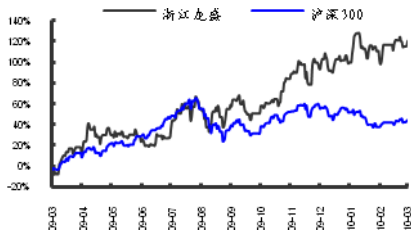


基础化工-染料行业
首次评级: 买入
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
浙江龙盛	4.6	13.5	120.6
沪深 300	4.8	-8.8	44.6

市场数据 2010. 3. 9

当前价格 (元)	12.47
52 周价格区间 (元)	6.63-16.55
总市值 (百万)	16563.90
流通市值 (百万)	16435.46
总股本 (万股)	132830.00
流通股 (万股)	131800.00
日均成交额 (百万)	292.86
近一月换手 (%)	20.18

相关报告
联系人

鄢祝兵
 电话: 0755-83704850
 邮件: yanzb@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司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。公司主营业务分为染料、中间体、减水剂和无机化工四大系列产品。
- 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, 染料业务占公司收入比重由 67% 下降到 2009 年中期的 44%, 不过, 我们从毛利率贡献来看, 染料业务依然是公司主要利润贡献来源, 2009 年中期, 染料业务毛利占公司比重达到 50% 左右。
- 下游印染布需求恢复, 染料行业效益持续改善。公司分散染料业务成本优势和定价能力突出, 市场份额继续提升。公司活性染料方面, 印度业务增长是未来亮点, 德斯达破产为公司迎来良机。
- 公司中间体业务技术垄断, 未来做强做深中间体业务。公司间苯二胺具有规模、成本优势, 目前国内市场占有率超过 80%, 未来将新增 2 万吨产能规模。此外, 公司依托原料和技术优势, 进军间苯二酚市场, 同时, 发展对苯二胺。我们预计未来几年内, 中间体占公司收入和毛利比重也将显著提升。
- 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。龙化控股无机化工业务受益于纯碱行业复苏盈利提升, 同时提高染料原料自给率。公司投资收益惊喜不断, 公司股权激励提供长期发展动力。
- 我们预计浙江龙盛 2009、2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.53 元/股、0.81 元/股和 1.06 元/股, 公司目前股价对应于 2010 年和 2011 年 PE 为 15 和 12 倍。我们认为, 公司是化工类上市公司中少有的风险较低, 稳健增长, 盈利能力突出的优质现金牛, 我们首次给予公司买入评级。

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	4225	5542	8353	10997
营业利润 (百万元)	552	768	1178	1542
净利润 (百万元)	479	706	1,083	1,419
摊薄每股收益 (元)	0.36	0.53	0.81	1.06
摊薄每股净资产 (元)	4.79	5.69	7.06	8.85
加权平均 ROE (%)	14.9	18.5	22.9	23.9

四轮驱动，染料为本，多元发展

公司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。

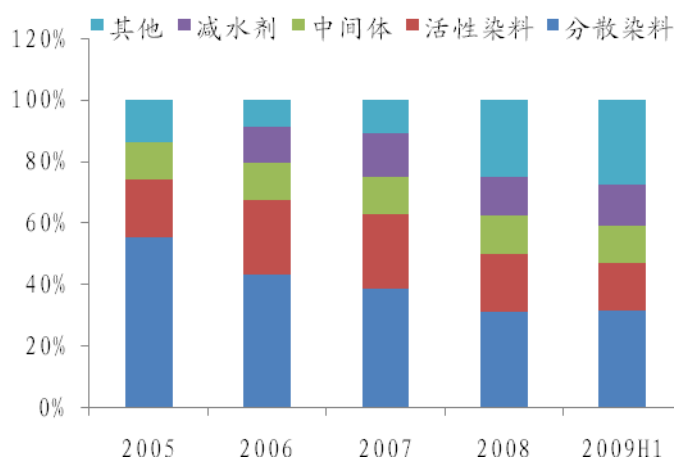
表1 公司主要产品产能列表

产品	目前产能(万吨)	备注
分散染料	13	
活性染料	6	包括龙盛 KIRI 印度 2 万吨产能
减水剂	12	未来扩大到 25 万吨
纯碱	15	搬迁后龙化一期 20 万吨纯碱 10 年 3 月投产，龙化二期限于 10 年底投产
氯化铵	16	搬迁后龙化一期 20 万吨氯化铵 10 年 3 月投产，龙化二期限于 10 年底投产
浓硝酸	9	搬迁后龙化新厂区形成 10 万吨产能
合成氨	8	搬迁后龙化新厂区形成 45 万吨产能

资料来源：国海证券研究所

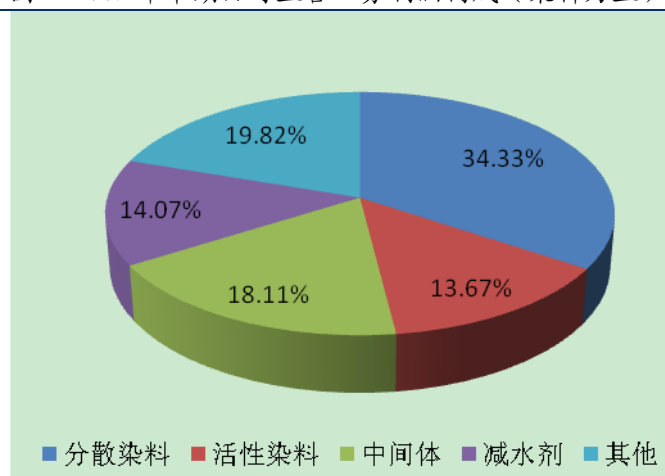
公司染料业务稳健发展，随着 08 年收购杭州龙化后，公司多元化布局逐渐展开，染料业务占公司收入比重由 67% 下降到 2009 年中期的 44%，而以无机化工为主的其它业务上升比重较大，09 年上半年其它业务占公司营业收入比例达到 27%，未来随着龙化厂房搬迁完成，新的合成氨和纯碱装置投产，其他业务占公司营业收入比重将进一步提高。不过，我们从毛利率贡献来看，染料业务依然是公司主要利润贡献来源，2009 年中期，染料业务毛利占公司比重达到 50% 左右。

图1 染料业务占公司主营业务收入比重下降



资料来源：国海证券研究所

图2 2009年中期公司主营业务利润构成（染料为主）

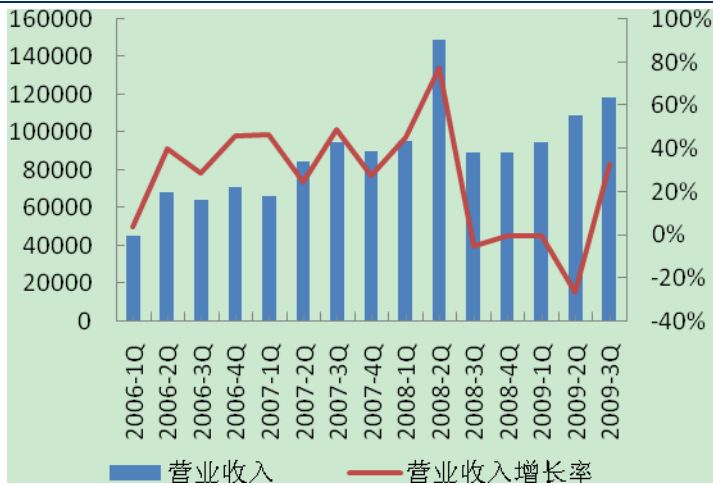


资料来源：国海证券研究所

从公司近几年单季度销售收入来看，除去 2008 年三季度因受金融危机影响，收入增速出现负增长外，销售收入均是显著大幅增长，此外，从公司近年来销售毛利率和净利率来看，公司销售毛利率与净利率水平

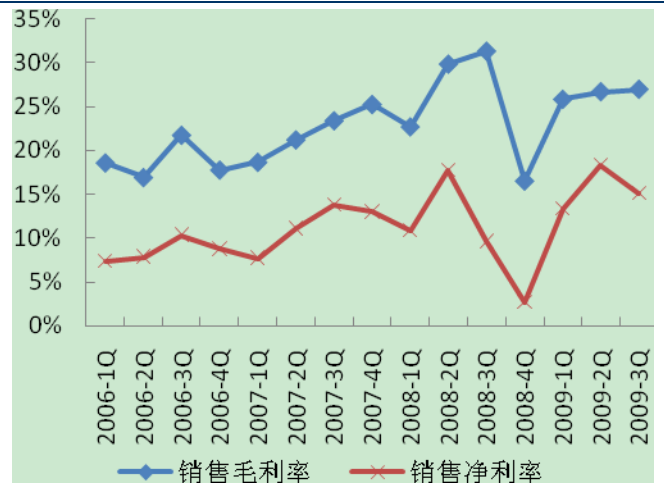
也是稳中逐步提升，2009年第三季度单季度销售毛利率超过27%，销售净利率也超过15%。

图3 公司近几年来单季度营业收入同比大幅增长(08年例外)



资料来源：国海证券研究所

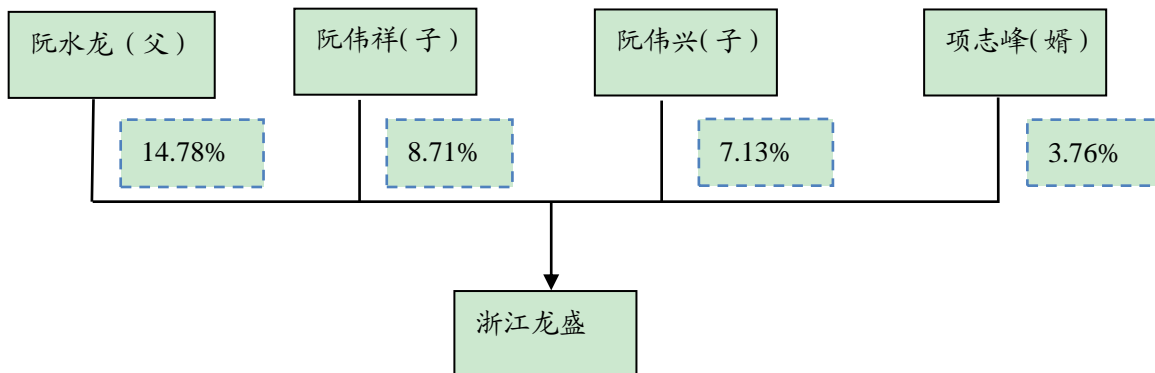
图4 公司近几年来销售毛利率与净利率逐步提升



资料来源：国海证券研究所

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，同时，随着公司股权激励的实施，将能够最大限度发挥管理层和员工的积极性。

图5 公司股权结构图



染料行业效益持续改善，国内染料以活性和分散染料为主

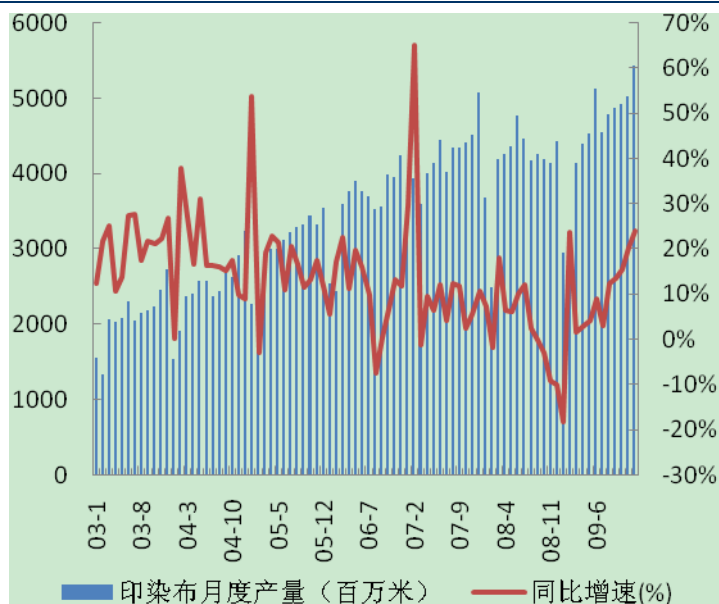
下游印染布需求恢复，染料行业效益持续改善

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

新 0.02 克左右，国内印染布产量增长直接带动染料需求。

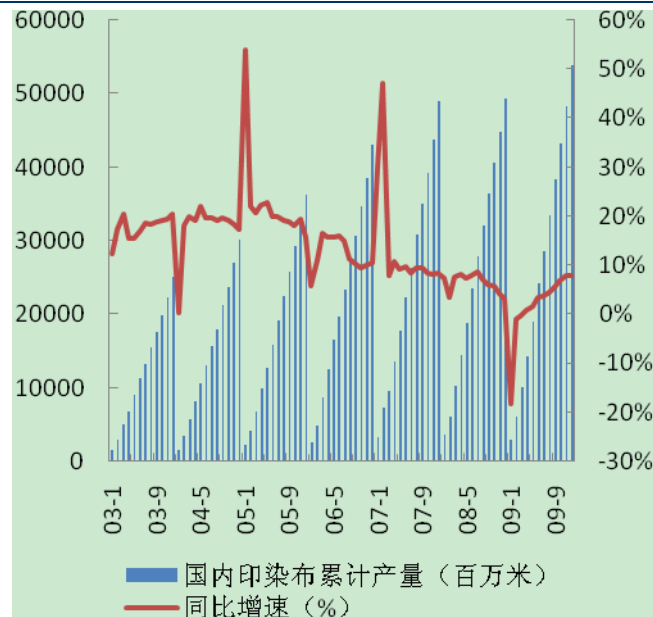
受全球金融危机的影响，国内外需增速放缓，印染布行业 2008 年四季度产量同比出现负增长，至 2009 年二季度以来，国内染料下游需求开始恢复增长，印染布产量实现同比正增长，之后持续恢复，2009 年 12 月国内印染布单月产量同比增长 23.94%，而 2009 年 1~12 月也累计印染布产量达到 539.80 亿米，同比增长 7.68%，达到 2008 年 8 月以来的高点。

