

化学制品

2009 年 7 月 21 日

浙江龙盛(600352)

当前股价: 8.71

目标价: 11.5

染料龙头转身, 拓展成长新疆域

投资要点:

- ◇ 公司是国内染料行业唯一上市公司, 分散染料和活性染料产量都居于国内首位, 已成为世界染料龙头企业。近年来, 公司业务从染料行业不断向产业链上游和横向延伸, 目前已经从分散、活性、酸性染料、纺织印染助剂延伸到化工中间体、建材化工、基础化工等行业, 随着新建项目的逐步投产, 公司将从染料龙头转向更为广阔的发展领域, 进而成为专业精细化工及中间体生产商。
- ◇ 公司上市以来毛利一直维持相对稳定, 这与染料行业特点有很大关系, 但更是因为公司不断提升竞争力, 通过中间体的自产延伸产业链降低生产成本, 不断加大治污能力也为公司提供了在高污染行业中从节能减排背景下获益的能力。
- ◇ 下游纺织行业处于逐渐复苏之中, 目前公司国内染料装置已经恢复满负荷生产状态, 产品价格也有较大程度的回升。印度合资公司 2 万吨活性染料项目已经建成并开始试运行, 在国内染料业务的发展空间已经不大的背景下, 公司将加大印度基地的建设, 利用印度原料、人力资源方面的优势和国内融资优势相结后, 提升在活性染料方面的竞争力。
- ◇ 染料中间体和减水剂业务成为公司的新利润增长点。公司利用逐渐成熟的加氢还原技术继续扩大间苯二胺产能, 并发挥间苯二胺成本优势进行间苯二酚的生产, 5000 吨中试成功后公司将继续推进 2 万吨产能的建设。同样是利用已经成熟的分散技术的苯系减水剂业务也在扩大之中, 新建 15 万吨产能投产后公司将成为国内最大减水剂生产企业。
- ◇ 公司收购的龙山化工受益明显, 并借此进入基础化工领域, 同时也能加强原料的供应。目前收购项目已经稳定运行, 利润贡献逐步提高, 预计全年实现利润可达 2000 万元左右。
- ◇ 我们对于公司 2009-2011 年盈利预测分别为 0.43、0.49 和 0.61 元, 按目前股价计算, 公司动态市盈率仅为 20.16、17.65 和 14.17 倍, 与目前市场市盈率水平相比, 估值存在明显低估。随着公司新建业务的逐渐建成, 染料业务比重将逐渐下降, 公司的产业链控制能力和业务平衡性都将得到很大的提高。按照 2010 年动态 23-25 倍市盈率水平对于公司而言是一个相对理性价格区间, 6 个月目标价格为 11.5 元。

研究员: 熊杰

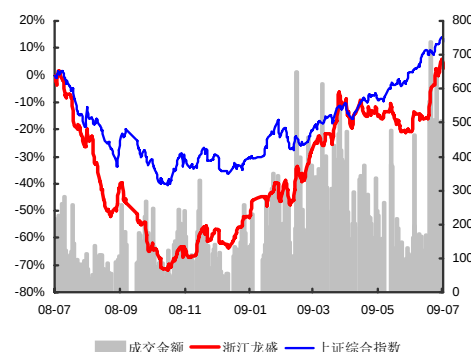
电 话: 025-84457777-833

E-mail: jet_x@sohu.com

地 址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 买入

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	131800.00
流通 A 股 (万)	131800.00
52 周内股价区间 (元)	4.63-17.6
总市值 (亿)	114.80
总资产 (亿)	61.25
每股净资产 (元)	4.79

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	42.25	43.67	54.29	68.59
+/-%	26.30	3.35%	24.33%	26.33%
净利润 (亿)	4.70	5.69	6.50	8.10
+/-%	21.33	21.02%	14.21%	24.62%
EPS (元)	0.36	0.43	0.49	0.61
P/E	17.65	20.16	17.65	14.17

图表目录

图 1: 2008 年公司主营业务收入结构	3
图 2: 2008 年公司主营业务利润结构	3
图 3: 公司主营业务收入增长状况	4
图 4: 公司主营业务毛利状况	4
图 5: 2008 年中国染料出口结构	5
图 6: 中国染料产量及增长状况 (年度)	6
图 7: 中国染料产量及增长状况 (月度)	6
图 8: 中国化纤产量及增长状况	6
图 9: 中国布产量及增长状况	6
图 10: 中国染料出口状况	6
图 11: 染料进出口平均实现价格 (美元/吨)	6
图 12: 国内间苯二胺需求结构	8
图 13: 2007 年我国减水剂品种结构	9
图 14: 2007 年我国高效减水剂品种结构	9
图 15: 国内中国水泥产量及增长幅度	10
表 1: 2008 年全国染料进出口数据	5
表 2: 浙江龙盛损益表及预测 (2008-2011 年)	11

一、 公司基本情况

1、 公司简介

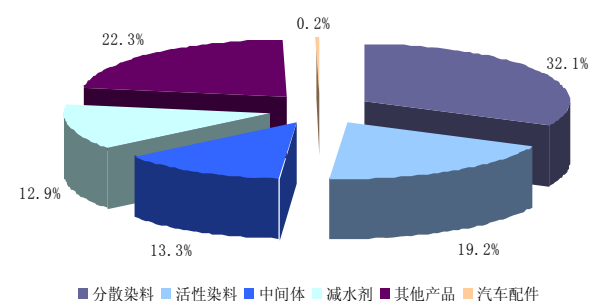
浙江龙盛集团股份有限公司创立于 1970 年，是国内染料行业唯一上市公司，拥有自营进出口权。公司主要生产高强度、环保型分散、活性、酸性系列染料、助剂及化工中间体，产品畅销全国各地、远销世界五大洲 70 多个国家和地区。公司的分散染料产量连续多年位居世界首位，活性染料经过快速发展，产量已经跃居国内前列。近年来，公司业务从染料行业不断向产业链上游和横向延伸，目前已经从分散、活性、酸性染料、纺织印染助剂延伸到化工中间体、建材化工、基础化工等行业。

公司多次被评为全国民营企业 500 强、中国制造业 500 强、中国非国有企业百强企业、中国石油化工行业 100 强、浙江省民营企业 50 强。公司下属一个省级技术中心，一个开放式研发机构和博士后工作站、一个以上海为中心的科技信息、投资发展平台，在行业中率先通过 ISO9001 国际质量管理体系认证和 ISO14001 环境体系认证。

2、 染料业务在公司主营业中比重不断下降

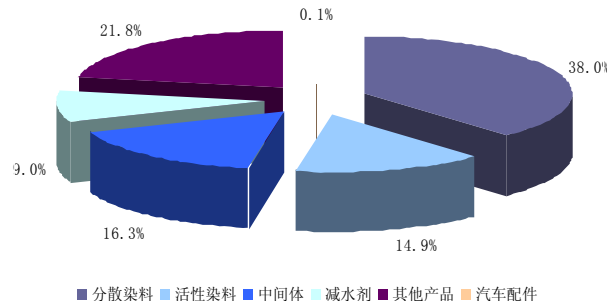
公司目前主营业务分为分散染料、活性染料、染料中间体和减水剂四大系列，占 2008 年公司主营业务收入的近 80%，其中活性染料和分散染料和比重为 51.3%，而在上市之初的 2004 年这一比重还高达 87.3%，中间体和减水剂成为近年公司发展最快的主要业务之一，随着公司新建项目的逐渐完工，染料业务的比重还将进一步下降。公司也已经从纯粹的染料生产企业向精细化工及中间体企业转型，并在 2009 年涉足基础化工领域，产品领域的扩张标志着公司业务安全性的提高和行业地位的提升。

图 1：2008 年公司主营业务收入结构



资料来源：公司定期报告

图 2：2008 年公司主营业务利润结构



资料来源：公司定期报告

2007 年 10 月，公司通过公开增发募集资金 11.16 亿元，主要用于通向四个项目：7 万吨芳香胺系列产品技术改造项目、2 万吨环保型活性染料技术改造项目、15 万吨高效减水剂改造项目和 1.5 万吨污水处理项目。其中投资 6000 多万元的 1.5 万吨污水处理项目已经建成投产；7 万吨芳香胺系列产品项目中包括间苯二胺系列产品（间苯二胺、邻苯二胺、对苯二胺）、还原物系列产品（2-氨基-4-乙酰氨基苯甲醚、对氨基苯甲醚、邻氨基苯甲醚）、甲基苯胺系列产品等，目前正在建设之中，将于 2010 年建成投产；15 万吨减水剂项目也即将建成投产，成为公司的新的增长点。

而公司自筹资金与印度 Kiri 合资公司在印度建设的 2 万吨活性染料项目与 7 月下旬正式投产，这一主动海外开拓的举措也显示了公司的投资视野。同时即将成为又一大收入来源的龙山化工联碱业务也是公司主动进行股权投资的结果。

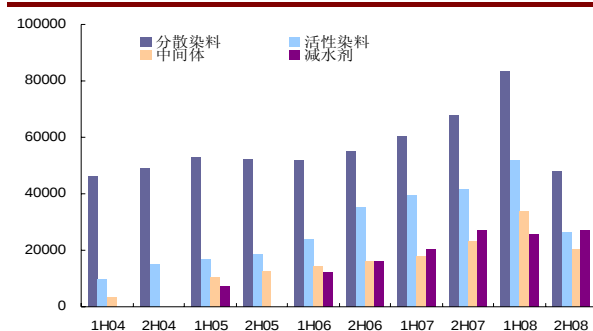
随着上述募集资金、自筹资金项目的陆续建成，公司主营业务中活性染料、中间体、减水剂比重将进一步提高，染料业务收入比重将进一步下降，公司产品结构将更趋于合理，

公司未来在各细分行业中龙头地位更加巩固，赢利持续增长将得到稳定保证。

3、公司毛利相对稳定，是行业特点更是不断提升竞争力的结果

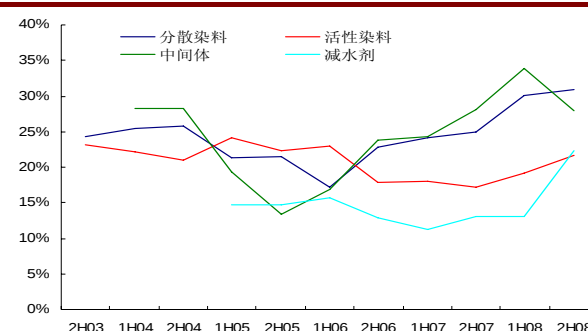
公司上市以来毛利一直维持相对稳定，平均综合毛利水平在 08 年以前处于 20%左右波动，2008 年由于市场产品价格和需求的大幅波动出现起伏，但很快在 09 年初稳定回升。公司的毛利率相对稳定与所处的染料行业有很大关系，染料属于精细化工产品，上游基础化工产品和中间体产品众多，公司原料供应商多为浙江周边地区小型中间体生产企业供应，运用渠道相对单一，议价能力有限；而染料的下游客户是国内几千家印染企业，公司则是相对垄断的原料供应商，具备较强的议价能力。正是由于公司的这种产业链地位，染料业务毛利水平能够得到保证，即使在 08 年原料及产品价格大幅波动的情况下，也能保持染料业务的相对稳定。

