

一个新染料帝国的序幕

研究结论

- 我们认为浙江龙盛收购德司达后，能成功整合的概率很大。之前国内企业整合国外公司大多以失败告终，主要是由于这些收购大多是高价收购股权，而收购股权则意味着必须承担原有主体高昂的人工成本和后续无法回避的福利负担；而龙盛此次收购是在德司达进入破产程序之后进行的，而龙盛本次收购仅以 4000 万欧元的价格获得了账面净值 2.86 亿欧元的资产（龙盛转股后占 62.4% 的股权），还成功剥离了德司达德国总部的所有债务，因此成功整合的概率很高。
- 德司达被收购后，竞争力将大大加强。德司达在国际市场最主要的竞争对手是克莱恩和亨斯迈。亨斯迈 08 年和 09 年染化部分的 EBITDA 分别为 -3300 万美元和 -6400 万美元；而克莱恩前期也传出想要出售染化部门的讯息。究其原因，我们认为业务逐步被新兴市场企业蚕食以及传统部门所无法避免的冗员所带来的负担是其盈利情况低迷的原因。而德司达经过破产重组之后，则完全甩掉了历史包袱，如果将这三个染化巨头比作三个原本带着镣铐的囚徒，那么德司达的镣铐已经被卸下，他的竞争力自然大大加强。
- 收购德司达后，浙江龙盛对染料市场的控制力会进一步加强。浙江龙盛在收购德司达之后，将集行业龙头、中间体供应商和大采购方控制人为一体，“挟天子以令诸侯”，更多的国内染化企业会主动或被动的加入浙江龙盛的利益联盟，我们相信龙盛对染料市场的控制力将进一步加强。
- 我们认为浙江龙盛收购德司达，是一次双赢事件。我们将公司 2010 年、2011 年业绩分别由 0.70 元和 0.92 元调高到 0.74 元和 1.07 元/股（摊薄后），维持公司买入的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

石油与化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

yangyun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108121215

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2010年7月15日) 10.46

目标价格 16元

总股本/A股(万股) 146841.59/146841.59

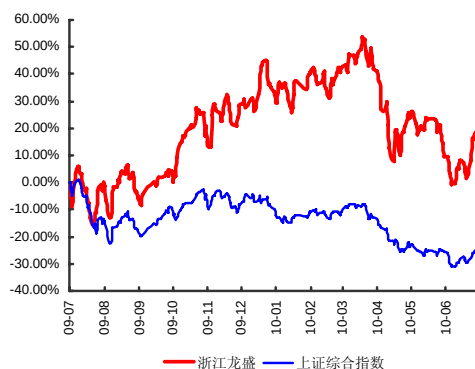
A股市值(百万元) 14000

国家/地区 中国

行业 基础化工

报告日期 2010年7月26日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	9.39%	-18.05%	31.61%
相对表现(%)	8.64%	-3.79%	52.88%

资料来源：WIND

财务预测

(百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	4619	7721	7966	8763
同比(%)	9%	67%	3%	10%
净利润	669	1085	1565	1821
同比(%)	42%	62%	44%	16%
毛利率(%)	25.5%	22.8%	28.8%	28.0%
ROE(%)	16.7%	22.0%	25.3%	22.7%
每股收益(元)	0.46	0.74	1.07	1.24
P/E(X)	24.89	15.35	10.65	9.15
P/B(X)	4.16	3.38	2.69	2.08
EV/EBITDA	9	6	4	3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

破产重组+收购资产+印度人出面=成功的收购.....	4
卸下镣铐后，德司达的竞争力将大大加强	4
更多的染料厂商会加入浙江龙盛的利益联盟	7
浙江龙盛+重组后的德司达=一个新的染料帝国	8
估值和投资建议.....	8
风险因素分析:	8

图表目录

亨斯迈染化部门盈利情况.....	5
浙江龙盛和安诺其的盈利状况.....	5
德司达的历史沿革	6
中国染化业人工成本大概是欧美同行的二十分之一	6
浙江龙盛的行业掌控力会进一步加强	7

破产重组+收购资产+印度人出面=成功的收购

2010年2月4日，新加坡 KIRI 公司以收购资产的方式，支付 4000 万欧元收购德司达除美国子公司之外的全球业务，本次收购剥离了德司达德国总部的所有债务(主要为德国部分的银行负债及员工应付养老金等)，收购范围包括德司达德国的固定资产、存货、专利、知识产权、商标、内部应收款以及其在全球 22 个国家的子公司的股权，该部分资产账面净值约 2.86 亿欧元。

而浙江龙盛全资子公司桦盛公司此前认购了新加坡 KIRI 价值 2200 万欧元的可转换债券，该部分可转换债券可按照 10 新元/股的价格转成新加坡 KIRI 的股本，若全部转股，桦盛公司将持有新加坡 KIRI 公司 62.4%的股权。

我们认为本次收购是一次非常成功的收购，原因有三点：

首先，对方先行破产。2009 年 9 月，德司达已经进入破产申请程序，这为收购方在谈判中赢得了主动。

其次，以收购资产的方式进行收购。收购资产，可以避免背上破产公司原有的大量负债，而且由于德国政府承担了员工应付养老金等债务，所以在后续裁减冗员时，无需担心当地工会的因素。

最后，印度人出面谈收购，大大降低了收购成本。我们认为此次收购能以 4000 万欧元的价格成功购得 2.86 亿欧元的净资产，在很大程度上是因为印度公司出面。目前高价收购已经成了中国收购案的代名词之一，而印度人对于国际规则的熟悉，使得他们能够更好的运用有限资源获得更大利益。

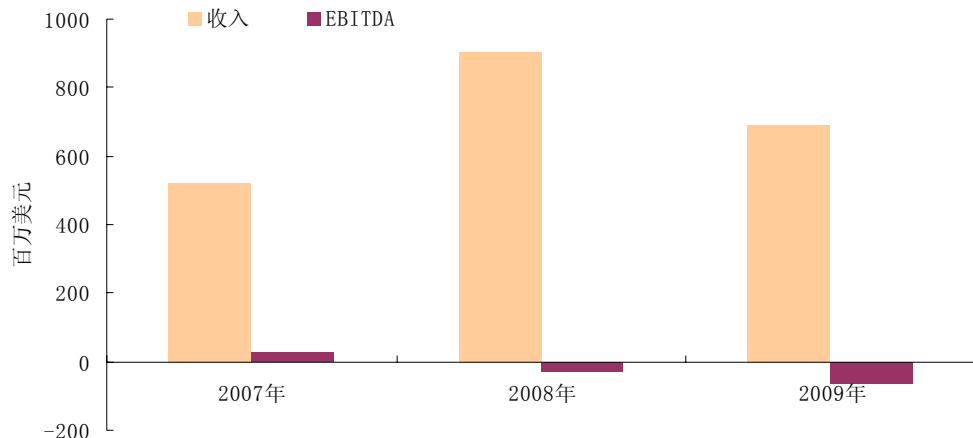
我们认为这次收购，为浙江龙盛打开了新的发展空间。

卸下镣铐后，德司达的竞争力将大大加强

根据浙江龙盛公告：德司达是全球染料、染料解决方案、皮革解决方案、高性能化学品、新技术和定制生产特殊染料/颜料的全球领导者，在全球主要市场拥有超过 30 个销售实体服务于 7,000 家客户，2008 年销售收入约 8 亿欧元，约占全球近 21%的市场份额，在所有的关键市场都有着销售和技术的支持，在 50 个国家设有代理机构，拥有在 12 个国家的 18 家工厂，德司达的世界客户群包括知名国际品牌如 NIKE、ADIDAS、SWAL-MART、LEVIS 等。

德司达在国际市场最主要的竞争对手是克莱恩和亨斯迈。由于德司达不是上市公司，我们无法获得其财务数据，但是我们可以借鉴亨斯迈的财务情况。

亨斯迈染化部门盈利情况

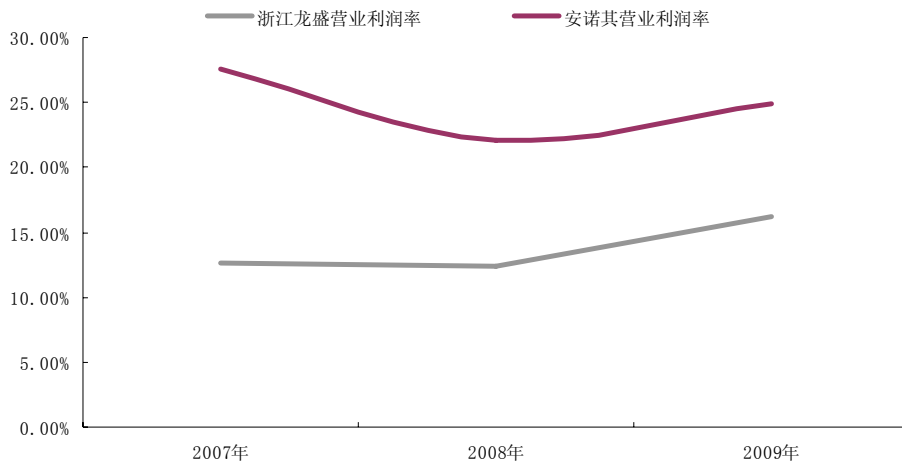


数据来源：公司年报，东方证券研究所整理

亨斯迈 07 年至 09 年其染化部分的营收分别为 5.23 亿美元、9.03 亿美元和 6.91 亿美元，EBITDA 分别为 2890 万美元、-3300 万美元和 -6400 万美元，而克莱恩前期也传出想要出售染化部门的讯息，由此可见，不仅德司达，亨斯迈和克莱恩的染化部门的生存状态也不好。

但是，从浙江龙盛和安诺其的报表中，我们可以看到，国内染化行业的盈利情况会远远好于上述的三大染化国际巨头。

浙江龙盛和安诺其的盈利状况



数据来源：东方证券研究所整理

我们将浙江龙盛可以作为国内基础染料生产商的代表，将安诺其作为国内染料服务商的代表；龙盛营业利润率大概在 12% 左右，安诺其的营业利润率大概在 24% 左右。

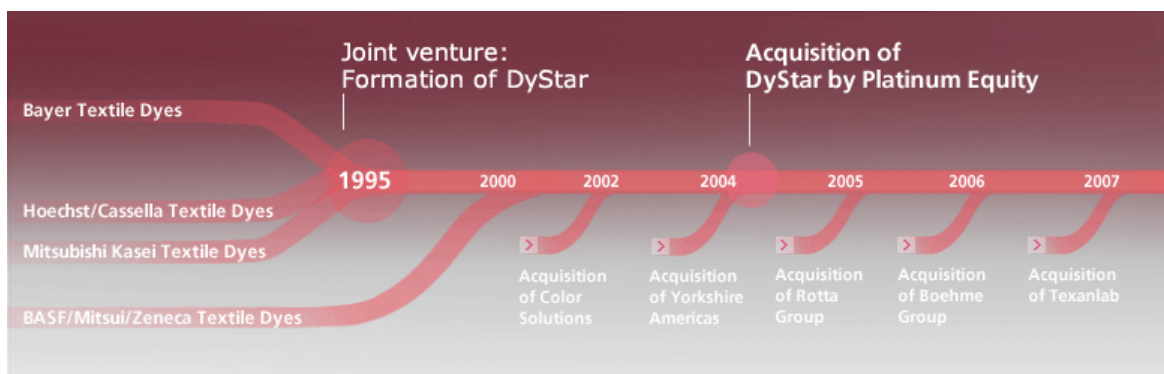
德司达、亨斯迈和克莱恩的染料均定位于中高端，其产品价格和服务价格都必然远高于国内产品。因此无论是从生产商的环节还是从服务商的环节来看，三大染料巨头都不应该处于如此低下的盈利水平。

究其原因,我们认为业务逐步被新兴市场企业蚕食以及传统部门所无法避免的冗员所带来的负担是其盈利情况低迷的原因。

2005 年 11 月 11 日,德司达曾诉讼浙江龙盛及浙江闰土股份有限公司侵犯其专利 ZL99104177.1,此案一直到 2009 年 4 月 20 日以德司达撤诉告终。我们认为,德司达的诉讼事件,表明在 2005 年之前,其已经受到来自国内染料厂家的威胁,其中低端市场份额正在被如浙江龙盛和闰土这样的厂家所侵占。

从德司达的历史沿革来看,德司达是在一步步的兼并收购中一路走来的,但是考虑到欧美国家的工会势力,其兼并收购必然无可避免的会造成大量的人员富余。比如 2006 年,亨斯迈收购汽巴精化纺织染色部门时,汽巴精化纺织染色部大约 3300 名员工以及大约 900 名集团行政支持人员全部都整体转移至亨斯迈。

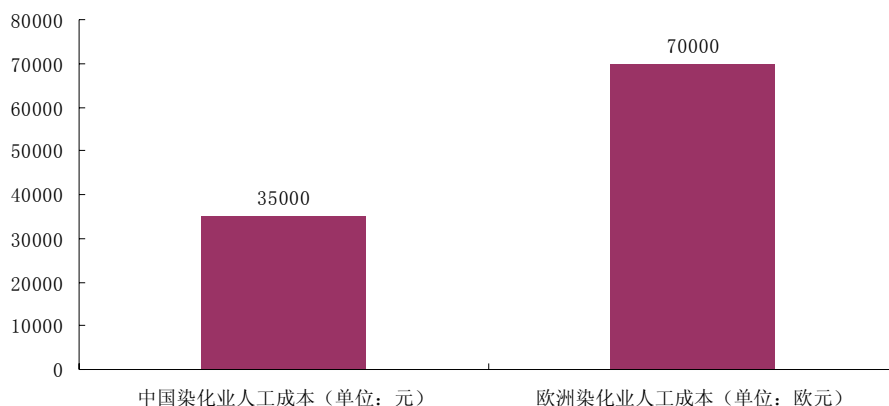
德司达的历史沿革



资料来源:德司达网站

我们认为传统部门无法避免的冗员负担是德司达、亨斯迈和克莱恩盈利情况低迷的最大原因。我们估计,如果把工人工资、奖金、各种福利相加,并把退休工人养老金分摊到每个工人头上的话,欧美国家染化业的平均人工成本在 5 万欧元-7 万欧元左右,以亨斯迈 2006 年时染化部门 4200 名员工计算,其一年的人工成本估计在 2.1 亿欧元-3 亿欧元左右。相对于亨斯迈染化部门 6 亿欧元左右的销售收入来说,3 亿欧元左右的人工成本会是一个非常沉重的负担。

中国染化业人工成本大概是欧美同行的二十分之一



资料来源:东方证券研究所整理

我们认为，在德司达破产重组之后，无论是处于便于控制还是节约成本的角度考虑，龙盛都会将德司达的总部搬至亚洲。而且，以龙盛一贯的做事风格来看，机构精简、冗员剔除等工作也一定会得以进行。以亨斯迈的人员规模估算，德司达德国总部行政支持人员加工厂工人的数量应该在 1500 人左右。因此，我们估计破产重组后，德司达的人工成本节约应该在 1 亿欧元左右。

如果我们将这三个染化巨头比作三个原本带着镣铐的囚徒，那么德司达的镣铐已经被卸下，再考虑到浙江龙盛在原材料采购等环节能给予德司达的帮助，我们认为在被收购后，德司达的竞争力将大大加强。我们认为在重组完成后，德司达的市场份额很可能会突破其之前全盛时期的份额。

考虑到其成本节约以及未来可能的市场份额提高，其盈利能力将非常可观。若假设 2012 年德司达盈利达到 1.5 亿欧元，以 1 欧元兑换 8.75 元人民币计算，再考虑龙盛对德司达 62.4% 的持股比例，届时德司达将为浙江龙盛贡献 8 亿人民币的净利润。

更多的染料厂商会加入浙江龙盛的利益联盟

在收购德司达之前，浙江龙盛的身份有两个：1、染料市场部门大宗中间体的提供商；2、行业龙头。而在收购后，浙江龙盛的身份又增加了一个：3、市场某大采购方的控股股东。

从目前来看，全球 60% 左右的基础染料是由中国制造的，而德司达作为全球最大的染料服务商，自然也是基础染料市场最大的买方之一（如楚原在石首的 10 万吨活性染料基地即是和德司达合资建设的）。龙盛收购了德司达，“挟天子以令诸侯”，它可以更多的国内染化企业拉进自己的利益联盟，我们相信龙盛对染料市场的控制力将进一步加强。

浙江龙盛的行业掌控力会进一步加强



资料来源：东方证券研究所整理

浙江龙盛+重组后的德司达=一个新的染料帝国

浙江龙盛是全球最大的基础染料生产商，而德司达则是全球最大的染料服务提供商。双方的互补性非常强。

对于一个成功的染料服务提供商来说，对客户需求的快速反应速度以及到位的激励机制是必不可缺的。而浙江龙盛习惯于给予下属子公司足够的自由度和足够吸引人的激励机制。我们相信这一点也会在重组后的德司达身上得到体现。在亚洲，德司达的决策将不必走原来先经国家总部再经区域总部，最后再交德国总部决定的流程，我们相信德司达在亚洲这个最主要的染化市场的份额将会迅速提升。

而德司达在技术积累、配方、专利以及品牌等各方面的优势也将对浙江龙盛的发展提供很大帮助。

我们认为浙江龙盛加上重组后的德司达将会成为一个真正的染料帝国，而本次收购则为这个帝国走到台前拉开了序幕。

估值和投资建议

我们认为，市场之前对浙江龙盛的顾虑在于公司的成长已经到达了一个瓶颈，但是收购德司达已经重新将公司的发展空间打开，我们预测公司将公司 2010 年和 2011 年盈利预测分别提高至 0.74 元和 1.07 元，对应 2011 年 15 倍 PE，给予公司 12 个月 16 元的目标价，维持买入评级。

风险因素分析：

- 1、 原材料价格再现 2008 年的剧烈波动；
- 2、 经济复苏进程低于预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5844	5662	6372	6770	营业收入	4619	7721	7966	8763
现金	1472	861	1500	1163	营业成本	3441	5961	5669	6307
应收账款	847	1450	1465	1558	营业税金及附加	12	22	23	25
其它应收款	760	395	491	622	营业费用	133	258	266	293
预付账款	745	622	669	797	管理费用	305	490	505	556
存货	1572	1571	1522	1765	财务费用	40	63	110	122
其他	447	764	725	863	资产减值损失	20	1	1	1
非流动资产	3526	4881	6783	7538	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	453	476	500	431	投资净收益	82	300	400	800
固定资产	1352	2898	4640	5483	营业利润	751	1227	1792	2259
无形资产	609	721	854	1010	营业外收入	25	27	28	29
其他	1111	786	789	614	营业外支出	12	10	11	12
资产总计	9369	10544	13155	14308	利润总额	765	1243	1809	2276
流动负债	3221	3852	4527	3745	所得税	72	114	181	341
短期借款	969	1140	1952	956	净利润	693	1129	1628	1935
应付账款	479	763	730	798	少数股东损益	24	44	63	114
其他	1773	1949	1846	1991	归属于母公司净利润	669	1085	1565	1821
非流动负债	1848	1347	1948	1948	EBITDA	963	1539	2364	3041
长期借款	296	296	896	896	EPS (元)	0.46	0.74	1.07	1.24
其他	1552	1051	1052	1052	主要财务比率				
负债合计	5069	5199	6475	5693	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	300	343	406	520	成长能力				
股本	1318	1318	1318	1318	营业收入	9.3%	67.1%	3.2%	10.0%
资本公积	763	763	763	763	营业利润	43.8%	63.3%	46.1%	26.0%
留存收益	1868	2845	4116	5937	归属于母公司净利润	42.2%	62.1%	44.2%	16.4%
归属母公司股东权益	4000	4926	6197	8018	获利能力				
负债和股东权益	9369	10468	13079	14232	毛利率	25.5%	22.8%	28.8%	28.0%
现金流量表					净利率	14.5%	14.1%	19.6%	20.8%
单位: 百万元					ROE	16.7%	22.0%	25.3%	22.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	14.9%	19.7%	22.0%	23.8%
经营活动现金流	-569	859	1588	1393	偿债能力				
净利润	693	1129	1628	1935	资产负债率	54.1%	49.7%	49.5%	40.0%
折旧摊销	172	249	462	660	净负债比率				
财务费用	40	63	110	122	流动比率	1.81	1.47	1.41	1.81
投资损失	-82	-300	-400	-800	速动比率	1.32	1.06	1.07	1.33
营运资金变动	-1375	148	-200	-519	营运能力				
其它	-17	-430	-13	-4	总资产周转率	0.60	0.78	0.67	0.64
投资活动现金流	-752	-1334	-1968	-620	应收账款周转率	7	7	5	6
资本支出	966	1600	2200	1319	应付账款周转率	8.44	9.60	7.60	8.26
长期投资	-26	-88	24	-68	每股指标 (元)				
其他	188	178	255	631	每股收益	0.51	0.82	1.19	1.38
筹资活动现金流	1604	-136	1020	-1110	每股经营现金流	-0.43	0.65	1.20	1.06
短期借款	156	171	811	-996	每股净资产	3.04	3.74	4.70	6.08
长期借款	84	0	600	0	估值比率				
普通股增加	659	0	0	0	P/E	24.89	15.35	10.65	9.15
资本公积增加	-366	0	0	0	P/B	4.16	3.38	2.69	2.08
其他	1071	-307	-392	-114	EV/EBITDA	9	6	4	3
现金净增加额	282	-611	639	-337					

资料来源：东方证券研究所预测

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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