

染料行业春风正起，龙头公司扬帆起航

公司深度研究

◆ 全产业链布局的染料龙头之一：

公司现有分散染料产能11万吨，活性染料产能6万吨，其他染料产能1万吨，并配套有活性染料关键中间体H酸产能2万吨（其中1万吨处于技改中），对位脂2万吨，具有全产业链一体化优势。

◆ 下游需求回暖，环保收紧供给，染料行业供需持续改善：

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。随着环保投入逐步到位，印染企业陆续复产，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%。16年我国分散染料产量达43.6万吨，活性染料产量25.1万吨，受需求驱动未来产量有望进一步增长。

供给方面，染料及中间体均受日趋严格的环保督查影响，中小企业成本快速上升，染料行业集中度进一步提升。18年环保税正式落地，标志我国环保督查将进入常态化，我们认为环保高压下的供给侧改革将进一步落实，行业龙头充分受益。未来分散染料价格每上涨1000元/吨，公司业绩增厚7991万；活性染料价格每上涨1000元/吨，公司业绩增厚4359万。

◆ 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（折百）16万吨、双氧水（27.5%）9万吨、保险粉5万吨。17年32%烧碱离子膜均价1098元/吨，同比增长53%；双氧水利用烧碱联产物氢气，且受运输限制，公司在本地优势明显；保险粉价格上涨到约1万/吨，考虑到成本约6000/吨，此价格下年化业绩约1.5亿。预计未来化工原料业务可贡献年净利润约2亿-3亿。

◆ 染料价格上涨超预期，公司全产业链优势凸显，上调至“强烈推荐”评级：

供给侧改革稳步推进，染料行业格局持续改善，景气延续；作为国内大型染料企业之一，公司染料产业体系已形成了从热电、蒸汽、氯气、烧碱，到中间体、滤饼、染料等完善的产业链；保险粉等其他化工原料业务盈利稳定；我们预计公司17-19年EPS由1.18、1.72、2.07元上调至1.23、1.90和2.27元，当前股价对应17-19年PE分别为18、11和9倍，上调至“强烈推荐”评级。

◆ 风险提示：染料价格大幅下降；公司自身安全环保控制能力低于预期

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	5,936	7,213	7,937
增长率(%)	-15.4	-3.7	36.4	21.5	10.0
净利润(百万元)	733.8	660	942	1,455	1,741
增长率(%)	-43.0	-10.0	42.7	54.4	19.7
毛利率(%)	32.3	31.9	32.4	36.0	38.0
净利率(%)	16.2	15.2	15.9	20.2	21.9
ROE(%)	12.1	10.3	13.3	17.7	18.1
EPS(摊薄/元)	0.96	0.86	1.23	1.90	2.27
P/E(倍)	22.40	24.9	17.5	11.3	9.4
P/B(倍)	2.74	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

强烈推荐（调高评级）

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 2018.02.05

收盘价(元) :	22.33
总股本(亿股) :	7.67
总市值(亿元) :	171.27
近3月换手率 :	143.01%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.57	26.26	23.37
绝对	9.84	33.31	50.41

相关研报

下游需求复苏，染料景气上行助推业绩增长

2017-12-18

投资要件

关键假设

1. 17-19 年分散染料含税价格为 2.8、4.0、4.5 万/吨，活性染料为 2.6、2.8、3.2 万/吨；
2. 考虑原材料价格上涨，未来分散染料成本上升 10%，活性染料成本上升 5%；
3. 公司保险粉、烧碱等其他化工原料业务盈利稳定；

我们区别于市场的观点

1. 环保督查进入制度化、常态化新形势，我们注意到在染料传统销售淡季价格也出现了上涨，结合近年来环保力度不断加大以及下游行业复苏，我们认为染料行业格局已出现持续性改善，预计未来染料价格将保持上行。
2. 市场担心染料中间体价格上涨削减公司盈利，我们认为染料及中间体价格上涨主要受环保趋严带来的供给变化影响，分散染料主要污染集中在染料合成工艺，活性染料污染主要来源于中间体的制备，而公司活性染料已配套有中间体，整体受中间体价格上涨影响不大。

股价上涨的催化因素

染料价格进一步上涨

估值和目标价格

供给侧改革稳步推进，染料行业格局持续改善，景气延续；作为国内大型染料企业之一，公司染料产业体系已形成了从热电、蒸汽、氯气、烧碱，到中间体、滤饼、染料等完善的产业链；保险粉等其他化工原料业务盈利稳定；我们预计公司 17-19 年 EPS 由 1.18、1.72、2.07 元上调至 1.23、1.90 和 2.27 元，当前股价对应 17-19 年 PE 分别为 18、11 和 9 倍，上调至“强烈推荐”评级。

投资风险

染料价格大幅下降；公司自身安全环保控制能力低于预期

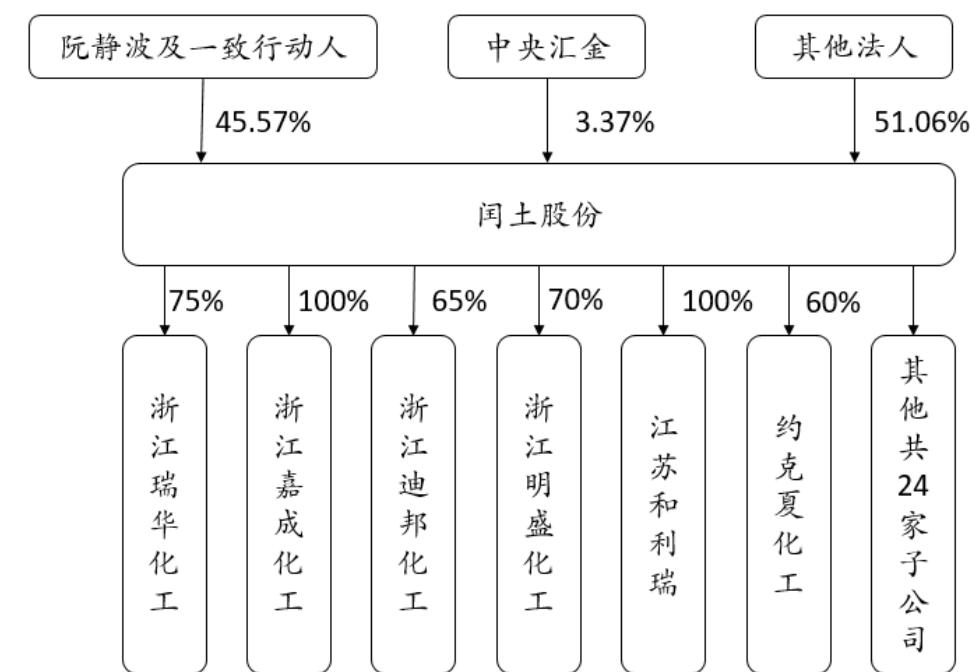
目 录

1、 全产业链布局的染料行业龙头之一.....	4
2、 染料行业集中度高，产品价格上涨空间大.....	5
3、 环保高压延续，供需改善带来行业景气	6
3.1、 下游行业回暖，需求稳步增长	6
3.2、 环保高压常态化，行业集中度进一步提升	7
4、 公司规模优势凸显，业绩弹性大	10
5、 盈利预测	10
6、 风险提示	11
： 财务预测摘要	12
图表目录	13

1、全产业链布局的染料行业龙头之一

公司是目前国内染料企业龙头之一，拥有分散染料产能 11 万吨，活性染料产能 6 万吨，其他染料产能 1 万吨，并配套有活性染料关键中间体 H 酸产能 2 万吨（其中 1 万吨处于技改中），对位脂 2 万吨，具有全产业链一体化优势。

图表1：闰土股份股权结构及重要子公司

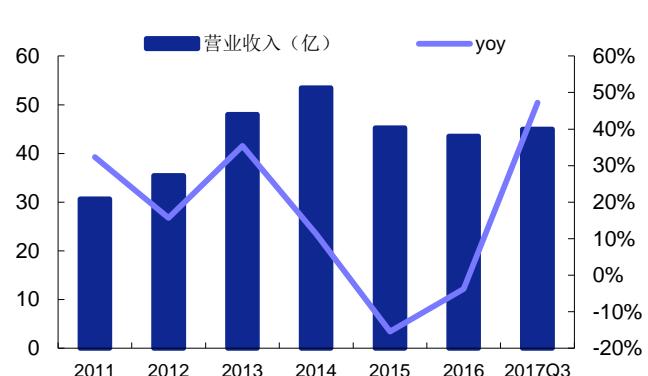


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

近年来随着染料行业集中度不断提升，公司产能、营收均有所增长，2015 年受下游需求低迷影响，染料价格大幅下降，公司营收略有下滑。2017 年染料行业回暖，公司业绩大幅上升，前三季度实现净利 6.4 亿，预计全年业绩 8.5-9.5 亿。

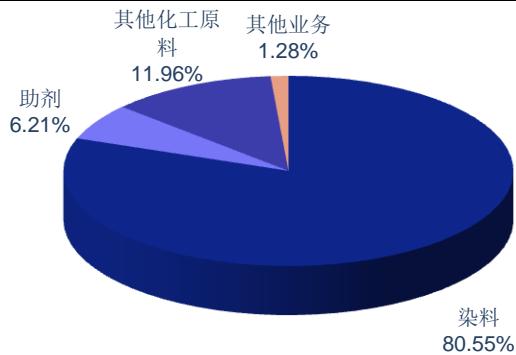
染料是公司主要收入来源，收入占比常年稳定在 80% 左右。2016 年，染料营收占比为 80.55%，其他化工原料业务主要包括 16 万吨烧碱（折百），9 万吨双氧水（27.5%），5 万吨保险粉。双氧水利用烧碱联产物氢气，加上运输限制，公司在当地具有明显地域优势，盈利能力稳定，保险粉目前市场价 1 万元/吨，利润丰厚。

图表2：闰土股份营收变化



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图表3：闰土股份 2016 年主要业务营收占比

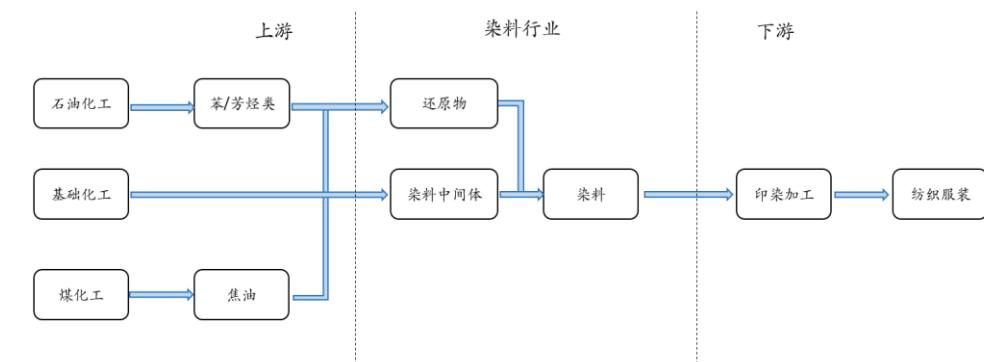


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、染料行业集中度高，产品价格上涨空间大

染料行业上游原材料众多，主要与石油、煤化工相关。一般染料企业对外采购染料中间体再进一步加工，染料中间体成本占总成本的90%以上。主要企业均已不断向上下游延展产业链，基本实现中间体的自给自足，相对于中小企业成本优势明显。

图表4：染料产业链



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

染料直接下游是印染企业，消费终端是纺织服装行业。印染企业有好几千家，非常分散，并且其产能是过剩的，印染企业目前也呈现两极分化的现象，自2015年以来行业一直处于整合过程中。染料成本占印染企业的成本在15%-20%，在服装中所占成本约2%-3%，成本占比低，为染料价格上涨提供了充足的空间。

染料行业本身集中度较高，分散染料CR3超60%，活性染料CR3约50%，对下游议价能力强，能有效转移原材料价格上涨，当供给紧张时，价格将快速上涨。

图表5：染料分类和简介

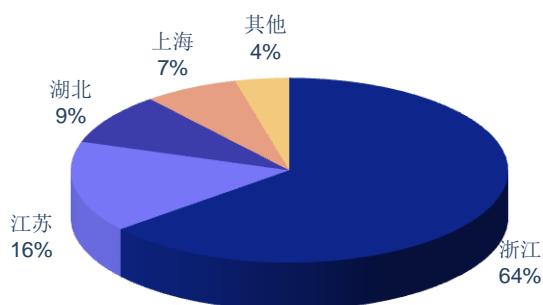
分类	染色原理	用途	性能
分散染料	染色时染料以微小颗粒的稳定分散体对纤维进行染色，故称为分散染料	主要用于各种合成纤维的染色和印花，如涤纶、锦纶、醋酯纤维等	具有较好的疏水性、一定的分散性及耐升华的特点
活性染料	又称为反应性染料。这类染料分子结构中含有活性基团，染色时能够与纤维分子中的羟基、氨基以共价键方式结合而牢固地染着在纤维上	主要用于棉纤维及其纺织品的染色和印花，也可用于麻、羊毛、蚕丝和一部分合成纤维的染色	色谱广、色泽鲜艳、性能优异、适用性强
硫化染料	染色时，硫化染料在硫化碱溶液中被还原为可溶状态，上染纤维后，经过氧化又成不溶状态固着在纤维上	主要用于棉纤维染色，亦可用于棉/维混纺织物。	成本低廉，但色泽不够鲜艳
还原染料	染色时，还原染料在含有还原剂的碱性溶液中被还原成水溶性的隐色体钠盐后上染纤维，再经氧化后重新成为不溶性染料而固着在纤维上	主要用于棉、涤棉混纺织物染色，以及人丝、人丝·人棉交织，真丝绸拔染印花等	色谱较全，色泽鲜艳，皂洗、日晒牢度都比较高，但价格较高
酸性染料	染料分子中含硫磺酸、羟基等酸性基团，在酸性染浴中与蛋白质纤维分子中的氨基以离子键结合，故称为酸性染料	主要用于羊毛、蚕丝、聚酰胺纤维的染色和印花	色谱齐全、价格低廉、操作方便。缺点是水洗、日晒牢度不够理想
直接染料	染料分子中大多含有硫酸基，有的则含有羟基，染料分子与纤维素分子之间以	主要用于针织、丝绸、棉纺、皮革、毛麻的染色，也用于粘胶纤维的染色	

分类	染色原理	用途	性能
	范德华力和氢键相结合		
阳离子染料	染色时能与蚕丝等蛋白质纤维分子中的羟基负离子以盐键形式相结合，故又称为碱性染料或盐基染料	是腈纶纤维染色的专用染料	具有强度高、色光鲜艳、耐光牢度好等优点
其他染料	冰染染料、中性染料、缩聚染料、荧光增白剂		

资料来源：吉华集团招股说明书，新时代证券研究所

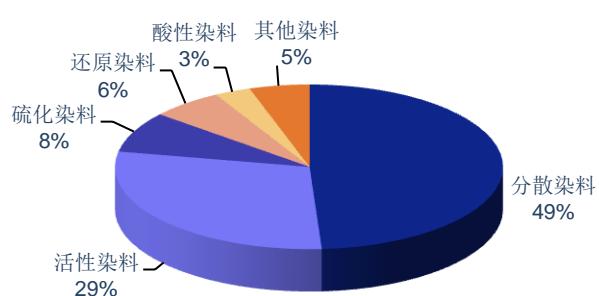
依据化学结构和染色机理不同，染料可分为分散染料、活性染料、硫化染料等多个品种。其中唯一能在聚酯纤维（涤纶）上染色和印花是分散染料，因此，分散染料在我国所有染料品种中产量最高，占比49%。活性染料是系分散染料之外的第二大染料品种，约占我国染料总产量的29%。我国染料行业主要集中在东南沿海，浙江、江苏两省染料产能分别占全国产能64%、16%，其中浙江上虞是我国最重要的染料产地。

图表6：中国染料产能分布



资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

图表7：中国染料消费结构



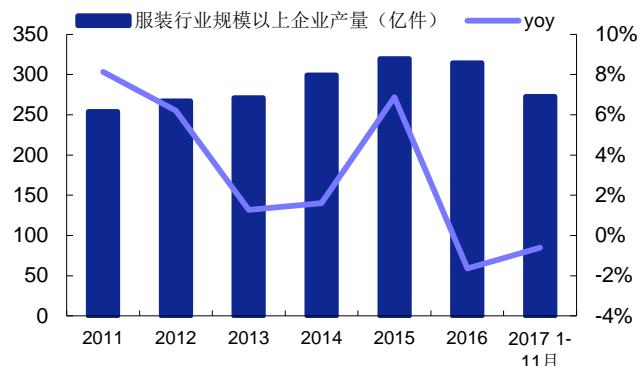
资料来源：中国染料工业协会，新时代证券研究所

3、环保高压延续，供需改善带来行业景气

3.1、下游行业回暖，需求稳步增长

我国服装行业逐步进入成熟期，规模以上企业年产量基本维持约315亿件，需求稳定且刚性较强。印染行业废水污染严重，近年来国家大力整治其中的中小产能，使得我国印染布产量2011-15年连续下滑。随着印染企业环保投入逐步到位，2016年，我国印染布产量重回增长，产量553.7亿平米，同比增长4.47%；**2017年1-11月实现产量491.4%，同增5.63%，全年增长率预计在5%以上。**

下游回暖，染料需求稳步增长。2016年，我国染料总产量为92.8万吨，其中分散染料43.6万吨（占比47%），活性染料25.1万吨（占比27%）。我们预计我国染料产量将保持约3%增速，**2018年分散染料产量将达46.2万吨，活性染料产量达26.6万吨。**

图表8：中国服装行业规模以上企业产量

资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图表9：中国印染布产量

资料来源：国家统计局，中国染料工业协会，新时代证券研究所

图表10：中国分散染料产量

资料来源：中国染料工业协会，新时代证券研究所

图表11：中国活性染料产量

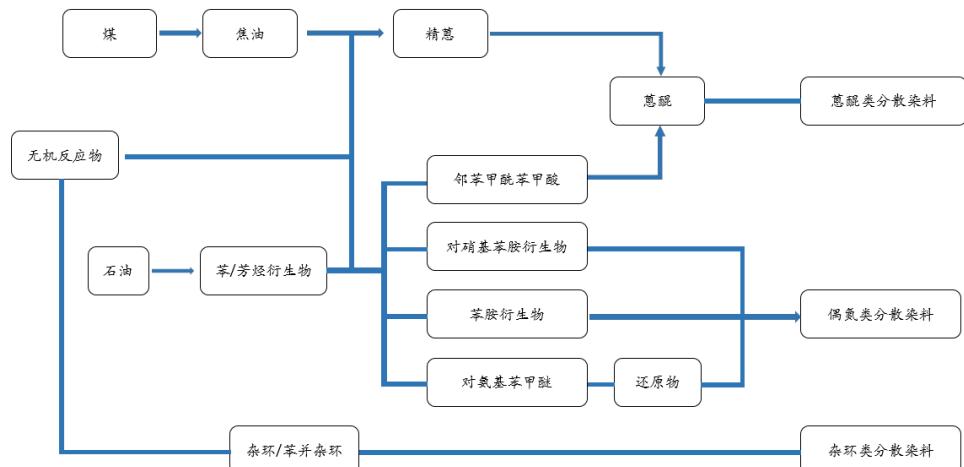
资料来源：中国染料工业协会，新时代证券研究所

3.2、环保高压常态化，行业集中度进一步提升

分散染料可进一步细分为偶氮类、葸醌类和杂环类，目前占比分别为75%、20%、5%。偶氮类分散染料合成路线始于石油化工产品，间苯二胺是其重要的中间体。染料生产企业将间苯二胺、对硝基苯胺等及其衍生物与还原物（2-氨基-4-乙酰氨基苯甲醚）进行反应可以得到目标染料。

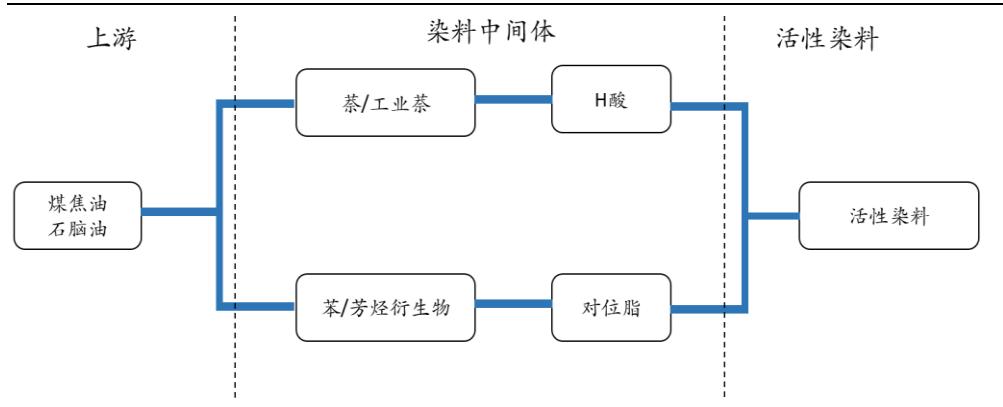
活性染料由染料母体和活性基团两部分组成，染料母体决定染料的颜色及部分染色性能，可以分为葸醌类、萘衍生物类（萘酚、萘胺等）、酞菁类。萘衍生物类母体占比较大，市面常用的H酸、J酸、γ酸都是用于制备氨基羟基萘磺酸类母体的中间体。

图表12：分散染料工艺流程



资料来源：CNKI，新时代证券研究所

图表13：活性染料工艺流程



资料来源：CNKI，新时代证券研究所

染料生产过程中主要有废水废气污染，分散染料污染主要在染料合成工艺，活性染料主要集中于中间体的制备环节。2017年下半年，中央第四批环保督查在浙江展开，环保压力进一步提升，据《上虞日报》报道，截止11月底，上虞地区化工企业已关停转型38家，停产对标改造提升18家，关停退出小涂料企业27家。

自10月20日至12月31日，上虞区环保局开展“铁拳3号”截污行动，针对废水污染，组织对入河、入江、入海排污口排查，严厉打击不正常使用污染治理设施、超标超总量排放、偷排漏排等环境违法行为。长期上，制定《上虞区化工产业改造提升行动方案(2017-2020年)》，关停中小污染企业，推动化工企业入园，打造世界染料产业联盟中心，大型企业将充分收益于供给侧改革。

图表14：近年来因环保停产的部分企业

企业	时间	主要产品
华丽染料	2016年2月因偷排污水全面停产整顿，目前开工率低下	活性染料7万吨及中间体
九江之江	2016年6月超因标排放，被处以行政处罚，责任人被行政拘留	分散染料中间体
九江常宇	2016年6月因超标排放，停产	分散染料中间体
浙江亿得化工	2017年7月1日停产，目前仍在停产整顿中	6万吨分散染料 5万吨活性染料

企业	时间	主要产品
浙江双冠染料	环保督查通报部分停产，要求达标后再完全复产	分散染料
绍兴联发	2017 年 8 月因环保被关停	分散染料 5000 吨

资料来源：环保局通报，新时代证券研究所

自 2018 年 1 月 1 日起，我国开始实行环保税，并废除排放费，标志我国环保督查逐步进入常态化、制度化的新形势。我国染料行业主要集中在浙江、江苏两省，依据国家规定，江苏制定了较高的税额标准，同时目前对已入工业园区的企业暂免征收，有利于浙江省工业园区内的大型龙头企业。

图表15： 江苏浙江环保税税额标准

项目	江苏标准	浙江标准
大气污染	南京市为每污染当量 8.4 元，无锡市、常州市、苏州市、镇江市为每污染当量 6 元，徐州市、南通市、连云港市、淮安市、盐城市、扬州市、泰州市、宿迁市为每污染当量 4.8 元	大气污染物(除四类重金属污染物项目)适用税额为每污染当量 1.2 元
水污染	南京市为每污染当量 8.4 元，无锡市、常州市、苏州市、镇江市为每污染当量 7 元，徐州市、南通市、连云港市、淮安市、盐城市、扬州市、泰州市、宿迁市为每污染当量 5.6 元	水污染物(除五类重金属污染物项目)适用税额为每污染当量 1.4 元
减免标准	下列情形，暂予免征环境保护税： (一)农业生产（不包括规模化养殖）排放应税污染物的； (二)机动车、铁路机车、非道路移动机械、船舶和航空器等流动污染源排放应税污染物的； (三)依法设立的城乡污水集中处理、生活垃圾集中处理场所排放相应应税污染物，不超过国家和地方规定的排放标准的； (四)纳税人综合利用的固体废物，符合国家和地方环境保护标准的； (五)国务院批准免税的其他情形。 排放应税大气污染物或者水污染物的浓度值低于国家和地方规定的污染物排放标准百分之三十的，减按百分之七十五征收环境保护税。纳税人排放应税大气污染物或者水污染物的浓度值低于国家和地方规定的污染物排放标准百分之五十的，减按百分之五十征收环境保护税。	

资料来源：江苏省税务局，浙江省税务局，新时代证券研究所

分散染料行业本身集中度较高，主要企业议价能力强，产品毛利率稳定在 35% 以上，按 2018 年预计产量 46.2 万吨计算，行业开工率将保持在 85% 以上，考虑企业存在检修的情况，供需紧平衡，未来价格将保持上行。活性染料行业集中度有待提高，受环保影响加之中间体涨价，不具备中间体自给能力的中小企业成本高企，未来将逐步被淘汰，整个染料行业将持续景气。

图表16：中国分散染料主要生产企业

企业	产能（万吨）	备注
浙江龙盛	14	
闰土股份	11	
浙江吉华	7	
浙江亿得	6	17年7月起停产改造
安诺其	3.7	
亚邦股份	3.5	
其他企业	8	
总计	53.2	

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

图表17：中国活性染料主要生产企业

企业	产能（万吨）	备注
江苏锦鸡	8	
浙江龙盛	7	
华丽染料	7	16年2月因偷排废水被关停，目前开工率低下
闰土股份	6	
浙江亿得	5	17年7月起停产改造
海翔药业	4.2	
浙江吉华	1.5	
其他企业	5.8	
总计	44.5	

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

4、公司规模优势凸显，业绩弹性大

目前公司染料产业体系已形成了从热电、蒸汽、氯气、烧碱，到中间体、滤饼、染料等完善的产业链，这在国内染料企业中独树一帜。目前分散染料含税报价已达4万/吨，主流成交价为3.8-4.0万/吨，目前公司分散染料含税成本约2.2万/吨，公司11万吨分散染料产能将贡献毛利15.61亿，未来价格每上涨1000元/吨，公司净利润增长7991万。活性染料目前含税价格3万/吨，未来每上涨1000元/吨，公司业绩增厚4359万。

图表18：闰土股份分散染料业绩弹性

含税价格（万/吨）	3.80	4.00	4.20	4.40	4.60	4.80	5.00
分散染料营收（亿）	35.73	37.61	39.49	41.37	43.25	45.13	47.01
分散染料毛利（亿）	13.73	15.61	17.49	19.37	21.25	23.13	25.01

资料来源：新时代证券研究所，按分散染料产量11万吨计算

图表19：闰土股份活性染料业绩弹性

含税价格上涨	1000	2000	3000	4000	5000	6000
公司净利增厚（亿）	0.44	0.87	1.31	1.74	2.18	2.62

资料来源：新时代证券研究所，按活性染料产量6万吨计算

5、盈利预测

图表20：闰土股份盈利预测

分板块	2016A	2017E	2018E	2019E
染料	分散染料产量（万吨）	10.00	11.00	11.00
	分散染料价格（万/吨）	2.40	2.80	4.00
	分散染料营收（亿）	20.51	26.32	37.61
	分散染料成本（亿）	13.33	16.83	22.00
	活性染料产量（万吨）	4.00	6.00	6.00
	活性染料价格（万/吨）	2.50	2.60	2.80
	活性染料营收（亿）	8.55	13.33	14.36
				16.41

分板块		2016A	2017E	2018E	2019E
	活性染料成本(亿)	6.50	10.23	10.74	11.28
	其他染料营收(亿)	6.00	7.21	7.21	7.21
	其他染料成本(亿)	3.59	4.31	4.31	4.31
助剂	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
	销售毛利(亿)	1.00	1.00	1.00	1.00
	毛利率	0.37	0.37	0.37	0.37
其他化工原料	营业收入(亿)	5.21	9.24	9.70	10.19
	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	0.23	0.29	0.29	0.29
其他业务	营业收入(亿)	0.56	0.56	0.56	0.56
	营业成本(亿)	0.50	0.50	0.50	0.50
	销售毛利(亿)	0.06	0.06	0.06	0.06
	毛利率	0.11	0.11	0.11	0.11
合计	营业收入(亿)	43.53	59.36	72.13	79.37
	营业成本(亿)	29.66	40.13	46.14	49.22

资料来源：新时代证券研究所

供给侧改革稳步推进，染料行业格局持续改善，景气延续；作为国内大型染料企业之一，公司染料产业体系已形成了从热电、蒸汽、氯气、烧碱，到中间体、滤饼、染料等完善的产业链；保险粉等其他化工原料业务盈利稳定；我们预计公司17-19年EPS由1.18、1.72、2.07元上调至1.23、1.90和2.27元，当前股价对应17-19年PE分别为18、11和9倍，上调至“强烈推荐”评级。

6、风险提示

染料价格大幅下降；公司自身安全环保控制能力低于预期

：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	4898	5888	7294	营业收入	4522	4353	5936	7213	7937
现金	275	736	726	723	1552	营业成本	3059	2965	4013	4614	4922
应收账款	1040	971	1008	1397	1778	营业税金及附加	22	36	39	54	56
其他应收款	38	17	58	33	67	营业费用	115	119	172	195	214
预付账款	38	31	63	51	75	管理费用	451	462	511	563	595
存货	1168	1250	1518	1930	2007	财务费用	24	-7	23	10	25
其他流动资产	1512	1243	1525	1754	1814	资产减值损失	51	-22	30	20	9
非流动资产	3519	3591	3955	4345	4507	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	3001	3306	3444	营业利润	823	809	1149	1769	2123
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	516	556	533	营业外支出	16	17	17	17	17
资产总计	7590	7839	8852	10234	11801	利润总额	879	805	1144	1765	2118
流动负债	1390	1316	1540	1786	1939	所得税	129	136	187	288	350
短期借款	237	99	168	133	151	净利润	750	669	957	1477	1768
应付账款	712	654	683	936	1033	少数股东损益	16	9	15	22	27
其他流动负债	440	563	689	717	755	归属母公司净利润	734	660	942	1455	1741
非流动负债	21	25	125	100	75	EBITDA	1145	1092	1404	2075	2464
长期借款	0	0	100	75	50	EPS (元)	0.96	0.86	1.23	1.90	2.27
其他非流动负债	21	25	25	25	25						
负债合计	1411	1341	1665	1886	2014	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	186	172	187	209	236	成长能力					
股本	767	767	767	767	767	营业收入(%)	(15.4)	-3.7	36.4	21.5	10.0
资本公积	1537	1522	1522	1522	1522	营业利润(%)	(49.9)	-1.6	41.9	54.0	20.0
留存收益	3689	4043	4646	5561	6633	归属于母公司净利润(%)	(43.0)	-10.0	42.7	54.4	19.7
归属母公司股东权益	5993	6327	7000	8138	9551	获利能力					
负债和股东权益	7590	7839	8852	10234	11801	毛利率(%)	32.3	31.9	32.4	36.0	38.0
						净利率(%)	16.2	15.2	15.9	20.2	21.9
现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	12.1	10.3	13.3	17.7	18.1
经营活动现金流	1263	1247	717	1076	1706	ROIC(%)	12.1	10.2	13.0	17.6	17.9
净利润	750	669	957	1477	1768	偿债能力					
折旧摊销	258	297	266	314	361	资产负债率(%)	18.6	17.1	18.8	18.4	17.1
财务费用	24	-7	23	10	25	净负债比率(%)	-0.6	(9.8)	(6.0)	(5.9)	-13.6
投资损失	-23	-11	-1	-11	-8	流动比率	2.9	3.2	3.2	3.3	3.8
营运资金变动	234	347	-529	-714	-441	速动比率	2.1	2.3	2.2	2.2	2.7
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	-629	-693	-515	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7
资本支出	589	433	336	354	127	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	6.0	5.7	5.0
其他投资现金流	-172	-12	-320	-372	-422	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	-607	-364	-97	-386	-361	每股收益(最新摊薄)	0.96	0.86	1.23	1.90	2.27
短期借款	-58	-139	69	-35	17	每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	1.69	0.93	1.40	2.22
长期借款	0	0	100	-25	(25)	每股净资产(最新摊薄)	7.81	8.25	9.13	10.61	12.45
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	22.40	24.90	17.45	11.30	9.44
其他筹资现金流	-523	-210	-267	-327	-354	P/B	2.74	2.60	2.35	2.02	1.72
现金净增加额	-5	473	-10	-4	829	EV/EBITDA	14.50	14.6	11.5	7.8	6.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 闰土股份股权结构及重要子公司	4
图表 2: 闰土股份营收变化	4
图表 3: 闰土股份 2016 年主要业务营收占比	4
图表 4: 染料产业链	5
图表 5: 染料分类和简介	5
图表 6: 中国染料产能分布	6
图表 7: 中国染料消费结构	6
图表 8: 中国服装行业规模以上企业产量	7
图表 9: 中国印染布产量	7
图表 10: 中国分散染料产量	7
图表 11: 中国活性染料产量	7
图表 12: 分散染料工艺流程	8
图表 13: 活性染料工艺流程	8
图表 14: 近年来因环保停产的部分企业	8
图表 15: 江苏浙江环保税税额标准	9
图表 16: 中国分散染料主要生产企业	10
图表 17: 中国活性染料主要生产企业	10
图表 18: 闰土股份分散染料业绩弹性	10
图表 19: 闰土股份活性染料业绩弹性	10
图表 20: 闰土股份盈利预测	10

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/>