

2014年12月23日

浙江龙盛 (600352.SH)

看好染料第三波冲击, 看重染料价格更要看重染料行业格局

■投资要点: 过去两年我们坚定看好浙江龙盛, 全市场跟踪最紧密, 基本每个波段都是我们跟踪推荐, 站在目前时点我们继续看好 2015 年浙江龙盛第三波冲击!

■环保持续严厉, 预计还原物将被龙盛垄断: 见正文。

■公司多年坚持研发实现产业链闭环, 带来全局掌控力: 见正文。

■公司是典型的轻资产、高收益企业: 什么样的化工企业最赚钱? 龙盛染料和中间体固定资产约为 20 多亿, 预计 14 年赚 20 亿、15 年赚 40 亿。一个传统行业有如此高的收益率, 背后的逻辑是什么? 龙盛董事长复旦高分子材料科班出身, 深谙化工行业竞争的本质是控制核心环节, 且作为一个有社会责任的企业家, 领先行业数年抓环保, 实现核心产品如 H 酸、还原物、间苯二胺等的清洁生产, 其他企业短期难以复制, 更何况龙盛是一体化布局, 越做越环保、越精细、效率越高, 其他企业也已经没有能力和机会去复制。

■预计 15 年下游需求好转, 而供给将继续收缩: 14 年下半年受染料高库存和下游需求低迷影响, 染料价格横盘半年, 临近年底随着染料及还原物等原材料中间体库存消化完毕, 染料行业将库存空空进入 2015 年。且我们认为下游服装纺织行业需求相对刚性, 预计 15 年需求应好于 14 年。

■目前估值安全, 外延预期强烈: 公司目前 270 亿市值, 对应 14 年 10 倍 pe、15 年 6.5 倍 pe, 考虑 14、15 年净利润, 以及投资收回, 预计 15 年在手资金 100 亿。同时公司目前已注册完成的银行间中票短融、超短融和银团贷款已经超过 100 亿 (不算银行授信), 具备极强外延并购能力。

■预计未来盈利仍将大幅增长, 买入-A 评级, 目标价 31 元: 公司董事长和管理层对公司未来信心极强, 董事长今年一次行权、一次增持、一次增发, 同时此次增发董事长和高管集体锁定三年 (考虑资金成本预计 15 元以上的价格)。不考虑染料涨价, 按照目前分散染料 4.5 万/吨, 预计静态利润 37 亿元, 假设分散染料涨价 1 万元/吨, 预计龙盛 15 年净利润 50 亿元。我们暂预计 14-16 年 EPS 为 1.68、2.71 和 3.47 元, 给予约 500 亿元市值目标, 买入-A 评级, 对应目标价格 31 元。坚定看好未来染料涨价和龙盛对染料行业控制力带来的持续盈利增长。

■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	16,752.8	20,139.5	22,699.2
净利润	830.3	1,349.1	2,550.2	4,103.9	5,264.7
每股收益(元)	0.54	0.88	1.68	2.71	3.47
每股净资产(元)	5.00	5.99	7.16	9.14	11.63

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	32.7	20.1	10.5	6.5	5.1
市净率(倍)	3.5	3.0	2.5	1.9	1.5
净利润率	10.9%	9.6%	15.2%	20.4%	23.2%
净资产收益率	10.9%	14.7%	23.5%	29.6%	29.9%
股息收益率	0.9%	1.5%	2.5%	4.4%	5.6%
ROIC	7.8%	16.3%	23.9%	36.8%	34.4%

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。

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

31.00 元

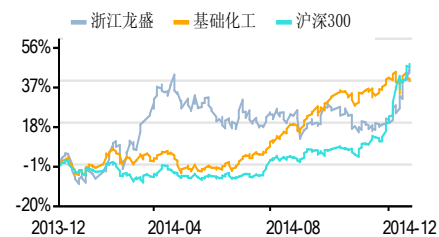
股价 (2014-12-22)

17.72 元

交易数据

总市值 (百万元)	27,111.00
流通市值 (百万元)	27,111.00
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	11.38/17.96 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-10.76	-29.97	-5.29
绝对收益	20.63	12.72	43.71

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

环保严厉下染料及其中间体将再遇供给冲击	2014-12-14
淡季需求低迷使得业绩环比下滑, 染料价格坚挺且出货量大复苏	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冲击	2014-09-19

■**公司多年坚持研发实现产业链闭环，带来全局掌控力：**染料是目前化工子行业中少有掌握全球定价能力的行业，背后是浙江龙盛多年坚持技术工艺研发实现核心环节产品全部自给、且均实现环保的技术工艺，在目前环保严厉下实现对整个行业的控制，这种控制不是垄断，而是对全局的掌控能力，其他染料企业已经无法再与其竞争，只有选择跟随！

■**公司是典型的轻资产、高收益企业：**什么样的化工企业最赚钱？龙盛染料和中间体固定资产约为 20 多亿，预计 14 年赚 20 亿、15 年赚 40 亿。一个传统行业有如此高的收益率，背后的逻辑是什么？龙盛董事长复旦高分子材料科班出身，深谙化工行业竞争的本质是控制核心环节，且作为一个有社会责任的企业家，领先行业数年抓环保，实现核心产品如 H 酸、还原物、间苯二胺等的清洁生产，其他企业短期难以复制，更何况龙盛是一体化布局，越做越环保、越精细、效率越高，其他企业也已经没有能力和机会去复制。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年12月22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	16,752.8	20,139.5	22,699.2	成长性					
减:营业成本	6,180.7	9,868.4	11,029.9	12,283.9	13,165.6	营业收入增长率	-7.0%	84.1%	18.9%	20.2%	12.7%
营业税费	79.6	104.2	136.4	174.2	183.1	营业利润增长率	-25.5%	188.8%	80.4%	61.5%	30.5%
销售费用	212.3	1,030.5	1,088.9	1,137.9	1,271.2	净利润增长率	2.4%	62.5%	89.0%	60.9%	28.3%
管理费用	598.1	1,106.5	1,306.7	1,470.2	1,645.7	EBITDA 增长率	-23.8%	144.1%	55.8%	52.5%	25.1%
财务费用	40.2	215.8	127.1	125.3	-24.0	EBIT 增长率	-35.7%	204.7%	66.7%	59.0%	26.8%
资产减值损失	123.9	164.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	-36.5%	191.4%	76.1%	59.0%	26.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	39.2%	19.9%	3.6%	35.6%	-26.4%
投资和汇兑收益	173.7	102.7	-	-	-	净资产增长率	16.4%	18.8%	17.5%	26.5%	27.0%
营业利润	588.1	1,698.3	3,063.7	4,948.0	6,457.7	利润率					
加:营业外净收支	373.9	119.2	-	-	-	毛利率	19.2%	29.9%	34.2%	39.0%	42.0%
利润总额	962.1	1,817.5	3,063.7	4,948.0	6,457.7	营业利润率	7.7%	12.1%	18.3%	24.6%	28.4%
减:所得税	152.6	354.8	459.6	742.2	968.7	净利润率	10.9%	9.6%	15.2%	20.4%	23.2%
净利润	830.3	1,349.1	2,550.2	4,103.9	5,264.7	EBITDA/营业收入	12.7%	16.8%	22.1%	28.0%	31.0%
						EBIT/营业收入	8.2%	13.6%	19.0%	25.2%	28.3%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	168	110	101	86	76
货币资金	1,573.6	1,698.1	2,010.3	2,416.7	6,540.3	流动营业资本周转天数	161	127	123	144	129
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	529	274	312	317	315
应收账款	2,461.6	2,374.4	3,209.9	5,777.8	2,718.7	应收账款周转天数	119	62	60	80	67
应收票据	1,306.8	1,898.7	2,869.0	2,975.9	3,095.2	存货周转天数	196	115	134	124	110
预付帐款	309.6	435.4	1,737.3	257.2	1,651.2	总资产周转天数	809	462	477	451	434
存货	4,575.3	4,397.3	8,083.6	5,790.5	8,122.1	投资资本周转天数	382	265	248	247	219
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%	23.5%	29.6%	29.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	7.7%	10.2%	16.9%	18.4%
长期股权投资	413.0	730.1	730.1	730.1	730.1	ROIC	7.8%	16.3%	23.9%	36.8%	34.4%
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%	0.8%	0.6%	-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%	15.1%	13.6%	12.7%
资产总额	17,153.2	18,974.6	25,465.9	24,948.1	29,786.1	偿债能力					
短期债务	2,966.9	2,779.5	2,681.4	3,843.7	200.0	资产负债率	51.2%	47.6%	54.1%	40.8%	37.0%
应付帐款	1,118.2	1,297.6	2,137.8	1,650.0	2,144.3	负债权益比	104.9%	90.8%	117.9%	68.8%	58.6%
应付票据	595.0	355.5	2,144.1	248.2	2,023.6	流动比率	1.37	1.62	1.39	1.96	2.21
其他流动负债	2,974.6	2,335.7	6,060.3	3,125.5	5,720.6	速动比率	0.77	0.97	0.76	1.31	1.40
长期借款	672.9	1,316.5	200.0	647.3	200.0	利息保障倍数	15.64	8.87	25.10	40.50	-268.63
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	13,779.3	10,167.1	11,007.1	DPS(元)	0.16	0.27	0.44	0.78	0.99
少数股东权益	722.7	778.4	829.6	929.9	1,149.3	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%	1.5%	2.5%	4.4%	5.6%
留存收益	6,102.4	7,676.7	9,341.1	12,335.3	16,113.9						
股东权益	8,372.0	9,942.3	11,686.6	14,781.1	18,779.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	809.4	1,462.8	2,550.2	4,103.9	5,264.7	EPS(元)	0.54	0.88	1.68	2.71	3.47
加:折旧和摊销	346.3	460.1	504.4	560.9	612.3	BVPS(元)	5.00	5.99	7.16	9.14	11.63
资产减值准备	123.9	164.9	-	-	-	PE(X)	32.7	20.1	10.5	6.5	5.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	3.0	2.5	1.9	1.5
财务费用	33.1	129.9	127.1	125.3	-24.0	P/FCF	-19.0	57.2	49.7	16.7	4.9
投资损失	-173.7	-102.7	-	-	-	P/S	3.5	1.9	1.6	1.3	1.2
少数股东损益	-20.8	113.7	53.9	101.9	224.4	EV/EBITDA	11.0	9.4	7.5	5.1	3.0
营运资金的变动	-1,086.8	-1,641.6	-52.0	-4,353.7	4,044.4	CAGR(%)	73.2%	55.4%	47.0%	73.2%	55.4%
经营活动产生现金流量	1,089.0	892.1	3,183.7	538.3	10,121.9	PEG	0.4	0.4	0.2	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	150.8	-1,276.2	-282.7	-579.1	-519.7	ROIC/WACC	0.8	1.7	2.4	3.7	3.5
融资活动产生现金流量	-2,556.1	605.7	-2,588.7	447.3	-5,478.6	REP	1.4	1.2	1.0	0.5	0.5

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

