

比染料更多彩

——浙江龙盛（600352）深度报告之三

2018年06月27日

强烈推荐/维持

浙江龙盛 深度报告

报告摘要：

我们认为目前市场对于浙江龙盛染料行业龙头这样的定位不足以完全反映其核心价值。2018年一季度浙江龙盛化工中间体板块的利润贡献度已经超过染料，并且公司具有极为可贵的跨行业、国际化的管理运作能力，未来具有发展成为超大型国际化工企业的潜力。

浙江龙盛化工中间体板块净利润超染料有望成为常态。

- ◆ 间苯二酚由于国外落后产能的永久退出，供不应求的局面预计仍将持续。
- ◆ 间苯二胺既提供了重要的盈利点，又是间苯二酚和其他众多化工中间体的原料，形成了公司化工中间体板块重要的护城河。

浙江龙盛仍有超10倍的发展空间，真正的天花板还很远。

- ◆ 对标巴斯夫、拜耳等染料起家的化工企业，公司尚处于发展的早期阶段，未来有望通过产业链的上下游延伸，进一步打开发展空间。
- ◆ 公司在间苯二酚等化工中间体板块的成功，是由技术革新重塑行业格局的颠覆性创新，充分证明了公司的技术眼光和实力。

此次染料景气度及持续性强，公司受益显著。

- ◆ 此次染料景气度大幅提升的三大因素——成本驱动、格局优化和下游回暖均具有较强持续性，而且向下游传导得较为顺利。
- ◆ 由于环保的影响，活性染料的供需格局显著优化，价格弹性有望大幅提升，增厚公司盈利水平。

盈利预测及投资评级。预计公司18-20年EPS为1.26、1.37和1.72元，对应PE为10、9和7倍，给予公司18年14倍PE估值（国内染料12倍、德司达15倍，化工中间体20倍，叠加地产和投资收益的NAV），对应目标价17.74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。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12,355.5	15,100.9	17,877.6	19,083.5	24,379.5
增长率(%)	-16.75%	22.22%	18.39%	6.75%	27.75%
净利润(百万元)	2,029.01	2,413.62	4,106.03	4,455.85	5,595.03
增长率(%)	-20.16%	18.96%	70.12%	8.52%	25.57%
净资产收益率(%)	12.99%	14.24%	23.95%	21.87%	22.71%
每股收益(元)	0.62	0.74	1.26	1.37	1.72
PE	20	17	10	9	7
PB	2.59	2.39	2.36	1.99	1.64

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师

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

张明烨

010-66554024

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号

S1480517120002

研究助理

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

洪翀

010-66554012

hongchong@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	12.49-9.3
总市值(亿元)	406.34
流通市值(亿元)	406.34
总股本/流通A股(万股)	325333/325333
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.69

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、《基础化工公司深度报告之浙江龙盛：染料时局掌控者》2017-11-22
- 2、《浙江龙盛（600352）公司深度报告之二：三大因素超预期将助推18年业绩大增》2018-01-18

目 录

1. 化工中间体板块利润超国内染料预计将成常态	4
1.1 间苯二酚供不应求的局面预计持续	5
1.2 间苯二胺构建有效护城河	6
2. 公司具有发展成为超大型国际化工企业的潜质	7
2.1 化工中间体板块从无到有、从弱到强是技术创新的成功	7
2.2 “由染及化”有望复制巴斯夫、拜耳等国际巨头的崛起路径	9
2.3 公司具有卓越的多行业、全球化的运营管理能力	10
3. 染料板块盈利能力和持续性有望进一步提升	12
3.1 多管齐下，染料价格预计将创历史新高	12
3.2 环保领先助力分散染料格局更加“集中化”	15
3.3 活性染料价格弹性增大，呈现“分散化”态势	18
3.4 下游印染企业的涨价传导较为顺利	20
4. 风险提示	错误!未定义书签。

表格目录

表 1 浙江龙盛中间体事业部核心生产主体及产能	4
表 2 间苯二酚目前全球主要生产企业及其产能	5
表 3 间苯二胺全球主要生产企业及其产量	6
表 4 公司的间苯二胺生产工艺技术先进	8
表 5 公司的间苯二酚生产工艺技术先进	8
表 6 浙江龙盛部分股权投资收益情况	11
表 7 近期染料出厂价上调情况	13
表 8 浙江龙盛典型分散染料污染物情况及其处理方式	15
表 9 公司主要防治污染设施	16
表 10 10万吨技改项目亮点及优势	17
表 11 10万吨技改项目部分污染物处理措施汇总	18
表 12 浙江龙盛4万吨活性染料中间体产品方案	20
表 13 部分印染企业染费上涨情况	20
表 14 公司盈利预测表	22

插图目录

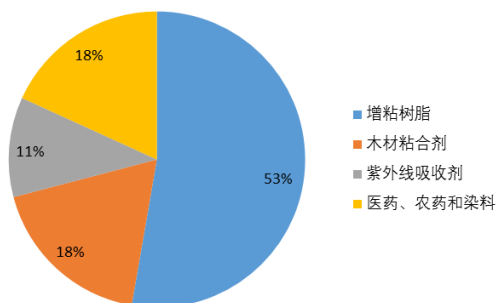
图 1 间苯二酚下游应用	4
图 2 间苯二胺下游应用	4
图 3 浙江龙盛化工中间体板块毛利及其增速	4
图 4 浙江龙盛中间体毛利及毛利率变动情况	4
图 5 间苯二酚价格走势	5

图 6 间苯二酚生产技术发展历程.....	6
图 7 龙盛间苯二胺经营主体近年营收及毛利情况	7
图 8 龙盛重塑全球间苯二酚格局.....	7
图 9 龙盛重塑国内间苯二胺格局.....	8
图 10 以染料起家的巴斯夫与拜耳发展路径	9
图 11 巴斯夫近 5 年营业总收入与净利润	9
图 12 拜耳近 5 年营业总收入与净利润	9
图 13 浙江龙盛大化工业务拓展路径与可发展业务线条	10
图 14 浙江龙盛房地产项目均有较好盈利	11
图 15 近年房地产收入及毛利率	11
图 16 近年汽配收入及毛利率	11
图 17 经典染料价格走势与此次反常之处	12
图 18 全国染料产量、龙盛染料产量以及占比	13
图 19 浙江龙盛染料废水回收利用示例（MVR 法）	16
图 20 我国分散染料供应格局	17
图 21 典型活性染料（活性黑 KNB）各项原材料用量占比	18
图 22 典型活性染料（活性黑 KNB）各项原材料成本占比	18
图 23 活性黑历史价格走势的“成本驱动”	19
图 24 我国活性染料供应格局	19

1. 化工中间体利润超过染料意义重大

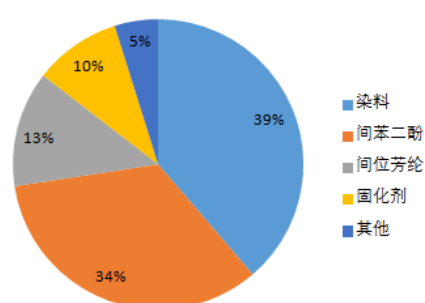
化工中间体板块，又被称为“中间体”板块，目前以间苯二胺和间苯二酚为主要产品。虽然间苯二胺和间苯二酚均有一定量用作染料中间体，但其用途已经远不局限于染料领域。2018 年一季度化工中间体板块利润超过染料，也充分说明公司更应该被认为是综合性的化工公司，而非单纯的染料公司。

图 1 间苯二酚下游应用



资料来源：公开资料、中国知网、东兴证券研究所

图 2 间苯二胺下游应用



资料来源：公开资料、中国知网、东兴证券研究所

2018 年一季度，龙盛化工中间体板块的利润贡献水平首度超过国内染料板块。表面上看，这是由于间苯二酚国外落后产能关停导致行业供需格局巨变，而其背后更深层次原因则是由于公司的技术水平先进而在全球范围内都具备极强的产品竞争力。未来，龙盛在此方面的优势有望保持甚至进一步扩大。

表 1 浙江龙盛中间体事业部核心生产主体及产能

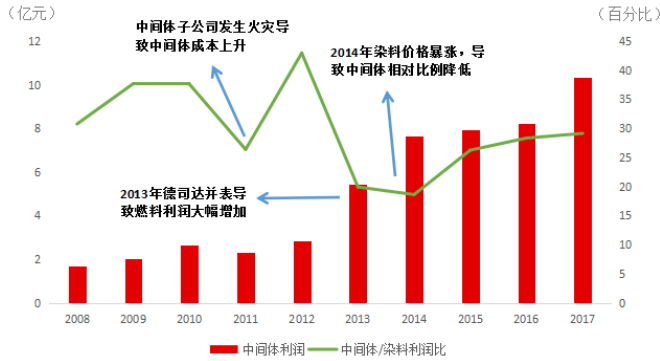
生产主体	中间体品种	产能（吨）
浙江安诺芳胺化学品有限公司	间苯二胺	65000
浙江鸿盛化工有限公司	间苯二酚	30000
	对苯二胺、邻苯二胺	10000
	还原物	10000
	合计	115000

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

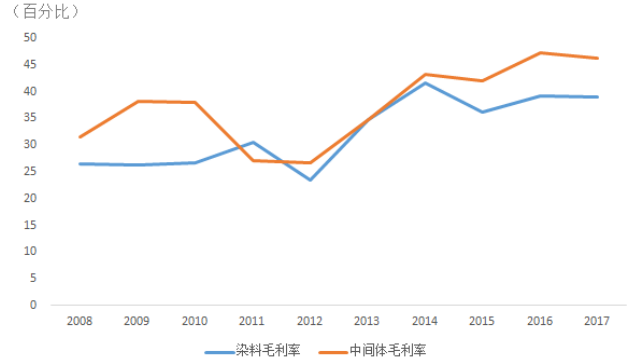
从龙盛历年的发展可以看出，化工中间体板块对于浙江龙盛的盈利贡献度逐年升高（排除德司达并表因素），而且毛利率水平已在 2014 年超过染料板块。

图 3 浙江龙盛化工中间体板块毛利及其增速

图 4 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、东兴证券研究所

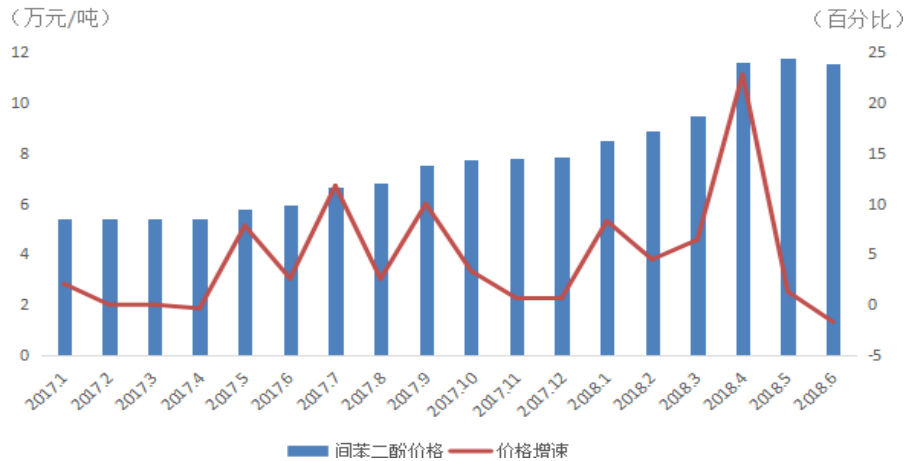


资料来源：公司公告、Wind、东兴证券研究所

1.1 间苯二酚供不应求的局面预计持续

间苯二酚在 2017 年出现了显著的供不应求的局面，价格快速上涨，由 2017 年 3 月初的 5.4 万元快速攀升到 2018 年 6 月的 11.6 万元，涨幅超过 100%，成为公司化工中间体板块利润激增的主要动力。

图 5 间苯二酚价格走势



资料来源：Wind、东兴证券研究所

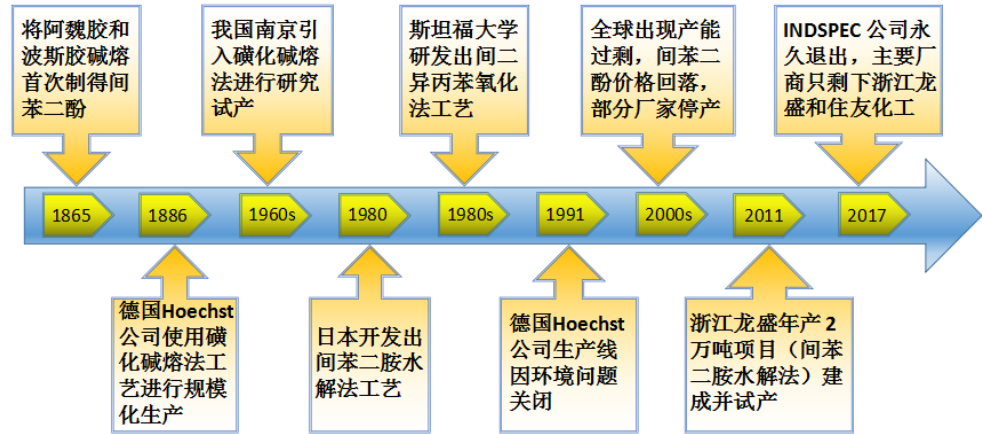
表 2 间苯二酚目前全球主要生产企业及其产能

公司	产能
浙江龙盛	3 万吨
日本住友	3 万吨

资料来源：公司公告、中国知网、东兴证券研究所

间苯二酚价格快速上涨的直接原因是美国 Indspec 公司在 2017 年 3 月底宣布，其位于宾夕法尼亚的间苯二酚生产基地将在 2017 年 7 月 31 日前完全退出生产。作为曾经全球最大的间苯二酚生产企业，该公司的退出直接打破了间苯二酚的供需平衡，引发价格飙升。

图 6 间苯二酚生产技术发展历程



资料来源：中国知网、公司公告、东兴证券研究所

通过对间苯二酚生产技术发展历程的进一步的分析可以发现，其本质原因是龙盛间苯二酚生产工艺的极强竞争力和其较高的进入门槛，而这正是龙盛的化工中间体板块能够保持高盈利能力的持续性所在。

- ◆ 老工艺技术落后，被迫淘汰：在美国 Indspec 公司的关停声明中，其指明与龙盛的先进工艺相比，Indspec 公司缺乏竞争力，是关停的主要原因。
- ◆ 龙盛产业链一体化程度很高：龙盛先进的间苯二酚生产工艺以间苯二胺为核心原料，而龙盛同时是国内间苯二胺的最大生产企业，在行业内具有支配地位。
- ◆ 技术难度较大：间苯二胺水解生成间苯二酚流程简单，但是对于副反应控制以及水循环控制具有较高的要求，龙盛曾耗费数年时间进行多次优化

1.2 间苯二胺构建有效护城河

间苯二胺是浙江龙盛目前化工中间体板块的基石，其本身不但是重要的利润贡献点，还是间苯二酚、还原物、N,N-二乙基间二酰胺基苯胺等染料中间体的原材料。目前公司间苯二胺的产量约为 6.5 万吨，位居全球首位，其中 3.5 万吨用于间苯二酚的生产配套，3000 吨用于分散染料配套，剩余的约 2.7 万吨外售。

国际第二大间苯二胺生产商为美国杜邦，但由于浙江龙盛间苯二胺质量高且成本低，因此杜邦公司非但没有与公司形成强烈竞争，反而是签订了长期战略采购协议，成为龙盛间苯二胺的主要海外客户。

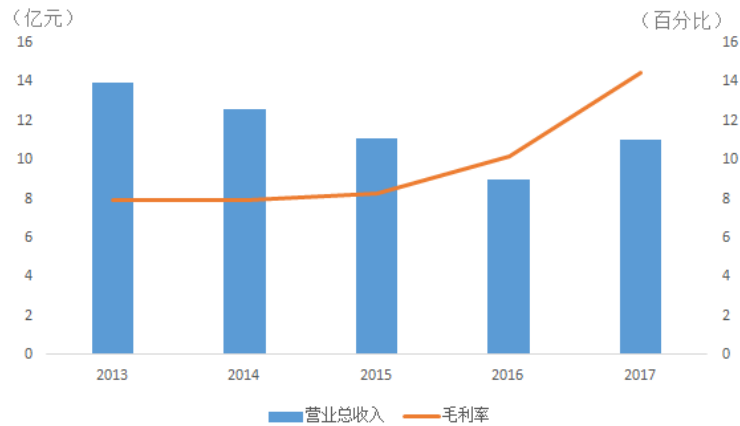
表 3 间苯二胺全球主要生产企业及其产量

企业	产量
浙江龙盛	6.5 万吨
美国杜邦	2.3 万吨

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

间苯二胺下游应用较为广泛，其中染料和间苯二酚约占七成，而公司同时也是全球染料和间苯二酚的最大供应商，产业链一体化优势十分显著，加上公司的催化加氢技术先进，质量优异，构建起了很深的业务护城河，并为公司向上下游发展其他化工产品提供了独特优势。环保方面，公司的优势在于间苯二胺、还原物和间苯二酚生产一体化，三者硫酸阶梯使用，减少酸用量的同时实现循环经济。

图 7 龙盛间苯二胺经营主体近年营收及毛利情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

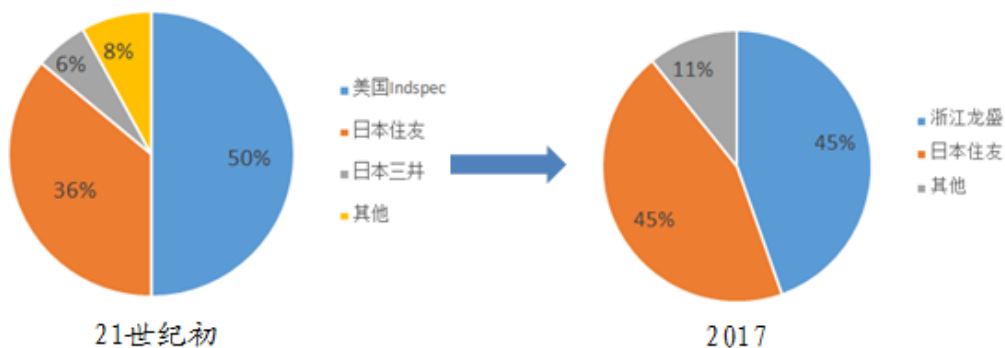
公司采用先进的连续硝化、连续加氢还原、高效精馏技术生产间苯二胺，同时联产邻苯二胺、对苯二胺，可有效地减少污染排放。连续催化加氢技术是公司中间体板块的独门绝技，相比于传统的铁粉还原法在生产效率、环保清洁方面具有判若云泥的比较优势。该技术通过专项科技成果鉴定，被认定为具有国际先进水平，具有很高的技术壁垒，可以用于多种关键染料中间体的生产。

2. 公司具有发展成为超大型国际化工企业的潜质

2.1 化工中间体板块从无到有、从弱到强是技术创新的成功

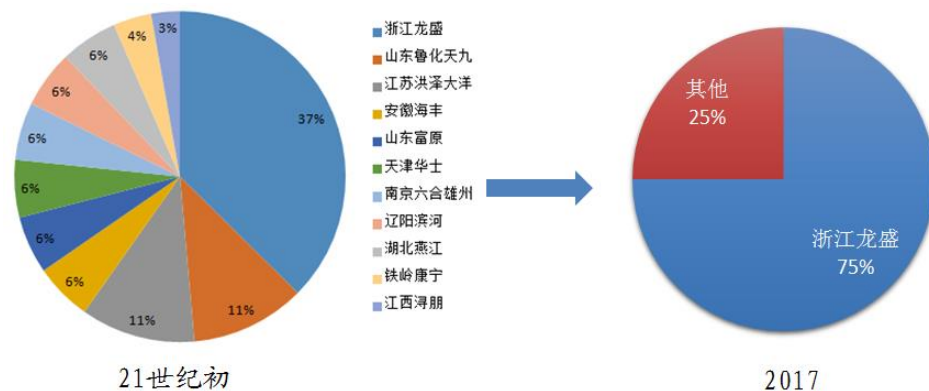
具备开发和商业化创新性的工艺技术是能够成为超大型国际化工企业的前提，对于浙江龙盛而言，无论是间苯二胺还是间苯二酚，公司均是通过直接采用最先进的新型技术，以更优的产品质量、更低的生产成本和更好的环保效果，快速成为行业龙头，并从根本上颠覆了原有的生产模式和行业格局，是技术创新成功的典型案例，这种能力宝贵且稀缺。

图 8 龙盛重塑全球间苯二酚格局



资料来源: 公司公告、中国知网、东兴证券研究所

图9 龙盛重塑国内间苯二胺格局



资料来源: 公司公告、中国知网、东兴证券研究所

表4公司的间苯二胺生产工艺技术先进

	老技术 铁粉还原	龙盛新技术 催化加氢
吨产品三废量	废渣>5吨、废水>10吨	废渣<0.25吨、废水<0.5吨
产品收率	75%-80%	>95%
产品纯度	较低	很高
生产成本	较高	约降低4成

资料来源: 中国知网、公司公告、东兴证券研究所

表5公司的间苯二胺生产工艺技术先进

工艺名称	优点	缺点
间苯二胺水解法 (先进)	原料来源广、环境污染低、反应设备简单、操作方便、成本低、纯度高、总收率85%以上	水解反应的高温高压和酸性介质工况对于反应器材质耐腐蚀性要求较高

间二异丙苯氧化法	污染小、材料易得、流程短、便于连续性生产、成本低、总收率可达到70%以上	技术性强，投资较大，对设备有一定要求；副产品丙酮多，受制丙酮价格走势
苯磺化碱熔法	工艺条件简单，投资少，技术成熟	使用大量强酸强碱，设备腐蚀严重，成本高且污染严重；产生大量无机盐废液，处理困难，费用较高；总收率较低

