

多元化样板，化工地产投资三足鼎立

——浙江龙盛（600352）调研简报

2017年05月18日

推荐/维持

浙江龙盛

调研简报

报告摘要：

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。

- ◆ **染料业务不断丰富产品，打造产业链优势。**公司已经是全国最大的染料生产商，但染料市场需求增长缓慢。面对严峻的市场情况，公司采取的营业策略包括：不断丰富产品；做大做强中间体业务，提升产业链优势；加强服务能力，应对行业变化。我们认为公司以染料为核心的特殊化学品业务将保持行业领先地位，为公司贡献稳定的现金流和利润。
- ◆ **地产业务立足上海，稳中求进。**公司房地产业务以城市旧城改造为突破口，立足上海展开项目。由于项目成本较低，且地理位置优越，我们判断公司地产业务风险较小，盈利前景稳定。此外，公司通过持有优质物业，获得租金收入和资产增值收益。地产业务将成为公司业绩的有力补充。
- ◆ **投资业务进退有度，获利颇丰。**公司多年前就开始利用富余资金对外投资，近年来公司加大了对新兴行业的投资力度，公司参股的上海乐进投资了“滴滴打车”、药名康德等公司，预期将获得较好回报。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，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，公司进入了食品添加剂市场。

盈利预测及估值：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值的三驾马车。看好公司的长期投资价值，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.63 元，0.71 元和 0.73 元，对应 PE 分别为 15.4 倍，13.6 倍和 13.3 倍，给予公司“推荐”评级。

风险提示：公司在房地产业务上投资规模较大，项目建设周期较长，如果房地产市场景气度大幅下降，将对公司业绩产生不利影响。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14,842	12,356	13,943	15,279	16,229
增长率(%)	-2.0%	-16.8%	12.8%	9.6%	6.2%
净利润(百万元)	2,878.1	2,482.3	2,352.6	2,619.2	2,668.4
增长率(%)	2.5%	-13.8%	-5.2%	11.3%	1.9%
净资产收益率(%)	18.4%	13.0%	12.2%	12.5%	11.6%
每股收益(元)	0.79	0.62	0.63	0.71	0.73
PE	12.2	15.6	15.4	13.6	13.3
PB	2.3	2.0	1.9	1.7	1.6

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

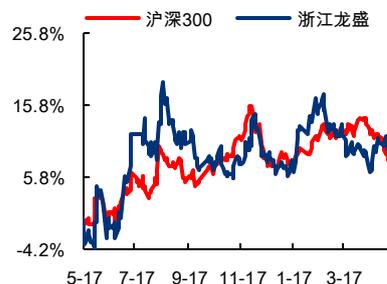
执业证书编号：

S1480512060006

交易数据

52 周股价区间(元)	9.59-8.91
总市值(亿元)	311.99
流通市值(亿元)	293.45
总股本/流通 A 股(万股)	325333/305993
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.63

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 染料业务：不断丰富产品，打造产业链优势	3
2. 地产业务：立足上海，稳中求进	4
3. 投资业务：进退有度，获利颇丰	5
4. 业务持续扩张，ROE 维持在 10% 上方	6
5. 盈利预测及估值	6
6. 风险提示	6

表格目录

表 1: 公司主要地产项目情况	4
表 2: 公司盈利预测表	7

插图目录

图 1: 公司主要产品季度均价走势	3
图 2: 公司投资业务持续贡献净收益	5
图 3: 过去十年公司净资产收益率维持在 10% 上方	6

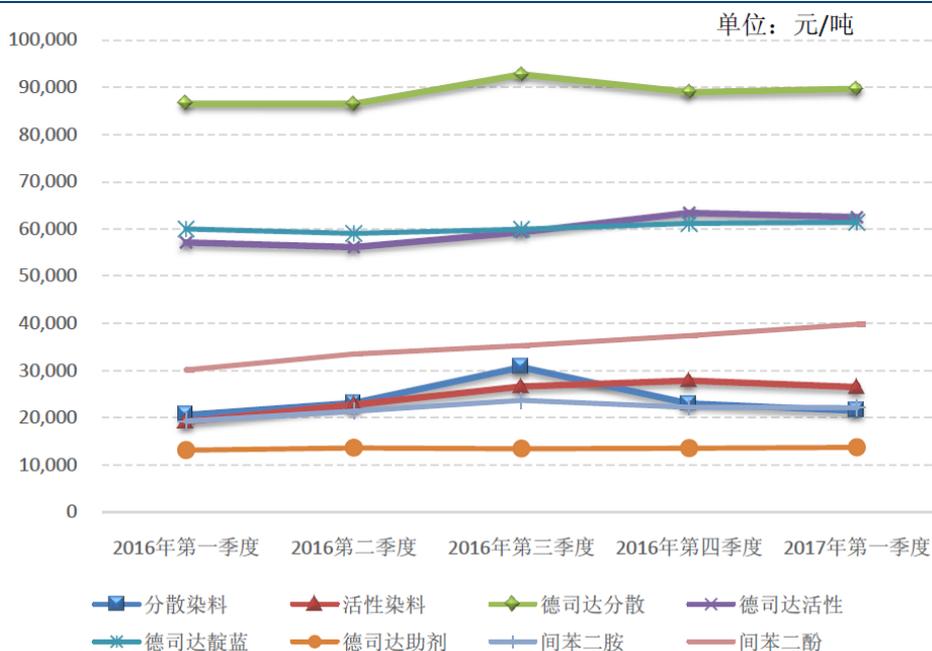
1. 染料业务: 不断丰富产品, 打造产业链优势

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。

图 1: 公司主要产品季度均价走势



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

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。

2. 地产业务: 立足上海, 稳中求进

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。

表 1: 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

资料来源: 公司债券评级报告, 东兴证券研究所

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 季度动工建设, 建设期为 6 年。

我们认为公司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: 进退有度, 获利颇丰

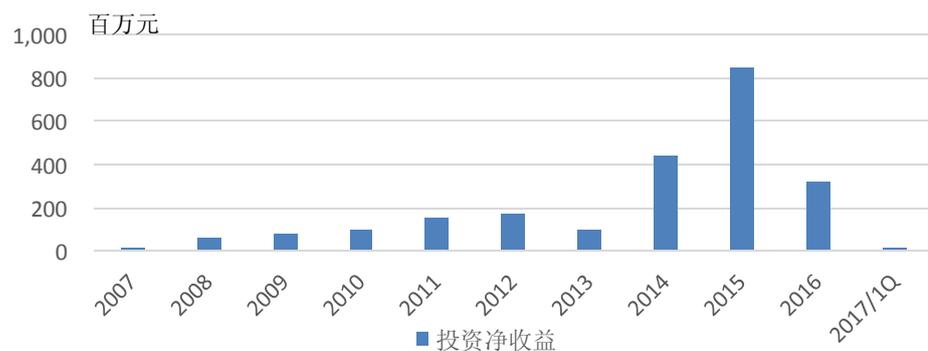
由于染料业务整体市场容量有限, 公司多年前就开始利用富余资金对外投资。过去几年公司取得了良好的投资业绩, 其中公司投资的国瓷材料、滨化股份等成功实现了 IPO, 给公司带来了丰厚的投资回报。

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。

图 2: 公司投资业务持续贡献净收益



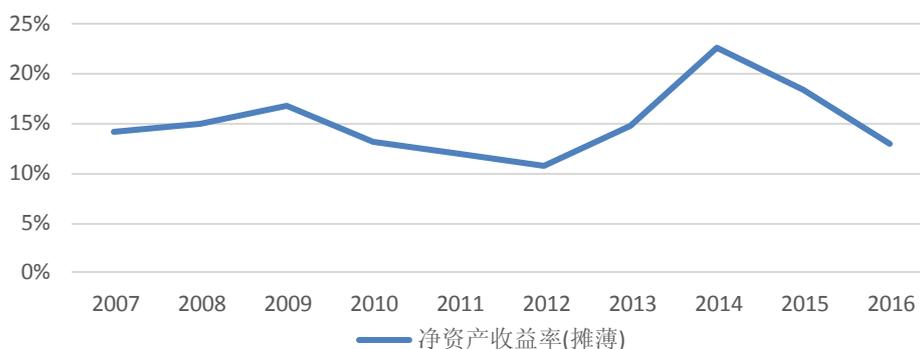
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

4. 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。

图 3: 过去十年公司净资产收益率维持在 10% 上方



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

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。看好公司的长期投资价值, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.63 元, 0.71 元和 0.73 元, 对应 PE 分别为 15.4 倍, 13.6 倍和 13.3 倍, 给予公司“推荐”评级。

6. 风险提示

公司在房地产业务上投资规模较大, 项目建设周期较长, 如果房地产市场景气度大幅下降, 将对公司业绩产生不利影响。

表 2: 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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
流动资产合计	15887	25123	29035	32295	36456	营业收入	14842	12356	13943	15279	16229		
货币资金	3675	3427	3904	5429	7373	营业成本	9731	7774	8999	9553	10388		
应收账款	2175	2177	2483	2721	2890	营业税金及附加	168	79	42	46	49		
其他应收款	880	979	1105	1211	1286	营业费用	1047	986	1115	1146	1217		
预付款项	175	210	255	303	355	管理费用	1298	1224	1325	1452	1379		
存货	6763	16772	19723	20938	22768	财务费用	226	233	260	100	150		
其他流动资产	689	228	228	228	228	资产减值损失	39.49	277.03	16.00	5.00	5.00		
非流动资产合计	10743	14814	9861	9828	9848	公允价值变动收益	0.00	1004.97	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	347	470	40	40	40	投资净收益	849.20	319.79	750.00	300.00	300.00		
固定资产	4916.65	5177.11	5037.29	5289.46	5393.64	营业利润	3183	3109	2936	3278	3341		
无形资产	572	843	758	674	590	营业外收入	201.33	161.26	160.00	160.00	160.00		
其他非流动资产	719	620	0	0	0	营业外支出	51.84	79.72	80.00	80.00	80.00		
资产总计	26631	39936	38896	42123	46304	利润总额	3333	3190	3016	3358	3421		
流动负债合计	8544	10450	7753	7100	7377	所得税	455	708	664	739	753		
短期借款	3111	3625	847	0	0	净利润	2878	2482	2353	2619	2668		
应付账款	1225	1467	1676	1780	1935	少数股东损益	337	453	300	300	300		
预收款项	303	1003	1037	1076	1116	归属母公司净利润	2541	2029	2053	2319	2368		
一年内到期的非	1144	1508	1508	1508	1508	EBITDA	4540	4746	3820	4110	4271		
非流动负债合计	3015	12119	12263	14103	15931	BPS (元)	0.79	0.62	0.63	0.71	0.73		
长期借款	2607	5715	6715	8515	10315	主要财务比率							
应付债券	0	5489	5489	5489	5489		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
负债合计	11559	22569	20015	21203	23308	成长能力							
少数股东权益	1260	1746	2046	2346	2646	营业收入增长	-2.0%	-16.8%	12.85%	9.58%	6.22%		
实收资本 (或股	3253	3253	3253	3253	3253	营业利润增长	0.0%	-4.3%	-5.55%	11.64%	1.92%		
资本公积	1545	1552	1552	1552	1552	归属于母公司净利润	0.3%	-20.2%	1.16%	12.99%	2.12%		
未分配利润	8399	9992	11018	12178	13362	获利能力							
归属母公司股东	13812	15622	16835	18574	20351	毛利率 (%)	34%	37%	35%	37%	36%		
负债和所有者权	26631	39936	38896	42123	46304	净利率 (%)	19%	20%	17%	17%	16%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	3.82%	10%	5%	5%	6%		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	18%	13%	12%	12%	12%		
经营活动现金流	1629	-6075	-2010	1617	1362	偿债能力							
净利润	2878	2482	2353	2619	2668	资产负债率 (%)	43%	57%	51%	50%	50%		
折旧摊销	1131.50	1404.00	0.00	732.09	780.09	流动比率	1.86	2.40	3.75	4.55	4.94		
财务费用	226	233	260	100	150	速动比率	1.07	0.80	1.20	1.60	1.86		
应收账款减少	0	0	209	103	156	营运能力							
预收帐款增加	0	0	35	38	41	总资产周转率	0.60	0.37	0.35	0.38	0.37		
投资活动现金流	-181	-2020	5202	-405	-505	应收账款周转率	6	6	6	6	6		
公允价值变动收	0	1005	0	0	0	应付账款周转率	11.40	9.18	8.87	8.84	8.74		
长期股权投资减	347	470	40	40	40	每股指标 (元)							
投资收益	849	320	750	300	300	每股收益 (最新摊薄)	0.79	0.62	0.63	0.71	0.73		
筹资活动现金流	906	7601	-2715	313	1086	每股净现金流 (最新	0.72	-0.15	0.15	0.47	0.60		
应付债券增加	3111	3625	847	0	0	每股净资产 (最新摊	4.25	4.80	5.17	5.71	6.26		
长期借款增加	2607	5715	6715	8515	10315	估值比率							
普通股增加	1723	0	0	0	0	P/E	12.25	15.57	15.39	13.62	13.34		
资本公积增加	-556	8	0	0	0	P/B	2.29	2.02	1.88	1.70	1.55		
现金净增加额	2354	-495	477	1525	1944	EV/EBITDA	7.66	9.38	11.06	10.14	9.72		

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

联系人简介

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。

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。

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。