

浙江龙盛(600352)

研究员: 纪石 执业证书编号: S0570110050075

☎ 025-83290936 ✉ ShiJayJi@gmail.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4043

中间体业务将迎来爆发式增长

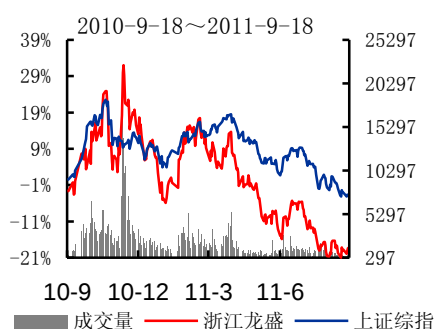
投资评级: 推荐(维持)

化学制品 II

当前价格(元): 8.73

目标价格(元): 11.4

股价走势图



相关研究

1《浙江龙盛(600352):染料业务盈利良好稳定,中间体业务带动增长》2011.8

投资要点:

◆ 公司自上市以来,坚持多元化发展的战略。公司多元化的发展包括围绕公司主业相关的中间体及相关无机化学品业务;以及非主业相关的减水剂、汽车零配件、房地产以及投资业务等。在未来公司的多元化发展战略将侧重于化学中间体以及相关的化学品业务,向综合性的化工业巨头发展。

◆ 中间体业务的核心优势在于独特的工艺技术带来的成本优势。借助于成本优势,公司今明两年间苯二酚、对苯二胺产能大量释放,中间体业务有望迎来爆发式增长。在现有产品达到饱和后,公司仍有向其他相关产品低成本扩张的能力。我们认为公司中间体业务在今明年爆发式增长后,仍将长期维持较高的增长。

◆ 染料业务已是国内龙头企业,盈利能力稳定但空间有限,预计维持 7% 的自然增长。未来染料业务的方向在于高档化和国际化发展。目前德司达业务仍处于整合过程中,未来也有一定的超预期可能。

◆ 我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别达到 0.76、0.84 和 1.01 元,三年复合增长率约为 23%。上个交易日收盘价格 8.73 元对应的动态市盈率分别为 11.42、10.45 和 8.63 倍。我们认为目前过低的估值,过度反映了资本市场对于公司非主业多元化发展以及整体增速下滑的担忧。而德司达业务、房地产和投资业务也具有一定超出预期的可能。可给予 2011 年 15 倍的动态市盈率估值,目标价 11.4 元。维持“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	146841.59
流通 A 股(万)	146841.59
52 周内股价区间(元)	8.33-14.45
总市值(亿)	128.19
总资产(亿)	167.56
每股净资产(元)	4.54

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	66.77	88.62	97.67	110.77
+/-%	44.55	29.73	12.76	13.41
净利润(百万)	805.09	1142	1249	1512
+/-%	22.76	39.38	9.31	21.09
EPS(元)	0.57	0.76	0.84	1.01
P/E	15.39	11.42	10.45	8.63

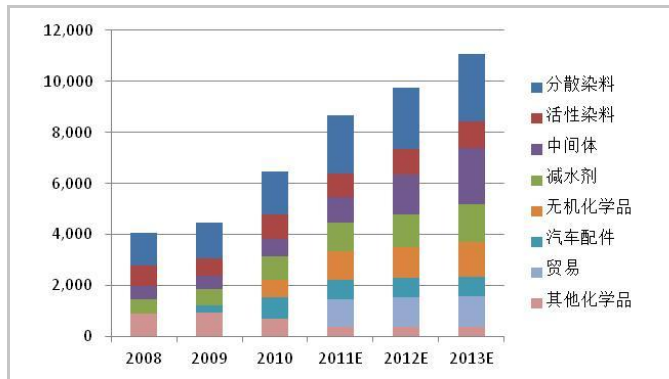
一、公司简介

◆ 国内染料龙头企业，未来增长来自中间体业务

公司是国内最大的染料企业。根据染料工业协会的统计，2010年公司分散染料国内市场占有率28%，活性染料国内市场占有率18%。目前公司染料产品的产能情况为分散染料12万吨，活性染料6.5万吨。同时公司还有通过债转股控制德司达染料业务的可能。2010年公司染料业务（分散染料+活性染料）占公司销售收入的41%，毛利占比为47%，仍是公司最主要的盈利来源。

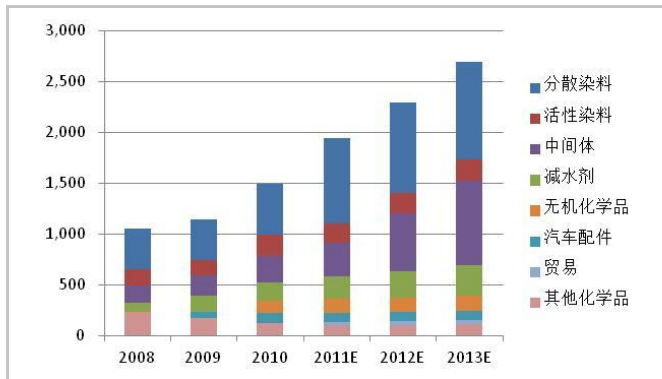
公司未来三年的主要增长来自于中间体业务的增长。目前中间体业务是公司第二大盈利来源，2010年中间体业务占公司销售收入的11%，而毛利占比达到18%。公司拥有3万吨间苯二胺产能，是国内最大的间苯二胺生产商。今年下半年，间苯二胺产能也将扩产至2万吨，同时将有2万吨对苯二胺产能投产。公司的中间体业务将迎来爆发式的增长。

图表 1：公司分业务收入情况（百万元）



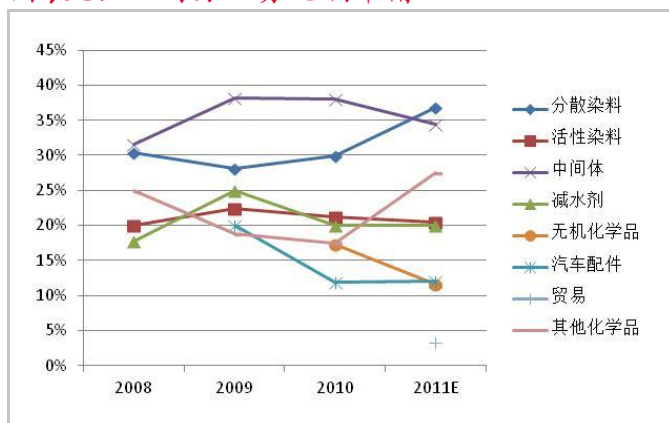
资料来源：公司公告、华泰证券研究所整理

图表 2：公司分业务毛利情况（百万元）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所整理

图表 3：公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告、华泰证券研究所整理

◆ 公司多元化发展战略将侧重于中间体业务

公司自上市以来，坚持多元化发展的战略。围绕公司主业的染料业务，公司多元化发展的一个重点方向是中间体及相关无机化学品业务。此外公司多元化的发展还包括减水剂、汽车零配件、房地产以及投资

业务等。在未来公司的多元化发展战略将侧重于化学中间体以及相关的化学品业务，向综合性的化工业巨头发展。

公司染料业务盈利能力十分稳定，同时控制德司达具有超出预期的可能性；中间体业务爆发式的增长，将带动公司整体业绩具有可观的增长率。我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别达到 0.76、0.84 和 1.01 元，三年复合增长率约为 23%。上个交易日收盘价格 8.73 元对应的动态市盈率分别为 11.42、10.45 和 8.63 倍。我们认为目前过低的估值，过度反映了资本市场对于公司非主业多元化发展以及整体增速下滑的担忧。可给予 2011 年 15 倍的动态市盈率估值，目标价 11.4 元。维持“推荐”评级。

二、围绕核心技术，中间体业务不断壮大

2.1 低成本的核心技术是公司中间体业务的核心优势

公司中间体业务沿着原有业务相关的产业链进行扩张。当前主打产品间苯二胺是公司分散染料的重要原材料，间苯二酚是间苯二胺的下游产品，对苯二胺利用了和间苯二胺类似的自主生产技术。龙山化工的硝酸则是间苯二胺生产的原材料。

公司的中间体业务的核心在于苯-硝化-加氢还原-水解整套技术。我们认为公司整套的技术具备低成本和拓展性强的两大核心优势：

◆ 成本优势助公司产品迅速占领市场

公司自 2003 年开始在国内率先产业化催化加氢生产分散染料关键中间体间苯二胺。产业化初始，其成本便相对于铁粉还原法产品降低 20%。近年来公司又成功开发了苯连续硝化制混二硝基苯催化加氢联产技术，相对于其他以间二硝基苯为起始原料的催化加氢工艺，成本进一步下降 20%。因此公司间苯二胺产品得以占据国内龙头地位。

公司的间苯二酚以公司自产的低成本间苯二胺为原料，采用水解法技术。相较于国内普遍应用的苯磺化碱熔法和国外厂商的间二异丙苯氧化法也具备相当的成本优势。因此扩产后也有望迅速占领市场。

目前公司中间体业务具有间苯二胺产能 3 万吨；间苯二酚产能约 5000-6000 吨，到今年下半年可扩产至 2 万吨/年；对苯二胺 2 万吨产能也将于今年下半年投产。今明两年，公司新增的间苯二酚和对苯二胺产能集中投产，因此短期内中间体业务将有爆发式的增长。完全达产后，公司这几类产品未来的增长可能保持行业平均约 14~15% 的增长。

◆ 技术路线拓展性强，具备向新产品发展的潜力，打开成长空间

围绕这一整套技术路线，未来公司仍有潜在可发展可能的中间体产品包括邻苯二胺、对苯二酚、邻苯二酚、氨基苯酚等。其中不乏市场需求增长高潜力大的品种，如邻苯二胺、氨基苯酚等。

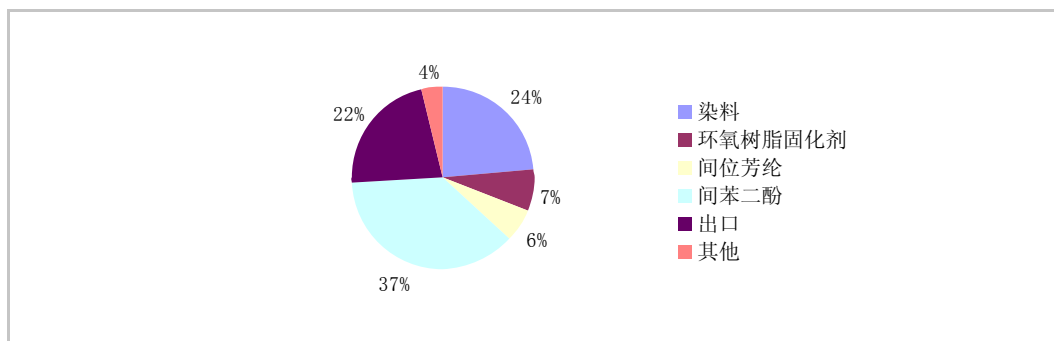
公司技术路线的拓展性强，向新产品扩张的边际投资成本较低；同时公司该技术体系本身就具备很强的成本优势，产品线丰富后对副产品进行综合利用并可以进行弹性化的生产管理，综合成本还有进一步降低的空间。我们认为目前产品达到市场饱和之后，公司极有可能持续向新产品拓展，中间体业务仍有能力保持较高增长率，最终发展成中间体化学品巨头。

2.2 间苯二胺占据垄断地位不可撼动

◆ 间苯二胺的需求将受益于芳纶 1313 国产化

间苯二胺主要用做偶氮类染料合成、医药中间体、环氧树脂固化剂、间苯二酚和芳纶 1313 的合成等领域。以全球 50-60 万吨分散染料，3.5-4 万吨芳纶 1313 规模测算，全球间苯二胺的需求量在 6-7 万吨。

图表 4：“十一五”期间国内间苯二胺的需求结构



资料来源：中国期刊网

芳纶 1313 需求的增长将极大推动国内间苯二胺的需求。21 世纪初随着我国间位芳纶合成技术取得突破，国内发展较快，烟台氨纶和广东新会彩艳股份相继建设了间位芳纶的生产装置，2010 年间位芳纶市场持续景气，国内产品供不应求，需要进口一定数量满足市场需求，部分企业计划新建和扩建间位芳纶生产装置，烟台氨纶 2010 年二次扩建生产装置，目前计划新建两条生产线，预计 2015 年国内间位芳纶生产能力将由目前的 8000t/a 增加达到 1.8 万 t/a 左右，若中间体按 1: 1 配套计，届时需要新增 1 万吨配套的中间体。

从全球来看，来自染料的需求增长约为 7%；来自芳纶的需求增长由于国内间位芳纶的扩产，年增长率达到约 8%。综合来看，全球间苯二胺需求增长约为 7~8% 左右，而国内需求的增长达到年均 14% 左右。

◆ 公司是全国最大的间苯二胺厂商，几乎处于垄断地位

公司的间苯二胺产能达到 3 万吨/年，国内市场占有率超过 80%，处于绝对垄断地位，并大量出口。国际间苯二胺生产商主要以杜邦为主，产品为高纯度聚合级间苯二胺，用于生产芳纶 1313。随着芳纶产能向中国的转移，公司间苯二胺中间体的市场地位仍会加强。

图表 5：国内间苯二胺产能统计

公司名称	产能（吨/年）	生产技术
浙江龙盛	30000	催化加氢
青岛恒源化工	5000	催化加氢
山东鲁化天九化工	6000	催化加氢
江苏洪泽大洋化工	6000	催化加氢
安徽海丰精细化工	3000	催化加氢
山东富原化工	3000	催化加氢
天津华士化工	3000	催化加氢
南京六合雄州化工	3000	铁粉还原

辽阳滨河化工	3000	铁粉还原
湖北武穴燕江化工	3000	铁粉还原
铁岭康宁染料	2000	铁粉还原
江西浔朋化工	1500	铁粉还原
合计	63500	

资料来源：中国期刊网

◆ 自主开发工艺技术，成本优势保持领先

间苯二胺主要有铁粉还原法和催化加氢法两种生产方法，其中铁粉还原法生产能耗很高，同时每吨产品还产生 5 吨以上铁泥及 10 吨以上废水，成本高企的同时严重污染环境。公司自 2003 年开始在国内率先产业化催化加氢生产分散染料关键中间体间苯二胺。产业化初始，其成本便相对于铁粉还原法产品降低 20%。

经过多年发展，近年来催化加氢技术逐步普及。而公司的催化加氢技术也逐步改进，成功开发了苯连续硝化制混二硝基苯催化加氢联产间苯二胺、邻苯二胺和对苯二胺，占混二硝基苯总量 14%左右的以前作为间二硝基苯副产的邻二硝基苯和对二硝基苯得到了合理充分利用，降低生产成本和减少“三废”产生。相对于其他以间二硝基苯为起始原料的催化加氢工艺，成本进一步下降 20%。

由于工艺成本上的领先，在行业平均毛利率不足 20%的前提下，公司的中间体业务毛利率超过 40%。

◆ 主动降价维持行业地位

近年来催化加氢技术逐步普及，同时间苯二胺产品一直维持较高毛利，不少中小化工企业投资间苯二胺产能的意愿较强。2010 年以来山东、江苏产能大量释放，间苯二胺供给出现拐点，并持续至今年。因此公司借助成本规模优势，主动对间苯二胺产品进行降价，适当降低该产品毛利率，以阻止不具备成本优势的中小企业进入或扩大产能。

尽管公司主动降价，但是仍然维持较高毛利率。上半年公司间苯二胺平均售价约 1.88 万元/吨（不含税），仍然维持毛利率 30%以上的定价。由于公司在国内市场上的规模成本优势，而具有相当的定价权，因此尽管公司主动降价，却不必担心公司间苯二胺产品盈利能力的下滑。

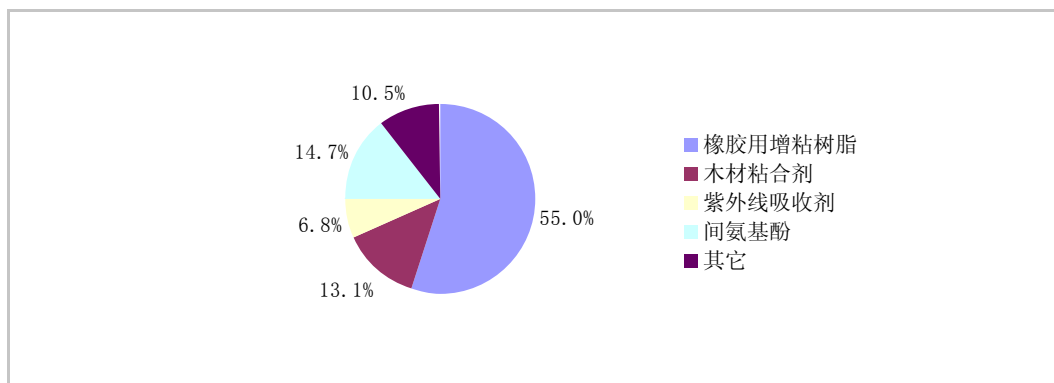
2.3 间苯二酚扩产后亦将一家独大

◆ 间苯二酚仍处于进口替代阶段

间苯二酚主要用于轮胎、橡胶制品、木材等粘合剂和间氨基酚的生产，间苯二酚为原料合成粘合剂是轮胎工业的主流粘合剂品种，我国目前成为全球汽车、轮胎和橡胶制品第一大国，轮胎产量连年快速增长，2010 年国内轮胎产量高达 77634.46 万条，同比增长 19.82%，比 2001 增加了近五倍。

另外国内间氨基酚传统工艺采用硝基苯磺化碱熔路线，因为污染异常严重导致无法生产，国外则采用间苯二酚氨解法清洁工艺生产，该产业化技术国内已经成熟，目前正处于替代期。

图表 6: 国内间苯二酚需求结构



资料来源: 中国期刊网

国内间苯二酚需求前景良好。据相关文献报道, 2008 年我国间苯二酚的需求量为 19000 吨。全球来讲, 消费总量在 7 万吨左右, 目前国内间苯二酚供不应求, 2010 年净进口量为 11000 吨左右。需求增长方面, 预计未来 5 年国内轮胎需求年均增长 15%, 木材粘合剂需求年均 8% 增长, 间氨基苯酚的需求增长达到 20% 并且仍有超过一半的间氨基苯酚产能将被替代。综合下来, 国内间苯二酚需求增长约 15%。

◆ 公司投产后将形成国内一家独大的格局

根据统计数字, 2007 年国内间苯二酚产能已经达到 5.7 万吨, 远超国内需求量。但是到 2010 年国内进口间苯二酚仍然有 1.1 万吨。主要原因为国内大部分产能由于技术原因很难大规模投放。国外的竞争对手主要为日本住友化学公司 (3 万吨)、美德佩客化学公司 (2.5 万吨)、三井化学公司。公司已具备 5000-6000 吨/年的生产能力, 今年下半年将扩建至 2 万吨/年产能。产能完全释放后, 将占到国内 80% 左右的需求。和间苯二胺产品一样, 形成国内独大的局面。

图表 7: 2007 年国内间苯二酚产能统计

公司名称	产能 (吨/年)	生产技术
江苏中丹集团瑞星化工	3000	传统的苯磺化碱熔法
江苏南通利通化工	2000	传统的苯磺化碱熔法
湖北祥云集团	3000	传统的苯磺化碱熔法
河南新鸿化工	3000	-
江苏汇丰集团	10000	间苯二胺法
江苏扬农化工集团江苏瑞祥公司	10000	间苯二胺法
河北华容华诺化工	10000	-
山东海汇集团	6000	改进的磺化碱熔法
安徽八一化工集团	5000	-
绍兴华力精细化工	2000	-
江苏群发化工	3000	间二异丙苯氧化

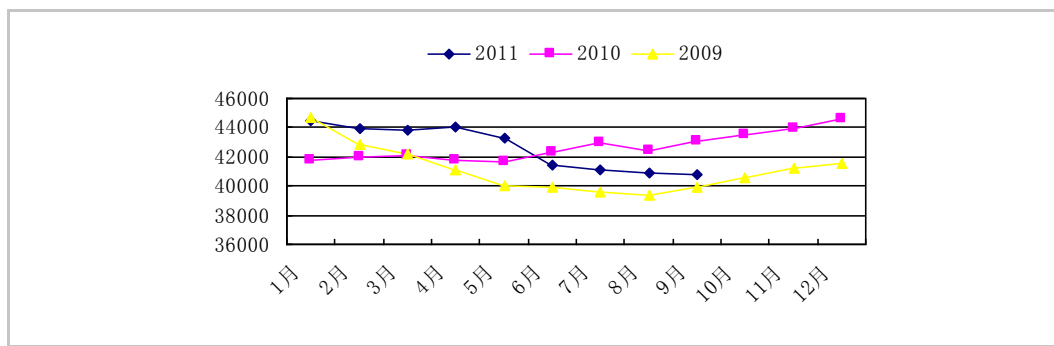
资料来源: 《精细与专用化学品 2007》

◆ 工艺成本优势可有效保证公司在该市场的扩张

目前国内外间苯二酚生产工艺主要有苯磺化碱熔法和间二异丙苯氧化法，前者生产步骤冗长、生产过程难以控制、设备腐蚀严重、尤其是环境污染非常严重面临淘汰；后者目前仅有日本三井和住友拥有技术，而且原料来源必须与规模化苯酚/丙酮配套获取，国外不对外转让技术，国内技术和原料来源难度非常大，相当时间内国内不能掌握技术，而且该法生产成本较高。

公司开发的间苯二胺水解法生产间苯二酚，有效解决了两种工艺的弊端，发展前景良好。就成本方面，我们估计公司目前间苯二胺成本不超过 1.3 万元/吨。公司间苯二胺水解工艺利用自产的间苯二胺，每吨间苯二酚消耗约 1.1 吨间苯二胺。间苯二酚综合成本保守估计不会超过 2 万元/吨，乐观估计可能在 1.8 万元/吨以下。国内目前市场价格约 4.08 万/吨（含税）。公司间苯二酚产品以目前市场售价，毛利率超过 45%。

图表 8：国内间苯二酚月度均价



资料来源：化工在线

2.4 对苯二胺看对位芳纶国产化

对苯二胺的传统应用集中在染料领域，国内需求加出口量不大，未来需求稳定增长。但是随着高性能纤维对位芳纶（聚对苯二甲酰对苯二胺）生产与需求兴起，将快速拉动对苯二胺的市场，全球对位芳纶生产能力约为 8 万 t 左右，国内几乎没有商品问世，每年国内直接和间接进口的芳纶及相关制品数以亿元计，缺口 6000t 左右。近年来随着国内工艺技术不断成熟，多家正在建设对位芳纶项目，均计划在 2011-2012 年投产，项目总产能为 7100t/a。一期项目建设的同时许多企业正在着手二期项目建设，根据相关资料介绍保守预测 2015 年我国对位芳纶总产能将达到 1.5 万 t/a，届时将需要消耗 5000t 对苯二胺。另外抗氧剂和橡胶防老剂新品种 N, N' -二仲丁基对苯二胺和防老剂 4030 技术成功开发，相关企业加快建设，也将消耗一定数量的对苯二胺。

目前国内对苯二胺生产规模较小而且分散，工艺上多采取对硝基氯苯氨化还原法。公司自主开发了对硝基苯胺还原法和对氨基偶氮苯加氢法的对苯二胺生产技术，产品收率高、纯度高、废水少，分别采用两种工艺各建设 1 万吨对苯二胺产能。

图表 9：2008 年国内对苯二胺产能统计

公司名称	产能（吨/年）
上虞利星化工	2000

衢州凯源精细化工	2000
安徽郎溪鸿盛化工	2000
衢州方达化工	1000
安徽八一化工	1000
衢州之江化工	600
其他	2400
合计	11000

资料来源：《精细化工原料及中间体 2008》

三、染料业务向高档化国际化发展

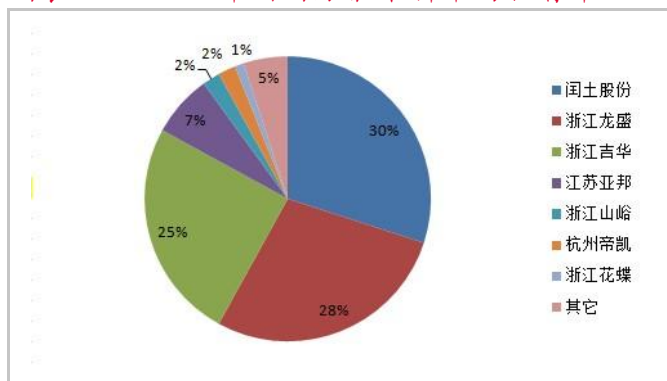
3. 1 公司是国内染料行业龙头企业，染料业务增长缓慢稳定

◆ 公司在国内分散染料和活性染料的市场占有率分别达到 28% 和 18%，是国内最大的染料企业。

分散染料行业是典型的寡头竞争行业，闰土、龙盛和吉华三家，合计占有国内 80% 以上的市场。排名第四的江苏亚邦与前三强在销售规模、市场占有率上已明显拉开差距，三巨头的格局十分稳定。

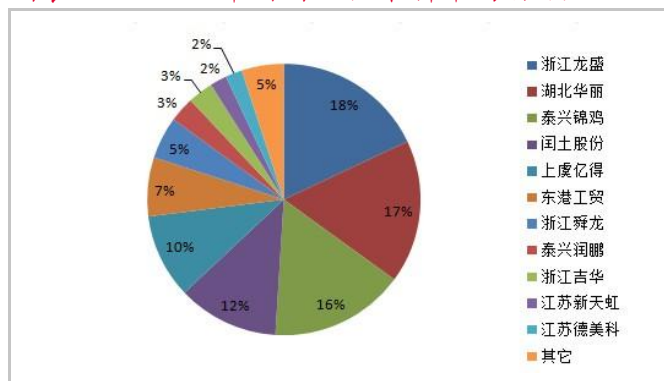
活性染料行业前两年经过大幅扩产，形成楚原、锦鸡、龙盛、闰土、吉华等 7-8 家较大型企业和其他更多小型企业格局，行业产能达到约 37 万吨，远超过每年 20 几万吨的需求。从市场格局上来看，其集中程度远远不如分散染料市场。

图表 10：2010 年国内分散染料市场占有率



资料来源：染料工业协会

图表 11：2010 年国内活性染料市场份额



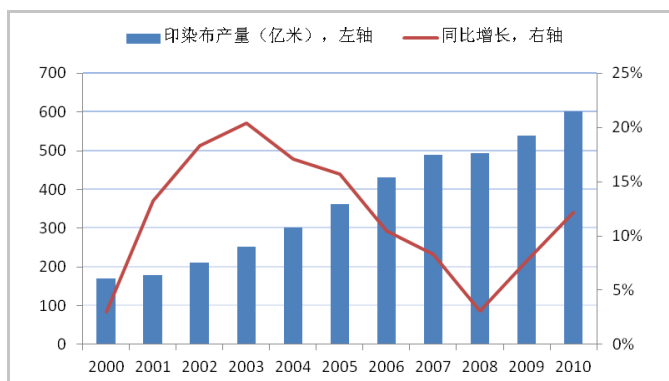
资料来源：染料工业协会

◆ 染料行业增长缓慢稳定，公司现有染料业务将随行业稳定增长

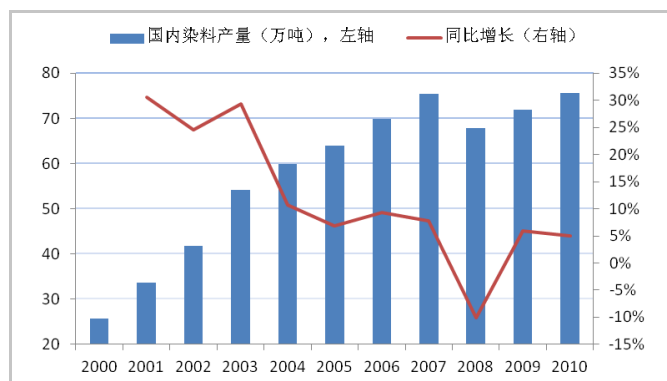
未来五年纺织工业对国内染料的需求会以年均 7% 的速度增长。根据染料工业“十二五”发展规划纲要，到 2015 年我国纺织纤维的产量将会达到 5000 万吨以上，染料的年消耗量（加上出口量）将增加到 100 万吨以上，纺织印染助剂将会超过 120 万吨。

图表 12：国内历年印染布产量

图表 13：国内历年染料产量



资料来源: Wind EDB、华泰证券研究所整理

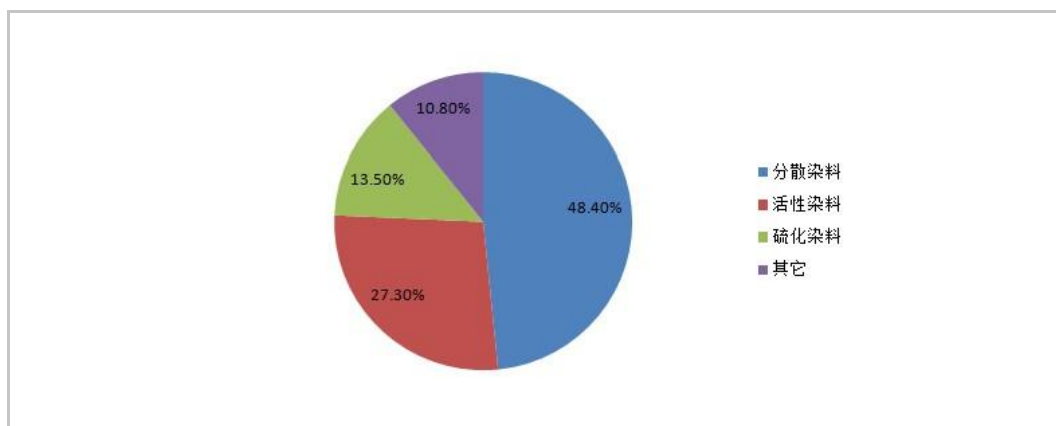


资料来源: 染料工业协会

我国将染料分为分散染料、活性染料、硫化染料、酸性染料、阳离子染料、直接染料、还原染料、冰染染料、中性染料、其它染料（包括食用染料、缩聚染料、毛皮染料）十大类。目前，我国可生产的染料品种约 3000 个，经常生产的品种在 800 个左右。

分散染料产量接近全部染料一半，是产量最大的染料品种，主要用于涤纶纤维的染色，涤纶纤维也是产量最大化纤品种，占比超过 80%；活性染料是另外一类主要的染料品种，应用以棉、粘胶纤维等天然纤维或纤维素纤维为主。

图表 14: 2009 年国内染料产量结构



资料来源: 染料工业协会

对涤纶纤维需求的增长，将使分散染料需求增长超过染料行业整体增长。从去年以来随着棉价的大幅提升以及今年棉价的大幅波动，导致棉布生产受到影响；同时棉涤价差维持超过 6000 元/吨，涤纶纤维的需求良好。今年以来化学纤维布和棉混纺布的产量增速显著高于棉布产量增长。导致分散染料的市场需求也明显强于活性染料。

从长期来看，国内涤纶纤维原料的大幅扩产，将使分散染料的需求长期保持良好。今年下半年国内将建成的 PTA 产能达到 450 万吨/年规模，此外国内煤制乙二醇技术日渐成熟。国内 PTA、乙二醇供应大幅增长，来自涤纶纤维市场的分散染料需求仍将保持良好增长。

◆ 公司染料业务盈利能力稳定

公司分散染料产品近两年以来分散染料产品价格与毛利率同步持续提升。今年上半年销售均价达到 1.88 万元/吨（不含税），毛利率可达到约 36%。短期来看随着 9 月份开始下游纺织行业旺季的到来，价格有望继续上行。从中长期的角度来看，分散染料前三大企业占国内供应比例很高，三家都不愿轻易降价导致盈利降低，并且向下游企业的议价处于强势地位，因此只要不发生 08 年底这样极端的市場波动情况，分散染料价格长期看也将保持坚挺。

活性染料产品盈利能力相对较低。目前售价约 1.86 万元/吨（不含税）。由于上游 H 酸价格上涨，毛利率目前只有约 20% 左右。棉价的大幅波动使活性染料需求受到负面影响。2010 年全球棉花减产，棉花价格一路上涨至 30000 元/吨以上，加上人民币升值、劳动力成本上升等因素，棉纺企业订单大量转移至东南亚和中东等地区。棉价的大幅波动，导致主要用于棉、粘胶纤维染色的活性染料需求受到影响。但今年以来棉花种植面积大幅增长，棉价格较高点下跌超过 25%，中国棉花协会预计，今年全国棉花将增产 8% 达到 640 万吨。随着 9、10 月新棉上市将带动棉纺企业订单回流，活性染料需求将逐渐好转。

3.2 向国际化发展是未来染料业务进一步发展的战略

◆ 公司染料业务国际化战略的第一步是进军印度。

2007 年，龙盛入股印度 KIRI，持有 10% 的股权。2008 年 4 月子公司香港桦盛与印度 KIRI 共同设立印度龙盛，龙盛持股比例 79.82%。2009 年 8 月，印度龙盛 2 万吨活性染料产能投产。

印度是全球另一个染料的主产区，活性染料、偶氮染料优于国内。H 酸和对位酯是活性染料的主要原材料，印度当地这两种产品的价格均低于国内。此外，印度 KIRI 本身就具备 4200 吨/年 H 酸和 54000 吨/年对位酯的产能，未来产能将进一步扩至 16200 和 23400 吨/年，龙盛 KIRI 与 KIRI 的工厂处于同一地点，原材料成本优势明显。

◆ 控制国际染料巨头德司达，进一步向国际化高端化发展。

2010 年 2 月，KIRI 和龙盛通过其新加坡 SPV—新加坡 KIRI 以 4000 万欧元的价格收购了德司达，其收购标的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，而德司达德国总部的所有债务则全部予以剥离。2010 年 10 月，新加坡 KIRI 再次以 1000 万美元的价格收购了美国德司达股权，其净资产为 1606 万美元。至此，除德国的 geretsried 工厂于 2010 年 4 月被科凯化工收购外，新加坡 KIRI 已收购了德司达全球所有资产。

公司目前通过香港子公司持有新加坡 KIRI 2200 万欧元的可转债，转股后将占新加坡 KIRI 62.4% 的股权，间接控制全球的染料巨头。可转换债券转股需申报的反垄断审查涉及四个国家，其中土耳其和葡萄牙已审批，巴西是转股后备案，中国商务部已于 2011 年 7 月 20 日受理公司提交的反垄断审查申请，公司将于合适时机选择转股。

◆ 昔日巨头物超所值。

德司达是由拜耳、赫斯特、卡塞拉和三菱四家公司的染料部门于 1995 年合并而成，之后又逐渐并购了

巴斯夫、约克夏等公司的染料服务部门。2004年，美国私募基金 PlatinumEquity 收购了德司达。

图表 15：德司达历史沿革

时间	事件
1995 年	拜耳、赫斯特、卡塞拉和三菱四家公司的染料部门合并成立德司达
2000 年	巴斯夫、三井和捷利康的纺织化学品部门并入
2002 年	收购染料服务公司 color solution Inc.
2004 年	收购约克夏美洲公司染料业务，美国私募基金 Platinum Equity 收购德司达
2005 年	收购德国龙塔（Rotta）集团
2006 年	收购纺织及皮革助剂生产商 Boehme 集团
2007 年	收购印度 Texanlab 公司(亚洲最大的纺织品独立测试机构)

资料来源：Bloomberg

德司达在全球 12 个国家拥有 18 个生产基地，并在 50 个国家设有办事处。2008 年，德司达在全球纺织及皮革化学品市场的市场占有率为 21%，位居全球之首。

对公司来所，德司达的价值主要体现在以下几点：

1) 高端产品线和技术研发体系

德司达拥有超过 1500 个专利，和完善的染料助剂研发体系，染料产品以高端染料为主。2008 年破产前，德司达染料产品的平均价格比公司产品高出约 1 倍。

2) 丰富的染整服务经验

在从色彩开发至成衣产品交付这样一整套的纺织产业链的各个环节，德司达均能够提供相应的产品和服务。产品能够产品包括高档染料，助剂，纺织印刷品、皮革化学品等，同时提供色彩开发、标准色配比、染料牢度测试等服务。通过多年对全球客户的服务，德司达也积累起了庞大的印染解决方案数据库。未来，龙盛可以充分利用德司达在研发和染整服务方面的技术和经验，提升自身产品的附加值，逐步进入到中高端染料市场。

3) 高端客户销售网络

德司达客户涵盖了阿迪达斯、耐克、彪马、GAP、沃尔玛等全球知名品牌，同时具备全球销售网络。控制德司达之后，借助其销售网络资源，公司产品可更顺利的进入国际市场。

◆ 逐步整合德司达，具备再造一个龙盛的潜力。

公司对德司达的整合措施包括：

1) 通过全球化的产能配置降低生产成本

公司计划关闭德司达位于德国布伦斯比利特和莱沃库森的工厂，将产能逐步转移至中国、印度和印尼，以充分利用当地低廉的人工和中间体供应。在德国本地仅保留路德维希的靛蓝染料（高端染料）生产以及研发实验室，为今后德司达的发展提供技术支持。

2) 削减管理机构控制管理费用

拜耳、巴斯夫、赫斯特三家公司的染料部门并入德司达时，均将原有的管理和销售机构同时并入了德司达，直接导致德司达的销售管理部门人员众多，加之公司本身人力成本较高，其销售费用和管理费用率居高不下。2005-2008 年，德司达的销售费用加管理费用率（不包括研发支出）一直维持在 25% 以上的水平，远高于浙江龙盛。这是德司达连年亏损的一个重要原因。

目前德司达的总部已由德国迁至新加坡，其高级管理人员也从原来的 18 人降到了 16 人。对于德国原有的 1350 名员工，收购合同规定公司需雇佣 700 人，雇佣时间不超过两年，估计未来德国工厂保留的工人不会超过 200 人。

德司达业务整合在继续进行，正逐步走向正轨，今年上半年销售收入 2.94 亿欧元，净利润 108.69 万欧元。尽管目前德司达盈利能力仍然不佳。但是基于其现有业务的规模基数，只要净利润率恢复至 5%，其净利润即可恢复至折合人民币约 2.6 亿元。完全具有再造一个龙盛的潜力。

四、盈利预测与估值

在盈利预测方面，我们主要的假设如下：

- 1) 中间体业务假设间苯二胺产销量维持在 3 万吨/年；间苯二酚 2 万吨产能在明年完全释放；对苯二胺市场拓展进度稍慢，明年释放约 1 万吨，后年 2 万吨完全释放。
- 2) 染料业务维持 7% 的自然增长。暂时不考虑未来可能将德司达合并报表的影响。
- 3) 减水剂业务产能仍有一定扩张，未来两年增长维持在约 15%。
- 4) 其他业务如汽车零配件等，假设维持现有状况。
- 5) 公司的房地产业务和其他投资业务的不确定性较大，暂时不考虑。

我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别达到 0.76、0.84 和 1.01 元，三年复合增长率约为 23%。上个交易日收盘价格 8.73 元对应的动态市盈率分别为 11.42、10.45 和 8.63 倍。我们认为目前过低的估值，过度反映了资本市场对于公司非主业多元化发展以及整体增速下滑的担忧。现有的估值水平，并没有体现出公司未来整体超过 20% 的复合增长、中间体业务的发展空间以及德司达业务超出预期的可能。

图表 16：可比上市公司估值水平

代码	股票名称	9 月 16 日收	EPS				P/E			
		盘价	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
002440	闰土股份	21.85	1.02	1.3	1.65	1.89	21.42	16.81	13.24	11.56
300067	安诺其	9.41	0.17	0.21	0.28	0.35	55.35	44.81	33.61	26.89
002054	德美化工	10.79	1.09	0.51	0.66	0.68	9.90	21.16	16.35	15.87
002010	传化股份	9.06	0.29	0.39	0.55	0.79	31.24	23.23	16.47	11.47
平均							29.48	26.50	19.92	16.45
600352	浙江龙盛	8.73	0.55	0.76	0.84	1.01	15.92	11.42	10.45	8.63

资料来源：wind 华泰证券研究所

从相对估值来看，可比的染料及纺织化学品上市公司中，公司的市盈率估值水平是最低的。其余四家上市公司按照 2011 年预测 EPS 的动态市盈率平均为 26.50 倍，即便提出创业板的安诺其，平均值也达到 20.40

倍。与同为国内最大的染料企业之一的闰土股份比较，两者染料业务规模相近，而公司具有成长性更好的中间体业务，并且通过控制德司达在国际化进程中已先行一步，理应给予更高估值。综合来看，我们认为可以给予公司按照 2011 年预测业绩的 15 倍的动态市盈率估值，目标价 11.4 元。维持“推荐”评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	8909	9531	10680	11839
现金	1278	1732	1953	2215
应收账款	1237	1646	1856	1994
其他应收款	998	1299	1465	1662
预付账款	948	1209	1344	1508
存货	3679	2686	2988	3352
其他流动资产	769	960	1074	1108
非流动资产	4479	5030	5184	5285
长期投资	476	521	521	521
固定资产	2718	3044	3281	3422
无形资产	321	321	321	321
其他非流动资产	965	1144	1062	1020
资产总计	13389	14561	15865	17124
流动负债	6406	6666	6721	6468
短期借款	2806	876	1702	864
应付账款	690	940	1046	1173
其他流动负债	2910	4850	3974	4431
非流动负债	482	400	400	400
长期借款	200	200	200	200
其他非流动负债	282	200	200	200
负债合计	6888	7066	7121	6868
少数股东权益	370	390	412	438
股本	1468	1468	1468	1468
资本公积	2082	2082	2082	2082
留存收益	2514	3490	4716	6202
归属母公司股东权益	6132	7106	8332	9818
负债和股东权益	13389	14561	15865	17124

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-875	3591	-313	1598
净利润	851	1142	1249	1512
折旧摊销	194	289	346	400
财务费用	22	110	54	44
投资损失	-103	-159	-13	-15
营运资金变动	-1924	2407	-1949	-342
其他经营现金流	85	-197	0	0
投资活动现金流	-915	-707	-487	-485
资本支出	782	450	500	500
长期投资	-247	416	0	0
其他投资现金流	-380	159	13	15
筹资活动现金流	1583	-2430	1021	-851
短期借款	1837	-1930	826	-838
长期借款	-96	0	0	0
普通股增加	150	0	0	0
资本公积增加	1319	0	0	0
其他筹资现金流	-1628	-500	196	-14
现金净增加额	-215	454	221	262

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6677	8662	9767	11077
营业成本	5133	6714	7469	8380
营业税金及附加	19	25	28	32
营业费用	186	242	269	294
管理费用	399	520	581	654
财务费用	22	110	54	44
资产减值损失	53	35	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	103	159	13	15
营业利润	968	1176	1379	1689
营业外收入	413	177	100	100
营业外支出	386	9	10	10
利润总额	996	1344	1469	1779
所得税	145	202	220	267
净利润	851	1142	1249	1512
少数股东损益	46	20	22	27
归属母公司净利润	805	1122	1227	1485
EBITDA	1184	1574	1779	2132
EPS (元)	0.55	0.76	0.84	1.01

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	44.5%	29.7%	12.8%	13.4%
营业利润	28.3%	21.4%	17.3%	22.5%
归属于母公司净利润	19.9%	39.4%	9.3%	21.1%
获利能力				
毛利率 (%)	23.1%	22.5%	23.5%	24.3%
净利率 (%)	12.1%	13.0%	12.6%	13.4%
ROE (%)	13.1%	15.8%	14.7%	15.1%
ROIC (%)	11.1%	19.7%	15.9%	18.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	51.4%	48.5%	44.9%	40.1%
净负债比率 (%)	47.10%	15.23%	30.22%	19.57%
流动比率	1.39	1.43	1.59	1.83
速动比率	0.82	1.03	1.14	1.31
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.62	0.64	0.67
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	8.78	8.24	7.52	7.55
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.76	0.84	1.01
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.60	2.45	-0.21	1.09
每股净资产 (最新摊薄)	4.18	4.84	5.67	6.69
估值比率				
P/E	15.92	11.42	10.45	8.63
P/B	2.09	1.80	1.54	1.31
EV/EBITDA	12	9	8	7

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。