

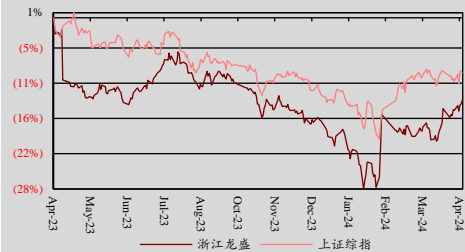
600352.SH

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 8.99

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6.3	5.4	13.9	(16.2)
相对上证综指	2.8	5.3	5.7	(7.2)

发行股数(百万)	3,253.33
流通股(百万)	3,253.33
总市值(人民币 百万)	29,247.45
3个月日均交易额(人民币 百万)	139.37
主要股东	
阮水龙	11.98

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2024年4月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工：化学制品

证券分析师：余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

联系人：赵泰

tai.zhao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123070003

浙江龙盛

下游需求低迷拖累营收，各项业务稳步推进

2023年公司营业收入同降27.90%至153.03亿元，归母净利润同降48.92%至15.34亿元，扣非归母净利润同降41.13%至16.29亿元。其中四季度公司实现营业收入44.73亿元，同比下降42.68%，环比增长23.88%；归母净利润6.34亿元，同比下降50.37%，环比增长491.66%；扣非归母净利润5.13亿元，同比下降53.48%，环比增长68.90%。2023年公司拟向全体股东每10股派发2.5元现金分红。染料行业有待回暖，看好公司各项化学品产能释放及房地产业务推进带来的增量，维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **下游需求低迷，染料及中间体价格下滑拖累收入、毛利。**染料业务和中间体业务是公司利润的主要来源。染料：2023年公司染料业务实现营业收入75.21亿元，同比下降13.28%；销量22.25万吨，同比下降2.03%；均价3.38万元/吨，同比下降11.49%。根据国家统计局数据，2023年我国印染行业规模以上企业印染布产量同比增长1.30%，未来随着国家稳增长、促消费政策发力显效，染料行业有望回暖。公司染料业务毛利率同比下降4.07pct至27.84%，当前染料行业价格竞争仍激烈，行业盈利能力处于低位，但公司通过人员精简、组织优化、工艺优化、数字化改造以及产品去复杂性等措施实现降本增效，成本优势凸显。中间体：公司依托产业链优势，以产业链一体化为核心向相关中间体如间苯二酚、对苯二胺和间氨基苯酚的生产拓展，扩大产能和市场份额，2023年中间体业务实现营业收入31.38亿元，同比下降21.04%；销量9.11万吨，同比增长3.66%；均价3.44万元/吨，同比下降23.83%；毛利率32.01%，同比下降14.55pct。公司稳居中间体行业龙头地位，未来该业务有望为公司带来更多增量。房地产业务：公司聚焦区域深耕，持续提升高品质项目商业形象，2023年实现营业收入13.26亿元，同比下降70.52%，主要系去年项目实现销售，收入集中确认。毛利率为30.29%，较上年提升6.07pct。

■ **盈利能力有所承压，现金流充足。**2023年公司综合毛利率同比下降3.98pct至26.13%。收入下滑下规模效应未能充分释放，2023年公司销售/管理/研发/财务费用率分别3.92%/5.12%/3.79%/-0.66%，分别同比+0.73pct/+1.04pct/+0.45pct/-1.02pct，其中财务费用率同比下降主要系公司利息收入及汇兑损益较多。全年公司经营活动现金流量为27.51亿元，同比增长187.79%，现金流保持健康。

■ **化学品在建产能稳步释放，房地产业务持续推进。**根据2023年年报，公司现有染料项目产能30万吨/年、助剂项目产能10万吨/年、中间体项目产能11.95万吨/年、无机产品项目145万吨/年。其中，染料项目在建产能包括年产9000吨蒽醌染料项目，已部分投产；中间体项目在建产能包括年产2万吨H酸项目以及年产9000吨间氨基苯酚项目，H酸一期年产5000吨已试生产，间氨基苯酚一期项目年产5000吨已投产。房地产业务方面，上海市华兴新城项目已完成320米主塔办公楼基础大底板浇筑并施工至首层楼面，完成150米超高层住宅工程进度计划。此外，湾上荟馆开幕启动蓄客，案名“博懋广场”对外发布。公司各项业务有序推进，发展质量有望进一步提升。

