

17 年业绩符合预期, 18 年一季度高增长

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2017 年实现营业收入 151.01 亿元, 同比增长 22.22%; 实现归母净利润 24.74 亿元, 同比增长 21.92%; EPS 0.76 元, 符合我们之前预期。公司预计 2018 年第一季度同比净利润增加 5-6.5 亿, 同比增加 100%-130%, 达到 10.1 亿-11.6 亿。扣非后, 公司一季度业绩同比增长 50%-60%。
- **公司一季度业绩增量来自于产品提价, 二季度有望持续。** 从公司披露的扣非后归母净利润同比增速来看, 公司业绩的增长来自于染料和间苯二酚等中间体的价格上涨。目前, 公司间苯二酚和染料产品已经逐步消化完前期低价长单, 后期订单价格有望持续提升, 因此, 预计公司第二季度业绩仍将维持高增长。
- **浙江龙盛是分散染料龙头, 受益于染料价格提升。** 分散染料由于过去两年供给端在环保高压下的收缩和需求端的复苏导致社会库存的持续出清, 在 2017 年 12 月的传统淡季开始了一波上涨, 目前是行业传统旺季, 下游企业也开始了提价, 传导成本上涨, 预计需求端将会持续景气。公司分散染料销量国内第一, 原料中间体有保障, 直接受益于染料涨价。
- **间苯二酚价格提升有助于业绩增长。** 近十年以来, 间苯二酚行业出现了产能淘汰、企业退出的情况, 美国的 Indspec 公司 (2017 年永久退出, 原有产能 2.2 万吨) 和 Alfa Aesar 公司、日本三井油化均退出该行业。目前该行业的主要厂商只剩下浙江龙盛和住友化工, 产能均为 3 万吨。间苯二酚产品价格近半年多以来持续上涨, 我们测算间苯二酚不含税价格每提高 10000 元/吨, 按 2.5 万吨的销量测算, 将增厚公司为 EPS 0.08 元。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.24 元、1.41 元、1.47 元, 未来三年归母净利润将保持 24% 的复合增长率。维持“买入”评级和 17 元的目标价。
- **风险提示:** 公司房地产业务在建项目未来投资金额较大, 存在较大外部融资压力, 另外房地产业务也受到国家宏观调控的影响, 未来可能形成风险。股权投资规模持续加大, 可能形成风险。染料需求若在未来出现下滑, 可能存在业绩不达预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	15100.90	17922.53	20212.48	21515.90
增长率	22.22%	18.69%	12.78%	6.45%
归属母公司净利润 (百万元)	2473.79	4036.59	4577.07	4778.44
增长率	21.92%	63.17%	13.39%	4.40%
每股收益 EPS (元)	0.76	1.24	1.41	1.47
净资产收益率 ROE	14.43%	19.25%	18.45%	16.62%
PE	14	9	8	7
PB	2.11	1.73	1.46	1.26

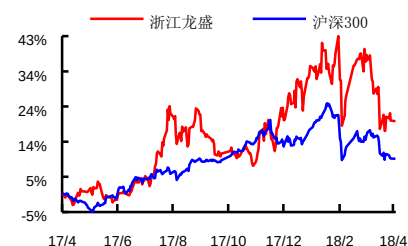
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	32.53
流通 A 股(亿股)	32.53
52 周内股价区间(元)	9.15-13.25
总市值(亿元)	357.87
总资产(亿元)	463.53
每股净资产(元)	5.21

相关研究

1. 浙江龙盛 (600352): 染费价格上涨, 看好染料行情 (2018-03-19)
2. 浙江龙盛 (600352): 分散染料节后提价, 公司受益 (2018-03-04)
3. 浙江龙盛 (600352): 分散染料再次提价, 公司受益 (2018-02-01)
4. 浙江龙盛 (600352): 活性染料提价, 公司受益 (2018-01-23)
5. 浙江龙盛 (600352): 投资业务积极布局, 有助于提升内含价值 (2018-01-15)
6. 浙江龙盛 (600352): 分散染料价格继续提升, 持续推荐 (2017-12-29)

关键假设：

1、分散染料 2018-2020 年销售均价为 3.68 万元/吨、3.76 万元/吨、3.85 万元/吨，活性染料销售均价为 2.56 万元/吨、2.61 万元/吨、2.69 万元/吨，2018 年分散染料和活性染料的单吨不含税成本较 2017 年增加 200 元/吨，2019 年、2020 年与 2018 年持平。染料生产的副产物无机化工大宗产品随着染料产量和销量的提升而增长。

2、德司达并购 Emerald 之后，产生协同效应，将会增加德司达 2018-2020 年的收入和利润。

3、间苯二酚价格上涨，带动中间体收入增长，预计 2018-2020 年，中间体销量分别为 5.55 万吨、5.52 万吨、5.52 万吨，中间体含税均价为 6.48 万元/吨、6.67 万元/吨、6.67 万元/吨，毛利率为 68.55%、68.91%、68.91%。

4、房地产业务方面，2019 年大宁社区旧区改造项目开始确认收入，2020 年大统基地旧区改造项目开始确认收入。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	15100.9	17922.5	20212.5	21515.9
	增速	22.2%	18.7%	12.8%	6.4%
	成本	9543.2	9955.2	11192.1	12181.1
	毛利率	36.8%	44.5%	44.6%	43.4%
特殊化学品	收入	12847.07	15590.51	15879.02	16055.36
	增速	22.1%	21.4%	1.9%	1.1%
	成本	7797.21	8125.48	8232.55	8603.80
	毛利率	39.3%	47.88%	48.15%	46.41%
基础化学品	收入	966.83	1000	1000	1000
	增速	17.9%	3.4%	0.0%	0.0%
	成本	809.76	840.00	840.00	840.00
	毛利率	16.3%	16.00%	16.00%	16.00%
房地产业务	收入	128.20	110	2000	3000
	增速	-40.3%	-14.2%	1718.2%	50.0%
	成本	33.59	33.00	1100.00	1650.00
	毛利率	73.8%	70.0%	45.0%	45.0%
汽配业务	收入	849.56	1061.95	1168.15	1284.96
	增速	80.3%	25.0%	10.0%	10.0%
	成本	743.29	902.66	963.72	1027.97
	毛利率	12.5%	15.0%	17.5%	20.0%
服务业务	收入	139.60	155	160	170
	增速	-5.1%	11.0%	3.2%	6.3%
	成本	51.48	49.60	51.20	54.40
	毛利率	63.1%	68.0%	68.0%	68.0%
其他业务	收入	4.82	5.06	5.31	5.58
	增速	2.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	4.27	4.45	4.68	4.91
	毛利率	11.4%	12.0%	12.0%	12.0%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	15100.90	17922.53	20212.48	21515.90	净利润	2731.69	4435.82	5029.74	5251.03
营业成本	9543.17	9955.19	11192.14	12181.08	折旧与摊销	697.00	423.20	471.82	509.82
营业税金及附加	108.60	136.20	146.70	148.46	财务费用	326.76	400.27	380.77	348.87
销售费用	1135.26	1290.42	1414.87	1463.08	资产减值损失	62.90	50.00	50.00	50.00
管理费用	1439.86	1613.03	1778.70	1828.85	经营营运资本变动	-3905.86	2114.13	2202.23	2268.86
财务费用	326.76	400.27	380.77	348.87	其他	-171.85	-670.12	-827.88	-724.37
资产减值损失	62.90	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	-259.37	6753.29	7306.69	7704.21
投资收益	745.29	600.00	600.00	600.00	资本支出	-944.43	-600.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	116.37	100.00	100.00	100.00	其他	321.51	701.80	700.00	700.00
其他经营损益	0.00	80.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-622.92	101.80	100.00	100.00
营业利润	3406.18	5257.41	5999.30	6245.56	短期借款	2548.15	-6172.82	0.00	0.00
其他非经营损益	-44.19	23.32	-11.51	5.67	长期借款	2690.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	3361.99	5280.73	5987.79	6251.22	股权融资	-0.67	0.00	0.00	0.00
所得税	630.30	844.92	958.05	1000.20	支付股利	0.00	-494.76	-807.32	-915.41
净利润	2731.69	4435.82	5029.74	5251.03	其他	-3363.55	201.62	-380.77	-348.87
少数股东损益	257.90	399.22	452.68	472.59	筹资活动现金流净额	1874.69	-6465.96	-1188.09	-1264.28
归属母公司股东净利润	2473.79	4036.59	4577.07	4778.44	现金流量净额	926.65	389.13	6218.60	6539.92
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4181.21	4570.34	10788.95	17328.87	成长能力				
应收和预付款项	5861.27	6188.46	7042.40	7478.06	销售收入增长率	22.22%	18.69%	12.78%	6.45%
存货	20515.54	18834.99	16786.21	14589.67	营业利润增长率	9.57%	54.35%	14.11%	4.10%
其他流动资产	607.48	686.40	751.92	789.20	净利润增长率	10.05%	62.38%	13.39%	4.40%
长期股权投资	525.86	525.86	525.86	525.86	EBITDA 增长率	12.51%	37.27%	12.68%	3.68%
投资性房地产	2828.06	2828.06	2828.06	2828.06	获利能力				
固定资产和在建工程	6189.64	6388.92	6539.57	6652.22	毛利率	36.80%	44.45%	44.63%	43.39%
无形资产和开发支出	1135.97	1116.77	1097.56	1078.36	三费率	19.22%	18.43%	17.68%	16.92%
其他非流动资产	4507.78	4504.51	4501.24	4497.96	净利率	18.09%	24.75%	24.88%	24.41%
资产总计	46352.81	45644.32	50861.77	55768.27	ROE	14.43%	19.25%	18.45%	16.62%
短期借款	6172.82	0.00	0.00	0.00	ROA	5.89%	9.72%	9.89%	9.42%
应付和预收款项	5756.33	6645.41	7543.44	8036.79	ROIC	11.74%	17.26%	20.79%	23.21%
长期借款	8405.51	8405.51	8405.51	8405.51	EBITDA/销售收入	29.34%	33.93%	33.90%	33.02%
其他负债	7091.22	7551.35	7648.34	7725.88	营运能力				
负债合计	27425.88	22602.28	23597.30	24168.19	总资产周转率	0.35	0.39	0.42	0.40
股本	3253.33	3253.33	3253.33	3253.33	固定资产周转率	2.74	2.93	3.12	3.26
资本公积	1551.67	1551.67	1551.67	1551.67	应收账款周转率	6.34	6.38	6.24	6.04
留存收益	12312.95	15854.78	19624.53	23487.55	存货周转率	0.51	0.50	0.63	0.78
归属母公司股东权益	16943.90	20659.79	24429.53	28292.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.94%	—	—	—
少数股东权益	1983.03	2382.26	2834.93	3307.53	资本结构				
股东权益合计	18926.93	23042.04	27264.47	31600.08	资产负债率	59.17%	49.52%	46.39%	43.34%
负债和股东权益合计	46352.81	45644.32	50861.77	55768.27	带息债务/总负债	73.19%	61.50%	58.91%	57.51%
					流动比率	2.44	3.82	3.96	4.23
					速动比率	0.84	1.44	2.08	2.70
					股利支付率	0.00%	12.26%	17.64%	19.16%
					每股指标				
					每股收益	0.76	1.24	1.41	1.47
					每股净资产	5.21	6.35	7.51	8.70
					每股经营现金	-0.08	2.08	2.25	2.37
					每股股利	0.00	0.15	0.25	0.28
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	4429.94	6080.88	6851.89	7104.25					
PE	14.47	8.87	7.82	7.49					
PB	2.11	1.73	1.46	1.26					
PS	2.37	2.00	1.77	1.66					
EV/EBITDA	8.72	5.34	3.83	2.78					
股息率	0.00%	1.38%	2.26%	2.56%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn