

新材料报告系列之：浙江龙盛

染料行业龙头企业，多元产业布局助力成长

核心观点：

- **浙江龙盛：深耕传统染料业务，外延发展多元产业**

公司立足传统染料业务，以产业链一体化为核心，向染料上游关键中间体间苯二酚、对苯二胺的生产拓展，并在浙江上虞构建了“染料-中间体-硫酸-减水剂”循环经济一体化生产基地，环保优势明显。此外，公司通过外延切入房地产和股权投资领域，形成了集制造业（染料、中间体、其它化学品等）、房地产等多元业务布局，支持公司长足发展。

- **染料行业集中度高，供需关系有望改善**

国内染料行业集中度较高。按生产地区来看，国内染料生产企业主要集中在浙江和江苏两省，两省的分散和活性染料产能占全国产能的80%以上。按生产企业来看，行业近3年分散染料和活性染料CR5保持在50%以上，其中分散染料浙江龙盛占比超过20%，占据主导地位。供给端，染料生产污染严重，近年来随环保监管趋严，染料行业落后产能不断淘汰，行业集中度有望提升。需求端，纺服行业去库存顺利，加之出口回暖，景气度回升。受此影响，我国印染布产量结束了连续5年的负增长，染料下游需求回暖。供给收缩叠加下游需求回暖，染料供需关系有望改善。

- **房地产业务推进顺利，盈利空间广阔，助力公司长期成长**

- **预计17-19年净利润23.24、25.18和26.94亿元，维持“买入”评级**
 预计公司17-19年EPS分别为0.71、0.77和0.83元，对应17-19年动态估值分别为16、15和14倍，综合公司发展情况及估值水平，维持“买入”评级。

- **风险提示：**1、企业自身环保控制低于预期；2、印染行业持续低迷；3、地产改造项目进度及盈利低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14,842.11	12,355.53	16,661.79	18,209.92	20,681.55
增长率(%)	-2.03%	-16.75%	34.85%	9.29%	13.57%
EBITDA(百万元)	3,197.45	2,889.65	3,942.80	4,136.74	4,591.74
净利润(百万元)	2,541.33	2,029.01	2,324.19	2,517.87	2,693.55
增长率(%)	0.32%	-20.16%	14.55%	8.33%	6.98%
EPS(元/股)	0.781	0.624	0.714	0.774	0.828
市盈率(P/E)	14.90	14.77	15.97	14.74	13.78
市净率(P/B)	2.78	1.96	2.11	1.84	1.63
EV/EBITDA	12.84	14.84	12.61	12.56	11.56

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	11.41元
前次评级	买入
报告日期	2017-09-10

相对市场表现



分析师：王剑雨 S0260511080001



020-87574012



wangjianyu@gf.com.cn

分析师：郭敏 S0260514070001



021-60750613



gzguomin@gf.com.cn

分析师：周航 S0260516080006



020-87575171



zhouhang@gf.com.cn

联系人：吴鑫然 0755-88286915

wuxr@gf.com.cn

目录

一、多元化发展战略，抗风险能力强	4
二、染料行业龙头，受益环保加压	6
（一）环保趋严，染料行业集中度高，利好行业龙头	6
（二）下游纺服行业回暖，染料供需关系将逐步改善	10
（三）浙江龙盛：技术型、环保型染料龙头企业	11
（四）同业对比：盈利能力较高，相对估值较低	12
三、房产租金、资产增值双驱动业绩增长	13
（一）房地产行业及公司业务概况	13
四、盈利预测	15
五、风险提示	15

图表目录

图 1	浙江龙盛业务及产品划分	4
图 2	浙江龙盛营业收入及增速	4
图 3	浙江龙盛归母净利润及增速	4
图 4	浙江龙盛产品业务收入占比	5
图 5	浙江龙盛产品业务利润占比	5
图 6	浙江龙盛产品毛利率	5
图 7	国内 2015 年主要染料产量占比构成	6
图 8	2016 年国内分散、活性染料产能地区分布	7
图 9	2014 年到 2016 年染料行业产量 CR5	7
图 10	2016 年分散染料市场占有率	8
图 11	2016 年活性染料市场占有率	8
图 12	染料企业数量减少, 企业总收入增加	9
图 13	染料企业数量减少, 企业平均收入增加	9
图 14	浙江龙盛分散黑 ECT300%成交价 单位: 元/吨	10
图 15	我国纺服业年均库存及增速	10
图 16	我国服装行业规模以上企业服装产量及增速	10
图 17	国内印染布产量及增速	11
图 18	我国服装及衣着附件出口同比增长	11
图 19	近几年规模以上印染利润总额及利润率情况	11
图 20	染料占印染成本比重较低	11
图 21	浙江龙盛染料销售收入及增速	12
图 22	浙江龙盛中间体销售收入以及增速	12
图 23	染料行业上市公司 PB (LF) 比较	12
图 24	染料行业上市公司销售毛利率比较	12
图 25	浙江龙盛房地产业务收入、毛利及毛利率	13
表 1	浙江龙盛财务指标相对稳健	5
表 2	染料的分类和简介	6
表 3	近期染料行业相关环保政策	8
表 4	国内多家染料生产企业因环保问题停产	9
表 5	浙江龙盛和部分化工上市公司估值比较	12
表 6	已开发完成项目	13
表 7	待开发完成项目	14

一、多元化发展战略，抗风险能力强

浙江龙盛为集制造业、房地产等多元产业为一体的综合性跨国企业集团。公司于 2003 年上市，是染料行业首家上市企业，2010 年收购全球染料三巨头之一的德司达，成为全球最大的纺织用化学品生产服务商。

公司染料产业链主要产品包括：环保型分散、活性、酸性系列染料、助剂、染料中间体等，公司由单一的染料产品延伸至其他特殊化学品，并积极开发中间体品种，整合延伸染料供应链。

图 1 浙江龙盛业务及产品划分



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2017 上半年公司业绩明显回升。2017 年第一季度公司营业收入达 39.39 元，同比 32.16%，归属母公司股东净利润 5.01 亿元，同比大幅增长 62.37%。2017 年上半年公司实现营业收入达 75.15 亿元，同比增加 19.50%，归母净利 10.13 亿元，同比增加 4.83%，其中扣非归母净利 9.80 亿元，同比大幅增加 54.93%。伴随染料行业景气度回升，公司业绩有望保持增长态势。

图 2 浙江龙盛营业收入及增速

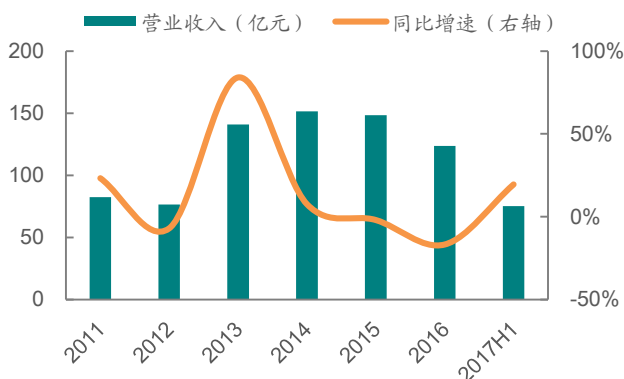
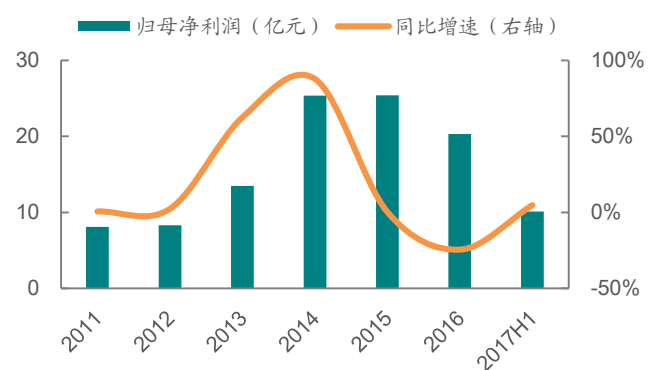


图 3 浙江龙盛归母净利润及增速



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

根据公司 2016 年年报显示，公司营业收入 60%以上来自于染料业务，中间体业务占比 14.13%，助剂业务占比 7.56%，无机产品占比 6.64%，其余产品较为分散。利润方面，公司 64%的利润来自于染料业务，18%来自中间体业务，7%来自助剂业务，其余较为分散。染料业务是公司最主要收入和利润来源。2016 年公司主要产品染料毛利率为 39.2%，其中颜色标准及可持续发展解决方案业务毛利率达到 67.56%，公司总体毛利率水平较高。

图 4 浙江龙盛产品业务收入占比

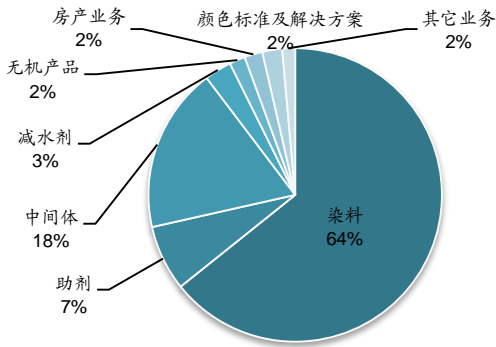
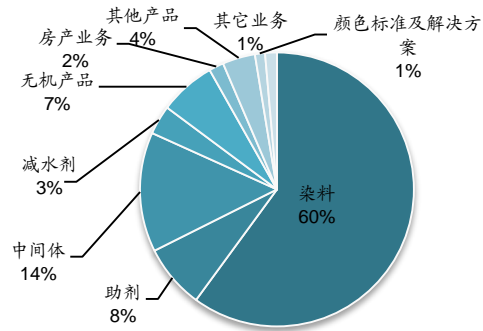


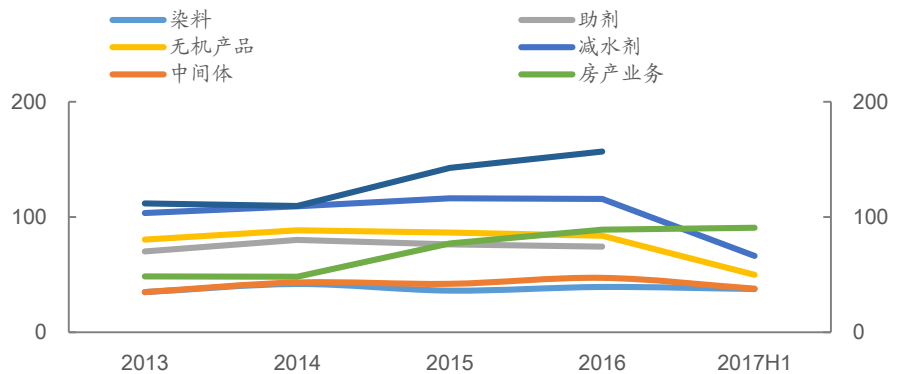
图 5 浙江龙盛产品业务利润占比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 6 浙江龙盛产品毛利率



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表 1 浙江龙盛财务指标相对稳健

(亿元)	2014	2015	2016	2017H1
销售费用	11.18	10.47	9.86	5.68
管理费用	12.85	12.98	12.24	6.61
财务费用	2.32	2.26	2.33	1.55
毛利率%	37.8	34.44	37.08	37.10
净利率%	18.53	19.39	20.09	15.53
资产负债率%	46.93	43.41	56.51	57.93

