

浙江龙盛 (600352)

继续贯彻多元化扩张, DYSTAR 合并报表值得期待

魏涛
0755-23976212
weitao@gtjas.com
S0880511010033

本报告导读:

公司继续多元化, 中间体新产能投放、龙山化工一期试车投产等将是 2011 年业绩增长动力。对 DYSTAR 合并报表是股价催化剂。

投资要点:

- 2010 年公司实现销售收入 66.77 亿元, 同比增加 44.52%; 净利润 8.05 亿元, 同比增长 19.95%, 增幅小于收入; 实现每股收益 0.57 元。扣除非后 EPS 0.46 元。2010 年分红方案为每 10 股分红 1 元。
- 公司公告一季度净利润预增 50% 以上 (东田集团 2010 年度股权回购补偿款 1.55 亿元 (税前) 因审计调整计入今年一季度)。
- 2010 年染料和中间体业务目前仍为公司的支柱, 减水剂、汽车配件、无机产品, 同比大幅增长, 占总收入比例提升较大。各产品毛利率则有涨有跌, 综合毛利率下滑 1.4 个点。
- 染料业务受下游需求维持稳定增长; 中间体方面预计今年上半年 2 万吨间苯二酚将投产、年底新建 1 万吨对苯二胺将投产; 减水剂未来产能计划达 30 万吨; 汽车零配件业务计划拓展至 10 亿元规模; 计划打造浙江最大无机化工基地, 龙山化工 1 期已进入试车阶段。
- 公司认购了新加坡 KIRI 公司 1 股股份和 2200 万欧元的可转债, 将择机转股, 转股后将间接实现对全球最大印染企业 DYSTAR 的控股, 从而享受 DYSTAR 的盈利, 为公司染料业务继续增长提供新动力。
- 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, 公司在染料行业的龙头地位十分稳固。不考虑 DYSTAR 的贡献, 我们预测公司 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.76、0.8、0.93 元。公司完成对 KIRI 公司的债转股后将绝对控股 DYSTAR。合并 DYSTAR 后预测公司 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.91、1.01、1.14 元, “增持”评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,619	6,677	8,514	9,665	10,971
(+/-)%	9%	45%	28%	14%	14%
经营利润 (EBIT)	729	940	1,264	1,427	1,638
(+/-)%	9%	29%	34%	13%	15%
净利润	669	805	1,120	1,175	1,366
(+/-)%	42%	20%	39%	5%	16%
每股净收益 (元)	0.51	0.55	0.76	0.80	0.93
每股股利 (元)	0.20	0.10	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	15.8%	14.1%	14.8%	14.8%	14.9%
净资产收益率 (%)	16.8%	17.5%	20.6%	18.6%	18.5%
投入资本回报率 (%)	14.0%	11.9%	19.8%	16.5%	23.0%
EV/EBITDA	18.4	16.7	10.8	10.1	7.8
市盈率	23.2	21.5	15.5	14.7	12.7
股息率 (%)	1.7%	0.8%	1.7%	1.7%	1.7%

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: 16.00

当前价格: 11.79

2011.04.11

交易数据

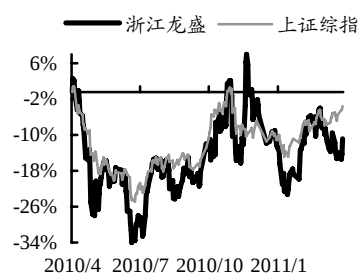
52 周内股价区间 (元)	8.39-14.45
总市值 (百万元)	17,313
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,468/1,468
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	19
日均成交值 (百万元)	229

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,897
每股净资产	4.02
市净率	2.9
净负债率	52%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.14	0.24
Q2	0.15	0.17
Q3	0.14	0.18
Q4	0.14	0.17
全年	0.56	0.76

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	-2%	-10%
相对指数	-8%	-9%	-6%

相关报告

- 《DYSTAR 经营迅速恢复中, 染料龙头稳》
2010.07.28
- 《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

模型更新时间: 2011.04.10

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: 16.00

当前价格: 11.79

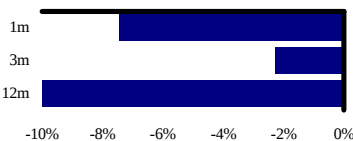
公司网址

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。产品已从分散、活性、酸性染料、纺织印染助剂延伸到化工中间体、建材化工、基础化工,并已拓展到信息技术等行业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

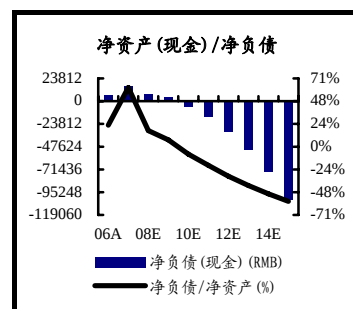
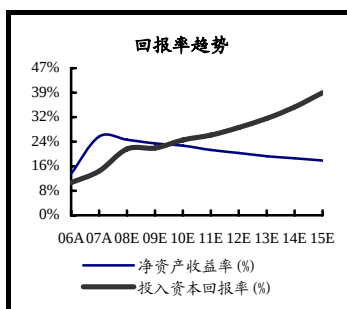
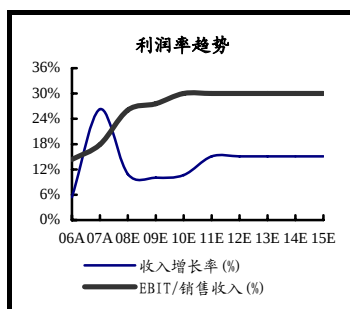
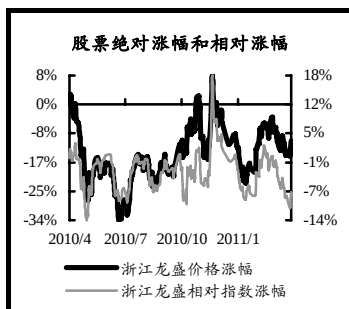
8.39-14.45

市值 (百万)

17,313

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	4,225	4,619	6,677	8,514	9,665	10,971
营业成本	3,137	3,441	5,133	6,497	7,411	8,406
税金及附加	12	12	19	25	28	32
销售费用	141	133	186	235	267	303
管理费用	268	305	399	494	532	592
EBIT	668	729	940	1,264	1,427	1,638
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0	0
投资收益	64	82	103	20	80	80
财务费用	126	40	22	45	47	7
营业利润	522	751	968	1,239	1,461	1,711
所得税	42	72	145	209	228	276
少数股东损益	9	24	46	66	69	81
净利润	470	669	805	1,120	1,175	1,366
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	1,126	1,472	-229	170,632	470	2,665
其他流动资产	0	1	0	0	0	0
长期投资	574	563	563	563	563	563
固定资产合计	1,566	2,320	2,807	2,812	2,731	2,409
无形资产及其他资产	547	614	334	329	323	318
资产合计	6,125	9,369	10,381	11,850	13,069	14,480
流动负债	2,270	3,221	4,099	4,674	4,940	5,193
非流动负债	568	1,848	1,253	1,255	1,258	1,262
股东权益	3,158	3,977	4,607	5,434	6,315	7,388
投入资本(IC)	2,621	4,722	6,727	5,422	7,308	5,982
现金流量表						
NOPLAT	614	660	803	1,074	1,206	1,376
折旧与摊销	151	172	239	345	389	413
流动资金增量	-42	-1,452	-1,503	1,157	-1,972	998
资本支出	-621	-957	-418	-189	-291	-73
自由现金流	102	-1,577	-879	2,388	-668	2,713
经营现金流	728	-569	-371	2,635	-306	2,790
投资现金流	-971	-752	-316	-169	-211	7
融资现金流	358	1,604	-1,015	-531	-720	-601
现金流净增加额	116	283	-1,701	1,935	-1,237	2,196
财务指标						
成长性						
收入增长率	26.3%	9.3%	44.5%	27.5%	13.5%	13.5%
EBIT 增长率	39.0%	9.0%	29.0%	34.4%	13.0%	14.7%
净利润增长率	21.3%	42.2%	20.3%	39.1%	4.9%	16.3%
利润率						
毛利率	25.8%	25.5%	23.1%	23.7%	23.3%	23.4%
EBIT 率	15.8%	15.8%	14.1%	14.8%	14.8%	14.9%
净利润率	11.1%	14.5%	12.1%	13.2%	12.2%	12.5%
收益率						
净资产收益率(ROE)	14.9%	16.8%	17.5%	20.6%	18.6%	18.5%
总资产收益率(ROA)	7.7%	7.1%	7.8%	9.5%	9.0%	9.4%
投入资本回报率(ROIC)	23.4%	14.0%	11.9%	19.8%	16.5%	23.0%
运营能力						
存货周转天数	69	114	184	150	150	150
应收账款周转天数	53	56	56	56	56	56
总资产周转天数	447	612	540	31	23	23
净利润现金含量	1.55	-0.85	-0.46	2.35	-0.26	2.04
资本支出/收入	15%	21%	6%	2%	3%	1%
偿债能力						
资产负债率	46.3%	54.1%	51.6%	50.0%	47.4%	44.6%
净负债率	-2.9%	25.4%	50.7%	2.6%	17.0%	-19.0%
估值比率						
PE	16.5	23.2	21.5	15.5	14.7	12.7
PB	2.5	3.9	3.8	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	9.4	18.4	16.7	10.8	10.1	7.8
P/S	1.8	3.4	2.6	2.0	1.8	1.6
股息率	1.7%	1.7%	0.8%	1.7%	1.7%	1.7%



1. 2010 年收入大幅增长，毛利率有所下滑

2010 年公司实现销售收入 66.77 亿元，同比增加 44.52%；实现净利润 8.05 亿元，同比增长 19.95%，增幅小于收入；实现每股收益 0.57 元。扣除非经常性损益后的归属母公司净利润为 6.51 亿元，同比增长 16.7%，对应扣非后 EPS 为 0.46 元。年度内确认非经常性损益 1.54 亿元，主要包括政府补助 4.02 亿元及非流动性资产处置损益-3.5 亿。2010 年分红方案为每 10 股分红 1 元，不转增股本。公司公告一季度净利润预增 50%以上（东田集团 2010 年度股权回购补偿款 1.55 亿元（税前）因审计调整计入今年一季度）。

图 1：2003 年以来公司收入与净利润变动

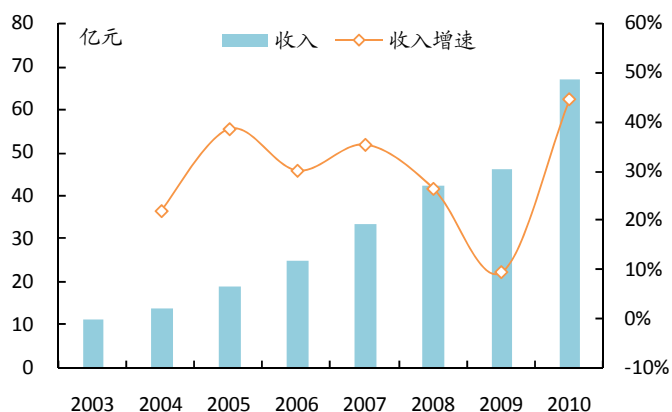
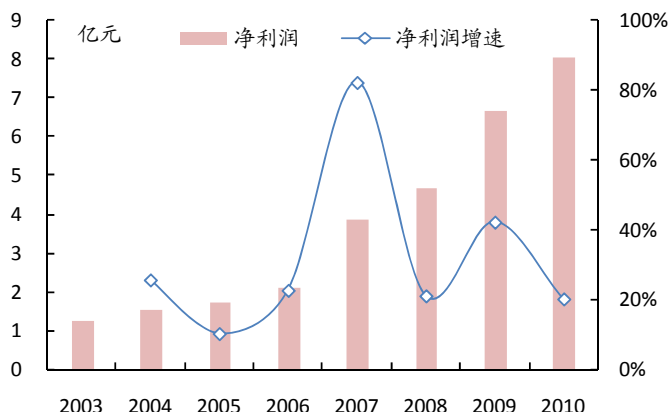


图 2：2003 年以来公司单季度利润率



资料来源：wind、国泰君安证券

1.1. 业务进一步多元化，出口占比提升

公司主营产品不断多元化发展，2010 年主营收入主要由染料、减水剂、中间体、汽车配件、纯碱和合成氨等无机品等组成，其中染料和中间体业务目前仍为公司的支柱，而减水剂、汽车配件、无机产品在主业中的地位提升较大。染料业务收入为 26.3 亿元，占比 41%，同比增长 27%；减水剂收入 9.2 亿元，占比 14%，同增 45%；中间体收入 6.9 亿元，占比 11%，同增 29%；汽车配件收入 8.6 亿，占比 13%，同增 211.3%；无机产品收入 6.6 亿，占比 10%。未来公司在继续发展化工主业的同时将进一步拓展汽车零部件及类金融业务。

图 3：2004 年以来公司各产品销售收入变化

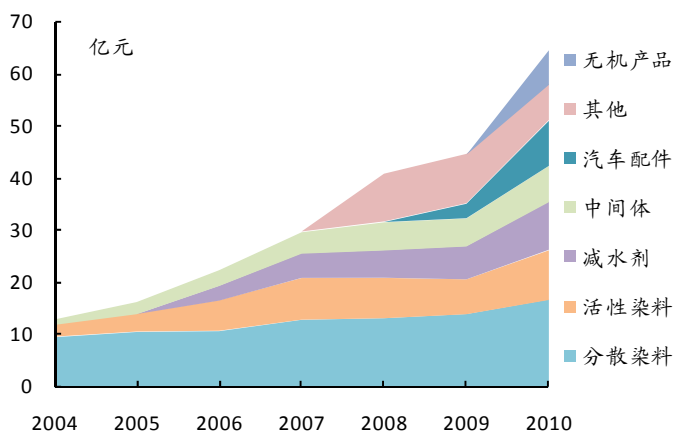


图 4：2010 年公司各产品占总收入比

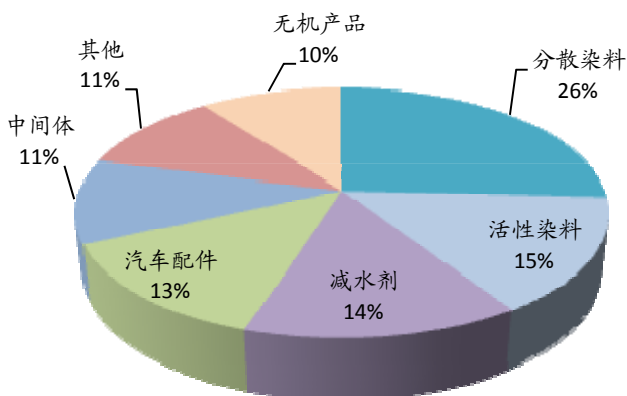


图 5: 2004 年以来公司各产品营业利润变化

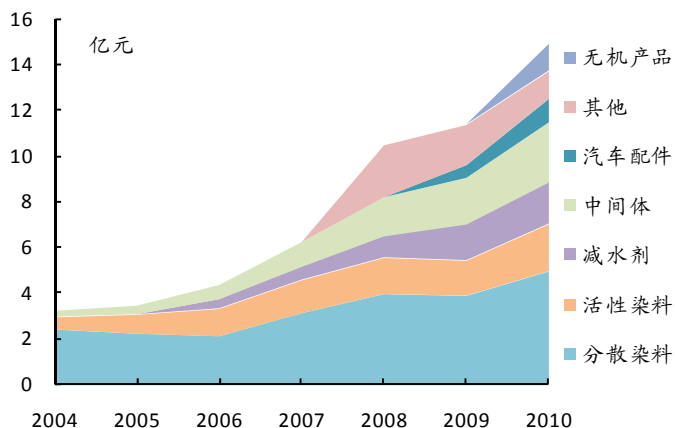
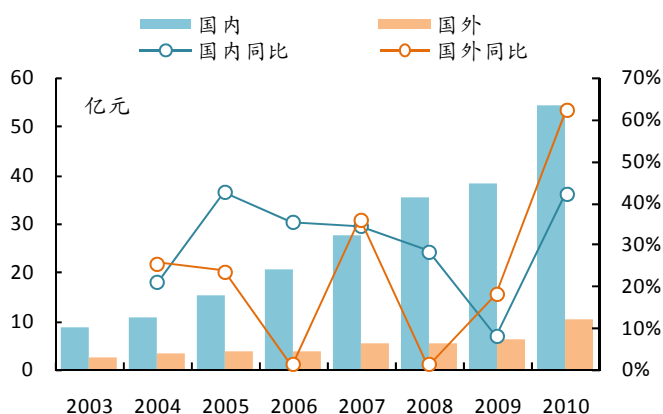


图 6: 2003 年以来公司分区域销售收入变化



资料来源: wind、国泰君安证券

从销售区域来看，公司 2010 年国内销售 54.4 亿，同比增长 42%；出口收入为 10.3 亿，同比增长 62%，重点出口为韩国、泰国、巴基斯坦等东南亚国家。

1.2. 产品毛利率有增有降，综合毛利率下滑 1.4 个点

2010 年各项业务收入均有一定增长，毛利率则有涨有跌。分散染料毛利率提升 1.7 个百分点；活性染料下降 1.3 个百分点；中间体毛利率维持在 38%；减水剂毛利率下降 4.9 个百分点；汽车配件下降 8.2 个百分点。综合而言，公司 2010 年销售毛利率 23.13%，同比下滑 1.4 个点，全年呈逐渐下滑态势。分散染料行业集中度高，企业定价能力强。2011.2 月，公司染料再次提价至 24000 万/吨左右。减水剂业务受工业萘价格大幅波动影响，毛利率有所下降。

图 7: 2005 年以来公司单季度利润率

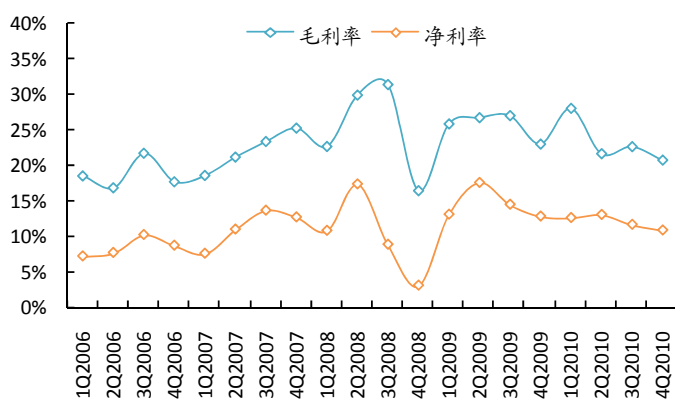


图 8: 2004 年以来公司主要产品毛利率

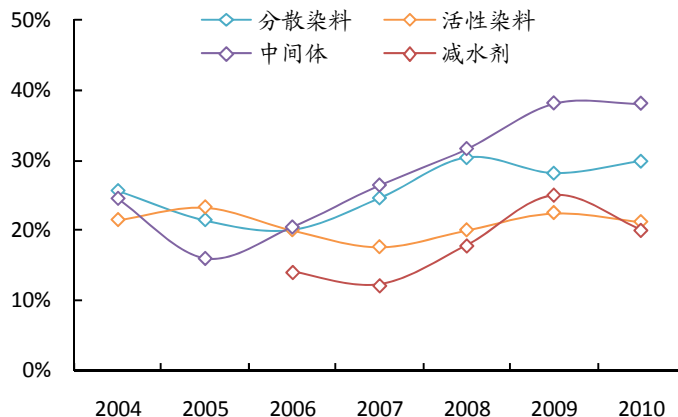
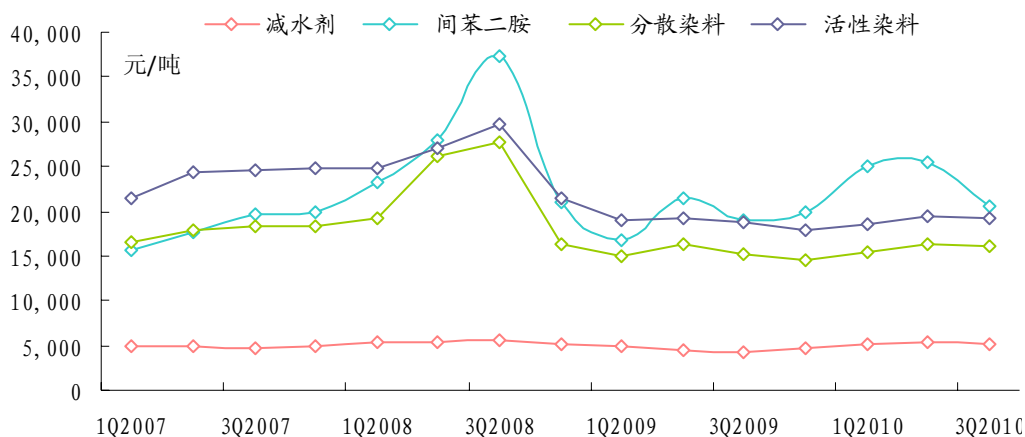


