

报告日期：2011年7月18日

分析师

耿 诺

☎ (86-10) 88366060—8786

✉ gengen@cgws.com

执业证书编号：S1070510120024

联系人

凌学良

☎ (86-10) 88366060—8886

✉ lxl@cgws.com

从业证书编号：S1070110040002

投资评级：推荐

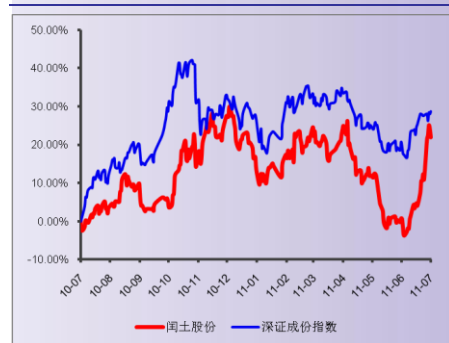
市场数据：当前股价 25.15

总市值(亿元)	96.45
流通市值(亿元)	41.24
总股本(万股)	38350
流通股本(万股)	16399
12个月最高/最低	19.78/27.10(前复权)

公司盈利预测(百万)

万元	11E	12E	13E
营业收入	324688	367839	461252
营业成本	235507	260097	326934
营业利润	61635	76485	94996
利润总额	61635	76485	94996
所得税	7396	9178	11399
净利润	50984	61922	76909
EPS	1.329	1.615	2.005

股价表现图



相关报告

多重战略强化染料龙头地位

——闰土股份(002440)调研报告

要点:

- **主营突出，盈利能力不断强化。**公司目前拥有10万吨分散染料和3万吨活性染料产能，是公司的主要收入和利润来源。
 - **分散染料：市场话语权强，保证业绩稳健增长。**分散染料行业已形成寡头垄断格局，闰土作为与浙江龙盛并驾齐驱的分散染料龙头，拥有绝对的市场话语权和较强的成本转嫁能力，从而保证了闰土股份在此领域的业绩稳定增长。借助7000吨高档分散染料原粉的募投项目，公司分散染料产品结构优化提速，盈利能力继续提升，市占率将进一步扩大。
 - **活性染料：长期行业集中度提升有利龙头，短期行业向上拐点逐步确立。**长期来看，马太效应强者更强符合染料行业的发展规律，在高棉价打压活性染料行业利润和严厉的环保政策推动下，活性染料行业整合将于未来5年内提速，包括公司在内的龙头企业将逐步成为活性染料寡头，从而享受稳定高盈利。短期来看，棉花价格下行趋势已经形成，棉织品用量在织物中的占比有望回升，从而带动活性染料需求的上升，活性染料行业量价齐涨的趋势在明朗化，行业向上拐点逐步确立。
- **公司核心竞争力是强大的行业话语权，生产和营销双重战略强化核心优势。**分散染料的行业寡头地位将在未来5年内随着高端产品产能扩张得到进一步巩固。在活性染料领域，借助行业集中度提升的大趋势适时扩能，强化行业地位。
 - **生产战略“后向一体化”：从成本优化角度强化核心优势。**“后向一体化”通过打通上游产业链的方式实现成本优化，从而提升公司的盈利能力，继续强化行业龙头地位。公司通过募投项目和对外收购江苏和利瑞和江苏明盛化工等方式，不断完善染料业务的原料配备，基本实现主要原料自给，并可实现对外销售。
 - **营销理念的创新：“色超市”实现战略转型。**“色超市”是以客户个性化服务为导向，为客户提供从颜色的创想、选择、测量、配置、交流及匹配方案，从而准确有效地完成客户要求的色彩和材料整体解决方案。从卖产品到卖服务转变一方面将使客户牢固化，大大提高现有客户粘性；另一方面一体化的营销模式将改变公司固有的业绩增长模式，给予公司广阔的业绩成长空间。
 - **营销网络的拓展：收购约克夏进军国际市场。**实现包括德国、西班牙、韩国、印尼、香港等在内的国家和地区的经销网络覆盖。
- **稳健型的染料龙头，“推荐”评级。**公司是业绩较为稳定和增长较为明确的稳健型投资标的，此外公司还手握6-7亿元的超募资金，该资金投向是值得关注的焦点。预计公司2011至2013年业绩分别为1.31元、1.53元和1.98元，当前股价对应市盈率分别为19倍、16倍和13倍，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**产能建设进度不如预期的风险；原材料成本骤升的风险

独立声明

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。

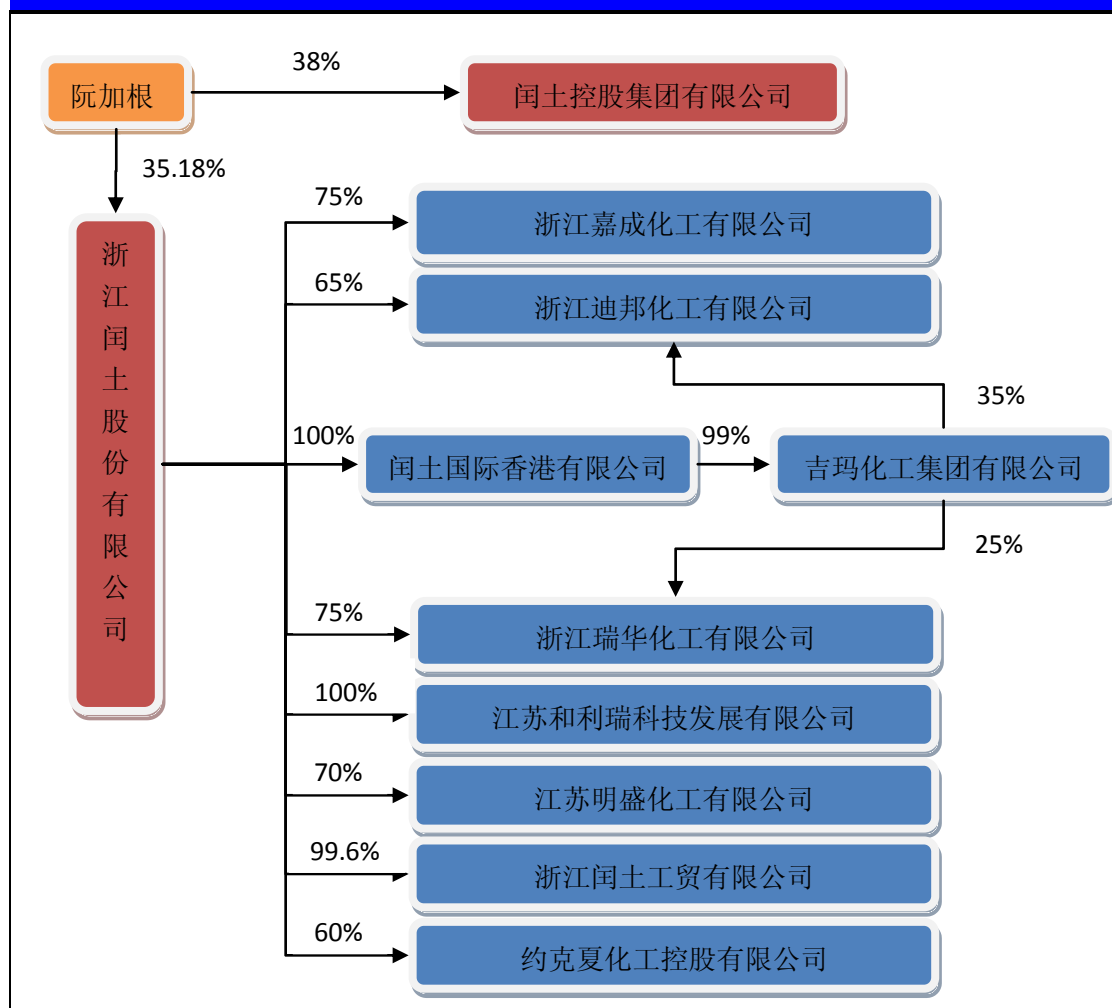
公司概况：染料龙头主业突出

公司主营业务包括纺织染料、印染助剂及化工原料三大块。公司的纺织染料产品包括分散染料、活性染料、阳离子染料等 6 大类，其中分散染料和活性染料分别占 2010 年公司营收的 64.95%和 21.95%，同时也是公司主要盈利来源；公司印染助剂包括保险粉及其他助剂产品；化工原料包括硫酸、亚硫酸钠等产品。

与浙江龙盛的多元化发展方式不同，闰土股份主业突出，所有业务紧紧围绕染料产业展开，做大做精染料业务是公司未来的重点。

公司实际控制人为阮加根及其家族。公司自 2010 年 7 月上市后，逐步收购江苏和利瑞、约克夏控股和江苏明盛化工三家企业，逐步展现出公司做大做强染料产业的雄心。

图 1. 闰土股份股权结构示意图



资料来源：公司招股说明书、公司公告、长城研究所

染料行业：分散和活性仍是未来重点

染料行业将继续稳定发展。2010年，我国染料行业保持了较为平稳的增长，2010年全国染料产量75.6万吨，同比增长5%；销售收入396亿元，同比增长10.9%，产量基本恢复到金融危机前的生产水平，完成出口27.3万吨，出口创汇11.75亿美元，同比分别增长14.7%和27.7%。染料行业下游是印染和纺织服装行业，纺织服装的消费需求将保持较为稳定的发展，预计未来5年，行业仍将以8-10%的速度稳定增长。

分散染料和活性染料仍是重点，环保和高端产品是未来趋势。从染料品种的消费结构来看，分散染料、活性染料和酸性染料是目前10大染料品种中的主流产品，基本覆盖了90%的纺织纤维，并且也是未来染料新品种开发的主流方向，其中分散染料和活性染料由于应用在量大面广的涤纶和棉织品领域，是未来染料新品种开发的重中之重。从产品结构来看，适应环保要求和高端需求的分散染料和活性染料产品未来将成为染料企业研发的重点方向，也是国内企业赶超国际染料龙头企业的必经之路。

表1：主要染料品种的应用及发展趋势

主要染料种类	应用领域	发展趋势
分散染料	涤纶及其混纺织物的印染为主	非过敏性的环保型品种 高洗涤牢度的品种
活性染料	棉、麻等纤维素纤维为主	生产高固着率、高高提升性、高匀染性、高重现性、高湿摩擦牢度、优良汗日光牢度和湿短蒸连续轧染用等的品种
酸性染料	羊毛、蚕丝等蛋白纤维为主	中高档不含金属的弱酸性染料

资料来源：公司招股说明书、长城证券研究所

表2：中国染料产量及产品结构变化趋势

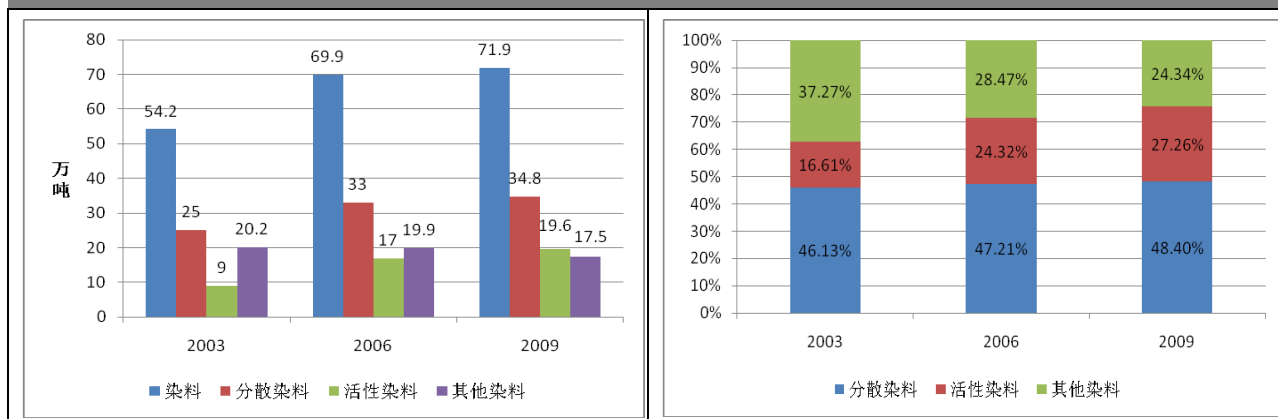
年份	总产量 (万吨)	占世界 比例	分散染料		活性染料	
			产量(万吨)	占总产量比例	产量(万吨)	占总产量比例
2009	71.9		34.8	48.4%	19.6	27.3%
2006	69.9	65%	33	47.2%	17	24.3%
2003	54.2	55%	25	47.0%	9	16.6%

资料来源：中国染料工业协会、长城证券研究所

图 2. 染料行业发展示意图

染料行业进入平稳发展阶段

分散染料进入结构调整阶段，活性染料快速发展



资料来源：公司招股说明书、中国染料工业协会、长城研究所

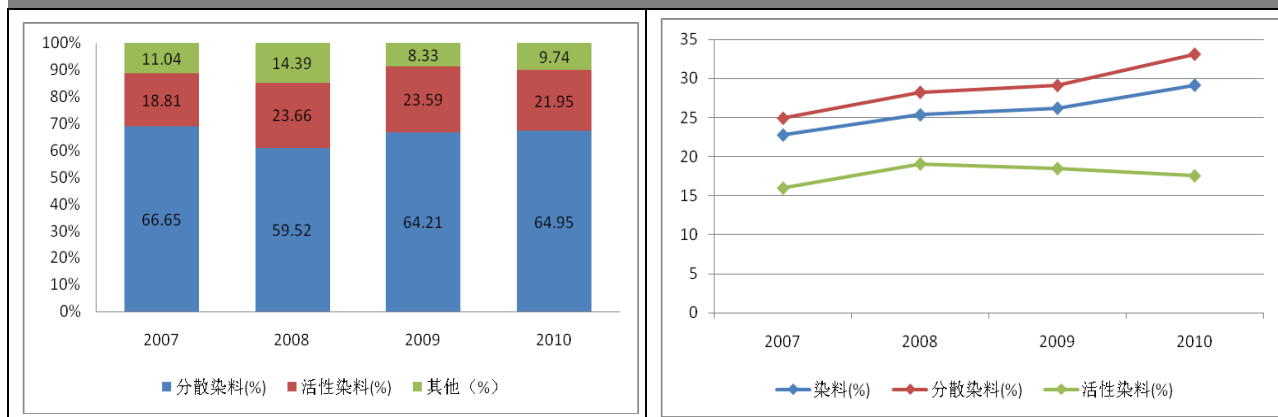
主营业务：稳健发展，盈利能力不断强化

公司目前拥有 10 万吨分散染料和 3 万吨活性染料产能，是公司的主要收入和利润来源。2010 年，分散染料和活性染料销售收入分别占公司总营收收入的 64.95%和 21.95%，这一比重近年来基本维持较为稳定的水平。从产品盈利能力来看，分散染料毛利率一直维持在 25%以上水平，并且呈现逐渐增长趋势，一方面和公司在分散染料领域的产品结构优化有关，另一方面和公司的后向一体化战略优化成本控制有关；活性染料的毛利率波动较为明显，2010 年活性染料毛利下滑与棉价高企导致需求下滑有较大关系。

图 3. 公司主营产品业务分析

分散和活性染料是公司主要营收来源

分散染料盈利能力稳健，活性染料弹性较大



资料来源：公司招股说明书、公司公告、长城研究所



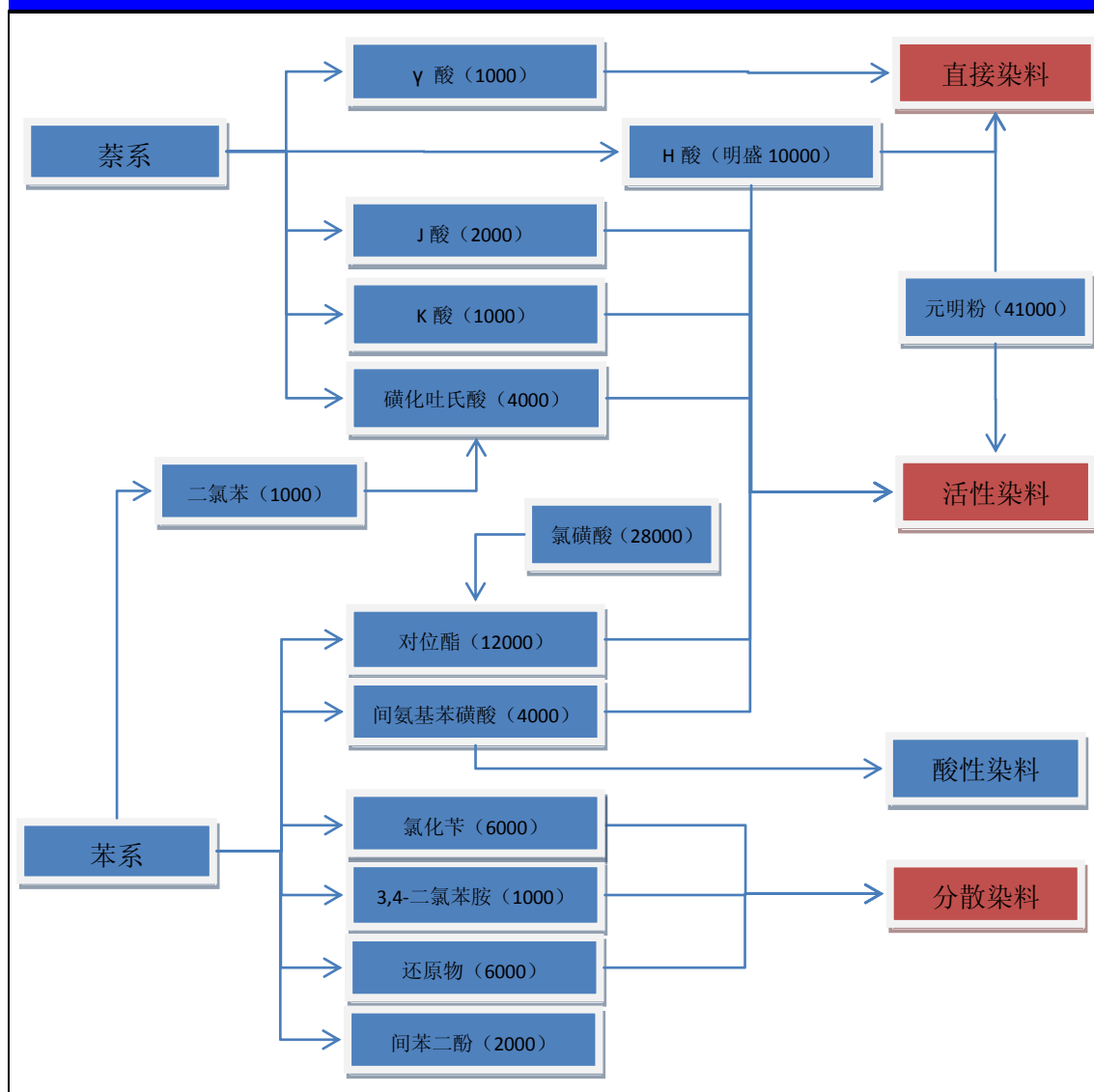
分散染料：市场话语权强，保证业绩稳健增长。国内分散染料行业经过多年的整合，目前已经形成了浙江龙盛、闰土股份和杭州吉华三家企业寡头垄断格局，三家企业的市场占有率高达 70%以上。而分散染料下游的印染企业仍然是中小企业众多，行业集中度较低的格局，加上印染企业对染料产品具有客户粘性高，更换成本大的特点，因而分散染料龙头企业的市场话语权大，成本的转嫁能力也较强，在产品价格提升度不超过下游企业承受能力的前提下，成本的顺利转嫁保证了闰土股份在此领域的业绩稳定增长。尤其是公司募投项目之一的 7000 吨高档分散染料原粉产能（实际染料产量可达 25000 吨）预计将于今年年底投产，公司的分散染料市占率将进一步提升，产品结构进一步优化，盈利能力也将获得稳步提升。

活性染料：长期行业集中度提升有利龙头，短期行业向上拐点逐步确立。活性染料相对分散染料而言，市场集中度还不高，全国活性染料生产商达 70 余家，而湖北楚原、浙江龙盛、泰兴锦鸡、杭州吉华及闰土股份 5 家企业的产能占据总产能的 6 成以上。从行业发展经验来看，马太效应强者更强符合行业的发展规律，我们认为随着活性染料行业从快速扩产逐步走向产能饱和，同时近年来高企的棉价压低活性染料企业利润的行业困境下，行业整合将于未来 5 年内提速，行业从分散过渡到集中是可以预见的。长期来看，包括公司在内的行业龙头企业将进一步扩大市场占有率，逐步形成如今分散染料市场的寡头垄断格局，确保包括公司在内的龙头企业的行业话语权。短期来看，棉花价格下行趋势已经形成。根据美国农业部最新预测，今明两个生产年度，全球棉花供应量同比将分别增加 8%和 7%左右，2011/2012 年度产销将从 2010/2011 年度的-56.4 万吨增加到 104.8 万吨，供需矛盾将得到有效缓解，棉花价格继续回归是可以期待的。随着棉花价格的走低，棉织品用量在织物中的占比有望回升，从而带动活性染料需求的上升，活性染料行业量价齐涨的趋势在明朗化，行业向上拐点逐步确立。

核心优势不断强化：“后向一体化”到“色超市”的战略转型

公司当前的核心竞争力是强大的行业话语权。公司业已成为分散染料领域的行业寡头之一，未来 5 年计划内如果顺利执行，公司分散染料的产能将达到 15 万吨，将超越龙盛成为分散染料领域全国最大生产商，行业话语权将继续得到巩固。在活性染料领域，公司计划利用自有资金将产能扩大到 6 万吨，利用行业集中度提升的机会逐步扩大市场占有率，届时公司也将牢牢坐上活性染料行业的寡头地位。

图 4. 闰土股份“后向一体化”产业链示意图



资料来源：公司招股说明书、公司公告、长城研究所

注：红色部分为公司现有产品

“后向一体化”：从成本优化角度强化核心优势。“后向一体化”指的是企业在产品生产销售过程中，向原辅材料和配件的生产供应扩展。“后向一体化”战略通过打通上游产业链的方式实现成本优化，从而提升公司的盈利能力，继续强化行业龙头地位。目前公司已经通过投资设立嘉成化工和迪邦化工等子公司为公司生产包括硫酸、染料滤饼、间二乙基等辅料或中间体产品，而公司募投项目的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 万吨萘系产品项目、年产 3.2 万吨苯及苯磺化系列产品项目均为公司主营染料业务的后向一体化配套。此外公司通过对外收购江苏和利瑞和明盛化工为公司染料业务提供原料供应，其中江苏和利瑞 2000 吨分散染



料中间体氨基油和 4500 吨染料中间体（活性蓝、酸性黑、酸性蓝）目前正在顺利建设中，其中以翠蓝为主的染料中间体今年有望实现 1500 吨产量；江苏明盛化工目前拥有 1 万吨活性染料中间体 H 酸产能，另有 1 万吨新线计划三季度投产，能够完全满足公司自用（6000 吨），并实现对外销售。

我们认为，对于染料企业而言，下游便是印染企业，产业链向下延伸已经没有空间，**企业战略方向只有两条，第一条是向上游控制原料生产，优化成本控制；第二条是向下游打造和完善营销模式。**比如浙江龙盛，在染料业务的基础上，向上游控制间苯二酚等染料中间体市场；同时利用子公司 KIRI 收购德司达，铺就全球经销网络。闰土股份的“后向一体化”战略走的是第一条路，而在营销方面，公司一方面铺就全球营销网络，另一方面也是目前第一家提出营销模式创新概念的国内染料企业。

营销理念的创新：“色超市”实现战略转型。“后向一体化”战略更多地从成本角度考虑现有产品的盈利能力提升，“差别化战略”更多地从产品附加值的角度考虑盈利能力的提升，而“色超市”的概念则是公司战略定位的突破，即从传统的产品生产商和销售商的角色华丽地转变成生产销售服务一体化的现代化企业，在产品差别化提升，产品结构层次明晰，产品架构完善的基础上，以客户个性化服务为导向，为客户提供从颜色的创想、选择、测量、配置、交流及匹配方案，从而准确有效地完成客户要求的色彩和材料整体解决方案。我们认为，从卖产品到卖服务转变的关键障碍在于产品储备的齐全和结构化，随着募投项目的投产及公司通过收购兼并运作，产品储备将不再是问题，战略转型的障碍逐步破除。最关键的是，色彩服务商的华丽变身一方面将使客户牢固化，大大提高现有客户粘性；另一方面一体化的营销模式将改变公司固有的业绩增长模式，给予公司广阔的业绩成长空间。

营销网络的拓展：收购约克夏进军国际市场。公司利用超募资金对约克夏控股增资扩股，并实现 60% 的控股，约克夏控股旗下拥有 10 家子公司及孙公司，覆盖了包括德国、西班牙、韩国、印尼、香港等在内的国家和地区的经销网络。通过收购欧洲老牌染料巨头约克夏部分股权，公司可以利用约克夏在高端染料领域的先进技术和现有的营销网络，同时结构闰土本身的成本优势，可以帮助闰土快速实现高端品牌的国际化，利用约克夏的品牌效益使公司高端产品盈利能力大大强化。

盈利预测：稳健龙头，“推荐”评级

公司作为染料行业的龙头企业，拥有绝对的市场话语权，是业绩较为稳定和增长较为明确的稳健型投资标的，并且我们看好公司“后向一体化”战略打造的盈利提升空间，并认为“色超市”全新营销模式和全球化营销网络建设将打开公司中长期的成长空间。此外公司还手握 6-7 亿元的超募资金，该资金投向是值得关注的焦点。预计公司 2011 至 2013 年业绩分别为 1.33 元、1.62 元和 2.01 元，当前股价对应市盈率分别为 19 倍、16 倍和 13 倍，给予公司“推荐”评级。

表 3：闰土股份盈利预测

年份	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	231769	324688	367839	461252
营业成本	163884	235507	260097	326934
销售费用	6897	9741	11035	13838
管理费用	15261	17858	20231	25369
营业利润	45385	61635	76485	94996
利润总额	45366	61635	76485	94996
所得税	4605	7396	9178	11399
净利润	39024	50984	61922	76909
EPS	1.323	1.329	1.615	2.005

资料来源：公司公告、长城证券研究所

风险提示：

1. 产能建设进度不如预期的风险
2. 原材料成本骤升导致的毛利率下降的风险

附录：三张报表预测摘要

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	231769	324688	367839	461252	成长性				
营业成本	163884	235507	260097	326934	营业收入增长	7.2%	40.1%	13.3%	25.4%
销售费用	6897	9741	11035	13838	营业成本增长	2.6%	43.7%	10.4%	25.7%
管理费用	15261	17858	20231	25369	营业利润增长	33.0%	35.8%	24.1%	24.2%
财务费用	-471	-1027	-1112	-1267	利润总额增长	33.3%	35.9%	24.1%	24.2%
投资净收益	13	0	0	0	净利润增长	27.3%	30.6%	21.5%	24.2%
营业利润	45385	61635	76485	94996	盈利能力				
营业外收支	-19	0	0	0	毛利率	29.3%	27.5%	29.3%	29.1%
利润总额	45366	61635	76485	94996	销售净利率	16.8%	15.7%	16.8%	16.7%
所得税	4605	7396	9178	11399	ROE	10.5%	12.0%	12.6%	13.4%
少数股东损益	1737	3254	5385	6688	ROIC	20.6%	20.5%	21.0%	22.0%
净利润	39024	50984	61922	76909	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
流动资产	315598	364530	402130	487981	管理费用/营业收入	6.6%	5.5%	5.5%	5.5%
货币资金	167392	178614	193518	226156	财务费用/营业收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
应收帐款	41789	64938	73568	92250	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	47650	48703	55176	69188	所得税/利润总额	10.1%	12.0%	12.0%	12.0%
存货	53216	65942	72827	91541	应收帐款周转率	4.34	4.69	4.44	4.90
非流动资产	84855	111489	147814	160804	存货周转率	2.75	3.39	3.16	3.50
固定资产	71468	97349	132993	145455	流动资产周转率	0.68	0.85	0.83	0.92
资产总计	400453	476019	549944	648785	总资产周转率	0.53	0.63	0.61	0.67
流动负债	28841	50313	55404	69121	偿债能力				
短期借款	2000	2000	2000	2000	资产负债率	7.6%	10.6%	10.1%	10.7%
应付款项	22975	41940	46319	58222	流动比率	10.94	7.25	7.26	7.06
非流动负债	1671	0	0	0	速动比率	9.10	5.93	5.94	5.74
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	30513	50313	55404	69121	EPS	1.323	1.329	1.615	2.005
股东权益	369940	424179	491485	575082	每股净资产	12.54	11.06	12.82	15.00
股本	29500	38350	38350	38350	每股经营现金流	-0.34	1.20	1.66	1.62
留存收益	329934	372069	433991	510899	每股经营现金/EPS	-0.3	0.9	1.0	0.8
少数股东权益	10506	13760	19144	25832	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	400453	474492	546889	644203	PE	19.0	18.9	15.6	12.5
现金流量表（万元）					PEG	0.62	0.88	0.64	-
经营活动现金流	-10038	45907	63606	62065	PB	2.0	2.3	2.0	1.7
其中营运资本减少	-55146	-16239	-17605	-39495	EV/EBITDA	14.47	13.77	10.83	8.65
投资活动现金流	-18318	-34685	-48703	-29427	EV/SALES	3.22	2.98	2.63	2.10
其中资本支出	-20309	-34765	-48703	-29427	EV/IC	3.19	3.37	2.81	2.38
融资活动现金流	182819	0	0	0	ROIC/WACC	2.87	2.85	2.93	3.06
净现金总变化	154446	11222	14903	32638	REP	1.11	1.18	0.96	0.78

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：公司公告、长城证券研究所

研究员介绍:

耿 诺: 中国地质科学院矿产学硕士，2008 年加入长城证券。

凌学良: 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券有限责任公司

GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>