

投资评级：买入（维持评级）

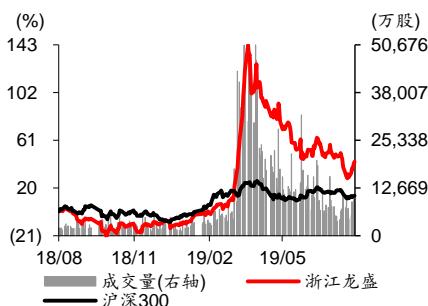
当前价格(元):	14.62
合理价格区间(元):	17.91~21.89

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

钱晨 联系人 qiancheng013578@htsc.com

**相关研究**

- 1 《浙江龙盛(600352,买入):需求端预期改善,染料景气有望重拾升势》2019.07
- 2 《浙江龙盛(600352,买入):Q1增长63%,产品高景气有望逐步体现》2019.04
- 3 《浙江龙盛(600352,增持):年报符合预期,2019有望再上台阶》2019.04

**一年内股价走势图**

资料来源: Wind

**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)	47,564
总资产 (百万元)	53,614
每股净资产 (元)	6.80

资料来源: 公司公告

**中报符合预期，中间体涨价带动业绩提升****浙江龙盛(600352)****2019H1 净利同比增长 36%，符合市场预期**

浙江龙盛发布 2019 年中报，公司实现营收 96.5 亿元，同比增 5.3%，净利润 25.3 亿元(扣非净利润 20.5 亿元)，同比增 36.2% (扣非后同比增 13.1%)，业绩符合预期。按最新股本计算，对应 EPS 为 0.79 元。其中 2019Q2 营收 48.8 亿元(YoY +1.2%)，净利 12.7 亿元(YoY +17.4%)。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.99/2.21/2.36 元，维持“买入”评级。

**中间体涨价带动业绩提升**

报告期内，公司中间体销售均价同比上升 36% 至 4.26 万元/吨，销量同比降 5% 至 5.6 万吨，对应营收 23.8 亿元(YoY +30%)，业务毛利率同比上升 0.6pct 至 48.4%，鸿盛化工(间苯二酚)/浙江安诺芳胺(间苯二胺)分别实现净利润 7.24 亿元(YoY +11%)/1.26 亿元(YoY +40%)，带动公司业绩提升。目前中间体价格总体仍保持强势，据百川资讯，间苯二酚最新报价为 11.4 万元/吨，较 5 月初高点小幅回调 4%。

**厂区搬迁影响盈利，染料价格后市有望重拾升势**

公司染料 19H1 销售均价同比增 19% 至 5.3 万元/吨，由于道墟厂区产能搬迁至上虞开发区(新产能已开始陆续投产)，销量下降 12% 至 10.1 万吨，对应营收 53.6 亿元(YoY +5%)，龙盛染化/科华染化净利为 2.3/0.51 亿元(YoY -32%/-21%)；海外方面，桦盛有限净利同比增 7% 至 7.25 亿元，由于计提整合费用增加，德司达控股净利降至 33 万元(2018H1 为 2.41 亿元)。Q2 以来染料价格冲高回落，据卓创资讯，分散黑 ECT300%/活性黑 WNN 最新价格为 38/30 元/公斤，较 5 月初高点已回落 17%/9%，目前厂家绝对库存处于低位，伴随贸易摩擦预期趋缓，下游采购逐步重启，染料价格有望重拾升势。

**政府补助及公允价值变动增加非经常性收益**

19H1 公司实现投资收益 2.66 亿元(YoY +100%)，期间费用率同比降 0.1pct 至 18.5%，其中德司达重组费用增加导致管理费用率上升 0.5pct 至 6.2%；由于汇兑损失减少，财务费用率降 0.5pct 至 1.9%。公司非经常性收益金额为 4.8 亿元(去年同期为 0.5 亿元)，其中政府补助 3.2 亿元(主要是搬迁补偿款)，此外，公司持有金融资产的公允价值变动产生收益 2.5 亿元。

**地产项目稳步推进**

目前公司地产项目进展顺利，华兴新城项目已取得上海市静安区批复，正进一步优化整体设计方案；大统基地项目工程进度有序推进，将在明年开始预售；黄山路项目一期进入收尾集团，公司预计于年底交房并确认收入。

**维持“买入”评级**

我们维持对公司 2019-2021 年 65/72/77 亿元的盈利预测，对应 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 10 倍 PE)，给予公司 2019 年 9-11 倍 PE，对应目标价 17.91-21.89 元(原值 19.90-23.88 元)，维持“买入”评级。

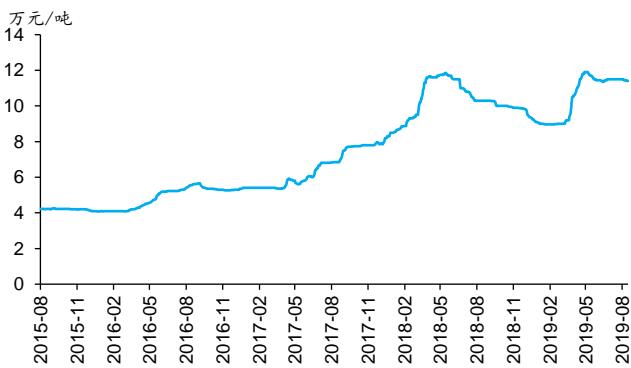
风险提示：下游需求不达预期风险、环保政策执行力度不达预期风险

**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	6,464	7,182	7,690
+/-%	21.92	66.20	57.23	11.10	7.07
EPS (元, 最新摊薄)	0.76	1.26	1.99	2.21	2.36
PE (倍)	19.23	11.57	7.36	6.62	6.19

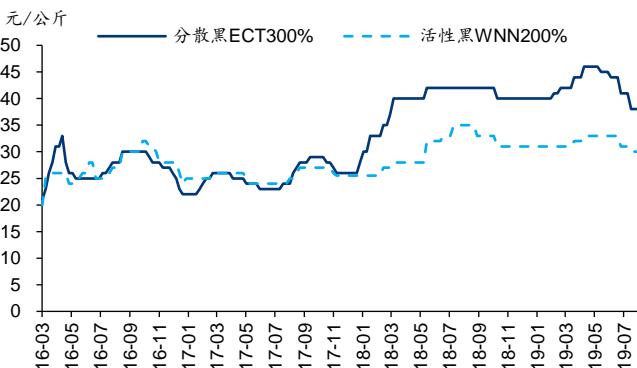
资料来源: 公司公告,华泰证券研究所预测

图表1：间苯二酚价格变化情况



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

图表2：染料市场成交价变化情况



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

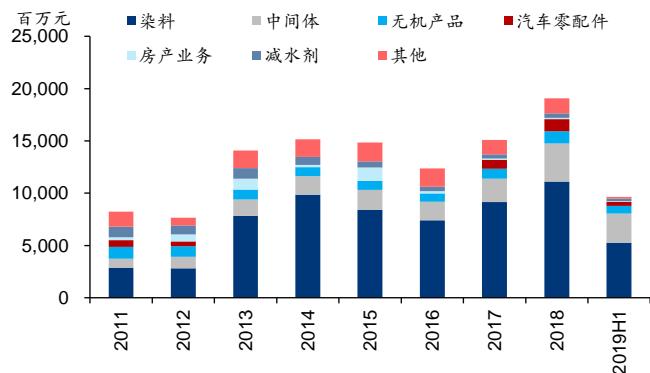
图表3：可比公司估值情况

上市公司	最新价(元)	EPS(元)		PE(倍)		BPS(元)	PB(倍)
		2019E	2020E	2019E	2020E		
闰土股份	10.51	1.66	1.73	6	6	7.2	1.5
吉华集团	8.54	1.17	1.31	7	7	6.4	1.3
安诺其	4.00	0.25	0.28	16	14	2.3	1.7
平均				10	9		1.5

备注：股价为8月16日收盘价，所有公司EPS均来自Wind一致预期，吉华集团BPS截至2019年6月30日，其余公司BPS截至2019年3月31日；

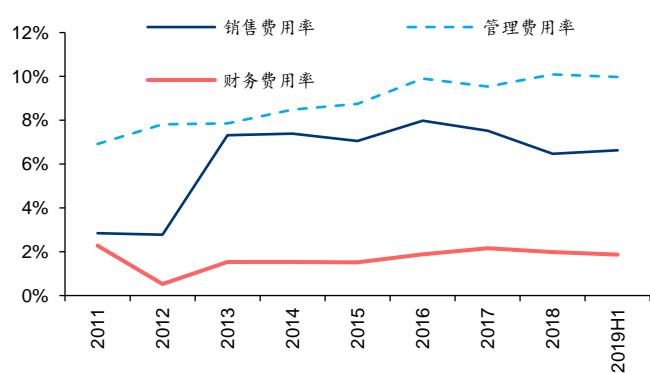
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：公司分业务营收变化情况



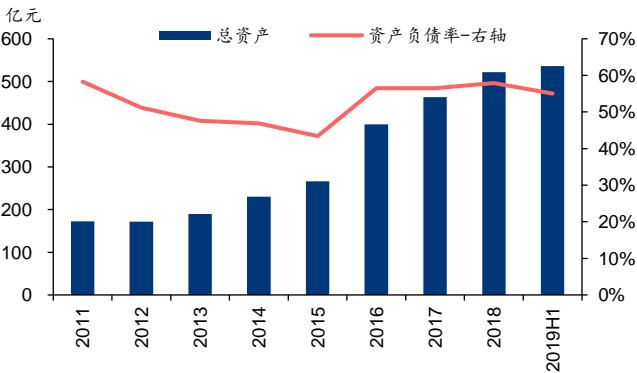
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

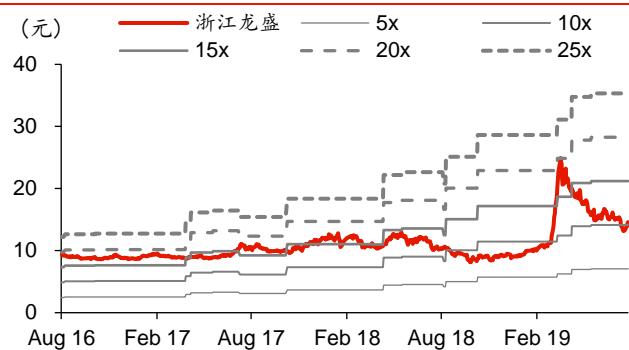
图表7：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

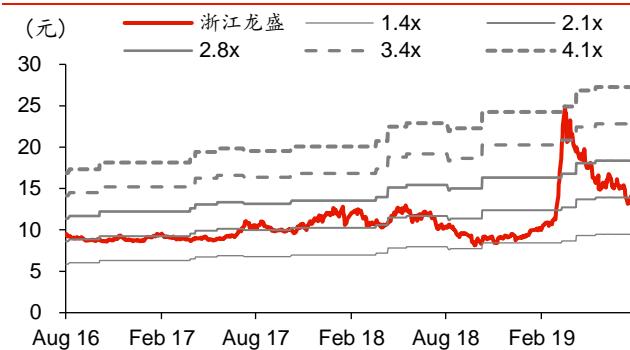
## PE/PB – Bands

图表8：浙江龙盛历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9：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	51,960	63,199	74,789
现金	4,181	3,875	16,152	24,052	34,103
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	59,944	71,381	83,396
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	3,312
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	21,303	28,485	36,174
归属母公司股东权益	16,944	19,970	26,471	33,912	41,892
负债和股东权益	46,353	52,216	59,944	71,381	83,396

### 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	5,020	5,937	8,482
净利润	2,732	4,213	6,791	7,640	8,231
折旧摊销	697.00	707.77	647.09	751.69	875.39
财务费用	326.76	377.23	1,165	914.63	770.17
投资损失	(745.29)	(393.77)	(520.00)	(515.47)	(496.70)
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)	283.09	307.10
投资活动现金	(629.66)	(1,694)	8,494	(433.49)	(809.03)
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	841.38	516.51	490.97
筹资活动现金	1,875	65.83	(1,237)	2,397	2,377
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)	(914.63)	(770.17)
现金净增加额	926.65	(431.86)	12,277	7,901	10,050

### 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	914.63	770.17
资产减值损失	62.90	493.96	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	116.37	(7.52)	350.00	260.00	290.00
投资净收益	745.29	393.77	520.00	515.47	496.70
营业利润	3,406	5,088	8,247	9,243	9,965
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	8,198	9,194	9,916
所得税	630.30	825.43	1,408	1,555	1,685
净利润	2,732	4,213	6,791	7,640	8,231
少数股东损益	257.90	101.17	326.30	457.87	541.44
归属母公司净利润	2,474	4,111	6,464	7,182	7,690
EBITDA	4,430	6,173	10,059	10,910	11,611
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	62.07	12.08	7.81
归属母公司净利润	21.92	66.20	57.23	11.10	7.07
盈利能力 (%)					
毛利率	36.80	45.43	52.84	52.75	53.04
净利率	16.38	21.55	26.49	27.03	27.76
ROE	14.60	20.59	24.42	21.18	18.36
ROIC	10.99	14.31	22.30	22.06	22.35
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.17	57.95	51.98	48.61	45.80
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	2.16	2.76
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	1.54	1.82	2.61
每股净资产(最新摊薄)	5.21	6.14	8.14	10.42	12.88
估值比率					
PE (倍)	19.23	11.57	7.36	6.62	6.19
PB (倍)	2.81	2.38	1.80	1.40	1.14
EV_EBITDA (倍)	13.45	9.65	5.93	5.46	5.13

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责申明

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提供。

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。

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：AOK809

©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

—报告发布日后的6个月内行业的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—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

—报告发布日后的6个月内公司的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨幅为基准；

—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