

闰土股份(002440)/

二季度业绩符合预期，下游行业逐渐回暖

评级：增持

市场价格：

分析师：张倩

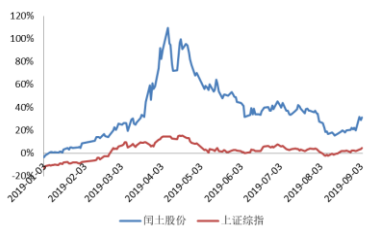
执业证书编号：S0740518120002

Email: zhangqian@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	11.51
流通股本(亿股)	9.37
市价(元)	11.80
市值(亿元)	136
流通市值(亿元)	111

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6056.98	6464.08	6754.97	7303.47	7722.69
增长率 yoy%	39.15%	6.72%	4.50%	8.12%	5.74%
净利润	943.21	1280.30	1617.16	1652.80	1770.12
增长率 yoy%	15.57%	35.74%	26.31%	2.82%	7.06%
每股收益(元)	0.81	1.14	1.40	1.44	1.54
每股现金流量	0.53	1.07	1.64	1.59	1.66
净资产收益率	13.04%	15.59%	17.31%	15.97%	15.37%
P/E	14.52	10.34	8.45	8.21	7.67
P/B	1.88	1.65	1.45	1.30	1.17

备注：

投资要点

- **事件：公司发布半年报，2019年上半年实现营业收入32.68亿元，同比减少4.16%；实现归母净利润8.27亿元，同比增长17.19%；实现扣非后归母净利润6.27亿元，同比减少9.95%。**
- 按季度看，公司19Q1实现营业收入18.02亿元，同比增长12.96%；实现归母净利润2.6亿元，同比下降15.03%。19Q2实现营业收入14.66亿元，同比减少19.20%；实现归母净利润5.67亿元，同比增长41.89%；实现扣非后归母净利润3.62亿元，同比减少6.7%。二季度单季收入下滑，主要是受中美经济情况影响，下游纺织服装和印染行业的企业采购需求放缓，公司销量随之减少。但响水事件之后，部分染料及中间体生产企业停产限产或退出市场，相关中间体供应紧张，价格快速上涨，卓创统计，上半年分散染料，活性染料均价约为42.2/30.6元/公斤，同比增长19.3%、13.3%，公司产品价格随之大幅上涨。
- 随着国内安全环保形势日趋严厉，染料行业面临上游原材料供给及自身生产安全监管升级的压力，小企业投入增加，生存压力增大，逐步缩减整个行业的供给量。同时，染料下游印染厂也部分受到生产及环保整改的影响，短期需求不旺。长期看，落后产能的淘汰将提升优势产能集中度，有利于行业上下游龙头企业的发展。进入传统金九银十旺季，预期对量价有一定支撑。
- 公司子公司活性染料整体搬迁首期8万吨项目于2019年6月开始试生产，目前装置生产工艺稳定，运行效果良好，产量已达到60%的设计产能。公司染料年总产能接近21万吨，其中分散染料产能11万吨，活性染料产能8万吨（首期），其他染料产能近2万吨，染料产品销售市场占有率稳居国内染料市场份额前两位。
- 公司一直在发展产业链完整优势。目前公司染料产业链体系已形成从热电、蒸汽、氯气、烧碱到中间体、滤饼、染料等完善的产业链。产业链一体化有助于公司应对染料中间体价格波动带来的风险。此外，公司在染料生产过程中，循环利用中浓度废硫酸、醋酸、溴等资源，一方面减少排放，另一方面变废为宝节约资源，增加经济效益。
- **盈利预测：**我们预计公司2019-2021年可实现营业收入分别为6754.97/7303.47/7722.69百万元，对应净利润分别为1617.16/1652.80/1770.12百万元，给予“增持”评级。

- **风险提示：**下游需求不旺盛，产品价格下跌。

图表 1: 公司财务盈利预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6464.08	6754.97	7303.47	7722.69	净利润	1280.30	1617.16	1662.80	1780.12
营业成本	3961.46	4127.29	4455.12	4679.95	折旧与摊销	370.88	372.05	392.56	392.56
营业税金及附加	72.97	73.69	80.60	84.90	财务费用	15.50	26.10	11.29	3.08
销售费用	174.10	184.11	197.88	209.86	资产减值损失	35.88	35.00	35.00	35.00
管理费用	492.93	558.69	580.50	626.27	经营营运资本变动	-279.81	-117.09	-226.33	-257.07
财务费用	15.50	26.10	11.29	3.08	其他	-196.30	-42.56	-44.53	-44.14
资产减值损失	35.88	35.00	35.00	35.00	经营活动现金流净额	1226.45	1890.66	1830.79	1909.56
投资收益	6.32	6.00	5.00	5.00	资本支出	-560.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	4.00	4.00	4.00	其他	-235.61	22.98	-26.00	-26.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-796.01	22.98	-26.00	-26.00
营业利润	1489.02	1760.10	1952.09	2092.63	短期借款	2.00	740.00	0.00	0.00
其他非经营损益	78.99	212.79	79.11	80.95	长期借款	-300.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1568.01	1972.90	2031.20	2173.58	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	287.71	355.74	368.40	393.46	支付股利	-345.15	-484.78	-593.37	-610.22
净利润	1280.30	1617.16	1662.80	1780.12	其他	332.48	-295.29	18.71	26.92
少数股东损益	-32.74	10.00	10.00	10.00	筹资活动现金流净额	-310.67	-40.07	-574.66	-583.30
归属母公司股东净利润	1313.03	1607.16	1652.80	1770.12	现金流量净额	121.88	1873.57	1230.13	1300.25
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	642.98	2516.55	3746.68	5046.93	成长能力				
应收和预付款项	3041.07	3234.23	3463.85	3683.08	销售收入增长率	6.72%	4.50%	8.12%	5.74%
存货	1529.43	1512.19	1661.78	1736.15	营业利润增长率	30.71%	18.21%	10.91%	7.20%
其他流动资产	240.66	267.49	287.91	303.52	净利润增长率	35.74%	26.31%	2.82%	7.06%
长期股权投资	116.20	116.20	116.20	116.20	EBITDA 增长率	23.61%	15.08%	9.16%	5.62%
投资性房地产	69.56	18.38	18.38	18.38	获利能力				
固定资产和在建工程	3851.81	3502.54	3132.78	2763.01	毛利率	38.72%	38.90%	39.00%	39.40%
无形资产和开发支出	375.97	361.76	347.54	333.33	三费率	10.56%	11.38%	10.81%	10.87%
其他非流动资产	203.05	216.68	243.11	269.53	净利率	19.81%	23.94%	22.77%	23.05%
资产总计	10070.73	11746.01	13018.23	14270.12	ROE	15.59%	17.31%	15.97%	15.37%
短期借款	60.00	800.00	800.00	800.00	ROA	12.71%	13.77%	12.77%	12.47%
应付和预收款项	1328.26	1399.87	1558.27	1603.84	ROIC	14.99%	17.27%	19.35%	20.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.01%	31.95%	32.26%	32.22%
其他负债	471.51	201.99	246.38	282.79	营运能力				
负债合计	1859.77	2401.86	2604.65	2686.64	总资产周转率	0.68	0.62	0.59	0.57
股本	1150.50	1150.50	1150.50	1150.50	固定资产周转率	2.01	2.01	2.20	2.62
资本公积	1139.45	1139.45	1139.45	1139.45	应收账款周转率	5.67	5.75	5.77	5.74
留存收益	5676.95	6799.33	7858.76	9018.66	存货周转率	2.74	2.70	2.80	2.74
归属母公司股东权益	7966.09	9089.28	10148.71	11308.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	60.66%	—	—	—
少数股东权益	244.87	254.87	264.87	274.87	资本结构				
股东权益合计	8210.96	9344.15	10413.58	11583.48	资产负债率	18.47%	20.45%	20.01%	18.83%
负债和股东权益合计	10070.73	11746.01	13018.23	14270.12	带息债务/总负债	3.23%	33.31%	30.71%	29.78%
					流动比率	2.98	3.21	3.64	4.19
					速动比率	2.14	2.57	2.98	3.52
					股利支付率	26.29%	30.16%	35.90%	34.47%
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1875.41	2158.26	2355.93	2488.27	每股指标				
PE	10.34	8.45	8.21	7.67	每股收益	1.14	1.40	1.44	1.54
PB	1.65	1.45	1.30	1.17	每股净资产	7.14	8.12	9.05	10.07
PS	2.10	2.01	1.86	1.76	每股经营现金	1.07	1.64	1.59	1.66
EV/EBITDA	6.91	5.40	4.41	3.64	每股股利	0.30	0.42	0.52	0.53
股息率	2.54%	3.57%	4.37%	4.49%					

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。