国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2019 年 11 月 20 日

浙江龙盛（600352）\化工

——染料业务景气回落不改公司做强决心

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	13.15 元
目标价格：	元

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）	43,334
每股净资产（元）	7.26
资产负债率（%）	49.44
一年内最高/最低（元）	26.66/8.52

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

投资要点：

➢ **低迷需求拖累染料业务，公司业绩增速出现放缓**

今年前三季度公司染料共计销量16.5万吨，同比下降11.6%，染料业务整体相对低迷，虽然“321”响水事件推动了中间体间苯二酚及分散染料价格的快速上涨，但受制于需求端的不景气，分散染料价格在经历了二季度的高点后，回落到了年初的低位水平。染料业务的回落使得公司业绩增速出现放缓，2019年Q3单季度公司实现营收69.74亿元，同比增29.17%；归母净利润13.51亿元，同比增2.30%，而Q1及Q2单季度归母净利润增速分别为62.54%、17.35%。

➢ **围绕中间体优势继续优化产业链布局，加宽护城河**

由于间苯二胺及间苯二酚均具备较强的技术工艺及环保壁垒，自上市以来公司凭借强大的技术研发实力重塑了间苯二胺/酚中间体竞争格局，是公司染料业务的核心壁垒之一，由于间苯二胺/酚也是众多化工品的中间体原料，因此天然的成为了公司的一块现金奶牛业务。公司目前有3万吨间苯二酚产能，和6.5万吨的间苯二胺产能，未来规划间苯二胺产能扩大到10万吨/年，间苯二酚产能扩大到5万吨/年，继续巩固中间体竞争优势。除强化现有业务板块之外，今后公司将继续通过持续的内部研发投入和外部的并购来丰富产品线，目标最终成为跨多个领域的世界级特殊化学品生产服务商。

➢ **盈利预测及评级**

预计公司2019年~2021年归母净利润分别为49.7亿元、52.0亿元、55.0亿元，对应EPS分别为1.53元、1.60元、1.69元，虽然目前公司染料及中间体业务受需求低迷影响出现下滑，但公司对中间体护城河在持续加宽，同时倚靠内生外延并举的方式打造新的战略边界，公司未来存在着巨大的成长空间，因此维持“推荐”评级。

➢ **风险提示**

原材料价格大幅波动、中美贸易摩擦加剧

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	15,100.90	19,075.78	21,697.51	22,882.35	23,780.99
增长率（%）	22.22%	26.32%	13.74%	5.46%	3.93%
EBITDA（百万元）	4,318.08	5,890.28	7,502.55	7,657.20	7,870.13
净利润（百万元）	2,436.19	3,970.85	4,970.21	5,201.89	5,500.25
增长率（%）	20.07%	62.99%	25.17%	4.66%	5.74%
EPS（元/股）	0.75	1.22	1.53	1.60	1.69
市盈率（P/E）	17.56	10.77	8.61	8.22	7.78
市净率（P/B）	2.52	2.14	1.79	1.52	1.32
EV/EBITDA	13.78	10.26	7.15	7.10	5.83

数据来源：公司公告，国联证券研究所

相关报告

1、《浙江龙盛（600352）\化工行业》
《染料及中间体维持景气度，公司业绩持续增长》
2、《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》
3、《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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,943.8	2,421.6	4,508.0	4,039.3	12,829.
应收账款+票据	5,603.6	7,052.1	7,628.9	7,853.8	8,236.9
预付账款	257.67	253.52	340.49	294.03	365.31
存货	20,515.	23,494.	20,498.	26,493.	22,337.
其他	433.36	1,327.5	1,327.5	1,327.5	1,327.5
流动资产合计	31,165.	36,101.	34,402.	40,107.	45,194.
长期股权投资	525.86	977.23	1,027.2	1,077.2	1,127.2
固定资产	5,859.4	5,185.1	5,195.8	4,435.0	3,674.2
在建工程	330.24	771.50	0.00	0.00	0.00
无形资产	808.53	752.70	716.77	680.84	644.91
其他非流动资产	7,663.2	8,428.1	7,836.11	7,811.99	7,811.99
非流动资产合计	15,187.	16,114.7	14,775.	14,005.	13,258.
资产总计	46,352.	52,216.	49,178.	54,112.1	58,453.
短期借款	6,172.8	5,103.9	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	2,149.8	1,865.8	3,468.4	2,229.6	3,691.3
其他	4,426.8	7,610.1	4,592.9	6,443.2	4,752.3
流动负债合计	**12,749.**	**14,579.**	**8,061.3**	**8,672.8**	**8,443.7**
长期带息负债	13,900.	14,910.	14,910.	14,910.	14,910.
长期应付款	**0.65**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
其他	**775.61**	**769.13**	**50.03**	**50.03**	**50.03**
非流动负债合计	14,676.	15,680.	14,961.	14,961.	14,961.
负债合计	27,425.	30,260.	23,022.	23,633.	23,404.
少数股东权益	1,983.0	1,986.2	2,140.0	2,300.8	2,471.0
股本	3,253.3	3,253.3	3,253.3	3,253.3	3,253.3
资本公积	1,551.6	1,064.4	1,064.4	1,064.4	1,064.4
留存收益	12,138.	15,652.	19,628.	23,789.	28,190.
股东权益合计	18,926.	21,956.	26,155.	30,478.	35,048.
负债和股东权益	46,352.	52,216.	49,178.	54,112.1	58,453.

现金流量表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,875.21	3,874.83	4,218.93	4,457.78	4,765.36
折旧摊销	697.00	707.77	770.86	770.86	746.75
财务费用	316.15	417.90	818.24	691.89	567.07
存货减少	-3,525.89	-2,552.02	2,995.36	-5,994.98	4,156.60
营运资金变动	363.70	-1,674.83	-701.28	433.07	-683.54
其它	**21.95**	**326.34**	**50.00**	**50.00**	**50.00**
经营活动现金流	-251.88	1,099.98	8,152.12	408.62	9,602.24
资本支出	781.09	968.52	0.00	0.00	0.00
长期投资	6,412.68	6,281.13	0.00	0.00	0.00
其他	**6,570.85**	**5,555.41**	**850.49**	**855.00**	**855.00**
投资活动现金流	-622.92	-1,694.24	850.49	855.00	855.00
债权融资	3,356.60	2,428.01	-5,103.96	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1,481.91	-2,362.18	-1,812.28	-1,732.27	-1,667.12
筹资活动现金流	1,874.69	65.83	-6,916.24	-1,732.27	-1,667.12
现金净增加额	934.14	-408.18	2,086.36	-468.66	8,790.12

利润表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**15,100.**	**19,075.**	**21,697.**	**22,882.**	**23,780.**
营业成本	9,543.1	10,409.	12,065.	12,887.	13,391.
营业税金及附	108.60	143.39	163.10	172.01	178.76
营业费用	1,135.2	1,234.2	1,410.3	1,487.3	1,545.7
管理费用	1,439.8	1,193.0	2,169.7	2,288.2	2,378.1
财务费用	326.76	377.23	875.80	752.60	630.17
资产减值损失	62.90	493.96	50.00	50.00	50.00
公允价值变动	116.37	-7.52	600.00	600.00	600.00
投资净收益	46.61	47.88	50.00	50.00	50.00
其他	0.00	-731.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,647.3	4,533.5	5,613.4	5,894.4	6,256.3
营业外净收益	654.49	295.41	300.00	300.00	300.00
利润总额	3,301.8	4,828.9	5,913.4	6,194.4	6,556.3
所得税	607.74	756.94	789.52	831.67	885.95
净利润	2,694.0	4,072.0	5,123.9	5,362.7	5,670.3
少数股东损益	257.90	101.17	153.72	160.88	170.11
归属于母公司	2,436.1	3,970.8	4,970.2	5,201.8	5,500.2

主要财务比

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	22.22%	26.32%	13.74%	5.46%	3.93%
EBIT	8.21%	43.12%	29.89%	2.30%	3.44%
EBITDA	9.54%	36.41%	27.37%	2.06%	2.78%
归属于母公司	-20.16%	62.99%	25.17%	4.66%	5.74%
获利能力					
毛利率	36.80%	45.43%	44.39%	43.68%	43.69%
净利率	17.84%	21.35%	23.62%	23.44%	23.84%
ROE	14.38%	19.88%	20.76%	18.51%	16.92%
ROIC	10.51%	13.13%	13.20%	14.64%	13.34%
偿债能力					
资产负债	59.17%	57.95%	46.81%	43.68%	40.04%
流动比率	2.44	2.48	4.27	4.62	5.35
速动比率	0.80	0.77	1.56	1.42	2.55
营运能力					
应收账款周转	3.35	3.19	3.72	3.45	3.76
存货周转率	0.47	0.44	0.59	0.49	0.60
总资产周转率	0.33	0.37	0.44	0.42	0.41
每股指标（元）					
每股收益	0.75	1.22	1.53	1.60	1.69
每股经营现金	-0.08	0.34	2.51	0.13	2.95
每股净资产	5.21	6.14	7.36	8.64	9.99
估值比率					
市盈率	17.56	10.77	8.61	8.22	7.78
市净率	2.52	2.14	1.79	1.52	1.32
EV/EBITDA	13.78	10.26	7.15	7.10	5.83
EV/EBIT	16.44	11.66	7.97	7.90	6.44

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。

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

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856