

投资评级：推荐（首次）

分析师

杨超 0755-83663214

Email:ychao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

余嫒嫒 021-61680360

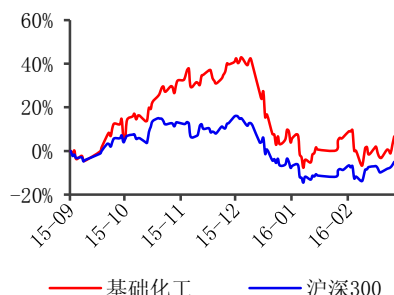
Email:yuyy@cgws.com

执业证书编号:S1070512120001

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	15E	16E	15E	16E
闰土股份	0.99	1.59	19.24	12.01
浙江龙盛	0.82	0.94	12.64	10.99
安诺其	0.12	0.55	84.33	18.32

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<周期飞翔，房地产供应链最值得关注——基础化工周期股投资策略 I>> 2016-03-08

<<染费上涨有望传导到下游印染面料>> 2016-03-01

环保因素推升染料价格持续上涨

——基础化工周期股投资策略 II

投资建议

今年以来，受上游染料中间体供应受限，环保因素压制行业供给释放和下游印染企业因关停预期而满负荷积累库存等多重因素的影响，染料价格大幅上涨。我们认为，随着国内环保要求的提高，染料企业清洁化生产是大势所趋，而巨额的环境治理成本将迫使中小染料企业退出行业竞争，一体化清洁生产的染料龙头企业最终受益，建议关注：闰土股份、浙江龙盛。

要点

- **染料行业供需平衡，行业集中度较高：**受我国纺织服装行业发展的快速推动，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%。2010 年至 2014 年，我国染料行业产量从 75.6 万吨增长至 91.7 万吨，年均增长约 4.9%；染料的表观消费量由 53.5 万吨增长至 67.7 万吨，年均复合增长约 6.1%。我国染料生产总体上达到供略大于求，基本属于供需平衡状态。染料行业集中度较高，其中分散染料 CR3 为 71%，活性染料 CR3 为 63%。
- **环保因素改善供给格局，大型企业明显受益：**生产 1 吨染料将产生数十吨废水，治理成本巨大。随着环保要求的提高，小型染料生产企业因资金、技术的匮乏，逐步退出竞争。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。生产企业减少，行业集中度提升，染料价格上行，染料行业利润率改善，大型染料生产企业受益明显，盈利能力显著高于行业平均水平。
- **染料价格快速上涨，相关上市公司受益：**今年以来，受上游染料中间体供应受限，环保因素压制行业供给释放和下游印染企业因关停预期而满负荷生产库存等多重因素的影响，染料价格开始大幅上涨。以分散黑 ECT300%为例，今年以来累计涨幅超过 50%。染料价格上涨，相关上市公司业绩弹性巨大。分散染料每上涨 1000 元/吨，浙江龙盛、闰土股份和安诺其的 EPS 将分别上涨 0.25 元、0.85 元、和 0.40 元；活性染料每上涨 1000 元/吨，浙江龙盛、闰土股份和安诺其的 EPS 将分别上涨 0.12 元、0.30 元、和 0.10 元。上市公司业绩弹性从大到小排序为：闰土股份、安诺其、浙江龙盛。
- **风险提示：**下游印染需求大幅萎缩；上市公司因环保问题生产受限。

目录

1. 我国是染料第一大生产和消费国	4
2. 染料供需平衡，行业集中度较高	4
3. 环保要求提高，大型企业受益	6
4. 染料价格上涨，相关上市公司业绩弹性巨大	8
5. 风险提示	10

图表目录

图 1: 染料简化产业链.....	4
图 2: 国内染料产量及增速.....	5
图 3: 国内染料出口量和进口量.....	5
图 4: 国内染料净出口数量.....	5
图 5: 国内染料表观消费量及增速.....	5
图 6: 2014 年国内主要染料品种产量 单位: 万吨.....	6
图 7: 国内分散染料企业的产量情况 单位:万吨.....	6
图 8: 国内活性染料生产企业的产量情况 单位:万吨.....	6
图 9: 各类染料.....	7
图 10: 被染料废水污染河流.....	7
图 11: 国内染料生产企业数量.....	8
图 12: 国内染料企业利润率.....	8
图 13: 染料出口均价.....	9
表 1: 主要染料品种特性.....	4
表 2: 染料的主要污染物.....	7
表 3: 浙江省染料产业环境准入指导意见.....	7
表 4: 今年以来分散黑 ECT300%涨价情况.....	9
表 5: 染料上市公司业绩弹性测算.....	9

1. 我国是染料第一大生产和消费国

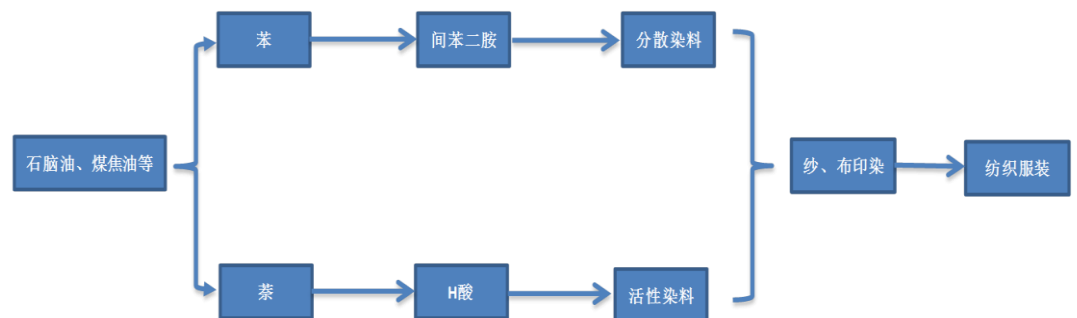
染料是指能使纤维和其他材料着色的物质，分天然和合成两大类。天然染料分植物染料，如茜素、靛蓝等和动物染料，如胭脂虫等。合成染料又称人造染料，主要从煤焦油分馏或石化初级产品加工后经化学加工而成。受我国纺织服装行业的快速推动，中国已成为世界染料生产数量、贸易数量和消费数量的第一大国，国内染料产量约占世界染料总产量的 70%。目前我国生产的染料品种大约有 600 多种，涵盖各大染料类别。染料最大的应用领域是纺织印染行业，在国内其用量约占染料总产量的 90%。

表 1: 主要染料品种特性

分散染料	这类染料在水中溶解度很低，颗粒很细，在染液中呈分散体，属于非离子型染料，主要用于涤纶的染色，其染色牢度较高。
活性染料	这类染料的分子结构中含有一个或一个以上的活性基团，在适当条件下，能够与纤维发生化学反应，形成共价键结合。它可以用于棉、麻、丝、毛、粘纤、锦纶、涤纶等多种纺织品的染色。
硫化染料	这类染料大部分不溶于水和有机溶剂，但能溶解在硫化碱溶液中，溶解后可以直接染着纤维。但也因染液碱性太强，不适宜于染蛋白质纤维。这类染料色谱较齐，价格低廉，色牢度较好，但色光不鲜艳。

资料来源：长城证券研究所

图 1: 染料简化产业链



资料来源：长城证券研究所

2. 染料供需平衡，行业集中度较高

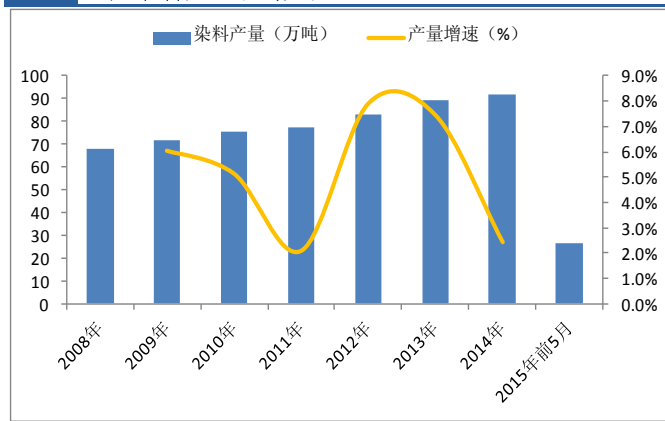
由于染料生产会产生大量的废水和废气，欧美等发达国家严厉的环保政策导致其治理成本十分高昂，迫使发达国家企业逐步退出基础的染料合成业务。从上世纪 90 年代开始，世界染料的生产和供应中心逐渐从欧美国家向亚洲的中国和印度转移。

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 2014 年，我国染料行业产量从 75.6 万吨增长至 91.7 万吨，年均增长约 4.9%，目前约占世界总量的 70% 左右。2014 年，我国染料的出口量约为 29 万吨，占国内染料总产量的 35%。我国每年从

国外进口染料约在 3 万吨至 5 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 5% 左右。

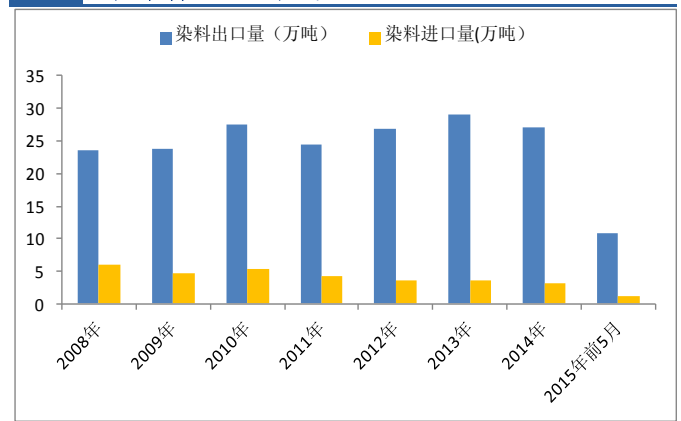
2010 年至 2014 年，国内染料的表观消费量由 53.5 万吨增长至 67.7 万吨，年均复合增长约 6.1%。染料消费量增速略快于产量增速。从表观消费量分析来看，我国染料产量 70% 以上用于满足国内市场需求。目前，我国染料生产总体上达到供略大于求，基本属于供需平衡状态。

图 2：国内染料产量及增速



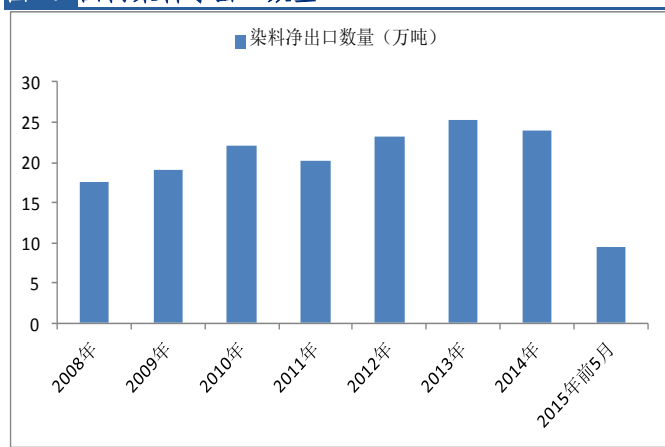
资料来源：中国染料工业协会，长城证券研究所

图 3：国内染料出口量和进口量



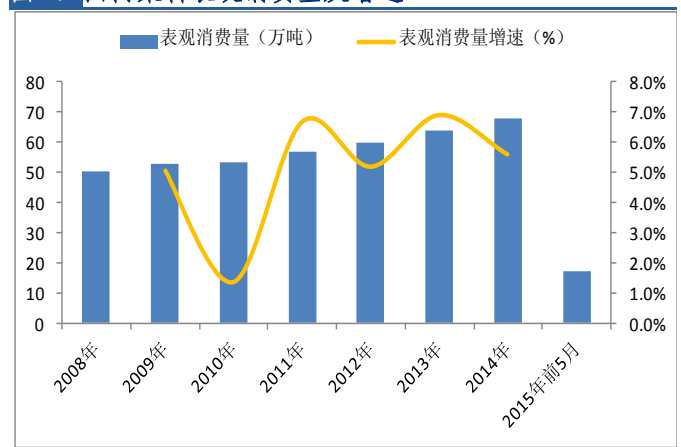
资料来源：中国染料工业协会，长城证券研究所

图 4：国内染料净出口数量



资料来源：中国染料工业协会，长城证券研究所

图 5：国内染料表观消费量及增速

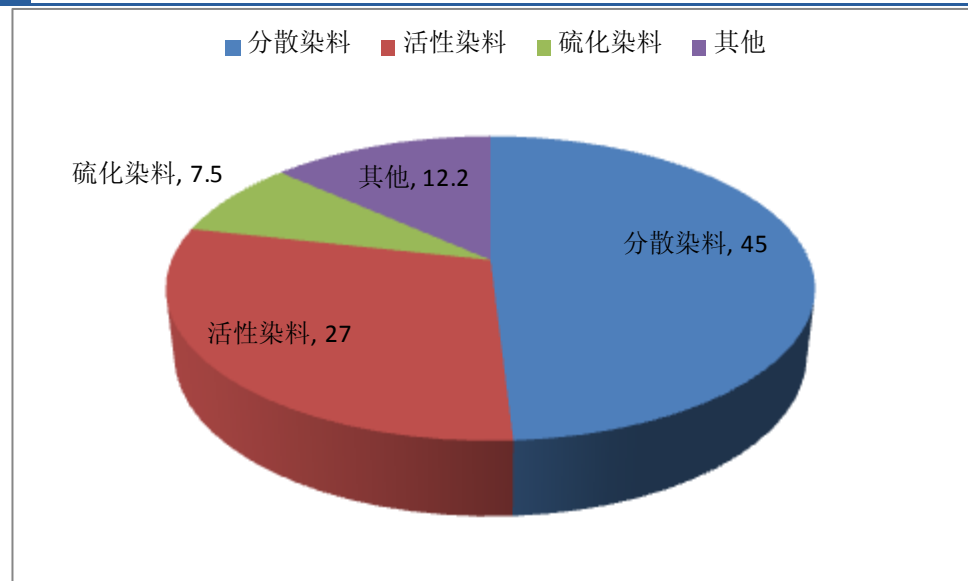


资料来源：中国染料工业协会，长城证券研究所

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，其 2014 年产量分别为 45 万吨、27 万吨和 7.5 万吨，分别占国内染料总产量的 49%、29%和 8%。

图 6: 2014 年国内主要染料品种产量

单位: 万吨

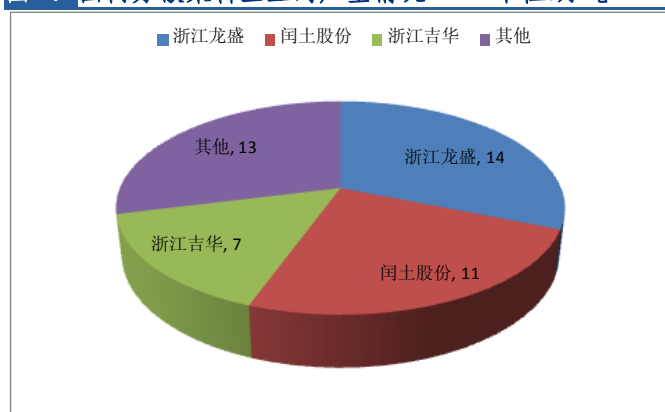


资料来源: 中国染料工业协会, 长城证券研究所

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。国内分散染料产量快速增长, 其产量由 2010 年的 30 万吨提升至 2014 年的 45 万吨, 年均增长约 10%。国内分散染料生产能力排名前三的企业是浙江龙盛、浙江闰土和杭州吉华, 前三大企业产能占国内分散染料总产能的 71%, 行业集中度较高。

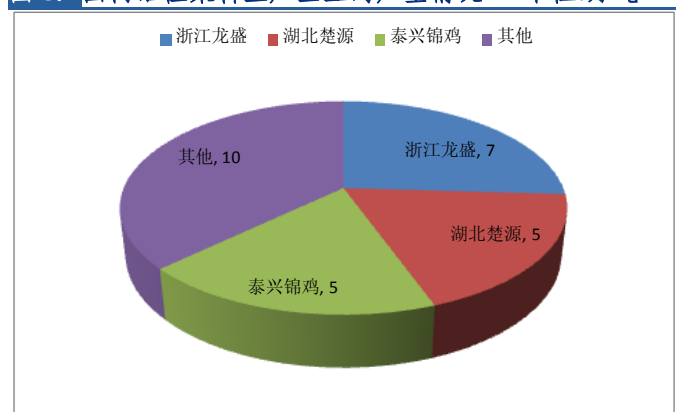
国内活性染料产量也增长较快, 其产量由 2010 年的 20 万吨发展到 2014 年的 27 万吨, 年均增长约 7.8%, 已经发展成为我国除分散染料外的第二大染料品种。国内活性染料前三大企业为浙江龙盛、湖北楚源和泰兴锦鸡, 三家合计产量占国内活性染料总产量的 63%, 行业集中度略低于分散染料。

图 7: 国内分散染料企业的产量情况 单位: 万吨



资料来源: 长城证券研究所

图 8: 国内活性染料生产企业的产量情况 单位: 万吨



资料来源: 长城证券研究所

3. 环保要求提高, 大型企业受益

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。

图 9: 各类染料



资料来源: 长城证券研究所

图 10: 被染料废水污染河流



资料来源: 长城证券研究所

染料行业对环境影响最大的是废水, 据环保部发布的《染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。

表 2: 染料的主要污染物

	主要污染物	污水量 (t 废水 /t 染料)	CODcr(mg/L)
分散染料	亚硝酸钠、硫酸钠、硝基苯等	20-40	2000-6000
活性染料	三聚氰氨、H 酸、钠盐等	10-20	5000-20000
H 酸 (铁粉还原)	硫酸铵、硫酸钠、硫酸等	14-16	30000-50000

资料来源:《染料工业废水处理工程技术规范》环保部, 长城证券研究所

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。

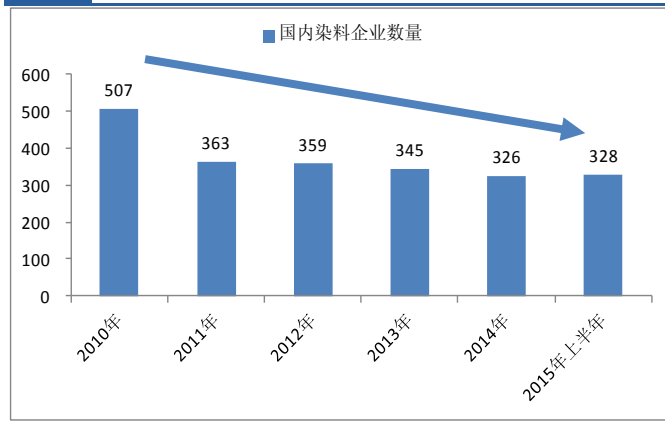
表 3: 浙江省染料产业环境准入要求

单位产品废水量: t/t							
商品染料种类	分散	活性	酸性和直接	阳离子	还原	硫化	偶氮颜料
准入指标	30	3	20	70	50	5	70

资料来源: 浙江省政府, 长城证券研究所

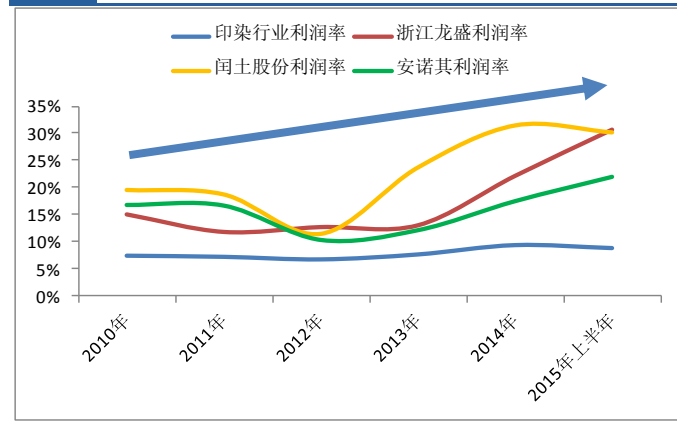
浙江省是我国乃至世界上最大的染料生产基地。“十一五”期间浙江省染料年生产量 40 多万吨, 占全国总产量的 60%以上, 占世界染料总产量的 30%。今年 9 月, G20 峰会将在浙江杭州召开, 为了营造良好的会议环境, 浙江省政府近期已对印染、化工等高污染产业进行了重点整顿, 预计今年污染大户染料行业将受到一定影响, 废水排放不达标的染料企业或将停产整治。

图 11: 国内染料生产企业数量



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 12: 国内染料企业利润率



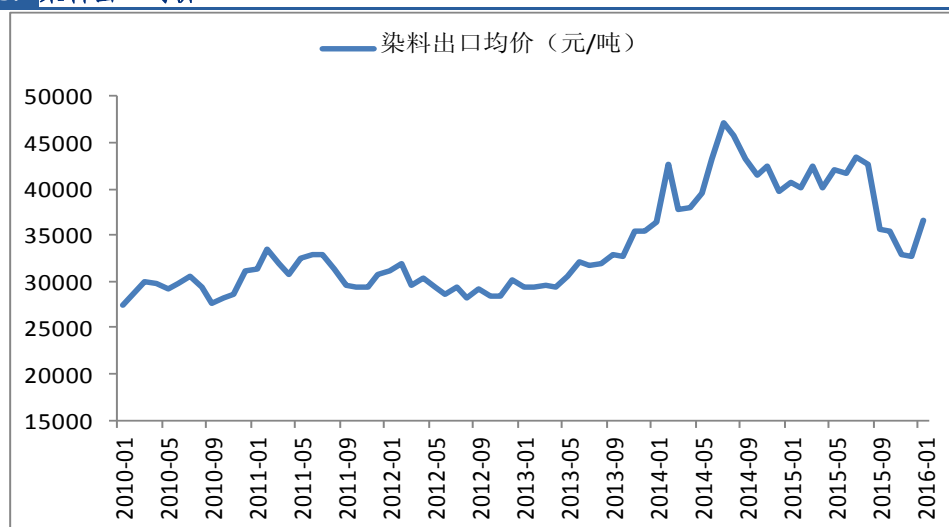
资料来源: wind, 长城证券研究所

染料生产企业已面对越来越严重的环保压力。2014 年 9 月, 内蒙古腾格里沙漠出现巨型排污池的新闻引起了中央领导的高度重视, 3 家涉事染料中间体还原物生产企业均被关停。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, 排名前十的生产企业在环保方面的投资均超过亿元 (浙江龙盛累计环保投资约 5 亿元)。但国内小型染料生产企业由于资金 (国内染料企业平均利润仅 2500 万左右)、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% 逐步提升至 2015 年上半年的 9%; 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, 龙盛、闰土、安诺其三家上市公司的平均销售利润率由 2010 年的 17% 快速提升至 2015 年上半年的 28%。

4. 染料价格上涨, 相关上市公司业绩弹性巨大

随着国家对环境污染治理力度的加大, 染料行业整体集中度不断提高, 行业竞争格局得到了有效的改善, 同时行业加大了环保基础投入和生产技术改造, 染料品种升级换代加快, 市场对高端染料、环保型染料的需求也在不断增长。在上述因素的推动下, 近几年国内染料价格整体呈现上涨趋势。

图 13: 染料出口均价



资料来源: wind, 长城证券研究所

今年以来,受上游染料中间体供应受限,环保因素压制行业供给和下游印染企业因关停预期而满负荷生产库存等多重因素的影响,染料价格开始大幅上涨。以分散黑 ECT300% 为例,今年累计涨幅超过 50%。我们认为,随着经济社会的发展,染料企业清洁化生产是大势所趋,而环境治理成本的提升,中小染料企业必将推出行业竞争,一体化清洁生产的行业龙头企业最终受益。

表 4: 今年以来分散黑 ECT300% 涨价情况

	1 月 1 日	3 月 5 日	3 月 13 日	3 月 16 日	3 月 20 日
分散黑 ECT300%	17000	19000	21000	23000	26000
涨幅		12%	11%	10%	13%

资料来源: 七彩云电商, 长城证券研究所

染料价格上涨,相关上市公司业绩弹性巨大。分散染料每上涨 1000 元/吨,浙江龙盛、闰土股份和安诺其的 EPS 将分别上涨 0.25 元、0.85 元、和 0.40 元;活性染料每上涨 1000 元/吨,浙江龙盛、闰土股份和安诺其的 EPS 将分别上涨 0.12 元、0.30 元、和 0.10 元。业绩弹性从大到小排序为:闰土股份、安诺其、浙江龙盛。

表 5: 染料上市公司业绩弹性测算

	总股本 (亿股)	分散染料产能 (万吨)	活性染料产能 (万吨)	分散染料每涨价 10000 元/吨, EPS 增厚 (元)	活性染料每涨价 10000 元/吨, EPS 增厚 (元)
浙江龙盛	32.53	14	7	0.25	0.12
闰土股份	7.67	11	4	0.85	0.30
安诺其	5.27	3.6	0.85	0.40	0.10

资料来源: wind, 长城证券研究所

5. 风险提示

下游印染需求大幅萎缩，上市公司因环保问题生产受限等。

研究员介绍及承诺

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

余嫒嫒: 2010-2012 年任职于国金证券, 2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>