

浙江龙盛 (600352)

DYSTAR 经营迅速恢复中，染料龙头稳健成长

——2010 中报分析

魏涛
 0755-23976212
 weitao@gtjas.com
 S0880209050544

本报告导读：

公司主业保持快速增长，DYSTAR 经营处于迅速恢复中，下半年开始贡献利润。业绩稳定增长，股价安全边际高。

投资要点：

- 上半年公司实现收入 31.7 亿元，同比增长 55.91%；实现归属于母公司所有者净利润 4.09 亿元，同比增长 27.79%；净资产收益率 8.72%；摊薄后 EPS 为 0.299 元；扣除非经常性损益后 EPS 为 0.24 元。
- 二季度下游需求热度降低及原材料价格下跌带动产品价格下滑，公司综合毛利率从一季度的 28% 下降为 21.7%，但由于三项费用率下降及获得 6292 万元投资收益，二季度净利率反而略高于一季度。
- 公司 5000 吨/年间苯二酚项目已稳定生产，产销情况良好，公司将按计划将间苯二酚产能扩至 2 万吨，同时增加 2.2 万吨间苯二胺的产能。生产联碱的子公司龙化新装置已进入试车阶段。2010 上半年公司汽车业务收入同比增长 258% 达到 3.97 亿元，已超过去年全年的收入。
- 收购 DYSTAR 后，公司致力于恢复 DYSTAR 在全球的业务并取得了不错的效果。今年 2 月以来，DYSTAR 的销售收入逐步回升，净利润也从亏损变为盈利，发展态势良好，按照目前情况看，2011 年 DYSTAR 的收入就有望恢复到金融危机前 8 亿欧元的水平。随着 DYSTAR 业务的逐步恢复，将为公司染料业务继续增长提供新的动力。
- 不考虑 DYSTAR 的贡献，我们预测公司 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.66、0.78、0.93 元，其中 2010 年 EPS 中的中间体（包括间苯二酚）贡献 0.13 元。如果 DYSTAR 业务继续稳步恢复，2011、2012 年有望实现 5%、7% 的净利润率，按危机前 8 亿欧元收入测算，2011、2012 年将分别贡献 EPS 0.15 元、0.21 元。那么预测公司 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.66、0.93、1.14 元，“增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,225	4,619	6,693	7,928	9,289
(+/-)%	26.3%	9.3%	44.9%	18.4%	17.2%
经营利润 (EBIT)	647	804	1,130	1,338	1,577
(+/-)%	33.0%	24.2%	40.4%	18.5%	17.8%
净利润	470	669	966	1,163	1,380
(+/-)%	21.3%	42.2%	44.4%	20.4%	18.7%
每股净收益 (元)	0.36	0.51	0.66	0.79	0.94
每股股利 (元)	0.15	0.10	0.15	0.19	0.22

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	15.3%	17.4%	16.9%	16.9%	17.0%
净资产收益率 (%)	14.9%	16.7%	20.3%	20.5%	20.4%
投入资本回报率 (%)	19.9%	14.0%	15.6%	20.8%	19.4%
EV/EBITDA	4.3	3.4	2.5	2.3	1.7
市盈率	30.5	21.4	16.5	13.7	11.6
股息率 (%)	1.4%	0.9%	1.4%	1.7%	2.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**16.00**

上次预测：**15.10**

当前价格：**10.87**

2010.07.30

交易数据

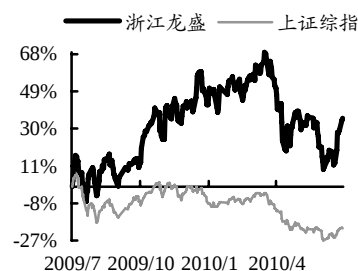
52 周内股价区间 (元)	7.50-13.77
总市值 (百万元)	15,962
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,468/1,468
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	15
日均成交值 (百万元)	160

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,646
每股净资产	3.84
市净率	2.8
净负债率	53%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.09	0.13
Q2	0.15	0.15
Q3	0.13	0.20
Q4	0.14	0.18
全年	0.51	0.66

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	-11%	25%
相对指数	11%	0%	50%

相关报告

- 《压价提升占有率，市场控制力将进一步提升》
2010.03.16
- 《下半年染料旺季，盈利有望环比提升》
2009.08.28
- 《二季度业绩环比将继续提升》
2009.04.19
- 《产品价格继续上涨体现强大定价能力》
2009.04.14
- 《德司达危机有利公司抢占国际、国内市场》
2009.03.30

模型更新时间: 2010.07.30

股票研究

原材料
基础化工

浙江龙盛 (600352)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 16.00

上次预测: 15.10

当前价格: 10.87

公司网址

www.longsheng.com

公司简介

公司是浙江龙盛控股公司的核心子公司,是国内染料行业唯一上市公司,拥有自营进出权。公司主要生产高强度、环保型分散、活性、酸性系列染料、助剂及化工中间体,产品畅销全国各地、远销世界五大洲 70 多个国家和地区,是全球最大的分散染料生产和出口基地,国内染料行业的龙头企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

7.50-13.77

市值 (百万)

15,962

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

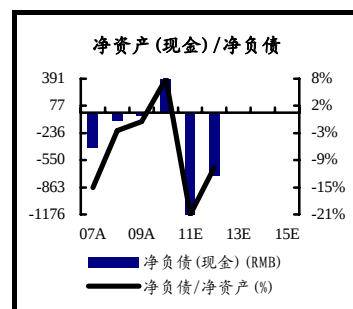
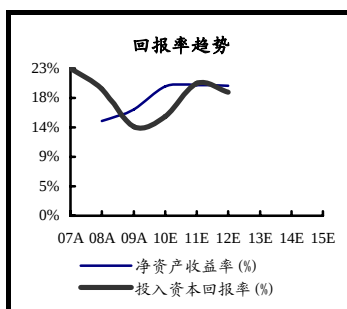
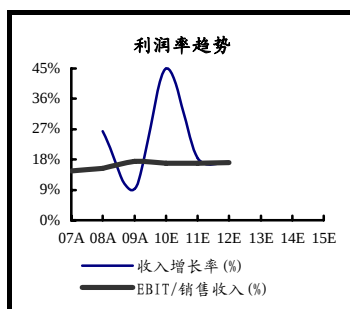
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,345	4,225	4,619	6,693	7,928	9,289
营业成本	2,595	3,137	3,441	5,005	5,943	6,964
税金及附加	8	12	12	17	20	24
营业费用	105	141	133	181	214	251
管理费用	157	268	305	361	412	474
EBIT	487	647	804	1,130	1,338	1,577
公允价值变动收益	428	-428	0	0	0	0
投资收益	1,347	6,447	8,232	12,000	10,000	10,000
财务费用	67	126	40	85	90	73
营业利润	422	522	751	1,125	1,349	1,604
所得税	27	42	72	136	164	195
少数股东损益	5	9	24	34	41	49
净利润	388	470	669	966	1,163	1,380
货币资金、交易性金融资产	877	1,126	1,472	1,004	1,348	1,393
其他流动资产	1,783	2,286	4,371	6,212	6,040	6,989
长期投资	376	574	563	683	783	883
固定资产合计	1,089	1,566	2,320	2,242	2,242	3,407
无形资产及其他资产	65	547	614	596	578	560
资产合计	4,205	6,125	9,369	10,851	11,105	13,345
流动负债	1,430	2,270	3,221	4,090	3,385	4,486
长期负债	0	211	1,343	1,047	1,047	1,047
股东权益	2,719	3,158	4,000	4,764	5,683	6,773
投入资本(IC)	1,972	2,985	5,258	6,363	5,655	7,149
NOPLAT	456	594	736	994	1,178	1,388
折旧与摊销	99	87	130	147	18	233
流动资金增量	(577)	(50)	(1,451)	(1,202)	690	(347)
资本支出	(384)	(1,050)	(952)	(50)	0	(1,380)
自由现金流	(406)	(419)	(1,537)	(111)	1,886	(107)
经营现金流	(26)	662	(650)	(50)	1,903	1,288
投资现金流	(760)	(1,285)	(983)	(90)	0	(1,380)
融资现金流	321	575	1,268	(328)	(1,558)	137
现金流净增加额	(465)	(48)	(365)	(468)	344	45
收入增长率		26.3%	9.3%	44.9%	18.4%	17.2%
EBIT 增长率		33.0%	24.2%	40.4%	18.5%	17.8%
净利润增长率		21.3%	42.2%	44.4%	20.4%	18.7%
利润率						
毛利率	22.4%	25.8%	25.5%	25.2%	25.0%	25.0%
EBIT 率	14.5%	15.3%	17.4%	16.9%	16.9%	17.0%
净利润率	11.6%	11.1%	14.5%	14.4%	14.7%	14.9%
净资产收益率(ROE)		14.9%	16.7%	20.3%	20.5%	20.4%
总资产收益率(ROA)	9.2%	7.7%	7.1%	9.0%	10.6%	10.4%
投入资本回报率(ROIC)	23.1%	19.9%	14.0%	15.6%	20.8%	19.4%
存货周转天数	72	69	114	141	116	85
应收账款周转天数	70	67	97	107	117	118
总资产周转天数	370	446	612	551	505	480
净利润现金含量	(0.07)	1.41	(0.97)	(0.05)	1.64	0.93
资本支出/收入	11%	25%	21%	1%	0%	15%
资产负债率	34.3%	46.3%	54.1%	52.5%	44.9%	45.6%
净负债率	-15.0%	-2.9%	-0.9%	8.2%	-20.7%	-10.7%
PE		30.5	21.4	16.5	13.7	11.6
PB	2.6	2.3	3.6	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA		4.3	3.4	2.5	2.3	1.7
P/S	2.14	1.70	3.10	2.14	1.81	1.54
股息率		1.4%	0.9%	1.4%	1.7%	2.0%



