

从三大逻辑看好公司未来发展

投资要点

- **从三大逻辑看好公司未来发展:** (1) 公司是全球纺织化学品行业第一, 手握龙盛和德司达两大品牌, 国际化程度最高, 在印染产业向海外转移的趋势下受益。(2) 染料和中间体行业经过两年的去库存和环保高压带来的供给侧收紧, 今年行业景气度开始回升, 中间体业务表现出色, 有望维持。(3) 房地产业务给公司带来更大的业绩弹性。
- **公司是全球最大的纺织用化学品企业, 全球化布局独具慧眼, 德司达的价值越发突出, 护城河较深。**公司目前具有染料 28.32 万吨、助剂 9.97 万吨、中间体 11.5 万吨、减水剂 20 万吨、无机产品 155.8 万吨的产能规模。目前公司拥有龙盛和德司达两大染料品牌。近几年由于供给侧改革和环保压力愈发突出, 下游印染行业的生产成本越来越高, 整个产业海外转移的趋势明显。因为公司有龙盛及德司达两大品牌, 实则公司是产业转移的受益方, 目前公司收入结构中海外销售占比一半。公司并购德司达的价值越发凸显。
- **染料和中间体景气度回升, 中间体业务表现出色, 后续有望维持。**染料和中间体行业经过两年的去库存和环保高压带来的供给侧收紧, 今年行业景气度开始回升, 中间体业务上半年表现出色, 行业马太效应显著, 后续有望维持。
- **房地产业务给公司带来更大的业绩弹性。**公司主要以土地的一二级联动形式从事上海旧房改造建设, 目前已完工项目每年带来稳定的租金收入。公司还有三大未完工房地产项目, 地处上海, 计划总投资 348 亿元, 房地产开发将在未来几年对公司业绩产生贡献。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.73 元、0.86 元、0.93 元, 未来三年归母净利润将保持 14% 的复合增长率。目前 SW 纺织化学用品行业整体市盈率 30.75 倍, 我们给予公司 2017 年 20 倍估值, 对应目标价 14.60 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司房地产业务在建项目未来投资金额较大, 存在较大外部融资压力, 该业务也受到国家宏观调控的影响, 未来可能形成风险。股权投资规模持续加大, 可能形成风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12355.53	15092.46	18507.53	19640.72
增长率	-16.75%	22.15%	22.63%	6.12%
归属母公司净利润(百万元)	2029.01	2376.40	2801.88	3010.33
增长率	-20.16%	17.12%	17.90%	7.44%
每股收益 EPS(元)	0.62	0.73	0.86	0.93
净资产收益率 ROE	14.29%	14.88%	15.24%	14.38%
PE	17	15	12	12
PB	2.24	2.03	1.79	1.59

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

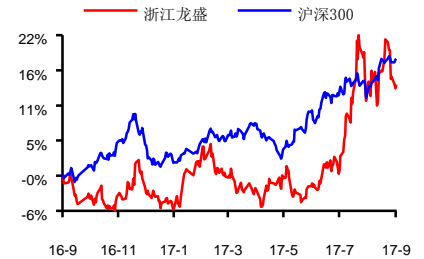
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	32.53
流通 A 股(亿股)	30.60
52 周内股价区间(元)	9.09-11.47
总市值(亿元)	349.73
总资产(亿元)	425.57
每股净资产(元)	4.91

相关研究

目 录

1 浙江龙盛是染料第一股，多元化发展	1
2 染料业务分析：受益于全球化布局、环保加强、马太效应明显	5
2.1 染料的工业化生产始于西方，现产能转移至亚洲	5
2.2 染料行业已经进入成熟期，分散染料和活性染料格局不同	8
2.3 印染行业海外转移考验染料企业国际化水平，当年并购德司达的价值愈发突出	11
2.4 环保加强收缩供给，染料价格回升，马太效应明显	14
3 中间体业务分析：复苏明显，安诺化学和鸿盛化工业绩出色	16
3.1 间苯二胺和间苯二酚销量全国居首位	16
3.2 从安诺化学的业绩可以看出，间苯二胺盈利情况好转	17
3.3 从鸿盛化工的业绩可以看出，间苯二酚盈利情况良好	17
4 房地产业务分析：租金收入和房地产开发驱动利润增长	18
4.1 已完工房地产项目：资金支出需求小，未来有租金收入	18
4.2 未完工房地产项目：地理位置优越，未来资金需求较大	19
5 其他业务分析：多元化经营仍在持续	21
5.1 股权投资分析：可供出售金融资产大幅上升，该类投资规模还在加大	21
5.2 减水剂业务分析：减水剂受宏观层面影响	21
5.3 无机化工业务分析：产品为一体化生产副产品，竞争力不足	22
5.4 汽配业务分析：仍处于探索阶段，预计不会有大规模投资	22
6 盈利预测	23
7 风险提示	24

图 目 录

图 1: 公司生产的主要产品及其主要上下游关系	1
图 2: 公司 2017 年上半年主营业务结构情况 (含内部抵消)	2
图 3: 公司 2017 年上半年主营业务毛利情况 (含内部抵消)	2
图 4: 近年来的营业收入及增速	2
图 5: 近年来的归母净利润及增速	2
图 6: 部分染料化学结构	5
图 7: 浙江龙盛分散染料生产流程 (不含德司达)	6
图 8: 浙江龙盛活性染料生产流程 (不含德司达, 以“活性红 195”为例)	7
图 9: 分散染料及其下游表观消费量	8
图 10: 活性染料及其下游表观消费量	8
图 11: 国内分散染料产能分布	9
图 12: 吉华集团、安诺其分散染料毛利率 2013 年后提升至 40% 以上, 和原料价格关系不大	9
图 13: 国内活性染料产能分布	10
图 14: 吉华集团分散染料毛利率 2013 年后提升至 40% 以上, 和原料价格关系也不大	10
图 15: 浙江龙盛销售区域占比结构变化	11
图 16: 德司达历史	11
图 17: 德司达分散染料生产工艺	12
图 18: 德司达活性染料生产工艺	13
图 19: 德司达助剂生产工艺	13
图 20: 德司达资产和负债情况 (单位: 万元)	14
图 21: 德司达收入、净利润和经营现金流情况 (单位: 万元)	14
图 22: 染料工业废水治理工程工艺流程图	15
图 23: 分散染料价格	16
图 24: 活性染料价格	16
图 25: 中间体业务收入、毛利、毛利率	16
图 26: 中间体近 2014-2016 年销量	16
图 27: 安诺化学的经营数据 (包括内部抵消)	17
图 28: 鸿盛化工的经营数据 (包括内部抵消)	18
图 29: 公司房地产业务收入和毛利率	18
图 30: 可供出售金融资产和投资收益历史数据	21
图 31: 减水剂业务收入、毛利、毛利率	22
图 32: 无机化工业务收入、毛利、毛利率	22

表 目 录

表 1：公司财务数据分析（单位：亿元）	2
表 2：公司已完工房地产项目情况	19
表 3：公司未完工房地产项目情况	19
表 4：分业务收入及毛利率	23
附表：财务预测与估值	25

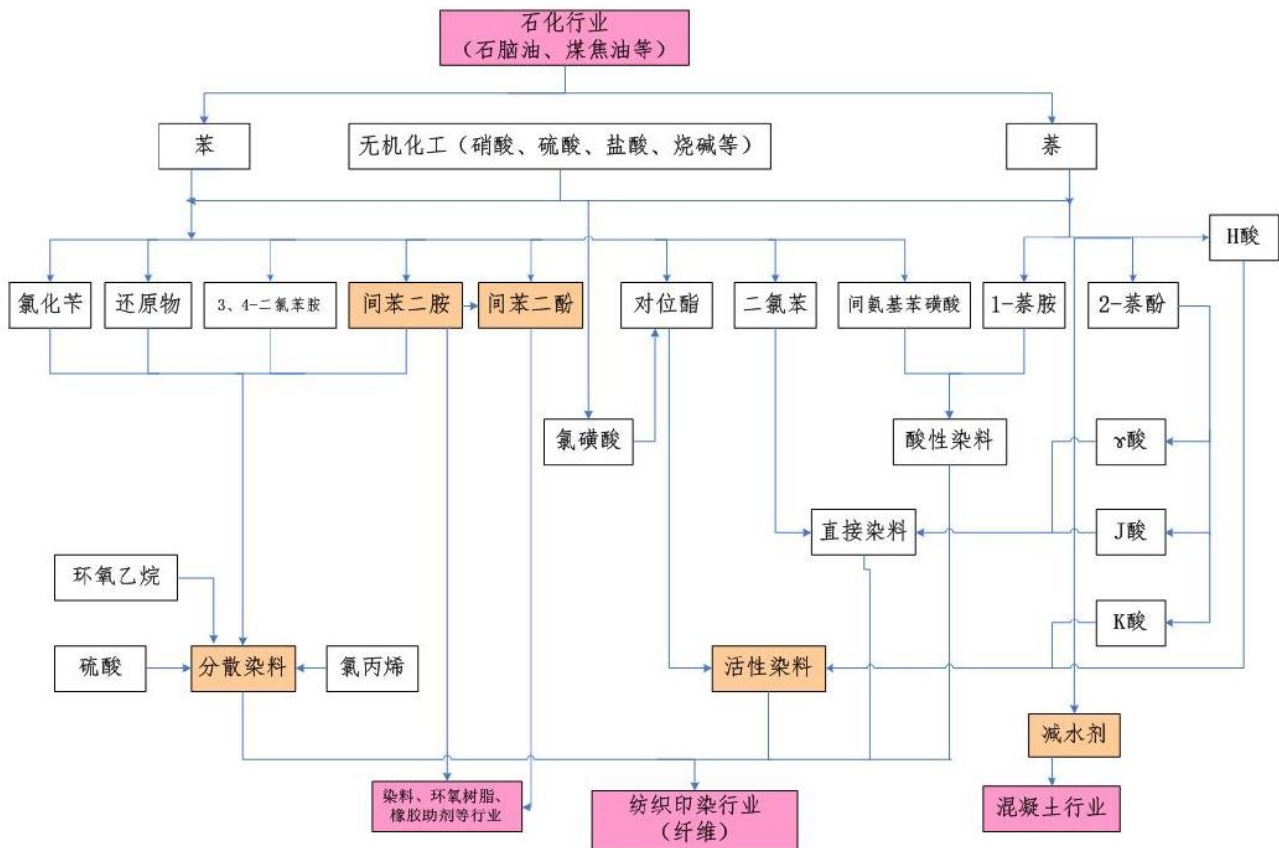
1 浙江龙盛是染料第一股，多元化发展

浙江龙盛是国内上市的第一个染料股，公司于 2003 年 8 月 1 日在上交所挂牌交易，公司是全球最大的纺织用化学品生产销售企业。截至目前，公司的产权以及管理结构无较大变化，公司的控股股东和实际控制人为阮水龙、阮伟祥和项志峰，三人合计持有公司股份 8.56 亿股，持股比例为 26.33%。

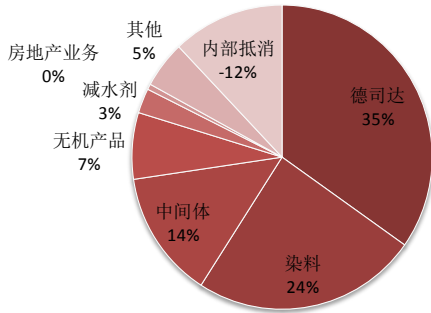
公司采取多元化发展的战略，以染料业务为依托，向上游中间体及无机化工领域渗透，并横向发展减水剂等相关产品，经过多年的发展，公司的化工业务已形成较强的竞争实力。同时，公司积极向汽车配件、房地产领域拓展，并通过持有的部分企业股权和债券进行投资，进一步提高收益。截止 2017 年上半年，公司纳入合并报表范围的子公司有 111 家。

公司目前具有染料 28.32 万吨、助剂 9.97 万吨、中间体 11.5 万吨、减水剂 20 万吨、无机产品 155.8 万吨的产能规模。

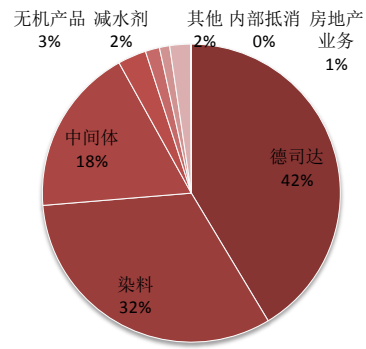
图 1：公司生产的主要产品及其主要上下游关系



数据来源：公司公告，西南证券整理

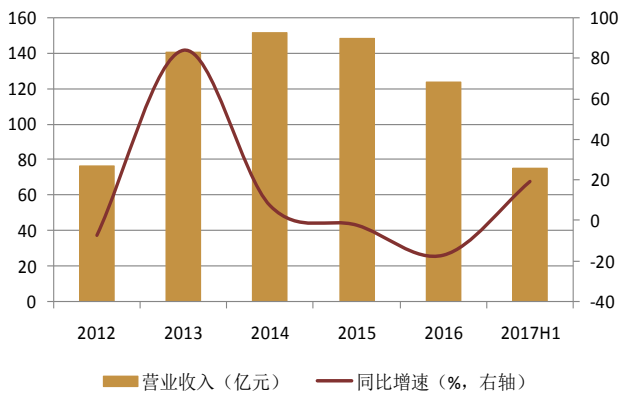
图 2: 公司 2017 年上半年主营业务结构情况 (含内部抵消)


数据来源: Wind, 西南证券整理

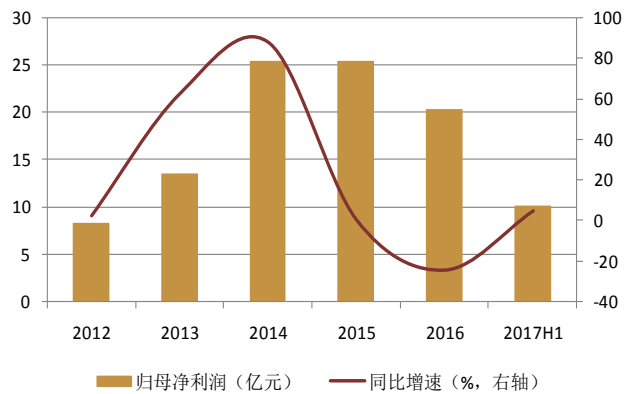
图 3: 公司 2017 年上半年主营业务毛利情况 (含内部抵消)


数据来源: Wind, 西南证券整理

从上面可以看出, 包括德司达在内, 染料和中间体业务是公司收入和盈利的主要来源。

图 4: 近年来的营业收入及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 近年来的归母净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

表 1: 公司财务数据分析 (单位: 亿元)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 上半年
利润表摘要						
营业总收入	76.49	140.86	151.50	148.42	123.56	75.15
同比(%)	-7.05	84.14	7.55	-2.03	-16.82	19.50
营业总成本	72.35	124.90	122.66	125.08	105.72	61.92
营业利润	5.88	16.98	33.28	31.83	31.09	14.17
同比(%)	-25.46	188.77	95.95	-4.34	-9.05	1.15
利润总额	9.62	18.18	33.32	33.33	31.90	14.23
同比(%)	0.08	88.92	83.34	0.02	-10.56	-7.57
净利润	8.09	14.63	28.08	28.78	24.82	11.67
归属母公司股东的净利润	8.30	13.49	25.33	25.41	20.29	10.13
同比(%)	2.39	62.49	87.77	0.32	-24.35	4.83
非经常性损益	6.41	1.95	3.33	8.89	8.92	0.33

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017上半年
扣非后归属母公司股东的净利润	1.89	11.54	22.01	16.53	11.37	9.80
同比(%)	-62.14	509.53	90.75	-24.90	-31.37	54.93
研发费用	2.42	4.52	5.68	5.25	5.48	2.94
EBIT	5.47	18.40	31.44	25.89	22.36	14.78
EBITDA	8.94	23.00	36.78	31.87	28.32	18.04
资产负债表摘要						
流动资产	104.49	109.72	138.50	158.87	251.23	271.08
固定资产	40.27	45.82	49.60	49.17	51.77	49.69
长期股权投资	4.13	7.30	2.71	3.47	4.70	4.88
资产总计	171.53	189.75	230.25	266.31	399.36	425.57
同比(%)	-1.66	10.62	21.34	15.66	48.66	25.61
流动负债	76.55	67.68	90.62	85.44	104.50	124.77
非流动负债	11.27	22.64	17.43	30.15	121.19	121.75
负债合计	87.81	90.32	108.05	115.59	225.69	246.52
同比(%)	-12.63	2.86	19.62	6.98	95.25	38.08
股东权益	83.72	99.42	122.20	150.72	173.67	179.06
归属母公司股东的权益	76.49	91.64	111.88	138.12	156.22	159.75
同比(%)	13.41	19.80	22.08	23.46	11.94	10.40
资本公积金	22.41	27.15	21.01	15.45	15.52	15.52
盈余公积金	1.89	2.38	3.28	4.11	4.98	4.98
未分配利润	36.73	47.23	67.54	83.99	99.92	103.54
现金流量表摘要						
销售商品提供劳务收到的现金	89.76	132.99	174.17	100.12	96.70	52.70
经营活动现金净流量	10.89	8.92	26.49	16.29	-60.75	-11.10
购建固定无形长期资产支付的现金	7.18	8.87	16.72	5.16	4.13	7.47
投资支付的现金	3.44	11.54	11.09	16.43	29.82	14.13
投资活动现金净流量	1.51	-12.76	-27.94	-1.81	-20.20	-9.32
吸收投资收到的现金		3.77	1.33	11.47	0.05	
取得借款收到的现金	44.51	69.56	51.57	80.63	108.81	103.73
筹资活动现金净流量	-25.56	6.06	1.13	9.06	76.01	13.97
现金净增加额	-13.18	2.14	-0.38	24.03	-3.54	-6.13
期末现金余额	9.70	11.84	11.46	35.49	32.01	25.87
折旧与摊销	3.46	4.60	5.33	5.98	5.96	3.26
关键比率						
ROE(摊薄)(%)	10.85	14.72	22.64	18.40	12.99	6.34
ROE(加权)(%)	11.56	16.19	24.97	20.09	13.76	6.28
扣非后 ROE(摊薄)(%)	2.47	12.59	19.67	11.97	7.28	6.13
ROA(%)	4.71	8.10	13.37	11.59	7.46	2.83
ROIC(%)	7.10	10.18	16.12	13.32	7.51	2.98

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 上半年
销售毛利率(%)	19.20	29.94	37.80	34.44	37.08	37.10
销售净利率(%)	10.58	10.38	18.53	19.39	20.09	15.53
EBIT Margin	12.80	14.01	23.24	23.23	27.08	21.07
EBITDA Margin(%)	17.33	17.28	26.76	27.26	31.91	25.42
资产负债率(%)	51.19	47.60	46.93	43.41	56.51	57.93
资产周转率(倍)	0.44	0.78	0.72	0.60	0.37	0.18
销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)	117.35	94.42	114.97	67.46	78.26	70.12
每股指标						
EPS(稀释)	0.57	0.91	1.66	0.79	0.62	0.31
EPS(基本)	0.57	0.91	1.66	0.79	0.62	0.31
扣非后 EPS(基本)	0.13	0.78	1.44	0.52	0.35	0.30
每股净资产 BPS	5.21	6.05	7.31	4.25	4.80	4.91
每股销售额 SPS	5.21	9.29	9.90	4.56	3.80	2.31
每股经营现金流 OCFPS	0.74	0.59	1.73	0.50	-1.87	-0.34
每股现金净流量 CFPS	-0.90	0.14	-0.02	0.74	-0.11	-0.19
P/E(TTM)	15.63	15.51	12.24	13.37	18.23	13.92
P/E(LYR)	10.99	24.14	22.32	14.95	11.79	15.28
P/B(MRQ)	1.17	2.19	2.69	2.74	1.92	1.94
P/S(TTM)	1.13	1.60	2.05	2.48	2.48	2.34
其他						
员工总数(人)	9,169	9,515	10,261	8,340	7,926	7,926

数据来源: Wind, 西南证券整理

从上面的数据可以看出, 公司近几年做到了减员增效, 虽然 2013 年德司达并表, 收入提升, 但公司员工总数自 2014 年以来开始逐步下降, 目前员工总数 7926 人。另外, 公司每年的研发费用在 5-6 亿元之间, 保持了相对的稳定。

从利润表来看, 公司的收入和利润呈现出一定的周期性。从资产负债表来看, 公司由于进行房地产业务, 近几年其资产负债表大幅提升, 在资产端, 由于房地产业务, 存货科目增长迅速, 流动资产增加较多, 固定资产则变化不大。另外, 由于公司近几年股权投资的持续增加, 公司的可供出售金融资产这一科目增加也较多, 体现为公司非流动资产一项有一定的增加。从现金流量表来看, 房地产业务也导致公司近几年经营性现金净流量为负, 筹资活动现金净流量为正。

从盈利指标来看, 公司年化 ROE 始终保持在 10% 以上, 毛利率也保持平稳, 在 37% 附近, 但 ROIC、ROA 等下降。另外, 公司的资产周转率下降, 资产负债率略有提升。

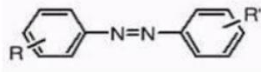
2 染料业务分析：受益于全球化布局、环保加强、马太效应明显

2.1 染料的工业化生产始于西方，现产能转移至亚洲

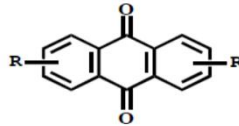
染料是指能使纤维织物或其他物质染成鲜艳而坚固的颜色的物质。按照染料的不同化学结构，可将染料分为偶氮染料、蒽醌染料、芳甲烷染料、靛族染料、硫化染料、酞菁染料、硝基和亚硝基染料等。

图 6：部分染料化学结构

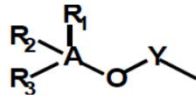
偶氮类



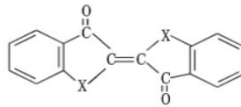
蒽醌类



芳甲烷类



靛类

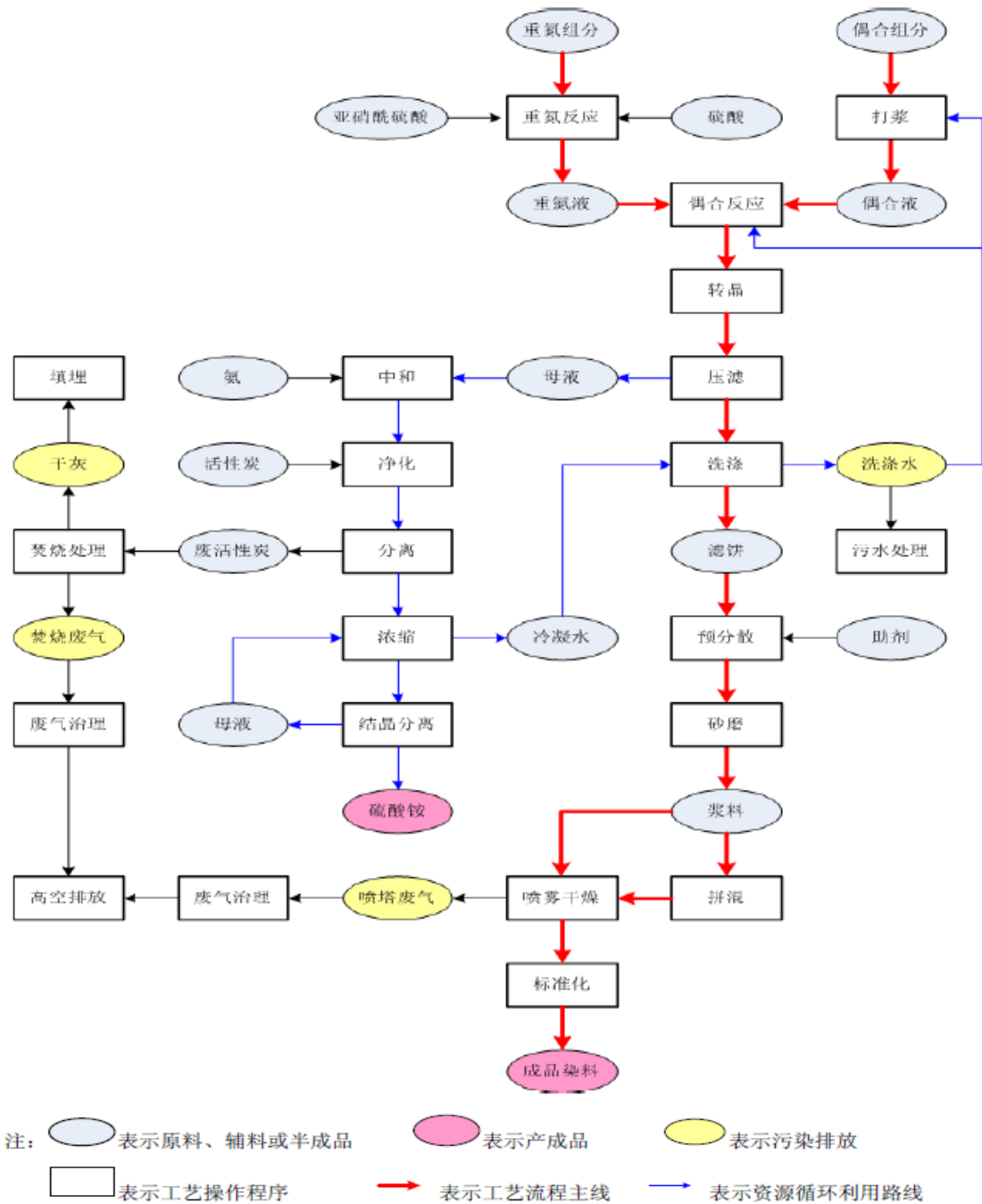


数据来源：西南证券整理

根据染料性质及应用方法，还可将染料分为分散染料、活性染料、还原染料、酸性染料、直接染料等若干类别。

分散染料是所有染料类别中最为重要的品种。全球聚酯纤维（涤纶）的产量已达 4000 万吨以上，在全球所有纤维的产量中占比最大，2012 年时占比为 48.25%，而唯一能在聚酯纤维（涤纶）上染色和印花的则是分散染料。目前，分散染料在我国所有品种染料中产量最高、出口量最多。2015 年，我国分散染料产量为 44.71 万吨，占我国染料总产量的 48.49%。目前，我国生产的分散染料品种类型比较齐全，有偶氮类、蒽醌类和杂环类等。其中，偶氮类占比约 75%、蒽醌类占比约 20%、杂环类约 5%。偶氮结构的分散染料生产周期短、产量大、价格低、色谱全，在分散染料中占重要地位，约占分散染料总量的 75%；而蒽醌结构的分散染料具有生产周期较长、色泽鲜艳，匀染性好，耐日晒、耐洗、耐酸碱、耐汗渍等特点。

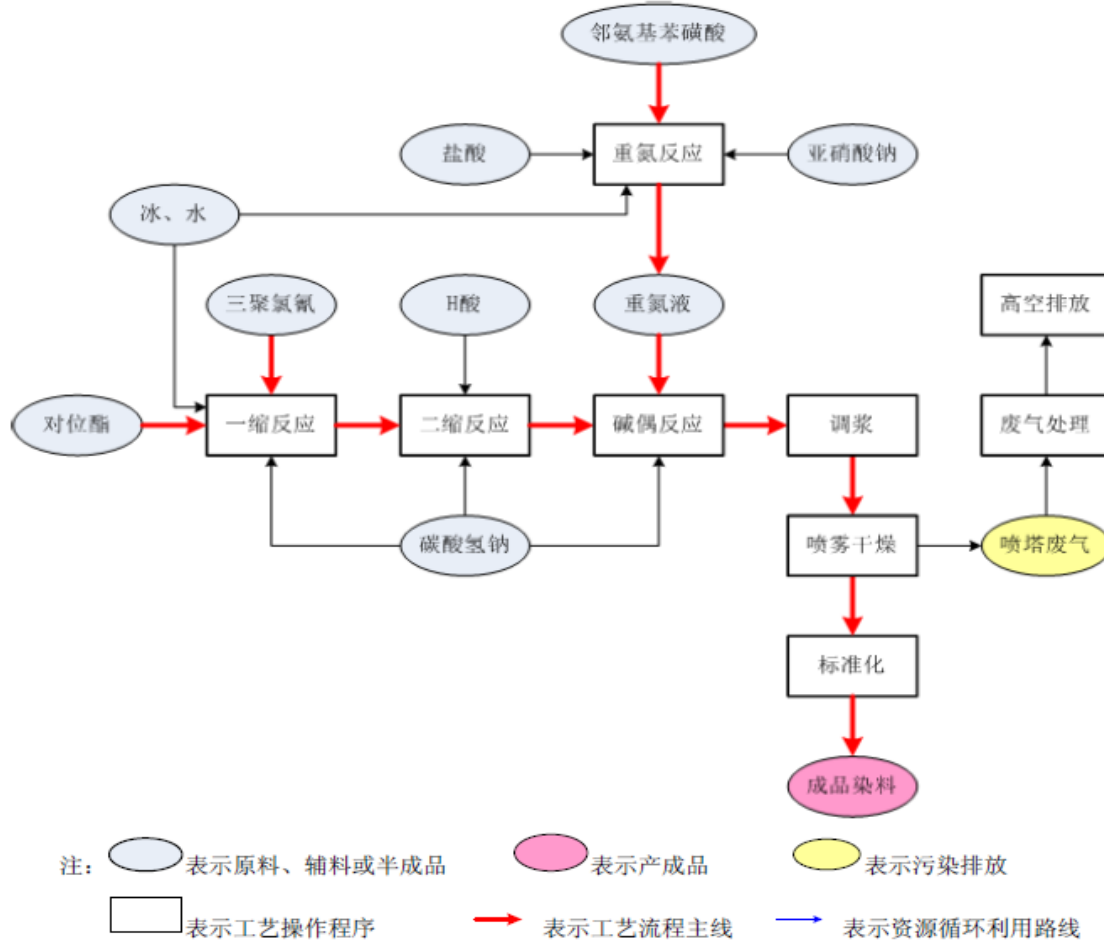
图 7: 浙江龙盛分散染料生产流程 (不含德司达)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

活性染料是系分散染料之外的第二大染料品种。2015 年,我国活性染料产量为 26.30 万吨, 占我国染料总产量的 28.52%。活性染料主要用于棉纤维及其纺织品的染色、印花, 也可用于麻、羊毛、蚕丝和一部分合成纤维的染色。H 酸和对位酯是生产活性染料用到的中间体, H 酸全名是 1-萘胺-8-羟基二磺酸单钠盐, 对位酯全名是对-β-羟基乙砒苯胺硫酸酯。

图 8：浙江龙盛活性染料生产流程（不含德司达，以“活性红 195”为例）



数据来源：公司公告，西南证券整理

硫化染料产量在国内各类染料产量中处于第三位，2015 年全行业硫化染料产量为 7.47 万吨，占我国染料总产量的 8.10% 左右。硫化染料主要生产商为山西临汾染化（集团）有限公司、天津染分化工有限公司及内蒙古雅布赖染料有限责任公司等。我国硫化染料的市场也处于成熟阶段，国内生产的硫化染料基本上能满足国内印染企业的需求。

酸性染料是一类用于羊毛、蚕丝、聚酰胺纤维的染色和印花的染料。阳离子染料是腈纶纤维的专用染料。

直接染料广泛地应用于针织、丝绸、棉纺、皮革、毛麻等行业，也用于粘胶纤维的染色。

还原染料是指经还原成为隐色体而后染色的不溶性染料。先在碱液中经还原作用变成可溶性的隐色体钠盐而为纤维素纤维吸着，再经过氧化，恢复成原来的不溶性染料，一般耐洗、耐晒坚牢度较高。主要用于棉、涤棉混纺织物印染，也可用于人丝、人丝人棉交织、真丝绸拔染印花。按其化学结构主要可分为靛类和蒽醌两大类。还原染料色谱较全，皂洗、日晒牢度比较高，但价格较高。

在合成染料被使用之前，世人所使用的染料均为天然染料。1856 年英国人柏琴发明了合成染料，从而拉开合成染料生产与应用的序幕。1947 年涤纶大规模投产，分散染料开始迅速发展，成为最大的染料品种。

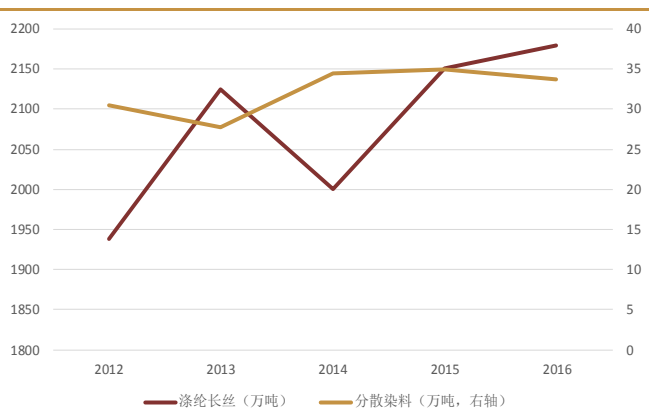
世界染料工业与纺织纤维工业的发展密切相关。近几年，随着世界纺织纤维工业的发展，世界染料工业保持了平稳的增长趋势。在世界染料市场上，2000 年前后经过兼并重组，强强联合，形成了国际上 3 家主要的全球性染料供应商：德司达、亨斯迈和科莱恩，并一度占据了全球市场 50% 左右的市场份额。此后，随着世界染料工业重心的转移，中国和印度的染料工业取得了长足的进展，逐渐成为世界染料的主要生产基地。在经济全球化发展的趋势下，跨国公司不断重组，重新配置资源，如德司达与浙江龙盛、印度 KIRI，巴斯夫与汽巴，亨斯迈与汽巴等，经过多轮兼并重组，全球染料生产集约化不断提高。正是由于这种染料制造产能及技术的转移，大大地推动和促进了亚洲国家染料工业的迅速发展，尤其是我国和印度增长最快，进一步确定了亚洲国家特别是我国的世界染料生产和供应中心地位。同时，亚洲各国染料公司之间的竞争开始显现，主要集中在中国、印度、韩国等。

2.2 染料行业已经进入成熟期，分散染料和活性染料格局不同

我们对染料行业长期跟踪后发现，印染行业的数据与染料行业的数据在近几年存在较大偏差，另外由于 2016 年三季度之后国家统计局不再公布印染行业相关数据，我们另寻可跟踪指标。

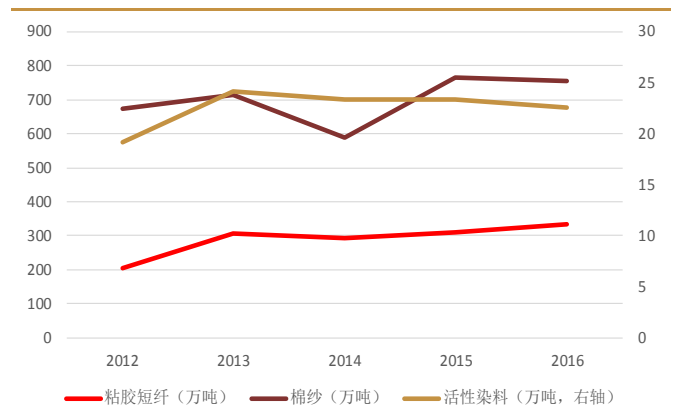
我们对染料下游从 2012 年至 2016 年的数据进行分析可以发现，染料的表现消费量增速和其对应的下游纤维的表现消费量增速一致。从近 4 年复合增速来看，分散染料表现消费量复合增长 2.56%，下游涤纶长丝表现消费量复合增长 2.96%；活性染料表现消费量复合增长 4.09%，下游棉纱、粘胶短纤的表现消费量复合增长 2.88%、13.28%。

图 9：分散染料及其下游表现消费量



数据来源：卓创资讯、西南证券整理

图 10：活性染料及其下游表现消费量



数据来源：卓创资讯、西南证券整理

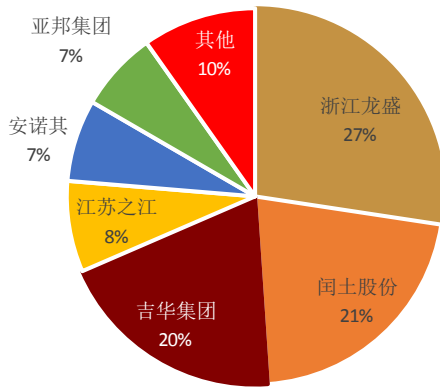
我们使用表现消费量这一数据来分析已经剔除了进出口数据的影响，但是可能存在社会库存、无法统计到的小企业产能等其他因素的影响。

考虑下游纺织品的未来发展速度，我们预计未来分散染料、活性染料的表现消费量增速将保持 2%-3%、4%-5% 的水平。

2.2.1 分散染料行业三足鼎立，毛利率受益于行业巨头间合作

分散染料经过多年的竞争和整合，已经实现了浙江龙盛、闰土股份、吉华集团三足鼎立的局面，三家企业占据七成左右的产能。

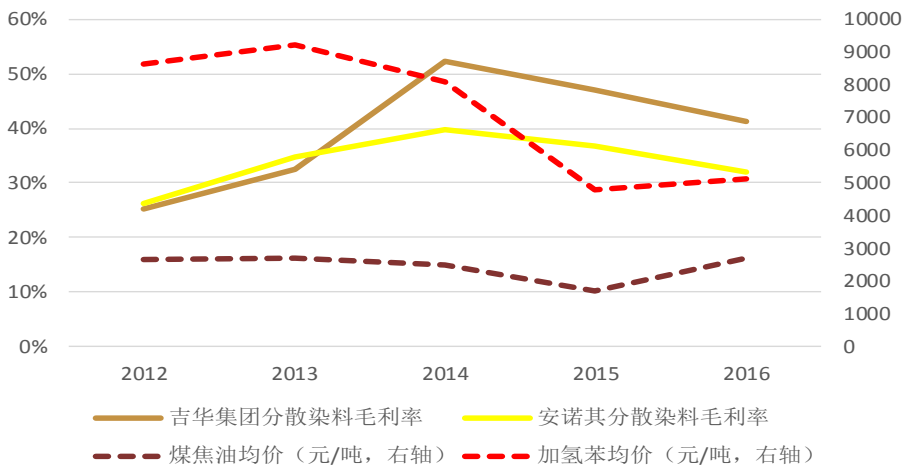
图 11：国内分散染料产能分布



数据来源：wind、西南证券整理

2013 年是分散染料行业的分水岭，之前和之后的毛利率有较大差别，主要原因来自于浙江龙盛和闰土股份之间专利纠纷案和解后带来的行业巨头之间协同度提升。

图 12：吉华集团、安诺其分散染料毛利率 2013 年后提升至 40% 以上，和原料价格关系不大



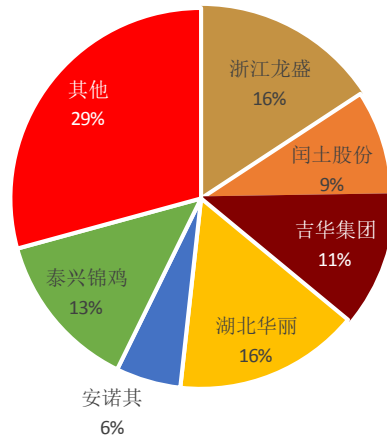
数据来源：wind、西南证券整理

从上图可以看出 2013 年开始分散染料毛利率开始大幅提升，而且其表现与上游原料关系不大。预计未来分散染料仍将保持这样的行业格局。

2.2.2 活性染料行业竞争激烈，毛利率受行业格局影响更大

活性染料市场目前仍然处于竞争阶段，毛利率受到成本的影响更大，在活性染料生产成本中，原材料占比约为八成。各大染料企业纷纷上马 H 酸和对位酯来降低自身盈利能力受到原材料价格扰动的风险。

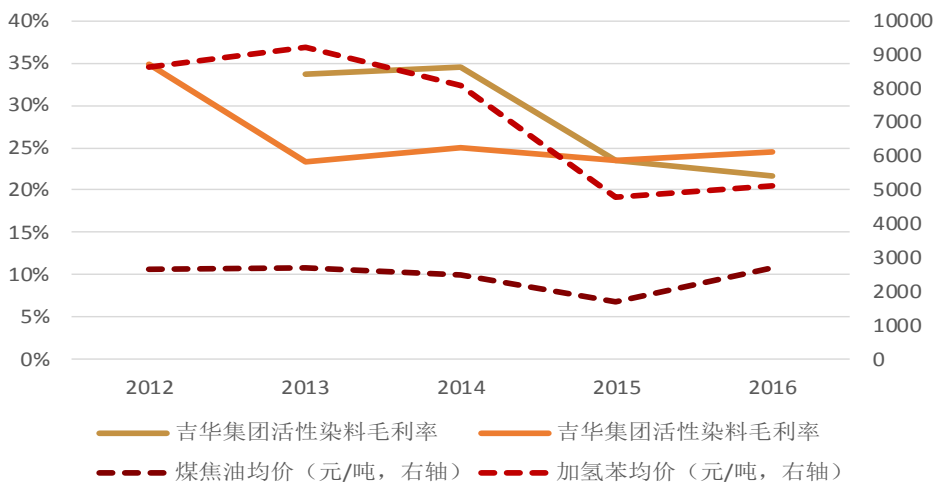
图 13：国内活性染料产能分布



数据来源：wind、西南证券整理

由于浙江龙盛和闰土股份没有单独披露相关数据，我们选取吉华集团和安诺其的活性染料毛利率来进行分析。

图 14：吉华集团分散染料毛利率 2013 年后提升至 40% 以上，和原料价格关系也不大



数据来源：wind、西南证券整理

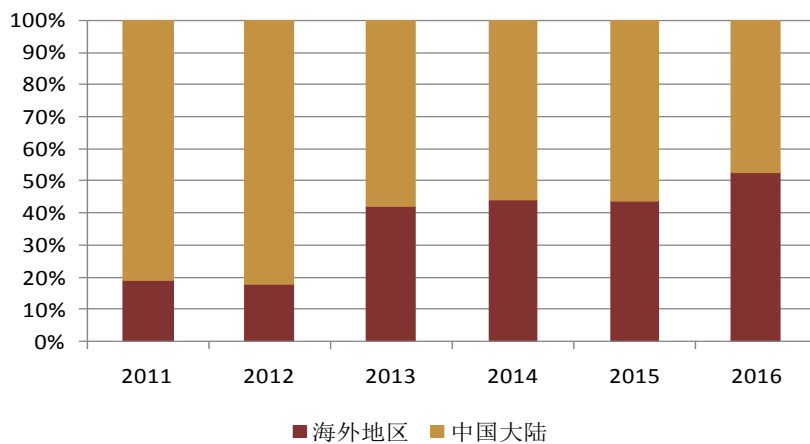
从上图可以看出 2013 年开始活性染料毛利率相对平稳，甚至有些许下跌，而且其表现与上游原料价格关系也不大，可见活性染料行业受行业内格局的影响更大，成本的涨跌和传导并不是十分顺畅。

2.3 印染行业海外转移考验染料企业国际化水平，当年并购德司达的价值愈发突出

公司于 2010 年并购德司达，2012 年 12 月 26 日通过下属子公司盛达国际完成了对德司达控股可转债的转股，合计持有德司达控股 62.43% 的股权，并于 2012 年末将其纳入合并报表。

近几年由于供给侧改革和环保压力愈发突出，下游印染行业的生产成本越来越高，整个产业海外转移的趋势明显。因为公司有龙盛及德司达两大品牌，实则公司是产业转移的受益方。公司在 2010 年并购德司达的价值越发凸显。龙盛在国内有较好的客户群体，在国外有德司达强大的销售体系，运输、仓储、服务可以第一时间为客户做好保障，这是同行所不具备的。因为国内染厂去海外设厂要控制产品质量、运输及服务风险，势必会选择可靠的品牌。

