国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2018 年 11 月 02 日

浙江龙盛（600352）\化工

——染料及中间体维持景气度，公司业绩持续增长

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	8.88 元
目标价格：	元

事件：公司发布2018年三季报。前三季度实现营收145.67亿元，同比增29.87%；归母净利润31.79亿元，同比增69.78%，环比增9.38%。其中Q3单季度实现营收53.99亿元，同比增45.86%；归母净利润13.2亿元，同比增53.71%，环比增22.09%。

投资要点：

➢ **染料、中间体量价齐升，业绩持续高增长**

公司前三季度染料及中间体分别贡献营收85.14亿、27.74亿，同比分别增21%、78%；销售均价方面，染料及中间体同比分别增加27%、43%至4.5万元/吨、3.3万元/吨；销量方面，同比分别变化-5%、24%至18.7万吨、8.3万吨。受益于染料及中间体业务盈利能力的提升，公司前三季度综合毛利率提升9.1pct至45.9%。分单季度来看，尽管三季度染料下游需求较弱，但三季度公司两大业务依然表现突出，业绩持续保持高增长。

➢ **环保高压持续，支撑染料及中间体当前盈利水平**

环保收缩供给是此轮染料及中间体盈利提升的主要逻辑，尤其是今年苏北两灌及响水化工园区被曝光污染问题以来，国内染料及中间体供给紧缩端持续紧缩，虽然近期部分染料及中间体企业经过前期整顿后逐步复产，但尚未有染料企业完全复产，因此未来很长一段时间国内染料及中间体产能供给仍将处于偏紧状态，对目前价格有足够支撑。此外，公司中间体主要盈利产品间苯二酚由于技术壁垒较高，扩产周期长，短期内难以有对手打破公司目前垄断竞争的格局。

➢ **盈利预测及评级**

预计2018-2020年EPS分别为1.15、1.27、1.44元，对应PE分别为7.7X、7.0X、6.2X，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示。**下游印染需求低迷；房地产业务不及预期

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	3,747.06	4,146.84	4,668.53
增长率（%）	-20.16%	21.88%	51.52%	10.67%	12.58%
EPS（元/股）	0.62	0.76	1.15	1.27	1.44
市盈率（P/E）	14.24	11.68	7.71	6.97	6.19
市净率（P/B）	1.85	1.71	1.46	1.26	1.10
EV/EBITDA	9.96	10.14	5.18	6.07	3.72

数据来源：公司公告，国联证券研究所

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）	28,890
每股净资产（元）	5.97
资产负债率（%）	58.14
一年内最高/最低（元）	13.58/7.96

一年内股价相对走势

吴程浩　　分析师
执业证书编号：S0590518070002
电话：0510-85611779
邮箱：wuch@glsc.com.cn

相关报告

1、《浙江龙盛（600352）\化工行业》
《半年度业绩符合预期，看好增长持续性》
2、《浙江龙盛（600352）\化工行业》
《行业格局持续优化，公司长期受益》

请务必阅读报告末页的重要声明

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,427.08	4,181.21	10,911.44	3,181.20	17,326.40
应收账款+票据	4,346.20	5,603.60	9,334.21	6,528.15	10,239.13
预付账款	210.46	257.67	317.83	289.77	340.60
存货	16,771.83	20,515.54	5,284.56	21,954.59	6,305.39
其他	342.14	433.36	433.36	433.36	433.36
流动资产合计	25,122.92	31,165.50	26,455.07	32,560.76	34,818.55
长期股权投资	470.25	525.86	575.86	625.86	675.86
固定资产	5,177.11	5,859.40	5,443.95	5,258.27	5,032.59
在建工程	347.52	330.24	600.00	600.00	600.00
无形资产	842.63	808.53	772.93	737.33	701.74
其他非流动资产	7,975.99	7,663.28	7,231.14	7,214.78	7,214.78
非流动资产合计	14,813.51	15,187.31	14,623.89	14,436.24	14,224.96
资产总计	39,936.43	46,352.81	41,078.96	46,997.00	49,043.51
短期借款	3,624.67	6,172.82	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	2,217.52	2,149.89	3,066.11	2,440.83	3,272.49
其他	4,608.16	4,426.88	604.38	3,576.80	771.53
流动负债合计	**10,450.34**	**12,749.60**	**3,670.48**	**6,017.63**	**4,044.01**
长期带息负债	11,204.15	13,900.03	13,900.03	13,900.03	13,900.03
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	12,118.70	14,676.28	13,949.17	13,949.17	13,949.17
负债合计	22,569.04	27,425.88	17,619.65	19,966.79	17,993.18
少数股东权益	1,745.61	1,983.03	2,399.37	2,860.13	3,378.86
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	10,816.10	12,138.89	14,949.18	18,059.32	21,560.72
股东权益合计	17,367.39	18,926.93	22,153.56	25,724.45	29,744.58
负债和股东权益总计	39,936.43	46,352.81	41,078.96	46,997.00	49,043.51

利润表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**12,355.53**	**15,100.90**	**21,418.64**	**22,744.32**	**24,041.85**
营业成本	7,773.51	9,543.17	12,003.95	12,673.49	13,148.45
营业税金及附加	78.66	108.60	154.03	163.56	172.90
营业费用	985.71	1,135.26	1,649.24	1,751.31	1,851.22
管理费用	1,223.84	1,439.86	2,042.25	2,168.65	2,292.37
财务费用	232.98	326.76	725.82	621.34	529.01
资产减值损失	277.03	62.90	62.90	62.90	62.90
公允价值变动收益	1,004.97	116.37	50.00	50.00	50.00
投资净收益	96.64	46.61	50.00	50.00	50.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,885.42	2,647.33	4,880.46	5,403.06	6,085.01
营业外净收益	304.69	713.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	3,190.11	3,360.80	4,880.46	5,403.06	6,085.01
所得税	707.77	629.85	717.07	795.46	897.75
净利润	2,482.33	2,730.95	4,163.39	4,607.60	5,187.26
少数股东损益	453.32	257.90	416.34	460.76	518.73
归属于母公司净利润	2,029.01	2,473.05	3,747.06	4,146.84	4,668.53

主要财务比率

	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%
归属于母公司净利润	0.32%	21.88%	51.52%	10.67%	12.58%
获利能力					
毛利率	37.08%	36.80%	43.96%	44.28%	45.31%
净利率	20.09%	18.08%	19.44%	20.26%	21.58%
ROE	12.99%	14.60%	18.97%	18.14%	17.71%
ROIC	9.41%	11.05%	14.41%	21.51%	15.87%
偿债能力					
资产负债	56.51%	59.17%	42.89%	42.49%	36.69%
流动比率	2.40	2.44	7.21	5.41	8.61
速动比率	0.77	0.80	5.65	1.69	6.94
营运能力					
应收账款周转率	3.67	3.35	2.97	4.34	3.03
存货周转率	0.46	0.47	2.27	0.58	2.09
总资产周转率	0.31	0.33	0.52	0.48	0.49
每股指标（元）					
每股收益	0.62	0.76	1.15	1.27	1.44
每股经营现金流	-1.84	-0.08	4.63	-1.72	5.02
每股净资产	4.80	5.21	6.07	7.03	8.10
估值比率					
市盈率	14.24	11.68	7.71	6.97	6.19
市净率	1.85	1.71	1.46	1.26	1.10
EV/EBITDA	9.96	10.14	5.18	6.07	3.72
EV/EBIT	11.74	12.06	5.87	6.86	4.18

现金流量表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,177.11	1,875.21	4,063.39	4,507.60	5,087.26
折旧摊销	595.83	697.00	734.75	774.75	798.39
财务费用	226.13	316.15	661.57	553.11	456.89
存货减少	-9,975.68	-3,525.89	15,230.97	-16,670.03	15,649.21
营运资金变动	1,505.69	363.70	-5,676.20	5,181.25	-5,735.42
其它	**472.48**	**21.95**	**62.90**	**62.90**	**62.90**
经营活动现金流	-5,998.44	-251.88	15,077.38	-5,590.42	16,319.22
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	-2,020.08	-622.92	-576.00	-550.00	-550.00
债权融资	8,439.29	3,356.60	-6,172.82	0.00	0.00
股权融资	4.90	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-843.58	-1,481.91	-1,598.33	-1,589.82	-1,624.02
筹资活动现金流	7,600.62	1,874.69	-7,771.15	-1,589.82	-1,624.02
现金净增加额	-276.75	934.14	6,730.23	-7,730.24	14,145.19

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/或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/或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。

分公司机构销售联系方式

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

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