

印染行业困境反转，公司业绩有望边际改善

闰土股份 (002440)

事件

事件 1: 公司发布 2020 年年度报告, 2020 年公司实现营收 52.28 亿元, 同比 2019 年 65.13 亿元减少 19.73%。实现归母净利 7.88 亿元, 同比 2019 年 13.70 亿元减少 42.47%, 实现扣非归母净利 5.56 亿元, 同比 2019 年 10.75 亿元减少 48.26%; 2020 年 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营收 11.43 亿元、11.22 亿元、13.89 亿元、15.74 亿元, 其中 Q4 环比增加 13.32%; 分别实现归母净利 2.30 亿元、1.45 亿元、1.81 亿元、2.31 亿元, 其中 Q4 环比增加 27.62%。

事件 2: 公司发布 2021 年一季度报告, 公司 2021Q1 实现营收 14.17 亿元, 同比增加 23.92%; 实现归母净利 1.76 亿元, 同比减少 23.40%; 实现扣非后归母净利 1.32 亿元, 同比增加 133.44%。

简评

纺织印染行业承压疫情冲击, 公司营收有所下滑:2020 年受疫情影响全球经济一度停摆, 不同经济领域都面临下行风险, 纺织服装出口受到打击, 2020 年规模以上印染企业印染布产量为 525.03 亿米, 同比减少 3.71%, 下游需求不足导致染料产品价格疲软、产销量同比下滑。公司 2020 年实现营收 52.28 亿元, 同比 2019 年 65.13 亿元减少 19.73%。实现归母净利 7.88 亿元, 同比 2019 年 13.70 亿元减少 42.47%。公司业务构成主要为染料、助剂及其他化工原料, **染料 (销量、毛利率均下滑):** 2020 年公司染料收入为 39.81 亿元, 同比减少 24.39%; 毛利率为 29.9%, 同比减少 8.46%; 销量为 16.3 万吨, 同比减少 2.98%;2020H1 价格为 2.6 万元/吨, 2020H2 价格为 2.3 万元/吨, 环比下滑 10.97%, 全年平均实现价格为 2.45 万元/吨。**助剂 (销量、毛利率均下滑):** 公司助剂收入为 1.97 亿元, 同比减少 22%; 毛利率为 18.92%, 同比下降 10.29%; 销量为 4.1 万吨, 同比减少 9.50%; 2020H1 价格为 4829 元/吨, 2020H2 价格为 4352 元/吨, 环比减少 9.87%, 全年平均实现价格 4590 元/吨。**其他化工原料 (销量增加, 毛利率下滑):** 其他化工原料收入为 9.44 亿元, 同比增加 4.46%; 毛利率为 15.92%, 同比下降 5.67%; 销量为 76.3 万吨, 同比增加 6.95%; 2020H1 价格为 1316 元/吨, 2020H2 价格为 1142 元/吨, 环比下滑 13.18%, 全年平均实现价格 1229 元/吨。

维持

增持

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号: S1440518030004

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执证编号: S1440518100005

发布日期: 2021 年 05 月 07 日

当前股价: 9.7 元

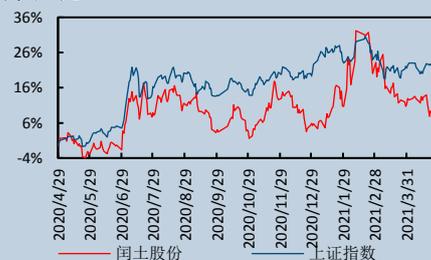
目标价格 6 个月: 12.3 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.02/-3.68	-0.61/0.25	10.25/-13.41
12 月最高/最低价 (元)		12.2/8.6
总股本 (万股)		115,050.0
流通 A 股 (万股)		94,984.7
总市值 (亿元)		111.6
流通市值 (亿元)		92.14
近 3 月日均成交量 (万股)		1,330.93
主要股东		
张爱娟		16.73%

股价表现



相关研究报告

20.04.27 【中信建投化学制品】闰土股份 (002440):染料价格波动较大, 公司业绩小幅增长

19.09.02 【中信建投石油化工】闰土股份 (002440):染料价格上涨, 上半年业绩创

下游印染需求加快修复，公司业绩有望边际改善。公司主要从事纺织染料、印染助剂和化工原料的研发、生产和销售，2020 年全球疫情蔓延导致纺织服装出口受阻，下游印染行业不景气导致公司营收有所下滑。随着国内疫情得到有效控制，终端消费需求快速恢复，自 2020 年 9 月以来，国内印染布单月产量连续 4 个月实现正增长，印染企业产能利用率基本恢复至 2019 年同期水平。近期印度疫情爆发，预计大量纺织服装订单会回流到中国或者其他地区，印染行业有望加快修复态势。公司现有染料年总产能近 21 万吨，其中分散染料产能 11 万吨，活性染料产能 8 万吨，其他染料产能近 2 万吨，染料产品销售市场占有率稳居国内染料市场份额前二位，公司“闰土”牌分散染料、活性染料为浙江名牌产品，“闰土”商号为浙江省知名商号。此外 2019 年受江苏响水“3·21”重大安全事故影响，子公司江苏明盛和江苏远征临时停产整改，2021 年 1 月 27 日灌云县人民政府同意江苏明盛复产，当前正有序开展复产各项工作。随着下游印染行业需求加快修复，叠加公司的品牌价值，公司业绩有望得到边际改善。

秉承“后向一体化”发展战略，践行股东利益最大化政策。全产业链布局：公司近年来一直实施“后向一体化”发展战略，向上延伸产业链，进而降低生产成本，避免染料中间体价格波动对公司经营的影响，提高公司抗风险能力。公司业已形成从热电、蒸汽、氯气、烧碱，到中间体、滤饼、染料等完善的产业链，公司现有 21 万吨染料产能、保险粉产能 5 万吨、烧碱产能 16 万吨，双氧水 9 万吨、氯化苯类、硝基氯苯类产能 9 万吨。公司在染料生产过程中已经实现资源综合互补利用，一方面浙江闰土新材料采用离子膜法工艺生产烧碱，其中用电费用占主要消耗成本的 62%，公司自建 30MW 热电联产项目可以有效降低公司整体用电成本；其次公司循环利用中浓度废硫酸、硝化废酸、醋酸、溴等资源，既减少排放又废为宝节约资源，增加经济效益。**现金分红回馈股东：**2020 年公司以当前总股本扣除回购专用证券账户持有的股份为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.5 元(含税)，预计 2020 年现金分红总额为 3.95 亿元。公司自 2010 年上市以来已累计实施现金分红 10 次，累计现金分红 30.4 亿元，占公司实现净利润（92.5 亿元）的 33%，切实践行股东利益最大化政策。

盈利预测与估值：预计公司 2021 年、2022 年和 2023 年归母净利润分别为 9.39 亿元、9.88 亿元和 10.70 亿元，EPS 分别为 0.82 元、0.86 元和 0.93 元，对应 PE 分别为 11.9X、11.3X 和 10.4X。基于 2021 年盈利预测给予 15 倍 PE 估值，目标价 12.3 元，维持“买入评级”。

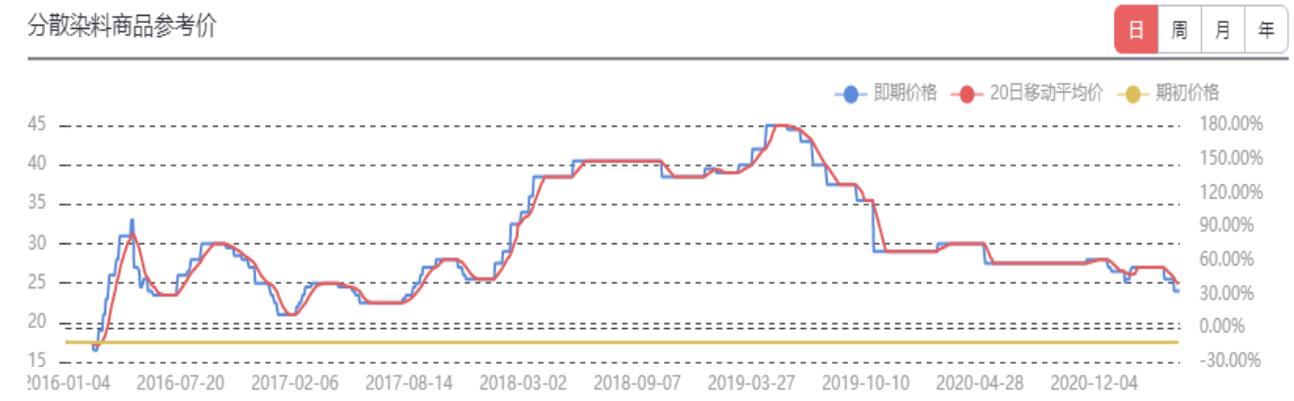
风险提示：上游原材料价格大幅上涨；下游需求不及预期等。

图表1： 预测和比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	6,513.17	5,228.13	6,008.02	6,305.52	6,633.02
主营收入增长率	0.76%	-19.73%	14.92%	4.95%	5.19%
EBITDA（百万元）	1,966.78	1,336.64	1,561.34	1,641.43	1,735.95
EBITDA 增长率	6.33%	-32.04%	16.81%	5.13%	5.76%
净利润（百万元）	1,369.97	788.18	939.49	987.64	1,069.67
净利润增长率	4.34%	-42.47%	19.20%	5.13%	8.31%
ROE	15.61%	8.61%	9.30%	8.91%	8.80%
EPS（元）	1.19	0.69	0.82	0.86	0.93
P/E	8.1	14.2	11.9	11.3	10.4
P/B	1.27	1.22	1.10	1.01	0.92
EV/EBITDA	5.30	7.23	6.51	6.55	6.54

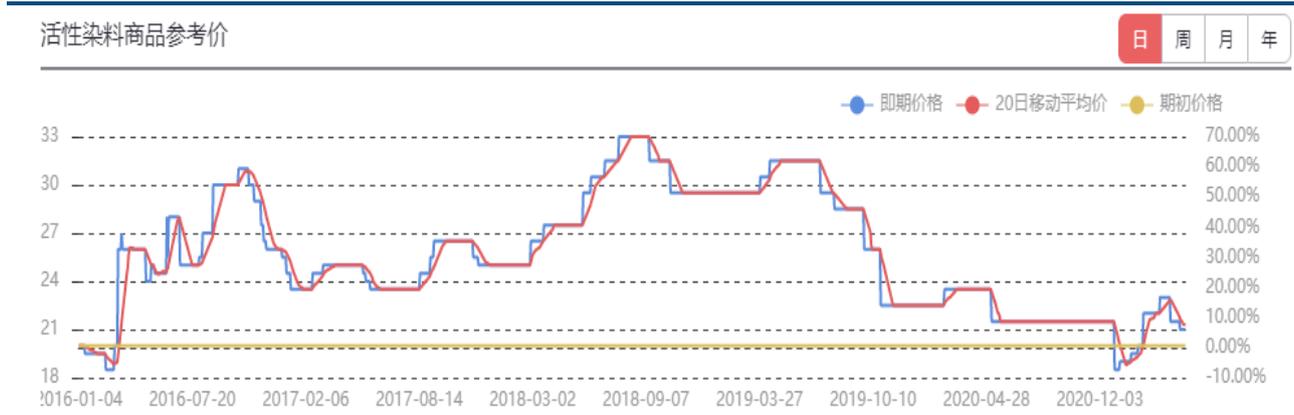
资料来源：Wind，中信建投

图2： 分散染料产品价格（单位：元/千克）



资料来源：卓创资讯，中信建投

图3： 活性染料产品价格（单位：元/千克）



资料来源：卓创资讯，中信建投

分析师介绍

邓胜：化工行业分析师，材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇，6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名核心成员。

郑勇：石化&化工行业首席。北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，5 年基础化工研究经验。2018-2019 年万得金牌分析师第一名、2017-2019 中国证券分析师金翼奖第一名团队成员；2017 年新财富入围。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk