2018 年 09 月 04 日

罗健
H70406@capital.com.tw

目标价(元) 13

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2018/9/4)	10.57
上证指数(2018/9/4)	2750.58
股价 12 个月高/低	13.32/9.66
总发行股数(百万)	3253.33
A 股数(百万)	3253.33
A 市值(亿元)	343.88
主要股东	阮水龙 (11.98%)
每股净值(元)	5.50
股价/账面净值	1.92

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	2.7	-15.0	-4.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

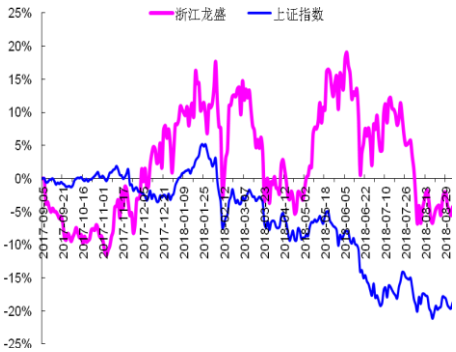
产品组合

染料	55.8%
中间体	19.0%
助剂	6.4%
其他	18.8%

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



浙江龙盛（600352.SH） Buy 买入

染料及中间体价格高位运行，业绩持续高增长

结论与建议：

公司上半年实现营业收入91.7亿元，yoy+22.0%，录得归母净利润18.6亿元，yoy+83.4%，扣非后归母净利润18.1亿元，yoy+85.1%，折合每股收益0.57亿元。其中二季度实现营业收入49.4亿元，yoy+38.1%，录得归母净利润 8.4亿元，yoy+63.9%。公司同时预计前三季度净利润为30~32亿元，yoy+60.2~70.9%，其中第三季度净利润为11.4~13.4亿元，yoy+33~56%。公司业绩增长受益于染料价格上涨、中间体量价齐升，在环保政策日益趋严的大背景下，染料、中间体有望维持高景气度，全年业绩大概率大幅增长，结合当前估值较低，维持“买入”评级。

- **中间体、染料涨价推动中报业绩增长：**公司业绩主要来源于染料及中间体业务，两者占比在七成以上。染料业务方面，公司上半年染料销售量为 11.56 万吨吨，同比下滑 9.9%，但基本实现满产满销，由于染料销售均价同比上涨 22.0%至 4.43 万元/吨，使得染料业务实现营收 51.2 亿元，同比增长 9.8%。中间体业务，上半年中间体销量为 5.85 万吨，同比增长 17.1%，销售均价为 3.13 万元/吨，同比增长 41.5%，致中间体业务营收大幅增长 65.9%至 18.3 亿元，中间体销量包含了用于生产间苯二酚的间苯二胺的量，一定程度上推升了中间体销量增长。由于产品价格上涨，公司上半年综合毛利率同比提高 7.2 个百分点至 44.3%，其中 Q2 环比 Q1 提高 3 个百分点，另外，上半年三项费用率为 18.6%，同比基本持平。
- **染料将继续维持高景气度，短期内易涨难跌：**二季度受苏北化工园区偷排事件影响，连云港灌南、灌云、盐城响水三大化工园区所有化工企业一律停产整治，导致部分分散染料、活性染料以及中间体对位酯、H 酸产能关停，截止目前仍未全面复产。随后江苏省出台全省相关整治方案政策，对南通、连云港、盐城三市化工园区及企业进行全面整改，并于明年 9 验收。另外，据卓创资讯统计，当前国内分散染料总产能约为 64 万吨，CR3 占比为 55%，活性染料产能约为 49 万吨，CR5 占比为 58%。江苏省是我国第二大染料生产基地，在后续整改过程中势必导致部分落后产能加速退出，原本集中度较高的染料行业将更为集中，龙头企业的定价话语权加强，迭加染料社会库存处于低位，人民币贬值进一步刺激下游需求向好，后市印染旺季下染料价格易涨难跌。
- **中间体集中度高，盈利能力强：**公司中间体主要是间苯二胺和间苯二酚，前者是后者的生产原料，两者对应的产能分别是 6.5 万吨/年、3 万吨/年，各自约占全球总产能的 75%、50%。苏北园区整顿或开工不顺影响，间苯二胺销售价格由一季度的 2.3 万元/吨上涨至二季度的 3 万元/吨，涨幅约在 30%。间苯二酚则是自上年 7 月海外产能永久退出以来，由 6.5 万元/吨上涨至 11.8 万元/吨，涨幅高达 82%，当前价格维持在 10.3 万元/吨，同比增长 37%。公司计划在未来将间苯二胺、间苯二酚产能分别扩大至 10、5 万吨/年，强化产业链一体化布局。另外公司还有 2 万吨/年 H 酸和 2 万吨/年对位酯产能正在建设中，年底部分产能有望投产，待全部产能投产后，将大幅提高活性染料中间体的自给率，届时活性染料盈利能力有望提升。
- **盈利预测：**我们预计公司 2018、2019 年实现净利润 42.8、48.5 亿元，yoy+73%、+13%，折合 EPS 为 1.32、1.49 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 8.0、7.1 倍。鉴于公司全年业绩有望维持大幅增长，当前估值较低，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、染料价格不及预期；2、环保政策放松。 接续下页

■

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018E	2019E	2020E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2029.01	2473.79	4279.83	4845.42	5467.81
同比增减	%	-20.16%	21.92%	73.01%	13.22%	12.84%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.62	0.76	1.32	1.49	1.68
同比增减	%	-0.20	0.22	0.73	0.13	0.13
A 股市盈率(P/E)	X	16.95	13.90	8.03	7.10	6.29
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.25	0.30	0.35	0.40
股息率 (Yield)	%	1.89%	2.37%	2.84%	3.31%	3.78%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	12355.53	15100.90	18499.52	20744.40	22786.59
经营成本	7773.51	9543.17	10283.54	11414.06	12313.38
营业税金及附加	78.66	108.60	129.50	145.23	159.52
销售费用	985.71	1135.26	1377.47	1544.65	1696.68
管理费用	1223.84	1439.85	1744.79	1956.32	2149.13
财务费用	232.98	326.76	421.80	472.93	519.46
资产减值损失	277.03	62.89	113.44	127.16	139.69
投资收益	319.79	745.29	899.84	1007.82	1108.60
营业利润	3108.57	3406.19	5747.12	6500.21	7329.74
营业外收入	161.26	29.08	21.02	21.23	21.45
营业外支出	79.72	73.28	77.63	78.40	79.19
利润总额	3190.11	3362.00	5690.52	6443.04	7272.00
所得税	707.77	630.30	1003.28	1136.46	1283.67
少数股东损益	453.32	257.90	407.40	461.17	520.52
归属于母公司股东权益	2029.01	2473.79	4279.83	4845.42	5467.81

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3427.08	4181.21	8427.52	12330.48	15315.65
应收账款	2176.92	2588.68	2439.00	2235.00	2413.80
存货	16771.83	20515.54	22156.78	22378.35	21035.65
流动资产合计	25122.92	31165.50	36440.89	40943.59	43084.83
长期股权投资	470.25	525.86	438.00	613.00	662.04
固定资产	5177.11	5859.40	6170.97	6148.36	7563.09
在建工程	347.52	330.24	332.00	296.00	319.68
非流动资产合计	14813.51	15187.31	12922.47	12337.76	14247.64
资产总计	39936.43	46352.81	49363.36	53281.34	57332.48
流动负债合计	10450.34	12749.60	14163.28	13815.77	14233.13
非流动负债合计	12118.70	14676.28	12561.92	12659.48	11606.26
负债合计	22569.04	27425.88	26725.20	26475.25	25839.39
少数股东权益	1745.61	1983.03	2390.43	2851.60	3372.12
股东权益合计	17367.39	18926.93	22638.17	26806.09	31493.09
负债及股东权益合计	39936.43	46352.81	49363.36	53281.34	57332.48

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量净额	-6075.32	-259.37	2873.00	3128.00	2346.00
投资活动产生的现金流量净额	-2020.08	-622.92	-138.00	-485.00	-315.25
筹资活动产生的现金流量净额	7600.62	1874.69	1593.49	1354.46	1056.48
现金及现金等价物净增加额	-353.63	926.65	4246.31	3902.96	2985.17

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证益券(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)有限公司及其任何之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。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@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¡@。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。