

# 一体化程度高，环保趋严受益标的

## 买入 维持

目标价格：20.00 元

### 投资要点：

我们认为，随着国家对环保的重视不断加强，尤其是对高污染行业整治力度的加大，染料行业由于环保导致企业减产、限产的情况将不断出现，治污实力突出的浙江龙盛将在环保趋严的大环境下显著受益。

### 报告摘要：

- **公司一体化程度高，硫酸阶梯利用，经富集后通过氨中和进入 MVR 系统，大幅减少废水和固废。** 中间体环节，公司的优势在于间苯二胺、还原物和间苯二酚生产的一体化，三者均需要使用硫酸提供酸性环境，且是递减的，硫酸可以阶梯使用。染料环节，每吨染料滤饼洗涤时产生 50-100 吨 2-3% 的稀硫酸废液，公司具备将低浓度酸富集到高浓度的能力，富集后经过氨中和进入到 MVR 系统，得到硫酸铵产品的同时将蒸馏水循环利用。而不具备富集能力和 MVR 系统的其他企业污水处理能力差，部分企业使用石灰进行中和，对比之下，公司减少了 70% 的废水和 90% 的固废。由于废水中化学物成分复杂，公司此套处理装置研发花费了 3 年时间，其他企业短期内难以复制。
- **产业链一体化的另外一个优势就是废物综合利用，经济且环保。** 公司新增 1 万吨 H 酸产能将联产 1.2 万吨萘系异构体，萘系异构体可以用于生产减水剂和分散剂。无配套实力企业只能将联产物随废水排放，污染环境，公司配套新增 10 万吨减水剂，对联产物的废物利用不但经济而且环保。
- **高含盐量下的耦合反应体系是公司环保实力的核心之一。** 每吨废水处理需要耗电 45 度，每吨染料滤饼对应产生 50-100 吨硫酸含量为 2-3% 的废水，直接进行处理难度大。公司通过套用在高含盐量下的耦合反应体系将硫酸浓度富集到 13-15% 后进行氨中和，进入 MVR 系统。高含盐量下的耦合体系是处理过程的核心，直接降低了处理废水量。
- **持续看好浙江龙盛，建议买入。** 我们预计公司 13-15 年 EPS 为 0.94、2.02 和 2.41 元，不考虑出售 PE 项目股权，14 年现金流 50 亿元以上，极其充裕。公司合理市值 300 亿元，建议买入，目标价 20 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	8229.44	7649.31	14,936.05	20,239.97	22,175.21
增长率 (%)	23.25	-7.05	95.26	35.51	9.56
归母净利润(百万)	810.85	830.27	1,406.77	3,009.99	3,593.67
增长率 (%)	0.72	2.39	69.44	113.97	19.39
每股收益	0.55	0.57	0.94	2.02	2.41
市盈率	32.67	31.91	13.14	6.14	5.14

### 基础化工研究组

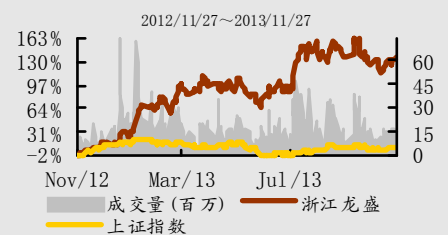
#### 分析师：

**王席鑫(S1180513060001)**
**Email: wangxixin@hysec.com**
**孙琦祥(S1180513060004)**
**Email: sunqixiang@hysec.com**

#### 研究助理：

**袁善宸**
**Email: yuanshanchen@hysec.com**

### 市场表现



### 相关研究

《行业周报 \* 基础化工行业 20131124 \* 看多染料氨纶百草枯，布局尿素股》

2013/11/25

《行业动态跟踪报告 \* 可提前布局明年尿素春耕行情》

2013/11/24

《行业动态跟踪报告 \* 下游盈利强，为染料提价提供基础》

2013/11/12

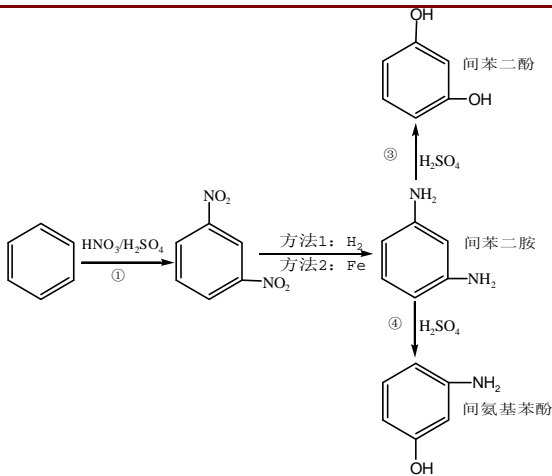
结论：我们认为，公司在一体化的生产方式下，具备三方面的优势。

1、公司治污能力强，MVR 系统减少水使用量，环保趋严的大环境下受益。中间体环节，公司的优势在于间苯二胺、还原物和间苯二酚生产均需要使用硫酸提供酸性环境是递减的，硫酸可以阶梯使用。染料环节，每吨染料滤饼洗涤时产生 50-100 吨 2-3% 的稀硫酸废液，公司具备将低浓度酸富集到高浓度的能力，将酸富集到 13-15% 后经过氨中和进入到 MVR 系统，得到硫酸铵产品的同时将蒸馏水循环利用。而不具备富集能力和 MVR 系统的其他企业污水处理能力差，部分企业使用石灰进行中和，对比之下，公司减少了 70% 的废水和 90% 的固废。由于废水中化学物成分复杂，公司此套处理装置研发花费了 3 年时间，其他企业短期内难以复制。同类环保实力较弱的一般企业多采用污染环境的直排方式，未来一旦政策趋严，环保不达标企业开工受限制，公司将显著受益。

2、减少固废排放量，解决扩产瓶颈。部分企业使用石灰来中和废水中的硫酸，产生大量固废硫酸钙，处理难度很大，偷埋现象严重，这将成为企业扩产的一大瓶颈。公司采取氨中和方式减少 90% 的固废，解决固废问题的同时还有硫酸铵的收益，解决了扩产瓶颈。

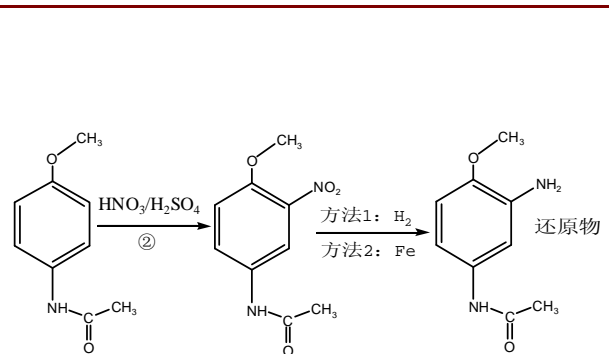
3、产业链一体化程度高，废物循环利用，经济且环保。以萘为原料生产 1 万吨 H 酸的同时联产 1.2 万吨萘系异构体，其他公司直接排放污染环境，而公司通过萃取、浓缩等方式将萘系异构体分离，进而用作 10 万吨减水剂的原料，经济且环保。剩余的废水同样是经过富集后经氨中和后经过 MVR 系统蒸发循环利用。

图 1：间苯二胺、间苯二酚和间氨基苯酚产业链



资料来源：宏源证券

图 2：还原物产业链



资料来源：宏源证券

### 1、一体化生产带来的硫酸阶梯利用，节省成本，减少酸用量。

从上述两产业链图我们可以得知，参与反应的是硝酸等，因此硫酸只是提供了化学反应所需的酸性环境。公司一体化系统中，硫酸的使用顺序为①反应所需硫酸为 98% 的浓硫酸，将苯硝化后除间二硝基苯外还得到了 67% 的浓硫酸；而此处的浓硫酸正好可以用于还原物生产的②反应所需的酸性环境，此反应后可以得到 28-30% 的稀硫酸；接下来将此处的稀硫酸用于③间苯二胺和④间氨基苯酚反应，中和得到硫酸铵溶液，通过 MVR 系统蒸发得到硫酸铵产品，蒸馏水可以循环使用。

目前公司间苯二胺产能 5.5 万吨，间苯二酚产能 2.5 万吨，还原物产能 1.2 万吨；14 年公司三产品产能分别扩张至 6.5 万吨、3.5 万吨和 1.6 万吨，此外还有 5000 吨间氨基苯酚也将在 14 年一季度投产。物料关系为每吨还原物需要 5 吨 98% 的浓硫酸，每吨间苯二酚、间氨基苯酚均是需 2 吨 98% 的浓硫酸。我们假设未来各产品满产，1.6 万吨的还原

物需要 98% 的浓硫酸的量为 8 万吨，而 3.5 万吨间苯二酚和 0.5 万吨间氨基苯酚需求 98% 的浓硫酸为 8 万吨，因此可知公司产能扩张是在一体化系统的规划下进行的。

## 2、高含盐量下的耦合反应体系，节省水电，减少 70% 废水和 90% 固废。

一般而言，每吨染料滤饼洗涤时产生 50-100 吨硫酸含量 2-3% 的废水，此浓度废水处理难度大，公司通过套用（反复用低浓度废水洗涤滤饼）的方式在高盐含量下的耦合反应体系中富集，将硫酸浓度提高到 13-15%，之后进行氨中和后进入到 MVR 系统蒸发得到硫酸铵，同时蒸馏所产生的水循环利用到洗涤过程中。由于每吨废水需要耗费 45 度电，公司通过富集、MVR 减少了水的使用量，极大降低水电成本。而一般企业多采用石灰进行中和，固废量很大，对比而言公司废水量减少 70%，固废量减少 90%。

## 3、公司还原物生产采用催化加氢法，减少固废排放，环保实力的另一个佐证。

此外，我们可知还原物在生产时的还原反应可以分为加氢和铁粉两种方式。目前国内其他还原物生产企业多数是以铁粉为还原剂，此方法技术成熟、工艺简单，但生产成本低、收率低，同时会产生大量含有芳胺的有毒铁泥、废水难处理、严重污染环境且工人劳动强度大。而公司所采用的催化加氢法具有生产能力大、产品收率高、质量好、成本低、三废少等优点，环保实力突出。

## 4、H 酸联产物做减水剂，实现萘系中间体、萘系染料和减水剂的联动。

公司 H 酸产能逐步投产，目前产量为 500 吨/月，后续负荷将逐步提高到年底的 800 吨/月。公司 H 酸是以萘为原材料，而在生产中仅有 50-55% 的萘反应成为 H 酸，其余的则生产萘系异构体等。每吨 H 酸伴生 1.2 吨萘系异构体、4 吨硫酸铵和 2 吨硫酸钠，一般企业基本是将联产物直接排放，污染环境且不经济。公司通过萃取、浓缩的方式将萘系异构体等回收利用，用于生产减水剂和分散剂，以此实现萘系中间体（H 酸）、萘系染料（活性和酸性染料）和减水剂的一体化生产模式。目前公司新增的 1 万吨/年 H 酸产能联产 1.2 万吨萘系异构体，为了配套性，公司同时新增 10 万吨减水剂产能作为配套。剩余的废水同样是经过富集后通过氨中和处理。

**作者简介:**

**王席鑫:** 基础化工行业分析师。五年化工行业研究经历, 两年化工业内工作经历。2011-2013 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。

**孙琦祥:** 基础化工行业分析师。三年化工行业研究经历, 三年化工实体资讯和贸易工作经历。2011-2013 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。

**袁善宸:** 基础化工行业研究员。南开大学理学学士、会计硕士, 一年化工行业研究经验。2013 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。

**机构销售团队**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。