

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

浙江龙盛(600352)

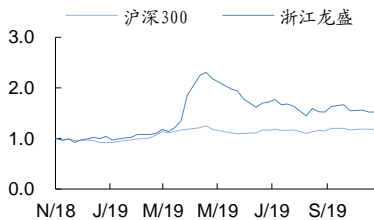
买入

2019年三季报点评

(维持评级)

2019年11月05日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,253/3,253
总市值/流通(百万元)	44,994/44,994
上证综指/深圳成指	2,958/9,635
12个月最高/最低(元)	26.24/8.39

相关研究报告:

《浙江龙盛-600352-2019年半年报点评: 安全生产构筑壁垒, 业绩创历史新高》——2019-08-19
 《浙江龙盛-600352-2018年年报点评: 安全生产构筑壁垒, 全年业绩创新高》——2019-04-02
 《浙江龙盛-600352-业绩稳健增长是优秀防御性品种》——2011-10-31

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306
 E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519040001

证券分析师: 商艾华

电话:
 E-MAIL: shanghaihua@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519090001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

染料行业去库存, Q3 业绩低于预期

事件: 公司发布 2019 年三季报, 公司前三季度实现营业收入 166.2 亿元 (同比+14.1%), 归母净利润 38.82 亿元 (同比+22.13%), 扣非后归母净利润为 33.80 亿元 (同比+9.85%), 其中经营活动现金净流量 42.41 亿元, 同比增长 51 倍。2019 年 Q3 单季度实现营业收入 69.74 亿元 (同比+29.17%, 环比 42.97%), 归母净利润 13.51 亿元 (同比+2.30%, 环比 6.43%), 都创下单季度历史新高。

● 染料业务不达预期, 中间体拉动公司业绩增长

Q3 虽然是染料行业的传统需求旺季, 但是因为今年染料需求整体较弱, 行业在旺季主动去库存增加了市场供给, 使得染料价格在三季度有一定幅度的下降, 特别是分散染料价格回调较多。染料业务的销售均价的整体回调, 影响了公司的盈利能力, 即便染料销售量环比有增长, 但是公司 Q3 整体销售毛利率仅为 34.10%, 环比 Q2 (毛利率 49.64%) 有明显降低。相比之下, 公司中间体产品的销售均价基本维持在高位, 对公司 Q3 业绩起到了支撑作用。

● 地产业务收入兑现, 现金回流改善公司财务

公司其他业务营收占比明显提升, 其中主要是公司地产业务进入收获期。单 Q3 其他业务就实现营收 29.38 亿元, 去年同期其他业务仅收入 8.07 亿元。资金回来也带来了公司现金流大幅改善, 2019Q3 为 12.27 亿元, 同比增加了 8.19 亿元, 整个前三季度公司经营活动现金净流量更是创下公司最高水平, 公司静安黄山路项目此前已经确认预收款 25 亿元, 上海静安大统项目有望明后开始实现销售, 地产资金的逐步回流也将给公司带来持续的现金流入。

● 行业落后产能进一步清除, 贸易战缓和染料需求有望回暖

未来行业供给仍有收缩的可能性。考虑到第二轮的中央生态环境保护督察及“回头看”行动, 我们预计未来染料及中间体行业产能有望继续收缩。染料下游主要是纺织服装, 2019 年 9 月服装纺织品零售额累计值为 9479.4 亿元, 同比增长 3.3%, 预计随着贸易战缓和冬季纺织旺季到来, 染料需求有望回升。

● 投资建议: 看好公司在精细化工领域的发展, 维持“买入”评级。

根据公司 Q3 经营情况, 我们调整了盈利预测, 预计公司 2019-2021 年归母净利润 52.4/60.2/63.8 亿元 (之前预测 54.2/60.8/64.6 亿元), 同比增速 27.5/14.7/6.1%, 摊薄 EPS=1.61/1.85/1.96 元, 当前股价对应 PE=8.7/7.5/7.1。

