

浙江龙盛 (600352) \化工

——行业格局持续优化，公司长期受益

投资建议：

推荐
 首次覆盖

当前价格：

12.29元

事件：

公司发布2018年半年度业绩预增公告，预计2018年上半年归母净利润实现22.29~24.32亿元，同比增120%~140%，其中二季度归母净利润12.1~14.13亿元，同比增136.3%~176.0%。

投资要点：

➤ 上半年业绩维持高增长，中间体及投资收益为盈利增长主要来源

公司上半年业绩维持高增长，利润增长主要来自于两方面：（1）中间体产品价格较上年同期有较大幅度提高，主要原因行业壁垒较高，市场集中度进一步提升，呈现量价齐升的趋势；同时染料产品价格较上年同期也有较大幅度提高，主要原因是部分中小企业因环保安全问题停产、限产，直接导致染料供应紧张；（2）公司持有的可供出售金融资产的公允价值在2018年上半年度增加较多，主要来自公司间接持有的Xiaoju Kuaizhi Inc、宁德时代、药明康德以及在美国上市的Bilibili Inc的股份公允价值增加较多，从而提升上半年度业绩。

➤ 环保高压持续优化染料及中间体格局，存进一步上涨动力

今年上半年以来受环保整治影响，多地区众多染料及中间体生产企业被迫停产，造成染料及中间体供应严重紧缺，使得价格持续上涨，其中主流产品分散黑染料自年初的3万元/吨上涨至5.3万元/吨，活性黑染料自3.3万元/吨上涨到4.3万元/吨，中间体间苯二酚自6万元/吨上涨至目前10.9万元/吨，中间体H酸自4月的3.3万元/吨的涨至8万元/吨。在目前环保形势下，现有因规范性问题停产的装置复产难度将大幅提高，而未来新上项目周期及门槛也将提高，此外，随着长江经济带环保行动等的进一步推进，染料及中间体供应端仍将收缩，市场集中度进一步提高，且经销商由于前期库存逐步消耗，后续旺季将至，染料及中间体价格存进一步上涨动力。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	3,253/3,253
流通A股市值（百万元）	39,983
每股净资产（元）	5.65
资产负债率（%）	58.76
一年内最高/最低（元）	13.58/9.30

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maq@glsc.com.cn

吴程浩研究助理

电话：0510-85613163

邮箱：wuch@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	12,355.53	15,100.90	21,418.64	22,744.32	24,041.85
增长率（%）	-16.75%	22.22%	41.84%	6.19%	5.70%
EBITDA（百万元）	3,942.05	4,377.06	6,276.78	6,730.93	7,340.28
净利润（百万元）	2,029.01	2,473.05	4,080.38	4,434.71	4,907.41
增长率（%）	-20.16%	21.88%	64.99%	8.68%	10.66%
EPS（元/股）	0.62	0.76	1.25	1.36	1.51
市盈率（P/E）	19.71	16.17	9.80	9.02	8.15
市净率（P/B）	2.56	2.36	2.00	1.71	1.48
EV/EBITDA	12.78	12.68	8.41	7.50	6.51

数据来源：公司公告，国联证券研究所

► 产业链深度一体化布局，中间体构筑护城河

公司经过多年发展，在浙江上虞生产基地构建了“中间体-染料-硫酸-减水剂”循环经济一体化产业园，全面布局染料行业，目前公司共具备染料产能 30 万吨（分散 14 万吨、活性 7 万吨），中间体 11 万吨（间苯二胺 6.5 万吨、间苯二酚 3 万吨、还原物 1 万吨），依托强大的技术实力以及规模优势，站在了成本曲线的优势端。通过拆解公司盈利，中间体是公司染料产业链盈利的最关键环节，也是目前环保形势下染料行业的稀缺资源，其中间苯二胺是目前公司中间体业务的基石，其本身不但是重要的利润贡献点，还是间苯二酚的原材料，目前公司间苯二胺产能 6.5 万吨（其中 3.5 万吨用于间苯二酚生产配套，0.3 万吨用于分散染料配套，剩余外售），位居全球 75%；而间苯二酚目前全球主要厂商只剩浙江龙盛和日本住友，产能均为 3 万吨，由于间苯二胺及间苯二酚均具备较强的技术工艺及环保壁垒，而公司在这一领域有着足够的话语权，为公司未来染料事业的进一步发展有效构筑了护城河。

► 房地产业务顺利推进，未来发展空间广阔

公司自 2011 年进军房地产业务，主要以土地一二级联动形式从事上海旧房改造建设，累计实现营收 36.85 亿，现有多个在建项目，总投资额 350 亿，将于 2019-2023 年间陆续完工，不仅贡献地产增值收益，还可带来 10 亿/年的稳定租金收入，发展前景广阔。

► 盈利预测及评级

近年来受益于国内安全环保持续高压，规范性不到位、生产成本高的企业加速退出，行业集中度进一步提升，染料及中间体价格有望不断提高，公司作为全球染料龙头企业，产业链优势显著，长期有望量价齐升，此外公司实现多元化发展，房地产业务顺利推进，将成为公司未来发展重要推动力。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.25、1.36、1.51 元，对应 PE 分别为 10X、9X、8X。首次覆盖给予“推荐”评级。

► 风险提示

纺织出口受贸易战影响大；房地产施工进度不及预期

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,427.08	4,181.21	2,141.86	4,728.11	8,046.79	营业收入	12,355.5	15,100.9	21,418.6	22,744.3	24,041.8
应收账款+票据	4,346.20	5,603.60	7,845.03	8,237.29	8,649.15	营业成本	7,773.51	9,543.17	12,003.9	12,673.4	13,148.4
预付账款	210.46	257.67	360.74	378.78	397.72	营业税金及附加	78.66	108.60	154.03	163.56	172.90
存货	16,771.8	20,515.5	20,000.0	21,000.0	22,050.0	营业费用	985.71	1,135.26	1,649.24	1,751.31	1,851.22
其他	342.14	433.36	433.36	433.36	433.36	管理费用	1,223.84	1,439.86	2,042.25	2,168.65	2,292.37
流动资产合计	25,122.9	31,165.5	30,954.6	34,951.2	39,750.7	财务费用	232.98	326.76	290.10	245.05	216.75
长期股权投资	470.25	525.86	575.86	625.86	675.86	资产减值损失	277.03	62.90	62.90	62.90	62.90
固定资产	5,177.11	5,859.40	5,443.95	5,258.27	5,032.59	公允价值变动	1,004.97	116.37	50.00	50.00	50.00
在建工程	347.52	330.24	600.00	600.00	600.00	投资净收益	96.64	46.61	50.00	50.00	50.00
无形资产	842.63	808.53	772.93	737.33	701.74	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7,975.99	7,663.28	7,231.14	7,214.78	7,214.78	营业利润	2,885.42	2,647.33	5,316.19	5,779.36	6,397.27
非流动资产合计	14,813.5	15,187.3	14,623.8	14,436.2	14,224.9	营业外净收益	304.69	713.47	0.00	0.00	0.00
资产总计	39,936.4	46,352.8	45,578.5	49,387.4	53,975.6	利润总额	3,190.11	3,360.80	5,316.19	5,779.36	6,397.27
短期借款	3,624.67	6,172.82	355.01	0.00	0.00	所得税	707.77	629.85	782.43	851.90	944.59
应付账款+票据	2,217.52	2,149.89	3,009.85	3,160.34	3,318.36	净利润	2,482.33	2,730.95	4,533.76	4,927.46	5,452.68
其他	4,608.16	4,426.88	4,518.19	4,712.82	4,917.18	少数股东损益	453.32	257.90	453.38	492.75	545.27
流动负债合计	10,450.3	12,749.6	7,883.05	7,873.16	8,235.54	归属于母公司	2,029.01	2,473.05	4,080.38	4,434.71	4,907.41
长期带息负债	11,204.1	13,900.0	13,900.0	13,900.0	13,900.0						
长期应付款	0.92	0.65	0.65	0.65	0.65						
其他	913.62	775.61	48.49	48.49	48.49						
非流动负债合计	12,118.7	14,676.2	13,949.1	13,949.1	13,949.1						
负债合计	22,569.0	27,425.8	21,832.2	21,822.3	22,184.7						
少数股东权益	1,745.61	1,983.03	2,436.41	2,929.16	3,474.42						
股本	3,253.33	3,253.33	3,253.33	3,253.33	3,253.33						
资本公积	1,552.35	1,551.67	1,551.67	1,551.67	1,551.67						
留存收益	10,816.1	12,138.8	15,199.1	18,525.2	22,205.7						
股东权益合计	17,367.3	18,926.9	22,440.5	26,259.3	30,485.2						
负债和股东权益总	39,936.4	46,352.8	45,578.5	49,387.4	53,975.6						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,177.11	1,875.21	4,433.76	4,827.46	5,352.68
折旧摊销	595.83	697.00	734.75	774.75	798.39
财务费用	226.13	316.15	225.84	176.81	144.63
存货减少	-9,975.6	-3,525.8	515.54	-1,000.0	-1,050.0
营运资金变动	1,505.69	363.70	-372.39	-65.17	-68.43
其它	472.48	21.95	62.90	62.90	62.90
经营活动现金流	-5,998.4	-251.88	5,600.40	4,776.75	5,240.16
资本支出	412.84	781.09	600.00	600.00	600.00
长期投资	4,142.56	6,412.68	0.00	0.00	0.00
其他	2,535.31	6,570.85	24.00	50.00	50.00
投资活动现金流	-2,020.0	-622.92	-576.00	-550.00	-550.00
债权融资	8,439.29	3,356.60	-5,817.8	-355.01	0.00
股权融资	4.90	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-843.58	-1,481.9	-1,245.9	-1,285.4	-1,371.4
筹资活动现金流	7,600.62	1,874.69	-7,063.7	-1,640.5	-1,371.4
现金净增加额	-276.75	934.14	-2,039.3	2,586.25	3,318.68

主要财务比					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-16.75%	22.22%	41.84%	6.19%	5.70%
EBIT	-2.95%	9.98%	50.60%	7.47%	9.83%
EBITDA	-2.57%	11.04%	43.40%	7.24%	9.05%
归属于母公司	0.32%	21.88%	64.99%	8.68%	10.66%
获利能力					
毛利率	37.08%	36.80%	43.96%	44.28%	45.31%
净利率	20.09%	18.08%	21.17%	21.66%	22.68%
ROE	12.99%	14.60%	20.40%	19.01%	18.17%
ROIC	9.41%	11.05%	14.41%	15.33%	16.35%
偿债能力					
资产负债	56.51%	59.17%	47.90%	44.19%	41.10%
流动比率	2.40	2.44	3.93	4.44	4.83
速动比率	0.77	0.80	1.33	1.72	2.10
营运能力					
应收账款周转	3.67	3.35	3.39	3.43	3.45
存货周转率	0.46	0.47	0.60	0.60	0.60
总资产周转率	0.31	0.33	0.47	0.46	0.45
每股指标 (元)					
每股收益	0.62	0.76	1.25	1.36	1.51
每股经营现金	-1.84	-0.08	1.72	1.47	1.61
每股净资产	4.80	5.21	6.15	7.17	8.30
估值比率					
市盈率	19.71	16.17	9.80	9.02	8.15
市净率	2.56	2.36	2.00	1.71	1.48
EV/EBITDA	12.78	12.68	8.41	7.50	6.51
EV/EBIT	15.05	15.08	9.52	8.47	7.31

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810