图 6 国内印染布月度产量及同比增速



资料来源：国海证券研究所

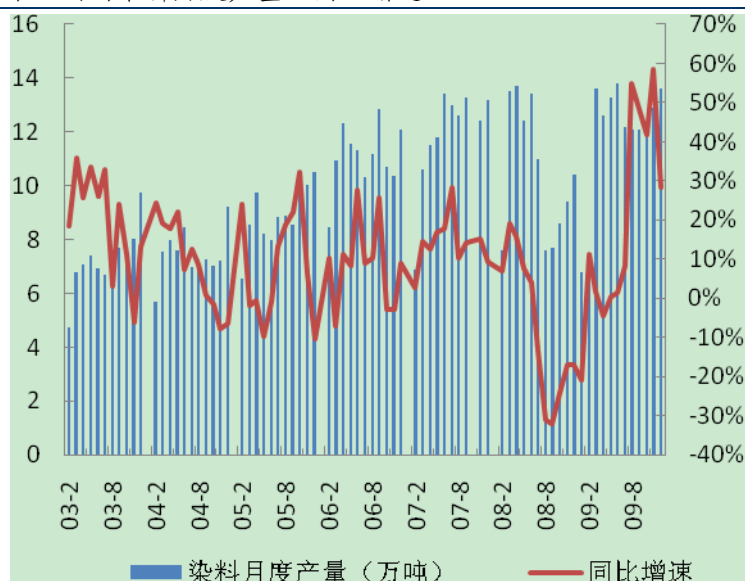
图 7 国内印染布累计产量及同比增速



资料来源：国海证券研究所

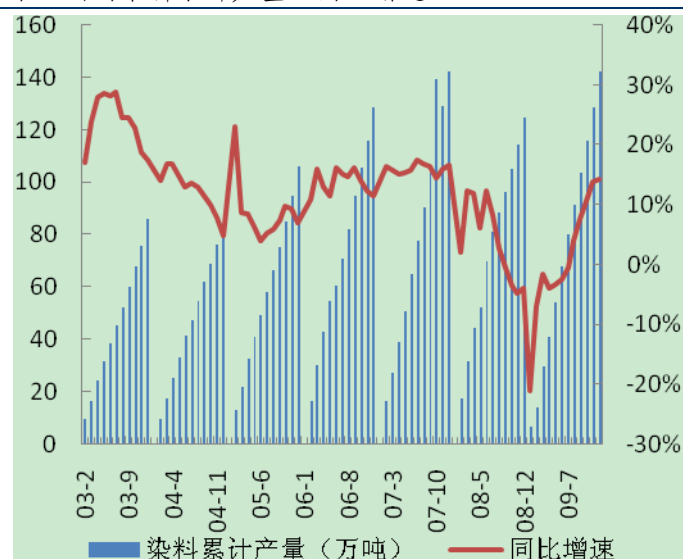
与之对应，国内染料产量也持续恢复，2009 年 5 月开始国内单月产量实现同比正增长，到 2009 年 12 月国内染料单月产量同比增速达到 28.40%，2009 年 1~12 月国内染料产量累计增速达到 14.40%，2009 年全年累计实现染料产能超过 140 万吨，达到历史最高水平。在产销量恢复的同时，染料行业的效益也继续改善。2009 年 1~11 月，染料行业累计实现营业收入 494.50 亿元，仅略微比 2008 年同期下滑 0.58%，降幅大幅缩窄，2009 年 9~11 月，染料行业单季实现的利润总额同比增长 20.20%，染料行业的单季毛利率也达到 14.80%，均处于历史较好水平。

图8 国内染料月度产量及同比增速



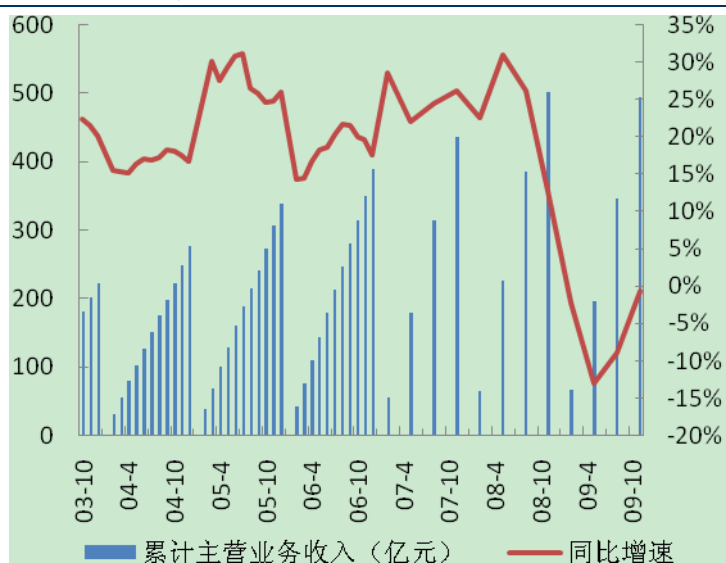
资料来源：国海证券研究所

图9 国内染料累计产量及同比增速



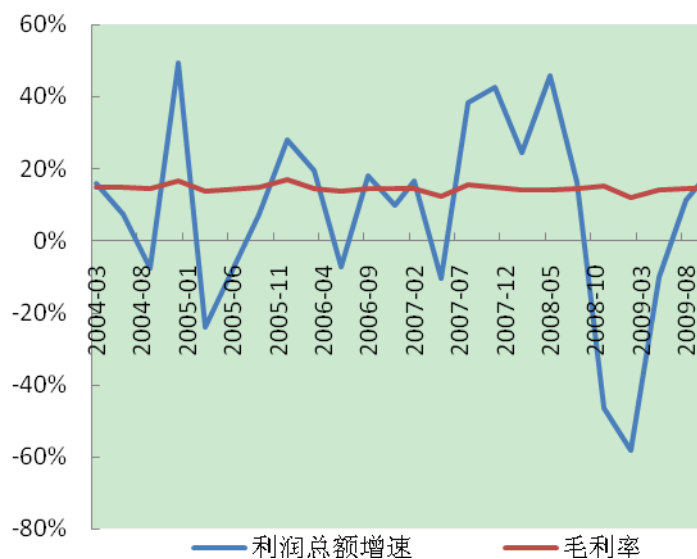
资料来源：国海证券研究所

图10 国内染料行业总收入及同比增速



资料来源：国海证券研究所

图11 国内染料行业毛利率及利润总额增速



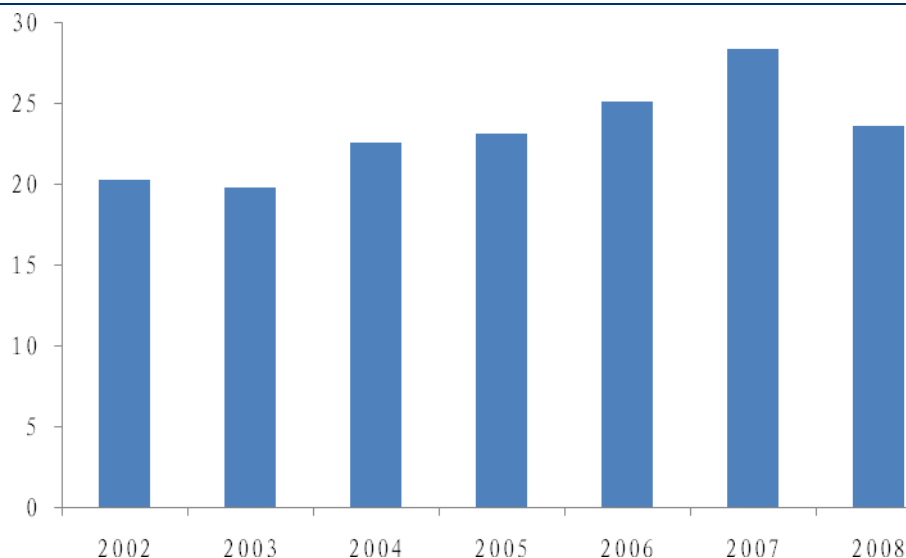
资料来源：国海证券研究所

中国在全球染料行业占据重要地位，为全球最大生产和出口国

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，我国已成为世界染料转移的主要承接地，2008 年我国染料总产量已超过 120 万吨，约占全球染料总产量的 60% 以上。同时，我国染料国际贸易地位极大提高，目前年出口染料数量在 20 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 12 近年来我国染料出口量情况（万吨）



资料来源：国海证券研究所

表 2 2008 年我国染料主要出口国家和地区

排名	地区或国家	出口数量 (万吨)	占出口总比率
1	韩国	3.20	13.54%
2	印度	1.92	8.11%
3	台湾	1.90	8.04%
4	印尼	1.52	6.42%
5	香港	1.22	5.16%
6	巴基斯坦	1.19	5.03%
7	土耳其	1.19	5.03%
8	泰国	1.18	4.98%
9	孟加拉国	1.09	4.60%
10	日本	1.08	4.59%

资料来源：国海证券研究所

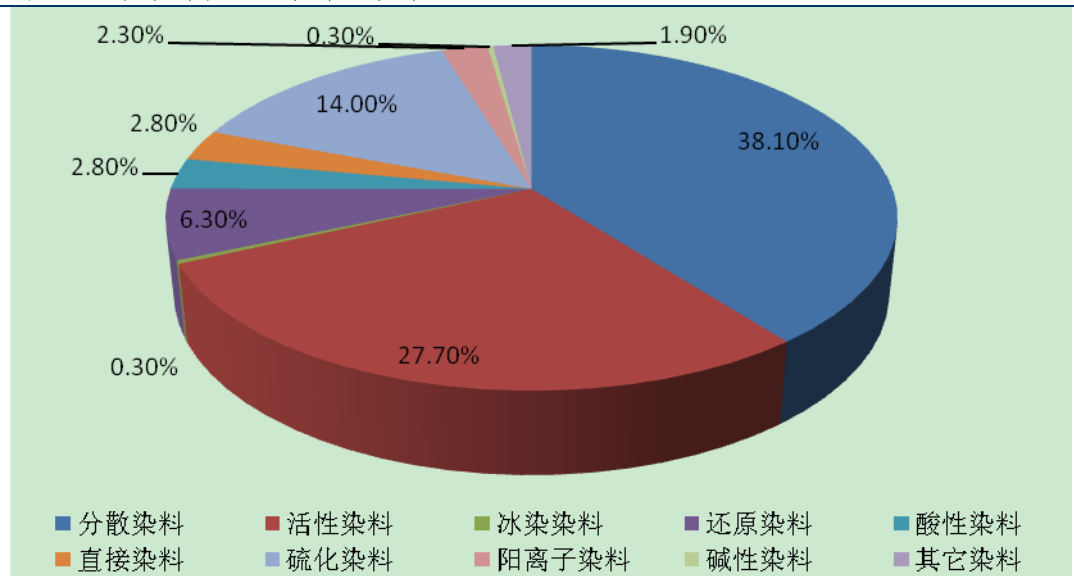
国内染料以活性染料和分散染料为主

我国染料生产区域发生了较大变化。已由原先的吉林、上海和天津转移到浙江、江苏、上海三地，目前该地区汇集了我国 10 家重点染料企业（万吨级以上）的 6 家，完成 80%~85% 的染料生产量及接近全国的 2/3 以上染料的出口。

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，其中环保性能较好的分散染料、活性染料为主导，它们和硫化染料、酸性染料可应用于近 85% 纺织纤维的印染。

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。分散染料和活性染料是确立染料生产企业行业地位的重要指标。

图 13 分散染料和活性染料占染料总比重超过 60%



资料来源：国海证券研究所

未来我国染料行业发展趋势有两个：第一，随着我国对于环保问题日益重视，印染企业环保压力增大，因此，对于节能减排的要求越来越高，环保型染料将继续占据市场主导。第二，近年来，新的纤维及印染技术不断涌现，要求染料生产企业密切关注发展动态，通过自主创新或者与相关方合作，开发有针对性的产品。

公司未来几年染料业务将持续稳步增长

公司是我国乃至世界染料行业的龙头企业，目前拥有分散染料和活性染料产能分别为 13 万吨和 6 万吨(包括印度龙盛 KIRI 的 2 万吨产能)，均位居行业前列。在分散染料方面，公司以及浙江闰土、杭州吉华占据了国内 80% 市场份额，浙江龙盛占据 40% 以上份额。活性染料方面，湖北楚原、浙江闰土、泰兴锦鸡及浙江龙盛合计市场份额也超过一半。就公司而言，下游客户呈高度分散，最大客户占公司销售比重不超过 9%，公司溢价能力强，染料业务盈利能力突出，毛利率处于较高水平。

表3 公司染料产能居行业前列

公司名称	分散染料	活性染料	备注
浙江龙盛	13	6	包括印度2万吨产能
浙江闰土股有限公司	6	6	
杭州吉华集团	5	3	
湖北楚原		7	产能世界第一
泰兴锦鸡染料有限公司		5	

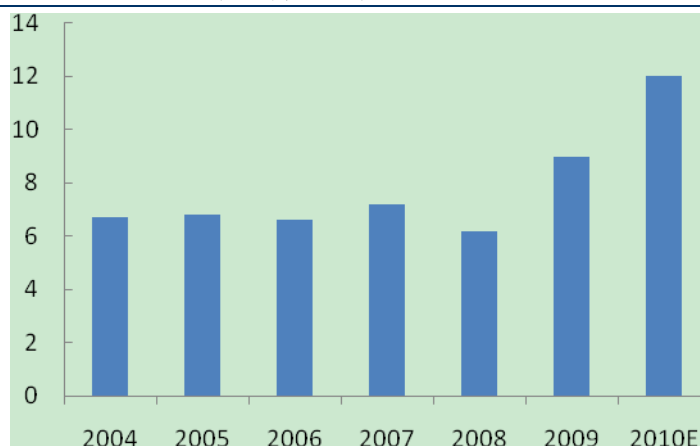
资料来源：国海证券研究所

公司分散染料业务：成本优势和定价能力突出，市场份额持续提升

目前，公司是全球最大的分散染料生产和出口基地，目前占据国内40%以上市场份额。公司在关键原料自给、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，公司近年来产能持续扩张，加上国家淘汰落后产能的政策配合，公司竞争力将更加显著，市场份额也将提升。同时，较高的市场份额和行业集中度，公司的定价能力很强。同时，公司也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，而在油价上涨的背景下，公司完全有能力将成本的增加转嫁至下游，甚至通过提价来提升单吨产品的毛利额。目前，公司分散染料含税售价达到2万元/吨，毛利率水平超过25%，3月，随着需求旺季到来，公司分散染料存在进一步提价的预期。

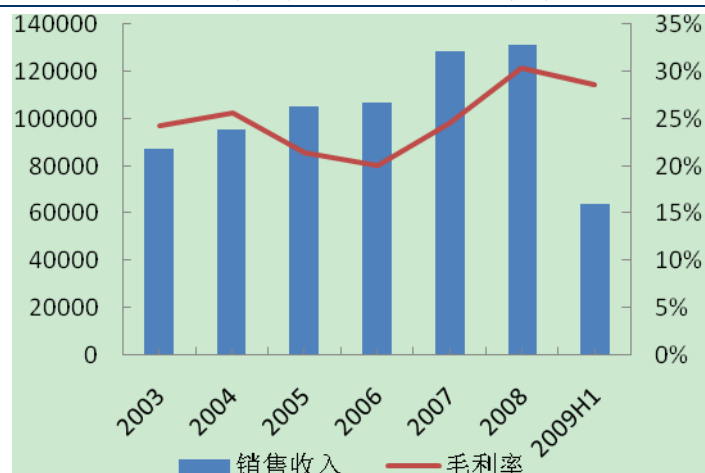
我们预计2009年公司分散染料产量约9万吨左右，较2008年增长40%左右，2010年公司分散染料产量有望达到12万吨，我们认为，公司分散染料在未来三年内将保持稳定快速增长，随着公司产量的扩大，公司产品毛利率仍有扩大空间。

图 14 公司分散染料历年产量情况



资料来源：国海证券研究所

图 15 公司分散染料历年营业收入和毛利率情况



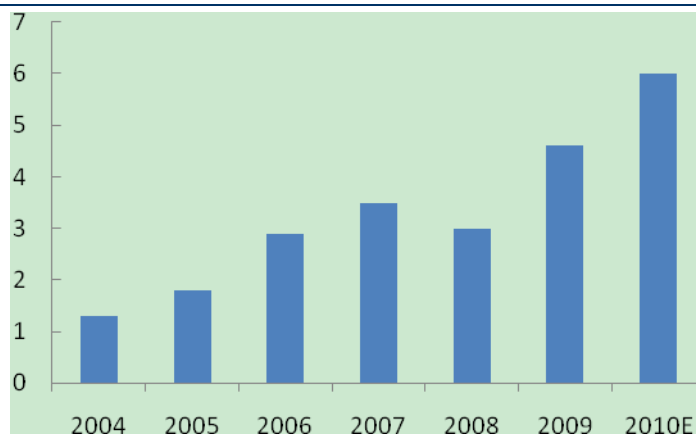
资料来源：国海证券研究所

活性染料业务：印度业务增长是未来亮点，德斯达破产为公司迎来良机

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。从下游需求来看，自2003年以来，我国棉、麻布的产量稳步上升，年均增长率保持在20%左右的水平。未来随着生活水平的提高和环保意识的增强，人们对棉、麻等天然纤维的需求也将日益提高，预计未来棉、麻年增长率将仍保持15%以上的水平，国内活性染料未来将迎来广阔发展空间。

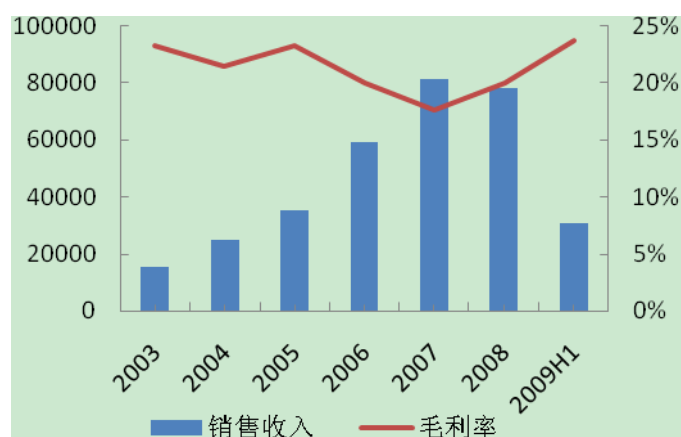
公司活性染料业务目前国内产能为4万吨，在国内市场份额超过20%，在国内活性染料市场尚未形成对市场的绝对控制力，产品销售价格也是随着市场波动，目前售价约为2.1万元/吨，目前处在涨价趋势中。

图 16 公司活性染料历年产量情况



资料来源：国海证券研究所

图 17 公司活性染料历年营业收入和毛利率情况



资料来源：国海证券研究所

印度业务增长是亮点：公司虽然作为世界级的染料生产企业，但出口比重并不大，约占公司染料总产量的15%左右。另一方面，国内染料市场也已进入相对成熟阶段，未来受下游发展速度制约程度较大，为此，公司尝试走出国门，在海外投资建厂。2007年公司宣布与印度KIRI组建合资公司龙盛KIRI染料公司(公司占有60%股权)从事活性染料生产和销售。本公司控股子公司龙盛KIRI化学工业有限公司，投资建设的年产2万吨活性染料项目已于2009年7月20日在印度古吉拉特州巴罗达市建成投产。该项目的顺利竣工投产将进一步扩大本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，将提高本公司的盈利能力，为本公司带来收益。此次新建2万吨活性染料，充分利用印度当地的低环保和低人力成本优势，未来计划将产能扩大至5万吨，未来双方还计划继续在染料及中间体以外开拓合作机会，与印度染料巨头的合作公司实现布局海外关键一步。

借德斯达破产之机扩大市场份额，参与收购德斯达打开长期成长空间

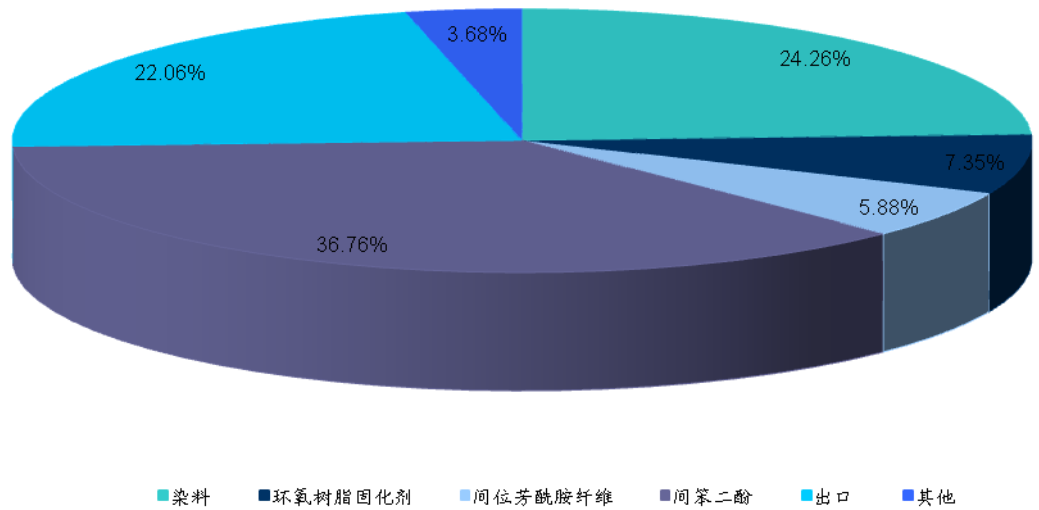
德斯达是全球染料助剂龙头企业，2007年占全球纺织化学品份额达到20%，生产能力达到8.5亿欧元。2009年9月，德斯达向德国地方法院提交了其德国业务的破产申请破产，2009年12月1日，德斯达正式破产。而国内最大的活性染料企业湖北楚源与德国染料合作密切，有很大比例的业务是为德斯达代工生产，并通过其渠道出口，且售后服务体系也多依赖于德斯达，德斯达的破产使其产品的销售受到限制。新加坡KIRI公司(为龙盛参股的KIRI公司之子公司)目前正筹划收购德国德斯达部分资产。KIRI公司向浙江龙盛定向发行2200万欧元可转债，用于该项收购。浙江龙盛根据此获得选择权，如果未来收购成功，龙盛将间接成为德斯达股东。此次，公司参与收购德斯达的后续影响将超出我们预期。我们认为，如果未来收购完成和成功转股，公司与德斯达的业务整合将有助于打开染料业务的长期成长空间，提升公司价值。

公司中间体业务技术垄断，未来做强做深中间体业务

公司间苯二胺具有规模、成本优势

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。目前，国内间苯二胺市场需求量约为7万吨左右，未来增速主要来自于芳纶和间苯二胺消费及出口增加。

图 18 国内间苯二胺的需求结构



资料来源：国海证券研究所

公司间苯二胺的产能约为 2.5 万吨，是我国最大该领域厂商，规模上远超竞争对手。间苯二胺按照生产工艺分为铁粉法，催化加氢法及混二胺生产法，其中第一种方法排放大量废渣及废水，污染严重。而第二种方法邻、对二硝基苯以废料形式排放，造成物料浪费及 COD 排放量较高等问题。第三种方法环境污染小，副产品利用较充分，是较为先进的生产工艺。

表 4 公司间苯二胺产能远大于竞争对手（单位：万吨）

公司名称	产能	工艺
浙江龙盛	2	混二胺
山东鲁化天九化工	0.6	加氢
青岛恒源化工	0.5	混二胺
安徽海丰精细化工	0.3	加氢
山东富原化工	0.3	加氢
天津华士化工	0.3	加氢
南京六台雄州有机化工厂	0.3	铁粉
辽阳滨河化工厂	0.3	铁粉
湖北武穴市燕江化工厂	0.3	铁粉
铁岭市康宁染料厂	0.2	铁粉
江西浔册化工	0.15	铁粉

资料来源：国海证券研究所

公司间苯二胺采用先进工艺，以苯、酸为起点，打通了全流程，其硝化、连续加氢、蒸馏工艺水平处于领先水平，并且在生产过程中实现了酸、溶剂的综合利用，最终产品除了间苯二胺，还有邻苯二胺和对苯二胺。公司生产过程污染少，物料利用充分，生产成本较竞争对手低约 30%，确立了较大成本优势。公司目前 2.5 万吨间苯二胺产能中，应用于染料生产的产能约为 3000 吨，用于间苯二胺生产的约 5000 吨，国

内市场占有率超过 80%，产品毛利率超过 35%。单位售价达到 2.9 万元/吨左右。

依托原料优势，进军间苯二酚市场，延伸产业链

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斯佩克化学、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。国内间苯二酚的主要生产企业有南京化工厂、山东招远市金昌化工有限责任公司、南通建民化工有限公司、江苏瑞星化工有限公司和湖北祥云（集团）化工股份有限公司等。国内间苯二酚生产企业普遍采用污染大、技术落后及成本高的磺化碱熔工艺路线，年生产能力均在2,000吨左右，生产规模偏小。

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。

表 5 间苯二酚三种生产工艺流程比较

工艺名称	环保性	工艺特征
苯磺化碱熔法	污染严重	工艺简单，技术成熟
间二异丙苯氧化法	污染小	流程短、有一定技术壁垒
间苯二胺水解法	原料间苯二胺生产污染较严重	流程长、间苯二胺厂商具优势

资料来源：国海证券研究所

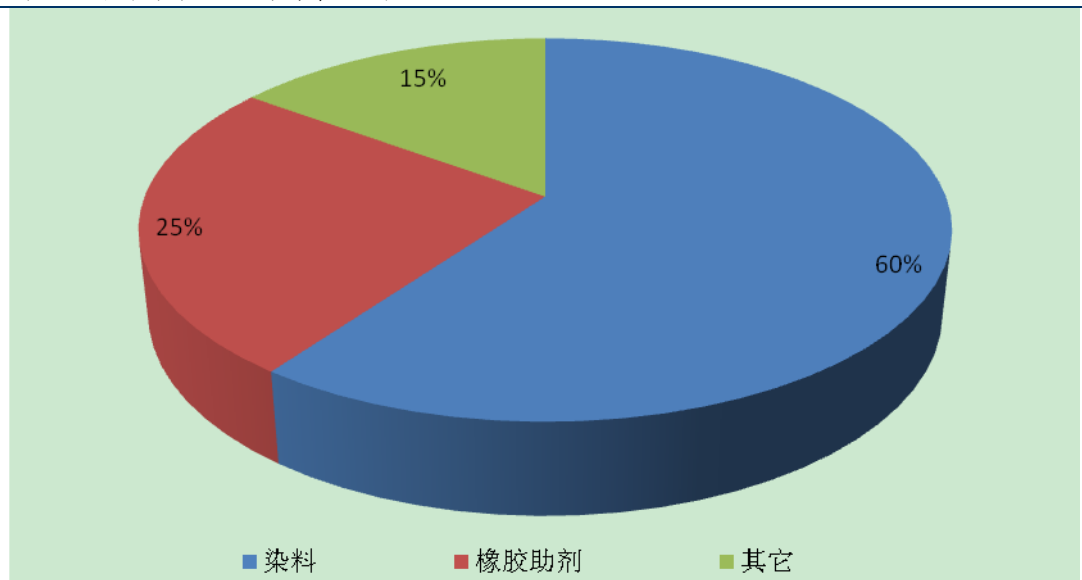
目前，公司在自产间苯二胺的基础上，已建成了 5000 吨间苯二酚，采用间苯二胺水解工艺，工艺简单、收率高且无废水排放，成本大大低于传统的磺化碱工艺，充分发挥公司工艺和一体化优势。公司于 2009 年发行可转债，募集资金 12.5 亿元，其中 4.5 亿元用于投向 2 万吨间苯二酚项目的建设（共两套装置，包括先期已经建成的 5000 吨产能），预计 2010 年达产 1 万吨间苯二酚产能，另外 1 万吨计划于 2011 年达产。由于公司是我国最具规模和成本优势的间苯二胺生产企业，第一套一万吨间苯二酚项目拟采用间苯二胺水解法，具有竞争对手无可比拟的成本优势。随着 2007 年公司再融资的 7 万吨芳香胺项目完工后，公司间苯二胺产能将提高一倍，而间苯二酚项目投产将在一定程度上消化间苯二胺产能。

依托技术优势，发展对苯二胺

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，可外销量很小，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。而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，预计将在2010年底或2011年投产，将为公司带来新的业绩增长点。

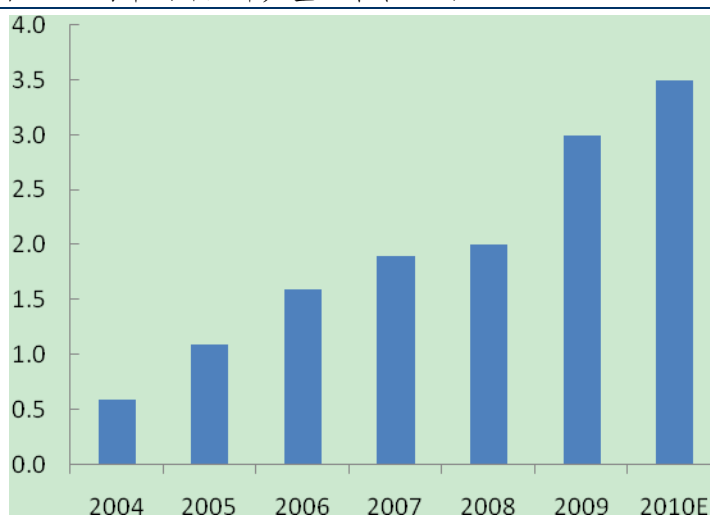
图 19 国内对苯二胺的需求结构



资料来源：国海证券研究所

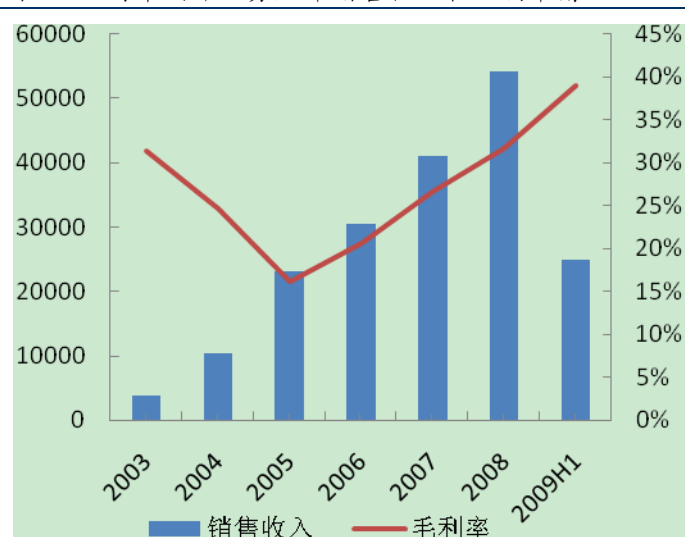
2009年公司实现中间体的产量为3万吨左右，较2008年增长50%。未来三年内公司中间体业务处于高速发展期，中间体业务将迎来大幅增长，2010年由于新建项目产能处于建设期，尚无新增产能的大规模释放，但通过现有产能利用率的提升，中间体的产销量仍将有所增长。我们预计未来几年内，中间体占公司收入和毛利比重也将显著提升。

图 20 公司中间体历年产量及未来预测



资料来源：国海证券研究所

图 21 公司中间体业务历年销售收入和毛利率情况



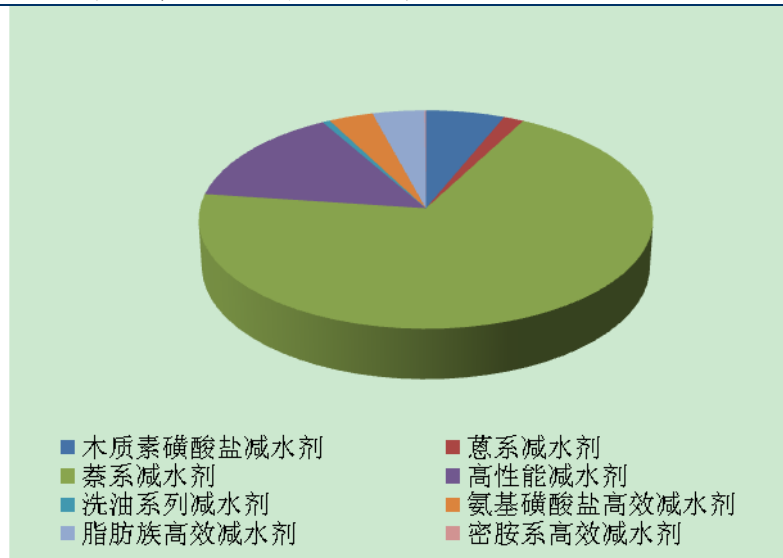
资料来源：国海证券研究所

公司减水剂业务未来增长来自于扩大产能和外延式扩张

减水剂是混凝土中最大的外加剂品种，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。

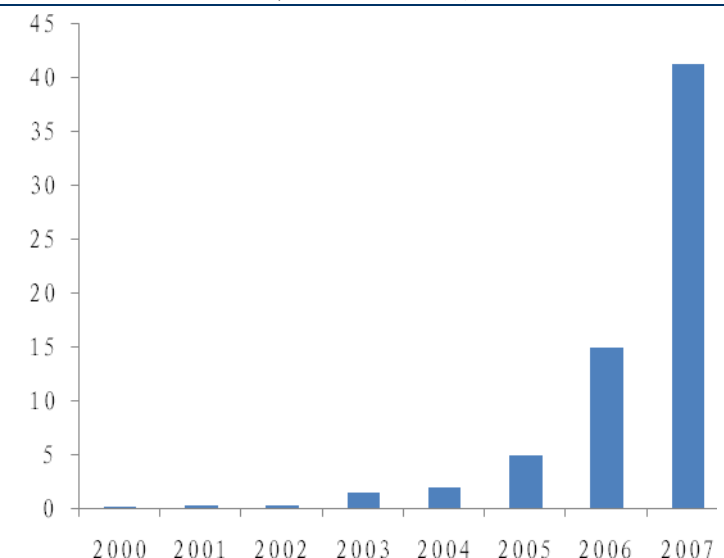
根据中国建筑材料联合会混凝土分会数据，到2007年我国混凝土外加剂的总产量约为425万吨，其中减水剂产量最大，达到285万吨。分类别看，萘系高效减水剂是最主要的减水剂，占减水剂总产量的70%，其次为高性能减水剂，紧接其后的是木质素磺酸盐普通减水剂，在发展速度方面，高性能减水剂引人注目。

图 22 萘系高效减水剂在减水剂中占据重要地位



资料来源：国海证券研究所

图 23 我国聚羧酸系高性能减水剂需求快速增加

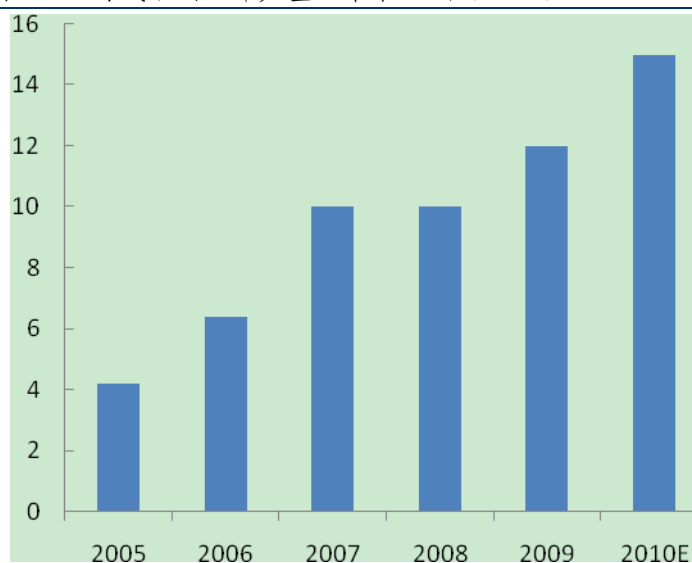


资料来源：国海证券研究所

公司减水剂业务主要原料来自于萘或萘系列，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，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12万吨/年，位居国内第五，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。

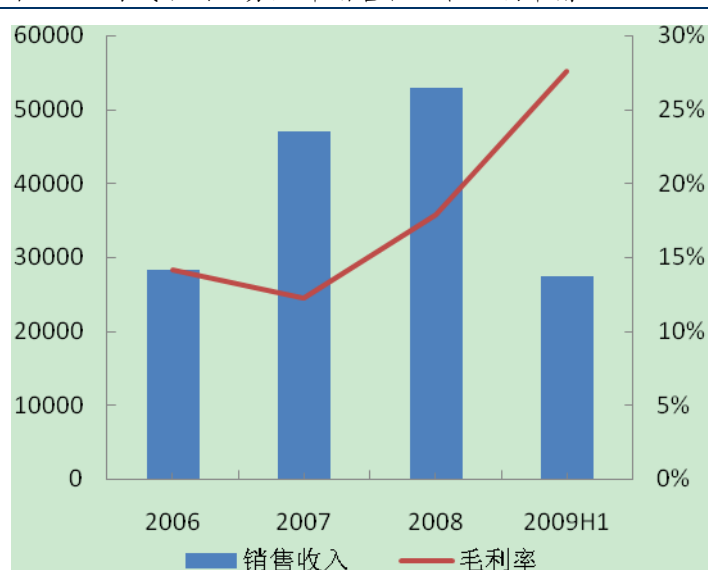
由于国内减水剂产品的技术壁垒不高，且存在一定销售半径，并且需要与当地建筑工程承包商具有良好的合作关系。因此，公司另外扩张减水剂的途径就是通过在全国收购当地的减水剂生产企业方式进行扩张，获得生产装置的同时迅速切入当地市场，并通过为其配套硫酸和甲醛装置以降低生产成本。

图 24 公司减水剂历年产量及未来预测 (万吨)



资料来源：国海证券研究所

图 25 公司减水剂业务历年销售收入和毛利率情况



资料来源：国海证券研究所

龙化控股无机化工业务：受益于纯碱行业复苏，提高染料原料自给率

08年3月，公司合计支付35982.40万元收购龙化控股集团有限公司74.81%的股权，目前拥有龙化控股91.65%股权。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。龙化控股集团已于09年搬迁到新的厂区，预计2010年3月临江化工园区新厂区20万吨液氨、20万吨纯碱、5万吨浓硝酸竣工投产，新项目投产后，老龙化厂区项目将停产。公司发行可转债成功后，其中有8亿元用于二期工程建设，二期工程我们预计在2010年底投产。届时，公司将形成45万吨氯化铵、40万吨纯碱、10万吨浓硝酸产能。

