

投资评级：买入(维持)

闰土股份(002440)

业绩符合预期，行业有望回暖

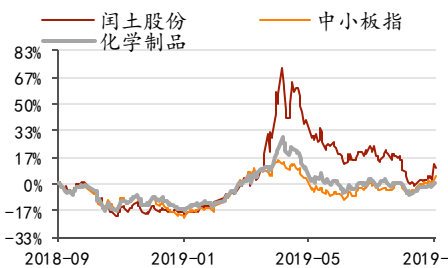
市场数据 2019-09-03

收盘价(元)	11.57
一年内最低/最高(元)	8.44/18.95
市盈率	11.2
市净率	1.72

基础数据

净资产收益率(%)	17.61
资产负债率(%)	18.5
总股本(亿股)	11.51

最近12月股价走势



联系信息

虞小波	分析师
SAC 证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
张兴宇	分析师
SAC 证书编号: S0160518120001	
zhangxingyu@ctsec.com	
赵新裕	联系人
zhaoxy@ctsec.com	021-68592339

相关报告

- 1 《闰土股份(002440):需求偏淡叠加子公司停产, Q3 单季度业绩环比下滑》 2018-10-22
- 2 《闰土股份(002440):17 年业绩符合预期, 关注染料价格上涨》 2018-04-27
- 3 《闰土股份(002440):全产业链一体化的国内染料龙头》 2018-02-24

公司发布 2019 半年报, 业绩符合预期: 2019 上半年实现营业收入 32.7 亿 (-4.2%), 归母净利润 8.3 亿 (+17.2%), 扣非归母净利润 6.3 亿 (-9.9%)。其中, Q2 单季度归母净利润 5.7 亿 (同比+42.0%, 环比+117.7%), 业绩环比大幅增长主要原因是: 1) 响水“3·21”事故引发二季度分散染料价格上涨; 2) 6 月底根据上虞经济技术开发区化工行业龙头企业政策, 公司收到政府补助 2.2 亿 (计入非经常性损益)。此外, 染料涨价致 Q2 单季度综合毛利率环比增 14.7 pct 至 45.8%。

染料需求只会迟到不会消失, 静待行业旺季: 目前由于需求淡季叠加贸易战情绪影响, 染料价格高位回落, 根据卓创资讯, 截至 2019.9.3, 分散黑含税均价 3.75 万/吨 (较 5 月高点下滑 16.7%)。但总体看, 在国内常态化环保及安全整治背景下, 染料行业集中度有望进一步提高, 价格下跌空间有限。同时, 我们认为当前染料需求只会迟到不会消失, 看好旺季来临提振染料价格。

活性染料搬迁项目稳步推进, 产品竞争力有望提升: 根据公司公告, 子公司瑞华化工年产 10 万吨高档活性染料 (原粉) (首期 8 万吨) 整体搬迁项目稳步推进, 已于 2019 年 6 月开始试生产, 经过调试运行, 目前产量已达 60% 的设计产能。根据项目环评, 瑞华化工产品方案基本框架未发生变化, 其对具体各染料品种产能按照性能优劣和市场需求进行了结构调整优化, 加强市场竞争力。该项目完成后公司活性染料产能提升至 8 万吨, 另有分散染料 11 万吨和其他染料近 2 万吨, 合计总产能近 21 万吨。

深耕“后向一体化战略”, 公司具备成本优势: 公司一直实施“后向一体化”发展策略, 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, 成本优势显著。

盈利预测与评级: 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.35/1.43/1.57 元, 对应 PE 在 8.5/8.1/7.4 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 产品及原材料价格波动风险, 产能释放进度不及预期, 环保及安全生产风险

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	6,057	6,464	6,768	7,573	8,194
增长率	39.1%	6.7%	4.7%	11.9%	8.2%
归属母公司股东净利润(百万)	935	1,313	1,558	1,647	1,802
增长率	41.6%	40.5%	18.7%	5.7%	9.4%
每股收益(元)	0.81	1.14	1.35	1.43	1.57
市盈率(倍)	14.2	10.1	8.5	8.1	7.4

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,057	6,464	6,768	7,573	8,194	成长性					
减: 营业成本	4,103	3,961	4,088	4,491	4,835	营业收入增长率	39.1%	6.7%	4.7%	11.9%	8.2%
营业税费	61	73	68	76	82	营业利润增长率	40.7%	30.7%	15.2%	16.3%	9.6%
销售费用	167	174	162	182	197	净利润增长率	41.6%	40.5%	18.7%	5.7%	9.4%
管理费用	540	493	711	795	860	EBITDA 增长率	37.7%	38.5%	0.9%	15.5%	9.6%
财务费用	36	16	7	16	13	EBIT 增长率	46.3%	47.6%	-0.6%	16.8%	9.3%
资产减值损失	12	36	21	22	26	NOPLAT 增长率	45.5%	26.5%	14.5%	16.8%	9.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.2%	10.3%	-9.2%	18.2%	-8.2%
投资和汇兑收益	1	6	5	5	5	净资产增长率	11.3%	13.5%	10.7%	10.3%	10.3%
营业利润	1,139	1,489	1,716	1,996	2,187	利润率					
加: 营业外净收支	3	79	210	40	40	毛利率	32.3%	38.7%	39.6%	40.7%	41.0%
利润总额	1,142	1,568	1,926	2,036	2,227	营业利润率	18.8%	23.0%	25.4%	26.4%	26.7%
减: 所得税	199	288	353	374	409	净利润率	15.4%	20.3%	23.0%	21.8%	22.0%
净利润	935	1,313	1,558	1,647	1,802	EBITDA/营业收入	24.8%	32.2%	31.0%	32.0%	32.4%
						EBIT/营业收入	19.4%	26.8%	25.5%	26.6%	26.8%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	448	643	2,281	1,985	3,156	固定资产周转天数	178	179	167	143	128
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	159	178	163	164	165
应收帐款	1,194	1,117	1,346	1,431	1,596	流动资产周转天数	271	288	322	344	357
应收票据	1,645	1,856	1,152	2,256	1,477	应收帐款周转天数	65	64	66	66	67
预付帐款	84	26	87	39	98	存货周转天数	77	80	80	79	80
存货	1,344	1,529	1,491	1,852	1,774	总资产周转天数	500	530	562	554	561
其他流动资产	167	283	283	284	285	投资资本周转天数	375	406	389	361	346
可供出售金融资产	1	13	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	13.3%	16.5%	17.6%	16.9%	16.7%
长期股权投资	121	116	126	136	146	ROA	10.5%	12.7%	14.2%	13.6%	13.7%
投资性房地产	7	70	70	70	70	ROIC	17.1%	17.7%	18.4%	23.6%	21.9%
固定资产	3,230	3,211	3,056	2,953	2,894	费用率					
在建工程	134	641	497	437	390	销售费用率	2.8%	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%
无形资产	357	355	488	617	741	管理费用率	8.9%	7.6%	10.5%	10.5%	10.5%
其他非流动资产	245	212	195	158	683	财务费用率	0.6%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
资产总额	8,979	10,071	11,072	12,219	13,310	三费/营业收入	12.3%	10.6%	13.0%	13.1%	13.1%
短期债务	58	60	100	100	100	偿债能力					
应付帐款	831	875	930	1,091	1,125	资产负债率	19.4%	18.5%	17.9%	17.9%	16.9%
应付票据	240	248	256	305	304	负债权益比	24.1%	22.6%	21.8%	21.8%	20.4%
其他流动负债	294	648	374	370	397	流动比率	3.43	2.98	4.00	4.21	4.35
长期借款	300	-	300	300	300	速动比率	2.49	2.14	3.10	3.21	3.43
其他非流动负债	23	28	23	24	25	利息保障倍数	32.44	111.80	232.52	122.57	173.99
负债总额	1,745	1,860	1,983	2,190	2,252	分红指标					
少数股东权益	229	245	259	274	290	DPS(元)	0.30	0.50	0.59	0.63	0.69
股本	767	1,151	1,151	1,151	1,151	分红比率	36.9%	43.8%	43.8%	43.8%	43.8%
留存收益	6,232	6,816	7,679	8,605	9,617	股息收益率	2.6%	4.3%	5.1%	5.4%	5.9%
股东权益	7,234	8,211	9,089	10,029	11,058	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.81	1.14	1.35	1.43	1.57
净利润	943	1,280	1,558	1,647	1,802	BVPS(元)	6.09	6.92	7.67	8.48	9.36
加: 折旧和摊销	342	371	374	411	457	PE(X)	14.2	10.1	8.5	8.1	7.4
资产减值准备	12	36	21	22	26	PB(X)	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-203.3	22.2	5.8	34.6	5.4
财务费用	34	11	7	16	13	P/S	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
投资收益	-1	-6	-5	-5	-5	EV/EBITDA	5.9	6.3	5.5	4.9	3.8
少数股东损益	8	-33	14	15	16	CAGR(%)	20.8%	12.4%	33.0%	20.8%	12.4%
营运资金的变动	-641	-471	542	-1,269	159	PEG	0.7	0.8	0.3	0.4	0.6
经营活动产生现金流量	607	1,226	2,512	838	2,468	ROIC/WACC	1.6	1.7	1.8	2.3	2.1
投资活动产生现金流量	-652	-796	-212	-395	-495	REP	0.8	1.0	0.9	0.6	0.6
融资活动产生现金流量	-279	-311	-662	-738	-802						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。