

浙江龙盛 (600352.SH)

国内染料行业龙头，染料价格处于底部，仍需等待行业复苏

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,660	21,226	18,992	20,259	22,530
增长率 yoy (%)	6.8	27.4	-10.5	6.7	11.2
归母净利润(百万元)	3,374	3,003	2,914	3,317	3,968
增长率 yoy (%)	-19.2	-11.0	-3.0	13.9	19.6
ROE (%)	11.5	9.6	8.5	9.1	10.0
EPS 最新摊薄 (元)	1.04	0.92	0.90	1.02	1.22
P/E (倍)	10.3	11.6	11.9	10.5	8.8
P/B (倍)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 10 日收盘价

事件 1: 2023 年 4 月 14 日, 浙江龙盛发布 2022 年年报, 公司 2022 年营业总收入为 212.26 亿元, 同比增长 27.41%; 归母净利润为 30.03 亿元, 同比下降 10.99%; 扣非净利润为 27.59 亿元, 同比增长 16.59%。对应公司 22Q4 营业总收入为 78.03 亿元, 环比上升 79.49%; 归母净利润为 12.78 亿元, 环比上升 325.32%。

事件 2: 2023 年 4 月 27 日, 浙江龙盛发布 2023 年一季报, 公司 1Q23 营业总收入为 37.49 亿元, 同比下降 16.80%, 环比下降 51.96%; 归母净利润为 3.44 亿元, 同比下降 26.81%, 环比下降 73.11%。

房地产业务收入确认, 拉动公司 2022 年整体收入增长。 公司 2022 年染料/中间体/房地产业务板块收入分别为 86.73/39.75/44.98 亿元, YoY 分别为 -1.84%/1.30%/2644.79%, 毛利率分别为 31.91%/46.57%/24.22%, 同比分别 -0.61/-4.80/+0.81pcts。公司营业收入的增长主要与公司房地产业务板块龙盛·福新里项目于 2021 年预售, 在 2022 年确认收入有关。销售费用同比上升 10.38%, 系本期因销售发生的佣金、仓储运杂费等增加所致, 销售费用率为 3.19%, 同比下降 0.49pcts; 管理费用同比下降 6.93%, 系本期职工薪酬、办公费、业务招待费等减少所致, 管理费用率为 4.08%, 同比下降 1.51pcts; 财务费用同比下降 68.43%, 系本期因融资成本下降使利息支出减少, 同时存款利息收入和汇兑收益增加共同所致, 财务费用率为 0.36%, 同比下降 1.10pcts; 研发费用同比上升 8.72%, 系本期研发用材料及能源投入和其他费用增加所致, 研发费用率为 3.34%, 同比下降 0.58pcts。2022 年公司归母净利润出现下降, 净利率为 15.67%, 同比下降 6.99pcts。

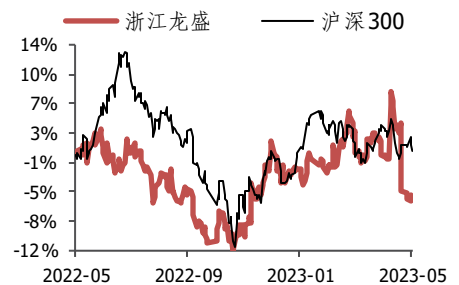
2022 年公司整体现金流情况稳定, 各活动产生现金流净额变化较大。 经营性活动产生现金流净额为 9.56 亿元, 同比下降 79.58%, 系房地产预收售房款减少所致; 投资性活动产生现金流净额为 -15.14 亿元, 同比上升 45.50%, 系对外投资支付款减少所致; 筹资性活动产生现金流净额为 3.85 亿元, 同比上升 131.22%, 系偿还银行借款同比减少所致。期末现金及现金等价物余额为 64.73 亿元, 同比变化不大。应收账款同比下降 6.00%, 应收账款周转率有所上升, 由 2021 年底的 7.14 次变为 9.05 次。存货同比增加 1.45%, 变化不大, 存货周转率有所上升, 由 2021 年底的 0.42 次变为 0.52 次。

增持 (首次评级)

股票信息

行业	基础化工
2023 年 5 月 10 日收盘价 (元)	9.51
总市值 (百万元)	30,939.19
流通市值 (百万元)	30,939.19
总股本 (百万股)	3,253.33
流通股本 (百万股)	3,253.33
近 3 月日均成交额 (百万元)	244.27