龙化生产的浓硝酸为公司间苯二胺提供上游原料，公司目前间苯二胺对于浓硝酸需求为5万吨，随着公司间苯二胺产能规模扩大后，对于浓硝酸需求量达到10万吨，公司浓硝酸恰好实现自给。龙化对于公司实现间苯二胺上下游产业链一体化具有重要意义。由于浙江省内纯碱项目供不应求，目前浙江省内纯碱价格达到1500-1600元/吨，高于国内其他地区市场价格。公司40万吨的联碱项目具有市场优势，具有相对较好的盈利能力。

图 26 国内纯碱和氯化铵价格走势



资料来源: 国海证券研究所

投资业务不断取得惊喜

公司所处的精细化工行业具有对技术的密集度要求较高、技术开发的成功率较低、时间较长的特点。因此,要想在染料行业成功的基础上实现新的跨越,外延式的股权收购与产业整合是必由之路。由于公司盈利能力稳健,现金流较好,而现有业务产能扩张所需的投入并不大,为了合理的利用闲置资金,公司积极把握资本市场机遇,通过在行业有高速增长潜力的业务领域内通过股权投资获得外延式增长,确保公司未来的健康持续发展。公司近年来参与了多个 PE 投资项目,滨化股份已经成功登陆主板,其投资的旭辉集团、上海同济同捷科技等也上报证监会,另外有几个项目也有望在 2010 年内报会,但锁定期内,按照成本法,投资收益不会报表中体现。

滨化股份主板成功上市带来丰厚投资收益

2007 年 8 月 15 日公司与滨化集团公司职工持股会正式签署了《股权转让协议》,公司受让对方持有的山东滨化 9.55% 的股权,公司初始投资额为 1.43 亿元,持有滨化股份股权 3151 万股。滨化股份 2010 年 2 月成功在主板上市,按照目前二级市场估价 21.5 元左右计算,公司在滨化股份投资收益在 5.3 亿元。

收购股权并追加债务的方式获得投资收益

公司 2010 年初发布公告,通过收购股权并追加债务的方式变相贷款 6 亿元左右给房地产公司杭州巨城,期限截至 2010 年底,通过贷款取得的年化收益率在 20% 左右,加上之前的一些委托贷款,公司 2010 年委托投资收益在 1.6 亿元。

此外,实业投资公司控股 75% 的定州市长龙汽车配件销售有限公司 2009 年实现销售收入 3 亿左右,预计 2010 年该公司的销售收入将达到

15 亿。

股权激励的行权提供未来长期增长动力

公司董事会于2008年6月通过了对2008年3月公告的《股票期权激励计划(草案)》进行修改的议案,修改后的《股票期权激励计划(草案)》已报中国证监会备案,并经中国证监会审核无异议。股权激励计划经中国证监会审核和股东大会通过后,将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。

由于公司2008年度实现归属于上市公司股东的净利润为470,465,231.56元,同比增长21.33%,归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为414,627,319.30元,同比增长15.24%,两者增长幅度均高于15%。公司2008年度加权平均净资产收益率15.95%,扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率14.06%,两者增长幅度均高于10%(股权激励第一批股票行权条件为2008年度净利润相比2007年度增长不低于15%,且2008年度加权净资产收益率不低于10%第一批股票期权全部有效。)

本次股票期权将采取向激励对象定向发行股票的方式进行行权,行权价格为8.34元/股。首次行权涉及的行权人数为4人,行权数量为1,030万股,占第一批可行权股票期权数3,064万股的33.62%,股票期权授予总数8,240万股的12.50%。公司四位高管都进行行权,显示出管理层对于公司发展的信心,同时,我们认为第一批剩下的高管行权也将通过,对于公司第二批和第三批行权也充满信心,股权激励行权将是公司发展的长期动力。

盈利预测

我们盈利预测主要基于以下假设:

- 1、公司可转债新建项目进展顺利,按照计划完成建设;
- 2、印度工厂运行良好,2010年可完全达产;
- 3、假设油价在70美元/桶以上价格高位运行,国内经济处于温和通胀;
- 4、下游印染纺织行业持续复苏,国外经济不断向好;
- 5、假设公司2009~2011年分散染料销量分别为9万吨、12万吨、13万吨,销售毛利率分别为26%、27%、27%;
- 6、假设公司2009~2011年活性染料销量分别为4.5万吨、6万吨、7万吨,销售毛利率分别为18%、20%、20%;

- 7、假设公司 2009~2011 年间苯二胺销量分别为 2.5 万吨、3.0 万吨、3.5 万吨，销售毛利率分别为 36%、33%、32%；
- 8、假设公司 2009~2011 年间苯二酚销量分别为 0.5 万吨、1.0 万吨、1.5 万吨，销售毛利率分别为 30%、30%、30%；
- 9、假设公司 2010~2011 年对苯二胺销量分别为 0.3 万吨和 0.5 万吨，销售毛利率分别为 40%和 40%；
- 10、假设公司 2009~2011 年减水剂销量分别为 12 万吨、20 万吨、25 万吨，销售毛利率分别为 15%、15%、15%；
- 11、假设公司 2009~2011 年联碱销量分别为 20 万吨、40 万吨、80 万吨，销售毛利率分别为 10%、20%、20%；

表 6 利润表预测 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,225	5,542	8,353	10,997
减:				
营业成本	3,137	4,182	6,292	8,316
营业税金及附加	12	16	24	31
销售费用	141	183	276	363
管理费用	268	349	526	693
财务费用	126	26	7	5
资产减值损失	80	18	50	47
加:				
公允价值变动收益	-4	0	0	0
投资收益	64	0	0	0
营业利润	522	768	1,178	1,542
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	521	768	1,178	1,542
所得税费用	42	61	94	123
净利润	479	706	1,083	1,419
归属于母公司所有者的净利润	470	693	1,063	1,392
少数股东损益	9	13	20	26
EPS (元/股)	0.36	0.53	0.81	1.06

资料来源：国海证券研究所

投资建议

我们预计浙江龙盛 2009、2010 年、2011 年的每股收益分别为 0.53 元/股、0.81 元/股和 1.06 元/股，公司目前股价对应于 2010 年和 2011 年 PE 为 15 和 12 倍。我们认为未来几年内，公司分散染料产销量将继续增长并且市场空间进一步扩大，仍具有较大成长空间；而公司活性染料业务目前在国内市场份额较低，活性染料行业尚处于整合阶段，拥有技术、成本、资本优势的公司有望再次从行业中脱颖而出，成长潜力不容小视。此外，公司掌握了中间体的最先进生产工艺，并积极扩展

产业链，是目前业务中增长空间最快，最值得期待的业务，减水剂业务发展也渐入佳境，正通过外延式扩张占领国内市场。公司的无机化工业务也将带来意外惊喜。此外，公司财务和实业投资每年都取得不错收益，未来也有更多值得期待。公司借德斯达破产之机扩大市场份额，参与收购德斯达打开长期成长空间，未来或将获得更多超预期增长。股权激励成功实施后是公司长期发展的动力源泉。

我们认为，公司是化工类上市公司中少有的风险较低，稳健增长，盈利能力突出的优质现金牛，公司估值水平至少应在化工行业类公司平均估值，以2011年20倍P/E 估值，公司合理股价20元，我们首次给予公司买入评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。