

强烈推荐-A (维持)

浙江龙盛 600352.SH

目标估值: 15.0 元

当前股价: 10.74 元

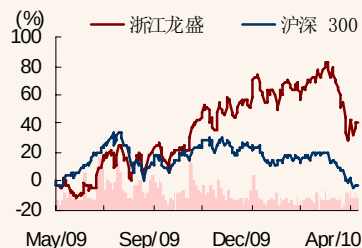
2010 年 5 月 23 日

基础数据

上证综指	2584
总股本(万股)	146842
已上市流通股(万股)	146842
总市值(亿元)	155
流通市值(亿元)	155
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	15.4
资产负债率	57.4%
主要股东	阮水龙
主要股东持股比例	13.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-20	-6	43
相对表现	-7	19	46



相关报告

- 1、《浙江龙盛(600352)-稳健增长、盈利能力突出, 优质龙头亟待价值回归》2010/1/12
- 2、《浙江龙盛(600352)-染料稳健、多元拓展及财务费用下降推动业绩增长》2010/3/16

廖振华

0755-83734406
liaozenhua@cmschina.com.cn
S1090210040005

袁孝锋

S1090208070224

借德司达拉开国际化和转型大幕, 向国际巨头目标迈进

我们在 10 日公开提示公司股价到达管理层行权成本后, 17 日赴公司调研了公司经营现状和德司达的运营情况。本文结合详实的数据在分析染料行业发展趋势的基础上, 对龙盛整合德司达的影响进行了详细分析和测算, 并大胆预言, 龙盛将成长为首屈一指的国际染料巨头, 甚至有望成为国际纺织化学品行业的整合者。

- **公司经营现状良好, 德司达恢复迅速。**调研了解到, 公司染料和中间体业务仍在稳步扩产, 正满负荷生产。通过新加坡 KIRI 收购的德司达破产清算后的资产价格低廉, 且已剥离大量债务和冗员, 成本大幅下降, 我们预计下半年将扭亏。
- **产品服务升级和国际化是我国染料龙头企业的发展方向。**我国染料行业增速平稳, 是全球最大染料生产国, 龙头企业地位稳固, 但产品总体技术含量低、种类少, 龙头企业向国际化、品牌化迈进、提升产品服务附加值是必然趋势。
- **国际巨头染料业务每况愈下, 但人力成本高的痼疾难除。**国际染料巨头虽然产品技术含量和服务附加值高, 却过分忽视了高人力成本和低效率的痼疾, 在金融危机中受重创, 但高工资和高福利传统改观难度较大, 印染产业链集中和民营经济发达的浙江染料龙头, 具有成本和效率上的明显优势。
- **曲线并购德司达为龙盛拉开国际化和产品服务升级序幕, 打开巨大发展空间。**德司达在全球染料及助剂领域的规模、技术和产品线完整性最为领先, 龙盛作为最大的染料制造商与最大的染料服务提供商整合, 可充分利用其渠道、品牌、技术和经验, 同时也使德司达受益于供应链的稳定和成本的下降, 从而极大提升龙盛-德司达体系在国内和国际市场的竞争力, 我们认为未来将产生新的国际染料巨头, 未来甚至有望成为国际纺织化学品行业的整合者。
- **存在公司下半年将持有新加坡 KIRI 公司可转债转股预期。**我们预计德司达将在下半年扭亏, 届时公司所持新加坡 KIRI 公司可转债将转股, 据我们的假设推算, 龙盛将对德司达实现控股, 并在 11 年增厚公司 0.25 元以上的 EPS。
- **维持“强烈推荐-A”的评级。**公司主业在国内具有突出地位和全方位优势, 高效的多元、低风险投资展现了管理层出色的经营能力, 公司国内业务将持续增长, 不考虑德司达带来的收益, 预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.64、0.80 和 0.98 元, 若其所持新加坡 KIRI 可转债转股后, 将增厚公司 11 年业绩至 1.05 元以上, 维持 15.0 元的目标价和“强烈推荐-A”的评级。
- **风险提示:** 全球经济复苏的不确定性使纺织品出口恢复大幅低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	4225	4619	6335	8415	10120
同比增长	26%	9%	37%	33%	20%
营业利润(百万元)	522	751	1091	1383	1730
同比增长	24%	44%	45%	27%	25%
净利润(百万元)	470	669	939	1170	1445
同比增长	21%	42%	40%	25%	24%
每股收益(元)	0.71	0.51	0.64	0.80	0.98
PE	15.0	21.2	16.8	13.5	10.9
PB	2.3	3.6	2.6	2.3	1.9

资料来源: 招商证券

正文目录

一、产品服务升级和国际化是龙头染料公司的发展方向	3
1、我国染料行业进入平稳增长期	3
2、行业集中度较高，长远发展有赖产品附加值和国际化程度提升	4
二、国际巨头痼疾难除，浙江龙盛迎来国际化机遇	5
三、并购德司达拉开龙盛国际化和产品服务升级的序幕	7
四、估值与投资评级	10

图表目录

图 1：我国染料行业进入平稳增长期	3
图 2：我国染料布产量及同比增速	3
图 3：我国染料进出口量及同比增速	4
图 4：我国每万米印染布染料表观消费量呈下降趋势	4
图 5：2009 年我国染料各主要品种的产量和行业格局	4
图 6：我国染料行业的波特五力分析	5
图 7：科莱恩公司纺织、皮革和造纸化学品部财务指标	6
图 9：亨斯曼公司 Textile Effects 部门财务指标	6
图 11：浙江龙盛毛利率较高和销售、管理费用率较低	7
图 12：德司达公司发展史	7
图 13：德司达集团全球产品和服务架构	8
图 14：我们对浙江龙盛发展路径的总结和预测	9
图 15：公司上市以来收入和净利润持续保持较高增长	11
表 1：主要全球性纺织化学品公司	5
表 2：德司达在中国的主要业务	9
表 3：销售收入预测	10
附：财务预测表	13

我们于 5 月 17 日对公司进行了实地调研，与公司高管就公司的生产经营现状和德司达集团的近况进行了了解：

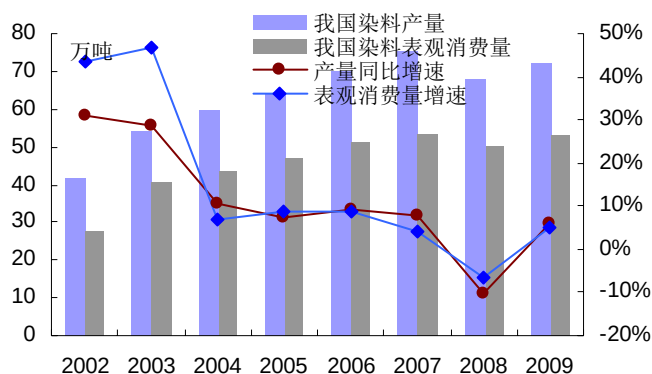
- ✓ **主业运营良好：**目前公司染料和中间体满负荷生产，**染料**（12 万吨分散染料+4 万吨国内活性染料+2 万吨印度活性染料产能）、**中间体**（3 万吨间苯二胺+0.5 万吨间苯二酚产能）业务均处于满负荷生产状态，目前分散染料的毛利率约 25%，活性染料近 20%。由于掌握核心技术并垄断了国内产能，中间体的毛利率仍维持以往的高水平，且正在将间苯二酚产能扩至 2 万吨（上游间苯二胺也配套扩产），并正在建设 2 万吨对苯二胺产能，预计明年内可以建成。对各地**减水剂**企业的收购整合仍在进行中，进展顺利，今年产能将超过 20 万吨。**龙山化工**搬迁后一期建设已经完成，包括 10 万吨硝酸、20 万吨合成氨和 20 万吨联碱项目。
- ✓ **介入收购德司达恰逢良机，收入正迅速恢复：**新加坡 KIRI 收购德司达集团的支出共 5000 万欧元，这个价格远低于德司达 2.9156 亿欧元的净资产，目前，在龙盛管理团队的参与下，德司达新董事会正致力于削减成本和提高运营效率，经过破产重组（主要是剥离冗员和部分债务）后德司达全球业务目前正在迅速恢复。**我们预计德司达公司将在下半年实现盈利。**

一、产品服务升级和国际化是龙头染料公司的发展方向

1、我国染料行业进入平稳增长期

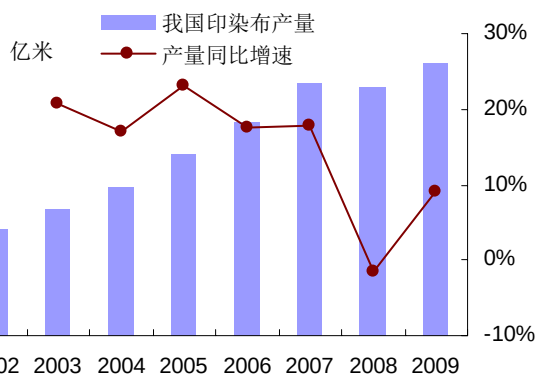
2004~年 2007 年，我国染料行业产量增速从之前的 20%以上进入 7%~10%的平稳增长区间，在经历 2008 年的金融危机后，2009 年我国染料产量为 71.9 万吨，同比增长 6%。我国染料产量已占世界总产量 60%以上，已是全球最主要的染料生产国。

图1：我国染料行业进入平稳增长期



资料来源：中国染料工业协会、CEIC，招商证券

图2：我国染料布产量及同比增速



资料来源：CEIC，招商证券

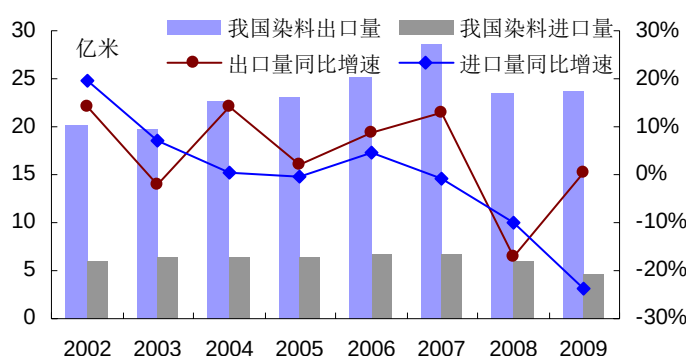
我们认为，我国染料行业的增长趋于平缓主要有以下原因：

- ✓ **印染工艺水平提升，染料单耗下降。**印染分析近年来我国染料产量和表观消费量数据可以发现，除了受金融危机影响的 08、09 年，我国印染布产量一直保持 20%左右的较高的增速，这种情况与下游纺织服装产品的强劲内需和出口情况相符，但自 2004 年以来，我国染料产量、表观消费量增速较之前都下降了一个台阶，我们将染料的表观消费量除以印染布产量发现，每万米印染布的染料表观消费量呈逐年下降趋势（图 4）。虽然下游印染布和纺织服装行业需求旺盛，但在成本和环保压力

下，印染厂正逐步提升生产效率和工艺水平，降低单耗，纺织品消费增长对染料需求的拉动被部分抵消。我们判断这一趋势还将继续，2008 年和 2010 年国家先后颁布了《印染行业准入条件》和修订版，进一步推动印染行业工艺进步和效率提升。

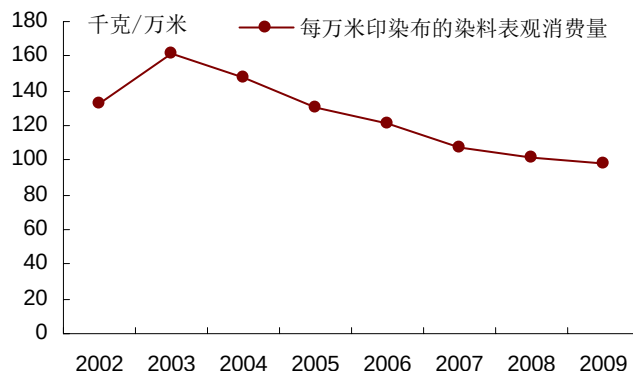
- ✓ **落后产能被逐步淘汰，行业结构处于优化调整期。** 印染作为高能耗和高污染行业，一直是国家推进节能减排和淘汰落后产能重点关注行业，环保标准不断提高和成本上涨的压力下，规模小、技术水平落后的染料企业正逐步被淘汰，市场份额正在继续向龙头企业集中，行业整体产能的增长速度正在下降。

图3：我国染料进出口量及同比增速



资料来源：CEIC、招商证券

图4：我国每万米印染布染料表观消费量呈下降趋势



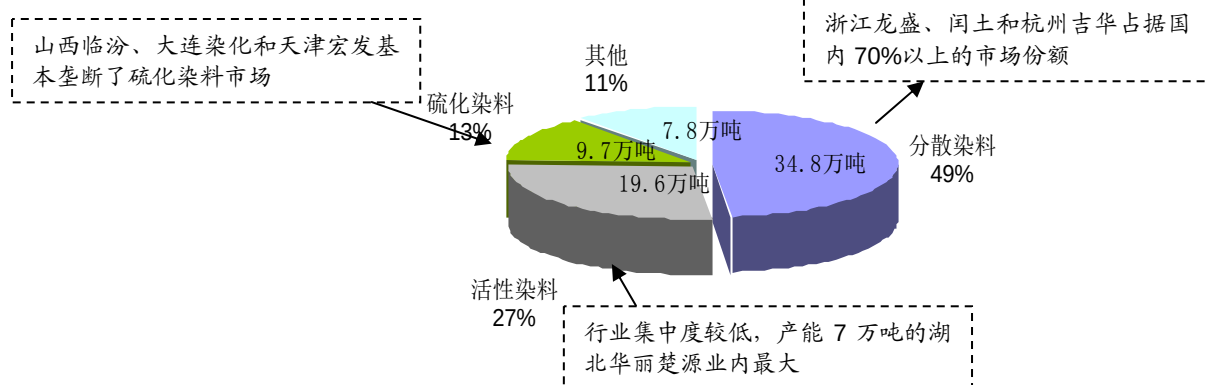
资料来源：CEIC、招商证券

我们认为，我国染料行业处于平稳增长期，增速将继续保持在与 GDP 增速相似的水平。

2、行业集中度较高，长远发展有赖产品附加值和国际化程度提升

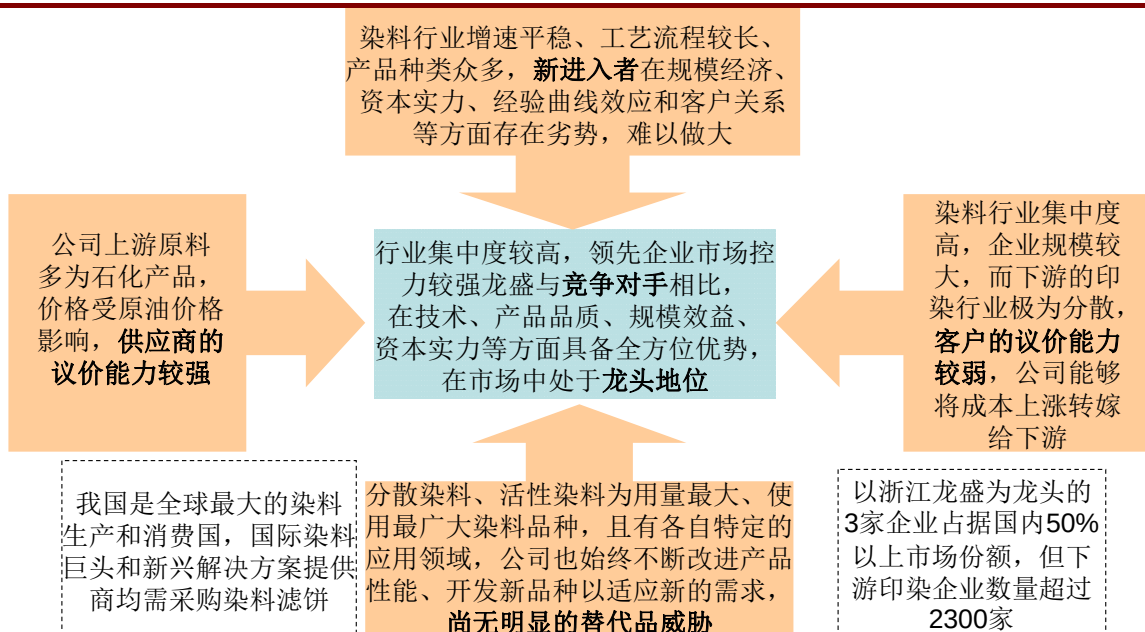
我国染料行业集中度较高。目前，我国染料行业集中度较高，浙江龙盛、闰土化工和杭州吉华三家企业在国内染料行业的合计市场份额超过 50%，且地位较为稳固，虽然龙头公司正在利用其在技术、规模、成本和管理方面的全方位优势，进一步提升市场占有率，但是仅仅依靠简单的扩产已经不足以充分保障企业长远的持续发展。

图5：2009年我国染料各主要品种的产量和行业格局



资料来源：中国染料工业协会、招商证券

图6：我国染料行业的波特五力分析



资料来源：招商证券

国内染料企业处于产业链低端，缺乏国际化品牌和高端产品，在高附加值的终端和服务市场份额较低。目前，中国染料虽占据全球产量 60%以上，但多为低成本、低档次品种，在全球染料终端市场的占有率不到 35%，产值更仅占全球的 20%，相当数量的产品都是为国际品牌做贴牌生产，只有中国制造而没有中国品牌。而科莱恩、亨斯迈及破产前的德司达等国际染料巨头依靠强大的品牌优势、全球化的销售网络、稳固的客户关系、丰富的经验数据和突出的资源整合能力，从低成本地区采购原染料，用自己的尖端技术进行加工，从而控制着附加值最高的商品化染料终端、高端市场和包含关键助剂及服务的解决方案销售环节。

中国龙头染料企业要想实现长远发展，进一步打开成长空间，面临着对企业发展战略的深入思考，我们认为，国际化、品牌化、环保化、功能化和向涵盖染料、助剂和服务的全套解决方案延伸是我国染料龙头企业发展必然方向。

二、国际巨头痼疾难除，浙江龙盛迎来国际化机遇

现在的国际染料巨头基本都来自大型化工集团纺织化学品或特殊化学品部门的合并重组，说明提高规模和效率、节约成本是企业发展的必然趋势。

表 1：主要全球性纺织化学品公司

公司	染料业务所在部门	染料业务来源
德司达（德国）	专业提供染料、相关助剂和服务	全球最大和最领先的染料、助剂和服务集团，95 年诞生自拜耳和赫斯特染料业务的合并，后收购巴斯夫的染料业务和多个其他公司，全球份额 25%
科来恩（瑞士）	纺织、皮革和造纸化学（TLP）	全球最大的特殊化学品公司之一，95 年由山德士集团分离出来，97 年与赫斯特公司特殊化工品业务合并，TLP 部门中约 55%收入来自纺织化学品，助剂领域实力强劲，染料市场份额约为德司达的 1/2
亨斯迈（美国）	Textile Effects	06 年 6 月 30 日公司以 1.72 亿美元收购汽巴精化的纺织化学品业务，染料市场份额约为德司达的 1/3

资料来源：招商证券，科来恩、亨斯迈年报

金融危机重创国际染料巨头。正当中国染料企业在国际化和品牌化的道路上摸索时，金

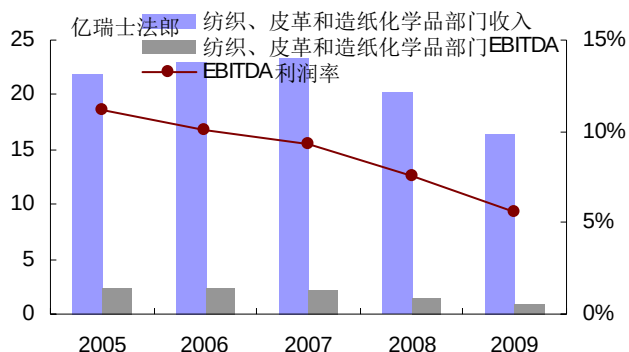
融危机重创了德司达、科来恩和亨斯迈等纺织化学品巨头，库存高企、收入下降、利润下滑、现金流吃紧等问题普遍而严重，其中在全球染料行业市场份额高达 25%的世界第一染料巨头德司达因为现金流断裂于 2009 年底破产，被印度 KIRI 在新加坡的子公司新加坡 KIRI 公司收购。

染料需要高附加值的技术和服务，但绝不能忽略成本和效率，国际巨头劳动力成本高的痼疾难除。近年来，我国染料进口量稳中有降，而出口量则保持增长（除 08 年金融危机），说明我国染料的国际竞争力在增强，中国企业在继续发挥劳动力成本优势的同时，技术和服务水平也在提升。反观国际染料巨头：其高企的劳动力成本和低下的运营效率已成为制约其发展的重要障碍，尤其在行业景气度下滑时，强大工会庇护下的高工资和高福利往往成为侵蚀公司现金流的最主要环节。

- ✓ 据德国联邦统计局统计，09 年德国私营经济每小时劳动力成本为 30.9 欧元，破产前德司达的德国人均工资达 7 万欧元，还有沉重的养老金负担，人员成本使公司不堪重负，侵蚀了公司利润空间，这成为在危机中拖垮公司的主要因素之一。
- ✓ 而另一巨头科来恩公司近年来纺织、皮革和造纸化学品部门的收入增长基本停滞，利润和利润率的下滑与高企的劳动力成本关系很大，公司的毛利率基本维持在 30% 左右，并有下滑趋势，而仅销售管理费用率就高达 25%，亨斯迈公司的纺织化学品部门人力成本高和利润率低下的问题也十分突出。

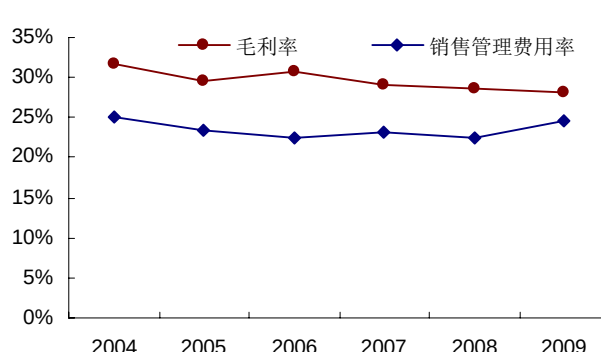
我们认为，高人力成本的情况在有高工资福利传统的欧洲短时间内难以改变。

图7：科来恩公司纺织、皮革和造纸化学品部财务指标



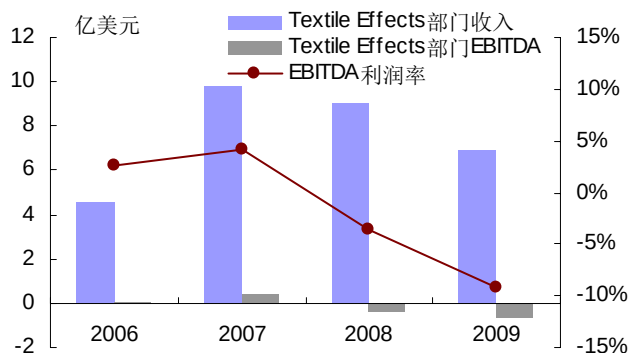
资料来源：科来恩公司年报、Bloomberg、招商证券

图8：科来恩公司毛利率和销售、管理费用率



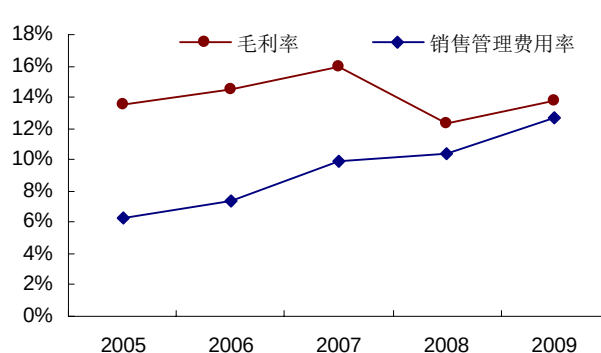
资料来源：科来恩公司年报、Bloomberg、招商证券

图9：亨斯迈公司Textile Effects部门财务指标



资料来源：亨斯迈公司年报、Bloomberg、招商证券

图10：亨斯迈公司毛利率和销售、管理费用率

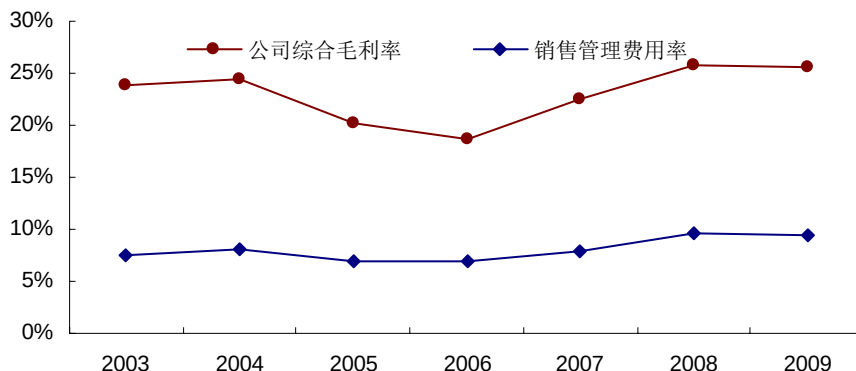


资料来源：亨斯迈公司年报、Bloomberg、招商证券

浙江龙盛为代表的中国龙头企业迎来国际化机遇。人力成本低是中国企业的普遍优势，

而在印染产业链最为集中和民营经济最为发达的浙江，企业以高效率和投资眼光独到著称，目前龙盛已经成长成为全球最大的染料制造企业，拥有较强的资本实力，管理团队成熟稳定、积极敬业，在发展战略方面具有国际化和品牌化的诉求，而国际巨头染料业务盈利能力日益下降和金融危机的冲击为中国龙头染料企业带来了国际化的机遇。

图11: 浙江龙盛毛利率较高而销售、管理费用率较低



资料来源：科来恩公司年报、Bloomberg、招商证券

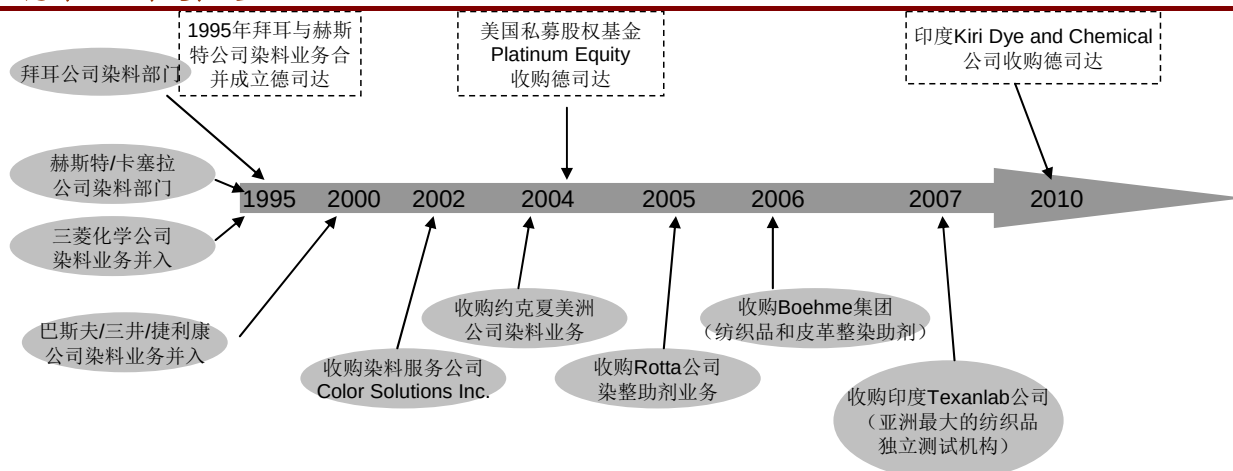
曲线收购德司达。全球最大的印染服务和解决方案提供商德司达破产并被与龙盛有合作关系的印度 KIRI 公司的新加坡子公司收购。龙盛以 10 新加坡元认购了该公司 1 股的股份和 2200 万欧元的可转债，目前新加坡 KIRI 公司总股本 2623355 股，可转债的转股价并未公开，但如果按转股价同为 10 新币测算，全部转股后，公司持股比例将达到 59%，成为控股股东，届时全球最大的染料制造商将真正完成对全球最大印染服务上的收购。我们预计下半年德司达集团将扭亏为盈，龙盛所持新加坡 KIRI 的可转债将转股，如果真如我们推测的那样成为控股股东，德司达的收入将并入浙江龙盛的财务报表。

三、并购德司达拉开龙盛国际化和产品服务升级的序幕

1、德司达是全球最大和最领先的印染解决方案提供商

德司达发展历程和市场地位：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，2008 年收入约为 8 亿欧元。

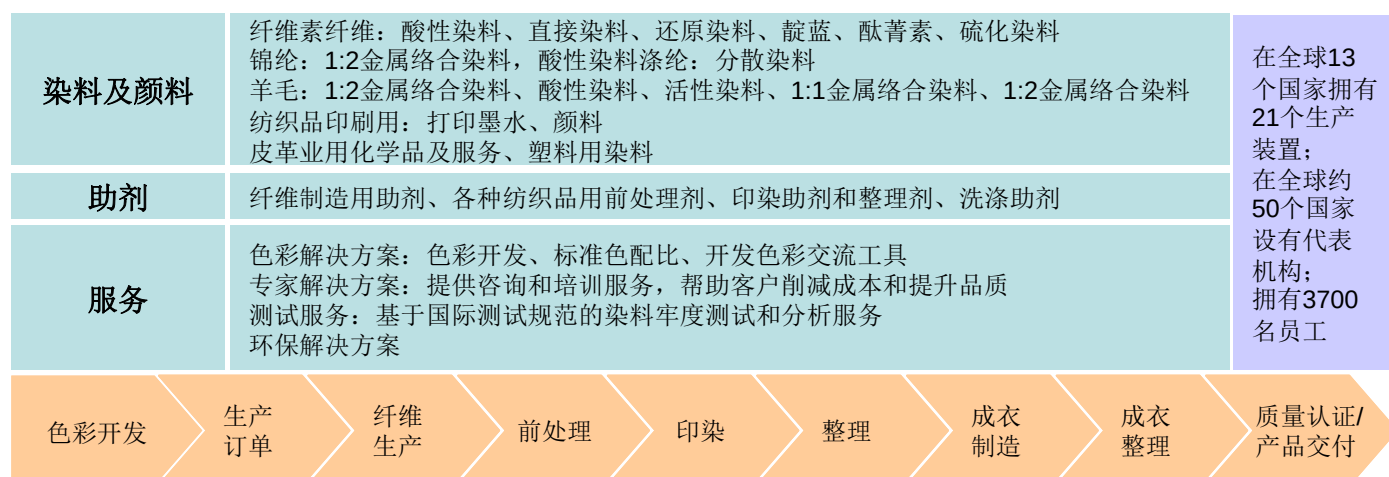
图12: 德司达公司发展史



资料来源：招商证券

公司的业务组成:在相继合并各化工巨头染料业务和一些染料企业后, 2004 年起, 公司进一步加强其在助剂和服务市场竞争力, 陆续收购染整助剂龙头 Rotta 和 Boehme 公司以及纺织化学品检测服务机构 Texanlab, 它们与之前的染料业务一起, 使德司达成为在染料、助剂和服务领域全方位领先的印染解决方案提供商, 其产品和服务极为细致而全面, 覆盖从色彩开发、订单管理到印染、成衣制造再到质量检测的纺织品生产全流程。

图13: 德司达集团全球产品和服务架构



资料来源: 招商证券整理、《德司达公司手册》, 德司达网站

2、龙盛国际化和产品服务升级序幕拉开, 成长空间打开

德司达经营状况正在迅速好转。由于德司达的资产是在无人接手、破产清算后被收购的, 因此大量的债务和在德国的冗余人员将被剥离, 因此其财务费用和人员成本会大幅下降, 员工的积极性和工作效率也将在危机感下获得提升。

德司达的对供应商的议价能力在提升。德司达作为解决方案提供商, 原料生产环节力量薄弱, 需大量外购原染料和助剂, 但之前龙盛作为全球最大的染料制造商却并不在德司达的主要供应商之列, 如今背靠龙盛的德司达即便不马上转向龙盛采购原料, 其对原供应商的议价能力也已经大大增强。我们预计, 公司下半年可实现扭亏为盈。

德司达对龙盛意义远不止增加一个运营全球业务的子公司, 对龙盛长远发展意义重大。

- ✓ 德司达在全球拥有最具影响力的品牌、最发达的销售网络和严谨的运营架构, **龙盛没有国际化运营的经验, 因此我们预计龙盛将尽量保持德司达的经营独立性**, 或将龙盛的产品整合进德司达的产品和品牌体系, 或成为其原料供应商, 这都将最大限度的发挥德司达的优势。
- ✓ 德司达之所以具有顶尖的解决方案提供能力, 还在于其多年服务全球客户所积累起来的庞大经验数据库, 对于客户的个性化需求, 它总能结合之前为该客户服务的经验和众多的其他案例迅速找到问题关键和最佳解决之道, 龙盛可以充分学习德司达的经验, 不断改进自身产品和服务的技术水平、质量和环保性能, 最终使自己的产品和服务真正具备国际化的品质, 这也极有利于提升其相对国内企业的竞争力。
- ✓ 德司达在在南京、无锡、青岛、杭州和上海拥有染料和助剂生产基地或服务中心, 设施先进, 未来可选择向龙盛采购具有成本优势的产品, 实现整个龙盛-德司达体系的成本最低化, 而中国的染料消费有高档化的趋势, 结合德司达高端的市场形象

和龙盛了解中国市场的优势，德司达和龙盛在中国业务的拓展都将受益。

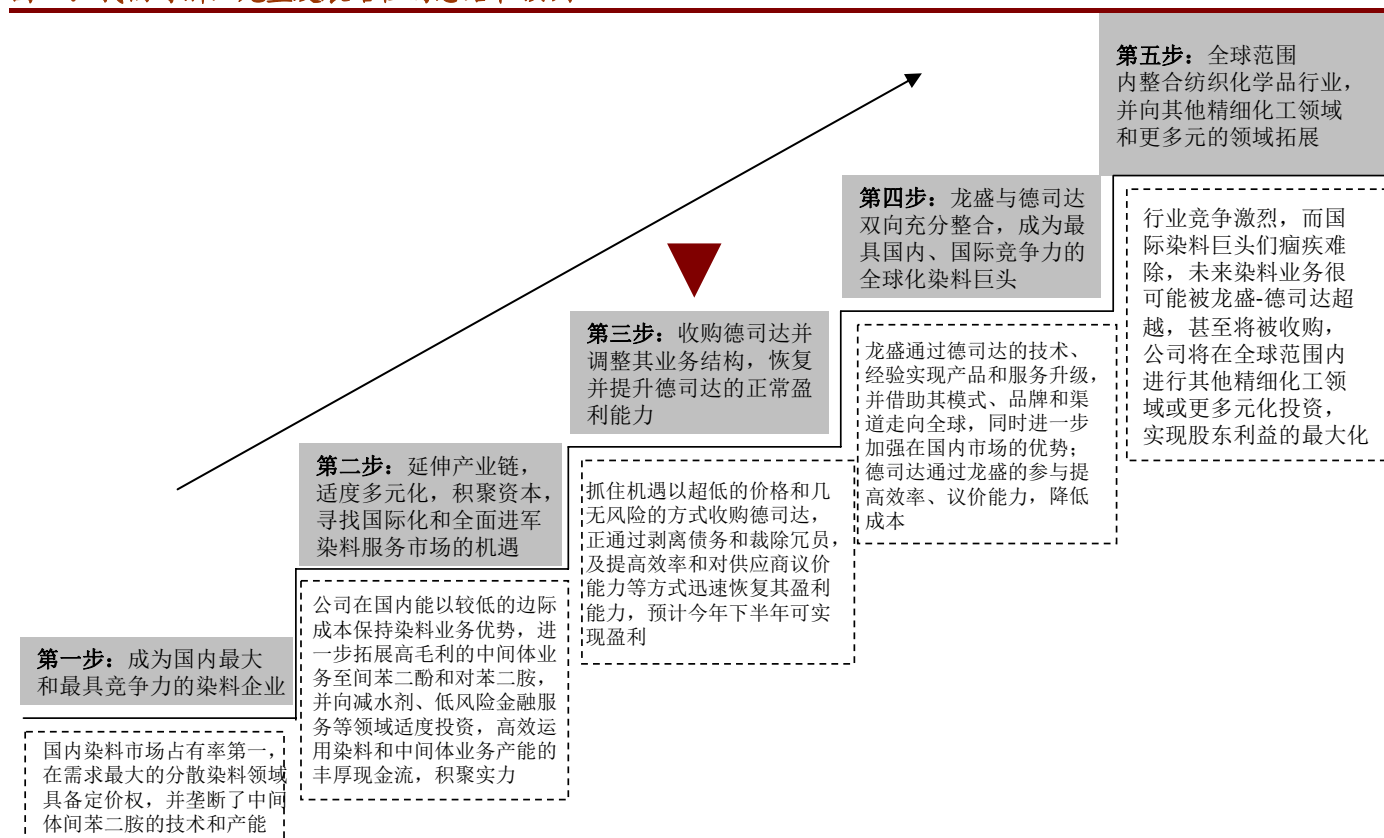
表 2：德司达在中国的主要业务

地点	主要产品
德司达（南京）染料有限公司	06 年 10 月 4 条生产线全部投产，年产 2.3 万吨染料及中间体，主要用于纤维素纤维及化学纤维，具体产品包括雷马素活性染料、阴丹士还原染料及靛蓝和阿斯屈拉崇阳离子染料
德司达（无锡）染料有限公司	1997 年投产，用于纤维素纤维和丝绸的雷马素染料和用于聚酯纤维的大爱尼克司染料
德司达印染科技（上海）有限公司	2007 年一月建成提供色彩解决方案、测试解决方案、专家解决方案和环保解决方案等服务，并拥有 4000 种以上的色彩标准
波美（杭州）化工助剂有限公司	有德国 Boehme 集团投资，成立于 2002 年，主要生产印染助剂、洗涤剂、润滑剂等各类纺织过程助剂，Boehme 集团 2006 年被德司达收购
青岛龙塔精细化工有限公司	德国 Rotta 集团 1994 年设立的独资公司，主要生产纺织助剂，Rotta 集团在 05 年被德司达收购
青岛助剂有限公司	德司达染料和助剂的销售

资料来源：招商证券整理

- ✓ 随着全球最大的染料制造商与全球最大的印染服务提供商的整合，新的国际化染料巨头轮廓初现，其有望具备最完整的产业链、最突出的成本和规模优势、最先进的技术品质、最具影响力的品牌和最发达的销售网络，其他国际染料企业的竞争力在低效痼疾的缠绕下将进一步被削弱，不排除公司未来整合其他国际竞争对手染料业务的可能。

图 14：我们对浙江龙盛发展路径的总结和预测



资料来源：招商证券

四、估值与投资评级

我们预计公司 10 年~12 在国内主业方面盈利仍将保持较高增速:

- ✓ 综合优势将使公司分散染料的市场占有率将进一步提升, 成本优势和很强的成本转嫁能力将使该业务保持较高的毛利率;
- ✓ 活性染料将通过在印度去年建成的 2 万吨装置产能释放和今年底另外 2 万吨的扩产而持续增长, 中长期看, 德司达是国内活性染料企业的主要采购者之一, 通过控制该公司能更好的把握中国活性染料市场, 提升市场占有率;
- ✓ 中间体方面, 公司正在携核心技术优势, 稳步扩产和延伸产业链。今年内间苯二酚产能将从 5000 吨扩至 2 万吨, 而明年 2 万吨对苯二胺产业又将建成。

公司的技术经验、资本实力和经营能力优势将使其对减水剂行业整合保持良好势头;

而投资的上海保障性住房项目、民间借贷和汽配项目均为为低风险的金融服务项目, 加上以 PE 投资的旭辉集团也将上市, 这些都将成为公司带来可观的收益。

若不考虑公司所持新加坡 KIRI 公司可转债转股后对德司达收入的合并, 10~12 年公司的 EPS 为 0.64、0.80 和 0.98 元。

我们预计, 德司达将在今年内实现盈亏平衡甚至略有盈利, 盈利后公司将择机把持有的新加坡 KIRI 公司的可转债转股, 且控股的可能性较大, 因此届时德司达将与龙盛合并财务报表, 预计明年德司达恢复到 8 亿欧元的危机前收入水平的概率较大, 按照 10% 的净利率和龙盛持股 60% 测算, 将增厚龙盛 2010 年每股收益 0.25 元以上, 即 EPS 将超过 1.05 元。

表 3: 销售收入预测

		2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
产品销量	分散染料 (万吨)	6.2	9.0	12	15	17.0
	活性染料 (万吨)	3.0	4.6	6	7	8.0
	中间体 (万吨)	2.0	2.8	3.5	5	7.0
	减水剂 (万吨)	10	10	13	15	23.0
产品单价	分散染料 (万元/吨)	2.12	1.55	1.90	2.15	2.10
	活性染料 (万元/吨)	2.61	1.47	2.00	2.20	2.40
	中间体 (万元/吨)	2.71	1.92	2.50	2.50	2.50
	减水剂 (万元/吨)	0.53	0.63	0.60	0.60	0.60
产品收入 (百万元)	分散染料	1314	1392	2280	3225	3570
	活性染料	784	677	1200	1540	1920
	中间体	542	538	875	1250	1750
	减水剂	528	635	780	900	1380
	其他	1057	1379	1200	1500	1500
毛利率	分散染料	30.4%	28.1%	25.5%	25.0%	25.0%
	活性染料	20.0%	22.4%	22.0%	22.0%	22.0%
	中间体	31.6%	38.1%	45.0%	45.0%	45.0%
	减水剂	17.8%	24.9%	22.0%	16.0%	16.0%
	其他	25.3%	19.7%	19.0%	18.0%	18.0%
	综合毛利率	25.8%	25.5%	25.9%	25.2%	25.6%
	总收入 (百万元)	4225	4619	6335	8415	10120
	收入增长率	26.3%	9.3%	37.1%	32.8%	20%

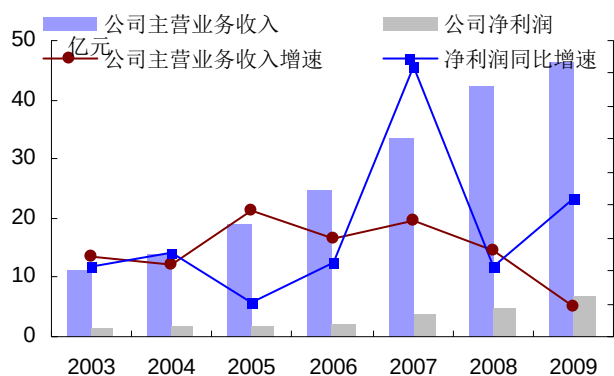
资料来源: 招商证券

我们重申对公司估值的观点:

- **成长性:** 公司管理团队优秀的经营能力和公司已具有国内市场控制力使公司现有业务具备持续竞争优势, 市场份额将继续扩大, 且公司未来将向解决方案提供商转型, 产品和服务将向高附加值实现升级, 甚至有望在国际市场上充当行业整合者, 因此成长前景值得期待。回望历史, 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。
- **管理层经营水平高, 投资回报率高而稳定, 抗风险能力强:** 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, 虽然部分收入和利润并非来自染料主业, 但我们必须正视公司染料业务扩产边际投入低、现金流好的事实, 而管理团队恰恰在想方设法的管理好这些资金, 以求带给股东最大的回报。
- **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。
- **股权激励:** 公司四位高管 2 月 9 日行权 1030 万股 (行权价 8.34), 按当日收盘价的浮盈缴纳 45% 的所得税计算, 其实际持股成本在 9.63 元, 当前股价仅比此高 12%, 这将很大程度上刺激管理层释放业绩的动力。

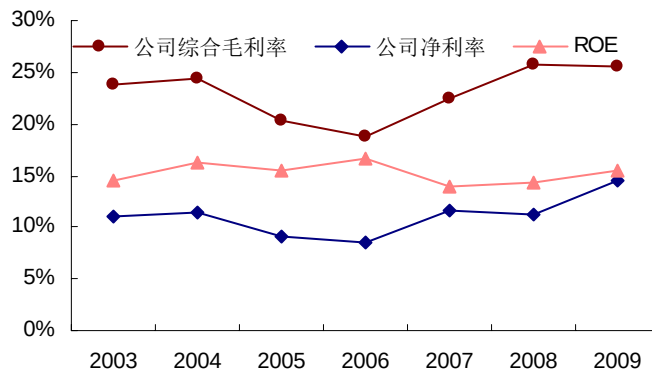
我们认为, 公司持续竞争力的证明莫过于历史, 公司发展的关键莫过于管理团队。公司是化工类上市公司中少有的风险较低、增长稳健、盈利能力突出的企业, 尤其是管理团队的敬业程度和投资决策能力在 A 股化工类上市公司中十分突出, 合理估值水平应该等于或者高于业绩波动巨大的化工类上市公司的平均估值。此外, 公司还存在将所持新加坡 KIRI 公司可转债转股并与德司达合并报表的强烈预期, 而目前股价对应今年 EPS 仅 16.8 倍, 对应并表后 11 年 1.05 元以上的 EPS 仅 10 倍 PE, 我们维持“强烈推荐-A”的投资评级, 暂维持 15.0 元的目标价。但我们建议短期关注德司达的盈利恢复情况及公司所持新加坡 KIRI 可转债转股的进展, 如果德司达业绩的恢复进度符合或超出我们预期且公司公告并表, 股价的空间将有望高至 20 元, 长期看, 优秀的管理能力和国际化潜力使公司具备很好的长期投资价值, 建议买入该优质龙头公司。

图 15: 公司上市以来收入和净利润持续保持较高增长



资料来源: 招商证券, 公司年报

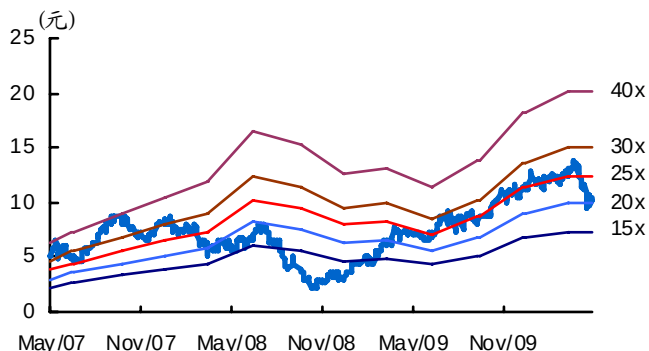
图 16: 公司上市以来保持高而稳的毛利率、净利率和 ROE



资料来源: 招商证券, 公司年报

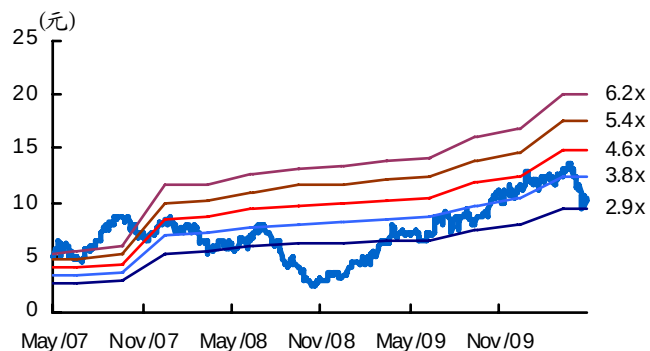
风险提示：全球经济复苏的不确定性使纺织品出口恢复大幅低于预期。

图 17：浙江龙盛历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 18：浙江龙盛历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《浙江龙盛(600352)-稳健增长、盈利能力突出，优质龙头亟待价值回归》2010/1/12
详细阐述了公司各业务块的现状、发展和竞争优势，并提出了龙盛估值应回归合理的观点
- 2、《浙江龙盛(600352)-染料稳健、多元拓展及财务费用下降推动业绩增长》2010/3/16
- 3、及时提示公司股价到达管理层持股成本，进入建仓区：

<http://stock.hexun.com/2010-05-12/123673679.html?from=rss>

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3412	5844	6369	7613	9221
现金	1126	1472	2913	2963	3642
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	440	446	570	799	961
应收款项	565	847	1066	1416	1703
其它应收款	283	760	317	421	506
存货	584	1572	939	1259	1505
其他	414	746	564	755	903
非流动资产	2713	3526	4027	4301	4414
长期股权投资	441	453	453	453	453
固定资产	1195	1352	1671	1822	1801
无形资产	542	609	711	834	959
其他	534	1111	1193	1192	1201
资产总计	6125	9369	10396	11914	13634
流动负债	2270	3221	2153	2698	3218
短期借款	813	969	400	400	500
应付账款	336	479	470	629	753
预收账款	24	44	38	50	60
其他	1097	1729	1245	1618	1905
长期负债	568	1848	1832	1832	1832
长期借款	211	296	296	296	296
其他	356	1552	1537	1537	1537
负债合计	2838	5069	3985	4531	5050
股本	659	1318	1468	1468	1468
资本公积金	1129	763	1943	1943	1943
留存收益	1342	1868	2620	3555	4712
少数股东权益	129	300	329	365	410
母公司所有者权益	3131	3949	6031	6967	8123
负债及权益合计	6125	9369	10396	11914	13634

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	728	(569)	1721	773	1177
净利润			939	1170	1445
折旧摊销			213	248	264
财务费用			32	10	12
投资收益			(80)	(80)	(80)
营运资金变动			575	(673)	(529)
其它			43	98	64
投资活动现金流	(971)	(752)	(717)	(559)	(377)
资本支出			(732)	(559)	(377)
其他投资			15	0	0
筹资活动现金流	358	1604	436	(164)	(121)
借款变动			(739)	0	100
普通股增加			150	0	0
资本公积增加			1180	0	0
股利分配			(188)	(234)	(289)
其他			33	70	68
现金净增加额	116	283	1441	50	679

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4225	4619	6335	8415	10120
营业成本	3137	3441	4696	6293	7527
营业税金及附加	12	12	19	25	30
营业费用	141	133	190	252	293
管理费用	268	305	386	530	607
财务费用	126	40	32	10	12
资产减值损失	80	20	0	0	0
公允价值变动收益	(4)	0	0	0	0
投资收益	64	82	80	80	80
营业利润	522	751	1091	1383	1730
营业外收入	18	25	12	12	12
营业外支出	19	12	9	9	9
利润总额	521	765	1094	1386	1733
所得税	42	72	126	180	243
净利润	479	693	968	1206	1490
少数股东损益	9	24	29	36	45
母公司所有者净利润	470	669	939	1170	1445
EPS (元)	0.71	0.51	0.64	0.80	0.98

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	26%	9%	37%	33%	20%
营业利润	24%	44%	45%	27%	25%
净利润	21%	42%	40%	25%	24%
获利能力					
毛利率	25.8%	25.5%	25.9%	25.2%	25.6%
净利率	11.1%	14.5%	14.8%	13.9%	14.3%
ROE	15.0%	16.9%	15.6%	16.8%	17.8%
ROIC	13.9%	12.6%	14.1%	15.1%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	54.1%	38.3%	38.0%	37.0%
净负债比率	16.9%	15.3%	6.7%	5.8%	5.8%
流动比率	1.5	1.8	3.0	2.8	2.9
速动比率	1.2	1.3	2.5	2.4	2.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	5.3	3.2	3.7	5.7	5.4
应收帐款周转率	6.8	6.5	6.6	6.8	6.5
应付帐款周转率	9.3	8.4	9.9	11.5	10.9
每股资料(元)					
每股收益	0.71	0.51	0.64	0.80	0.98
每股经营现金	1.10	-0.43	1.17	0.53	0.80
每股净资产	4.75	3.00	4.11	4.74	5.53
每股股利	0.20	0.10	0.13	0.16	0.20
估值比率					
PE	15.0	21.2	16.8	13.5	10.9
PB	2.3	3.6	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	10.9	9.1	6.6	5.3	4.4

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。

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，两年化工行业研究经验。

裘孝锋:复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

李荣耀:上海财经大学数量经济学硕士，同济大学高分子材料学士，两年化工行业研究经验，2010 年 4 月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师

张啸伟:南开大学国际经济研究所世界经济硕士，天津大学化学工程与工艺学士，2010 年 4 月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师。

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。