



浙江龙盛（600352）：营收和净利润快速增长，整合 德斯达为全球业务打开成长空间

新消费主题研究报告

维持评级：买入

分析师：鄢祝兵

SAC 执业证书编号：S0350210050001

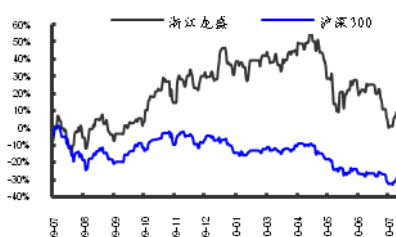
电话：0755-83704850

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。

相对沪深 300 表现



市场数据

2010. 07. 29

当前价格（元）	11.07
52 周价格区间（元）	7.5-13.77
总市值（百万）	16255.36
流通市值（百万）	16255.36
总股本（万股）	146841.59
流通股（万股）	146841.59

财务数据

FYE

毛利率	24.7%
净利率	13.7%
净资产收益率	8.5%
总资产收益率	4.0%
资产负债率	50.2%
现金分红收益率	0.0

事件

- 公司公告 2010 年上半年实现营业收入 317094.15 万元，同比增长 55.91%，实现营业利润 48960.86 万元，同比增长 41.67%，归属于母公司股东的净利润 40922.08 万元，同比增长 27.79%，实现 EPS 为 0.279 元/股。分散染料、中间体业务毛利率同比上升，活性染料、减水剂和汽车零部件业务毛利率下滑影响公司整体毛利率水平。
- 公司染料业务成本优势和定价能力突出，市场份额持续提升。分散染料 2010 年上半年实现营业收入同比增长 30.31%。公司活性染料 2010 年上半年实现营业收入同比增长 75.14%，活性染料收入大幅增长主要原因是印度 KIRI 实现量产，此外，整合德斯达业务为公司染料业务打开新的成长空间。
- 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。未来几年内，中间体占公司收入和毛利比重也将显著提升。
- 公司水泥减水剂业务收入 2010 年上半年同比增长 47.30%，毛利率下滑到 20.19%，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将提高染料原料自给率。公司新拓展的汽车配件业务由于去年同期基数较低，2010 年中期收入同比增长 258.6%。公司其他投资收益惊喜不断，公司股权激励提供长期发展动力。

点评

公司 2010 年上半年主营业务多点开发，营业收入和净利润快速增长

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。

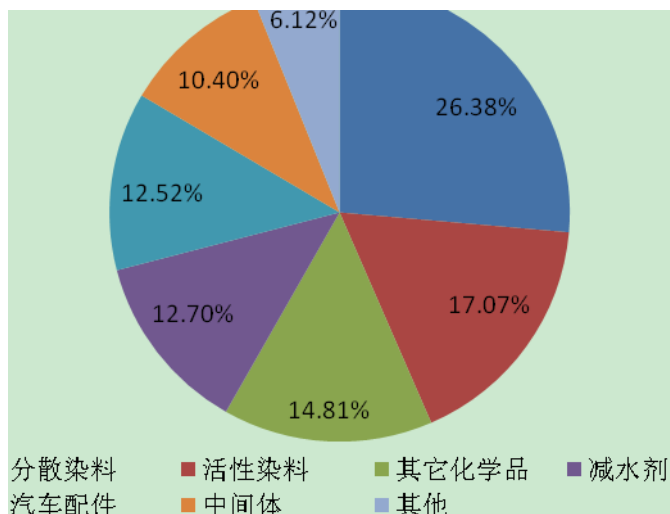
表 1 公司主要产品产能列表

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

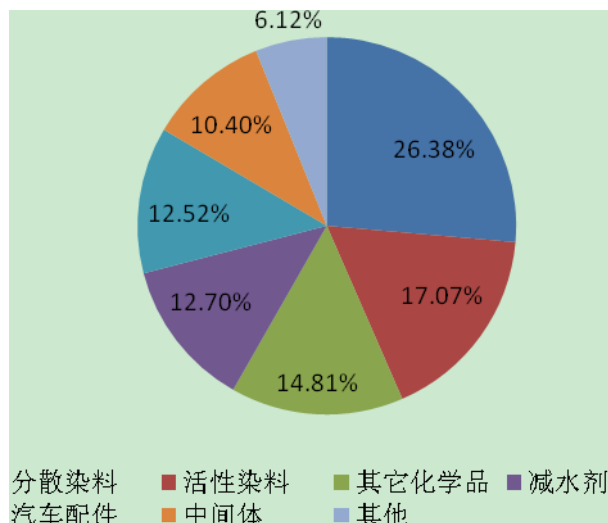
公司公告 2010 年上半年实现营业收入 317094.15 万元，同比增长 55.91%，实现营业利润 48960.86 万元，同比增长 41.67%，归属于母公司股东的净利润 40922.08 万元，同比增长 27.79%，实现 EPS 为 0.279 元/股。分散染料、中间体业务毛利率同比上升，活性染料、减水剂和汽车零部件业务毛利率下滑影响公司整体毛利率水平。

图 1 2010 年中期公司主营业务收入构成



资料来源：国海证券研究所

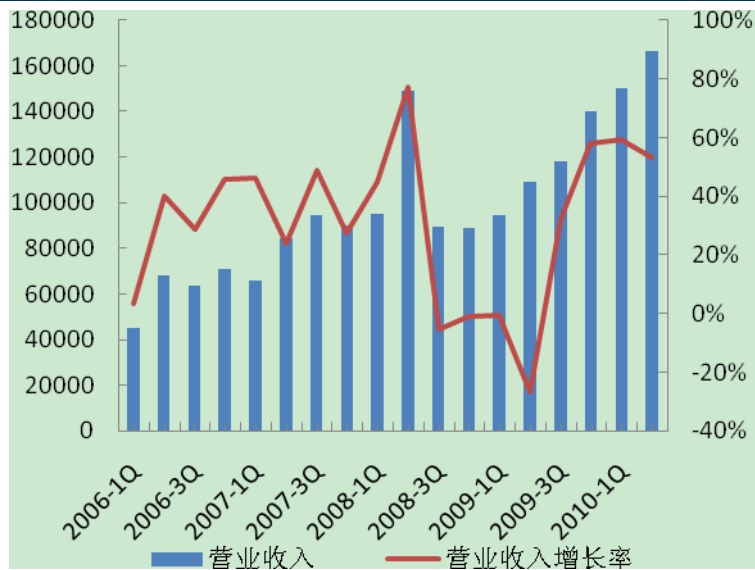
图 2 2010 年中期公司主营业务利润构成



资料来源：国海证券研究所

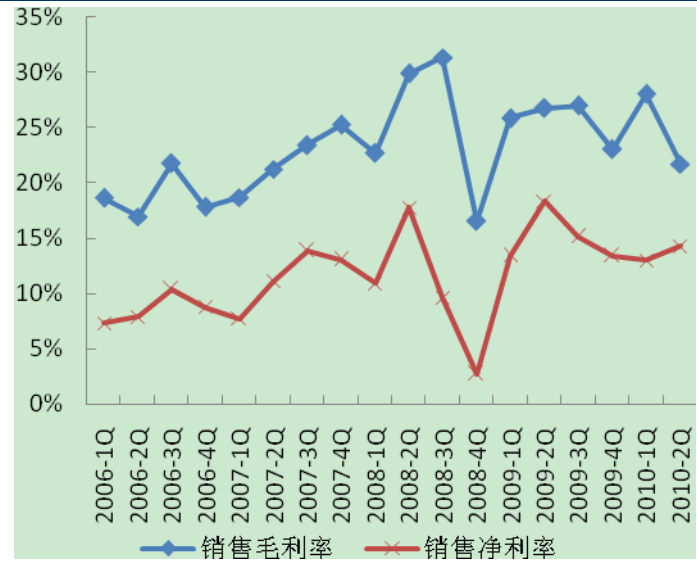
从公司近几年单季度销售收入来看，除去 2008 年三季度因受金融危机影响，收入增速出现负增长外，销售收入均是显著大幅增长，此外，从公司近年来销售毛利率和净利率来看，公司销售毛利率与净利率水平也是稳中逐步提升，2010 年第二季度单季度销售毛利率为 24.71%，销售净利率也超过 13.5%。

图3 公司近几年来单季度营业收入同比大幅增长



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2 公司染料产能居行业前列

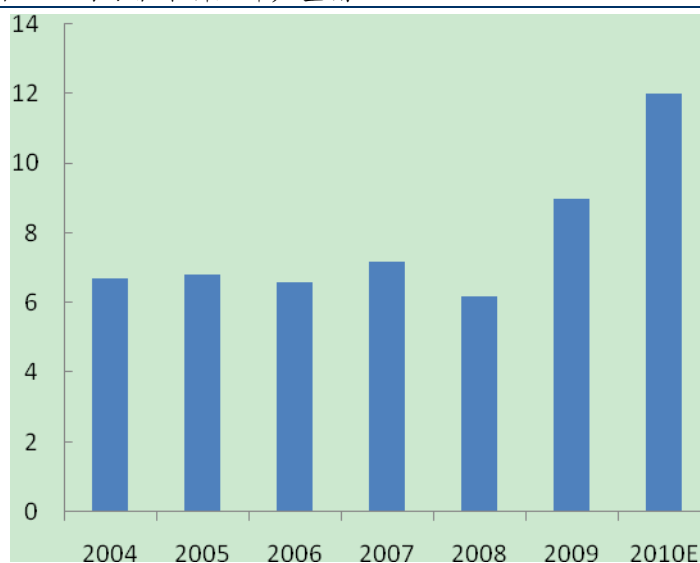
公司名称	分散染料	活性染料	备注
浙江龙盛	13	6	包括印度2万吨产能
浙江闰土股份有限公司	6	6	
杭州吉华集团	5	3	
湖北楚原		7	产能世界第一
泰兴锦鸡染料有限公司		5	

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

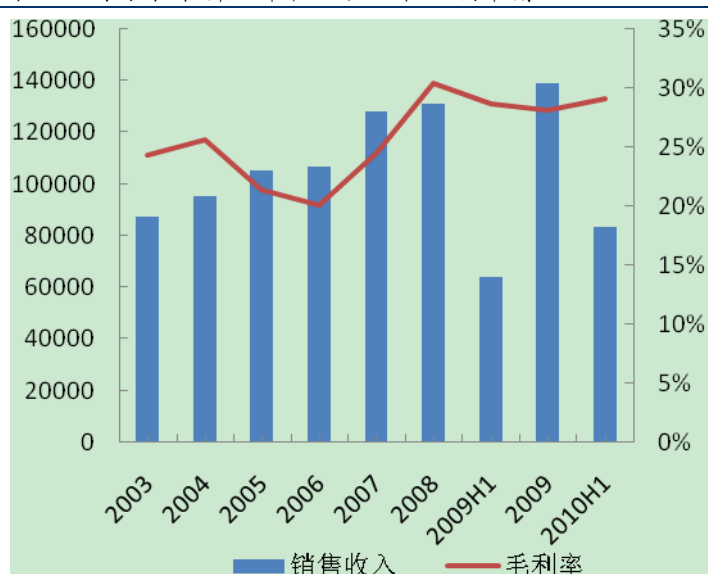
目前，公司是全球最大的分散染料生产和出口基地，目前占据国内40%以上市场份额。公司在关键原料自给、生产工艺、产品质量、成本控制、环保设施和配套服务质量上具备显著优势，公司近年来产能持续扩张，加上国家淘汰落后产能的政策配合，公司竞争力将更加显著，市场份额也将提升。同时，较高的市场份额和行业集中度，公司的定价能力很强。同时，公司也是分散染料最重要的原料—间苯二胺，国内绝对垄断者。在市场景气出现波动时候，能保持产品较高毛利率的前提下有效压制竞争对手，市场份额进一步提升，而在油价上涨的背景下，公司完全有能力将成本的增加转嫁至下游，甚至通过提价来提升单吨产品的毛利额。我们认为，公司分散染料在未来三年内将保持稳定快速增长，随着公司产量的扩大，公司产品毛利率仍有扩大空间。

图5 公司分散染料历年产量情况



资料来源：国海证券研究所

图6 公司分散染料历年营业收入和毛利率情况

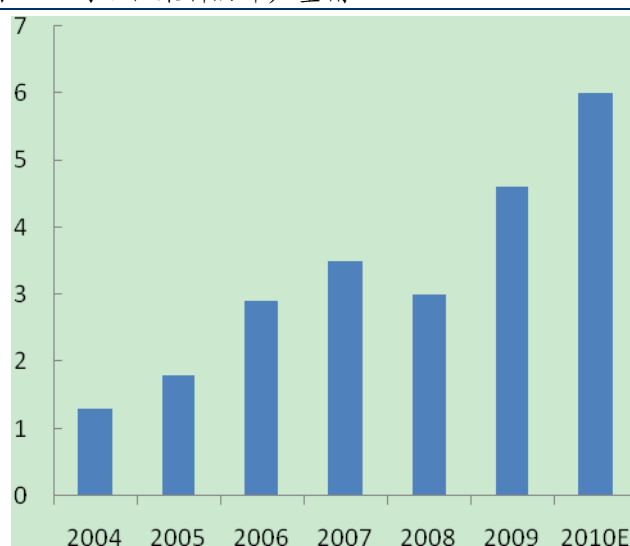


资料来源：国海证券研究所

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

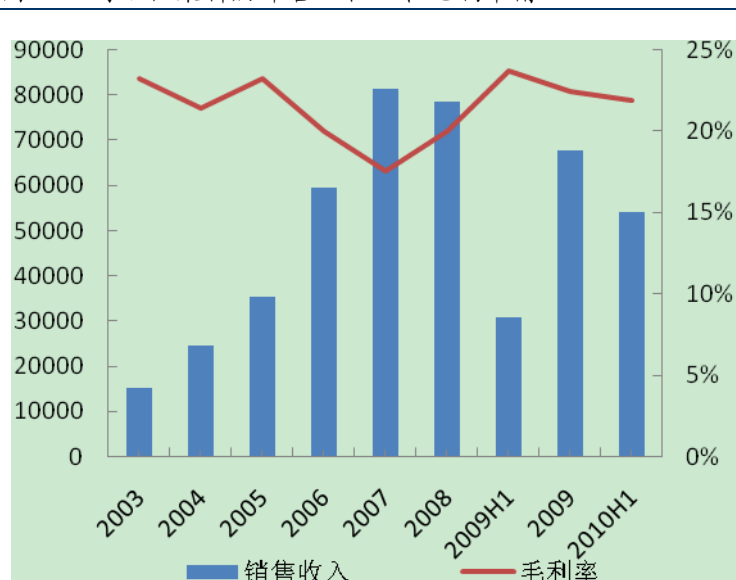
公司活性染料业务目前国内产能为4万吨，在国内市场份额超过20%，在国内活性染料市场尚未形成对市场的绝对控制力，产品销售价格也是随着市场波动，目前售价约为2万元/吨，公司活性染料2010年上半年实现营业收入同比增长75.14%，活性染料收入大幅增长主要原因是印度KIRI实现量产，随着7-9月份染料行业销售旺季的带来，下半年公司活性染料业务的毛利率也将好于上半年。

图7 公司活性染料历年产量情况



资料来源：国海证券研究所

图8 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。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。

成功整合德斯达为公司全球业务打开长期成长空间

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。

浙江龙盛全资子公司桦盛公司于2010年2月出资2200万欧元认购了新加坡KIRI公司定向发行的可转债，新加坡KIRI公司随后收购了处于破产保护中的全球染料龙头德司达公司美国之外的全球业务。根据浙江龙盛7月20日的相关公告，桦盛公司将全部可转债转股后，将持有新加坡KIRI公司62.4%的股权，由此浙江龙盛将获得德司达全球业务的控股权。