● 风险提示: 行业复产进度高于预期; 染料及中间体价格大幅波动。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	15,101	19,076	22,020	25,406	26,854
(+/-%)	22.2%	26.3%	15.4%	15.4%	5.7%
净利润(百万元)	2474	4111	5243	6015	6382
(+/-%)	21.9%	66.2%	27.5%	14.7%	6.1%
摊薄每股收益(元)	0.76	1.26	1.61	1.85	1.96
EBIT Margin	19.0%	32.0%	34.4%	33.5%	33.2%
净资产收益率(ROE)	14.6%	20.6%	23.2%	24.1%	22.6%
市盈率(PE)	18.3	11.0	8.7	7.5	7.1
EV/EBITDA	21.2	11.1	9.0	8.4	8.5
市净率(PB)	2.81	2.27	2.01	1.82	1.61

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

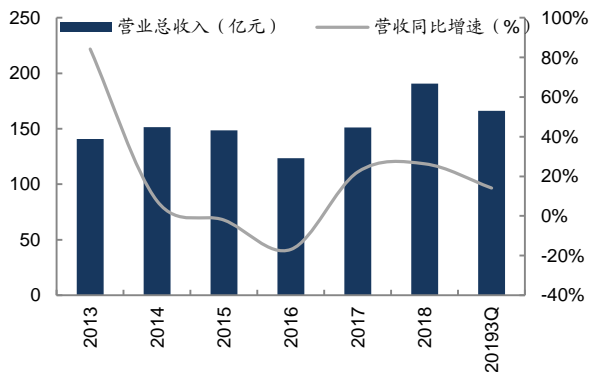
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

染料业务不达预期，中间体拉动公司业绩增长

公司前三季度实现营业收入 166.2 亿元（同比+14.1%），归母净利润 38.82 亿元（同比+22.13%），扣非后归母净利润为 33.80 亿元（同比+9.85%），其中经营活动现金净流量 42.41 亿元，同比增长 51 倍。2019 年 Q3 单季度实现营业收入 69.74 亿元（同比+29.17%，环比 42.97%），归母净利润 13.51 亿元（同比+2.30%，环比 6.43%），都创下单季度历史新高。

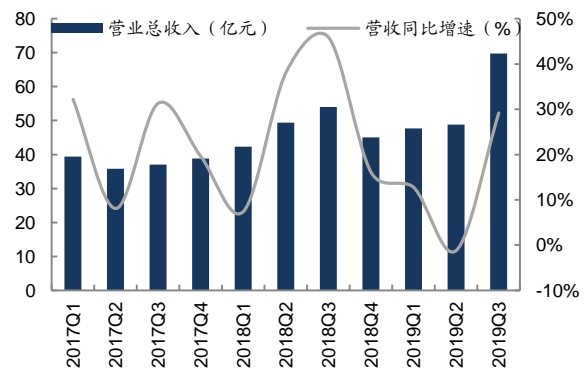
公司 Q3 单季度业绩创下历史新高，但是主营业务中的染料、助剂和中间体的营收合计仅 40.36 亿元（Q2 为 41.28），环比略有下滑，低于我们之前的预期。根据公司披露的经营数据，Q3 单季度的营业收入中其他业务贡献了 29.38 亿元，这部分的收入主要是公司房地产业务在 Q3 集中确认收入。公司前三季度经营活动现金净流量达到 42.41 亿元，房地产项目的顺利销售极大改善了公司的现金流情况。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



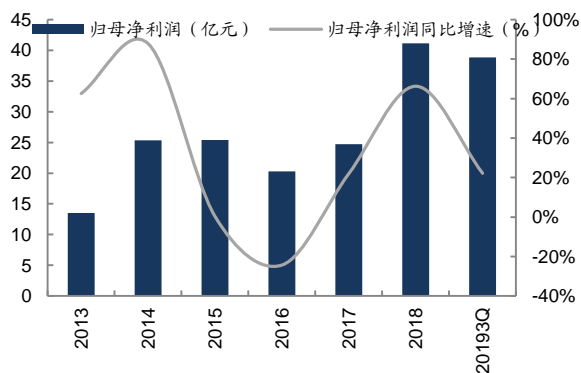
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



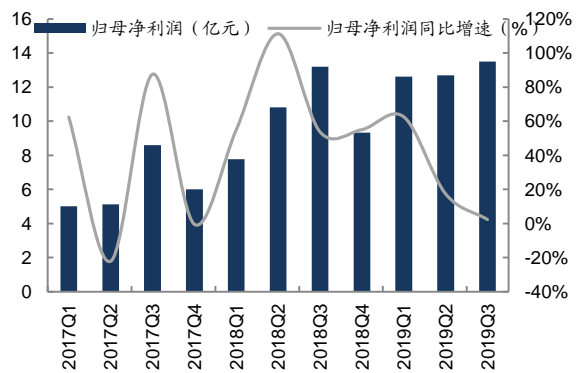
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



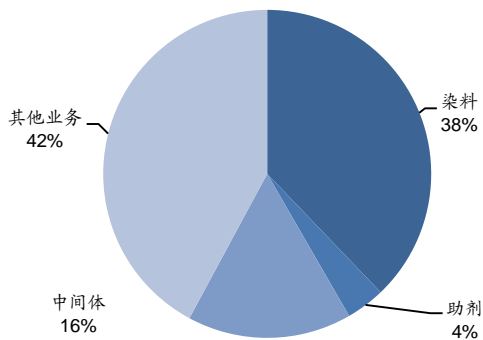
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

染料板块业务三季度不达预期。染料板块三季度销量 64081 吨（同比-10.48%），销售收入 26.39 亿元（同比-22.24%），平均价格为 41182 元/吨（同比-13.14%），较去年同期下降 7499 元/吨。三季度通常是染料需求旺季，虽然年初响水爆炸事故后染料价格大幅上涨，但是由于下游服装贸易市场受到贸易战影响相对疲软，同期染料库存水平较高等导致染料价格并不能长时间维持较高的价位，Q3 染料的均价较 Q2（销售均价为 58300 元/吨）环比下降 29.36%。从公司披露的经营数据来看，染料产品的销售均价相比 Q2 都有所回落，除了活性染料价

格较为坚挺外，分散染料的价格下降较为明显，同时染料产品的采购成本大多数比 Q2 有所降低，与去年同期水平较为接近。我们认为染料行业在 Q3 为了更多的消化产品库存，市场供给较为充裕，使得染料价格难以维持上半年的高位。

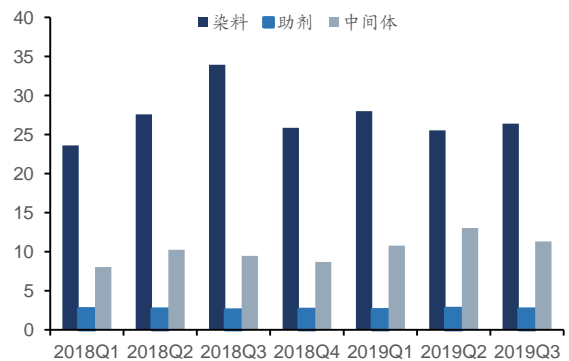
中间体拉动公司业务持续增长。中间体板块 Q3 销量为 24545 吨(同比-0.40%)，销售收入为 11.30 亿元(同比+19.51%)，平均价格为 46038 元/吨，比去年同期提高了 7669 元/吨，目前价格仍延续上涨趋势。中间体业务带动公司前三季度业务增长，其中前三季度中间体销量虽然有小幅下降(同比-3%)，但是营收却同比增长 30%达到 35.1 亿元，主要得益于中间体价格持续增长，前三季度均价同比+31%。公司中间体板块的产品主要是间苯二胺和间苯二酚，其中 2019 年 3 月响水园区爆炸事故影响了间苯二胺约 25%的市场供给，直接导致间苯二胺供应短缺、价格上涨，间苯二胺出厂价格一度由 4.7 万元/吨涨至 10 万元/吨。但是考虑到公司下游以大客户为主，长期订单占比较多，并不能完全按照市场价格调整产品销售价格，因此整体上公司中间体产品的销售价格涨幅低于市场价格平均涨幅。

图 5：公司 2019H1 各产品营收占比



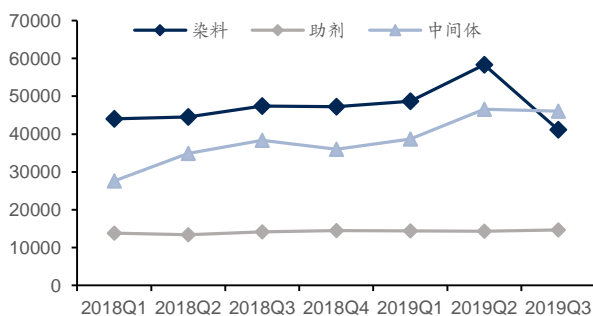
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司各主要产品单季度营收变化(单位：亿元)



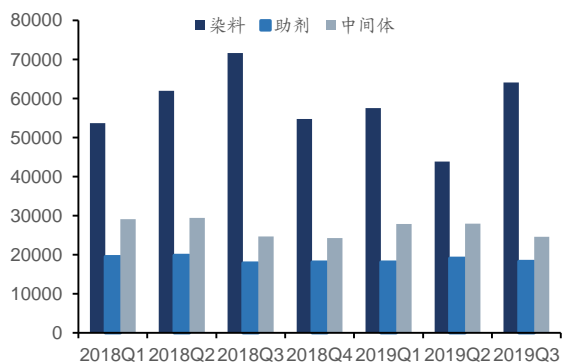
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司各主要产品单季度价格变化(单位：元/吨)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司各主要产品单季度销量变化(单位：吨)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

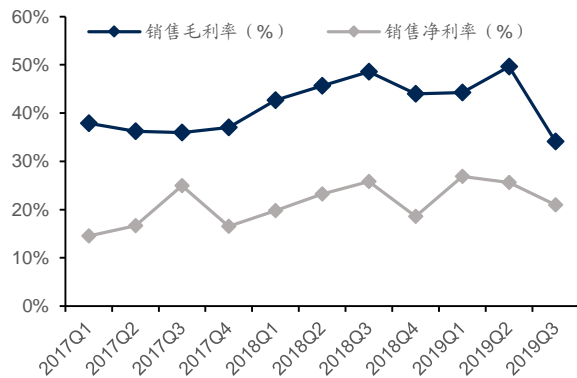
地产业务收入兑现，现金回流改善公司财务

三季度公司其他业务营收占比明显提升，其中主要是公司地产业务进入资金回流期。2019 年前三季度地产业务营收达到 43.23 亿元，单第三季度其他业务就实现营收 29.38 亿元，去年同期其他业务仅收入 8.07 亿元。季报显示公司预收账款环比减少 23 亿元，按此估计第三季度房地产营收贡献在 20 亿左右。公

司在上海布局四大地产项目，分别是上海静安大统、上海静安黄山路、上海华兴新城和上虞高铁新城，目前静安黄山路项目此前公司已经确认预收款 25 亿元，上海静安大统有望明后开始实现销售，地产资金的逐步回流也将给公司带来持续的现金流收入。

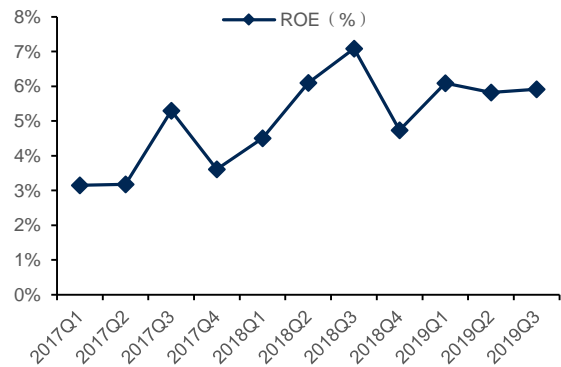
主营产品染料价格大幅回落，导致公司销售毛利率显著下降。公司 Q3 的毛利率和净利率分别为 34.10%和 20.99%，环比分别下降 15 和 5 个百分点。未来随着贸易战缓和和染料下游服装需求逐渐回暖，公司染料价格和需求有望回暖。得益于中间体、地产等其他业务盈利能力的增强，公司单第三季度的 ROE 达到 5.95%，整体受影响不大，与上季度基本持平。

图 9：公司单季销售毛利率及销售净利率变动(单位：%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：公司单季 ROE 变动(单位：%)

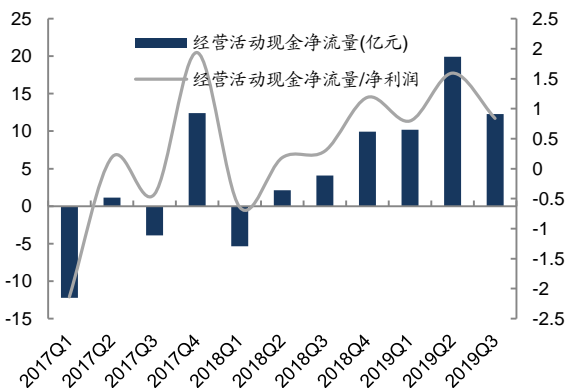


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司经营活动现金净流量持续保持较高水平。公司在 2018Q1 出现经营性现金流净额为负之后，经营活动现金净流量连续 6 个季度环比改善。2019Q3 为 12.27 亿元，虽然环比有所下降，但是与 2018 年同期相比，增加了 8.19 亿元，整个前三季度公司经营活动现金净流量更是创先公司最高水平，达到 42.4 亿元。现金流改善主要来自房地产项目接近尾声，资金回流，预计公司未来财务状况还会持续向好。

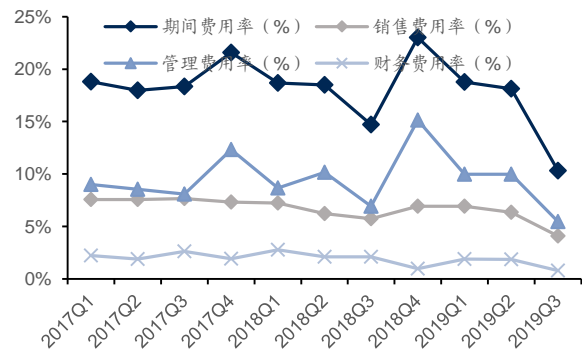
公司期间费用率下降明显。2019Q3 期间费用率为 10.32%，环比降低 7.82 个百分点。分项来看，2019Q3 销售费用 2.94 亿元，有所减少，是因为销量减少导致运输费用环比有所减少；2019Q3 管理费用 3.81 亿元（含研发），环比小幅下降；2019Q3 财务费用 0.54 亿元，与 Q2 相比下降显著。但是由于 Q3 收入比 Q2 环比增加 43%，规模效应导致的公司期间费用率明显下降。

图 11：公司单季经营活动现金净流量(单位：亿元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12：公司期间费用率变动情况(%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

行业落后产能进一步清除，供给收缩仍将持续

2019年3月江苏响水化工园区所发生的重大安全生产事故，暴露出部分化工企业仍存在生产管理上的安全隐患。此次安全事故最直接的影响，就是响水化工园区内的企业全部停产整顿，其中江苏天嘉宜拥有间苯二胺产能1.7万吨/年，是行业内仅次于浙江龙盛的第二大供应商，本次爆炸事故影响了间苯二胺约25%的市场供给，直接导致间苯二胺供应短缺、价格上涨，间苯二胺出厂价格一度由4.7万元/吨涨至10万元/吨，由于间苯二胺主要用于生产间苯二酚和分散染料，因此也带动了间苯二酚和下游分散染料价格大幅度上涨。

间苯二胺价格上涨对浙江龙盛影响最大，公司每年近7万吨产量，其中3.5万吨给自己的间苯二酚配套，3000-4000吨给10万吨分散染料配套，其余近3万吨外售。据测算，公司各项主要产品每上涨1000元，将年化增厚业绩约2亿元，其中间苯二胺涨价导致间苯二酚等中间体每涨价1万元，将年化增厚公司业绩约4.5亿元。

表 1：公司主要产品涨价对公司业绩增厚预估测算

	产能 (万吨)	价格每上涨 1000 元增厚净利润 (万元)
分散染料	14	10531
活性染料	6	4513
间苯二胺	7 (对外销售约 3 万吨)	2257
间苯二酚	3	2257
	合计	19558

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

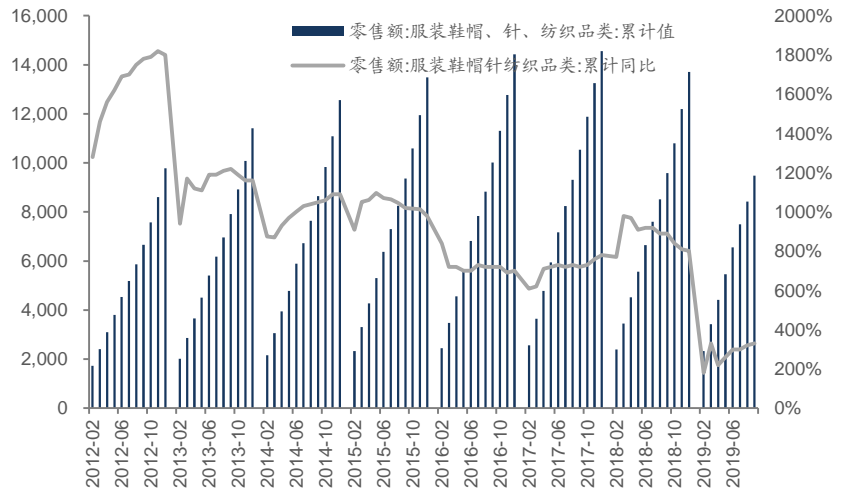
注: 按照 13% 增值税、15% 所得税测算

受此次事件影响，各地政府对当地化工企业的生产安全管理再次重视起来，同时考虑到第二轮的中央生态环境保护督察及“回头看”行动，未来染料及中间体行业中的落后产能将进一步清理退出市场。公司长期对安全生产、循环清洁生产极为重视，例如在分散染料项目上，通过清洁生产集成技术应用改造项目，降低了70%以上的废水和90%以上的固废排放量，解决扩产瓶颈，提高环境承载量，并获得工信部清洁示范项目财政专项资金补助。另外，公司在中间体生产过程中，充分利用间苯二胺、还原物与间苯二酚在一体化生产过程中硫酸阶梯使用，从而达到在减少酸用量的同时实现循环经济。近年来，公司在环保治理方面的费用投入持续增加，2018年为8.25亿元，占营业收入比重为4.33%，环保优势将进一步巩固公司的龙头地位。

贸易战逐步改善，染料下游需求有望回暖

三季度虽然是行业旺季，但受中美贸易摩擦影响，印染行业及其下游纺织服装行业信心不足，下游补库存力度谨慎，订单减少，库存上升染料价格和销量均有明显下降。公司主要下游印染以及纺服行业在四季度预计有所回暖。据卓创资讯统计，2018年中国染料下游消费中，纺织印染占总需求量的91.5%，纺织服装是染料行业最大的终端需求领域，纺织服装市场景气度直接影响到染料需求。纺织服装企业景气指数在2019年年初开始呈现上行趋势。2019年9月服装纺织品零售额累计值为9479.4亿元，同比增长3.3%。2019年8月13日，美国官方宣布对华3000亿加税清单中部分商品暂缓加征关税至12月15日，其余部分从9月1日起加征10%关税。根据3000亿加税清单估算，暂缓商品规模约占3000亿清单商品的比例为57%。随着贸易形势出现转机，纺织品服装等下游行业有望大幅改善，染料行业受益明显，结合四季度需求旺季将至，产品价格和估值有望迎来修复和改善。

图 13: 服装纺织品零售额累计变化 (单位: 亿元、%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好公司在精细化工领域的长期发展, 维持“买入”评级。

公司作为染料行业全球龙头, 具有极强的行业门槛, 不仅仅是体现在资金、渠道等方面, 更重要的是公司在安全生产管理、循环生产降污减排等方面具有长期的积累, 已经做到行业领先水平。在化工行业当中, 精细化工行业是对生产安全要求最为严格的行业之一, 我们认为公司可以长期借助此方面的优势, 不断扩大其在中间体业务上的领先优势, 开拓更大的市场空间。我们长期看好公司在精细化工领域的发展, 而且近两年公司充分享受染料和中间体产品的高景气, 未来有更充足的资本向其他细分产品发展。

根据公司 Q3 经营情况, 我们调整了盈利预测, 预计公司 2019-2021 年归母净利润 52.4/60.2/63.8 亿元 (之前预测 54.2/60.8/64.6 亿元), 同比增速 27.5/14.7/6.1%, 摊薄 EPS=1.61/1.85/1.96 元, 当前股价对应 PE=8.7/7.5/7.1。

风险提示: 行业复产进度高于预期; 染料及中间体价格大幅波动。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3875	2000	2077	6686	营业收入	19076	22020	25406	26854
应收款项	7052	8141	9392	9928	营业成本	10409	11207	13109	14203
存货净额	23494	25599	30090	32687	营业税金及附加	143	166	191	202
其他流动资产	1480	1708	1971	2083	销售费用	1234	1541	1651	1611
流动资产合计	36102	37648	43731	51585	管理费用	1193	1527	1936	1910
固定资产	5957	5536	5038	4537	财务费用	377	1262	1271	1238
无形资产及其他	753	724	694	665	投资收益	394	0	0	0
投资性房地产	8428	8428	8428	8428	资产减值及公允价值变动	(501)	0	0	0
长期股权投资	977	977	977	977	其他收入	(523)	0	0	0
资产总计	52216	53313	58868	66192	营业利润	5088	6317	7248	7690
短期借款及交易性金融负债	7706	2323	500	500	营业外净收支	(50)	0	0	0
应付款项	1866	2033	2390	2596	利润总额	5038	6317	7248	7690
其他流动负债	5008	5633	10172	14016	所得税费用	825	948	1087	1154
流动负债合计	14580	9989	13061	17112	少数股东损益	101	127	146	154
长期借款及应付债券	14911	17911	17911	17911	归属于母公司净利润	4111	5243	6015	6382
其他长期负债	769	762	755	748					
长期负债合计	15680	18673	18666	18659					
负债合计	30260	28662	31727	35771					
少数股东权益	1986	2060	2144	2233					
股东权益	19970	22591	24997	28188					
负债和股东权益总计	52216	53313	58868	66192					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4111	5243	6015	6382
资产减值准备	431	24	(35)	(45)
折旧摊销	697	627	664	676
公允价值变动损失	501	0	0	0
财务费用	377	1262	1271	1238
营运资本变动	(5189)	(2613)	(1153)	754
其它	(373)	50	119	134
经营活动现金流	180	3330	5611	7901
资本开支	(359)	(201)	(101)	(101)
其它投资现金流	(25)	0	0	0
投资活动现金流	(836)	(201)	(101)	(101)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	3484	3000	0	0
支付股利、利息	(1732)	(2621)	(3609)	(3191)
其它融资现金流	(3154)	(5383)	(1823)	0
融资活动现金流	350	(5004)	(5433)	(3191)
现金净变动	(306)	(1875)	77	4609
货币资金的期初余额	4181	3875	2000	2077
货币资金的期末余额	3875	2000	2077	6686
企业自由现金流	246	4255	6651	8917
权益自由现金流	576	800	3747	7865

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.26	1.61	1.85	1.96
每股红利	0.53	0.81	1.11	0.98
每股净资产	6.14	6.94	7.68	8.66
ROIC	13%	15%	17%	17%
ROE	21%	23%	24%	23%
毛利率	45%	49%	48%	47%
EBIT Margin	32%	34%	34%	33%
EBITDA Margin	36%	37%	36%	36%
收入增长	26%	15%	15%	6%
净利润增长率	66%	28%	15%	6%
资产负债率	62%	58%	58%	57%
息率	3.8%	5.8%	8.0%	7.0%
P/E	11.0	8.7	7.5	7.1
P/B	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.1	9.0	8.4	8.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032