1. 上半年经营回顾

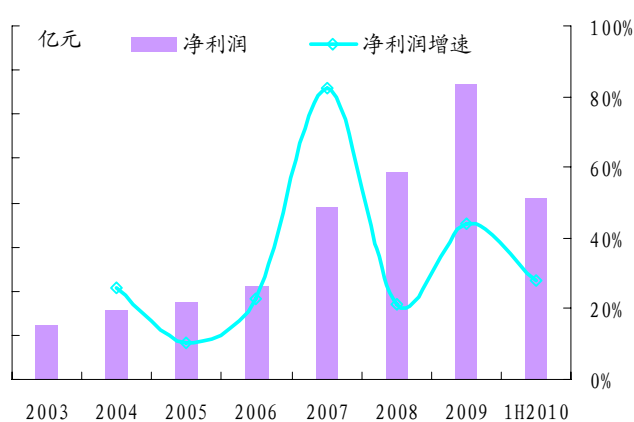
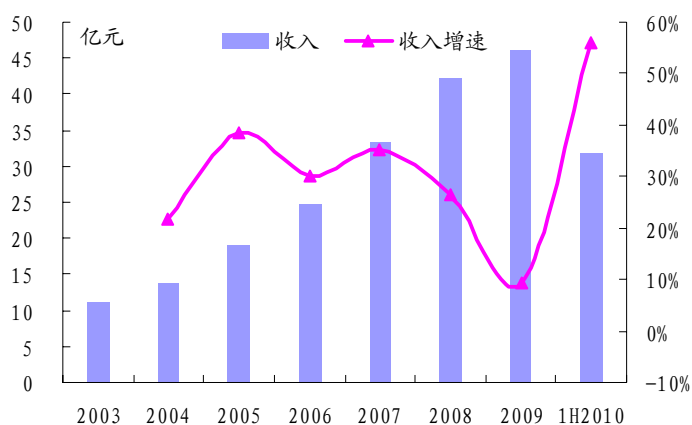
1.1. 收入、利润大幅增长

2010 上半年公司实现销售收入 31.7 亿元, 同比增长 55.91%; 实现归属于母公司所有者净利润 4.09 亿元, 同比增长 27.79%; 净资产收益率 8.72%; 摊薄后 EPS 为 0.299 元; 扣除非经常性损益后 EPS 为 0.24 元。

2010 年公司染料业务“压价抢占市场份额”的策略效果明显, 带来收入快速增长。公司收入的大幅增长源于各产品的销量增长和价格回升, 上半年公司分散、活性染料、中间体、减水剂、汽车配件业务收入均实现 30% 以上增长, 显示公司良好的市场和价格控制能力, 出色的经营水平。

图 1: 公司 2003 年以来主营收入及增长

图 2: 公司 2003 年以来净利润及增长



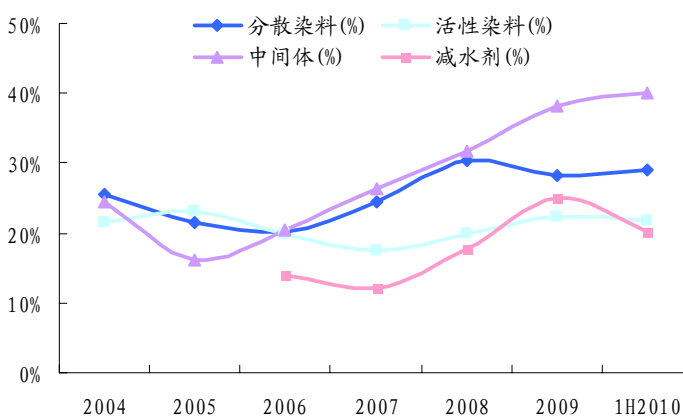
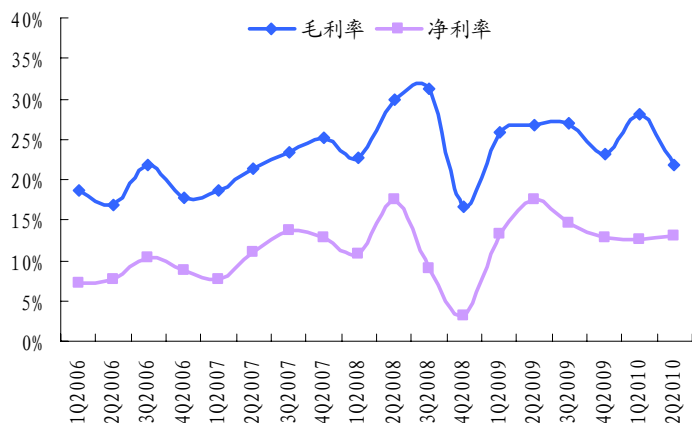
资料来源: 公司财务报告、国泰君安证券

1.2. 产品毛利率总体维持在较好水平

二季度下游需求热度降低及原材料价格下跌带动产品价格下滑, 公司综合毛利率从一季度的 28% 下降为 21.7%, 但由于三项费用率下降及获得 6292 万元投资收益, 二季度净利率反而略高于一季度。下半年印染行业相对旺于上半年, 对染料的需求更好, 公司主要产品毛利率下半年仍将维持在较好水平。

图 3: 2006 年 1 季度以来公司单季综合毛利率

图 4: 公司 2004 年以来分产品毛利率

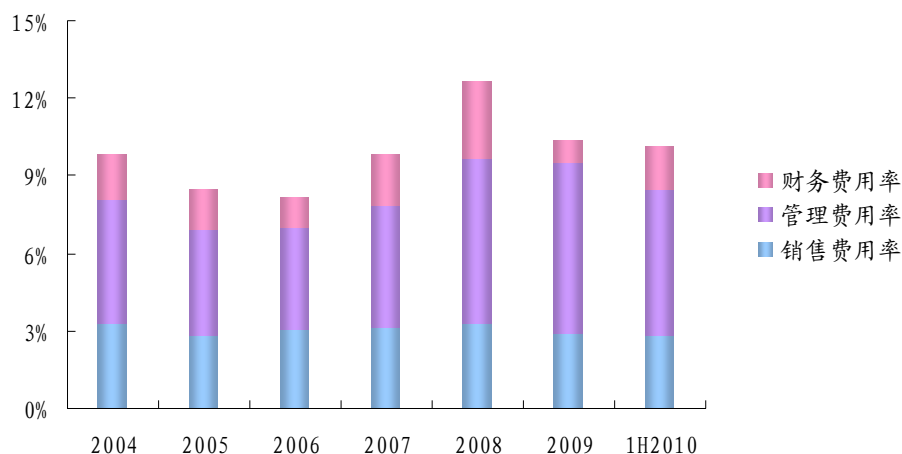


资料来源: 公司财务报告、国泰君安证券

1.3. 财务指标简析

中报显示公司资产负债率为 50.17%，属于合理水平；应收账款同比增加 4.72 亿元，增幅与收入增幅基本保持一致；三项费用率为 10.2%，继续走低，显示公司良好的费用控制能力。

图 5：公司 2004 年以来三项费用率情况



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券

2. 各项主要业务稳健增长

2010 年公司将继续“压价抢占市场份额”的经营策略，计划分散染料产销 12 万吨，活性染料 6 万吨。公司在印度建设的 2 万吨活性染料产销良好，该装置的核心设备按照 4 万吨能力设计，因而该 2 万吨装置在进行小投入改造后产能可增加至 4 万吨。

公司 5000 吨/年间苯二酚项目已稳定生产，产销情况良好，公司将按计划将间苯二酚产能扩至 2 万吨，同时增加 2.2 万吨间苯二胺的产能。生产联碱的子公司龙化新装置已进入试车阶段。公司依托大股东的钢铁产业发展汽车部件业务，009 年实现收入 2.77 亿元，净利润 3000 万元，2010 上半年公司汽车业务收入同比增长 258% 达到 3.97 亿元，已超过去年全年的收入。

3. DYSTAR 经营正在恢复中

2010 年 2 月新加坡 KIRI 公司以 4000 万欧元收购国际染料龙头 DYSTAR 除美国以外的全球业务。收购剥离了 DYSTAR 德国总部的负债，所收购的资产账面净值 2.86 亿欧元。浙江龙盛子公司桦盛公司认购新加坡 KIRI 的 2200 万欧元可转债，可以按照 10 新元/股价格转股，如果桦盛公司全部转股将持有新加坡 KIRI 公司 62.4% 的股权。从这个角度看，浙江龙盛将是 DYSTAR 的实际控制人。

收购 DYSTAR 后，公司致力于恢复 DYSTAR 在全球的业务并取得了不错的效果。今年 2 月以来，DYSTAR 的销售收入逐步回升，净利润也从亏损变为盈利，发

展态势良好，按照目前情况看，2011 年 DYSTAR 的收入就有望恢复到金融危机前 8 亿欧元的水平。随着 DYSTAR 业务的逐步恢复，公司也将合并 DYSTAR 报表从而享受 DYSTAR 的盈利，为公司染料业务继续增长提供新的动力。

表 1: DYSTAR 业务在恢复中

	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
收入	3225.6	4015.5	4011.8	4229.5	4798.1
净利润	-1255.7	-97.1	220.6	116	186.8
净利润率			5.5%	2.74%	3.9%

数据来源：公司公告，国泰君安证券

4. 盈利预测及投资评级

公司是国内染料行业龙头企业，在规模、技术、环保、市场等方面均显著强于国内竞争对手，2010 年实现压价抢占市场后公司对分散染料市场的控制力将进一步增强，未来分散染料的盈利能力将更加丰厚、稳定。

不考虑 DYSTAR 的贡献，我们预测公司 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.66、0.78、0.93 元，其中 2010 年 EPS 中的中间体（包括间苯二酚）贡献 0.13 元。如果 DYSTAR 业务继续稳步恢复，2011、2012 年有望实现 5%、7%的净利润率，按金融危机前 8 亿欧元收入测算，2011、2012 年将分别为公司贡献 EPS 0.15 元、0.21 元。那么预测公司 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.66、0.93、1.14 元，“增持”评级。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		