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

相关研究

公司 2023 年一季度毛利率与净利率同比均有所下滑。公司 1Q23 销售毛利率/净利润率分别为 26.73%/10.25%，同比分别-3.39/-1.83pcts。销售费用同比下降 3.15%，销售费用率为 4.22%，同比上升 0.59pcts；管理费用同比上升 2.33%，管理费用率为 5.36%，同比上升 1.00pcts；财务费用同比上升 33.23%，主要系本期汇兑损失较上年同期增加所致，财务费用率为 2.72%，同比上升 1.02pcts；研发费用同比下降 15.18%，研发费用率为 3.91%，同比上升 0.07pcts。经营活动产生现金流净额为 15.21 亿元，同比上升 623.97%，主要系本期收到的房产销售预收款较多所致；投资活动产生现金流净额为 33.79 万元，同比上升 100.57%；筹资活动产生现金流净额为 16.90 亿元，同比上升 1224.67%，主要系本期长期借款金额增加较多所致。存货同比下降 0.32%，存货周转率同比由 2022 年一季度的 0.11 次变为 0.10 次。应收账款同比下降 6.47%，应收账款周转率同比由 2022 年一季度的 1.67 次变为 1.48 次。

2022 年印染布下游需求仍显不足，印染产量同比下滑，染料需求不足叠加供给增加，公司染料业务承压。据中国印染行业协会¹，2022 年 1-12 月，印染行业规模以上企业印染布产量 556.22 亿米，同比下降 7.52%。全年来看，一季度，行业生产形势基本良好，印染布产量维持正增长，二季度开始，俄乌冲突加剧、欧美加速收紧货币政策、国内疫情多发频发等因素对终端消费市场造成较大冲击，印染布产量增速逐季回落。总需求不足是印染行业生产面临的突出问题。印染布产量下滑导致染料需求不足。2022 年，公司染料业务受到原材料价格大幅波动，能源价格持续高位，同时需求收缩、供给增加、预期转弱三重压力持续影响，营收规模及毛利率均有所下降。虽然如此，公司仍凭借其行业龙头地位仍然保持盈利。公司目前染料产能 30 万吨/年，在建产能包括年产 9,000 吨蒽醌染料项目。2022 年公司染料销量 22.71 万吨。其中分散染料产销量再创历史新高。分散染料全流程升级改造项目的实施、系列高盐高 COD 废水处理关键技术、染料配套中间体项目绿色清洁新技术的开发大幅度降低生产成本，有效提升分散染料业务的市场核心竞争力，进一步巩固了公司在染料行业的领先地位。公司的规模、服务、品牌、渠道、成本以及创新能力领先国际和国内的同行，我们认为短期染料价格处于底部，染料价格复苏仍需等待行业复苏。

中间体业务保持龙头地位，同时为染料业务构建护城河。公司拥有年产 11.45 万吨的中间体产能，在建产能包括年产 2 万吨 H 酸项目以及年产 9,000 吨间氨基苯酚项目。公司中间体产品所处的行业相对稳定，市场竞争格局尚未有明显变化，公司中间体产品产销量较上年仍有一定幅度的增长。随着间苯二胺规模化生产装置的建成投用以及生产技术与工艺的不断改进，生产成本逐渐下降，规模优势和成本优势让公司成为间苯二胺的全球行业龙头。同时，公司积极进行向其他中间体如间苯二酚、对苯二胺和间氨基苯酚的生产拓展，对公司染料业务的行业地位起到巩固作用。我们认为公司实现染料全产业链上下游延伸，关键中间体自我配套，提升公司染料行业主导权，公司染料产品具有品牌、成本等优势，有望日益激烈竞争环境下继续扩大染料市场占有率，进一步巩固行业龙头地位。

房地产业务收入兑现。2022 年公司房地产业务营收同比增长 2644.79%，主要为龙盛·福新里项目于 2021 年预售，在 2022 年确认收入有关。公司稳步推动项目的逐步实施，上海的华兴新城项目在年初顺利开工的基础上，完成桩基及

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/GuBgp3BeVMvMHqXSD4Is4Q>

围护工程，启动地下室施工。龙盛·福新里项目严格落实工程收尾各项工作，高标准完成高层住宅交付目标，在同行和业主间留下良好口碑，初步建立起了市场对龙盛品牌、品质的信任感。我们认为房地产业务华兴新城项目进入开工期，未来几年有望转化为收入。

投资建议： 预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 189.92/202.59/225.30 亿元，实现归母净利润分别为 29.14/33.17/39.68 亿元，对应 EPS 分别为 0.90/1.02/1.22，当前股价对应的 PE 倍数分别为 12X、11X、9X。我们认为短期染料价格处于底部，染料价格复苏仍需等待行业复苏。公司实现染料全产业链上下游延伸，关键中间体自我配套，提升公司染料行业主导权，公司染料产品具有品牌、成本等优势，有望日益激烈竞争环境下继续扩大染料市场占有率，进一步巩固行业龙头地位。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示： 染料需求不及预期；染料/中间体产能大幅扩张；行业竞争加剧；原材料价格波动风险；房地产政策风险，安全风险，环保风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	44006	43288	37438	46021	42063
现金	6878	6875	8610	6561	8036
应收票据及应收账款	2864	2891	3184	2745	4135
其他应收款	675	145	589	194	677
预付账款	333	192	278	224	334
存货	28239	28649	20241	31760	24344
其他流动资产	5015	4537	4537	4537	4537
非流动资产	21721	21874	20800	20725	20769
长期投资	2022	2141	2371	2592	2816
固定资产	6058	6355	5206	5095	5208
无形资产	687	693	634	582	519
其他非流动资产	12954	12685	12588	12455	12226
资产总计	65727	65162	58238	66746	62832
流动负债	23121	24201	17617	24693	18451
短期借款	8338	7086	7086	12846	7086
应付票据及应付账款	4762	4720	3429	5239	4113
其他流动负债	10021	12395	7102	6609	7252
非流动负债	9648	6203	3522	2156	935
长期借款	8602	5215	2535	1168	-52
其他非流动负债	1046	987	987	987	987
负债合计	32769	30404	21139	26849	19386
少数股东权益	2594	2591	2831	3126	3519
股本	3253	3253	3253	3253	3253
资本公积	1467	1600	1600	1600	1600
留存收益	26191	28394	30862	33640	36955
归属母公司股东权益	30364	32167	34267	36771	39926
负债和股东权益	65727	65162	58238	66746	62832

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4681	956	10838	-4944	10176
净利润	3775	3327	3153	3612	4362
折旧摊销	861	891	706	736	813
财务费用	242	77	489	595	546
投资损失	-1258	-468	-491	-482	-385
营运资金变动	744	-3469	6879	-9342	4911
其他经营现金流	316	598	101	-65	-72
投资活动现金流	-2777	-1514	779	-88	-361
资本支出	625	588	-598	441	634
长期投资	-4691	-244	-230	-221	-224
其他投资现金流	2539	-681	410	573	496
筹资活动现金流	-1233	385	-9882	-2775	-2580
短期借款	1286	-1252	0	5759	-5759
长期借款	1677	-3386	-2680	-1367	-1220
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-81	134	0	0	0
其他筹资现金流	-4115	4890	-7202	-7168	4400
现金净增加额	368	-35	1735	-7808	7235

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16660	21226	18992	20259	22530
营业成本	11031	14834	12748	13560	14630
营业税金及附加	137	347	233	290	300
销售费用	613	677	652	671	760
管理费用	931	866	918	903	1047
研发费用	653	709	689	706	802
财务费用	242	77	489	595	546
资产和信用减值损失	5	-143	-21	-27	-40
其他收益	382	313	60	200	200
公允价值变动收益	-433	-565	-120	40	50
投资净收益	1258	468	491	482	385
资产处置收益	13	142	40	52	62
营业利润	4278	3930	3712	4280	5103
营业外收入	67	94	103	88	88
营业外支出	46	27	104	109	71
利润总额	4299	3998	3711	4259	5119
所得税	524	671	557	647	757
净利润	3775	3327	3153	3612	4362
少数股东损益	401	323	239	295	394
归属母公司净利润	3374	3003	2914	3317	3968
EBITDA	5412	5012	4909	5599	6503
EPS (元/股)	1.04	0.92	0.90	1.02	1.22

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	6.8	27.4	-10.5	6.7	11.2
营业利润 (%)	-21.3	-8.1	-5.6	15.3	19.2
归属母公司净利润 (%)	-19.2	-11.0	-3.0	13.9	19.6
获利能力					
毛利率 (%)	33.8	30.1	32.9	33.1	35.1
净利率 (%)	22.7	15.7	16.6	17.8	19.4
ROE (%)	11.5	9.6	8.5	9.1	10.0
ROIC (%)	8.3	6.6	7.9	7.9	10.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.9	46.7	36.3	40.2	30.9
净负债比率 (%)	33.4	36.1	6.0	21.7	0.5
流动比率	1.9	1.8	2.1	1.9	2.3
速动比率	0.6	0.6	0.9	0.5	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	7.1	9.1	8.1	8.6	8.3
应付账款周转率	6.1	7.9	7.9	7.9	7.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.04	0.92	0.90	1.02	1.22
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.44	0.29	3.33	-1.52	3.13
每股净资产 (最新摊薄)	9.33	9.89	10.53	11.30	12.27
估值比率					
P/E	10.3	11.6	11.9	10.5	8.8
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.7	9.7	7.8	8.1	5.7

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 10 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（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专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）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院，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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：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。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	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个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686