长城证券
GREAT WALL SECURITIES

证券研究报告

分析师
凌学良　010-88366060-8886
执业证书编号 S1070512020003
杨　超　0755-83663214
执业证书编号 S1070512070001
联系人
余嫄嫄　021-61680360
从业证书编号 S1070112060035

投资评级：推荐（维持）

市场数据

目前股价（元）	5.56
总市值（百万元）	8,164
流通市值（百万元）	8,164
总股本（百万股）	1,468
流通股本（百万股）	1,468
12 个月最高/最低	8.90/5.16

公司盈利预测

	2011A	2012E	2013E
营业收入	8,229	10,268	10,130
(+/-%)	23.2%	24.8%	-1.3%
净利润	811	710	829
(+/-%)	0.7%	-12.4%	16.7%
摊薄 EPS	0.552	0.484	0.564
PE	10.1	11.5	9.9

股价表现图

数据来源：Wind 资讯

中间体和房地产带动下半年业绩环比提升

——浙江龙盛(600352)中报点评

投资建议：

不考虑德司达并表的影响，我们维持公司 2012 和 2013 年业绩至 0.48 元、0.56 元，当前股价对应 PE 为 12 倍和 10 倍，考虑到当前染料业务安全边际较高，且长期来看公司收购德司达业务有望打开增长空间，维持“推荐”的评级。

要点：

- **事件：**公司发布半年报，实现营收 41.96 亿元，同比下降 0.26%；归属于母公司的净利润 2.70 亿元，同比下降 42.35%，实现每股 EPS 为 0.18 元；扣除非经常性损益后，实现归属于母公司的净利润 1.96 亿元，同比下降 34.12%。

- **业绩符合预期，经济下行拖累各项业务盈利下滑。**报告期内市场需求疲软，产品价格下滑，导致主要产品盈利大幅下降：其中主要赢利点分散染料业务价格较去年同期大幅下滑，营收同比下降 9.65%，毛利率大幅下滑 13.08 个百分点；中间体业务尽管随着产能扩张营收大幅提升了 16.82%，但由于产品价格下跌导致毛利率降低 4.91 个百分点，此外活性染料、无机产品、汽车配件等产品的毛利率均不同程度的下降，拖累公司综合毛利率仅为 18.74%，较去年同期下滑 3.12 个百分点。但从单季度来看，二季度的综合毛利率回升到 20.5%，已经较一季度的 17.48%提升 3 个百分点，恢复到去年三季度左右的水平。报告期管理费用率 7.06%，同比上升了 0.67 个百分点，主要是研发技改费用大幅增长了 3000 万元左右，同比增幅 33.09%。盈利水平的大幅下降加上管理费用率的提升，导致营业利润下滑 18.67%。同时，由于报告期内营业外收入大幅减少 1.55 亿元，导致利润总额大幅下滑 40.64%，其中主要是报告期内拆迁补助和东田控股补偿款大幅减少所致。

- **报告期应收账款周转率有所下降，现金流稳定。**当前资产负债率水平为 49.10%，较年初的 58.3%有所降低；流动比率和速动比率分别是 1.39 和 0.90，处于历史正常水平。应收账款周转天数和存货周转天数分别是 97.91 天和 212.36 天，存货周转水平基本处于历史正常水平，但应收账款周转下降明显，主要是下游印染企业多为中小企业，资金链紧张，影响回款周期。目前公司 1 年以内应收账款占比为 97.92%，2 年以内合计占比为 99.17%，结构总体较为健康，但仍应注意加大回收的力度。报告期销售商品提供劳务收到的现金/营业收入为 1.03，经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益为 1.22，显示公司较稳定的现金流和较好的收益质量。

- **下半年中间体放量和地产业务带动业绩环比提升。**上半年在需求疲软的拖累下，分散染料价格经历了较大幅度的下滑，二季度价格已经缓慢回升，

相关报告

《海外扩张和中间体发展加速，提升估值空间》，2011年7月

我们判断下半年下游纺织服装行业继续下行可能性较小，分散染料业务盈利水平继续下滑的风险较小，安全边际较高。随着中间体业务多个产品的放量，以及公司在上海的两处安置房项目有望确认余下的10亿元左右的收入，下半年业绩环比将明显提升。

- **德司达重组仍在进行，转股后为公司长期发展注入新动力。**德司达转股方面，目前尚需证监会的核准。从上半年的经营来看，德司达全球实现营收3.89亿美元，毛利率达到26.55%，与2011年全年的27.41%相比小幅下降；但受960万美元的重组费用影响，上半年亏损1023.4万美元，剔除重组相关费用，德司达已经基本实现盈亏平衡。我们认为随着重组的推进，重组费用有望逐渐降低，同时德司达生产基地正完成逐步转移至低成本的东南亚地区，相关的生产成本有望大幅下降，从而提升当前资产的盈利能力，德司达集团有望逐步实现扭亏为盈。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；下游需求持续疲软风险。

附表：盈利预测表

利润表（万元）	2011A	2012E	2013E
营业收入	13,662.31	20,245.24	26,276.41
营业成本	9,488.66	14,562.40	18,972.30
销售费用	386.73	566.87	735.74
管理费用	851.73	1,315.94	1,707.97
财务费用	149.54	413.54	562.77
投资净收益	9.95	0.00	0.00
营业利润	2,730.52	3,305.51	4,192.53
营业外收支	84.43	0.00	0.00
利润总额	2,814.95	3,305.51	4,192.53
所得税	419.54	495.83	628.88
少数股东损益	541.51	561.94	712.73
归属于母公司净利润	1,853.90	2,247.74	2,850.92
资产负债表（万元）			
流动资产	7,637.95	10,953.04	14,234.65
货币资金	1,788.86	2,429.43	3,153.17
应收账款	610.68	1,012.26	1,313.82
应收票据	2,579.04	3,644.14	4,729.75
存货	1,337.88	2,038.74	2,656.12
非流动资产	9,780.74	12,340.97	15,236.09
固定资产	8,504.72	11,103.30	14,036.76
资产总计	17,418.68	23,294.01	29,470.74
流动负债	6,756.98	9,164.18	12,676.35
短期借款	3,258.71	3,258.71	3,258.71
应付款项	835.66	1,601.69	2,086.72
非流动负债	2,446.08	3,846.08	3,846.08
长期借款	2,414.22	3,814.22	3,814.22
负债合计	9,203.06	13,010.26	16,522.44
股东权益	8,215.62	10,283.74	12,948.30
股本	2,162.33	2,162.33	2,162.33
留存收益	5,105.14	6,611.33	8,563.15
少数股东权益	948.14	1,510.08	2,222.81
负债和权益总计	17,418.68	23,294.01	29,470.74
现金流量表（万元）			
经营活动现金流	2,012.43	1,759.18	3,457.01
其中营运资本减少	91.98	-1,905.84	-1,260.57
投资活动现金流	-2,869.79	-3,390.34	-4,049.05
其中资本支出	-2,903.73	-3,415.58	-4,049.05
融资活动现金流	1,750.73	658.44	-899.10
净现金总变化	880.51	-972.72	-1,491.13

主要财务指标	2011A	2012E	2013E
成长性			
营业收入增长	44.9%	48.2%	29.8%
营业成本增长	34.8%	53.5%	30.3%
营业利润增长	63.2%	21.1%	26.8%
利润总额增长	45.3%	17.4%	26.8%
净利润增长	21.2%	21.2%	26.8%
盈利能力			
毛利率	30.5%	28.1%	27.8%
销售净利率	13.6%	11.1%	10.8%
ROE	22.6%	21.9%	22.0%
ROIC	19.3%	19.3%	18.9%
营运效率			
销售费用/营业收入	2.7%	2.8%	2.8%
管理费用/营业收入	6.2%	6.5%	6.5%
财务费用/营业收入	1.1%	2.0%	2.1%
投资收益/营业利润	0.4%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	14.9%	15.0%	15.0%
应收账款周转率	16.84	16.99	17.46
存货周转率	5.62	6.06	6.22
流动资产周转率	1.47	1.57	1.61
总资产周转率	0.67	0.76	0.82
偿债能力			
资产负债率	52.8%	55.9%	56.1%
流动比率	1.13	1.20	1.12
速动比率	0.93	0.97	0.91
每股指标（元）			
EPS	0.857	1.039	1.318
每股净资产	3.80	4.76	5.99
每股经营现金流	0.93	0.81	1.60
每股经营现金/EPS	1.1	0.8	1.2
估值	**2011A**	**2012E**	**2013E**
PE	15.0	12.4	9.8
PEG	0.96	0.71	0.37
PB	3.4	2.7	2.1
EV/EBITDA	9.45	7.99	6.56
EV/SALES	2.46	1.81	1.47
EV/IC	2.45	1.93	1.62
ROIC/WACC	2.01	2.01	1.97
REP	1.22	0.96	0.83

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

凌学良: 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券，任化工行业分析师。

杨　超: 2006 年-2012 年任职于鹏华基金，从事化工行业研究。2012 年加入长城证券，任化工行业分析师。

余嫄嫄: 2003 年至 2010 年就读于厦门大学，获理学学士、经济学硕士学位。2010-2012 年任职于国金证券，2012 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%-15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%-5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人
刘　璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王　涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com
陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人
赵　东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨　洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王　媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

上海联系人
谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所
深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034　传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编: 100044　传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135　传真: 021-61680357
网址: http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES