

## 环保加码重塑格局，一体化龙头彰显优势 增持（首次）

2018年08月01日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	15,101	19,197	21,403	23,946
同比（%）	22%	27%	11%	12%
净利润（百万元）	2,474	4,207	5,144	6,337
同比（%）	22%	70%	22%	23%
每股收益（元/股）	0.76	1.29	1.58	1.95
P/E（倍）	15.01	8.82	7.22	5.86

### 投资要点

- 公司是全球染料龙头，2017年业绩显著回升：**公司是染料企业龙头，具备染料产能30万吨/年，助剂10万吨/年，居全球首位。同时经过多年的发展，已成为染料、房地产、股权投资等多元化上市公司。2017年受益于高污染小产能的陆续退出和关停，行业格局得到优化，公司业绩明显回升，营业收入达151.01亿元，归母公司净利达24.74亿元，同比分别增长22.22%和21.92%。
- 染料行业迎环保大考，行业格局有望重塑：**染料行业属于高污染产业，在染料生产过程中会有大量的污染物产生。通过复盘染料行业十三年大周期发现，染料行业的每次大行情更多是由供给端的突然收缩引起的，此次环保督查整顿的涉及面更广、力度更强，带给行业的影响也将持续较长时间。加之下游印染纺织行业显著回暖，染料需求有望持续增长，因此环保过关、一体化的头龙企业或将长期受益。
- 一体化布局继续深入，中间体业务进入快车道：**对于染料产品的关键原料中间体，公司一方面通过延长采购周期对冲价格上涨，达到控制成本的目的，一方面通过加大配套中间体的产能建设，以保证原料供应的稳定性。目前，中间体板块已成为公司日益发展壮大主要业务，未来或将与染料板块并驾齐驱，成为拉动公司利润持续增长的双引擎。
- 全球布局控股德司达，差异化协同发展有望提速：**德司达集团是染料领域优质标的，全球高端染料龙头，公司合计持有其62.43%的股权，全球化布局有助于公司实现生产、市场和技术的协同，对公司的综合竞争力及长远发展都起到了积极作用
- 房地产和股权投资业务助力公司多元化稳健发展：**除染料之外，公司还涉足房地产、股权投资等领域，以期通过多元化经营对冲染料业务的周期波动，从而实现更加稳健和均衡的发展。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2018-2020年的营业收入分别为191.97亿元、214.03亿元和239.46亿元，净利润分别为42.07亿元、51.44亿元和63.37亿元，EPS分别为1.29元、1.58元和1.95元，当前股价对应的PE分别为8.8X、7.2X和5.9X。参考染料的平均行业估值水平以及行业集中度有望继续提高的趋势，同时考虑到公司所处的行业龙头地位及中间体业务带来成长性的预期，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**染料价格大幅波动，新产能及房地产项目不及预期，股份减持带来的潜在风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.41
一年最低/最高价	9.66/13.32
市净率(倍)	2.11
流通A股市值(百万元)	37120.52

### 基础数据

每股净资产(元)	5.40
资产负债率(%)	58.76
总股本(百万股)	3253.33
流通A股(百万股)	3253.33

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 全球染料龙头，业绩显著回升</b> .....	<b>5</b>
1.1. 染料产能居全球首位，多元化经营稳健发展 .....	5
1.2. 受益于行业格局优化，公司业绩显著回升 .....	6
<b>2. 染料行业迎环保大考，行业格局有望重塑</b> .....	<b>7</b>
2.1. 染料生产过程污染大，废水处理成难点 .....	8
2.1.1. 长期看：环保监管趋严，染料行业加速产业升级 .....	9
2.1.2. 短期看：苏北化工园区停产整顿，染料供给收缩明显 .....	11
2.2. 下游印染纺织行业显著回暖，染料需求有望持续增长 .....	12
2.2.1. 终端纺织服装行业复苏，出口内需均有改善 .....	12
2.2.2. 下游印染产能出清接近尾声，行业复苏有效拉动染料需求 .....	13
2.3. 复盘十三年大周期，供给收缩是历次行情主因 .....	14
<b>3. 一体化布局继续深入，中间体业务进入快行道</b> .....	<b>16</b>
3.1. 产能退出导致供给受限，价格上涨打开盈利空间 .....	16
3.2. 新增活性染料中间体产能正在建设，一体化配套日趋完善 .....	18
<b>4. 全球布局控股德司达，差异化协同发展有望提速</b> .....	<b>19</b>
<b>5. 房地产和股权投资业务助力公司多元化发展</b> .....	<b>21</b>
5.1. 定位上海开展房地产业务，带动公司业绩快速增长 .....	22
5.2. 股权投资业务发展顺利，为公司带来丰厚投资收益 .....	22
<b>6. 盈利预测与估值</b> .....	<b>23</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>24</b>
7.1. 染料价格大幅波动 .....	24
7.2. 新产能及房地产项目不及预期 .....	24
7.3. 股份减持带来的潜在风险 .....	24

## 图表目录

图 1: 公司主要产品及其上下游关系 .....	6
图 2: 浙江龙盛营业收入 .....	6
图 3: 浙江龙盛归母公司净利润 .....	6
图 4: 公司营收结构 (百万元) .....	7
图 5: 公司毛利结构 (百万元) .....	7
图 6: 公司主要产品毛利 (%) .....	7
图 7: 公司销售毛利率与净利率 .....	7
图 8: 2016 年我国主要染料种类的产量占比 .....	8
图 9: 某活性红产品的生产流程及产污节点图 .....	8
图 10: 公司污水处理站工艺流程 .....	9
图 11: 染料及中间体价格走势 .....	11
图 12: 全球纺织服装产品实际销售额及同比增速 .....	12
图 13: 我国纺织品服装出口额变动 (单位: 亿美元) .....	12
图 14: 美元兑人民币汇中间价走势 .....	12
图 15: 我国童装市场规模及增速 (单位: 亿元) .....	13
图 16: 三线城市社零增速赶超一线城市 .....	13
图 17: 服装鞋帽针纺织类零售额变动 .....	13
图 18: 纱、布产量平稳增长 .....	13
图 19: 规模以上印染企业印染布产量变动 .....	14
图 20: 印染龙头航民股份产量显著提高 .....	14
图 21: 染料价格及公司股价走势复盘 .....	15
图 22: 公司股价及净利润走势 .....	16
图 23: 公司的间苯二胺生产工艺 .....	17
图 24: 间苯二酚价格走势 .....	17
图 25: H 酸生产工艺流程 .....	18
图 26: 国内 H 酸产能分布 .....	18
图 27: 国内对位酯产能分布 .....	18
图 28: 公司主要产品及原料 .....	19
图 29: 德司达控股的股权结构 .....	20
图 30: 德司达全球销售网络 .....	20
图 31: 德司达 2011 年主要产品产销量情况 (单位: 吨) .....	21
图 32: 德司达营业收入变动 .....	21
图 33: 德司达净利润变动 .....	21
表 1: 公司主要产品及子公司 .....	5
表 2: 染料行业相关的环保政策法规 (2010-2018) .....	9
表 3: “清废行动”中停产整顿的染料企业 .....	11
表 4: 浙江龙盛房地产业务在开发项目 .....	22
表 5: 浙江龙盛房地产业务已开发完成项目 .....	22
表 6: 公司主要投资标的及收益率 .....	22
表 7: 浙江龙盛盈利预测拆分 (单位: 百万元) .....	23

表 8：可比公司估值表 ..... 24

## 1. 全球染料龙头，业绩显著回升

浙江龙盛集团股份有限公司，成立于1970年，2003年在上海证券交易所挂牌上市，是国内上市的第一家染料企业。2010年公司通过债转股控股德司达全球公司，开始掌握染料行业话语权。目前，公司在全球主要染料市场占近21%的市场份额，在所有关键市场都有销售和技术的支持。

公司控股股东阮水龙、阮伟祥和项志峰为一致行动人，合计持股占公司股本26.87%，为公司的实际控制人。

### 1.1. 染料产能居全球首位，多元化经营稳健发展

公司下有31家子公司，经过多年的发展，已成为染料、房地产、股权投资等多项业务并进的多元化上市公司。其中，公司主营染料、中间体、助剂等产品，目前具备染料产能30万吨/年，助剂10万吨/年，居全球首位。

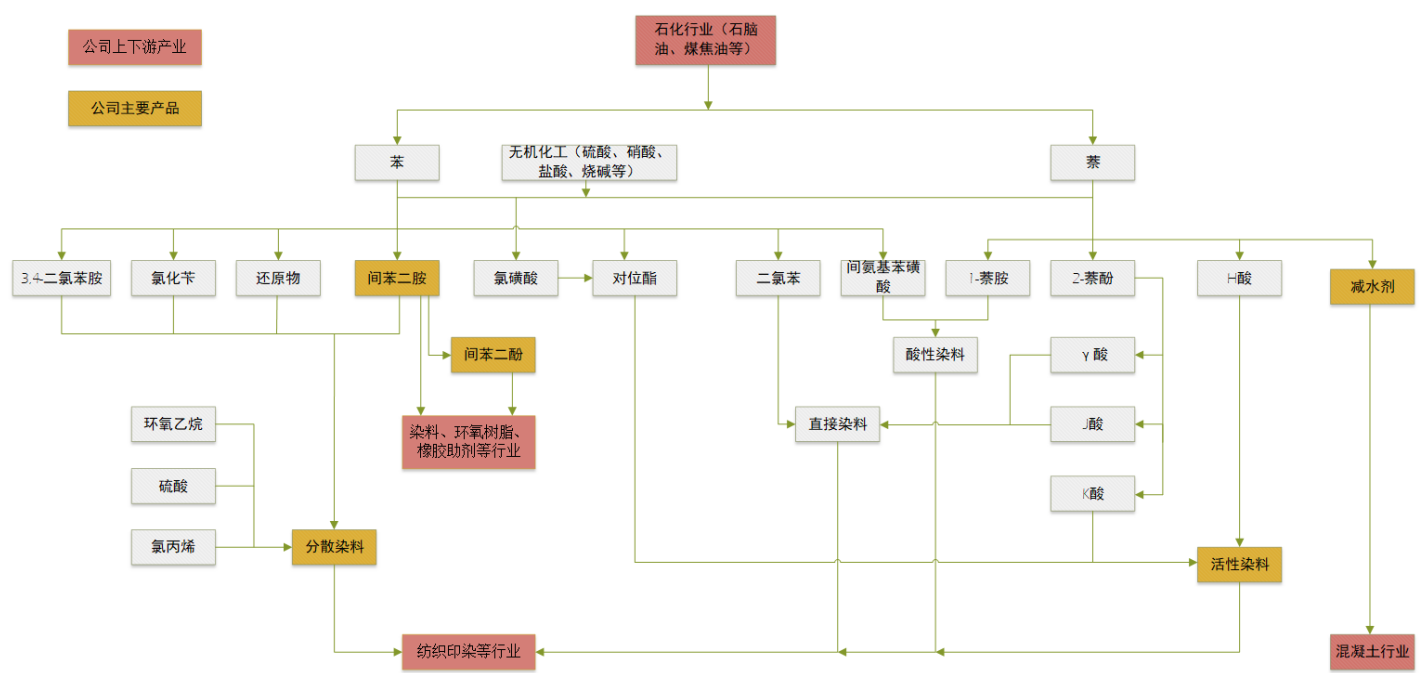
表1：公司主要产品及子公司

板块	产能/万吨	业务	子公司	直接持股	间接持股
染料	30	分散染料	浙江龙盛染料化工有限公司	47.37	52.63
		活性染料	上海科华染料工业有限公司	95	5
			德司达全球控股（新加坡）有限公司	62.43	
中间体	10	间苯二胺	浙江安诺芳胺化学品有限公司	48.37	51.63
		间苯二酚	浙江鸿盛化工有限公司	75	25
助剂	10		德司达全球控股（新加坡）有限公司	62.43	
			浙江安诺芳胺化学品有限公司	48.37	51.63
减水剂	20				
无机化工	145	硫酸蒸汽			
房地产开发			龙盛置地集团有限公司	100	
			上海晟宇置业有限公司		100
			上海晟诺置业有限公司	93.33	6.67
投资贸易			桦盛有限公司	100	
			龙盛集团控股（上海）有限公司	100	
颜色标准及可持续发展解决方案			德司达全球控股（新加坡）有限公司	62.43	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

<sup>1</sup> 感谢王春雨对本文做出的贡献

图 1：公司主要产品及其上下游关系

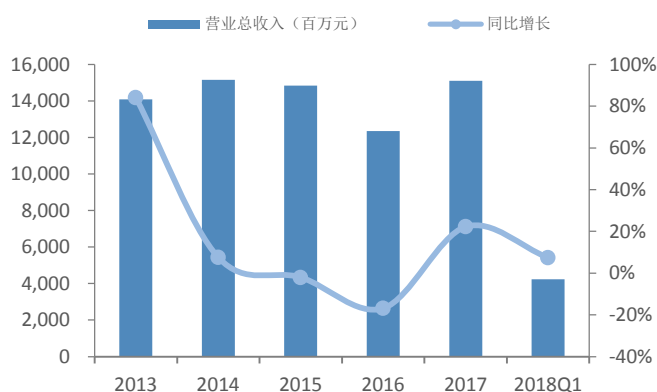


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 受益于行业格局优化，公司业绩显著回升

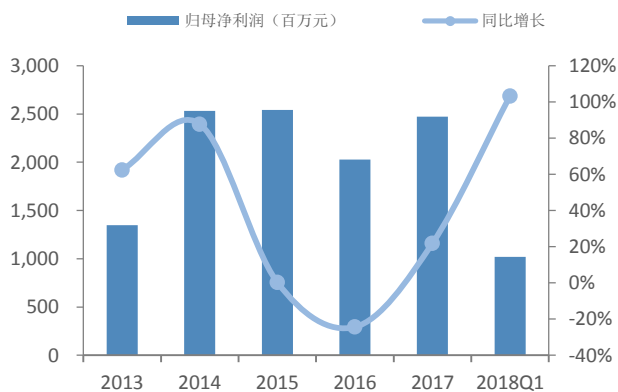
随着 2017 年环保督查整治的推进，染料行业内的一些高污染的小产能陆续退出和关停，产品价格随之大涨，公司业绩明显回升。2017 年公司营业收入达 151.01 亿元，归母公司净利达 24.74 亿元，同比分别增长 22.22% 和 21.92%。

图 2：浙江龙盛营业收入



数据来源：wind，东吴证券研究所

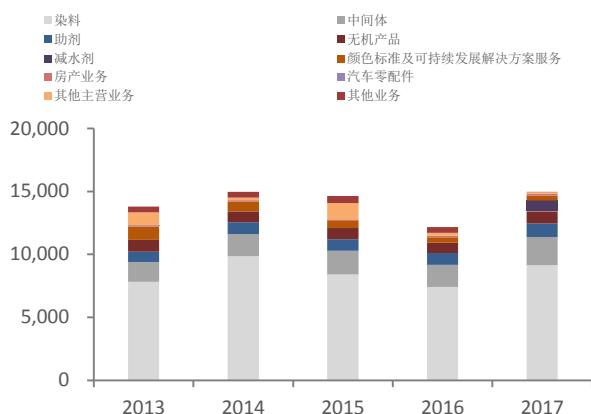
图 3：浙江龙盛归母公司净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

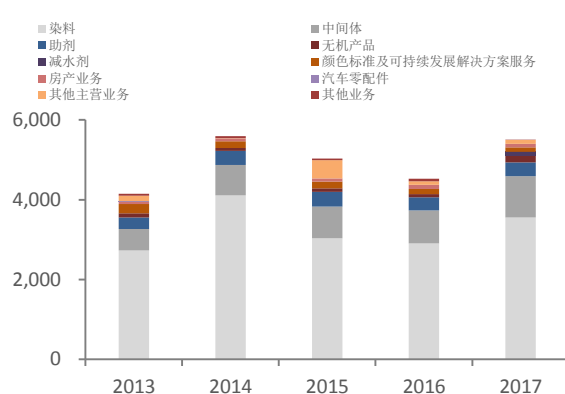
染料和中间体业务是公司盈利的主要来源，其中染料业务占公司 2017 年总营业收入的 60% 左右，中间体占 15% 左右，但中间体的毛利率水平近年来一直在染料之上，并有不断增长的趋势，这也为公司盈利能力的进一步提升提供了有力的支撑。

图 4：公司营收结构（百万元）



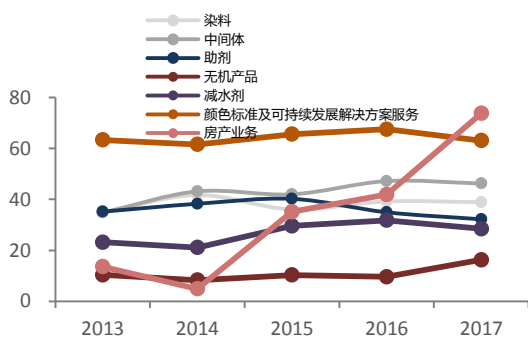
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 5：公司毛利结构（百万元）



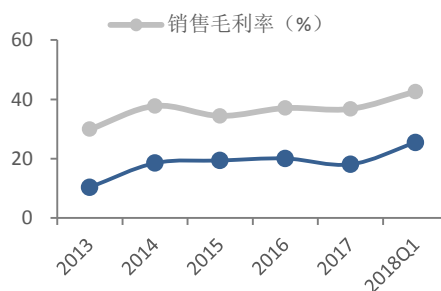
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 6：公司主要产品毛利（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 7：公司销售毛利率与净利率



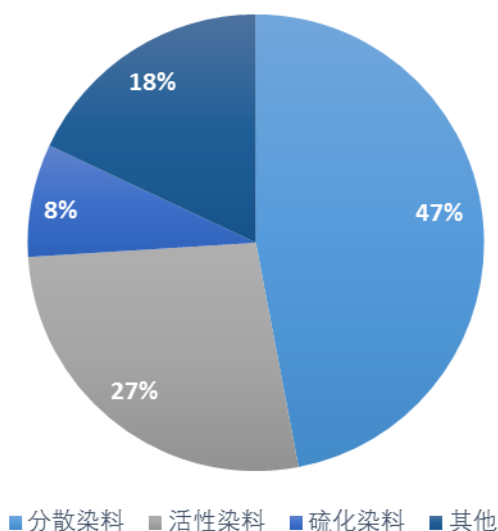
数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 染料行业迎环保大考，行业格局有望重塑

染料是指直接或经媒染剂作用而能附着在纤维和其他材料上的有色物质。除了天然染料，现在使用的大部分染料都是经煤化工或石油化工初级产品再加工而成的合成染料。按照化学结构分类，可以将染料进一步分为偶氮染料、蒽醌染料、芳甲烷染料、靛族染料、硫化染料、酞菁染料等；按照性质和用途分类，染料可分为分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料、酸性染料、直接染料等。

经过多年发展，我国现已成为全球最大的染料生产国，占到全球产量的70%左右。从应用情况来看，由于分散染料主要用于在聚酯纤维（涤纶）上，活性染料主要用于棉纤维及其纺织品上，这两种染料成为了最常用的细分品种，分别占到染料总产量的47%、27%。

图 8：2016 年我国主要染料种类的产量占比

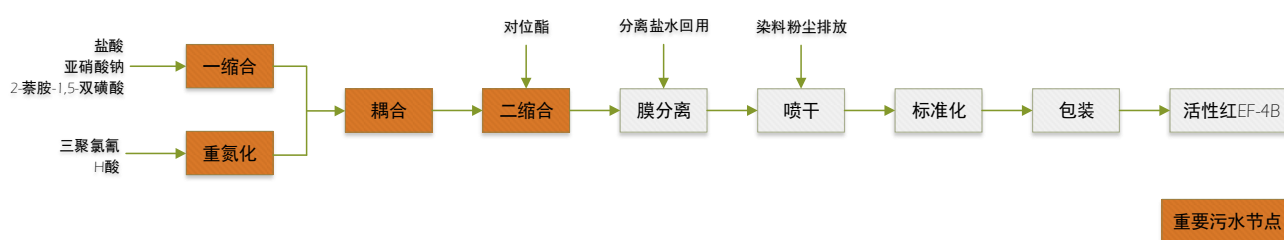


数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

## 2.1. 染料生产过程污染大，废水处理成难点

染料行业属于高污染产业，在染料生产过程中会有大量的污染物产生。以某活性红产品为例，在生产过程中的缩合、耦合、重氮化等工序中都有污染产生。根据《化工学报》的《染料废水处理技术研究进展》一文估计，每生产 1 吨染料，大约排放 744 方废水。在生产和使用过程中约有 90% 的无机原料和 10~30% 的有机原料转移到水里，废水组分复杂、色度高、COD 和生物需氧量高、难降解物质多等，这也进一步加大了染料废水的处理难度，使得染料废水已成为环境重点监测的污染源之一。

图 9：某活性红产品的生产流程及产污节点图

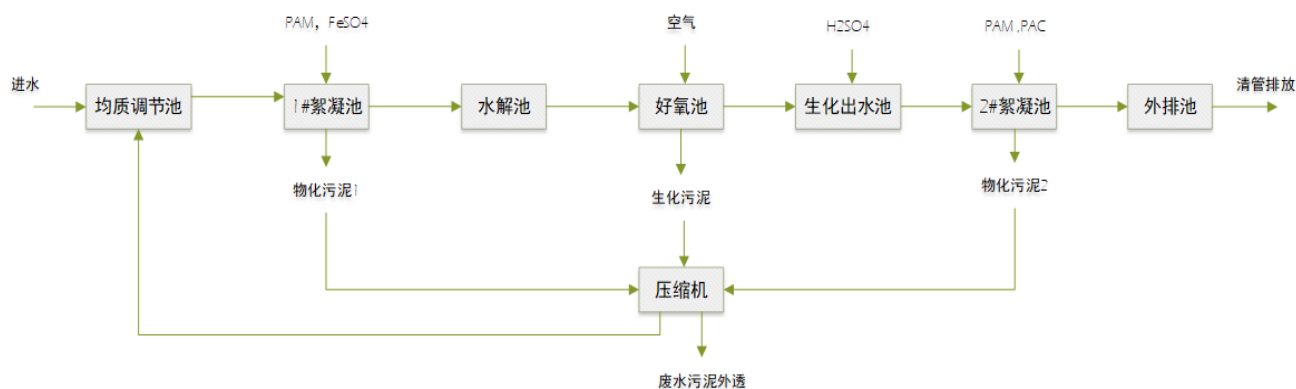


数据来源：环评报告，东吴证券研究所

目前，国际上染料废水的处理方法主要有物理法、化学法和生物法三种，但受到染料废水成分复杂的影响，通过单一方法往往不能满足处理的要求，一般要同时采用物理、化学的和微生物的方法结合起来的工艺，具体工艺还需要根据废水的来源和排放标准来决定。



图 10：公司污水处理站工艺流程



数据来源：环评报告，东吴证券研究所

### 2.1.1. 长期看：环保监管趋严，染料行业加速产业升级

作为高污染产业的代表，一直以来染料行业都是环保监管重点关注的对象。近年来，随着公众生态保护意识的日渐强化，持续被曝光的染料企业违规排废案例使得行业在舆论层面受到很高的关注度，环保严查上升到了新的高度，与之相应的一系列政策法规也陆续出台。长期来看，染料行业将在环保高压的态势下进行持续的调整和升级，更多落后产能被迫退出，优势产能的集中度则有望进一步提高。

表 2：染料行业相关的环保政策法规（2010-2018）

部门	时间	相关政策	相关内容
工信部	2010	《染料行业清洁生产重点技术需求及应用推广目录》	有机溶剂替代水解质等减排效果显著，有推广前景的清洁技术被列入目录
发改委	2011	《产业结构调整指导目录（2011）》	落后染料产能被列入限制和淘汰类
中国染料工业协会	2011	《染料行业“十二五”发展规划纲要》	积极引导企业向化工园区内搬迁及必要的合并或联合，促进染料产业结构调整，发展循环经济和提高“三废”治理水平
国务院	2013	《大气污染防治行动计划》	染料行业被列入行动计划整治范围
环保部	2013	《染料工业废水处理工程技术规范》	对清洁生产、资源回收、清污分流、污污分治、环保设施的运行与管理等制定了严格的国家标准
国务院	2015	《水污染防治行动计划》	计划要求狠抓工业污染防治，全部取缔不符合国家产业政策的小型印染生产项目
全国人大	2015	新《环保法》	新法规定国家对严重污染环境的工艺、设备和产品实行淘汰制度

国务院	2016	新《大气污染防治法》	地方政府制定考核办法对地方大气环境质量改善目标及大气污染防治重点任务完成情况进行考核
发改委	2016	“十三五”规划（2016-2020）	要求对排放无法稳定达标的印染企业进行改造，取缔相关重污染项目
环保部	2016	新《国家危险废物名录》	HW11 精（蒸）馏残渣、HW12 染料、涂料废物被列为国家危险废物
工信部	2016	《石化和化学工业发展规划（2016-2020）》	加强染料及其中间体清洁生产工艺及“三废”治理技术的研发及推广，改进染料应用技术和配套助剂
中国染料工业协会	2017.3	《染料工业污染物排放标准》制定工作启动	对染料工业污染物的排放制定相关标准
环保部	2017.4	《国家环境保护标准“十三五”发展规划》	修订污水综合排放标准，完善工业源水污染物控制指标和要求
税务总局	2017.6	《中华人民共和国环境保护税法实施条例（征求意见稿）》	保证《中华人民共和国环境保护税法》的顺利实施
全国人大	2017.8	第四批中央环境保护督察工作	环保督察组进驻浙江等地，浙江处罚力度居首
环保部 发改委	2017.10	《重点流域水污染防治规划（2016-2020）》	长江沿线染料排污企业受影响
环保部	2017.11	《排污许可管理办法（试行）》	强化落实排污者责任，细化规定了无证排污、违法排污、材料弄虚作假、自行监测违法、未依法公开环境信息等违反规定的情形,根据相关法律明确了对违法行为的处罚规定
税务总局	2017.12	《中华人民共和国环境保护税法实施条例》	保证《中华人民共和国环境保护税法》的顺利实施
浙江省	2018.5	浙江省贯彻落实中央环境保护督察反馈意见整改方案	浙江龙盛、闰土等 11 家染料化工企业在道墟镇填埋 12.48 万吨危险废物，存在环境隐患。
江苏省	2018.6	《全省沿海化工园区（集中区）整治工作方案的通知》	对沿海地区南通、连云港、盐城三市辖区内所有化工园区及园区内所有化工生产企业进行整治
湖北省	2017.7	《湖北省长江生态环境保护条例》立法工作开始	将长江生态保护形成法律，纳入省人大常委会 2019 年度立法计划，加紧开展各项立法工作

数据来源：各政府部门官网，东吴证券研究所

2.1.2. 短期看：苏北化工园区停产整顿，染料供给收缩明显

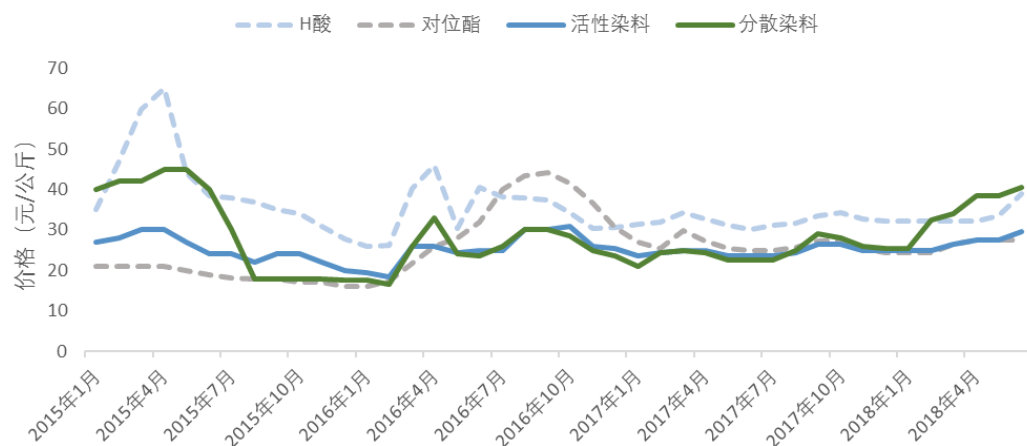
2018年5月，生态环境部启动“清废行动2018”，开始对长江经济带固体废物倾倒情况进行全面摸排核实，对发现的问题督促地方政府限期整改，对发现的违法行为依法查处，全面公开问题清单和整改进展情况，直至全部整改完成。江苏吴中、亚邦股份、闰土股份和吉华集团四家上市公司相继发布相关子公司停产的公告，共涉及13家子公司，其中亚邦股份受影响最大，8家子公司均进入停产整改状态，受此影响从中间体到分散染料和活性染料的价格都出现了不同幅度的上涨。

表 3：“清废行动”中停产整顿的染料企业

上市公司	停产日期	停产子公司	涉及产品
江苏吴中	5月3日	响水恒利达	染料颜料中间体（主要是J酸、吐氏酸）
		江苏亚邦染料	蒽醌染料
		江苏华尔	分散染料、染料中间体
		连云港亚邦供热	蒸汽
亚邦股份	5月3日	连云港亚邦制酸	硫酸、氯磺酸
		江苏道博	分散染料、溶剂染料、染料中间体
		江苏佳麦	苯甲酸、苯甲醛、苯甲酰胺
		江苏恒隆	农药原药及中间体
		连云港市金园农化	除草剂、杀菌剂、农药中间体
闰土股份	5月8日	江苏远征	化工中间体
		江苏明盛	H酸和对位酯中间体
		江苏和利瑞	染料及中间体
吉华集团	5月14日	江苏吉华	染料及中间体、硫酸

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：染料及中间体价格走势



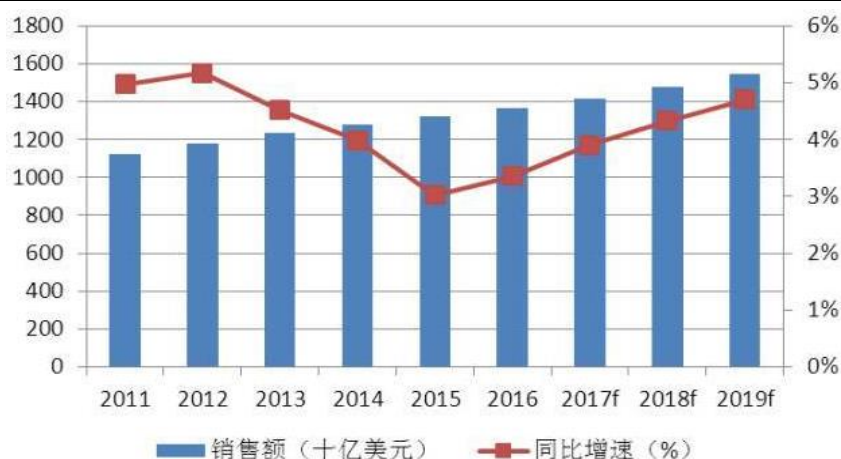
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

## 2.2. 下游印染纺织行业显著回暖，染料需求有望持续增长

### 2.2.1. 终端纺织服装行业复苏，出口内需均有改善

纺织服装是染料最大的终端需求领域，占染料需求总量的90%以上，所以纺织服装市场景气度直接影响到染料需求。自2016年下半年起，全球经济弱复苏，大宗商品价格触底回升，带动全球纺织服装行业回暖。根据IHS数据，2016年全球纺织服装行业实际销售额为13,637.95亿美元，同比增长3.35%，在过去连续三年下降后再次恢复增长。

图 12：全球纺织服装产品实际销售额及同比增速



数据来源：IHS，全球纺织网，东吴证券研究所

全球纺织服装需求复苏明显带动了出口的回暖。根据海关总署的统计数据，2017年全年我国纺织品服装累计出口18096.1亿元，同比增长4.3%，其中纺织品出口7441.5亿元，同比增长7.4%，服装出口10654.6亿元，同比增长2.3%。此外，自今年4月以来，在强势美元背景下，人民币持续走弱，进一步提振了纺织品服装的出口。

图 13：我国纺织品服装出口额变动（单位：亿美元）

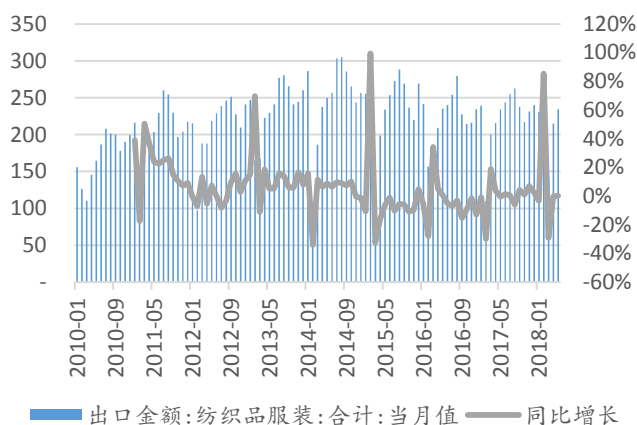


图 14：美元兑人民币汇中间价走势



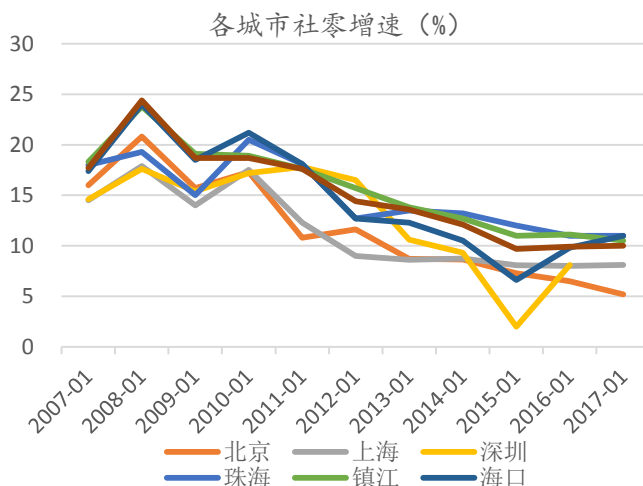
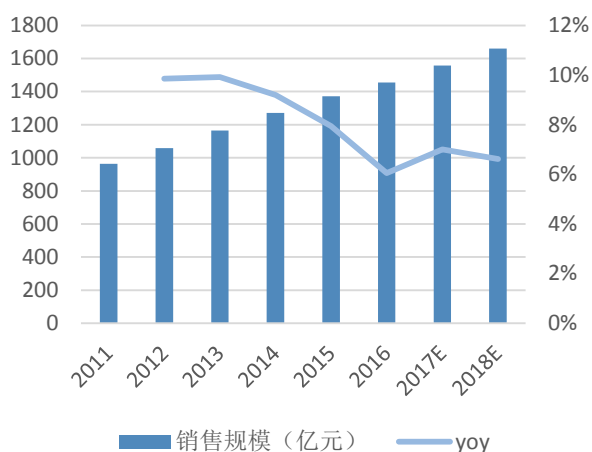
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

从内需角度来看，人口红利和消费结构调整为国内纺织服装需求提供复苏基础。一方面，二胎政策带动了母婴童装需求的持续增长；另一方面，在棚改货币化和房价上涨带来的地产财富效应驱动下，三四线城市人均可支配收入显著提高，使得消费升级向三四线城市下沉，纺织服装的整体需求进一步扩容。

图 15：我国童装市场规模及增速（单位：亿元）

图 16：三线城市社零增速赶超一线城市

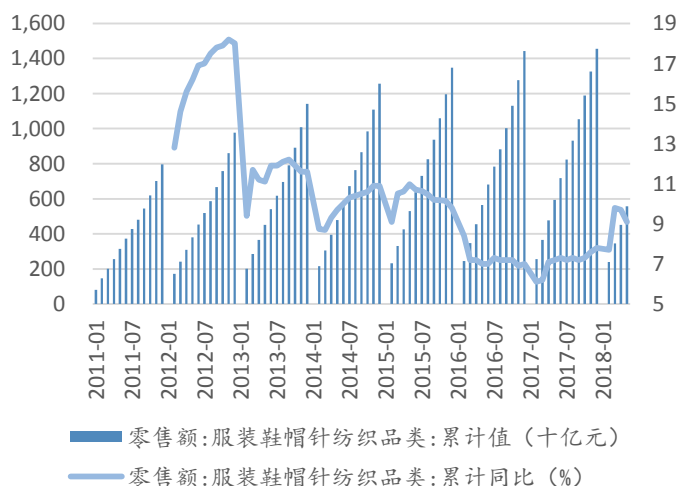


数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：服装鞋帽针纺织类零售额变动

图 18：纱、布产量平稳增长



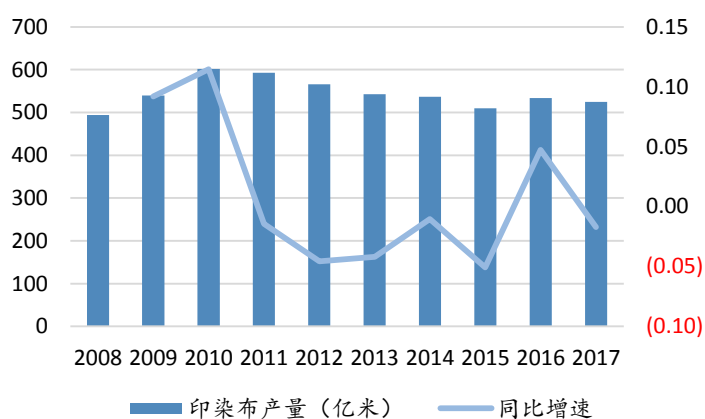
数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.2. 下游印染产能出清接近尾声，行业复苏有效拉动染料需求

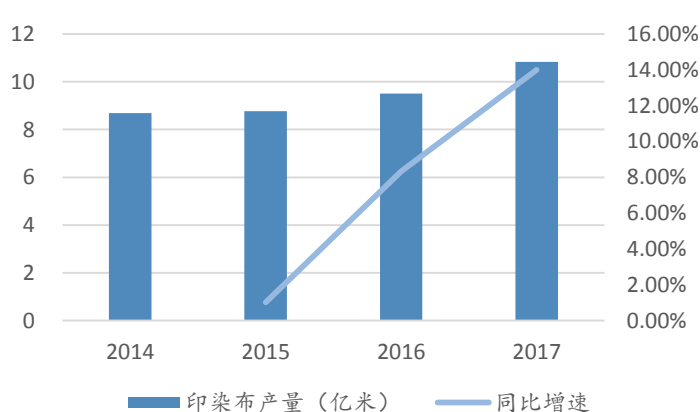
印染行业直接对应染料下游需求。一直以来，整个印染行业存在准入门槛低，竞争格局分散等问题。作为典型的高污染高排放且严重过剩的产业，从 2012 年起印染行业迎来了供给侧改革，落后产能逐步淘汰，导致整体行业呈现连续 4 年负增长。直至 2016 年底，随着落后产能逐渐出清，行业集中度提升，龙头企业设施升级，同时叠加下游纺织服装行业复苏，行业增速开始由负转正。2016 年，我国印染布产量 533.70 亿米，同比增长 4.74%，为 5 年来首次正增长，虽然到了 2017 年，印染布产量 524.59 亿米，同比下降 1.71%，回落至负增长态势，但从长期发展的角度而言，经过 6 年的调整，印染行业的产能出清已接近尾声，未来行业复苏将有望直接拉动上游染料的需求。

图 19：规模以上印染企业印染布产量变动



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 20：印染龙头航民股份产量显著提高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 复盘十三年大周期，供给收缩是历次行情主因

以 2005 年（剔除公司上市后作为次新股的影响）为起点，复盘染料价格及公司股价走势可以发现：13 年来染料出现了 3 次大的行情，分别对应 2007-2009，2013-2015 和 2017 至今。

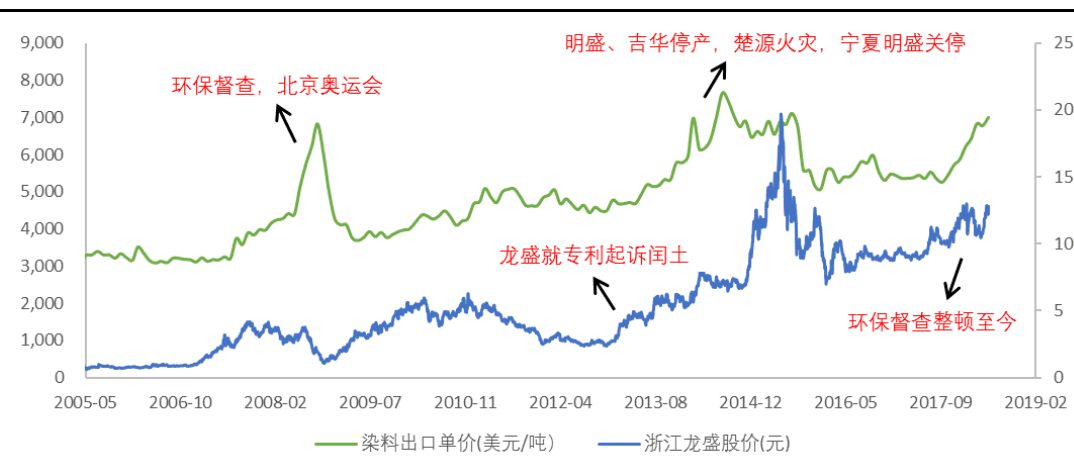
**2007-2009 阶段：**2007 年国家力推节能减排，同时下半年第四批中央环保督察涉及到浙江这一染料生产大省，一批小企业因此退出，导致供给端收缩明显，分散染料的产能减少了 30%，染料价格持续上涨，到 2008 年上半年，受北京奥运会的影响，以北京染料厂为首的化工企业相继实施停产搬迁，供应紧张的预期越来越大，染料价格暴涨至 5 万元/吨以上，相关企业的盈利也在 2008 年中达到顶峰，但奥运期间并未再出现大规模关停现象，同时金融危机的影响蔓延至国内，出口受挫，染料的涨价逻辑随之破灭。

**2013-2015 阶段：**2012 年底公司开始就专利事宜起诉闰土股份，虽然之后二者达成和解，但在这个过程中，公司借势打压了一批小企业，竞争格局得到进一步优化，公司在行业中的话语权也得到了提高。同年主要中间体生产商江苏明盛、浙江吉华均因环保整治临时停产，国内最大的 H 酸供应企业湖北楚源发生火灾，供给短时间内受限严重，染料价格一路上涨接近翻倍。2014 年，震惊全国的腾格里沙漠污染事件被媒体曝光，国

内最大还原物生产商宁夏明盛被责令永久性关闭老厂区，这也再次加剧了染料价格的上涨，直到 2015 年下半年行业内企业开始增加还原物产能，供需关系趋于缓和，上述问题才得到缓解。

