

15 October 2011 | 8 pages

## 闰土股份(002440)

### 保险粉价格高企，盈利有望超预期

#### ——半年报点评报告

程艳华 执业证书编号: S1230210030002  
021-6471 8888-1119  
zsyj@stocke.com.cn

#### 本报告导读:

#### 投资要点:

##### ■ 三季度行业回顾：分散染料高位、保险粉价格持续上涨

三季度下游需求：印染布平稳增长，出口增速略有下滑。印染布产量 2011 年增速平稳，7 月-8 月份印染布产量同比增速分别为 12.71%、11.79%。增速略有下滑，但是与去年同期持平。

——销量量：我们预计公司分散染料增速与市场增速一致，同比增长 14%，环比略有下滑。

——毛利：由于分散染料市场结构稳定，今年下游需求增速较快，因此，分散染料处于较高的水平。从统计来看，分散染料价格指数高于 2010 年，三季度平均高 19% 的价格。保险粉价格进入高利润区，三季度测算均价为 7783 元/吨，高于二季度 570 元/吨，比去年同期高 1780 元/吨，或者说高 30%。硫磺价格环比增加约 70 元/吨。因此，我们测算吨利润净增加约 500 元左右。根据公司半年报中的保险粉毛利率测算，吨毛利约为 1586 元，三季度约为 2100 元/吨。

##### ■ 三季度业绩前瞻：30%-50% 增长

公司三季度业绩预告增长 30-50%。根据前面的分析及估计，我们预计三季度业绩增长符合预期。超预期因素在于分散染料的增长以及保险粉利润的增加。

##### ■ 中期：成本一体化：毛利提高进行时

公司活性染料仍然有较大的提升空间。未来，降低成本，将最少提高活性染料 4-5 个点的毛利；中间体继续深入挖掘，成本控制做到极致。氯碱项目：年产 16 万吨离子膜烧碱项目，同时综合利用，氯、氢。我们预计，该项目系列的完成将保证闰土股份每年 30% 的稳定增长。

##### ■ 投资建议：

预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.49 元、1.84 元、2.07 元，以 10 月 15 日收盘价计算，PE 分别为 14.6，11.8，10.4 倍。按照同业估值来说，2011 年市场预期 PE25 倍。

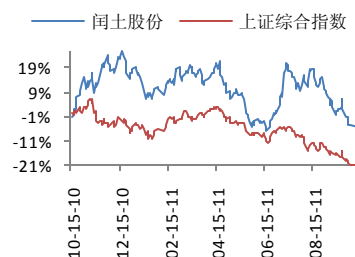
| 财务摘要 (百万元) | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入       | 2318  | 2614  | 2933  | 3148  |
| (+/-)      | 7%    | 13%   | 12%   | 7%    |
| 净利润        | 390   | 570   | 705   | 795   |
| (+/-)      | 27%   | 46%   | 24%   | 13%   |
| 每股收益 (元)   | 1.32  | 1.49  | 1.84  | 2.07  |
| P/E        | 16.36 | 14.57 | 11.77 | 10.43 |

评级: 买入

上次评级: 买入

当前价格: ¥21.65

| 单季度业绩   | 元/股  |
|---------|------|
| 2Q/2011 | 0.32 |
| 1Q/2011 | 0.34 |
| 4Q/2010 | 0.48 |
| 3Q/2010 | 0.34 |



#### 公司简介

#### 相关报告

1 《增长再认识：中国制造业转移与升级的样本》2011.08.30

报告撰写人: 程艳华

数据支持人: 范飞





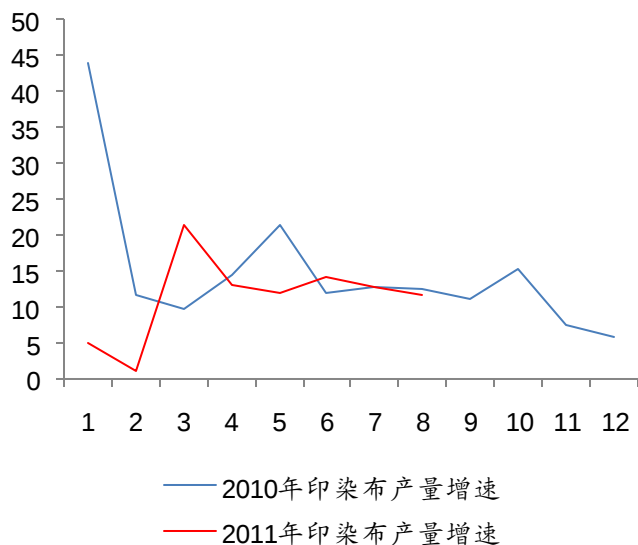
## 1. 下游需求回顾与前瞻

### 三季度下游需求：印染布平稳增长、出口增速略有下滑

印染布产量 2011 年增速平稳，7 月-8 月份印染布产量同比增速分别为 12.71%、11.79%。增速略有下滑，但是与去年同期持平。

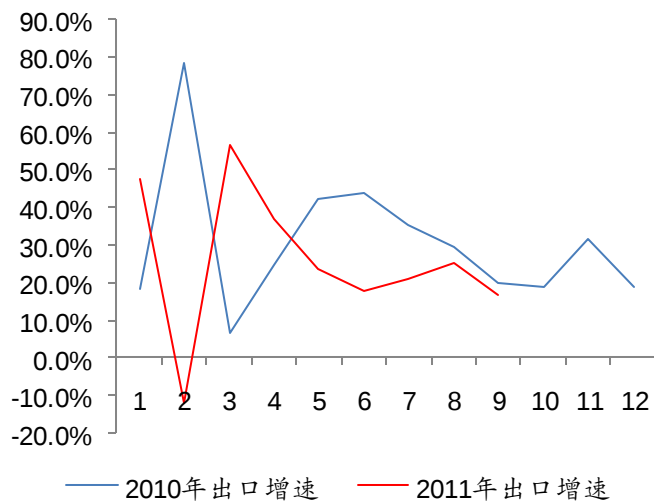
纺织服装出口增速略有下滑。7-9 月纺织服装出口金额同比增速为 21.0%、25.2%、16.6%。增速较 5-6 月份略有好转，但是增速低于去年同期。

图 1：印染布产量平稳增长



资料来源：浙商证券研究所、Wind

图 2：纺织服装出口增速



资料来源：浙商证券研究所、CEIC

前瞻：谨慎乐观

从 OECD 领先指标来看，尽管略有下滑，但是 7-8 月均保持在 100 以上，因此预计纺织服装出口仍然维持平稳的态势。同时国内的服装零售业保持平稳增长。

## 2. 产销回顾与前瞻

### 回顾：同比增长稳定，环比略有下滑，分散染料仍然强于活性染料

从浙江省染料 1-8 月的统计数据来看，分散染料销量同比增长 14%，活性染料销量同比下滑 17%。由于分散染料市场集中度高，因此销量增速基本可以反映闰土及另外一个上市公司浙江龙盛的销售增速。

我们预计公司分散染料增速与市场增速一致，同比增长 14%，环比略有下滑。





表 1: 浙江省染料 1-8 月销售统计

| 产品名称    |   | 产品销售  |           |             | 其中:出口 |           |             |
|---------|---|-------|-----------|-------------|-------|-----------|-------------|
|         |   | 本月    | 本月止<br>累计 | 同比增长<br>(%) | 本月    | 本月止<br>累计 | 同比增长<br>(%) |
| 染料总量:   | 吨 | 44094 | 371482    | 5           | 4026  | 47353     | 3           |
| 其中:酸性染料 | 吨 | 1665  | 13817     | -14         | 303   | 2076      | -30         |
| 分散染料    | 吨 | 26731 | 242853    | 14          | 2437  | 29256     | 23          |
| 硫化染料    | 吨 | 267   | 2203      | -71         | 0     | 18        | -97         |
| 活性染料    | 吨 | 7403  | 63887     | -17         | 851   | 10040     | -23         |
| 阳离子染料   | 吨 | 302   | 3179      | -37         | 119   | 1509      | -50         |
| 其他染料    | 吨 | 823   | 6401      | -15         | 20    | 20        | -91         |

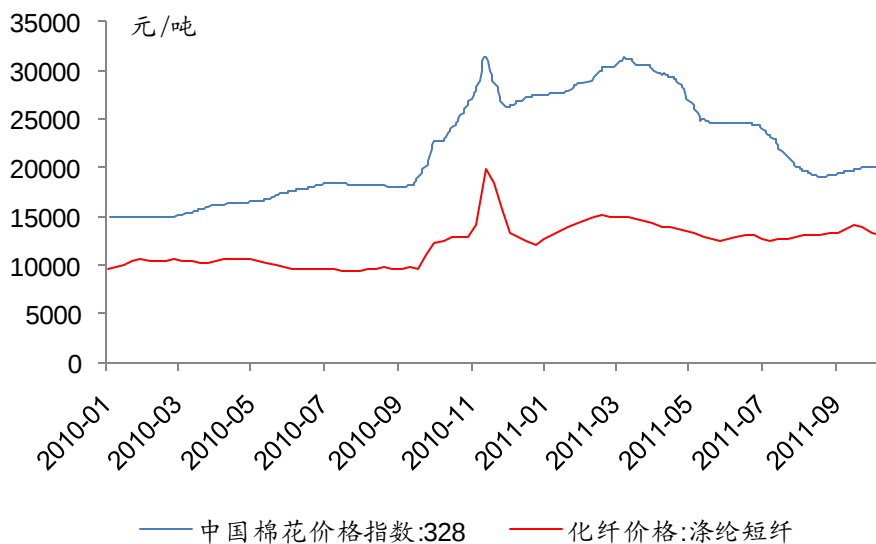
数据来源: 浙江省染料工业协会

前瞻: 分散染料平稳, 活性染料有望好转

我们预计分散染料消费增长平稳, 在下游需求不出现大的变动的情况下, 保持平稳增长;

由于棉花价格的大幅调整, 我们预计棉花使用量会逐渐增加, 利于活性染料的需求稳定, 活性染料的需求增速逐步恢复。

图 3: 棉花价格调整利于下游需求, 利于活性染料



资料来源: 浙商证券研究所、公司公告

### 3. 毛利回顾与前瞻



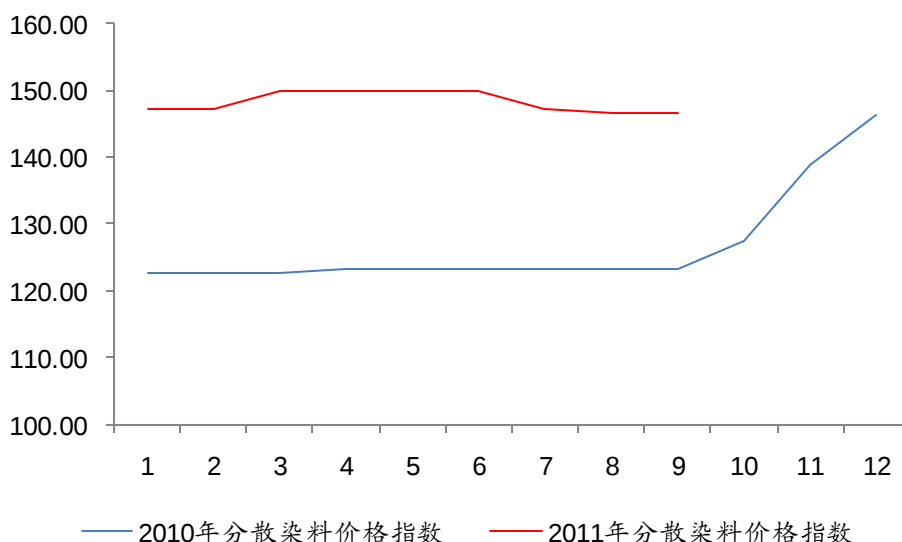


回顾：分散染料居于高位

由于分散染料市场结构稳定，今年下游需求增速较快，因此，分散染料处于较高的水平。从统计来看，分散染料价格指数高于 2010 年，三季度平均高 19% 的价格。

活性染料预计略有下滑。

图 4：分散染料价格指数同比处于高位



资料来源：浙商证券研究所、wind、韩国 PPI：分散染料

保险粉：进入高毛利区

回顾：保险粉价格稳步上涨

保险粉价格进入高利润区，三季度测算均价为 7783 元/吨，高于二季度 570 元/吨，比去年同期高 1780 元/吨，或者说高 30%。硫磺价格环比增加约 70 元/吨。因此，我们测算吨利润净增加约 500 元左右。根据公司半年报中的保险粉毛利率测算，吨毛利约为 1586 元，三季度约为 2100 元/吨。