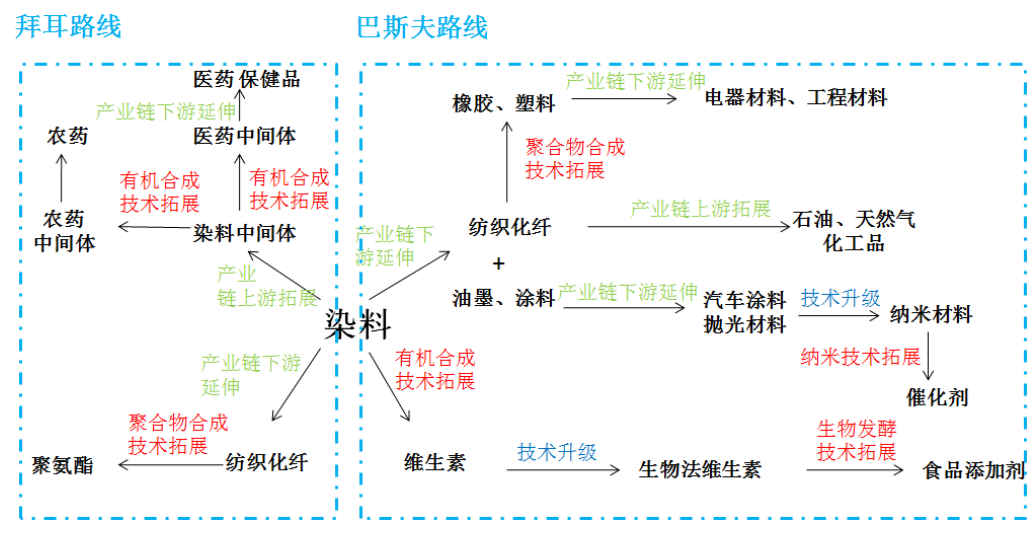
资料来源：中国知网、公司公告、东兴证券研究所

2.2 “由染及化”有望复制巴斯夫、拜耳等国际巨头的崛起路径

虽然目前公司已经成为了染料行业的龙头老大，但相比于巴斯夫等以染料起家的国际巨头，在营业收入和净利润方面仍有超十倍的广阔发展空间。同类技术应用拓展、产业链下游延伸和上游拓展是国际化工“由染及化”，做大做强的成功路径。

- ◆ 巴斯夫路线：侧重由染料向下游的聚合物生产以及专用材料生产延伸，近年来注重传统化工与生物化工、纳米技术等交叉领域
- ◆ 拜耳路线：侧重由以中间体生产技术为桥梁向医药、农药等特殊化学品拓展，近年来注重大健康、大农业产业板块

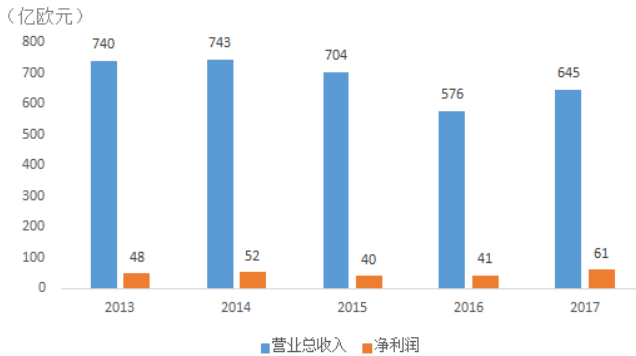
图 10 以染料起家的巴斯夫与拜耳发展路径



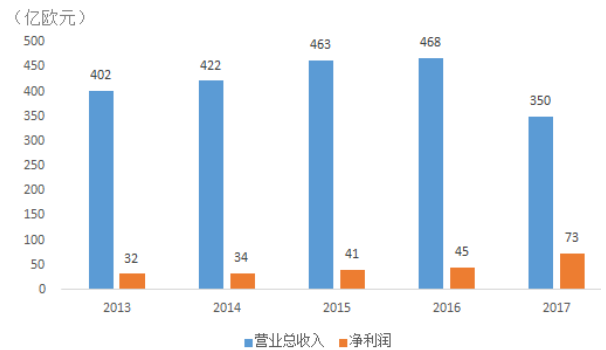
资料来源：公司公告、中国知网、公司网站、东兴证券研究所

图 11 巴斯夫近 5 年营业总收入与净利润

图 12 拜耳近 5 年营业总收入与净利润



资料来源: Wind、东兴证券研究所

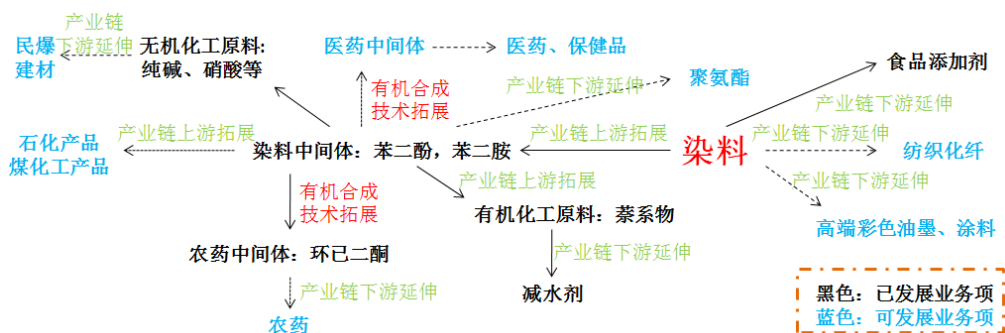


资料来源: Wind、东兴证券研究所

公司已经在中间体生产、基础无机化工原料和基础有机化工原料业务拓展方面取得了重大成果,但依然有广阔的有待发展的业务。由于染料生产链条较长、技术较为复杂,因此染料生产厂家在化工技术方面积淀深厚,在向上下游发展以及同类技术应用拓展方面具有先天优势。

- ◆ 中间体: 国内间苯二胺、间苯二酚的主导厂商、氨基苯酚和还原物重要厂商
- ◆ 基础无机原料: 纯碱和硝酸占浙江市场份额超 1/3 以上,氯化铵占浙江市场份额超 1/2
- ◆ 基础有机原料: 萘系原料的重要厂商,萘系减水剂的主流厂家

图 13 浙江龙盛大化工业务拓展路径与可发展业务线条



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2.3 公司具有卓越的多行业、全球化的运营管理能力

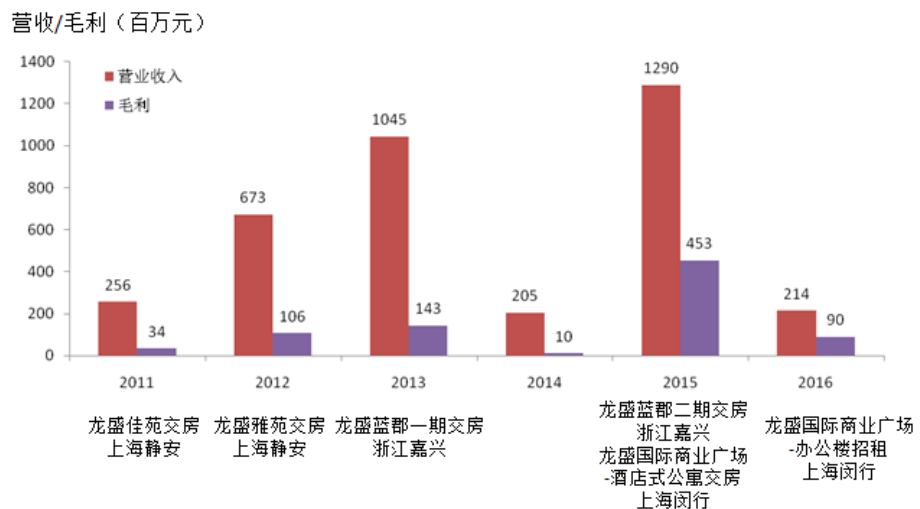
2010 年公司成功控股德司达,并通过一系列行之有效的措施将破产的没落贵族起死回生,不但化身为现金奶牛,而且极大地提升了公司、乃至我国在行业内的地位,这样高超的国际化管理水平在我国的企业之中是非常难能可贵的。

龙盛对于德司达的整合措施,可谓是针针见血,从根本上扭转了德司达的经营困境

- ◆ 降低人工成本：例如，以一次性支付每人 10 万欧元的方式，裁撤 70% 以上的德国本部员工，关停高成本厂区，裁撤国内的外籍销售人员等方式降低成本。
- ◆ 提高管理能力：此前的股东为美国私募基金，对于染料行业缺乏足够认识，龙盛接手后采用更符合行业现状的管理模式和激励机制，大幅提高管理效率。
- ◆ 优化供应链体系：将部分不具备优势的中间体以及滤饼生产外包，注重保留高附加值环节以及高端产品，与浙江龙盛形成生产和销售上的耦合协同。

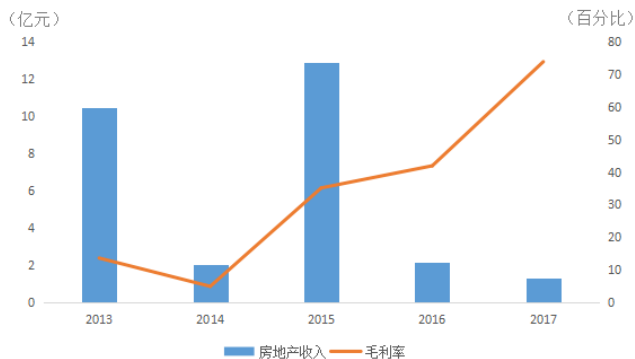
浙江龙盛不但具有染料等化工行业的经验，而且在房地产、股权投资、汽配、汇率管理等多方面具有丰富的经验，是我国化工企业里面少数跨界经营还能够“样样精通”的典型代表。

图 14 浙江龙盛房地产项目均有较好盈利



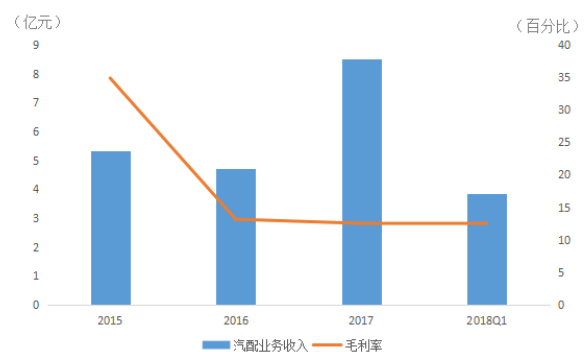
资料来源：公司公告、政府网站、公司网站、东兴证券研究所

图 15 近年房地产收入及毛利率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 16 近年汽配收入及毛利率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 6 浙江龙盛部分股权投资收益情况

公司名称	入股时间	初始投资成本 (百万元)	出售时间	出售收益 (百万元)	累计分红 (百万元)	总回报率 (百分比)	年化回报率 (百分比)
依顿电子	2007	21.76	2017	114	11.43	579	58
国瓷材料	2008	18.59	2015	554	6.6	3016	431
锦州银行	2009	200	2017	390	71.2	230	29
东田巨城	2010	330	2011	119		36	36

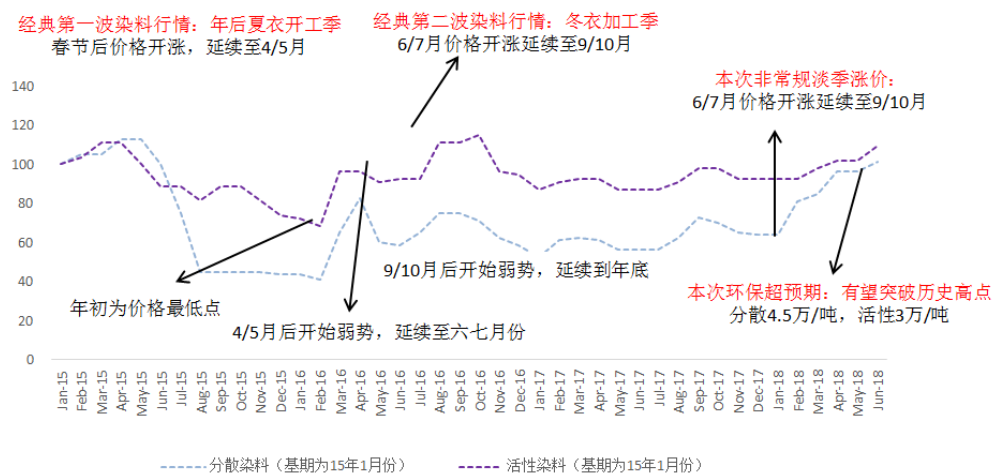
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 染料板块盈利能力和持续性有望进一步提升

3.1 多管齐下，染料价格预计将创历史新高

受益于下游印染出现拐点带来的需求增加，以及龙头控制力增强而带来的行业双重利好。本次染料行业自 17 年年底进入景气提升周期，甚至在 17 年 12 月出现了罕见的淡季涨价。从 17 年 11 月至今，两大标杆产品分散黑 ECT 300%、活性黑 WNN 200% 的成交价分别从 2.6 万/吨上涨至 4.9 万/吨（涨幅为 88%），2.5 万/吨上涨至 3.4 万/吨（涨幅为 36%），而一些品种如艳蓝 2BLN、翠蓝 S-GL 的价格更是已经翻番。

图 17 经典染料价格走势与此次反常之处



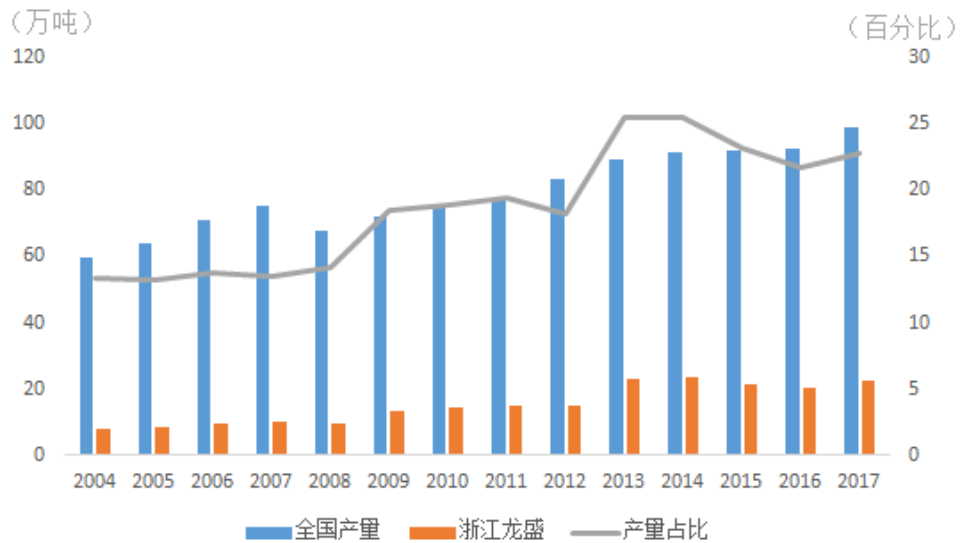
资料来源：公司公告、卓创资讯、东兴证券研究所

此轮染料价格上涨的主要因素包括

- ◆ 成本驱动：主要原料中间体供应收紧，价格大幅上涨，直接提高染料生产成本
- ◆ 格局优化：环保高压常态化，小企业难以支撑，逐步退出，今年 5 月以来，甚至部分中型公司甚至上市公司停产，未来产能存在受限的可能
- ◆ 下游回暖：纺服行业去库存结束，需求回暖，染料需求旺盛