**2017 至今：**2017 年 8 月随着中央环保督察组进驻浙江，许多染料及中间体企业在再度引发关注，随后 12 月份连云港爆炸事件更是加剧了行业落后产能的退出。18 年 4 月连云港灌河县化工企业偷排问题被央视曝光，灌云、灌南、响水、滨海四个化工园区被勒令停产整改，同时叠加生态环境部启动“清废行动 2018”的影响，亚邦、吉华、闰土等行业巨头相继宣布子公司停产，供给端持续收紧的局面在环保高压态势下延续至今。

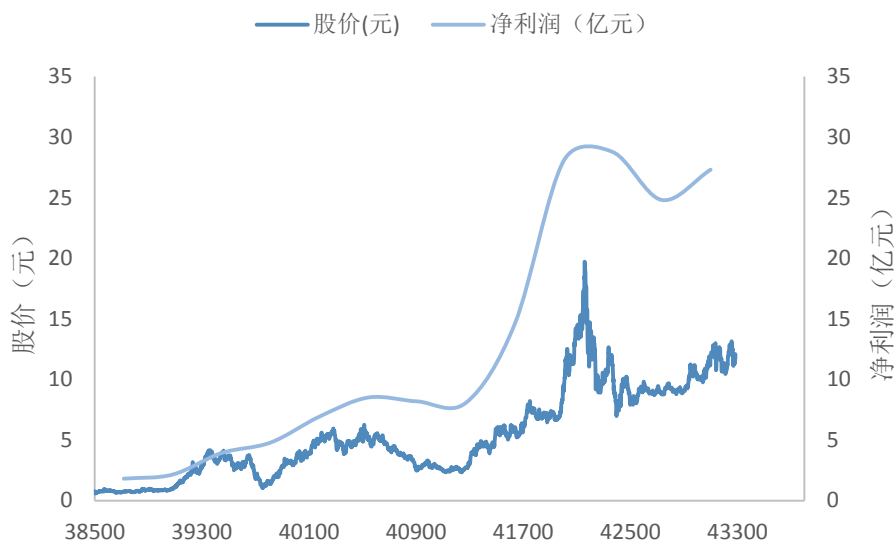
图 21：染料价格及公司股价走势复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

通过复盘十三年大周期，我们可以得到以下几个结论。首先，染料行业的每次大行情更多是由供给端的突然收缩引起的，供需在一定时间内出现错配，导致产品价格上涨，企业盈利得以改善，后续随着行业内新产能的增加或旧产能的复产，供需矛盾得到缓解，阶段性行情告一段落，此周期大概对应 2-3 年；再者，尽管十多年间行业内风波不断，但受益于竞争格局的优化和行业集中度的提升，公司的盈利能力和估值中枢是处于上升通道的；最后，与前两个阶段不同的是，此次环保督查整顿的涉及面更广、力度更强，相比于之前集中精力肃清散乱污的小产能，本轮整顿治理更倾向于以园区为抓手对整个行业进行针对性的专项督查，已涉及企业不乏亚邦、吉华、闰土等行业巨头，国家整顿染料产业、立志搞好环保的决心可见一斑，由此判断此次环保督查或将成为常态，带给行业的影响也将持续较长的时间。

图 22：公司股价及净利润走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 一体化布局继续深入，中间体业务进入快行道

中间体目前是公司仅次于染料的第二大利润来源，2017 年中间体板块业务的毛利率达到 46.26%，为公司贡献毛利 10.36 亿元，毛利占比也从 2013 年的 12.87% 上升至 2017 年的 18.64%，由此可见中间体业务是公司日益发展壮大的板块，未来或将与染料板块并驾齐驱，成为拉动公司利润持续增长的双引擎。

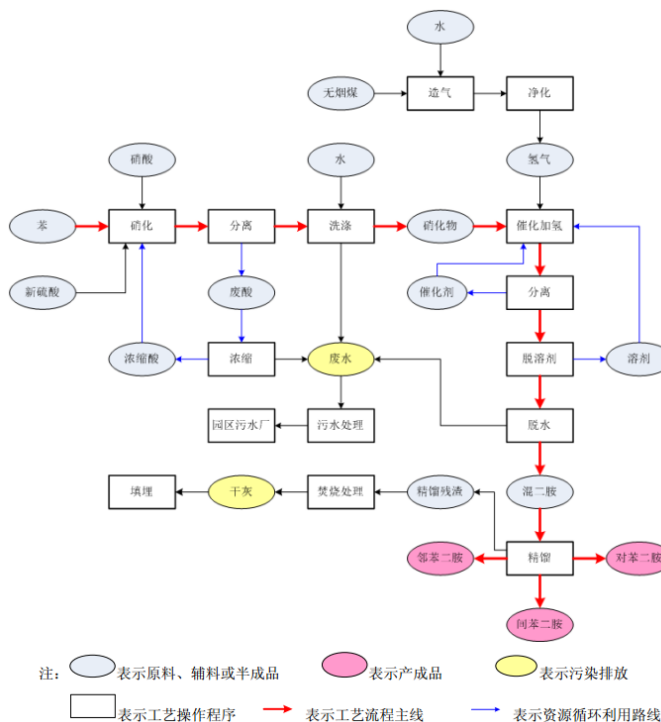
作为关键的染料产品原料，以 H 酸、对位酯为代表的中间体近年来出现了价格上的大幅波动，公司一方面通过延长采购周期对冲价格上涨，达到控制成本的目的，一方面通过加大配套中间体的产能建设，以保证原料供应的稳定性。经过多年积累和创新，公司已由单一染料产品向中间体及其他特殊化学品延伸，在浙江上虞生产基地构建了“染料-中间体-硫酸-减水剂”的循环经济一体化产业园，形成规模协同效应，进一步提高了在染料产业链上的综合竞争力。

#### 3.1. 产能退出导致供给受限，价格上涨打开盈利空间

公司现有 6.5 万吨/年间苯二胺、3 万吨/年间苯二酚、1 万吨/年对苯二胺和邻苯二胺产能。其中，间苯二胺不仅可以用于间苯二酚和染料的合成，还广泛应用于芳纶、涂料、医药等的制备。公司采用先进的连续硝化、连续加氢还原和高效精馏技术生产间苯二胺，同时联产邻苯二胺、对苯二胺，可有效减少污染排放，同时将间苯二胺、还原物和间苯二酚生产一体化，三者硫酸阶梯使用，减少酸用量的基础上也可实现循环经济。



图 23: 公司的间苯二胺生产工艺



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

国内间苯二胺的主要生产商包括浙江龙盛、江苏天嘉宜和四川北方红光特化。根据七彩云电商的统计, 受到苏北园区整顿或开工不顺的影响, 天嘉宜和红光目前均处在停产状态, 这也导致了间苯二胺的均价从一季度的 2.8 万元/吨大涨至第二季度的 4 万元/吨。短期内供需关系的失衡和库存消耗的见底, 或将刺激中间体价格进一步上扬。

国内间苯二酚的产能也比较集中, 主要供应商包括浙江龙盛、北方红光及日本的住友化学。同样受红光停产的影响, 间苯二酚的均价从一季度的 8 万元/吨上涨到第二季度的 11 万元/吨, 在供给收紧环保趋严的背景下, 预计间苯二酚价格还有上涨的空间。

图 24: 间苯二酚价格走势



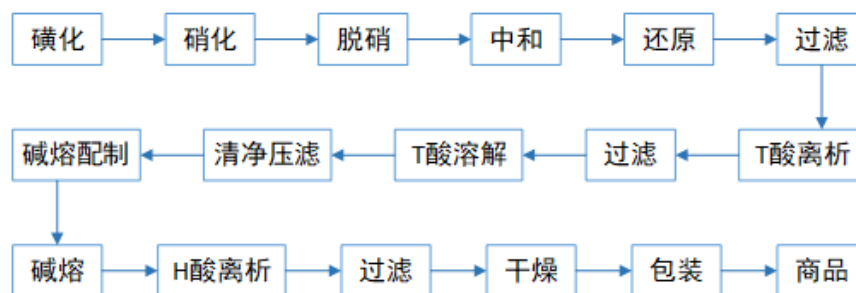
数据来源：Wind，东吴证券研究所

值得一提的是，2013 年开始，国家商务部对原产于日本和美国的进口间苯二酚实施为期 5 年的反倾销措施，已于 2018 年 3 月 22 日到期。但到期后，经复审确定终止征收反倾销税有可能导致倾销和损害继续或再度发生的，反倾销税的征收期限可以适当延长，考虑到中美贸易战的持续性影响，我们认为未来可能会对进口间苯二酚继续征收反倾销税。

### 3.2. 新增活性染料中间体产能正在建设，一体化配套日趋完善

H 酸（1-氨基-8-萘酚-3, 6-二磺酸）和对位酯（4-硫酸乙酯砒基苯胺）是合成活性染料的关键中间体，占其成本的 50% 以上。由于涉及的有机反应环节多、产生的污染物成分复杂，所以中间体的生产同样有合成路线和环保方面的门槛。以 H 酸为例，原料需要经过有机反应和物化过程的分离才能得到产品，其中单纯反应就包括磺化、硝化、脱硝、中和、还原等，而且在这个过程中伴有大量废水、废气的产生。

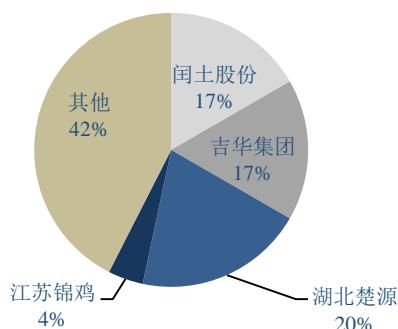
图 25：H 酸生产工艺流程



数据来源：吉华集团招股说明书，东吴证券研究所

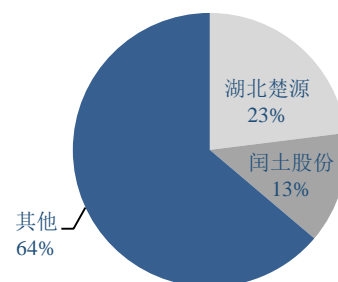
根据智研咨询的统计数据，H 酸和对位酯的产能比较集中，主要分布在江苏和湖北两省，涉及到的企业包括闰土股份、吉华集团和湖北楚源，这几家企业的产能合计分别占到全国 H 酸和对位酯 54%、36% 的产能。

图 26：国内 H 酸产能分布



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 27：国内对位酯产能分布

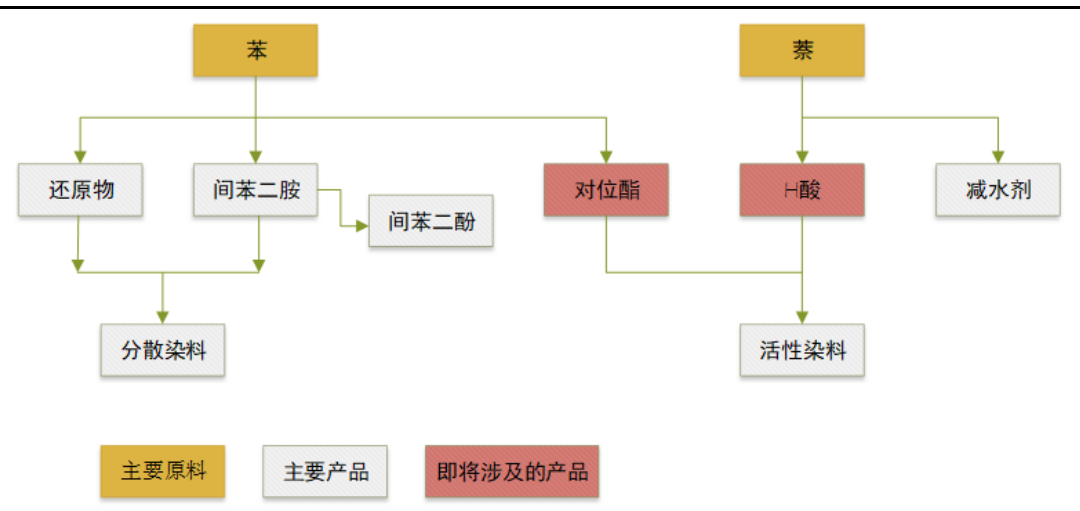


数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

受苏北环保事件的影响，闰土股份和吉华集团目前均处于停产自检的状态，湖北楚源也因保护长江流域的环保督查行动而停产整顿，这也使得国内 H 酸和对位酯中间体的供应出现紧张局面，我国由出口国变进口国。而全球另一大中间体生产国印度由于原料短产能受限，2/3 的产量被本国消耗，可供出口的中间体产量有限，供应的短缺导致从印度市场进口的中间体价格也水涨船高。根据七彩云电商的数据，2018 年二季度 H 酸和对位酯的价格经历几次大幅调价，H 酸从年初的 3.3 万元/吨涨到 5 月 26 日的 8 万元/吨；对位酯从年初的 2.7 万元/吨涨到 6 月初的 6 万元/吨，涨幅分别高达 142% 和 122%。我们判断，由供给端收缩引发的中间体涨价短期内或将持续，直至苏北地区厂家复产，从而支撑活性染料的价格维持在高位。

公司现有活性染料产能 6 万吨/年，但一直以来公司用于和成活性染料的中间体 H 酸和对位酯是依靠对外采购的，2017 年公司 H 酸和对位酯的外采量分别为 5709 吨和 11736 吨，目前公司正在建设的 2 万吨/年 H 酸和 2 万吨/年对位酯项目进展顺利，预计有 1 万吨 H 酸产能将于今年年底投产，1 万吨对位酯产能于 2019 年投产。届时公司的活性染料中间体将实现高度自给，从而进一步降低成本，同时抵御中间体价格大幅波动带来的影响。

图 28：公司主要产品及原料

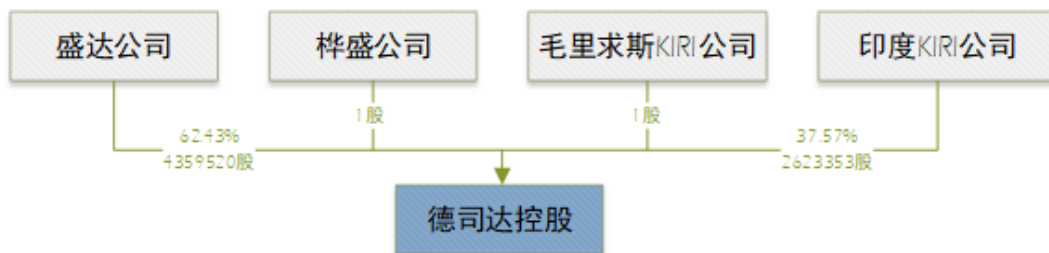


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 全球布局控股德司达，差异化协同发展有望提速

2010 年，浙江龙盛全资子公司出资 2200 万欧元认购了新加坡 KIRI 定向发行的可转债，用于收购德国德司达，2012 年又通过债转股控股德司达，合计持有其 62.43% 的股权。

图 29：德司达控股的股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

德司达集团是染料领域优质标的，全球高端染料龙头。公司成立于 1995 年，由拜耳、赫斯特、巴斯夫等公司染料部所合并成立，2008 年因遭遇全球金融危机，其控股公司资金链断裂，被迫申请破产，之后被印度 KIRI 成立特殊目的公司新加坡 KIRI 逐步收购。德司达在 13 个国家拥有 21 家生产工厂，其销售网络遍布全球 50 个国家，服务于 7000 多家客户，其高端客户群包括知名国家品牌 Nike、Adidas、sWal-Mart、Levis 等，并是 Nike、Adidas 等客户的直接原料采购商。

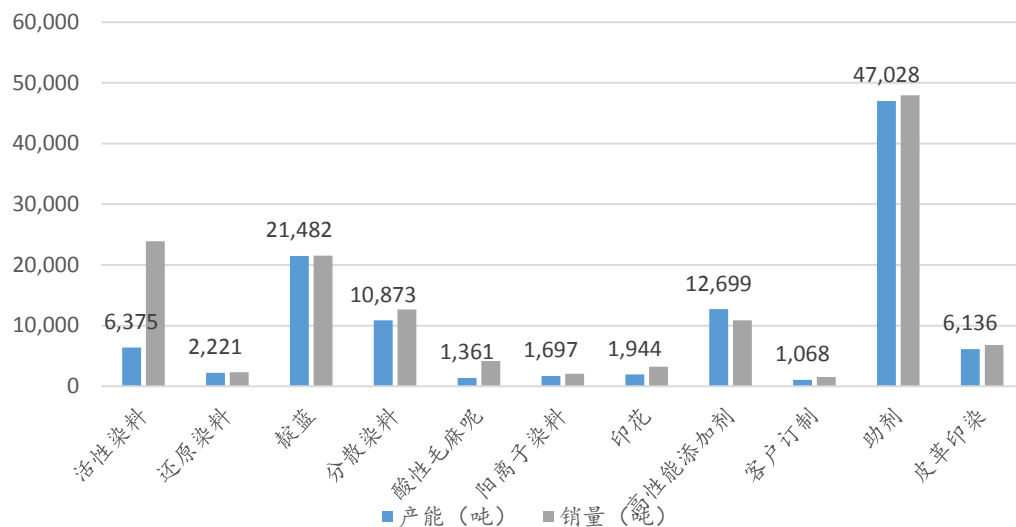
图 30：德司达全球销售网络



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

控股德司达之前，龙盛是全球最大的分散染料生产和出口基地，拥有分散染料产能 12 万吨和活性染料产能 7 万吨，但产品主要定位中低端市场。而德司达在全球染料和助剂领域的规模、技术和产品完整性处于领先地位。控股德司达后，龙盛借助其雄厚的研发实力和完善的国际销售渠道丰富产品结构、拓展高端市场并提高国际市场竞争力，进一步巩固其全球龙头地位。

