几个项目也有望在今年内报会。但锁定期内，按照成本法，投资收益上不会在报表中体现。

6、盈利预测及估值

盈利预测：按照如下假设，我们预计公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.50 元、0.68 元和 0.85 元。

表 1：销售收入预测

	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
产品销量	分散染料（万吨）	7.2	6.2	8.4	12
	活性染料（万吨）	3.5	3.0	4.6	6
	中间体（万吨）	1.9	2.0	3.0	3.5
	减水剂（万吨）	10	10	10	13
产品单价	分散染料（万元/吨）	1.78	2.12	1.80	2.10
	活性染料（万元/吨）	2.32	2.61	2.00	2.30
	中间体（万元/吨）	2.16	2.71	2.10	2.40
	减水剂（万元/吨）	0.47	0.53	0.52	0.52
产品收入 (百万元)	分散染料	1283.5	1313.8	1512.0	2520.0
	活性染料	812.4	783.9	920.0	1380.0
	中间体	409.9	541.8	630.0	840.0
	减水剂	470.8	528.5	520.0	676.0
	其他	369.0	1057.4	1100.0	1200.0
毛利率	分散染料	24.6%	30.4%	25.0%	25.0%
	活性染料	17.6%	20.0%	22.0%	22.0%
	中间体	26.5%	31.6%	40.0%	43.0%
	减水剂	12.2%	17.8%	25.0%	18.0%
	其他	34.3%	25.3%	20.0%	18.0%
综合毛利率		22.4%	25.8%	25.3%	24.5%
总收入（百万元）		3345.4	4225.4	4682.0	6616.0
收入增长率		35.2%	26.3%	10.8%	41.3%

资料来源：招商证券

估值及投资评级：

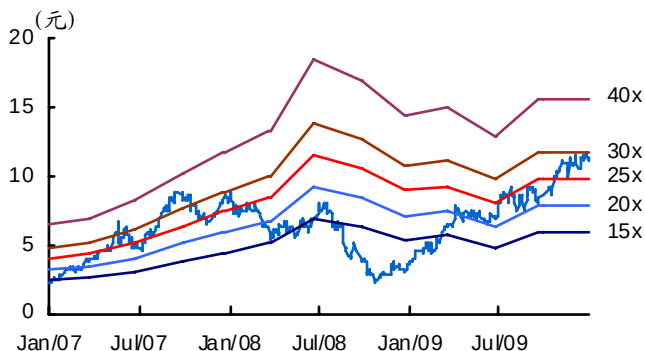
- **成长性：**公司虽然处于染料这一传统行业，看似行业的增长空间有限，但我们认为：就分散染料而言，虽然公司已占据国内 40% 的市场份额，但由于公司在技术、工艺和成本上的竞争优势十分突出，未来几年内产销量将继续增长并进一步提高市场占有率，仍具有一定成长空间；而活性染料行业集中度仍较低，尚处于行业整合的阶段，一些竞争对手处境艰难，而公司作为拥有技术、资本优势的行业领先企业，有望再次充当行业整合者以脱颖而出，成长潜力不容小视。此外，公司掌握了先进的中间体生产核心工艺，并积极拓展该产业链，是目前业务中最值得期待的成长亮

点；而减水剂业务的发展也渐入佳境，正通过收购稳步、快速的拓展全国市场。公司自 2003 年上市以来，几乎每年都保持了 20% 的收入和净利润的增长，这在众多的化工企业中是出类拔萃的。我们有理由相信公司的经营团队将有能力继续为股东创造价值。

- 资产回报率和现金流：公司的成长性并不是以低回报的巨额投资为代价的，公司自上市以来，基本上保持了 10% 以上净利率和 20% 以上的综合毛利率，ROE 也在 14% 以上，即使在金融危机最严重的 08 年四季度和 09 年上半年也保持了较好的正经营性现金流。
- 环保压力：市场担心环保政策逐步收紧会增加公司的成本，而我们认为公司目前的市场地位使其完全有能力将成本的提升转嫁至下游，并且能凭借其资本实力的优势借助环保门槛进一步拉开与竞争对手的距离，实现市场份额的进一步提升。

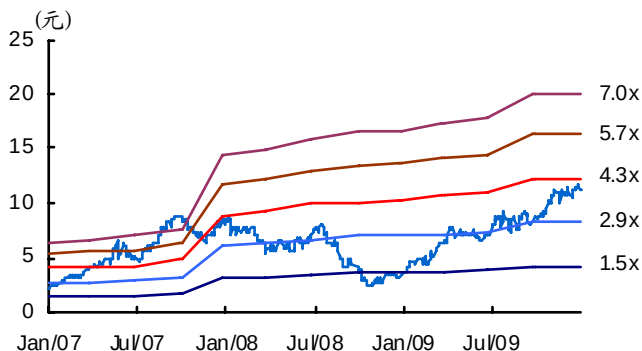
因此，我们认为：公司是化工类上市公司中少有的风险较低、增长稳健、盈利能力突出的优质现金牛，合理估值水平应该等于或者高于业绩波动巨大的化工类上市公司的平均估值，公司的合理估值区间因在 10 年 EPS 的 22 倍 PE 以上，对应目标价 15.0 元。首次给予“强烈推荐-A”的投资评级。

