

2010-09-27

特种化工

浙江龙盛 600352.SH

德司达收购是未来 1-2 年内最大催化剂，现有业务构成安全边界

◇ 报告起因：Dystar 调研

◇ 潜在催化因素：新加坡 Kiri 可转债转股成功；染料旺季涨价；PE 投资项目收获

◆ 入主Dystar倒计时，新加坡Kiri并表后将大幅提高收入并贡献收益

我们预计公司持有新加坡 Kiri 公司可转债 11 年初转股成功，有望在 2011 年增加公司每股净资产约 1 元，增厚公司业绩约 0.2 元/股。预计德司达公司在 2012 年有望继续好转达到正常的业绩贡献，预计给公司带来约 0.3—0.4 元/股的业绩，按照 12 年的 0.3 元/股和 20 倍的 PE，将增厚公司每股价值 6 元。

◆ 定价能力、环保优势、外延扩张构筑公司核心优势

我们认为，公司优秀的历史盈利表现源于公司在染料及相关中间体产品逐渐形成的寡头地位以及公司外延式的扩张。公司染料和中间体业务的定价能力使得公司产品能够将上游成本上涨基本转嫁到下游客户进而规避行业周期性变化的不利影响，从而维持稳定的毛利水平。而公司中间体产品较好的成长性以及在相关中间体的垄断优势，是我们认为可以给予其较高估值的重要原因。

此外，公司循环经济一体化，环保和成本优势明显，随着环保政策趋紧，行业中不符合节能减排政策的企业将逐渐关停并转，导致染料供求关系不断紧张，从而对公司构成利好。

◆ 染料涨价将延续到4季度，未来价格将保持平稳而呈较低季节性波动

9 月份纺织服装行业的传统旺季到来，下游服装开工率提高。染料价格保持涨价趋势，近期染料产品涨价约 3%-5%，预计 4 季度涨价趋势仍将维持。我们认为，随着国内分散染料行业集中度的不断提高，依靠过去压价策略抢占市场份额的效果在逐渐减弱，因此未来染料价格将保持平稳而呈现较小的季节性波动。

◆ 现有产业务稳定增长构成估值底线，德司达转股构成短期刺激：

不考虑 Dystar 并表对业绩影响，我们预计公司 10~12 年 EPS 别为 0.72、0.93 和 1.13 元/股，净利润复合增长率达到 35%，对应 10 年动态市盈率水平仅为 14.6 倍，低于行业平均的 23.8 倍，也低于其 18 倍的历史平均市盈率水平。考虑 Dystar 并表对业绩影响，则预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.72、1.05 和 1.37 元/股，复合增长率为 44.5%。我们认为，随着公司新加坡 Kiri 可转债转股预期到来，公司估值水平有望提升，给予公司 2011 年 15-20 倍市盈率，对应合理价格区间在 15.7~21 元。我们维持公司“买入”的投资评级，给予 6 个月目标价 18 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	4,225	4,619	6,481	8,111	9,489
营业收入增长率	26.30%	9.32%	40.31%	25.15%	16.98%
净利润（百万元）	470	669	1,056	1,366	1,657
净利润增长率	21.33%	42.25%	57.84%	29.28%	21.32%
EPS（元）	0.32	0.46	0.72	0.93	1.13
ROE（归属母公司）	14.90%	16.73%	13.95%	15.66%	16.40%
P/E	32	23	14.3	11.1	9.1
P/B	5	4	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA	8	18	12	9	8

光大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。

维持

买入

当前价格	10.52 元
目标价格	18 元
目标期限	6 个月

分析师：

张力扬 (执业证书编号：S0930209060206)

程 磊 (执业证书编号：S0930209070211)

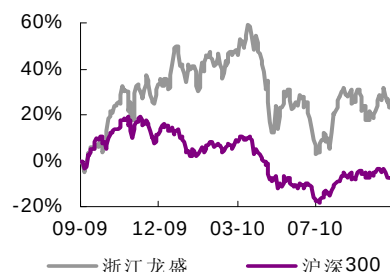
021-22169167

zhangly@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,468
总市值(百万元)	15,095
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低 (元)	13.77/7.95
近 3 月日均成交量(百万股)	16.43
主要股东	阮水龙

股价表现 (12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.16	4.25	31.90
绝对收益	4.67	8.68	25.33

相关报告：

投资要件

关键假设

- 1、分散染料 10~12 年产销量分别为 11, 13.5, 16 万吨, 毛利率维持 28%; 活性染料 10~12 年产销量分别为 6, 8, 10 万吨, 毛利率维持 22%; 中间体毛利率未来 2 年维持在 40%以上;
- 2、公司持有新加坡 Kiri 公司可转债 2011 年初转股成功。未来德司达逐步恢复到正常盈利水平, 2012 年收入达到 10 亿欧元, 而其净利润率恢复到正常水平也就是 10%。
- 3、公司各项费用率保持稳定, 税率由 2009 年不到 10%逐步上升到 15%。

我们区别于市场的观点

- 1、收购德司达: 此前中国公司海外收购中大部分未达预期, 因此市场对公司收购德司达持负面看法。

我们预计公司持有的新加坡 Kiri 公司可转债 2011 年初将转股成功, 预计在 2011 年增加公司每股净资产约 1 元, 增厚公司业绩大约每股 0.12 元。预计德司达在 2012 年有望继续好转并提供正常的业绩贡献, 预计增厚公司业绩约 0.3 元/股, 按照 12 年的 0.3 元/股和 20 倍的 PE, 将增厚公司每股价值 6 元。德司达作为此前全球最大的染料公司, 其下游成套的服务体系和品牌效应将对龙盛的染料业务产生很大的互补。未来转股的成功将是公司 1-2 年内股价最大的上涨催化剂, 我们持乐观态度。而市场在这方面, 因中国公司海外收购大部分未达预期从而对收购德司达持负面看法, 这是我们区别于市场的一个重要观点。

- 2、市场对公司多元化经营持不乐观看法

通过对公司的紧密跟踪, 我们认为公司在原有主营业务正常运行的情况下, 以 ROE 为考核指标, 进行适当的多元化是价值创造的过程, 这明显给公司带来了更快的增长。由于这块业务本质上是项目制的, 所以市场怀疑其持续性也是有道理的。但是项目制的业务一样可以转变为经常性业务, 比如公司原有的汽车配件业务就是一个成功的例子。项目的多元化发展使得公司多元化的这块业务具有很大潜力, 我们持乐观看法。

- 3、关于公司的估值水平: 市场给予其高的市销率和下游行业低增速的事实, 认为其估值将长期保持在低位。

我们认为即使不考虑收购 Dystar 资产对龙盛的影响以及其他多元化业务, 未来两年公司依托横向和纵向延伸, 未来两年业绩增长确定。预计染料、中间体、减水剂等主营产品均能够保持 20%以上的增长速度。而公司中间体产品的垄断优势和销量增速预计继续维持在 20%以上, 这也是公司高毛利率的关键所在, 我们倾向于认为可以给予其高估值。

股价上涨的催化因素

- 1、染料产品价格近期保持上涨趋势。
- 2、公司持有的新加坡 Kiri 公司可转债 2011 年初转股成功。
- 3、公司 PE 投资项目成功上市。

估值和目标价格

不考虑 Dystar 并表对业绩影响,我们预计公司 10~12 年 EPS 别为 0.72、0.93 和 1.13 元,净利润复合增长率达到 35%,对应 10 年动态市盈率水平仅为 14.6 倍,低于行业平均的 23.8 倍,也低于其 18 倍的历史平均市盈率水平。而考虑 Dystar 并表对业绩影响,则预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.72、1.05 和 1.37 元/股,复合增长率为 44.5%。随着四季度染料行业涨价趋势来临,公司新加坡 Kiri 可转债转股预期到来,公司估值水平有望上行,甚至超越价值中枢。不考虑 Dystar 并表对业绩影响,给予公司 2011 年 18 倍 PE 对应价格在 17 元左右。如果考虑 Dystar 并表对业绩的影响,Dystar11,12 年分别贡献每股收益 0.12 元和 0.24 元,给予 11 年 20 倍市盈率,则增厚每股价值 2.4 元,公司合理价格在 19.4 元。我们维持公司“买入”的投资评级,给予 6 个月目标价 18 元。

投资风险

Dystar 经营低于预期、新加坡 Kiri 可转债转股延期; 纺织、地产不景气;

事件：

我们于2010年9月15日前往德国调研了Dystar,期间参观了Dystar在德国的研发及生产基地,拜访了Dystar、浙江龙盛的相关领导,并就Dystar目前经营状况及将来的业务发展进行交流。

一、入主 Dystar 倒计时，新加坡 Kiri 并表后大幅贡献收益

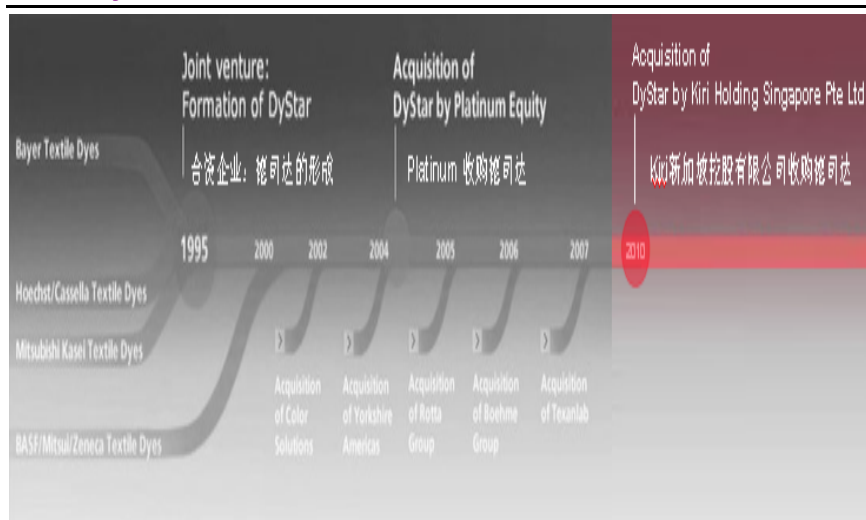
1.1、龙盛、kiri 联手入主，Dystar 迎来新起点

德司达染料公司（DyStar Textilfarben GmbH）是全球最大的纺织染料供应商之一，由众多昔日染料制造业巨头的纺织染料部合并而成，包括拜耳（Bayer）、赫司特（Hoechst）、巴斯夫（BASF）、卜内门-捷利康（ICI-Zeneca）、三菱（Mitsubishi）和三井（Mitsui）公司，领先的国际公司赋予了（德司达）丰富的历史。Dystar 于 1995 年由拜耳公司，赫斯特公司和三菱的合资而成。2000 年，原 BASF 公司的纺织染料业务并入 DyStar，DyStar 形成了 3 家股东均衡控股的格局：Bayer 和 Hoechst 各占 35%股份，BASF 占股 30%。2004 年，Platinum Equity 公司收购德司达。

需要指出的是在全球纺织行业向亚太转移的大背景下，虽然德司达也在积极地将生产基地向亚太转移，但是工会力量的强大使得他很难关闭在欧洲的工厂，从而导致了人工成本的居高不下。这是德司达破产的根本原因。

08 年全球金融危机爆发后，公司陷入流动性不足的困境，2009 年 9 月 28 日，德司达德国公司向法兰克福法院申请破产保护，并多方努力企图摆脱困境，但是由于无人接收，终于导致该公司的破产。2010 年，龙盛和印度 Kiri 公司组建的 Kiri 新加坡控股有限公司收购破产清算的德司达，在股东强大支持下，Dystar 迎来了新的起点。

图1：Dystar的历史进程



资料来源：光大证券研究所

1.2、六优势构建 Dystar 品牌核心价值、染料助剂为核心的业务战略

Dystar 定位为纺织解决方案的市场领先者，是全球唯一的从设计到成品不同阶段提供纺织解决方案的公司，其技术和应用被业界广泛认可，公司拥有强大的零售商和品牌路线，拥有完善的全球网络，能够提供到所有主要纺织厂的途径，并且公司的生态和环保意识在该领域遥遥领先。技术和创新、生态和环保、产品的专业应用、完善的质量控制、优秀的人才团队以及对终端零售的理解构成了 Dystar 品牌的核心价值。

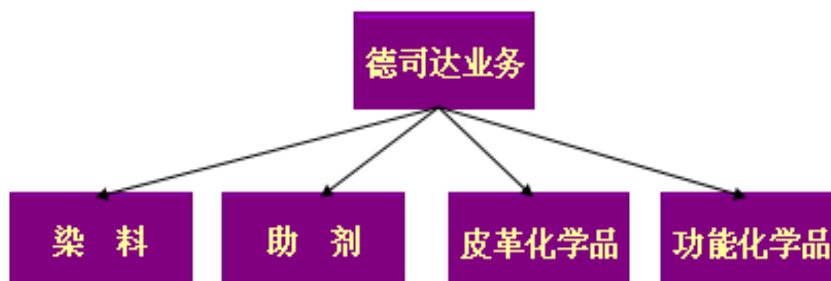
图2：Dystar品牌核心价值



资料来源：光大证券研究所

公司未来的业务战略将立足于 Dystar 品牌的核心价值，重点仍然放在染料业务，并发展助剂、皮革化学品以及相关功能性化学品；同时凭借新股东的强大上游供应链，稳定产品供应；此外，将逐步使生产更靠近增速最快的亚洲市场，发展与主要零售商和品牌更紧密的合作关系。

图3：Dystar业务战略



资料来源：光大证券研究所

1.3、立足欧洲研发、凭借亚洲制造、放眼全球市场

Dystar 的新总部设在新加坡，总部目前人员有 80 名左右，并在 50 个国家设有代表处；技术研发中心仍然留在德国，德国的三个工厂会逐渐关闭两家工厂而只保留 1 家工厂进行高端染料如液体染料的生产，从而大幅降低人力和环保成本。

图4：Dystar品牌核心价值



资料来源：光大证券研究所

据我们了解，德国原总共三个工厂，但其中一个工厂将于今年 10 月后出售，其生产转移到中国工厂进行。目前德国总部包括另外两家工厂总共还有 700 多名员工，未来计划将 2 个工厂再剥离 200 多人，总部还要在删掉 200 多人，最后德国只保留 200 多人，主要进行研发工作。

Dystar 在中国的公司主要包括德司达（南京）、德司达（无锡）和德司达（上海）公司，南京工厂 200 万欧元买下，过去定位于出口，无锡工厂是配方工厂。Dystar 印尼有两家工厂，和中国的公司差别不大，但是印尼的税收政策比中国有优势。