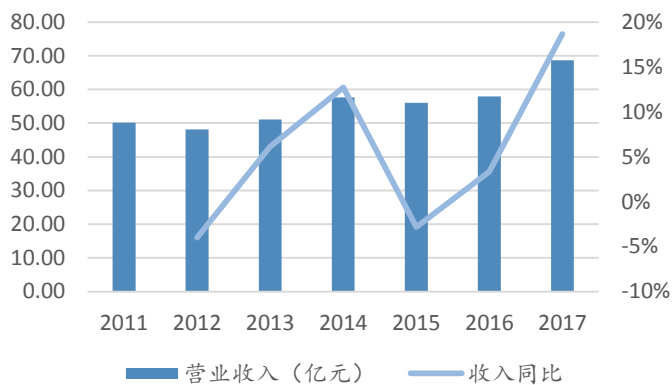
图 31：德司达 2011 年主要产品产销量情况（单位：吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

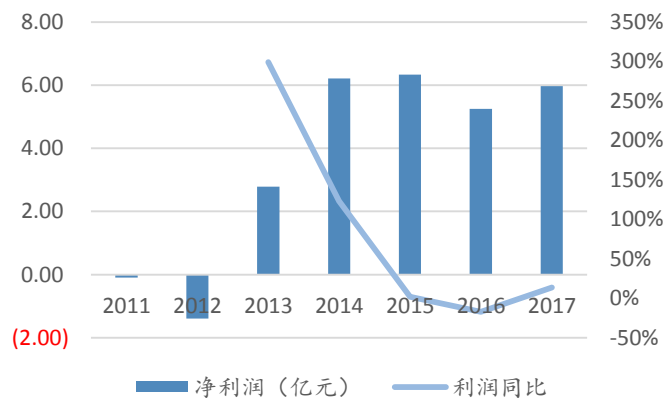
此外，实现控股后，龙盛还对德司达管理、生产等进行了一系列整合和优化，将其生产基地从欧洲转移向中国，降低了生产人力成本，提高了管理效率，公司整体运营效率大幅改善。本次收购实现了生产、市场和技术的协同，对浙江龙盛整体盈利能力和龙头地位起到了积极作用。

图 32：德司达营业收入变动



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 33：德司达净利润变动



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 房地产和股权投资业务助力公司多元化发展

自从公司 2003 年上市至今，公司的主营业务染料和中间体一直处于产能扩张、清洁化生产升级、产业链延伸和全球化布局的过程，除此之外，公司还涉足房地产、股权投资等领域，以期通过多元化经营对冲染料业务的周期波动，从而实现更加稳健和均衡的发展。

## 5.1. 定位上海开展房地产业务，带动公司业绩快速增长

公司自 2010 年开展房地产业务，主要以土地一二级联动形式从事上海旧房改造建设，运用畅通的融资渠道和低融资成本，明确深扎上海一线城市。目前公司重点聚焦上海的华兴新城项目、大统基地项目和黄山路项目等旧区改造工作。

表 4：浙江龙盛房地产业务在开发项目

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资(亿元)
上虞高铁新城 J3 地块项目	尚未决定开发方案及开发方式		
上海市静安区黄山路地块 271、275 街坊就近安置动迁配套商品房项目	2015.12	2020.9	27
上海市静安区大统基地旧区改造项目	-	2020.12	55
上海市华兴新城项目	-	2023	250

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

华兴新城项目居民和企业动迁率已达到 98%，为拆平交地创造了有利的条件；大统基地项目设计方案正在完善中，今年开工可期；黄山路项目工程进度和质量安全管理两手抓，已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，工程通过国家住建部工程质量安全专项检查，并取得“2017 年上海市文明工地”称号。

表 5：浙江龙盛房地产业务已开发完成项目

项目名称	开工时间	竣工时间	总投资(亿元)
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	10.11
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	9.46

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 5.2. 股权投资业务发展顺利，为公司带来丰厚投资收益

公司成立专门的投资团队对发展前景好的未上市公司进行股权投资，以获取上市后收益。集团成功投资了国瓷材料、依顿电子、宁德时代等公司，并相继上市。

表 6：公司主要投资标的及收益率

投资标的	上市时间	投资金额/亿元	投资增值/亿元	投资收益率
国瓷材料	2012	0.19	5.54	2980.90%
依顿电子	2014	0.22	1.15	527.34%
锦州银行	2015	2.00	3.90	195.00%
药明康德	2018	0.22	1.18	538.85%
药明生物				
宁德时代	2018	0.16	0.59	369.91%
哔哩哔哩	2018	1.41	2.16	153.23%

数据来源：公司公告，公司债券评级报告，东吴证券研究所

目前集团股权投资业务发展顺利，2017 年公司实现营业利润 34.06 亿，其中投资收益 7.45 亿，占营业利润的 21.87%，投资收益同比增长了 133.05%；2018Q1 龙盛的投资收益和公允价值变动损益约占营业利润的三分之一，投资收益同比增长 459.9%。可见集团的股权投资业务占比日益提高，未来有望给公司带来丰厚的投资收益。

## 6. 盈利预测与估值

**关键假设：**2018-2020 年分散染料的不含税单价假设分别为 3.7 万元/吨、3.8 万元/吨、4.0 万元/吨，活性染料的不含税单价假设分别为 3.0 万元/吨、3.3 万元/吨、3.5 万元/吨。

2018-2020 年间苯二胺的不含税单价假设分别为 3.5 万元/吨、4.0 万元/吨、4.5 万元/吨，间苯二酚的不含税单价假设分别为 8.55 万元/吨、10.0 万元/吨、12.0 万元/吨，新增的 H 酸 1 万吨产能于 2019 年投产，对位酯 1 万吨产能于 2020 年投产。

**盈利预测与估值：**我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 191.97 亿元、214.03 亿元和 239.46 亿元，净利润分别为 42.07 亿元、51.44 亿元和 63.37 亿元，EPS 分别为 1.29 元、1.58 元和 1.95 元，当前股价对应的 PE 分别为 8.8X、7.2X 和 5.9X。参考染料行业的平均行业估值水平以及行业集中度有望继续提高的趋势，同时考虑到公司所处的行业龙头地位及中间体业务带来成长性的预期，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：浙江龙盛盈利预测拆分（单位：百万元）

		2017	2018E	2019E	2020E
染料	营业收入	9139.97	11125.21	11685.00	12275.00
	毛利	3556.08	5047.71	5497.50	5955.00
助剂	营业收入	1072.37	1201.05	1345.18	1506.60
	毛利	345.32	401.29	465.44	538.89
中间体	营业收入	2239.96	3884.10	4540.00	5332.50
	毛利	1036.17	2574.23	3200.13	3962.63
减水剂	营业收入	394.78	400.00	400.00	400.00
	毛利	112.30	120.00	120.00	120.00
无机产品	营业收入	966.83	1111.86	1278.64	1470.43
	毛利	157.07	221.12	298.83	392.64
房地产业务	营业收入	128.20	328.20	500.00	800.00
	毛利	94.61	278.20	400.00	650.00
其他	营业收入	1158.79	1146.58	1653.91	2161.60
	毛利	256.18	293.56	699.30	1105.35

数据来源：wind，东吴证券研究所整理

表 8：可比公司估值表

公司	总市值	收盘价	EPS			P/E			P/B
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
浙江龙盛	371.21	11.41	0.76	1.29	1.58	15.01	8.82	7.22	2.06
闰土股份	129.55	11.26	1.22	1.24	1.41	16.15	9.07	7.96	1.85
传化智联	381.16	11.7	0.14	0.25	0.34	112.29	46.28	34.51	3.33
亚邦股份	61.34	10.65	0.87	1.31	1.49	19.08	8.16	7.16	1.67
吉华集团	74.45	14.89	0.88	1.56	2.20	25.96	9.54	6.77	1.87

资料来源：Wind 资讯（除浙江龙盛外为 wind 一致预期），东吴证券研究所

## 7. 风险提示

### 7.1. 染料价格大幅波动

公司业绩改善主要是由于环保督查使得很多染料企业停产整顿，供给严重收缩导致染料价格大幅上涨，如果相关产业园区复产，或存在价格上涨不能持续的可能。

### 7.2. 新产能及房地产项目不及预期

公司新建设的中间体产能尚有不不确定性，存在不能如期投产的可能；同时房地产项目也存在进度不达预期的风险。

### 7.3. 股份减持带来的潜在风险

公司披露了相关董事和股东减持的公告，存在对二级市场股价产生不利影响的可能。





## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