估值

■ 因染料行业需求疲软，调整盈利预测，预计2024-2026年EPS分别为0.59元、0.76元、0.87元，对应PE分别为15.2倍、11.8倍、10.3倍。染料行业有待回暖，看好公司各项化学品产能释放及房地产业务推进带来的增量，维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 原材料价格大幅波动；下游需求持续低迷；房地产业务推进不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	21,226	15,303	17,375	19,287	20,209
增长率(%)	27.4	(27.9)	13.5	11.0	4.8
EBITDA(人民币 百万)	4,626	2,593	3,266	3,963	4,410
归母净利润(人民币 百万)	3,003	1,534	1,923	2,478	2,830
增长率(%)	(11.0)	(48.9)	25.4	28.9	14.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.92	0.47	0.59	0.76	0.87
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.09	1.22	
调整幅度(%)			(45.87)	(37.70)	
市盈率(倍)	9.7	19.1	15.2	11.8	10.3
市净率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(倍)	9.3	13.6	8.6	6.4	5.9
每股股息(人民币)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
股息率(%)	2.5	3.0	3.5	4.5	5.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

注：2022年历史数据以公司会计准则调整前为基准

图表 1. 公司 2023 年度财务摘要

(百万元)	2023	2022	同比增长 (%)
一、营业总收入	15303.11	21225.64	(27.90)
二、营业总成本	13275.19	17509.85	(24.18)
其中：营业成本	11304.40	14834.19	(23.79)
营业税金及附加	106.73	346.60	(69.21)
销售费用	600.26	676.85	(11.32)
管理费用	784.23	866.26	(9.47)
研发费用	580.51	709.41	(18.17)
财务费用	(100.95)	76.53	(231.90)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	(490.42)	(565.17)	13.23
投资收益	394.88	467.51	(15.53)
资产处置收益	106.46	141.82	(24.93)
资产减值损失	(301.43)	(104.79)	(187.66)
信用减值损失	33.76	(37.83)	189.22
其他收益	153.60	313.08	(50.94)
四、营业利润	1924.77	3930.41	(51.03)
加：营业外收入	79.25	94.38	(16.02)
减：营业外支出	54.68	26.80	104.04
五、利润总额	1949.35	3998.00	(51.24)
减：所得税	216.36	671.44	(67.77)
六、净利润	1732.99	3326.55	(47.91)
减：少数股东损益	199.03	323.42	(38.46)
七、归属母公司净利润	1533.95	3003.13	(48.92)

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

注：2022 年历史数据以公司会计准则调整前为基准

图表 2. 公司 2023 年第四季度财务摘要

(百万元)	2023 第四季度	2022 年第四季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	4473.13	7803.39	(42.68)
二、营业总成本	3775.86	6345.35	(40.49)
其中：营业成本	3319.19	5444.69	(39.04)
营业税金及附加	40.52	289.66	(86.01)
销售费用	95.13	174.15	(45.37)
管理费用	184.09	296.03	(37.81)
研发费用	163.44	165.14	(1.03)
财务费用	(26.52)	(24.31)	(9.05)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	23.63	168.61	(85.98)
投资收益	(15.29)	(3.17)	(382.47)
资产处置收益	117.12	34.84	236.14
资产减值损失	(230.04)	(75.70)	(203.87)
信用减值损失	17.66	0.87	1941.70
其他收益	70.52	(11.54)	711.07
四、营业利润	680.87	1571.94	(56.69)
加：营业外收入	55.92	21.96	154.69
减：营业外支出	9.70	6.87	41.22
五、利润总额	727.09	1587.03	(54.19)
减：所得税	(10.30)	218.83	(104.71)
六、净利润	737.39	1368.20	(46.11)
减：少数股东损益	103.07	90.28	14.16
七、归属母公司净利润	634.33	1277.92	(50.37)

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

注：2022 年历史数据以公司会计准则调整前为基准

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,226	15,303	17,375	19,287	20,209
营业收入	21,226	15,303	17,375	19,287	20,209
营业成本	14,834	11,304	12,684	13,757	14,191
营业税金及附加	347	107	121	135	141
销售费用	677	600	643	694	707
管理费用	866	784	869	964	1,010
研发费用	709	581	643	717	755
财务费用	77	(101)	225	107	75
其他收益	313	154	154	154	154
资产减值损失	(105)	(301)	(220)	(222)	(223)
信用减值损失	(38)	34	32	39	34
资产处置收益	142	106	100	100	100
公允价值变动收益	(565)	(490)	(200)	(200)	(200)
投资收益	468	395	400	400	400
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,930	1,925	2,456	3,182	3,594
营业外收入	94	79	60	60	60
营业外支出	27	55	50	50	50
利润总额	3,998	1,949	2,466	3,192	3,604
所得税	671	216	329	439	459
净利润	3,327	1,733	2,137	2,753	3,145
少数股东损益	323	199	214	275	314
归母净利润	3,003	1,534	1,923	2,478	2,830
EBITDA	4,626	2,593	3,266	3,963	4,410
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.92	0.47	0.59	0.76	0.87

资料来源: 公司公告, 中银证券预测, 历史数据以公司会计准则调整前为准

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	43,288	46,982	42,230	43,547	45,099
现金及等价物	6,875	10,893	8,384	9,416	9,155
应收帐款	2,272	1,960	1,853	2,241	2,048
应收票据	619	58	155	188	182
存货	28,649	29,321	27,052	26,449	28,736
预付账款	192	122	160	207	203
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4,682	4,627	4,627	5,047	4,773
非流动资产	21,874	20,825	20,561	20,347	20,257
长期投资	7,975	7,090	7,090	7,090	7,090
固定资产	6,355	6,249	6,236	6,183	6,210
无形资产	693	654	666	672	674
其他长期资产	6,851	6,831	6,569	6,401	6,283
资产合计	65,162	67,806	62,791	63,894	65,356
流动负债	24,201	23,930	23,009	22,690	22,499
短期借款	7,086	6,259	5,000	3,000	3,000
应付账款	1,840	1,705	1,819	2,385	2,345
其他流动负债	15,275	15,966	16,190	17,305	17,154
非流动负债	6,203	8,163	2,952	2,934	2,943
长期借款	3,015	7,246	2,000	2,000	2,000
其他长期负债	3,187	917	952	934	943
负债合计	30,404	32,093	25,961	25,624	25,442
股本	3,253	3,253	3,253	3,253	3,253
少数股东权益	2,591	2,770	2,984	3,259	3,574
归属母公司股东权益	32,167	32,943	33,846	35,010	36,340
负债和股东权益合计	65,162	67,806	62,791	63,894	65,356

资料来源: 公司公告, 中银证券预测, 历史数据以公司会计准则调整前为准

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,327	1,733	2,137	2,753	3,145
折旧摊销	976	934	1,038	1,127	1,194
营运资金变动	(2,981)	2,275	2,535	1,254	(2,102)
其它	(366)	(2,190)	(43)	(102)	(161)
经营活动现金流	956	2,751	5,667	5,032	2,076
资本支出	(588)	(228)	(845)	(984)	(1,178)
投资变动	(575)	339	(205)	(200)	(200)
其他	(351)	(2,049)	500	500	500
投资活动产生的现金流	(1,514)	(1,938)	(550)	(684)	(878)
银行借款	(839)	3,405	(6,506)	(2,000)	0
股权融资	(1,017)	549	(1,020)	(1,314)	(1,501)
其他	2,240	(3,580)	(101)	(2)	42
筹资活动现金流	385	374	(7,627)	(3,316)	(1,458)
净现金流	(173)	1,188	(2,510)	1,032	(260)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测, 历史数据以公司会计准则调整前为准

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	27.4	(27.9)	13.5	11.0	4.8
营业利润增长率(%)	(8.1)	(51.0)	27.6	29.6	12.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(11.0)	(48.9)	25.4	28.9	14.2
息税前利润增长(%)	10.6	(54.5)	34.2	27.3	13.4
息税折旧前利润增长(%)	8.9	(44.0)	26.0	21.3	11.3
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(11.0)	(48.9)	25.4	28.9	14.2
获利能力					
息税前利润率(%)	17.2	10.8	12.8	14.7	15.9
营业利润率(%)	18.5	12.6	14.1	16.5	17.8
毛利率(%)	30.1	26.1	27.0	28.7	29.8
归母净利润率(%)	14.1	10.0	11.1	12.8	14.0
ROE(%)	9.3	4.7	5.7	7.1	7.8
ROIC(%)	6.7	3.4	5.4	7.1	7.7
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0
流动比率	1.8	2.0	1.8	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	9.1	7.2	9.1	9.4	9.4
应付账款周转率	11.3	8.6	9.9	9.2	8.5
费用率					
销售费用率(%)	3.2	3.9	3.7	3.6	3.5
管理费用率(%)	4.1	5.1	5.0	5.0	5.0
研发费用率(%)	3.3	3.8	3.7	3.7	3.7
财务费用率(%)	0.4	(0.7)	1.3	0.6	0.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.9	0.5	0.6	0.8	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.8	1.7	1.5	0.6
每股净资产(最新摊薄)	9.9	10.1	10.4	10.8	11.2
每股股息	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	9.7	19.1	15.2	11.8	10.3
P/B(最新摊薄)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.3	13.6	8.6	6.4	5.9
价格/现金流(倍)	30.6	10.6	5.2	5.8	14.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测, 历史数据以公司会计准则调整前为准

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371