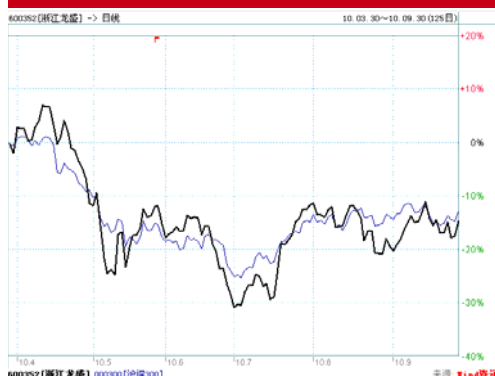




多元化经营保证长期竞争力

——浙江龙盛调研报告

近半年该股相对沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	1468
实际流通A股（百万股）	1468
实际流通A股市值（亿元）	158.7

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 李伟勋

电话 (025)83367888-3305

邮箱 liweixun0439@163.com

● 内容提要

公司评级： 推荐

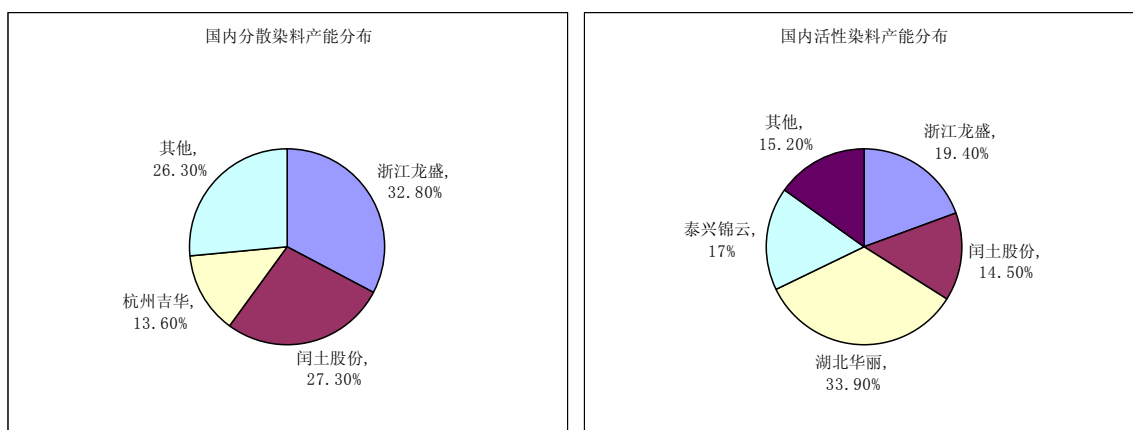
- 浙江龙盛上半年实现营业收入31.71亿元，同比增长56%；归属于上市公司股东的净利润4.09亿元，同比增长28%；基本每股收益0.30元，同比增长23%。
- 染料业务稳定增长，龙头地位确保盈利能力。公司目前具有分散染料产能12万吨、活性染料权益产能5.2万吨；公司分散染料市场占有率34%，活性染料市场占有率26%；染料行业的寡头垄断格局使行业内公司可以保持相对稳定的盈利空间。
- 中间体业务成长性良好。公司目前具有间苯二胺产能3万吨，市场占有率80%，间苯二酚产能5000吨（未来扩产至2万吨）。间苯二胺是染料生产重要中间体，公司采用催化加氢技术国内领先。而间苯二酚主要生产轮胎子午布，国内对外依存度较高。
- 减水剂、汽车配件等业务支撑多元化发展。公司目前具有减水剂产能10万吨，产能扩张主要以兼并为主，今年减水剂产能将达到17万吨。汽车配件业务继续保持高速增长，预计营业收入将翻番。
- 收购德斯达，迈向世界染料行业顶端。德斯达目前的盈利状况正在逐渐改善，公司认购的可转债可在5年内随时转股，届时将控股德斯达。如果转股，公司将可依靠德斯达的技术和渠道优势迈向染料行业顶端。
- 盈利预测及评级。我们预计公司10年-12年净利润为10.2亿、12.4亿、15.8亿，年复合增长率25%。每股收益为0.70元、0.85元、1.08元。目前公司股价对应10年市盈率为15倍、11年市盈率为13倍。我们认为给予公司20倍PE估值是合理的，给予公司“推荐”评级。

➤ 染料业务稳定增长，龙头地位确保盈利能力。

公司目前具有分散染料产能12万吨、活性染料权益产能5.2万吨；公司分散染料市场占有率34%，活性染料市场占有率26%；在分散染料子行业中，前三家的产能占比国内产能74%左右。其中浙江龙盛产能12万吨、闰土股份产能10万吨、杭州吉华产能5万吨。而在活性染料行业中，前四家产能占比国内市场85%的市场份额。其中湖北华丽产能7万吨、浙江龙盛产能4万吨、泰兴锦云产能3.5万吨、闰土股份产能3万吨。由此可以看出，染料行业产能主要集中在少数几个公司之中。而我国印染行业生产比较分散，同时印染企业更换供应商成本较大，需要重新复配调试。另外，染料成本占下游印染行业比例较小：印染1公斤布仅需20克染料，印染企业对染料价格的上升比较容易接受。因此我们认为，染料行业呈现寡头垄断市场，对下游议价能力较强，可以较好的转移成本上升所带来的影响，而作为行业龙头的浙江龙盛更是如此。

目前公司染料销售情况良好，预计分散染料全年销量将在11万吨左右。活性染料方面，公司在印度投产的2万吨产能今年释放。因为在印度生产具有成本低，免关税，原材料供应充足且价格低，环保成本小，人力成本是国内的一半，因此未来将继续在印度投产2万吨活性染料。分散染料与活性染料的毛利率将保持稳定。

图一：国内染料行业产能集中度较高：



资料来源：公司招股说明书，南京证券研究所

➤ 中间体业务成长性良好。

公司目前具有间苯二胺产能3万吨，市场占有率80%，公司采用自主研发的催化加氢技术国内领先。间苯二胺是染料生产重要中间体，广泛用于分散染料、活

性染料、环氧树脂等领域。2002年前，国内间苯二胺生产全部采用铁粉法。浙江龙盛集团股份有限公司与浙江工业大学合作，采用浙江工业大学催化加氢新工艺率先建成了间苯二胺生产装置。公司在新装置上采用了混二硝基苯催化加氢然后分离，分别得到间苯二胺、邻苯二胺和对苯二胺的新工艺。该工艺由于邻苯二胺和对苯二胺得到回收，提高了原料间二硝基苯的利用率，成本比普通催化加氢法进一步降低20%，竞争优势明显。随着染料行业转移到以中国为首的亚洲发展中国家后，欧洲、日本和美国等发达国家间苯二胺产量萎缩，目前国外主要竞争对手为杜邦公司、第一化学公司、拜耳公司。浙江龙盛的催化加氢法生产的间苯二胺产品质量已经完全达到美国DuPont公司产品质量标准。技术和成本优势以及公司在国内间苯二胺市场上的龙头地位决定了公司在间苯二胺产品上具有类似分散染料类似的定价权，公司目前间苯二胺价格在2.5万/吨左右，毛利率为40%。

公司目前具有间苯二酚产能5000吨，明年上半年将扩产10000吨，并最终形成2万吨间苯二酚的产能。间苯二酚下游主要用来生产轮胎帘子布浸胶剂和芳纶，目前国内市场容量在3万吨左右。公司生产的间苯二酚是通过间苯二胺水解制得，该工艺相对于传统的苯磺化碱熔法，具有技术先进、副产间氨基苯酚、环境污染小。目前国内间苯二酚对外依存度较高，主要依靠进口，公司产品投产后将有效替代进口。目前公司间苯二酚价格在3.8万左右，毛利率为40%。

公司还计划投产2万吨对苯二胺项目，预计2012年下半年投产。对苯二胺下游主要面向芳纶生产，目前国内已有部分企业实现芳纶生产技术的突破，并形成一定规模。未来随着国内芳纶市场的逐渐展开，我们看好公司对苯二胺产品的发展前景。目前公司对苯二胺价格在3.5万/吨左右，毛利率在40%左右。

➤ 减水剂、汽车配件、PE投资等业务支撑多元化发展。

减水剂是指在混凝土和易性及水泥用量不变条件下，能减少拌合用水量、提高混凝土强度；或在和易性及强度不变条件下，节约水泥用量的外加剂。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，公司的产能扩张主要通过收购的方式进行。公司已将业务成功拓展至浙江、四川、江西、内蒙古、上海、安徽等地。公司2009年高效减水剂产量在10万吨，2010年预计产能将达到17万吨，最终做到30万吨的规模。目前减水剂市场价格在4300元/吨，由于今年原材料价格涨价较多，因此毛利率下滑较快，预计毛利率在20%左右。

公司汽车零配件业务目前主要与长安汽车合作，双方合作逐步加深。今年公司在汽车零配件业务方面内饰业务稍多，因此毛利率会有一定下滑。我们预计今年汽车零配件业务将会同比增长100%左右，毛利率在15%左右。

公司 PE 投资方面，投资的滨化集团已经上市，公司持股9.55%。此外还有广东依顿电子科技有限公司、旭辉集团股份有限公司已经上报证监会，另有7个项目储备。未来如果这些投资项目上市，公司将获得超额受益。

