

发展化工行业多元化，铸就高成长性持续

——浙江龙盛（600352）深度调研报告

2009 年 10 月 16 日

强烈推荐/上调

浙江龙盛

深度报告

报告摘要：

- **浙江龙盛成为染料国内龙头企业。**公司凭借受益于节能减排，形成了 7 万吨分散染料的产能的寡头垄断之势，占有 40% 的市场份额。2001 年，公司开始进入到活性染料，成为国内重要的活性染料生产企业，形成了 3 万吨产能。公司染料的产能已经占到行业的 20%，成为染料龙头企业。
- **公司同时向上游进军中间体市场。**中间体间苯二胺是染料及其他化工产品的重要原材料，目前拥有 2 万吨间苯二胺和 3000 吨聚合级间苯二胺，产能占全国 70%。
- **公司向大化工进军。**2008 年 3 月收购的浙江龙化拥有联碱法生产纯碱，其中纯碱产能 13 万吨/年、氯化铵 15 万吨/年、40% 稀硝酸 10 万吨/年、合成氨 8 万吨/年的生产能力。
- **公司向下游进军混凝土减水剂行业。**目前拥有 10 万吨的减水剂产能，在高铁建设中，对混凝土的硬度和强度要求很高，对添加减水剂的混凝土的需求量很大，受益于今年国家的四万亿刺激经济计划。
- **未来公司的成长空间很大，其中中间体成为重点。**在印度建设的 2 万吨活性染料已经投产，未来也可以扩展到 4 万吨。在中间体方面，计划再新建 2 万吨间苯二胺和 5,000 吨间氨基苯酚，进一步扩大对间苯二胺的需求，发挥中间体的竞争优势。现在通过发债建设 20 万吨合成氨、10 万吨浓硝酸、40 万吨纯碱，未来将成为浙江省最大的纯碱生产企业。在混凝土外加剂方面 2010 将产能扩展到 25 万吨。未来公司的成长空间仍然很广阔。
- **公司的估值明显偏低，给予“强烈推荐”。**我们预测公司 09-11 年的每股收益分别为 0.51、0.66、0.81 元。计算绝对估值区间为 13.64 元和相对估值（其中染料业务给予 20 倍 PE，非染料业务给予 30 倍 PE）为 13 元。我们认为定价区间在 13 元以上，仍然有 42.70% 的上涨空间，给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	07A	08A	09E	10E	11E
营业收入（百万元）	3,345	4,225	4,227	4,936	6,174
增长率（%）	26.30%	2.50%	0.04%	16.77%	25.08%
净利润（百万元）	388	470	668	852	1,035
增长率（%）	21.33%	41.90%	42.38%	29.74%	22.53%
每股收益(元)	393	479	678	878	1,073
ROE（%）	14.26%	14.90%	16.12%	18.94%	20.79%
EPS	0.65	0.71	0.51	0.66	0.81
PE	13.94	12.76	17.86	13.82	11.28

杨若木

基础化工行业分析师

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

资产负债表数据

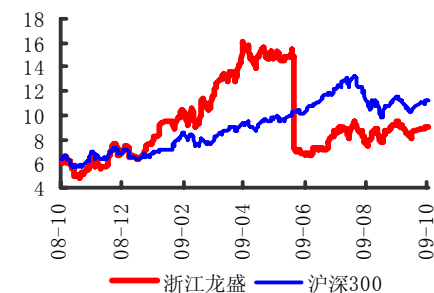
(6.30)

总资产（百万元）	7160.93
股东权益（百万元）	3533.10
每股净资产（元）	2.51
市净率（X）	3.55
负债率（%）	50.66

交易数据

52 周股价区间（元）	6.70-16.17
总市值（亿元）	119.41
流通市值（万元）	119.41
总股本/流通 A 股	13.18
流通 B 股/H 股	
52 周日均换手率	3.0%

52 周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

1. 《四季度面临低价格高成本双重压力，未来还看浙江龙化》 2008.11.7

目录

1.公司经过长期发展，已经成为化工强者	4
1.1 公司发展已经从分散染料向多元化迈进	4
1.2 上市以来公司的销售收入和净利润增长迅速	4
2.公司是国内的染料巨头，在两个主打品中国中排名第一位	5
2.1 中国已经成为全球染料的重要生产基地	5
2.2 分散染料和活性染料成为世界最重要的染料品种	7
2.3 今年纺织服装行业的振兴规划助推行业转好	7
2.4 分散染料寡头垄断获高利润，产能居国内第一	8
2.5 印度活性染料工厂投产，市场范围进一步拓展	9
3.上马间苯二酚项目，延长间苯二胺需求	10
3.1 间苯二胺用途广泛，间苯二酚成为未来需求重要增长点	10
3.2 间苯二胺业务国内规模最大，盈利能力很强	13
3.3 公司发行债券未来扩展中间体的优势竞争力	14
4.混凝土外加剂受益于国家的四万亿投资加大基础设施建设	14
4.1 减水剂对提高混凝土的性能至关重要	14
4.2 我国的减水剂未来发展空间广阔	15
4.3 未来两年我国进入高速公路和高铁投资的高峰期	15
4.4 减水剂产能未来将会进一步扩大	16
5.浙江龙化成为纯碱行业难得的盈利企业	16
5.1 今年纯碱和氯化铵价格均出现低迷，但是联碱法要于氨碱法	16
5.2 为适应浙江省对纯碱的需求，利用募集资金完成新建项目	17
6.盈利预测及投资评级	18
6.1 盈利预测	18
6.2 估值分析	21

表格目录

表 1: 国内最大的四家活性染料生产企业产能分析	10
表 2: 各项业务营业利润分析	19
表 3: 染料行业估值分析	22

插图目录

图 1: 浙江龙盛营业总收入增长情况分析	4
图 2: 浙江龙盛净利润增长情况分析	4
图 3: 各项业务销售收入占比情况分析	5
图 4: 各项业务营业利润占比情况分析	5
图 5: 主营业务毛利率分析	5
图 6: 主要业务营业利润增长情况	5
图 7: 我国染料产量月度分析	6
图 8: 我国染料年度产量分析及预测	6
图 9: 我国染料品种分析	7
图 10: 合成纤维产量呈现同比正增长	8
图 11: 涤纶产量同比呈现正增长	8
图 12: 棉布产量呈现同比正增长	8
图 13: 粘胶纤维产量呈现正增长	8
图 14: 麻布产量呈现同比正增长	8
图 15: 毛织物产量呈现同比正增长	8
图 16: 间苯二胺的应用领域分析	10
图 17: 间苯二酚的应用领域分析	11
图 18: 间苯二酚进口量增长趋势	11
图 19: 帘子布产量分析	12
图 19: 间苯二胺生产工艺	13
图 20: 中间体业务的盈利能力分析	14
图 21: 中国高速公路里程进入高速增长期	15
图 22: 中国铁路里程进入高速增长期	16
图 23: 纯碱价格走势	17
图 24: 氯化铵（农业用）价格走势	17
图 25: 氯化铵（工业级）价格走势	17

1. 公司经过长期发展，已经成为化工强者

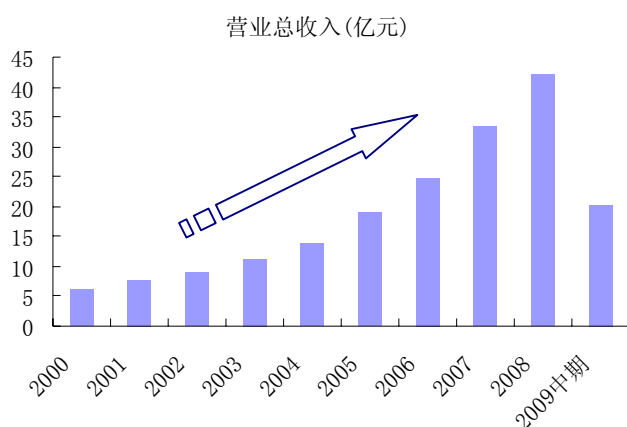
1.1 公司发展已经从分散染料向多元化迈进

1993 年开始，浙江龙盛逐步由纺织印染助剂向分散染料进军，目前已经形成 7 万吨的产能成为国内最大的染料生产企业。公司凭借着分散染料污染严重，环保需要投入费用高，受益于节能减排，形成了 7 万吨分散染料的产能的寡头垄断之势，成为公司上市以来贡献利润的主要来源。2001 年，公司开始进入到活性染料，成为国内重要的活性染料生产企业，形成了 3 万吨产能，并且在印度建设的 2 万吨活性染料已经投产，未来也可以扩展到 4 万吨。公司同时向上游发展，中间体间苯二胺是染料及其他化工产品的重要原材料，已经拥有 2 万吨间苯二胺和 3000 吨聚合级间苯二胺，产能占全国 70%，预计再新建 2 万吨间苯二胺和 5,000 吨间氨基苯酚，进一步扩大对间苯二胺的需求，发挥中间体的竞争优势。公司 08 年 3 月收购的浙江龙化，通过发债建设 20 万吨合成氨、10 万吨浓硝酸、40 万吨纯碱，未来将成为浙江省最大的纯碱生产企业，是上半年在全行业中能够实现盈利五家的公司之一。公司目前有 10 万吨的减水剂产能，2010 将产能扩展到 25 万吨。在高铁建设中，对混凝土的硬度和强度要求很高，对添加减水剂的混凝土的需求量很大，受益于今年国家的四万亿刺激经济计划。

1.2 上市以来公司的销售收入和净利润增长迅速

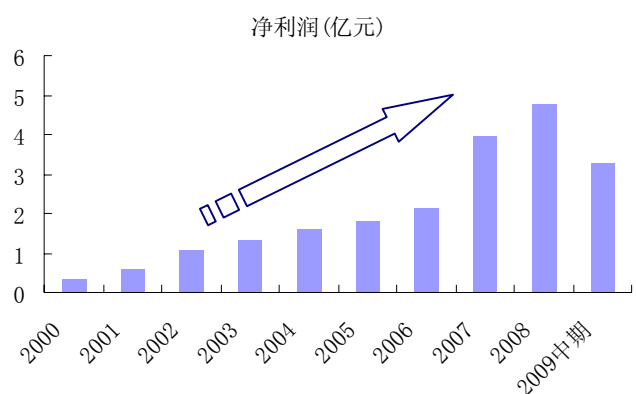
公司上市以来，业务发展状况一直良好，销售收入由 2000 年的 6.21 亿元增长至 42.25 亿元，年化增长率为 23.78%；净利润由 2000 年的 0.36 亿元增长至 4.79 亿元，年化增长率为 33.28%。像浙江龙盛年能实现业务持续增长，在化工这一强周期性行业实属难得。

图 1：浙江龙盛营业总收入增长情况分析



资料来源：Wind 数据库

图 2：浙江龙盛净利润增长情况分析

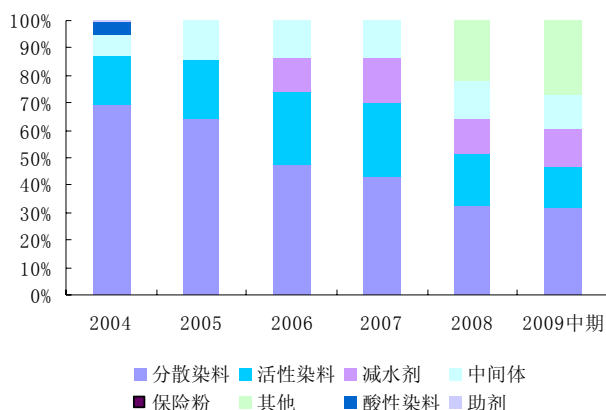


资料来源：Wind 数据库

公司过去以发展分散染料为主体，占据了营业收入和营业利润的 70% 左右，目前主营业务分为分散染料、活性染料、染料中间体、减水剂和纯碱五大系列。分散染料占营业收入和营业利润分别下降至 31% 和 34%，逐步形成分散染料和活性染料占据半

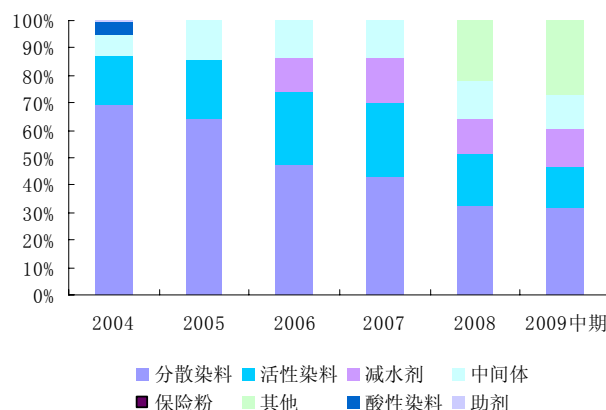
壁江山，中间体和减水剂成为近年公司发展最快的主要业务之。公司也已经从纯粹的染料生产企业向精细化工企业转型，并在 2008 年涉足大化工纯碱领域，使公司显示良好的竞争优势，成为化工行业的强者。

图 3：各项业务销售收入占比情况分析



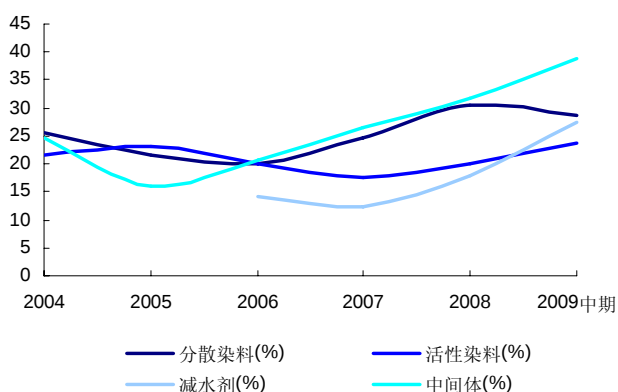
资料来源：Wind 数据库

图 4：各项业务营业利润占比情况分析



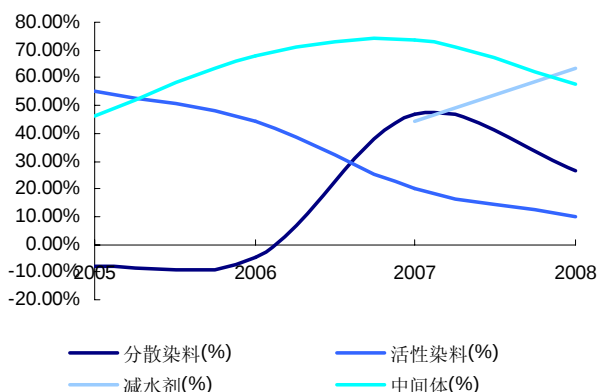
资料来源：Wind 数据库

图 5：主营业务毛利率分析



资料来源：Wind 数据库

图 6：主要业务营业利润增长情况



资料来源：Wind 数据库

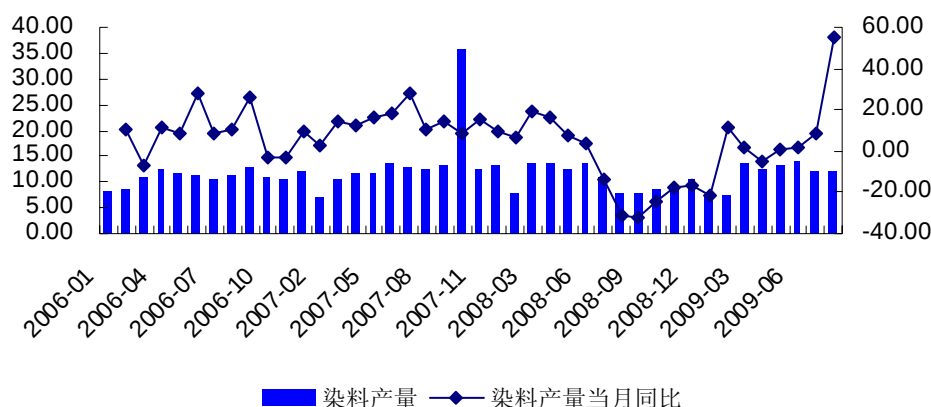
2.公司是国内的染料巨头，在两个主打品中国中排名第一

2.1 中国已经成为全球染料的重要生产基地

世界染料工业格局在上世纪 90 年代发生了巨大的变革：染料的生产和供应中心从欧美向亚洲转移。进入新世纪后，中国纺织和印染等行业的发展，快速拉动了国内染料消费的增长。外贸经营权的逐步放开，内销和出口的双重拉动，也刺激了中国染料工业的发展。特别是近 10 年，民营企业迅速崛起，大大促进了染料生产企业的改革和发展，除去 2008 年经济危机，染料产量以年均 7.46% 的速度持续增长，出口量以年均 6.96% 的速度增长。2009 年 3 月份开始，染料的产量再次回复到正常，平均月度

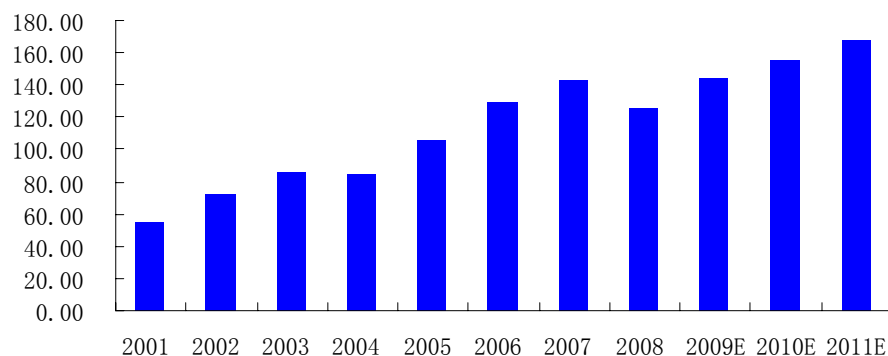
产量在 12-13 万吨。由于去年 7、8 月份开始出现经济危机，产量出现大幅下滑，今年 8 月份同比出现 55% 增长。今年 1-8 月份染料的产量达到 91.80 万吨，而去年同期产量达到 89.10 万吨，产量有 3% 的增速。去年下半年发生经济危机，染料的产量出现了大幅的下滑，而今年染料在未来的四个月会保持平稳发展。我们预计 2009 年全年染料的产量同比增速还是可以达到往年 7% 以上的增速。我们预测未来几年染料的需求仍然能够 7% 左右的增速水平。

图 7：我国染料产量月度分析



资料来源：Wind 数据库

图 8：我国染料年度产量分析及预测



资料来源：Wind 数据库，东兴证券研究所

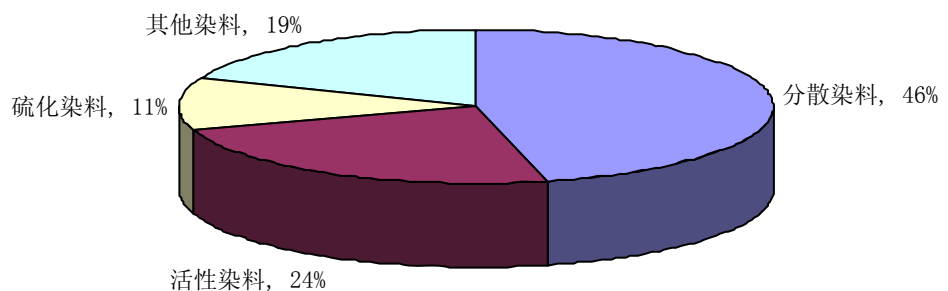
由于中国染料工业的迅猛发展，以及欧洲、日本等国染料产业的转移，中国近 30 年的染料出口增长很快，已成为世界上第一大染料出口国，出口量占世界染料贸易量的四分之一以上。中国主要的染料生产基地，已从原来的吉林、四川、湖北等地，转移到目前的浙江、江苏和上海，这 3 个省(市)的染料年产量占全国产量的 80%~85%，出口量接近全国的 70%。全国 10 家年产量超万吨的重点染料企业中有 6 家分布在浙

江、江苏，其中浙江龙盛集团股份有限公司、浙江闰土化工集团公司和杭州吉华化工有限公司，都是世界级的染料生产企业，名列中国染料企业前三位。

2.2 分散染料和活性染料成为世界最重要的染料品种

近年分散染料与活性染料的发展因受相应纤维大幅增长的关联，产量和品种开发均列第一、二位。分散染料在染料需求中所占份额最大，接近一半；而公司生产另一种染料——活性染料，是由于近些年棉质面料的增加，更加回归自然，分散染料的需求增加明显两个品种占据了整体染料需求的 70%。

图 9：我国染料品种分析



资料来源：中国化工在线，东兴证券研究所

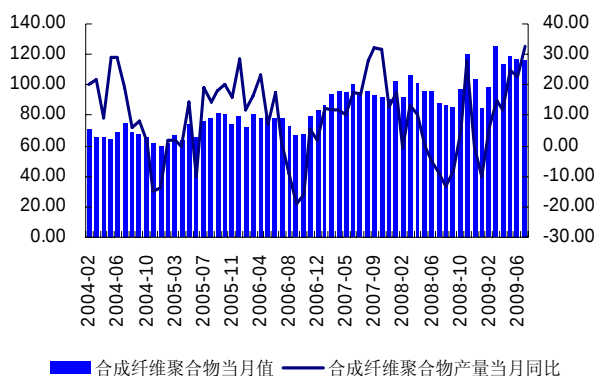
分散染料是一种微溶于水，在水中借分散剂作用而呈高度分散状态的染料。分散染料不含水溶性基团，分子量较低，分子中虽含有极性基团（如羟基、氨基、羟烷基、氰烷基等），仍属非离子型染料。目前主要用于涤纶的染色，也有少量用于腈纶、锦纶和丙纶的染色。对分散染料来说，由于超细旦聚酯纤维的产业化、旅游用聚酯纤维的增长、运动服与汽车内聚酯织物用量的上升和需要等，使得分散染料成为目前世界染料市场上开发最活跃的染料之一。

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、粘胶等纤维素纤维的染色和印花外，还可用于羊毛、丝以及锦纶纤维的染色。对活性染料来说，由于它与其他纤维素纤维用染料相比具有色泽鲜艳、湿牢度优、使用方便和适用性强等优点，再加上结构中不含致癌芳香胺，尽管目前尚存在染料利用率较低、染色时电解质耗量大、有色含盐污水量大且难处理等技术问题，仍是纤维素纤维用染料的最佳选择。

2.3 今年纺织服装行业的振兴规划助推行业转好

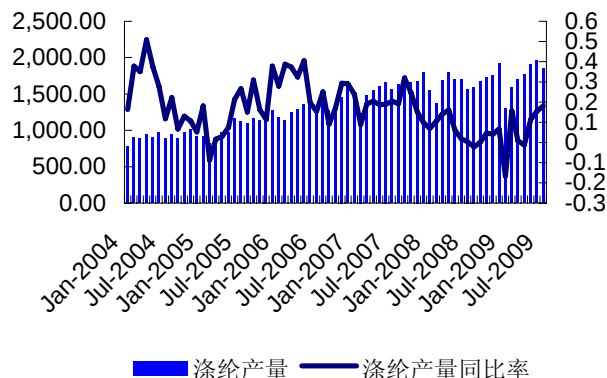
今年上半年纺织服装行业受益于行业的振兴规划，纺织品的出口退税率由 13% 上调至 16%，在存量财富和保就业政策引导抵销居民收入增速下滑影响，服装内销开局好于预期。纺织工业的产量基本能反映行业所面临的需求情况。从统计数据可以看出，从年初到 8 月份，纺织品产量同比增长率一直处于增长态势。

图 10：合成纤维产量呈现同比正增长



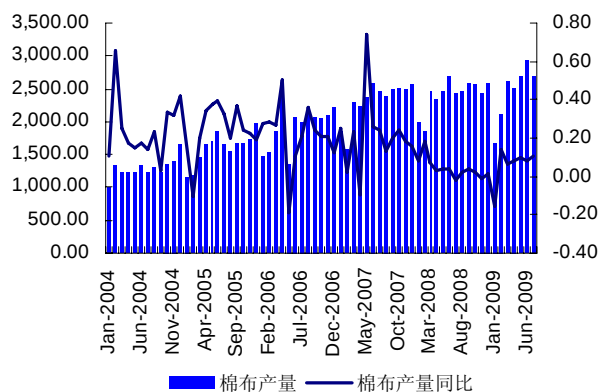
资料来源：wind，东兴证券整理

图 11：涤纶产量同比呈现正增长



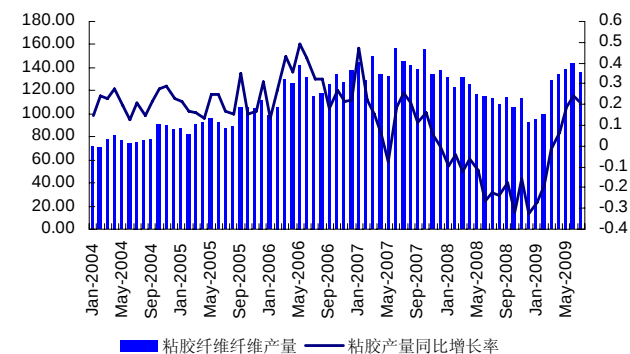
资料来源：CEIC，东兴证券整理

图 12：棉布产量呈现同比正增长



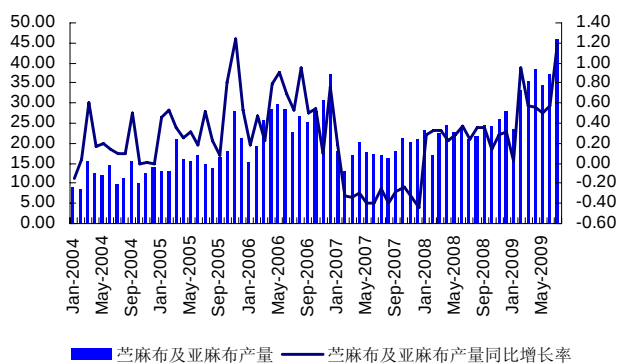
资料来源：CEIC，东兴证券整理

图 13：粘胶纤维产量呈现正增长



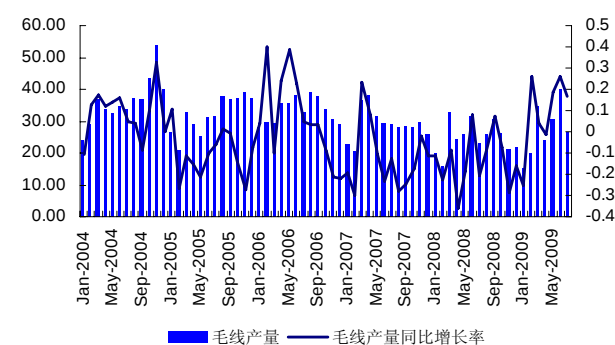
资料来源：CEIC，东兴证券整理

图 14：麻布产量呈现同比正增长



资料来源：CEIC，东兴证券整理

图 15：毛织物产量呈现同比正增长



资料来源：CEIC，东兴证券整理

2.4 分散染料寡头垄断获高利润，产能居国内第一

分散由于污染严重，近两年的节能减排风暴使染料行业超标排放现象得到抑制，中小染料企业在严格的污染物排放控制下不得不降低染料产量。江浙地区属于染料生产的重要地区，尤其是上虞地区对环保要求很严格，公司增大的环保投入，对环境的污染完全符合国家的要求。一些小企业无力承担大量的环保投入，逐步退出市场，现在分散染料形成了寡头垄断。

国内分散染料最大的三家公司浙江龙盛、浙江闰土、杭州吉华占据了国内市场 80%、全球市场 60% 的份额，其中浙江龙盛拥有 7 万吨产能，占据了国内 40% 的市场份额，成为国内最大的染料生产企业。在和同行业竞争中，公司的产品质量优良，对分散染料注重改善品种结构，加强售后服务，价格在同类产品中比竞争对手一般可以高 500 元/吨。这次金融风暴中国际上重要的染料巨头德士达（Dystar）出现了资金链的断裂，现在经营状况仍然不佳，为公司的发展拓宽了发展空间。

浙江龙盛从产量和质量上成为世界级的领袖，发展重点是完善现有产品的系列化和配套化，继续开发高档、高附加值的环保型产品，改善工艺制法，降低生产成本，提高产品综合竞争力。

公司在分散染料方面已经成为国内最大，全球重要的生产企业，分散染料近几年获得利润每年一般有一定增幅，由于此行业几乎被三家最大的公司垄断，获得收益较为确定。

2.5 印度活性染料工厂投产，市场范围进一步拓展

公司在浙江现有活性染料 3 万吨产能，是国内最大活性染料生产企业之一。我国活性染料行业起步较晚，目前仍处于群雄割据的状态，市场集中度低于分散染料，由于活性染料技术工艺相对简单，排污压力较小。活性染料的定价一般是随行就市，不像分散染料可以形成垄断的状态。目前浙江龙盛在国内活性染料的市场占有率大约为 20%。

公司在印度和印度 KIRI 染料化工有限公司共同出资在印度设立的合资公司，2009 年 7 月 20 日活性染料 2 万吨生产线已经正式投产，由于建设时预留了产能拓展空间，未来可以拓展到 4 万吨产能。印度的印染行业开工率状况良好，开工率达到 100%。浙江龙盛占合资公司 60% 股权。该项目的顺利竣工投产将进一步扩大公司活性染料的产能和产量，有利于增强活性染料产品在国际市场的开拓能力，将提高公司的盈利能力。

选在印度建厂可以享受到以下三个优惠：一是可以利用印度的税收优惠政策（印度活性染料出口免收所得税和增值税）；二是印度生产高污染、高能耗的 H 酸、对位酯的企业较多，活性染料上下游配套设施完善，具有成本优势；三是汇率对冲、享受更多双边协定等。

表 1：国内最大的四家活性染料生产企业产能分析

产能最大活性染料生产企业名称	产能（万吨）
浙江龙盛	5，未来可以做到 7 万吨，成为全球最大
浙江闰土	5
湖北楚原	5
传化股份	4

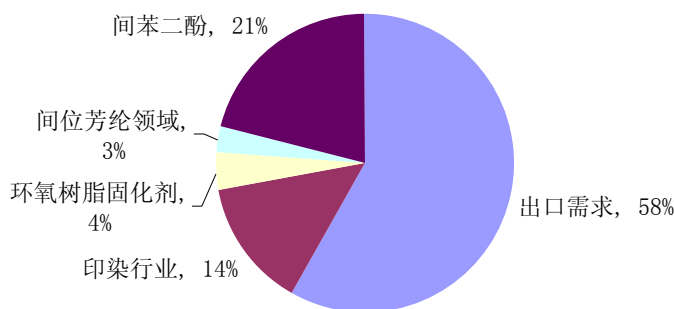
资料来源：东兴证券研究所

3. 上马间苯二酚项目，延长间苯二胺需求

3.1 间苯二胺用途广泛，间苯二酚成为未来需求重要增长点

间苯二胺，化学名 1,3-苯二胺，又名间二氨基苯，被广泛用于偶氮类分散染料、活性染料、硫化染料、媒染染料、直接染料和毛皮染料等染料的合成与环氧树脂固化剂、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的制取，是一种用途极为广泛的中间体之一。

图 16：间苯二胺的应用领域分析



资料来源：东兴证券研究所

（1）染料领域

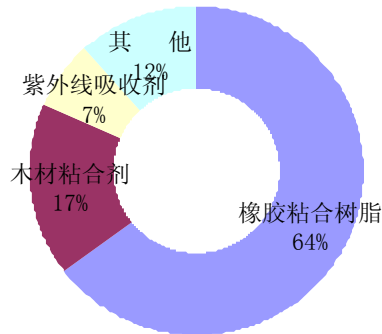
作为染料中间体，间苯二胺被广泛用于合成偶氮类分散染料、活性染料、硫化染料、媒染染料、直接染料、毛皮染料的生产。目前，染料领域是国内间苯二胺最大的消费市场。染料工业对间苯二胺的需求与涤纶、丙纶等化纤的产能增长速度将保持一致，预计“十一五”末国内染料领域对间苯二胺的需求量可达 1.65 万吨左右。

（2）间苯二酚领域

间苯二酚在橡胶工业中，主要用于生产帘子布浸胶剂，随着我国汽车工业的大发展，我国轮胎产量已跃居世界前列。今后我国轮胎产量还有较大空间，因而橡胶制品对间苯二酚的需求将稳步增长；木材加工业中，主要用于生产低温快速木材胶粘剂。随着近来国内建筑业的复苏，建筑材料及房屋装修材料需求增长快速，刺激了木材粘合剂的消费，今后粘合剂对间苯二酚的需求会有一定的增长；医药工业上，可用于制备杀

菌剂、驱虫剂和抗结核病药等；农业方面，主要可用于合成杀虫剂和除草剂。此外，间苯二酚还用于生产化妆品、紫外线吸收剂、偶氮染料、阻燃剂、防腐剂和炸药等。因此，间苯二酚未来的发展前景非常乐观。

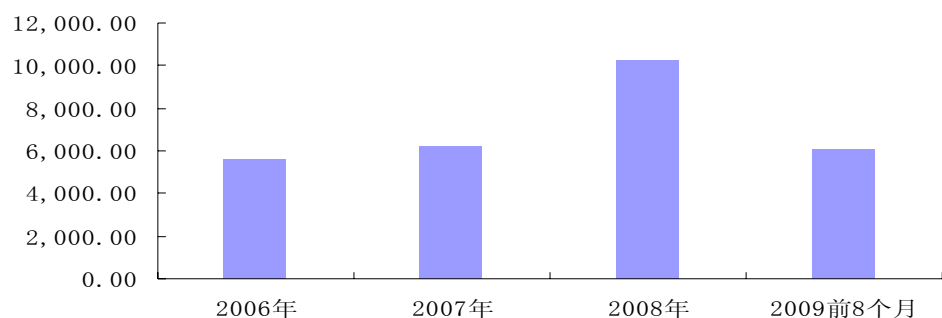
图 17：间苯二酚的应用领域分析



资料来源：东兴证券研究所

间苯二酚领域未来几年将成为间苯二胺最大的消费市场。由于受到生产设备与技术的制约，间苯二酚一直属于我国持续进口依存度较高的精细化工产品之一。国内间苯二酚产量现在还不能满足需求，每年都需要大量进口，2006-2008 的进口量分别达到 5,608 吨、6,199 吨、10,260 吨，进口量近三年有逐渐增加的趋势。2009 年 1-8 月进口量为 6060 吨，从目前数据看，每月进口维持在 900-1000 吨，预计今年的进口量维持在去年 1 万吨的水平。未来随着经济复苏，间苯二酚的市场空间还有继续放大的空间。

图 18：间苯二酚进口量增长趋势



资料来源：CEIC

2008 年，国内对间苯二酚的需求量已达约 1.8 万吨，随着下游橡胶助剂等领域的发展，预计 2010 年间苯二酚生产领域对间苯二胺的需求量将达 2.5 万吨。随着国内间苯二胺产业的迅速发展，生产规模和工艺技术水平大幅提升，生产成本大幅下降，促进了间苯二胺在其他相关领域的应用。

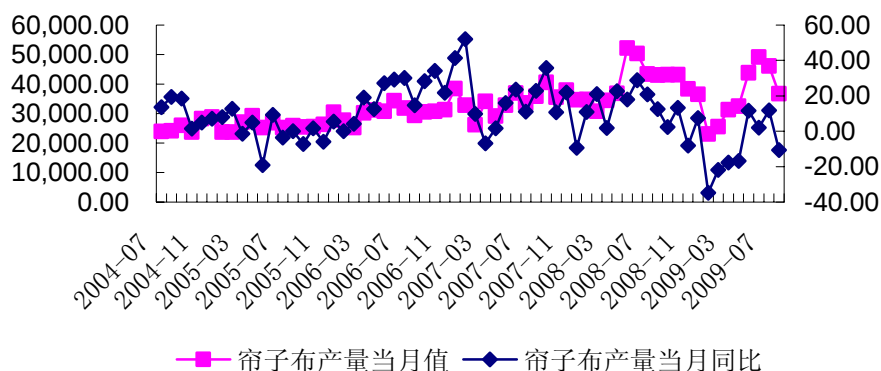
生产间苯二酚有苯磺化碱熔法、间二异丙苯氧化法和间苯二胺水解法等多种工艺。一条是纯苯磺化碱熔法。该法采用大量强酸强碱，污染严重，中国、美国、印度、俄罗斯等国厂家多采用此法。1991年，德国赫司特公司因环保原因关闭了西欧惟一一条年产8500吨的间苯二酚装置，导致全球供应紧张。尔后日本建设了新装置，弥补西欧装置关闭后的市场空缺。2005年，也是由于环保原因，美国Indspec公司关闭了世界最大的间苯二酚厂的部分生产线，导致间苯二酚供不应求，价格也从年初的每吨4.1万元人民币飙升至历史最高点10.5万元，部分进口产品价格曾高达12万元，这一变化刺激了市场，我国多家企业在2005年扩产或新建了多条纯苯磺化碱熔法间苯二酚生产线，同时也产生了污染源。

间苯二酚的另一条工艺路线是间二异丙苯氧化后水解。世界上仅日本住友和三井两大公司采用此法生产。该法工艺复杂，并不像专利和一些资料介绍的那样简单易行。目前我国多家科研单位采用氧化法技术进行研究开发，在氧化和萃取分离以及工程放大等方面都遇到难题。而且该工艺以过氧化物为中间体，在安全操作上也有很大难度，工艺技术至今没有突破。

间苯二酚的高价和间苯二胺的低价不期而遇时，深睡已久的间苯二胺中压水解法的生产工艺再度走上舞台。常州常宇化工最先采用这个工艺，由其子公司常州常宏生产间苯二酚。紧随其后的有江苏吴江、扬州扬农和湖北老河口三套水解法装置。间苯二胺水解生产间苯二酚工艺很早就有，只是间二硝基苯是苯在混酸中硝化而成的，环境污染较大，间苯二酚企业难以获得。而浙江龙盛可以利用自身的优势，用间苯二胺直接水解生成间苯二酚，扩大对间苯二胺的需要，并且可以抢占其他以间苯二胺为原材料生产间苯二酚企业的市场份额，可以充分显示出间苯二胺高毛利率的优势，为配套间苯二酚的生产工艺，同时需要建设2.5万吨的间苯二胺与之配套。

间苯二酚主要用于子午线轮胎钢丝带束层胶中，改善胶料的分散性，提高胶料与钢丝帘线的粘合性能，每吨帘子布约消耗间苯二酚 0.006t，未来几年我国间苯二酚需求增长将与轮胎工业同步。中国橡胶工业“十一五”规划要求 2010 年国内轮胎子午化率不低于 70%，这给间苯二酚提供了较大的发展空间。

图 19：帘子布产量分析



资料来源：Wind 数据库

（3）环氧树脂固化剂领域

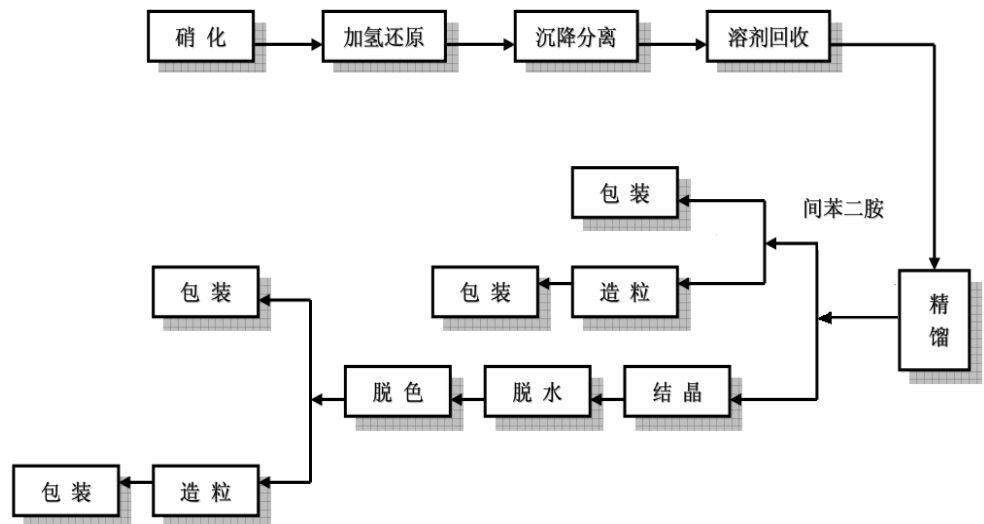
间苯二胺及其改性产品具有较高的热变形温度、优异的力学性能、介电性能和耐腐蚀性能，被广泛用作电气绝缘材料用环氧树脂固化剂。据统计，2005 年我国环氧树脂消费量达到 65 万吨，年增长率为 24.5%。陶氏化学预计，2010 年我国环氧树脂的消费量将达到 90~100 万吨/年，其固化剂需求的增长将带动间苯二胺需求量的大幅增加，预计至 2010 年间苯二胺作为环氧树脂固化剂的年需求量将达到 5,000 吨左右。

3.2 间苯二胺业务国内规模最大，盈利能力很强

公司目前具有 2 万吨/年的间苯二胺，聚合级间苯二胺为 3000 吨/年的产能，产能居国内首位，市场份额占国内的 80%。公司采用自行开发的国内领先间苯二胺生产新工艺，将国内普遍采用的铁粉还原法改为催化加氢还原法，对工艺条件及设备管道进行全面优化，从而达到稳定和提高间苯二胺的质量，提高设备利用率，增加产量，并且还能根据国际市场要求，稳定生产出 98%高纯度间苯二胺，同时消除了污染，保护了环境。

并且公司生产的间苯二胺所采取的工艺是以苯为原材料，大多数生产企业以间二硝基苯为原材料，生产 1 吨间二硝基苯要损失 140 多吨邻二硝基苯，35 公斤的对二硝基苯，4-7 吨废水。公司采取的循环经济将稀硫酸加入三氧化硫制成浓硫酸，实现了硫酸的循环使用。

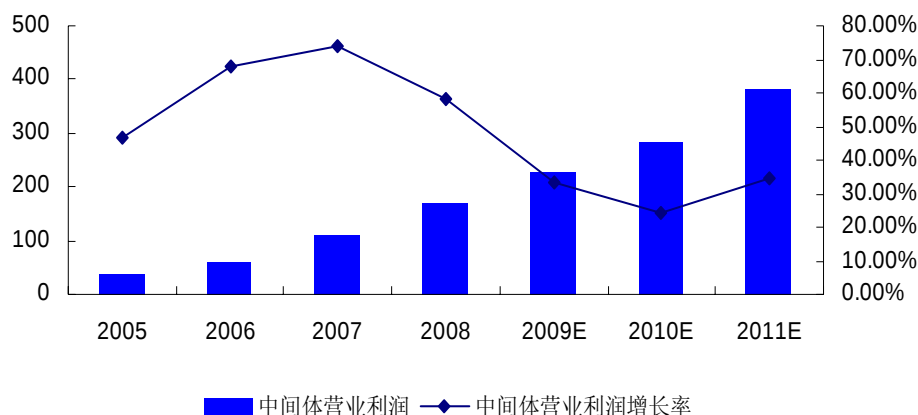
图 19：间苯二胺生产工艺



资料来源：增发招股说明书，东兴证券研究所

中间体是所有业务中成长能力最强的业务，公司从 2003 年 1200 万元的营业利润增长到 2008 年 17100 万元的营业利润，增长了 14 倍，年均增长率达到 55%，并且毛利率近几年有上涨的趋势。已经由 2005 年的 16%上涨至 2009 上半年毛利率达到 38.92%，说明了间苯二胺的需求状况良好，公司通过自身的强大的市场份额，保证了公司的获利空间。

图 20：中间体业务的盈利能力分析



资料来源：增发招股说明书，东兴证券研究所

3.3 公司发行债券未来扩展中间体的优势竞争力

公司发行可转债，利用募集资金建设 2 万吨的间苯二酚，联产 5,000 吨间氨基苯酚进一步延长产业链。公司用间苯二胺水解法生产间苯二酚、间氨基苯酚，在成本、节能和环保上具有优势，而行业内其他生产这两种产品的企业普遍规模小，污染严重，成本偏高。预计 2010 年下半年间苯二酚的第一生产线 1 万吨投产，2011 年开始建设第二条 1 万吨生产线，预计 2012 年中期建成投产。

国内间氨基苯酚，主要用于染料尤其是功能性染料的生产，2000 年以前由于合成技术等多方面原因，我国很少生产此类染料，国内需求主要依靠进口。随着我国染料业结构调整和新产品开发能力的不断加强，目前我国已经能够采用间氨基苯酚与溴代烷生产无色压/热敏系列功能性染料，不仅代替了国外产品，还进入国际市场，改变了以往国内无色压/热敏系列功能性染料被日本垄断的局面。间氨基苯酚另一重要用途是合成抗结核药物，农药行业也是间氨基苯酚的重要消费领域，部分含氟的杀虫剂、杀菌剂以间氨基苯酚为原料，不过由于品种少，产量也相对较小。国内多数企业生产技术来自沈阳化工研究院，主要采用环境污染较重的硝基苯磺化碱熔法，生产过程中产生大量的废水，由于是间歇式生产，操作条件非常恶劣，产品质量不能很好地满足下游产品需求，未来间氨基苯酚将出现供需缺口。

公司具有国内最大的间苯二胺生产装置，利用现有的间苯二胺规模和成本优势，通过发展间苯二酚、间氨基苯酚业务增加对间苯二胺的需求。

4. 混凝土外加剂受益于国家的四万亿投资加大基础设施建设

4.1 减水剂对提高混凝土的性能至关重要

减水剂是混凝土中用量最大的外加剂品种。减水剂能够大幅节约水泥使用量、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。高效减水剂具有水泥相容性好、减水率大、坍落度损失小、与粉煤灰适应性强等优点，具有良好的技术经济效益。减水剂优良效果使在建设部高铁和高速公路中成为必需。

4.2 我国的减水剂未来发展空间广阔

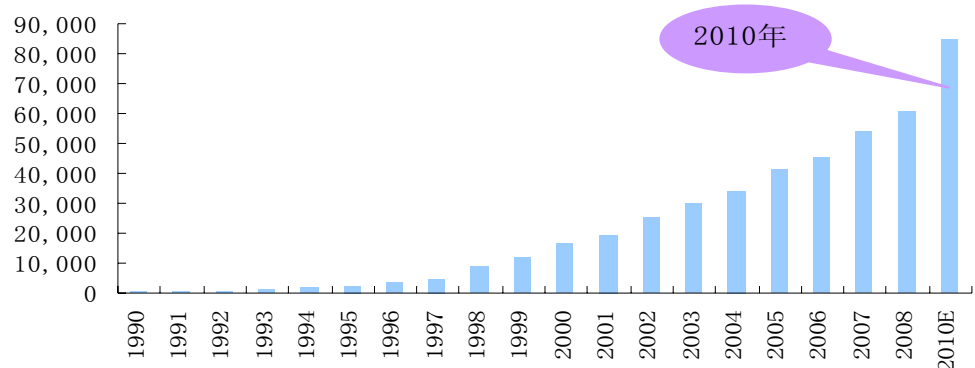
我国在减水剂的应用方面我国在 20 世纪 80 年代开始使用混凝土减水剂，目前混凝土减水剂在我国最高使用率仅有 40% 左右，平均使用率不到 20%，与发达国家 80% 以上的使用率相去甚远。据不完全统计，目前我国从事混凝土外加剂的生产企业有 500 多家，产品牌号有 200 多个，2003 年~2005 年国内高效减水剂产量仅为 26~32 万吨/年左右。从国内市场容量看，我国建筑行业每年对减水剂的需求量超过 100 万吨，其中对高效减水剂的需求量约占 90%。

4.3 未来两年我国进入高速公路和高铁投资的高峰期

去年发生经济危机后，国家为刺激经济复苏，加大对基础设施建设的投资力度，近一半投资将用于铁路、公路、机场和城乡电网建设，总额 1.8 万亿元。混凝土减水剂是建设高速公路和高速铁路为提高工程的使用年限所必需。国家的刺激经济计划仅仅是将建设的进度提前了。实际上，国家对高速公路和高铁的规划中，近十年都将进入考虑快速发展时期。

国家高速公路网规划中采用放射线与纵横网格相结合布局方案，由 7 条首都放射线、9 条南北纵线和 18 条东西横线组成，简称为“7918”网，总规模约 8.5 万公里，其中主线 6.8 万公里，地区环线、联络线等其它路线约 1.7 万公里。据“十五”初步统计，在规划的 8.5 万公里国家高速公路网中，目前已建成 2.9 万公里、在建 1.6 万公里、待建 4 万公里，分别占总里程的 34%、19% 和 47%。待建里程中，东部地区 0.8 万公里、中部地区 1.1 万公里、西部地区 2.1 万公里，建设任务主要集中在中西部地区，特别是西部地区的建设任务还相当繁重。

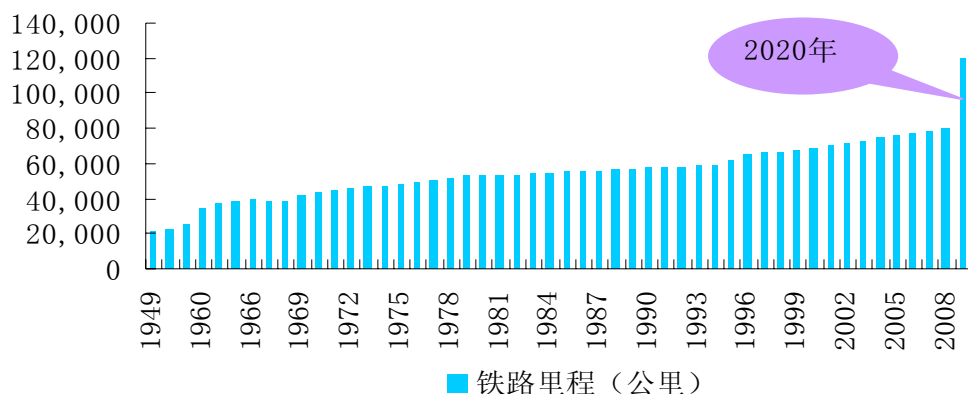
图 21：中国高速公路里程进入高速增长期



资料来源：中国化工在线，东兴证券研究所

我国铁路建设投资总规模 12 年内将突破 5 万亿元，铁路将新增 4 万多公里营业里程。到 2020 年，我国时速在 250 公里以上的铁路里程将达 1.6 万公里，这意味着百姓今后在省会间旅行的时间至少缩短一半，且春运期间再也不用为火车票犯愁；到 2020 年，我国将新增 4 万多公里营业里程。这意味着届时我国铁路运营规模将在现在基础上再增长约 50%。

图 22：中国铁路里程进入高速增长期



资料来源：中国化工在线，东兴证券研究所

4.4 减水剂产能未来将会进一步扩大

目前公司已在浙江、内蒙古、四川三地拥有减水剂生产基地，并在江西设有复配厂，总产能为10万吨，主要生产萘系高效减水剂。由于减水剂销售有一定的市场半径限制，公司将通过收购或者自建方式，合理布局减水剂产能，预计到2010年公司将形成25万吨的减水剂生产能力。未来公司减水剂规模将有较大提升，产能提高及释放将使公司减水剂业务保持较快增长。

5. 浙江龙化成为纯碱行业难得的盈利企业

5.1 今年纯碱和氯化铵价格均出现低迷，但是联碱法要于氨碱法

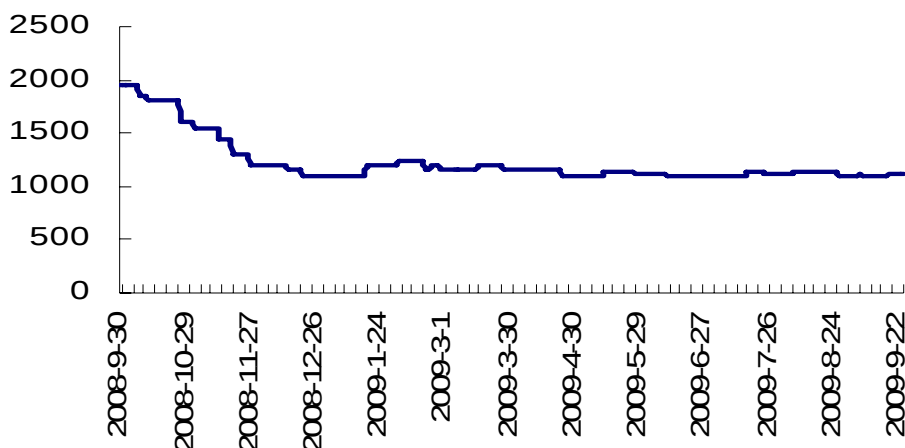
纯碱其用途结构为：33%平板玻璃、14%日用玻璃、18%化工、12%的轻工、7%的冶金。今年由于经济危机，其中占需求最大的平板玻璃受房地产开工率下降，需求较减少。2009年是从6月份开始房地产行业的新建房屋开工率增长，一般房地产行业的建成接近尾声才能需要玻璃，按照现在国家一直鼓励提高房屋的容积率，房屋建筑高层比例逐渐增加，对于高层建筑一般需要一年时间完工，预计2010年的下半年开始玻璃的需求会增加，纯碱行业会在随后需求开始转好。

而纯碱的联碱工艺中副产氯化铵，今年由于国家出台在尿素旺季的时候增收110%的关税，在淡季增收10%的关税，再加之今年国际氮肥价格的持续低迷，中国的尿素已经出现严重的产能过剩，氯化铵也受尿素价格的拖累，价格难有较好的表现。

从纯碱的供给上来看，去年上半年纯碱行业的行业盈利能力较强，许多企业纷纷扩张产能，导致了纯碱行业出现了严重的产能过剩，今年上半年纯碱行业产品价格一直很低，维持在 1100-1150 元/吨。纯碱行业上半年公布行业的盈利情况，仅有 5 家公司实现盈利，其中就包括浙江龙化。

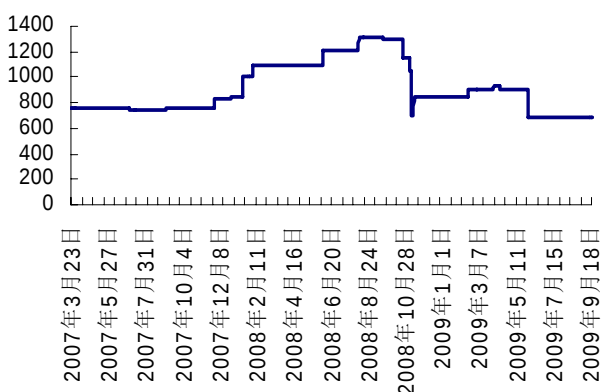
联碱生产工艺副产氯化铵，上半年氯化铵的价格一直比较高，盈利能力比较强，也是推动公司业绩比较好的原因。

图 23：纯碱价格走势



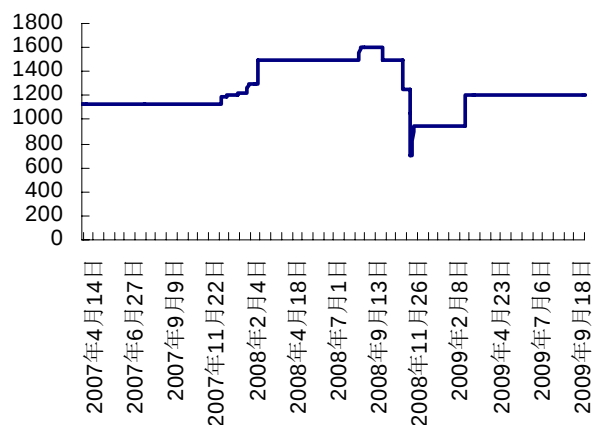
资料来源：中国化工在线，东兴证券研究所

图 24：氯化铵（农业用）价格走势



资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

图 25：氯化铵（工业级）价格走势



资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

5.2 为适应浙江省对纯碱的需求，利用募集资金完成新建项目

公司于 2008 年 4 月以 4.3 亿元成功收购浙江龙化 91.65% 的股权，浙江龙化拥有联碱法生产纯碱，其中纯碱产能 13 万吨/年、氯化铵 15 万吨/年、40%稀硝酸 10 万吨/年、合成氨 8 万吨/年的生产能力。

浙江龙化控股集团计划今年 6 月搬迁到新的厂区，拟建设 20 万吨合成氨、10 万吨浓硝酸和 40 万吨联碱项目，未来浓硝酸项目可作为公司染料生产原料，其他项目可带来新的利润来源。该项目分为两期建设，每期为 20 万吨联碱，建设时间为两年，第一期预计 2010 年中期建设完成；第二期预计 2012 年中期建设完成，公司预计利用发行债券募集资金的 8 亿元投资到该项目中来。浙江省纯碱项目较少，预计仍然有 40 万吨的缺口，公司的项目建设完成后，销售恰好可以满足市场需求。

6. 盈利预测及投资评级

6.1 盈利预测

浙江龙盛经过了几年的快速发展已经成为了国内最大的染料企业，产能占全国染料产能的 20%，分散染料和间苯二胺产能已经成为国内最大，最让大家担心的是浙江龙盛还有成长性吗？我们的回答是肯定的。浙江龙盛今年 7 月份在印度投产的 3 万吨活性染料，预计建设 2 万吨的间苯二胺，联产 5,000 吨（其中中间体是这几年业务成长最快的领域），12 万吨的水泥外加剂项目，以及新建的 40 万吨联碱项目，应该说浙江龙盛已经从单纯以染料作为业务，形成以化工行业为基础，形成多元化产业，公司的成长能力清晰可见。

我们对公司业绩的预测基于以下方面：

1. 2009 年在分散染料方面，全球经济危机下，一些企业的生存状况不佳，公司以扩大市场的份额为主，为未来产品提价预留一定的能力。对于未来价格能够上调至什么程度还很难预测，给予保守预测。
2. 在活性染料方面，现有产能是 3 万吨利投产，预计今年能够实现产量 1 万吨，明年实现 2 万吨产量，公司的生产线还预留了 2 万吨，2011 年预计达到 3 万吨的产量，最终可以达到 4 万吨的产量。在印度的项目公司占有 60% 的股权。
3. 中间体方面，预计 2010 年下半年投产间苯二胺 12000 吨的产能，按照公司预计发展间苯二胺主要是为了延长间苯二胺的市场需求，提高竞争力，我们主要给予了间苯二胺的预测，保守估计 09 年产量达到 4000 吨，10 年达到满产。
4. 减水剂目前有 10 万吨产能，明年下半年产能达到 25 万吨，10 年预计释放产量 4 万吨，2011 年满产。
5. 纯碱在 2010 年被单列出盈利预测，预计 2010 年下半年一期 20 万吨建成投产，2012 年二期建成投产。

6. 出口货物享受“免、抵、退”税政策，间苯二胺、对苯二胺的退税率为 17%；邻苯二胺的退税率为 5%，12 月起调整为 9%；11 月起，高效减水剂的出口退税率为 11%。因此公司盈利预测按照往年的税率情况，给予 8.5% 的所得税率。

表 2：各项业务营业利润分析

营业利润分析（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
分散染料产量（万吨）			7.00	7.00	7.00
分散染料价格（吨/万元）			18,500.00	19,500.00	20,000.00
分散染料销售收入（百万元）	1,283.47	1,313.84	1,295.00	1,365.00	1,400.00
分散染料成本（百万元）	967.95	914.75	922.69	969.15	994.00
活性染料产量（万吨）			3.60	4.20	4.80
活性染料价格（吨/万元）			21,000.00	22,000.00	23,000.00
活性染料销售收入（百万元）	812.35	783.85	756.00	924.00	1,104.00
活性染料成本（百万元）	669.6	627.28	642.60	841.50	1,055.70
中间体产量（万吨）			2.30	2.70	3.50
中间体价格（吨/万元）			22,000.00	23,000.00	24,000.00
中间体销售收入（百万元）	409.87	541.80	506.00	621.00	840.00
中间体成本（百万元）	301.39	370.43	308.66	378.81	512.40
减水剂（万吨）			10.00	17.00	25.00
减水剂（吨/万元）			5,500.00	5,400.00	5,400.00
减水剂（百万元）	470.75	528.48	550.00	918.00	1,350.00
减水剂成本（百万元）	413.3	434.42	416.10	554.80	766.50
联碱（元/吨）				13.00	20.00
联碱产量（万吨）				1,600.00	1,800.00
联碱销售收入（百万元）				208.00	360.00
联碱成本				183.04	316.80
其他收入（百万元）	369.00	1,057.44	1,120.00	900.00	1,110.00
其他成本（百万元）	241.76	789.12	918.40	657.00	817.60

我们预测公司 09-11 年的每股收益分别为 0.51、0.66、0.81 元。

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,345.44	4,225.41	4,311.00	5,112.00	6,450.00
营业成本	2,594.83	3,136.51	3,188.35	3,699.64	4,682.00
营业费用	104.73	140.92	137.95	163.58	206.40
管理费用	156.88	267.77	258.66	306.72	387.00
财务费用	66.60	126.19	33.53	23.84	32.61
投资收益	13.47	64.47	70.91	78.00	85.80
营业利润	422.47	522.37	751.21	981.93	1,210.03
利润总额	420.10	521.29	753.21	983.93	1,212.03
所得税	27.25	42.06	64.02	83.63	103.02
净利润	392.84	479.23	689.19	900.29	1,109.00
归属母公司所有者的 净利润	387.74	470.47	680.69	891.79	1,100.50
NOPLAT	457.34	596.23	718.04	920.28	1,137.01
每股净收益（元）	0.65	0.71	0.52	0.68	0.83

资产负债表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	856.78	1,126.14	1,352.96	2,084.89	2,991.45
交易性金融资产	20.41	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	669.22	564.90	649.60	770.30	971.92
预付款项	159.18	414.09	509.74	620.73	761.19
存货	597.53	583.66	628.93	729.79	923.57
流动资产合计	2,659.77	3,412.44	3,855.60	5,052.75	6,716.80
非流动资产	1,560.24	2,712.75	2,639.87	2,586.00	2,531.80
资产总计	4,220.00	6,125.19	6,495.47	7,638.75	9,248.61
短期借款	364.86	812.76	0.00	0.00	0.00
应付帐款	335.94	336.43	349.41	405.44	513.10
预收款项	26.75	23.61	23.61	23.61	23.61

流动负债合计	1,430.31	2,270.19	1,395.22	1,560.03	1,869.77
非流动负债	16.97	567.65	802.28	1,326.37	2,067.72
少数股东权益	53.58	129.19	137.69	146.19	154.69
母公司股东权益	2,719.15	3,158.16	4,160.27	4,606.17	5,156.42
净营运资本	1,229.46	1,142.25	2,460.37	3,492.72	4,847.03
投入资本 IC	1,720.40	2,475.36	2,730.26	2,588.12	3,150.98

现金流量表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	392.84	479.23	678.37	877.58	1,073.36
折旧摊销	156.24	677.80	0.00	122.41	127.59
净营运资金增加	1,229.46	(87.21)	1,278.72	983.77	1,296.02
经营活动产生现金流	510.38	538.21	480.88	671.95	730.81
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	36.38	8.46	11.41
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	(308.38)	28.37	135.65
现金净增（减）	124.03	281.64	208.88	708.78	877.87

6.2 估值分析

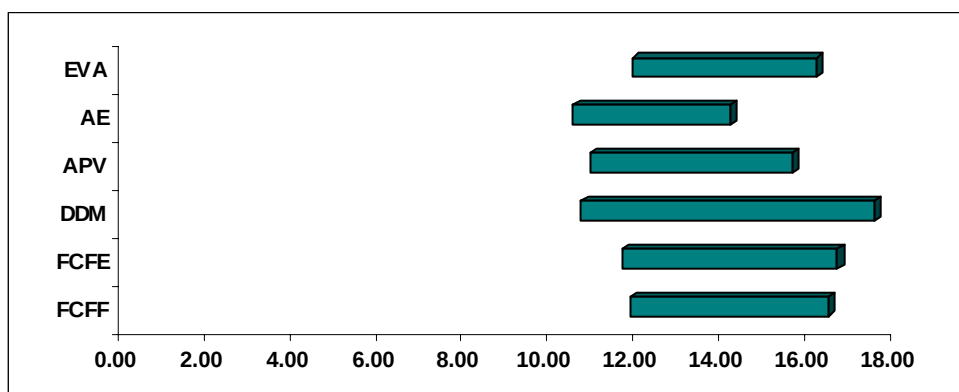
6.2.1 绝对估值

纺织服装行业未来的需求会持续增长，我们采取保守估计，如果按照染料行业第二阶段的增长率按照 6% 的速度增长，永续增长率按照按照 2% 来计算，DCF 的估值为 12.16 元，估值区间为 10.44 - 14.75 元。目前价格为 9.18 元，价格还未达到估值区间的下限，给予“强烈推荐”评级。

假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
第二阶段增长率	6.00%
长期增长率	2.00%
应付债券利率	0.00%
无风险利率 Rf	2.80%

β	1.02
Rm	11.00%
Ke	11.00%
税率	11.16%
Kd	8.50%
Ve	5.44%
Vd	12,099.24
WACC	431.32

估值方法	估值结果	估 值 区 间			敏感度分析区间
FCFF	13.65	11.82	-	16.45	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
FCFE	13.64	11.64	-	16.66	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
DDM	13.28	10.69	-	17.53	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
APV	12.77	10.90	-	15.61	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
AE	11.98	10.49	-	14.16	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
EVA	13.54	11.87	-	16.18	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$



6.2.2 相对估值

染料行业目前有三家公司，分别为浙江龙盛、传化股份、德美化工，按照目前的股价，PE 分别为 19 倍、23 倍和 28 倍，平均 PE 为 23 倍，其中浙江龙盛的估值为最低。

表 3：染料行业估值分析

证券代码	证券简称	市盈率(PE) 当年报 $\times 2$
------	------	------------------------

600352	浙江龙盛	19
002010	传化股份	23
002054	德美化工	28

我们的浙江龙盛的业务进行了拆分，其中染料占公司营业利润的比例 07-11 年的分别为 61%、51%、50%、45%、39%，对应贡献公司每股收益 0.40 元、0.36 元、0.26 元、0.30 元、0.33 元。如果按照 2009 年染料贡献每股收益为 0.26 元，其他贡献 0.26 元计算，给予染料行业 20 倍 PE，对应价格为 5.2 元，中间体和减水剂属于成长性较快，给予 30 倍的 PE 的估值，每股收益为 0.26 元，对应价格为 7.8 元；那么合计 09 年的股价应该达到 13 元。

6.2.3 综合估值

按照目前 9.11 元的价格，综合绝对估值为 13.64 元和相对估值为 13 元的结果，我们认为定价区间在 13 元以上，仍然有 42.70% 的上涨空间，给予“强烈推荐”评级。

分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。