

18 January 2012 | 8 pages

闰土股份(002440)

跟踪报告：盈利能力强劲，2012 继续增长

程艳华 执业证书编号：S1230511010007
021-6471 8888-1119
zsyj@stocke.com.cn

本报告导读：

投资要点：

■ 全年业绩平稳

公司分散染料盈利状况良好，主要得益于：1) 下游需求尚可；2) 分散染料市场结构较好，能够维持合理的毛利；

公司保险粉盈利处于高位。

公司的活性染料盈利能力受到抑制，但是预计已经度过最低点。主要是受制于下游棉花产业链调整，以及活性染料行业的激烈竞争。随着公司重要中间体自产，能够带来盈利好转，以及棉花需求量已经有所恢复，销量将同比 2011 年好转。

■ 2012 年业绩前瞻：15%-20%增长

综合公司 2012 年业绩来源，我们预计公司 2012 年相对 2011 年有 15%-20% 的增长。主要是：1、收购江苏明盛提高 H 酸自给程度，同时活性染料的毛利和销量会有所提高、2、和利瑞盈利重要增长点 3、约克夏收购开始贡献。

另外公司三季报显示，有 16.65 亿元现金，年产 16 万吨离子膜烧碱项目等募投项目在中报中显示尚未有实质性启动，预计公司将尽快进行该项目建设，同时进行配套的氯气和氢气等副产物利用项目建设。该项目的实质性启动将带来公司盈利的再上台阶。

■ 投资建议：

预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.29 元、1.5 元、1.75 元，以 1 月 18 日收盘价计算，PE 分别为 12.6、10.77、9.3 倍。（鉴于目前的经济形势，我们略微调低了 2012 年业绩预测）

公司市值 62 亿元，扣除 16 亿元现金再加上净负债 2.8 亿元，企业价值估值为 48.8 亿元，预计 2012 年盈利 5.8 亿元，有较好的防御能力。继续维持买入评级。

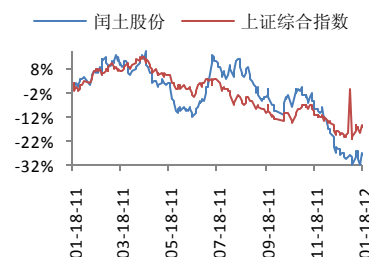
财务摘要 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	2318	2533	2674	3015
(+/-)	7%	9%	6%	13%
净利润	390	493	576	670
(+/-)	27%	26%	17%	16%
每股收益 (元)	1.32	1.29	1.50	1.75
P/E	12.23	12.59	10.77	9.26

评级：买入

上次评级：买入

当前价格：¥16.18

单季度业绩	元/股
3Q/2011	0.36
2Q/2011	0.32
1Q/2011	0.34
4Q/2010	0.48



公司简介

相关报告

- 1《三季度盈利增长三成，符合预期》2011.10.24
- 2《保险粉价格高企，盈利稳定增长》2011.10.17
- 3《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





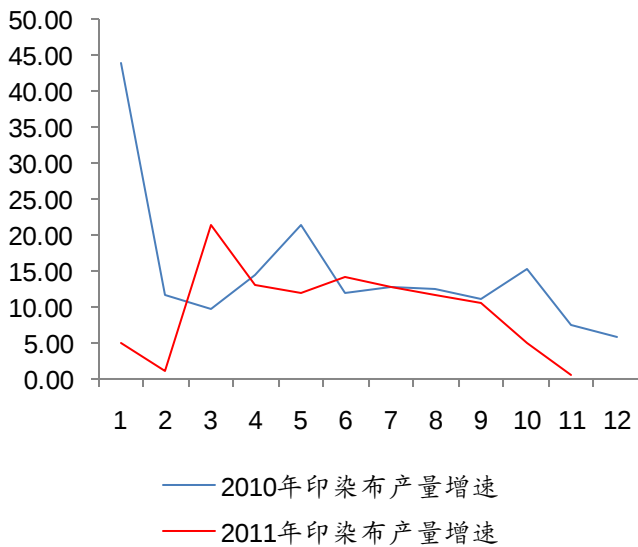
1. 下游需求回顾与前瞻

三季度下游需求：服装出口增速下滑，棉布增速提高

纺织服装出口增速略有下滑。纺织服装制造出口交货值累计同比 11 月份增速 15.29%。

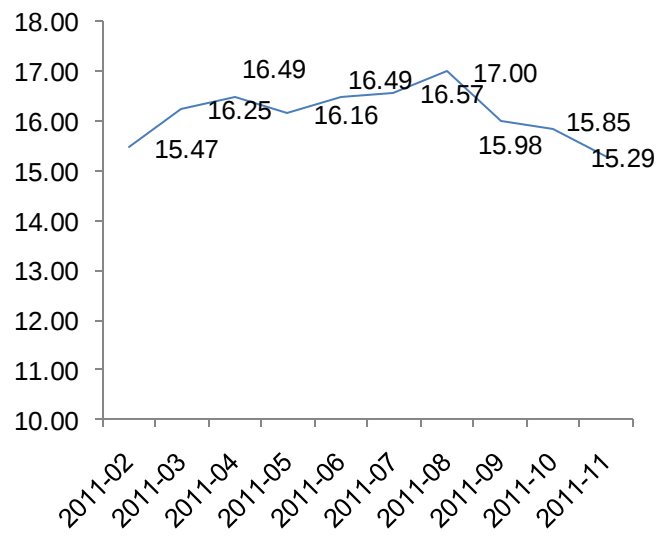
印染布产量增速在 9 月份以后也出现了较大幅度的减少。由于棉花价格处于相对低位，棉布产量增速加快，11 月份高达 12.66%，相对于 7 月的低位 4.79% 增速，出现了较大幅度的回暖。我们预计 2012 年棉布产量增速会好于 2011 年。因此利于活性染料行业。

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：纺织服装制造出口交货值累计同比



资料来源：浙商证券研究所、国家统计局，wind

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 1-11 月的统计数据来看，分散染料销量同比增长 11%，活性染料销量同比下滑 19%。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。活性染料的销量增速快速下滑，主要是：1、去年同期基数较高；2、活性染料行业竞争激烈

表 1：浙江省染料销售统计

浙江省累计销量增速	2011 年 5 月	2011 年 8 月	2011 年 11 月
分散染料	25	14	11
活性染料	-16	-17	-19

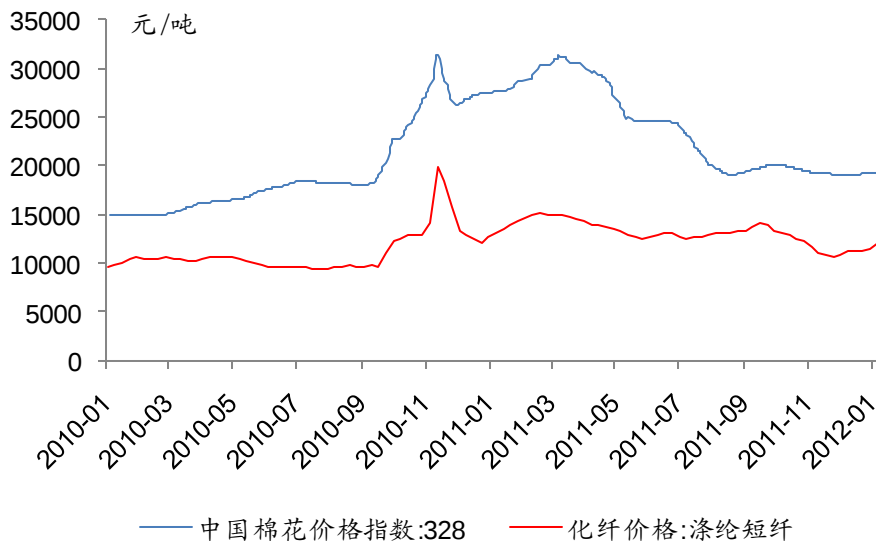
数据来源：浙江省染料工业协会





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

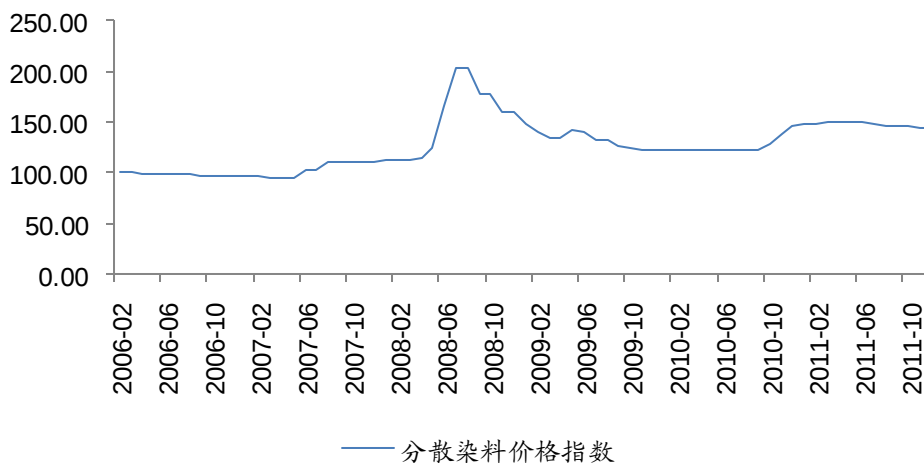


资料来源：浙商证券研究所、公司公告

3. 毛利回顾与前瞻

分散染料价格相对平稳中四季度略有下滑。

图 4：分散染料价格平稳

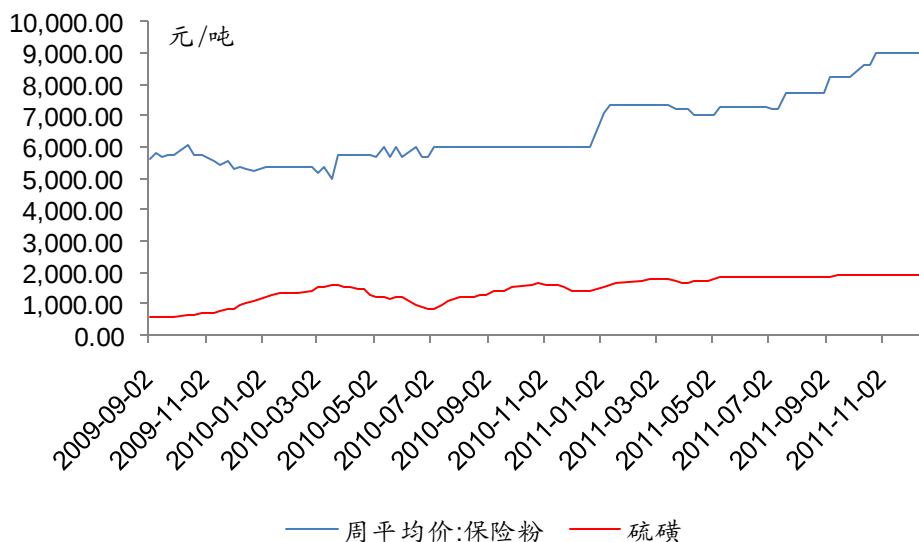


资料来源：浙商证券研究所、wind、韩国 PPI：分散染料





图 5: 保险粉价格平稳



资料来源: 浙商证券研究所、wind

4. 2012 年业绩增长点: 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, 和利瑞已经进入试生产阶段。

——约克夏收购开始贡献

公司收购的约克夏公司将产生贡献。约克夏 2011 年能够实现盈亏平衡, 2012 年贡献一定的业绩, 约克夏贡献销售收入 2 个亿左右, 明年贡献一定的业绩。同时带动原有部分产品实现升级。





5. 2012 年业绩预测：15%-20%增长

综合公司 2012 年业绩来源,我们预计公司 2012 年相对 2011 年有 15%-20%的增长。主要是: 1、收购江苏明盛提高 H 酸自给程度,同时活性染料的毛利会有所提高、2、和利瑞盈利重要增长点 3、约克夏收购开始贡献。

另外公司三季报显示,有 16.65 亿元现金,年产 16 万吨离子膜烧碱项目等募投项目在中报中显示尚未有实质性启动,预计公司将尽快进行该项目建设,同时进行配套的氯气和氢气等副产物利用项目建设。该项目的实质性启动将带来公司盈利的再上台阶。

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
流动资产	3156	3950	4437	5041	营业收入	2318	2533	2674	3015
现金	1674	2569	2935	3334	营业成本	1639	1760	1804	2018
应收账款	418	453	503	550	营业税金及附加	6	7	7	8
其它应收款	2	9	5	6	营业费用	69	75	80	90
预付账款	37	41	46	44	管理费用	153	167	176	199
存货	532	502	550	595	财务费用	-5	-55	-67	-83
其他	493	378	398	511	资产减值损失	2	7	6	6
非流动资产	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	营业利润	454	573	670	779
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
资产总计	4005	4804	5271	5818	利润总额	454	573	670	779
流动负债	288	732	659	603	所得税	46	58	68	79
短期借款	20	315	246	194	净利润	408	515	602	700
应付账款	161	138	138	138	少数股东损益	17	22	26	30
其他	108	278	275	271	归属母公司净利润	390	493	576	670
非流动负债	17	6	6	6	EBITDA	513	586	682	783
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.32	1.29	1.50	1.75
其他	17	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	305	737	665	609		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	105	127	153	182	成长能力				
归属母公司股东权益	295	384	384	384	营业收入	7.2%	9.3%	5.5%	12.8%
负债和股东权益	2082	1994	1994	1994	营业利润	33.0%	26.3%	16.8%	16.3%
	1216	1562	2076	2649	归属母公司净利润	27.3%	26.3%	16.8%	16.3%
	3594	3940	4454	5027	获利能力				
	4005	4804	5271	5818	毛利率	29.3%	30.5%	32.5%	33.0%
现金流量表					净利率	16.8%	19.5%	21.5%	22.2%
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	10.9%	12.5%	12.9%	13.3%
经营活动现金流	-100	754	492	500	ROIC	19.8%	25.9%	28.5%	30.5%
净利润	408	515	602	700	偿债能力				
折旧摊销	64	68	79	87	资产负债率	7.6%	15.3%	12.6%	10.5%
财务费用	-5	-55	-67	-83	净负债比率	6.55%	42.78%	36.99%	31.82%
投资损失	-0	-2	-1	-1	流动比率	10.94	5.40	6.73	8.36
营运资金变动	-588	238	-120	-202	速动比率	9.10	4.71	5.90	7.37
其它	21	-10	-0	-0	营运能力				
投资活动现金流	-183	-63	-61	-34	总资产周转率	0.78	0.58	0.53	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	11.77	13.03	14.58
其他	32	-5	-12	-16	每股指标(元)				
筹资活动现金流	1828	203	-65	-66	每股收益	1.02	1.29	1.50	1.75
短期借款	-382	295	-70	-52	每股经营现金	-0.26	1.97	1.28	1.30
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.37	10.27	11.61	13.11
其他	74	89	0	0	估值比率				
现金净增加额	2080	-89	0	0	P/E	12.23	12.59	10.77	9.26
	57	-92	5	-14	P/B	1.33	1.57	1.39	1.23
	1544	895	366	400	EV/EBITDA	9	8	7	6

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>