图 12：浙江龙盛历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 13：浙江龙盛历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2660	3412	4817	5743	7190
现金	857	1126	2090	2109	2425
交易性投资	20	0	0	0	0
应收票据	316	440	445	595	816
应收款项	669	565	788	1113	1446
其它应收款	39	283	375	331	429
存货	598	584	700	997	1296
其他	161	414	420	598	778
非流动资产	1560	2713	3025	3257	3444
长期股权投资	286	441	453	453	453
固定资产	864	1195	1518	1629	1647
无形资产	62	542	565	587	608
其他	348	534	488	587	737
资产总计	4220	6125	7841	9000	10634
流动负债	1430	2270	1965	2341	2955
短期借款	365	813	450	500	600
应付账款	336	336	350	498	648
预收账款	27	24	28	40	52
其他	703	1097	1137	1303	1656
长期负债	17	568	2098	2148	2253
长期借款	0	211	561	611	716
其他	17	356	1537	1537	1537
负债合计	1447	2838	4063	4489	5208
股本	659	659	1318	1318	1318
资本公积金	1176	1129	470	470	470
留存收益	872	1342	1820	2534	3426
少数股东权益	54	129	143	161	184
母公司所有者权益	2719	3158	3608	4323	5215
负债及权益合计	4220	6125	7841	9000	10634

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	3	728	520	554	802
净利润			663	893	1115
折旧摊销			204	218	229
财务费用			50	52	63
投资收益			(46)	(46)	(46)
营运资金变动			(341)	(604)	(639)
其它			(10)	41	79
投资活动现金流	(634)	(971)	(525)	(450)	(450)
资本支出			(550)	(450)	(450)
其他投资			25	0	0
筹资活动现金流	1217	358	968	(84)	(36)
借款变动			(23)	100	205
普通股增加			659	0	0
资本公积增加			(659)	0	0
股利分配			(186)	(179)	(223)
其他			1176	(6)	(18)
现金净增加额	586	116	963	19	317

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3345	4225	4682	6616	8589
营业成本	2595	3137	3500	4984	6479
营业税金及附加	8	12	14	20	26
营业费用	105	141	155	218	283
管理费用	157	268	243	344	447
财务费用	67	126	50	52	63
资产减值损失	9	80	0	0	0
公允价值变动收益	4	(4)	0	0	0
投资收益	13	64	46	46	46
营业利润	422	522	766	1044	1336
营业外收入	5	18	12	12	12
营业外支出	8	19	9	9	9
利润总额	420	521	769	1047	1339
所得税	27	42	92	136	201
净利润	393	479	677	911	1138
少数股东损益	5	9	14	18	23
母公司所有者净利润	388	470	663	893	1115
EPS (元)	0.59	0.71	0.50	0.68	0.85

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	35%	26%	11%	41%	30%
营业利润	74%	24%	47%	36%	28%
净利润	82%	21%	41%	35%	25%
获利能力					
毛利率	22.4%	25.8%	25.3%	24.7%	24.6%
净利率	11.6%	11.1%	14.2%	13.5%	13.0%
ROE	14.3%	14.9%	18.4%	20.7%	21.4%
ROIC	14.2%	13.8%	15.1%	17.0%	17.7%
偿债能力					
资产负债率	34.3%	46.3%	51.8%	49.9%	49.0%
净负债比率	10.6%	16.9%	12.9%	12.3%	12.4%
流动比率	1.9	1.5	2.5	2.5	2.4
速动比率	1.4	1.2	2.1	2.0	2.0
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8
存货周转率	5.1	5.3	5.5	5.9	5.7
应收帐款周转率	5.6	6.8	6.9	7.0	6.7
应付帐款周转率	8.4	9.3	10.2	11.7	11.3
每股资料(元)					
每股收益	0.59	0.71	0.50	0.68	0.85
每股经营现金	0.01	1.10	0.39	0.42	0.61
每股净资产	4.13	4.79	2.74	3.28	3.96
每股股利	0.00	0.20	0.14	0.14	0.17
估值比率					
PE	20.0	16.5	23.4	17.4	13.9
PB	2.9	2.5	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	16.2	11.8	9.3	7.2	5.8

分析师简介

廖振华，上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业分析师，两年从业经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。