

## 浙江龙盛（600352）深度研究报告

# 全球一体化染料龙头，扩产中间体巩固壁垒

**强推**（首次）

目标价：18.30 元

当前价：13.59 元

- ❖ **内生外购并举，一体化染料稳坐全球龙头地位。**公司前身是上虞县纺织印染助剂厂，1998年更名为浙江龙盛集团股份有限公司。核心业务为染料和中间体生产，其他业务涉及地产开发等。公司拥有染料产能30万吨（分散染料14万吨，活性染料8.8万吨），国内市占率超20%，未来拟通过技术改造，将染料总产能提到35万吨/年。公司通过一体化布局控制染料上游中间体的供应，在间苯二胺和间苯二酚领域具有绝对话语权。在自有染料成本不变的情况下，染料价格景气回升带来业绩快速增长。外购方面，公司2012年收购德司达，获取7.7万吨染料、5.4万吨助剂产能和行业核心专利，拿到了进入中高端市场的门票；公司通过诉讼维权的方式保障企业的技术独占性，进一步提升行业准入壁垒。
- ❖ **染料集中度继续提升，下游纺织品需求恢复对价格形成有力支撑。**2017-2019年环保风暴和安全事故使得江苏乃至更大范围的染料产能停产甚至退出。截至2019年底，国内分散染料有效产能57万吨（CR4为67%），活性染料有效产能50万吨（CR4为59%），行业集中度进一步提高。供给收缩刺激染料价格上涨，行业景气回升，预计未来随着下游需求逐步修复，染料价格将得到有效支撑。
- ❖ **凭借强大话语权，公司持续扩大中间体产能以巩固优势。**龙盛具有核心中间体间苯二胺、间苯二酚产能分别6.5万吨和3.7万吨，占全球有效产能65%和51%，牢牢把握国内市场定价权。未来计划扩大间苯二胺和间苯二酚规模至10万吨/年和5万吨/年，继续巩固龙头地位。2019年天嘉宜爆炸退出以及四川红光频频检修导致间苯二胺供给紧张，今年7月报价已突破7万/吨。其他中间体方面，公司新建的还原物（2.7万吨/年）、H酸（2万吨/年）、间氨基苯酚（0.9万吨/年）、间酸（0.45万吨/年）和对位酯（2万吨/年）产线，预计将在2020年6月后陆续投产。中间体产品结构持续优化，一体化成本优势显著增强。
- ❖ **地产业务背靠核心地段，与主业在资金端产生协同。**公司开发了上海华兴新城项目、大统基地项目、大宁社区项目等5个地产项目，合计投资352亿元，其中大统基地于2020H2启动预售，下半年有望贡献业绩增量。就主业而言，地产业务最大的价值在于资金端协同，背后主要是地产项目财务成本资本化可以在利润表端显著降低折算综合利率。与此同时，凭借着较大的融资需求和优质的信用，公司融资成本基本处于基准利率及以下水平，综合财务成本较低。
- ❖ **投资建议：**按照我们的测算，公司2020-2022年归母净利润预计依次为46亿元、55亿元和59亿元，对应EPS依次为1.42元/股、1.68元/股和1.83元/股。公司过去10年的估值中枢靠近15倍中枢，考虑下游纺织品受疫情冲击较大，短期可按照10倍PE给予估值，2022年业绩对应18.30元/股的目标价，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**新产能投放不及预期，下游需求恢复不及预期

**主要财务指标**

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	21,365	19,980	22,044	23,128
同比增速(%)	12.0%	-6.5%	10.3%	4.9%
归母净利润(百万)	5,023	4,623	5,468	5,939
同比增速(%)	22.2%	-8.0%	18.3%	8.6%
每股盈利(元)	1.54	1.42	1.68	1.83
市盈率(倍)	8.8	9.6	8.1	7.4
市净率(倍)	1.8	1.6	1.3	1.2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2020年09月30日收盘价

**华创证券研究所**
**证券分析师：张文龙**

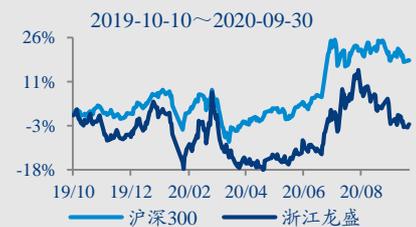
电话：010-66500983

邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com

执业编号：S0360520050003

**公司基本数据**

总股本(万股)	325,333
已上市流通股(万股)	325,333
总市值(亿元)	442.13
流通市值(亿元)	442.13
资产负债率(%)	48.6
每股净资产(元)	8.2
12个月内最高/最低价	16.5/10.9

**市场表现对比图(近12个月)**


## 投资主题

### 报告亮点

**系统性剖析染料和中间体行业的趋势与格局，明确公司一体化优势具有高壁垒特征。**在环保风暴与需求承压的双重压制下，尾部染料企业退出，使得行业集中度持续提升，截至2019年，第一、第二大染料类别分散染料国内CR4为67%，活性染料国内CR4为59%。公司在染料产业中，拥有国内分散染料25%的产能，活性染料17%的产能，均为最大；且在核心中间体层面，公司拥有全球间苯二胺有效产能的65%，间苯二酚有效产能的51%，基本形成一家独大的格局。凭借规模优势、专利保护和成本优势，公司在染料业务形成了极强的竞争壁垒。

**中间体扩产驱动业绩增长，下游需求复苏支撑公司维持高毛利率。**在公司的利润结构中，染料以海外德司达为主，国内为辅；中间体以国内为主，以鸿盛化工为主导。整体上，以2019财年为基准，染料毛利占比为51%，中间体为33%。毛利率方面中间体相对染料高出20个百分点，背后主要是因为国内市场近30%的供需缺口，按照公司的产能规划，未来3年公司的资本开支基本围绕中间体展开，新增还原物（2.7万吨/年），H酸（2万吨/年），间氨基苯酚（0.9万吨/年）、间酸（0.45万吨/年）和，对位酯（2万吨/年）等产能。与此同时，疫情冲击使得下游纺织处于周期底部，随着海外需求的复苏，纺织化纤染料产业链有望受益，助力公司维持高毛利率。

### 投资逻辑

公司在核心中间体上一家独大，凭借德司达的高端染料+国内中端染料对下游客户形成全覆盖，在下游集中度提升的趋势中，公司染料市占率有望持续提升。当下，下游纺织品已经处于周期底部，料未来疫苗投放后海外需求逐步复苏，有望使得整个纺织化纤染料产业链受益。

### 关键假设、估值与盈利预测

本报告的核心假设是间酸、H酸和对位酯产能于2020年Q4正常生产，还原物与间氨基苯酚于2021年投产。公司原有染料和中间体价格整体相对2019年平稳运行。在该假设下，公司2020-2022年归母净利润预计依次为46亿元、55亿元和59亿元。

# 目录

一、公司简介：内生外延并举，奠定全球染料龙头地位.....	6
二、染料：行业集中化程度加深，寡头定价模式保障龙头盈利能力.....	9
（一）环保加速尾部企业退出，供给格局持续优化.....	9
（二）染料总需求承压，强者恒强特征进一步强化.....	12
（三）市场趋于寡头定价，公司作为一体化企业有望脱颖而出.....	14
三、中间体：垄断关键产能构建护城河，积极扩产以强化优势.....	15
（一）中间体是染料关键原材料.....	15
（二）中间供不应求局面有望长期维持.....	16
（三）新产能投放推动公司中间体业务快速增长.....	18
四、地产业务背靠核心地段，与主业在资金端产生协同.....	19
五、盈利预测与估值.....	21
六、风险提示.....	22

# 图表目录

图表 1 浙江龙盛历史沿革.....	6
图表 2 德司达高端染料价格高于普通染料.....	6
图表 3 德司达营收情况（亿元）.....	6
图表 4 浙江龙盛股权结构.....	7
图表 5 公司产能布局.....	7
图表 6 公司营收结构.....	8
图表 7 公司毛利结构.....	8
图表 8 分业务营收占比.....	8
图表 9 分业务毛利占比.....	8
图表 10 龙盛主要子公司 2019 财年数据（单位：万元）.....	8
图表 11 染料种类.....	9
图表 12 2019 年全球染料产量占比.....	10
图表 13 国内染料进出口情况.....	10
图表 14 分散染料进出口情况.....	10
图表 15 活性染料进出口情况.....	10
图表 16 国内染料产量情况.....	11
图表 17 2019 年染料产量分布.....	11
图表 18 2019 年分散/活性染料产能分布情况（单位：万吨）.....	11
图表 19 染料产业发展相关政策.....	12
图表 20 近年来染料表观消费量情况.....	13
图表 21 规模以上印染布产量情况.....	13
图表 22 涤纶产量情况.....	13
图表 23 棉纱产量情况.....	13
图表 24 布产量情况.....	14
图表 25 历年染料价格复盘.....	14
图表 26 印染布中染料成本占比较低.....	15
图表 27 龙头企业染料业务毛利率对比.....	15
图表 28 中间体产业链.....	16
图表 29 间苯二胺全球产能.....	17
图表 30 间苯二酚全球产能.....	17
图表 31 2018 年间苯二胺下游应用.....	17
图表 32 2018 年间苯二酚下游应用.....	17
图表 33 龙盛产间苯二胺价格盘点.....	18