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

二、染料行业龙头企业，受益环保加压

（一）环保趋严，染料行业集中度高，利好行业龙头

染料是指能使纤维织物或其他物质染成鲜艳而坚固的颜色的物质。按照性质及应用方法，可将染料分为分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料、酸性染料、直接染料等若干类别。

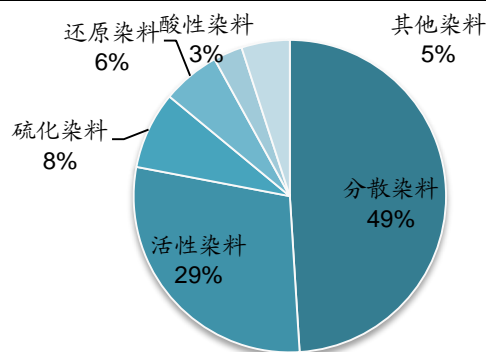
表 2 染料的分类和简介

分类	化学结构	用途	性能
分散染料	主要包括偶氮、蒽醌和杂环三种类别。	主要用于合成纤维（涤纶、锦纶、醋酸纤维等）的染色。	疏水性较好、分散性能好、耐升华
活性染料	主要包括偶氮、蒽醌和酞菁型等。	主要用于棉纤维及其纺织品的染色。	色谱广、色泽鲜艳、适用性强
硫化染料	主要是硫化型	主要用于棉纤维染色。	成本低，但色泽不够鲜艳
还原染料	主要包括蒽醌、靛族和杂环三类	主要用于棉、涤棉混纺织物染色。	色谱较全，色泽鲜艳，皂洗、日晒牢度较高，但成本较高。
酸性染料	主要包括偶氮型、蒽醌型三芳甲烷型	主要用于羊毛、蚕丝、聚酰胺纤维的染色和印花。	
直接染料	主要是双偶氮及多偶氮型	主要用于针织、丝绸、棉纺、皮革、毛麻的染色。	色谱齐全、价格低廉、操作方便。但水洗、日晒牢度不够理想
阳离子染料		专用于腈纶纤维染色	强度高、色光鲜艳、耐光牢度好

数据来源：《吉华集团招股说明书》、广发证券发展研究中心

目前国内应用最为广泛的是分散性染料和活性染料。根据中国染料工业协会公布的数据显示，国内分散染料和活性染料在 2015 年染料总产量中分别占比 49%和 29%。

图 7 国内 2015 年主要染料产量占比构成

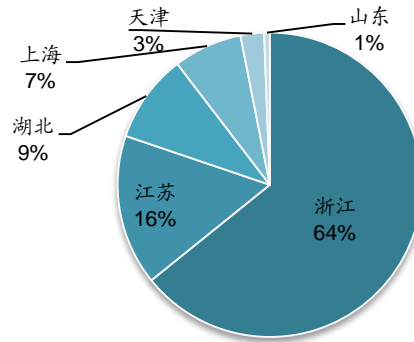


数据来源：中国染料工业协会、广发证券发展研究中心

(1) 行业集中度高，竞争秩序良好

从地域分布来看，全球染料生产主要集中在中国，而国内染料生产主要集中在浙江和江苏。2016年我国染料总产量达到92.8万吨，占全世界产量70%左右；表观消费量达70万吨左右，出口量26.05万吨，染料产量、出口以及表观消费量均居全球第一。我国染料生产企业主要集中在浙江和江苏两省，两省的分散和活性染料产能占全国产能的80%以上，出口量占全国70%以上。

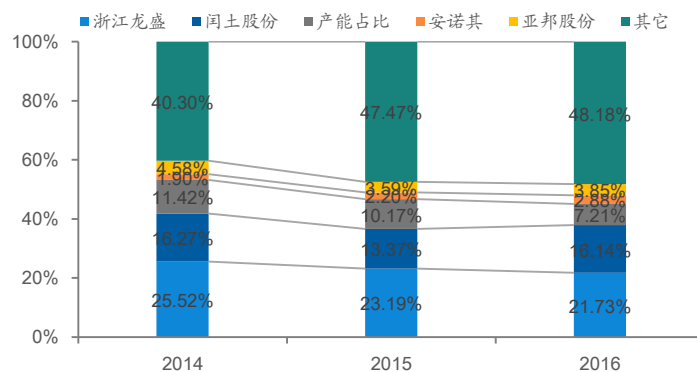
图8 2016年国内分散、活性染料产能地区分布



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

从生产企业来看，国内染料市场集中度较高。以产量来衡量，2014年到2016年间国内染料行业CR5保持在50%以上，行业集中度高，议价能力强。以产能衡量，2016年国内分散染料产能主要集中在浙江龙盛、闰土股份和吉华集团三家企业，CR3超过57%，活性染料CR3接近50%。

图9 2014年到2016年染料行业产量CR5



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 10 2016 年分散染料市场占有率

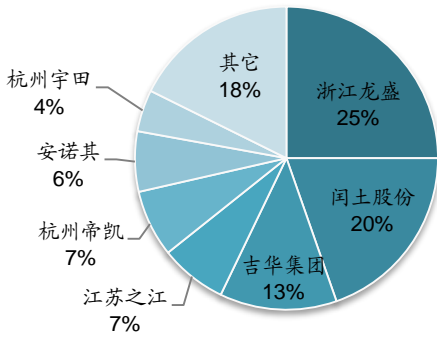
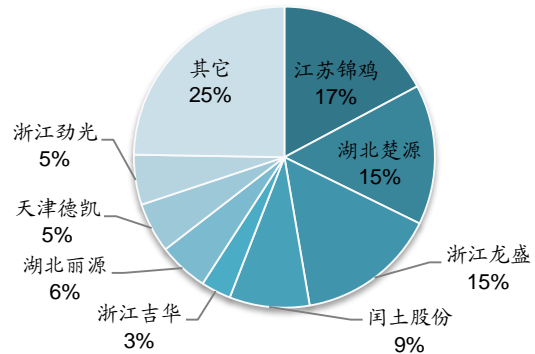


