

中国：原物料

2016 年 05 月 04 日

投资建议：

买入 (初次报告)

目标价隐含涨/跌幅: **52.2%**日期 **2016/05/03**

收盘价	RMB9.46
十二个月目标价	RMB14.40
前次目标价	N.A.
上海 A 股指数	3,131.8

信息更新：

- ▶ 首次将龙盛纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 14.4 元。本中心预计 2015-17 年龙盛净利润年复合增长率将达 24%。
- ▶ 鉴于分散染料供应进一步锐减，我们预计 2016 年分散染料价格将持续上升。

本中心观点：

- ▶ 由于环保监管日益趋严，供应缩减速度加快，推升产品价格，龙盛因而从中受益。
- ▶ 本中心预计 2016/17 年公司净利润将分别同比增长 23%/51%。

公司简介：浙江龙盛生产各种染料，包括高强度、速染型分散染料。公司产品行销海内外。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB30,548.8 百万元
六个月平均日成交量	RMB630.9 百万元
总股本股数 (百万股)	3,253.3
流通 A 股股数比例	100.0%
自由流通股数比例	94.0%
大股东：持股比率	阮水龙, 12.0%
净负债比率	20.9%
每股净值 (2016F)	RMB5.73
市净率 (2016F)	1.65 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F
营业收入	15,150	14,842	19,585	27,019
营业利润 **	3,252	2,599	3,601	5,796
税后净利润 *	2,533	2,541	3,122	4,707
每股收益(元)	0.78	0.78	0.96	1.45
每股收益年增长率 (%)	87.8	0.3	22.8	50.8
每股股利(元)	0.50	0.00	0.00	0.00
市盈率 (倍)	12.1	12.1	9.9	6.5
股利收益率(%)	5.3	0.0	0.0	0.0
净资产收益率 (%)	22.6	18.4	16.7	18.6

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师:

元大研究部

+86 21 6187 3832 research@yuanta.com

以下研究员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521 peter.kk.chu@yuanta.com

张峥青

+86 21 6187 3833 zhengqingzhang@yuanta.com

浙江龙盛 (600352 CH)**环保监管趋严的主要受益者**

首次纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 14.4 元：我们看好龙盛，预计公司将受益于以下因素：1) 至 2017 年末分散染料产能扩大 80%；2) 2016 年染料价格上涨；3) 受政府监管影响，供应锐减；以及 4) 横向收购巩固公司在纺织染料行业的领先地位。目前该股对应 10 倍市盈率，而行业市盈率均值为 15 倍。我们预计 2016/17 年公司净利润将分别同比增长 23%/51%。本中心目标价系以 15 倍 2016 年预期每股收益人民币 0.96 元推估而得。

扩张产能，促进可持续发展：2017 年龙盛将使分散染料年产能由 14 万吨扩大至 25 万吨，在未来 5 年使中间体年产能由 5 万吨扩大至 15 万吨。染料和中间体产品占龙盛 2015 年总营收的 70%，我们预计产能扩张将促进该分部 2016 年营收增长 45%。

供应缩减推升产品价格：中国政府实施更加严格的环保法规以监测和控制环境污染问题。自 2 月以来，绍兴约 400 家染料企业中，已有 74 家被关停，导致产能大幅缩减，促使染料价格自 3 月以来上涨 50%。考虑到持续的供应缩减局面，我们预计 2016 年染料价格存在显著上涨空间。因此，我们预计在价格上涨的推动下，2016 年染料毛利率将由 2015 年 4 季度的 30% 提高至 38%。

力图通过横向并购实现染料行业整合：2012 年龙盛收购德司达，公司国际化步伐加快，确立其在染料行业的领先地位。虽然 2016 年染料行业环境并不乐观，但是龙盛有行业整合优势，未来预期充分。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。本报告为摘要版；请联系本中心取得原始英文版。

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
现金与短期投资	1,698	1,603	3,675	4,796	9,076
存货	4,397	5,256	6,763	8,806	11,665
应收帐款及票据	3,859	4,679	3,606	7,327	7,756
其他流动资产	1,017	2,312	1,842	1,842	1,842
流动资产	10,972	13,850	15,887	22,771	30,340
长期投资	1,738	2,037	3,492	4,948	6,404
固定资产	4,899	5,361	5,657	5,599	5,503
什项资产	1,366	1,776	1,594	1,575	1,556
其他资产	8,003	9,174	10,743	12,122	13,463
资产总额	18,975	23,025	26,631	34,893	43,803
应付帐款及票据	1,578	1,936	1,653	2,996	3,117
短期借款	3,031	3,930	4,255	4,580	4,905
什项负债	2,159	3,196	2,636	2,636	2,636
流动负债	6,768	9,062	8,544	10,212	10,658
长期借款	1,316	839	2,607	4,374	6,142
其他负债及准备	948	904	408	408	408
长期负债	2,264	1,743	3,015	4,782	6,550
负债总额	9,032	10,805	11,559	14,994	17,208
股本	1,516	1,530	3,253	3,253	3,253
资本公积	2,715	2,101	1,545	2,691	3,838
保留盈余	4,961	7,082	8,810	12,491	18,039
换算调整数	(29)	475	204	204	204
额归属母公司之权益	9,164	11,188	13,812	18,639	25,335
少数股东	778	1,032	1,260	1,260	1,260
股东权益总额	9,942	12,220	15,072	19,899	26,595

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
营业收入	14,086	15,150	14,842	19,585	27,019
销货成本	(9,868)	(9,424)	(9,731)	(12,604)	(16,573)
营业毛利	4,217	5,726	5,111	6,981	10,446
营业费用	(2,241)	(2,474)	(2,512)	(3,380)	(4,650)
营业利润	1,976	3,252	2,599	3,601	5,796
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(216)	(232)	(226)	(237)	(237)
利息收入净额	(216)	(232)	(226)	(237)	(237)
投资利益(损失)净额	103	444	849	849	849
其他业外收入(支出)净额	(46)	(133)	110	110	110
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	1,818	3,332	3,333	4,323	6,518
所得税费用	(355)	(524)	(455)	(643)	(969)
少数股权净利	(114)	(274)	(337)	(559)	(842)
归属母公司之净利	1,349	2,533	2,541	3,122	4,707
税前息前折旧摊销前净利	2,433	3,783	3,178	4,194	6,427
每股收益 (RMB)	0.41	0.78	0.78	0.96	1.45
每股收益 - 调整员工分红 (RMB)	0.41	0.78	0.78	0.96	1.447

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
年成长率 (%)					
营业收入	84.1	7.6	(2.0)	32.0	38.0
营业利润	241.6	64.6	(20.1)	38.5	60.9
税前息前折旧摊销前净	164.1	55.5	(16.0)	32.0	53.2
税后净利润	62.5	87.8	0.3	22.8	50.8
每股收益	62.49	87.77	0.32	22.84	50.77
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	29.9	37.8	34.4	35.6	38.7
营业利润率	14.0	21.5	17.5	18.4	21.5
税前息前	17.3	25.0	21.4	21.4	23.8
折旧摊销前净利率	9.6	16.7	17.1	15.9	17.4
税后净利润率	8.1	13.4	11.6	12.0	14.1
资产报酬率	14.7	22.6	18.4	16.7	18.6
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	43.7	39.0	45.5	45.0	41.5
净负债比率(%)	26.6	25.9	21.1	20.9	7.4
利息保障倍数(倍)	9.4	15.4	15.8	19.2	28.5
利息及短期债	0.6	0.9	0.8	0.9	1.3
现金流量对利息保障倍数(倍)	4.1	11.4	7.2	N.A.	12.7
现金流量对利息及短期债保障倍数(倍)	0.3	0.6	0.4	N.A.	0.6
流动比率 (倍)	1.6	1.5	1.9	2.2	2.8
速动比率 (倍)	1.0	0.9	1.1	1.4	1.8
净负债 (RMB 百万元)	2,649	3,166	3,186	4,158	1,970
每股净值 (RMB)	2.82	3.44	4.25	5.73	7.79
评价指标 (倍)					
市盈率	22.8	12.1	12.1	9.9	6.5
股价自由现金流量比	(80.1)	(212.2)	21.3	(14.5)	29.6
市净率	3.4	2.8	2.2	1.7	1.2
股价税前息前折旧摊销前净利比	12.6	8.1	9.7	7.3	4.8
股价营收比	2.2	2.0	2.1	1.6	1.1

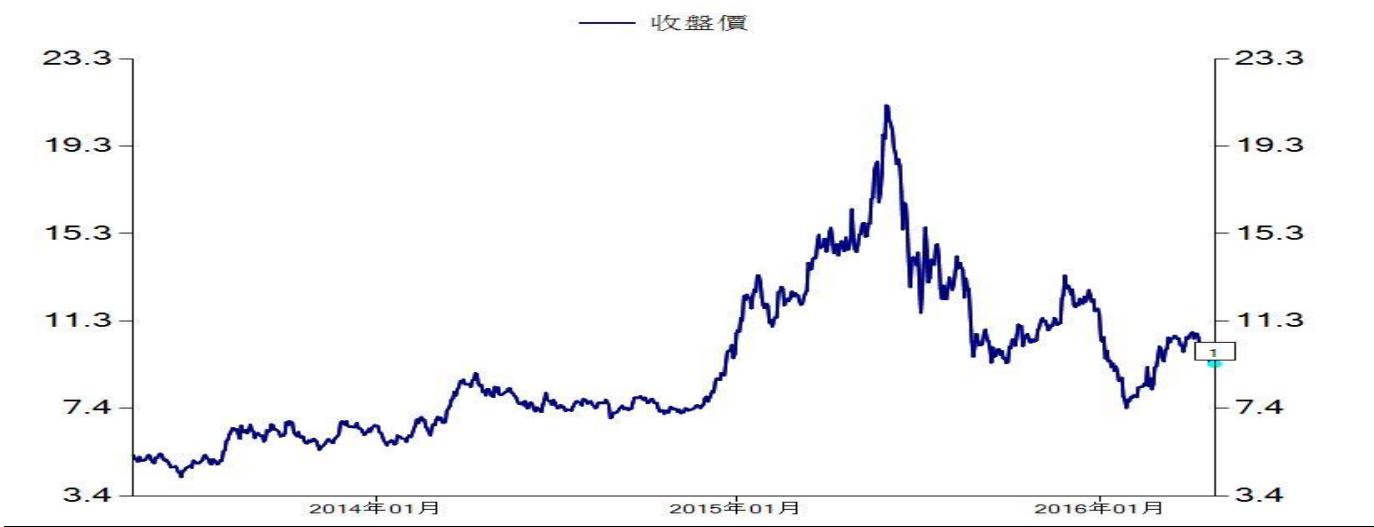
资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

浙江龙盛 (600352 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	223	47%
持有 - 超越同业	116	24%
持有 - 落后同业	44	9%
卖出	12	3%
评估中	79	17%
限制评级	1	0%
总计:	475	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2016 元大版权所有。本报告之內容取材自本公司认可之資料來源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意見及預估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之內容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。未经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏悫道 18 号
海富中心 1 座 23 楼