

投资评级：推荐（首次）

#### 分析师

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

顾锐 0755-83675954

Email:gurui @cgws.com

执业证书编号:S1070516040001

余嫄嫄 021-61680360

Email:yuyy@cgws.com

执业证书编号:S1070512120001

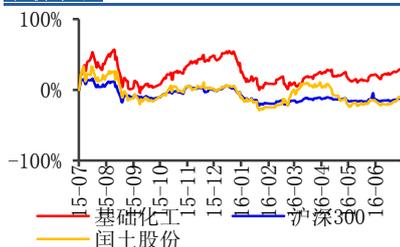
#### 市场数据

目前股价	15.91
总市值(亿元)	122.03
流通市值(亿元)	92.04
总股本(万股)	76,700
流通股本(万股)	57,848
12个月最高/最低	23.99/12.37

#### 盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	4951	5397	5829
(+/-%)	9.5%	9.0%	8%
净利润	734	885	995
(+/-%)	0%	20.6%	12.4%
摊薄 EPS	0.96	1.15	1.30
PE	15.4	12.8	11.4

#### 股价表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

## G20 峰会结束后，染料需求有望恢复

——闰土股份（002440）公司调研简报

#### 投资建议

闰土股份为国内染料龙头企业，国内市场份额稳居第二位。长期来看，随着国内环保要求的提高，染料企业清洁化生产是大势所趋，一体化清洁生产的染料龙头企业将最终受益。短期来看，预计 G20 峰会结束后，下游印染需求将恢复，届时染料需求环境将得到改善。预计闰土股份 2016 年至 2018 年 EPS 分别为 0.96 元、1.15 元、1.30 元，PE 为 15.4X、12.8X、11.4X，首次给予“推荐”评级。

#### 投资要点

- **染料行业总量将保持平稳：**“十二五”期间，国内染料行业产量年均增幅不到 5%，与以前 15%-20% 的产量增速相比明显下降，价格和利润大幅提升。2015 年，闰土股份染料产能约 16 万吨，其中分散染料产能 11 万吨，活性染料产能 4 万吨，其他染料 1 万吨，染料市场份额稳居国内第二位。2015 年，公司染料产量为 12.9 万吨，同比下降 4.49%。
- **G20 峰会结束后，染料需求将恢复：**2015 年整体染料产业链的产品价格都大幅调整，行业去库存现象明显，下游经销商及印染企业及的库存已经处于低位，因此年初价格出现底部反弹，但由于淡季因素，很快回落。G20 峰会导致一些印染企业生产受到限制，抑制了染料行业需求。预计 G20 峰会结束后，下游印染需求将恢复，届时染料需求环境将得到改善。并且今年受上游中间体供应受限和下游印染企业复工影响，G20 之后价格有望反弹。
- **公司设立产业并购基金，并购值得期待：**公司使用自有资金 10 亿元，设立产业并购母基金，并根据产业方向，与不同机构合作，成立并购子基金。基金投资方向包括：化工新材料、医药医疗健康和环保产业等行业。公司设立产业投资并购母基金，将寻求对公司具有战略意义的投资和并购标的，充分利用合作方的专业投资团队，抓住传统产业的转型升级机遇，通过向具有良好成长性和发展前景的项目进行投资，获得投资收益。
- **风险提示：**国内染料行业景气度低于预期。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,345.22	4,521.83	4,951.40	5,397.03	5,828.79	<b>成长性</b>					
营业成本	3,020.96	3,059.47	3,416.47	3,616.01	3,847.00	营业收入增长	11.3%	-15.4%	9.5%	9.0%	8.0%
销售费用	118.07	115.20	138.64	151.12	174.86	营业成本增长	-3.1%	1.3%	11.7%	5.8%	6.4%
管理费用	508.37	450.52	495.14	566.69	629.51	营业利润增长	44.4%	-49.9%	7.2%	20.6%	12.4%
财务费用	29.24	24.01	-4.53	-26.23	-46.14	利润总额增长	47.6%	-47.7%	0.4%	20.6%	12.4%
投资收益	27.96	22.91	0.00	0.00	0.00	净利润增长	55.4%	-43.0%	0.0%	20.6%	12.4%
营业利润	1,643.50	822.61	881.75	1,063.35	1,195.38	<b>盈利能力</b>					
其他非经常性	37.02	55.96	0.00	0.00	0.00	毛利率	43.5%	32.3%	31.0%	33.0%	34.0%
利润总额	1,680.52	878.58	881.75	1,063.35	1,195.38	销售净利率	24.1%	16.2%	14.8%	16.4%	17.1%
所得税	294.72	128.94	132.26	159.50	179.31	ROE	22.5%	12.2%	11.3%	12.5%	12.8%
少数股东损益	99.18	15.85	15.85	19.11	21.49	ROIC	25.1%	11.3%	11.7%	15.0%	16.6%
归属母公司股东	1,286.61	733.78	733.64	884.74	994.59	<b>营运效率</b>					
						销售费用/营业收入	2.2%	2.5%	2.8%	2.8%	3.0%
						管理费用/营业收入	9.5%	10.0%	10.0%	10.5%	10.8%
						财务费用/营业收入	0.5%	0.5%	-0.1%	-0.5%	-0.8%
						投资收益/营业利润	1.7%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
						所得税/利润总额	17.5%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
						应收帐款周转率	2.08	1.99	2.37	2.03	2.36
						存货周转率	2.38	2.62	2.94	2.77	2.92
						固定资产周转率	2.54	1.70	1.91	2.47	3.27
						总资产周转率	0.71	0.61	0.65	0.64	0.65
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	19.1%	16.3%	11.7%	12.8%	11.2%
						流动比率	2.98	3.23	5.12	5.40	6.80
						速动比率	1.86	2.03	3.50	3.93	5.22
						<b>每股指标 (元)</b>					
						EPS	1.68	0.96	0.96	1.15	1.30
						每股净资产	7.45	7.81	8.46	9.24	10.12
						每股经营现金流	1.61	1.65	1.60	1.13	1.87
						每股经营现金/EPS	0.96	1.73	1.67	0.98	1.44
						<b>估值</b>					
						PE	8.80	15.44	15.44	12.80	11.39
						PEG	(0.75)	1.45	N/A	N/A	N/A
						PB	1.98	1.89	1.75	1.60	1.46
						EV/EBITDA	6.39	10.11	8.04	6.78	5.69
						EV/SALES	2.24	2.59	2.16	1.88	1.54
						EV/IC	1.88	1.84	1.82	1.72	1.66
						ROIC-WACC	25%	11%	12%	15%	17%
						EV/EBIT	7.03	13.02	12.22	9.77	7.83

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

**研究员介绍及承诺**

**杨超:** 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

**顾锐:** 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所, 任化工行业分析师。

**余媛媛:** 2010-2012 年任职于国金证券, 2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

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。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(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任何其它任何用途。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。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**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。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 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 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>