

充分受益行业景气上行，国际染料巨头全面发展

公司深度研究

◆ 染料终端需求稳步增长，全产业链龙头充分受益：

受益于终端纺织服装行业的发展，2016年中国印染布产量达533亿平米，同比增长4.73%，结束连续5年负增长，预计未来三年国内分散染料需求量将达40万吨，活性染料将达26万吨。供给方面，国内产能主要集中在浙江省，受环保督查影响，部分中小企业退出，龙头企业充分受益。

国内分散染料行业形成寡头竞争格局，CR3超60%，公司分散染料产能全国第一，同时拥有核心专利，掌握行业话语权，并且中间体间苯二胺以及还原物完全自给，预计公司全年分散染料产量11万吨，价格每上涨1000元/吨，公司净利将增厚0.8亿。活性染料市场竞争较为激烈，公司1万吨H酸产能将于18年初达产，届时染料中间体将实现完全自给。

◆ 拓展中间体业务，掌握间苯二酚市场话语权：

公司采用连续催化加氢法制备间苯二胺，并且一体化制取间苯二酚，阶梯使用硫酸等原料，实现循环经济。间苯二酚是重要的化工中间体，可用于染料、医药、环氧树脂等领域，全球需求量约6万吨。受益国家反倾销政策，中国从间苯二酚净进口国转变为净出口国，预计未来年出口4000吨。17年美国茵蒂斯派克公司宣布停产，全球主要生产厂商仅剩浙江龙盛和日本住友（产能各3万吨），价格从4.5万/吨上涨至最高8万/吨。公司目前是国内市场龙头，未来将逐步提升国际市场份额，价格每上涨1万元/吨，公司净利增厚2.18亿。

◆ 依托稳定现金流，房地产业务锦上添花：

自2011年公司进入房地产行业以来，累计实现营收36.85亿，现有多个在建项目，总投资额350亿，将于2019-2023年间陆续完工，不仅贡献地产增值收益，还可带来10亿/年的稳定租金收入，发展前景广阔。

◆ 公司全产业链布局，多元化发展，首次覆盖给予“强烈推荐”评级：

公司在浙江上虞生产基地构建了“中间体-染料-硫酸-减水剂”循环经济一体化产业园，全面布局染料行业；受益反倾销政策及竞争对手停产，外延发展中间体间苯二胺带来超额利润；控股德司达走向国际高端市场；房地产业务锦上添花，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

◆ **风险提示：**染料价格大幅下降；公司投资失误；自身环保控制低于预期；房地产项目进度及盈利低于预期

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14842	12,356	15,721	17,024	19,713
增长率(%)	-2.0	-16.8	27.2	8.3	15.8
净利润(百万元)	2541.3	2,029	2,504	3,310	3,612
增长率(%)	0.3	-20.2	23.4	32.2	9.1
毛利率(%)	34.4	37.1	38.6	42.0	39.2
净利率(%)	17.1	16.4	15.9	19.4	18.3
ROE(%)	19.1	14.3	14.8	16.4	15.8
EPS(摊薄/元)	0.78	0.62	0.77	1.02	1.11
P/E(倍)	14.99	18.8	15.2	11.5	10.5
P/B(倍)	2.76	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

强烈推荐（首次评级）

分析师

程磊 (执业证书编号：S0280517080001)
021-68864812
chenglei@xsdzq.cn

联系人

周峰春
zhoufengchun@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.12.29

收盘价(元)：11.71
总股本(亿股)：32.53
总市值(亿元)：380.97
近3月换手率：95.64%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	12.41	9.85	7.24
绝对	11.84	14.92	29.47

相关研报

投资要件

关键假设

1. 17-19 年公司分散染料国内产量为 11 万吨，活性染料产量 5 万吨，17-19 年分散染料均价分别为 2.8 万/吨、3.5 万/吨、3.5 万/吨，17-19 年活性染料均价分别为 2.7 万/吨、2.8 万/吨、2.9 万/吨
2. 德司达业务保持稳定，18-19 年增长 5%
3. 中间体产销稳定，17-19 年间苯二酚价格分别为 7 万/吨、8 万/吨、8 万/吨
4. 2019 年公司房地产业务开始确认部分收益
5. 预计 17-19 年公司投资净收益分别为 5 亿元、4 亿元、3 亿元

我们区别于市场的观点

1. 染料下游印染企业受环保影响，开工率低下，导致需求疲软，我们注意到随着印染企业环保投入逐步到位，需求已出现复苏迹象，受终端纺织服装刚性需求带动，我们认为国内染料需求将逐步提升。

2. 近年来，环保力度加大有目共睹，染料行业多家企业被迫关停，供应紧张促使染料价格上涨，具有中间体-染料全产业链的龙头企业盈利能力更强。

3. 中间体业务方面，市场重点关注其对降低染料成本的帮助。浙江龙盛从间苯二胺进一步制备间苯二酚，拓展了中间体的应用领域。受益国家政策和竞争对手的停产，间苯二酚价格上涨，成为公司新的利润增长点。

股价上涨的催化因素

染料价格持续上涨；中间体价格上涨；房地产市场景气

盈利预测和估值

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，全面布局染料行业；外延发展中间体带来超额利润；控股德司达走向国际市场；房地产业务锦上添花，我们预计公司 17-19 年 EPS 为 0.77、1.02、1.11 元，对应当前股价 PE 为 15、12、11 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

投资风险

染料价格大幅下降；公司投资失误；自身环保控制低于预期；房地产项目进度及盈利低于预期

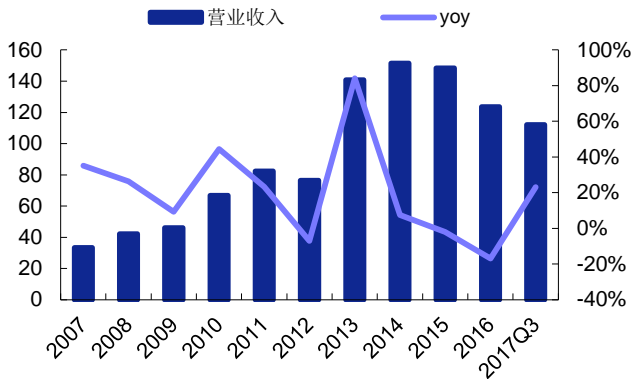
目 录

1、 多元化发展的全球染料巨头	4
2、 染料供需向好，全产业链龙头盈利增长	4
2.1、 纺织服装终端需求带动染料行业景气	4
2.2、 染料产能集中度高，环保督查促成寡头竞争格局	6
2.2.1、 公司具备专利优势，分散染料议价能力强	7
2.2.2、 活性染料产能分散，市场竞争相对激烈	9
2.3、 染料中间体开工不足，公司全产业链优势明显	10
2.4、 践行“走出去”战略，德司达布局海外高端市场	11
3、 受益国家政策和竞争者停产，公司掌握间苯二酚话语权	11
4、 房地产业务聚焦上海，享城市发展红利	12
5、 盈利预测与估值	13
6、 风险提示	14
附：财务预测摘要	15
图表目录	16

1、多元化发展的全球染料巨头

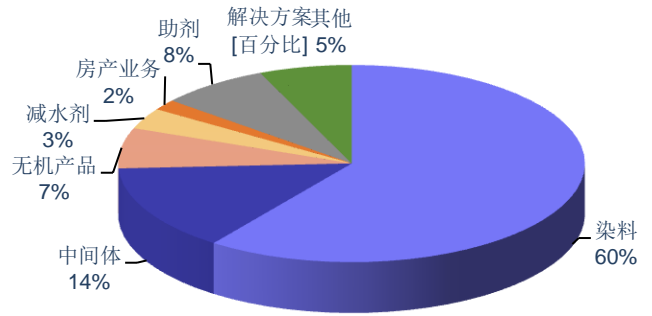
浙江龙盛成立于1970年，目前已成为制造业、钢铁汽配、房地产、金融投资四轮驱动的综合性跨国企业集团。制造业业务以染料、助剂、中间体等特殊化学品为主，是全球最大的纺织用化学品生产服务商，目前在全球范围内拥有超过30万吨染料产能、10万吨助剂产能以及10万吨的中间体产能。2010年，公司通过启动债转股控股德司达全球公司，在全球的主要染料市场，公司拥有超过30个销售实体，服务于7000家客户，约占全球近21%的市场份额。

图表1：浙江龙盛营业收入变化（单位：亿元）



资料来源：wind，新时代证券研究所

图表2：浙江龙盛2016年分业务营收占比



资料来源：wind，新时代证券研究所

染料业务是公司主要营收来源，占比达60%，公司已成为全球最大的分散染料生产商和国内第二大活性染料生产商，掌握行业话语权；公司中间体业务主要为间苯二胺、间苯二酚等，可用于染料、橡胶助剂、环氧树脂等行业。房地产业务始于2011年，至今已完成上海市闸北区动迁安置房项目、闵行区上海龙盛国际商业广场项目等，累计投资金额超43亿。

2、染料供需向好，全产业链龙头盈利增长

2.1、纺织服装终端需求带动染料行业景气

依据化学结构和染色机理不同，染料可分为分散染料、活性染料、硫化染料等多个品种。其中唯一能在聚酯纤维（涤纶）上染色和印花的是分散染料，因此，分散染料在我国所有染料品种中产量最高，占比49%。活性染料是系分散染料之外的第二大染料品种，约占我国染料总产量的29%。

图表3：染料分类和简介

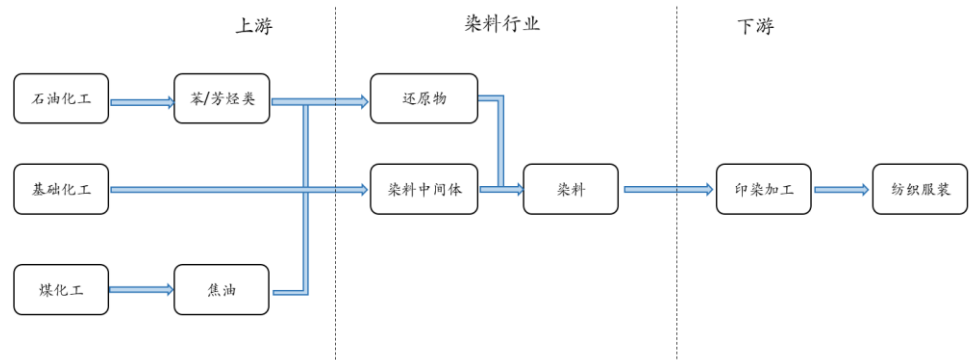
分类	染色原理	用途	性能
分散染料	染色时染料以微小颗粒的稳定分散体对纤维进行染色，故称为分散染料	主要用于各种合成纤维的染色和印花，如涤纶、锦纶、醋酯纤维等	具有较好的疏水性、一定的分散性及耐升华的特点
活性染料	又称为反应性染料。这类染料分子结构中含有活性基团，染色时能够与纤维分子中的羟基、氨基以共价键方式结合而牢固地染着在纤维上	主要用于棉纤维及其纺织品的染色和印花，也可用于麻、羊毛、蚕丝和一部分合成纤维的染色	色谱广、色泽鲜艳、性能优异、适用性强
硫化染料	染色时，硫化染料在硫化碱溶液中被还原为可溶状态，上染纤维后，经过氧化又成不溶状态固着在纤维上	主要用于棉纤维染色，亦可用于棉/维混纺织物	成本低廉，但色泽不够鲜艳
还原染料	染色时，还原染料在含有还原剂的碱性溶液中被还原成水溶性的隐色体钠盐后上染纤维，再经氧化后重新成为不溶性染料而固着在纤维上	主要用于棉、涤棉混纺织物染色，以及人丝、人棉交织，真丝绸拔染印花等	色谱较全，色泽鲜艳，皂洗、日晒牢度都比较高，但价格较高
酸性染料	染料分子中含磺酸、羧基等酸性基团，在酸性染浴中与蛋白质纤维分子中的氨基以离子键结合	主要用于羊毛、蚕丝、聚酰胺纤维的染色和印花	色谱齐全、价格低廉、操作方便。缺点是水洗、日晒牢

分类	染色原理	用途	性能
	合，故称为酸性染料		度不够理想
直接染料	染料分子中大多含有硫酸基，有的则含有羟基，染料分子与纤维素分子之间以范德华力和氢键相结合	主要用于针织、丝绸、棉纺、皮革、毛麻的染色，也用于粘胶纤维的染色	
阳离子染料	染色时能与蚕丝等蛋白质纤维分子中的羟基负离子以盐键形式相结合，故又称为碱性染料或盐基染料	是腈纶纤维染色的专用染料	具有强度高、色光鲜艳、耐光牢度好等优点
其他染料	冰染染料、中性染料、缩聚染料、荧光增白剂		

资料来源：吉华集团招股说明书，新时代证券研究所

染料行业上游是石化和煤化产业，一般染料企业并不直接从石化和煤化工企业采购原材料，而是采购中间体进一步制成染料，部分龙头企业具备中间体生产能力，能够较好锁定产业链利润，同时外销中间体也能带来可观利润。染料直接下游是印染企业，最终需求主要来自纺织服装行业。

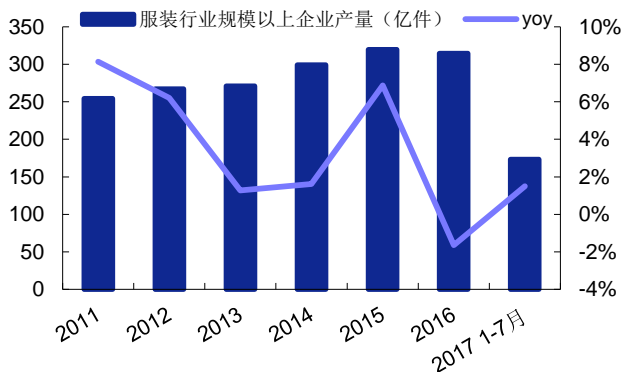
图表4：染料产业链



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

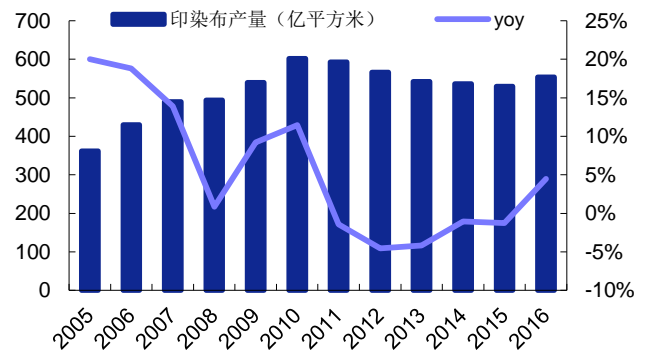
受益于经济发展和二胎政策放开，染料需求终端纺织服装行业稳步增长。2011-2016年中国纺织服装和服饰行业营收从13244亿，增长至23605亿，年复合增长12.25%。17年1-7月，规模以上服装企业完成生产173.52亿件，同比增长1.5%。随着纺织工业的快速发展、染料行业生产和技术的转移、环境保护、技术更新等多种因素的影响，我国已经成为了世界染料生产和供应中心，中国的染料生产、出口、消费数量均居世界第一。

图表5：中国服装行业规模以上企业产量



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

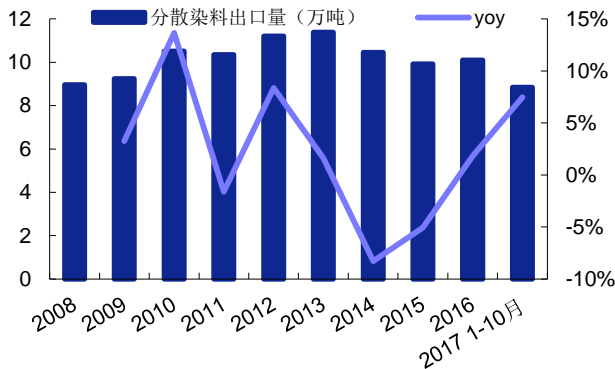
图表6：中国印染布产量



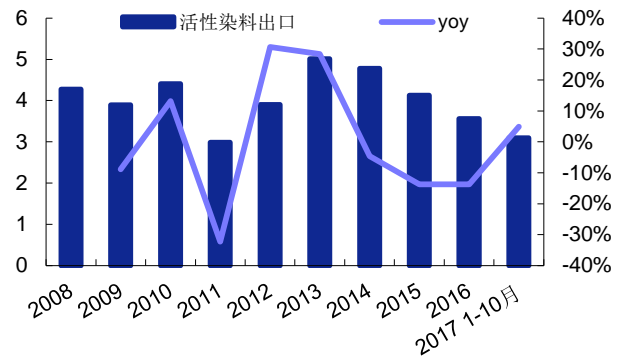
资料来源：国家统计局，中国染料工业协会，新时代证券研究所

近年来环保要求日益严格，大量印染企业遭到关停整顿，2011-2015年中国印

染布产量连续5年出现下滑。而在终端需求回暖下,2016年印染布产量重回增长,总产量达533亿平米,同比增长4.73%,我们预计未来国内印染布产量有望保持每年3%的增长速度。

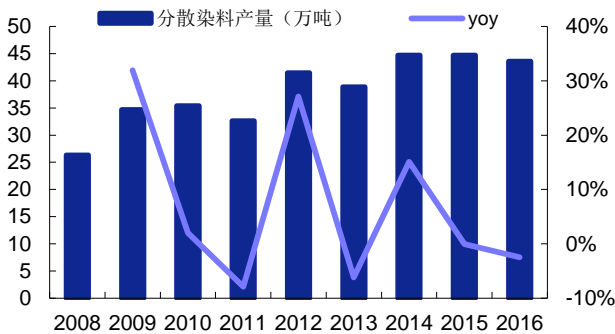
图表7: 中国分散染料出口量


资料来源: 海关总署, 新时代证券研究所

图表8: 中国活性染料出口量


资料来源: 海关总署, 新时代证券研究所

2016年我国分散染料产量43.60万吨,出口10.10万吨,近几年来出口数量较为稳定,总产量一直保持在44万吨附近,我们预计在印染企业复产带动下,未来三年国内分散染料产量将达40万吨。16年活性染料产量25.10万吨,出口3.56万吨,活性染料主要用于棉布染色,国内受童装需求带动较为明显,另外出口需求也在好转,预计未来产量有望达26万吨。

图表9: 中国分散染料产量


资料来源: 中国染料工业协会, 新时代证券研究所

图表10: 中国活性染料产量

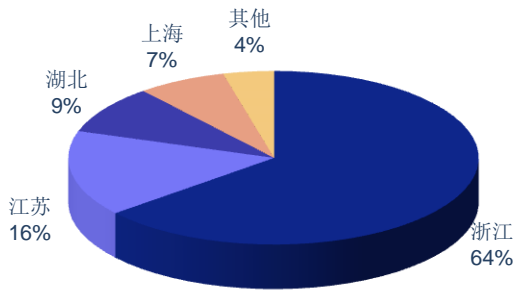

资料来源: 中国染料工业协会, 新时代证券研究所

2.2、染料产能集中度高, 环保督查促成寡头竞争格局

我国染料行业主要集中在东南沿海,浙江、江苏两省染料产能分别占全国产能64%、16%,其中浙江上虞是我国最重要的染料产地。由于染料生产过程中会有大量废水产生,2010年以来部分中小企业因环保不达标开始退出市场,截止2015年10月,我国规模以上染料生产企业数量已由507家下降至325家。

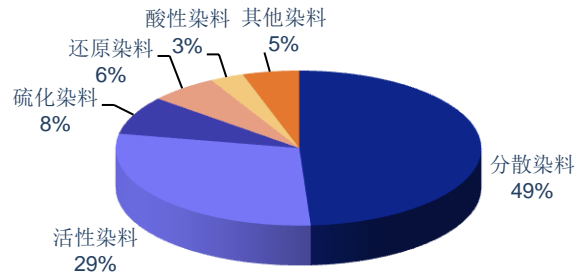
2017年下半年,中央第四批环保督查在浙江展开,环保压力进一步提升,据《上虞日报》报道,截止11月底,上虞地区化工企业已关停转型38家,停产对标改造提升18家,关停退出小涂料企业27家。浙江亿得化工停产改进,直接影响分散染料产能6万吨,活性染料5万吨。

图表11： 中国染料产能分布



资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

图表12： 中国染料消费结构



资料来源：中国染料工业协会，新时代证券研究所

17年10月20日-12月31日，上虞区环保局开展“铁拳3号”截污行动，针对废水污染，组织对入河、入江、入海排污口排查，严厉打击不正常使用污染治理设施、超标超总量排放、偷排漏排等环境违法行为。长期措施方面，制定《上虞区化工产业改造提升行动方案(2017-2020年)》，关停中小污染企业，推动化工企业入园，打造世界染料产业联盟中心，未来龙头企业将充分受益。

图表13： 近年来因环保停产的部分企业

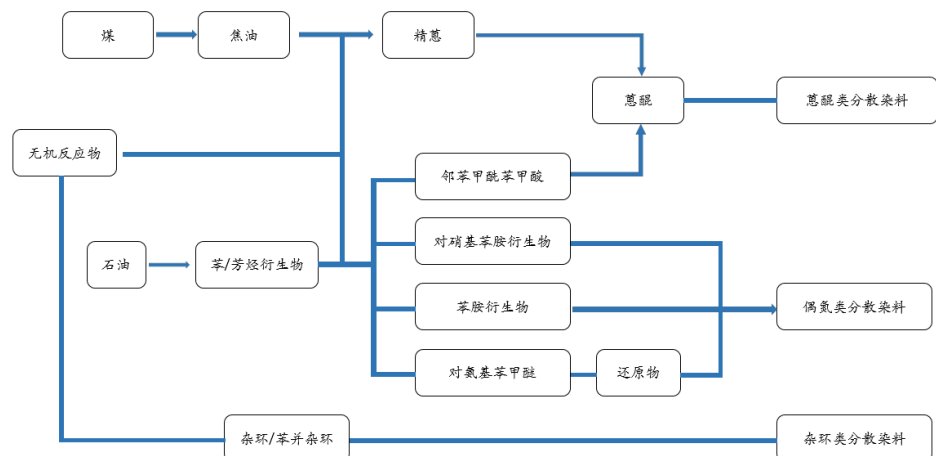
企业	时间	主要产品
华丽染料	2016.2 因偷排污水全面停产整顿，目前低开工负荷	活性染料 7 万吨及中间体
九江之江	2016. 6 因超标排放，被处以行政处罚，责任人被行政拘留	分散染料中间体
九江常宇	2016. 6 因超标排放，停产	分散染料中间体
浙江亿得化工	2017. 7. 1 停产，目前仍在停产整顿中	6 万吨分散染料 5 万吨活性染料
浙江双冠染料	环保督查通报部分停产，要求达标后再完全复产	分散染料
绍兴联发	2017. 8 因环保被关停	分散染料 5000 吨

资料来源：环保局通报，新时代证券研究所

2.2.1、 公司具备专利优势，分散染料议价能力强

进一步细分，分散染料可分为偶氮类、蒽醌类和杂环类，分别占比为 75%、20%、5%。偶氮类分散染料合成路线始于石油化工产品，间苯二胺是其重要的中间体。染料生产企业将间苯二胺、对硝基苯胺等及其衍生物与还原物（2-氨基-4-乙酰氨基苯甲醚）进行反应可以得到目标染料。

图表14： 分散染料工艺流程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

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。在分散染料环节上，公司通过清洁生产集成技术应用改造项目，降低了70%以上的废水和90%以上的固废排放量，解决了扩产瓶颈，提高了环境承载量。

图表15： 中国分散染料生产企业

企业	产能 (万吨)	备注
浙江龙盛	14	
闰土股份	11	
浙江吉化	10	
浙江亿得	6	17年7月起停产改造
江苏之江	4	
杭州帝凯	4	
安诺其	3.7	
亚邦股份	3.5	
其他企业	2	
总计	58	

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

我国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65%，而下游的印染行业产业集中度较低。此外，下游印染企业更换染料供应商会增加其复配和操作难度，从而延长其生产周期，影响印染效果稳定性，通常生产稳定之后会选择固定的染料供应商。综上所述，染料企业拥有较高的议价权。

公司已拥有境内专利180项，其中发明专利158项，实用新型专利22项；境外拥有主要专利上千项，总计超2000项专利。其中的ZL99104177.1为分散染料核心专利，对市场其他竞争者有很强的约束力。2013年，公司与第二大分散染料企业闰土股份就专利侵权达成和解，并建立战略合作关系；另外，吉华集团也向公司支付专利使用费，公司掌握行业话语权。

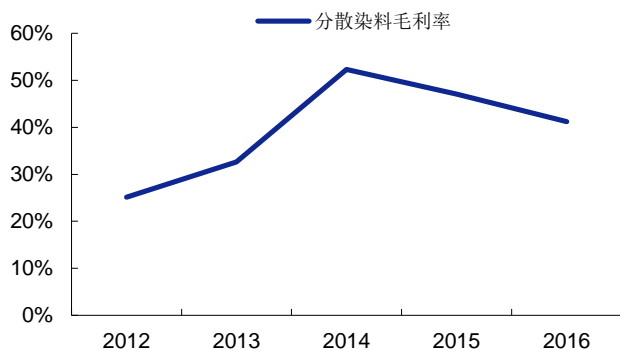
在产业高度集中的背景下，分散染料价格逐渐表现强势，主要企业产品毛利率均在40%以上。染料在下游印染企业成本中占比较小，印染企业对价格敏感度较低，我们预计未来分散染料价格仍有上涨空间，按公司年产分散染料11万吨分散染料计算，价格上涨1000元/吨，公司净利增厚0.8亿。

图表16： 浙江龙盛分散染料价格弹性

市场价格上涨 (元/吨)	1000	2000	3000	4000	5000	6000
公司净利增加 (亿)	0.80	1.60	2.40	3.20	4.00	4.79

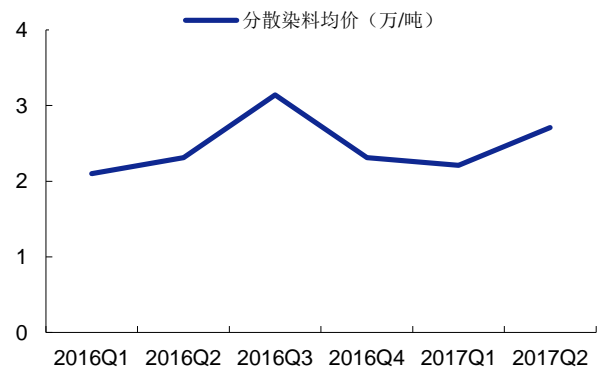
资料来源：新时代证券研究所

图表17： 主要企业分散染料毛利率



资料来源：wind，新时代证券研究所，注：吉华集团毛利率

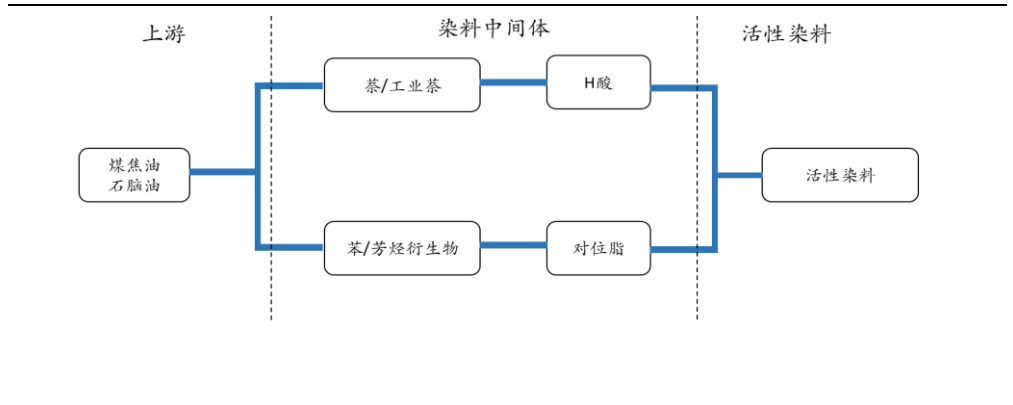
图表18： 浙江龙盛分散染料均价



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2.2、活性染料产能分散，市场竞争相对激烈

图表19：活性染料工艺流程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

活性染料由染料母体和活性基团两部分组成，染料母体决定染料的颜色及部分染色性能，可以分为蒽醌类、萘衍生物类（萘酚、萘胺等）、酞菁类。萘衍生物类母体占比较大，市面常用的H酸、J酸、γ酸都是用于制备氨基羟基萘磺酸类母体的中间体。

图表20：中国活性染料生产企业

企业	产能（万吨）	备注
江苏锦鸡	8	
浙江龙盛	7	
华丽染料	7	16年2月因偷排废水被关停，目前低开工负荷
闰土股份	6	
浙江亿得	5	17年7月起停产改造
浙江吉华	5	
海翔药业	4.2	
劲光染料	2.5	
其他企业	3.3	
总计	48	

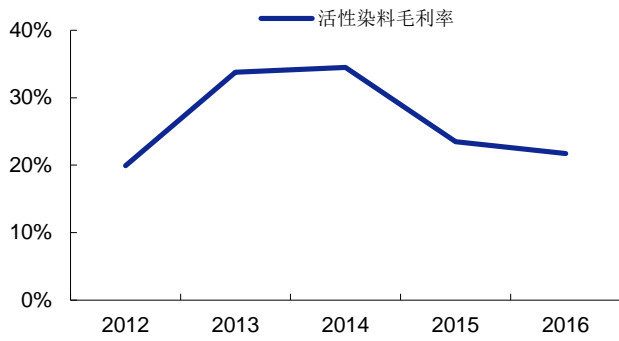
资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

相对于分散染料，活性染料市场集中度较低，竞争较为激烈，主要企业毛利率均在20%左右。环保督查淘汰了部分中小产能，具有中间体生产能力的龙头企业充分受益，预计浙江龙盛活性染料年产5万吨，价格每上涨1000元/吨，净利增厚0.36亿。

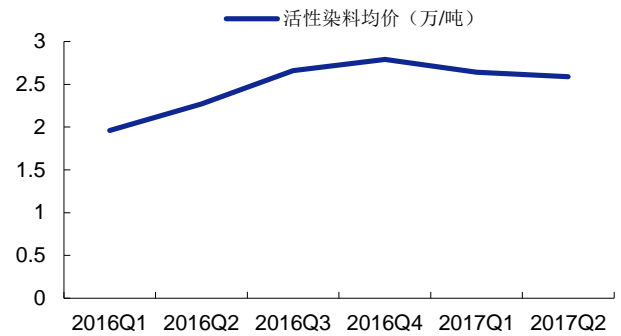
图表21：浙江龙盛活性染料价格弹性

市场价格上涨（元/吨）	1000	2000	3000	4000	5000	6000
公司净利增加（亿）	0.36	0.73	1.09	1.45	1.82	2.18

资料来源：新时代证券研究所

图表22： 主要染料企业活性染料毛利率

资料来源：wind，新时代证券研究所；注：2012年为浙江龙盛毛利率，13-16年为吉华集团毛利率

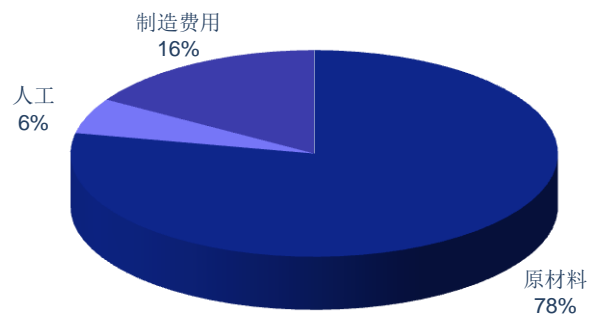
图表23： 浙江龙盛活性染料均价

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.3、染料中间体开工不足，公司全产业链优势明显

染料成本中原材料占比近 80%，因此价格受染料中间体影响较大。染料中间体生产过程中伴随大量污染排放，据环保部发布的《染料工业废水处理工程技术规范》，生产 1 吨 H 酸将产生 14-16 吨废水，是活性染料生产过程的主要污染排放物；而分散染料方面，污染主要来源于中间体还原物的生产以及染料合成工段，总计将产生 20-40 吨废水。

2016 年，H 酸最大生产商湖北楚源子公司华丽染料因违规排放污染物被责令停产，使得 H 酸供给紧张，价格出现大幅上涨。我们预计，在环保高压下，新增产能短时间内难以释放，染料中间体供给紧张将会持续，拥有中间体自给能力的企业将充分受益。

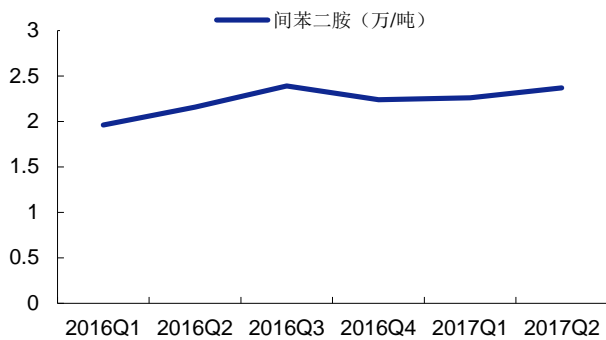
图表24： 染料成本结构

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

目前，公司采用先进的连续硝化、连续加氢还原、高效精馏技术生产间苯二胺，同时联产邻苯二胺、对苯二胺，有效地减少污染排放，分散染料中间体能够实现完全自给。公司目前拥有间苯二胺产能 5 万吨，主要在子公司浙江安诺芳胺，并计划逐步扩产至 10 万吨。受环保督查影响，间苯二胺价格震荡上行，子公司盈利能力持续增强。

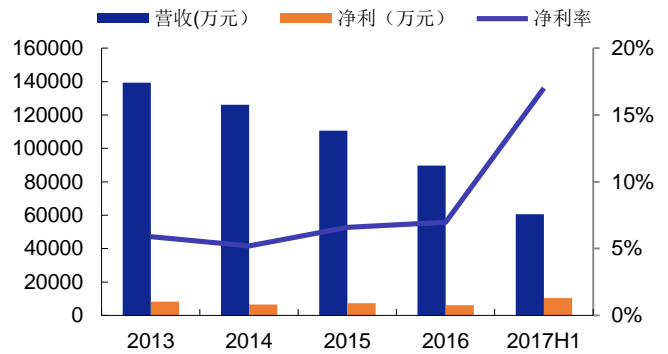
2016 年公司 H 酸和对位脂的外采量分别为 5945 吨和 4849 吨。公司计划新建 2 万吨 H 酸和配套 2 万吨对位脂产能，一期 1 万吨将于 18 年上半年投产，用于填补活性染料产业链空缺。

图表25: 浙江龙盛间苯二胺价格



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图表26: 浙江安诺芳胺营收及净利润变化



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

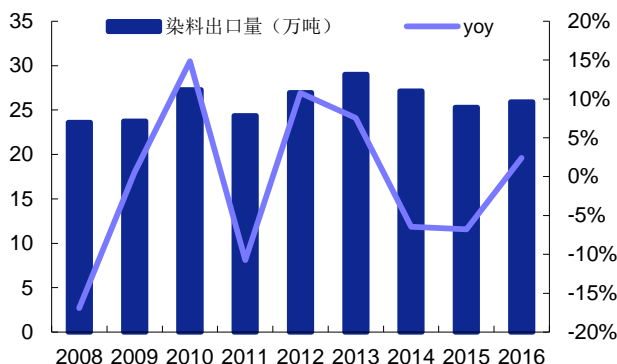
2.4、践行“走出去”战略，德司达布局海外高端市场

印度等其他发展中国家印染企业在环保、人工等方面具有优势，随着当地的纺织工业发展，未来海外印染市场存在长期机会。我国染料出口量每年保持 25-30 万吨，长远看，积极拓展海外市场有利于国内染料企业发展。

全球染料巨头德司达受 08 年国际金融危机影响破产，为国内企业走向国际市场提供了良好的契机。2012 年，浙江龙盛成功控股德司达，而后德司达扭亏为盈，近年来已能够贡献稳定利润。德司达主要定位于海外高端市场，其分散染料售价约 9 万/吨，相当于国内的 3 倍，同时提供颜色标准及可持续发展解决方案。

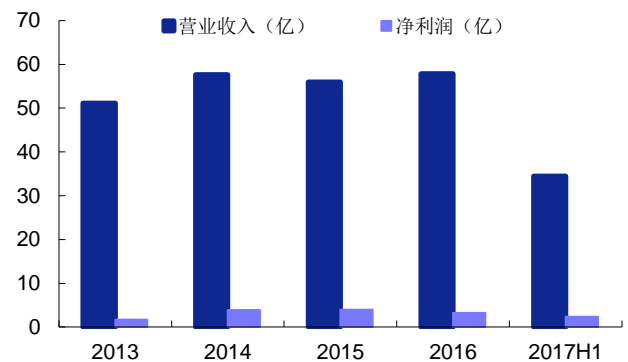
控股德司达后，公司归母净利润从 13 年的 14 亿增长至目前 20 亿以上，2016 年海外收入首次超过国内收入，占总收入 52.6%。而更具有深远意义的是，公司同时获得了德司达高端染料的生产技术以及大量专利，同时其完善的海外销售渠道，为公司未来成长铺平了道路。

图表27: 中国染料出口量



资料来源: 国家统计局, 中国染料工业协会, 新时代证券研究所

图表28: 德司达营收及净利润变化

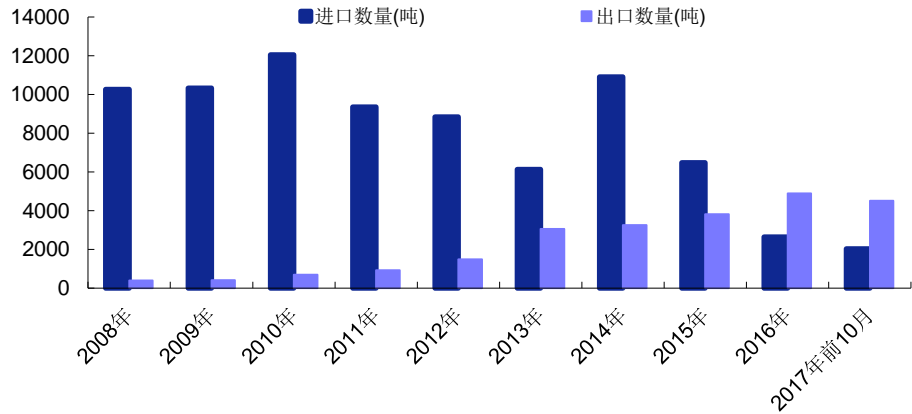


资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3、受益国家政策和竞争者停产，公司掌握间苯二酚话语权

间苯二酚是重要的化工中间体，用于染料工业、医药、橡胶、合成树脂等领域，是许多偶氮染料、毛皮染料的中间体，也是医药中间体对氨基水杨酸的原料。其与苯酚、甲酚相似，与甲醛生成缩聚物，可用于制粘胶丝及尼龙用的轮胎帘子线粘剂，制备木材胶合剂。

图表29： 中国间苯二酚进出口数据

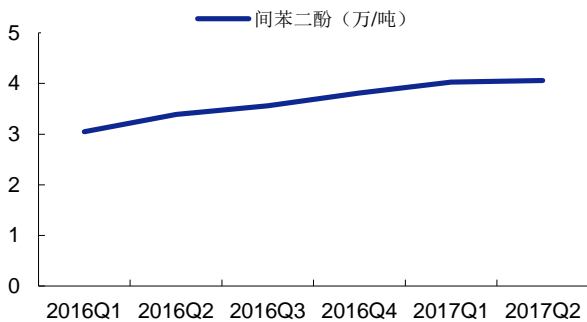


资料来源：海关总署，新时代证券研究所

国际上间苯二酚生产商主要为日本住友以及美国茵蒂斯派克，13年以前，中国间苯二酚主要依赖进口，年净进口量超1万吨。13年中国政府对美国以及日本的间苯二酚进口施加反倾销税，对日本进口产品施加40.50%、美国产品30.10%的反倾销税，为期5年。使得间苯二酚进口数量逐渐下滑，并于2016年首次成为中国间苯二酚净出口国。2017年美国茵蒂斯派克宣布停产，截止10月，我国间苯二酚进出口量已达2483吨，预计未来我国每年净出口将达4000吨，市场空间广阔。

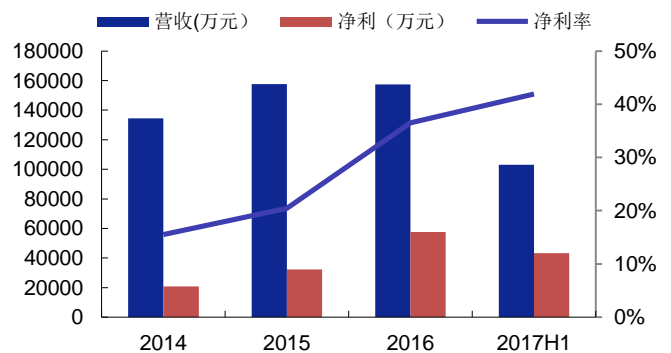
国内最大的间苯二酚生产企业为公司下属子公司浙江鸿盛，拥有约3万吨产能，并计划未来5年内将间苯二酚产能扩大至5万吨，其余间苯二酚企业均为小型工厂或副产品形式生产。间苯二酚未来全球需求维持约6万吨/年，其中国内需求约2.5万吨。我们认为国内市场受益国家反倾销政策，并且公司具有行业话语权，目前报价已从4.5万/吨上涨至最高8万/吨，未来价格有望进一步上涨。随着茵蒂斯派克的停产，海外仅剩日本住友拥有3万吨产能，公司全球市场份额也将进一步提升。

图表30： 浙江龙盛间苯二酚价格



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

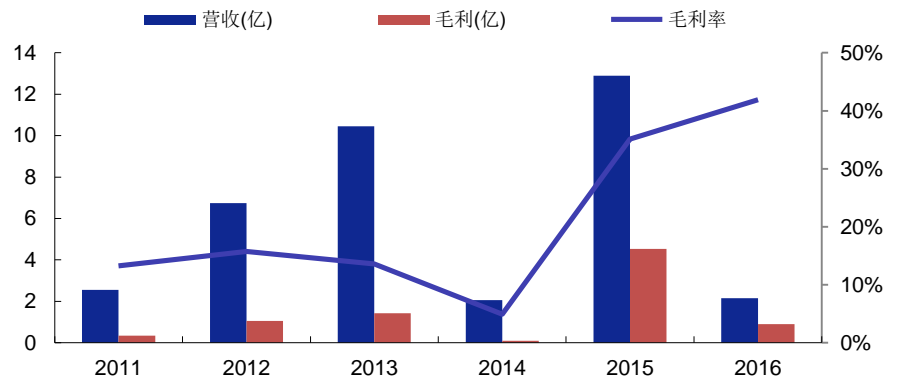
图表31： 浙江鸿盛营收及净利润变化



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、房地产业务聚焦上海，享城市发展红利

公司自2010年开始切入上海房地产开发市场，2011年起房地产业务开始贡献利润，截至2016年底，公司完工项目主要有：1) 上海市闸北区的动迁安置房项目；2) 闵行区的上海龙盛国际商业广场项目；3) 平湖的商业及住宅综合开发项目。实现营收36.85亿，同时还拥有39180平方米可租面积，未来可贡献租金收益。

图表32： 浙江龙盛房地产业务营收及毛利

资料来源：wind，新时代证券研究所

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旧区改造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》。2015年12月3日，公司子公司晟宇置业成功竞标黄山路地块就近安置动迁配置商品房项目一期工程，计划投资27亿，其中自有资金占比50%。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，以实际成本加上5%的利润率确定购房款总价，预计共可实现净利2.7亿。

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。项目占地约8.26万平方米，建筑面积达51.89万平方米，建成后预计实现销售收入243.98亿，若用于出租的物业，满租下每年可贡献稳定租金收入10亿。

图表33： 浙江龙盛未完工的房地产项目（投资单位：亿元）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划总投资	项目简述
闸北区大宁社区动迁安置房项目	2016.12	2019.6	27	包含教育用地17140平方米，居住用地41620平方米
大统基地旧区改造项目	正在拆迁	2020.12	71	可售面积94220平方米
华兴新城项目	正在拆迁	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

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5、 盈利预测与估值

国内环保督查将常态化，染料行业持续受益。我们预计公司作为行业龙头，分散染料17-19年产量保持12万吨，同时染料企业具有较强的议价能力，17-19年分散染料均价分别为2.5、3.2、3.5万/吨。活性染料领域竞争较为激烈，但公司产品实力不俗，具有一定的用户粘性，17-19年活性染料产量保持5万吨，因中间体受环保影响较大，价格分别为2.7、2.8、2.9万/吨。德司达定位于国际高端产品，客户稳定，预计未来将保持稳定增长。

中间体业务，特别是间苯二酚，受益于国家反倾销政策和美国茵蒂斯派克停产，公司市场话语权将进一步提升，其价格有望继续上涨，预计17-19年均价分别为6、7.5、7.5万/吨。减水剂业务主要受宏观经济影响，预计未来将基本保持稳定。房地产业务17-18年主要为租金收入，19年闸北区大宁社区动迁安置房项目按计划竣工，我们预计当年可贡献营收25亿。

图表34： 浙江龙盛分业务盈利预测

项目	2016A	2017E	2018E	2019E
分散染料产量 (万吨)	9.00	11.00	11.00	11.00
分散染料价格 (万/吨)	2.16	2.80	3.50	3.50
分散染料营收 (亿)	16.62	26.32	32.91	32.91
分散染料成本 (亿)	9.14	11.17	11.17	11.17
活性染料产量 (万吨)	4.50	5.00	5.00	5.00
活性染料价格 (万/吨)	2.42	2.70	2.80	2.90
活性染料营收 (亿)	9.31	11.54	11.97	12.39
活性染料成本 (亿)	6.98	7.76	7.76	7.76
德司达营收 (亿)	57.86	69.44	72.91	76.55
德司达成本 (亿)	37.60	45.12	47.38	49.74
中间体营收 (亿)	22.15	22.15	32.63	35.20
中间体成本 (亿)	14.10	14.10	18.70	18.70
减水剂营收 (亿)	5.33	5.33	5.33	5.33
减水剂成本 (亿)	4.11	4.11	4.11	4.11
房地产营收 (亿)	2.15	2.15	2.15	25.00
房地产成本 (亿)	1.30	1.30	1.30	20.00
其他业务营收 (亿)	10.30	10.00	10.00	10.00
其他业务成本 (亿)	8.53	8.50	8.50	8.50
浙江龙盛总营收 (亿)	123.71	157.41	170.45	197.38
浙江龙盛总成本 (亿)	77.74	96.66	98.91	119.98

资料来源：新时代证券研究所

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，全面布局染料行业；外延发展中间体带来超额利润；控股德司达走向国际市场；房地产业务锦上添花，我们预计公司 17-19 年 EPS 为 0.77、1.02、1.11 元，对应当前股价 PE 为 15、12、11 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

6、 风险提示

染料价格大幅下降；公司投资失误；自身环保控制低于预期；房地产项目进度及盈利低于预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	15887	25123	30135	32403	41307	营业收入	14842	12356	15721	17024	19713
现金	3675	3427	1644	2561	3305	营业成本	9731	7774	9654	9879	11983
应收账款	2175	2177	2315	2549	3083	营业税金及附加	168	79	120	131	153
其他应收款	880	979	1386	1175	1791	营业费用	1047	986	1211	1226	1281
预付账款	175	210	280	251	363	管理费用	1298	1224	1399	1447	1459
存货	6763	16772	21843	24106	29153	财务费用	226	233	322	330	353
其他流动资产	2219	1558	2667	1761	3612	资产减值损失	39	277	46	0	0
非流动资产	10743	14814	15394	15842	16679	公允价值变动收益	0	1005	44	0	0
长期投资	347	470	678	889	1102	投资净收益	849	320	500	400	300
固定资产	4917	5177	5140	5114	5429	营业利润	3183	3109	3515	4412	4784
无形资产	572	843	923	984	1052	营业外收入	201	161	20	130	128
其他非流动资产	4907	8324	8653	8855	9096	营业外支出	52	80	28	73	58
资产总计	26631	39936	45529	48245	57986	利润总额	3333	3190	3507	4469	4854
流动负债	8544	10450	12037	12828	16115	所得税	455	708	610	791	841
短期借款	3111	3625	3368	3496	3432	净利润	2878	2482	2897	3678	4013
应付账款	1225	1467	1876	1545	2605	少数股东损益	337	453	392	368	401
其他流动负债	4208	5359	6793	7786	10077	归属母公司净利润	2541	2029	2504	3310	3612
非流动负债	3015	12119	13878	13037	16396	EBITDA	4171	4597	4521	5550	6006
长期借款	2607	11204	12963	12122	15482	EPS(元)	0.78	0.62	0.77	1.02	1.11
其他非流动负债	408	915	915	915	915						
负债合计	11559	22569	25915	25865	32511	主要财务比率					
少数股东权益	1260	1746	2138	2506	2907	成长能力					
股本	3253	3253	3253	3253	3253	营业收入(%)	(2.0)	-16.8	27.2	8.3	15.8
资本公积	1545	1552	1552	1552	1552	营业利润(%)	(4.3)	-2.4	13.1	25.5	8.4
留存收益	8810	10490	12577	15249	18193	归属于母公司净利润(%)	0.3	-20.2	23.4	32.2	9.1
归属母公司股东权益	13812	15622	17476	19875	22568	获利能力					
负债和股东权益	26631	39936	45529	48245	57986	毛利率(%)	34.4	37.1	38.6	42.0	39.2
						净利率(%)	17.1	16.4	15.9	19.4	18.3
						ROE(%)	19.1	14.3	14.8	16.4	15.8
						ROIC(%)	14.8	9.7	8.9	10.4	9.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	43.4	56.5	56.9	53.6	56.1
						净负债比率(%)	21.1	74.3	91.4	75.5	83.4
						流动比率	1.9	2.4	2.5	2.5	2.6
						速动比率	1.1	0.8	0.7	0.6	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	6.1	5.7	7.0	7.0	7.0
						应付账款周转率	7.5	5.8	5.8	5.8	5.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.78	0.62	0.77	1.02	1.11
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	-1.88	-1.08	0.88	-0.60
						每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.80	5.37	6.11	6.94
						估值比率					
						P/E	14.99	18.78	15.21	11.51	10.55
						P/B	2.76	2.44	2.18	1.92	1.69
						EV/EBITDA	10.25	11.5	12.9	10.4	10.4

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1629	-6075	-3506	2864	-1941
净利润	2878	2482	2897	3678	4013
折旧摊销	598	596	504	547	602
财务费用	226	233	322	330	353
投资损失	-849	-320	-500	-400	-300
营运资金变动	-1273	-8470	-6684	-1290	-6608
其他经营现金流	49	-597	-44	0	0
投资活动现金流	-181	-2020	-540	-595	-1138
资本支出	516	413	373	237	624
长期投资	-477	-1096	-208	-211	-213
其他投资现金流	-142	-2703	-375	-568	-727
筹资活动现金流	906	7601	2263	-1353	3823
短期借款	73	513	-257	128	-64
长期借款	1268	8598	1759	-841	3359
普通股增加	1723	0	0	0	0
资本公积增加	-556	8	0	0	0
其他筹资现金流	-1602	-1518	760	-641	528
现金净增加额	2403	-354	-1783	917	744

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 浙江龙盛营业收入变化 (单位: 亿元)	4
图表 2: 浙江龙盛 2016 年分业务营收占比	4
图表 3: 染料分类和简介	4
图表 4: 染料产业链	5
图表 5: 中国服装行业规模以上企业产量	5
图表 6: 中国印染布产量	5
图表 7: 中国分散染料出口量	6
图表 8: 中国活性染料出口量	6
图表 9: 中国分散染料产量	6
图表 10: 中国活性染料产量	6
图表 11: 中国染料产能分布	7
图表 12: 中国染料消费结构	7
图表 13: 近年来因环保停产的部分企业	7
图表 14: 分散染料工艺流程	7
图表 15: 中国分散染料生产企业	8
图表 16: 浙江龙盛分散染料价格弹性	8
图表 17: 主要企业分散染料毛利率	8
图表 18: 浙江龙盛分散染料均价	8
图表 19: 活性染料工艺流程	9
图表 20: 中国活性染料生产企业	9
图表 21: 浙江龙盛活性染料价格弹性	9
图表 22: 主要染料企业活性染料毛利率	10
图表 23: 浙江龙盛活性染料均价	10
图表 24: 染料成本结构	10
图表 25: 浙江龙盛间苯二胺价格	11
图表 26: 浙江安诺芳胺营收及净利润变化	11
图表 27: 中国染料出口量	11
图表 28: 德司达营收及净利润变化	11
图表 29: 中国间苯二酚进出口数据	12
图表 30: 浙江龙盛间苯二酚价格	12
图表 31: 浙江鸿盛营收及净利润变化	12
图表 32: 浙江龙盛房地产业务营收及毛利	13
图表 33: 浙江龙盛未完工的房地产项目 (投资单位: 亿元)	13
图表 34: 浙江龙盛分业务盈利预测	14

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>