

2019年04月02日

罗健

H70406@capital.com.tw

目标价(元)

24

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2019/4/1)	18.92
上证指数(2019/4/1)	3170.36
股价 12 个月高/低	18.92/7.96
总发行股数(百万)	3253.33
A 股数(百万)	3253.33
A 市值(亿元)	615.53
主要股东	阮水龙 (11.98%)
每股净值(元)	6.14
股价/账面净值	3.08
一个月	股价涨跌(%)
三个月	71.1
一年	112.6
	72.8

近期评等

出刊日期 前日收盘 评等

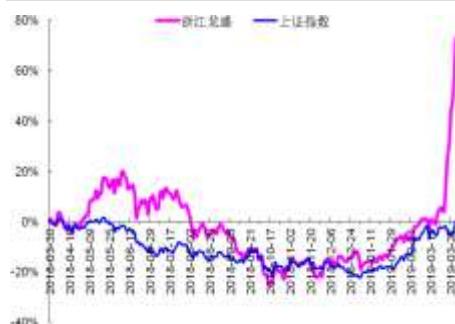
产品组合

染料	58.93%
中间体	19.35%
助剂	5.57%
其他	16.15%

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

18 年全年业绩增 66.2%，中间体未来盈利凸显

结论与建议：

公司发布18年业绩报告，公司全年实现营业收入190.8亿元， $\text{YoY}+26.3\%$ ，录得归母净利润41.1亿元， $\text{YoY}+66.2\%$ ，折合每股收益1.26元，其中Q4实现营业收入45.1亿元， $\text{YoY}+16.1\%$ ，录得归母净利润9.32亿元， $\text{YoY}+55.0\%$ ，业绩符合预期，另外公司拟每股分红0.25元（含税）。受“3.21”爆炸事件影响，公司主要中间体产品间苯二胺、间苯二酚价格有望大幅上涨，此外多个因素也将导致染料价格上涨，公司全年业绩料大幅增长，结合当前估值较低，维持“买入”评级。

■ **价格普涨，叠加中间体销量增加，致 18 年业绩大幅增长：**在销量方面，公司染料、助剂、中间体全年销量分别为 24.19、7.52、10.73 万吨， $\text{YoY}-1.68\%、+4.06\%、+12.88\%$ 。在售价方面，染料、助剂、中间体全年销售均价分别为 4.59、1.39、3.40 万元/吨， $\text{YoY}+23.53\%、+1.96\%、+44.14\%$ ，其中据七彩云报道，18 年华东地区分散黑 ECT300%、活性黑 WNN 全年均价为 3.9、3.0 万元/吨， $\text{YoY}+54.9\%、+14.9\%$ 。产品价格上涨，使得盈利能力大幅提升，公司全年综合毛利率同比上升 8.63 个百分点至 45.43%，另外公司三项费用率（含研发费用）同比下降 0.68 个百分点至 18.54%，对公司业绩起到积极作用。

■ **“3.21”响水化工爆炸事件，致间苯二胺供需失衡：**当回事公司天嘉宜化工核心产品为间苯二胺，其产能 1.7 万吨/年。间苯二胺全球产能约 11.5 万吨，具体如下：浙江龙盛 6.5 万吨/年，其中 3.5 万吨用于生产间苯二酚，3000 吨用于分散染料配套，剩余约 2.7 万吨外售；杜邦产能 2.3 万吨/年；天嘉宜化 1.0 万吨，其中环评批复 1.7 万吨；四川红光产能 1.0 万吨，处于停产状态。爆炸事件直接导致间苯二胺供需失衡，短期内价格从 4.5 万元/吨，飙升至 14 万元/吨，涨幅达 211%。间苯二酚是间苯二胺直接下游，全球仅浙江龙盛及住友化学各有 3 万吨/年产能，自 17 年美国 Indspec 公司永久退出 2.2 万吨产能后，一直处于供需偏紧状态，受爆炸影响，原料供给偏紧，将再次催升间苯二酚价格上调，短期内价格从 9.2 万元/吨，上涨至 10.5 万元/吨，涨幅达 14%，间苯二胺、间苯二酚均属公司主要中间体产品，二者价格大幅上涨，将带动中间体业务业绩继续保持高增长。

■ **多因素影响，染料价格料持续稳增长：**“3.21”爆炸事件将引发多因素致染料价格上涨，一方面间苯二胺作为多种分散染料上游原料，原料上涨将支撑染料价格上涨；另外一方面爆炸还将接导致园区内其他染料产能关停，致染料供给偏紧；此外，爆炸事件后果严重，势必会引发安全大检查，这将迫使中小产能停产，供给将进一步加剧，同时受苏北化工园区偷排事件影响，江苏多个化工园区处于停产整治阶段，江苏省计划于今年 9 月整改验收，受爆炸事件影响，验收复产时间或将不及预期，导致部分染料及中间体产能继续供给偏紧。据七彩云统计，分散染料中分散黑 ECT300% 短时间内已上涨 10.6%，至 5.2 万元/吨，染料价格上涨，公司染料业务业绩将继续大幅增长。

■ **盈利预测：**受爆炸事件影响，我们上修业绩预测，预计公司 2019/2020 年实现净利润 51.2/54.2 亿元， $\text{YoY}+24.4\%、+5.9\%$ ，折合 EPS 为 1.57/1.67 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 12、11 倍。鉴于公司 19 年业绩大幅增长，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.....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2473.79	4111.36	5115.50	5417.31	5753.84
同比增减	%	21.92%	66.20%	24.42%	5.90%	6.21%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.76	1.26	1.57	1.67	1.77
同比增减	%	21.92%	66.20%	24.42%	5.90%	6.21%
A 股市盈率(P/E)	X	24.88	14.97	12.03	11.36	10.70
股利 (DPS)	RMB 元	0.25	0.30	0.35	0.36	0.37
股息率 (Yield)	%	1.32%	1.59%	1.85%	1.90%	1.96%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15100.90	19075.78	22443.88	23704.24	24589.49
经营成本	9543.17	10409.17	11820.09	12445.22	12734.94
营业税金及附加	108.60	143.39	168.71	178.18	184.84
销售费用	1135.26	1234.25	1452.17	1533.72	1591.00
管理费用	1439.86	1193.05	1403.70	1482.53	1537.89
财务费用	326.76	377.23	443.84	468.76	486.27
资产减值损失	62.90	493.96	581.18	613.81	636.74
投资收益	745.29	393.77	401.65	409.68	417.87
营业利润	3406.18	5088.43	6320.41	6691.80	7105.78
营业外收入	29.08	35.28	36.34	37.43	38.55
营业外支出	73.27	85.76	88.33	90.98	93.71
利润总额	3361.99	5037.96	6268.41	6638.24	7050.62
所得税	630.30	825.43	1027.03	1087.62	1155.19
少数股东损益	257.90	101.17	125.88	133.31	141.59
归属于母公司股东权益	2473.79	4111.36	5115.50	5417.31	5753.84

附二：合并资产负债表

会计年度(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4181.21	3875.19	4738.54	5926.41	7142.12
应收账款	2588.68	2983.96	3133.16	3227.15	3291.70
存货	20515.54	23494.09	24668.79	25408.86	25917.04
流动资产合计	31165.50	36101.52	41539.65	43776.17	45752.54
长期股权投资	525.86	977.23	1026.09	1056.87	1078.01
固定资产	5859.40	5185.17	5282.04	5597.51	6176.40
在建工程	330.24	771.50	810.08	834.38	851.06
非流动资产合计	15187.31	16114.74	16645.77	17439.41	19103.54
资产总计	46352.81	52216.26	58185.42	61215.58	64856.09
流动负债合计	12749.60	14579.94	15783.23	14964.57	14401.10
非流动负债合计	14676.28	15680.11	16343.27	15812.66	15324.95
负债合计	27425.88	30260.05	32126.50	30777.23	29726.04
少数股东权益	1983.03	1986.29	2112.17	2245.48	2387.06
股东权益合计	18926.93	21956.21	26058.93	30438.35	35130.04
负债及股东权益合计	46352.81	52216.26	58185.42	61215.58	64856.09

附三：合并现金流量表

会计年度(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	-259.37	1076.30	1162.40	1220.52	1257.14
投资活动产生的现金流量净额	-622.92	-1694.24	-1185.97	-948.77	-977.24
筹资活动产生的现金流量净额	1874.69	65.83	757.05	779.76	795.35
现金及现金等价物净增加额	926.65	-431.86	863.35	1187.87	1215.71

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券持意见或立场，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券。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。