图表 34	国内间苯二酚价格盘点.....	18
图表 35	中间体单吨平均成本组成以及占比.....	19
图表 36	近十年中间体业务毛利，毛利率变化.....	19
图表 37	公司已竣工房地产项目（亿元）.....	19
图表 38	公司在建的房地产项目.....	20
图表 39	优质项目坐落在内环核心区块.....	20
图表 40	财务费用/有息负债折算综合利率（百万元，%）.....	21
图表 41	公司 2019 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）.....	21
图表 42	公司过去 10 年的 PE 历史走势.....	22

## 一、公司简介：内生外延并举，奠定全球染料龙头地位

公司前身是上虞县纺织印染助剂厂，主要生产纺织印染助剂，1998年更名为浙江龙盛集团股份有限公司。自1993年主营业务逐渐拓展至纺织染料，化学中间体等领域，并在1999年将分散染料产量做到世界第一。2003年作为第一家染料公司在上海证交所上市，又继续往活性染料等细分领域继续迈进。2007年公司开始走向海外投资并成功入股印度Kiri公司，在2010年联合Kiri收购了德司达公司（Dystar）——海外高端染料供应商，由巴斯夫，拜耳，赫斯特的染料部门合并而成，龙盛就此成为全球最大的染料供应商。

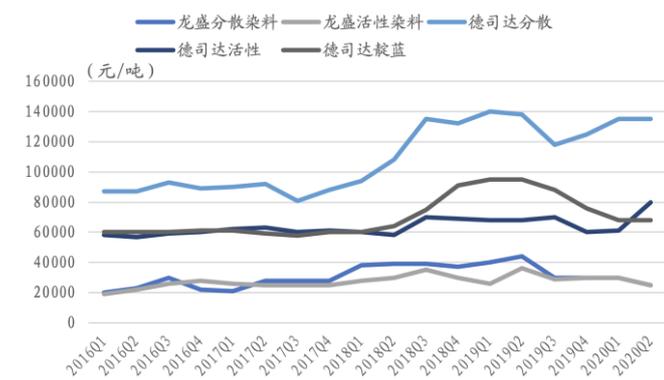
图表 1 浙江龙盛历史沿革



资料来源：公司官网，华创证券

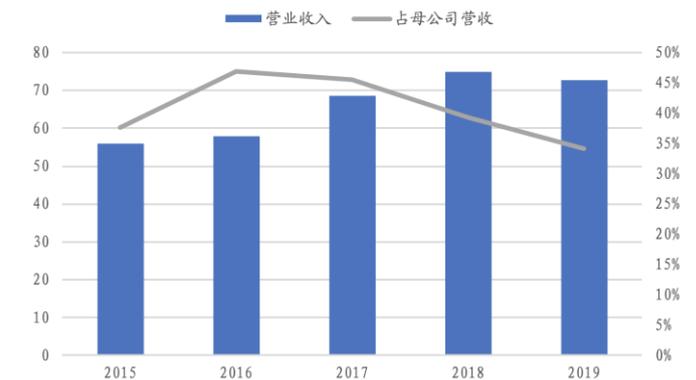
龙盛对德司达的收购于2012年完成，收购中公司获得德司达除美国业务之外的全球资产，囊括了固定资产，存货，专利，商标等，使得公司染料产能跃居全球第一。公司染料产量从2012年的15.1万吨，提升到了2013年的22.8万吨，印染助剂产量增加5.4万吨。由于德司达专注海外高端领域，积累了丰富的印染解决方案数据库，龙盛充分利用其在研发和染整服务方面的技术和经验，提升自身产品的附加值，逐步进入到中高端染料市场。借助其销售网络资源，连通Adidas、Nike、Puma、GAP、Walmart等全球知名品牌，顺利进入国际市场。收购德司达带来专利新增1800多项，涵盖核心专利ZL99104177.1，涉及对象包括分散蓝ECO、分散蓝EX-SF浆、分散蓝HSF、分散蓝EX-SF、分散黑ECT、分散黑SRN、分散黑EX-SF浆、分散黑ECO浆、分散黑ECO、分散黑EX-SF等。随后公司以专利为护城河，向国内多家染料企业挑起维权诉讼，要求被告方停止生产相关染料品种并赔偿损失。此举有效的限制竞争对手，对行业格局产生了深远影响，加速了国内染料产能的出清。

图表 2 德司达高端染料价格高于普通染料



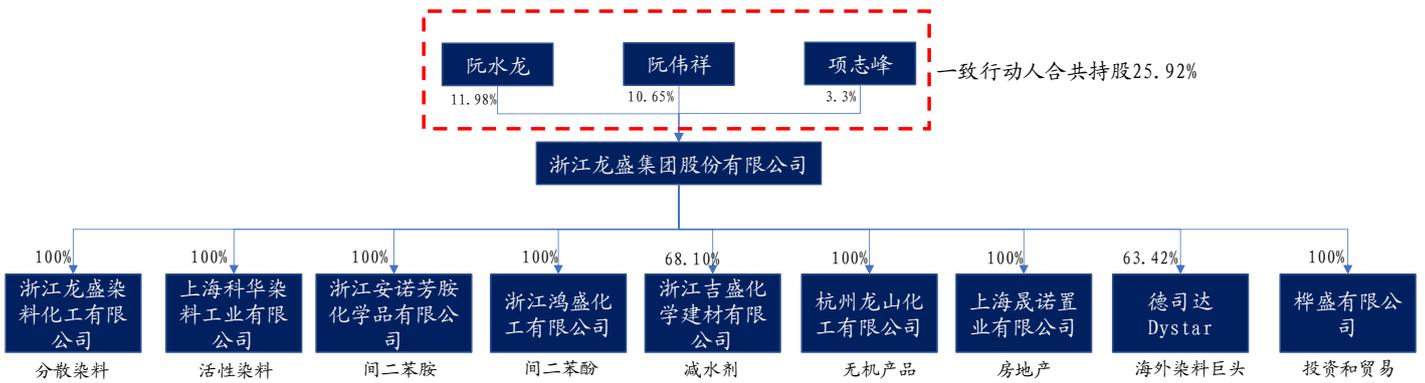
资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 德司达营收情况（亿元）



资料来源：wind，华创证券

公司股权比较分散，实际控制人阮氏家族共持股25.92%，包括创始人阮水龙（持股11.98%），其次子阮伟祥（持股10.65%，2007年接替父亲执掌龙盛）以及其女婿项志峰（持股3.30%），三人系一致行动人。

**图表 4 浙江龙盛股权结构**


资料来源：公司公告，华创证券

公司核心业务是染料、助剂为主的纺织化学品业务和以间苯二胺、间苯二酚为主的中间体业务。同时多元化涉足建筑，汽配，房地产，金融投资等。公司未来战略优化产能布局，通过技术改造，将全球染料总产能提到 35 万吨/年，扩大间苯二胺和间苯二酚规模到 10 万吨/年和 5 万吨/年。

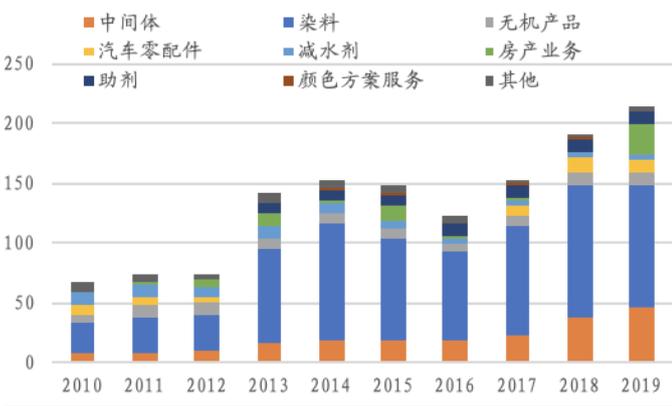
**图表 5 公司产能布局**

种类	产品	产能/万吨	执行主体	备注
染料	分散染料	14+0.9（在建）	浙江龙盛染料化工	年产 0.9 万吨萘醌染料，预计 2021 年末建成
	活性染料	8.8	上海科华染料工业	
	酸性染料	1.2	桦盛有限公司	
	德司达分散染料	2	德司达	
	德司达活性染料	0.4	德司达	
	印度 Kiri 活性染料	2	Kiri	
助剂	助剂	10	德司达	
中间体	间苯二胺	6.5	浙江安诺芳胺化学品	4.5 万吨自用生产间苯二酚
	邻苯二胺	1		
	对苯二胺	2		
	间苯二酚	3.7	浙江鸿盛化工	
	还原物	2.2+2.7（在建）		
	间氨基苯酚	0.9（在建）		预计 2020 年 12 月建成
	H 酸	2（在建）		预计 2020 年 7 月建成
	间酸	0.45（在建）		浙江科永化工
对位酯	2（在建）		预计 2020 年 7 月建成	
无机产品	合成氨	20	浙江龙化控股集团	
	纯碱	40		
	氯化铵	45		
	硝酸	10		
减水剂	减水剂	20	浙江吉盛化学建材	

资料来源：浙江龙盛环评报告，公司年报，华创证券整理

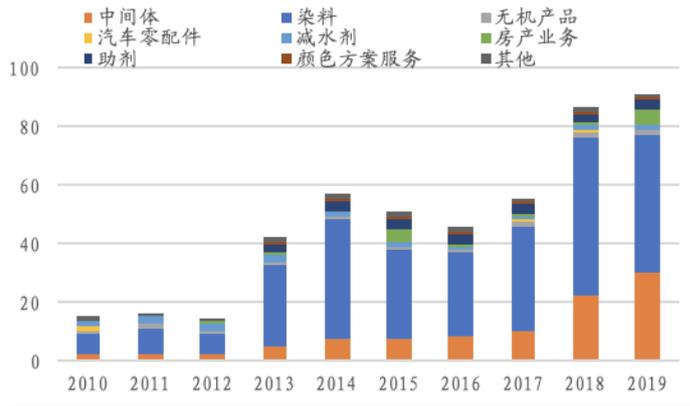
2013 年公司与海外子公司德司达（Dystar）并表，营收翻番增长至 140.86 亿元。2014-2016 年，染料行业的下游印染行业受终端纺织服装去库存影响，国内染料需求下滑形势比较严峻，染料化学品业务量价下滑，公司营收增速放缓。2017 年下游需求回暖，叠加供给端落后产能出清，龙头企业迎来新一轮业绩扩张期，2019 年龙盛实现营收 213.65 亿元。盈利方面，染料和中间体趋于寡头定价，盈利下限较高，到 2019 年龙盛净利润实现 53.06 亿元，净利率高达 24.8%。

图表 6 公司营收结构



资料来源：wind、华创证券

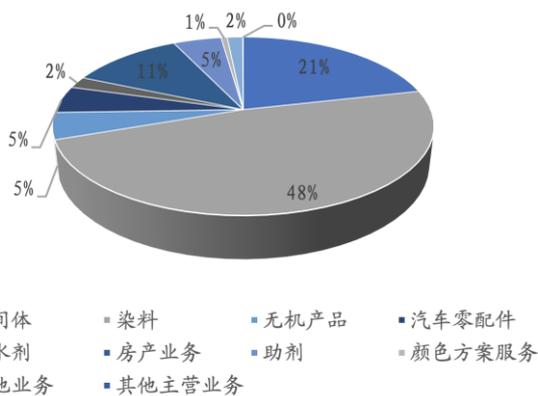
图表 7 公司毛利结构



资料来源：wind、华创证券

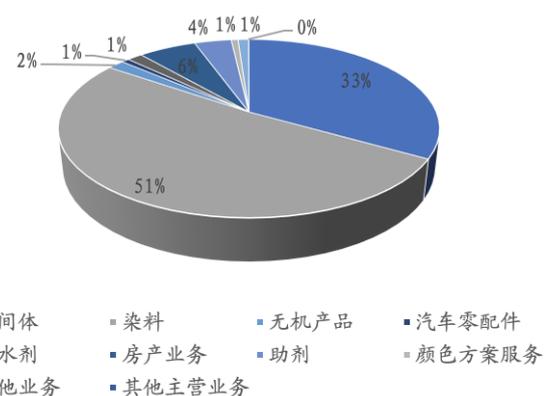
汽车配件，无机化学品，减水剂，房地产和金融股权投资业务等领域业绩贡献比例并不高，支柱业务仍然是染料和中间体，营收占比分别为 48% 和 21%，毛利占比分别为 51% 和 33%。

图表 8 分业务营收占比



资料来源：wind、华创证券

图表 9 分业务毛利占比



资料来源：wind、华创证券

图表 10 龙盛主要子公司 2019 财年数据（单位：万元）

名称	主要产品或服务	权益占比	注册资本	总资产	净资产	营业总收入	营业利润	净利润
浙江龙盛染料化工有限公司	分散染料	100%	3354 万美元	808,549	292,627	540,901	28,052	21,927
上海科华染料工业有限公司	活性染料	100%	7500	80,028	50,198	62,342	8,873	7,840
浙江安诺芳胺化学品有限公司	间苯二胺等中间体	100%	3839 万美元	192,790	150,142	164,929	28,579	22,334
浙江鸿盛化工有限公司	间苯二酚等中间体	100%	2920 万美元	669,937	525,889	359,193	188,009	161,123

名称	主要产品或服务	权益占比	注册资本	总资产	净资产	营业总收入	营业利润	净利润
浙江吉盛化学建材有限公司	减水剂	68.10%	2937 万美元	130,577	111,256	58,551	7,728	7,064
杭州龙山化工有限公司	无机化工	100%	92538	297,693	121,007	125,550	10,615	12,236
桦盛有限公司	投资和贸易	100%	3600 万美元	1,005,458	746,884	388,747	139,095	124,924
盛达国际资本有限公司	投资和贸易	100%	8766 万美元	673,672	286,488	753,680	81,157	36,267
上海晟诺置业有限公司	房地产	100%	300000	1,456,376	298,235	2	-680	-680

资料来源：公司年报、华创证券

## 二、染料：行业集中化程度加深，寡头定价模式保障龙头盈利能力

### （一）环保加速尾部企业退出，供给格局持续优化

染料是指能使纤维织物或其他物质染成鲜艳而坚固的颜色的物质。根据染料性质及应用方法，可将染料分为分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料、酸性染料、直接染料等细分类别。2019 年全球染料产量 79.0 万吨，分散染料、活性染料和其他染料产量依次为 33.8 万吨、22.1 万吨和 23.1 万吨，占比为 43%、28%和 29%。

分散染料是所有染料中的产量最大的细分品类，是唯一能在聚酯纤维（涤纶）上染色和印花的染料品种，按化学结构区分有偶氮类（占 75%）、蒽醌类（占 20%）和杂环类（占 5%）等。2019 年我国分散染料产量 33.8 万吨，出口 9.28 万吨，进口 0.46 万吨，出口占产量 27%。

活性染料是系分散染料之外的第二大染料品种。2019 年，我国活性染料产量为 22.07 万吨，出口 2.68 万吨，进口 1.64 万吨，出口占产量 12%。目前，我国活性染料市场处于由分散走向集中的过渡阶段，主要厂商有浙江龙盛、闰土股份和江苏锦鸡实业股份有限公司。

图表 11 染料种类

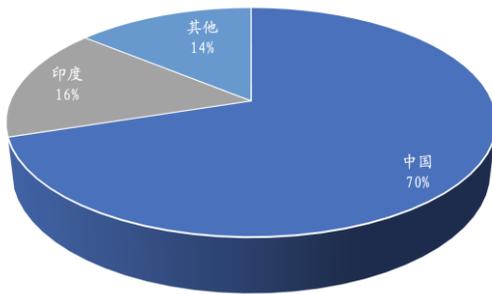
染料分类	特点	染色机理	应用领域及特点
分散染料	所有染料类别中最为重要的品种，唯一能在聚酯纤维（涤纶）上染色和印花的染料	分散染料结构简单，水溶性极低，染色时染料以微小颗粒稳定地分散在纤维中进行染色。	分散染料主要用于各种合成纤维的染色和印花，如涤纶、锦纶、醋酯纤维等的染色，其具有较好的疏水性、分散性及耐升华的特性。
活性染料	染色时能够与纤维分子中的羟基、氨基以共价键方式结合而牢固地染着在纤维上，主要用于棉纤维及其纺织品的染色和印花。	活性染料的分子结构中含有活性基团，能够与纤维分子中的羟基、氨基以共价键方式结合而牢固地染着在纤维上。	活性染料主要用于棉纤维及其纺织品的染色和印花，也可用于麻、羊毛、蚕丝和一部分合成纤维的染色。其具有色谱广、色泽鲜艳、性能优异、适用性强的特点
还原染料	色谱较全，色泽艳丽，皂洗，日晒牢固都比较高，但价格高昂	还原染料染色时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。	还原染料主要用于棉、涤棉混纺织物染色，以及人丝、人丝人棉交织，真丝绸拔染印花等。其具有色谱较全，色泽鲜艳，耐晒、耐洗等特点。

<b>硫化染料</b>	不溶于水，成本低廉，但色泽不够鲜艳，主要用于，棉纤维染色，亦可用于棉/维混纺织物	硫化染料染色时在硫化碱溶液中被还原为可溶状态，上染纤维之后经过氧化又成不溶状态固着在纤维上。	硫化染料主要用于棉纤维染色，亦可用于棉维混纺织物，其成本较低廉
<b>酸性染料</b>	色谱齐全，价格低廉，操作方便。缺点是水洗和日晒度不够理想	酸性染料通过分子中的硫酸基、羟基等酸性基团与蛋白质纤维分子中的氨基以离子键结合而染着在纤维上。	酸性染料主要用于羊毛、蚕丝、聚酰胺纤维的染色和印花
<b>直接染料</b>	-	直接染料通过染料分子与纤维素分子之间以范德华力和氢键相结合而染着在纤维上。	直接染料主要用于针织、丝绸、棉纺、皮革、毛麻的染色，也用于粘胶纤维的染色。其具有色谱齐全、价格低廉、操作方便的特点
<b>其他染料</b>	-	阳离子染料、冰染染料、中性染料、缩聚染料、荧光增白剂等	

资料来源：招股说明书、华创证券

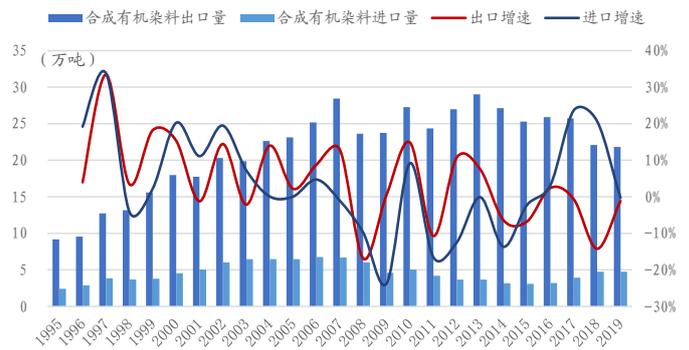
从全球供给来看，发达国家企业已逐步退出基础的染料合成业务，形成了主要依靠进口中国、印度两国的染料半成品来加工生产高附加值染料产品，或直接采购两国 OEM 厂商的染料产品并贴牌销售的经营模式。目前我国染料产量已占据全球 70% 以上，成为了染料出口第一大国，近十年维持出口规模 20-30 万吨，进口规模 4-5 万吨。

图表 12 2019 年全球染料产量占比



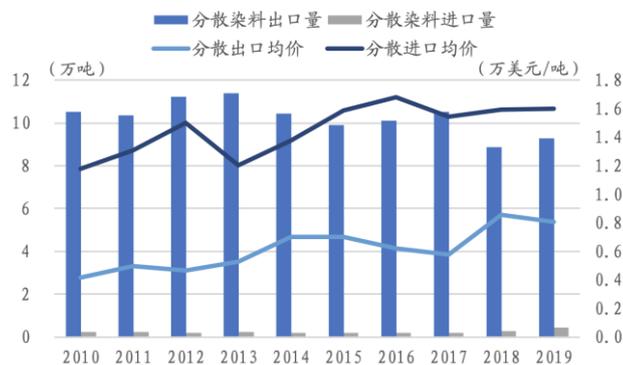
资料来源：中国染料工业协会、华创证券

图表 13 国内染料进出口情况



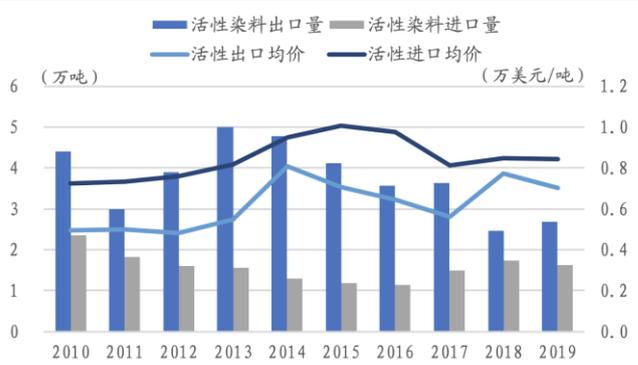
资料来源：海关总署、华创证券

图表 14 分散染料进出口情况



资料来源：海关总署、华创证券

图表 15 活性染料进出口情况



资料来源：海关总署、华创证券

国内供给方面，根据染料工业“十二五”和“十三五”规划，我国染料行业从注重经济规模转向低碳节能，技术驱

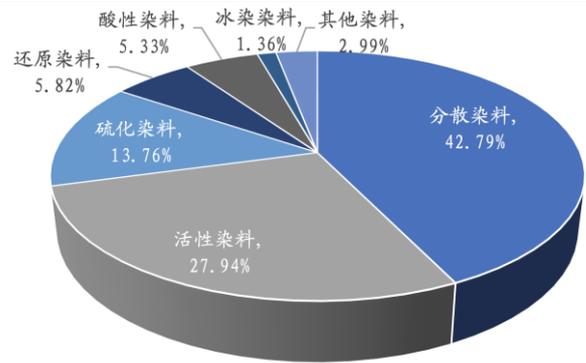
动的方向，我国染料产量从2011年的77.2万吨增长到2017年的99.2万吨，CAGR不足5%，已从快速扩张阶段过渡为平稳增长。2018年环保督察涉及浙江这一染料大省，不少企业因不同程度的生产违规被集中停车整改，行业开工率录得低位。同时下游印染行业众多中小企业因为排污问题被关停，染料行业产销暗淡，2018年染料产量为81.3万吨，同比下跌18.04%。2019年3月江苏盐城爆炸为有效产能的恢复又蒙上一层阴影，响水化工园区永久关停，多家染料公司受波及，2019年染料产量仅79万吨，同比下滑2.83%。

**图表 16 国内染料产量情况**



资料来源：中国染料工业协会、华创证券

**图表 17 2019年染料产量分布**



资料来源：中国染料工业协会、华创证券

染料产业的趋势仍然是集中化，头部企业如浙江龙盛，闰土股份，浙江吉华等的市场份额进一步提升，一些工艺设备落后的中小企业在环保高压监督和资金投入不足下被逐渐淘汰，行业格局持续优化。2019年国内分散染料产能约57万吨，主要集中在浙江龙盛，闰土股份，吉华集团，浙江亿得等4家企业，国内CR4为67%，其中龙盛为25%；活性染料产能约50万吨，集中在浙江龙盛，闰土股份，华丽染料，浙江亿得等，国内CR4为59%，其中龙盛为17%。

**图表 18 2019年分散/活性染料产能分布情况 (单位：万吨)**

分散染料企业	产能	产能占比	活性染料企业	产能	产能占比
浙江龙盛	14	25%	浙江龙盛	8.8	17%
闰土股份	11	19%	闰土股份	8	16%
吉华集团	7	12%	华丽染料	8	16%
浙江亿得	6	11%	浙江亿得	5	10%
杭州帝凯	4	7%	江苏锦鸡	4.5	9%
安诺其	3.6	6%	丽源科技	3	6%
福莱萸特	2.4	4%	劲光染料	2.5	5%
浙江万丰	2.3	4%	德凯化工	2.5	5%
亚邦股份	2.2	4%	吉华集团	1.5	3%
浙江山峪	2	4%	泰兴臻庆	1.5	3%
浙江博澳	1	2%	海翔药业	1.2	2%
浙江德欧	1	2%	舜龙化工	1	2%
德鑫化工	0.6	1%	南京虹光	1	2%
江苏之江	4(已停产)		桃源染料	1	2%
			德美科	1	2%
<b>合计</b>	<b>57.1</b>	<b>100%</b>	<b>合计</b>	<b>50.5</b>	<b>100%</b>

资料来源：浙江龙盛环评报告、相关公司公告、相关公司官网、华创证券整理

长期来看，浙江龙盛，闰土股份和吉华集团的头部地位将不断加强，市占率有望持续上升。一方面，染料行业属于高污染限制类行业，环保政策日趋严格，高压态势下只有环保过硬，技术具备优势的企业能够留存。被出清的产能和新企业难以有生存空间，因为重新进入染料行业竞争将面临技术，环保和资金投入三大壁垒。另一方面，存量企业在对手限停产或退出之时，可继续开拓客户提高市占率，龙头企业凭借稳定的开工率可与下游客户深度绑定，占据更大的市场份额。

**图表 19 染料产业发展相关政策**

相关政策	来源	核心内容
石化和化学工业发展规划（2016-2020年）	工业和信息化部	加强染料及其中间体的清洁生产工艺和先进适用的“三废”治理技术的研发和推广应用，改进染料应用技术和配套助剂，提升染料行业的服务增值水平。发挥我国在煤化工、轮胎、化肥、盐化工、农药、染料等领域的业务技术和生产经验优势，加快国内优势产能与“一带一路”沿线国家的合作，实现产品就地销售，开拓新兴市场。
《染颜料行业“十三五”发展规划》	中国染料工业协会	确定了“十三五”期间染料行业发展目标： <u>染料行业要保持合理增长，稳定国内市场需求</u> ，扩大出口和国外产量，提高国际市场份额，确保国内外总产量有一定幅度增长。染料行业的重点发展方向为：推动行业转型升级、布局优化、打造整体产业升级；加强技术创新、自主创新，提升产业的国际竞争力和可持续发展能力；加快染颜料生产方式的集成化与自动化，装备的现代化的升级改造；加快染颜料生产过程废物的有效综合利用和三废治理技术的研究与推广；提升品牌核心价值；建立和完善染颜料标准体系；进一步提高产品的应用技术开发及服务水平，提升品牌影响力；加快网络平台建设。
《印染行业“十三五”发展指导意见》	中国印染行业协会	将少水印染加工技术：研发应用泡沫染色、新型纱线连续涂料染色、针织物平幅印染、活性染料湿短蒸染色等印染技术。研究开发液氨、有机溶剂、超临界二氧化碳等非水介质染色技术。推广少水节能冷轧堆染色、小浴比间歇式染色、全自动筒子染纱、数码喷墨印花技术、泡沫整理、物理整理等印染加工技术列入科技创新重点工程。
《中国制造 2025》	国务院	提出了提高国家制造业创新能力、推进信息化与工业化深度融合、强化工业基础能力、加强质量品牌建设、全面推行绿色制造、大力推动重点领域突破发展和深入推进制造业结构调整等，其中提及了“加快印染等重点行业智能检测监管体系建设，提高智能化水平。”、“加快制造业绿色改造升级。全面推进印染等传统制造业绿色改造，实现绿色生产。”
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	发展改革委	明确了我国产业结构调整的方向和重点，其中将“高固着率、高色牢度、高提升性、高匀染性、高重现性、低沾污性以及低盐、低温、小浴比染色用和湿短蒸轧染用的活性染料，高超细旦聚酯纤维染色性、高洗涤牢度、高染着率、高光牢度和低沾污性（尼龙、氨纶）、高耐碱性、低毒低害环保型、小浴比染色用的分散染料，聚酰胺纤维、羊毛和皮革染色用高耐洗、高氯漂、高匀染、高遮盖力的酸性染料，高色牢度、功能性还原染料，高色牢度、功能性、低芳胺、无重金属、易分散、原浆着色的有机颜料，采用上述染料、颜料生产的水性液态着色剂；染料、有机颜料及其中间体清洁生产、本质安全的新技术的开发和应用”列入鼓励类产业。
《战略性新兴产业分类（2018）》	国家统计局	2018年，国家统计局颁布《战略性新兴产业分类（2018）》，将“染料制造”中的新型分散染料作为战略性新兴产业，是国家鼓励的产业类别。

资料来源：各相关政府官网、华创证券整理

## （二）染料总需求承压，强者恒强特征进一步强化

染料需求端主要是纺织印染行业，全球纺织制造产业在我国加入 WTO 后不断向国内转移，我国目前已成为全球纺织制造中心。2000-2010 年是我国纺织行业的快速扩张期，规模以上印染企业印染布产量从 158.7 亿米增长至 601.6 亿米，年均复合增长率达 14.25%。进入“十二五”后，纺织行业实现了减速增效的平稳发展，2011-2019 年规模以上印染企业印染布产量从 593.0 亿米降至 537.6 亿米，行业走向高质量的发展道路。

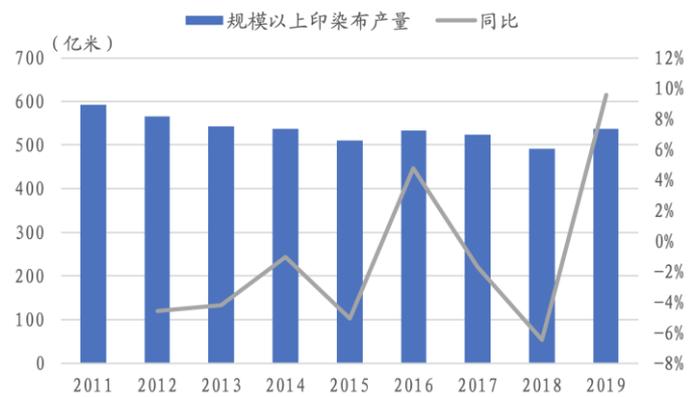
涤纶是分散染料的主要下游，近年来处于高景气阶段对染料行业形成有力支撑。涤纶年产量从 2010 年的 2513 万吨增长到 2019 年的 4751 万吨，年均复合增长率达 7.33%。棉纱是活性染料的重要下游，2019 年产量为 2892 万吨，同比-1.8%，2010-2018 年棉纱总体产量呈增速放缓态势，2019 年棉纱产量下降库存上升，主要因为下游服装消化力度减弱。从布产量入手，2018-2020 年产量大幅减少意味着染料需求承压。

**图表 20 近年来染料表观消费量情况**



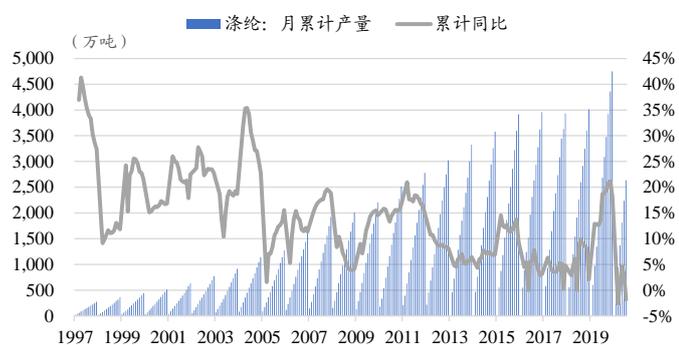
资料来源：中国染料工业协会、华创证券

**图表 21 规模以上印染布产量情况**



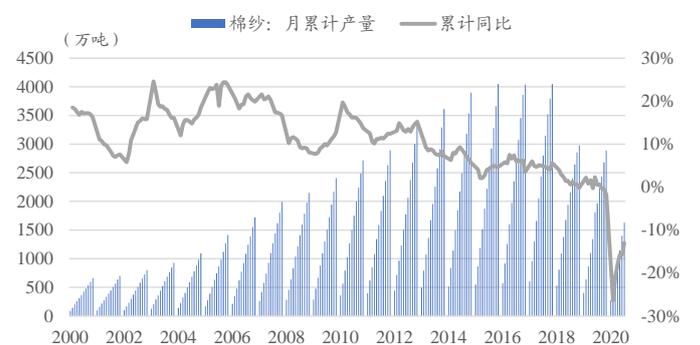
资料来源：wind、华创证券

**图表 22 涤纶产量情况**



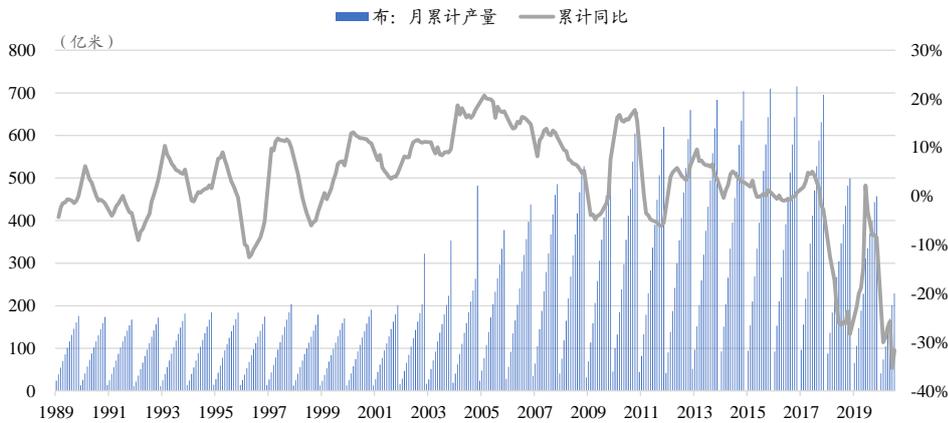
资料来源：wind、华创证券

**图表 23 棉纱产量情况**



资料来源：wind、华创证券

图表 24 布产量情况



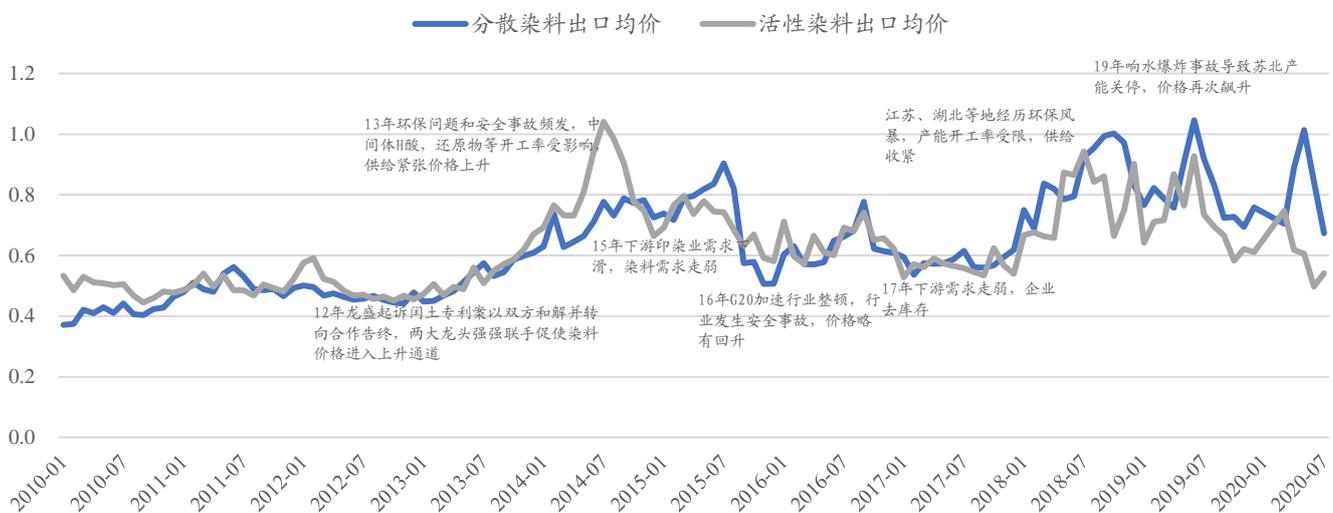
资料来源：wind、华创证券

过去纺织印染行业快速扩张涌现了大量中小企业，行业较为分散，对资源和环境形成巨大压力。在供给侧改革的大背景下，纺织印染行业对能耗落后，环保不达标的产能进行淘汰，龙头企业市占率不断提高。大型印染产线更换染料难度大，染料供应不稳定会直接影响下游的生产。因此，纺织印染龙头企业更倾向与开工率稳定、产品质量有保障的染料企业合作，形成上下游龙头对龙头生产格局。预计未来几年下游洗牌继续，染料龙头企业有望锁定下游具备成长性客户，提前修筑竞争护城河。

**(三) 市场趋于寡头定价，公司作为一体化企业有望脱颖而出**

通过复盘染料价格变化，我们发现影响价格上涨的核心动力有三个：1) 供需驱动：染料产能退出造成供应紧张，常见为环保监管加强或发生安全生产事故，且与下游印染业的景气度相关。2) 成本驱动：染料成本与中间体的价格呈强相关，当中间体的供给收缩价格上升，染料产商便将成本转移到下游，染料价格不断攀升。3) 寡头定价：行业寡头都不同程度采取一体化产业链布局，拥有的中间体和染料产能占比较大，定价话语权较大。我们判断，在供需紧平衡和集中度较高的情况下，染料价格有望长期维持高位，存量企业可充分受益。

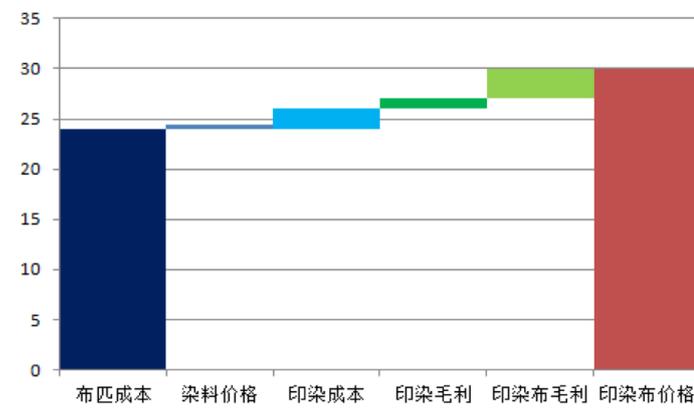
图表 25 历年染料价格复盘



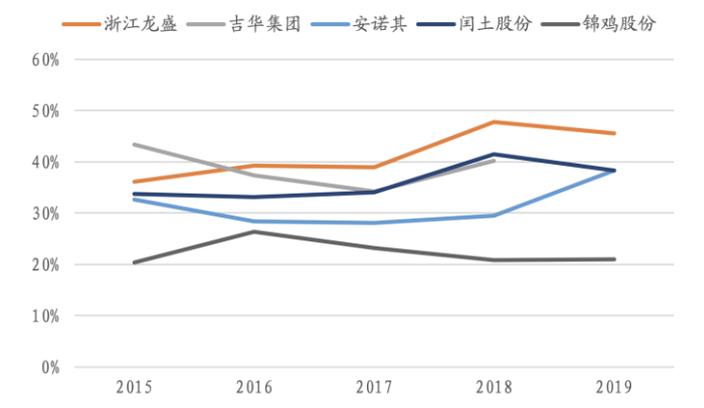
资料来源：wind、华创证券

有别于其他化工中游行业，染料行业不易受到上游原材料成本和下游议价挤压，有较强的成本转嫁能力，原因在于：1) 下游印染行业生产较分散，而上游染料行业则较为集中，染料企业面对下游企业时拥有较强的定价能力；2) 由于印染企业在更换染料品牌时会增加其复配和操作难度，延长其生产周期，所需要支付复配调试成本较大，因此一旦印染企业选择确定了染料产品后，不会轻易更换；3) 染料成本占下游印染行业成本的比重较低，平均印染1公斤布仅需染料20克，染料价格在印染布价格中的占比仅1.0-1.5%。而且，纺织行业对印染行业的刚性需求长期存在，印染行业亦具有一定的向下游纺织行业转嫁成本的能力，因此，印染企业对染料价格的变动敏感度不高。

龙盛以一体化布局极大降低自身染料制造成本，从中间体环节控制核心原材料，对全行业的染料价格有较大影响力。通过对比几家染料龙头的染料业务毛利率，我们发现近年来龙盛毛利率不断上升，接近50%，明显高于其他头部企业。

**图表 26 印染布中染料成本占比较低**


资料来源：招股说明书、华创证券

**图表 27 龙头企业染料业务毛利率对比**


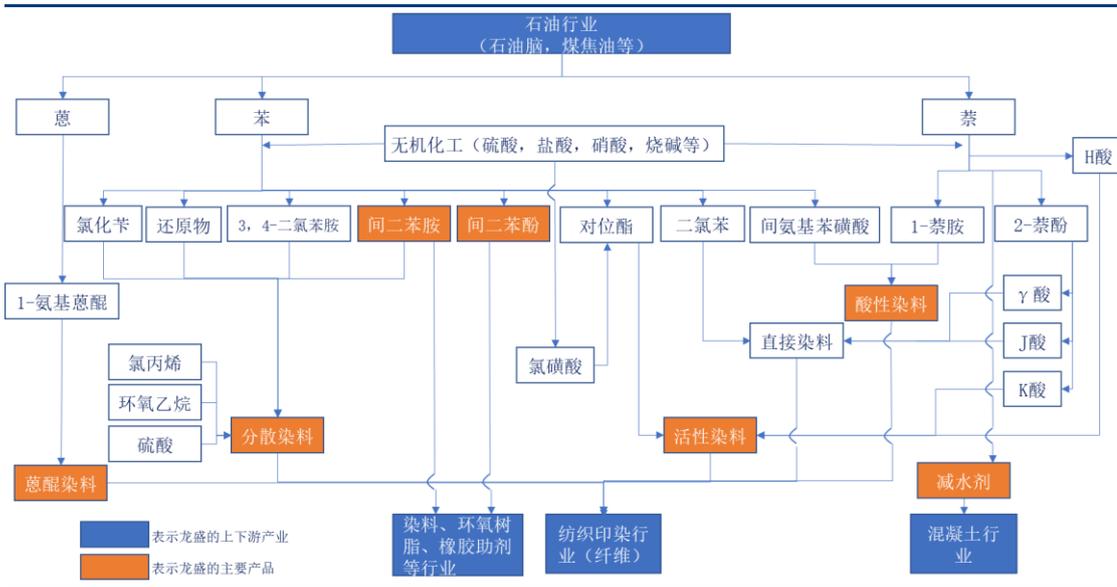
资料来源：wind、华创证券

### 三、中间体：垄断关键产能构建护城河，积极扩产以强化优势

#### (一) 中间体是染料关键原材料

染料化学中间体是合成染料的重要原料，根据化学结构可以分为苯类，萘类和蒽类。其中用于合成分散染料的有苯类的还原物和间苯二胺（可进一步合成间苯二酚），用于合成活性染料的有苯类的对位酯和萘类的H酸，合成蒽醌染料的有蒽类的1-氨基蒽醌，以及合成酸性染料的间氨基苯磺酸和1-萘胺。

图表 28 中间体产业链



资料来源：华创证券整理

## （二）中间供不应求局面有望长期维持

近年来，全产业链布局成为行业发展趋势，染料龙头逐渐向上游原材料拓展产业链，一方面保障了原料的稳定供应，另一方面可从成本上减少上游原料价格波动带来的影响。浙江龙盛早在 2002 年开始布局中间体产能，主要产品有间苯二胺（6.5 万吨/年），邻二苯胺（1 万吨/年），对二苯胺（2 万吨/年），间苯二酚（3.7 万吨/年），还原物（2.2 万吨/年，在建 2.7 万吨/年），H 酸（在建 2 万吨/年），对位酯（在建 2 万吨/年）等。公司未来规划将间苯二胺扩建至 10 万吨/年，间苯二酚扩建至 5 万吨/年。

**间苯二胺：**纵观全球，间苯二胺产能处于紧缺状态。全球四家主要供应企业产能合计 11.7 万吨，19 年江苏天嘉宜发生爆炸，其 1.7 万吨产能或永久退出，直接导致需求缺口达到 30%（1.7 万吨/5.2 万吨外售产能）左右。一方面，北方红光由于停产检修等原因开工率难以保障，另一方面杜邦的 2 万吨产能主要为自用难以补充国内缺口。这样的情况下龙盛在国内市场获得了极大的定价权，一度曾要求下游采购商只可自用不可转卖。间苯二胺从 2018 年一季度正式进入上升通道，核心原因都是产能收缩导致的供应紧张：2018 年 Q1 苏北环保巡查，部分厂家开工率受限，2018 年 Q3 间苯二胺涨至 38000 元/吨左右。2019 年 3 月天嘉宜安全事故导致产能的进一步收缩，间苯二胺应声飞涨，Q2 均价升至 48000 元/吨左右，环比涨幅超 30%。而北方红光亦频频曝出安全隐患被勒令停工整改，进一步推动间苯二胺价格走高。

**间苯二酚：**间苯二酚可通过间苯二胺水解合成，目前已逐渐成为间苯二胺的最大应用领域，下游产业主要是橡胶助剂，环氧树脂等。间苯二酚目前的供应主要是由浙江龙盛（3.67 万吨/年），四川红光（0.5 万吨/年），日本住友（3 万吨/年），产能合共 7.17 万吨/年，全球的需求量约为 6.5 万吨左右。由于生产间苯二酚的工艺技术和环保要求较高，目前鲜有新投放产能，市场上主要是浙江龙盛和日本住友在竞争，格局较为稳定。自 2013 年起我国商务部对决定对原产于日本和美国的进口间苯二酚征收反倾销税，并于 2018 年裁定维持反倾销，龙盛得以占据国内八成以上市场份额。市场价格方面，间苯二酚 2017 年之前在 4-6 万元/吨之间波动，2017 年美国 Indspec 产能退出导致全球供给紧缩，价格中枢大幅上涨至 10 万元以上。

**图表 29 间苯二胺全球产能**

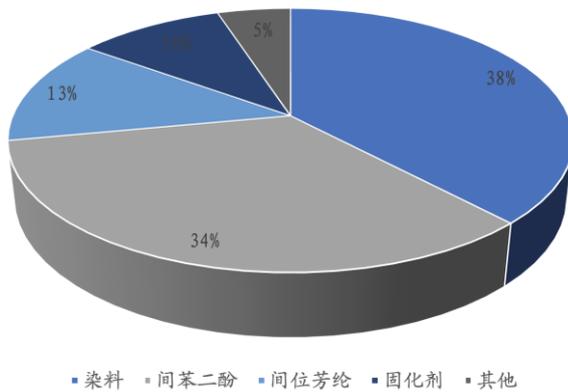
公司名称	产能/万吨	备注
浙江龙盛	6.5	约 4.5 万吨自用，2 万吨外售
江苏天嘉宜	1.7	外售，2019 年 3 月爆炸事故后已停产
北方红光	1.5	外售
杜邦	2	自用
合计	11.7	

资料来源：卓创资讯、华创证券

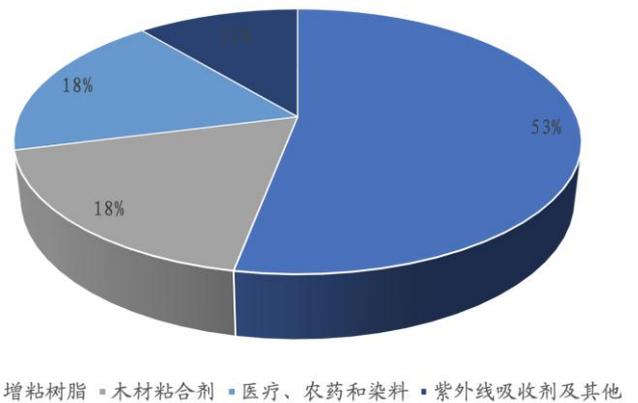
**图表 30 间苯二酚全球产能**

公司名称	产能/万吨	备注
浙江龙盛	3.67	
北方红光	0.5	
日本住友	3	
美国 Indspec	2.36	2017 年 7 月退出
日本三井	0.76	2012 年退出
合计	10.29	

资料来源：卓创资讯，浙江龙盛环评公告、华创证券整理

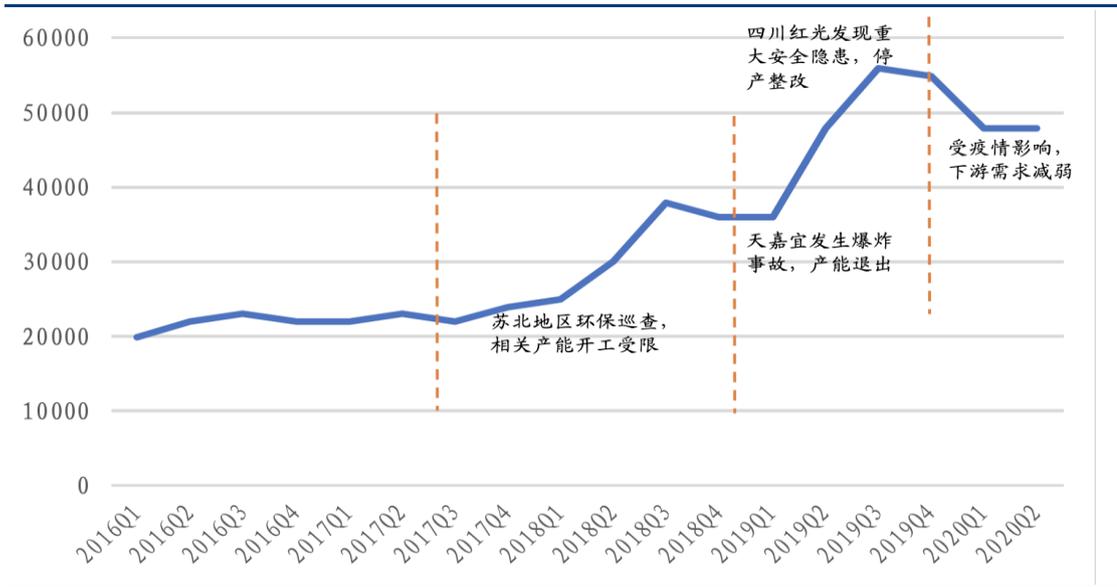
**图表 31 2018 年间苯二胺下游应用**


资料来源：立鼎产业研究网、华创证券

**图表 32 2018 年间苯二酚下游应用**


资料来源：立鼎产业研究网、华创证券

图表 33 龙盛产间苯二胺价格盘点



资料来源：公司公告、华创证券

图表 34 国内间苯二酚价格盘点



资料来源：wind、华创证券

其他重要的染料中间体：1) 还原物指的是一系列的化合物，如对氨基苯甲醚，2-氨基-4-乙酰氨基苯甲醚和二丙烯基还原物等，用于生产分散染料。2) H 酸酸全称为 1-氨基-8-萘酚-3, 6-二磺酸，是生产活性染料重要的中间体。3) 间酸全称为 2, 4-间氨基苯磺酸。中间体的生产伴随着有大量的工业污水产生，处理成本高，环保投入巨大，因此只有极个别企业才具备规模化、连续化生产的能力，经过前几年的行业整顿目前产能已经相对集中，预计未来几年格局将会维持集中，利好一体化优质企业。

### (三) 新产能投放推动公司中间体业务快速增长

通过分析龙盛的中间体业务成本结构发现，原材料价格的上涨是导致近年成本上升的关键，相反人工和制造成

本随着技术工艺的不断成熟完善呈下降的趋势。尽管成本在上升，中间体的毛利却逆势而行，毛利率从 2015 年的 42.0% 上升到 2019 年的 66.3%，原因是中间体价格的涨幅远远大于成本的涨幅。

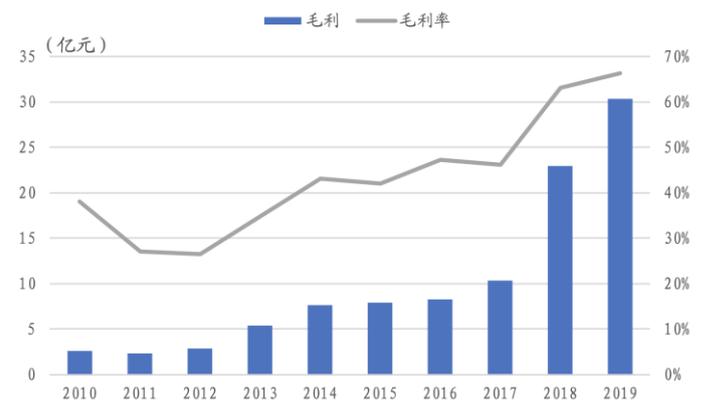
龙盛中间体业务的强势发展得益于其对产品定价权的主导地位。料未来两年暂无其他大量新投产能和环保松动的搅局，我们预计龙盛在建的还原物（2.7 万吨/年），H 酸（2 万吨/年），间酸（4500 吨/年），对位酯（2 万吨/年）产能投产后市场能够较快消化，同时期待下游纺织印染业逐渐回暖为公司带来新一轮增长。

图表 35 中间体单吨平均成本组成以及占比



资料来源: wind、华创证券

图表 36 近十年中间体业务毛利，毛利率变化



资料来源: wind、华创证券

#### 四、地产业务背靠核心地段，与主业在资金端产生协同

龙盛早在 2010 年就已进军房地产，主要以土地一二级联动形式从事上海旧房改造建设。公司明确深扎上海一线城市的目标，开发优质区块，凭借畅通的融资渠道和低融资成本，保持房地产项目稳步推进。截止 2020 年 9 月，已竣工的房地产项目包括上海市静安区 319 街坊就近安置动迁配套商品房项目、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、龙盛蓝郡项目（一、二期）和上海龙盛国际商业广场项目（酒店式公寓、办公楼）等 4 个项目，上述项目资金均全部回笼。

图表 37 公司已竣工房地产项目（亿元）

项目名称	开工时间	竣工时间	总投资	已回笼资金	资金回笼进度
上海市静安区 319 街坊就近安置动迁配套商品房项目	2010 年 1 月	2011 年 12 月	10.1	10.54	100%
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 年 8 月	2012 年 12 月	8.9	9.35	100%
龙盛蓝郡项目一期	2010 年 11 月	2013 年 5 月	5.3	9.96	100%
龙盛蓝郡项目二期	2011 年 1 月	2015 年 7 月	2.7		
上海龙盛国际商业广场（酒店式公寓）项目	2011 年 9 月	2015 年 8 月	3.0	6.67	100%
上海龙盛国际商业广场（办公楼）项目	2011 年 9 月	2016 年 6 月	14.0		

资料来源: 公司公告、华创证券

目前公司在开发项目有上海闸北区大宁社区、大统基地、华兴新城、上虞高铁新城和上虞道墟天和苑等五个项目，合计总投资 352 亿元，截止 2020 年 6 月累计已投资 204 亿元，未来需要资金 148 亿元。大宁社区项目属于政府回购项目，资金基本已经收回；大统基地项目总占地面积 2.60 万平方米，可售面积 6.36 万平方米，公司计划自持 2.60 万平方米的商业及办公楼，其余部分用于出售，预计可回笼资金 55 亿元，该项目预计于 2020H2 开始预售；华兴新城项目出让的地块土地面积约 5.4 万平方米，预计可售建筑面积约 37.9 万平方米，商业与住宅可售面积分别为 25.3 万平方米和 12.6 万平方米。大宁社区、大统基地和华兴新城三个项目均在上海静安苏州河畔，属于上海内环核心地段。

图表 38 公司在建的房地产项目

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划总投资	累计投入开发成本	可回笼资金	累计回笼资金	2020 年计划投资	自有资金占比	备注
上海市闸北区大宁社区旧区改造项目	2015.12	2019.08	27.0	23.9	29.7	29.4	1.4	50%	政府回购
上海大统基地旧区改造	2018.07	2022.06	63.0	34.4	55.0	—	6.2	60%	预计 2020 年下半年预售
上海华兴新城项目	—	2027.09	250.0	142.9	228.0	—	7.2	25%	预计可售建筑面积约 37.9 万平方米，回笼资金不含出租部分
上虞高铁新城 J3 地块项目	2019.04	2023.06	8.8	2.0	12.0	0.6	2.0	30%	—
上虞道墟天和苑项目	2020.02	2022.02	3.0	0.6	3.7	—	1.1	30%	—
合计	—	—	351.8	203.71	328.4	29.92	17.92	—	—

资料来源：公司公告、华创证券

图表 39 优质项目坐落在内环核心区块

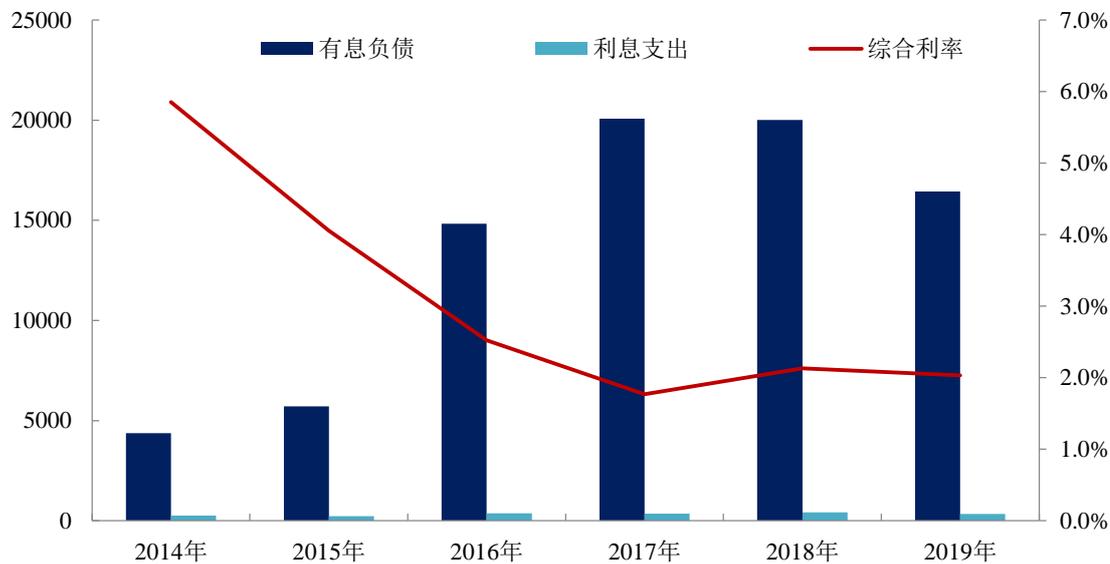


资料来源：公司官网、公司公告、华创证券

就规划而言，公司地产项目主要通过出售部分房屋回笼资金，自持部分物业用以出租获得稳定的租金收入。就主业而言，地产业务最大的价值在于资金端的协同，背后主要是地产项目财务成本资本化可以在利润表端显著降低折算综合利率。与此同时，凭借着较大的融资需求和优质的信用，公司融资成本基本处于基准利率及以下水平，综

合融资成本相对较低。

图表 40 财务费用/有息负债折算综合利率（百万元，%）



资料来源：wind、华创证券

图表 41 公司 2019 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	8.0	2.0	—	—	—
3%~4%（不含 4%）	0.6	5.0	—	—	—
4%~5%（不含 5%）	25.0	25.8	0.8	91.6	5.4
5%及以上	—	—	—	—	—
合计	33.6	32.8	0.8	91.6	5.4

资料来源：公司公告、华创证券

## 五、盈利预测与估值

按照我们的测算，公司 2020-2022 年归母净利润预计依次为 46 亿元、55 亿元和 59 亿元，对应 EPS 依次为 1.42 元/股、1.68 元/股和 1.83 元/股。公司过去 10 年的估值中枢靠近 15 倍中枢，考虑下游纺织品受疫情冲击较大，短期可按照 10 倍 PE 给予估值，2022 年业绩对应 18.30 元/股的目标价，首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 42 公司过去 10 年的 PE 历史走势



资料来源: wind、华创证券

## 六、风险提示

新产能投放不及预期，下游需求恢复不及预期

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,047	9,902	13,740	17,975
应收票据	2,065	1,931	2,130	2,235
应收账款	2,659	2,487	2,744	2,878
预付账款	182	170	180	186
存货	22,615	21,188	22,494	23,230
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3,195	3,026	3,347	3,486
流动资产合计	34,763	38,704	44,635	49,990
其他长期投资	3,505	3,543	3,524	3,534
长期股权投资	1,047	1,147	1,247	1,347
固定资产	5,241	5,083	4,946	4,825
在建工程	1,578	2,078	2,078	2,078
无形资产	791	711	640	576
其他非流动资产	4,659	4,530	4,560	4,573
非流动资产合计	16,821	17,092	16,995	16,933
<b>资产合计</b>	<b>51,584</b>	<b>55,796</b>	<b>61,630</b>	<b>66,923</b>
短期借款	3,384	3,384	3,384	3,384
应付票据	1,939	1,817	1,928	1,987
应付账款	1,942	1,820	1,931	1,990
预收款项	638	597	659	691
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	343	1,006	1,317	888
其他流动负债	2,580	2,569	2,768	2,941
流动负债合计	10,826	11,193	11,987	11,881
长期借款	10,036	10,036	10,036	10,036
应付债券	3,022	3,022	3,022	3,022
其他非流动负债	880	790	802	813
非流动负债合计	13,938	13,848	13,860	13,871
<b>负债合计</b>	<b>24,764</b>	<b>25,041</b>	<b>25,847</b>	<b>25,752</b>
归属母公司所有者权益	24,537	28,211	32,931	37,984
少数股东权益	2,283	2,544	2,852	3,187
<b>所有者权益合计</b>	<b>26,820</b>	<b>30,755</b>	<b>35,783</b>	<b>41,171</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>51,584</b>	<b>55,796</b>	<b>61,630</b>	<b>66,923</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,590</b>	<b>7,122</b>	<b>4,532</b>	<b>5,791</b>
现金收益	6,318	5,939	6,792	7,280
存货影响	879	1,427	-1,306	-735
经营性应收影响	1,554	538	-246	-24
经营性应付影响	-519	-286	284	150
其他影响	-1,642	-497	-992	-879
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,269</b>	<b>-1,138</b>	<b>-581</b>	<b>-609</b>
资本支出	-1,617	-1,009	-507	-506
股权投资	-69	-100	-100	-100
其他长期资产变化	2,955	-29	26	-3
<b>融资活动现金流</b>	<b>-7,873</b>	<b>-129</b>	<b>-113</b>	<b>-947</b>
借款增加	-5,833	663	311	-428
股利及利息支付	-1,723	-1,153	-1,297	-1,378
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-317	361	873	859

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>21,365</b>	<b>19,980</b>	<b>22,044</b>	<b>23,128</b>
营业成本	12,241	11,470	12,173	12,544
税金及附加	174	163	180	189
销售费用	1,248	1,167	1,287	1,351
管理费用	1,228	1,148	1,223	1,283
研发费用	789	738	814	854
财务费用	296	309	300	316
信用减值损失	17	9	13	11
资产减值损失	-221	-221	-221	-221
公允价值变动收益	-28	-28	-28	-28
投资收益	573	571	512	552
其他收益	393	393	393	393
<b>营业利润</b>	<b>6,116</b>	<b>5,709</b>	<b>6,737</b>	<b>7,299</b>
营业外收入	167	77	93	112
营业外支出	86	82	84	84
<b>利润总额</b>	<b>6,197</b>	<b>5,704</b>	<b>6,746</b>	<b>7,327</b>
所得税	891	820	970	1,053
<b>净利润</b>	<b>5,306</b>	<b>4,884</b>	<b>5,776</b>	<b>6,274</b>
少数股东损益	283	261	308	335
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,023</b>	<b>4,623</b>	<b>5,468</b>	<b>5,939</b>
NOPLAT	5,559	5,149	6,033	6,544
EPS(摊薄) (元)	1.54	1.42	1.68	1.83

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	12.0%	-6.5%	10.3%	4.9%
EBIT 增长率	19.9%	-7.4%	17.2%	8.5%
归母净利润增长率	22.2%	-8.0%	18.3%	8.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	42.7%	42.6%	44.8%	45.8%
净利率	24.8%	24.4%	26.2%	27.1%
ROE	18.7%	15.0%	15.3%	14.4%
ROIC	17.3%	14.5%	15.0%	14.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.0%	44.9%	41.9%	38.5%
债务权益比	65.9%	59.3%	51.9%	44.1%
流动比率	321.1%	345.8%	372.4%	420.8%
速动比率	112.2%	156.5%	184.7%	225.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3
应收账款周转天数	48	46	43	44
应付账款周转天数	50	59	55	56
存货周转天数	678	687	646	656
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.54	1.42	1.68	1.83
每股经营现金流	2.03	2.19	1.39	1.78
每股净资产	7.54	8.67	10.12	11.68
<b>估值比率</b>				
P/E	8.8	9.6	8.1	7.4
P/B	1.8	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.4	12.2	10.6	9.9

## 煤炭石化团队介绍

**组长、高级分析师：张文龙**

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：冯昱祺**

伯明翰大学金融工程硕士，曾就职于神华集团，2020 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票盘江股份(600395),根据上市公司公告,贵州盘江精煤股份有限公司持有本公司的控股股东华创阳安 4.11%的股份。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编:100033 传真:010-66500801 会议室:010-66500900	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编:518034 传真:0755-82027731 会议室:0755-82828562	地址:上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编:200120 传真:021-50581170 会议室:021-20572500