

2014年12月14日

浙江龙盛 (600352.SH)

公司快报

证券研究报告

印染化学品

环保严厉下染料及其中间体将再遇供给冲击

■分散染料的原材料还原物60%以上产能关停，且15年上半年以前无法复产：9月底宁夏明盛被媒体曝光沙漠污染事件，工厂随后被停产，另外两家还原物生产企业宁夏中卫鑫三元、内蒙古图腾化工也随即停产。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“间歇硝化+铁粉还原法”、铁泥固废污染、废酸难以处理并产生大量废水，浙江龙盛为“连续硝化+加氢还原法”、废酸通过氨中和制备硫酸铵，无固废和废水污染，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。

■还原物短缺导致分散染料向龙头企业集中逻辑开始兑现，预计价格有望大幅上涨：还原物是分散染料必不可少原材料，虽然此前价格由3.8万元/吨上涨至7-8万元/吨，但染料厂商初期存有部分还原物和染料库存，短期内染料价格并未出现大幅上涨。随着库存消耗，还原物目前面临难以保证供应局面，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。目前经销商和下游印染企业存在补库存和刚性需求，龙头企业出货量大幅增加到前期的两到三倍，我们预计分散染料价格大概率将继续大幅上涨。

■环保对染料全产业链的影响仍将持续进行，利好一体化企业：我们从行业了解第五大分散染料厂宇田科技2.5万吨产能也于两周前停产。染料行业从上游到终端的各个产品间苯二胺、还原物、H酸、分散染料和活性染料等均有不同程度的环保问题，废水和固废产生量巨大，环保对行业的影响不仅仅是体现在某一两个产品上，而是全产业链的，利好大型具备产业链一体化的染料厂商，浙江龙盛作为全系列闭环生产企业最为受益。

■现金流充沛，外延预期强烈：我们认为未来染料行业三大家垄断格局稳定，价格上涨刚性不可逆。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，管理团队大手笔参与增发锁定三年体现信心，未来现金流充沛下外延是必经之路。我们预计公司14-16年EPS为1.79、2.34和2.68元，格局稳定、蓝筹股估值未来提升，公司严重低估，维持买入-A评级，目标价23.4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	18,927.6	21,333.4
净利润	830.3	1,349.1	2,706.1	3,550.2	4,058.0
每股收益(元)	0.54	0.88	1.79	2.34	2.68
每股净资产(元)	5.00	5.99	7.24	8.95	10.88

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	31.7	19.5	9.6	7.3	6.4
市净率(倍)	3.4	2.9	2.4	1.9	1.6
净利润率	10.9%	9.6%	15.9%	18.8%	19.0%
净资产收益率	10.9%	14.7%	24.7%	26.2%	24.6%
股息收益率	0.9%	1.6%	2.7%	3.9%	4.5%
ROIC	7.8%	16.3%	25.4%	31.4%	28.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

23.40元

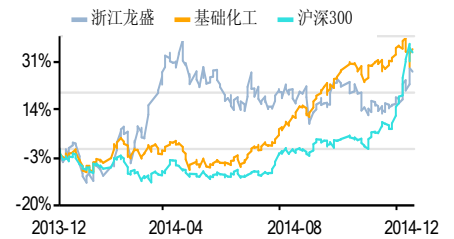
股价(2014-12-12)

17.19元

交易数据

总市值(百万元)	26,300.11
流通市值(百万元)	26,300.11
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	11.38/17.95元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.13	-14.50	-1.08
绝对收益	18.96	16.46	31.42

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

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaqing@essence.com.cn

相关报告

淡季需求低迷使得业绩环比下滑，染料价格坚挺且出货量复苏	2014-10-27
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	2014-09-19
上半年看染料弹性，下半年看染料格局稳定下的需求回	2014-08-28

财务报表预测和估值数据汇总(2014年12月13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	7,649.3	14,085.8	17,028.8	18,927.6	21,333.4	成长性					
减:营业成本	6,180.7	9,868.4	11,076.3	11,935.2	13,457.1	营业收入增长率	-7.0%	84.1%	20.9%	11.2%	12.7%
营业税费	79.6	104.2	138.6	163.7	172.0	营业利润增长率	-25.5%	188.8%	91.4%	31.7%	16.3%
销售费用	212.3	1,030.5	1,106.9	1,069.4	1,194.7	净利润增长率	2.4%	62.5%	100.6%	31.2%	14.3%
管理费用	598.1	1,106.5	1,328.2	1,381.7	1,546.7	EBITDA 增长率	-23.8%	144.1%	63.8%	27.2%	12.9%
财务费用	40.2	215.8	127.7	97.2	-14.7	EBIT 增长率	-35.7%	204.7%	76.5%	29.6%	13.4%
资产减值损失	123.9	164.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	-36.5%	191.4%	86.4%	29.6%	13.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	39.2%	19.9%	4.7%	23.4%	-13.6%
投资和汇兑收益	173.7	102.7	-	-	-	净资产增长率	16.4%	18.8%	18.7%	22.8%	21.3%
营业利润	588.1	1,698.3	3,251.0	4,280.4	4,977.6	利润率					
加:营业外净收支	373.9	119.2	-	-	-	毛利率	19.2%	29.9%	35.0%	36.9%	36.9%
利润总额	962.1	1,817.5	3,251.0	4,280.4	4,977.6	营业利润率	7.7%	12.1%	19.1%	22.6%	23.3%
减:所得税	152.6	354.8	487.7	642.1	746.6	净利润率	10.9%	9.6%	15.9%	18.8%	19.0%
净利润	830.3	1,349.1	2,706.1	3,550.2	4,058.0	EBITDA/营业收入	12.7%	16.8%	22.8%	26.1%	26.1%
						EBIT/营业收入	8.2%	13.6%	19.8%	23.1%	23.3%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	168	110	99	92	81
货币资金	1,573.6	1,698.1	2,043.5	2,271.3	4,409.0	流动营业资本周转天数	161	127	122	142	134
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	529	274	310	323	311
应收账款	2,461.6	2,374.4	3,301.9	5,145.0	2,840.3	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	2,545.7	3,160.1	存货周转天数	196	115	132	128	120
预付帐款	309.6	435.4	1,746.5	191.4	1,759.2	总资产周转天数	809	462	473	466	438
存货	4,575.3	4,397.3	8,136.1	5,344.1	8,876.6	投资资本周转天数	382	265	245	252	230
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%	26.2%	24.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	7.7%	10.7%	15.7%	14.7%
长期股权投资	413.0	730.1	730.1	730.1	730.1	ROIC	7.8%	16.3%	25.4%	31.4%	28.8%
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%	-0.1%
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%	12.8%
资产总额	17,153.2	18,974.6	25,731.2	23,227.5	28,703.8	偿债能力					
短期债务	2,966.9	2,779.5	2,723.9	3,162.9	200.0	资产负债率	51.2%	47.6%	54.1%	37.6%	38.8%
应付帐款	1,118.2	1,297.6	2,152.2	1,831.6	2,046.8	负债权益比	104.9%	90.8%	118.0%	60.3%	63.3%
应付票据	595.0	355.5	2,154.6	169.8	2,152.4	流动比率	1.37	1.62	1.39	1.99	2.08
其他流动负债	2,974.6	2,335.7	6,140.0	2,718.5	5,807.7	速动比率	0.77	0.97	0.77	1.31	1.21
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	45.02	-338.18
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	8,735.2	11,125.5	DPS(元)	0.16	0.27	0.47	0.68	0.77
少数股东权益	722.7	778.4	832.8	919.5	1,088.6	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	0.9%	1.6%	2.7%	3.9%	4.5%
留存收益	6,102.4	7,676.7	9,456.1	12,057.0	14,973.9						
股东权益	8,372.0	9,942.3	11,804.7	14,492.3	17,578.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.54	0.88	1.79	2.34	2.68
净利润	809.4	1,462.8	2,706.1	3,550.2	4,058.0	BVPS(元)	5.00	5.99	7.24	8.95	10.88
加:折旧和摊销	346.3	460.1	504.4	560.9	612.3	PE(X)	31.7	19.5	9.6	7.3	6.4
资产减值准备	123.9	164.9	-	-	-	PB(X)	3.4	2.9	2.4	1.9	1.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-18.5	55.4	42.6	20.3	8.2
财务费用	33.1	129.9	127.7	97.2	-14.7	P/S	3.4	1.9	1.5	1.4	1.2
投资损失	-173.7	-102.7	-	-	-	EV/EBITDA	11.0	9.4	6.9	5.5	4.0
少数股东损益	-20.8	113.7	57.2	88.2	173.0	CAGR(%)	65.0%	42.5%	50.0%	65.0%	42.5%
营运资金的变动	-1,086.8	-1,641.6	-179.5	-2,954.8	1,842.4	PEG	0.5	0.5	0.2	0.1	0.2
经营活动产生现金流量	1,089.0	892.1	3,215.9	1,341.7	6,671.0	ROIC/WACC	0.8	1.7	2.6	3.2	2.9
投资活动产生现金流量	150.8	-1,276.2	-282.7	-579.1	-519.7	REP	1.4	1.2	0.9	0.6	0.6
融资活动产生现金流量	-2,556.1	605.7	-2,587.8	-534.7	-4,013.7						

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

