

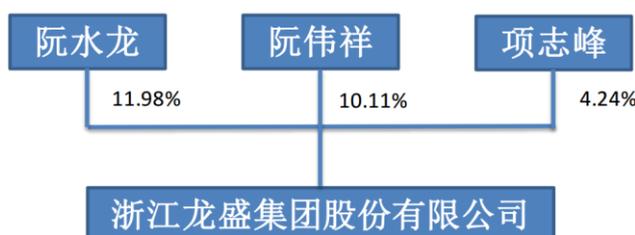
## 浙江龙盛研究报告

报告时间 :2017.08.01	勿为兄	首次覆盖	评级 :持有	期限 :中长线
------------------	-----	------	--------	---------

### 公司简介

浙江龙盛集团股份有限公司（以下简称“浙江龙盛”）是国内染料行业龙头企业，是国内优秀民营企业，多次被评为全国民营企业 500 强、浙江省民营企业 50 强。阮氏家族是其实际控制人（阮水龙与阮伟祥是父子关系，阮水龙与项志峰是翁婿关系，三人为一致行动人）。

### 浙江龙盛与实际控制人关系



浙江龙盛成立于 1970 年，目前已成为化工、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。2010 年，龙盛通过启动债转股控股德司达全球公司，开始掌控染料行业的话语权。在全球的主要染料市场，浙江龙盛拥有超过 30 个销售实体，服务于 7,000 家客户，约占全球近 21% 的市场份额，在所有的关键市场都有着销售和技术的支持，在 50 个国家设有代理机构，拥有在 12 个国家的 18 家工厂，龙盛世界客户群包括知名国际品牌如 NIKE、ADIDAS、SWAL-MART、LEVIS 等。

公司的主要染料产品的市场份额均居于同行业前列。近年来，公司围绕染料产业链，延伸发展了染料中间体、减水剂及无机化工业务。目前，公司已由单一染料业务发展为集染料、染料中间体、减水剂、无机化工、汽车配件、房地产和金融投资等多元化业务的综合性集团企业。

### 经营分析

浙江龙盛是我国最大的染料生产企业，公司通过收购德司达完成了染料业务的全球布局。由于染料市场容量有限，增长缓慢，近年来公司加快了多元化发展

的步伐，房地产业务、投资业务逐渐成为公司新的利润来源。

### 1. 染料业务：不断丰富产品，打造产业链优势

公司染料业务 2017 年产销势头良好。公司今年 1 季度染料产量约 5.5 万吨，销量达到 7.9 万吨，染料库存量大幅下降。目前染料价格基本与去年同期持平，活性染料价格较去年同期小幅上涨。为应对激烈的市场竞争，公司采取了以下三大发展策略：

**染料业务发展策略之一：不断丰富产品。**公司目前拥有染料产能 30 万吨，主要包括分散染料、活性染料等。近年来公司不断丰富产品种类，蒽醌染料、酸性染料、萘系染料产能将逐渐释放。公司蒽醌类染料“60 号蓝”已于 2016 年建成投产，“60 号红”今年 3 月份已试车成功，另外活性艳蓝以及配套中间体项目将在未来两年内逐步投产。

**染料业务发展策略之二：做大做强中间体业务，提升产业链优势。**公司建成间苯二胺、间苯二酚和还原物为代表的中间体产能约 10 万吨。公司的间苯二胺、间苯二酚产量均为国内第一，有力的支撑了公司染料业务的发展。另外，公司仍在大力发展 H 酸业务。公司曾计划在通辽建设 H 酸产能，但由于当地产业政策变化，通辽项目已经终止。公司已经决定在上虞建设 H 酸项目，该项目已经取得环评批复。公司将采用连续化生产自动控制，运用成熟的加氢工艺，配套园区内的环保处理。预计公司 H 酸项目的技术和环保水平在国内将处于领先地位。一旦 H 酸项目建成投产，公司染料业务的产业链优势将更加明显。

公司主要产品季度均价走势



**染料业务发展策略之三：加强服务能力，应对行业新趋势。**下游纺织服装行业对染料的需求越来越多样化，对于染料企业而言不再是简单的销售产品，还需要给下游客户提供售后服务、解决方案。公司依托子公司德司达的品牌、技术和渠道优势，不断加强对客户的服务能力，以及对客户需求的快速反应能力。2016

年公司服务业务的营收为 1.47 亿元，毛利率为 68%。预计未来服务业务将保持 20%的增速，弥补染料整体需求增速较慢的不足。

总体而言，公司通过多种途径应对染料行业增长缓慢的现状，并且进一步巩固行业龙头地位以获取稳定的利润来源。

## 2. 房地产业务：

公司房地产业务以城市旧城改造为突破口，立足上海展开业务。由于部分旧城改造无需招拍挂程序，且政府会给予开发商较多的优惠政策，因此开发商可以较低的成本拿到项目。旧城改造项目地理位置通常较好，开发商在开发过程中风险较小，盈利前景稳定。浙江龙盛在上海市中心的静安区（原闸北区）已经有几个成功的旧城改造项目，因此公司将房地产业务的重心放在上海的中心城区，当前公司重点推进的地产项目“华兴新城项目”、“大统地块项目”均位于静安区。

公司大统路项目以 PPP 模式进行运作，总投资约 45 亿元。项目建成后包括住宅、商业在内的总建筑面积约 9.4 万平米。

### 公司主要地产项目情况

项目名称	总投资（亿元）	可售面积（万平米）
龙盛蓝郡项目	10	12.7
上海龙盛国际商业广场项目	16	2.2
大统路地块项目	45	9.4
华兴新城旧区改造项目	250	51.9

华兴新城项目预计总投资约 250 亿元。该项目资金来源将主要为银团贷款，贷款额度不超过 200 亿元，其余为自筹。项目收益方面，项目中 1 幢限高 320 米的商办楼、地上商业和地下一层商业，公司将采用出售或出租的方式择优运营，若出租，经测算预计每年产生的租金收入约 10 亿元，每年贡献净利润约 3.7 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 244 亿元，可贡献净利润约 39.1 亿元。

公司拟向管理层增发股票募集资金 19.6 亿元，投入到华兴新城项目中。根据公司规划，华兴新城项目将于 2018 年 2 季度开工建设，建设期为 6 年。公司房地产业务所涉及项目的地理位置优越，项目成本可控，未来将给公司带来稳定的利润来源。

公司在开发房地产项目的同时也持有部分投资性房地产，持有物业将给公司带来租金收入以及资产增值的收益。截至 2016 年底，公司持有投资性房地产账面价值约 26.6 亿元，其中主要为位于上海地区的物业，资产质量较好。公司自 2016 年 1 月 1 日起将投资性房地产的后续计量模式变更为公允价值模式，对 2016 年度产生归属于母公司的净利润影响数为 4.9 亿元。

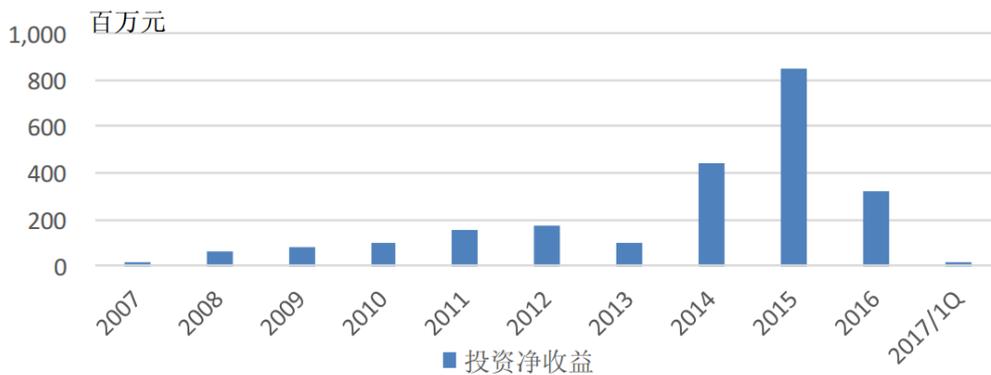
### 3. 投资业务：

由于染料业务整体市场容量有限，公司多年前就开始利用富余资金对外投资。过去几年公司取得了良好的投资业绩，其中公司投资的**国瓷材料**、**滨化股份**等成功实现了 IPO，给公司带来了丰厚的投资回报。近年来公司加大了对新兴行业的投资力度。去年公司出资 10 亿元，入股上海乐进投资合伙企业，占 25% 份额。上海乐进主要投向代表中国未来成长方向的新兴行业，目前已经投资了“滴滴打车”、“哔哩哔哩”、CATL、药名康德等公司，部分项目预期将取得较高投资回报。

在加大对外投资的同时，公司也适时退出，兑现投资收益。今年 1 月公司宣布出售锦州银行股权，**预计获得税前收益 3.9 亿元**。公司于 2009 年出资 2 亿元认购锦州银行 1 亿股，占锦州银行总股本的 1.47%。2017 年 1 月，公司公告称将所持有的 1 亿股锦州银行股票转让给中企发展投资有限公司，转让价格为 5.9 亿元。该项交易预计将在 2017 年底之前完成，公司可获得 3.9 亿元税前收益，利好公司 2017 年的业绩。

从历史投资业绩看，**公司投资业务稳健且获利丰厚**。通过对外投资，有助于公司布局新兴产业，享受新兴行业快速成长的红利，摆脱染料行业增速较慢的掣肘；另一方面，通过对外投资，公司不但可以获得财务回报，也可促进公司获得新的发展机会，例如通过完成对美国 Emerald 业务的投资，公司进入食品添加剂市场。

#### 公司投资业务持续贡献净收益



### 财务分析

浙江龙盛多元化业务稳步推进，**整体经营业绩优良**。公司 2003 年上市以来，营业收入从 11.29 亿元增长至 2015 年的 148.42 亿元，年均增长 24%；归母净利润从 1.25 亿元增长至 25.41 亿元，年均增长 29%。

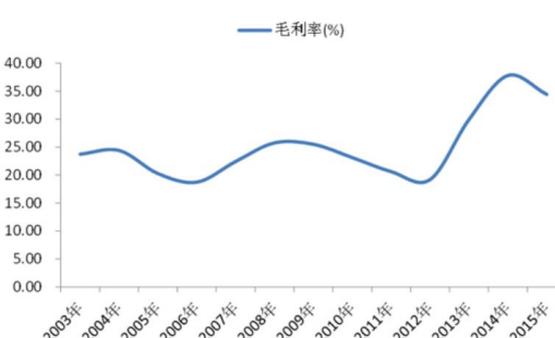
随着染料行业集中度的提高，染料行业已形成**寡头垄断局面**，染料产品价格

逐年上涨。公司染料业务的高盈利推升公司整体毛利率由 2003 年上市时的 23.75% 提升至 2015 年的 34.44%（2016 年公司营收及净利润都有所下滑）。

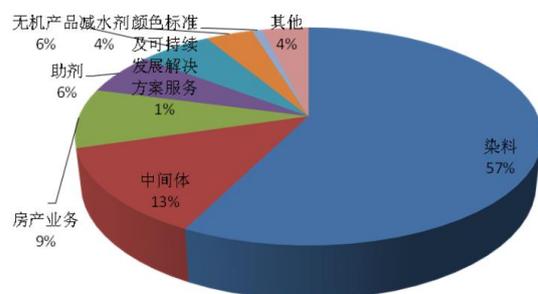
浙江龙盛上市以来收入、归母净利润情况



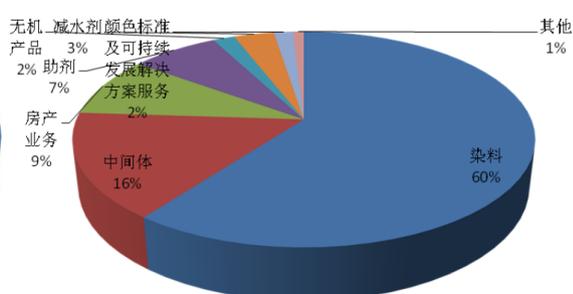
浙江龙盛上市以来毛利率情况



浙江龙盛收入结构



浙江龙盛毛利结构



2012 年，浙江龙盛成功控股全球染料巨头德司达公司。德司达在全球 50 个国家设有代理机构，拥有在 12 个国家的 18 家工厂，拥有超过 30 个销售实体服务于 7,000 家客户，约占全球近 21% 的市场份额。2015 年，德司达实现销售收入 56 亿元，实现净利润 6 亿元。浙江龙盛染料业务已实现全球化经营，公司国外收入占比已由 2003 年上市时的 22% 提升至 2016 年的 43%。

## 印染行业分析

### 染料行业集中度高，环保约束下，龙头企业受益明显

染料是指能使纤维和其他材料着色的物质，分天然和合成两大类。天然染料分植物染料，如茜素、靛蓝等和动物染料，如胭脂虫等。合成染料又称人造染料，主要从煤焦油分馏或石化初级产品加工后经化学加工而成。

根据染料性质及应用方法，我国将染料分为分散染料、活性染料、硫化染料、酸性染料等大类。我国染料生产量较大的依次是分散染料、活性染料和硫化染料。分散染料是我国所有品种染料中产量最高、出口量最多的品种。国内分散染料产能约为 58 万吨/年，占染料总产能的 43.6%。浙江龙盛、闰土股份和浙江吉华为前三大分散染料企业，三家分散染料产能约占国内分散染料总产能的 60%。活

性染料我国除分散染料外的第二大染料品种。国内活性染料产能约为 46 万吨/年，占染料总产能的 34.6%。**江苏锦鸡、浙江龙盛和华丽染料为前三大活性染料企业**，三家活性染料产能约占国内活性染料总产能的 48%。

受我国纺织服装行业的快速推动，中国已成为世界染料生产数量、贸易数量和消费数量的第一大国，国内染料产量约占世界染料总产量的 70%。目前我国生产的染料品种大约有 600 多种，涵盖各大染料类别。染料最大的应用领域是纺织印染行业，在国内其用量约占染料总产量的 90%。

由于染料生产会产生大量的废水和废气，欧美等发达国家严厉的环保政策导致其治理成本十分高昂，迫使发达国家企业逐步退出基础的染料合成业务。从上世纪 90 年代开始，世界染料的生产 and 供应中心逐渐从欧美国家向亚洲的中国和印度转移。中国纺织印染行业的快速发展，拉动了国内染料消费的增长。2010 年至 2015 年，我国染料行业产量从 75.6 万吨增长至 92.2 万吨，年均增长约 4.0%，目前约占世界总量的 70%左右。2015 年，我国染料的出口量约为 25.3 万吨，占国内染料总产量的 27%。我国每年从国外进口染料约在 3 万吨至 4 万吨，多为高档次、特色化染料，进口染料约占国内染料总产量的 4%左右。目前，**我国染料生产总体上供略大于求。**

### **浙江龙盛是国内染料最大生产企业**

浙江龙盛是国内最大的染料生产企业。2016 年，浙江龙盛的分散染料产能为 14 万吨，活性染料产能为 7 万吨，产能国内排名第一。

浙江龙盛染料业务收入从 2006 年的 16.6 亿元增长至 2015 年 84.1 亿元，年均增长 19.7%；染料业务毛利润从 3.3 亿元增长至 30.3 亿元，年均增长 27.8%；染料业务毛利率从 20.1%增长 36.1%。目前，染料业务为浙江龙盛的核心业务，盈利能力较强。**未来几年，国内染料产能几无增长，染料行业盈利情况将保持较好水平。预计公司染料业务将继续保持其国内领先地位。**

染料行业集中度较高。近几年，浙江龙盛分散染料和活性染料合计产量约为 15 万吨至 18 万吨，占国内市场份额约为 20%至 25%。**公司染料市场份额占比第一，拥有国内染料市场定价话语权。**

### **环保约束加大，染料龙头企业受益**

染料行业产品种类繁多、工艺复杂、生产步骤多，大部分原料、中间体及副产物都以废水形式排出。由于染料废水色度高、有毒有机污染物含量高、含盐量高、有许多物质不可生物降解或对生物产生明显抑制作用，染料废水治理难度较大。

染料行业对环境影响最大的是废水，据环保部发布的《料工业废水处理工程

技术规范》显示：生产 1 吨分散染料将产生 20 吨-40 吨废水，生产 1 吨活性染料将产生 10 吨-20 吨废水，生产染料中间体 H 酸将产生 14 吨-16 吨废水。染料行业污染较重，面临较大环保压力。

随着国内社会对环境保护的日渐重视，面对污染严重的染料行业，政府已着力推广染料清洁生产技术和制定行业准入标准。国家工业和信息化部已发布了《染料行业清洁生产技术推广方案》，要求普及染料行业染颜料中间体加氢还原等清洁生产制备技术，减少废水、COD 的生成。染料生产重地浙江省已制定《浙江省染料产业环境准入指导意见》，原则上不再审批新建染料企业，并要求现有染料企业的改扩建污染总量指标应自身平衡。

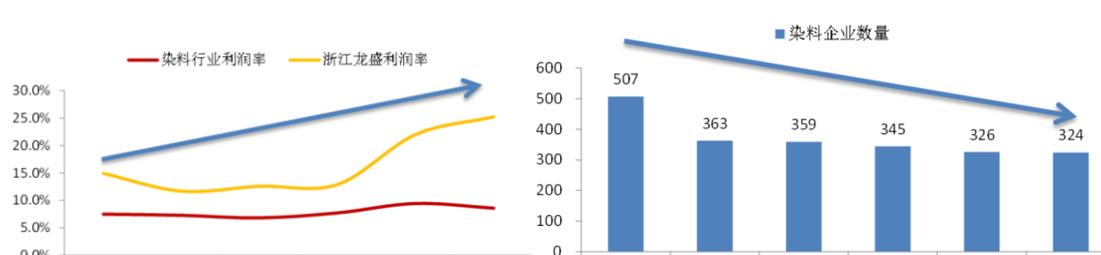
浙江省是我国乃至世界上最大的染料生产基地。“十一五”期间浙江省染料年生产量 40 多万吨，占全国总产量的 60%以上，占世界染料总产量的 30%。

面对环保压力，国内中大型染料生产企业纷纷在环保治理方面投入了大量资金。近年来，浙江龙盛累计环保投资约 5 亿元，公司在节能减排方面已有一定积累和创新。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；在中间体环节上，公司间苯二胺、还原物和间苯二酚的生产已实现一体化，三者硫酸阶梯使用，减少酸用量的同时实现循环经济；在萘系综合利用环节上，公司 1 万吨 H 酸联产 1.2 万吨萘系异构体，用作 10 万吨减水剂的原材料，解决了原有 H 酸生产过程中的重污染物问题，提高了减水剂的竞争力。

与此同时，国内小型染料生产企业由于资金（2014 年，染料行业高景气时刻，国内染料企业平均利润也仅 2500 万元左右）、技术的匮乏，只能选择退出行业竞争。全国染料生产企业数量由 2010 年的 500 多家锐减至 2015 年的 300 余家。行业生产企业减少，集中度不断提升，染料价格上行，染料行业销售利润率由 2010 年的 7.5%逐步提升至 2015 年前三季度的 8.6%；但大型染料生产企业受益明显，其盈利能力明显高于行业平均水平，浙江龙盛的销售利润率由 2010 年的 14.9%快速提升至 2015 年前三季度的 25.2%。

近年国内染料生产企业数量

近年国内染料企业利润率



### 环保趋严，活性染料中间体的价格波动中枢有望上移

在活性染料方面，H 酸和对位脂是活性染料生产的重要原材料。2016 年初

以来，因环保原因，国内最大的活性染料及中间体生产商**湖北楚源**关停，国内 H 酸和对位酯价格波动巨大。H 酸价格从年初的 2.7 万元/吨最高涨至 4.5 万元/吨，涨幅 67%；对位酯价格由年初的 1.6 万元/吨涨至最高的 4.5 万元/吨，涨幅高达 181%。活性染料原料成本大幅波动，部分小企业选择降负荷甚至短期停车来规避过高的成本风险。

活性染料上游中间体属于高污染行业，环保趋严，活性染料中间体生产将受到较大约束。2016 年 6 月，国家环保部发出“关于查处 H 酸生产企业环境问题的函”，开始对山西、内蒙古、江苏、山东、湖北和宁夏等 6 个地区的 H 酸生产企业存在的“环保设施形同虚设、批建不符、偷排生产废水和非法处置危险固废”等环境违法行为进行调查。2017 年 1 月，环保部部长陈吉宁在全国环境保护工作会议上表示，2016 年全国已有 16 省份接受了中央环保督察，2017 年剩余省份要实现中央环保督察“全覆盖”。

国内环保政策趋严，但目前仍有部分中间体企业环保整理不达标，偷排超标废水、私自填埋固废现象不时发生。未来，在环保政策趋严的情况下，活性染料上游中间体的供给会受到较大约束，中间体价格波动中枢有望上移，进而为活性染料价格提供刚性成本支撑。

## 总体评价

**整体经营稳健，业务持续扩张，ROE 维持在 10%上方**

过去十年浙江龙盛收入规模和盈利水平不断上升。公司 2016 年营业收入 123.6 亿元，是 2007 年的 3.7 倍。公司 2016 年实现净利润 20.3 亿元，是 2007 年的 5.2 倍。过去十年的发展已经使浙江龙盛成长为具备跨国运营能力的公司，公司的业务也从化学品跨越到地产、投资等领域。虽然规模扩大，业务多元，但公司保持了持续的盈利能力。2007 至 2016 年的数据显示，公司 ROE 持续稳定在 10%上方。这表明公司管理层经营稳健，盈利持续性强。

**过去十年公司净资产收益率维持在 10%上方**



## 估值及预测

浙江龙盛通过在染料行业多年的耕耘，已经确立了行业领头羊的地位。未来公司通过不断丰富产品种类、完善产业链配套以及加强客户服务能力，将不断巩固并扩大在染料和中间体业务上的竞争优势。此外，公司在房地产业务、投资业务上的稳步推进，也将使公司收入来源更加多元化。公司管理层经营稳健，以染料为核心的特殊化学品业务、房地产业务和投资业务将成为拉动公司业绩增长的三驾马车。

### 浙江龙盛历史静态市盈率



浙江龙盛从历史 P/E 的角度看，处于历史平均水平。在公司经营稳健，主业竞争格局清晰利好龙头的态势，继续看好浙江龙盛后续发展。在主业发展没有进一步走坏前，预期给予浙江龙盛 16 倍左右的 P/E 估值是合理，而在此基础上，投资浙江龙盛的中长期收益即来自于公司自身成长。另外，如果市场对于浙江龙盛业务的整体成长性更加乐观，则也有享受估值提升的可能。整体而言，浙江龙盛在现在的试点具有长期投资价值。

### 短期观点：

下半年各行业经营中，环保督查加强，制约企业经营，影响行业经营态势，这一因素的影响力度会不断显现。浙江龙盛所处的染料行业受该因素影响明显，并且主要的向好的影响。股价近期已对该因素的利好预期做出反应。看法是：随着环保影响的持续，股价刺激预期依然向好。内心不纠结，安心持股就是。