图5: Dystar的各个工厂情况



资料来源：光大证券研究所

我们认为，此次收购的成功之处在于，德司达是在破产清算后才被提出收购，因此新加坡 kiri 能够以极低的价格收购，且企业工人工会在公司破产清算后实际已经解散，劳资问题也迎刃而解，因此未来实施产能转移和遣散德国员工不会遇到太大的阻碍。生产装置从欧洲转移到亚洲、以及欧洲人员的精简，将大幅降低 Dystar 的人力和环保成本，正常情况下单人力成本的节省大约有 7-8 亿人民币（德国 Dystar 员工的成本平均要 70 万人民币）。

1.4、全球染料产业向亚洲转移大势所趋，龙盛染料业务将迎来春天

我们认为尽管发达国家在产品研发和营销服务上的优势明显，但是此前 Dystar 的破产说明了，国外染料企业已不堪承受高昂的人力和环保成本，而中国和印度等发展中国家凭借强大的成本和制造优势，使发达国家企业在染料中、低端市场已无竞争优势、市场萎缩明显，企业陷入经营危机，金融危机的爆发使这一趋势加速。

此次龙盛参与收购 Dystar，使其能够将其强大的制造和成本优势，与 Dystar 的技术服务、全球营销渠道相结合，一方面有助于未来龙盛借助原 Dystar 的研发和全球网络进行现有业务包括染料、中间体、减水剂等海外拓展，另一方也有助于优化 Dystar 在中国的原材料供应渠道，降低采购成本，望成为此次全球染料行业洗牌的最大受益者，公司染料业务将迎来又一个春天。

静态来看 09 年龙盛染料业务收入 20.7 亿元人民币，而 Dystar 公司 07、08 年的销售收入达到 8 亿欧元，是龙盛目前染料业务的 3 倍。目前 Dystar 全球业务正在快速恢复，单月收入、利润环比快速增长。我们预

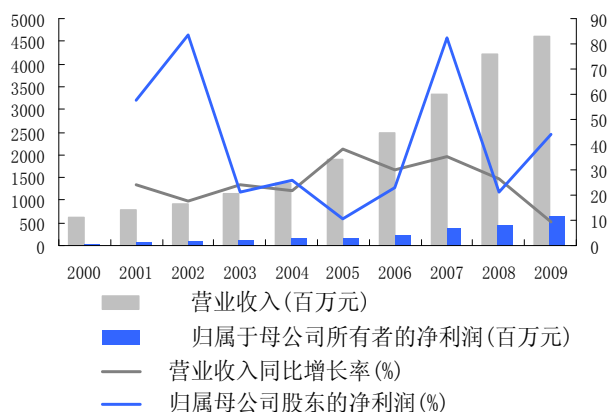
计 11 年新加坡 KIRI 收入有望达到 6 亿元，12 年收入达到 8-10 亿欧元。我们预计公司持有的新加坡 Kiri 公司的可转债将会在 2010 年底开始转股，2011 年完全并表，从而对公司净资产和净利润形成增厚。预计有望在 2011 年增加公司每股净资产约 1 元，增厚公司业绩大约每股 0.2 元。预计德司达公司在 2012 年有望继续好转达到正常的业绩贡献，预计给公司带来大约 0.3—0.4 元，按照 11 年的 0.3 元和 20 倍的 PE，将增厚公司每股价值 6 元。德司达作为全球最大的染料公司，其下游成套的服务体系和品牌效应将对龙盛的染料业务是很大的补充。未来转股的成功将是 1-2 年内股价最大的催化剂，我们持乐观态度。

二、定价能力、环保优势构筑龙盛核心优势

2.1 优秀的历史业绩来自染料和中间体业务的定价能力

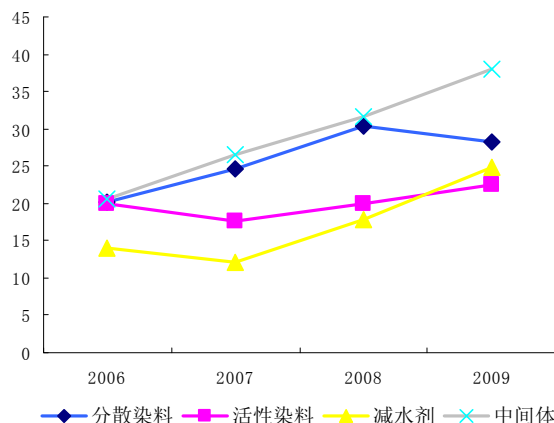
公司自上市以来，收入及净利润年复合增长率分别达到 25% 和 38.5%，并且公司染料、中间体产品的毛利稳步提升。

图6：公司历年收入和净利润持续快速增长



数据来源：光大证券研究所

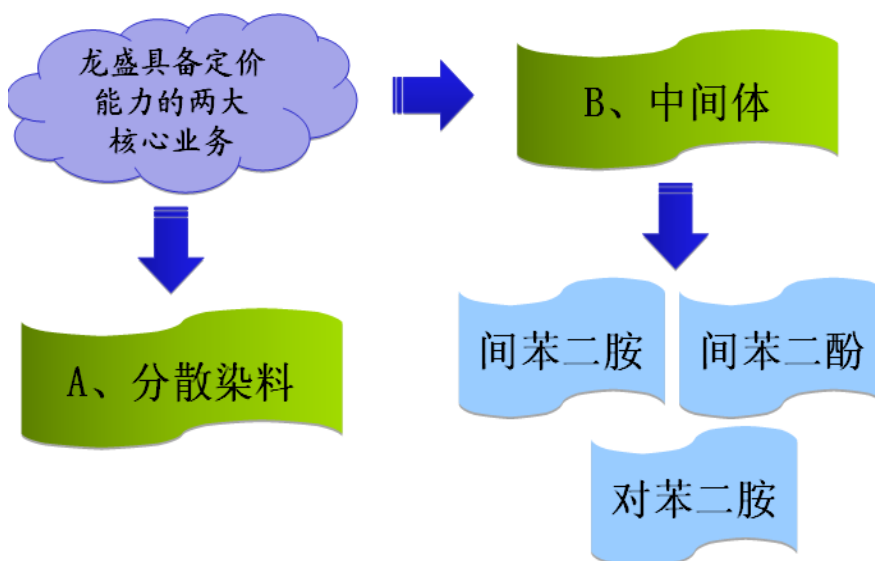
图7：公司各主营产品毛利稳步提升



数据来源：光大证券研究所

我们认为，如此优秀的历史业绩源于公司在染料及相关中间体产品逐渐形成的大寡头地位。公司染料和中间体业务的定价能力使得公司产品能够将上游成本上涨完全转嫁到下游客户，从而维持稳定的毛利率水平。而公司中间体产品较好的成长性以及公司在相关中间体的垄断优势，是我们认为可以给予其高估值的重要原因。

图8：浙江龙盛定价能力



资料来源：光大证券研究所

2.2 分散染料集中度高，上下游集中度低，掌握关键中间体技术，成本优势明显--分散染料定价能力分析

国内分散染料集中度非常高，其中龙盛分散染料产能 12 万吨，闰土产能 10 万吨，仅这两家产量合计占国内分散染料总产量的 55% 左右（09 年国内分散染料产量为 34.8 万吨）。而龙盛掌握分散染料定价权的根本原因来自于龙盛对分散染料关键原材料的成本和垄断优势，以及下游纺织印染行业对染料的刚性需求。

以生产分散染料为例，生产分散染料所需的原材料约 60 种，其中最重要原料的间苯二胺及其还原物占了整个原料成本的 15%，原料成本又占产品总成本的 85%，即间苯二胺及其还原物约占了产品总成本的 13%；而间苯二胺正是龙盛在中间体业务中的主要优势产品，目前公司间苯二胺产品毛利率高达 40% 以上，仅就间苯二胺的优势，公司分散染料产品毛利就比同类企业高出约 6 个百分点，这大大降低了龙盛受上游原料供应价格牵制的风险，提高了龙盛染料业务的成本领先优势，进一步带来龙盛染料业务的议价能力。

图9：掌握间苯二胺等关键中间体技术是龙盛拥有成本优势的重要原因



资料来源：光大证券研究所

分散染料的需求增长与化学纤维产量同比变化，预计 2010 年行业的需求增速在 10% 左右。纺织行业存在刚性需求，2009 年规模以上的印染

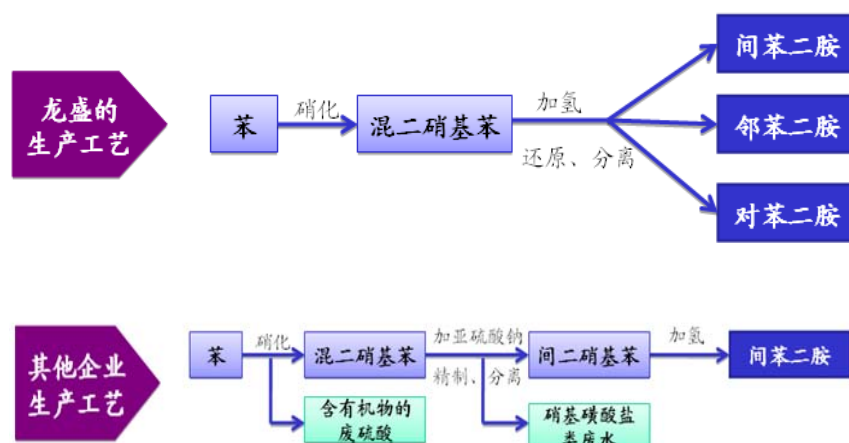
企业达 2243 家，经历金融危机的冲击，中小企业倒闭较多，生产订单向规模企业集中，造成规模企业生产出现好转，目前印染行业开机率接近 100%。综上所述，尽管受金融危机影响国内的纺织服装行业利润率下降明显，但只要印染纺织行业维持其开机率，在龙盛存在强大议价能力的情况下，纺织服装行业利润空间下降影响就很小。

2.3 中间体技术领先、获取产业链垄断地位--中间体定价能力分析

目前国内共有三家大的企业生产间苯二胺产品（分散染料关键中间体），龙盛生产的间苯二胺在国内占有 80% 的市场份额，并且间苯二胺的市场容量和龙盛的占有率均处于上升趋势。

龙盛在生产间苯二胺过程中所需的成本比其他同类企业（除杜邦外）低 30%，这主要是由于间苯二胺生产工艺不同所致。

图10：龙盛中间体工艺技术成本和环保优势明显



资料来源：光大证券研究所

附注：其他企业的工艺，每生产 1 吨间二硝基苯要损失 140 多公斤邻二硝基苯、35 公斤对二硝基苯，产生 4~7 吨废水，废水中有机物含量高、色度深、含盐量大，CODcr 高者可达 10 万 mg/L，由于废水中有机物（主要为硝基苯类化合物）对生物毒性大，且不易降解，环保处理成本很高。

2.3 循环经济一体化，环保和成本优势明显，环保政策最大受益者

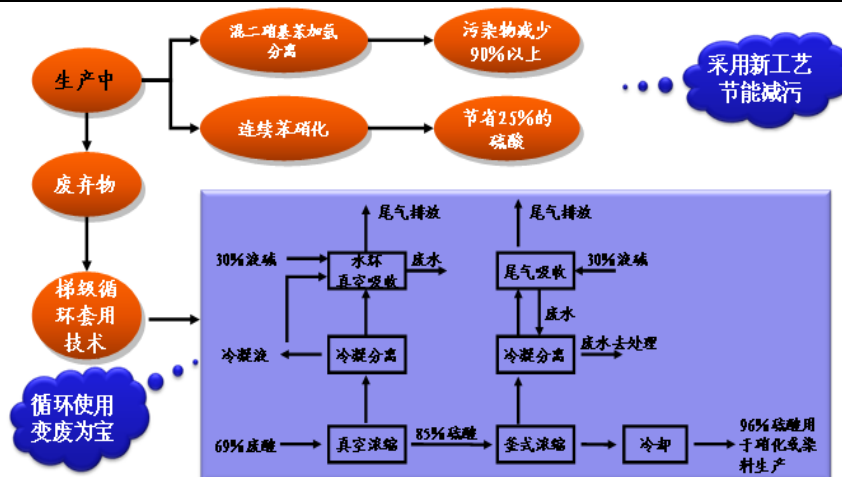
作为浙江省第一批循环经济试点企业，公司参照国际先进企业杜邦、拜耳的化工园模式，坚持“四个一体化”，即“公用辅助一体化、供热系统一体化、物流传输一体化、环境保护一体化”的建设理念，在杭州湾精细化工园区建成龙盛科技园区，实现公司内部生产循环经济一体化布局。

公司实行产业链纵向延伸，产品线向相关多元化扩张，公司在龙盛科技园区内形成以硫化工系列产品为上游产品，间苯二胺等中间体为中游产品，染料、助剂等纺织用化学品为下游产品的完整产业链。通过产业链内物质与能量的循环利用，有效降低生产成本，竞争优势突出，确保了龙盛的行业领先地位。

通过打造一体化、循环经济的生态园区，不仅降低了生产成本，同时也形成强有力的节能环保优势。目前环保型染料的开发研制上已经产生了 20 余项国内领先的科技成果，其中的大部分已经在生产中推广。

以间苯二胺为例，其生产是一个废物资源化技术、减量化技术、循环利用技术，能量梯级利用技术、系统化技术进行有效整合的绿色化工技术，彻底解决废气、废水处理难题，是循环经济典型代表。

图11：循环经济运用典范：间苯二胺生产



资料来源：光大证券研究所

国家“十一五”规划确立了节能减排工作的“硬指标”，化工行业作为六大“高能耗，高污染”行业之一，受国家政策影响较大。浙江龙盛一直以来在环保方面极为重视，公司的环保设施和污水处理的持续投入保障了生产经营活动的正常运转。

我们认为，随着环保政策趋紧，行业中不符合节能减排政策的企业将逐渐关停并转，从而导致染料供求关系不断紧张。而这却给龙盛为代表的染料企业带来更多的企业资本运作的机会，借机扩大产能、抢占市场份额，同时还受益染料价格上升，利润空间增大。

图12：节能减排和环保政策最大收益者



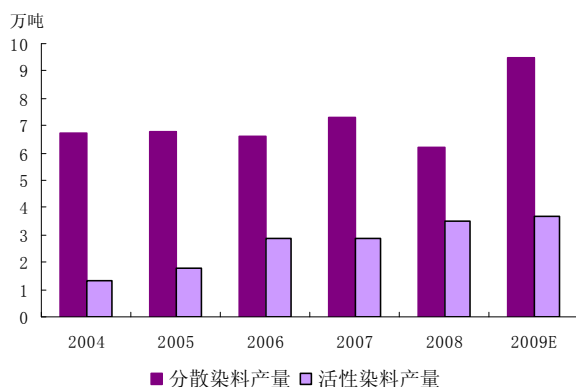
资料来源：光大证券研究所

三、染料涨价将延续到 4 季度，未来价格将保持平稳而呈较低季节性波动

染料行业和下游纺织服装行业息息相关，其中纺织印染行业对染料的需求占染料需求的 80%以上。此前，为了贯彻节能减排政策，江浙地区作为我国纺织服装产品主要产区，受到了限电政策的打击，开机率有所下降。我们认为，人为的强制性限产限电政策实际上掩盖了重工业领域的实际需求，这种需求在累积，一旦政策放松，重工业的生产需求及消费需求会出现强烈反弹，特别是纺织服装这样的刚性需求的行业，因此，一旦政策放松，那么短期的需求爆发，必然会导致产品价格的上涨。

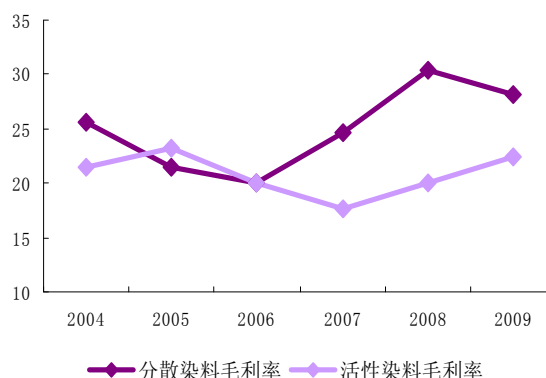
9 月份纺织服装行业的传统旺季到来，下游服装开工率提高。染料价格保持涨价趋势，近期染料产品涨幅在 3-5 个百分点，预计 4 季度涨价趋势仍将维持。我们认为，随着分散染料行业国内集中度的不断提高，依靠过去压价策略抢占市场份额的效果在逐渐减弱，因此未来染料价格将保持平稳而呈现较低的季节性波动。公司染料业务盈利能力也将保持稳中有升态势，主要基于染料价格本身的稳定以及量的增加。

图13：08~09年压价策略快速提升染料销量



数据来源：光大证券研究所

图表14：公司染料产品毛利率稳中有升



数据来源：光大证券研究所

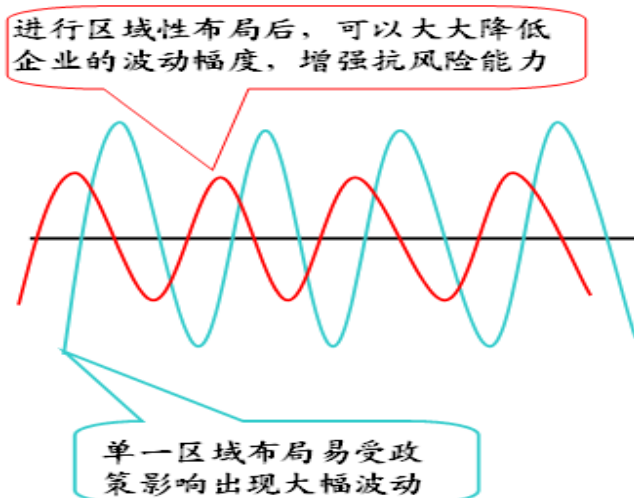
四、其他增长点——活性染料、中间体和投资业务

4.1 活性染料--印度业务是增长点、dystar 破产契机抢占全球市场份额

龙盛在印度业务是未来活性染料增长点。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。

印度活性染料的生产成本比国内更具竞争优势。政策上，在国内化工产品取消出口退税的大前提下，印度依然存在的出口退税成为其化工行业的突出优势；成本上，印度国内目前对环保没有苛刻规定，由此可以大大降低化工行业的环保成本。

图15：印度、中国区域分布格局，增强抗风险能力



资料来源：光大证券研究所

公司印度产能目标市场是中国以外的国家。公司另计划 2010 年下半年,将活性染料产能将扩大至 4 万吨,新增产能将在 2011 年贡献收益。

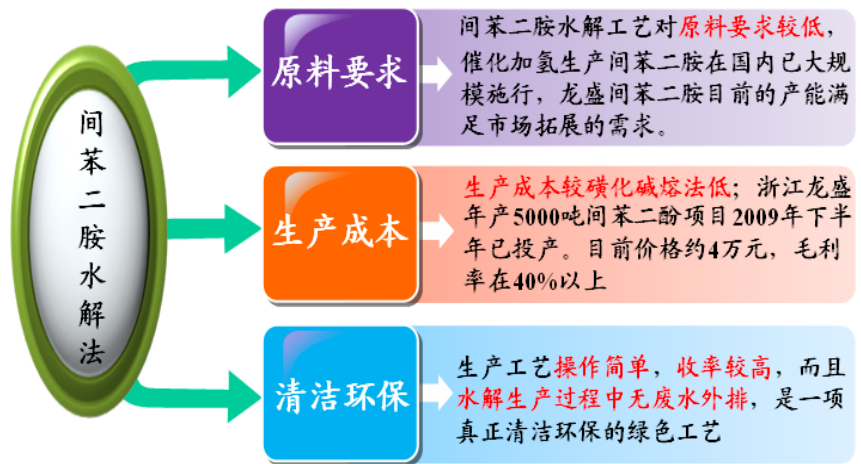
值得一提的是,德司达此前在活性染料行业市场占有率较高,这不仅使龙盛海外市场空间成倍扩大,还给国内竞争对手湖北楚源(7 万吨活性染料产能)造成较大影响,因楚源有很大比例业务是为德司达代工生产,销售和服务渠道均依赖于德司达。龙盛在生产技术和成本控制能力均强于楚源,公司有望借机进一步扩大海外市场份额,

我们预计 10, 11 年公司活性染料产量分别在 6 万吨和 8 万吨,毛利率维持在 20%以上。

4.2 中间体业务—产业链继续延伸、未来明星产品

公司中间体业务是依靠间苯二胺的成本优势,继续向该产业链下游延伸,通过自主研发的间苯二胺水解法生产间苯二酚联产间氨基苯酚项目;此外公司自主开发的对硝基苯胺的催化加氢还原工艺生产对苯二胺项目,在对硝基苯胺还原工艺的基础上,龙盛开发的催化加氢工艺规避了原有硫化碱还原工艺废水的不足,产品收率高,自行开发的产品精制工艺可得到高纯度、聚合级的对苯二胺产品,使得该工艺可适用于大规模工业化生产,目前龙盛已申报了发明专利。

图16：浙江龙盛间苯二酚生产工艺优势



资料来源：光大证券研究所

对苯二胺，英文简称 PPD，是芳纶 1414、染/颜料、橡胶助剂、环氧树脂固化剂、石油产品添加剂、炭黑处理剂、处理绝缘纸、阻燃剂等工业领域的重要中间体。对苯二胺在国外主要用于芳纶 1414（PPTA）的生产，预计 2010 年芳纶 1414 消费对苯二胺 5 万吨。

国内对苯二胺年消费量约为 6000 吨，其中 60%用于合成染料，25%用于合成橡胶助剂，15%用于其它领域。而目前国内 PPTA 制备技术已经基本具备工业化水平，未来几年国内产能将快速增长，这将带动对苯二胺的市场需求。

我们看好公司间苯二胺下游市场的成长空间，因此也看好公司间苯二胺的成长空间。可以预期的是，公司一体化产业链和技术成本优势将使得公司中间体产品未来取得市场定价权，使得公司染料和中间体业务市场垄断优势更为明显。

公司间苯二胺目前价格在 30000 元/吨，毛利率高达 45%以上，间苯二酚毛利也在 40%以上。公司中间体生产技术和成本优势是公司竞争对手相比具有成本优势的重要原因。预计 10、11 年间苯二胺商品量在 3.1 万吨，毛利率高达 45%，间苯二酚明年产能有望扩大到 2 万吨，预计商品量分别为 5000 吨和 1.5 万吨，毛利率在 40%以上。

4.3 投资业务—减水剂、汽车配件项目彰显实业投资能力，PE 投资渐入收获期

减水剂能减少单位用水量，增加强度，节省水泥用量，国外 80%-90% 的建筑施工使用减水剂，而国内比例只有 10%，市场成长空间较大。该产品技术壁垒不高，有一定销售半径，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，公司主要是直接收购各地的减水剂生产企业的方式进行扩张，公司已将业务成功拓展至浙江、四川、江西、内蒙古、上海、安徽，未来有可能在新疆布点。

公司 2009 年高效减水剂产量在 15 万吨，两年内计划通过收购达到 30 万吨，最终做到 40-50 万吨的规模。我们预计 2010 年实现销售 20 万吨。目前市场价在 4800-4900 元/吨，毛利率在 20%左右。

公司汽车零配件业务目前主要与长安汽车合作，08 年启动，当年销售额为 700 多万元，仅 09 年一年时间就做到 2.76 个亿，实现净利润 2900 多万元。目前来看，汽车市场一季度销售情况良好，我们预计 10 年公司汽车零配件业务收入在 12 亿元，毛利率在 14%-15% 左右。

我们认为，公司实业投资的成功，与公司在染料、中间体产品的经营策略有异曲同工之处，即找准细分市场，快速占领该市场，取得市场话语权，从而在这些市场获得稳定而又持续的回报和发展。

公司 PE 投资项目较多，前期参股印度 Kiri 公司的股权，预计将在 10 年减持完毕，实现投资收益 1 个多亿，此外公司参股的滨化股份已成功在 A 股上市，按照目前股价，账面浮盈约 4.3 亿元。公司目前主要投资项目如下表所示，未来一旦项目上市，将获取超额收益。

09 年底、10 年初公司通过收购股权并追加债务的方式，向杭州巨城公司和临安汇锦公司分别投资 5.9 亿元和 2 亿元，预计年化收益率在 25% 和 20% 左右，预计给公司带来投资收益 1.85 亿元。

图 17：公司主要 PE 投资项目进展

被投资单位名称	主营业务	投资时间	所占股	上市进度
滨化集团股份有限公司	环氧丙烷、二氯丙烷、氢氧化钠等的生产和销售	07 年 8 月	9.55 %	2010 年 4 月 24 日已发
淄博齐鲁乙烯鲁华化工有限公司	液体树脂等的生产和销售	07 年 6 月	2.96 %	
广东依顿电子科技股份有限公司	生产线路板、覆铜板等	07 年 8 月	1.60 %	已报证监会
旭辉集团股份有限公司	房地产投资、开发、建筑和物业管理	07 年 6 月	2.05 %	已报证监会
深圳市云海通讯股份有限公司	无线通讯电子设备和计算机硬件的开发、生产、销售等	07 年 6 月	3.45 %	正在准备
东营国瓷功能材料有限公司	电子陶瓷粉体材料、电容器磁料	08 年 7 月	20 %	
上海同济同捷科技股份有限公司	汽车概念设计、工程设计，相关技术服务	09 年 3 月	3.68 %	创业板
艾维通讯国际控股有限公司	电信、通讯、宽带无线网络设备	08 年 3 月	3.378 %	
锦州银行股份有限公司		09 年 11 月	1 亿股	

资料来源：光大证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1：盈利预测

假设 1：3 大表预测不考虑 Dystar 并表对各数据的影响。

假设 2：营业税率占主营收入百分比不变。

假设 3：营业费用率、管理费用率保持稳定。

假设 4：公司及子公司所得税率提高到 15 %。

假设 5：公司各项业务收入及毛利率情况见下表。

图 18： 公司收入结构预测

分类	项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
分散染料	销量 (万吨)	7.30	6.20	9.50	11	14	16
	单价 (元/吨)	17,582.00	21,191.00	14,653.00	15,384.62	15,384.62	15,384.62
	收入 (万元)	128,347.33	131,384.20	139,201.14	169,230.77	215,384.62	246,153.85
	YOY		2.37%	5.95%	21.57%	27.27%	14.29%
	单位成本 (元/吨)	13,260.00	14,754.00	10,529.00	11,076.92	11,076.92	11,076.92
	成本 (万元)	96,794.52	91,474.97	100,021.80	121,846.15	155,076.92	177,230.77
	销售毛利 (万元)	31,552.81	39,909.23	39,179.34	47,384.62	60,307.69	68,923.08
	销售毛利率	24.58%	30.38%	28.15%	28.00%	28.00%	28.00%
活性染料	销量 (万吨)	2.9	3.5	3.7	5	6.5	8.32
	单价 (元/吨)	28012	22396	18283.768	18,803.42	18,803.42	18,803.42
	收入 (万元)	81,235.30	78,385.10	67,649.94	94,017.09	122,222.22	156,444.44
	YOY		-3.51%	-13.70%	38.98%	30.00%	28.00%
	单位成本 (元/吨)	23090	17922	14182.719	14854.701	14854.701	14854.701
	成本 (万元)	66,960.50	62,727.97	52,476.06	74,273.50	96,555.56	123,591.11
	销售毛利 (万元)	14,274.8	15,657.1	15,173.9	19,743.6	25,666.7	32,853.3
	销售毛利率	17.57%	19.97%	22.43%	21.00%	21.00%	21.00%
中间体	销量 (万吨)	1.70	2.20	3.15	3.63	4.55	5.48
	单价 (元/吨)						
	收入 (万元)	40,987.00	54,180.42	53,754.45	93,105.41	121,282.05	148,376.07
	YOY		32.19%	-0.79%	73.21%	30.26%	22.34%
	单位成本 (元/吨)						
	成本 (万元)	30,139.01	37,043.07	33,272.33	52,233.62	72,394.87	88,793.16
	销售毛利 (万元)	10,847.99	17,137.35	20,482.12	40,871.79	48,887.18	59,582.91
	销售毛利率	26.47%	31.63%	38.10%	43.90%	40.31%	40.16%
减水剂	销量 (万吨)	10.00	10.00	13.00	16	22	26
	单价 (元/吨)	4707.4	5284.8	4880.7406	4273.50	4273.50	4273.50
	收入 (万元)	47,074.97	52,848.37	63,449.63	68,376.07	94,017.09	111,111.11
	YOY		12.26%	20.06%	7.76%	37.50%	18.18%
	单位成本 (元/吨)	4,133.00	4,344.00	3,664.01	3418.8034	3418.8034	3418.8034
	成本 (万元)	41,330.33	43,442.00	47,632.08	54,700.85	75,213.68	88,888.89
	销售毛利 (万元)	5,744.64	9,406.37	15,817.55	13,675.22	18,803.41	22,222.22
	销售毛利率	12.20%	17.80%	24.93%	20.00%	20.00%	20.00%
汽车配件	销量 (万吨)						
	单价 (元/吨)						
	收入 (万元)			27,694.95	100,000.00	120,000.00	132,000.00
	YOY				261.08%	20.00%	10.00%
	单位成本 (元/吨)						
	成本 (万元)			22,135.41	86,000.00	103,200.00	113,520.00
	销售毛利 (元)			5,559.54	14,000.00	16,800.00	18,480.00
	销售毛利率			20.07%	14.00%	14.00%	14.00%

其他业务	收入(万元)	36,899.01	105,742.84	110,190.62	123,413.50	138,223.12	154,809.89
	YOY		186.57%	4.21%	12.00%	12.00%	12.00%
	其他业务成本(万元)	24,258.37	78,963.32	88,575.41	95,028.39	106,431.80	122,299.81
	毛利率	34.26%	25.33%	19.62%	23.00%	23.00%	21.00%
合计	销售收入合计(万元)	334,543.61	422,540.93	461,940.74	648,142.84	811,129.10	948,895.36
	YOY		26.30%	9.32%	40.31%	25.15%	16.98%
	销售成本合计(万元)	259,482.73	313,651.33	344,113.09	484,082.52	608,872.83	714,323.75
	综合毛利率	22.44%	25.77%	25.51%	25.31%	24.94%	24.72%

资料来源：光大证券研究所

图表19： 盈利预测 单位：百万元

利润表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,225	4,619	6,481	8,111	9,489
营业成本	3,137	3,441	4,841	6,089	7,143
折旧和摊销	341	149	227	240	250
营业税费	12	12	17	21	25
销售费用	141	133	202	243	289
管理费用	268	305	428	525	620
财务费用	126	40	(21)	(42)	(38)
资产减值损失	80	20	71	34	29
公允价值变动损益	(4)	0	0	0	0
投资收益	64	82	250	350	500
营业利润	522	751	1,194	1,592	1,921
利润总额	521	765	1,225	1,631	1,969
少数股东损益	9	24	22	21	17
归属母公司净利润	470	669	1,056	1,366	1,657
EPS	0.32	0.46	0.72	0.93	1.13
NOPLAT	540.90	642.22	812.55	1,019.93	1,175.61
EBIT	588.37	708.52	923.36	1,199.92	1,383.07
EBITDA	929.00	857.23	1,150.49	1,439.95	1,632.69

资料来源：光大证券研究所

需要指出的是，上述盈利预测是不考虑 Dystar 并表对业绩影响的情况，我们预计公司 10~12 年归属母公司所有者净利润为 10.56 亿、13.66 亿、16.57 亿，折合 EPS0.72、0.93 和 1.13 元，净利润同比增长率分别为 57.8%、29.2%、21.5%。

如果考虑 Dystar 明年一季度并表情况，我们预计公司 10~12 年归属母公司所有者净利润为 10.56 亿、15.35 亿和 17.26 亿，折合 EPS0.72、1.05 和 1.18 元，净利润同比增长率分别为 57.8%、45.29%、31.46%。

图表20： 德司达并表和不并表的盈利和估值水平 单位：百万元

德司达并表前盈利和估值水平	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,481.43	8,111.29	9,488.95
营业收入增长率	40.31%	25.15%	16.98%
销售毛利率	25.31%	24.94%	24.72%
归属母公司净利润	1,056.32	1,365.62	1,656.77
少数股东权益	21.56	20.65	16.63
净利润增长率	57.84%	29.28%	21.32%
EPS（元）	0.72	0.93	1.13
P/E	14.3	11.1	9.1
P/S	2.4	1.9	1.6
德司达并表后盈利和估值水平	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,481.43	11,900.8	13,707.2
营业收入增长率	40.31%	83.61%	15.18%
销售毛利率	25.31%	36.55%	38.33%
归属母公司净利润	1,056.32	1,534.70	2,017.49
少数股东权益	21.56	101.88	217.35
净利润增长率	57.84%	45.29%	31.46%
EPS（元）	0.72	1.05	1.37
P/E	14.3	10.1	7.7
P/S	2.4	1.3	1.1

资料来源：光大证券研究所

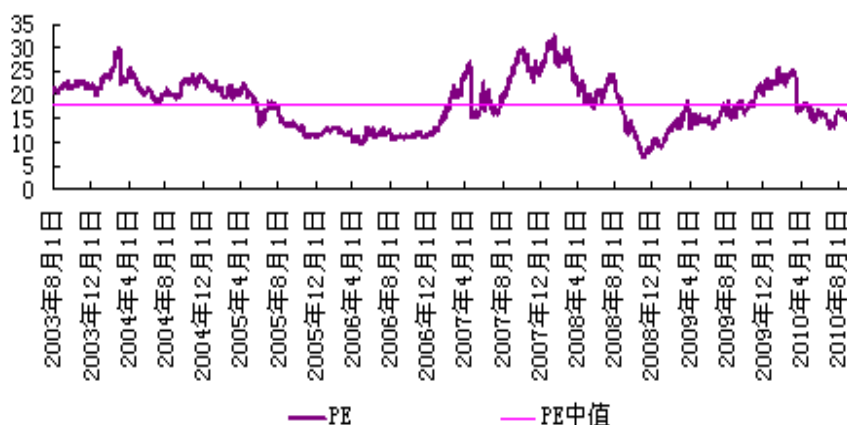
5.2：相对估值

我们认为龙盛凭借染料业务大寡头地位，染料业务稳健增长，同时公司优秀的投资管理能力，为公司业绩增长不断提供新的引擎。不考虑 Dystar 并表对业绩的影响，我们预计公司 10、11、12 年的每股收益分别为 0.72、0.93、1.13 元/股，未来 3 年的净利润复合增长率为 35%。如果考虑 Dystar 并表对业绩的影响，我们预计公司 10、11、12 年的每股收益为 0.72、1.05 和 1.37 元/股。未来 3 年的净利润复合增长率为 44.5%

我们比较纺织化学品相关公司和板块估值水平和未来业绩成长性，行业平均市盈率水平 10 年在 23.52 倍，未来三年行业平均复合增长率为 28.26%，而即使不考虑 Dystar 并表对业绩的影响，龙盛 10 年市盈率水平仅为 14.61 倍，成长性也要好于行业平均水平。

我们同时参考龙盛历史市盈率水平发现，其历史市盈率中值在 18.07 倍，12 倍以下为底部区域。

图21：公司历史市盈率水平



资料来源：光大证券研究所

图 22：纺织化工板块公司相对估值和成长性比较

证券 代码	公司 名称	当前 股价	EPS(元)			P/E(x)		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E
002440	闰土股份	27.81	1.04	1.24	1.47	26.75	22.47	18.87
300067	安诺其	18.95	0.43	0.58	0.82	43.78	32.51	23.14
002054	德美化工	20.67	0.73	0.81	0.96	28.50	25.46	21.62
002010	传化股份	16.19	0.58	0.72	0.90	28.04	22.57	18.04
平均值 (PE)		-	-	-	-	29.99	23.52	18.19
600352	浙江龙盛	10.52	0.46	0.72	0.93	22.87	14.61	11.31

资料来源：光大证券研究所

结论

不考虑 Dystar 并表对业绩影响,我们预计公司 10~12 年 EPS 别为 0.72、0.93 和 1.13 元,净利润复合增长率达到 35%,对应 10 年动态市盈率水平仅为 14.6 倍,低于行业平均的 23.8 倍,也低于其 18 倍的历史平均市盈率水平。而如果考虑 Dystar 并表对业绩影响,则预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.72、1.05 和 1.37 元,复合增长率为 44.5%。随着四季度染料行业涨价趋势来临,公司新加坡 Kiri 可转债转股预期到来,公司估值水平有望上行,甚至超越价值中枢。不考虑 Dystar 并表对业绩影响,给予公司 2011 年 18 倍 PE 对应价格在 17 元左右。如果考虑 Dystar 并表对业绩的影响, Dystar11,12 年分别贡献每股收益 0.12 元和 0.24 元,给予 11 年 20 倍市盈率,则增厚每股价值 2.4 元,公司合理价格在 19.4 元。我们维持公司“买入”的投资评级,给予 6 个月目标价 18 元。

投资建议

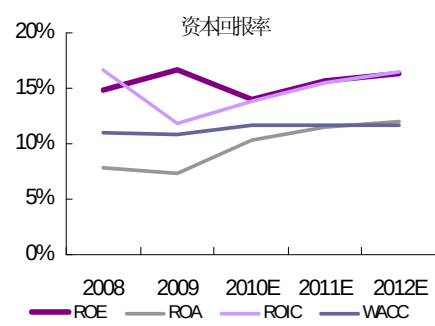
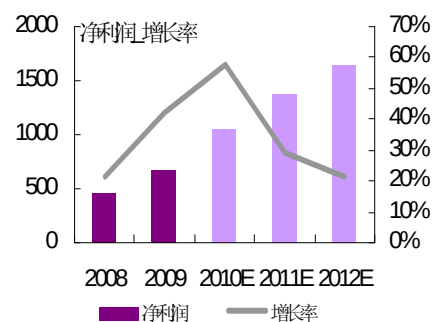
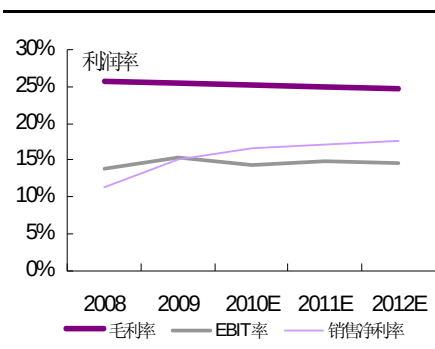
参考行业和可比公司市盈率和成长性水平，我们认为公司目前严重低估。我们维持公司“买入”的投资评级，6个月目标价格18元。

风险分析

6.1 Dystar经营低于预期、新加坡Kiri可转债转股延期。

6.2 纺织服装、地产不景气，影响染料、减水剂需求和公司地产业务。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,225	4,619	6,481	8,111	9,489
营业成本	3,137	3,441	4,841	6,089	7,143
折旧和摊销	341	149	227	240	250
营业税费	12	12	17	21	25
销售费用	141	133	202	243	289
管理费用	268	305	428	525	620
财务费用	126	40	-21	-42	-38
公允价值变动损益	-4	0	0	0	0
投资收益	64	82	250	350	500
营业利润	522	751	1,194	1,592	1,921
利润总额	521	765	1,225	1,631	1,969
少数股东损益	9	24	22	21	17
归属母公司净利润	470.47	669.22	1,056.32	1,365.62	1,656.77

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	6,125	9,369	10,478	12,103	13,865
流动资产	3,412	5,844	7,240	8,915	10,697
货币资金	1,126	1,472	2,842	3,409	4,259
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	565	847	2,132	2,669	3,122
应收票据	440	446	583	730	854
其他应收款	283	760	84	97	104
存货	584	1,572	1,210	1,522	1,786
可供出售投资	125	103	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	441	453	478	618	818
固定资产	1,195	1,352	1,438	1,450	1,392
无形资产	542	609	579	550	522
总负债	2,838	5,069	2,586	3,040	3,406
无息负债	1,804	2,587	2,290	2,744	3,111
有息负债	1,034	2,482	296	296	296
股东权益	3,287	4,300	7,892	9,063	10,459
股本	659	1,318	1,468	1,468	1,468
公积金	1,238	877	3,534	3,742	3,993
未分配利润	1,234	1,754	2,517	3,459	4,588
少数股东权益	129	300	321	342	358

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	728	-569	735	581	819
净利润	470	669	1,056	1,366	1,657
折旧摊销	341	149	227	240	250
净营运资金增加	170	1,509	604	898	773
其他	-253	-2,896	-1,152	-1,923	-1,861
投资活动产生现金流	-971	-752	285	160	270
净资本支出	-542	-609	50	50	30
长期投资变化	441	453	-25	-140	-200
其他资产变化	-870	-596	260	250	440
融资活动现金流	358	1,604	349	-173	-239
股本变化	0	659	150	0	0
债务净变化	585	1,448	-2,186	0	0
无息负债变化	805	784	-297	454	366
净现金流	116	283	1,369	567	850

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.30%	9.32%	40.31%	25.15%	16.98%
净利润增长率	21.33%	42.25%	57.84%	29.28%	21.32%
EBITDA 增长率	62.67%	-7.73%	34.21%	25.16%	13.38%
EBIT 增长率	24.84%	20.42%	30.32%	29.95%	15.26%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	32	23	14	11	9
PB	5	4	2	2	1
EV/EBITDA	8	18	12	9	8
EV/EBIT	12	22	15	11	9
EV/NOPLAT	13	24	17	13	11
EV/Sales	2	3	2	2	1
EV/IC	2	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	25.77%	25.51%	25.31%	24.94%	24.72%
EBITDA 率	21.99%	18.56%	17.75%	17.75%	17.21%
EBIT 率	13.92%	15.34%	14.25%	14.79%	14.58%
税前净利润率	12.34%	16.56%	18.90%	20.11%	20.75%
税后净利润率 (归属母公司)	11.13%	14.49%	16.30%	16.84%	17.46%
ROA	7.82%	7.40%	10.29%	11.45%	12.07%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.90%	16.73%	13.95%	15.66%	16.40%
经营性 ROIC	16.62%	11.81%	13.91%	15.58%	16.56%
偿债能力					
流动比率	1.50	1.81	4.06	3.98	4.11
速动比率	124.61%	132.60%	337.82%	330.14%	342.02%
归属母公司权益/有息债务	3.05	1.61	25.60	29.49	34.16
有形资产/有息债务	5.37	3.52	33.46	39.05	45.10
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.32	0.46	0.72	0.93	1.13
每股红利	0.09	0.09	0.15	0.19	0.23
每股经营现金流	0.50	-0.39	0.50	0.40	0.56
每股自由现金流(FCFF)	0.72	-0.14	0.31	0.24	0.44
每股净资产	2.15	2.72	5.16	5.94	6.88
每股销售收入	2.88	3.15	4.41	5.52	6.46

资料来源：光大证券、上市公司

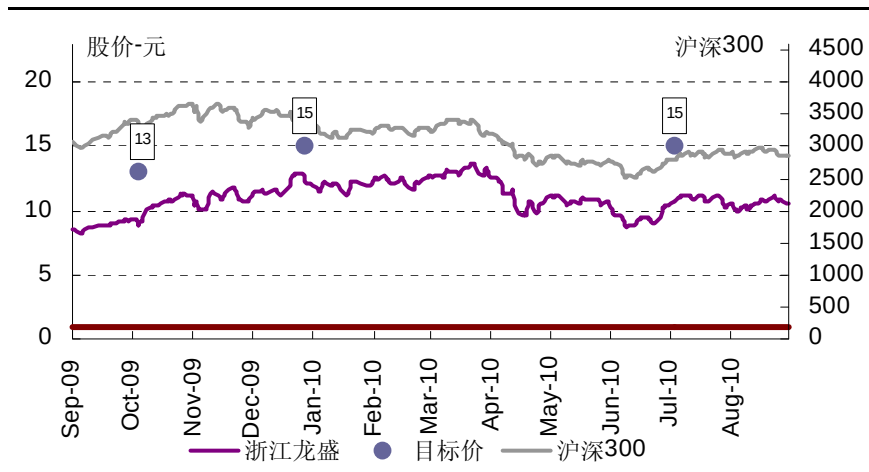
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

浙江龙盛（600352）

分析师：张力扬 程磊



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-06-24	13.52	20.00	买入
2008-07-28	17.52	20.00	买入
2009-09-07	8.76	12.40	买入
2009-10-27	8.92	13.00	买入
2010-01-19	12.90	15.00	买入
2010-07-26	10.46	15.00	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。