业绩体现库存收益，未来看并购整合

天龙集团 (300063.SZ)

分析师：齐求实
执业证书编号：S0050511070001
Tel：010-59355977
Email：qiqs@chinans.com.cn
联系人：黄景文
Tel：010-59355819
Email：huangjw@chinans.com.cn

投资要点：

- 公司公布三季报：今年前三季度，公司实现营业总收入 4.27 亿元，同比增长 65.46%，实现归属于上市公司股东的净利润 1137.42 万元，同比下降 8.41，EPS 0.11 元。今年第三季度，公司实现营业收入 2.07 亿元，同比增长 121.04%，实现归属于上市公司股东的净利润 798.62 万元，同比增长 80.69%，EPS 0.08 元。
- **三季度业绩大幅提升，体现出库存收益，验证我们前期推荐青松股份的主要逻辑判断。**松香是公司水性油墨的主要原料之一，松香的上游是松脂，松香约占松脂的七成。由于今年华南地区多雨，导致松脂的割脂晚于正常年份，加上前两年是小年，脂农的收益很差，导致割脂的意愿不高，所以从今年七月底开始，松脂、松香、松节油开始相继狂飙，涨幅在 40-50%之间。根据公司中报披露的存货明细，公司在 6 月底有原材料存货 6767 万元，产成品 8461 万元，我们认为在第三季度的提价过程中，公司享受到了一定的库存收益。从公司的三季报也能看出，公司第三季度业绩有了较为明显的提升，由于公司收购两家子公司的业绩并表发生在上半年，所以三季度的业绩具有一定的说服力。这验证了我们前期推荐青松股份的主要逻辑。由于对公司产业链整合的不确定性和业绩弹性的考量，我们在前期并未强力推荐，后续我们将会密切跟踪判断。
- **公司未来的发展很大程度上将取决于并购后整合的进展和效果。**公司从 2011 年开始进入上游的林产资源板块，加大对歧化松香的战略布局，选择一条与青松股份、厦门中坤等不一样的发展路径，由于公司的并购项目已经达到 5 个，管理的跨度在加大，各方面的整合需要一定的时间，因此我们认为公司未来的真正发展将会取决于这些子公司的整合效果。
- **出于审慎原则，首次给予“中性”的投资评级。**我们预计公司 2013-2015 年 EPS 为 0.17 元、0.27 元、0.40 元。首次覆盖，给予“中性”的投资评级。
- **风险提示。**松香价格下跌的风险，并购后整合难度高于预期的风险。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	357.81	593.60	654.86	715.11
增长率(%)	1.58	65.90	10.32	9.20
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	14.29	16.91	27.49	39.83
增长率(%)	-24.96	18.37	62.56	44.92
毛利率%	23.48	20.65	22.95	24.78
净资产收益率(%)	2.24	2.34	3.66	5.03
EPS(元)	0.14	0.17	0.27	0.40
P/E(倍)	72.04	60.86	37.44	25.84
P/B(倍)	1.61	2.30	2.21	2.10

数据来源：民族证券

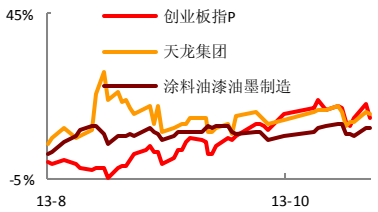
投资评级

本次评级：	中性
跟踪评级：	首次
目标价格：	10.5

市场数据

市价(元)	10.18
上市的流通 A 股(亿股)	0.46
总股本(亿股)	1.01
52 周股价最高最低(元)	11.99-7
上证指数/深证成指	2210.65/8619.64
2012 年股息率	1.3%

52 周相对市场改变



相关研究

财务预测

资产负债表				
单位：百万元	**2012A**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
流动资产	562.41	687.17	795.54	916.39
现金	247.32	149.21	209.80	283.48
应收账款	170.61	284.60	313.98	342.86
其他应收款	14.83	24.82	26.59	28.34
预付账款	9.95	11.38	12.56	13.71
存货	119.71	217.15	232.62	247.99
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	190.79	378.42	404.85	431.09
长期投资	9.84	9.84	9.84	9.84
固定及无形资产	178.51	362.34	388.15	413.79
其他	2.44	6.24	6.86	7.46
资产总计	753.21	1065.59	1200.39	1347.48
流动负债	**100.55**	**279.63**	**385.67**	**491.65**
短期借款	55.00	200.00	300.00	400.00
应付账款	42.37	71.50	76.70	81.86
其他	3.18	8.13	8.97	9.80
非流动负债	5.94	62.03	63.31	64.58
长期借款	0.00	50.00	50.00	50.00
其他	5.94	12.03	13.31	14.58
负债合计	106.49	341.67	448.98	556.24
少数股东权益	6.62	6.62	6.62	6.62
归属母公司股东权益	640.10	717.30	744.79	784.62
负债和股东权益	753.21	1065.59	1200.39	1347.48

现金流量表				
单位：百万元	**2012A**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
经营活动现金流	-54.65	-152.25	11.44	26.26
净利润	14.46	16.91	27.49	39.83
资产减值损失	3.01	2.97	3.27	3.58
折旧摊销	10.72	18.12	19.41	20.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-6.09	2.97	6.55	7.15
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资本变化	-76.93	-191.75	-45.02	-44.75
递延税款变化	0.18	-1.46	-0.25	-0.23
投资活动现金流	-78.98	-204.61	-45.53	-46.63
资本支出	-69.14	-204.61	-45.53	-46.63
其他投资	-9.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	52.99	258.75	94.68	94.05
短期借款	54.95	201.42	101.23	101.20
新发股份	-0.00	70.35	0.00	-0.00
分红	-10.05	-10.05	0.00	0.00
少数股东融资	2.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	6.09	-2.97	-6.55	-7.15
现金净增加额	-80.64	-98.11	60.59	73.68

利润表				
单位：百万元	**2012A**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
营业收入	357.81	593.60	654.86	715.11
营业成本	273.80	471.04	504.60	537.93
营业税金及附	1.52	2.08	2.29	2.50
销售费用	28.04	41.55	45.84	50.06
管理费用	38.52	53.42	58.94	64.36
财务费用	-6.09	2.97	6.55	7.15
资产减值损失	3.01	2.97	3.27	3.58
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	19.00	19.58	33.37	49.53
利润总额	20.01	22.55	36.65	53.11
所得税	5.55	5.64	9.16	13.28
净利润	14.46	16.91	27.49	39.83
少数股东损益	0.17	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利	14.29	16.91	27.49	39.83
EBITDA	23.63	40.66	59.33	77.37
EPS（元）	0.142	0.168	0.273	0.396

主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	1.58%	65.90%	10.32%	9.20%
营业利润	**-23.05%**	**3.03%**	**70.48%**	**48.42%**
归属母公司净	**-24.96%**	**18.37%**	**62.56%**	**44.92%**
获利能力				
毛利率	23.48%	20.65%	22.95%	24.78%
净利率	4.04%	2.85%	4.20%	5.57%
ROE	2.24%	2.34%	3.66%	5.03%
ROIC	2.03%	2.01%	3.29%	4.34%
偿债能力				
资产负债率	14.14%	32.06%	37.40%	41.28%
净负债比率	-28.89%	15.56%	20.40%	22.85%
流动比率	559.33%	245.74%	206.28%	186.39%
速动比率	4.40	1.68	1.46	1.36
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.56	0.55	0.53
应收帐款周转	2.10	2.09	2.09	2.09
应付帐款周转	6.50	6.64	6.64	6.64
每股指标(元)				
每股收益	0.142	0.168	0.273	0.396
每股经营现金	-0.50	-0.95	0.07	0.16
每股净资产	6.37	4.46	4.63	4.88
估值比率				
P/E	72.04	60.86	37.44	25.84
P/B	1.61	2.30	2.21	2.10
EV/EBITDA	38.15	49.80	36.55	29.71

数据来源：贝格数据，民族证券

分析师简介

齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08 年 12 月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，从事化工、纺织行业研究工作，两年证券行业研究经验。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)