

公司研究/动态点评

2019年07月01日

基础化工/化学制品 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 15.77
合理价格区间(元): 19.90~23.88

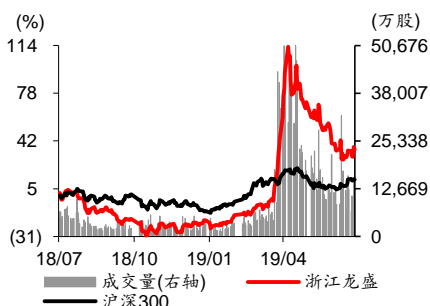
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 执业证书编号: S0570519040002
研究员 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1 《浙江龙盛(600352,买入): Q1 增长 63%, 产品高景气有望逐步体现》2019.04
- 2 《浙江龙盛(600352,增持): 年报符合预期, 2019 有望再上台阶》2019.04
- 3 《浙江龙盛(600352,增持): 年报预增 62%-70%, 行业高景气带动业绩提升》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

需求端预期改善, 染料景气有望重拾升势 浙江龙盛(600352)

染料景气有望重拾升势, 重申“买入”评级

2019Q2 以来, 染料及中间体价格快速上涨, 且需求端预期低迷, 下游补库力度谨慎, 考虑到后续的旺季需求, 绝对库存亦处低位。伴随贸易摩擦预期缓和, 产业链整体低库存背景下, 补库有望开启, 染料景气有望重拾升势, 若苏北染料企业产能持续受限, 利好浙江龙盛。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.99/2.21/2.36 元, 重申“买入”评级。

需求预期低迷, 染料及中间体价格较前期高位回落

2019 年 4 月以来, 受天嘉谊爆炸影响, 国内染料及中间体价格快速上涨, 据七彩云统计, 间苯二胺市价从 3 月中旬的 5 万元/吨上涨至 4 月中旬的 20 万元/吨, 分散黑 ECT 300%、活性黑 WNN 成交价格分别从 3 月初的 3.8、2.5 万元/吨快速拉涨至 4 月中旬约 5.0、2.8 万元/吨。但由于国内需求疲弱, 且市场担忧中美贸易摩擦影响后续需求 (第四轮 3250 亿商品中包含较多纺织产品), 产业链下游印染企业、贸易商补库力度谨慎, 染料及中间体价格高位均有所回落。

贸易摩擦预期缓和, 染料景气有望重拾升势

2019 年 1-5 月, 服装出口总额 513 亿美元, 同比下滑 5.5%, 其中 5 月出口 122 亿美元, 同比增长 1.7%。近期贸易摩擦释放缓和信号, 据新华社报道, G20 峰会后中美两国拟重启贸易磋商, 且美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。供给层面苏北限产延续, 响水等园区相关产能面临永久性退出, 产品供给持续紧张。且谨慎预期之下, 产业链整体库存偏低, 据我们了解, 流通环节及印染企业库存已下降至 1-1.5 个月, 同比下降约 30%, 考虑后续旺季需求, 绝对库存亦处低位。伴随贸易摩擦预期缓和, 产业链整体补库有望开启, 且供应端硬约束持续, 染料景气有望重拾升势。

地产板块资金逐步回笼

据公司 2018 年年报, 公司目前在开发地产项目合计总投资 345 亿元, 已累计投入 187 亿元, 其中, 预计投资 63 亿元的上海市静安区大统基地旧区改造项目, 预计将于 2020 年启动预售, 预计回笼资金近 70 亿元; 华兴新城项目仍在建设中, 截至 2018 年底累计投入 135 亿元, 预计总投资 250 亿元。地产资金的逐步回笼有望提升公司未来分红率, 加快新业务布局。

重申“买入”评级

浙江龙盛是全球染料龙头企业, 一体化优势显著, 伴随贸易摩擦预期缓和, 产业链整体补库有望修复, 且供给端硬约束持续, 染料景气有望重拾升势, 若苏北染料产能持续受限, 公司受益程度较高。以公司 14 万吨分散染料产能计, 假设成本不变, 含税价每上涨 1.0 万元/吨, 公司 EPS 提升 0.29 元。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.99/2.21/2.36 元, 基于可比公司估值水平 (2019 年平均 11 倍 PE), 给予公司 2019 年 10-12 倍 PE, 对应目标价 19.90-23.88 元 (原值 25.87-29.85 元), 重申“买入”评级。

风险提示: 下游需求不达预期风险、环保政策执行力度不达预期风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,253
流通 A 股 (百万股)	3,253
52 周内股价区间 (元)	8.26-25.30
总市值 (百万元)	51,305
总资产 (百万元)	52,555
每股净资产 (元)	6.61

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	15,101	19,076	24,403	26,565	27,695
+/-%	22.22	26.32	27.93	8.86	4.25
归属母公司净利润 (百万元)	2,474	4,111	6,463	7,181	7,663
+/-%	21.92	66.20	57.20	11.11	6.71
EPS (元, 最新摊薄)	0.76	1.26	1.99	2.21	2.36
PE (倍)	20.74	12.48	7.94	7.14	6.70

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值情况

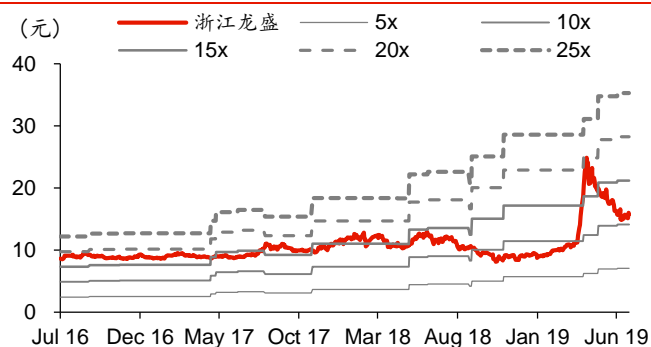
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2019E	2020E	2019E	2020E		
闰土股份	12.64	1.59	1.67	8	8	7.2	1.8
吉华集团	9.06	1.64	1.83	6	5	9.0	1.1
安诺其	4.57	0.25	0.28	19	17	2.3	2.0
平均				11	10		2.3

备注：股价为 6 月 28 日收盘价，所有公司 EPS 均来自 Wind 一致预期，BPS 截至 2019 年 3 月 31 日；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

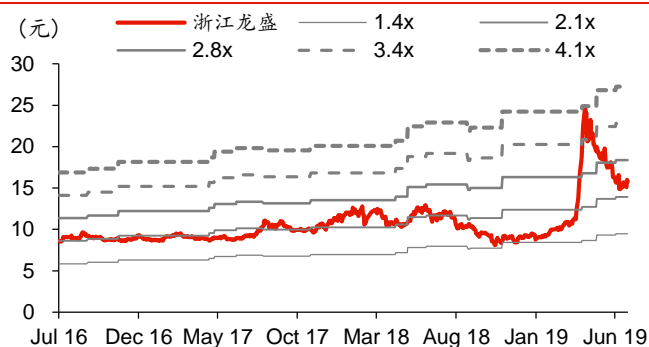
PE/PB - Bands

图表2：浙江龙盛历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：浙江龙盛历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	31,165	36,102	51,959	63,168	74,711
现金	4,181	3,875	16,151	24,022	34,024
应收账款	2,589	2,984	3,817	4,156	4,332
其他应收账款	1,095	1,067	1,365	1,486	1,549
预付账款	257.67	253.52	295.65	319.62	329.73
存货	20,516	23,494	25,625	28,058	29,134
其他流动资产	2,527	4,428	4,705	5,127	5,341
非流动资产	15,187	16,115	7,984	8,182	8,607
长期投资	525.86	977.23	0.00	0.00	0.00
固定投资	5,859	5,185	5,812	6,091	6,481
无形资产	808.53	752.70	752.70	752.70	752.70
其他非流动资产	7,994	9,200	1,419	1,339	1,374
资产总计	46,353	52,216	59,943	71,350	83,318
流动负债	12,750	14,580	15,940	16,301	16,569
短期借款	6,173	5,104	5,214	5,337	5,257
应付账款	2,150	1,866	2,239	2,378	2,486
其他流动负债	4,427	7,610	8,486	8,585	8,826
非流动负债	14,676	15,680	15,221	18,398	21,623
长期借款	8,406	11,890	15,047	18,235	21,462
其他非流动负债	6,271	3,790	174.56	162.32	160.95
负债合计	27,426	30,260	31,161	34,698	38,193
少数股东权益	1,983	1,986	2,313	2,770	3,310
股本	3,253	3,253	3,253	3,253	3,253
资本公积	1,552	1,564	1,564	1,564	1,564
留存公积	12,313	15,611	21,302	28,483	36,146
归属母公司股东权益	16,944	19,970	26,470	33,882	41,815
负债和股东权益	46,353	52,216	59,943	71,350	83,318

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(252.63)	1,076	5,040	5,919	8,449
净利润	2,732	4,213	6,789	7,639	8,203
折旧摊销	697.00	707.77	647.09	751.69	875.39
财务费用	326.76	377.23	1,165	915.29	772.44
投资损失	(745.29)	(393.77)	(498.61)	(504.78)	(484.22)
营运资金变动	(3,155)	(4,227)	(2,313)	(3,136)	(1,205)
其他经营现金	(107.34)	399.39	(750.13)	253.92	287.65
投资活动现金	(629.66)	(1,694)	8,473	(444.18)	(821.51)
资本支出	781.09	968.52	650.00	950.00	1,300
长期投资	(454.35)	893.44	(8,303)	0.00	0.00
其他投资现金	(302.92)	167.72	819.99	505.82	478.49
筹资活动现金	1,875	65.83	(1,237)	2,396	2,375
短期借款	2,548	(1,069)	109.74	123.27	(79.93)
长期借款	2,691	3,484	3,157	3,188	3,227
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.67)	12.61	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,364)	(2,362)	(4,504)	(915.29)	(772.44)
现金净增加额	926.65	(431.86)	12,275	7,871	10,003

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15,101	19,076	24,403	26,565	27,695
营业成本	9,543	10,409	11,508	12,552	13,005
营业税金及附加	108.60	143.39	179.47	197.53	204.80
营业费用	1,135	1,234	1,684	1,806	1,856
管理费用	855.73	1,193	2,440	2,577	2,631
财务费用	326.76	377.23	1,165	915.29	772.44
资产减值损失	62.90	493.96	30.00	10.00	50.00
公允价值变动收益	116.37	(7.52)	350.00	230.83	270.55
投资净收益	745.29	393.77	498.61	504.78	484.22
营业利润	3,406	5,088	8,245	9,243	9,931
营业外收入	29.08	35.28	33.22	33.91	33.68
营业外支出	73.27	85.76	81.59	82.98	82.52
利润总额	3,362	5,038	8,197	9,194	9,882
所得税	630.30	825.43	1,408	1,555	1,680
净利润	2,732	4,213	6,789	7,639	8,203
少数股东损益	257.90	101.17	326.24	457.85	539.57
归属母公司净利润	2,474	4,111	6,463	7,181	7,663
EBITDA	4,430	6,173	10,057	10,910	11,579
EPS (元, 基本)	0.76	1.26	1.99	2.21	2.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	22.22	26.32	27.93	8.86	4.25
营业利润	9.80	49.39	62.04	12.10	7.45
归属母公司净利润	21.92	66.20	57.20	11.11	6.71
获利能力 (%)					
毛利率	36.80	45.43	52.84	52.75	53.04
净利率	16.38	21.55	26.48	27.03	27.67
ROE	14.60	20.59	24.42	21.20	18.33
ROIC	10.99	14.31	22.29	22.06	22.28
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.17	57.95	51.98	48.63	45.84
净负债比率 (%)	53.42	64.76	73.37	75.43	76.77
流动比率	2.44	2.48	3.26	3.88	4.51
速动比率	0.82	0.85	1.65	2.15	2.75
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.39	0.44	0.40	0.36
应收账款周转率	5.80	6.27	6.59	6.12	5.99
应付账款周转率	5.28	5.18	5.61	5.44	5.35
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	1.26	1.99	2.21	2.36
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.08)	0.33	1.55	1.82	2.60
每股净资产(最新摊薄)	5.21	6.14	8.14	10.41	12.85
估值比率					
PE (倍)	20.74	12.48	7.94	7.14	6.70
PB (倍)	3.03	2.57	1.94	1.51	1.23
EV_EBITDA (倍)	14.30	10.26	6.30	5.81	5.47

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com