

闰土股份 (002440.SZ)

染料行业短期低迷，价格处于底部，积蓄能量静待行业复苏

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,572	6,268	5,534	6,026	6,518
增长率 yoy (%)	6.6	12.5	-11.7	8.9	8.2
归母净利润(百万元)	836	607	381	602	780
增长率 yoy (%)	6.0	-27.4	-37.1	58.0	29.5
ROE (%)	8.3	6.4	3.8	5.8	7.3
EPS 最新摊薄(元)	0.73	0.53	0.33	0.52	0.68
P/E (倍)	10.2	14.0	22.3	14.1	10.9
P/B (倍)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 11 日收盘价

事件 1: 2023 年 4 月 28 日, 闰土股份发布 2022 年年报, 公司 2022 年营业总收入为 62.68 亿元, 同比增长 12.49%; 归母净利润为 6.07 亿元, 同比下降 27.42%; 扣非净利润为 4.19 亿元, 同比下降 30.96%。对应公司 22Q4 营业总收入为 14.02 亿元, 环比下降 3.07%; 归母净利润为 0.56 亿元, 环比上升 11.52%。

事件 2: 2023 年 4 月 28 日, 闰土股份发布 2023 年一季报, 公司 1Q23 营业总收入为 13.43 亿元, 同比下降 14.98%, 环比下降 4.17%; 归母净利润为 0.09 亿元, 同比下降 95.63%, 环比下降 83.62%。

染料板块承压, 其他化工原料板块发力推动整体营收增长。公司 2022 年染料/助剂/其他化工原料板块收入分别为 36.61/3.00/18.72 亿元, YoY 分别为 2.06%/18.39%/24.79%, 毛利率分别为 14.42%/20.28%/31.20%, 同比分别 -11.25/-9.29/-0.84pcts。公司营收增长主要与其他化工原料板块销售量上升所带来的收入增长有关。销售费用率为 1.09%, 同比下降 0.05pcts; 管理费用率为 7.05%, 同比下降 1.33pcts; 财务费用率为 -1.29%, 同比下降 0.62pcts, 主要系本期汇兑收益增加所致; 研发费用率为 3.92%, 同比下降 0.56pcts。2022 年公司归母净利润出现明显下滑, 净利率为 10.06%, 同比下降 4.31pcts, 其主要原因为各版块毛利率均出现下滑。

2022 年公司现金流量情况良好。经营性活动产生现金流净额为 8.83 亿元, 同比增长 48.64%, 主要系本期收到的税费返还增加及支付的各项税费减少所致; 投资活动产生现金流净额为 -1.25 亿元, 同比上升 85.80%, 主要系本期投资支付的现金减少所致; 筹资活动产生现金流净额为 0.62 亿元, 同比上升 109.50%, 主要系本期偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金减少所致。期末现金及现金等价物余额为 19.35 亿元, 同比上升 78.99%。应收账款同比增加 15.58%, 主要系本期赊销增加所致, 应收账款周转率有所上升, 由 2021 年底的 6.68 次变为 7.90 次。存货同比增加 32.23%, 主要系本期库存商品增加所致, 存货周转率变化不大, 由 2021 年底的 3.80 次变为 3.88 次。

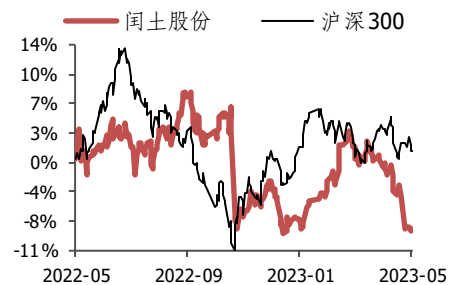
公司 2023 年一季度毛利率与净利率同比均有所下滑。公司业绩符合市场预期, 1Q23 销售毛利率/净利润率分别为 15.06%/1.35%, 同比分别

增持 (首次评级)

股票信息

行业	基础化工
2023 年 5 月 11 日收盘价(元)	7.06
总市值(百万元)	8,122.53
流通市值(百万元)	6,797.92
总股本(百万股)	1,150.50
流通股本(百万股)	962.88
近 3 月日均成交额(百万元)	41.85

