

中报业绩略超业绩指引上限，全年维持高增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年中报, 上半年实现营业收入 34.1 亿元, 同比增长 16.3%, 营业利润 8.6 亿元, 同比增长 73.4%, 归母净利润 7.1 亿元, 同比增长 75.7%, 公司业绩略超之前业绩预告披露的 5.5 亿元-7 亿元的区间。第二季度, 公司实现营业收入 18.1 亿元, 同比增长 22.78%, 归母净利润 4.0 亿元, 同比增长 65.21%。另外, 公司预计今年前三季度归母净利润 10.1-11.1 亿元, 同比增长 57.1%-72.7%。
- **产品涨价推动公司业绩上涨, 三家子公司停产。** 18 年上半年, 国内环保延续 17 年的严厉趋势, 沿海化工园区环保整治行动、长江沿岸环保整治行动、环保督察组的环保督查“回头看”工作持续推进。受到国家环保政策的影响, 部分染料及中间体生产企业停产限产, 导致相关中间体供给紧张, 其价格也快速上涨, 染料产品价格也同比大幅上涨。公司对原材料采购和库存管理工作进行了科学合理的安排, 保证了公司的正常生产。从已经披露业绩的同行公司盈利情况来看, 公司上半年染料毛利率 40.8%, 提升 9.4 个百分点, 助剂毛利率 32.6%, 提升 2.7 个百分点, 而安诺其分散、活性染料毛利率分别为 27.8%、26.1%, 同比提升 4.3、9.2 个百分点, 公司表现较好。17 年 5 月, 有关媒体报道了连云港灌南县和灌云县化工园区的环境污染问题, 公司子公司江苏远征、江苏明盛、江苏和利瑞均位于灌云县临港产业园区内, 江苏远征主要从事染料及化工中间体生产, 江苏明盛主要从事 H 酸和对位酯中间体生产, 江苏和利瑞主要从事染料及化工中间体生产, 三家子公司 2017 年归母净利润占公司 2017 年度净利润比例约为 12.56%, 5 月开始, 三家子公司临时停产, 并根据国家相关环保法规及处理标准和要求, 并结合政府相关部门的整改意见, 积极采取有效措施, 对存在的问题逐一进行整改, 三家子公司目前复产申请报告已经递交灌云县人民政府, 并积极与政府部门沟通, 争取早日恢复生产。今年上半年, 江苏远征净利润 77.4 万元, 江苏明盛净利润-4563.7 万元, 江苏和利瑞净利润-2361.4 万元, 对公司业绩有一定影响, 后续若三家子公司复产, 公司业绩有望提升。
- **助剂业务受益于供给收缩, 盈利能力较好。** 公司助剂业务的主要产品是保险粉, 公司具有保险粉产能 5 万吨。自从行业内产能第一的中成化工 2017 年停产以来, 保险粉行业经历了“去库存-需求持续-供给紧张”的过程, 保险粉价格从 5000 元/吨左右上涨至最高时候的 10000 元/吨左右。公司受益于保险粉的涨价, 助剂业务盈利能力处于较好水平, 上半年毛利率 32.6%, 和 2017 年的 32.5% 水平基本持平, 收入略低于我们之前的预期。
- **盈利预测与评级。** 考虑到子公司停产和助剂价格的变化, 调整盈利预测, 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.27 元、1.38 元、1.50 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 下游需求或降低, 宏观经济及产业政策变化的风险, 环保的风险, 子公司复产不及预期的风险。

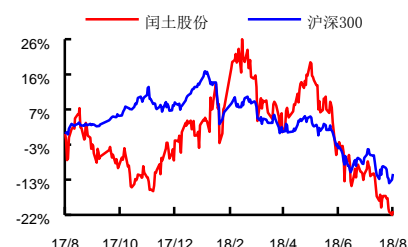
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6056.98	6848.58	7279.28	7738.53
增长率	39.15%	13.07%	6.29%	6.31%
归属母公司净利润(百万元)	934.85	1460.88	1582.82	1723.92
增长率	41.62%	56.27%	8.35%	8.91%
每股收益 EPS(元)	0.81	1.27	1.38	1.50
净资产收益率 ROE	13.04%	17.31%	16.26%	15.47%
PE	12	8	7	7
PB	1.65	1.40	1.21	1.05

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.50
流通 A 股(亿股)	9.24
52 周内股价区间(元)	9.91-24.75
总市值(亿元)	115.63
总资产(亿元)	94.11
每股净资产(元)	6.40

相关研究

1. 闰土股份(002440): 业绩符合预期, 2018 年有望持续高增长 (2018-03-30)
2. 闰土股份(002440): 三季度量价齐升, 全年业绩指引符合预期 (2017-10-25)

