

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

染料景气高涨, 中间体盈利大幅提升

——浙江龙盛(600352)调研简报

证券研究报告-调研简报

买入(维持)

市场数据(2018-05-09)

收盘价(元)	12.02
一年内最高/最低(元)	13.40/9.16
沪深300指数	3871.62
市净率(倍)	2.31
流通市值(亿元)	391.05

基础数据(2018-3-31)

每股净资产(元)	5.65
每股经营现金流(元)	-0.17
毛利率(%)	42.66
净资产收益率-摊薄(%)	5.55
资产负债率(%)	58.76
总股本/流通股(万股)	325333.19/325333.19
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《浙江龙盛(600352)年报点评: 染料大幅提价, 18年有望实现高增长》 2018-04-12

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2018年05月10日

事件: 近期我们对浙江龙盛进行了实地调研。

投资要点:

- **环保政策持续收紧, 染料行业景气有望继续提升。**近年来, 在供给侧改革及环保监管提升等因素推动下, 染料行业落后产能正在持续退出, 行业供需逐步好转。受这些因素影响, 2017年底以来, 染料价格迎来上涨行情, 景气度持续提升。今年上半年以来, 苏北等地区环保整顿力度, 明显加大, 导致当地部分染料及中间体产能被迫停产, 进一步推动了行业供给关系的紧张态势。目前分散黑染料价格已从2017年底的2.55万元/吨上涨至5.3万元/吨, 涨幅108%。随着长江经济带生态环境保护力度的提升, 未来环保政策力度将长期收紧, 染料行业景气有望继续提升。染料价格的提升有望大幅推动公司今年业绩的增长。
- **一季度下游去库存影响销量, 未来有望迎来补库存行情。**公司一季度实现染料销量53687吨, 同比下降31.97%。染料销量的下降一方面是由于2017年一季度的基数较高, 另一方面是由于染料涨价过程中的下游主动去库存。染料行业自去年一季度以来总体处于去库存阶段, 目前行业库存已处于历史低位。在下游纺织行业增长的带动下, 染料需求总体稳定。随着染料行业集中度的提高与生产成本的提升, 目前染料价格具有较好支撑。随着三季度染料传统需求旺季的到来, 届时染料行业有望迎来补库存行情, 推动价格进一步上涨。
- **中间体盈利大幅提升, 成为业绩增长重要贡献。**公司的中间体产品主要包括间苯二酚与间苯二胺, 产能分别为3万吨和6.5万吨, 除部分间苯二胺自用外其余均对外销售。近期来中间体价格与盈利不断提升, 已成为公司业绩的重要来源。2017年7月, 全球主要的三家间苯二酚生产企业之一的美国 indspec 关闭了其间苯二酚生产装置, 退出该行业。供给的收缩带动了间苯二酚价格的大幅上涨, 2017年至今, 间苯二酚价格自6万/吨上涨至11.5万/吨, 甲苯二胺价格自2万元/吨上涨至3万/吨。今年3月商务部对原产日本、美国的间苯二酚继续征收反倾销税。受这些因素推动, 预计中间体价格有望保持高位。中间体价格的上涨业推动了中间体业务盈利的大幅提升, 一季度中间体已成为公司业绩的最主要来源。
- **房地产项目有序推进, 未来收益可观。**公司房地产业务集中在上海, 主要以参与旧城改造方式介入。公司在手项目主要包括大宁社区旧城改造、大统基地旧城改造和华兴新城项目。其中大宁项目即将进入收获期, 预计于2019年确认收入, 大统项目拆迁完成, 预计年内开工建设。华兴新城项目体量最大, 项目建筑面积达52.9万平方米, 该地

块附近住宅均价在 10 万/平以上，未来收益可观。目前该项目拆迁率 98% 以上，整体成本可控。

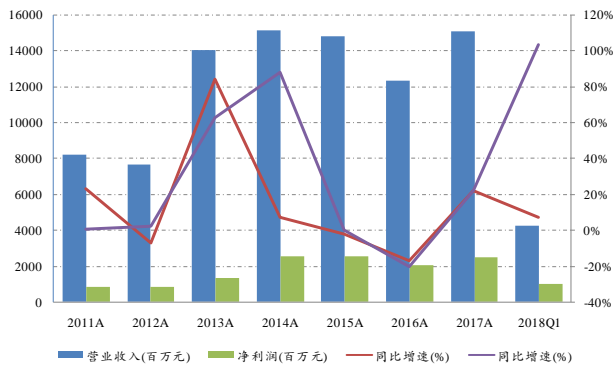
- **未来产品逐步趋向多元化。**近年来，公司产品种类不断增多，业务结构趋于多元化。未来公司计划将间苯二胺产能进一步扩大至 10 万吨，间苯二酚扩大至 5 万吨，下游产品间苯二酚-甲醛树脂项目也正在建设种；此外公司还建有 2 万吨 H 酸及 2 万吨对位酯项目，预计年内将逐渐投产。随着新产品的不断投产，未来公司产品将继续趋于多元化，从而降低对单一业务的依赖。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 1.36 元和 1.46 元，以 5 月 9 日收盘价 12.02 元计算，对应 PE 分别为 8.8 倍和 8.2 倍，维持“买入”的投资评级。

风险提示：产品价格大幅下跌、环保力度低于预期

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12355.5	15100.9	18876.1	20763.7	22840.1
增长比率	-16.8%	22.2%	25.0%	10.0%	10.0%
净利润(百万元)	2029.0	2473.8	4421.5	4759.4	5031.1
增长比率	-20.2%	21.9%	78.7%	7.6%	5.7%
每股收益(元)	0.62	0.76	1.36	1.46	1.55
市盈率(倍)	19.3	15.8	8.8	8.2	7.8

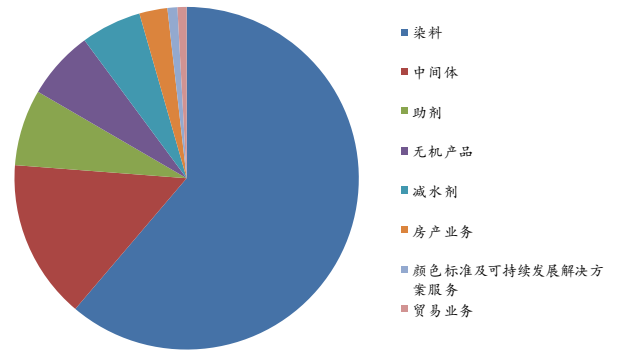
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



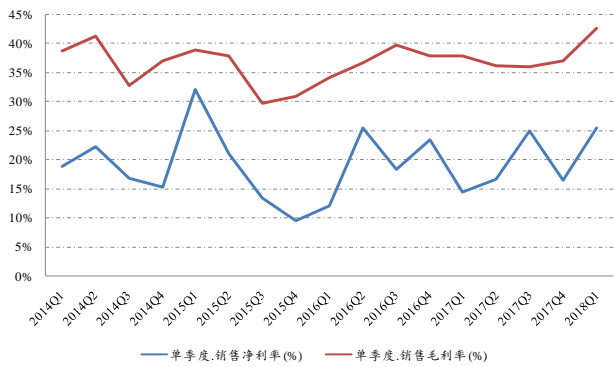
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



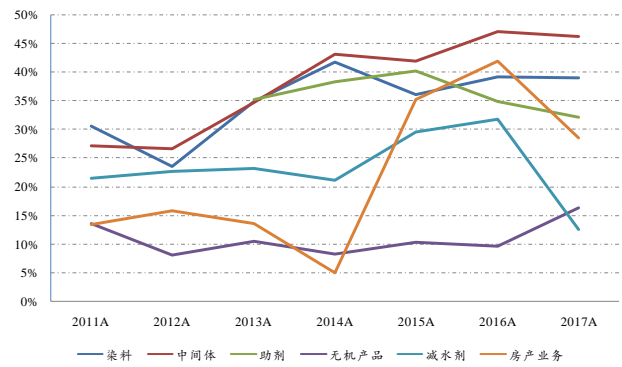
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分业务毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	12355.5	15100.9	18876.1	20763.7	22840.1	成长性					
减: 营业成本	7,773.5	9,543.2	9,815.6	11,004.8	12,562.1	营业收入增长率	-16.8%	22.2%	25.0%	10.0%	10.0%
营业税费	78.7	108.6	135.9	149.5	164.4	营业利润增长率	-2.4%	9.6%	73.1%	7.6%	4.6%
销售费用	985.7	1,135.3	1,434.6	1,578.0	1,735.8	净利润增长率	-20.2%	21.9%	78.7%	7.6%	5.7%
管理费用	1,223.8	1,439.9	1,798.9	1,978.8	2,176.7	EBITDA 增长率	-1.6%	10.7%	54.4%	6.1%	3.8%
财务费用	233.0	326.8	183.0	146.6	129.1	EBIT 增长率	-2.0%	9.9%	65.5%	6.8%	4.2%
资产减值损失	277.0	62.9	126.5	155.5	114.9	NOPLAT 增长率	-11.7%	16.6%	62.3%	6.8%	4.2%
加: 公允价值变动收益	1,005.0	116.4	-125.4	24.8	25.3	投资资本增长率	59.8%	21.7%	-39.2%	104.5%	-38.0%
投资和汇兑收益	319.8	745.3	638.1	567.7	650.4	净资产增长率	15.2%	9.0%	17.2%	18.1%	14.2%
营业利润	3,108.6	3,406.2	5,894.5	6,343.1	6,632.7	利润率					
加: 营业外净收支	81.5	-44.2	-25.0	-25.0	-25.0	毛利率	37.1%	36.8%	48.0%	47.0%	45.0%
利润总额	3,190.1	3,362.0	5,869.5	6,318.1	6,607.7	营业利润率	25.2%	22.6%	31.2%	30.5%	29.0%
减: 所得税	707.8	630.3	1,115.2	1,200.4	1,255.5	净利润率	16.4%	16.4%	23.4%	22.9%	22.0%
净利润	2029.0	2473.8	4421.5	4759.4	5031.1	EBITDA/营业收入	31.8%	28.8%	35.5%	34.3%	32.4%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	27.0%	24.3%	32.2%	31.3%	29.6%
货币资金	3,427.1	4,181.2	2,953.1	1,661.1	6,699.7	运营效率					
交易性金融资产	23.2	173.7	65.6	87.5	108.9	固定资产周转天数	147	132	106	86	69
应收帐款	3,155.9	3,683.2	5,414.2	4,535.4	6,230.2	流动营业资本周转天数	351	436	290	333	348
应收票据	1,190.2	1,920.4	2,175.1	2,220.8	2,611.1	流动资产周转天数	597	671	465	486	527
预付帐款	210.5	257.7	213.6	324.2	286.9	应收帐款周转天数	90	82	87	86	85
存货	16,771.8	20,515.5	6,215.7	29,212.9	12,032.3	存货周转天数	343	444	255	307	325
其他流动资产	344.1	433.8	521.9	433.3	463.0	总资产周转天数	970	1,029	745	730	741
可供出售金融资产	3,972.1	3,733.9	3,307.5	3,671.2	3,570.9	投资资本周转天数	533	595	420	440	435
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	470.3	525.9	525.9	525.9	525.9	ROE	13.0%	14.6%	22.2%	20.2%	18.7%
投资性房地产	2,657.5	2,828.1	2,828.1	2,828.1	2,828.1	ROA	6.2%	5.9%	15.0%	9.8%	12.9%
固定资产	5,177.1	5,859.4	5,263.2	4,667.1	4,070.9	ROIC	18.5%	13.5%	18.0%	31.6%	16.1%
在建工程	347.5	330.2	330.2	330.2	330.2	费用率					
无形资产	842.6	808.5	774.5	740.5	706.5	销售费用率	8.0%	7.5%	7.6%	7.6%	7.6%
其他非流动资产	1,346.4	1,101.3	1,210.1	1,195.1	1,157.0	管理费用率	9.9%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
资产总额	39,936.4	46,352.8	31,798.8	52,433.3	41,621.7	财务费用率	1.9%	2.2%	1.0%	0.7%	0.6%
短期债务	3,624.7	6,172.8	-	116.3	-	三费/营业收入	19.8%	19.2%	18.1%	17.8%	17.7%
应付帐款	1,891.9	2,293.5	1,664.2	3,063.3	2,260.4	偿债能力					
应付票据	750.5	203.2	951.5	402.9	1,023.5	资产负债率	56.5%	59.2%	30.2%	50.0%	28.2%
其他流动负债	4,183.3	4,080.0	2,633.7	5,759.0	2,996.2	负债权益比	130.0%	144.9%	43.3%	100.2%	39.2%
长期借款	5,714.8	8,405.5	-	11,218.6	-	流动比率	2.40	2.44	3.35	4.12	4.53
其他非流动负债	6,403.9	6,270.8	4,360.9	5,678.5	5,436.7	速动比率	0.80	0.84	2.16	0.99	2.61
负债总额	22,569.0	27,425.9	9,610.3	26,238.7	11,716.9	利息保障倍数	14.34	11.24	33.22	44.27	52.36
少数股东权益	1,745.6	1,983.0	2,315.8	2,674.1	2,995.2	分红指标					
股本	3,253.3	3,253.3	3,253.3	3,253.3	3,253.3	DPS(元)	0.20	0.25	0.38	0.45	0.47
留存收益	12,042.2	13,864.6	16,619.4	20,267.2	23,656.3	分红比率	32.1%	32.9%	28.0%	31.0%	30.6%
股东权益	17,367.4	18,926.9	22,188.6	26,194.6	29,904.8	股息收益率	1.7%	2.1%	3.2%	3.8%	3.9%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	2,482.3	2,731.7	4,421.5	4,759.4	5,031.1	EPS(元)	0.62	0.76	1.36	1.46	1.55
加: 折旧和摊销	595.8	697.0	630.2	630.2	630.2	BVPS(元)	4.80	5.21	6.11	7.23	8.27
资产减值准备	277.0	62.9	-	-	-	PE(X)	19.3	15.8	8.8	8.2	7.8
公允价值变动损失	-1,005.0	-116.4	-125.4	24.8	25.3	PB(X)	2.5	2.3	2.0	1.7	1.5
财务费用	226.1	316.2	183.0	146.6	129.1	P/FCF	12.7	27.8	-90.3	-228.2	6.3
投资收益	-319.8	-745.3	-638.1	-567.7	-650.4	P/S	3.2	2.6	2.1	1.9	1.7
少数股东损益	453.3	257.9	332.8	358.2	321.1	EV/EBITDA	11.7	11.4	5.4	7.0	4.5
营运资金的变动	-7,845.1	-3,733.2	9,999.8	-18,025.6	12,361.0	CAGR(%)	27.3%	25.1%	18.2%	27.3%	25.1%
经营活动产生现金流量	-6,075.3	-259.4	14,803.7	-12,674.1	17,847.4	PEG	0.7	0.6	0.5	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-2,020.1	-622.9	1,219.6	163.5	726.0	ROIC/WACC	1.9	1.4	1.9	3.3	1.7
融资活动产生现金流量	7,600.6	1,874.7	-17,251.4	11,218.6	-13,534.8	REP	1.1	1.3	1.2	0.4	0.9

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。