

新老因素叠加下龙盛掌控全局，染料将展开第三波涨价行情

■ **投资要点:** 2014年12月31日分散染料黑系列提价5000元/吨，从45000涨至50000元/吨、分散染料蓝系列继上周提价5000-10000元/吨后再次提价5000-8000元/吨，目前价格在55000-58000之间，黑系列和蓝系列两个品种占整个分散染料的70%。我们12月12日市场独家提出染料格局在持续改善，产品后续有涨价空间，此次涨价验证我们此前判断，龙盛通过专利和中间体对行业控制力在增强，环保执行严厉，预计染料行业格局将维持长期稳定。

■ **此次染料提价对龙盛而言意味着量价齐升，期待戴维斯双击:** 供给端：在专利（染料涨价第一波）、染料自身环保导致的供给趋紧（染料涨价第二波）这两项因素尚存的情况下，又叠加原料供给因素（染料涨价第三波），染料价格将较以前任何时刻获得更强大的支撑。需求端：2014年经过多层次的去库存（下游纺织服装行业经过两年去库存预计明年需求会有明显改善、下游印染厂染料低库存、染料厂还原物低库存），2015全行业库存低位，下游需求已无法再坏，相反具备改善可能，预计龙盛分散染料将量价齐升。龙盛之所以能够获得如此高的盈利能力，是建立在其自身产业链一体化的基础上，而整个染料行业并非如此，这也是染料行业格局能继续改善的根本原因。

■ **需求因素影响有限，染料的涨价更多的是受供给冲击:** 见下页正文。

■ **还原物只是中间体的代表，预计其他中间体也有改善空间:** 见下页正文。

■ **预计未来盈利仍将大幅增长，买入-A评级，目标价31元:** 公司董事长和管理层对公司未来信心极强，董事长今年一次行权、一次增持、一次增发，同时此次增发董事长和高管集体锁定三年（考虑资金成本预计15元以上的价格）。不考虑染料后续涨价，按照目前分散染料5万/吨计算预计公司静态利润45亿元以上，而公司对于分散染料的价格弹性为1万元价格涨幅对应10亿元以上净利润增长。我们预计14-16年EPS为1.68、3.00（此前为2.71）和3.64（此前为3.47）元，给予约500亿元市值目标，买入-A评级，对应目标价格31元，坚定看好未来染料涨价和龙盛对染料行业控制力带来的持续盈利增长。

■ **风险提示:** 染料需求持续低迷、外延扩张低于预期的风险等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,649.3	14,085.8	16,752.8	20,759.2	23,812.9
净利润	830.3	1,349.1	2,550.2	4,547.1	5,520.4
每股收益(元)	0.54	0.88	1.68	3.00	3.64
每股净资产(元)	5.00	5.99	7.16	9.35	11.96
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	36.3	22.3	11.7	6.6	5.4
市净率(倍)	3.9	3.3	2.7	2.1	1.6
净利润率	10.9%	9.6%	15.2%	21.9%	23.2%
净资产收益率	10.9%	14.7%	23.5%	32.1%	30.5%
股息收益率	0.8%	1.4%	2.2%	4.4%	5.3%
ROIC	7.8%	16.3%	23.9%	40.6%	35.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价 31.00元

股价(2014-12-31) 19.68元

交易数据

总市值(百万元) 30,109.73

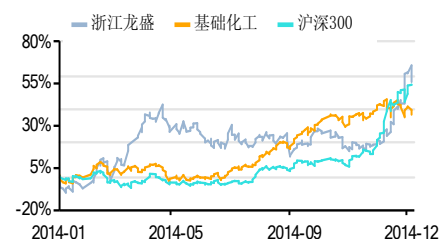
流通市值(百万元) 30,109.73

总股本(百万股) 1,529.97

流通股本(百万股) 1,529.97

12个月价格区间 11.38/20.51元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	7.52	-17.37	-2.79
绝对收益	33.33	26.80	48.87

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050003

wangxx@essence.com.cn

021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050001

sunqx@essence.com.cn

021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514070002

yuansc@essence.com.cn

021-68765906

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaqing@essence.com.cn

相关报告

看好染料第三波冲击，看重 2014-12-23

染料价格更要看重染料行业格局

环保严厉下染料及其中间体 2014-12-14

将再遇供给冲击

淡季需求低迷使得业绩环比 2014-10-27

下滑，染料价格坚挺且出货量复苏

■需求因素影响有限，染料的涨价更多的是受供给冲击：我们回顾染料历次价格上涨，染料下游需求稳定且下游对涨价承受度高（最直观的是假设布匹按照黑色系列来染色，大概染料占到重量的比例为4%，按照染料目前5万元/吨的价格计算，染1kg的布染料成本大致在2元，而一件衣服的售价少则几十，多则几千上万），染料的涨价更多的是供给冲击而非需求拉动。在原有的供给冲击的持续影响下，新的供给冲击因素出现意味着染料价格仍有提升可能。就本次涨价而言，值得关注的是分散蓝部分品种在前不久涨价5000后，本次再次上涨5000-8000，蓝色品种还原物用量较大，一方面强化本次上涨的还原物因素，另一方面也意味着其他品种价格后续有进一步跟涨的可能。

■还原物只是中间体的代表，预计其他中间体也有改善空间：此次染料价格上涨最大的驱动力在于分散染料生产所需的还原物供给出现较大缺口，我们认为后续染料中间体格局向好的不仅仅是还原物，其他产品也面临改善（目前间苯二酚在国家反倾销补丁下来料加工部分将被规避，预计价格有上涨可能，其他产品也有多方面的改善空间），染料行业格局稳步向上概率较大。还原物事件导致染料行业进一步集中，同时伴随着其他中间体格局的改善，染料的非周期品特性突显，估值提升可期。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月04日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,649.3	14,085.8	16,752.8	20,759.2	23,812.9	成长性					
减:营业成本	6,180.7	9,868.4	11,029.9	12,283.9	13,811.5	营业收入增长率	-7.0%	84.1%	18.9%	23.9%	14.7%
营业税费	79.6	104.2	136.4	179.6	192.0	营业利润增长率	-25.5%	188.8%	80.4%	78.9%	23.5%
销售费用	212.3	1,030.5	1,088.9	1,172.9	1,333.5	净利润增长率	2.4%	62.5%	89.0%	78.3%	21.4%
管理费用	598.1	1,106.5	1,306.7	1,515.4	1,726.4	EBITDA 增长率	-23.8%	144.1%	55.8%	66.9%	19.3%
财务费用	40.2	215.8	127.1	125.0	-22.0	EBIT 增长率	-35.7%	204.7%	66.7%	75.7%	20.4%
资产减值损失	123.9	164.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	-36.5%	191.4%	76.1%	75.7%	20.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	39.2%	19.9%	3.6%	38.1%	-23.7%
投资和汇兑收益	173.7	102.7	-	-	-	净资产增长率	16.4%	18.8%	17.5%	29.3%	27.7%
营业利润	588.1	1,698.3	3,063.7	5,482.4	6,771.4	利润率					
加:营业外净收支	373.9	119.2	-	-	-	毛利率	19.2%	29.9%	34.2%	40.8%	42.0%
利润总额	962.1	1,817.5	3,063.7	5,482.4	6,771.4	营业利润率	7.7%	12.1%	18.3%	26.4%	28.4%
减:所得税	152.6	354.8	459.6	822.4	1,015.7	净利润率	10.9%	9.6%	15.2%	21.9%	23.2%
净利润	830.3	1,349.1	2,550.2	4,547.1	5,520.4	EBITDA/营业收入	12.7%	16.8%	22.1%	29.7%	30.9%
						EBIT/营业收入	8.2%	13.6%	19.0%	27.0%	28.3%
						运营效率					
资产负债表	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	168	110	101	84	72
货币资金	1,573.6	1,698.1	2,010.3	2,491.1	6,415.8	流动营业资本周转天数	161	127	123	142	130
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	529	274	312	312	311
应收帐款	2,461.6	2,374.4	3,209.9	6,054.3	2,859.0	应收帐款周转天数	119	62	60	80	67
应收票据	1,306.8	1,898.7	2,869.0	3,155.8	3,213.2	存货周转天数	196	115	134	120	110
预付帐款	309.6	435.4	1,737.3	257.2	1,744.8	总资产周转天数	809	462	477	442	425
存货	4,575.3	4,397.3	8,083.6	5,790.5	8,804.7	投资资本周转天数	382	265	248	242	216
其他流动资产	222.7	167.9	133.7	174.7	158.8	投资回报率					
可供出售金融资产	789.5	985.2	768.8	847.8	867.3	ROE	10.9%	14.7%	23.5%	32.1%	30.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	7.7%	10.2%	18.3%	18.8%
长期股权投资	413.0	730.1	730.1	730.1	730.1	ROIC	7.8%	16.3%	23.9%	40.6%	35.4%
投资性房地产	7.1	22.5	22.5	22.5	22.5	费用率					
固定资产	4,027.5	4,582.4	4,830.5	4,839.5	4,747.0	销售费用率	2.8%	7.3%	6.5%	5.7%	5.6%
在建工程	553.7	317.0	81.7	29.1	26.5	管理费用率	7.8%	7.9%	7.8%	7.3%	7.3%
无形资产	507.1	543.7	526.4	509.1	491.9	财务费用率	0.5%	1.5%	0.8%	0.6%	-0.1%
其他非流动资产	406.0	822.1	462.0	577.2	614.6	三费/营业收入	11.1%	16.7%	15.1%	13.6%	12.8%
资产总额	17,153.2	18,974.6	25,465.9	25,478.9	30,696.1	偿债能力					
短期债务	2,966.9	2,779.5	2,681.4	3,972.0	200.0	资产负债率	51.2%	47.6%	54.1%	40.7%	37.1%
应付帐款	1,118.2	1,297.6	2,137.8	1,650.0	2,330.5	负债权益比	104.9%	90.8%	117.9%	68.7%	59.1%
应付票据	595.0	355.5	2,144.1	248.2	2,135.1	流动比率	1.37	1.62	1.39	1.96	2.21
其他流动负债	2,974.6	2,335.7	6,060.3	3,292.8	5,814.0	速动比率	0.77	0.97	0.76	1.32	1.37
长期借款	672.9	1,316.5	200.0	556.7	200.0	利息保障倍数	15.64	8.87	25.10	44.86	-306.60
其他非流动负债	453.8	947.6	555.8	652.4	718.6	分红指标					
负债总额	8,781.3	9,032.3	13,779.3	10,372.2	11,398.2	DPS(元)	0.16	0.27	0.44	0.87	1.04
少数股东权益	722.7	778.4	829.6	940.7	1,170.7	分红比率	30.1%	30.6%	26.3%	29.0%	28.6%
股本	1,468.4	1,515.9	1,515.9	1,515.9	1,515.9	股息收益率	0.8%	1.4%	2.2%	4.4%	5.3%
留存收益	6,102.4	7,676.7	9,341.1	12,650.2	16,611.3						
股东权益	8,372.0	9,942.3	11,686.6	15,106.7	19,297.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.54	0.88	1.68	3.00	3.64
净利润	809.4	1,462.8	2,550.2	4,547.1	5,520.4	BVPS(元)	5.00	5.99	7.16	9.35	11.96
加:折旧和摊销	346.3	460.1	504.4	560.9	612.3	PE(X)	36.3	22.3	11.7	6.6	5.4
资产减值准备	123.9	164.9	-	-	-	PB(X)	3.9	3.3	2.7	2.1	1.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-21.2	63.5	55.2	16.6	5.6
财务费用	33.1	129.9	127.1	125.0	-22.0	P/S	3.9	2.1	1.8	1.4	1.3
投资损失	-173.7	-102.7	-	-	-	EV/EBITDA	11.0	9.4	8.3	5.2	3.3
少数股东损益	-20.8	113.7	53.9	112.9	235.3	CAGR(%)	79.2%	57.9%	47.0%	79.2%	57.9%
营运资金的变动	-1,086.8	-1,641.6	-52.0	-4,642.8	3,690.0	PEG	0.5	0.4	0.2	0.1	0.1
经营活动产生现金流量	1,089.0	892.1	3,183.7	703.2	10,036.0	ROIC/WACC	0.8	1.6	2.4	4.1	3.6
投资活动产生现金流量	150.8	-1,276.2	-282.7	-579.1	-519.7	REP	1.4	1.2	1.1	0.5	0.5
融资活动产生现金流量	-2,556.1	605.7	-2,588.7	356.7	-5,591.7						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034