

闰土股份(002440)

点评报告

行业公司研究——化学制品行业——

证券研究报告

维持良好分红记录、成长性继续看后向一体化 ——年报及一季报点评

✍️：范飞 执业证书编号：S1230512030001
 ☎️：021-80106025
 ✉️：fanfei@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件：公告一季报

——公告 2018 年营业收入 64.6 亿元，扣非归母净利润 12.3 亿元，分别同比增长 6.7%和 33.8%；与业绩快报数字基本相当；

——公告 2019 年一季度营业收入 18 亿元，扣非归母净利润 2.64 亿元；同比分别增长 12.9%以及下滑 13.95%；

——分红预案：全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元，对应当前的股息率约 3.1%；

□ 点评：良好分红记录，成长性看后向一体化

——一季报业绩情况看，营业收入增长主要由于染料价格同比去年有所上升；但是净利润下滑，反应的是原材料成本的上升，据我们跟踪的情况看，分散染料的原材料较去年同期有所上升；另外活性染料的主要原材料之一的成本也相对于去年同期有所上升；

——由于一季报主要反应的是响水爆炸前的经营情况，与爆炸后的 2 季度预计不具可比性，主要是产品价格和原材料供应都发生了剧烈变化；

——整体看，公司盈利能力良好，保持了良好的分红记录，是化工行业屈指可数的分红远大于融资额的公司；

——分子公司看，2018 年，闰土新材料（烧碱、双氧水、氯化苯、硝基氯苯等）贡献了 2 亿的净利润；迪邦化工（高强度环保型分散染料）技改后效益明显，净增加了 1.1 亿的净利润；

——三个停产的子公司：江苏明盛化工、江苏远征和江苏和利瑞 2018 年停产时间较长，对公司盈利形成拖累，合计亏损 2.5 亿元，而三者合计在 2017 年净盈利 1.2 亿元；

□ 后续关注要点

——价格：响水爆炸前，染料价格有一定的回调迹象，但是爆炸发生后，大概率全年分散染料保持高位，变量仅仅在于在历史高位维持的时间长短和成交价格；

——首期年产 8 万吨活性染料项目预计 2019 年 5 月中下旬进行试车试生产。迪邦化工年产 4.78 万吨高强度环保型分散染料及 6.90 万吨染料中间体技改项目的重氮、耦合工艺流程不断优化，预计继续会有一定的增量；

——未来超预期的潜在因素在于：1、分散和活性染料价格波动因素；2、停产的三个子公司的进展情况；3、中间体的自给程度的提升；

□ 盈利预测及估值

预计公司 2019-2021 年净利润为，对应的 PE 估值分别为 15.7 亿元，13.9 亿元和 14.2 亿元、对应的 PE 分别为 11.6、13.1 和 12.8 倍；考虑到公司稳定的盈利能力，良好的分红记录，较好的行业结构，改善仍处于化工行业不可多得的优质资产，维持公司买入评级。

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥15.91

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2018	0.24
3Q/2018	0.27
2Q/2018	0.34
1Q/2018	0.39

公司简介

公司染料年总产能近 19 万吨，其中分散染料产能 11 万吨，活性染料产能 6 万吨，其他染料产能近 2 万吨，产品销售市场占有率稳居国内染料市场份额前二位。

相关报告

- 1《响水爆炸事件影响，H 酸或现短缺，再次上调 2019 年盈利预测》2019.04.07
- 2《良好现金奶牛，上调 2019 年盈利预测》2019.02.27
- 3《市场过度悲观，低估了行业结构的影响力》2018.10.22
- 4《龙盛闰土诉讼和解,达成战略合作,提升估值》2013.01.14
- 5《涉案占营收比例较低，更多关注行业回暖》2012.12.02

报告撰写人：范飞

数据支持人：范飞

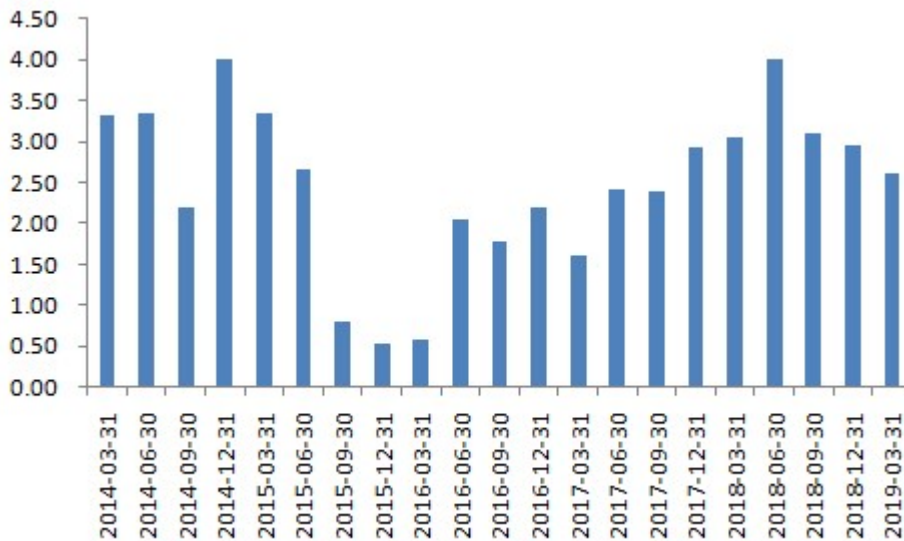
财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	6464.08	6956.50	7013.00	7680.56
(+/-)	6.72%	7.62%	0.81%	9.52%
净利润	1313.03	1576.14	1393.26	1424.04
(+/-)	40.45%	20.04%	-11.60%	2.21%
每股收益(元)	1.14	1.37	1.21	1.24
P/E	13.94	11.61	13.14	12.85

1. 季度净利润

一季度单季度净利润处于下滑趋势。

图 1：单季度净利润

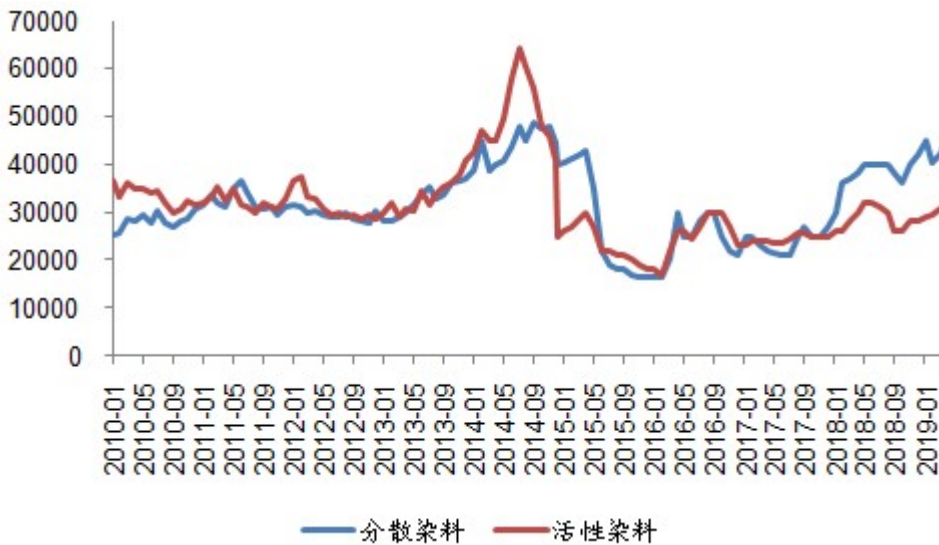


资料来源：wind、浙商证券研究所

2. 产品价格

截止 4 月 24 日，目前分散黑报价已到 7 万元/吨，创历史新高，但估计实际成交价距离报价有一定距离。

图 2：分散染料和活性染料价格走势

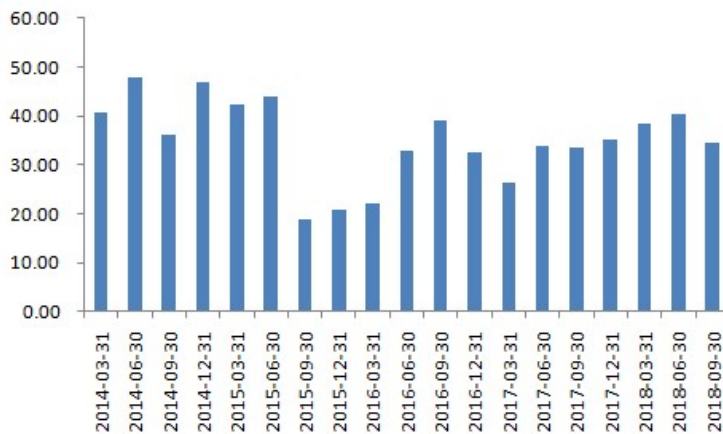


资料来源：wind、卓创资讯、浙商证券研究所根据公开信息整理；

3. 毛利率

公司销售毛利率从 2014 年以来，一直相对稳定；

图 3：公司销售毛利率相对稳定



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

4. 公司历年的经营目标与实际对比

2019 年，公司制订了稳健的经营目标：实现营业总收入不低于 70 亿元，营业利润不低于 20 亿元；历年看，公司提出的经营目标相对稳健，但是在 2015 年时，由于染料价格大幅波动，实际的收入与营业利润指标与经营目标距离较远。

按此口径，公司的净利润目标在 16 亿元左右。

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
经营目标收入	64.81	64.14	49.50	50.00	70.00	70.00
实际收入	53.45	45.22	43.53	60.57	64.64	
经营目标营业利润	17.07	18.07	7.00	8.60	13.00	20.00
实际营业利润	16.43	8.23	8.09	11.39	14.89	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所估计

5. 风险提示

- 宏观经济及产业政策变化的风险
- 安全的风险
- 环保的风险
- 市场风险：原材料及产品价格波动的风险；

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5454.14	6688.15	7904.74	9479.20	营业收入	6464.08	6956.50	7013.00	7680.56
现金	642.98	1648.91	2815.98	3834.88	营业成本	3961.46	4098.16	4366.21	4920.36
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	72.97	69.07	73.32	81.09
应收账款	2972.93	3200.41	3200.31	3481.75	营业费用	174.10	189.97	191.26	208.69
其它应收款	42.03	35.31	38.23	43.60	管理费用	492.93	530.48	534.79	585.69
预付账款	26.11	51.12	57.44	52.85	研发费用	233.64	251.44	253.48	277.61
存货	1529.43	1550.89	1589.57	1851.00	财务费用	15.50	7.84	-3.18	-24.90
其他	240.66	201.51	203.21	215.13	资产减值损失	35.88	16.70	23.84	22.27
非流动资产	4616.59	4786.65	4984.21	5061.12	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
金额资产类	12.80	4.80	6.13	7.91	投资净收益	6.32	6.32	6.32	6.32
长期投资	116.20	121.35	119.54	119.03	其他经营收益	5.11	1.85	3.03	3.33
固定资产	3211.13	3353.49	3510.63	3563.48	营业利润	1489.02	1801.02	1582.62	1619.39
无形资产	354.70	379.68	409.40	422.97	营业外收支	78.99	81.19	81.19	81.19
在建工程	640.68	672.54	698.04	718.43	利润总额	1568.01	1882.21	1663.81	1700.58
其他	281.09	254.79	240.46	229.30	所得税	287.71	345.37	305.29	312.04
资产总计	10070.73	11474.80	12888.95	14540.32	净利润	1280.30	1536.84	1358.52	1388.54
流动负债	1831.49	1701.74	1757.26	2019.15	少数股东损益	-32.74	-39.30	-34.74	-35.50
短期借款	60.00	72.19	63.40	65.19	归属母公司净利润	1313.03	1576.14	1393.26	1424.04
应付款项	1123.30	1104.04	1136.07	1333.67	EBITDA	1932.25	2125.28	1915.78	1957.96
预收账款	46.15	64.58	63.03	65.05	EPS (最新摊薄)	1.14	1.37	1.21	1.24
其他	602.04	460.93	494.76	555.23	主要财务比率				
非流动负债	28.28	25.26	25.37	26.30	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	28.28	25.26	25.37	26.30	营业收入增长率	6.72%	7.62%	0.81%	9.52%
负债合计	1859.77	1727.00	1782.63	2045.45	营业利润增长率	30.71%	20.95%	-12.13%	2.32%
少数股东权益	244.87	205.58	170.84	135.34	归属于母公司净利润	40.45%	20.04%	-11.60%	2.21%
归属母公司股东权益	7966.09	9542.23	10935.48	12359.53	获利能力				
负债和股东权益	10070.73	11474.80	12888.95	14540.32	毛利率	38.72%	41.09%	37.74%	35.94%
现金流量表					净利率	19.81%	22.09%	19.37%	18.08%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	17.00%	17.55%	13.36%	12.07%
经营活动现金流	1226.45	1601.45	1616.50	1320.25	ROIC	15.31%	15.85%	12.11%	10.83%
净利润	1280.30	1536.84	1358.52	1388.54	偿债能力				
折旧摊销	370.88	238.96	264.07	286.05	资产负债率	18.47%	15.05%	13.83%	14.07%
财务费用	15.50	7.84	-3.18	-24.90	净负债比率	19.36%	9.97%	11.04%	11.88%
投资损失	-6.32	-6.32	-6.32	-6.32	流动比率	2.98	3.93	4.50	4.69
营运资金变动	-78.51	-168.33	-3.61	-99.79	速动比率	2.14	3.02	3.59	3.78
其它	-355.40	-7.54	7.03	-223.32	营运能力				
投资活动现金流	-796.01	-399.82	-477.19	-372.49	总资产周转率	0.68	0.65	0.58	0.56
资本支出	-487.12	-385.98	-416.58	-327.79	应收账款周转率	5.67	5.61	5.24	5.62
长期投资	-69.66	44.33	-6.34	-10.55	应付账款周转率	5.05	4.79	5.14	5.22
其他	-239.24	-58.17	-54.27	-34.15	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-310.67	-195.70	27.76	71.14	每股收益(最新摊薄)	1.14	1.37	1.21	1.24
短期借款	2.00	12.19	-8.79	1.80	每股经营现金流(最	1.07	1.39	1.41	1.15
长期借款	-300.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	6.92	8.29	9.50	10.74
其他	-12.67	-207.89	36.55	69.34	估值比率				
现金净增加额	119.77	1005.93	1167.07	1018.90	P/E	13.94	11.61	13.14	12.85
					P/B	2.30	1.92	1.67	1.48
					EV/EBITDA	5.34	8.01	8.28	7.58

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号世纪金融广场 1 号楼

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>