图 11 2016 年活性染料市场占有率



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

(2) 染料行业面临较高环保壁垒，落后产能淘汰有序

环保政策趋严，行业环保壁垒较高。染料生产过程中会产生大量废酸、有机物等有害废物。近年来，在国内染料行业出现了诸如腾格里沙漠事件等一系列环保污染事件后，染料行业的环保以及绿色发展问题得到广泛关注。“十二五”期间，国家在环保方面对染料行业提出了更加严格的要求。根据吉华集团公开资料显示，在环保趋严下，染料产出废物的完全处理成本接近 2,000 元/吨，中小型企业面临较大的成本压力。

表 3 近期染料行业相关环保政策

时间	相关政策	主要内容
2016.9	《水污染防治重点行业清洁生产技术推行方案》	染料颜料制造等 11 个水污染防治重点行业推广采用先进适用清洁生产技术，实施清洁生产技术改造，从源头减少废水、污染物等的排放。
2016.11	《浙江省工业污染防治“十三五”规划》	工业治污重点为区域环境质量，城市建成区内现有钢铁、有色金属、造纸、印染、原料药制造、化工等重污染、高风险企业实施有序搬迁改造或依法关闭。
2016.12	《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》	地方环保部门在 2017 年 6 月底前重点组织对钢铁、火电、水泥、煤炭、造纸、印染、污水处理厂、垃圾焚烧厂 8 个行业开展污染物排放情况评估并上报环保部。
2017.2	《“十三五”生态环境保护规划》	到 2020 年生态环境质量总体改善的目标，并确定了打好大气、水、土壤污染防治三大战役等七项主要任务。
2017.3	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	提出了更加严格的空气质量改善目标和更大力度的污染治理举措，并实施环保督查。近期环保部通告，对无法升级改造达标排放的企业，2017 年 9 月前一律关闭。

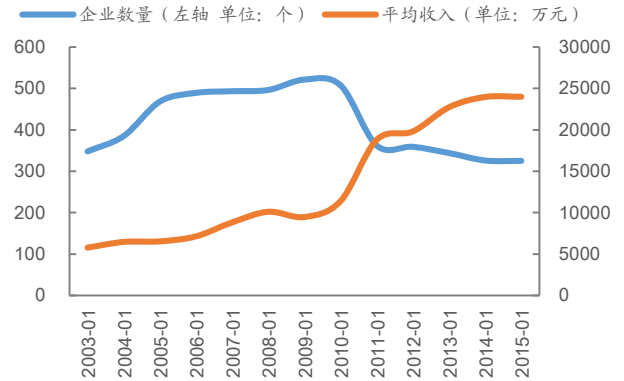
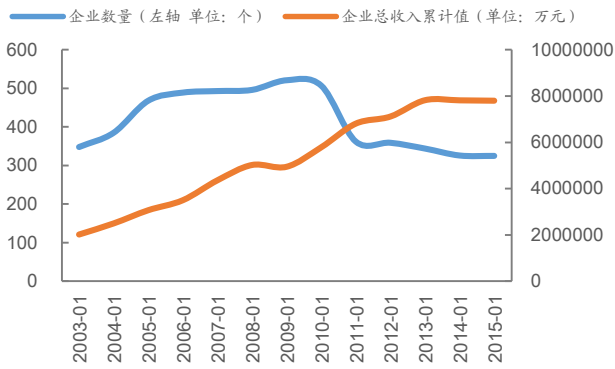
数据来源：《吉华集团招股说明书》、广发证券发展研究中心

落后产能淘汰，行业龙头有望持续受益。受环保趋严影响，从 2010 年开始国内部分中小企业开始退出市场。截止 2015 年 10 月，我国规模以上染料生产企业数

量已从 507 家下降至 325 家。虽然染料生产企业数量在下降，行业收入却在不断增长，单个企业平均收入规模亦在不断扩大，可见在落后产能退出过程中龙头企业凭借规模和环保优势取得了更大的市场份额。2016 年以来环保整治力度进一步提升，多家染料及中间体生产企业因环保以及生产安全问题停产，落后产能淘汰有序，龙头企业有望长期受益。2017 年下半年伴随中央第四批环保督查在染料主要生产地区浙江省展开，环保压力进一步增强，染料行业供给端将进一步收缩。

图 12 染料企业数量减少，企业总收入增加

图 13 染料企业数量减少，企业平均收入增加



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表 4 国内多家染料生产企业因环保问题停产

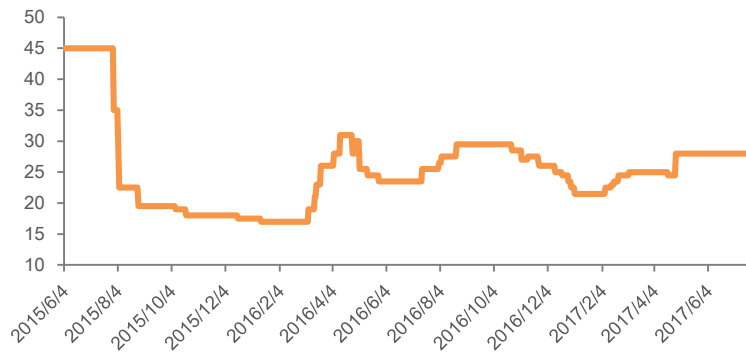
时间	事件	涉及产品
2016 年 2 月	湖北楚源下属华丽染料工业有限公司因偷排污水，全面停产。	活性染料及中间体
2016 年 6 月	九江之江超标排放，被处以行政处罚，停产。	分散染料中间体
2017 年 6 月	九江常宇排放超标，停产。	分散染料中间体
2017 年 7 月	国内最大染化料生产基地上虞进行环保整治，浙江亿得、上虞杜浦、新诚染料等停产整顿。	染料、染料助剂及中间体

数据来源：环保部、广发证券发展研究中心

(3) 传统需求旺季将至，染料价格存上涨预期

随着 6、7 月份染料的需求淡季结束，传统需求旺季将至，叠加供需关系逐渐改善，以及染料价格上涨受下游阻力较小，龙头提价动力充足，染料价格有望迎来新一轮上涨周期。

图 14 浙江龙盛分散黑 ECT300%成交价 单位：元/吨

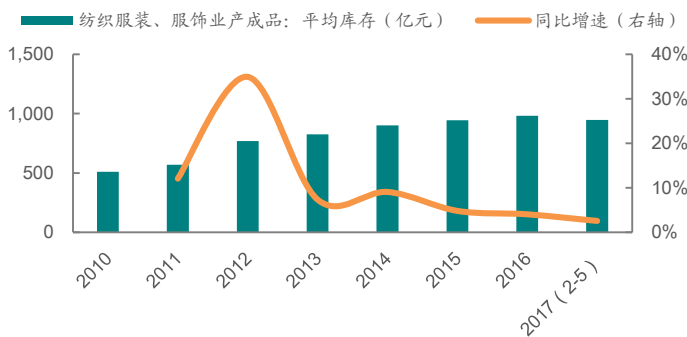


数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

(二) 下游纺服行业回暖，染料供需关系将逐步改善

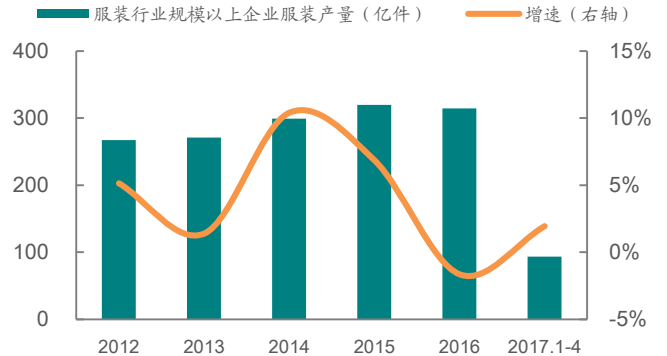
去库存进展顺利，下游服装行业蓄力增长。近年来，受供给侧改革去产能和去库存的影响，纺服行业经历了产业结构的调整和发展战略的重新布局，由投资和出口导向型往需求导向型转型升级，重视产品品质的提升和技艺的创新，产量在 2016 年出现负增长。2017 年 1 月至 4 月，随行业去库存进展顺利，产量同比小幅增长约 2%，未来有望维持平稳增长。

图 15 我国纺服业年均库存及增速



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

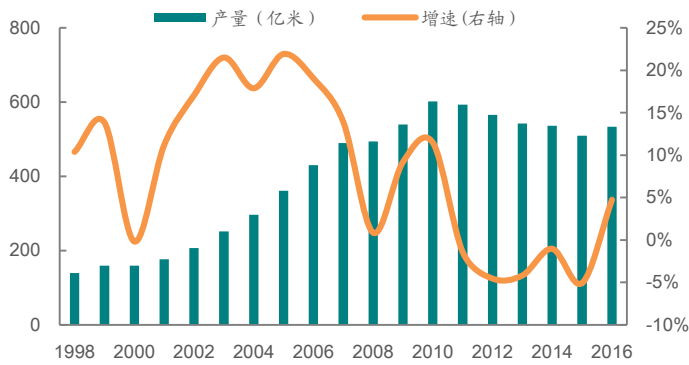
图 16 我国服装行业规模以上企业服装产量及增速



数据来源：中国服装协会、广发证券发展研究中心

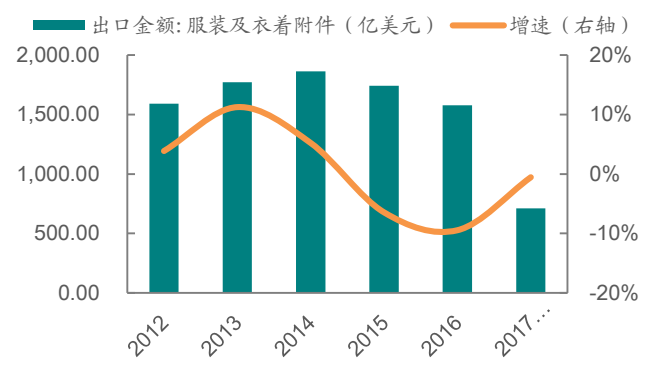
印染布产量结束连续 5 年负增长，有望开启复苏态势。受下游需求拉动，我国印染行业有望回暖。2016 年我国印染布产量达到 533.70 亿米，同比增长 4.73%，结束了连续 5 年的负增长。受此影响国内染料产量增速也有所回升。此外，印染行业近年来受环保趋严影响，大量落后产能被淘汰，行业产能过剩逐渐缓解，盈利能力有所回升，加之染料占印染成本比重较低，因此印染行业有能力消化染料价格上涨带来的成本压力。

图 17 国内印染布产量及增速



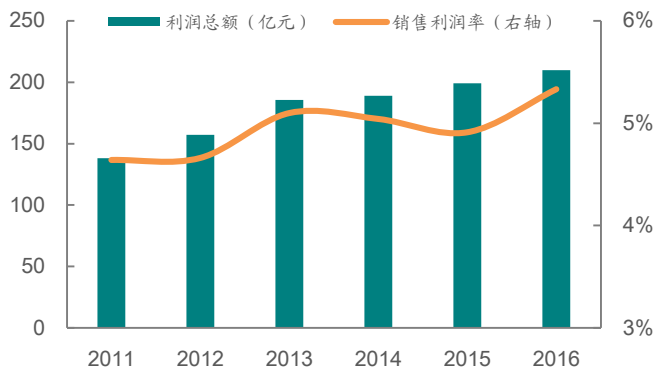
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 18 我国服装及衣着附件出口同比增长



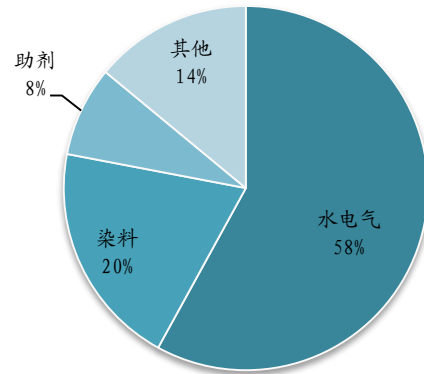
数据来源: 中国染料工业协会、广发证券发展研究中心

图 19 近几年规模以上印染利润总额及利润率情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 20 染料占印染成本比重较低

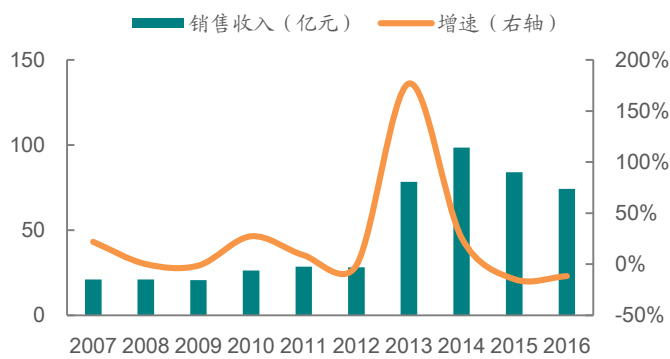


数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

（三）浙江龙盛：技术型、环保型染料龙头企业

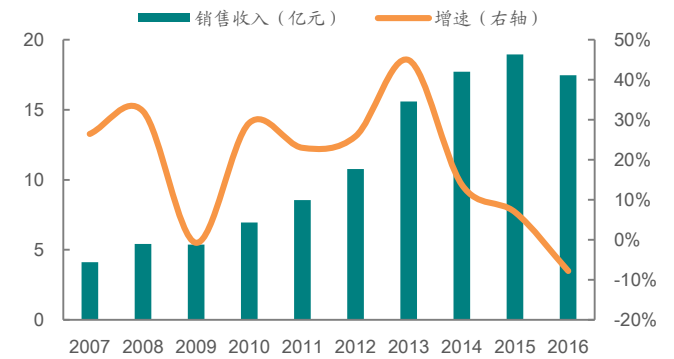
浙江龙盛是全国最大的染料生产基地。公司 2016 年实现染料销量 19.6 万吨，在全球市场中列居首位。此外公司具备明显的环保和技术优势。**环保方面**，公司在浙江上虞生产基地构建了“染料-中间体-硫酸-减水剂”循环经济一体化产业园，提出“零排放”管理概念，为公司在环保日趋严厉下的稳定发展提供了保障；**技术方面**，目前公司具备专利权的染料产品已经占据了分散染料接近 50% 的市场。伴随染料行业下游需求回暖，以及环保趋严下，染料价格提振，公司染料及中间体收入有望迎来新一轮增长。

图 21 浙江龙盛染料销售收入及增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 22 浙江龙盛中间体销售收入以及增速

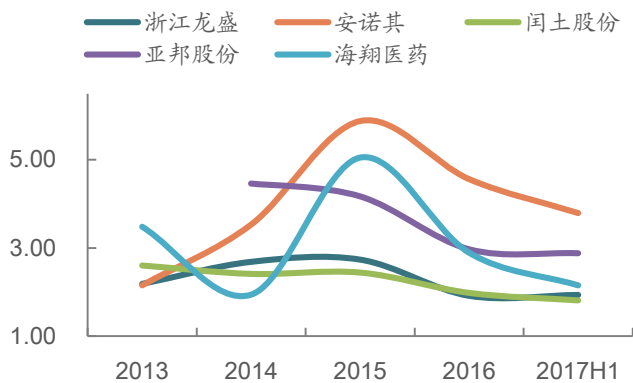


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(四) 同业对比：盈利能力较高，相对估值较低

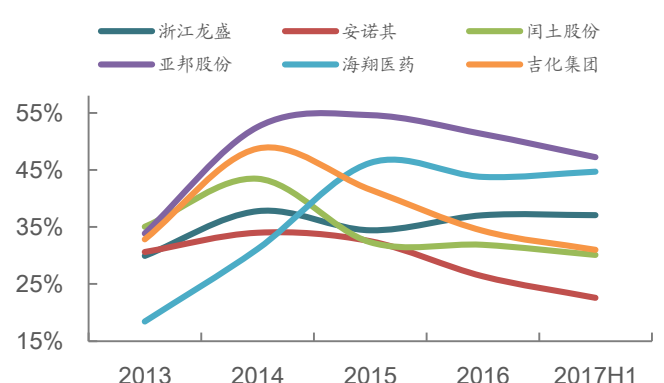
相较于相关染料行业以及化工行业其它细分领域的上市公司，浙江龙盛盈利能力较高，相对估值较低。对比化工行业其它细分领域上市公司：对比万华化学、龙蟒佰利、康得新等化工板块中各细分行业的龙头企业，估值也同样比较有吸引力。

