

报告日期：2011年8月9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

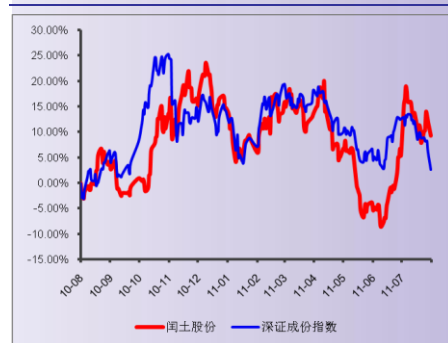
市场数据：当前股价 23.71

总市值(亿元)	90.93
流通市值(亿元)	38.88
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

1、《多重战略强化染料龙头地位——闰土股份(002440)调研报告》，2011年7月

业绩符合预期，龙头优势凸显

——闰土股份(002440)中报点评

点评：

- **稳定增长，业绩符合预期。**公司上半年营业收入 14.32 亿元，同比增长 26.99%，实现归属于母公司所有者的净利润 2.20 亿元，同比增长了 34.59%，实现摊薄后每股收益 0.57 元，基本符合预期。分季度来看，公司二季度营业收入环比增长了 22.34%，归属母公司股东净利润环比增长了 19.38%。
- **分散染料盈利稳定，活性染料将迎拐点。**公司上半年分散染料实现收入 9.36 亿元，同比增长 21.27%，较 2010H2 环比增长 27.56%，分散染料毛利率从 2010H1 的 32.68% 到 2010H2 的 33.57%，提升到 2011H1 的 33.90%，在上游产品价格高位的情况下，盈利能力实现稳步提升，体现公司在分散染料行业的强话语权和较高的成本转嫁能力。活性染料方面，上半年实现收入 2.67 亿元，同比增长 5.92%，环比小幅增长 3.87%，毛利率则从去年的 17% 的水平回落至 13.31%，这与上半年棉价高企导致需求下降有关，随着棉价回归，棉布用量回升活性染料需求重新抬头的可能性逐步加大，下半年盈利好转可能性较大。此外保险粉等产品盈利水平也不同程度的回落，这与上半年原料价格高位和需求弱势有关，但此部分产品占比较小，对公司整体业绩影响不大。
- **后向一体化战略稳步推进，染料业务盈利能力继续强化。**为目前染料业务配套的苯系、萘系、化工产品等多个募投项目正在稳步推进，预计将于 2013 至 2014 年陆续投放，此外，公司收购江苏明盛、江苏和利瑞等公司，加速染料原料及中间体的配套，从而加速后向一体化战略，实现优化成本控制，提升现有染料业务的盈利空间的目标。
- **高端产品投产+海外布局，打开新的成长空间。**公司募投项目之一的年产 7000 吨高档新型分散染料原粉项目将于 2012 年投产，最快 2011 年内就可实现部分收益。同时公司收购约克夏控股，加速海外市场的营销网络布局，届时利用约克夏的渠道优势和募投高端染料产品的成本优势，加快海外市场的拓展，从而将越过公司国内染料业务高成长的天花板，在国际市场构筑新的高成长空间。
- **稳健型的染料龙头，维持“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。维持公司 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。

盈利预测：稳健龙头，“推荐”评级

维持公司 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				
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, 有色金属行业分析师。

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

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>