

浙江龙盛(600352)

染料业务见底好转，2013 年德司达带来增量

推荐 (维持)

现价：5.44 元

主要数据

行业	平安基础化工
公司网址	www.longsheng.com
大股东/持股	阮水龙/13.27%
实际控制人/持股	阮水龙/13.27%
总股本(百万股)	1,468
流通 A 股(百万股)	1,468
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	79.86
流通 A 股市值(亿元)	79.86
每股净资产(元)	4.94
资产负债率(%)	48.4

行情走势图



相关研究报告

郑祝兵	投资咨询资格编号 S1060511110001 0755-22621410 yanzhubing290@pingan.com.cn
伍颖	投资咨询资格编号 S10605111010017 010-66299575 wuying467@pingan.com.cn
陈建文	投资咨询资格编号 S1060210050001 0755-22625476 chenjianwen002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 公司染料业务为本，多元化发展：

公司主营业务分为染料（包括分散染料和活性染料）、中间体、减水剂和无机化工四大系列产品，2012 年中期，染料业务占公司收入和利润比重分别为 33.78% 和 40.13%，为主要收入和利润来源。

■ 中国染料产量和出口量稳步增长：

中国是世界染料最大生产和消费国，2010 年染料产量约占世界产量的 54.7%，消费量约占世界消费量的 42.36%，2001~2011 年中国染料产量年均增长率为 8.64%，2011 年出口染料数量在 30 万吨以上，染料行业未来重点在量大面广的活性染料和分散染料。

■ 分散染料价格 2012 年 3 季度见底，公司技改提升产能：

分散染料价格于 2012 年 7~8 月见底，2012 年 4 季度销售旺季来临，价格有所上扬，公司分散染料 2013 年完成技改，届时累计产能将超过 15 万吨，2013 年公司分散染料销量与毛利率有望同比增长。

■ 公司活性染料业务盈利稳定，积极上游布局 H 酸：

公司活性染料毛利率维持在 20% 左右水平，通过收购通辽明洲步入上游 H 酸，延伸产业链提升分散染料盈利能力。

■ 中间体产销量逐步提升，减水剂业务保持稳定：

由于间苯二酚产销量提升，公司中间体业务收入和利润逐年增长，未来计划主要是往苯酚的下游发展，重点发展间氨基苯酚，2012 年上半年苯等原材料价格下跌，公司减水剂毛利率有所提升，未来公司减水剂业务稳定为主，无机化工业务由于纯碱和氯化铵价格持续低迷，短期亏损。

■ 德司达整合为公司 2013 年新的增长点：

2012 年是龙盛整合德司达，2013 年以后就是利用德司达的技术工艺和渠道优势，优化龙盛的染料业务。合并转股之后，龙盛的染料收入占比也将从目前的 30% 多增加到 60~70%，主业将更加突出。

■ 盈利预测与投资建议：

我们预测公司 2012~2014 年 EPS 分别 0.50 元、0.55 元、0.66 元，对应动态 PE 分别为 10.9、9.8、8.3 倍，公司是化工类上市公司中增长稳健，盈利突出，风险较低的优质现金牛企业，公司估值水平较低，我们维持公司“推荐”评级。

■ 风险提示：下游纺织印染持续低迷，德司达整合低于预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	6,677	8,229	8,019	9,588	11,569
YoY(%)	44.5	23.2	-2.6	19.6	20.7
净利润(百万元)	805	811	732	811	963
YoY(%)	19.9	0.7	-9.7	10.8	18.6
毛利率(%)	23.1	20.6	19.7	19.1	18.7
净利率(%)	12.1	9.9	9.1	8.5	8.3
ROE(%)	13.1	12.0	10.1	10.4	11.4
EPS(摊薄/元)	0.55	0.55	0.50	0.55	0.66
P/E(倍)	9.9	9.9	10.9	9.8	8.3
P/B(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

正文目录

一、浙江龙盛：染料为本，多元发展	4
1.1 公司概况	4
1.2 公司股权结构合理	4
1.3 公司经营分析	4
二、染料行业分析	6
2.1 全球染料最大生产和消费基地在中国和印度	6
2.2 中国染料产量和出口量逐年增长	6
2.3 中国印染工业发展助推染料行业	7
2.4 中国染料未来发展以活性染料和分散染料为主	8
三、公司染料业务分析	9
3.1 分散染料：价格于 2012 年 3 季度见底，公司未来技改提升产能	9
3.2 活性染料：公司活性染料业务盈利稳定，积极上游布局 H 酸	10
四、公司中间体业务分析	10
4.1 间苯二胺中间体：用途广泛，公司市场占有率高	10
4.2 间苯二酚中间体：国内自给能力不足，公司产品出口为主	11
4.3 对苯二胺中间体：国内市场打开还需时日	12
五、公司无机化工与减水剂业务分析	12
5.1 减水剂业务：毛利率略有提升，未来发展稳定为主	12
5.2 无机化工业务：受累于纯碱和氯化铵行情低迷	13
六、公司投资业务未来计划逐步退出	13
七、德司达整合为公司 2013 年新的增长点	14
7.1 公司成功收购德司达，协同效应值得期待	14
7.2 德司达 2013 年并表或带来惊喜	15
八、盈利预测与投资建议：	15
九、风险提示	16

图表目录

图表 1	公司产品产能列表	4
图表 2	公司股权结构图	4
图表 3	公司营业收入稳定增长	5
图表 4	公司净利润及增速	5
图表 5	2011 年公司营业收入构成	5
图表 6	2012 年中期公司主营业务利润来源	5
图表 7	公司近年来单季度销售毛利率情况	6
图表 8	公司近年来单季度销售净利率情况	6
图表 9	全球染料生产地区分布	6
图表 10	全球按染料类别消费构成图	6
图表 11	中国染料近年来产量及增长率	7
图表 12	中国近年来染料出口量情况	7
图表 13	染料行业收入及增长率	7
图表 14	染料行业毛利率水平情况	7
图表 15	中国纺织工业总产值及增长率	8
图表 16	中国印染布月度产量及同比增速	8
图表 17	2011 年国内染料品种产量及占比情况	8
图表 18	公司分散染料业务收入和毛利率情况	9
图表 19	公司分散染料历年产量情况	9
图表 20	公司活性染料业务收入和毛利率情况	10
图表 21	公司活性染料历年产量情况	10
图表 22	间苯二酚三种生产工艺流程比较	11
图表 23	国内间苯二酚近年来进出口情况	11
图表 24	间苯二酚价格走势情况	11
图表 25	对苯二胺产业链图	12
图表 26	对苯二胺下游需求结构	12
图表 27	萘系减水剂主要原材料萘价格走势	13
图表 28	公司近年来减水剂收入和毛利率情况	13
图表 29	氯化铵和纯碱价格走势图	13
图表 30	浓硫酸价格走势图（元/吨）	13
图表 31	德司达主营业务产品	14
图表 32	德司达主要产品产能和产量情况	14
图表 33	浙江龙盛并购德司达产生的效益	15
图表 34	公司主要产品未来三年盈利预测假设	16

一、浙江龙盛：染料为本，多元发展

1.1 公司概况

公司是国内染料行业第一家上市公司，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。公司主营业务分为染料（包括分散染料和活性染料）、中间体、减水剂和无机化工四大系列产品，除化工业务外，公司还多元化投资房地产、汽车配件、PE 等产业。

公司目前拥有 12 万吨分散染料、7 万吨活性染料、12 万吨各类减水剂、15 万吨各类其他水泥外加剂、18 万吨甲醛、47 万吨硫酸、10 万吨硫酸钾、20 万吨合成氨、40 万吨纯碱、40 万吨氯化铵、10 万吨浓硝酸、3 万吨间苯二胺、2 万吨间苯二酚、2 万吨对苯二胺等产能；同时公司在建 2.5 万吨间苯二酚联产间氨基苯酚产能，预计在 2013 年能够达产。

图表1 公司产品产能列表

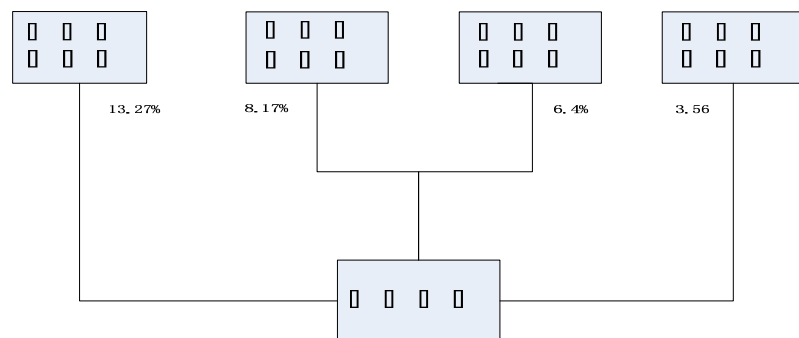
产品	目前产能	将来扩张计划	备注
分散染料	12 万吨	分散染料 DNP 技改项目、龙山化工二期投入	
活性染料	7 万吨		本部 5 万吨，印度 2 万吨
中间体	7 万吨		间苯二胺 3 万吨、间苯二酚 2 万吨、对苯二胺 2 万吨
减水剂	25 万吨		
无机产品	167 万吨		

资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 公司股权结构合理

公司于 2005 年 7 月完成股权分置改革，2007 年 11 月实现全流通，目前二级市场已没有大小非问题。公司属于民营企业，公司前四大股东均为阮氏家族（阮永龙为前董事长，阮伟祥为新董事长），公司股权结构合理。

图表2 公司股权结构图



资料来源：wind、平安证券研究所

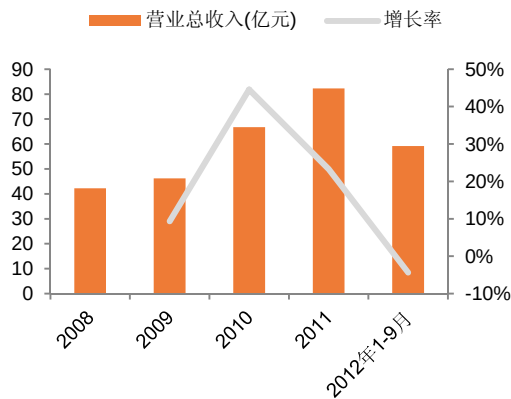
1.3 公司经营分析

➤ 染料业务为主要收入和利润来源，营业收入和净利润 2012 年有所下滑

公司染料业务稳健发展，随着 08 年收购杭州龙化后，公司多元化布局逐渐展开，2010 年公司

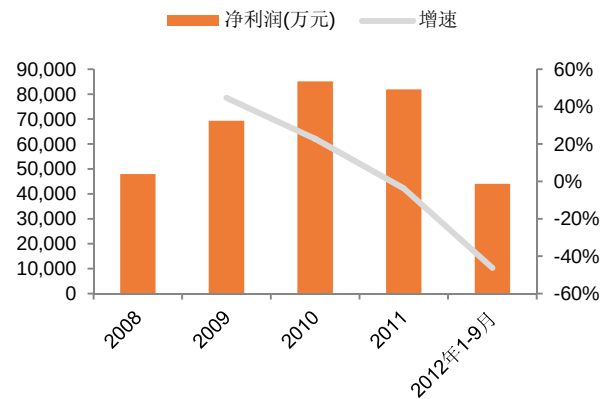
多元化投资房地产与汽车配件业务后，染料业务占公司收入比重有所下降，2012 年中期，公司染料业务占收入比重为 33.78%，占营业利润比重为 40.13%，仍为公司主要收入和利润来源。公司营业收入从 2008 年到 2011 年持续 4 年增长，受整个宏观经济低迷影响，2012 年前 3 季度营业收入和净利润均有不同程度略有下滑。

图表3 公司营业收入稳定增长



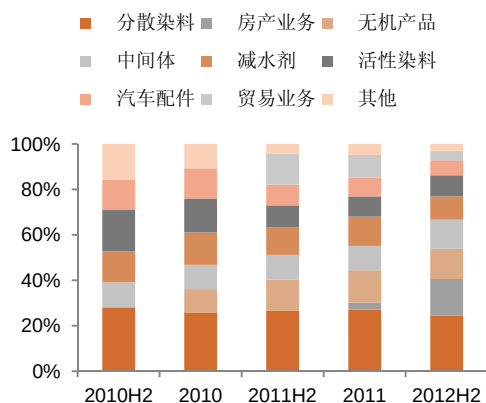
资料来源: wind、平安证券研究所

图表4 公司净利润及增速



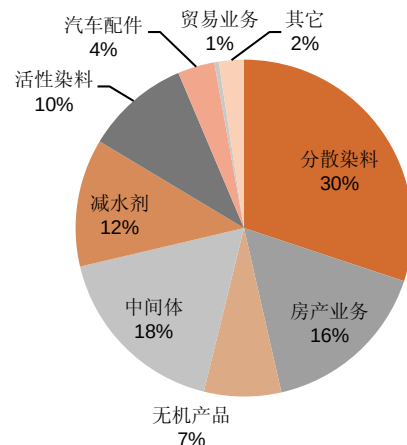
资料来源: wind、安证券研究所

图表5 2011年公司营业收入构成



资料来源: wind、平安证券研究所

图表6 2012年中期公司主营业务利润来源

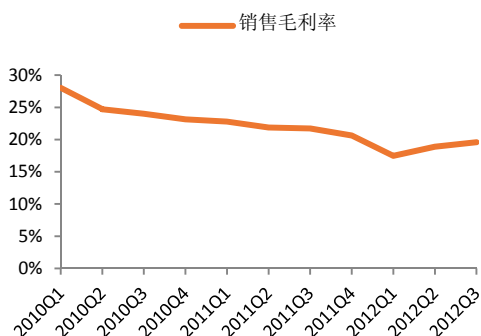


资料来源: Wind、平安证券研究所

➤ 2012 年 1 季度为近年来毛利率和净利率低点

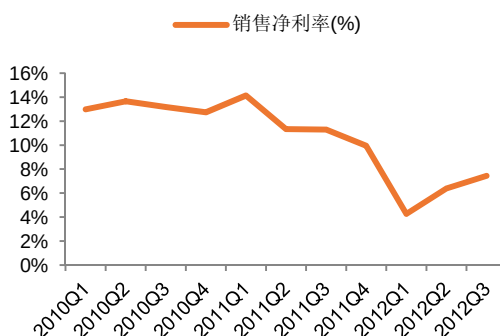
从公司近年来单季度销售毛利率与净利率来看，受分散染料与活性染料价格低迷影响，公司 2012 年毛利率和净利率水平较过去几年有所下滑，其中，2012 年 1 季度销售毛利率和净利率仅为 17.48% 与 4.27%，为近年来最低点，2012 年 2 季度和 3 季度较 1 季度明显提升。

图表7 公司近年来单季度销售毛利率情况



资料来源: wind、平安证券研究所

图表8 公司近年来单季度销售净利率情况



资料来源: Wind、平安证券研究所

二、染料行业分析

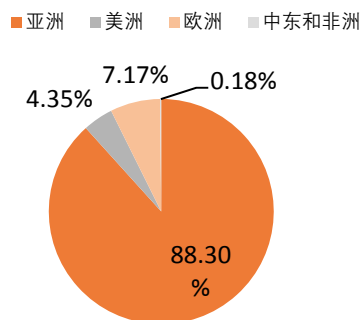
2.1 全球染料最大生产和消费基地在中国和印度

2010 年,全球各类染料产量为 138.5 万吨,其中亚洲约占 88.30%,美洲约占 4.35%,欧洲约占 7.17%,中东和非洲约占 0.18%,2010 年全球各种染料表观消费量约 126.3 万吨,其中亚洲约占 73.6%,美洲约占 12.67%,欧洲约占 10.37%,中东和非洲约占 2.88%,产量略高于表观消费量。

中国是世界染料最大生产和消费国,2010 年染料产量约占世界产量的 54.7%,消费量约占世界消费量的 42.36%。印度是世界染料第二大生产和消费国,2010 年染料产量约占世界产量的 20.13%,消费量约占世界消费量 10.29%。中国、印度、西欧是世界染料净出口国家和地区,世界其它国家和地区均为染料净进口。

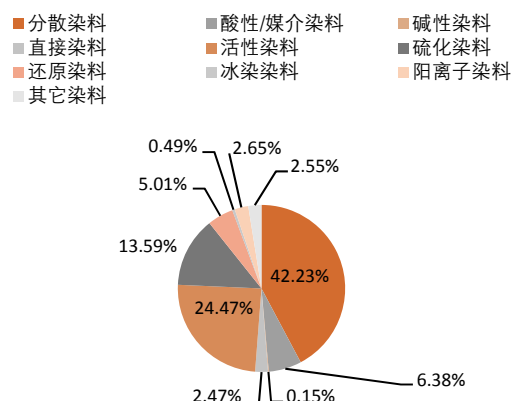
2010 年染料消费类型中以分散染料消费量最大,活性染料位居第二,分别占到染料市场总份额的 28.57% 和 26.21%。预计 2015 年全球染料市场需求量比 2010 年将增长约 10 万吨,增长动力主要来自亚洲地区的国家,还有南美、中东、非洲地区。

图表9 全球染料生产地区分布



资料来源: 染料与染色、平安证券研究所

图表10 全球按染料类别消费构成图



资料来源: 染料与染色、平安证券研究所

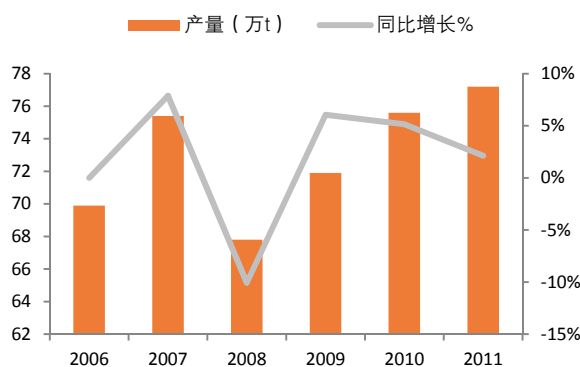
2.2 中国染料产量和出口量逐年增长

染料行业是传统的化工行业,在 50 年代经历由美国向西欧的产业转移后,上世纪 90 年代以来,世界

染料生产格局发生了巨大变化，开始了第二次产业转移：由西欧等发达国家向以中国为首的亚洲发展中国家转移，目前这一趋势仍在持续，受益于纺织及印染工业的快速发展，中国已成为世界染料转移的主要承接地。

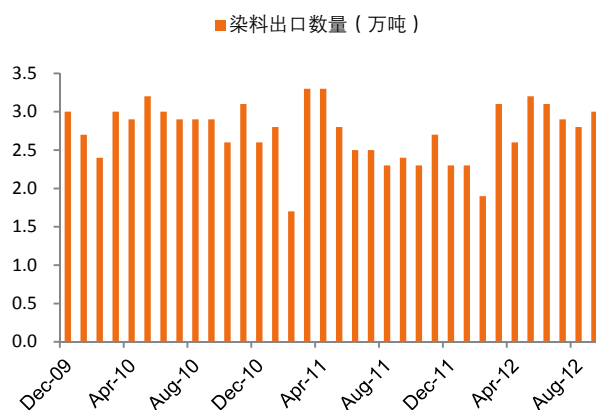
2001 年全国染料产量达到 33.74 万吨，截止 2011 年染料产量达到 77.24 万吨，年均增长率为 8.64%，同时，我国染料国际地位极大提高，目前年出口染料数量在 30 万吨以上，占世界染料贸易的四分之一以上，出口区域遍布全球，但主要集中于东南亚，该地区占我国染料出口的 60%以上。

图表11 中国染料近年来产量及增长率



资料来源: wind、平安证券研究所

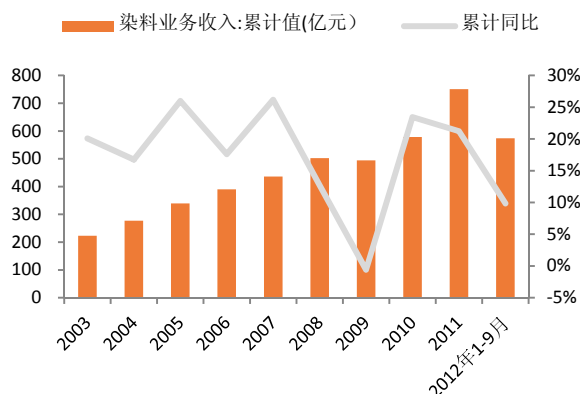
图表12 中国近年来染料出口量情况



资料来源: Wind、平安证券研究所

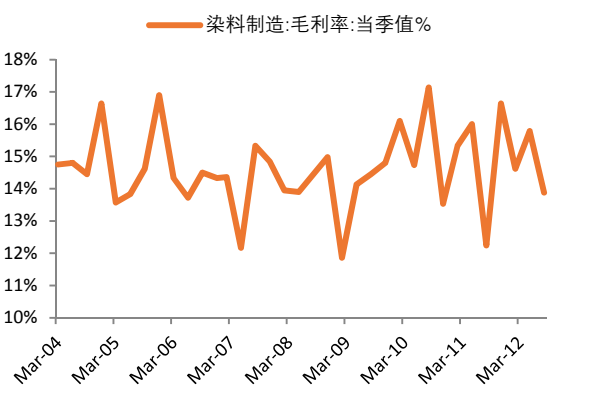
2012 年 1~9 月，染料行业累计实现营业收入 574.6 亿元，同比 2011 年同期上涨 4.98%，2012 年第三季度，染料行业单季实现的利润总额同比增长 1.74%，染料行业的单季毛利率也达到 13.88%，与去年同期上涨 1.64 个百分点。

图表13 染料行业收入及增长率



资料来源: wind、平安证券研究所

图表14 染料行业毛利率水平情况



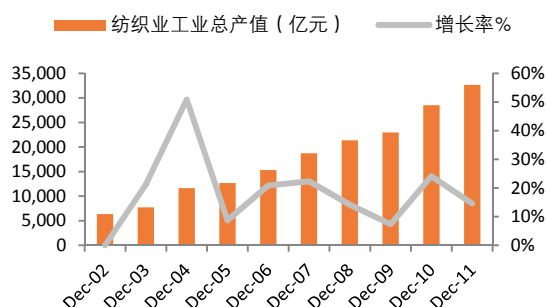
资料来源: Wind、平安证券研究所

2.3 中国印染工业发展助推染料行业

染料主要应用于纺织品的染色和印花，纺织用染料占染料消费的 80%左右，皮革用染料占 8%以上，其余用于纸张、油墨、塑料、食品、化妆品等领域。纺织印染工业是染料工业的最大市场，其发展和变化直接决定了染料工业的兴衰。纺织印染工业是染料最大市场，随着纺织行业向人工成本低的亚洲国家转移。中国印染行业的快速增长和低价竞争模式为染料行业的发展奠定了良好的市场基础，一般染 1 米布需要染料约 0.02 克左右，国内印染布产量增长直接带动染料需求。

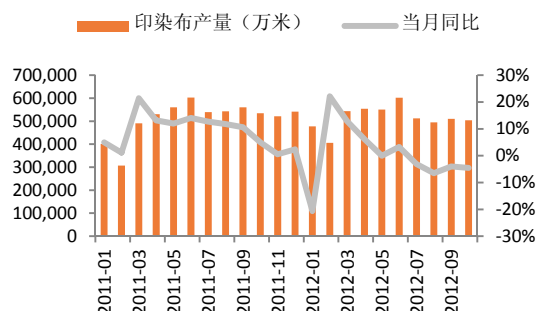
受全球金融危机的影响，国内外需增速放缓，印染布行业 2012 年 7~10 月单月的产量均较 2011 年有所下滑，预计短期回暖仍需时日。“十二五”期间，我国染颜料行业将转入技术与产业升级整体提高阶段，进入染颜料生产制造工艺的现模化、清洁化和产品的高品质化阶段。预计到 2015 年，我国纺织纤维的产量将会达到 4000 ~5000 万吨，染料的年消耗量(加上出口量)将增加到 100 万吨以上，纺织印染助剂将会达到 120 万吨以上。

图表15 中国纺织工业总产值及增长率



资料来源: wind、平安证券研究所

图表16 中国印染布月度产量及同比增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

2.4 中国染料未来发展以活性染料和分散染料为主

根据印染的作用机理，染料可以分为分散染料、活性染料、酸性染料、还原染料等类别，目前我国可生产染料品种约 2000 个，经常生产染料品种约 800 个，其中，分散染料、活性染料、酸性染料品种均超过 100 个。染料重点发展类别集中在用于纤维素纤维、聚酯纤维、聚酰胺纤维和羊毛的染色与印花的分散、活性、酸性 3 大类染料上。由于重金属残留对人体和环境都有影响而受到严格控制，活性染料用于羊毛和聚酰胺纤维取代含金属染料趋势也在增加。因此，染料发展重点在量大面广的活性染料和分散染料。

图表17 2011年国内染料品种产量及占比情况

染料类别	产量 (吨)	占比%
分散染料	326212	42.23%
活性染料	189001	24.47%
酸性/媒介染料	49266	6.38%
碱性染料	1184	0.15%
直接染料	19087	2.47%
硫化染料	104990	13.59%
还原染料	38697	5.01%
冰染染料	3800	0.49%
阳离子染料	20497	2.65%
其它染料	19724	2.55%
合计	772458	100.00%

资料来源: 染料与染色、平安证券研究所

活性染料的发展集中在“五高五低二个一”：“五高”即具有高固着率、高色牢度、高提升性、高匀染性、高重现性；“五低”即低盐染色、低温染色、小浴比染色、短时染色、湿短蒸染色；“二个一”即一次成功染色、一浴一步法染色。具备上述性能的染料可满足具有明显节能减排效果的新型染色工艺，如冷扎堆染色、湿短蒸连续轧染、一次成功染色、小浴比染色、低盐染色、快速染色、混纺织物一浴一步法染色的需要。

分散染料的发展集中在“四高三低二个一”：“四高”即高洗涤牢度、高上染率、高耐晒牢度、高超细旦聚酯纤维及尼龙和氨纶等纤维染色性；“三低”即易洗涤、低沾污、小浴比、短时染色；“二个一”即一次成功染色、一浴一步法染色。具备上述性能的染料可满足具有明显节能减排效果的新型染色工艺，如一次成功染色、气流染色、小浴比染色、快速染色、混纺织物一浴一步法染色的需要。

三、公司染料业务分析

3.1 分散染料：价格于 2012 年 3 季度见底，公司未来技改提升产能

➤ 分散染料集中度高，价格于 2012 年 3 季度见底后回升

分散染料主要用于涤纶纤维的染色，也有少量用于腈纶、锦纶和丙纶的染色，国内分散染料集中度高，2011 年，国内分散染料产量达到 32.6 万吨，浙江龙盛、闰土股份、杭州吉华合计产能达到 27 万吨，浙江龙盛市场份额约 35%左右，三家合计市场份额接近 85%。市场集中度较高，并且还在进一步提升。

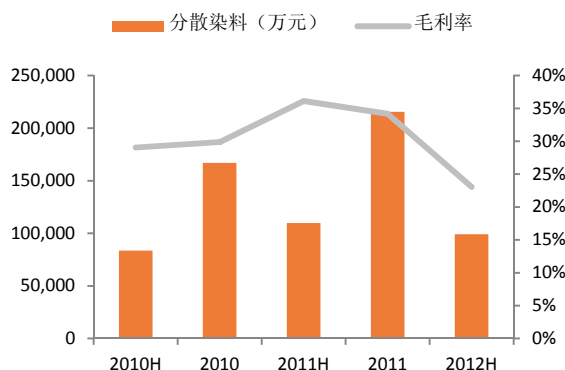
从 2010 年 4 季度开始，由于棉花价格大涨带动涤纶替代品需求，拉动分散染料用量，分散染料价格持续上扬，分散染料上市企业盈利创历史新高，分散染料高盈利导致之前被挤出市场的中小染料企业重新进入，以及其他领域企业纷纷步入分散染料行业，加上下游纺织服装 2011 年下半年开始景气持续下行，导致分散染料价格 2012 年开始持续下滑，分散染料价格于 2012 年 7~8 月见底，主流厂家售价仅为 1.4~1.5 万元/吨，2012 年 4 季度销售旺季来临，下游企业补库存带动分散染料价格回升到 1.6~1.7 万元/吨。

➤ 公司分散染料市场占有率情况，未来技改提升产能

公司目前分散染料产能 12 万吨，公司是全球最大的分散染料生产和出口基地，在关键原料自给、生产工艺、产品质量、成本控制、环保设施和配套服务质量上具备显著优势。公司是分散染料最重要的原料—间苯二胺（其中，间苯二胺占分散染料生产完全成本的 10%左右），国内绝对垄断者。在市场景气出现波动时候，能保持产品较高毛利率的前提下有效压制竞争对手，市场份额进一步提升。

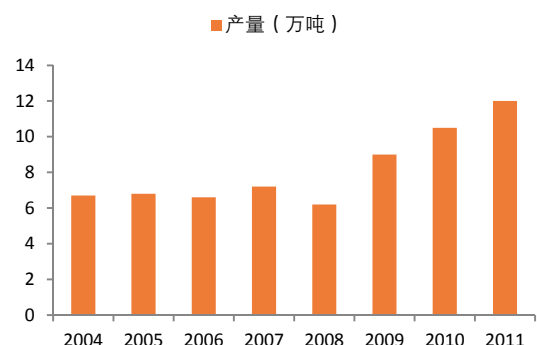
公司分散染料售价比同行高约 500 元/吨，2012 年上半年公司分散染料实现销量同比增长约 10%，预计 2012 年销量有望达到 11 万吨；随着 4 季度分散染料价格回升，公司目前毛利率超过 24%水平；未来公司分散染料装置利用德司达工艺进行技改扩大生产规模，预计 2013 年完成技改，完成技改后分散染料累计产能将超过 15 万吨以上，同时降低废水排污量，降低综合成本。由于分散染料价格见底，2013 年公司分散染料销量与毛利率均同比实现增长。

图表18公司分散染料业务收入和毛利率情况



资料来源：wind、平安证券研究所

图表19 公司分散染料历年产量情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

3.2 活性染料：公司活性染料业务盈利稳定，积极上游布局 H 酸

➤ 活性染料行业情况：棉布需求低迷，影响行业盈利

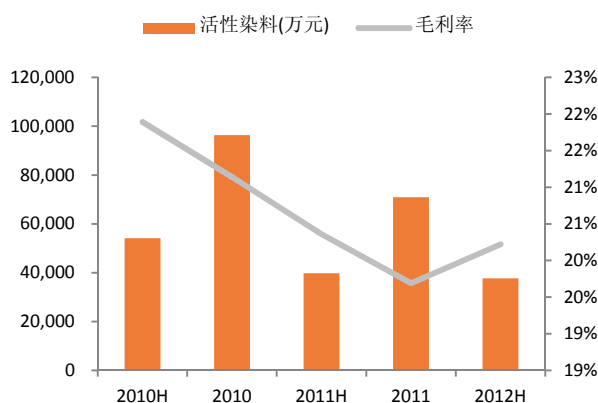
活性染料又称为反应性染料，其分子中含有可以与纤维发生反应的活性基团。活性染料可用于多种纤维的染色，除用于棉、麻、粘胶等纤维素的染色和印花外，还可用于羊毛、丝及涤纶纤维的染色，具有色泽鲜艳、性能优异、适用性强，其适合新纤维素产品的印染需要，自问世以来得到了迅速的发展，现已成为纤维素用染料之首，市场份额仅次于分散染料，活性染料已成为染料工业中最为活跃和最富有发展前景的染料品种之一。

2010 年 4 季度开始的棉花价格暴涨导致其需求下降，国内棉布 2011 年和 2012 年产量维持在较低水平，由于活性染料下游主要是棉布，活性染料需求下滑，近 2 年活性染料行业毛利率位于较低水平，根据中国统计局和美国 USDA 预计 2012/2013 年中国和美国棉花年度种植面积将出现下滑，预计活性染料行业盈利短期难以改观。

➤ 公司活性染料业务盈利稳定，积极上游布局 H 酸

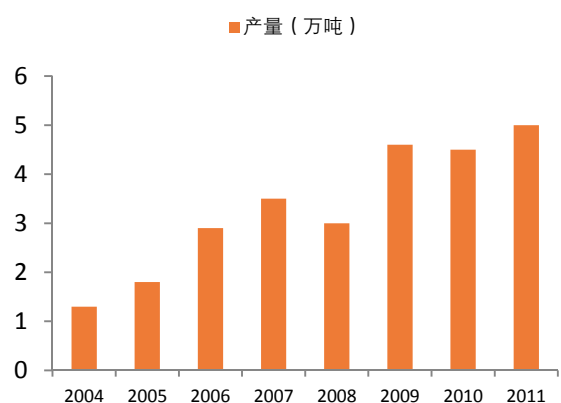
国内活性染料需求为 20 万吨左右，公司国内市场占有率为 20%左右，公司活性染料总产能为 7 万吨（国内 5 万吨+印度 2 万吨），2011 年销量约为 3.9 万吨，整体开工率不高，预计 2012 年有望实现 4.5 万吨销量，毛利率维持在 20%左右水平。由于活性染料环保和技术要求较低，中小企业较多，扩产相对容易，所以产品提价有一定难度。H 酸占活性染料生产成本的 27%，未来控制活性染料的关键中间体 H 酸，对于未来的整合和洗牌至关重要，公司 2011 年收购的通辽明洲技改刚刚完成，目前 H 酸产能为 1 万吨，公司自己消化 70-80%产能。

图表20 公司活性染料业务收入和毛利率情况



资料来源：wind、平安证券研究所

图表21 公司活性染料历年产量情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、公司中间体业务分析

公司的中间体业务主要包括间苯二胺，间苯二酚和对苯二胺，由于间苯二酚产销量提升，公司中间体业务收入和利润逐年增长，公司未来计划主要是往苯酚的下游发展，重点发展 5000 吨间氨基苯酚。

4.1 间苯二胺中间体：用途广泛，公司市场占有率高

间苯二胺具有较强的双偶氮化合偶氮化能力，间苯二胺目前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。国内间苯二胺市场需求量约为 5~6 万吨左右，未来增速主要来自于间位芳纶和间苯二胺消费及出口增加。

公司目前间苯二胺产能是 3 万吨，自己消化 3000 吨，对外销售 2.7 万吨，2011 年均价为 2.1 万元/吨，预计 2012 年均价为 2 万元/吨，毛利率略高于 20%，公司间苯二胺国内市场占有率超过 50%，由于近几年有一些小厂进入，公司打算维持目前产品价格，后续无扩产计划。

4.2 间苯二酚中间体：国内自给能力不足，公司产品出口为主

间苯二酚是一种重要的有机化工原料，广泛应用于农药、染料、涂料、医药、塑料、橡胶、电子化学品等领域。间氨基苯酚主要用于染料尤其是功能性染料的生产。目前全球间苯二酚产能约为 7.4 万吨，市场需求约为 6 万吨，主要生产国包括美国、中国和日本，国外较知名的厂商有英德司佩克化学、日本住友化学及三井化学，整体供应较为轻松。

随着国内制造业水平的提高，相关橡胶、染料、粘接剂等领域消费大幅增长，我国已成为全球新兴的间苯二酚及间氨基苯酚产品消费中心，由于技术环节落后限制产品产能的提高，自给能力严重不足的局面一直未得到缓解。

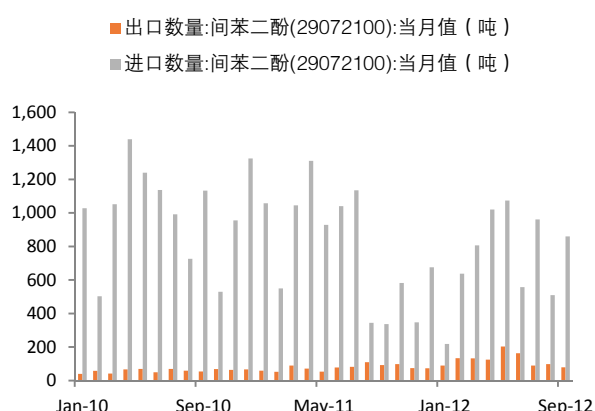
间苯二酚有三种生产工艺：苯磺化碱熔法、间苯二胺水解法、间二异丙苯氧化法，其中前二者污染较严重，第三种环保性能较好，在实际工业生产中，受制技术条件，第一种方法为大多数厂家采用，第二种方法在我国发展较快，第三种方法主要为日本企业所采用。

图表22 间苯二酚三种生产工艺流程比较

工艺名称	环保性
苯磺化碱熔法	污染严重
间二异丙苯氧化法	污染小
间苯二胺水解法	原料间苯二胺生产污染较严重

资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表23 国内间苯二酚近年来进出口情况



资料来源：wind、平安证券研究所

图表24 间苯二酚价格走势情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

由于国内间苯二酚一半以上依赖进口，公司发起对日本产品进行反倾销，预计 2013 年 4~5 月会有结果，反倾销利好国内间苯二酚行业发展。公司间苯二酚于 2011 年下半年开始试生产，目前产能是 2

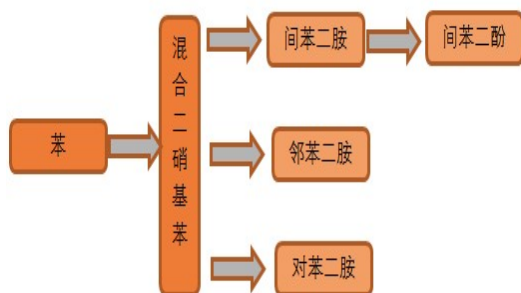
万吨，预计 2012 年有望实现 1.5~1.7 万吨销量，由于国外间苯二酚价格高于国内，所以公司间苯二酚主要以出口为主，目前产品售价达到 3.5 万元/吨，毛利率为 30%左右。公司未来不会间苯二酚进行扩产，公司向下游生产间氨基苯酚中间体，预计 2013 年上半年投产 5000 吨间氨基苯酚中间体。

4.3 对苯二胺中间体：国内市场打开还需时日

对苯二胺主要用于芳纶 1414、染/颜料、橡胶助剂、环氧树脂固化剂等领域，国外主要用于生产芳纶，预计 2010 年全球芳纶对对苯二胺消费量约 5 万吨，全球的主要生产商杜邦主要自用于芳纶生产，可外售量很小，市场供应紧张。2007 年国内对苯二胺的消费量约 6000 吨，60%用于染料生产，25%用于橡胶助剂。

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，目前总产能为 2 万吨。公司对苯二胺主要是应用于芳纶 1414 领域，由于国内芳纶 1414 市场没启动，公司目前主要依靠出口消化对苯二胺，预计 2012 年实现 3000~5000 吨销量，目前售价达到 3 万元/吨，毛利率超过 30%。

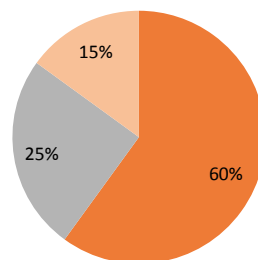
图表25 对苯二胺产业链图



资料来源：平安证券研究所

图表26 对苯二胺下游需求结构

■ 合成染颜料 ■ 合成橡胶助剂 ■ 其他领域



资料来源：平安证券研究所

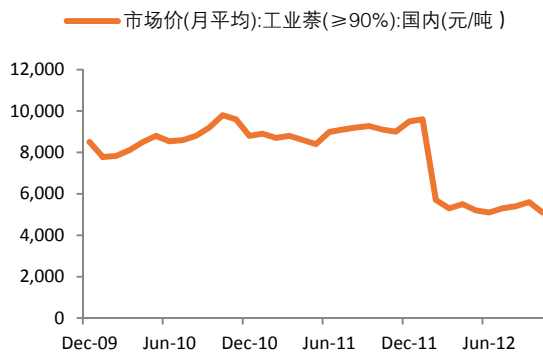
五、公司无机化工与减水剂业务分析

5.1 减水剂业务：毛利率略有提升，未来发展稳定为主

由于国内减水剂产品的技术壁垒不高，且存在一定销售半径，并且需要与当地建筑工程承包商具有良好的合作关系。因此，公司另外扩张减水剂的途径就是通过在各地收购当地的减水剂生产企业方式进行扩张，获得生产装置的同时迅速切入当地市场，并通过为其配套硫酸和甲醛装置以降低生产成本。公司减水剂业务主要原料来自于苯或萘系列，与染料上游原料基本相同，且公司减水剂装置经分散染料分散剂装置改装而成，公司发展减水剂业务具有独到优势。

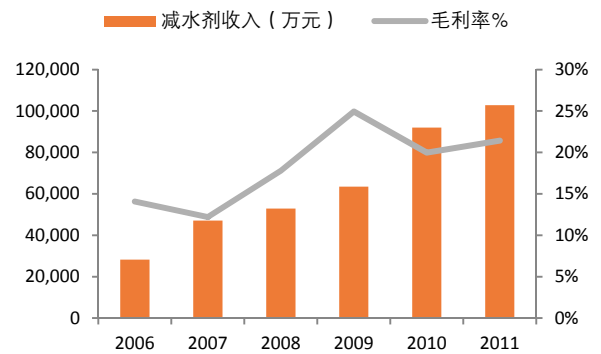
公司减水剂目前产能为 25 万吨，聚羧酸系减水剂有 3 万吨产能，聚羧酸系减水剂暂时不会对萘系减水剂形成替代。2011 年销量不到 20 万吨，预计 2012 年销售量也低于 20 万吨，由于 2012 年上半年萘等主要原材料价格下跌，公司减水剂毛利率有所提升，未来公司减水剂业务稳定为主。

图表27 萘系减水剂主要原材料萘价格走势



资料来源:百川资讯、平安证券研究所

图表28 公司近年来减水剂收入和毛利率情况

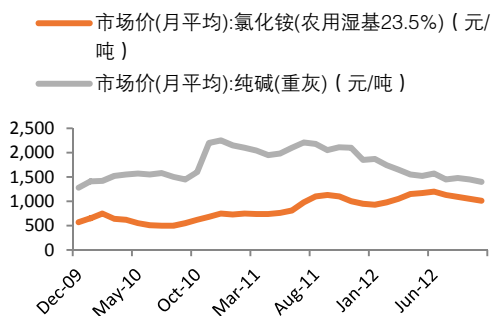


资料来源:Wind、平安证券研究所

5.2 无机化工业务: 受累于纯碱和氯化铵行情低迷

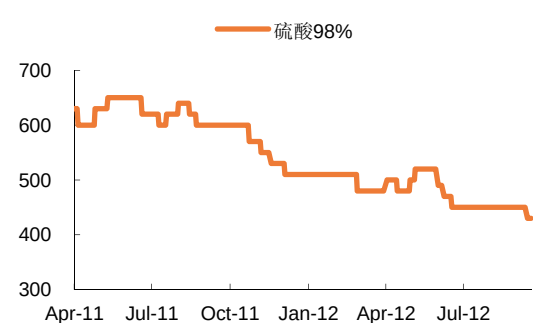
龙盛控股的龙化集团目前拥有 20 万吨纯碱、15 万吨合成氨、浓硝酸 10 万吨,氯化铵 30 万吨;公司浓硝酸主要供给下游染料行业,由于 2012 年纯碱和氯化铵价格低迷,1~9 月份,公司无机化工业务亏损 3000~4000 万元。公司无机化工二期项目预计 2013 年 5~6 月份差不多建好,届时公司纯碱总产能达到 40 万吨,合成氨为 30 万吨。此外,由于硫酸价格低迷,公司 60 万吨硫酸产能略微亏损。

图表29 氯化铵和纯碱价格走势



资料来源:wind、平安证券研究所

图表30 浓硫酸价格走势 (元/吨)



资料来源:Wind、平安证券研究所

六、公司投资业务未来计划逐步退出

公司目前在手现金有 11 亿元,从 2012 年到 2013 年上半年,公司可以收回现金的项目主要有房地产(主要包括上海两处安置房、上海龙盛商业广场、平湖地产项目,预计总共 20 亿左右),包括滨化股份、国瓷材料在内的一些上市或者非上市的股权投资(当前账面价值 5-10 亿),滨化明年初解禁,目前账面 4.4 亿,国瓷材料 2015 年解禁。一些民间拆借资金,再加上目前在手的 11 亿多现金,我们预计到明年在手现金将达到 30 亿以上,远期可能达到 50 亿。公司思路是收缩战线,将前几年铺的过大摊子收一下,然后积极寻找新的增长点。

七、德司达整合为公司 2013 年新的增长点

7.1 公司成功收购德司达，协同效应值得期待

浙江龙盛 2010 年初以可转债的独特方式成功介入世界染料巨头德司达，2010 年 2 月，浙江龙盛和印度 KIRI 公司一起，以 1.1 亿欧元高价收购了德司达，这次收购对浙江龙盛意义非凡。德司达控股是全球染料、颜料解决方案、皮革解决方案、高性能化学品、新技术和定制生产特殊染料/颜料的市场领导者，德司达在 2008 年前为全球最大的染料供应商，约占全球 21% 的市场份额，在全球 12 个国家拥有 18 家工厂，拥有 1800 多项专利，年销售收入约 8 亿欧元，生产的全部产品如下：

图表31 德司达主营业务产品

类别	具体产品和服务
染料及颜料	纤维面料用：酸性染料、直接染料、还原染料、靛蓝、酞菁素、硫化染料
	锦纶面料用：金属络合染料，酸性染料
	涤纶面料用：分散染料
	羊毛、棉制面料用：金属络合染料、酸性染料、活性染料、金属络合染料
	纺织品印刷用：打印墨水、颜料
	皮革业用化学品及服务、塑料用染料
助剂	纤维制造用助剂、各种纺织品用前处理剂、印染助剂和整理剂、洗涤助剂
服务	色彩解决方案：色彩开发、标准色配比、开发色彩交流工具
	专家解决方案：提供咨询和培训服务，帮助客户削减成本和提升品质
	测试服务：基于国际测试规范的染料牢度测试和分析服务
	环保解决方案

资料来源：重大资产重组暨关联交易报告书（草案）、平安证券研究所

图表32 德司达主要产品产能和产量情况

年份	2011		2012	
产品系列	设计产能（吨）	实际产量（吨）	设计产能（吨）	实际产量（吨）
活性染料	6,375	6,374	7,044	7,216
还原染料	2,221	2,102	2,157	1,562
靛蓝	21,482	8,627	19,204	7,750
分散染料	10,873	9,631	11,399	9,732
酸性毛麻呢	1,361	1,291	1,394	1,277
阳离子染料	1,697	1,697	1,868	1,750
印花	1,944	1,944	1,597	1,600
高性能添加剂	12,699	12,459	10,593	10,514
客户订制	1,068	1,068	847	847
助剂	47,028	45,379	46,938	45,602
皮革印染	6,136	5,801	9,055	8,793

资料来源：重大资产重组暨关联交易报告书（草案）、平安证券研究所

公司以收购德司达为契机，完成了染料研发体系和销售网络的国际化布局，实现了染料产品附加值的提升。本次交易完成后，浙江龙盛与德司达控股公司将在以下几方面产生良好的协同效应和规模效应，提升未来的盈利能力：增加产品销售量、降低生产成本、提升技术实力、品牌优势、技术优势。

图表33 浙江龙盛并购德司达产生的效益

效益	产生的原因
增加产品销售量	德司达控股销售范围覆盖欧洲、美洲、东南亚等主要纺织品生产地
降低生产成本	并购完成后，可以发挥集中采购的优势，进一步降低原材料采购成本
提升技术实力	德司达控股拥有全球一流的染料实验室，致力于产品创新 and 环境保护的研究，本次交易完成后，公司可以大幅提升自身的技术实力
品牌优势	德司达控股的产品质量和服务有着相当的市场认知度和行业地位，有着显著的品牌优势和客户忠诚度
技术优势	德司达控股目前拥有 1,800 多项专利技术，拥有全球一流的染料实验室，可以按不同客户需求定制产品，为客户提供高效、优质的服务

资料来源：重大资产重组暨关联交易报告书（草案）、平安证券研究所

7.2 德司达 2013 年并表或带来惊喜

德司达可转债转股已获证监会批准，只需前往新加坡商业登记处提交申请即可。并表后一次性收益 4~5 亿。2010 年德司达控股实现收入 6.12 亿美元、净利润 1.07 亿美元，剔除重组收益后净利润-5581 万美元；2011 年实现销售收入 7.77 亿美元（同比增 26.94%）、净利润-151 万美元，亏损额大幅缩减；毛利率从 10 年的 23.55%提高至 11 年的 27.41%。2012 年上半年经营性亏损只有 60 万美元，重组费用 960 万美元，主要用于关闭工厂等，预计全年重组费用 1000 多万美元。

未来德司达盈利应该是个逐步恢复的过程，明年应该不会亏损了，长期盈利前景值得期待，2012 年是龙盛整合德司达，2013 年以后就是利用德司达的技术工艺和渠道优势，优化龙盛的染料业务。合并转股之后，龙盛的染料收入占比也将从目前的 30%多增加到 60~70%，主业将更加突出。

八、盈利预测与投资建议：

公司未来染料业务稳定为主，分散染料价格见底回升，2013 年通过技改增加产能，2013~2014 年销量和毛利率均有望提升，活性染料毛利率维持目前较低水平，中间体靠间苯二酚与氨基间苯二酚产销量提升带来增长，减水剂与无机化工业务稳定，德司达整合从 2013 年开始发挥协同效应。

核心假设：

- 1、分散染料 2012~2014 年公司通过技改提高产能，预计 2012~2014 年分别实现销量 11.5 万吨、12.5 万吨、13.5 万吨，2012~2014 年环氧丙烷销售毛利率分别为 23.5%、25.0%、25.0%；
- 2、活性染料 2012~2014 年分别实现销量 4.5 万吨、5.0 万吨、5.5 万吨，2012~2014 年活性染料销售毛利率分别为 20%、20%、20%；
- 3、间苯二胺 2012~2014 年分别实现销量为 2.7 万吨、2.7 万吨、2.7 万吨，2012~2014 年间苯二胺销售毛利率分别为 20%、20%、20%；
- 4、间苯二酚 2012~2014 年分别实现销量为 1.6 万吨、1.8 万吨、2.5 万吨，2012~2014 年间苯二酚销售毛利率分别为 30%、29%、29%；
- 5、对苯二胺 2012~2014 年分别实现销量为 0.5 万吨、0.8 万吨、1.0 万吨，2012~2014 年对苯二胺销售毛利率分别为 35%、33%、33%；
- 6、减水剂 2012~2014 年分别实现销量为 16 万吨、18 万吨、19 万吨，2012~2014 年减水剂销售毛

利率分别为 22.5%、25%、25%；

7、我们预测 2012~2014 年公司销售费用、管理费用、财务费用维持稳定水平。

基于上述假设，同时考虑 2012~2014 年房地产业务逐步结算确认收入，PE 类投资也逐步步入收获期，我们预测公司 2012~2014 年 EPS 分别 0.50 元、0.55 元、0.66 元，目前股价对应 2012~2014 年动态 PE 分别为 10.9、9.8、8.3 倍，公司是化工类上市公司中增长稳健，盈利突出，风险较低的优质现金牛企业，估值水平较低，我们维持公司“推荐”评级。

图表34 公司主要产品未来三年盈利预测假设

产品	盈利假设	2012	2013	2014
分散染料	销量（万吨）	11.5	12.5	13.5
	营业收入（万元）	178,250.	193,750.	209,250.
	毛利率	23.50%	25.00%	25.00%
活性染料	销量（万吨）	4.5	5.0	5.5
	营业收入（万元）	74,250	82,500	90,750
	毛利率	20.00%	20.00%	20.00%
间苯二胺	销量（万吨）	2.7	2.7	2.7
	营业收入（万元）	45,900.	45,900.	45,900.
	毛利率	20.00%	20.00%	20.00%
间苯二酚	销量（万吨）	1.6	1.8	2.5
	营业收入（万元）	46,400.00	52,200.00	72,500.00
	毛利率	30.00%	29.00%	29.00%
产品	盈利假设	2012	2013	2014
对苯二胺	销量（万吨）	0.5	0.8	1.0
	营业收入（万元）	12,800.00	20,480.00	25,600.00
	毛利率	35.00%	33.00%	33.00%
减水剂	销量（万吨）	16.0	18.0	19.0
	营业收入（万元）	75,200.00	84,600.00	89,300.00
	毛利率	22.60%	23.00%	23.00%

资料来源：平安证券研究所

九、风险提示

- 1、受国内外宏观经济影响，纺织印染行业持续低迷；
- 2、德司达整合效果低于预期；
- 3、原材料价格大幅波动。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	8909	12051	10898	12119	13599	营业收入	6677	8229	8019	9588	11569
现金	1278	3231	2073	4004	3766	营业成本	5133	6532	6440	7753	9411
应收账款	1237	1638	1699	671	810	营业税金及附加	19	54	53	63	76
其他应收款	998	965	962	35	42	营业费用	186	234	228	272	329
预付账款	948	1017	1030	1240	1506	管理费用	399	569	555	623	752
存货	3679	3754	3735	4497	5458	财务费用	22	188	263	361	326
其他流动资产	769	1446	1399	1672	2018	资产减值损失	53	17	10	10	10
非流动资产	4479	5192	5146	4843	4506	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	476	480	479	479	479	投资净收益	103	154	200	200	200
固定资产	2718	3114	3042	2895	2695	营业利润	968	789	671	705	865
无形资产	321	317	575	555	515	营业外收入	413	191	220	280	300
其他非流动资产	965	1281	1051	915	817	营业外支出	386	18	20	20	20
资产总计	13389	17243	16044	16963	18105	利润总额	996	961	871	965	1145
流动负债	6406	9430	7946	8337	8831	所得税	145	142	131	145	172
短期借款	2806	2939	6000	6000	6000	净利润	851	819	740	820	973
应付账款	690	788	773	930	1129	少数股东损益	46	8	8	9	10
其他流动负债	2910	5703	1173	1407	1702	归属母公司净利润	805	811	732	811	963
非流动负债	482	621	368	368	368	EBITDA	1184	1278	1229	1394	1549
长期借款	200	355	355	355	355	EPS (元)	0.55	0.55	0.50	0.55	0.66
其他非流动负债	282	266	13	13	13	主要财务比率					
负债合计	6888	10051	8314	8705	9199	会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	370	448	455	464	474	成长能力					
股本	1468	1468	1468	1468	1468	营业收入	44.5%	23.2%	-2.6%	19.6%	20.7%
资本公积	2082	2026	2026	2026	2026	营业利润	28.3%	-18.5%	-15.0%	5.1%	22.7%
留存收益	2514	3178	3764	4282	4921	归属于母公司净利润	19.9%	0.7%	-9.7%	10.8%	18.6%
归属母公司股东权益	6132	6745	7275	7793	8431	获利能力					
负债和股东权益	13389	17243	16044	16963	18105	毛利率(%)	23.1%	20.6%	19.7%	19.1%	18.7%
现金流量表						净利率(%)		12.1%	9.9%	9.1%	8.5%
单位:百万元						ROE(%)	13.1%	12.0%	10.1%	10.4%	11.4%
会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	11.1%	12.5%	7.2%	9.5%	9.7%
经营活动现金流	-875	-572	-3541	2410	233	偿债能力					
净利润	851	819	740	820	973	资产负债率(%)	51.4%	58.3%	51.8%	51.3%	50.8%
折旧摊销	194	302	295	328	358	净负债比率(%)	47.10%	34.18%	76.44%	73.00%	69.08%
财务费用	22	188	263	361	326	流动比率	1.39	1.28	1.37	1.45	1.54
投资损失	-103	-154	-200	-200	-200	速动比率	0.82	0.88	0.90	0.91	0.92
营运资金变动	-1924	-1632	-4165	1101	-1224	营运能力					
其他经营现金流	85	-94	-475	0	0	总资产周转率	0.58	0.54	0.48	0.58	0.66
投资活动现金流	-915	-412	-47	175	180	应收账款周转率	6	5	5	8	16
资本支出	782	1074	-2	0	0	应付账款周转率	8.82	8.84	8.25	9.10	9.14
长期投资	-247	52	-30	0	0	每股指标 (元)					
其他投资现金流	-380	714	-79	175	180	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.55	0.50	0.55	0.66
筹资活动现金流	1583	2367	2430	-654	-651	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.60	-0.39	-2.41	1.64	0.16
短期借款	1751	133	3061	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.18	4.59	4.95	5.31	5.74
长期借款	-96	155	0	0	0	估值比率					
普通股增加	150	0	0	0	0	P/E	9.92	9.85	10.91	9.84	8.30
资本公积增加	1278	-57	0	0	0	P/B	1.30	1.18	1.10	1.03	0.95
其他筹资现金流	-1501	2136	-631	-654	-651	EV/EBITDA	6	6	6	5	5
现金净增加额	-215	1411	-1158	1931	-238						

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257