

## 业绩符合预期，世界级特殊化学品供应商可期

■事件：浙江龙盛公告14年年报，实现营业收入151亿元、同比增长7.6%，归属于上市公司股东的净利润25.3亿元，EPS为1.66元。经营活动产生的现金流量净额为26.5亿元、同比增长197%，加权平均ROE为25%、较上年同期增加8.8个百分点。利润分配预案为每10股转增10股派5元（含税）。

■染料景气提升带来业绩大幅增长，将继续充分享受多年环保投入带来红利：14年环保对染料行业影响较大，产品价格继续大幅上涨，公司作为行业内唯一实现一体化清洁生产和循环经济的企业，将充分享受多年环保投入带来的红利。德司达实现一亿美元利润、同比翻倍增长，也是大幅领先于国际同行。我们认为化工品是不会是简单的“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。

■中间体配套程度高，积极进行产业链延伸：公司中间体间苯二胺、间苯二酚产销量均有所增长，还原物实现了全行业内唯一的清洁化工艺，三产品联动生产使得硫酸阶梯利用，大幅降低废水排放。15年来看，公司间苯二胺获得国际大客户供货协议，间苯二酚在反倾销政策下销量也将大增，还原物则受益于行业内其他厂商的关停，预计中间体业绩盈利有倍增可能。未来新的核心技术不断得到突破，新的项目将陆续投产，产业链继续延伸和优化。

■战略定位世界级特殊化学品生产服务商：除染料业务外，公司将立足于特殊化学品领域，同时高度关注新材料、重污染产品的清洁生产工艺研发、互联网+等领域，通过互联网将公司商业模式与金融服务有机结合，以电子商务为服务平台进行上下游和相关产业的整合和拓展，打造供应链金融生态圈，实现产品与业务的多元化、国际化，成为“世界级特殊化学品生产服务商”。

■预计未来盈利周期性减弱、估值有提升空间，稀缺性带来价值：我们认为专利、中间体和环保逐步构成染料行业的护城河，格局稳定后周期性将减弱，我们认为估值有提升空间。预计公司15-17年EPS为3.10、3.72和4.31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价值，同时期待公司巨额在手现金带来的外延预期。

■风险提示：染料需求持续低迷、外延扩张低于预期的风险等

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

37.20元

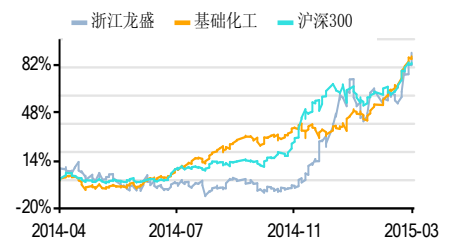
股价 (2015-03-30)

30.51元

交易数据

总市值 (百万元)	49,629.58
流通市值 (百万元)	46,679.26
总股本 (百万股)	1,626.67
流通股本 (百万股)	1,529.97
12个月价格区间	13.84/30.51元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	9.10	39.76	5.23
绝对收益	23.52	58.00	95.20

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

xiaoqing@essence.com.cn

相关报告

强势的产业地位和稀缺性铸就供应链金融平台	2015-03-10
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

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	14,085.8	15,150.0	20,745.6	23,193.6	26,208.8
净利润	1,349.1	2,533.3	5,038.6	6,050.1	7,008.5
每股收益(元)	0.83	1.56	3.10	3.72	4.31
每股净资产(元)	5.63	6.88	9.43	12.60	16.44

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	36.8	19.6	9.8	8.2	7.1
市净率(倍)	5.4	4.4	3.2	2.4	1.9
净利润率	9.6%	16.7%	24.3%	26.1%	26.7%
净资产收益率	14.7%	22.6%	32.8%	29.5%	26.2%
股息收益率	0.8%	0.0%	2.1%	2.1%	1.7%
ROIC	16.3%	26.5%	41.7%	49.9%	47.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月31日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	14,085.8	15,150.0	20,745.6	23,193.6	26,208.8	成长性					
减:营业成本	9,868.4	9,423.5	11,340.5	12,501.4	14,126.5	营业收入增长率	84.1%	7.6%	36.9%	11.8%	13.0%
营业税费	104.2	70.7	155.4	151.2	163.2	营业利润增长率	188.8%	96.0%	87.5%	23.3%	15.7%
销售费用	1,030.5	1,118.4	1,348.5	1,310.4	1,467.7	净利润增长率	62.5%	87.8%	98.9%	20.1%	15.8%
管理费用	1,106.5	1,284.9	1,618.2	1,693.1	1,900.1	EBITDA 增长率	144.1%	72.5%	68.2%	19.1%	13.0%
财务费用	215.8	231.9	43.9	-158.4	-355.5	EBIT 增长率	204.7%	86.0%	76.5%	20.0%	13.4%
资产减值损失	164.9	137.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	191.4%	94.7%	78.1%	20.0%	13.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.9%	13.0%	0.4%	19.5%	1.2%
投资和汇兑收益	102.7	444.3	-	-	-	净资产增长率	18.8%	22.9%	36.0%	33.9%	30.5%
营业利润	1,698.3	3,327.8	6,239.2	7,695.8	8,906.7	利润率					
加:营业外净收支	119.2	4.4	-	-	-	毛利率	29.9%	37.8%	45.3%	46.1%	46.1%
利润总额	1,817.5	3,332.2	6,239.2	7,695.8	8,906.7	营业利润率	12.1%	22.0%	30.1%	33.2%	34.0%
减:所得税	354.8	524.5	935.9	1,154.4	1,336.0	净利润率	9.6%	16.7%	24.3%	26.1%	26.7%
净利润	1,349.1	2,533.3	5,038.6	6,050.1	7,008.5	EBITDA/营业收入	16.8%	27.0%	33.2%	35.3%	35.3%
						EBIT/营业收入	13.6%	23.5%	30.3%	32.5%	32.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	110	113	88	80	69
						流动营业资本周转天数	127	148	122	131	136
						流动资产周转天数	274	295	276	294	358
						应收账款周转天数	62	78	60	67	68
						存货周转天数	115	115	108	98	101
						总资产周转天数	462	499	427	421	471
						投资资本周转天数	265	287	223	219	212
						投资回报率					
						ROE	14.7%	22.6%	32.8%	29.5%	26.2%
						ROA	7.7%	12.2%	20.3%	23.3%	18.7%
						ROIC	16.3%	26.5%	41.7%	49.9%	47.4%
						费用率					
						销售费用率	7.3%	7.4%	6.5%	5.7%	5.6%
						管理费用率	7.9%	8.5%	7.8%	7.3%	7.3%
						财务费用率	1.5%	1.5%	0.2%	-0.7%	-1.4%
						三费/营业收入	16.7%	17.4%	14.5%	12.3%	11.5%
						偿债能力					
						资产负债率	47.6%	46.9%	36.4%	20.7%	28.3%
						负债权益比	90.8%	88.4%	57.3%	26.0%	39.4%
						流动比率	1.62	1.53	2.11	4.20	3.11
						速动比率	0.97	0.95	1.27	3.04	2.22
						利息保障倍数	8.87	15.35	143.04	-47.60	-24.06
						分红指标					
						DPS(元)	0.25	-	0.63	0.63	0.53
						分红比率	30.6%	0.0%	20.2%	16.9%	12.4%
						股息收益率	0.8%	0.0%	2.1%	2.1%	1.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,462.8	2,807.7	5,038.6	6,050.1	7,008.5	EPS(元)	0.83	1.56	3.10	3.72	4.31
加:折旧和摊销	460.1	533.3	597.8	657.9	712.0	BVPS(元)	5.63	6.88	9.43	12.60	16.44
资产减值准备	164.9	137.0	-	-	-	PE(X)	36.8	19.6	9.8	8.2	7.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.4	4.4	3.2	2.4	1.9
财务费用	129.9	213.5	43.9	-158.4	-355.5	P/FCF	104.6	33.5	54.9	13.3	7.2
投资损失	-102.7	-444.3	-	-	-	P/S	3.5	3.3	2.4	2.1	1.9
少数股东损益	113.7	274.4	264.7	491.4	562.2	EV/EBITDA	9.4	7.8	6.9	5.4	4.1
营运资金的变动	-1,641.6	-692.5	218.8	-2,777.1	-432.4	CAGR(%)	64.8%	39.2%	87.1%	64.8%	39.2%
经营活动产生现金流量	892.1	2,649.4	6,163.8	4,264.0	7,494.8	PEG	0.6	0.5	0.1	0.1	0.2
投资活动产生现金流量	-1,276.2	-2,794.4	204.8	-650.3	-634.7	ROIC/WACC	1.4	2.3	3.7	4.4	4.2
融资活动产生现金流量	605.7	113.0	-5,031.3	-552.8	-345.3	REP	1.4	1.1	1.0	0.7	0.6

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