龙盛及印度合作方KIRI公司通过近半年来产业和财务上的支持，已经帮助德司达全球业务步入了良好的复苏和发展之路。德斯达2008年实现约8亿欧元销售收入，2009年销售收入为6亿欧元左右，2010年1-6月份实现销售收入2亿欧元，但我们可以看到德斯达公司销售收入逐月提高，至2010年6月份已经实现4000万欧元的销售收入，已经顺利实现盈利。如果未来德斯达能够恢复到2008年的8亿欧元的销售收入水平，则盈利能力将大幅提高。成功收购德斯达标志着浙江龙盛向具有全球竞争力的专用化学品生产服务商迈出了战略性的关键一步。我们认为，通过收购德司达浙江龙盛全球染料龙头的蓝图已经初步展现。

公司中间体业务毛利率继续上升，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

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3 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，用于间苯二酚生产的约 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 4 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

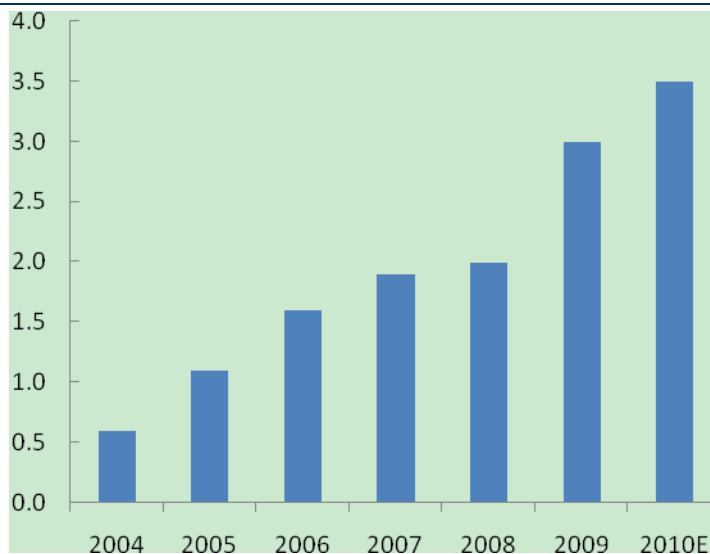
资料来源：国海证券研究所

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。

公司 2010 年中期中间体业务实现营业收入同比增长 32.30%，销售毛利率达到 40.04% 的较高水平。未来随着

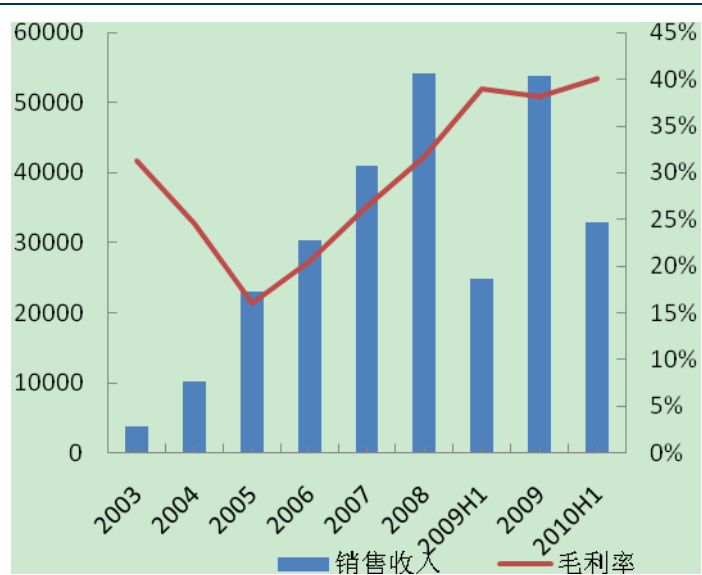
新产能投产，公司中间体业务将占公司收入和利润的比重逐步提升，成为公司新的利润增长来源。

图9 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10 公司中间体业务历年销售收入和毛利率情况

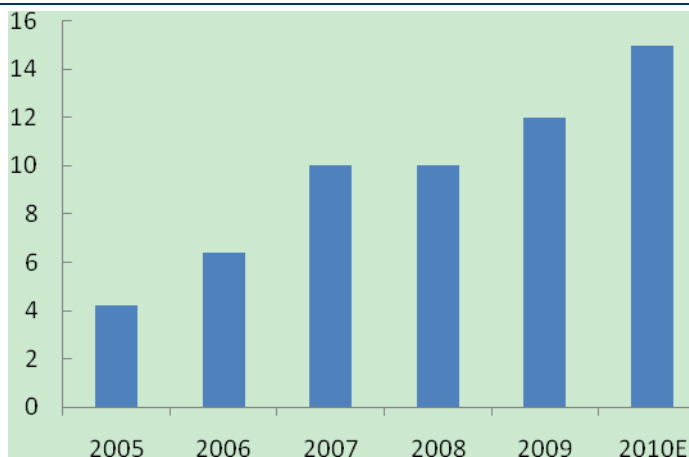


资料来源：国海证券研究所

公司减水剂业务未来增长来自于扩大产能和外延式扩张

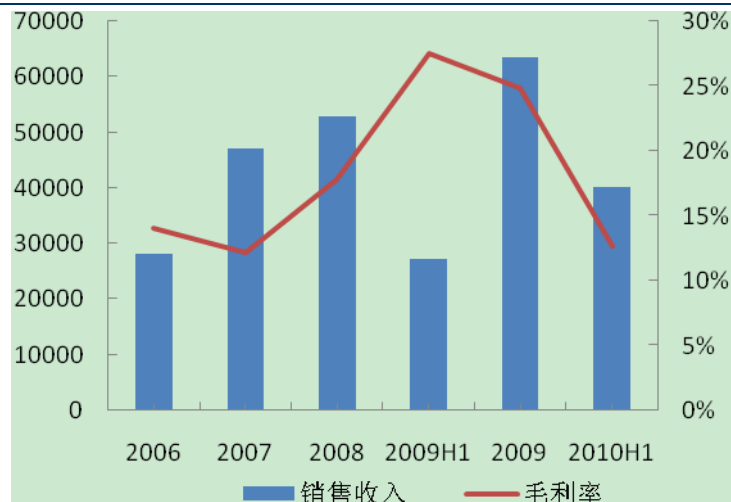
公司减水剂业务主要原料来自于苯或萘系列，与染料上游原料基本相同，且公司减水剂装置经分散染料分散剂装置改装而成，公司发展减水剂业务具有独到优势，目前公司已在浙江、内蒙古、四川三地拥有减水剂生产基地，并在江西设有复配厂，总产能为12万吨/年，位居国内第五，2010年公司形成25万吨的减水剂生产能力。公司水泥减水剂业务收入2010年上半年同比增长47.30%，毛利率下滑到20.19%，未来公司减水剂规模将有较大提升，产能提高及释放使公司减水剂业务保持较快增长。

图11 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12 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：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，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。

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18.34元左右计算，公司在滨化股份投资收益在4.5亿元。

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2.77亿左右，实现毛利5559.4万元，预计2010年该公司的销售收入将达到15亿元。此外，公司还投资房地产业务，房地产业务目前公司处于起步阶段，初始投入较大，土地开发成本和土地出让保证金支出较多，导致公司经营性净现金流为-11.5亿元。

盈利预测及投资建议

我们预计浙江龙盛2010年、2011年、2012年的每股收益分别为0.70元、0.85元和1.02元，公司目前股价对应于2010年和2011年PE为16和13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，成功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。我们维持公司买入评级。

表5 利润表预测（百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,619	7,807	10,207	12,711
减：				
营业成本	3,441	5,852	7,779	9,736
营业税金及附加	12	20	26	32
销售费用	133	226	296	369
管理费用	305	515	674	839
财务费用	40	76	109	142
资产减值损失	20	62	47	49
加：				
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	82	0	0	0
营业利润	751	1,055	1,277	1,544
营业外收支	13	0	0	0
利润总额	765	1,055	1,277	1,544
所得税费用	72	100	121	147
净利润	693	955	1,156	1,398
归属于母公司所有者的净利润	669	923	1,116	1,350
少数股东损益	24	33	40	48
EPS（元/股）	0.51	0.70	0.85	1.02

资料来源：国海证券研究所

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。