图 15：浙江龙盛销售区域占比结构变化



数据来源：Wind，西南证券整理

从公司的销售结构可以看出，并购德司达之后海外地区和国内的销售占比呈现对半开局面，公司的国际化程度最高。

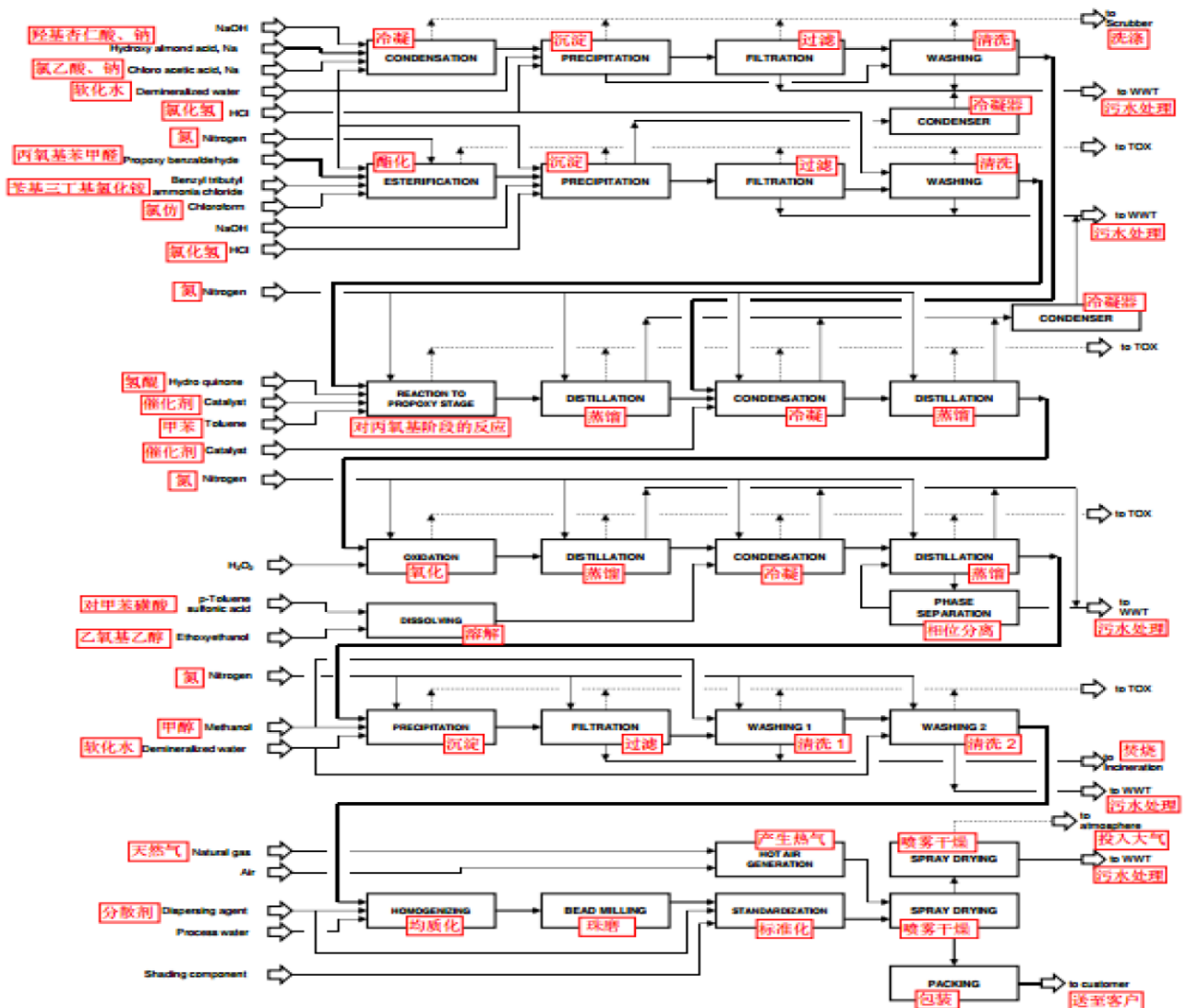
图 16：德司达历史



数据来源：公司网站，西南证券整理

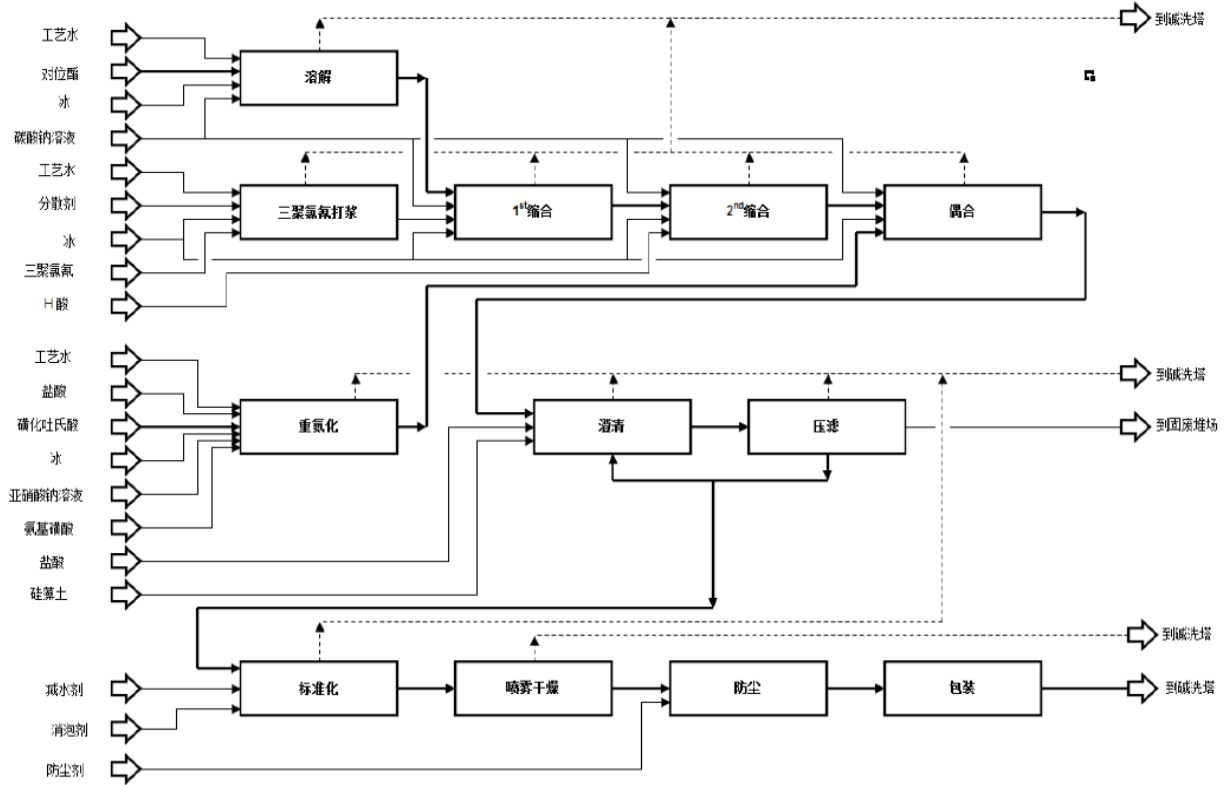
1995年,德国拜耳(Bayer)公司和赫斯特(Hoechst)公司的染料部门合并建立了德司达公司,1999年11月德国巴斯夫公司的纺织用染料和颜料部门也加入了进来,组成新的德司达公司。德司达集团是全球染料、染料解决方案、皮革解决方案、高性能化学品、新技术和定制生产特殊染料和颜料的全球领导者,是全球唯一能从设计到成品不同阶段提供纺织染料解决方案的公司。2008年因遭遇全球金融危机,德司达控股法兰克福公司(德司达集团原控股公司)资金链断裂,2009年9月德司达集团进入破产程序,2010年,新加坡KIRI(后更名为德司达控股,浙江龙盛持有其2200万欧元可转债)分两次完成对德司达的收购,2012年底浙江龙盛通过可转债转股将德司达控股纳入合并报表。德司达在全球拥有强大的零售商和品牌销售网络,覆盖所有主要纺织厂的渠道,在2011年底,德司达全球共有14个生产基地和遍布约50个国家或地区的销售网络,产品全球销售,主要客户包括知名国际品牌如Nike、Adidas、Wal-Mart等,其技术和应用被业界广泛认可。另外,目前公司的颜色标准及可持续发展解决方案业务由德司达主导,德司达引入杜邦DSS管理体系,持续完善可持续发展方案,该业务在公司主业中的毛利率最高,业务收入较小。

图 17: 德司达分散染料生产工艺



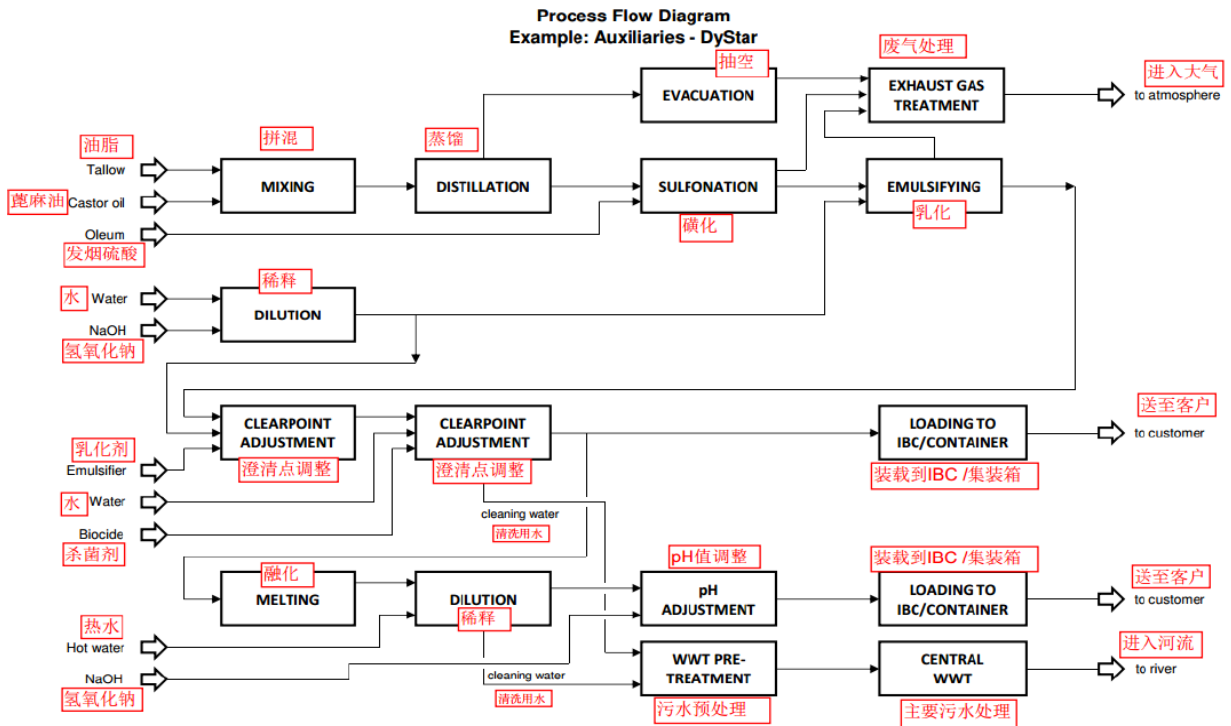
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 德司达活性染料生产工艺



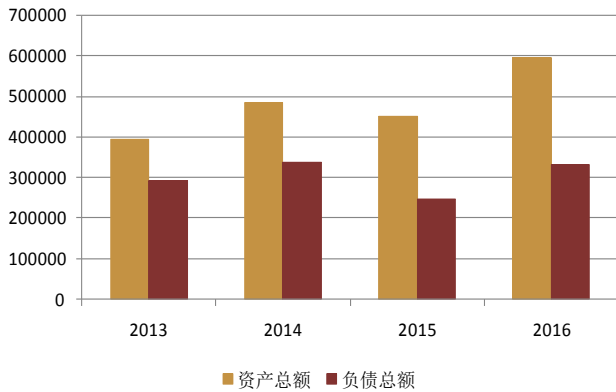
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 19: 德司达助剂生产工艺

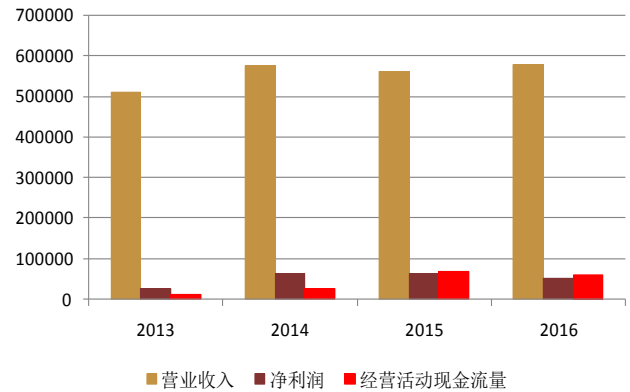


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

德司达 2012 年底纳入公司合并报表，从 2013 年以来的数据可以看到，德司达的经营情况良好，整体的负债率在下降，同时收入和净利润受到周期波动的影响较小，现金流情况越来越好，成为名副其实的“现金牛”。

图 20：德司达资产和负债情况（单位：万元）


数据来源：公司年报、西南证券整理

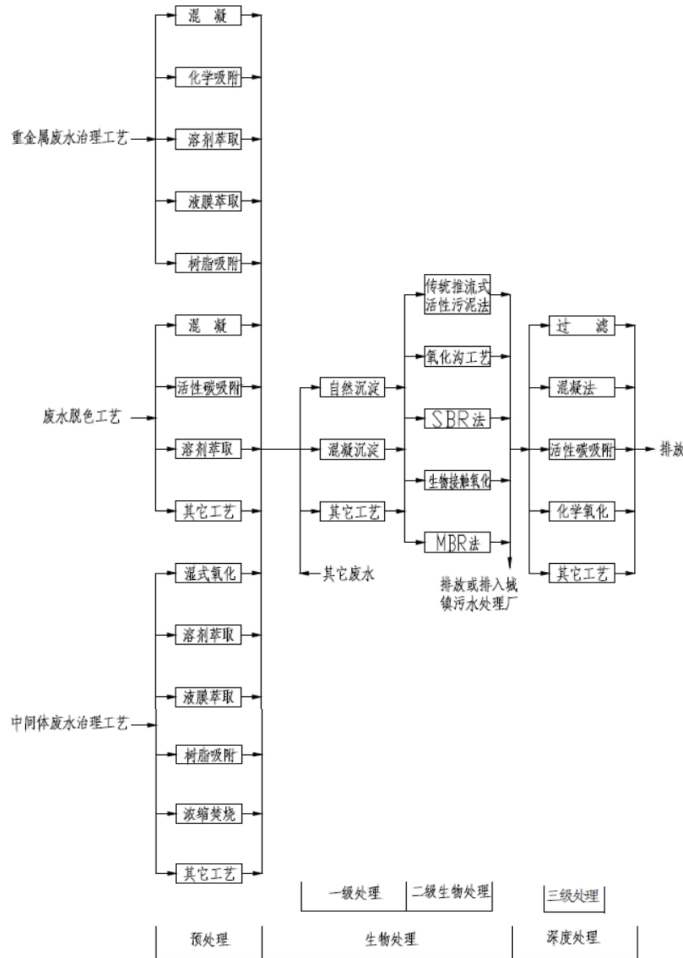
图 21：德司达收入、净利润和经营现金流情况（单位：万元）


数据来源：公司年报、西南证券整理

2.4 环保加强收缩供给，染料价格回升，马太效应明显

染料行业产品种类繁多、工艺复杂、生产步骤多，大部分原料、中间体及副产物都以废水形式排出。由于染料废水色度高、有毒有机污染物含量高、含盐量高、有许多物质不可生物降解或对生物产生明显抑制作用，染料废水治理难度较大。生产 1 吨分散染料将产生 20 吨-40 吨废水，生产 1 吨活性染料将产生 10 吨-20 吨废水，生产染料中间体 H 酸将产生 14 吨-16 吨废水。

图 22：染料工业废水治理工程工艺流程图

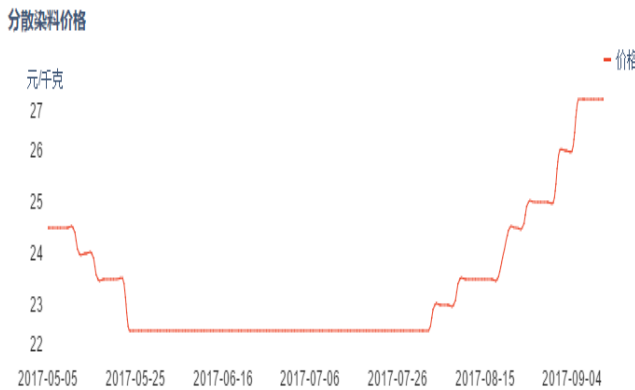


数据来源：公司公告，西南证券整理

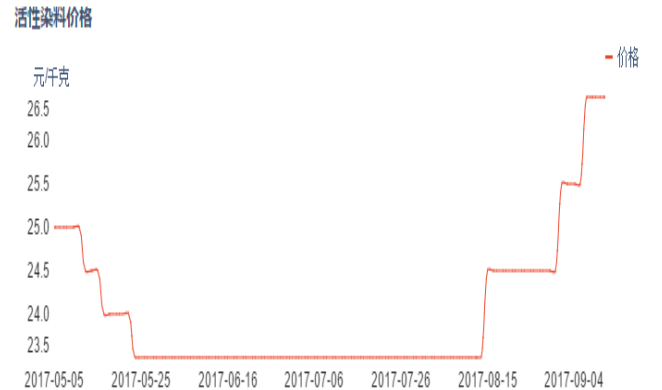
公司作为国内大型特殊化学品生产服务商和行业龙头企业，针对环保风险，多年来按照科学发展观的要求，以“减量化、资源化、再循环”为原则，全面推行“一体化”清洁生产，实施环保综合治理。公司通过加大环保设施的投入与技术工艺的改进，实现清洁化生产和污染物的达标排放，1993年投资3000多万元建设日处理5000吨污水处理站，2007年投资6000多万元建设日处理1.5万吨污水处理工程，从而能够有效解决公司废水的前期处理工作。公司在2014—2016年共投资6.24亿元环保设施，用于环保升级改造，通过产业一体化布局与循环经济相结合的发展策略，大力发展绿色化工，通过自主创新，开发节能减排新技术，三年内的环保运行费用共计6.77亿元。公司正常运行的MVR系统，能有效降低70%以上的废水和90%以上的固废排放量，有力地提升了公司和同行业企业对染料企业升级发展的信心。公司主要污染物经公司预处理后，达到政府污水处理装置进网标准统一排放后，再由政府污水装置深化处理后达到国家排放标准排放。

最近几个月，受到环保核查的影响，九江之江和九江常宇因为超标排放而被停产处整顿，上虞地区的浙江亿得、上虞新诚被关停。染料行业供给端受环保因素的影响，产能扩张幅度较小，染料需求端整体较为平稳，但会出现季节性波动，染料需求旺季调价呈现常态。

随着供给端的收紧，未来行业内的马太效应将会越发显著。在经历了 2015 年、2016 年连续两年国内染料市场需求持续下滑后，终端行业去库存步入尾声，伴随着 2016 年国内染料市场重新迈入了有序竞争的市场格局，2017 年上半年国内染料市场得以呈现量价齐升的势头，公司染料销量 128330 吨，同比增长 22.57%，实现营业收入 46.61 亿元，同比增长 25.07%。

图 23: 分散染料价格


数据来源: 卓创资讯、西南证券整理

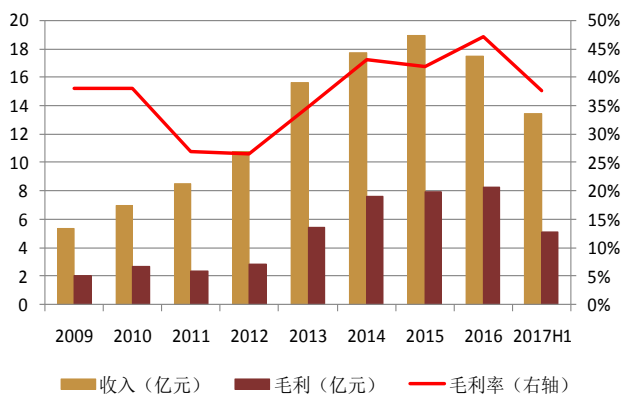
图 24: 活性染料价格


数据来源: 卓创资讯、西南证券整理

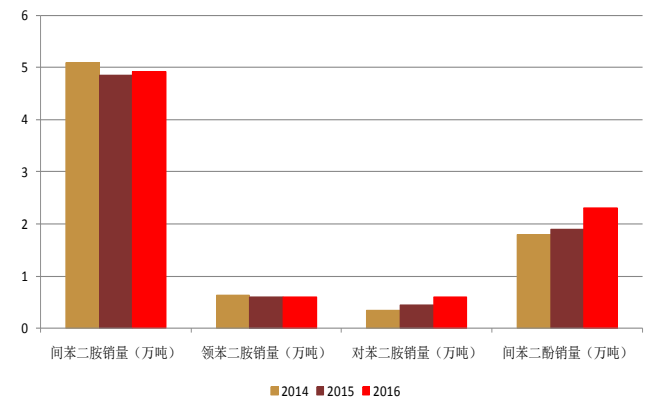
3 中间体业务分析: 复苏明显, 安诺化学和鸿盛化工业绩出色

3.1 间苯二胺和间苯二酚销量全国居首位

公司中间体业务设计的主要产品是间苯二胺、邻苯二胺、对苯二胺和间苯二酚等，其中部分间苯二胺产品供应间苯二酚生产以及染料生产。公司的子公司浙江安诺芳胺化学有限公司和浙江鸿盛化工有限公司主要负责公司中间体的生产及销售，产品部分外销业务由上海安诺芳胺化学有限公司承担。公司的间苯二胺及间苯二酚等中间体产品合计产销量居全国首位。

图 25: 中间体业务收入、毛利、毛利率


数据来源: 卓创资讯、西南证券整理

图 26: 中间体近 2014-2016 年销量


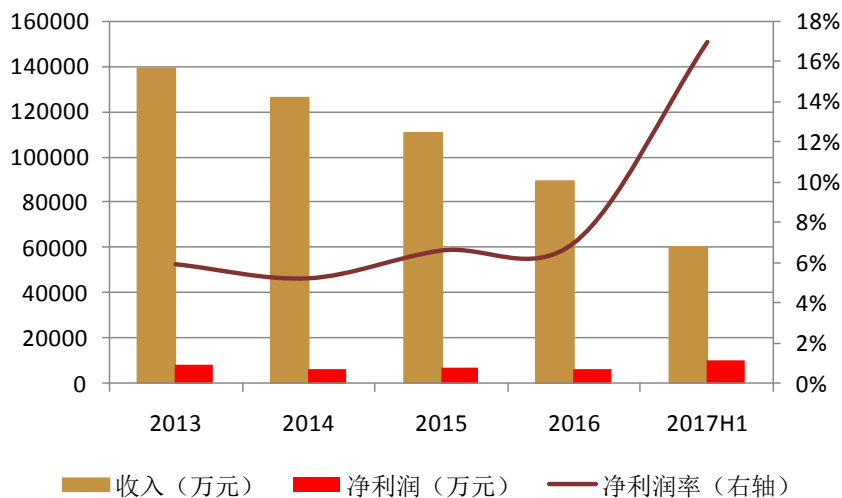
数据来源: 卓创资讯、西南证券整理

3.2 从安诺化学的业绩可以看出，间苯二胺盈利情况好转

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、直接染料和毛皮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，是用途极为广泛的中间体之一。间苯二胺最主要的下游就是间苯二酚和芳纶。国内间苯二胺市场需求量约为 5~6 万吨，公司市场占有率约 80%。

公司子公司安诺化学主要生产销售间苯二胺和其他中间体。

图 27：安诺化学的经营数据（包括内部抵消）

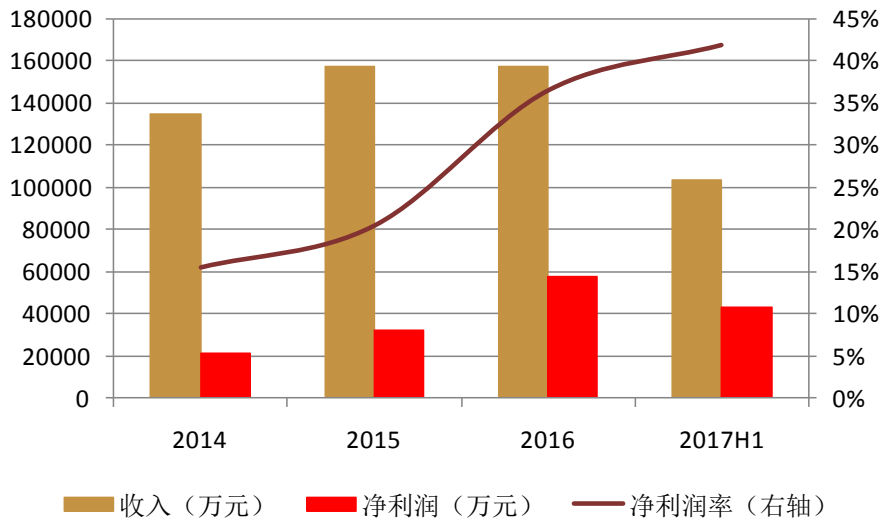


数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 从鸿盛化工的业绩可以看出，间苯二酚盈利情况良好

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。目前全球间苯二酚需求量约为 9 万吨，而目前产能约为 7.4 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美国茵蒂斯派克、日本住友化学及三井化学。

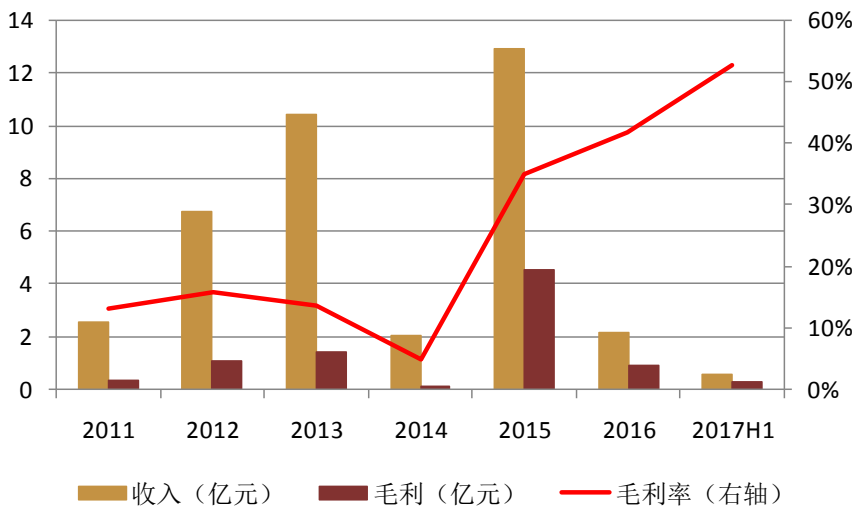
公司子公司鸿盛化工主要生产销售间苯二酚和其他中间体。

图 28: 鸿盛化工的经营数据 (包括内部抵消)


数据来源: Wind, 西南证券整理

4 房地产业务分析: 租金收入和房地产开发驱动利润增长

公司房地产业务的经营主体主要为上海北航置业发展有限公司、龙盛置地集团有限公司、上海晟宇置业有限公司、上海晟诺置业有限公司和上海龙盛商业发展有限公司。公司主要以土地的一二级联动形式从事上海旧房改造建设。

图 29: 公司房地产业务收入和毛利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

4.1 已完工房地产项目: 资金支出需求小, 未来有租金收入

公司已完工的房地产项目包括上海市静安区 319 街坊就近安置动迁配套商品房项目、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、龙盛蓝郡项目和上海龙盛国际商业广场项目。未来这些项目的资金支出需求较小，资金已经全部回笼。

2016 年 6 月，上海龙盛国际商业广场项目完工结转，计入公司投资性房地产科目。该项目建设内容包括酒店公寓、商场及办公楼等，占地面积 3.97 万平方米，建筑面积 14.52 万平方米，公司将其用于出租和出售。其中，商场可供出租面积为 3.92 万平方米，租金单价为 3.14 元/平方米/天，截止今年一季度末，商场出租率为 94%；办公楼可供出租面积为 2.85 万平方米，租金单价为 1.66 元/平方米/天，截止今年一季度末，已全部出租。2016 年，龙盛国际商业广场实现租金收入（含物业等其他费用）0.73 亿元。公司剩余建筑面积用于出租，出售部分资金已经全部回笼。

表 2：公司已完工房地产项目情况

项目名称	开工时间	竣工时间	总投资（亿元）	已回笼资金（亿元）	资金回笼进度
上海市静安区 319 街坊就近安置动迁配套商品房项目	2010.01	2011.12	10.01	10.54	100%
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	2010.08	2012.12	8.89	9.35	100%
龙盛蓝郡项目一期	2010.11	2013.05	5.3	9.96	100%
龙盛蓝郡项目二期	2010.01	2015.07	2.7		100%
上海龙盛国际商业广场（酒店式公寓）项目	2011.09	2015.08	17	出售部分收入 6.67 亿元	100%
上海龙盛国际商业广场（办公楼）项目	2011.09	2016.06			100%

数据来源：西南证券整理

4.2 未完工房地产项目：地理位置优越，未来资金需求较大

公司主要在开发的房地产项目为闸北区大宁社区旧区改造项目、上海市大统基地旧区改造项目和上海市华兴新城项目，主要为土地一二级联动形式开发。上述项目计划总投资 348.00 亿元，项目预计可回笼 323.70 亿元（上海大统基地旧区改造项目建成后公司自持 2.60 万平方米的商办楼，上海华兴新城项目建成后公司自持 25.00 万平方米的商办楼，回笼资金不含自持部分的租金收入）。

表 3：公司未完工房地产项目情况

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划总投资（亿元）	累计已投资资金（亿元）	可回笼资金（亿元）	累计回笼资金（亿元）	自有资金占比
闸北区大宁社区旧区改造	2015.12	2019.06	27	17.59	29.7	8.9	50%
上海大统基地旧区改造	2017.12	2020.12	71	32.71	66		60%
上海华兴新城项目	2018.06	2023	250	94.34	228		25%
合计			348	144.64	323.7	8.9	

数据来源：西南证券整理

目前上海大统基地旧区改造项目和华兴新城项目处于动拆迁阶段，尚未正式开工建设。

（1）闸北区大宁社区旧区改造项目（黄山路安置动迁房一期）

2014 年 7 月 11 日，公司与上海市闸北区土地发展中心及上海市闸北区就去改造动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》。协议约定，标的地块由土地发展中心负责整理收储及招标、公司负责相关受触动拆迁费用（征收储备资金累计最高不超过 18 亿元，如超过由三方协商解决）。土地完成出让后，土地中心应以土地出让金归还公司支付的全部动拆迁费用及利息。

2015 年 12 月 3 日，公司全资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，土地成本 12.97 亿元。该片区改造项目系黄山路地块就近安置动迁配置商品房项目一期工程，地块占地面积约 3.60 万平方米，建筑面积为 14.51 万平方米，该项目于 2015 年 12 月开工建设，计划投资 27 亿元，自有资金占 50%，其余来自银行贷款及销售回笼款，预计三年内交付。动拆迁总指挥部办公室将在项目建成后向晟宇置业进行购买，以该项目实际成本（包括土地出让金、建安费用、税费、参照银行同期贷款利息的资金成本、管理费用等）加上 5% 的利润率确定购房款总价，预计可回笼 29.70 亿元。

截止今年第一季度，公司对该项目累计投资 17.59 亿元，项目建设进度 10%，按协议约定已收到政府回购资金 8.90 亿元。

（2）上海大统基地旧区改造项目

公司于 2015 年 6 月收购北航置业 100% 股权，其为大统路地块开发主体（项目运作模式为 PPP 模式）。该项目用地系毛地出让，公司拟投资 71 亿元将其用于住宅及商办开发，项目占地面积约 2.60 万平方米，总建筑面积 11.63 万平方米，公司计划自持 2.60 万平方米的商业及办公楼，其余部分用于出售，预计可回笼资金 66 亿元。目前项目处于动拆迁阶段，截止今年一季度末，累计已投资 32.71 亿元，尚未有资金回笼。

（3）上海华兴新城项目（闸北区 51-55 街坊及 73 街坊旧区改造）

上海华兴新城项目属于重大民生工程，被列入上海市“十二五”旧区改造规划及 2015 年旧区改造规划，并纳入闸北区 2015 年国民经济和社会发展年度计划。项目原由上海华海房地产开发经营有限公司负责开发，公司于 2015 年末收购华海公司 100% 股权。2016 年 1 月 8 日，公司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，由晟诺置业（华海公司全资子公司）在该地块开发办公楼及住宅。

华兴新城项目自 2016 年 6 月起动工拆迁，由上海市闸北区建设和交通委员会负责，计划两年内完成拆迁工作，拟在 2018 年 6 月开始办公楼及住宅建设，2023 年完工。地块中 51-55 街坊区域的拆迁费用由公司承担，预计不超过 125 亿元，另加开发成本等费用后，项目总投资约 250 亿元，其中 75% 的资金来源于银行贷款及销售回款，其余为自筹。

项目占地面积约 8.26 万平方米，建筑面积达 51.89 万平方米，公司将采用出售或者出租的方式将项目中一幢限高 320 米的商办楼、地上商业和地下一层商业择优运营，并将住宅及 2 幢限高 100 米公寓办公楼出售，预计可以回笼资金 228 亿元（未包含出租部分）。截止 2017 年 3 月末，公司累计投入动拆迁款 94.34 亿元。

（4）公司拟建项目还包括黄山路地块二期、上虞高铁新城 J3 地块项目

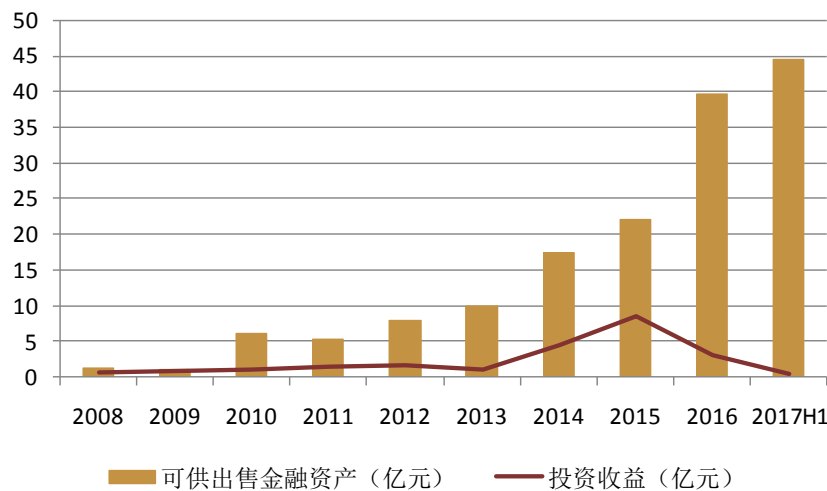
目前上虞高铁新城 J3 地块尚无具体实施计划，黄山路地块二期项目目前处于土地收储阶段，公司代土地发展中心电子进行土地收储，项目收储预计花费 8 亿元，截止 2017 年一季度末，公司已经投资 6.7 亿元。土地收储完成后还将进行土地的招拍挂，具体建设时间暂不确定。

5 其他业务分析：多元化经营仍在持续

5.1 股权投资分析：可供出售金融资产大幅上升，该类投资规模还在加大

公司对部分盈利和发展前景较好的企业进行股权投资，以获得其上市后的高额收益。公司投资的企业目前上市的包括滨化股份（2010年2月上市）、国瓷材料（2012年1月上市）、依顿电子（2014年7月上市）、锦州银行（2015年12月港交所上市）。另外，公司参股的拉夏贝尔（603157.SH）近期也将于A股上市。

图 30：可供出售金融资产和投资收益历史数据

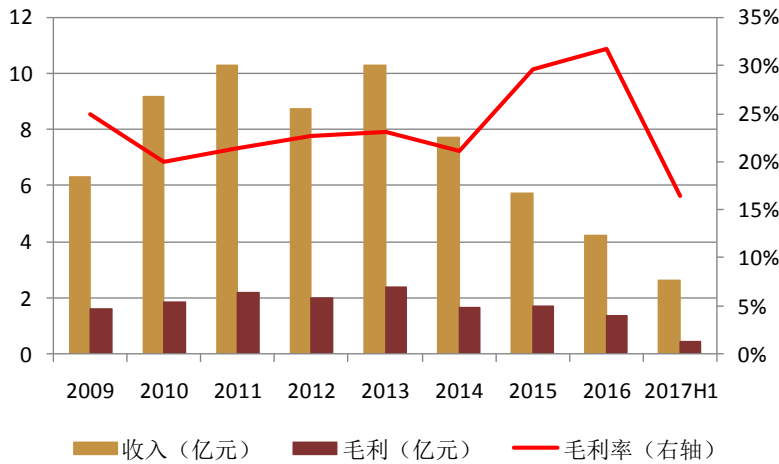


数据来源：Wind，西南证券整理

2017年1月，公司将持有的锦州银行股份转让给第三方，该笔投资将实现3.2亿元税后净利润，该业绩将在今年三季报中体现。

5.2 减水剂业务分析：减水剂受宏观层面影响

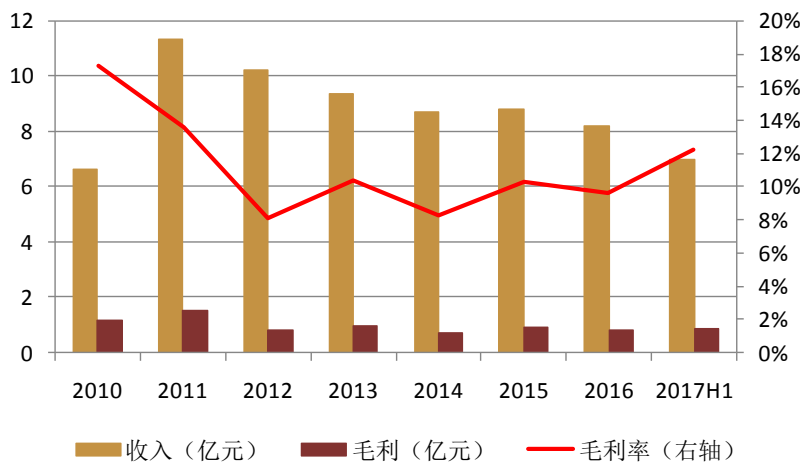
公司减水剂产能20万吨，产量和销量居于全国前列，减水剂业务由子公司浙江吉盛化学建材有限公司运营。减水剂业务受到国家宏观政策影响较大。

图 31: 减水剂业务收入、毛利、毛利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

5.3 无机化工业务分析: 产品为一体化生产副产品, 竞争力不足

公司无机化工业务主要有子公司浙江龙化控股集团有限公司和浙江忠盛化工有限公司等子公司负责生产及销售, 涉及的主要产品包括合成氨、硝酸、纯碱、氯化铵、小苏打等。由于行业准入门槛低, 公司在这一业务的竞争优势不足。

图 32: 无机化工业务收入、毛利、毛利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

5.4 汽配业务分析: 仍处于探索阶段, 预计不会有大规模投资

汽配业务方面, 公司仍然处于探索阶段。公司与长安汽车存在战略合作关系, 2008 年公司投资设立江苏长龙汽车配件制造有限公司, 为长安汽车下属南京长安汽车中低档汽车生产冲压件配套, 其生产所需的设备、人员均由南京长安提供, 长龙汽配每年收取加工费用, 并于 2008 年 11 月正式投产。2016 年, 长龙汽配实现总产量 13.35 万辆汽车, 同比增长

132.47%。2016 年公司子公司上海崇力实业成功收购上海通程汽车零部件有限公司 70% 的股权，上海通程拥有上汽、上海通用一级配套资质和上海大众二级配套资质，为公司汽车业务拓宽了市场。虽然短期来看上海通程的并表有利于公司汽配业务收入的提升，但是公司在汽车领域的相关业务起步不久，目前仍处于探索阶段，经营状况对合作企业的依赖性较大，短期内公司在该领域无大规模固定资产投资计划。

6 盈利预测

关键假设：

假设 1：染料、中间体业务受益于过去两年的去库存，2017 年下半年继续延续上半年量价齐升的景气度。剔除内部抵消的影响，预计 2017-2019 年染料销量分别为 25.5 万吨、26 万吨、27 万吨，染料含税均价为 4.35 万元/吨、4.4 万元/吨、4.5 万元/吨，毛利率为 39%、39.2%、39.4%。预计 2017-2019 年中间体销量分别为 10.5 万吨、10.7 万吨、11 万吨，中间体含税均价为 2.65 万元/吨、2.68 万元/吨、2.7 万元/吨，毛利率为 48.5%、48.7%、48.9%；

假设 2：大宁社区旧区动迁安置房项目 2018 年交付，大统基地旧区改造项目 2019 年开始确认收入，暂不考虑华兴新城项目；

假设 3：股权投资规模不再大幅增加，无机产品、减水剂、汽配、助剂等业务稳健增长。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	12355.5	15092.5	18507.5	19640.7
	增速	-16.8%	22.2%	22.6%	6.1%
	成本	7773.5	9385.7	11587.4	12269.1
	毛利率	37.1%	37.8%	37.4%	37.5%
染料	收入	7419.93	9480.77	9777.78	10384.62
	增速	-11.7%	27.8%	3.1%	6.2%
	成本	4511.00	5783.27	5944.89	6293.08
	毛利率	39.2%	39.0%	39.2%	39.4%
中间体	收入	1746.20	2378.21	2450.94	2538.46
	增速	-7.8%	36.2%	3.1%	3.6%
	成本	922.19	1224.78	1257.33	1297.15
	毛利率	47.2%	48.5%	48.7%	48.9%
无机产品	收入	820.32	861.33	878.56	896.13
	增速	-6.8%	5.0%	2.0%	2.0%
	成本	741.69	778.64	794.22	810.10
	毛利率	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
房地产	收入	214.66	110.00	3025.00	3327.50
	增速	-83.4%	25.0%	2650.0%	10.0%
	成本	124.73	51.70	1966.25	2162.88

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	毛利率	41.9%	53.0%	35.0%	35.0%
其他业务	收入	2154.42	2262.14	2375.25	2494.01
	增速	-9.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	1473.90	1547.31	1624.67	1705.91
	毛利率	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%

数据来源：公司公告，西南证券

7 风险提示

公司房地产业务在建项目未来投资金额较大，存在较大外部融资压力，该业务也受到国家宏观调控的影响，未来可能形成风险。股权投资规模持续加大，可能形成风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12355.53	15092.46	18507.53	19640.72	净利润	2482.33	2907.34	3427.87	3682.90
营业成本	7773.51	9385.70	11587.36	12269.11	折旧与摊销	595.83	587.58	636.75	674.75
营业税金及附加	78.66	116.58	145.58	135.52	财务费用	232.98	584.46	665.76	679.54
销售费用	985.71	1131.93	1388.06	1473.05	资产减值损失	277.03	50.00	50.00	50.00
管理费用	1223.84	1282.86	1573.14	1669.46	经营营运资本变动	-8393.09	-4514.53	-4755.43	-1494.24
财务费用	232.98	584.46	665.76	679.54	其他	-1270.40	-960.15	-1191.29	-999.30
资产减值损失	277.03	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	-6075.32	-1345.31	-1166.34	2593.65
投资收益	319.79	400.00	400.00	400.00	资本支出	-134.31	-600.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	1004.97	502.49	586.23	628.11	其他	-1885.77	1016.77	986.23	1028.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2020.08	416.77	386.23	428.11
营业利润	3108.57	3443.41	4083.86	4392.14	短期借款	513.32	1835.26	2262.66	-1668.52
其他非经营损益	81.54	102.12	96.47	99.21	长期借款	3108.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	3190.11	3545.53	4180.33	4491.34	股权融资	7.69	0.00	0.00	0.00
所得税	707.77	638.20	752.46	808.44	支付股利	-488.00	-405.80	-475.28	-560.38
净利润	2482.33	2907.34	3427.87	3682.90	其他	4459.48	-2418.75	-665.76	-679.54
少数股东损益	453.32	530.94	625.99	672.57	筹资活动现金流净额	7600.62	-989.29	1121.61	-2908.44
归属母公司股东净利润	2029.01	2376.40	2801.88	3010.33	现金流量净额	-353.63	-1917.83	341.51	113.32
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3427.08	1509.25	1850.75	1964.07	成长能力				
应收和预付款项	4556.66	5343.45	6530.37	6985.81	销售收入增长率	-16.75%	22.15%	22.63%	6.12%
存货	16771.83	20960.77	26069.56	27524.70	营业利润增长率	-2.35%	10.77%	18.60%	7.55%
其他流动资产	367.36	303.99	367.52	388.59	净利润增长率	-13.75%	17.12%	17.90%	7.44%
长期股权投资	470.25	470.25	470.25	470.25	EBITDA 增长率	-1.74%	17.22%	16.70%	6.68%
投资性房地产	2657.47	2657.47	2657.47	2657.47	获利能力				
固定资产和在建工程	5524.63	5563.10	5552.40	5503.70	毛利率	37.08%	37.81%	37.39%	37.53%
无形资产和开发支出	1181.52	1158.05	1134.57	1111.09	三费率	19.77%	19.87%	19.60%	19.46%
其他非流动资产	4979.63	4977.06	4974.49	4971.92	净利率	20.09%	19.26%	18.52%	18.75%
资产总计	39936.43	42943.39	49607.38	51577.61	ROE	14.29%	14.88%	15.24%	14.38%
短期借款	3624.67	5459.93	7722.59	6054.07	ROA	6.22%	6.77%	6.91%	7.14%
应付和预收款项	4078.78	4326.30	5424.17	5831.74	ROIC	13.49%	12.85%	12.68%	12.21%
长期借款	5714.75	5714.75	5714.75	5714.75	EBITDA/销售收入	31.87%	30.58%	29.10%	29.26%
其他负债	9150.84	7899.76	8250.64	8359.29	营运能力				
负债合计	22569.04	23400.74	27112.15	25959.85	总资产周转率	0.37	0.36	0.40	0.39
股本	3253.33	3253.33	3253.33	3253.33	固定资产周转率	2.45	2.81	3.33	3.55
资本公积	1552.35	1552.35	1552.35	1552.35	应收账款周转率	5.68	6.44	6.63	6.16
留存收益	10489.82	12460.42	14787.02	17236.97	存货周转率	0.65	0.49	0.49	0.46
归属母公司股东权益	15621.77	17266.10	19592.69	22042.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.26%	—	—	—
少数股东权益	1745.61	2276.55	2902.54	3575.11	资本结构				
股东权益合计	17367.39	19542.65	22495.24	25617.76	资产负债率	56.51%	54.49%	54.65%	50.33%
负债和股东权益合计	39936.43	42943.39	49607.38	51577.61	带息债务/总负债	65.70%	71.21%	69.81%	66.48%
					流动比率	2.40	2.49	2.32	2.66
					速动比率	0.80	0.63	0.58	0.67
					股利支付率	24.05%	17.08%	16.96%	18.62%
					每股指标				
					每股收益	0.62	0.73	0.86	0.93
					每股净资产	4.80	5.31	6.02	6.78
					每股经营现金	-1.87	-0.41	-0.36	0.80
					每股股利	0.15	0.12	0.15	0.17
业绩和估值指标									
EBITDA	3937.39	4615.45	5386.37	5746.43					
PE	17.24	14.72	12.48	11.62					
PB	2.24	2.03	1.79	1.59					
PS	2.83	2.32	1.89	1.78					
EV/EBITDA	8.87	8.06	7.26	6.49					
股息率	1.40%	1.16%	1.36%	1.60%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn