

下游需求复苏，染料景气上行助推业绩增长

研究简报

◆ 下游需求回暖，环保收缩供给，染料行业持续景气：

染料需求终端来自纺织服装行业，直接下游为印染企业。受益于二胎政策和经济的发展，我国服装产量有望保持每年2%增长。随着印染行业环保投入逐步到位复产，2016年我国印染布产量达533.7亿平米，结束连续5年负增长，同比增长4.73%。我们预计未来国内染料产量将达95万吨，其中分散染料占比近50%，活性染料占比30%。供给方面，受日趋严格的环保督查影响，部分中小企业退出，染料供需将保持紧平衡。我们预计17-19年分散染料价格景气上行，均价分别为2.5、3.2、3.5万/吨，活性染料目前价格2.6万/吨，未来有望跟涨。

◆ 依托全产业链，公司染料产能充分释放，业绩弹性巨大：

公司具有分散染料产能11万吨，活性染料6万吨以及直接染料和阳离子染料共1万吨，并配套有2万吨H酸及对位脂等染料中间体，全产业链优势凸显。近年来，公司分散染料产销量均保持10万吨以上，染料价格每上涨1000元/吨，公司业绩增厚7265万；公司通过控制检修时间，提高装置负荷，今年活性染料产量将达6万吨，价格每上涨1000元/吨，公司业绩增厚4359万；直接染料及阳离子染料业务基本稳定，公司染料业绩弹性巨大，充分受益于行业景气。

◆ 化工原料业务锦上添花，未来盈利稳定可期：

公司目前化工原料产能有：离子膜烧碱16万吨、双氧水9万吨、保险粉5万吨。32%烧碱离子膜价格目前1400元/吨，较去年同期上涨31.5%；双氧水受运输限制，公司在本地优势明显；保险粉价格目前上涨到约1万/吨，考虑到成本约6000/吨，此价格下盈利较为可观。预计未来化工原料业务每年可贡献净利2-3亿。

◆ 染料量价齐升，公司业绩保持高速增长，首次覆盖给予“推荐”评级：

作为国内大型染料企业之一，公司染料产业体系已形成从热电、蒸汽、氯气、烧碱到中间体、滤饼、染料等的完整产业链，我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.18、1.72和2.07元。当前股价对应17-19年分别为16、11和9倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：染料价格大幅下降，公司环保控制低于预期

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4522	4,353	5,869	6,625	7,007
增长率(%)	-15.4	-3.7	34.8	12.9	5.8
净利润(百万元)	733.8	660	902	1,319	1,590
增长率(%)	-43.0	-10.0	36.6	46.3	20.5
毛利率(%)	32.3	31.9	32.0	36.3	39.3
净利率(%)	16.2	15.2	15.4	19.9	22.7
ROE(%)	12.1	10.3	12.8	16.4	17.1
EPS(摊薄/元)	0.96	0.86	1.18	1.72	2.07
P/E(倍)	19.12	21.3	15.6	10.6	8.8
P/B(倍)	2.34	2.2	2.0	1.8	1.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐(首次评级)

分析师

程磊 (执业证书编号：S0280517080001)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

联系人

周峰春

zhoufengchun@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.12.15

收盘价(元)：	18.27
总股本(亿股)：	7.67
总市值(亿元)：	140.13
一年最低/最高(元)：	13.68/21.57
近3月换手率：	84.53%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.38	-12.37	-4.77
绝对	6.1	-8.47	14.4

相关研报

图表1：闰土股份分板块盈利预测

板块	项目	2016A	2017E	2018E	2019E
染料	营业收入 (亿)	35.06	46.19	53.29	56.62
	营业成本 (亿)	23.43	31.15	33.09	33.09
	销售毛利 (亿)	11.64	15.04	20.20	23.53
助剂	毛利率	33%	0.33	0.38	0.42
	营业收入 (亿)	2.70	2.70	2.70	2.70
	营业成本 (亿)	1.70	1.70	1.70	1.70
化工原料	销售毛利 (亿)	1.00	1.00	1.00	1.00
	毛利率	37%	0.37	0.37	0.37
	营业收入 (亿)	5.21	9.24	9.70	10.19
其他业务	营业成本 (亿)	4.03	6.56	6.89	7.23
	销售毛利 (亿)	1.18	2.68	2.81	2.95
	毛利率	23%	0.29	0.29	0.29
合计	营业收入 (亿)	43.53	58.69	66.25	70.07
	营业成本 (亿)	29.66	39.91	42.17	42.52

资料来源：新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4071	4248	6132	6823	7558	营业收入	4522	4353	5869	6625	7007
现金	275	736	2027	2336	2445	营业成本	3059	2965	3991	4217	4252
应收账款	1040	971	985	1223	1580	营业税金及附加	22	36	49	55	59
其他应收款	38	17	57	27	62	营业费用	115	119	170	179	189
预付账款	38	31	62	43	68	管理费用	451	462	499	517	525
存货	1168	1250	1503	1649	1753	财务费用	24	-7	30	43	42
其他流动资产	1512	1243	1498	1545	1651	资产减值损失	51	-22	30	20	9
非流动资产	3519	3591	3947	4283	4415	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	88	127	154	191	225	投资净收益	23	11	1	11	8
固定资产	2653	2747	2999	3293	3417	营业利润	823	809	1100	1605	1938
无形资产	251	269	284	293	305	营业外收入	72	12	12	12	12
其他非流动资产	527	448	510	507	468	营业外支出	16	17	17	17	17
资产总计	7590	7839	10079	11106	11974	利润总额	879	805	1096	1601	1934
流动负债	1390	1316	2908	2912	2493	所得税	129	136	179	261	320
短期借款	237	99	1307	1837	744	净利润	750	669	916	1340	1614
应付账款	712	654	942	464	1082	少数股东损益	16	9	15	20	25
其他流动负债	440	563	659	612	667	归属母公司净利润	734	660	902	1319	1590
非流动负债	21	25	25	25	25	EBITDA	1143	1086	1363	1944	2299
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.96	0.86	1.18	1.72	2.07
其他非流动负债	21	25	25	25	25						
负债合计	1411	1341	2933	2937	2518	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	186	172	186	206	231	成长能力					
股本	767	767	767	767	767	营业收入(%)	(15.4)	-3.7	34.8	12.9	5.8
资本公积	1537	1522	1522	1522	1522	营业利润(%)	(49.9)	-1.6	35.9	45.9	20.8
留存收益	3689	4043	4621	5450	6429	归属于母公司净利润(%)	(43.0)	-10.0	36.6	46.3	20.5
归属母公司股东权益	5993	6327	6960	7963	9224	获利能力					
负债和股东权益	7590	7839	10079	11106	11974	毛利率(%)	32.3	31.9	32.0	36.3	39.3
						净利率(%)	16.2	15.2	15.4	19.9	22.7
现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	12.1	10.3	12.8	16.4	17.1
经营活动现金流	1263	1247	1003	777	2055	ROIC(%)	12.1	10.2	11.1	13.9	16.2
净利润	750	669	916	1340	1614	偿债能力					
折旧摊销	258	297	266	313	359	资产负债率(%)	18.6	17.1	29.1	26.4	21.0
财务费用	24	-7	30	43	42	净负债比率(%)	-0.6	(9.8)	(10.1)	(6.1)	-18.0
投资损失	-23	-11	-1	-11	-8	流动比率	2.9	3.2	2.1	2.3	3.0
营运资金变动	234	347	-209	-908	47	速动比率	2.1	2.3	1.6	1.8	2.3
其他经营现金流	20	-49	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-668	-424	-621	-638	-483	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
资本支出	589	433	328	300	97	应收账款周转率	4.0	4.3	6.0	6.0	5.0
长期投资	-93	-21	-27	-33	-35	应付账款周转率	3.9	4.3	5.0	6.0	5.5
其他投资现金流	-172	-12	-320	-372	-421	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	-607	-364	-299	-359	-370	每股收益(最新摊薄)	0.96	0.86	1.18	1.72	2.07
短期借款	-58	-139	0	0	0	每股经营活动现金流(最新摊薄)	1.65	1.69	1.31	1.01	2.68
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.81	8.25	9.07	10.38	12.03
普通股增加	0	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-25	-15	0	0	0	P/E	19.12	21.25	15.56	10.63	8.83
其他筹资现金流	-523	-210	-299	-359	-370	P/B	2.34	2.22	2.02	1.76	1.52
现金净增加额	-5	473	83	-221	1202	EV/EBITDA	12.42	12.5	9.9	7.1	5.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监
	固话：021-68865595转258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>