

强烈推荐-A (维持)

闰土股份 002440.SZ

当前股价: 19.92 元

2017 年 08 月 17 日

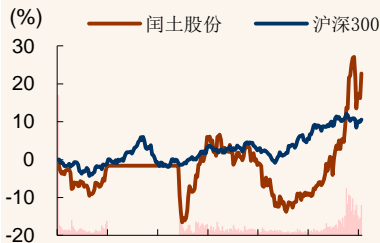
17H1 净利润 4 亿元同比增 52%，大超预期

基础数据

上证综指	3268
总股本 (万股)	76700
已上市流通股 (万股)	61610
总市值 (亿元)	153
流通市值 (亿元)	123
每股净资产 (MRQ)	8.4
ROE (TTM)	12.4
资产负债率	23.8%
主要股东	张爱娟
主要股东持股比例	16.73%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	17	17
相对表现	15	9	7



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

周铮 S1090515120001  
zhouzheng3@cmschina.com.cn

孙维容  
sunweirong@cmschina.com.cn  
S1090516110001

姚鑫  
yaoxin@cmschina.com.cn  
S1090516050001

联系人  
于庭泽  
yutingze@cmschina.com.cn

事件:

2017 年 8 月 17 日, 闰土股份公布 2017 半年报, 2017H1 收入 29 亿元同比增 40%, 归属净利润 4 亿元同比增 52%, 大超预期。预计 2017 年 1-9 月归属净利润为 6~7 亿元, 同比增 36%-59%。

评论:

1、收入增长带动利润大增, 综合毛利率提升, 费用率稳中有降

1) 收入 29 亿元同比增 40%, 主要源于染料销售量、价格的提升, 分业务来看, 染料和助剂收入分别增 39%、60%至 23、1.4 亿元。2) 综合毛利率 30%, 同比升 2 个百分点, 主要由于收入占比较大的染料毛利率同比提升 3 个百分点至 31%。(3) 公司三项费用率同比降 1.5 个百分点至 12%。其中, 销售、财务费用率同比持平; 管理费用率同比降 1.5 个百分点至 8%。4) 分季度来看, 二季度实现净利润 2.4 亿元, 同比增 17%、环比增 51%, 改善明显, 如果前三季度能达到预告上限 7 亿元的话, 那么三季度利润将达到 3 亿元, 同比增 70%、环比增 24%。

2、行业格局良好, 染料持续提价可期, 有望上 4 万元/吨。

1) 目前分散染料的报价已提至 3.5 万/吨, 活性染料价格 2.5 万/吨, 近一个月分散染料提价幅度超过 50%, 预计 2017 年底有望超过 4 万/吨的水平, 媲美 2015 年高点。2) 环保压力持续升级。随着第四批中央环保督察推进, 7 月以来浙江绍兴上虞工业园区已有近 100 家企业停产, 且目前仍无重启迹象, 其中包括亿得化工、新诚染料等染料及中间体企业。无法升级改造达标排放的企业 9 月底前一律彻底关停, 预计年底前中小染厂关停速度有望加剧。3) 行业集中度高, 提价预期强。分散染料的前三大公司龙盛、闰土、吉华合计市占率 71%, 活性染料的前三大公司龙盛、闰土、楚源合计市占率 60%, 行业近 3 年几乎没有新增产能, 龙头提价能力强, 尤其是龙盛的分散染料专利对其他中小企业有较强约束力。

3、公司对涨价的业绩弹性极大, 随分散染料涨价下半年业绩将明显增厚。

截至 2017 年 6 月底, 公司分散染料 11 万吨, 活性染料 4 万吨, 其他染料共计 1 万吨。产品涨价对应 eps 增厚幅度最大的染料上市公司当属闰土股份。分散染料每吨涨价 1000 元, 闰土股份 EPS 增厚 0.10 元; 活性染料每吨涨价 1000 元, 闰土股份 EPS 增厚 0.03 元。

4、投资建议

维持“强烈推荐-A”投资评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.10/1.23/1.36 元, 目前股价对应 2017~19 年 PE 为 18/16/15 倍。

风险提示: 项目进度低于预期、染料提价幅度低于预期、下游需求萎靡不振。

表 1: 一张表透析 2017 半年报 (闰土股份)

科目单位: 百万元		比率	16A	16H1/16A	16H1	17H1	YOY	原因分析
主营业务	营业收入		4,353	48%	2,095	2,931	40%	
	染料		3506	48%	1,668	2,323	39%	
	助剂		270	32%	87	138	60%	
	其他化工原料		521	61%	317	437	38%	
	毛利率		31.9%		28.2%	30.1%	1.9%	
	染料		33%		28%	31%	3.4%	
	助剂		37%		32%	30%	-2.5%	
期间费用	销售费用		119	53%	64	88	38%	运输费增加
		销售费用率	3%		3%	3%	0.0%	
	管理费用		462	45%	210	248	18%	职工薪酬、研发费用增加
		管理费用率	11%		10%	8%	-1.5%	
	财务费用		-7	-67%	4	8	89%	汇兑损益增加。
		财务费用率	0%		0%	0%	0.1%	
	有息负债		99		105	310	194%	
	有息负债率	1%		1%	4%	2.1%		
其他收益	投资收益		11	53%	6	6	2%	
		占利润总额比例	1%		2%	1%	-0.6%	
	营业外收入		12	106%	13	7	-45%	
		占利润总额比例	2%		4%	1%	-2.6%	
	所得税		136	39%	53	90	69%	
	所得税率	17%		16%	18%	1.7%		
现金回笼	经营现金流入		2,646	51%	1,342	1,277	-5%	
		占营收比例	61%		64%	44%	-20.5%	
	经营性现金流净额		1,247	42%	518	219	-58%	支付职工薪酬与各项税费较去年同期增加所致。
		占净利润比例	186%		191%	54%	-137%	
	应收款项合计		2,035		2,085	2,710	30%	
		占营收比例	47%		100%	92%	-7%	
	应收账款		971		1,110	1,426		
其他应收款		17		41	34			
应收票据		1,046		934	1,249			

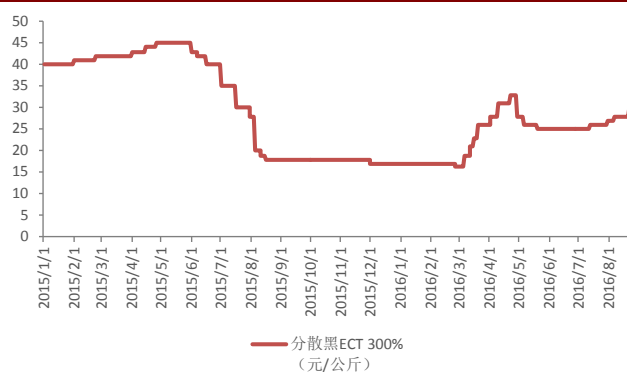
资料来源: Wind、招商证券

表 2: 公司 2012 年以来单季度收入和利润增速

项目		绝对额 (百万元)				同比增速			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
归属净利润	2013	104	152	232	340	46%	126%	197%	288%
	2014	331	335	220	400	220%	120%	-5%	17%
	2015	335	265	80	54	1%	-21%	-64%	-86%
	2016	58	206	177	220	-83%	-22%	121%	306%
	2017	160	242			175%	17%		
收入	2013	945	1,212	1,198	1,446	29%	26%	-9%	25%
	2014	1,439	1,473	1,032	1,402	52%	21%	-14%	-3%
	2015	1,328	1,108	968	1,118	-8%	-25%	-6%	-20%
	2016	910	1,185	958	1,300	-31%	7%	-1%	16%
	2017	1,453	1,478			60%	25%		

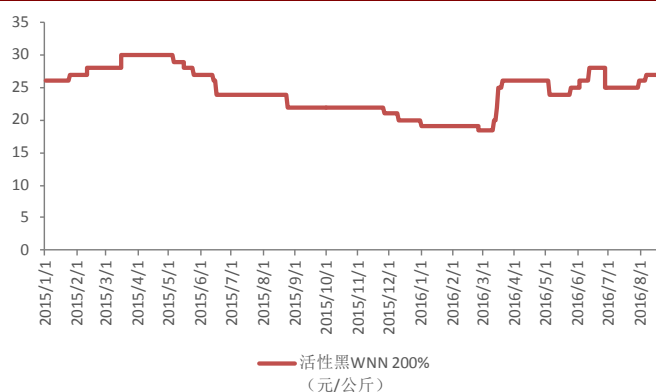
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 1: 分散黑价格走势



资料来源: 卓创资讯、招商证券

图 2: 活性黑价格走势



资料来源: 卓创资讯、招商证券

表 3: 盈利预测简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4522	4353	4696	5295	5855
营业成本	3059	2965	3100	3509	3883
营业税金及附加	22	36	21	24	26
营业费用	115	119	117	132	146
管理费用	451	462	399	450	498
财务费用	24	(7)	2	3	6
资产减值损失	51	(22)	14	16	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	11	0	0	0
营业利润	823	809	1041	1161	1278
营业外收入	72	12	12	12	12
营业外支出	16	17	17	17	17
利润总额	879	805	1037	1157	1274
所得税	129	136	157	175	193
净利润	750	669	879	981	1081
少数股东损益	16	9	33	36	40

敬请阅读末页的重要说明

归属于母公司净利润	734	660	847	945	1041
EPS (元)	0.96	0.86	1.10	1.23	1.36

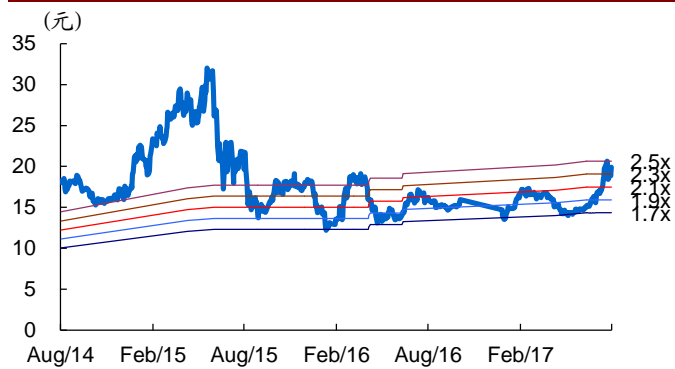
资料来源：公司数据、招商证券

图 3: 闰土股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4: 闰土股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4071	4248	5293	6251	7563
现金	275	736	1622	2107	2980
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1231	1046	1129	1273	1407
应收款项	1040	971	983	1108	1225
其它应收款	38	17	19	21	23
存货	1168	1250	1296	1467	1623
其他	319	227	244	276	305
<b>非流动资产</b>	3519	3591	3401	3207	3008
长期股权投资	88	127	127	127	127
固定资产	2653	2747	2837	2917	2989
无形资产	251	269	242	218	196
其他	527	448	196	(55)	(304)
<b>资产总计</b>	<b>7590</b>	<b>7839</b>	<b>8694</b>	<b>9458</b>	<b>10571</b>
<b>流动负债</b>	1390	1316	1560	1687	2004
短期借款	237	99	300	300	500
应付账款	712	654	684	774	857
预收账款	39	44	46	52	58
其他	401	519	529	560	589
<b>长期负债</b>	21	25	25	25	125
长期借款	0	0	0	0	100
其他	21	25	25	25	25
<b>负债合计</b>	<b>1411</b>	<b>1341</b>	<b>1585</b>	<b>1712</b>	<b>2129</b>
股本	767	767	767	767	767
资本公积金	1536	1517	1517	1517	1517
留存收益	3689	4043	4621	5222	5878
少数股东权益	186	172	204	241	281
归属于母公司所有者权益	5993	6327	6905	7506	8162
<b>负债及权益合计</b>	<b>7590</b>	<b>7839</b>	<b>8694</b>	<b>9458</b>	<b>10571</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1263	1247	1086	962	1093
净利润	734	660	847	945	1041
折旧摊销	258	297	320	325	329
财务费用	15	(8)	2	3	6
投资收益	(23)	(11)	0	0	0
营运资金变动	233	332	(117)	(356)	(332)
其它	46	(23)	34	46	49
<b>投资活动现金流</b>	(668)	(424)	(130)	(130)	(130)
资本支出	(589)	(433)	(130)	(130)	(130)
其他投资	(79)	9	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(607)	(364)	(69)	(347)	(90)
借款变动	164	(59)	201	0	300
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(31)	(19)	0	0	0
股利分配	(729)	(307)	(268)	(344)	(384)
其他	(11)	21	(2)	(3)	(6)
<b>现金净增加额</b>	<b>(11)</b>	<b>459</b>	<b>886</b>	<b>485</b>	<b>872</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4522	4353	4696	5295	5855
营业成本	3059	2965	3100	3509	3883
营业税金及附加	22	36	21	24	26
营业费用	115	119	117	132	146
管理费用	451	462	399	450	498
财务费用	24	(7)	2	3	6
资产减值损失	51	(22)	14	16	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	11	0	0	0
<b>营业利润</b>	823	809	1041	1161	1278
营业外收入	72	12	12	12	12
营业外支出	16	17	17	17	17
<b>利润总额</b>	879	805	1037	1157	1274
所得税	129	136	157	175	193
<b>净利润</b>	750	669	879	981	1081
少数股东损益	16	9	33	36	40
<b>归属于母公司净利润</b>	734	660	847	945	1041
<b>EPS (元)</b>	0.96	0.86	1.10	1.23	1.36

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-15%	-4%	8%	13%	11%
营业利润	-50%	-2%	29%	11%	10%
净利润	-43%	-10%	28%	12%	10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.3%	31.9%	34.0%	33.7%	33.7%
净利率	16.2%	15.2%	18.0%	17.8%	17.8%
ROE	12.2%	10.4%	12.3%	12.6%	12.7%
ROIC	11.2%	10.1%	11.9%	12.3%	12.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.6%	17.1%	18.2%	18.1%	20.1%
净负债比率	3.1%	1.3%	3.5%	3.2%	5.7%
流动比率	2.9	3.2	3.4	3.7	3.8
速动比率	2.1	2.3	2.6	2.8	3.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.5	2.5	2.4	2.5	2.5
应收帐款周转率	4.0	4.3	4.8	5.1	5.0
应付帐款周转率	3.9	4.3	4.6	4.8	4.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.96	0.86	1.10	1.23	1.36
每股经营现金	1.65	1.63	1.42	1.25	1.42
每股净资产	7.81	8.25	9.00	9.79	10.64
每股股利	0.40	0.35	0.45	0.50	0.55
<b>估值比率</b>					
PE	20.8	23.1	18.0	16.2	14.7
PB	2.5	2.4	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	16.2	16.3	12.9	11.9	10.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周铮：**招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

**姚鑫：**招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016 年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

**孙维容：**招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016 年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

**于庭泽：**招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016 年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。