

2014年09月19日

浙江龙盛 (600352.SH)

宁夏明盛沙漠污染事件升级，还原物将直接面临缺货局面，分散染料供给将面临有史以来最大冲击

■分散染料的原材料还原物 60%以上产能关停，且明年上半年以前无法复产，意味着分散染料未来供给将出现明显缺口：近期宁夏明盛被媒体曝光沙漠污染事件，工厂随后被停产，我们跟踪行业了解到另外两家还原物生产企业宁夏中卫鑫三元、内蒙古腾化目前也处于停产状态。宁夏明盛新厂设立在中卫，原计划10月份投产，受老厂区污染曝光影响也将向后推迟，而废酸处理装置最快也需要6个月时间，环评或许还要重做，因此我们预计15年5月份前将难以投产。行业月产量约2500吨，明盛为1500吨，龙盛500-600吨，其余为500吨，宁夏明盛等停产意味着60%以上产能没有了。国内还原物生产技术分为两种，上述三家企业为铁粉还原法、铁泥固废污染、废酸难以处理，浙江龙盛为加氢还原法、废酸通过氨中和制备硫酸铵，三家停产后龙盛开工稳定且目前为国内唯一供应商、主要为自用。

■几大厂商库存2个月，但一旦需求起来，将快速消耗，价格已开始大幅上涨：库存方面，几大厂商预计仅为2-3个月用量，随着消耗供需失衡的局面将会逐渐显现。价格方面，还原物已由前期的3.8万元/吨上涨至10万元/吨，而还原物又是分散染料必不可少原材料，预计价格仍有大幅上涨可能且难以保证供应，小型分散染料企业将被迫停产、限产，行业供给面临有史以来最大冲击，分散染料价格大概率将继续上涨。

■染料出货量复苏，预计未来成为价值成长品：从分散染料出货量来看，目前下游需求逐步复苏，浙江龙盛9月10日后日均发货量约为300吨，是8月份的2倍左右。在低成本、原材料中间体配套、专利垄断等因素作用下染料龙头企业优势依然显著，我们预计染料行业格局将会类似MDI、盈利能力将趋于稳定，目前浙江龙盛PE为8倍属于低估。对比MDI和染料可知，国内企业即是全球龙头，具备定价权，未来行业供需格局相对稳定，盈利将维持在较高水平。

■现金流充沛，外延预期强烈：在染料、中间体等内生增长带动下，龙盛现金流极其充沛，目前负债率处于历史较低水平，已申请巨额度超级短融，我们认为未来外延预期强烈。我们预计公司14-16年EPS为1.79、2.15和2.57元，维持买入-A评级，目标价21.5元

■风险提示：染料需求持续低迷、外延扩张低于预期的风险等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,649.3	14,085.8	17,028.8	18,517.8	21,702.9
净利润	830.3	1,349.1	2,706.1	3,257.1	3,896.9
每股收益(元)	0.54	0.88	1.79	2.15	2.57
每股净资产(元)	5.00	5.99	7.24	8.82	10.66

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	27.1	16.7	8.2	6.8	5.7
市净率(倍)	2.9	2.5	2.0	1.7	1.4
净利润率	10.9%	9.6%	15.9%	17.6%	18.0%
净资产收益率	10.9%	14.7%	24.7%	24.4%	24.1%
股息收益率	1.1%	1.8%	3.2%	4.2%	5.0%
ROIC	7.8%	16.3%	25.4%	28.8%	28.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告
印染化学品

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

21.50元

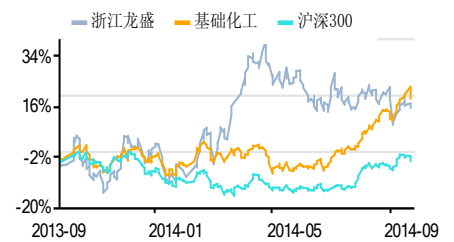
股价(2014-09-18)

14.71元

交易数据

总市值(百万元)	22,505.80
流通市值(百万元)	22,505.80
总股本(百万股)	1,529.97
流通股本(百万股)	1,529.97
12个月价格区间	10.98/17.95元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.04	-11.09	15.81
绝对收益	-3.60	0.41	14.83

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

相关报告

上半年看染料弹性，下半年 2014-08-28
看染料格局稳定下的需求回
暖和现金流充沛下的外延扩
张

财务报表预测和估值数据汇总(2014年09月19日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入						成长性					
营业收入	7,649.3	14,085.8	17,028.8	18,517.8	21,702.9	营业收入增长率	-7.0%	84.1%	20.9%	8.7%	17.2%
减:营业成本	6,180.7	9,868.4	11,076.3	11,935.2	13,955.0	营业利润增长率	-25.5%	188.8%	91.4%	20.8%	21.7%
营业税费	79.6	104.2	138.6	160.2	175.0	净利润增长率	2.4%	62.5%	100.6%	20.4%	19.6%
销售费用	212.3	1,030.5	1,106.9	1,046.3	1,215.4	EBITDA 增长率	-23.8%	144.1%	63.8%	18.1%	17.7%
管理费用	598.1	1,106.5	1,328.2	1,351.8	1,573.5	EBIT 增长率	-35.7%	204.7%	76.5%	19.1%	18.9%
财务费用	40.2	215.8	127.7	97.4	4.1	NOPLAT 增长率	-36.5%	191.4%	86.4%	19.1%	18.9%
资产减值损失	123.9	164.9	-	-	-	投资资本增长率	39.2%	19.9%	4.7%	21.8%	-7.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	16.4%	18.8%	18.7%	20.9%	20.8%
投资和汇兑收益	173.7	102.7	-	-	-	利润率					
营业利润	588.1	1,698.3	3,251.0	3,927.0	4,780.0	毛利率	19.2%	29.9%	35.0%	35.5%	35.7%
加:营业外净收支	373.9	119.2	-	-	-	营业利润率	7.7%	12.1%	19.1%	21.2%	22.0%
利润总额	962.1	1,817.5	3,251.0	3,927.0	4,780.0	净利率	10.9%	9.6%	15.9%	17.6%	18.0%
减:所得税	152.6	354.8	487.7	589.0	717.0	EBITDA/营业收入	12.7%	16.8%	22.8%	24.8%	24.9%
净利润	830.3	1,349.1	2,706.1	3,257.1	3,896.9	EBIT/营业收入	8.2%	13.6%	19.8%	21.7%	22.0%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资本周转天数	168	110	99	94	80
货币资金	1,573.6	1,698.1	2,043.5	2,222.1	3,361.2	流动营业资本周转天数	161	127	122	143	136
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	529	274	310	327	304
应收账款	2,461.6	2,374.4	3,301.9	4,962.1	3,161.5	应收账款周转天数	119	62	60	80	67
应收票据	1,306.8	1,898.7	2,947.5	2,426.7	3,377.9	存货周转天数	196	115	132	131	122
预付账款	309.6	435.4	1,746.5	191.4	1,831.4	总资产周转天数	809	462	473	472	429
存货	4,575.3	4,397.3	8,136.1	5,344.1	9,402.7	投资资本周转天数	382	265	245	256	231
其他流动资产	222.7	167.9	133.7	174.7	158.8	投资回报率					
可供出售金融资产	789.5	985.2	768.8	847.8	867.3	ROE	10.9%	14.7%	24.7%	24.4%	24.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	7.7%	10.7%	14.6%	14.1%
长期股权投资	413.0	730.1	730.1	730.1	730.1	ROIC	7.8%	16.3%	25.4%	28.8%	28.1%
投资性房地产	7.1	22.5	22.5	22.5	22.5	费用率					
固定资产	4,027.5	4,582.4	4,830.5	4,839.5	4,747.0	销售费用率	2.8%	7.3%	6.5%	5.7%	5.6%
在建工程	553.7	317.0	81.7	29.1	26.5	管理费用率	7.8%	7.9%	7.8%	7.3%	7.3%
无形资产	507.1	543.7	526.4	509.1	491.9	财务费用率	0.5%	1.5%	0.7%	0.5%	0.0%
其他非流动资产	406.0	822.1	462.0	577.2	614.6	三费/营业收入	11.1%	16.7%	15.0%	13.5%	12.9%
资产总额	17,153.2	18,974.6	25,731.2	22,876.5	28,793.3	偿债能力					
短期债务	2,966.9	2,779.5	2,723.9	3,138.0	200.0	资产负债率	51.2%	47.6%	54.1%	37.6%	40.1%
应付账款	1,118.2	1,297.6	2,152.2	1,831.6	2,190.3	负债权益比	104.9%	90.8%	118.0%	60.2%	67.0%
应付票据	595.0	355.5	2,154.6	169.8	2,238.3	流动比率	1.37	1.62	1.39	1.98	2.00
其他流动负债	2,974.6	2,335.7	6,140.0	2,607.8	6,004.9	速动比率	0.77	0.97	0.77	1.29	1.12
长期借款	672.9	1,316.5	200.0	200.0	200.0	利息保障倍数	15.64	8.87	26.46	41.31	1,155.13
其他非流动负债	453.8	947.6	555.8	652.4	718.6	分红指标					
负债总额	8,781.3	9,032.3	13,926.5	8,599.6	11,552.1	DPS(元)	0.16	0.27	0.47	0.62	0.74
少数股东权益	722.7	778.4	832.8	912.3	1,074.7	分红比率	30.1%	30.6%	26.3%	29.0%	28.6%
股本	1,468.4	1,515.9	1,515.9	1,515.9	1,515.9	股息收益率	1.1%	1.8%	3.2%	4.2%	5.0%
留存收益	6,102.4	7,676.7	9,456.1	11,848.7	14,650.6	业绩和估值指标					
股东权益	8,372.0	9,942.3	11,804.7	14,276.9	17,241.2	EPS(元)	0.54	0.88	1.79	2.15	2.57
现金流量表						BVPS(元)	5.00	5.99	7.24	8.82	10.66
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	PE(X)	27.1	16.7	8.2	6.8	5.7
净利润	809.4	1,462.8	2,706.1	3,257.1	3,896.9	PB(X)	2.9	2.5	2.0	1.7	1.4
加:折旧和摊销	346.3	460.1	504.4	560.9	612.3	P/FCF	-15.8	47.4	36.4	19.3	10.5
资产减值准备	123.9	164.9	-	-	-	P/S	2.9	1.6	1.3	1.2	1.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	11.0	9.4	6.0	5.1	3.6
财务费用	33.1	129.9	127.7	97.4	4.1	CAGR(%)	60.4%	40.6%	50.0%	60.4%	40.6%
投资损失	-173.7	-102.7	-	-	-	PEG	0.4	0.4	0.2	0.1	0.1
少数股东损益	-20.8	113.7	57.2	80.9	166.1	ROIC/WACC	0.8	1.7	2.6	3.0	2.9
营运资金的变动	-1,086.8	-1,641.6	-179.5	-2,763.7	940.6	REP	1.4	1.2	0.8	0.5	0.5
经营活动产生现金流量	1,089.0	892.1	3,215.9	1,232.6	5,620.0						
投资活动产生现金流量	150.8	-1,276.2	-282.7	-579.1	-519.7						
融资活动产生现金流量	-2,556.1	605.7	-2,587.8	-474.8	-3,961.3						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