图 9: 公司主要产品平均售价走势

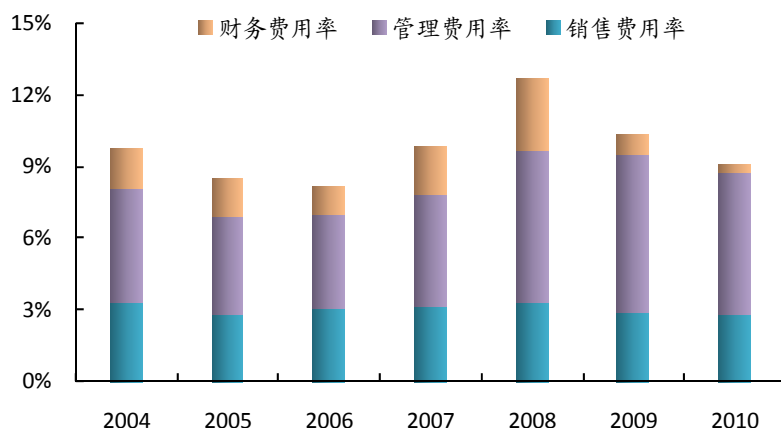


资料来源: wind、11 龙盛 CP01 招募说明书、国泰君安证券

1.3. 财务指标简析

公司资产负债率 51.44%，为合理水平，应收账款同比增加 3.93 亿元。因房地产业务土地开发成本和土地出让保证金支出较多，经营现金流量净额 -8.75 亿元，剔除房地产业务后经营现金流量净额为 3.37 亿元。三项费用率为 9.1%，继续走低，显示公司良好的费用控制能力。

图 10: 公司三项费用率走势



资料来源: wind、国泰君安证券

2. 公司持续扩张各项业务，2011 部分新产能将投放

染料:

公司目前具有分散染料产能 12 万吨、活性染料产能 7 万吨，其中 EF 活性染料项目全面达产，产量超过设计能力，产销两旺。公司在印度建设活性染料项目，目前已达年初 1.5 万吨，后期将进一步扩产至 2 万吨。

下游印染布行业 2010 年累计产量达到 602 亿米，同比增长 12%；我国染料 2010 年产量为 160 万吨，同比增长 13.5%，均维持稳定增长态势。

图 11: 国内印染布累计月产量及同比

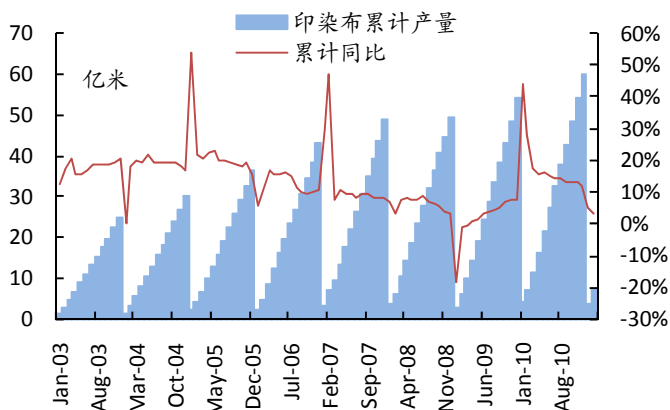
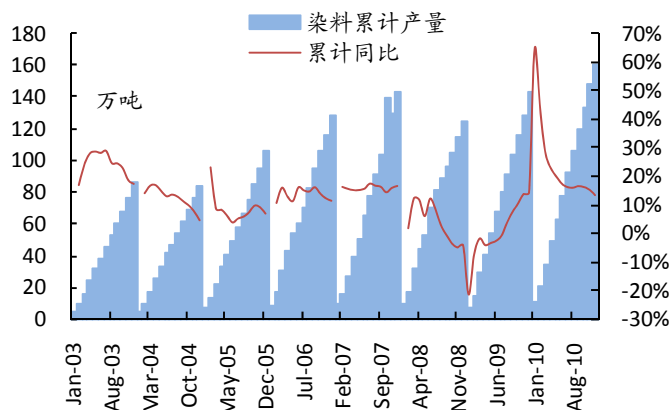


图 12: 国内染料累计月产量及同比



资料来源: wind、国泰君安证券

中间体: 公司已由单一的间苯二胺产品发展到间苯二胺、间苯二酚、对苯二胺三产品梯队，其中间苯二胺产销量超过 3 万吨，市场占有率约 80%；间苯二酚 5000-6000 吨产能，预计 2011 年上半年 2 万吨间苯二酚将投产；2011 年底新建 1 万吨对苯二胺将投产，远期规划 2 万吨。

减水剂:

公司目前已有 20 万吨减水剂产能，未来计划到 30 万吨以上，主要用于建筑行业，国外 80%-90% 的建设项目均使用减水剂，而国内仅为 20% 以内，发展空间较大。公司通过收购各地工厂之后扩产，并在当地配套上游运作，毛利率超过 20%，超过行业的平均水平 (10-15%)。

汽车零配件: 公司与长安汽车集团采用合作经营模式，2009 年投资设立定州长龙汽车配件销售公司；2010 年上半年在广西南宁成立销售机构代理长安汽车部分整车及零配件销售，销售收入在 2010 年释放，相比 2009 年汽车业务收入增幅达到 211%，未来计划将汽车零配件业务拓展至 10 亿元规模。

无机产品: 公司龙山化工 1 期已进入试车阶段，达产后将拥有纯碱 25 万吨，氯化铵 28 万吨，浓硝酸 10 万吨，合成氨 10 万吨的产能，其中浓硝酸将供染料业务，实现自产。2 期预计 2011 年中期建成，总项目规划为 40 万吨纯碱和 45 万吨氯化铵产能，以及 20 万吨合成氨装置，10 万吨浓硝酸，3 万吨硝酸盐和 2.5 万吨小苏打产能。

房地产: 公司房地产项目目前主要为上海市闸北区的动迁安置房建设项目（截止 2010 末，累计收到回购进度款共计 86443 万元）、闵行区的商业地产项目（已与合作方签订协议，商业酒店建成后将由其购买）以及平湖的商业及住宅综合开发项目。

3. DYSTAR 逐步恢复，未来将并入报告享受盈利

公司子公司桦盛公司认购了印度 KIRI 公司的新加坡子公司 1 股股份和 2200 万欧元的可转债。目前公司正在向相关国家和部门提交转股所需的审批文件，公司将根据进展情况择机转股，转股后桦盛有限公司将持有新加坡

KIRI 控股有限公司 62.4%的股权。新加坡 KIRI 控股有限公司于 2010.2 月收购了破产的 DYSTAR（德斯达）公司，该公司为全球最大的印染企业，总产能约 20 万吨，在全球拥有 18 个厂，占全球印染市场 25%的份额。随着德斯达业务的逐步恢复，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动力。

2011 年新加坡 KIRI 公司将尽快完成德国及欧洲的重组，包括总部职能剥离，欧洲业务整合，研发和服务功能的重新评估、定位和精简，全球生产体系的调整优化；预计全年实现销售收入 6.6 亿欧元，实现税后利润 1800 万欧元。

4. 盈利预测

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，公司在染料行业的龙头地位十分稳固。不考虑 DYSTAR 的贡献，我们预测公司 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.76、0.8、0.93 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。那么合并 DYSTAR 后预测公司 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.91、1.01、1.14 元，“增持”评级。

作者简介:**魏涛:**

S0880511010033

0755-23976212

weitao@gtjas.com

魏涛:2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。2010年入围新财富基础化工行业最佳分析师。

胡珏（贡献作者）:

S0880110110131

0755-23976112

hujue008738@gtjas.com

清华大学理学硕士,国泰君安化工研究员助理。

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:	gtjaresearch@gtjas.com		