图 3：公司主营业务收入增长状况



资料来源：公司定期报告

图 4：公司主营业务毛利状况



资料来源：公司定期报告

同时，随着产业链建设的逐渐完善，公司的主要大宗原料芳香胺、还原物等都已经实现了自产，另一主要原料硝酸在龙化搬迁完成正常生产以后也能够实现自给，原有成本优势还将进一步扩大，产业链一体化优势还将进一步扩大。

由于近年我国节能减排治理力度的不断加强，作为污染治理重点行业的染料行业有明显的不断集中的趋势，公司在污染排放方面的卓著成效也是公司染料业务保持稳中有升的局面。2008 年的公开增发项目 1.5 万吨污水处理项目投资 6000 多万元，已经于 2009 建成投产，日污水处理能力达到 1.5 万吨/日，处理后的污水进入上虞市污水处理系统进一步处理。处理能力的大幅提升，消除了公司在污水处理方面的瓶颈，成为了受益于国家节能减排治理的受益方。

4、技术创新成为壮大发展的基石

随着公司从纯染料生产企业向中间体生产企业转型，技术创新能力的重要性日益凸现，公司也在持续加大在技术创新、研发投入等方面的投入，取得了可喜的成绩在技术创新方面，工程一体化项目管理架构基本形成，其中具有自主核心技术的通用加氢装置的研发成功，为公司在中间体领域的快速发展奠定了可靠基础。公司的加氢还原技术的起步最早始于 2001 年，经过几年的发展，公司已经可以将这一技术从间苯二胺的生产向其他中间体生产领域推广。未来几年，公司将立足于专用化学品领域快速发展，以产业链整合、技术创新为根本切入点，以现有技术和产品为基础，对现有产品的二次开发和深度挖掘实现新的突破，确保在染料、中间体、建材化工等多个细分市场取得领先地位，目标是成为世界级的专用化学品供应商。

5、管理机制逐步完善确保发展效果

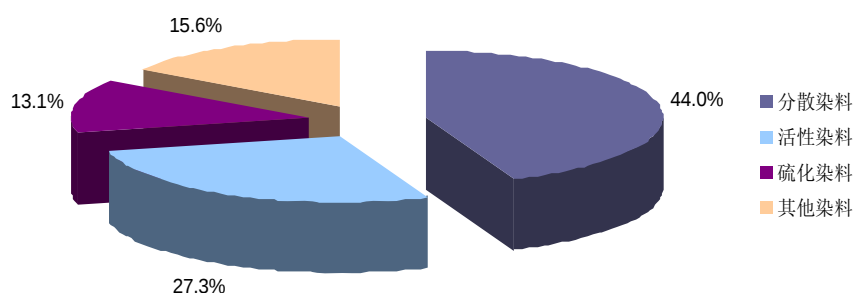
随着公司业务范围和业务规模的不断扩大，原有民营企业发展而来的成功模式需要进一步转型，以适应新的世界级精细化工生产企业定位的需要。2008 年公司成功实施了股权激励计划，在激励计划中对于激励对象获授股票期权的行权条件中，对于公司未来 3 年内净利润增长率和净资产收益率都有明确规定。股权激励计划将成为公司长期增长和发展添加新的动力。公司股权激励计划将员工的利益与公司的利益紧紧地捆绑在一起，有利于进一步调动公司管理、技术、营销骨干的工作积极性和创造性，提高公司经营管理水平，促进公司持续、稳定、协调发展。同时公司管理层也愈加明确清晰的认识到对于公司管理层的激励与对各业务事业部规范化管理相结合的需要，依靠管理的力量对于事业部门的发展进行规范化和合理化的管理，也正是依靠这种管理思路，才确保了龙山化工这样的股权收购业务能够迅速走上正轨并实现正常化生产。

二、染料业务

1、染料业务仍待恢复

随着中国化学工业的蓬勃发展和全球染料颜料行业的转移，国内染料行业保持增长局面。但 2008 年对于中国染料行业而言，却是波折动荡的一年，同时，染料产品价格也出现大涨大跌的状况。2008 年全国染料产量为 67.8 万吨，同比下降 10.1%，染料行业实现总产值 384.6 亿元，同比增长 1.1%。下半年由于国际国内市场需求一落千丈，印染厂普遍开工不足。2008 年全国染料出口量为 23.6 万吨，同比下降了 17%，其中出口下降主要出现在下半年，同比降幅为 35%。08 年全国染料进口量为 6.03 万吨，同比下降 10%。活性染料一直是我国进口数量最多的染料品种，随着国内活性染料的快速发展，2008 年进口数量回落 8.2%，首次出现负增长。

图 5：2008 年中国染料出口结构



资料来源：华泰证券研究所

表 1：2008 年全国染料进出口数据

产品类别	出口量 /吨	增长率/%	出口金额/ 万美元	增长率/%	进口量 /吨	增长率/%	进口金额/ 万美元	增长率/%
分散染料	89545.1	-8.8	41456.23	27.4	3156.5	-3.1	3570.43	33.4
酸性染料	18155.6	-25.4	12018.08	1.3	12227.9	-4.9	9903.03	5.2
碱性染料	14609.3	-19.9	8974	12.0	1416.5	-38.1	1348.66	5.3
直接染料	9911.2	-13.1	3820.48	6.7	4336.3	-26.7	4032.38	-10.1
活性染料	42738.3	-9.0	24077.31	20.4	30145.2	-8.2	21423.17	13.9
还原染料	24053.1	-18.9	18492.86	24.6	1961.8	8.9	2796.46	20.6
其中：靛蓝	16599.5	-22.3	8532.28	14.6	668.6	14.2	300.14	69.6
硫化染料	35218.2	-24.4	5919.34	14.2	1539.5	23.6	501.84	10.6
其中：硫化黑	30840.8	-25.5	4980.97	16.7	572.7	56.0	112.23	37.1

其他染料	2047.2	-77.4	1502.85	-65.7	5495	-18.9	4914.86	2.4
染料合计	236278	-16.9	116261.15	15.8	60278.7	-10.0	48490.82	9.6

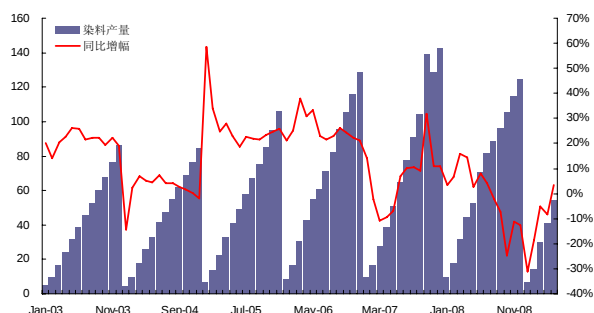
资料来源：中国染料工业协会

从 2009 年国内染料行业产量状况来看，随着国内经济的稳定和恢复，下游化纤和布的产量都处于回升状况，国内染料产量也都略有回升，尽管出口状况尚未有明显好转，但随着世界经济逐渐从底部回升，尤其是中国染料主要出口市场的东南亚地区经济回升趋势明显，国内染料的出口需求触底回升只是时间问题。

图 6：中国染料产量及增长状况（年度）



图 7：中国染料产量及增长状况（月度）



资料来源：国研网、华泰证券研究所

资料来源：国研网、华泰证券研究所

图 8：中国化纤产量及增长状况

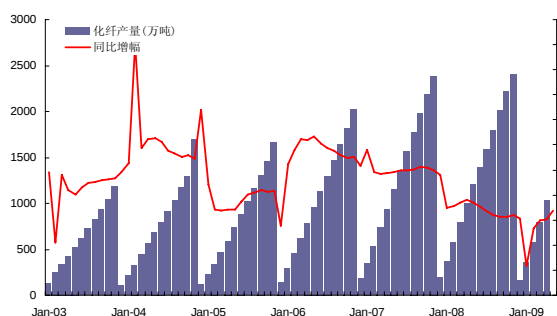
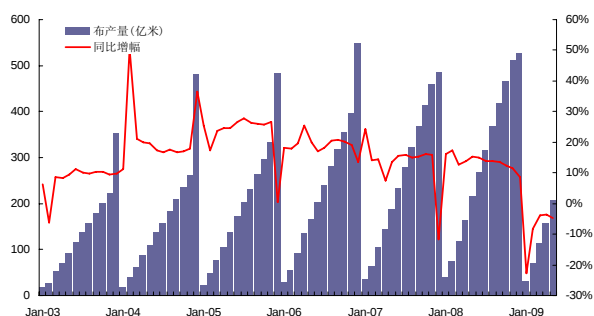


图 9：中国布产量及增长状况



资料来源：国研网、华泰证券研究所

资料来源：国研网、华泰证券研究所

图 10：中国染料出口状况

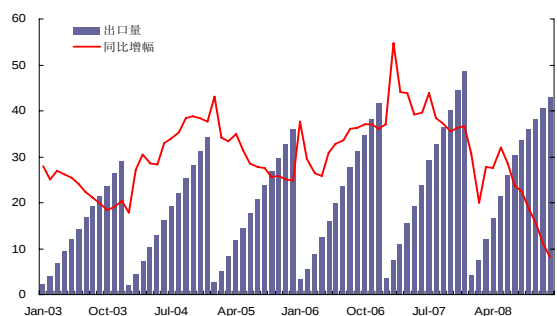
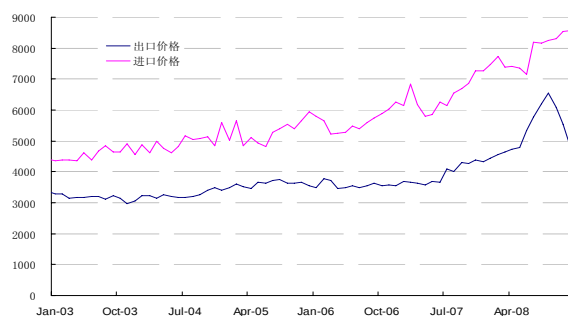


图 11：染料进出口平均实现价格（美元/吨）



资料来源：国研网、华泰证券研究所

资料来源：国研网、华泰证券研究所

2、分散染料：节能减排力度的加大有利于行业集中度的提高

公司分散染料在国内市场占有率超过 40%，而国内前三大分散染料生产企业龙盛、闰土和吉化的总市场占有率达到 80%左右。公司分散染料连续七年产量高居全国第一，目前产能达到 7 万吨，计划在 09 年通过扩产提升到 8 万吨。由于公司在国内占有率已经很大，继续提升分散染料产能的空间已经不大，处于平稳发展状态。

分散染料多用于涤纶织物的染色，也少量用于晴纶、锦纶和丙纶的染色。我国涤纶纤维产量的快速增长带动了分散染料需求的快速提升。2001 年-2008 年，我国化纤产量的平均增速为 17.54%。尤其是在 2005 年全球纺织品和服装贸易配额制度取消以后，这种增长趋势更加明显，进而带动了分散染料的增长。在国家节能减排政策推动下，染料行业、

尤其是国内的分散染料行业作为高污染行业，环保治理成本迅速提升，一些小企业被迫减产或停产，行业集中度明显提升，国内龙头染料企业议价能力明显增强。

3、活性染料：海外发展扩大竞争优势

活性染料又称为反应性染料，其分子中含有可以与纤维发生反应的活性基团。活性染料可用于多种纤维的染色，除用于棉、麻、粘胶等纤维素的染色和印花外，还可用于羊毛、丝及棉纶纤维的染色，具有色泽鲜艳、性能优异、适用性强，其适合新纤维素产品的印染需要，自问世以来得到了迅速的发展，现已成为纤维素用染料之首，市场份额仅次于分散染料，活性染料已成为染料工业中最为活跃和最富有发展前景的染料品种之一。

公司目前活性染料产能为3万吨/年，国内市场占有率超过20%，处于国内第二位；由于活性染料污染水平相对较小，因此随着国内污染治理力度的不断加强，活性染料行业近年来发展迅速，竞争逐渐激烈，公司活性染料毛利也相对较低，稳定在15-20%左右。也正因为国内活性染料行业竞争日趋激烈，公司已经将去年募集资金项目的2万吨活性染料改在印度进行建设。

公司与印度 Kiri 公司合资的活性染料合资公司成立于2008年，公司控股60%，投资建设的2万吨活性染料项目已经建成，并将与20日正式开始生产。公司将以印度这一生产基地为基础，继续扩大活性染料生产规模。活性染料的主要生产原料H酸和对位酯在印度产量都比较大，能够充分保证供应，这两种主要原料占活性染料生产成本的70%左右，能够充分保证合资公司活性染料产品的成本优势；同时印度还具有出口优势，出口产品免征增值税和所得税，这对于主要用于出口的活性染料而言优势明显大于在国内生产；而印度地区的融资成本却相对较高，贷款利率达到14.5%，公司则可以利用国内资金成本相对较低的优势，满足资金需求，这种结合两国相对优势的生产方式保证公司活性染料的相对竞争优势。

三、 中间体业务

公司的纵向一体化业务正在逐渐展开，其中芳香胺是公司染料产品的最重要中间体，经过2001年以来八年的发展，公司的加氢还原技术逐渐成熟，以间苯二胺为代表的中间体逐渐成为公司未来业务的主要发展方向之一。

1、间苯二胺：逐渐成熟

间苯二胺是一种重要的化工中间体，被广泛运用于分散染料、活性染料、硫化染料、媒染染料、直接染料和毛皮染料等不同染料的生产。同时间苯二胺还被用于生产间位芳纶（聚间苯二甲酰间苯二胺纤维）以及环氧树脂固化剂、橡胶助剂、医药、媒染剂、染发剂、显色剂、涂料工业、水泥促凝剂和石油添加剂等产品，运用领域十分广泛。

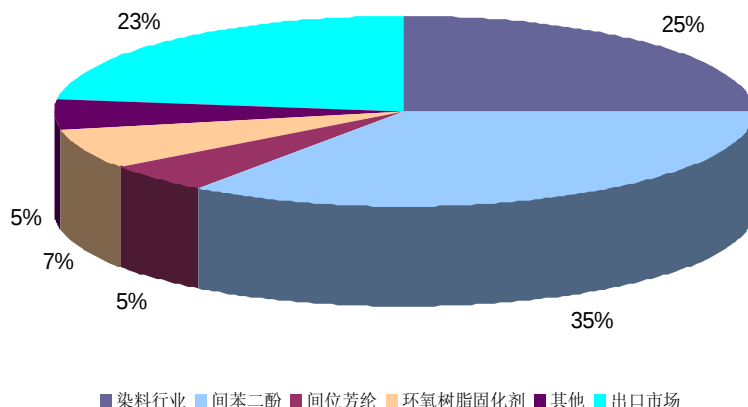
从生产工艺上来说，间苯二胺主要通过间二硝基苯还原制得，主要生产工艺有铁粉还原法和加氢还原法两种。其中铁粉还原法生产技术成熟，工艺简单，但生产成本低、收率低，并且每吨产品还副产5吨以上含有芳香胺的铁泥及10吨以上废水，污染严重，目前已经基本属于被淘汰工艺；2000年以后我国逐渐出现了加氢还原法生产间苯二胺的工业化装置，成本相对于铁粉还原法低20%左右，收率达到90%左右，但由于间苯二胺生产企业的间二硝基苯基本需要外购，并且废弃物依旧在10%以上。

浙江龙盛的间苯二胺生产技术则更近了一步，通过苯硝化得到混二硝基苯（间二硝基苯、对二硝基苯和邻二硝基苯混合）后催化加氢后得到间苯二胺、对苯二胺和邻苯二胺的混合物，然后通过分离技术，得到主要产物间苯二胺，提高了原料利用率，成本比普通催

化加氢法进一步降低 30%，竞争优势明显。

美国 DuPont、日本 Mitsui Chemicals 和德国 Bayer 是世界主要间苯二胺生产商，随着染料行业向中国为首的亚洲发展中国家转移，原有发达国家间苯二胺产量在逐步萎缩。目前国外间苯二胺生产规模较大的企业是年产量 2 万吨左右的 DuPont，主要用于生产高纯度聚合级间苯二胺用于间位芳纶的生产。

图 12：国内间苯二胺需求结构



资料来源：华泰证券研究所

公司 2004 年建成 1 万吨间苯二胺产能以来，已经将间苯二胺产能提升至 2.5 万吨，目前占据国内市场 70% 以上，并且成本优势独具。随着催化加氢技术在中国的普及，我国间苯二胺生产发展较快，出口规模逐渐加大，并且国产聚合级间苯二胺也已经运用到了芳纶生产领域。公司目前拥有聚合级间苯二胺产量 3000 吨，毛利远高于普通级间苯二胺，在 50% 左右，以面向 GE 等长期订单销售为主。

2、间苯二酚：借助成本优势打开市场空间

间苯二酚俗称雷锁辛，是一种重要的精细化工原料。间苯二酚比苯酚易于氧化，易发生加氢、卤化、胺化、酰化、偶合、烷基化、硝化和磺化等反应，使得其在染料、涂料、医药、塑料、橡胶、电子化学品等领域具有广泛的应用空间。

目前工业化间苯二酚的合成方法主要有苯磺化碱熔法、间二异丙苯氧化法和间苯二胺法几种。

(1) 苯磺化碱熔法是生产间苯二酚的传统方法，工艺条件简单，技术成熟但环境污染大，生产过程需要大量强酸、强碱，同时副产大量无机盐硫酸钠、亚硫酸钠，废液处理费用较高。世界范围内除了日本公司外，美国英德斯佩克（Indespec Chemical）和大多数生产间苯二酚的厂家均采用此法。

(2) 间二异丙苯氧化法上世纪 80 年代开发成功，工艺污染小、成本低、流程短、工业生产总收率可达 70% 以上，同时副产丙酮，是日本间苯二酚的主要生产方法，是未来间苯二酚生产发展主要方向之一，但在我国尚未大规模实现工业化。

(3) 间苯二胺法从工艺上来说是最为简单的一种，主要通过间苯二胺水解制成，但由于传统间苯二胺生产污染严重，整体看来甚至大于磺化法，因此工业化难度更高。而对于浙江龙盛而言，低成本低污染的间苯二胺恰恰成为了优势。

间苯二酚主要用于生产橡胶帘子布的浸胶剂、染料、医药、聚烯烃的紫外线稳定剂、木材的特殊防水粘合剂、合成树脂及炸药、化妆品以及农药等。随着下游需求快速增长、

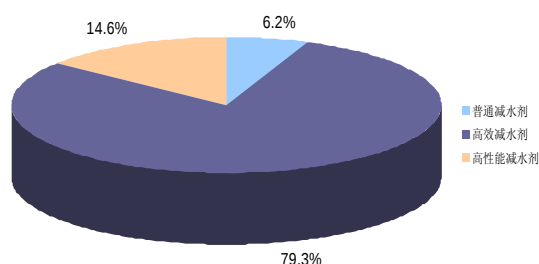
世界轮胎工业东移和中国橡胶工业快速发展，中国现已成为全球间苯二酚市场需求增长最快的国家。目前，国内间苯二酚生产能力在 3 万吨/年左右，大多采用传统的苯磺化碱熔法路线，尚需要部分进口以满足国内需求。浙江龙盛凭借在间苯二胺生产领域的技术和成本优势，将在间苯二酚生产领域获得较大的相对竞争优势，目前公司 5000 吨装置正处于试车状态，运行基本稳定，计划将间苯二酚进一步扩大到 2 万吨，预计将在 2010 年底前建成。届时，公司将借助间苯二胺生产优势成为国内间苯二酚行业的龙头企业。

四、 减水剂业务

减水剂是混凝土外加剂中最重要的一个品种，可以单独使用，也可与其他功能性组分复配成复合外加剂，减水剂能够大量节约水泥，降低成本，提高混凝土标号、缩短工期，改善可施工性和大幅度提高混凝土工程的耐久性，满足现代建筑对混凝土性能提出的各种特殊要求，在节能、节料、工程经济、劳动保护及环境保护方面具有重要的现实意义，符合国家产业政策导向，因此混凝土外加剂具有广阔的市场前景与发展空间。国际减水剂产品已经从上世纪 30 年代使用的木质素磺酸盐减水剂发展到 60 年代的萘系和三聚氰胺系高效减水剂和 90 年代的聚羧酸系高性能减水剂。

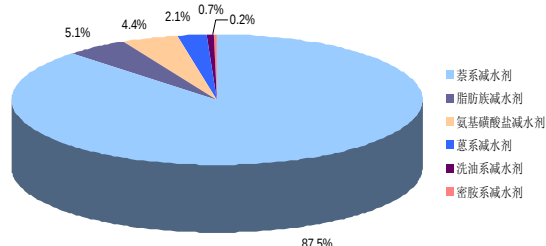
我国外加剂的起步较国外稍晚，但是发展迅速，目前各种减水剂品种在我国都有生产和使用，按照减水率的大小，可以将减水剂分为普通减水剂（木质素磺酸盐类减水剂为代表）、高效减水剂（包括萘系减水剂、萘系减水剂、洗油系减水剂、氨基磺酸盐减水剂、脂肪族减水剂、密胺系减水剂等）和高性能减水剂（以聚羧酸系减水剂为代表）。2007 年我国减水剂产量约 284.54 万吨，其中高效减水剂依旧是最主要减水剂品种，占总产量的 79.3%。而在高效减水剂中，萘系减水剂依旧是最主要的减水剂品种，2007 年萘系减水剂使用量达 197.42 万吨（折固体），占高效减水剂使用量的 87.5%，占全部减水剂使用量的比例达到 69.38%，依旧是当前使用面最为广阔的减水剂品种。

图 13：2007 年我国减水剂品种结构



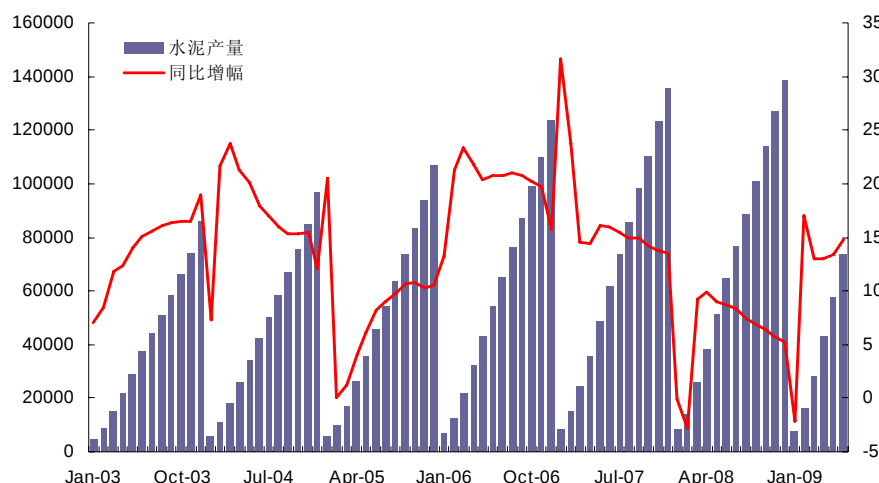
资料来源：华泰证券研究所

图 14：2007 年我国高效减水剂品种结构



资料来源：华泰证券研究所

图 15: 国内中国水泥产量及增长幅度



资料来源: Wind 数据, 华泰证券研究所

公司的减水剂业务主要原料就来自于羧系列, 由于其原料同样来自于染料上游产品, 并且生产装置也基本是从公司分散染料的分散剂装置改装而成, 公司发展减水剂业务具有独到优势。由于减水剂业务受国家宏观政策影响较大, 公司未来将根据市场需求情况逐步扩大减水剂产量。正在建设的募集资金项目 15 万吨减水剂完工以后, 公司的减水剂产能将达到 25 万吨, 占国内市场份额近 10%, 将成为国内最大的减水剂生产企业之一。

五、 龙山化工收购收益明显

2008 年 4 月, 公司以 4.3 亿元收购龙山化工 74.81% 的股权。龙山化工老厂区为于杭州滨江区, 拥有 8 万吨合成氨 15 万吨纯碱产能, 属于中型联碱企业。目前龙山化工正在萧山临江工业园建设 10 万吨硝酸、20 万吨联碱装置, 预计 2009 年 11 月即可建成投产, 龙山化工的老厂区将与 2010 年实施搬迁, 搬迁完成以后将形成 10 万吨浓硝酸和 40 万吨联碱产能。09 年上半年龙山化工实现利润 500 万元左右, 预计全年可以实现利润 2000 万元左右。

公司已收到近 5.93 亿元搬迁补偿款, 占项目建设所需资金近四成, 这一收购行动符合公司利益。同时浓硝酸也是公司染料中间体生产的主要原料之一, 年消耗量在 5 万吨以上, 硝酸的自给可以继续提升公司的一体化优势。通过控股收购龙化集团, 借助龙化控股已有的人才、市场、管理和技术水平, 迅速介入无机化工领域, 延伸产业链, 有助于公司实施多元化战略, 确保公司新的利润增长点能够快速发挥效应。

六、 灵活股权投资实现外延式扩张

公司染料业务现金流充沛, 而染料及中间体发展步伐相对稳定, 因此如何合理有效利用公司丰沛经营资金、实现外延式扩张成为了新的课题。通过收购龙化控股集团进入无机化工领域就是其中成功的一步。参股印度 Kiri 也为公司在印度建立生产基地、充分进入国际市场奠定了基础, 印度 Kiri 成功上市后, 公司的全资子公司桦盛公司共持有 Kiri 7.46% 股份。

PE 也是公司多方面股权投资的一步, 2007 年公司相继参股滨化集团、旭辉集团, 目前上述两家公司都已经向中国证监会申报了 IPO 申请, 随着 IPO 大门的重新打开, 预计这些项目投资将为公司带来可喜的回报。2008 年新增长期股权投资 1.18 亿元, 参股公司包

括出资 1000 万美元参股 Communications International Holding Company Limited (艾维通信), 占股 3.52%, 出资 1800 万元参股东营国瓷功能材料有限公司, 占股 20%等。由于公司对这些股权投资的态度相对审慎, 并且与公司净现金流入额相比投资规模不大, 因此风险在可控范围之内。

七、盈利预测及估值

基本预测假设:

- 1、公司现有染料业务基本保持稳定, 装置负荷率恢复到 100%, 分散染料通过技改 2009 年产能增长为 8 万吨, 活性染料印度 2 万吨装置 2009 年建成后处于试运行状态, 暂不考虑能贡献, 2011 逐渐达到满负荷生产状态, 暂不考虑印度生产基地的其他新建项目计划;
- 2、中间体方面, 7 万吨中间体增发项目 2010 年开始体现业绩, 5000 吨间本二酚暂不考虑业绩贡献, 2010 年开始体现业绩, 2 万吨新建产能预计 2010 年底建成, 暂不考虑对于 2011 年的业绩贡献;
- 3、减水剂业务方面, 2010 年产能将提升至 25 万吨, 预计 2010-2011 年实际产量分别为 15 和 22 万吨, 业务毛利保持稳定;
- 4、龙山化工的基础化工业务方面, 将在 2009 年下半年开始逐渐进入正常化生产, 萧山新区项目 09 年底建成, 2010 年装置负荷率 70%, 搬迁项目 2010 年底建成;
- 5、暂不考虑股权投资项目多带来的投资性收益的影响。

基于以上预测假设, 我们对于公司 2009-2011 年盈利预测分别为 0.43、0.49 和 0.61 元, 按目前股价计算, 公司动态市盈率仅为 20.16、17.65 和 14.17 倍, 与目前市场盈利水平相比, 估值存在明显低估, 即使与近期同样广受低估的化工行业龙头企业相比, 2010 年 18 倍的动态市盈率水平也是处在低位。随着公司新建业务的逐渐建成, 染料业务比重将逐渐下降, 公司的产业链控制能力和业务平衡性都将得到很大的提高, 行业地位和行业形象也从单一的纺织紧密相关行业向专业化精细化工产品供应商转变, 我们认为按照 2010 年动态 23-25 倍市盈率水平对于公司而言是一个相对理性价格区间, 6 个月目标价格为 11.5 元。

表 2：浙江龙盛损益表及预测（2008-2011 年）

单位：万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	422540.93	436687.00	542937.00	685873.00
营业成本	313651.33	328230.90	412415.90	520811.10
营业税金及附加	1204.96	1310.06	1628.81	2057.62
营业费用	14092.07	14056.96	17607.27	22293.14
管理费用	26777.36	23525.58	30337.12	38722.77
财务费用	12619.13	4120.95	6320.70	9137.32
资产减值损失	7977.90	4487.11	5058.62	5354.66
公允价值变动收益	-427.93	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6446.63	3660.65	4203.72	4396.52
营业利润	52236.87	64616.08	73772.31	91892.91
营业外收入	1835.96	1169.75	1286.09	1338.96
营业外支出	1943.79	1329.67	1441.51	1487.94
利润总额	52129.04	64456.17	73616.88	91743.92
所得税	4206.18	6445.62	7361.69	9174.39
净利润	47922.86	58010.55	66255.19	82569.53
少数股东损益	876.34	1076.42	1229.40	1532.12
归属母公司净利润	47046.52	56934.13	65025.79	81037.40
EBITDA	79971.80	85289.22	101539.49	127175.93
EPS（元，摊薄）	0.36	0.43	0.49	0.61

资料来源：华泰证券研究所

八、 风险提示

- 1、项目未能按计划达产风险
- 2、纺织品需求继续下滑风险

附录：

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3412	3494	4499	5703	营业收入	4225	4367	5429	6859
现金	1126	1180	1587	2027	营业成本	3137	3282	4124	5208
应收账款	565	737	881	1095	营业税金及附加	12	13	16	21
其它应收款	283	165	235	311	营业费用	141	141	176	223
预付账款	414	322	426	553	管理费用	268	235	303	387
存货	584	671	834	1043	财务费用	126	41	63	91
其他	441	420	537	673	资产减值损失	80	45	51	54
非流动资产	2713	3146	3666	4119	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	441	325	357	360	投资净收益	64	37	42	44
固定资产	1195	1471	1681	1835	营业利润	522	646	738	919
无形资产	542	788	1073	1375	营业外收入	18	12	13	13
其他	534	563	556	548	营业外支出	19	13	14	15
资产总计	6125	6641	8165	9822	利润总额	521	645	736	917
流动负债	2270	2019	2349	2761	所得税	42	64	74	92
短期借款	813	554	609	624	净利润	479	580	663	826
应付账款	336	394	484	607	少数股东损益	9	11	12	15
其他	1121	1071	1256	1529	归属母公司净利润	470	569	650	810
非流动负债	568	895	1425	2039	EBITDA	800	853	1015	1272
长期借款	211	711	1211	1811	EPS（元）	0.71	0.43	0.49	0.61
其他	356	184	214	227					
负债合计	2838	2914	3774	4799					
少数股东权益	129	140	152	168					
股本	659	1318	1318	1318					
资本公积	1129	470	470	470					
留存收益	1342	1780	2430	3046					
归属母公司股东权益	3158	3587	4239	4855					
负债和股东权益	6125	6641	8165	9822					

现金流量表					主要财务比率				
单位：百万元									
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	728	531	606	784	成长能力				
净利润	479	580	663	826	营业收入	26.3%	3.3%	24.3%	26.3%
折旧摊销	151	166	214	261	营业利润	23.6%	23.7%	14.2%	24.6%
财务费用	126	41	63	91	归属于母公司净利润	21.3%	21.0%	14.2%	24.6%
投资损失	-64	-37	-42	-44	获利能力				
营运资金变动	37	-7	-356	-404	毛利率	25.8%	24.8%	24.0%	24.1%
其它	-1	-212	63	54	净利率	11.1%	13.0%	12.0%	11.8%
投资活动现金流	-971	-572	-689	-669	ROE	14.9%	15.9%	15.3%	16.7%
资本支出	624	500	400	400	ROIC	20.3%	17.3%	16.5%	17.5%
长期投资	-405	-159	45	4	偿债能力				
其他	-752	-231	-245	-265	资产负债率	46.3%	43.9%	46.2%	48.9%
筹资活动现金流	358	96	490	326	净负债比率	36.44%	44.72%	49.18%	51.43%
短期借款	448	-259	55	16	流动比率	1.50	1.73	1.92	2.07
长期借款	211	500	500	600	速动比率	1.23	1.39	1.54	1.67
普通股增加	0	659	0	0	营运能力				
资本公积增加	-46	-659	0	0	总资产周转率	0.82	0.68	0.73	0.76
其他	-255	-146	-65	-290	应收账款周转率	6	6	6	6
现金净增加额	116	54	406	441	应付账款周转率	9.33	8.99	9.39	9.54

每股指标（元）					估值比率				
每股收益（最新摊薄）	0.36	0.43	0.49	0.61	P/E	12.20	20.16	17.65	14.17
每股经营现金流（最新摊薄）	0.55	0.40	0.46	0.60	P/B	1.82	3.20	2.71	2.36
每股净资产（最新摊薄）	2.40	2.72	3.22	3.68	EV/EBITDA	14	13	11	9

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15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

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。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。