

2010年06月16日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 19-23.5 元

“后向一体化策略”将提升公司染料成本优势

——闰土股份(002440)新股研究

核心观点

申购建议:

我们认为公司的合理询价区间应为 19-23.5 元, 建议投资者按合理价位申购。

主要依据:

公司主营业务是专业生产和经营分散、活性、阳离子、还原、硫化、直接等系列染料、印染助剂和化工原料。其中分散染料和活性染料是公司主要产品, 报告期内超过80%的销售收入来源于分散染料和活性染料。

公司的主要竞争优势主要在于: 1) **自主创新能力:** 在2005 年度全国大中型工业企业“自主创新能力行业十强”评选中, 公司在“涂料、油墨、颜料及类似产品制造”行业中排名第一。2) **后向一体化策略降低成本:** 公司通过实施“后向一体化策略”, 有力的保障了原材料供给。3) **区域优势:** 2007年8 月4 日, 中国纺织工业协会公布的2006-2007 年度中国印染行业竞争力前10强中, 位于华东的有9 家, 浙江省内有5 家, 浙江省上虞市有1 家。华东市场成为公司最主要的市场, 近三年公司超过70%的销售收入来源于华东市场。

公司本次发行募集资金拟投资于以下项目: 年产7,000 吨高档新型分散染料项目、低浓废酸多效浓缩循环再生盐酸元明粉联产氯磺酸项目、年产2.3 万吨萘系列产品项目、年产3.2 万吨苯、苯磺化系列产品项目和年产16万吨离子膜烧碱项目。

预计公司2010-2012年稀释后每股收益为1.06元, 1.08元, 1.15元, 三年复合增长率为3.4%。与公司业务相近的浙江龙盛、德美化工、传化股份等公司2010 PE在18-22倍。因此, 我们认为公司2010年市盈率在18-22倍间较为合适。以公司2010年每股收益1.06元计算, 公司的合理股价应为19-23.5元, 建议投资者按合理价位申购。

基础数据

总股本(万股)	22118.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	19.54
每股净资产(元)	4.75
建议询价区间(元)	19-23.5

财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	2,240	2,161	2,182	2,376
同比增速(%)	12.68	-3.53	1.01	8.89
净利润(百万)	292	318	325	333
同比增速(%)	30.14	10.28	2.20	2.46
EPS(元)	0.94	1.04	1.06	1.08

研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

联系人: 刘斐

电话: 010-84183135

Email: liufei@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1: 本次发行基本情况

公司名称	浙江闰土股份有限公司
公司简称	闰土股份
发行地	深圳
发行日期	2010-06-11
申购代码	002440
发行股数（万股）	7382
发行方式	网下询价,上网定价
发行后总股本（万股）	29500
每股盈利（2009 年）	1.39
发行后全面摊薄每股收益（2009 年）	1.04
发行前每股净资产（元）	4.75

资料来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2、公司基本情况

公司主营业务是专业生产和经营分散、活性、阳离子、还原、硫化、直接等系列染料、印染助剂和化工原料。其中分散染料和活性染料是公司的主要产品，报告期内超过 80% 的销售收入来源于分散染料和活性染料。

公司的经营范围为：染料、颜料、化工助剂（不含化学危险产品和易制毒品）、减水剂、塑料制品的生产，化工产品（不含化学危险产品和易制毒品）、五金制品、塑料制品的销售，经营进出口业务（国家法律法规禁止或限制的项目除外）。公司的产品包括纺织染料、印染助剂以及化工原料三大类。

纺织染料是公司的主要产品，主要包括分散染料、活性染料、阳离子染料、还原染料、硫化染料、直接染料等六个具体产品类别，印染助剂包括保险粉、纺织染料助剂等产品，化工原料主要包括硫酸、亚硫酸钠等产品。

3 公司竞争优势分析

3.1 行业竞争严重

染料行业是个充分竞争的行业，行业内生产厂家众多，市场竞争激烈。目前我国有 500 多家染料制造企业，2006 年染料产量约 69.93 万吨；其中，2006 年产量在 1 万吨以上的企业有 16 家。在染料制造行业内，大部分企业规模较小，无自主品牌，无技术创新能力。

企业规模较大、与公司直接竞争的企业包括浙江龙盛集团股份有限公司、杭州吉华化工有限公司、湖北华丽染料工业有限公司、山西临汾染化集团公司、大连染料化工有限公司等。

3.2 公司市场占有率保持稳定

表 2: 公司市场排名

	2008	2007	2006	2005
全行业产量（万吨）	67.8	75.37	69.93	64.09
公司产量（万吨）	9.67	11.14	9.91	8.17
染料市场占有率（%）	14.26	14.78	14.17	12.75
全国出口量（万吨）	23.6	28.44	25.16	23.14
公司出口量（万吨）	1.28	1.7	1.1	1.27

出口占比 (%)	5.43	5.98	4.37	5.49
----------	------	------	------	------

3.3 自主创新能力较强

2006 年 6 月, 公司被科学技术部火炬高技术产业开发中心认定为重点高新技术企业。2006 年 11 月, 在国家统计局主办、中国行业企业信息发布中心承办的 2005 年度全国大中型工业企业“自主创新能力行业十强”评选中, 公司在“涂料、油墨、颜料及类似产品制造”行业中排名第一。2006 年 9 月, 在国家统计局主办、中国行业企业信息发布中心承办的“2005 年度中国大企业集团竞争力 500 强”评选中, 浙江闰土化工集团排名第十三位。

3.4 后向一体化策略

染料制造行业的主要成本由原材料成本构成。公司通过不断的技术创新和强劲的资金投入, 一业做深, 提升了企业综合能力, 增强了企业的竞争力。公司先后投资设立了嘉成化工为本公司配套生产硫酸、二氧化硫、硫酸二甲酯、二烯丙基, 投资设立了迪邦化工为本公司配套生产染料滤饼、间二乙基等染料中间体。

公司通过实施“后向一体化策略”, 有力的保障了原材料供给。本次募集资金项目中低浓废酸多效浓缩循环再生盐酸元明粉(硫酸钾)联产氯磺酸项目、年产 2.3 万吨茶系列产品项目、年产 3.2 万吨苯、苯磺化系列产品项目可为公司的整个生产链条稳定提供生产所需的原材料, 从而有效整合产业链。

3.5 区域优势

公司所处上虞市是全国最大的染料及其原料专业市场和集散地, 其周边区域也有大规模的纺织品生产基地和销售地, 整个区域内染料需求量非常大。2007 年 8 月 4 日, 中国纺织工业协会公布的 2006-2007 年度中国印染行业竞争力前 10 强中, 位于华东的有 9 家, 浙江省内有 5 家, 浙江省上虞市有 1 家。华东市场成为公司最主要的市场, 近三年公司超过 70% 的销售收入来源于华东市场。

4、募集资金投向

公司本次发行募集资金拟投资于以下项目: 年产 7,000 吨高档新型分散染料项目(简称“高档分散染料项目”)、低浓废酸多效浓缩循环再生盐酸元明粉(硫酸钾)联产氯磺酸项目(简称“循环再生项目”)、年产 2.3 万吨茶系列产品项目(简称“茶系列产品项目”)、年产 3.2 万吨苯、苯磺化系列产品项目(简称“苯系列产品项目”)和年产 16 万吨离子膜烧碱项目(简称“离子膜烧碱项目”)。

表 3: 公司本次募集资金投向的项目

项目名称	拟投入资金(万元)
年产 7,000 吨高档新型分散染料项目	11,900
低浓废酸多效浓缩循环再生盐酸元明粉(硫酸钾)联产氯磺酸项目	8,000
年产 2.3 万吨茶系列产品项目	20,000
年产 3.2 万吨苯、苯磺化系列产品项目	18,000
年产 16 万离子膜烧碱项目	42,000
合计	99,000

资料来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

5、盈利预测

表 4: 盈利预测表

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	2,240	2,161	2,182	2,376
营业收入	2,240	2,161	2,183	2,386
营业总成本	1,942	1,822	1,834	2,008
营业成本	1,669	1,597	1,616	1,767
营业税金及附加	7	6	6	6
销售费用	71	69	68	75
管理费用	91	120	114	130
财务费用	83	23	30	30
资产减值损失	-41	258	0	0
其他经营收益				
公允价值变动净收益				
投资净收益	5			
营业利润	305	341	348	368
加: 营业外收入	5	5	0	0
减: 营业外支出	7	6	0	0
利润总额	303	341	348	368
减: 所得税	12	22	23	35
净利润	292	318	325	333
减: 少数股东损益	14	12	13	15
归属于母公司的净利润	278	307	312	318
每股收益	0.94	1.04	1.06	1.08

资料来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

我们预计公司 2010-2012 年稀释后每股收益为 1.06 元, 1.08 元, 1.15 元, 三年复合增长率为 3.4%。同时与公司业务相近的浙江龙盛、德美化工、传化股份等公司 2010 PE 在 18-22 倍, 2011 年 PE 在 14-19 倍。因此, 我们认为公司 2010 年市盈率在 18-22 倍间较为合适。以公司 2010 年每股收益 1.07 元计算, 公司的合理股价应为 19-23.5 元, 建议投资者按合理价位申购。

7、风险提示

国内经济发展的周期性变化将对纺织行业产生周期性的影响, 进而导致国内染料市场需求发生周期性的变化, 引起染料产品供求关系的变化和 market 价格的波动。公司主要从事纺织染料、印染助剂和化工原料的生产和销售, 纺织行业景气程度在一定程度上对公司的生产经营产生影响。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com