

稳健之中见灵活，同心多元促增长

研究结论

- **主业经营策略谋求稳健。**浙江龙盛是国内染料龙头，按照中国染料工业协会统计口径，其分散染料和活性染料的市场占有率分别达到 30% 和 25%，染料产品的价格控制力和竞争力很强，均保持了稳定、较高的毛利水平。公司 IPO 以来，凭借加氢还原的新工艺成功介入了间苯二胺生产领域，不仅进一步降低了分散染料的成本，而且培育了新的业绩增长点。除此以外，公司在重资产项目上的投资相当谨慎，大多通过低价收购、租赁等方式介入，表现出了稳健的经营策略
- **同心多元化的投资及日渐成熟的驾驭能力又彰显灵活性。**近几年，公司陆续通过低价收购、租赁合作等多种方式进入了无机化工、汽车零部件等生产领域，可能成为今明两年业绩增长的动力。另外，公司充分利用现金流充裕的优势，进行了股权、债务等多种形式的财务投资，并将获得不错的投资回报。公司同心多元的投资将为业绩的稳步增长“锦上添花”
- **10、11 年主要的业绩增长点。**10 年主要的业绩增长点在于染料和间苯二胺量价齐升带来的毛利提高；控股 75 的汽车零部件企业业务规模的进一步扩大；公司投资的印度 KIRI 股权增值部分及参股公司滨化集团上市后股权增值部分的可能兑现；变相委托贷款的利息收入等；11 年业绩的主要增长点在于新产品对苯二胺的投产，间苯二酚产量的进一步增加以及控股 75% 的无机化工企业龙化化工纯碱、氯化铵、浓硝产能的逐渐释放和达产。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计浙江龙盛 2009、2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.55 元/股、0.85 元/股和 1.00 元/股，转债转股摊薄后 10、11 年的每股收益分别为 0.77 元/股和 0.91 元/股，以 2010 年摊薄后 20 倍 P/E 估值，公司合理股价 15.5 元，提高投资评级至买入



东方证券
ORIENT SECURITIES

王 晶

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

股价 (2009 年 1 月 13 日) 12.18 元

目标价格 (6 个月) 15.5 元

总股本/A 股 (亿股) 13.18

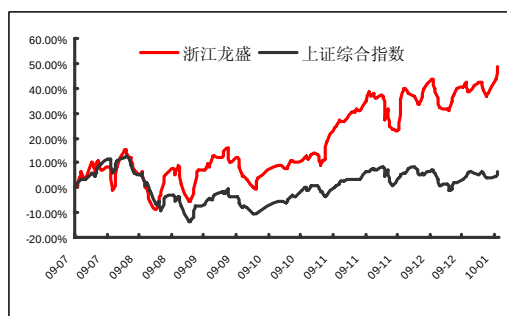
A 股市值 (亿元) 160

国家/地区 中国

行业 石油化工

报告日期 2010 年 1 月 13 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	10	89	221
相对表现 (%)	9	69	146

资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	3345	4225	4168	5242
同比(%)	35%	26%	-1.3%	26%
归属母公司净利润	388	470	725	1120
同比(%)	82%	21%	54%	54%
毛利率(%)	22.4%	25.8%	26.5%	20%
ROE(%)	14.3%	14.9%	10.7%	13.8%
每股收益(元)	0.59	0.71	0.55	0.85
P/E	21	17	22	14
P/B	2.9	2.5	2.3	2.0

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测 (单位: 百万)

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

1. 染料业务：2010 有望量价齐升	3
2. 化工业务：有序扩张，维持高毛利	4
3. 投资业务：驾驭能力日趋成熟	5
4. 盈利预测及投资建议：提高评级到买入	6
分析师承诺	7
投资评级说明	7
图 1 纤维分类及应用染料情况	3
图 2 2009 年前 11 月纤维产量构成	4
图 3 十一五末间苯二胺消费构成预测	5

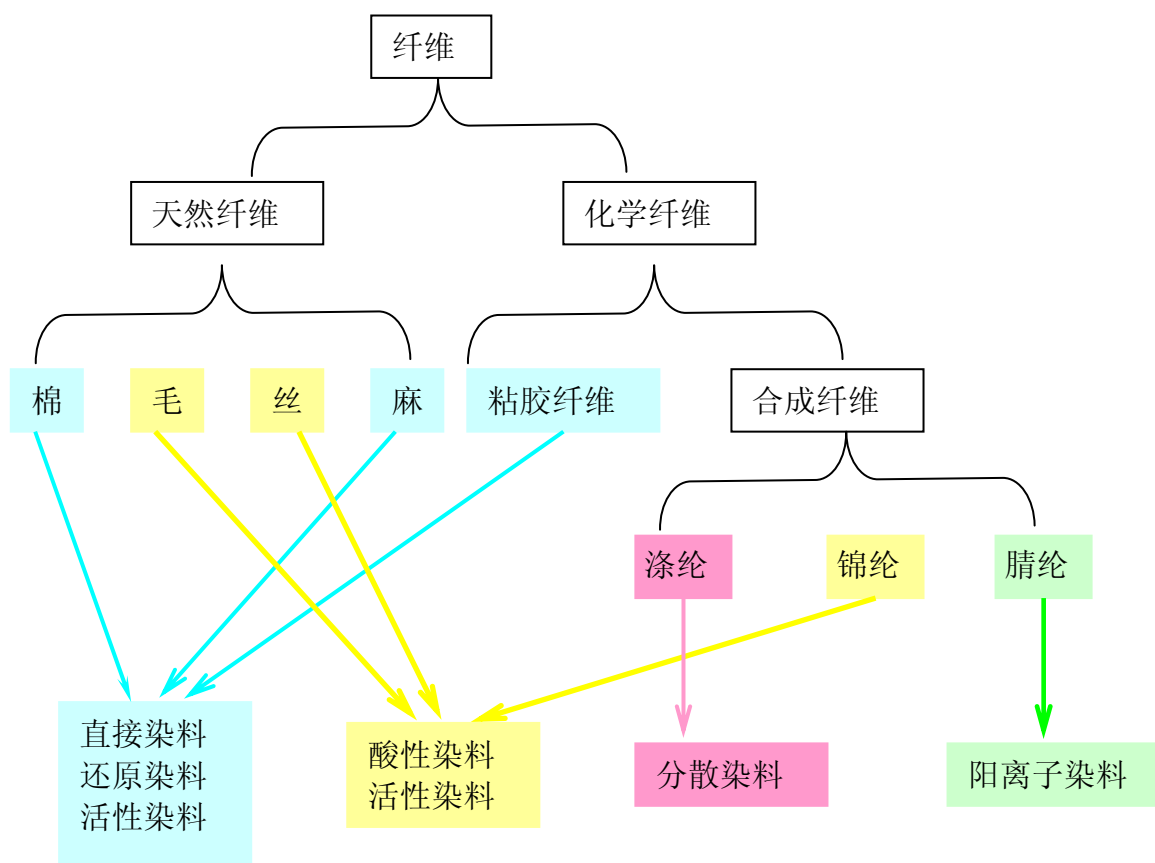
1. 染料业务：2010 有望量价齐升

染料行业是我国精细化工行业中发展较早、相对较成熟的子行业之一。

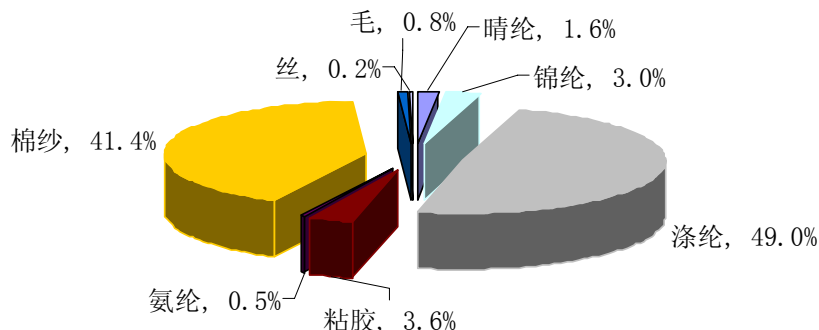
染料主要用于纺织品的染色和印花, 纺织用染料占染料消费结构的近 76%, 皮革用染料占 8.4%, 其余用于纸张、油墨、塑料、食品、医药、化妆品等领域。纺织印染工业是染料工业的最大市场, 其发展和变化直接决定了染料工业的兴衰。

不同染料具有不同的染色性能, 应用的纤维种类也不相同。在我国的纺织纤维构成中, 涤纶、纤维素纤维(棉、粘纤、麻)占了绝大多数比例, 因此对应染料——分散、还原、活性等染料的需求量也较大。近几年, 活性染料由于具有色泽鲜艳、染色牢度较好等特点, 在天然纤维中的应用范围逐渐扩大, 且有逐渐取代一些传统染料的趋势, 成为国内需求增长较快的一类染料。

图 1 纤维分类及应用染料情况



来源：东方证券研究所

图 2 2009 年前 11 月纤维产量构成


来源：中国统计数据库

浙江龙盛主要产品为分散染料和活性染料，是这两个领域内的行业龙头，尤其在分散染料领域占有举足轻重的地位，具有较强的价格控制和引导能力。2009 年，浙江龙盛的分散染料和活性染料的销量分别为 8 万吨和 5 万吨，共计 13 万吨左右。据中国染料工业协会统计，2009 年国内染料产量在 72 万吨左右，预计分散染料产量约 29 万吨，活性染料 20 万吨，两种染料的市场占有率分别为 30% 和 25% 左右，均居垄断地位。

随着浙江龙盛在分散染料市场的定价能力的增强，其产品毛利率水平逐年提升，在经济萎靡不振的 2008 年，公司分散染料的毛利率创纪录的达到 30.38%，2009 年上半年仍然维持在 28.65% 的高位。可见，经济危机对于龙盛这样具有成本优势和垄断地位的龙头企业来讲不啻为一个拓展市场和提高盈利能力的契机。受国内行业整合和金融危机的影响，2007—2009 年国内染料产量均低于或接近 70 万吨，较 2006 年 75 万吨的高点出现了些许下降，2010 年随着宏观经济的恢复和出口的复苏，预计国内外染料需求将出现较为明显的回升，在危机中苦练内功、渠道优势不断加强的龙盛必将分享到这一“蛋糕”。

以分散染料、活性染料加权平均 25% 的毛利率保估算（这一水平与 2009 年上半年情况相当），浙江龙盛如果 2010 年染料销量增加 5 万吨左右的话（销量同比增速 40%），公司染料收入销售收入增加 8.5 个亿左右，毛利润将增加 2.1 个亿。

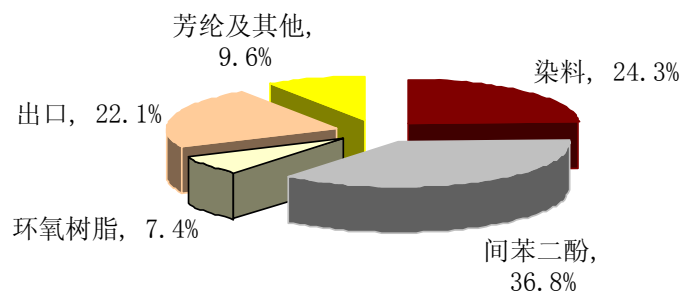
2. 化工业务：有序扩张，维持高毛利

浙江龙盛 2003 年上市以来，利用 IPO 募集资金成功完成了向上游染料中间体的渗透，公司通过加氢还原新型工艺合成分散染料中间体间苯二胺的项目取得了巨大成功。公司 2009 年间苯二胺产量 2.2—2.3 万吨，其中 20% 多自用，其余外售。间苯二胺产品不仅增加了龙盛的利润增长点，也使公司在分散染料上的成本控制能力和市场竞争力进一步加强。

间苯二胺分普通级和聚合级，普通级主要用于染料、间苯二酚等的生产，聚合级主要用于间位芳纶（1313）的生产。随着染料生产的国际化转移，欧美间苯二胺的产量逐渐萎缩。国际上主要的间苯二胺生产企业有杜邦、第一化学、拜耳等，杜邦 2 万吨的产能大部分用于芳纶的生产。

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，目前国内的消费量在 3 万吨左右，我们预计，未来随着间苯二胺规模化生产装置的建设以及生产技术与工艺的不断改进，间苯二胺的生产成本逐渐下降，除染料等传统应用领域外，以“间苯二酚”为代表的新兴应用领域不断得到开发，间苯二胺的需求量迅猛增加。预计至“十一五”末国内市场对间苯二胺的需求量将达到 5.3 万吨，出口市场对间苯二胺的需求量将达到 1.5 万吨，合计约 6.8 万吨，间苯二酚、氨纶和出口是主要的增长领域。

图 3 十一五末间苯二胺消费构成预测



来源：公开资料

浙江龙盛 2009 年间苯二胺对外销售量在 1.8 万吨左右，随着公司 5000 吨间苯二酚的投产，预计 2010 年间苯二胺产量将超过 3 万吨，自用 1 万吨左右，对外销售 2 万吨以上。间苯二酚贡献收入 1.7 个亿，毛利润 7000 万左右，外售间苯二胺增加 2000 吨，增加销售收入 5400 万，增加毛利 2000 万左右。上述两项合并，将使浙江龙盛 2010 年销售收入增加 2.24 亿，毛利增加 9000 万。

2011 年公司 5000 吨对苯二胺将投产，另外，间苯二酚 0.5 扩 2 万吨陆续投产，将成为业绩的主要增长点，预计可以继续增加收入增加 3 个亿，毛利增加 1 亿左右。

公司近期间苯二酚和对苯二胺的产能规划为各 2 万吨。

3. 投资业务：驾驭能力日趋成熟

不能否认，浙江龙盛近几年在资金充裕的情况下，做了一系列较为成功的股权投资和财务投资，确保了较高的资金回报率，体现了股东价值最大化的经营管理理念，也彰显了管理层对于投资业务的驾驭能力。

2010 年可能为股东带来较大投资的几个项目如下

财务投资

公司 2008 年持有印度染料上市公司 KIRI 150 万股份，初始投资成本 3000 万左右，按目前市价计算的市值在 1.3 亿，我们预计公司在 2009 年兑现了部分收益，2010 年可兑现的收益在 6000 万左右。

公司 2007 年投资的滨化集团预计 2010 年 1 季度在主板上市，公司初始投资额 1.43 亿，持有股权 3151 万，股权比例 9.55%，作为财务投资者，不排除上市后公司兑现部分收益的可能性。滨化集团 2009 年上半年净利润 1.18 亿，发行后总股本 4.4 亿，我们预计二级市场开盘价不会低于 12 元，考虑到 1 月内减持超过 1%需通过大宗交易系统，减持价格可能较二级市场有所折让，保守估计，浙江龙盛该项目股权投资收益将在 2 亿左右。另外，浙江龙盛还有包括旭辉在内的 4-5 个项目正在积极申报材料已求实现 IPO。

公司 2010 年年初发布公告，通过收购股权并追加债务的方式变相贷款 6 亿左右给房地产公司杭州巨城，期限至 2010 年底，预计年收益率在 20%，加上之前的一些委托贷款，预计 2010 年委托贷款收益在 1.6 亿左右。

实业投资

公司控股 75%的定州市长龙汽车配件销售有限公司 2008 年、2009 年分别实现销售收入 700 多万年和 3 个亿，2010 年预计该公司的销售收入将达到 15 亿。

另外，公司控股 75%的龙化化工作为龙盛以后的基础化工产品生产基地，完成搬迁后，预计将于 2010 年中期投产并达产，设计产能 40 万吨纯碱/氯化铵及 10 万吨的浓硝酸。

4. 盈利预测及投资建议：提高评级到买入

我们预计浙江龙盛 2009、2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.55 元/股、0.85 元/股和 1.00 元/股，转债转股摊薄后 10、11 年的每股收益分别为 0.77 元/股和 0.91 元/股，以 2010 年摊薄后 20 倍 P/E 估值，公司合理股价 15.5 元，提高投资评级至买入。值得注意的是，2010 年部分业绩来自于股权投资收益及委托贷款利息收入，其兑现和确认的时间具有不可预测性，所以公司四个季度的业绩不会均匀分布，极有可能前低后高。

分析师承诺

王晶：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn