证券研究报告

公司研究·公司点评

东莞证券 DONGGUAN SECURITIES

化工

产品涨价业绩兑现，给予推荐评级

推荐（首次）

浙江龙盛（600352）2013 年一季报点评

风险评级：一般风险

2013 年 4 月 24 日

投资要点：

✧ **一季度净利润同比增长125%，符合市场预期。**2013年一季度公司实现营业收入36.96亿元，营业利润3.16亿，归属净利润2.30亿，同比分别增长66%,148%和125%，环比分别增长113%,679%和-40%，每股收益0.157元，基本符合市场预期。其中归属净利润环比下降40%主要因去年四季度公司完成对德司达控股的可转债转股产生合并收入约3.3亿元。

✧ **德司达并表致使收入大增，当期实现扭亏为盈贡献业绩增长。**公司于2012年12月底完成资产重组，通过可转债转股获得了全球染料巨头德司达控股62.43%的股权，报告期德司达控股实现销售收入12.59亿元，毛利率29%，营业利润5000万元，归属净利润1878万元，分别占报告期公司营收、营业利润和归属净利润增量的86%，26%和15%。而根据公司2012年年报披露，德司达2012年亏损约1.4亿元。可见，德司达并表是公司收入超高速增长的主要原因，同时德司达实现扭亏为盈也对利润有很大贡献。收购德司达后，公司占据全球染料市场半壁江山，话语权的增强有力的提升了公司在国际国内两个市场的盈利能力。

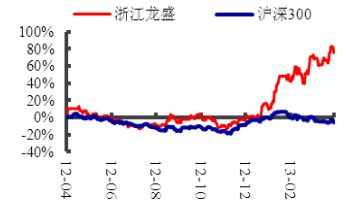
✧ **寡头合作致使产品价格上涨是业绩爆发主因。**扣除德司达并表的影响，公司本体营收24.37亿元，同比增长9.2%，毛利率24.58%，同比上升7.1个百分点，营业利润2.66亿，同比增长109%，归属净利润2.12亿，同比增长107%，期间费用与去年同期基本持平。可见，报告期毛利率大幅上升才是业绩出现爆发式增长的主要原因。公司主营涵盖染料、中间体、减水剂、纯碱和硫酸、汽配和房地产业务，一季度毛利率的大幅上升主要因染料和减水剂业务产品价格上涨。2012年公司分散染料、活性染料和中间体收入占比26.5%，11.5%和14.4%，利润占比35.7%，12.3%和17.5%。公司是分散染料行业龙头公司，与闰土股份一起占据66%的市场份额，分散染料价格从2012年四季度开始企稳回升，2013年1月公司与闰土股份专利诉讼和解并达成战略合作协议后加速上涨，从最低的16000元/吨上涨到目前的22000-23000元/吨，涨幅近40%，同时两公司合计还占据了30%以上活性染料市场份额，在分散染料的带动下，活性染料价格也有一定幅度上涨。商务部裁定对原产于日本和美国的进口间苯二酚分别征收40.5%和30.1%的惩罚性关税，支撑了公司中间体价格的反弹。

李隆海
SAC 执业证书编号：S0340510120006
电话：0769-22119462
邮箱：LLH@dgzq.com.cn

研究助理：杨柳波
电话：0769-22110619

主要数据	2013 年 4 月 24 日
收盘价(元)	10.59
总市值（亿元）	155.51
总股本(百万股)	1468.42
流通股本(百万股)	1468.42
ROE（TTM）	12.20%
12 月最高价(元)	11.12
12 月最低价(元)	5.10

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

德司达业绩复苏可能是超预期因素。德司达是全球最大的高端印染制品和解决方案供应商，其前身由拜耳、巴斯夫和赫斯特染料部门合并而成，在技术、人才、客户和渠道方面有着深厚的积累，该公司在金融危机前后出现经营亏损并被破产收购的主要原因是竞争加剧、成本高企和需求下滑，其毛利率一直维持在行业较高水平。目前浙江龙盛收购德司达并于闰土股份达成和解，行业竞争明显缓和，同时经过包括转移生产基地在内一系列变革，公司成本明显优化，2013 年一季度扭亏，并具备持续优化的空间；需求方面虽无明显起色，但回升趋势基本确定。因此，我们认为德司达业绩存在超预期的可能；

染料价格预计保持高位，同比有望实现量价齐升。由于染料价格大幅上涨已经对下游需求产生了一定抑制，经销商压力加大，拿货积极性降低，预计短期内难以继续上涨。但是，由于行业集中度空前提升，竞争缓和，寡头合作格局形成，同时需求稳步回升态势确立，预计染料价格仍将保持较高水平，同时公司分散染料产能将通过技改从 12 万吨增加到 15 万吨，带来一定幅度量的增长，量价齐升夯实业绩基础。

中间体受益集中度提升和反倾销实施效果显现。公司有 7 万吨化工中间体产能，主要是间苯二铵和间苯二酚，近年来增长迅速（2009-2012 年收入翻了一倍），行业集中度提升，随着商务部反倾销措施效果显现，间苯二酚价格有望上涨，中间体业务业绩也有望实现增长；

减水剂业务主要看需求回暖和产能释放。公司减水剂业务毛利率在 22%左右，利润占比 14%左右，对业绩贡献较大，2012 年由于基建和房地产投资放缓，竞争加剧，销量下降 15%。2013 年以来，基建投资明显加速，房地产景气度显著上升，同时公司有 5 万吨萘系减水剂、1 万吨精萘和 2 万吨扩散剂在建产能等待释放，预计 2013 年减水剂业绩也将有明显增长。

地产业务毛利率偏低，后续有望加强。2012 年公司房地产业务收入占比 9%，利润占比 7.6%，由于参与项目多为安置房，毛利率仅为 15.8%，明显低于普通房地产开发商毛利率水平。子公司上海龙盛进入商业地产开发已进入实施阶段，后续还有可能参与商品房项目，商业地产项目的开发和销售将大大增加公司房地产业务的盈利能力，有望成为新的业绩增长点。

首次覆盖，给与推荐评级。我们预计公司 2013-2015 年营收分别增长 66%，10%和 10%，毛利率提升到 27.5%，27%和 27%，归属净利润分别增长 45%，21%和 19%，对应 EPS 为 0.82 元，1.0 元和 1.19 元，对应 PE 为 13 倍，11 倍和 9 倍，考虑到估值较低以及染料和中间体价格、德司达成本下降以及地产业务存在超预期的可能性，首次覆盖，给予推荐评级。

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	**7649.31**	**12697.85**	**13967.64**	**15364.40**
营业总成本	**7234.88**	**11330.65**	**12325.33**	**13402.97**
营业成本	6180.74	9205.94	10196.38	11216.01
营业税金及附加	79.64	132.20	145.41	159.96
销售费用	212.33	812.66	838.06	845.04
管理费用	598.09	930.75	977.73	1044.78
财务费用	40.16	185.61	97.91	60.36
资产减值损失	123.93	63.49	69.84	76.82
其他经营收益	**173.68**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	173.68	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	0.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	**588.11**	**1367.20**	**1642.31**	**1961.43**
加 营业外收入	399.84	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	25.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	**962.05**	**1367.20**	**1642.31**	**1961.43**
减 所得税	152.60	205.08	246.35	294.21
净利润	**809.45**	**1162.12**	**1395.96**	**1667.22**
减 少数股东损益	-20.82	-41.02	-65.69	-78.46
归属于母公司净利润	830.27	1203.14	1461.65	1745.67
最新总股本(万股)	**1468.42**	**1468.42**	**1468.42**	**1468.42**
基本每股收益(元)	0.57	0.82	1.00	1.19
市盈率（倍）	18.73	12.92	10.64	8.91

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真：（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn