

2018年11月01日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元)

11

浙江龙盛 (600352.SH)

Buy 买入

染料及中间体价格持续上涨，前三季度业绩同比增七成

结论与建议:

公司发布18年前三季度业绩报告，前三季度公司实现营业收入145.7亿元，yoy+29.9%，录得归母净利润31.8亿元，yoy+69.8%，折合每股收益0.98元，其中三季度实现营业收入54.0亿元，yoy+45.9%，录得归母净利润13.2亿元，yoy+53.7%，业绩落在前期预告上限。环保政策日益严苛，长江经济带污染治理，化工企业退城入园、化工园区整改等事件影响，迫使落后产能加速退出，供需关系好转，使得染料及中间体价格持续高位运行，公司全年业绩有望保持大幅增长，结合当前估值较低，维持“买入”评级。

■ **中间体、染料价格持续上涨，推动前三季度业绩增长：**价格方面，前三季度公司染料、中间体销售均价分别为4.55、3.34万元/吨，同比上涨26.6%、43.1%，其中三季度销售均价为4.74、3.84万元/吨，同比上涨34.8%、42.3%，环比上涨6.5%、9.9%。在销售量方面，前三季度染料销售量为18.7万吨，同比小幅下滑4.7%，但在价格推动下染料业务实现营业收入85.1亿元，同比增长20.7%。中间体前三季销售量为8.3万吨，同比增加24.3%，量价齐升致中间体产品实现营业收入27.7亿元，同比增长77.9%。由于产品价格上涨，公司前三季度综合毛利率同比提升9.15个百分点，至45.87%，其中三季度综合毛利率为48.58%，同比提升12.62个百分点，环比提升2.91个百分点，创历史新高。另外公司前三季度收到税收返还和专项奖励及补助同比增加1亿元，起到增厚业绩作用。

■ **行业集中度料继续提升，染料价格有望高位运行：**受二季度苏北化工园区偷排事件影响，江苏多个化工园区停产整治，导致部分染料及中间体产能关停，当前除极个别企业复产外，其他企业仍处关停状态。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月验收。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产能退出，染料行业集中度将进一步提高。公司作为行业龙头，其市场份额有望持续提升。据七彩云统计，由于印染市场尚未完全复苏，9月下旬分散黑ECT300%/活性黑WNN成交价位4.00、2.95万元/吨，环比下调0.20、0.35万元/吨，另外还原物、H酸及对位酯也有小幅下调，但价格整体上仍高位运行，当前龙头企业定价话语权强，染料社会库存处于低位，后市染料价格有望维持高位。

■ **中间体盈利能力突出，寡头垄断格局短期难打破：**公司中间体主要是间苯二胺和间苯二酚，间苯二胺同时是间苯二酚上游原料，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%。间苯二胺由于江苏、四川产能关停，仅剩龙盛产能开工，间苯二酚则是由于海外产能永久退出，导致供应偏紧。三季度公司间苯二胺、间苯二酚销售均价分别约为3.8、9万元/吨，同比上涨36%、100%，盈利能力十分突出。当前间苯二酚价格为9.9万元/吨，同比上涨27%，较前期高点有所回落，但仍高位运行。由于间苯二酚行业壁垒较高，扩产周期长，短期内难以打破寡头垄断格局，其盈利能力持续向好。

■ **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6.8、6.0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、中间体价格下跌；2、环保政策执行力度不及预期。
..... 接续下页.....

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2018/11/1)	8.88
上证指数(2018/11/1)	2606.24
股价 12 个月高/低	13.32/7.96
总发行股数(百万)	3253.33
A 股数(百万)	3253.33
A 市值(亿元)	288.90
主要股东	阮水龙 (11.98%)
每股净值(元)	5.97
股价/账面净值	1.49
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.8 -17.5 -11.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

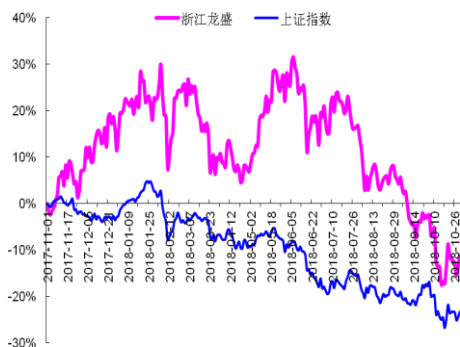
产品组合

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



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	14.24	11.68	6.75	5.96	5.28
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.25	0.30	0.35	0.40
股息率 (Yield)	%	2.25%	2.82%	3.38%	3.94%	4.50%

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%)

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	18219.40	20188.41	22305.10
经营成本	7773.51	9543.17	10152.89	11118.68	12126.48
营业税金及附加	78.66	108.60	130.19	144.27	159.39
销售费用	985.71	1135.26	1291.02	1430.54	1580.52
管理费用	1223.84	1439.85	1788.53	1981.71	2189.62
财务费用	232.98	326.76	427.63	473.86	523.52
资产减值损失	277.03	62.89	62.15	68.85	76.07
投资收益	319.79	745.29	1218.59	1340.45	1447.68
营业利润	3108.57	3406.19	5679.52	6412.14	7199.39
营业外收入	161.26	29.08	11.11	11.22	11.33
营业外支出	79.72	73.28	76.42	77.18	77.95
利润总额	3190.11	3362.00	5614.22	6346.18	7132.77
所得税	707.77	630.30	1045.98	1181.97	1326.81
少数股东损益	453.32	257.90	288.41	318.79	338.14
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	6051.97	5886.98	7119.33
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	12803.47	12076.38	13803.89
资产总计	39936.43	46352.81	49244.36	53019.96	56888.72
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	2271.44	2590.23	2928.37
股东权益合计	17367.39	18926.93	22519.17	26544.71	31049.33
负债及股东权益合计	39936.43	46352.81	49244.36	53019.96	56888.72

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。此份报告内容之资料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。