

2015年03月09日

浙江龙盛 (600352.SH)

强势的产业地位和稀缺性铸就供应链金融平台

■事件：浙江龙盛公告与工商银行合作设立工银聚电子商务综合服务平台，包括官方商城、电子供应链购销系统、支付结算平台和上下游贷款等服务。平台经历近2个月试运行，期间成交3051笔、合计成交4.6亿元，将于3月10日正式运营。

■强势的产业地位和稀缺性成就公司供应链平台地位：染料行业的不可替代性使得其在产业链中对上下游议价能力极强，龙盛作为染料行业龙头，更是处于金字塔尖端位置。我们认为公司此次推出电子商务综合服务平台，并非简单的电商服务，更看重的应该是供应链金融业务。而公司推出这一业务的核心优势在于，强势的采购、销售地位使得上下游接受度极高，这也可从试运行期间成交3000多笔、金额高达4.6亿元得到佐证，稀缺性使得公司能够成为供应链的核心。公司平台运行后能够更好地发挥公司的市场地位（平台为同行业其他公司预留端口，引入后能够提升公司市场掌控力），强化上下游的合作（公司为产业链上下游提供平台，金融服务的介入能够更好地解决赊销、融资等问题），提升公司的服务水平（公司通过平台更好的掌握产业链库存、能够更好的做出价格预判，为产业链采购、销售等服务）。

■染料景气结束了吗？还远没有！：我们近期被问的最多的一个问题是染料这一轮景气周期结束了吗？回顾染料价格上调至3万元/吨后此类质疑就一直存在，我们认为化工品是不会是通俗逻辑的“涨多了就要下跌”，价格是由产品自身的供需格局决定的。那么来看，专利对新产能建设的约束力仍在、中间体的供应依然紧张、环保对行业的影响也远未结束，下游印染企业提高染费价格应对染料提价，成本逐步传导给终端消费者，供需均无价格弹性情况下行业趋势未发生变动，上涨逻辑依然存在，我们坚定看好染料景气上行周期

■预计未来盈利周期性减弱、估值有提升空间，稀缺性带来供应链价值：我们认为专利、中间体和环保逐步构成染料行业的护城河，未来将会类似MDI甚至好于MDI，格局稳定后将不再是强周期行业，随着周期性的减弱，我们认为龙头公司估值有提升空间。我们预计公司14-16年EPS为1.68、3.10和3.74元，维持买入-A评级，目标价37.2元，坚定看好染料周期向上和公司稀缺性带来的供应链价值。

■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	21,362.4	24,504.8
净利润	830.3	1,349.1	2,550.2	5,006.0	6,033.9
每股收益(元)	0.54	0.88	1.68	3.10	3.74
每股净资产(元)	5.00	5.99	7.16	9.72	12.40

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	46.2	28.5	14.9	8.1	6.7
市净率(倍)	5.0	4.2	3.5	2.6	2.0
净利润率	10.9%	9.6%	15.2%	23.4%	24.6%
净资产收益率	10.9%	14.7%	23.5%	31.9%	30.2%
股息收益率	0.7%	1.1%	1.8%	3.6%	4.3%
ROIC	7.8%	16.3%	23.9%	44.4%	37.7%

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

37.20元

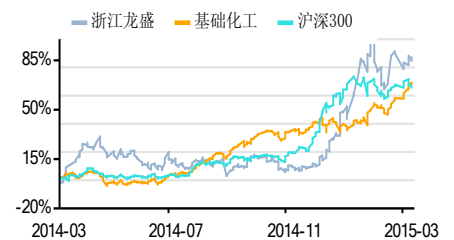
股价(2015-03-09)

25.09元

交易数据

总市值(百万元)	38,386.85
流通市值(百万元)	38,386.85
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	13.42/26.84元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	4.65	43.14	16.45
绝对收益	10.38	57.01	79.60

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

再谈浙江龙盛环保为何这么牛	2015-01-26
新老因素叠加下龙盛掌控全局，染料将展开第三波涨价行情	2015-01-04
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	2014-12-23

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月09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	21,362.4	24,504.8	成长性					
减:营业成本	6,180.7	9,868.4	11,029.9	12,283.9	13,845.8	营业收入增长率	-7.0%	84.1%	18.9%	27.5%	14.7%
营业税费	79.6	104.2	136.4	184.8	197.6	营业利润增长率	-25.5%	188.8%	80.4%	97.0%	22.6%
销售费用	212.3	1,030.5	1,088.9	1,207.0	1,372.3	净利润增长率	2.4%	62.5%	89.0%	96.3%	20.5%
管理费用	598.1	1,106.5	1,306.7	1,559.5	1,776.6	EBITDA 增长率	-23.8%	144.1%	55.8%	81.0%	18.5%
财务费用	40.2	215.8	127.1	91.6	-88.8	EBIT 增长率	-35.7%	204.7%	66.7%	92.0%	19.3%
资产减值损失	123.9	164.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	-36.5%	191.4%	76.1%	92.0%	19.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	39.2%	19.9%	3.6%	40.5%	-24.8%
投资和汇兑收益	173.7	102.7	-	-	-	净资产增长率	16.4%	18.8%	17.5%	42.2%	27.6%
营业利润	588.1	1,698.3	3,063.7	6,035.6	7,401.3	利润率					
加:营业外净收支	373.9	119.2	-	-	-	毛利率	19.2%	29.9%	34.2%	42.5%	43.5%
利润总额	962.1	1,817.5	3,063.7	6,035.6	7,401.3	营业利润率	7.7%	12.1%	18.3%	28.3%	30.2%
减:所得税	152.6	354.8	459.6	905.3	1,110.2	净利润率	10.9%	9.6%	15.2%	23.4%	24.6%
净利润	830.3	1,349.1	2,550.2	5,006.0	6,033.9	EBITDA/营业收入	12.7%	16.8%	22.1%	31.3%	32.3%
						EBIT/营业收入	8.2%	13.6%	19.0%	28.7%	29.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	168	110	101	81	70
						流动营业资本周转天数	161	127	123	140	128
						流动资产周转天数	529	274	312	307	320
						应收账款周转天数	119	62	60	80	67
						存货周转天数	196	115	134	117	107
						总资产周转天数	809	462	477	434	431
						投资资本周转天数	382	265	248	238	212
						投资回报率					
						ROE	10.9%	14.7%	23.5%	31.9%	30.2%
						ROA	4.7%	7.7%	10.2%	19.7%	19.3%
						ROIC	7.8%	16.3%	23.9%	44.4%	37.7%
						费用率					
						销售费用率	2.8%	7.3%	6.5%	5.7%	5.6%
						管理费用率	7.8%	7.9%	7.8%	7.3%	7.3%
						财务费用率	0.5%	1.5%	0.8%	0.4%	-0.4%
						三费/营业收入	11.1%	16.7%	15.1%	13.4%	12.5%
						偿债能力					
						资产负债率	51.2%	47.6%	54.1%	36.1%	35.0%
						负债权益比	104.9%	90.8%	117.9%	56.4%	53.8%
						流动比率	1.37	1.62	1.39	2.24	2.39
						速动比率	0.77	0.97	0.76	1.53	1.55
						利息保障倍数	15.64	8.87	25.10	66.91	-82.35
						分红指标					
						DPS(元)	0.16	0.27	0.44	0.90	1.07
						分红比率	30.1%	30.6%	26.3%	29.0%	28.6%
						股息收益率	0.7%	1.1%	1.8%	3.6%	4.3%

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	5,006.0	6,033.9	EPS(元)	0.54	0.88	1.68	3.10	3.74
加:折旧和摊销	346.3	460.1	504.4	560.9	612.3	BVPS(元)	5.00	5.99	7.16	9.72	12.40
资产减值准备	123.9	164.9	-	-	-	PE(X)	46.2	28.5	14.9	8.1	6.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.0	4.2	3.5	2.6	2.0
财务费用	33.1	129.9	127.1	91.6	-88.8	P/FCF	-27.0	80.9	70.3	49.4	5.6
投资损失	-173.7	-102.7	-	-	-	P/S	5.0	2.7	2.3	1.9	1.7
少数股东损益	-20.8	113.7	53.9	124.3	257.2	EV/EBITDA	11.0	9.4	10.5	6.2	4.1
营运资金的变动	-1,086.8	-1,641.6	-52.0	-4,924.1	3,945.2	CAGR(%)	85.1%	62.6%	47.0%	85.1%	62.6%
经营活动产生现金流量	1,089.0	892.1	3,183.7	858.7	10,759.8	PEG	0.5	0.5	0.3	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	0.7	1.5	2.2	4.0	3.4
融资活动产生现金流量	-2,556.1	605.7	-2,588.7	273.6	-4,511.3	REP	1.6	1.3	1.5	0.6	0.8

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
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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

