

# 染料时局掌控者

## ——浙江龙盛（600352）深度报告

2017年11月21日

强烈推荐/维持

浙江龙盛 深度报告

### 报告摘要:

浙江龙盛对于全国染料市场具有定价权。

- ◆ 公司16年染料总产量占全国总产量的1/4，且分散染料产量稳居全国首位，强大的产能为公司掌控定价权奠定了坚实的基础；
- ◆ 公司掌握有丰富而强大的专利体系，其中的ZL99104177.1为分散染料核心专利，对同行形成有力制约，进一步增强了公司的行业控制力。

十万吨染料技改项目引领行业升级大潮。

- ◆ 技改项目使得公司在上虞经济技术开发区的商品染料产能环评指标达到24.3万吨，为后续产能扩张留下了充足的空间。
- ◆ 技改后生产效率和环保效果在同行中一骑绝尘，且商品染料的产品品种更为齐全合理。

中间体板块未来将成为公司在染料行业的调控之手。

- ◆ 公司大力布局中间体，生产技术先进，板块利润贡献度逐渐提高。
- ◆ 4万吨中间体规划项目将使得公司从H酸和对位酯的需求方变为供应方，直接影响行业生产成本。

纺服行业下行态势出现拐点提供良好外部环境。

- ◆ 二胎因素、消费升级等纺服行业的利好因素具有持续性，纺服行业景气度有望实现趋势性回升。
- ◆ 16年印染布产量增速达到4.7%，为5年以来的首次正增长。17年上半年进一步上升到6.5%。印染企业产销两旺直接带动染料消费量提升。

房地产预计将为公司提供丰厚收益。受益于良好的拿地时机以及低廉的融资成本，公司目前在手的三大地产项目的净增价值预计高达60亿元。

盈利预测及投资评级。预计公司17-19年EPS为0.79、0.99和1.13元，对应PE为14、11和10倍，给予公司17年16倍PE估值，叠加地产项目净增加额，对应目标价14.55元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示。主营产品价格大幅波动；新产能及房地产施工进度不及预期；非流通股上市。

### 财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14,842.1	12,355.5	15,464.1	18,246.5	20,707.9
增长率(%)	-2.03%	-16.75%	25.16%	17.99%	13.49%
净利润(百万元)	2,541.33	2,029.01	2,585.88	3,221.72	3,674.76
增长率(%)	0.32%	-20.16%	27.45%	24.59%	14.06%
净资产收益率(%)	18.40%	12.99%	14.73%	16.11%	16.18%
每股收益(元)	0.78	0.62	0.79	0.99	1.13
PE	14	18	14	11	10
PB	2.6	2.3	2.1	1.8	1.6

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

### 分析师

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

廖鹏飞

010-66554121

liaopf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517090001

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110002

研究助理

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

张明烨

010-66554024

zhang\_my@dxzq.net.cn

邓先河

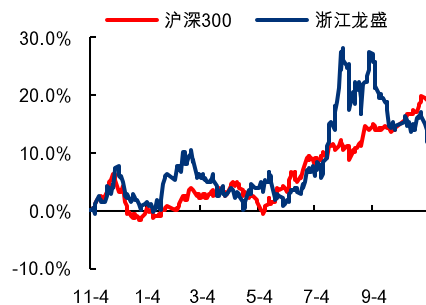
010-66554063

dengxh@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间(元)	10.02-9.12
总市值(亿元)	325.98
流通市值(亿元)	306.61
总股本/流通A股(万股)	325333/305993
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.82

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

1、《浙江龙盛（600352）调研简报：多元化样板，化工地产投资三足鼎立》  
2017-05-18

1、《基础化工行业深度报告之染料——水涨船更高》2017-10-23

## 目 录

1. 浙江龙盛是以染料为主体的跨国公司 .....	4
2. 公司是染料市场的定价者 .....	5
2.1 产量行业老大奠定话语权基础 .....	5
2.2 核心专利是狼牙棒更是指挥棒 .....	6
3. 十万吨技改扩产引领我国染料行业升级换代 .....	7
3.1 规模巨大：预留产能可满足超一半的国内市场需求 .....	7
3.2 品种齐全：新增和扩产优良品种将引领市场风向 .....	8
3.3 技术先进：生产效率和环保效果将大幅领先 .....	9
4. 中间体板块将愈发强化公司对于行业的控制力 .....	10
4.1 公司中间体板块贡献度逐年提升 .....	10
4.2 四万吨规划项目使公司变“被动”为“主动” .....	11
4.3 技术领先是公司中间体业务的核心优势 .....	12
4.4 环保和安全趋严加快中间体产能向公司集中 .....	12
4.5 中间体的掌控将成为调节市场成本甚至价格之手 .....	13
5. 纺服拐点助公司业绩扬帆起航 .....	14
5.1 纺织服装市场销售出现拐点利好染料需求 .....	14
5.2 印染行业的产销两旺是直接动力 .....	15
6. 国际化布局在技术和成本间左右逢源的机会长期存在 .....	16
6.1 对发达国家企业：资源整合创造价值的并购机会将长期存在 .....	16
6.2 对发展中国家企业：降低成本获益颇丰的合作机会将长期存在 .....	18
7. 房地产预计为公司提供丰厚利润 .....	18
7.1 房地产“逢低布局”将分享上海旧区改造的丰厚红利 .....	18
7.2 “华兴新城”项目落成后将成为新的“现金奶牛” .....	19
8. 盈利预测与投资建议 .....	20
9. 风险提示 .....	20

## 表格目录

表 1 核心专利 ZL99104177.1 侵权案件及判决 .....	6
表 2 染料重点企业专利数 .....	7
表 3 10 万吨技改项目产品方案 .....	7
表 4 10 万吨技改项目亮点及优势 .....	10
表 5 浙江龙盛中间体事业部核心生产主体及产能 .....	10
表 6 浙江龙盛近年来布局的中间体项目 .....	11
表 7 4 万吨中间体产品方案 .....	11
表 8 浙江龙盛在手房地产项目 .....	18
表 9 可比公司估值（截止 2017 年 11 月 20 日收盘） .....	20
表 10 公司盈利预测表 .....	21

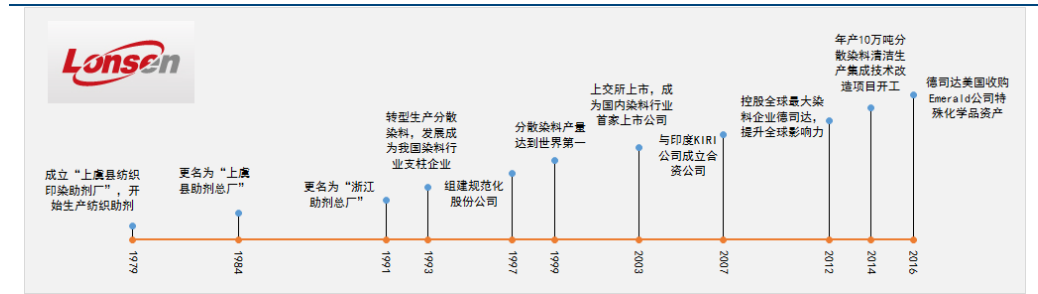
## 插图目录

图 1 浙江龙盛发展历程.....	4
图 2 浙江龙盛主要业务部门组成.....	4
图 3 浙江龙盛上市以来营业总收入与利润情况.....	5
图 4 浙江龙盛 2016 年主营收入占比（百分比）.....	5
图 5 浙江龙盛染料产量占比（总量及细分品种产量）.....	6
图 6 我国染料消费结构（百分比）.....	6
图 7 浙江龙盛 10 万吨分散染料技改项目进度.....	7
图 8 技改后商品染料品种组成（百分比）.....	8
图 9 技改新增产品品种及产能.....	9
图 10 技改扩产产品品种及产能.....	9
图 11 技改主要商品染料和染料滤饼混拼关系.....	9
图 12 浙江龙盛中间体利润变动情况.....	11
图 13 浙江龙盛中间体毛利及毛利率变动情况.....	11
图 14 使用连续催化还原法生产的间苯二胺.....	12
图 15 H 酸生产工艺及其产污环节.....	13
图 16 染料的成本构成以原材料成本细分.....	13
图 17 H 酸及活性黑价格走势.....	14
图 18 我国纺织服装行业主营收入、利润及增速.....	14
图 19 我国布产量增速和染料产量增速.....	14
图 20 我国纺织服装内需增速.....	15
图 21 我国纺织服装外需增速及人民币汇率走势.....	15
图 22 我国印染布产量及印染布产量增速.....	16
图 23 分散染料发展简史.....	16
图 24 活性染料发展简史.....	16
图 25 德司达发展历程.....	17
图 26 浙江龙盛房地产板块已交付项目及营收/毛利情况.....	18
图 27 华兴新城季度计划表.....	19
图 28 PE-band.....	20
图 29 PB-band.....	20

## 1. 浙江龙盛是以染料为主体的跨国公司

浙江龙盛是全球最大的染料生产企业，是我国染料行业第一家上市公司，在全球占据超过 20% 的市场份额，拥有很强的市场话语权。公司拥有在 12 个国家的 18 家染料工厂，在所有的关键染料市场都拥有销售和技术的支持，众多知名国际品牌如 NIKE、ADIDAS、SWAL-MART、LEVIS 等均为公司客户。

图 1 浙江龙盛发展历程

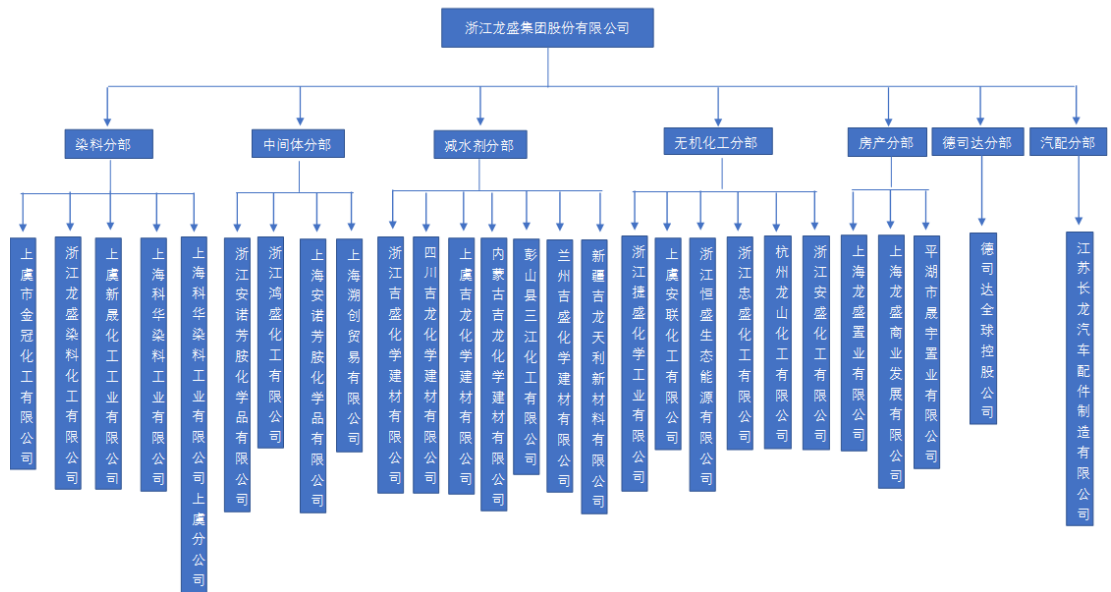


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司前身是 1979 年成立的上虞县纺织印染助剂厂，1993 起上马染料项目并迅速发展成为我国染料行业的支柱企业。2003 年公司成为染料行业首家上市公司，在募投资金的支持下，公司在国内染料行业的龙头地位彻底稳固。2012 年成功控股全球最大染料企业德司达，大大提升全球影响力和知名度。

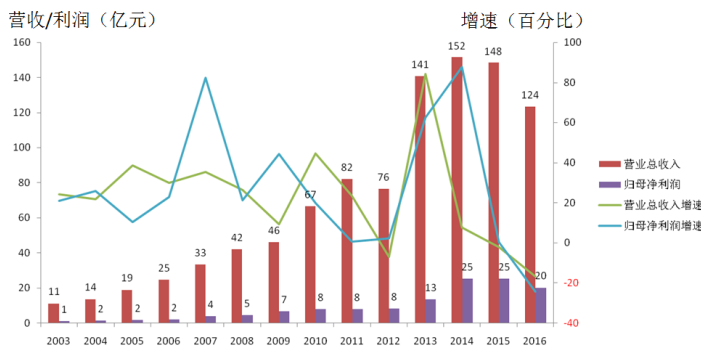
在做大做强染料主业的基础上，公司积极进行多元化发展，目前已经成为化工、钢铁汽配、房地产、金融投资四轮驱动的综合性跨国企业集团。国外市场营收和利润贡献度已超过 50%。

图 2 浙江龙盛主要业务部门组成



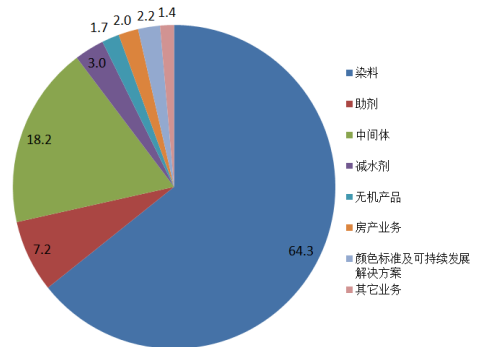
资料来源：公司公告、公司网站、东兴证券研究所

图 3 浙江龙盛上市以来营业总收入与利润情况



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4 浙江龙盛 2016 年主营收入占比 (百分比)



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 2. 公司是染料市场的定价者

浙江龙盛是染料行业全国、乃至全球最有影响力的公司，尤其在分散染料这一最大细分品种上逐渐掌握了定价权。公司通过产量保障和专利制约对市场形成了较强的直接控制力，“龙盛先动、同行跟进”已经成为了染料市场的常规模式。

### 2.1 产量行业老大奠定话语权基础

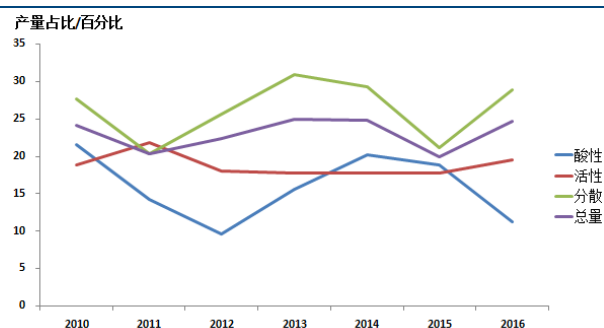
近十年来公司的产量始终稳居行业第一，有力地保证了企业的龙头地位。根据中国染料工业协会提供的数据，浙江龙盛公司 2016 年染料总产量 18 万吨，占全国总产量约四分之一，稳居行业首位。

分散染料或活性染料为最重要的染料子类，合计占据近 80% 的消费量。公司 2016 年

分散染料产量行业第一，活性染料的产量行业第二。其中，

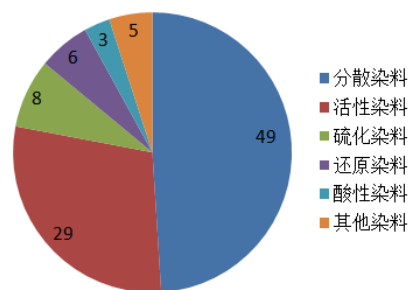
- ◆ 分散染料的产量为 12.6 万吨，占比接近 30%
- ◆ 活性染料的产量为 4.9 万吨，占比接近 20%

图 5 浙江龙盛染料产量占比（总量及细分品种产量）



资料来源：公司公告、染料工业协会、东兴证券研究所

图 6 我国染料消费结构（百分比）



资料来源：染料工业协会、东兴证券研究所

## 2.2 核心专利是狼牙棒更是指挥棒

以专利为代表的知识产权在染料的生产与销售中占据十分重要的地位。浙江龙盛无论在专利的质量上和数量上都具有压倒性优势，特别是 ZL99104177.1 号专利更是被业内一致认可为分散染料方面的核心专利，涵盖的染料品种占分散染料总市值的一半左右，对于市场影响力极强。

包括核心专利在内的专利体系对于市场参与者形成了强力制约，公司通过法律诉讼，使未经授权生产、销售相关产品的染料公司被迫停止侵权行为并承担巨额赔偿，可谓名利双失，是具有十足威慑力的狼牙棒。

如果染料生产企业想刻意规避该专利，采取其他方式进行生产则会大幅提高生产成本、降低竞争力，其最终会选择付费申请专利授权，相当于接受浙江龙盛的控制、失去一定的自主性。因此，授予和撤销专利许可更成为了协调甚至控制中小生产企业和经销商的指挥棒，对于引导市场行为行之有效。

表 1 核心专利 ZL99104177.1 侵权案件及判决

日期	原告	被告	结果	判决内容
2012.11	浙江龙盛	典翹实业发展有限公司 浙江闰土股份有限公司	和解	和解、双方达成战略合作
2014.7	浙江龙盛	滨海飞翔化工有限公司	胜诉	停止生产销售侵权产品、 赔偿 500 万元
2015.3	浙江龙盛	正吉染料有限公司 斯慧尔染料有限公司	胜诉	停止生产销售侵权产品、 赔偿 700 万元

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

此外，浙江龙盛持续大力投入资金进行技术研发，专利数量远超同行并持续增加，逐渐构建起了复杂严密的知识产权保护体系，保证了公司技术上的先进性和控制力。

表 2 染料重点企业专利数

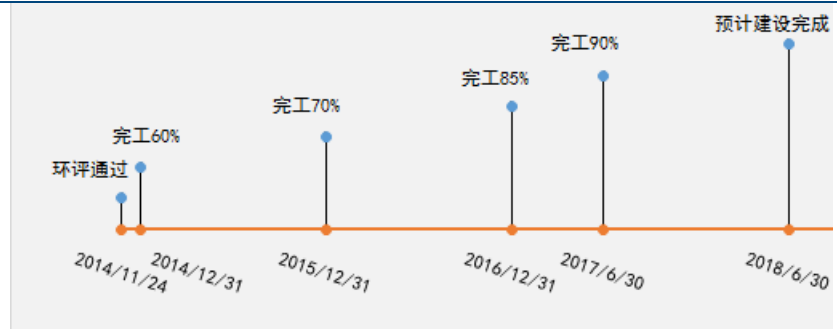
	龙盛	闰土	安诺其	吉华	亚邦
拥有专利数	~2000	120	60	62	50

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 十万吨技改扩产引领我国染料行业升级换代

2014 年浙江龙盛投资金额 10.6 亿元实施建设“年产 10 万吨分散染料清洁生产集成技术改造项目”，该项目将打造全球最先进分散染料一体化生产基地，除了商品化染料外，还配套有完善的中间体、助剂和无机化工设施。不但能够确保公司在未来十年内的行业领袖地位，更将引领整个中国染料生产制造业的升级换代。

图 7 浙江龙盛 10 万吨分散染料技改项目进度



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

#### 3.1 规模巨大：预留产能可满足超一半的国内市场需求

公司“年产 10 万吨分散染料清洁生产集成技术改造项目”2014 年底环评通过，为公司留下了 24.3 万吨的产能环评指标。2016 年全国分散染料消费量才仅为 43.6 万吨，该生产基地的产能指标本身即可满足 56% 的市场需求。今后部分中小染料企业由于环保压力退出生产后，公司具有充足的预留产能予以填补。

表 310 万吨技改项目产品方案

序号	产品名称	品种数	之前产量（吨/年）	之后产量（吨/年）	说明
一	染料滤饼			99740	增加 6.8 万吨
1	扩产的分散染料	700%	9291	77100	
2	维持现有产能的染料	1800%	5540	5540	



3	新增染料品种滤饼	1600%	0	17100	
	其中：偶氮染料	700%	0	8100	
	蒽醌染料	900%	0	9000	
二	中间体			50830	
4	扩产中间体	400%	3335	19345	增加 1.6 万吨
5	新增中间体	500%	0	31250	
三	助剂				
6	MF	100%	20000	50000	增加 3 万吨
7	木质素磺酸钠	100%	18000	50000	增加 3.2 万吨
四	商品染料	/	79000	242850	增加 16.4 万吨
五	硫酸铵	100%		229250	副产
	氯化铵	100%		15944	副产
	五水硫代硫酸钠	100%		6727	副产
	工业盐	100%		5720	副产

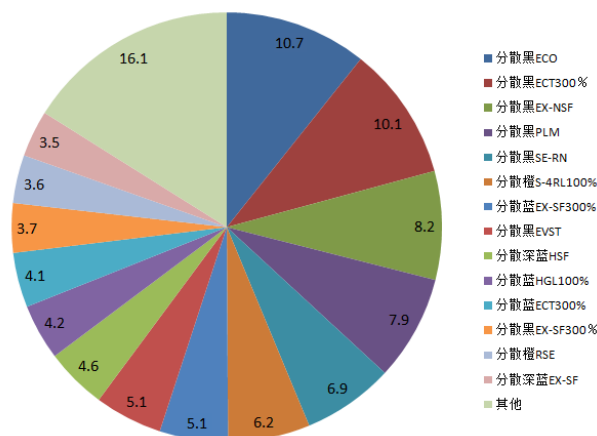
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.2 品种齐全：新增和扩产优良品种将引领市场风向

**商品染料品种齐全合理：**技改项目通过深入挖掘热销染料配方，并进行大力扩产和创新研发，将提供一系列广受市场欢迎的高染色性能、环保、生态型优良分散染料。增产及扩产品种的优势包括

- ◆ 适合高洗涤牢度、高染色率、高光牢度、高超细旦聚酯纤维、尼龙、氨纶等纤维染色性要求
- ◆ 适应快速染色、小浴比染色等具有显著节能减排效果的新型染色工艺的需求

图 8 技改后商品染料品种组成（百分比）



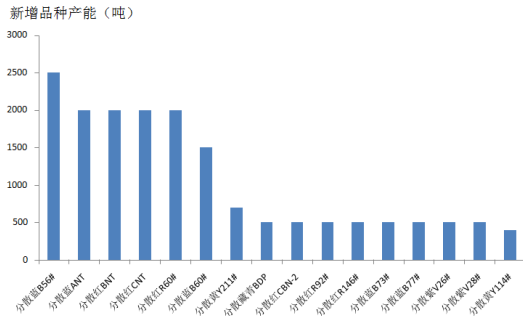
资料来源：公司公告，东兴证券研究所



**染料滤饼配套完善：**配套染料滤饼生产使得公司掌握了新品种研发的主动权。在市场上广受欢迎的商品染料往往是由多种染料滤饼混拼而成，比如消费量最大的商品染料分散黑 ECT300%系列，就是由分散蓝滤饼、分散橙滤饼和分散紫滤饼按照约 35:27:28 的比例进行调配而成。

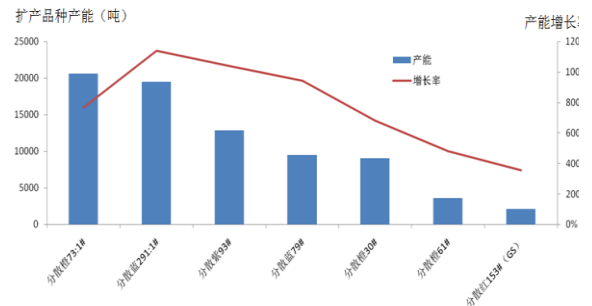
- ◆ 关键滤饼组分扩产：分散蓝 79、291:1、分散紫 93、分散橙 30、60、73:1 等性能优异、市场需求量大的品种
- ◆ 先进滤饼组分新增：对分散蓝 ANT、分散红 BNT、分散黄 Y114、分散黄 Y211、分散红 CBN-2，分散藏青 BDP 等七个汽车内衬领域所用品种
- ◆ 蒽醌类滤饼组分新增：分散蓝 56、60、分散红 60、92 等 9 个蒽醌类品种，适合生产色彩艳丽、靠日晒、耐皂洗的染料

**图 9 技改新增产品品种及产能**



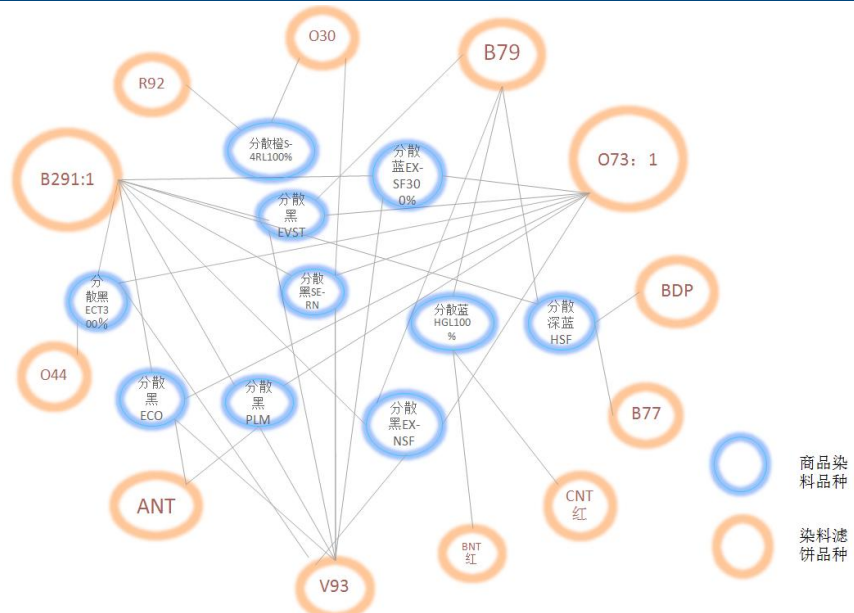
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 10 技改扩产产品品种及产能**



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 11 技改主要商品染料和染料滤饼混拼关系**



资料来源：公司公告、中国知网、东兴证券研究所

### 3.3 技术先进：生产效率和环保效果将大幅领先

除了在规模和一体化的领先优势外，新产线更是在技术、设备和环保的先进性上一骑绝尘，更是从源头解决了染料工业目前高耗能、高排放、高污染的“三高”现象。

- ◆ 能耗降低 35.2%：通过使用 DCS 控制的高效连续重氮偶合反应工艺和装置，精确控制工艺参数，减少副产物，实现能量高效回收。
- ◆ 废水量降低 85.4%：自动化控制，使用高效隔膜压滤机，回用工艺水。
- ◆ 固废量降低 80%以上：使用 MVR 装置代替石灰石法，使用三相焚烧装置。

表 410 万吨技改项目亮点及优势

新产线亮点	目前行业现状	竞争优势
可以连续化生产	只能间歇生产	大大提高生产效率和生产稳定性，大幅降低生产废水的产生量
全部自动化控制	只能手动或半自动化控制	显著提高生产装置的安全性好可靠性
废水资源化利用	石灰石中和法等	突破了染料废水的处理难题，减少水耗
使用先进的隔膜压滤机	使用传统的板框压滤器	明显减少废气无组织排放量
废气焚烧法处理	吸附法或者冷凝法	明显减少废气有组织排放量

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 4. 中间体板块将愈发强化公司对于行业的控制力

浙江龙盛在以产能建设、专利壁垒和品牌优势确保染料市场直接控制力的同时，着力向产业链上游扩展，打造间接控制力。技术领先是公司中间体板块的核心竞争力，具有很高的壁垒。中间体板块对公司利润贡献度逐年提高，已经成为核心的利润增长点。同时，由于中间体是染料生产成本的最重要组成部分，公司未来将能够通过中间体影响整个染料市场的成产成本。

### 4.1 公司中间体板块贡献度逐年提升

2016 年中间体事业部对公司国内主营利润的贡献度已经超过三分之一，且中间体的毛利率甚至已经超过了染料。2016 年，公司中间体的毛利率达到了 47%，超过染料和助剂等板块。目前，公司中间体的产能约为 10 万吨，2016 年产量为 81197 吨。

表 5 浙江龙盛中间体事业部核心生产主体及产能

生产主体	中间体品种	产能（吨）
浙江安诺芳胺化学品有限公司	间苯二胺	23100
	二氯苯胺	3000
浙江鸿盛化工有限公司	间苯二酚	20000
	对苯二胺	20000
	还原物系列	10000
	2-硝基-4-乙酰氨基苯甲醚	12000
合计		88100

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

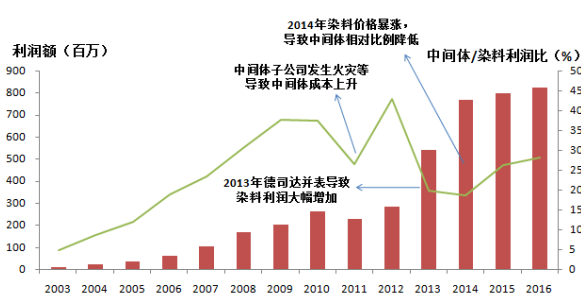
公司的中间体业务从 2004-2005 年开始逐步显现，发展非常迅速，板块对于公司的利润贡献度逐年提高。目前间苯二酚和间苯二胺是中间体板块的主打产品，并有包括蒽醌类中间体等在内的新品种不断上市。未来中间体板块仍将是公司核心的利润增长点。

表 6 浙江龙盛近年来布局的中间体项目

项目主体	布局时间	主要产品
浙江科永化工有限公司	2017 年（筹划中）	年产 2 万吨 H 酸、2 万吨对位酯
浙江鸿盛	2013 年	联产间苯二酚、间氨基苯项目
浙江龙盛集团	2007 年	年产 7 万吨芳香胺系列产品
浙江龙盛集团	2003 年	10000 吨/年间苯二胺扩产项目

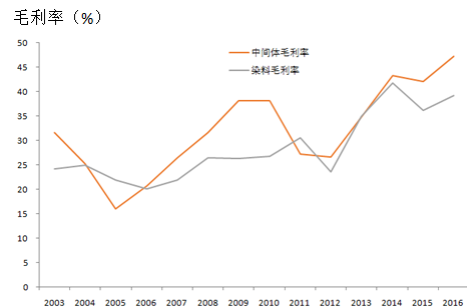
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 12 浙江龙盛中间体利润变动情况



资料来源：公司公告、Wind、东兴证券研究所

图 13 浙江龙盛中间体毛利及毛利率变动情况



资料来源：公司公告、Wind、东兴证券研究所

## 4.2 四万吨规划项目使公司变“被动”为“主动”

2017 年 3 月公司筹划的“2 万吨 H 酸、2 万吨对位酯”中间体项目正式提出环评申请。该项目投资 5.7 亿元，投资主体为公司全资子公司浙江科永化工有限公司，厂址位于上虞市经济技术开发区。项目有望 2019 年建成投产。投产后公司将成为国内 H 酸和对位酯的重要供应商。

H 酸和对位酯是活性染料的核心中间体。16 年公司 H 酸和对位酯的外采量分别为 5945 吨和 4849 吨，因此该 4 万吨中间体项目投产后不但能够满足公司自身对于活性染料中间体的需求，更能通过对外出售直接影响染料行业的生产成本，变“被动”为“主动”。

表 7 4 万吨中间体产品方案

4 万吨中间体产品方案				
产品名称	一期规模	二期规模	总规模	备注
对位酯	10000	10000	20000	16 年自需仅 4849 吨

H 酸	10000	10000	20000	16 年自需仅 5945 吨
31% 盐酸	20500	20500	41000	副产
亚硝基硫酸	18964	18964	37928	副产
TI-酸	6013	6013	12026	副产

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

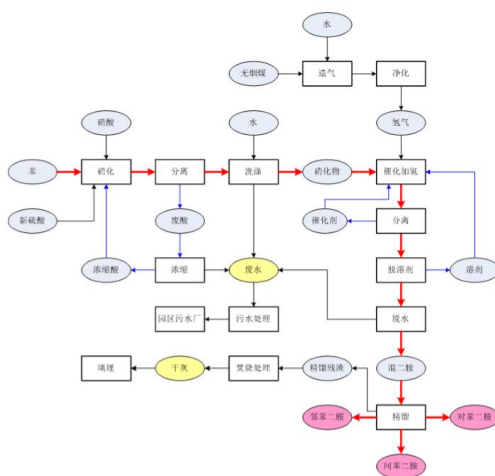
### 4.3 技术领先是公司中间体业务的核心优势

连续催化加氢技术是公司中间体板块的独门绝技，相比于传统的铁粉还原法在生产效率、环保清洁方面具有判若云泥的比较优势。该技术通过专项科技成果鉴定，被认定为具有国际先进水平，具有很高的技术壁垒，可以用于多种关键染料中间体的生产。

例如，还原物是分散染料最大的一个偶合组份中间体，占分散染料总产量的 55% 以上，目前市场上尚无替代品。公司利用连续催化加氢技术的 1.2 万吨还原物生产装置是国内目前唯一一套采用现代清洁生产工艺的工业化装置，优势显著。

- ◆ 产品浓度提高超过 5 倍：产品浓度从不足 8% 提高到 40%
- ◆ 副产物收率减少 93%：产品收率从 85% 提高到 99%
- ◆ 废水量降低 86%：吨产品废水量从 6.4 吨降至 0.9 吨
- ◆ 能耗大幅下降

图 14 使用连续催化还原法生产的间苯二胺



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

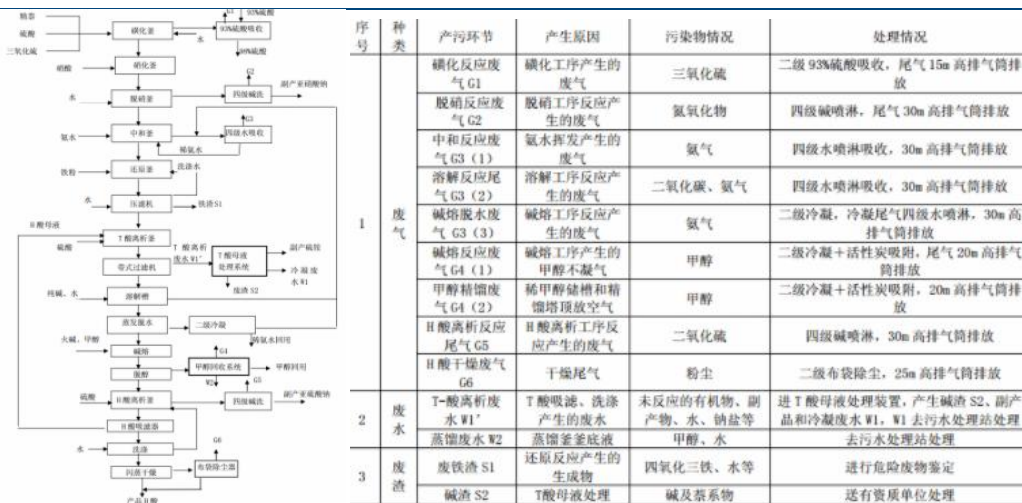
### 4.4 环保和安全趋严加快中间体产能向公司集中

随着公众对环境和安全问题关注度的提高，国家相关执法的日益趋严，较多染料与中间体厂家生产受限甚至停产，加快中间体产能向公司集中。目前我国中间体主要由小型化工企业提供，规模小、生产分散、成本高、技术工艺落后和污染严重，安全和环保事故频发，难以达到社会公众的期望，将加快落后技术向先进技术的升级换代。

染料中间体的生产大量使用高危险性原料，并产生大量的污染物，在安全和环保方面有着很高的要求，只有龙头企业才能达到相关的技术和管理水平。以 5000 吨/年 H 酸和 5000 吨/年对位脂的联产项目为例

- ◆ 安全风险大：工艺流程较长，且大量使用浓硫酸、浓硝酸、烧碱、盐酸、乃至发烟硫酸等强腐蚀性物质，易造成容器及管道材质腐蚀，引发泄露和火灾等危险事故；大量使用环氧乙烷等易燃易爆物质，易产生爆炸和火灾等突发事故
- ◆ 环保因素：全年产生各类废气 3000 多吨、废水 13 万吨、固废 1.4 万吨，且含有大量危险废弃物；需要复杂的环保设施以及较高的运行成本才能够达标排放

图 15 H 酸生产工艺及其产污环节



资料来源：《中国知网》、山东化工研究院、东兴证券研究所

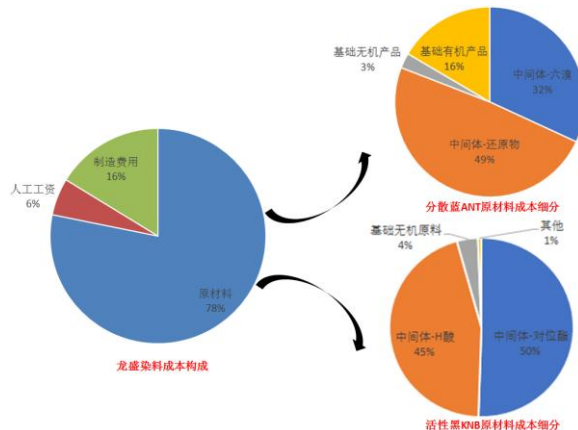
#### 4.5 中间体的掌控将成为调节市场成本甚至价格之手

原材料在染料生产成本中的比重超过七成，而中间体占据了其中的绝大部分。控制了染料中间体，可以直接影响相应染料的生产成本。

例如对典型分散染料(分散蓝 ANT)，中间体六溴和中间体还原物的原料成本占到 81%；对于典型活性染料（活性黑 KNB），中间体对位酯和中间体 H 酸的原料成本则更是占到 95%。可见，中间体的价格左右了商品染料的生产成本。

图 16 染料的成本构成以原材料成本细分





资料来源：公司公告、东兴证券研究所

由于染料公司对于下游印染行业的议价能力很强，因此中间体的价格波动一般都能够顺利地传导到染料的走势之中。公司布局中间体可以对与染料的价格走势产生巨大影响，巩固对于行业的控制力。

图 17 H 酸及活性黑价格走势



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

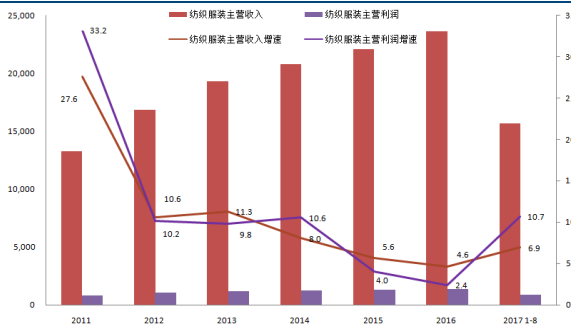
## 5. 纺服拐点助公司业绩扬帆起航

### 5.1 纺织服装市场销售出现拐点利好染料需求

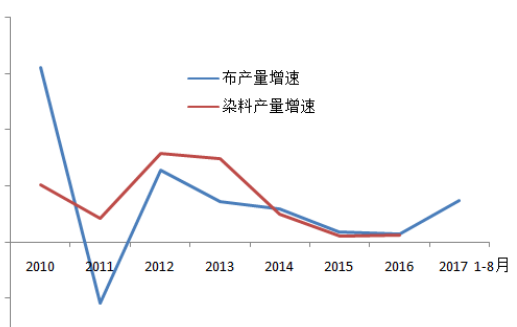
2017 年纺织服装市场一扫近年连续下行的颓势，触底回升，显著回暖。17 年前 8 个月，纺织服装企业主营收入结束了连续 3 年的下降态势，同比增加 6.9%，主营利润增幅更是创 2012 年来的新高，达 10.7%。纺织行业销售出现拐点是染料需求增加的根本原因。染料产量增速与布产量增速亦步亦趋。

图 18 我国纺织服装行业主营收入、利润及增速

图 19 我国布产量增速和染料产量增速



资料来源：Wind、国家统计局、东兴证券研究所

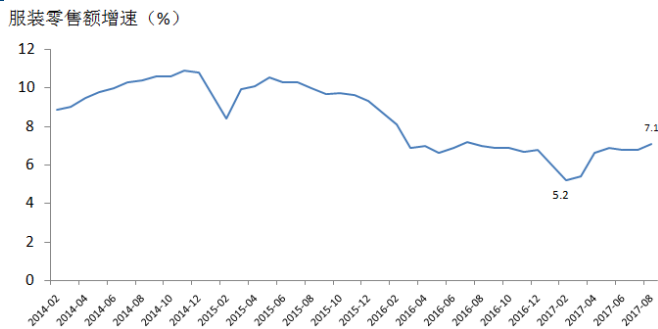


资料来源：国家统计局、染料工业协会、Wind、东兴证券研究所

此次纺织服装市场的好转以内需增长为主要动力，同时伴随有出口形势的好转。无论提振内需的二胎、消费升级因素还是外需回升的产业升级因素都具有较好持续性。

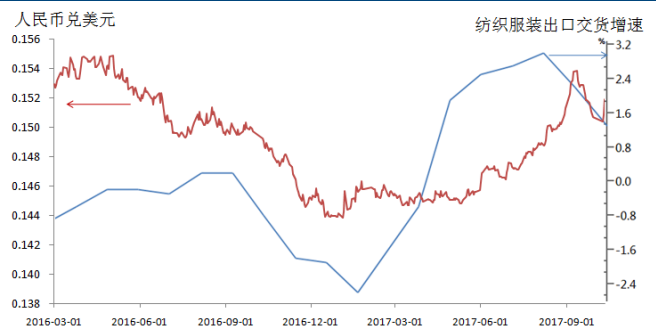
- ◆ 17 年 2 月份，我国服装零售额增速触及 5.2% 的阶段底部，之后逐渐上行。二胎政策和消费升级是带动内需增加的主因，主要表现为婴童装、中高端男装和女装的较快增长。
- ◆ 17 年第二季度纺织服装出口交货值增速实现了两年来的首次正增长。随着我国纺织业产业升级的进行，出口已经具有新的竞争优势，前期由于人工成本的上升带来的产能削减影响已大幅降低，因此即使在人民币升值的不利环境下我国出口依然实现了正增长。后期随着人民币升值预期的降低，出口环境将更加有利。

图 20 我国纺织服装内需增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 21 我国纺织服装外需增速及人民币汇率走势



资料来源：Wind、东兴证券研究所

## 5.2 印染行业的产销两旺是直接动力

16 年印染布产量增速达到 4.7%，为 5 年以来的首次正增长。17 年上半年，印染布产量增速继续扩大，进一步上升到 6.5%。

以印染行业最大的上市公司航民股份为例，公司 2016 年印染布生产量同比增加 8.2%（2015 年仅为 1.02%），销售量同比增加 8.1%（2015 年仅为 -0.91%），库存量下降 14.7%（2015 年上升 15.3%）。17 年上半年经营情况进一步向好，利润同比增加 8.6%。

印染企业呈现远超预期的产销两旺的理想局面，景气度大幅提升，直接刺激染料需求。



图 22 我国印染布产量及印染布产量增速



资料来源：国家统计局、印染行业协会、东兴证券研究所

## 6. 国际化布局在技术和成本间左右逢源的机会长期存在

并购整合德司达使得公司获得了跨越式发展，真正成为了具有国际影响力的跨国公司。这次堪称教科书般的经典并购案是公司长期进行国际化尝试的自然结果，更体现出了公司领导层卓越的全球化眼光。未来公司将随着我国经济金融国际化程度的加深，在先进的技术和更低廉的成本间左右逢源。

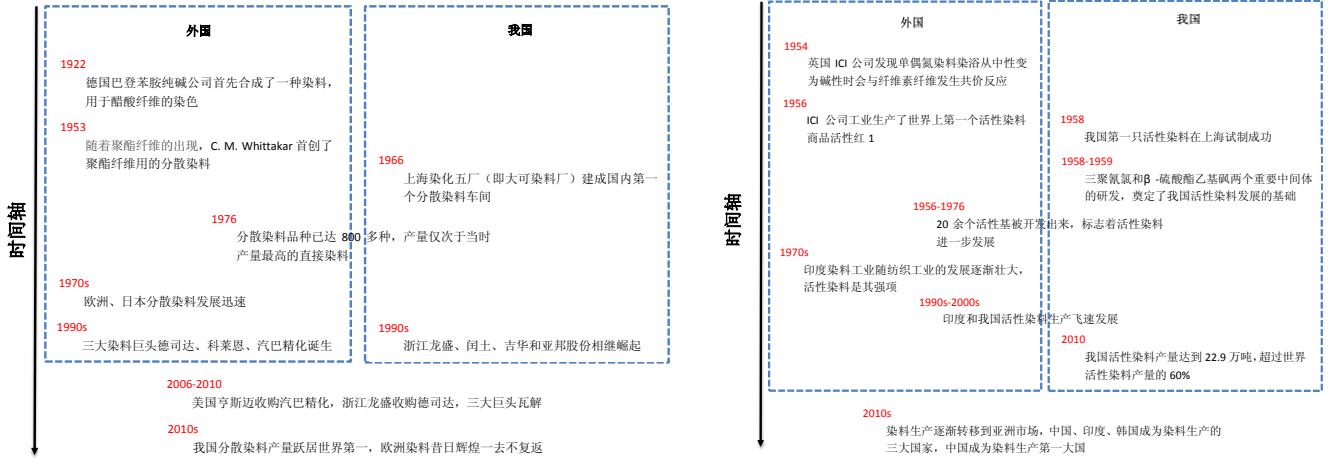
### 6.1 对发达国家企业：资源整合创造价值的并购机会将长期存在

德司达的破产既有因为金融危机突然爆发导致资金链断裂的偶然因素，更有欧洲生产经营成本过高的必然因素。收购德司达后浙江龙盛将其在欧洲的高成本产能转移到中国、印度、印尼等低成本地区，是使得德司达重新焕发生机，从连年亏损华丽转身成为“现金奶牛”的根本原因，此类机会将长期存在，而具有成功经验的浙江龙盛将机会出现时将具有显著优势。

欧洲是包括染料在内的众多现代化工产品的起源地，受制于高昂的人力成本、环境成本等约束，实际产能已经大量转移到亚洲地区，但欧洲化工企业往往在生产技术、营销渠道以及知识产权等方面仍具有显著优势，而且估值水平往往较低。

图 23 分散染料发展简史

图 24 活性染料发展简史



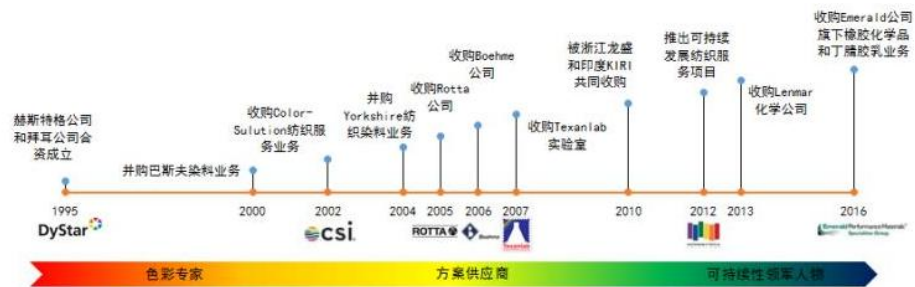
资料来源：《中国知网》、东兴证券研究所

资料来源：《中国知网》、东兴证券研究所

通过并购整合，公司可获得的效益包括

- ◆ **规模优势：**德司达并表后公司营业收入从 76 亿元增加到 141 亿元，归母净利润从 8 亿增加到 15 亿，增长近一倍，并且此后归母净利润均保持在 20 亿元以上。
- ◆ **知识产权优势：**公司所拥有染料行业的核心专利 ZL99104177.1 即来自于德司达；并购使得公司从知识产权诉讼的被告方变成了可以主动出击的专利所有人。
- ◆ **技术优势：**并购获得了德司达高端染料产品的先进生产技术和丰富研究成果，并使得公司具备了提供颜色标准及可持续发展解决方案的综合服务能力。
- ◆ **协同优势：**德司达通常采购染料中间体以及染料滤饼进行深加工，合成高端产品。并购前德司达较少采购浙江龙盛的中间体和滤饼，并购后的协同效应延长了产业链与产品品类。
- ◆ **渠道优势：**德司达拥有丰富的海外客户资源以及销售渠道，浙江龙盛借助德司达在全球的销售网络和竞争优势，快速打开了全球中高端市场，并能够以产地融资的方式降低资金使用成本。
- ◆ **品牌优势：**德司达品牌以全球具有很高的客户认知度，保留原品牌进行生产使得公司在直接继承了染料鼻祖的良好口碑与信誉度。

图 25 德司达发展历程



资料来源：公司网站、公司公告、东兴证券研究所

## 6.2 对发展中国家企业：降低成本获益颇丰的合作机会将长期存在

印度等发展中国家相对于我国在人工工资、原材料、环保成本等方面具有一定的优势，同时，随着当地纺织工业的发展，在印染产地进行染料的相关生产具有销售和服务优势。由于此类发展中国家在化工基础体系建设以及生产技术方面与我国仍有较大差距，公司利用自身的技术优势进行境外投资合作的机会将长期存在。

## 7. 房地产预计为公司提供丰厚利润

### 7.1 房地产“逢低布局”将分享上海旧区改造的丰厚红利

公司目前在手的房地产项目为三个，预计投资总额为 350 亿元，交付后将为公司带来可观的利润回报。根据目前的施工进度，房地产板块预计带来的净增值额约为 60 亿，其中低融资利率和极佳的布局时机是公司获得丰厚收益的主要原因。

表 8 浙江龙盛在手房地产项目

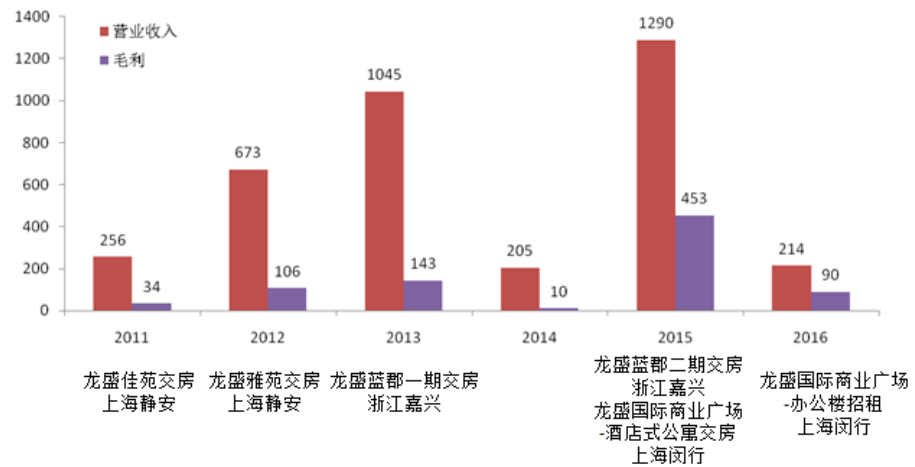
项目名称	项目地点	开工时间	预计竣工时间
闸北区大宁社区动迁安置房项目	上海静安区黄山路	2016.12	2019.6
静安区大统基地旧区改造项目	上海静安区大统基地	待定	2020.12
华兴新城项目	上海闸北区 51-57、73 街坊	待定	2023.12

资料来源：公司公告、政府网站、东兴证券研究所

公司自 2010 年起开展房地产业务，房地产板块为公司贡献了实际的利润增量的同时，也为公司积累了宝贵的旧区改造和商品化开发经验，为公司在手项目的顺利实施打下了良好基础。公司利用较低的融资成本，深扎上海城市旧区改造项目，将继续分享上海城市发展的丰厚红利。

图 26 浙江龙盛房地产板块已交付项目及营收/毛利情况

营收/毛利（百万元）



资料来源：公司公告、政府网站、公司网站、东兴证券研究所

## 7.2 “华兴新城”项目落成后将成为新的“现金奶牛”

华兴新城项目是公司房地产板块成功运作的大手笔之作。项目规划建设1幢限高320米的商办楼、地上商业和地下一层商业，预计出租后每年产生的租金收入约10亿元；住宅以及2幢限高100米公寓办公楼将出售，预计销售收入约250亿元。

- ◆ 项目地理位置极佳：所在的苏河湾东部区域为整个苏河湾发展心脏地带，项目距市中心人民广场（南京路步行街）仅1.3公里，向东距黄浦江1.4公里，与陆家嘴金融中心隔江相望，区位优势明显。
- ◆ 项目楼面地价较低：项目的楼面地价仅为3.8万元/平方米。项目规划建设高端住宅和高档商办项目，而毗邻本项目的华侨城苏河湾项目的高端住宅项目售价达15万元/平方米。项目盈利前景极佳。
- ◆ 项目融资成本很低：公司与四大行外加平安银行和上海农村商业银行等六家银行签订了《人民币贰佰亿元华兴新城项目银团借款合同》，贷款期限为8年，贷款利率为基准利率下浮10%。

图 27 华兴新城季度计划表

编号	项目名称	2016	2017	2018				2019				2020				2021				2022				2023				
		2季度		1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	1季度	2季度	3季度	4季度	
1	土地动拆迁																											
2	交地					交地																						
3	住宅开工建设					开工																						
4	一期结构封顶																											
5	一期住宅预售																											
6	二期结构封顶																											
7	二期住宅预售																											
8	住宅竣工验收																											
9	住宅交房																											
10	商办开工建设					开工																						
11	公房结构封顶																											
12	公房预售																											
13	公房竣工验收																											
14	100米公寓交房																											
15	320米商办结构封顶																											
16	320米商办竣工验收																											
17	320米商办交房																											交房

注：上述进度最终以政府审定和实际变化情况为准。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

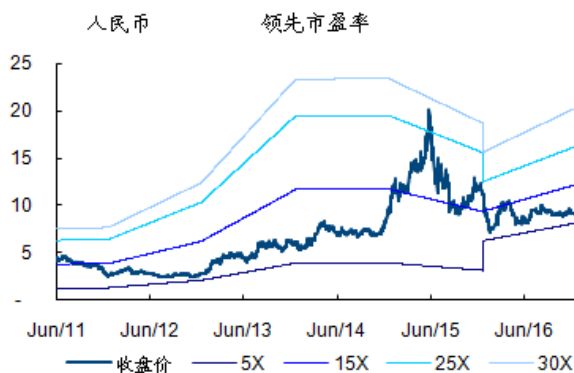
## 8. 盈利预测与投资建议

预计公司 17-19 年 EPS 为 0.79、0.99、1.13，对应 17-19 年 PE 分别为 14、11、10，综合公司及行业发展情况和估值水平，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测关键假设：

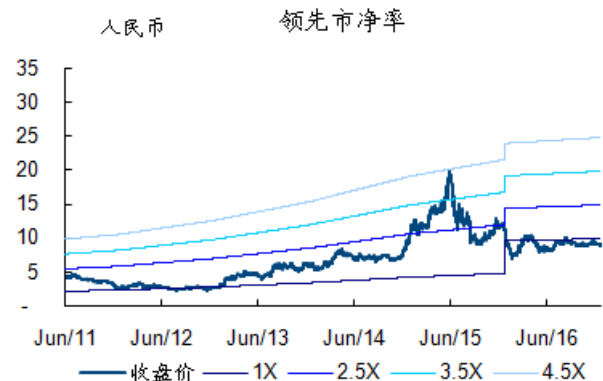
1. 纺织服装行业下行态势在 17 年出现拐点，带动染料行业消费量相应增加。
2. 政府对于染料行业保持较为严格的产能限制，使得染料供需趋紧，染料价格上涨。
3. 中间体在较为严格的环保和安全形势下，价格上涨。
4. 助剂、无机化工等板块营收与利润水平保持稳定增长。
5. 地产建设进度符合公司预期，投资收益保持稳定。

图 28 PE-band



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 29 PB-band



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 9 可比公司估值（截止 2017 年 11 月 20 日收盘）

代码	公司	最新收盘价	EPS			PE		
			17E	18E	19E	17E	18E	19E
002440.SZ	闰土股份	17.25	1.18	1.33	1.45	15	13	12
603980.SH	吉华集团	21.37	1.11	1.6	2.44	19	13	9
300067.SZ	安诺其	6.2	0.23	0.31	0.4	27	20	16
603188.SH	亚邦股份	16.65	1.25	1.52	1.89	13	11	9
<b>600352.SH</b>	<b>浙江龙盛</b>	<b>11.12</b>	<b>0.79</b>	<b>0.99</b>	<b>1.13</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>10</b>

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 9. 风险提示

原材料及主营产品价格大幅波动；新产能释放不及预期；非流通股上市。

**表 10 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	15887	25123	32309	37806	43111	<b>营业收入</b>	14842	12356	15464	18247	20708
货币资金	3675	3427	5151	6814	7908	<b>营业成本</b>	9898	7852	9347	10711	12041
应收账款	2175	2177	3178	3749	4255	营业税金及附加	168	79	124	146	166
其他应收款	889	981	1228	1449	1644	营业费用	1047	986	1206	1368	1553
预付款项	175	210	455	521	586	管理费用	1298	1224	1392	1551	1760
存货	6763	16772	20468	23156	26353	财务费用	226	233	389	425	417
其他流动资产	2210	1556	1830	2118	2365	资产减值损失	39.49	277.03	-160.20	10.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	10743	14814	15238	15929	16744	公允价值变动收益	0.00	1004.9	60.00	80.00	100.00
长期股权投资	347	470	550	650	750	投资净收益	849.20	319.79	280.00	300.00	300.00
固定资产	4916.65	5177.11	5523.05	6019.77	6565.10	<b>营业利润</b>	3183	3109	3630	4561	5337
无形资产	572	843	864	885	906	营业外收入	201.33	161.26	100.00	150.00	180.00
其他非流动资产	4907	8324	8301	8374	8523	营业外支出	51.84	79.72	25.00	60.00	80.00
<b>资产总计</b>	26631	39936	47547	53735	59855	<b>利润总额</b>	3333	3190	3705	4651	5437
<b>流动负债合计</b>	8544	10450	12546	13592	14299	所得税	455	708	593	744	870
短期借款	3111	3625	7125	7125	7125	<b>净利润</b>	2878	2482	3112	3907	4567
应付账款	1225	1467	1741	1994	2241	少数股东损益	-337	-453	-527	-685	-892
预收款项	303	1003	1255	1481	1680	归属母公司净利润	2541	2029	2586	3222	3675
一年内到期的非	1144	1508	400	400	400	EBITDA	3222	2970	3568	4391	4962
<b>非流动负债合计</b>	2860	11467	14572	16182	17792	<b>EPS (元)</b>	0.78	0.62	0.79	0.99	1.13
长期借款	2607	5715	8815	10415	12015	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	5489	5494	5504	5514		2015	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	11559	22569	27718	30773	33291	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1260	1746	2272	2958	3850	营业收入增长	-2.03	-16.75%	25.16%	17.99%	13.49%
实收资本(或股	3253	3253	3253	3253	3253	营业利润增长	-4.34	-2.35%	16.79%	25.65%	17.00%
资本公积	1545	1552	1552	1552	1552	归属于母公司净利润	0.32	-20.16%	27.45%	24.59%	14.06%
未分配利润	9014	10816	12752	15199	17909	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	13812	15622	17557	20004	22714	毛利率(%)	33.31	36.45%	39.56%	41.30%	41.85%
<b>负债和所有者</b>	26631	39936	47547	53735	59855	净利率(%)	19.39	20.09%	20.13%	21.41%	22.05%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.54	5.08%	5.44%	6.00%	6.14%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	20.84	15.89%	17.73%	19.53%	20.11%
<b>经营活动现金</b>	1629	-6075	-2115	1751	1865	<b>偿债能力</b>					
净利润	2541	2029	2586	3222	3675	资产负债率(%)	43%	57%	58%	57%	56%
折旧摊销	578.90	582.87	531.08	598.71	684.96	流动比率	1.86	2.40	2.58	2.78	3.01
财务费用	226	233	389	425	417	速动比率	1.07	0.80	0.94	1.08	1.17
应收账款减少	-347	9897	5488	3814	4200	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	-842	1028	-296	1045	706	总资产周转率	1.49	0.97	1.03	1.17	1.27
<b>投资活动现金</b>	-181	-2020	-567	-600	-1000	应收账款周转率	6	6	6	5	5
公允价值变动收	0	1005	60	80	100	应付账款周转率	11.03	7.70	8.28	8.62	8.63
长期股权投资减	-516	-413	-1000	-1200	-1400	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	849	320	280	300	300	每股收益(最新摊薄)	0.78	0.62	0.79	0.99	1.13
<b>筹资活动现金</b>	906	7601	4457	410	227	每股净现金流(最新摊)	0.74	-0.11	0.55	0.48	0.34
应付债券增加	2800	6485	5	10	10	每股净资产(最新摊)	4.25	4.80	5.40	6.15	6.98
长期借款增加	-1207	2990	5492	1600	1600	<b>估值比率</b>					
普通股增加	1147	5	0	0	0	P/E	14	18	14	11	10
资本公积增加	#REF!	8	0	0	0	P/B	2.6	2.3	2.1	1.8	1.6
<b>现金净增加额</b>	2403	-354	1775	1562	1095	EV/EBITDA	15.34	11.13	13.23	8.19	5.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

### 廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015年就职于民生证券，2016年加入东兴证券。

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA持证人。2013年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016年8月加入东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3年化工实业经验，2017年7月加入东兴证券研究所。

### 张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2年化工实业经验，2015年10月起从事基础化工行业分析，2017年6月加入东兴证券研究所化工团队。

### 邓先河

北京大学材料化学学士，美国佛罗里达大学化学工程硕士，2015-2017年就职于埃克森美孚（ExxonMobil），2017年8月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示



本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。