前瞻：有望继续上涨

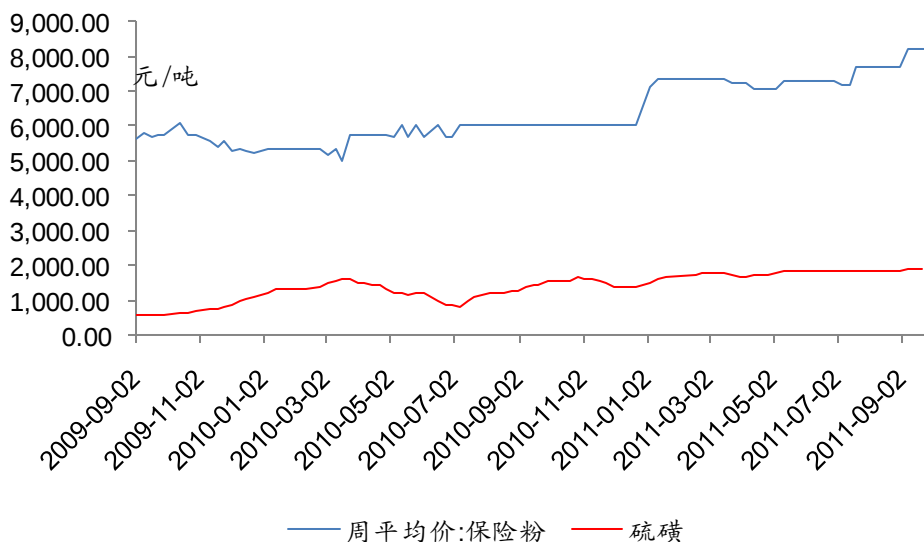
由于生产的危险性，全国保险粉供给企业相对固定，主要是 7 家企业生产。因此，供给缺乏弹性。

另一方面，保险粉主要用在纺织印染和造纸方面，二者各占三分之一左右，另外三分之一主要食品、陶土的漂白以及用作制作还原染料、硫脲、硫代安息香酸等其他方面。需求量将保持 10% 左右的增幅。





图 5：保险粉价格稳步上扬



资料来源：浙商证券研究所、wind、韩国 PPI：分散染料

#### 4. 明年增长点：后向一体化，活性染料毛利提高

##### ——收购江苏明盛：提高 H 酸自给程度

江苏明盛化工有限公司成立于 2005 年 9 月，由明盛控股集团有限公司及自然人邵诚共同出资成立，明盛化工产品主要有 H 酸、K 酸、硫酸等。2010 年营业收入 30,161.65 万元净利润 1,892.90 万元，权益评估价值 22,137.32 万。该公司产能为 H 酸 1 万吨。收购完成后，闰土自用约 6000 吨，其余出口。

##### ——和利瑞，盈利重要增长点

江苏和利瑞科技发展有限公司，成立于 2009 年 8 月，2010 年 9 月 7 日公司取得该公司 100% 股权。公司注册资本 10000 万元人民币。经营化工科技产品研发、化工产品销售。公告收购后，实际使用超募资金对江苏和利瑞增资的金额为 9,500 万元。主要是用于年产 4500 吨染料系列产品项目和 2000 吨中间体（氨基油）项目建设。年产 4500 吨染料系列产品项目和 2000 吨中间体（氨基油）项目建设投资资金约 9953 万元。该 4500 吨染料系列中间体未来成为公司的新的盈利增长点，当前分散体蓝售价 8.4 万/吨左右，氨基油单价 2 万/吨左右，和利瑞已经进入试生产阶段，完全达产后该部分未来预计贡献营收 4 亿元左右。

##### ——年产 16 万吨离子膜烧碱项目：综合利用氯、碱、氢，

公司新建离子膜烧碱生产能力 16 万吨，预计自用部分接近 7 万吨，9 万吨剩余部分主要在上虞杭州湾精细化工园区以及绍兴地区内销售。





## 5. 三季度业绩前瞻：30%-50%增长

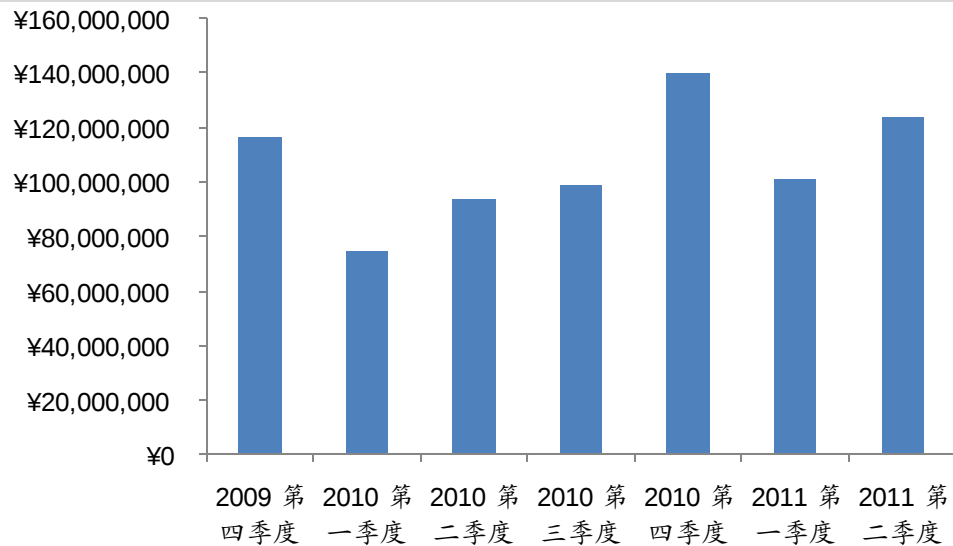
公司三季度业绩预告增长 30-50%。根据前面的分析及估计,我们预计三季度业绩增长符合预期。超预期因素在于分散染料的增长以及保险粉利润的增加。

表 2: 盈利增长分析

|      | 收入占比 | 销量同比 | 毛利率 | 毛利率增加 |
|------|------|------|-----|-------|
| 分散染料 | 65%  | 14%  | 33% | 2%    |
| 活性染料 | 22%  | -17% | 16% | -1%   |
| 保险粉  | 6%   | 5%   | 22% | 0%    |

资料来源: 浙商证券研究所估计

图 6: 闰土股份单季度利润



资料来源: 浙商证券研究所、wind

## 6. 潜在风险提示:

- 纺织服装出口出现较大的回落
- 原材料价格波动超预期





## 附录：三大报表预测值

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |       |        |        |        |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 单位：百万元          | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| <b>流动资产</b>    | 3156 | 4029  | 4642  | 5355  | <b>营业收入</b>     | 2318  | 2614   | 2933   | 3148   |
| 现金             | 1674 | 2626  | 3026  | 3607  | 营业成本            | 1639  | 1746   | 1890   | 1999   |
| 应收账款           | 418  | 467   | 552   | 574   | 营业税金及附加         | 6     | 7      | 8      | 8      |
| 其它应收款          | 2    | 9     | 6     | 6     | 营业费用            | 69    | 78     | 87     | 94     |
| 预付账款           | 37   | 41    | 46    | 44    | 管理费用            | 153   | 172    | 193    | 207    |
| 存货             | 532  | 497   | 576   | 589   | 财务费用            | -5    | -56    | -69    | -88    |
| 其他             | 493  | 390   | 436   | 533   | 资产减值损失          | 2     | 7      | 6      | 6      |
| <b>非流动资产</b>   | 849  | 855   | 834   | 778   | 公允价值变动收益        | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 1    | 8     | 7     | 5     | 投资净收益           | 0     | 2      | 1      | 1      |
| 固定资产           | 520  | 579   | 590   | 561   | <b>营业利润</b>     | 454   | 662    | 820    | 925    |
| 无形资产           | 117  | 132   | 139   | 149   | 营业外收入           | 7     | 7      | 7      | 7      |
| 其他             | 210  | 136   | 98    | 62    | 营业外支出           | 7     | 7      | 7      | 7      |
| <b>资产总计</b>    | 4005 | 4884  | 5476  | 6132  | <b>利润总额</b>     | 454   | 662    | 820    | 925    |
| <b>流动负债</b>    | 288  | 732   | 659   | 603   | 所得税             | 46    | 67     | 83     | 94     |
| 短期借款           | 20   | 315   | 246   | 194   | <b>净利润</b>      | 408   | 595    | 736    | 831    |
| 应付账款           | 161  | 138   | 138   | 138   | 少数股东损益          | 17    | 25     | 31     | 35     |
| 其他             | 108  | 278   | 274   | 271   | <b>归属母公司净利润</b> | 390   | 570    | 705    | 795    |
| <b>非流动负债</b>   | 17   | 6     | 6     | 6     | EBITDA          | 513   | 674    | 830    | 923    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 1.32  | 1.49   | 1.84   | 2.07   |
| 其他             | 17   | 6     | 6     | 6     | <b>主要财务比率</b>   |       |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 305  | 737   | 664   | 608   |                 | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 少数股东权益         | 105  | 130   | 162   | 197   | <b>成长能力</b>     |       |        |        |        |
| 归属母公司股东权益      | 295  | 384   | 384   | 384   | 营业收入            | 7.2%  | 12.8%  | 12.2%  | 7.3%   |
| <b>负债和股东权益</b> | 2082 | 1994  | 1994  | 1994  | 营业利润            | 33.0% | 45.9%  | 23.8%  | 12.8%  |
|                | 1216 | 1638  | 2272  | 2949  | 归属母公司净利润        | 27.3% | 45.9%  | 23.8%  | 12.8%  |
|                | 3594 | 4016  | 4650  | 5327  | <b>获利能力</b>     |       |        |        |        |
|                | 4005 | 4884  | 5476  | 6132  | 毛利率             | 29.3% | 33.2%  | 35.6%  | 36.5%  |
| <b>现金流量表</b>   |      |       |       |       | 净利率             | 16.8% | 21.8%  | 24.0%  | 25.3%  |
| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | ROE             | 10.9% | 14.2%  | 15.2%  | 14.9%  |
| <b>经营活动现金流</b> | -100 | 811   | 533   | 698   | ROIC            | 19.8% | 29.9%  | 33.5%  | 35.9%  |
| 净利润            | 408  | 595   | 736   | 831   | <b>偿债能力</b>     |       |        |        |        |
| 折旧摊销           | 64   | 68    | 79    | 87    | 资产负债率           | 7.6%  | 15.1%  | 12.1%  | 9.9%   |
| 财务费用           | -5   | -56   | -69   | -88   | 净负债比率           | 6.55% | 42.78% | 37.01% | 31.84% |
| 投资损失           | -0   | -2    | -1    | -1    | 流动比率            | 10.94 | 5.51   | 7.05   | 8.88   |
| 营运资金变动         | -588 | 216   | -212  | -130  | 速动比率            | 9.10  | 4.83   | 6.17   | 7.91   |
| 其它             | 21   | -10   | -0    | -0    | <b>营运能力</b>     |       |        |        |        |
| <b>投资活动现金流</b> | -183 | -63   | -61   | -34   | 总资产周转率          | 0.78  | 0.59   | 0.57   | 0.54   |
| 资本支出           | 203  | 50    | 50    | 20    | 应收帐款周转率         | 5     | 6      | 6      | 6      |
| 长期投资           | 12   | 7     | -1    | -2    | 应付帐款周转率         | 11.31 | 11.67  | 13.66  | 14.44  |
| 其他             | 32   | -5    | -12   | -16   | <b>每股指标(元)</b>  |       |        |        |        |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1828 | 204   | -72   | -82   | 每股收益            | 1.02  | 1.49   | 1.84   | 2.07   |
| 短期借款           | -382 | 295   | -70   | -52   | 每股经营现金          | -0.26 | 2.11   | 1.39   | 1.82   |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | 每股净资产           | 9.37  | 10.47  | 12.12  | 13.89  |
| 其他             | 74   | 89    | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |       |        |        |        |
| <b>现金净增加额</b>  | 2080 | -89   | 0     | 0     | P/E             | 16.36 | 14.57  | 11.77  | 10.43  |
|                | 57   | -91   | -3    | -30   | P/B             | 1.78  | 2.07   | 1.78   | 1.56   |
|                | 1544 | 952   | 400   | 582   | EV/EBITDA       | 13    | 10     | 8      | 7      |

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