图 23 染料行业上市公司 PB (MRQ) 比较



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 24 染料行业上市公司销售毛利率比较



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表 5 浙江龙盛和部分化工上市公司估值比较

公司	浙江龙盛	万华化学	龙蟒佰利	康得新	合力泰
股本 (亿股)	32.53	27.34	20.32	35.34	31.28
市值 (亿元)	371.21	1,017.87	381.63	685.63	340.36
2017H1 ROE (%)	6.41	27.13	10.42	7.79	5.56
2017H1 销售毛利率 (%)	37.10	38.82	45.21	37.85	17.56
PB (LF)	2.32	4.85	2.98	4.12	3.63
PE (TTM)	17.86	14.19	22.70	29.56	31.73

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

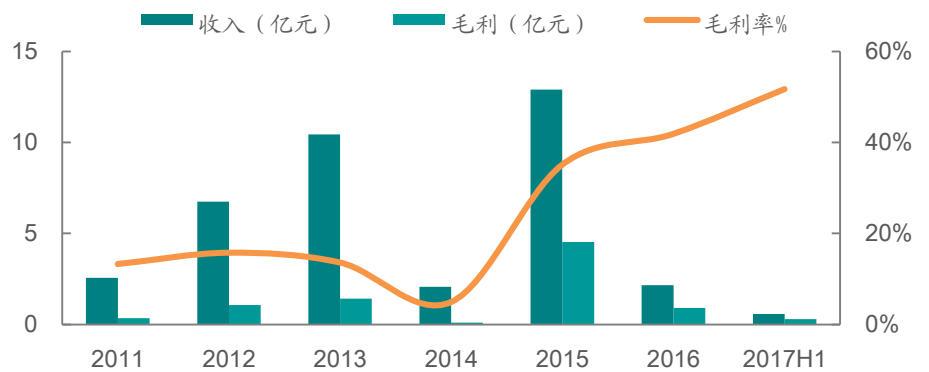
三、房产租金、资产增值双驱动业绩增长

(一) 房地产行业及公司业务概况

近年来，除了公司主营业务染料、中间体、助剂、无机产品的生产与销售外，**房地产业务**是公司的另一板块利润增长点。

公司自 2009 年起开始再上海运作多个旧区改造及商业广场项目，已积累了丰富的运作经验，建立了完善的质量管理体系和控制标准。并凭借优异的产品品质在业内树立了一定的品牌形象。

图 25 浙江龙盛房地产业务收入、毛利及毛利率



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

公司房地产业务毛利率近年来呈上升趋势，2016 年超过 40%。目前公司的房地产业务中，具体情况如下表：

表 6 已开发完成项目

项目名称	开工时间	竣工时间	总投资 (亿元)	可售面积 (平方米)
上海市静安区 319 街坊就近安置动迁配套商品房项目 (龙盛佳苑)	2010.01	2011.12	10.11	86198
上海市静安区 348、349 街坊彭越浦 6 号地块就近安置动迁配套商品房项目 (龙盛雅苑)	2010.08	2012.12	8.89	72081
龙盛蓝郡项目一期	2010.11	2013.5	5.30	139332
龙盛蓝郡项目二期	2010.01	2015.7	2.70	
上海龙盛国际商业广场项目-酒店式公寓	2011.09	2015.8	17.00	21854 平方米已全部售出，剩余租赁部分可租面积为 39180 平方米。
上海龙盛国际商业广场项目-办公楼	2011.09	2016.6		
合计	-	-	43.90	-

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 7 待开发完成项目

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资(亿元)	备注
上海市静安区黄山路地块 271、275 街坊就近安置动迁配套商品房项目 (闸北区大宁社区动迁安置房项目)	2016.12	2019.6	27	规划用地面积约为 58760 平方米, 其中教育用地面积 17140 平方米, 居住用地面积 41620 平方米
上海市静安区大统基地旧区改造项目	[注]	2020.12	71	可售面积 94220 平方米
上海市闸北区 51~55 街坊及 73 街坊旧区改造项目 (华兴新城)	[注]	2023	250	1 幢限高 320 米的商办楼、地上商业和地下一层商业; 住宅以及 2 幢限高 100 米公寓办公楼

注: 子公司以毛地出让方式取得地块, 须承担拆迁支出, 待拆迁完成后方能动工

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(1) 闸北区大宁社区动迁安置房项目 (在建)

2014 年 7 月 11 日, 浙江龙盛与上海市闸北区土地发展中心及上海市闸北区旧区改造动拆迁总指挥部办公室签订了《闸北区“黄山路地块(271、275 街坊)就近安置动迁配套商品房”项目合作框架协议》, 项目位于西宝兴路以西, 黄山路、中山北路以北, 平型关路以东, 民和路以南, **标的地块规划用地面积约为 58760 平方米, 其中教育用地面积 17140 平方米, 居住用地面积 41620 平方米。**

公司子公司晟宇置业成功竞得上海市闸北区大宁社区 N070303 单元 142-03 街坊旧区改造动迁安置房地块的土地使用权。该项目属于上述黄山路地块动迁配套商品房项目的一期, **地块总面积 39378.70 平方米, 出让面积 36019.70 平方米**, 成交价格 12.97 亿元, 将用于开发动迁安置房。待地块开发建成后, 动拆迁总指挥部办公室将向晟宇置业购买该项目, 以该项目实际成本(包括土地出让金、建安费用、税费、资金成本、管理费用等)加上 5% 的利润率确定购房款总价。

(2) 大统基地旧区改造项目 (拟建)

浙江龙盛全资子公司龙盛置业于 2015 年 6 月收购北航置业 100% 股权。北航置业是大统路地块开发主体。**项目总占地面积 2.60 万平方米左右, 总建筑面积约 11.63 万平方米, 计划用于住宅+商业开发。**

(3) 华兴新城项目 (拟建)

浙江龙盛于 2015 年末收购华海公司 100% 股权, 是该项目的开发公司, 此项目列入上海市“十二五”旧区改造规划及 2015 年旧区改造计划, 并纳入闸北区 2015 年国民经济和社会发展年度计划, 属于重大民生工程。

2016 年 1 月, 浙江龙盛于与闸北区人民政府签订《闸北区 51~55 街坊及 73 街坊旧区改造项目合作协议》及补充协议等, 将在该地块开发办公楼及住宅, 开发主体为晟诺置业(华海公司新设子公司)。

四、盈利预测

预计公司 17-19 年 EPS 为 0.71、0.77 和 0.83 元，对应 17-19 年动态估值分别为 16、15 和 14 倍，综合公司发展情况及估值水平，维持“买入”评级。

盈利预测关键假设：

- 1、在环保趋严的背景下，公司作为行业龙头企业，分散和活性染料价格持续受益；
- 2、在环保趋严的背景下，中间体产品价格不断上涨，公司将受益于产业一体化布局；
- 3、在下游纺织服装需求回暖的情况下，染料行业整体需求量稳定增加；
- 4、减水剂、无机产品等业务稳定运行；
- 5、房地产租金、资产增值等预测，参照公司相关公告和项目进程进行预测。

五、风险提示

- 1、企业自身环保控制低于预期；
- 2、印染行业持续低迷；
- 3、地产改造项目进度及盈利低于预期。

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	15870	25123	30116	35348	41007
货币资金	3675	3427	4728	4404	5154
应收及预付	4661	4557	6020	6576	7485
存货	6763	16772	19000	24000	28000
其他流动资产	770	367	367	367	367
非流动资产	10743	14814	14445	14249	14016
长期股权投资	347	470	470	470	470
固定资产	4917	5177	4865	4540	4229
在建工程	741	348	286	219	130
无形资产	677	1207	1213	1408	1575
其他长期资产	4062	7611	7611	7611	7611
资产总计	26368	39542	44167	49202	54628
流动负债	8544	10450	12251	14268	17001
短期借款	3111	3625	4125	5525	7425
应付及预收	3060	4504	4804	5421	6254
其他流动负债	2373	2322	3322	3322	3322
非流动负债	2956	12051	12551	13051	13051
长期借款	2607	5715	6215	6715	6715
应付债券	5489	5489	5489	5489	5489
其他非流动负债	349	847	847	847	847
负债合计	11500	22501	24802	27319	30052
股本	3253	3253	3253	3253	3253
资本公积	1545	1552	1552	1552	1552
留存收益	8810	10490	12814	15332	18025
归属母公司股东权益	13608	15295	17620	20138	22831
少数股东权益	1260	1746	1746	1746	1746
负债和股东权益	26368	39542	44167	49202	54628

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	14842	12356	16662	18210	20682
营业成本	9731	7774	10369	11467	13079
营业税金及附加	168	79	133	136	158
销售费用	1047	986	1252	1374	1566
管理费用	1298	1224	1586	1757	1986
财务费用	226	233	515	583	692
资产减值损失	39	277	570	390	440
公允价值变动收益	0	1005	0	0	0
投资净收益	849	320	517	507	479
营业利润	3183	3109	2753	3010	3238
营业外收入	201	161	169	170	171
营业外支出	52	80	79	79	76
利润总额	3333	3190	2844	3101	3333
所得税	455	708	519	583	640
净利润	2878	2482	2324	2518	2694
少数股东损益	337	453	0	0	0
归属母公司净利润	2541	2029	2324	2518	2694
EBITDA	3197	2890	3943	4137	4592
EPS (元)	0.78	0.62	0.71	0.77	0.83

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1629	-6075	496	-1728	-520
净利润	2878	2482	2324	2518	2694
折旧摊销	598	596	622	661	700
营运资金变动	-1273	-8470	-2961	-5329	-4516
其它	-575	-683	512	422	602
投资活动现金流	-181	-2020	354	134	106
资本支出	-497	-217	-163	-373	-373
投资变动	-490	-1889	517	507	479
其他	806	86	0	0	0
筹资活动现金流	7226	10184	451	1270	1164
银行借款	8063	10881	1000	1900	1900
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	1147	5	0	0	0
其他	-1984	-702	-549	-630	-736
现金净增加额	8674	2089	1301	-324	750
期初现金余额	1603	3675	3427	4728	4404
期末现金余额	10277	5764	4728	4404	5154

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-2.0	-16.8	34.9	9.3	13.6
营业利润增长	-4.3	-2.4	-11.4	9.3	7.6
归属母公司净利润增长	0.3	-20.2	14.5	8.3	7.0
获利能力(%)					
毛利率	34.4	37.1	37.8	37.0	36.8
净利率	19.4	20.1	13.9	13.8	13.0
ROE	18.7	13.3	13.2	12.5	11.8
ROIC	15.3	7.6	10.6	9.3	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	43.6	56.9	56.2	56.5	57.0
净负债比率	0.2	0.8	0.6	0.7	0.6
流动比率	1.86	2.40	2.46	2.48	2.41
速动比率	1.05	0.78	0.89	0.78	0.75
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.37	0.39	0.39	0.40
应收账款周转率	6.14	5.68	5.96	5.89	5.88
存货周转率	1.62	0.66	0.54	0.54	0.54
每股指标(元)					
每股收益	0.78	0.62	0.71	0.77	0.83
每股经营现金流	0.50	-1.87	0.15	-0.53	-0.16
每股净资产	4.18	4.70	5.42	6.19	7.02
估值比率					
P/E	14.9	14.8	16.0	14.7	13.8
P/B	2.8	2.0	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.8	14.8	12.6	12.6	11.6

广发基础化工行业研究小组

- 王剑雨：首席分析师，中国人民大学经济学博士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009年进入广发证券发展研究中心。
- 郭敏：资深分析师，同济大学材料学硕士，6年基础化工和新材料行业研究经验，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 周航：高级分析师，华南理工大学管理学硕士，工学学士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 吴鑫然：联系人，中山大学金融硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。