关键假设：

假设 1：预计 2018-2020 年染料销量年均均为 16 万吨；

假设 2：预计 2018-2020 年助剂的不含税价格为 0.65 万元/吨、0.68 万元/吨、0.7 万元/吨，年均销量为 5 万吨；

假设 3：其他化工品业务中，预计 2018-2020 年离子膜烧碱年均销量为 40 万吨，双氧水销量年均均为 9 万吨，氯化苯销量年均均为 2.4 万吨，混硝基氯苯销量年均均为 3 万吨。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	6057.0	6848.6	7279.3	7738.5
	增速	39.1%	13.1%	6.3%	6.3%
	成本	4102.8	4129.6	4368.8	4634.1
	毛利率	32.3%	39.7%	40.0%	40.1%
染料	收入	4,713.24	5457.93	5839.99	6248.79
	增速	34.4%	15.8%	7.0%	7.0%
	成本	3,107.93	3220.18	3445.59	3686.78
	毛利率	34.1%	41.0%	41.0%	41.0%
助剂	收入	329.71	346.20	363.51	381.68
	增速	22.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	222.54	231.95	243.55	255.73
	毛利率	32.5%	33.00%	33.00%	33.00%
其他化工品	收入	1014.03	1044.45	1075.79	1108.06
	增速	75.9%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本	772.33	677.44	679.65	691.63
	毛利率	23.8%	35.1%	36.8%	37.6%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6056.98	6848.58	7279.28	7738.53	净利润	943.21	1473.94	1596.97	1739.34
营业成本	4102.80	4129.57	4368.79	4634.14	折旧与摊销	341.80	365.79	394.10	414.45
营业税金及附加	61.47	59.33	66.29	53.40	财务费用	36.21	20.56	19.11	14.77
销售费用	167.02	171.21	174.70	177.99	资产减值损失	12.04	20.00	20.00	20.00
管理费用	540.03	671.16	706.09	742.90	经营营运资本变动	-798.68	-315.23	-218.35	-232.38
财务费用	36.21	20.56	19.11	14.77	其他	72.13	-13.53	-32.89	-14.63
资产减值损失	12.04	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	606.71	1551.53	1778.93	1941.55
投资收益	0.92	0.00	0.00	0.00	资本支出	-425.44	-400.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-226.32	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-651.77	-400.00	-300.00	-300.00
营业利润	1139.20	1776.75	1924.31	2095.34	短期借款	-40.56	142.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.64	-3.05	-2.56	-2.27	长期借款	300.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1141.84	1773.70	1921.75	2093.07	股权融资	0.76	0.00	0.00	0.00
所得税	198.63	299.76	324.78	353.73	支付股利	-268.45	-186.97	-292.18	-316.56
净利润	943.21	1473.94	1596.97	1739.34	其他	-271.02	-26.03	-19.11	-14.77
少数股东损益	8.36	13.06	14.15	15.42	筹资活动现金流净额	-279.27	-71.00	-311.28	-331.33
归属母公司股东净利润	934.85	1460.88	1582.82	1723.92	现金流量净额	-339.32	1080.53	1167.65	1310.21
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	448.27	1528.79	2696.44	4006.66	成长能力				
应收和预付款项	2922.98	3396.46	3589.46	3805.59	销售收入增长率	39.15%	13.07%	6.29%	6.31%
存货	1344.39	1346.74	1438.51	1520.64	营业利润增长率	40.75%	55.96%	8.30%	8.89%
其他流动资产	167.47	189.36	201.27	213.97	净利润增长率	40.99%	56.27%	8.35%	8.91%
长期股权投资	121.07	121.07	121.07	121.07	EBITDA 增长率	37.89%	42.57%	8.06%	8.00%
投资性房地产	7.03	7.03	7.03	7.03	获利能力				
固定资产和在建工程	3364.69	3415.93	3338.86	3241.43	毛利率	32.26%	39.70%	39.98%	40.12%
无形资产和开发支出	405.49	395.58	385.67	375.76	三费率	12.27%	12.60%	12.36%	12.09%
其他非流动资产	197.63	190.52	183.40	176.28	净利率	15.57%	21.52%	21.94%	22.48%
资产总计	8979.02	10591.49	11961.71	13468.43	ROE	13.04%	17.31%	16.26%	15.47%
短期借款	58.00	200.00	200.00	200.00	ROA	10.50%	13.92%	13.35%	12.91%
应付和预收款项	1227.21	1415.29	1472.70	1547.76	ROIC	14.35%	19.37%	20.14%	21.40%
长期借款	300.00	300.00	300.00	300.00	EBITDA/销售收入	25.05%	31.58%	32.11%	32.62%
其他负债	159.95	160.84	168.85	177.74	营运能力				
负债合计	1745.16	2076.13	2141.56	2225.50	总资产周转率	0.72	0.70	0.65	0.61
股本	767.00	1150.50	1150.50	1150.50	固定资产周转率	2.03	2.06	2.16	2.35
资本公积	1522.95	1139.45	1139.45	1139.45	应收账款周转率	5.67	5.28	4.97	5.02
留存收益	4709.06	5982.97	7273.62	8680.97	存货周转率	3.14	3.04	3.12	3.12
归属母公司股东权益	7004.48	8272.92	9563.56	10970.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	42.54%	—	—	—
少数股东权益	229.38	242.44	256.60	272.01	资本结构				
股东权益合计	7233.86	8515.36	9820.16	11242.93	资产负债率	19.44%	19.60%	17.90%	16.52%
负债和股东权益合计	8979.02	10591.49	11961.71	13468.43	带息债务/总负债	20.51%	24.08%	23.35%	22.47%
					流动比率	3.43	3.68	4.36	5.02
					速动比率	2.49	2.92	3.57	4.22
					股利支付率	28.72%	12.80%	18.46%	18.36%
					每股指标				
					每股收益	0.81	1.27	1.38	1.50
					每股净资产	6.09	7.19	8.31	9.54
					每股经营现金	0.53	1.35	1.55	1.69
					每股股利	0.23	0.16	0.25	0.28
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1517.21	2163.09	2337.51	2524.56					
PE	12.37	7.91	7.31	6.71					
PB	1.65	1.40	1.21	1.05					
PS	1.91	1.69	1.59	1.49					
EV/EBITDA	4.92	4.80	3.94	3.13					
股息率	2.32%	1.62%	2.53%	2.74%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn