

2017年12月26日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)

15

浙江龙盛 (600352.SH)

Buy 买入

产能收缩，产品价格持续上涨将推动业绩大增长

结论与建议：

染料行业废水污染严重，在国内环保日益趋严的大背景下，落后的环保不达标的小产能加速退出，供需关系好转，公司产品价格持续上扬，近期分散黑的实际成交价已达到35元/千克，涨幅达17%，年内累计涨幅50%以上。另外，公司中间体产品间苯二酚，受美国Indspec公司今年7月份永久退出2.2万吨产能影响，其价格一路彪涨，17年均价为65631元/吨，同比上涨33%，当前价格为83000元/吨，同比上涨54%。鉴于公司产品持续维持高景气度，董兼高及控股股东增持，我们看好公司未来发展前景，维持“买入”评级。

■ **行业集中度高，公司作为行业龙头更加受益：**公司目前具有染料 28.32 万吨、助剂 9.97 万吨、中间体 11.5 万吨、减水剂 20 万吨、无机产品 155.8 万吨的产能规模，拥有龙盛和德司达两大染料品牌，是染料行业中的龙头。目前国内分散染料 CR3 为 61%，活性染料 CR3 为 45%，其中公司染料产能占比为 46%，行业集中度高，龙头企业具有一定的定价话语权。另外，国内环保日益趋严，染料行业废水污染严重，在严苛的环保政策下加速小产能退出，公司作为行业龙头，拥有一体化清洁生产和循环经济的生产模式，将从中收益。

■ **公司产品持续高景气度，业绩有望快速增长：**纺织服装是染料的下游行业，上一轮周期库存的顺利消化，叠加出口量增加，纺织服装行业景气度逐步回升，带动整体产业链好转，其中 2017 年我国印染布量结束 5 年负增长。下游需求改善明显，加之落后产能退出，染料行业持续向好，近期，公司分散黑的实际成交价已达到 35 元/千克，本次上涨为 5 元/千克，幅度 17%，为 17 年业绩快速增长奠定基础。

■ **间苯二酚价格飙涨，推升中间体盈利能力：**2017 年前三季度中间体销售量为 6.7 万吨，而去年全年销售为 6.9 万吨，实现营业收入 15.6 亿元，占总营业收入的 13.9%，中间体是公司主要营收来源之一，而间苯二酚是中间体中的主要产品，主要用于染料工业、塑料工业、医药、橡胶等。美国 Indspec 公司今年永久退出 2.2 万吨产能，另外 Alfa Aesar 公司和日本三井油化均退出该行业，目前主要厂商仅有浙江龙盛及住友化工，产能均为 3 万吨/年。供给端收缩，需求改善，间苯二酚一路大幅上涨，17 年均价为 65631 元/吨，同比上涨 33%，当前最新价格为 83000 元/吨，同比上涨 54%。间苯二酚价格持续上扬，中间体盈利能力更加突出。

■ **公司董兼高、控股股东增持，彰显高层对公司发展前景看好：**公司 11 月 10 日公告，公司董事兼高管姚建芳先生通过竞价交易方式增持公司 54 万股，均价 10.22 元/股，增持资金来源于自筹，约 552 万元，同日，公司控股股东阮伟祥先生以同样的方式增持 1589 万股，占总股本的 0.49%，若按上述均价折算，增持资金约为 1.6 亿元，公告称，该控股股东未来 3 个月内，累计增持金额不低于 1.8 亿元，不超过 3 亿元，不设价格区间。以最大金额及当前股价计算，后期还将增持 1.4 亿元，约 1170 万股，占总股本 0.36%。公司董兼高及控股股东陆续对增持，彰显公司上层对公司的发展信心，以及对公司价值的认可。

■ **盈利预测：**我们预计公司 2017/2018/2019 年实现净利润 25.45/27.81/30.34 亿元，yoy+25.47%/+9.24%/+9.12%，折合 EPS 为 0.78/0.85/0.93 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 15X、14X、13X。鉴于染料行业持续向好，公司高层增持彰显信心，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1、染料价格不及预期；2、环保政策。

..... 接续下页

公司基本信息

| | |
|------------------|----------------|
| 产业别 | 化工 |
| A 股价(2017/12/26) | 12.10 |
| 上证指数(2017/12/26) | 3306.12 |
| 股价 12 个月高/低 | 12.35/8.84 |
| 总发行股数(百万) | 3253.33 |
| A 股数(百万) | 3059.93 |
| A 市值(亿元) | 370.25 |
| 主要股东 | 阮水龙 |
| | (11.98%) |
| 每股净值(元) | 5.05 |
| 股价/账面净值 | 2.40 |
| | 一个月 三个月 一年 |
| 股价涨跌(%) | 17.1 18.7 33.8 |

近期评等

| | | |
|------|------|----|
| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|

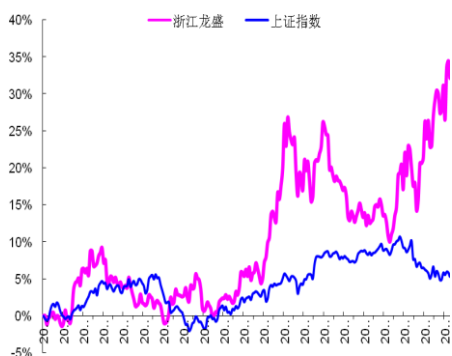
产品组合

| | |
|------|--------|
| 染料 | 60.90% |
| 中间体 | 14.33% |
| 助剂 | 7.67% |
| 无机产品 | 6.73% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|------|------|
| 基金 | 3.3% |
| 一般法人 | 6.8% |

股价相对大盘走势



| 年度截止 12月 31 日 | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 2541.33 | 2029.01 | 2545.73 | 2780.86 | 3034.40 |
| 同比增减 | % | 0.32% | -20.16% | 25.47% | 9.24% | 9.12% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.78 | 0.62 | 0.78 | 0.85 | 0.93 |
| 同比增减 | % | -0.53 | -0.20 | 0.25 | 0.09 | 0.09 |
| A 股市盈率(P/E) | X | 15.49 | 19.40 | 15.46 | 14.16 | 12.97 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.15 | 0.20 | 0.13 | 0.11 | 0.14 |
| 股息率 (Yield) | % | 1.24% | 1.65% | 1.07% | 0.91% | 1.16% |

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

表 1. 间苯二酚价格走势



资料来源: Choice、群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 14842.11 | 12355.53 | 15379.17 | 16847.70 | 19190.33 |
| 经营成本 | 9730.71 | 7773.51 | 9737.77 | 10593.84 | 12253.03 |
| 营业税金及附加 | 167.56 | 78.66 | 113.49 | 124.32 | 141.61 |
| 销售费用 | 1046.67 | 985.71 | 1169.68 | 1268.56 | 1430.50 |
| 管理费用 | 1297.89 | 1223.84 | 1297.05 | 1392.48 | 1586.11 |
| 财务费用 | 225.61 | 232.98 | 360.74 | 395.19 | 441.14 |
| 资产减值损失 | 39.49 | 277.03 | 67.92 | 74.41 | 84.75 |
| 投资收益 | 849.20 | 319.79 | 642.04 | 677.35 | 758.63 |
| 营业利润 | 3183.39 | 3108.57 | 3382.67 | 3676.26 | 4011.83 |
| 营业外收入 | 201.33 | 161.26 | 18.41 | 20.62 | 23.10 |
| 营业外支出 | 51.84 | 79.72 | 30.94 | 34.65 | 38.81 |
| 利润总额 | 3332.88 | 3190.11 | 3370.15 | 3662.23 | 3996.12 |
| 所得税 | 454.80 | 707.77 | 557.66 | 605.99 | 661.24 |
| 少数股东损益 | 336.74 | 453.32 | 266.75 | 275.38 | 300.49 |
| 归属于母公司股东权益 | 2541.33 | 2029.01 | 2545.73 | 2780.86 | 3034.40 |

附二：合并资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金 | 3675.41 | 3427.08 | 8295.58 | 9230.88 | 10881.98 |
| 应收账款 | 2175.16 | 2176.92 | 2156.00 | 2439.00 | 2235.00 |
| 存货 | 6763.11 | 16771.83 | 8896.00 | 9456.00 | 10613.00 |
| 流动资产合计 | 15887.24 | 25122.92 | 22140.52 | 24326.38 | 27480.08 |
| 长期股权投资 | 347.21 | 470.25 | 563.00 | 438.00 | 613.00 |
| 固定资产 | 4916.65 | 5177.11 | 5139.81 | 4815.32 | 3511.74 |
| 在建工程 | 740.55 | 347.52 | 320.00 | 332.00 | 296.00 |
| 非流动资产合计 | 10743.43 | 14813.51 | 11601.61 | 11566.82 | 9701.14 |
| 资产总计 | 26630.67 | 39936.43 | 33742.13 | 35893.20 | 37181.22 |
| 流动负债合计 | 8544.44 | 10450.34 | 11740.00 | 11370.00 | 9881.00 |
| 非流动负债合计 | 3014.61 | 12118.70 | 2245.20 | 2067.90 | 1965.50 |
| 负债合计 | 11559.05 | 22569.04 | 13985.20 | 13437.90 | 11846.50 |
| 少数股东权益 | 1259.68 | 1745.61 | 2012.36 | 2287.74 | 2588.23 |
| 股东权益合计 | 15071.62 | 17367.39 | 19756.93 | 22455.30 | 25334.72 |
| 负债及股东权益合计 | 26630.67 | 39936.43 | 33742.13 | 35893.20 | 37181.22 |

附三：合并现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1628.70 | -6075.32 | 2531.00 | 1873.00 | 1128.00 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -180.95 | -2020.08 | -1123.00 | -3138.00 | -1485.00 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 905.87 | 7600.62 | 3452.00 | 2189.00 | 1986.00 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 2403.43 | -353.63 | 4868.50 | 935.30 | 1651.10 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。