➤ **收购德斯达，迈向世界染料行业顶端。**

公司目前持有新加坡KIRI可转债，如果公司选择转股将持股62.4%，并成功控股德斯达。德斯达现在生产比较稳定，处于正常恢复中。目前公司正在帮助德斯达降低采购成本，通过浙江龙盛的帮助，德斯达在国内采购价格有望降低15-20%。德斯达破产的主要原因是人力成本较高，但是目前已裁掉德国一半的员工。德斯达在德国的两个工厂（约活性染料2万吨产能）要搬到东南亚，届时在德国以外生产再卖回欧洲。德斯达目前从4月份已经开始盈利，盈利能力正在逐步恢复中。我们预计，德斯达将在一到两年内恢复原来的盈利规模和能力，届时公司将实行转股，合并报表后，如果按照德斯达破产前8亿欧元的营业收入，按净利率8%计算，浙江龙盛EPS将增厚0.25元左右。并且，借助德斯达先进的技术和渠道，浙江龙盛可以同时提高自身的工艺水平和产品质量，并以此进入国际高端市场领域。

➤ **盈利预测及评级。**

在不考虑未来并入德斯达报表的情况下，我们预计公司10年-12年净利润为10.2亿、12.4亿、15.8亿，年复合增长率25%。每股收益为0.70元、0.85元、1.08元。目前公司股价对应10年市盈率为15倍、11年市盈率为13倍。可比公司闰土股份（002440）10年市盈率22倍，11年市盈率18倍。浙江龙盛历史PE在18倍左右，并且这是在未考虑德斯达并入报表的影响。我们认为给予公司20倍PE估值是合理的，给予公司“推荐”评级。

表一：主营业务盈利预测

主营业务盈利预测				
		2010E	2011E	2012E
分散染料	销量（万吨）	11	12.65	14.5475
	价格（万元/吨）	1.54	1.7	1.85
	毛利率	30%	30%	30%
	收入（百万元）	1694	2150.50	2691.29
	成本（百万元）	1185.80	1505.35	1883.90
活性染料	销量（万吨）	5	6	6.5
	价格（万元/吨）	1.8	1.9	2
	毛利率	21%	21%	21%
	收入（百万元）	900	1140	1300
	成本（百万元）	711	900.6	1027
间苯二胺	销量（万吨）	3	3	3
	价格（万元/吨）	2.5	2.5	2.5
	毛利率	40%	40%	40%
	收入（百万元）	750	750	750
	成本（百万元）	450	450	450
间苯二酚	销量（万吨）	0.5	1.5	2
	价格（万元/吨）	3.8	3.8	3.8
	毛利率	40%	40%	40%
	收入（百万元）	190	570	760
	成本（百万元）	114	342	456
减水剂	销量（万吨）	17	22	27
	价格（万元/吨）	0.43	0.43	0.43
	毛利率	20%	20%	20%
	收入（百万元）	731	946	1161
	成本（百万元）	584.8	756.8	928.8
汽车配件	收入（百万元）	800	960	1152
	成本（百万元）	680	816	979.2
	毛利率	15%	15%	15%
其他业务	收入（百万元）	1200	1320	1452
	成本（百万元）	900	990	1089
	毛利率	25%	25%	25%
合计	营业收入合计（百万）	6265	7836.5	9266.2875
	营业成本合计（百万）	4625.60	5760.75	6813.90

表二：营业利润预测

营业利润预测					
(百万)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	4,225.41	4,619.41	6,265.00	7,836.50	9,266.29
营业收入	4,225.41	4,619.41	6,265.00	7,836.50	9,266.29
二、营业总成本	3,763.23	3,950.44	5,290.21	6,592.07	7,796.90
营业成本	3,136.51	3,441.13	4,625.60	5,760.75	6,813.90
营业税金及附加	12.05	11.78	16.28	20.36	24.07
销售费用	140.92	133.05	180.40	225.65	266.81
管理费用	267.77	304.90	413.69	517.46	611.87
财务费用	126.19	39.55	54.25	67.86	80.24
三、其他经营收益	64.47	82.32	300	300	500
四、营业利润	522.37	751.29	1,274.79	1,544.43	1,969.39
加：营业外收入	18.36	25.4	0	0	0
减：营业外支出	19.44	11.93	0	0	0
五、利润总额	521.29	764.76	1,274.79	1,544.43	1,969.39
减：所得税	42.06	71.57	191.22	231.66	295.41
六、净利润	479.23	693.19	1,083.57	1,312.76	1,673.98
减：少数股东损益	8.76	23.97	59.60	72.20	92.07
归属于母公司所有者的净利润	470.47	669.22	1,023.97	1,240.56	1,581.91
七、每股收益：					
每股收益(元)	0.71	0.51	0.70	0.85	1.08

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；

推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；

中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间；

回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。