

日期: 2018年05月28日

行业: 基础化工



# 中间体、染料价格上涨，环保趋严持续优化行业

分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070007

## 基本数据 (截止 2018 年 5 月 24 日)

报告日股价 (元)	12.81
12mth A 股价格区间 (元)	9.02/13.25
总股本 (亿股)	32.53
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	417
每股净资产 (元)	5.65

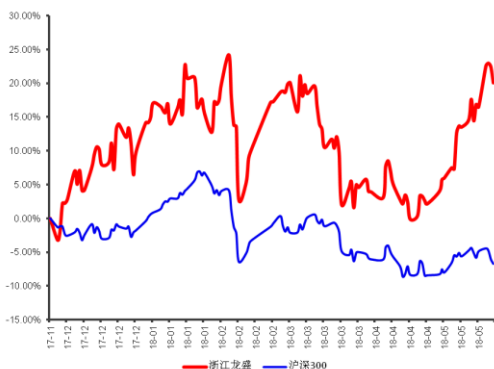
## 主要股东 (2018Q1)

阮水龙	11.98%
阮伟祥	10.65%

## 收入结构 (2017A)

染料	60.53%
中间体	14.83%
助剂	7.10%
无机产品	6.40%
减水剂	5.63%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX18-ZJLS01

首次报告日期: 2018 年 05 月 25 日

相关报告:

## 投资摘要

公司发布2017年年报及2018年一季度报，公司2017年实现营业收入151.01亿元，同比增长22.22%；归母净利润24.74亿元，同比增长21.92%。2018年一季度实现营收42.31亿元，同比增长7.41%，归母净利润10.19亿元，同比增速103.33%。

### 环保督查再度深入，染料及中间体价格坚挺

环保趋严大环境下，中小型厂商及落后产能逐步被淘汰关停，染料及中间体供给持续收缩，产品价格出现连续上涨，目前分散黑价格已经超过5万元/吨，并且中间体间苯二酚自三井和INDSPEC退出后，行业供给不足，目前单吨价格在11.7万元左右，2017年年初仅为5.4万元，对分散染料产品形成有力的价格支撑。四月底苏北化工区被报道存在偷排现象，连云港灌云园区、灌南园区、盐城响水园区均出现关停整治，此外，滨海等园区也进行停产整治。此次停产涉及亚邦股份8家子公司，闰土股份3家子公司，江苏吴中响水恒利达子公司，吉华集团江苏吉华化工子公司等，影响H酸、对位酯、蒽醌等中间体及分散染料、活性染料部分产品。受此影响，5月初，H酸、对位酯双双提价，单吨价格分别从3.3万元和2.7万元提升至5万元和3.5万元，并很有可能传导至活性染料产品。

### 核心逻辑

1. 环保趋严：环保督查持续深入，对于中间体及染料产品的供给端有较好的优化效果，利于集中度进一步提升，产品价格中枢持续提升是大概率事件。
2. 中间体利润提升：龙盛的中间体产品盈利能力较好，17年贡献毛利近20%，而间苯二酚价格持续提升，整体中间体行业维持紧平衡状态，预计18年毛利贡献将大幅提升。并且紧平衡叠加环保趋严将使行业边际改善的效果更强。
3. 中长期关注房地产板块：地产板块前期布局完善，目前几大项目地段较好，并且均进展顺利。

## 盈利预测与估值

我们预计公司2018、2019、2020年营业收入分别为177.43亿、207.30亿元和245.81亿元，增速分别为17.50%、16.83%和18.58%；归属于母公司股东净利润分别为33.13亿、39.49亿和46.33亿元，增速分别为33.91%、19.21%和17.34%；全面摊薄每股EPS分别为1.02、1.21和1.42元，对应PE为12.8、10.8和9.2倍，首次覆盖，未来六个月内给予“谨慎增持”评级。

### ■ 风险提示

中间体原材料价格出现大幅波动；企业出现环保或安全等问题；下游需求不及预期；房地产政策出现调整。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15100.90	17743.39	20730.28	24581.12
年增长率	22.22%	17.50%	16.83%	18.58%
归属于母公司的净利润	2473.69	3312.50	3948.81	4633.36
年增长率	21.92%	33.91%	19.21%	17.34%
每股收益 (元)	0.75	1.02	1.21	1.42
PE (X)	17.4	12.8	10.8	9.2

数据来源：wind, 上海证券研究所

## 一、公司概况

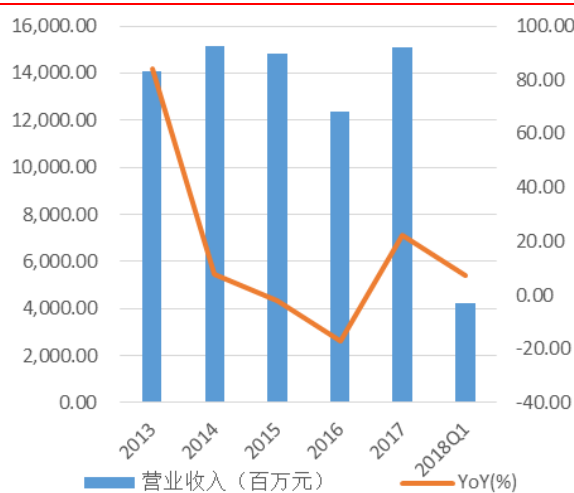
### 1.1 浙江龙盛：国内染料龙头

浙江龙盛是国内染料龙头企业，公司前身是上虞县纺织印染助剂厂，1992年开始由助剂生产逐渐转向染料、中间体等产品。之后收购德司达，跻身国际巨头。目前公司实控人为阮水龙、阮伟祥和项志峰，合计占26.87%股份。

### 1.2 基本财务数据：业绩拐点或出现，净利润大幅增长

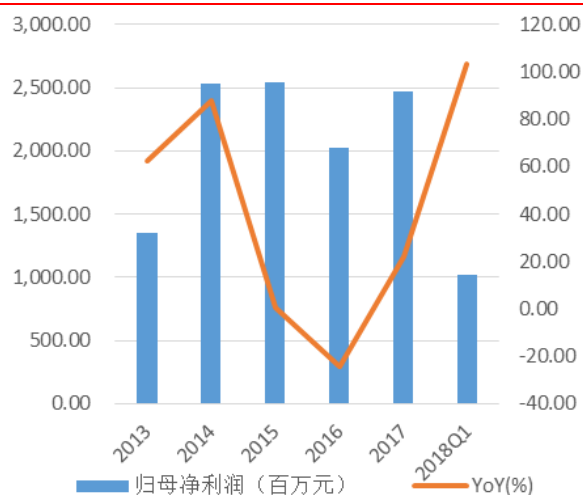
公司发布2017年年报及2018年一季度报，公司2017年实现营业收入151.01亿元，同比增长22.22%；归母净利润24.74亿元，同比增长21.92%。2018年一季度实现营收42.31亿元，同比增长7.41%，归母净利润10.19亿元，同比增速103.33%。

图 1 公司历年营业收入及增速示意图



数据来源：wind，上海证券研究所

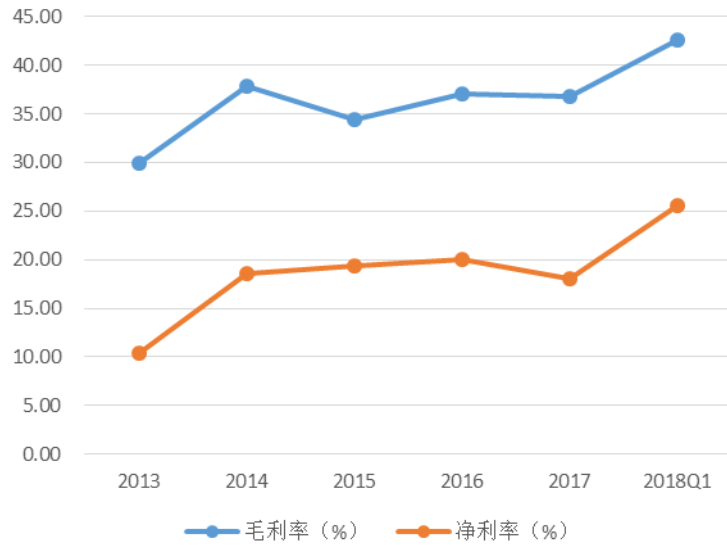
图 2 公司历年归母净利润及增速示意图



数据来源：wind，上海证券研究所

近年来，公司毛利率和净利率较为稳定，毛利率在35%附近波动，净利率在20%左右波动，2018年Q1季度受染料及中间体价格提升影响，毛利率和净利率均为近年高点。

图 3 公司历年毛利率、净利率示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

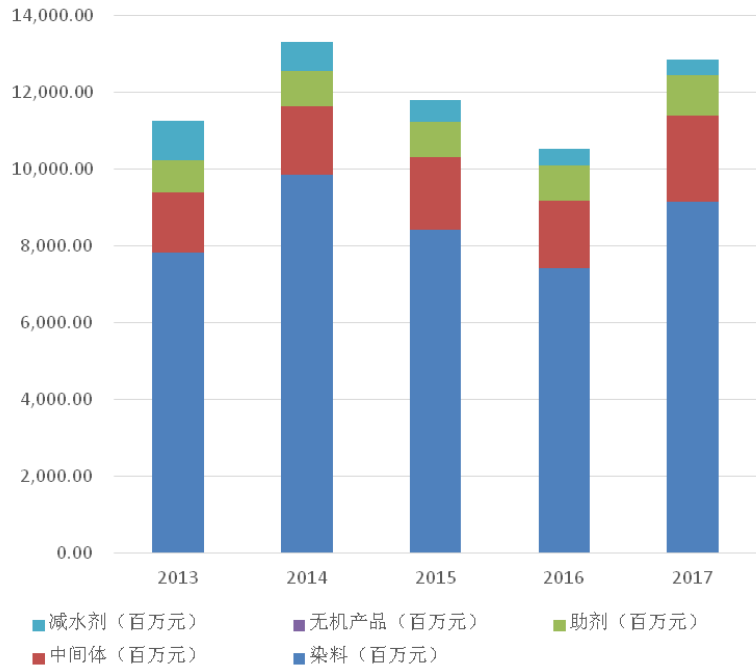
### 1.3 主营业务：染料收入规模最大，中间体利润持续提升

#### ➤ 主营拆分：染料业务占主导，中间体业务逐步提升

从主营拆分来看，公司传统主营染料仍然是占比最高的业务，近五年维持了 60% 左右的营收占比；配套中间体业务处于增长期，销售收入近五年从 15.59 亿元上升至 22.40 亿元，主营占比也从 11% 上升至近 15%。

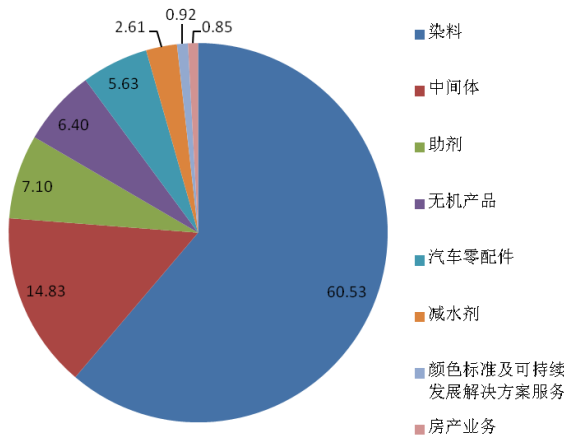
从毛利拆分来看，染料毛利占比较为稳定，近两年维持在 64% 左右。而中间体业务近五年毛利从 5.43 亿元上升至 10.36 亿元，毛利占比从 12.87% 上升至 18.64%。

图 4 公司历年主营拆分示意图



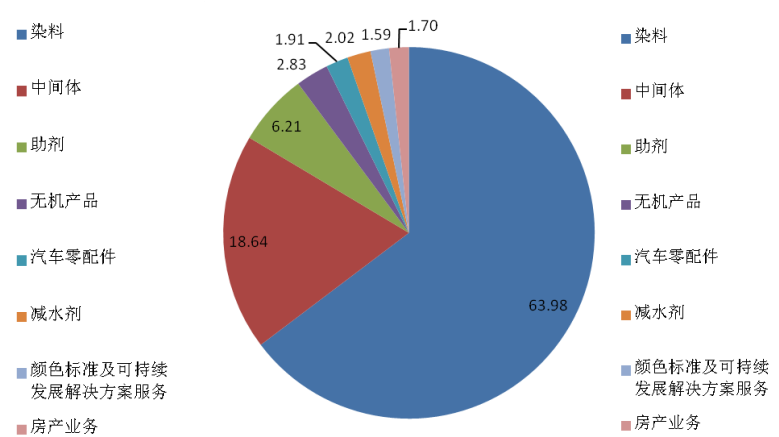
数据来源: wind, 上海证券研究所

图 5 公司 2017 年主营占比示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 6 公司 2017 年毛利占比示意图

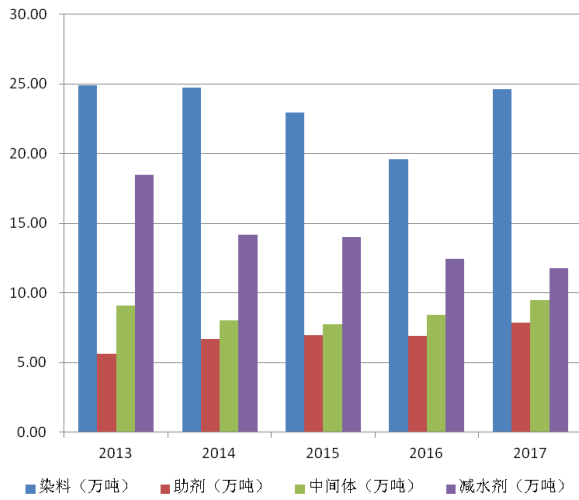


数据来源: wind, 上海证券研究所

➤ 销量及库存占比: 染料销量回暖, 中间体业务稳步提升

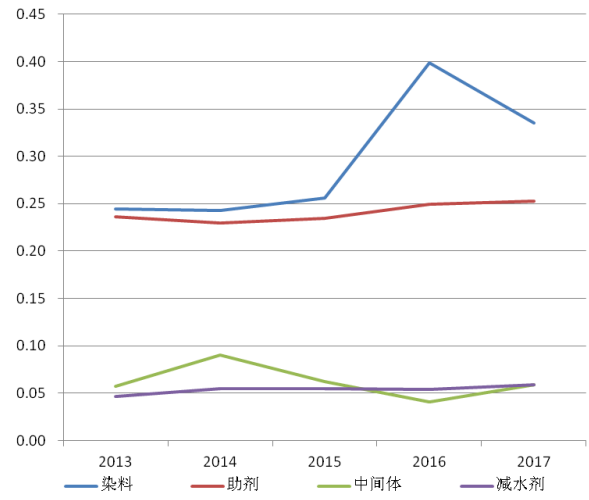
从近五年销量数据来看, 染料销量近五年内, 有三年在 24-25 万吨之间, 16 年销量较低为 19.61 万吨; 助剂及中间体销量稳步增长。库存方面, 染料库存近两年处于高位, 助剂库存也略有增长, 中间体库存维持稳定。整体而言, 染料 2017 年产销情况已经有所好转, 中间体业务发展较好。

图 7 公司历年产品销量示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 8 公司历年产品库存占比示意图

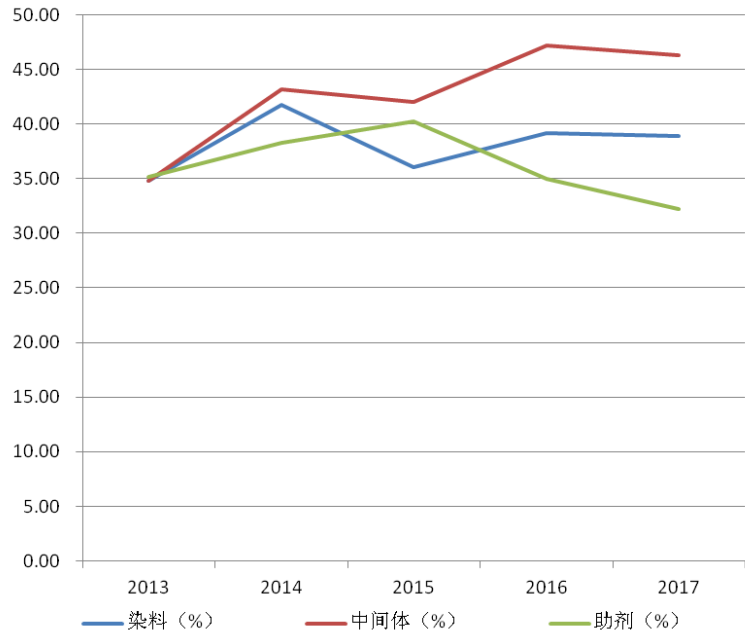


数据来源: wind, 上海证券研究所

➤ 毛利率情况: 产品毛利率较高, 中间体逐步提升

从各项业务毛利率情况来看, 染料毛利率维持在 35-40%之间, 盈利能力较好; 中间体价格受安全事件及环保督查影响逐年提升, 从而带动中间体毛利率提升; 助剂毛利率有所下滑, 但仍高于 30%。

图 10 公司历年主营毛利率示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

## 二、近期动态

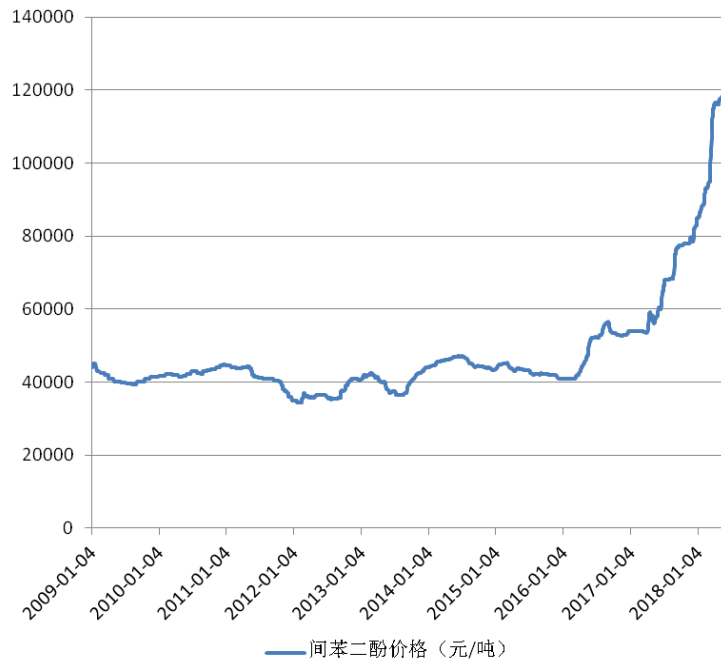
### 2.1 染料产品：环保督查提升集中度，供给改善推升价格

- **市场格局：**分散染料和活性染料目前仍然是染料产品中占比最高的两类，分别为 48% 和 27%，合计占比 75%。分散染料市场仍然是寡头垄断格局，其中 CR5 产能占比超过 70%，CR3 占比近 60%。其主要原因是中间体及染料生产过程中存在较大废弃物排放，环保高压下，市场集中度将有望进一步提升。活性染料方面，寡头垄断程度略低于分散染料，但 CR5 产能占比也在 60% 左右，CR3 占 50% 左右。
- **扩产计划：**近年行业处于略微过剩情况，市场格局较为稳定，上市公司公告扩产计划中，分散染料约为 4 万吨，活性染料约为 0.5 万吨，占总产能的比重不足 5%。因此，环保督查驱动的供给收缩影响将会更大一些，行业供需格局有望持续改善。
- **价格：**随着 2017 年环保督查深入江浙地区，染料供给出现收缩，导致产品价格出现连续上涨，目前分散黑价格已经超过 5 万元/吨。活性染料受中间体涨价影响，价格预期也将大幅上调。

### 2.2 中间体产品：环保督查大幅收缩供给，价格支撑力度强

- **市场格局：**H 酸方面，国内约有 14 万吨左右 H 酸产能，其中楚源、吉华、明盛产能最大，产能占比超过 50%；对位酯方面，楚源、明盛、锦鸡产能较大，但集中度低于 H 酸，产能占比不足 50%。但 H 酸和对位酯生产过程中污染较大，因此，随着环保督查深入，小厂关停、大厂整改趋势将延续，H 酸和对位酯行业供给将进入收缩期。间苯二酚方面，全球产能集中度极高，在三井和 INDSPEC 退出后，仅剩龙盛、住友合计拥有 6 万吨产能（扩产完成之后全球产能约 8 万吨），市场处于紧平衡状态。
- **产品价格：**5 月初，H 酸、对位酯双双提价，单吨价格分别从 3.3 万元和 2.7 万元提升至 5 万元和 3.5 万元。随着供给急速收缩，未来价格仍然有较大的上升空间。间苯二酚方面，自三井和 INDSPEC 退出后，行业供给不足，产品价格从 2016 年开始出现上涨，并于 2017 年出现大幅上升，目前单吨价格在 11.7 万元左右，2017 年年初仅为 5.4 万元。我们认为行业紧平衡仍将持续，受下游需求稳定增长影响，龙盛 2 万吨产能扩张带来的影响将会有限。

图 11 间苯二酚历年价格示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

### 2.3 苏北化工区停产情况

四月底经央视报道,苏北化工区存在偷排现象,连云港灌云园区、灌南园区、盐城响水园区均出现关停整治,此外,滨海等园区也进行停产整治。亚邦股份 8 家子公司停产,闰土股份 3 家子公司停产,江苏吴中响水恒利达子公司停产,吉华集团江苏吉华化工子公司停产,主要涉及产品为 H 酸、对位酯、蒽醌等中间体及分散染料、活性染料部分产品。目前,仅有部分公司完成自查,并且园区验收仍未完成,后续复产计划还需等待通知。

### 2.4 其他

- **地产:** 公司地产项目为黄山路、华兴新城和大统基地,地块位于上海市核心地段。黄山路项目提前取得一期项目预售许可证,并顺利完成 17.5 亿元政府回购款到位,顺利通过国家住建部工程质量安全专项检查。华兴新城项目目前居民动迁率、企业动迁率均已达到 98%,项目完成后基本运作计划是住宅出售,商业和写字楼长期持有。大统基地项目拆迁完成,预计于今年开工。
- **汽配业务:** 公司的汽配业务主要是冲压与焊接业务,主要客户为长安福特、上汽大众、上汽通用、上海汽车和长安汽车等,生产基地在重庆、南京和上海,为上述客户的一级供应商。



### 三、盈利预测

我们认为公司染料产品毛利率将维持稳中偏升；中间体产品价格大幅提升将带动此业务毛利及毛利率的大幅提升；助剂、减水剂、无机产品等业务维持稳定；房地产业务将在 2019、2020 年逐步放量。

我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 177.43 亿、207.30 亿元和 245.81 亿元，增速分别为 17.50%、16.83%和 18.58%；归属于母公司股东净利润分别为 33.13 亿、39.49 亿和 46.33 亿元，增速分别为 33.91%、19.21%和 17.34%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.02、1.21 和 1.42 元，对应 PE 为 12.8、10.8 和 9.2 倍，首次覆盖，未来六个月内给予“谨慎增持”评级。

### 四、风险提示

中间体原材料价格出现大幅波动；企业出现环保或安全等问题；下游需求不及预期；房地产政策出现调整。

## 五、附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2944	2662	3110	3687
应收和预付款项	5861	6336	7917	8991
存货	20516	19844	27538	29213
其他流动资产	607	607	607	607
长期股权投资	526	576	636	706
投资性房地产	2828	2828	2828	2828
固定资产和在建工程	6190	5588	4995	4403
无形资产和开发支出	1136	1036	937	837
其他非流动资产	4092	4076	4059	4059
<b>资产总计</b>	<b>44699</b>	<b>43552</b>	<b>52627</b>	<b>55332</b>
短期借款	6173	5389	6934	8508
应付和预收款项	5277	2191	6443	3729
长期借款	13900	13900	13900	13900
其他负债	354	328	328	328
<b>负债合计</b>	<b>25704</b>	<b>21807</b>	<b>27605</b>	<b>26464</b>
股本	3253	3253	3253	3253
资本公积	1552	1552	1552	1552
留存收益	12139	14538	17397	20752
归属母公司股东权益	16944	19343	22202	25557
少数股东权益	1983	2334	2752	3242
<b>股东权益合计</b>	<b>18927</b>	<b>21676</b>	<b>24954</b>	<b>28799</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>44631</b>	<b>43483</b>	<b>52559</b>	<b>55264</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	-252	1636	105	366
投资活动产生现金流量	-623	824	950	1050
融资活动产生现金流量	1875	-2743	-607	-839
<b>现金流量净额</b>	<b>934</b>	<b>-282</b>	<b>448</b>	<b>578</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>15101</b>	<b>17743</b>	<b>20730</b>	<b>24581</b>
营业成本	9543	10329	12127	14525
营业税金及附加	109	119	137	162
营业费用	1135	1286	1488	1745
管理费用	1440	1615	1876	2212
财务费用	327	1053	1073	1146
资产减值损失	63	90	80	80
投资收益	745	750	860	970
公允价值变动损益	116	150	150	150
<b>营业利润</b>	<b>3406</b>	<b>4151</b>	<b>4959</b>	<b>5830</b>
营业外收支净额	-44	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3362</b>	<b>4151</b>	<b>4959</b>	<b>5830</b>
所得税	630	488	592	707
净利润	2732	3663	4367	5124
少数股东损益	258	351	418	491
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>2473</b>	<b>3313</b>	<b>3949</b>	<b>4633</b>

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	37%	42%	42%	41%
EBIT/销售收入	24%	29%	29%	28%
销售净利率	18%	21%	21%	21%
ROE	14%	17%	18%	18%
资产负债率	58%	50%	52%	48%
流动比率	2.55	3.75	2.87	3.40
速动比率	0.76	1.17	0.82	1.03
总资产周转率	0.34	0.41	0.39	0.44
应收账款周转率	3.35	3.74	3.42	3.64
存货周转率	0.47	0.52	0.44	0.50

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。