浙江龙盛（600352）

增持/维持评级

股价：RMB6.7

分析师
肖洁
SAC 执业证书编号:S1000511090003
(0755)8236 8532
xiaojie@mail.htlhsc.com.cn

稳健增长、德司达整合在即

- 2011 年，公司实现营业总收入 82.29 亿元，同比增长 23.25%；净利润 8.11 亿元，同比增长 0.72%。公司的收入规模基本符合预期，净利润低于我们的预期 15%，主要由于主营业务综合毛利率下滑 2.5 个百分点，体现了 2011Q4 宏观经济不景气带来的下游需求低迷。
- 2011 年，公司中间体业务的毛利率同比下滑 10.96 个百分点，主要是受到上游原材料成本大幅上涨，海外需求疲弱的影响；无机产品业务毛利率同比下滑 3.71 个百分点，主要是受到龙化搬迁项目试产期的影响，折旧大幅增加，产量、单耗均不稳定；汽车配件业务毛利率同比下滑 2.6 个百分点，主要是汽车行业处于周期的底部，销量增速的大幅下滑。
- 2011 年，在下游纺织行业需求疲弱的背景下，公司的染料业务仍实现了稳定增长，尤其是分散染料，销售收入同比增长 29.09%，毛利率同比上升 4.3 个百分点，充分体现公司分散染料业务的主导地位和市场控制力。分散染料用于印染涤纶，高棉价下涤纶大规模扩产刺激了分散染料的需求；分散染料行业集中度又高，提价能力强，成本传导顺畅。
- 公司年产 2 万吨间苯二酚及年产 2 万吨对苯二胺项目于 2011H2 投产，将于 2012 年开始贡献业绩，中间体业务的规模和利润可能逐步恢复；另外，上海龙盛和上海晟宇两处保障房将于 2012 年全部结转，贡献 10-15 亿的营业收入。
- 我们下调公司 2012-2013 年 EPS 至 0.63、0.72 元（不考虑德司达业务整合的贡献），对应 2012 年、2013 年 PE10.6 倍、9.3 倍，维持“增持”评级。公司于 4 月 27 日起停牌，筹划德司达公司的债转股事项，2011 年德司达实现 7.7 亿美金的收入规模，综合毛利率达 27.4%，预计将于 2012 年扭亏为盈，开始贡献业绩。长期来看，德司达的整合完成后，有利于公司借助德司达的全球销售网络和顶尖技术服务打开全球市场，巩固其染料业务的全球市场地位。
- 风险提示：德司达盈利好转低于预期；纺织行业不景气。

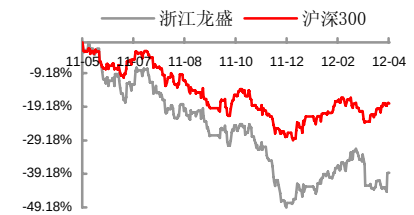
相关研究

《分散染料独领风骚》20110823
《分散染料、中间体业务渐入佳境》20110411
《撬开估值的天花板》20101227

基础数据

总股本（百万股）	1,468
流通 A 股（百万股）	1,468
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	9,838

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	8229.4	9520.0	10593.0	12570.0
(+/-%)	23.2	15.7	11.3	18.7
归属母公司净利润(百万元)	810.9	928.0	1060.0	1235.0
(+/-%)	0.7	14.4	14.0	17.0
EPS(元)	0.55	0.63	0.72	0.84
P/E(倍)	12.1	10.6	9.3	8.0

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表 单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	12051	10719	11252	11482
现金	3231	900	1200	1500
应收账款	1638	1904	2119	2514
其他应收款	965	1714	1907	2263
预付账款	1017	1500	1656	1974
存货	3754	3749	3312	1974
其他流动资产	1446	952	1059	1257
非流动资产	5192	5090	4958	4807
长期投资	480	450	450	450
固定资产	3114	3218	3152	2998
无形资产	317	397	477	557
其他非流动资	1281	1026	878	802
资产总计	17243	15809	16210	16289
流动负债	9430	6851	6365	5407
短期借款	2939	1959	3131	2239
应付账款	788	750	828	987
其他流动负债	5703	4142	2406	2181
非流动负债	621	855	855	855
长期借款	355	355	355	355
其他非流动负	266	500	500	500
负债合计	10051	7706	7220	6262
少数股东权益	448	459	471	486
股本	1468	1468	1468	1468
资本公积	2026	2026	2026	2026
留存收益	3178	4107	4981	6004
归属母公司股	6745	7645	8518	9542
负债和股东权	17243	15809	16210	16289

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	-572	-2607	1067	1656
净利润	819	939	1072	1250
折旧摊销	302	306	333	350
财务费用	188	110	148	147
投资损失	-154	-100	-100	-100
营运资金变动	-1632	-3916	-386	9
其他经营现金	-94	54	0	0
投资活动现金	-412	-112	-105	-105
资本支出	1074	98	100	100
长期投资	52	10	0	0
其他投资现金	714	-4	-5	-5
筹资活动现金	2367	387	-662	-1251
短期借款	133	-980	1172	-892
长期借款	155	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-57	0	0	0
其他筹资现金	2136	1367	-1834	-359
现金净增加额	1411	-2331	300	300

利润表 单位: 百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8229	9520	10593	12570
营业成本	6532	7499	8280	9870
营业税金及附加	54	24	26	31
营业费用	234	267	297	352
管理费用	569	571	636	754
财务费用	188	110	148	147
资产减值损失	17	50	50	50
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	154	100	100	100
营业利润	789	1100	1256	1465
营业外收入	191	20	20	20
营业外支出	18	15	15	15
利润总额	961	1105	1261	1470
所得税	142	166	189	221
净利润	819	939	1072	1250
少数股东损益	8	11	13	15
归属母公司净利	811	928	1060	1235
EBITDA	1278	1516	1737	1963
EPS（元）	0.55	0.63	0.72	0.84

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	23.2%	15.7%	11.3%	18.7%
营业利润	-18.5%	39.4%	14.2%	16.6%
归属母公司净利	0.7%	14.5%	14.1%	16.6%
获利能力				
毛利率(%)	20.6%	21.2%	21.8%	21.5%
净利率(%)	9.9%	9.8%	10.0%	9.8%
ROE(%)	12.0%	12.1%	12.4%	12.9%
ROIC(%)	12.5%	9.7%	11.0%	12.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	58.3%	48.7%	44.5%	38.4%
净负债比率(%)	34.18	32.63	51.06	44.62
流动比率	1.28	1.56	1.77	2.12
速动比率	0.88	1.02	1.25	1.76
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.58	0.66	0.00
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	8.84	9.75	10.49	10.88
每股指标（元）				
每股收益(最新	0.55	0.63	0.72	0.84
每股经营现金流	-0.39	-1.78	0.73	1.13
每股净资产(最	4.59	5.21	5.80	6.50
估值比率				
P/E	12.13	10.60	9.29	7.97
P/B	1.46	1.29	1.15	1.03
EV/EBITDA	7	6	5	5

数据来源：华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段	报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数	沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买　入	股价超越基准 20%以上
增　持	股价超越基准 10%-20%
中　性	股价相对基准波动在 ± 10% 之间
减　持	股价弱于基准 10%-20%
卖　出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

深　圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电　　话：86 755 8249 3932

传　　真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上　海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电　　话：86 21 5010 6028

传　　真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司