

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

闰土股份 (002440)
推荐

化学制品

公司点评

2011 年 7 月 11 日

毛利率提升助公司实现戴维斯双升

联系人:	罗洋	0755-82150633	luoyang@guosen.com.cn	
证券分析师:	刘旭明	010-66025272	liuxum@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070001
证券分析师:	张栋梁	0755-82130532	zhangdl@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120013
证券分析师:	吴琳琳	0755-82130615	wulinl@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120067

事项:

今年间苯二胺价格下跌提升分散染料毛利率, 3 季度淡季不淡将推动业绩将超预期, 4 季度迎来纺织行业需求旺季; 棉花丰收后, 明年活性染料需求将好转, 公司计划收购 H 酸业务将提升活性染料毛利率并增加新的业绩来源, 通过掌控关键原料 H 酸, 公司活性染料的核心竞争力将得到根本性地提高; 2013 年苯系、萘系募投项目投产, 产品毛利率持续提升。虽然染料收入增长存在瓶颈, 但 2010 年开始公司原料成本进入持续下降通道, 打开业绩持续较快增长的空间。2011 年 3 季度有望淡季不淡, 延续季度业绩环比上升的局面。海外并购以及未来超募资金使用将再度提升业绩增长空间。我们预计公司 11-13 年 EPS 为 1.43、1.83、2.36 元。

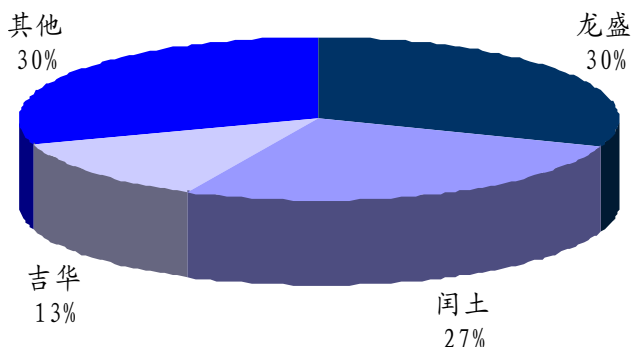
与市场预期不同, 今年下半年业绩超预期, 未来业绩增长将摆脱瓶颈而实现较快增长, 将成为公司股价上涨的催化剂。给予 11 年 20 倍 P/E, 12 年 15 倍 P/E, 目标价 28.7 元, 首次给予“推荐”评级。

评论:

分散染料行业平稳增长, 中间环节成本下降提升毛利率

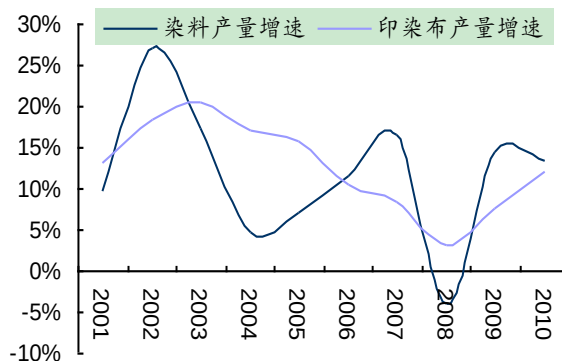
分散染料行业是典型寡头竞争行业, 浙江龙盛 (12 万吨)、闰土 (10 万吨)、吉华 (5 万吨) 三家占全国 70% 市场份额, 寡头企业收入一般保持与行业成长一致平稳增长。我国印染布行业 2001 年-2010 年产量 CAGR 为 13%, 染料同时期产量 CAGR 为 12%, 与印染布增长基本同步。

图 1: 国内分散染料市场份额 %



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

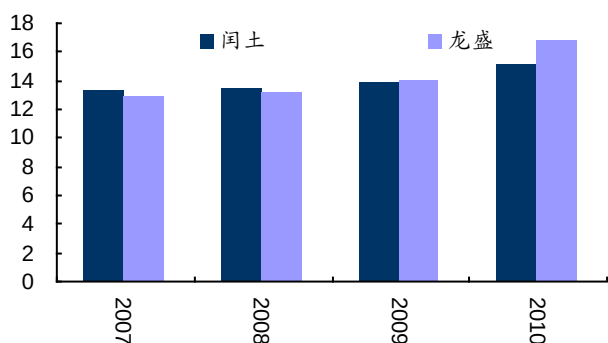
图 2: 国内印染布和染料产量增速 %



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

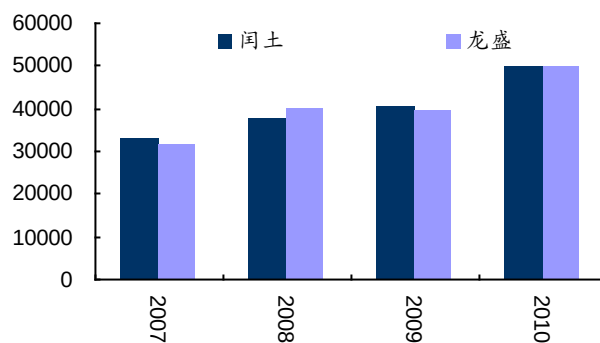
公司分散染料销售收入接近浙江龙盛，毛利与浙江龙盛相当，在行业排名前列。公司利用上市后品牌影响力提升和资金充裕的良好契机，有望进一步扩大其市场份额，募投项目新增分散染料产能 2.5 万吨，将支撑公司销售规模持续增长。

图 3：闰土与龙盛分散染料收入对比 亿元



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

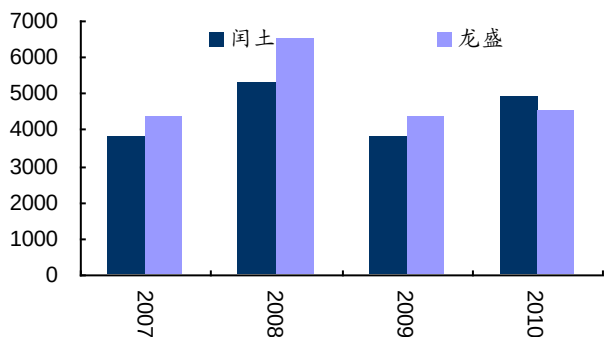
图 4：闰土与龙盛分散染料毛利对比 万元



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

与市场普遍认识不同，从 2007 年到 2010 年，除了 08 年异常情况，公司分散染料吨毛利一直保持增长，在 2010 年出现拐点超过龙盛。我们认为关键中间体间苯二胺价格下跌，是公司产品吨毛利大幅提升主要原因。浙江龙盛自 2003 年开始产业化催化加氢生产分散染料关键中间体间苯二胺，经过数年时间调试和磨合，催化加氢技术才逐渐成熟和推广。直到 2010 年山东、江苏产能大量释放，间苯二胺供给出现拐点，并持续至今年。今年以来间苯二胺价格明显下跌，利润向下游分散染料转移，公司分散染料毛利继续大幅提升。随着公司“向后一体化”战略实施，募投苯系、萘系项目将进一步降低中间环节成本，提高产品毛利。

图 5：闰土与龙盛分散染料吨毛利对比 元/吨



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

表1：国内间苯二胺产能统计 吨/年

公司名称	产能（吨/年）	生产技术
浙江龙盛	30000	催化加氢
青岛恒源化工	5000	催化加氢
山东鲁化天九化工	6000	催化加氢
江苏洪泽大洋化工	6000	催化加氢
安徽海丰精细化工	3000	催化加氢
山东富原化工	3000	催化加氢
天津华士化工	3000	催化加氢
南京六合雄州化工	3000	铁粉还原
辽阳滨河化工	3000	铁粉还原
湖北武穴燕江化工	3000	铁粉还原
铁岭康宁染料	2000	铁粉还原
江西浔朋化工	1500	铁粉还原
合计	63500	

资料来源：中国期刊网，国信证券经济研究所整理

■ 存货控制决定分散染料淡旺季，7、8月淡季不淡，下半年业绩超预期

下游纺织印染企业传统季节性一般表现为 1、2 月淡季，4、5、6 月需求较旺，7、8 月为淡季，9、10、11 月为全年旺季。但由于近年来原材料波动剧烈，下游企业更多根据价格预期来控制库存，染料淡旺季主要由价格预期所影响，需求的影响相对不明显。

今年以来，染料旺季在 3、4 月提前出现。备库完成后，印染厂在开工较好的 5、6 月则减少分散染料采购，需求转淡。前期库存消化后，油价再度上涨，因而在下游开工较淡的 7 月反而迎来分散染料的采购热潮。近期分散染料销售出现供不应求的局面，有望出现 3 季度淡季不淡的局面，即 3 季度分散染料盈利不会下降，保持较好水平。4 季度是纺织行业正常旺季，对业绩有保证。因而闰土股份下半年业绩将超预期。

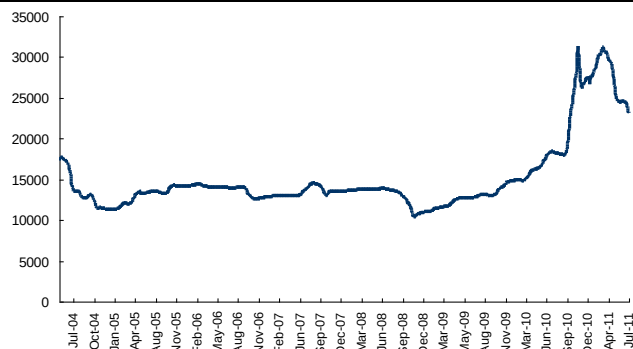
■ 收购 H 酸产能掌握活性染料价值链核心

今年活性染料面临需求低迷和产能扩张较快的双重压力，一直表现较弱，预计 3 季度也是如此。

我们判断活性染料经过连续两年低谷，明年需求将出现拐点。2010 年全球棉花减产，棉花价格一路上涨至 30000 元/吨以上，加上人民币升值、劳动力成本上升等因素，棉纺企业订单大量转移至东南亚和中东等地区。但今年以来棉花种植面积大幅增长，棉价格较高点下跌超过 25%，中国棉花协会预计，今年全国棉花将增产 8%达到 640 万吨。随着 9、10 月新棉上市将带动棉纺企业订单回流，活性染料将出现复苏。

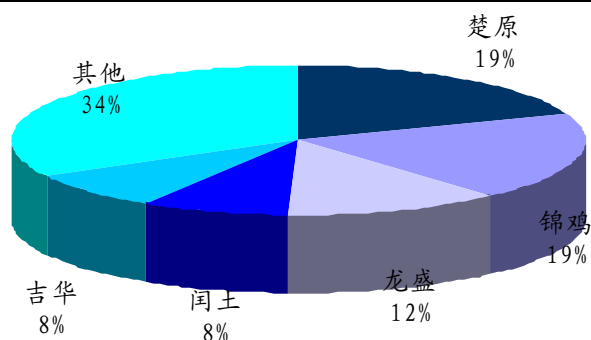
另一方面活性染料行业前两年经过大幅扩产，形成楚原、锦鸡、龙盛、闰土、吉华等 7-8 家较大型企业和其他更多小型企业格局，行业产能达到约 37 万吨，远超过每年 20 几万吨的需求。经过去年和今年行业持续低迷，行业开始重新洗牌，部分中小企业转产或被淘汰，明年供给局面将好转。

图 6: 棉花价格变化 元/吨



资料来源: 中纤网, 国信证券经济研究所整理

图 7: 国内活性染料市场份额 %

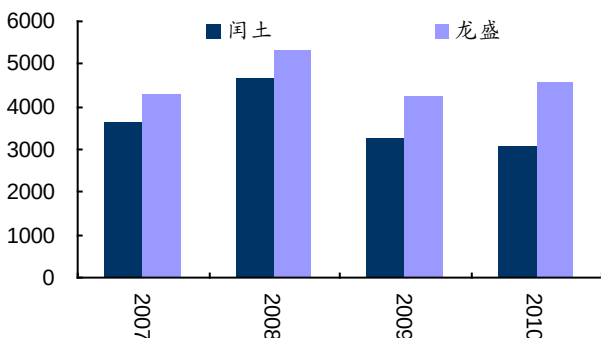


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

H 酸是活性染料关键中间体, H 酸废水污染严重, 国内 H 酸产能将被逐步关停, H 酸将成为活性染料生产的瓶颈。目前国内仅剩楚原、内蒙明盛、江苏明盛、萧山明盛等有限几家企业, 其中萧山明盛将于今年 12 月永久关闭, 楚原、内蒙明盛也时常因环保问题停产整顿, 开工率不足。

公司计划收购江苏明盛 70% 股权, 将拥有 1 万吨 H 酸和 21 万吨硫酸产能。此前公司活性染料吨毛利一直较低, 而原材料 H 酸价格持续保持上涨, 盈利较好。通过原材料 H 酸自给, 降低中间体成本, 明年活性染料吨毛利将有大幅提升空间。公司目前每年自身需消耗 H 酸 3000-4000 吨, 因此不仅可以完全保障自身原材料供给稳定, 每年还可对外销售 H 酸 6000-7000 吨, 进一步增厚公司业绩。一旦收购成功, 公司还可继续扩产, 加强中间体优势。

图 8: 闰土与龙盛活性染料吨毛利对比 元/吨

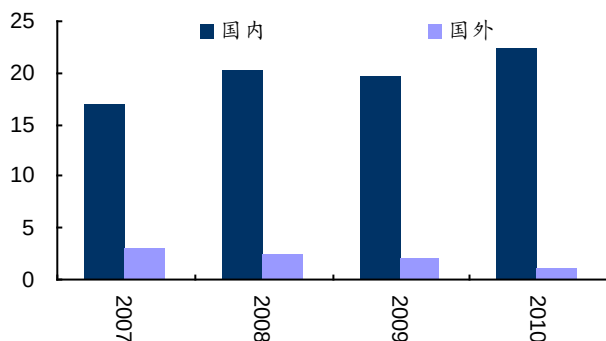


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

■ 整合约克夏获得高端染料技术和国外销售渠道

约克夏为欧洲 4 大老牌染料企业之一, 在高端染料技术和国外销售渠道方面与公司互补性强。公司 2010 年国外收入仅占总收入 4%, 与龙盛 20% 比重相比差距较大, 约克夏拥有 9 大销售公司以及中山、广州生产基地, 将极大促进公司产品的出口规模。

图 9：公司收入按地区分类 亿元



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

募投项目保障公司毛利率持续增长

公司募投项目 2.5 万吨分散染料将于明年投产，超募项目和利瑞 4500 吨高端染料将于今年下半年投产，预计明年可满负荷达产。

募投项目 3.2 万吨苯系项目、2.3 万吨萘系项目将于 13 年投产，循环再生项目和 16 万吨纯碱项目将于 14 年投产。其中萘系和苯系项目将生产分散染料主要中间体还原物 6000 吨，活性染料重要中间体对位酯 12000 吨、K 酸 1000 吨、J 酸 2000 吨，精细化工中间体将进一步降低原料成本，持续增厚公司业绩，是 13 年以后产品毛利率继续提升的重要因素。

表2：募投项目产能统计 吨/年

产品	产能 (吨/年)
分散染料	25000
烧碱	160000
循环再生项目	
氯磺酸	28000
盐酸	30000
元明粉	41000
苯系列项目	
对位酯	12000
氯化苄	6000
二氯苯	1000
还原物	6000
3,4 二氯苯胺	1000
间氨基苯磺酸	4000
间苯二酚	2000
萘系列项目	
K 酸	1000
J 酸	2000
γ 酸	1000
1-萘胺	5000
2-萘酚	2500
磺化吐氏酸	4000

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

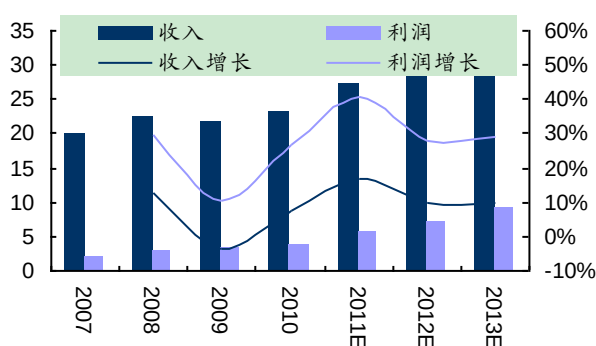
■ 充裕超募资金存在超预期可能

公司共筹集超募资金 10 亿，除了已经公告的超募项目增资和利瑞、收购江苏明盛和约克夏，还剩余超募资金 6-7 亿。超募资金可进一步选择投资优质项目增厚公司业绩，存在超预期可能。

■ 公司业绩优异，成长可期，给予“推荐”评级

今年间苯二胺价格下跌提升分散染料毛利，下半年淡季不淡业绩将超预期；明年活性染料需求将好转，H 酸将提升活性染料毛利并贡献业绩；后年苯系、萘系募投项目投产，产品毛利持续提升。公司业绩自 2010 年出现拐点，利润增长不断提速，大大超过收入增速。

图 10：公司利润增长加速 %



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

虽然染料收入增长存在瓶颈，但 2010 年开始公司原料成本进入持续下降通道，打开业绩持续较快增长的空间。2011 年 3 季度有望淡季不淡，延续季度业绩环比上升的局面。海外并购以及未来超募资金使用将再度提升业绩增长空间。我们预计公司 11-13 年 EPS 为 1.43、1.83、2.36 元。

与市场预期不同，今年下半年业绩超预期，未来业绩增长将摆脱瓶颈而实现较快增长，将成为公司股价上涨的催化剂。给予 11 年 20 倍 P/E，12 年 15 倍 P/E，目标价 28.7 元，首次给予“推荐”评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。