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

相关研究

-8.56/-11.67ppt。销售费用同比上升 9.00%，销售费用率为 1.25%，同比增加 0.27pcts；管理费用同比下降 4.00%，管理费用率为 9.34%，同比增加 1.07pcts；财务费用同比下降 509.85%，财务费用率为-0.70%，同比下降 0.60pcts，主要系利息收入较去年同期增加所致；研发费用同比下降 38.36%，研发费用率为 3.30%，同比下降 1.25pcts，主要系公司基于降本增效，优化新产品研发项目所致。经营活动产生现金流净额为 0.52 亿元，同比下降 91.62%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金较去年同期减少，购买商品、接受劳务支付的现金较去年同期增加所致；投资活动产生现金流净额为-2.62 亿元，同比下降 260.21%，主要系收回投资所收到的现金较去年同期减少所致。筹资活动产生现金流净额为-0.03 亿元，同比上升 18.77%。存货同比上升 13.54%，存货周转率同比由 2022 年一季度的 1.00 次变为 0.78 次。应收账款同比上升 3.94%，应收账款周转率同比由 2022 年一季度的 1.72 次变为 1.35 次。

下游需求低迷叠加行业内供给增加，染料业务板块承压。据中国印染行业协会数据¹，2022 年 1-12 月，印染行业规模以上企业印染布产量 556.22 亿米，同比下降 7.52%。全年来看，一季度，行业生产形势基本良好，印染布产量维持正增长，二季度开始，俄乌冲突加剧、欧美加速收紧货币政策、国内疫情多发频发等因素对终端消费市场造成较大冲击，印染布产量增速逐季回落。总需求不足是印染行业生产面临的突出问题，印染布产量下滑导致染料需求不足。同时，染料行业内部新增产能的陆续投产也进一步加剧了竞争，染料产品价格受到影响，不断下滑。此外，公司主要原材料价格大多出现大幅度上涨，增加了生产成本，对产品毛利率产生了较大影响。在不利背景下，公司依托自身品牌优势以及规模化优势，实现染料业务稳定经营。2022 年染料产量 16.60 万吨，同比增长 14.32%；染料销售量 15.78 万吨，同比增长 6.89%，销售量的增长成功抵消了产品价格下降带来的不利影响，染料业务板块营收规模依旧稳定。公司产品销售市场占有率继续稳居国内染料市场份额前二位，规模化优势降低了产品单位成本，并推进了企业的资源综合利用。同时，公司积极向上延伸产业链，形成了从热电、蒸汽、氯气、烧碱，到中间体、滤饼、染料等完善的产业链，其有助于降低生产成本，避免染料中间体价格波动对公司经营的影响，增强公司抗市场风险的能力。我们预计，公司将凭借其规模化优势以及产业链优势，仍有望在激烈竞争保持较高市场占有率，在未来染料行业的复苏的趋势下迎来发展。

公司研发能力突出，新建项目有条不紊顺利推进。公司持续投入研发，闰土研究院获得省级企业重点研究院，成为浙江省绍兴市上虞区第三家省级重点研究院，编写的尖兵领雁项目指南成功列入浙江省科技厅的申报目录，并最终获得浙江省科技厅尖兵项目。公司在染料、中间体、生产工艺等领域积极进行研发投入，2022 年共获得授权发明专利 25 项，授权实用新型专利 17 项，新申请发明专利 27 项，新申请实用新型专利 8 项。研发成果有效推进了公司产业链延伸，降低了公司环保成本及生产压力，增强公司竞争力。同时，公司各项目顺利推进，进度符合预期，迪邦公司 4.78 万吨/年高强度环保型分散染料项目完成验收，并投入生产；年产 500 吨分散蓝项目中硝化工段技改项目通过专家评审并开展试生产；染料公司阳离子染料项目完工，试生产期间各项指标平稳；嘉成公司中 F 硝化连续化改造项目运行良好；泰邦公司多效冷凝水项目稳定运行，缓解了污水生化处理系统负荷；闰华数码年产 10440 吨数码印花商品染料项目一期建设完成并开始投产；闰智公司年

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/GuBgp3BeVMvMHqXSD4Is4Q>

产 20000 吨助剂桶、托盘制品项目稳步推进。我们认为公司研发将推动公司持续发展，各项目的稳步实施也将提升公司市场竞争力。

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 55.34/60.26/65.18 亿元，实现归母净利润分别为 3.81/6.02/7.80 亿元，对应 EPS 分别为 0.33/0.52/0.68，当前股价对应的 PE 倍数分别为 22X、14X、11X。我们认为短期染料价格处于底部，染料价格复苏仍需等待行业复苏。公司实现向染料产业链上游延伸，同时具有规模化以及品牌优势，有望在未来染料行业的复苏中占得先机，进一步提升自身市场竞争力以及占有率。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：染料需求不及预期；染料/中间体产能大幅扩张；行业竞争加剧；原材料价格波动风险；安全风险，环保风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5557	6901	6180	6984	6489
现金	1113	1953	2007	1877	2030
应收票据及应收账款	736	850	667	919	832
其他应收款	11	10	9	11	11
预付账款	42	59	30	68	38
存货	1103	1459	910	1546	1018
其他流动资产	2552	2570	2556	2563	2560
非流动资产	5874	5750	5288	5554	5817
长期投资	380	615	915	1227	1552
固定资产	3478	3287	2599	2606	2580
无形资产	321	299	274	248	220
其他非流动资产	1695	1549	1501	1473	1465
资产总计	11431	12650	11468	12538	12306
流动负债	1260	2716	1470	2323	1688
短期借款	39	438	438	481	541
应付票据及应付账款	847	1358	720	1413	824
其他流动负债	373	920	312	429	323
非流动负债	582	89	66	64	61
长期借款	500	0	-23	-25	-27
其他非流动负债	82	89	89	89	89
负债合计	1842	2805	1536	2387	1750
少数股东权益	153	188	182	172	165
股本	1151	1151	1151	1151	1151
资本公积	1194	1197	1197	1197	1197
留存收益	7298	7511	7721	8031	8442
归属母公司股东权益	9436	9657	9750	9979	10392
负债和股东权益	11431	12650	11468	12538	12306

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	594	883	586	641	907
净利润	801	630	375	593	773
折旧摊销	472	495	366	385	422
财务费用	-37	-81	-35	-34	-33
投资损失	-132	-149	-90	-105	-119
营运资金变动	-457	-109	30	-123	-42
其他经营现金流	-52	97	-60	-75	-95
投资活动现金流	-882	-125	244	-473	-476
资本支出	252	196	-395	338	361
长期投资	-727	46	-300	-313	-325
其他投资现金流	97	25	148	178	209
筹资活动现金流	-657	62	-776	-342	-337
短期借款	-331	398	0	43	60
长期借款	300	-500	-23	-2	-3
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	43	3	0	0	0
其他筹资现金流	-669	161	-753	-383	-394
现金净增加额	-952	854	54	-173	94

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5572	6268	5534	6026	6518
营业成本	4047	4976	4601	4770	4980
营业税金及附加	70	41	53	49	57
销售费用	63	68	62	66	72
管理费用	467	442	445	489	515
研发费用	250	246	217	242	266
财务费用	-37	-81	-35	-34	-33
资产和信用减值损失	-44	-89	1	1	4
其他收益	91	158	125	141	133
公允价值变动收益	153	77	59	73	90
投资净收益	132	149	90	105	119
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	1045	871	465	764	1007
营业外收入	2	2	40	17	15
营业外支出	16	41	32	26	29
利润总额	1030	832	474	755	993
所得税	230	202	99	162	221
净利润	801	630	375	593	773
少数股东损益	-35	24	-6	-10	-8
归属母公司净利润	836	607	381	602	780
EBITDA	1463	1287	809	1110	1389
EPS (元/股)	0.73	0.53	0.33	0.52	0.68

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	6.6	12.5	-11.7	8.9	8.2
营业利润 (%)	13.5	-16.7	-46.6	64.2	31.8
归属母公司净利润 (%)	6.0	-27.4	-37.1	58.0	29.5
获利能力					
毛利率 (%)	27.4	20.6	16.9	20.8	23.6
净利率 (%)	14.4	10.1	6.8	9.8	11.9
ROE (%)	8.3	6.4	3.8	5.8	7.3
ROIC (%)	7.7	5.6	3.4	5.4	6.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.1	22.2	13.4	19.0	14.2
净负债比率 (%)	-5.4	-9.8	-15.5	-13.5	-13.9
流动比率	4.4	2.5	4.2	3.0	3.8
速动比率	3.1	1.7	3.1	2.0	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6.7	7.9	7.3	7.6	7.4
应付账款周转率	6.4	7.2	6.8	7.0	6.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.73	0.53	0.33	0.52	0.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.52	0.77	0.51	0.56	0.79
每股净资产 (最新摊薄)	8.20	8.39	8.47	8.67	9.03
估值比率					
P/E	10.2	14.0	22.3	14.1	10.9
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.2	5.8	8.5	6.3	5.0

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 11 日收盘价

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专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）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院，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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：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。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	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 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

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