

4月10日，头条股票邀请@后来居上dioyan

做客《财报全扫描》微访谈，解读浙江龙盛和利尔化学的年报，以下为访谈实录：

问：浙江龙盛

近年的业绩上涨靠什么驱动的？公司现金流和净利润相差较大的原因为何？

答：龙盛近年的业绩上涨主要靠中间体业务的发力，量价齐升，成长为继染料之后又一支柱业务。染料的销售价格也不断上涨，毛利率不断提高。行业龙头地位稳固，兑现业绩水到渠成。现金流和净利润相差较大，从财务指标上看非常可疑，但仔细看就知道，这是因为公司将利润投入到了房地产业务中，是优秀公司多元化经营的一个经典模式：把成熟业务当做现金奶牛哺育发展中的新业务。

问：间苯二胺产能的减少预计会对行业的上下游有多大影响，浙江龙盛具备短期大幅扩产的潜力么？

答：江苏天嘉宜化工的产能消失，使原本供需平衡的间苯二胺出现了1.7万吨的供需缺口，根据类似经验，无可替代竞品的工业半成品一旦出现明显的供需缺口，涨价的幅度会非常惊人，根据最新的消息，间苯二胺已经由原本3.7万/吨暴涨到了15万/吨。在间苯二胺这个领域，短时间内不可能有其他产能填补缺口，就算有也是龙盛的新增产能，龙盛的行业地位已经由寡头变成了垄断，如果长期维持在这个高价，理论上龙盛的年利润可以增厚近20亿元。根据龙盛的2018年报所披露：中间体业务公司将继续扩大间苯二胺、间苯二酚市场份额，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。也就是说，龙盛未来的扩产计划会补上天嘉宜消失的产能，但具体时间并不明确。但我们可以确定的是，龙盛没有动机加速扩产计划，而且他们也没有这个能力，因为他们还有膨胀的地产要养，除了龙盛每年的大部分利润，还在持续增加负债投入，光去年就新增了35亿长期借款砸进了地产业务。

问：近期间苯二胺价格变动如何？预计对浙江龙盛业绩影响有多大？

答：根据最新的消息，间苯二胺已经由原本3.7万/吨暴涨到了15万/吨。如果长期维持在这个高价，理论上龙盛的年利润可以增厚近20亿元。但这是理论上的。

问：浙江龙盛近期股价已涨超1倍，股价是否已经高估了？还有向上空间么？

答：短期来看，龙盛翻倍的涨幅已经完成了价值重估，各方资金充分博弈，体现了间苯二胺涨价的支撑，同时也享受到了关注度带来的估值溢价。间苯二胺短期不会

有新增产能，价格大概率会维持在高位运行，对应2019年净利不会低于50亿，那么龙盛市值涨到一千亿也只达到20PE，谈不上高估，当然也并不低估。未来的向上空间，要看染料和中间体的价格，以及房地产业务是否如期释放业绩，如果两者都向好，那么股价依然有比较大的空间，但不确定性也很大，需要注意风险。

问：浙江龙盛有较多非主业投资，这些业务现状如何？投资者需注意哪些风险？

答：龙盛的非主营业务主要有房地产，创投，汽配，服务贸易等。其中，汽配的毛利贡献比较低，营收占比也不大，不对业绩产生多少影响。贸易和服务的比例更小，可以忽略不计。龙盛的金融股权投资表现不错，但毕竟不是专业创投，未来在此领域的继续增值并不是什么确定性的事情，所以，所谓的创投也仅仅是锦上添花，在今年中国主推科创板的时间窗口增加一点概念。最值得关注的是地产业务。在龙盛的资产负债表里，近5年来不断膨胀的存货主要就是开发待售的房子。公司在上海有三大项目：华兴新城项目、大统基地项目和黄山路项目。最新的2018年报里透露的信息：华兴新城项目积极配合静安区政府做好拆迁工作，已完成所有居民搬迁，聘请全球顶尖设计事务所初步完成整体设计方案，并列入静安区 2019 年重大开工项目。大统基地项目已于 7 月桩基施工开工，预计将在 2020 年开始预售。

黄山路项目一期土建、安装工程已全部完成，确保 2019 年实现交房并确认收入。也就是说，从今年开始，地产业务就将逐渐进入收获期。最大的变量就是房价。2018年房价进入了低迷，但最近开始出现回暖，房价是一个最近二十年来最难预测的问题，未来会如何，很难预测。龙盛的主营业务染料和中间体已是一个印钞机般的存在，很难动摇。而大手笔的房地产业务，会成为另一台印钞机，还是价值粉碎机，就要看未来几年的房价了。我觉得对龙盛投资者来说，最需要注意的是房价，房价走势会成为左右龙盛长期股价的一个变量。

问：利尔化学近年利润持续增长的驱动因素有哪些？

答：利尔化学近两年的主要增长来自草铵膦的量价齐升，产能增加，价格上涨。在农药行业大环境对生产者不友好的情况下，利尔凭着良好的治理和经营，基本没有受到太多安全和环保压力带来的负面影响，也是其获得出色业绩的重要原因。但从财报数据我们也能看到，公司的应收账款比例和负债率提高很明显，业绩持续增长的背后是牺牲了盈利质量的带杠杆发展。可以看到“销售商品现金收入/营业收入”这个比例指标从2015年开始出现了明显的下降。偿债能力指标，从2014年开始负债开始井喷，速动比和流动比也明显下降。

问：利尔化学主营业务市场占有率如何？新增产能布局有哪些？

答：公司有国内最大的氯代吡啶类除草剂系列农药产品研发及生产基地，氯代吡啶

类产品技术代表国内领先水平，毕克草和毒莠定原药产销量居全国第一、全球第二。同时，公司全面掌握了草铵膦合成关键技术，现已成为国内最大规模的草铵膦原药生产企业。未来的新增产能：以广安利尔化学为实施主体，新建 15000t/a 甲基二氯化磷、含磷阻燃剂、L-草铵膦生产线及配套工程建设项目。总投资额约 10 亿元人民币，建设周期约 36 个月。项目全部建成达产后预计可实现 76000 万元，年毛利润总额 13700 万元。公司最大的看点是即将达产的 10000 吨年产草铵膦产能，使用的是拜耳的技术，成本大幅下降，可能出现超预期的竞争力。

问：对于化工农药类股票，如何对估值水平研究？投资者选股时需考虑哪些因素？注意些什么？

答：化工农药作为产品成熟格局稳定的传统行业，是很难享受高估值的，也很难有所谓的热点持续刺激股价短期的大爆发。所以对农药股来说，应放弃不切实际的幻想，用价值投资的方法去追踪业绩。选股时主要考虑是否公司是否具备行业龙头地位，公司经营和治理是否出色，是否有靠谱的新项目或者扩产计划拉动未来的业绩增长，是否有价值重估的变化正在或即将发生。

问：近期部分地区化工企业停产对公司是否有影响？

答：农药产能有相当部分在江苏，江苏对化工行业的从严整顿，产生的效果其实就是农药行业的供给侧改革，对利尔化学来说是一个中长期的利好。

问：从长期来说，伴随着安全生产要求的提高，化工行业会呈现怎样的趋势？

答：首先，安全生产要求提高必然会淘汰掉一部分不合规中小企业的产能，使化工行业的供需结构发生变化，对产品价格产生支撑，空出来的市场份额会被留下的玩家接管，行业集中度提升，利好行业龙头。然后从二级市场的角度来看，安全生产要求是一个事件驱动逻辑，引导资金关注长期以来不受青睐的化工行业，另一条核心主线是减税带来的业绩向好，加上依然处于被低估状态，化工行业具备中长期的投资价值。