从目前形势来看，上述因素长期内仍会存在，而染料供需矛盾短时间内难以消除，因此可以预计染料价格在未来一段时间延续涨势，而作为染料行业的时局掌控者，浙江龙盛受益明显。

图 18 全国染料产量、龙盛染料产量以及占比



资料来源：公司公告、卓创资讯、染料工业协会、东兴证券研究所

表 7 近期染料出厂价上调情况

涨价时间	相关事件	产品名称	上调幅度 (元/吨)
3 月 11 日	活性染料中间体价格大涨	活性黄 3RS133%	1000
		活性黄 3RS150%	1000
		活性艳红 3BSN100%	1000
		活性艳红 3BSN150%	1000
		活性元青 B133%	1000
		活性元青 B150%	1000
		活性元青 KN-B	1000
		活性特深黑 W-NN	1000
3 月 21 日	多家供应商因环保问题停产	分散艳红 F-3BS200%	5000
		分散艳红 F-3BS100%	5000
		分散黄 E-GL200%	2000
		分散黄 E-3G200%	5000
		分散艳红 SF-B200%	5000
		分散艳红 P-B200%	5000
		分散金黄 EE-GLE200%	3000
4 月 10 日	上游厂家因环保问题停产, 原材料价格	分散黄 NP-3G200%	5000
		分散黑 ECT300%(L)	3000

	大涨	分散黑 ECT300%(R)	3000
		分散深蓝 HGL150%	2000
		分散深蓝 HGL200%	3000
		分散深蓝 EX-SF300%	3000
		分散橙 S-4RL100%	1000
		分散红玉 S-5BL100%	1000
		分散大红 GS200%	3000
4月30日	连云港污染事件遭到央视曝光	分散艳蓝 2BLN100%	40000
		分散翠蓝 S-GL200%	10000
		分散翠蓝 S-GL180%	10000
		分散艳红 FB200%	10000
		分散紫 HFRL100%	10000
		分散灰 N100%	10000
5月5日	连云港事件爆发,苏北化工园区大批整改	分散荧光黄 8GFF100%	2000
		分散荧光红 G200%	4000
		分散荧光桃红 BG200%	5000
5月9日	连云港事件发酵,亚邦停产,蓝色系主原料蒽醌暴涨	酸性 LD黑	2000
		分散 SE-5R200%	5000
		分散翠蓝 S-GL200%	30000
		分散艳蓝 2BLN100%	40000
5月11日	江苏、湖北环保行动导致供应收缩,中间体厂家停产	活性黄 3RS133%	2000
		活性黄 3RS150%	2000
		活性艳红 3BSN100%	2000
		活性艳红 3BSN150%	2000
		活性元青 KN-B	2000
		活性元青 B133%	2000
		活性元青 B150%	2000
		活性藏青 W-NN	2000
		活性特深黑 ED-H	2000
		活性特深黑 W-NN	2000
5月16日	阳离子染料主原料价格大涨	阳离子红 X--GRL250%	10000
		阳离子翠蓝 GB250%	22000
5月18日	蓝色系主原料蒽醌基本断货	分散翠蓝 S-GL200%	60000
		分散蓝 SE-2R	20000
		分散黑 WECT	4000
5月23日	中间体“邻氯”断货	青花蓝 NB200%	30000
		分散蓝 2BLM200%	50000
		分散蓝 SE-2R100%	10000

5月27日	活性染料中间体涨价	活性黄 3RS133%	3000
		活性黄 3Rs150%	5000
		活性红 3BSN100%	4000
		活性红 3B150%	8000
		活性元青 B133%	12000
		活性元青 B150%	15000
		活性黑 EDH	10000
		活性黑 WNN	12000
		活性黑 G	14000
5月30日	阳离子染料原料断货	阳离子红 X-GRL	9000
		阳离子金黄 X-GL	14000
		阳离子艳红 X-6GN	6000
		阳离子桃红 FG	4000
		阳离子蓝 X-GRRL	6000
		阳离子蓝 X-GRL	10000
6月5日	分散原料中间体价格上涨	分散蓝 2B300%	10000
		分散蓝 CRE200%	80000
		分散翠蓝 S-GL200%	30000
		分散炫蓝 BB100%	10000
		分散黄 E-3G200%	40000
		分散黄 P-6G200%	20000
		分散黄 E-GL200%	7000
		分散黄 NP-6G200%	18000
		分散金黄 SE-RL300%	5000
		分散黄 S-4G200%	10000
分散红玉 SE-GFL200%	5000		

资料来源：中国染料网，东兴证券研究所

3.2 环保领先助力分散染料格局更加“集中化”

在此次由苏北两灌园区停产引爆的“环保风暴”中，染料成为受影响最为显著的行业之一，而龙盛则是极少数完全未受负面影响的公司，反而在销量和价格上均受益明显。究其原因，在于公司始终以行业担当的使命感，主动积极提升自身的环保水平，而此次在看似由偶然事件引发的环保超预期中的亮眼表现，其实是公司长久以来在环保积淀的必然体现。

表8 浙江龙盛典型分散染料污染物情况及其处理方式

类别	污染物	处理措施
废气	二氯乙烷	冷凝+焚烧

	氮氧化物	碱+尿素喷淋
	氨	冷凝+焚烧
	DMF	冷凝+焚烧
	溴、HBr	二级碱喷淋
	苯酚	冷凝+焚烧
废水	COD、AOX、硝基苯类、苯胺类	园区污水处理厂统一处理
	DMF	焚烧
废渣/液	苯酚	焚烧
	有机杂质	焚烧

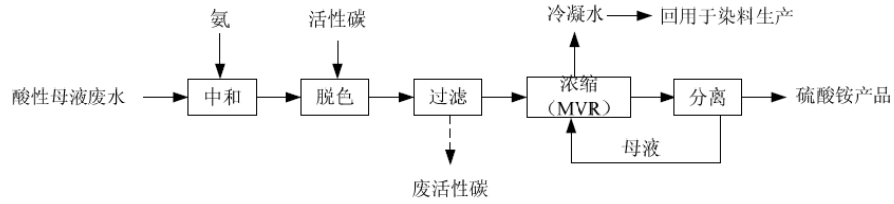
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表9 公司主要防治污染设施

设施名称	处理效率（吨/天）	数量（套）
污水处理设施	15000	1
高浓度酸性母液水 MVR 处理设施	1440	5
污水处理设施	2500	1
废水处理设施	3000	1
三效蒸发处理设施	140	1
高温氧化废水预处理设施	240	1
喷塔尾气处理设施		1
导热油炉烟气脱硫脱硝除尘治理设施		1
RTO 蓄热式废气焚烧处理装置		1
车间废气多级喷淋吸收处理装置		1
废气采集及配套三废焚烧装置		1
工业废水处理站-SBR 法装置		1

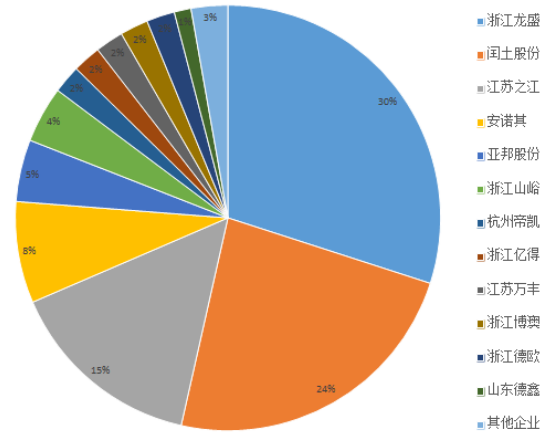
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 19 浙江龙盛染料废水回收利用示例（MVR 法）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 20 我国分散染料供应格局



资料来源：公司公告、卓创资讯、东兴证券研究所

对于原本污染比较严重的行业，是向环保薄弱地区转移，还是花费巨资进行升级改造如今依然是众多化工企业的两难选择。然而早在 2010 年 4 月，龙盛的董事长就亲自拍板，采纳了投资 3.65 亿元，历时 14 个月的环保升级路线，以“再造龙盛”的决心，争取实现“近零排放”的目标。公司在浙江上虞生产基地构建的染料-中间体-硫酸-减水剂循环经济一体化产业园，充分发挥了一体化生产带来的成本和环保优势，全面推行清洁生产，具有很好的环保优势。

公司目前正在建设的 10 万吨技改项目更是在技术、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，有望进一步提升公司的环保优势。

- ◆ 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 10 10万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

表11 10万吨技改项目部分污染物处理措施汇总

分类	类别	对策措施说明
废气	技改项目	工艺有机废气经冷凝后送配套建设的焚烧炉焚烧处理排放； 酸性无机废气采用碱喷淋吸收处理后经不低于 15 米的排气筒排放； 碱性无机废气采用酸喷淋+水喷淋吸收处理后经不低于 15 米的排气筒排放； 焚烧炉尾气采用 SNCR 脱硝+急冷+活性炭吸附+布袋除尘+碱喷淋处理后经 55 米排气筒排放； 喷干塔尾气采用旋风除尘+布袋除尘+碱洗+等离子+酸洗+水洗+水喷淋或湿法电除尘处理后经 60 米的排气筒排放； 含氮氧化物的工艺废气采用碱（加尿素或亚硫酸钠）喷淋吸收后经不低于 15 米的排气筒排放。
固体废物	综合	对废物进行分类鉴别，可利用的要综合利用，无法利用的可采取焚烧或填埋方法； 分类收集，采用规范的暂存场地，防止固废的二次污染。
	危废	固废焚烧炉焚烧处理；焚烧炉灰渣、废水处理废渣委托上虞众联环保有限公司进行安全处置。
	一般固废	过滤废渣为硫酸钙（含水），可用作水泥助磨剂进行综合利用
废水	技改项目	清污分流、污水采用管道高架输送； 高浓度废水采用氧化+厌氧预处理后纳入污水处理站处理； 其他废水和预处理后的高浓度废水一起排入龙盛科技园现有污水厂处理后纳管排放。
噪声	车间	设备选型上选择低噪声设备的同时应采取一定的隔声降噪措施，对风机风管进出口设消声器，冷冻机设减振器，消声器。

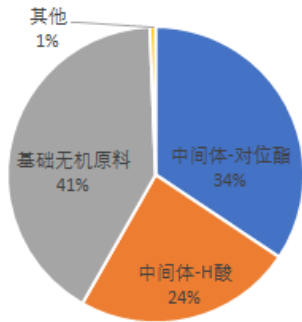
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 活性染料价格弹性增大，呈现“分散化”态势

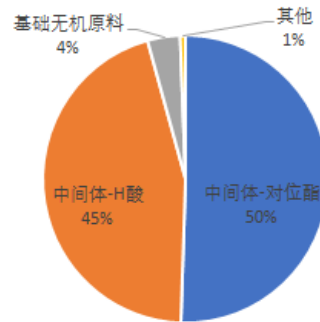
受益于行业格局的显著优化，活性染料近期表现出了类似分散染料的价格走势，出厂均价呈现出供给短缺下的高达 1.2 万/吨的跳涨态势。我们认为，随着长江沿岸和山东等地环保措施的逐渐深入，活性染料的集中度有望向分散染料接近，即所谓的“分散化”。预计在供应平衡趋紧、龙头控制力强化的背景下，活性染料的价格弹性也将显著增强。

图 21 典型活性染料（活性黑 KNB）各项原材料用量占比

图 22 典型活性染料（活性黑 KNB）各项原材料成本占比

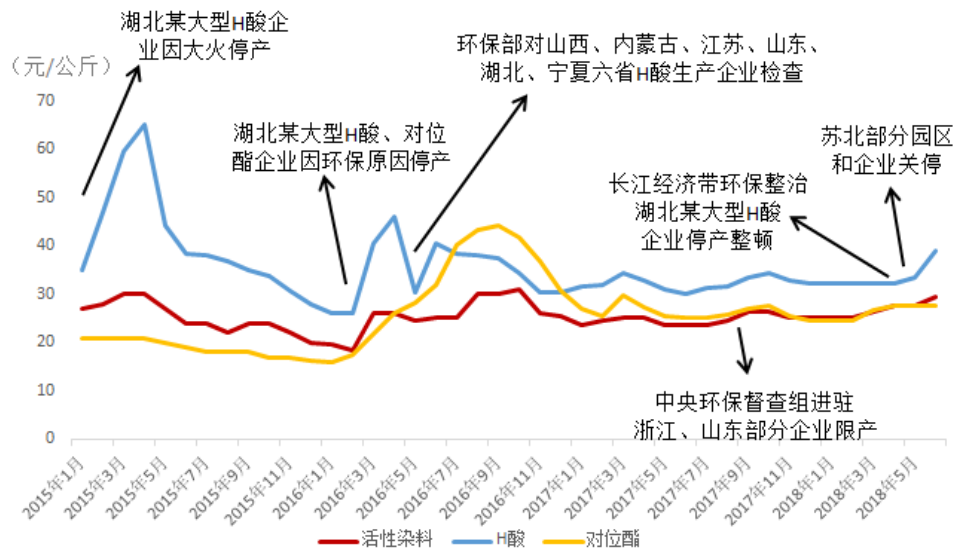


资料来源：卓创资讯、百川资讯、《中国知网》、东兴证券研究所



资料来源：卓创资讯、百川资讯、《中国知网》、东兴证券研究所

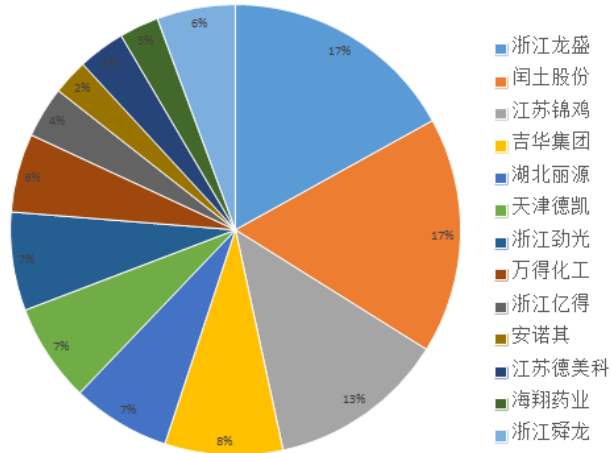
图 23 活性黑历史价格走势的“成本驱动”



资料来源：公司公告、卓创资讯、公开资料、东兴证券研究所

自 2014 年以来，分散染料由于行业供需格局显著优于活性染料，价格主要由供需平衡决定，极具价格弹性，而活性染料由于生产厂家较多，则一直处于“成本决定”状态，主要由中间体 H 酸和对位酯的价格决定。但需要指出的是，事实上活性染料巨头已经实现了或即将实现核心中间体的主体配套，因此中间体价格所呈现的实际上只是影响中小企业的是“伪成本”，供应格局的优化是活性染料近期异常强势的更主要原因。

图 24 我国活性染料供应格局



资料来源：公司公告、卓创资讯、东兴证券研究所

表12 浙江龙盛4万吨活性染料中间体产品方案

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	年自用量约5000吨
H酸	10000	10000	20000	年自用量约6000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

3.4 下游印染企业的涨价传导较为顺利

伴随着此次染料价格的上涨，作为其直接下游的印染行业的染费也实现了较大幅度的提升，较好地将染料价格传递到了成本占比很低的终端环节。

染料在纺服终端的成本占比较低，不足5%，但是在直接下游印染行业中的成本占比比较高，约为10-15%。同时，我国印染企业数量众多，集中度很低，对于上下游的议价能力均较弱，因此印染企业的涨价传到顺利有利于染料市场的良性发展。

表13 部分印染企业节后染费上涨情况

日期	企业单位	染费涨价幅度 (元/吨)
2018年2月	富平印染有限公司	200-1500
	华鹤印染有限公司	1000
	新港印染有限公司	800-2000
	长乐市祥泰印染有限公司	1500-3000
	福建长乐市印染行业协会	1500-3000

2018年3月	佛山市顺德区纺织印染分会	1000以上
	绍兴某印染厂	200-300
	佛山市高明区纺织（服装）协会	1000
	佛山市三水区纺织行业协会	1000
2018年4月	绍兴某印染公司	500-1000
	绍兴东森印染有限公司	300
	裕联发实业公司	1000-2000
	诸暨市泓宇化纤漂染有限公司	500
2018年5月	杭州某印染企业	200-300
	浙江海虹印染有限公司	100-300
	汕头市四海纺织有限公司	1000
	佛山市纺织印染分会	1000-1500
2018年6月	金华市某印染企业	500
	桐乡市毛衫染整商会	200-1000
	常熟市印染商会	500-1000

资料来源：公司公告、七彩云电商、公开信息、东兴证券研究所

4. 主营产品价格弹性及盈利预测

分散染料、活性染料、间苯二胺、间苯二酚的产品价格每上涨 1000 元，预计归母净利润分别增加 6100 万元、2800 万元、2700 万元、1700 万元，对应的 EPS 增加值分别为 0.0188 元、0.0086 元、0.0084 元、0.0052 元。预计公司 18-20 年 EPS 为 1.26、1.37 和 1.72 元，对应 PE 为 10、9 和 7 倍。由于公司业务板块较多，且具有体量较大的地产存货和投资收益，适宜采用分部估值法与 NAV 法相结合的估值方法。

预计 18 年公司染料板块（国内）贡献利润约为 11 亿，德司达贡献利润约为 12 亿，化工中间体约为 9 亿，结合行业所处景气周期以及业务门槛，我们认为合理估值分别为 12 倍、15 倍和 20 倍，地产和投资收益的 NAV 为 90 亿，对应合理估值为 577 亿，目标价为 17.74 元（表观 P/E 为 14 倍），维持公司“强烈推荐”评级。

5. 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。

表 14 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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	25123	31165	34218	38735	46688	营业收入	12356	15101	17878	19084	24380
货币资金	3427	4181	3979	6069	24252	营业成本	7852	9652	10338	11086	14626
应收账款	2177	2589	3673	3921	5009	营业税金及附加	79	109	129	137	175
其他应收款	981	1095	1419	1515	1936	营业费用	986	1135	1341	1431	1828
预付款项	210	258	503	540	713	管理费用	1224	1440	1520	1622	2072
存货	16772	20516	22377	24298	11877	财务费用	233	327	447	456	-119
其他流动资产	1556	2527	2266	2392	2902	资产减值损失	277.03	62.90	10.00	0.00	0.00
非流动资产合计	14814	15187	16627	17742	17467	公允价值变动收益	1004.9	116.37	300.00	400.00	400.00
长期股权投资	470	526	1270	1670	2120	投资净收益	319.79	745.29	700.00	600.00	650.00
固定资产	5177	5859	6019	6565	6366	营业利润	3109	3346	5222	5488	7022
无形资产	843	809	885	906	927	营业外收入	161.26	29.08	150.00	300.00	200.00
其他非流动资产	8324	7994	8452	8601	8053	营业外支出	79.72	73.27	60.00	20.00	20.00
资产总计	39936	46353	50845	56477	64155	利润总额	3190	3302	5312	5768	7202
流动负债合计	10450	12750	13425	13809	15594	所得税	708	630	1014	1101	1375
短期借款	3625	6173	7125	7125	7125	净利润	2482	2732	4298	4667	5827
应付账款	1467	1947	1927	2066	2727	少数股东损益	-453	-258	-192	-211	-232
预收款项	1003	2780	1451	1549	1978	归属母公司净利润	2029	2474	4106	4456	5595
一年内到期的非	1508	72	400	400	400	EBITDA	2970	3371	5567	6013	6851
非流动负债合计	11467	14116	17099	18709	20309	EPS (元)	0.62	0.74	1.26	1.37	1.72
长期借款	5715	8406	10415	12015	13615	主要财务比率					
应付债券	5489	5495	5504	5514	5514		2016	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	22569	27426	31523	33718	36903	成长能力					
少数股东权益	1746	1983	2175	2386	2619	营业收入增长	-16.7%	22.2%	18.3%	6.7%	27.7%
实收资本(或股	3253	3253	3253	3253	3253	营业利润增长	-2.3%	7.6%	56.0%	5.1%	27.9%
资本公积	1552	1552	1552	1552	1552	归属于母公司净利润	-20.1%	18.9%	70.1%	8.5%	25.5%
未分配利润	10816	12138	12341	15567	19829	获利能力					
归属母公司股东	15622	16944	17147	20373	24634	毛利率(%)	36.4%	36.1%	42.2%	41.9%	40.0%
负债和所有者	39936	46353	50845	56477	64155	净利率(%)	20.1%	18.1%	24.0%	24.5%	23.9%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.5%	5.1%	5.3%	8.1%	7.9%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	15.9%	16.1%	25.1%	22.9%	23.7%
经营活动现金	-6075	-259	2988	3165	17926	偿债能力					
净利润	2029	2414	4106	4456	5595	资产负债率(%)	57%	59%	62%	60%	58%
折旧摊销	582.87	670.16	598.71	684.96	854.92	流动比率	2.4	2.4	2.6	2.8	3.0
财务费用	233	327	447	456	-119	速动比率	0.8	0.8	0.9	1.1	2.2
应收账款减少	9897	6075	2291	2417	-10230	营运能力					
预收帐款增加	1028	-202	783	384	1784	总资产周转率	0.97	1.01	1.12	1.11	1.38
投资活动现金	-2020	-623	-673	-1000	-130	应收账款周转率	6	6	6	5	5
公允价值变动收	1005	116	300	400	400	应付账款周转率	7.24	7.80	8.95	7.96	17.88
长期股权投资减	-413	-781	-1200	-1400	-130	每股指标(元)					
投资收益	320	745	700	600	650	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.74	1.26	1.37	1.72
筹资活动现金	7601	1875	-2740	-76	383	每股净现金流(最新摊)	-0.11	0.28	-0.13	0.64	5.59
应付债券增加	6485	0	10	10	0	每股净资产(最新摊)	4.80	5.21	5.27	6.26	7.57
长期借款增加	2990	5497	1600	1600	1600	估值比率					
普通股增加	5	0	0	0	0	P/E	19.95	16.77	9.86	9.08	7.23
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.59	2.39	2.36	1.99	1.64
现金净增加额	-354	927	-424	2090	18183	EV/EBITDA	12.84	15.03	9.26	5.94	11.49

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。

张明辉

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。

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。

洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年化工实业经验，2018 年 5 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。