

亚邦股份(603188)

周期弱化，成长空间打开

买入（首次）

2017年6月4日

投资要点

■ **公司是全球最大的蒽醌类染料生产企业**：亚邦股份现有业务主要为蒽醌分散染料和蒽醌还原染料。蒽醌分散染料商品和滤饼的产能分别为 3.5 万吨和 1.4 万吨左右。蒽醌还原染料商品和滤饼的产能分别为 1.1 万吨和 0.8 万吨左右。

■ **蒽醌分散染料一家独大，蒽醌环还原染料一超多强**：公司在蒽醌分散染料领域有绝对的话语权和掌控力，大部分的产品的市占率超过 50%；蒽醌还原染料的行业格局略逊与蒽醌分散染料，但是亚邦股份的收入规模，市场份额都远超其他对手。随着纺前着色和喷墨印花产业的崛起，近年来，公司拟重点发展蒽醌溶剂染料产业。

■ **规模经营、集中经营的优势进一步凸显**。染料生产过程三废排放较多，公司一方面开发清洁生产工艺，一方面对三废实行分类、分级处置，取得较好的环境效益和经济效益，但是分级、分类处置需要以规模经营为前提，经验难以复制。

■ **连云港化工产业园是为数不多经受住环保督查的园区**。业内一致认为，莱州湾、苏北沿海是相对适合发展染料产业的园区，但是江苏省明确提出，十三五期间，要全面落实‘减化’要求，着力调存量、控增量、减总量。苏北的化工园区中，连云港化工产业园是为数不多经受住环保督查考验的园区。

■ **公司在产业园连云港经济开发区签署战略合作协议，拟分四期，征地 1000 亩，投资建设颜料中间体以及其他精细化工中间体项目，成长空间逐步打开**。目前，颜料产业格局分散，中间体和颜料企业分立运行，环保收紧带来整合契机，公司集中精力发展颜料中间体，抓住颜料整合的关键点，可看高一线。按照经验数据推算，该项目可以带来翻倍的成长空间。

投资建议

预计公司 17-19 年净利润为 7.99、8.64 和 11.65 亿元，EPS 为 1.39、1.50 和 2.02 元/股，对应 PE 为 12X、11X 和 8X，首次覆盖，给予“买入”评级。目标价 22 元，对应 18 年 PE 15 倍。

风险提示：产品价格波动、项目进展不及预期。

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2288	2453	2624	4450
(+/-) (%)	0%	7%	7%	70%
净利润（百万元）	655	799	864	1165
(+/-) (%)	-2%	22%	8%	35%
每股收益（元）	1.14	1.39	1.50	2.02
P/E	15.0	12.3	11.4	8.4

资料来源：Wind，东吴证券研究所

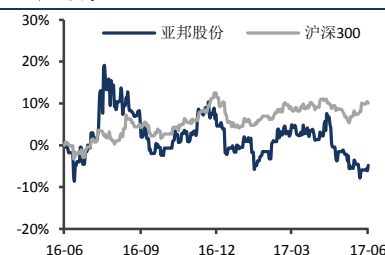
证券分析师 沈晓源

执业证号：S0600517030002

021-60199761

shenxy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.09
一年最低/最高价	16.24/21.90
市净率(倍)	2.70
流通市值(百万元)	6477.25

基础数据

每股净资产	6.32
资产负债率	13.61
总股本(百万股)	576.00
流通股本（百万股）	379.01

相关研究

目 录

1. 公司概况	4
1.1. 蒽醌分散染料是公司目前主要的赢利点.....	4
1.2. 公司的产品链自我配套体系完整	5
1.3. 公司有计划逐步进行产业延伸和升级	6
2. 染料行业：环保趋严，周期弱化	6
2.1. 总量趋平，但行业集中度在稳步提升	7
2.1.1. 中国成为全球最大的染料生产、消费国	7
2.1.2. 染料产业格局逐步走向寡头化	8
2.1.3. 中国的染料产业正在逐步缩小和国际企业的差距	8
2.2. 中间体的清洁生产、染料的规模生产成为发展趋势	8
2.2.1. 中间体的清洁生产成为产业竞争的焦点	9
2.2.2. 废水治理需要以规模经营为前提	9
2.2.3. 亚邦的产品逐步走向高端化、绿色化	11
3. 收购道博以及连云港基地征地打开成长空间	11
3.1. 收购道博，进入溶剂染料市场.....	11
3.2. 连云港基地打开公司的发展空间	14
4. 宏观政策环境的变化使得染料产业的壁垒进一步提升	15
4.1. 行业协会认为染料发展的适宜区域只有苏北、莱州湾.....	15
4.2. 江苏省对化工产业的政策出现重要调整，预计持续收紧	16
4.3. 中央环保督查直接带动苏北地区的染料产业整合.....	16
5. 盈利预测与投资建议.....	17
5.1. 关键假设	17
5.2. 投资建议	17
6. 风险提示	18

图目录

图 1: 分散染料在公司营收中占比较大.....	5
图 2: 还原染料的毛利率和分散染料有较大差距.....	5
图 3: 蒽醌的结构式.....	5
图 4: 典型的蒽醌中间体和染料生产过程.....	5
图 5: 典型的蒽醌中间体的生产过程简图.....	9
图 6: 染（颜）料的重量基本平稳，但是存在整合空间.....	15
图 7: 亚邦股份历史 PE Band.....	17
图 8: 亚邦股份历史 PB Band.....	17

表目录

表 1: 染料的主要品类简介.....	7
表 2: 某染料厂的水耗.....	10
表 3: 活性染料的主要品类简介.....	13
表 4: 染料、颜料的异同.....	14

1. 公司概况

亚邦股份（603188）管理总部位于常州牛塘，成立于 2006 年 2 月。是亚邦集团为整合下属与纺织用染料相关的业务资产而设立的公司，主要从事蒽醌染料及染料中间体的研发、生产、销售和服务。

上市之初，公司有安徽铜陵、常州牛塘、常州春江以及连云港灌南四个生产基地，经过几年的整合，目前的中间体以及染料的生产都集中到连云港灌南基地。

目前，亚邦股份已成为全球最大的蒽醌结构分散染料和还原染料生产企业。蒽醌分散染料商品和滤饼的产能分别为 3.5 万吨和 1.4 万吨左右。蒽醌还原染料商品和滤饼的产能分别为 1.1 万吨和 0.8 万吨左右。

1.1. 蒽醌分散染料是公司目前主要的赢利点

蒽醌结构的染料属于高端染料产品，具有色牢度强、光泽鲜艳、耐光、耐洗、耐晒等优点，多用于家纺、汽车内饰、产业用纺织品以及服装面料等领域。目前我国服装、家用、产业用三大终端产品纤维消耗比例大体在 5:3:2，汽车产业和生活水平的提升直接带动相关领域的需求提升。

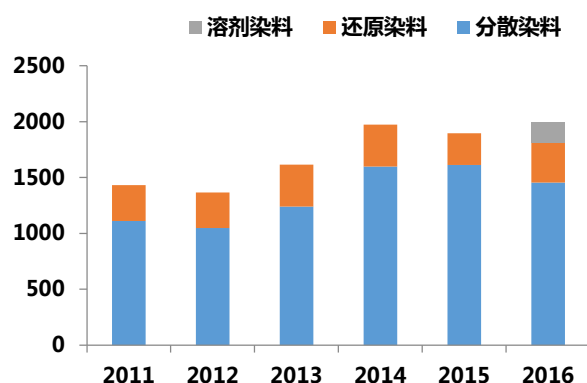
按照应用分类，蒽醌结构的染料可以分为蒽醌分散染料、蒽醌还原染料、蒽醌酸性染料以及蒽醌活性染料。经验数据表明，蒽醌类染料约占染料的 20%，是仅次于偶氮类染料的第二大染料品种。目前，亚邦股份在蒽醌染料的整体市占率大约 35~40%左右，其中又以蒽醌分散染料和蒽醌还原染料为主。

分散染料主要用于涤纶纤维的染色和印花，是国内生产量最大的染料品种。2015 年我国分散染料产量为 44.71 万吨，占我国染料总产量的 48.49%。分散染料又可分为偶氮、蒽醌和杂环等类（内部产量占比分别为 75%、20%和 5%）。

公司是国内蒽醌类分散染料体量最大的生产企业，公司在很多蒽醌分散染料，比如分散红 92、分散蓝 60 等，的市占率都超过 50%，具有较强的话语权和定价权。其他蒽醌分散染料企业，比如杭州帝凯、罗森化工、德欧化工等，和亚邦股份正在逐步拉开差距。

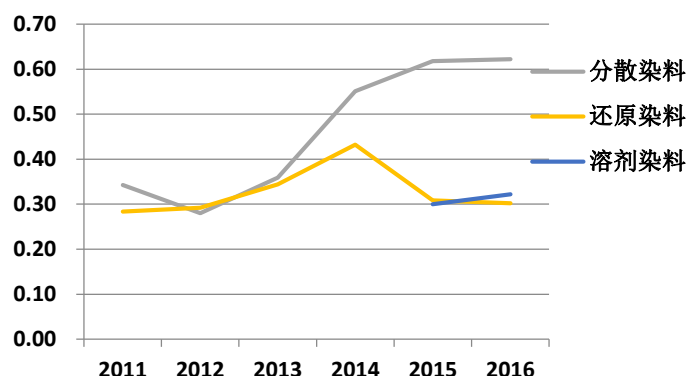
还原染料主要用于棉、涤棉混纺织物印染，2013 年国内产量为 4.64 万吨，占我国染料总产量的 5.03%。还原染料按其化学结构主要可分为靛类和蒽醌两大类。蒽醌还原染料的格局不如蒽醌分散染料，呈一超多强的产业格局，公司在个别产品，比如还原蓝 4、还原黑 25 等有较高的市占率。但是，徐州开达、上海华元、常州金隆等也是蒽醌还原染料比较重要的潜在竞争对手。

图1：分散染料在公司营收中占比较大



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：还原染料的毛利率和分散染料有较大差距



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

环保趋严，供给收缩，导致染料产业货紧价扬，“十二五”期间，公司的业务规模基本持平，但是收入从13年开始每年上一个台阶。

蒽醌分散染料占公司主营收入的80%左右，由于产业格局较好，毛利基本稳定在60%左右。出于整合还原染料产业的目的，蒽醌还原染料得毛利率基本维持在30%左右。

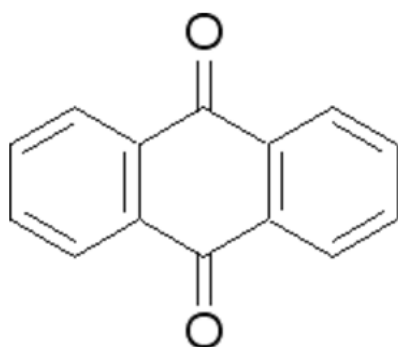
1.2. 公司的产品链自我配套体系完整

从结构上看，蒽醌类染料由蒽醌和稠环酮结构组成，在共轭体系中含有两个或者两个以上的羰基的发色体系。

进一步细分，可以分为蒽醌衍生物、杂环蒽醌染料、稠环蒽醌染料和杂环蒽酮染料等，其中杂环蒽醌染料、稠环蒽醌染料和杂环蒽酮染料主要用于制备蒽醌还原染料。

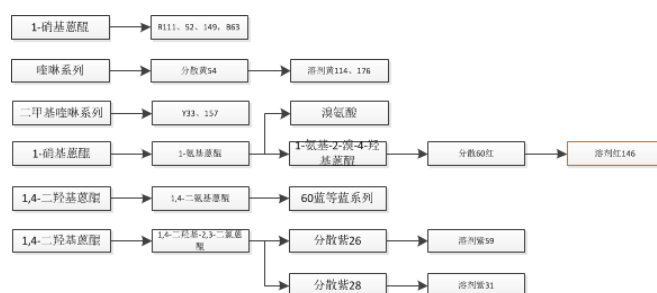
蒽醌衍生物是在蒽醌分子中引入不同的取代基制成的染料，通常是在蒽醌环上引入羰基，或者氨基，然后经过芳胺化、酰化或者醚化引入其他基团。

图3：蒽醌的结构式



资料来源：东吴证券研究所整理

图4：典型的蒽醌中间体和染料生产过程



资料来源：东吴证券研究所整理

蒽醌中间体的清洁生产工艺和三废治理的技术含量较高，对染料企业的技术研发能力有较高的要求，具有较高的技术门槛。

和竞争对手不同，亚邦股份生产过程中所需的关键中间体蒽醌、对氯苯酚、双氯、喹哪啶、3-甲氧基丙胺、1-氨基蒽醌、1-氯蒽醌、苯绕蒽酮、溴氨酸等均是自产自用，目前有约 5.5 万吨的染料中间体的产能，覆盖主要的大吨位蒽醌分散、活性、酸性、还原染料的关键中间体，形成了完整的产品链自我配套体系。

1.3. 公司有计划逐步进行产业延伸和升级

整体而言，蒽醌染料是一个产业格局较好，进入壁垒较高，还存在一定发展潜力和空间的产业。

从产业格局看，蒽醌染料一超多强的格局难以改变，亚邦在蒽醌分散染料有绝对的掌控力，蒽醌还原染料格局稍差，但是，徐州开达、上海华元、常州金隆等企业无论在销售规模、市场份额上均与公司有较大差距。

近年来，环保趋严导致行业进入壁垒提升，部分不在园区，或者环保有欠账的小企业逐步退出染料中间体以及染料的生产经营。公司在蒽醌染料关键中间体的清洁生产经验丰富，三废治理也较同行有明显的优势。经过多年的发展，公司已经在蒽醌分散染料有绝对的掌控力，同时，虽然处于经营策略的考虑没有涉足蒽醌活性染料和蒽醌酸性染料，但是公司也生产经营蒽醌活性染料和酸性染料的中间体。

纺服类蒽醌染料的的体量最基本持平，但是也有内生结构性的变化，突出表现为溶剂染料的增长较为迅速，传统的溶剂染料主要用于油漆、油墨等领域，近年来，随着纺前着色和喷墨印花产业的崛起，溶剂染料迎来重要的发展契机，行业增速接近 30%，预计未来仍会有较快增长。公司已经在 15 年 9 月份，通过收购道博股份进入溶剂领域。

17 年 1 月份，公司和连云港经济开发区签署战略合作协议，拟分四期，征地 1000 亩，投资建设染料中间体以及其他精细化工中间体项目。从项目内容看，公司有意向逐步发展溶剂染料、颜料等业务。

整体看，今后亚邦股份的发展思路可能是染料和颜料并举。染料业务重点是立足蒽醌，逐步完善、丰富主要的蒽醌染料中间体，进而伺机发展下游相关产业，争取做到有绝对的掌控力和话语权。颜料业务重点是抓住中间体生产这个牛鼻子。

2. 染料行业：环保趋严，周期弱化

染料产业属于传统产业，纺织服装产业的需求拉动叠加技术进步导致的单耗降低，导致整个产业的总体需求相对稳定。

整个产业发展的趋势可以用两句话概括。首先，环保趋严导致部分不在园区的，或者环保有欠账的小企业逐步退出相关领域的生产经营，供给收缩、行业秩序逐步规范。其次，历史上，很多中、小规模染料企业并不涉足中间体的生产经营，环保趋严使得从事中间体生产的企业的话语权逐步加强，存在中间体生产商联合规模较大的染料企业拉高中间体价格，造成中间体大幅上涨，染料生产毛利大幅度下降的现象，一体化的企业直接受益。

整体看，染料产业虽然总量没有太多的增长，但是行业秩序大幅度好转，周期弱化。从投资的角度看，掌握关键中间体的清洁生产工艺和三废治理技术的企业可看高一线。

2.1. 总量趋平，但行业集中度在稳步提升

染料是指能将纤维和其他材料着色的物质，分天然染料和合成染料两大类。

染色时先将染料制成水溶液、有机溶液、悬浮液等染液，当染液对纤维进行染色时，染料分子通过吸附、扩散以及一系列其他化学或物理化学的作用，从染液转移到纤维等染物上，使其着色。

按照应用分类，可以将染料分为分散染料、活性染料、酸性染料、阳离子染料、直接染料、还原染料、硫化染料、冰染染料、中性染料及其他染料等十大类。

按照结构分类，可以将染料分为偶氮染料、蒽醌染料、硝基和亚硝基染料、靛族染料、硫化染料、芳甲烷染料、菁系染料、酞青染料、杂环染料以及二苯乙烯染料等。

染料主要用于纺织品的印染，纺织印染行业对染料的需求占到染料需求总量的 90% 左右，因此，染料行业与纺织印染行业的关联度很高。纺织工业的发展直接拉动全球染料工业的需求，但是也要注意技术进步会导致单耗有所降低，由于目前全球经济还是相对低迷，近年来，染料行业的整体规模基本持平。

表1：染料的主要品类简介

应用分类	适用纤维	结构分类	特点
分散染料	涤纶、棉纶	偶氮、蒽醌	水溶染料，可分成高中低温； 色谱齐全、色泽不够浓艳，染深色性能一般； 染料分子中引入了能和纤维素纤维形成共价键的基团，克服了直接染料牢度差的缺点，纤维素纤维首选染料； 价格较低、色泽鲜艳，色谱齐全，无需和其他染料配合使用，湿牢度好； 用于蛋白质纤维色彩更为艳丽； 可以分为强酸、弱酸、酸性媒染、酸性络合； 水溶性染料，操作简单； 色泽艳丽，色谱齐全； 酸性媒染染料的媒染剂是重铬酸盐，络合效果好但是毒性大，比酸性染料色泽深，但色谱全，适合深色的染色，色牢度高； 媒染染料主要是染色过程中完成络合，含媒染料在染料生产过程完成络合，简化染色过程，被染物的手感、弹性以及寿命得到改善
活性染料	纤维素纤维、蛋白质纤维等纤维，以及混纺织物	均三嗪、乙烯砷、嘧啶	
酸性染料	蛋白质纤维、棉纶、皮革、纸张、墨水等	偶氮、蒽醌、三芳甲烷类	
阳离子染料	腈纶	共轭型、噻嗪型、菁类	
直接染料	纤维素纤维、皮革、造纸	偶氮、二苯乙烯、噻唑	染料直接溶解于水中，可以直接上染； 色谱齐全，在水中溶解后的颜色色相和染着的纤维相同，仿色直观；染色牢度差； 不溶于水，需要借助还原剂才能上染，染色牢度高； 色泽鲜艳、色谱齐全，色牢度好，耐晒，缺乏鲜艳大红色； 不溶于水，需要借助硫化钠上染； 价格低、染色牢度好、颜色以黑、藏青、深蓝、棕色为主； 偶合组分打底，重氮组分显色，冰冷却条件下染色； 价格低廉，摩擦牢度不好； 水溶染料，可分为磺酸基类和磺酰基类染料； 色谱齐全，适合染中、深色，色牢度略逊于酸性媒染染料，但是好于其他酸性染料； 锦纶使用弱酸性染料和 1:2 金属络合染料；
还原染料	纤维素纤维	蒽醌类，靛类	
硫化染料	纤维素纤维		
冰染染料	棉织物	偶氮类	
中性染料	毛 X 混纺，锦纶、氨纶等		

资料来源：东吴证券研究所整理

2.1.1. 中国成为全球最大的染料生产、消费国

我国的染料产业发展伴随着下游纺织、印染工业的发展而发展，上世纪 90 年代世界纺织工业格局的调整推动了我国染料工业的迅猛发展。

目前，中国的染料产量基本稳定在 90 万吨左右，稳居世界第一，约占世界染料总产量的 60%。

中国不仅是全球最大的染料生产国，也是最大的消费国。近年国内染料的表现销售量在 50~60 万吨，每年增速 5-10%。

虽然中国每年大量出口染料，但是高端品种还有一定的缺口，每年进口染料大约 3 万吨左右。

2.1.2. 染料产业格局逐步走向寡头化

中国的染料产业自发展之初就是一个以民营企业为主体，充分竞争的产业。受益于环保执法力度的加强，以及市场竞争的不断淘汰和整合，染料产业的集中度在不断提升，行业格局稳中向好。

分散染料主要用于涤纶，是染料工业中市场份额最大的品种。目前，偶氮类分散染料主要集中在浙江龙盛、闰土股份、杭州吉华 3 家企业中。蒽醌类分散染料亚邦股份有绝对的话语权。

硫化染料主要是中盐雅布赖、临汾染化和大连染化三家企业。

而活性染料、酸性染料以及还原染料的生产也正在由分散走向集中。

2.1.3. 中国的染料产业正在逐步缩小和国际企业的差距

染料产业属于传统产业，下游纺织服装产业的需求增长带动染料需求有一定的增长，但是技术进步导致单耗下降，加上，现在全球经济低迷，整体而言，染料的总需求基本稳定，但是由于环保收紧，供给收缩，企业的盈利相对稳定。

当然，总体需求基本稳定的背景下，染料产业也在发生一些内在结构性变化，突出表现为三点。

首先，中间体的生产正在逐步实现绿色生产、清洁生产。

其次，溶剂染料产业发展迅速，溶剂染料很多时候可以认为是传统的分散染料、酸性染料进一步精制脱杂后的产品，具有很大的发展潜力。

最后，中国正在高端产品生产、印染方案设计和印染服务方面逐步同欧美企业拉小差距。

2.2. 中间体的清洁生产、染料的规模生产成为发展趋势

典型的染料生产过程包括中间体的生产，滤饼的生产以及商品染料的生产三个过程。

中间体的生产包括以下几个过程：由苯、萘、蒽等基本有机原料经磺化、硝化、还原、卤化、胺化、氧化、酰化、烷基化等化学反应过程，生成比原来结构复杂，但不具有染料特性的有机化合物，如 H 酸、土氏酸、J 酸等。

染料中间体经重氮化、偶合等反应过程制成原染料（滤饼）。

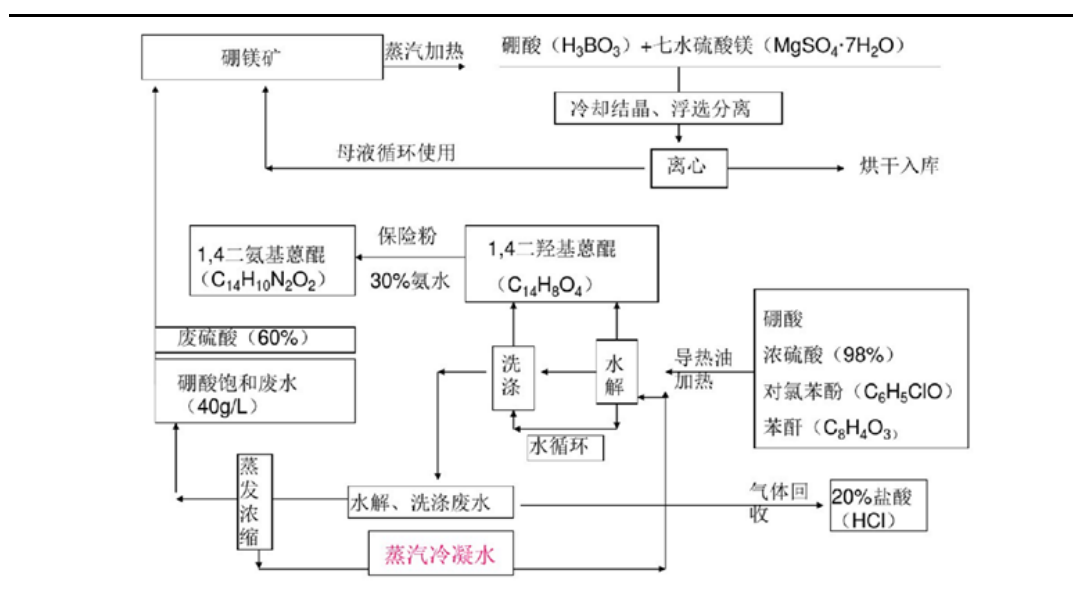
原染料（滤饼）再经过染料后处理，制成商品染料。

2.2.1. 中间体的清洁生产成为产业竞争的焦点

合成染料中间体所需的原料主要是一些苯系、萘系、蒽醌系化合物，也有一些杂环化合物，近年来用杂环化合物中间体制备的有机颜料呈上升趋势。另外菲、吡啶、氧芴、喹啉、吡啶、吡唑、联苯系列化合物也在染料、颜料中得到应用，用于制备高性能染料、颜料。

染料中间体生产过程中排放的废水含有大量的有机物以及废酸，资源化利用难度很大。染料生产过程耗用的原料种类多、批次多，每吨物耗可达几吨到几十吨。武汉工程大学张俊丽认为，染料生产过程中 90% 的无机原料和 20% 的有机原料会转移到生产废水中。

图5：典型的蒽醌中间体的生产过程简图



资料来源：东吴证券研究所整理

亚邦股份主要生产蒽醌类染料，拥有从中间体到染料商品的较为完整的产业链。公司生产所需的关键中间体如蒽醌、苯绕蒽酮及其衍生物等均为自产自用，在产品生产控制、产品质量稳定性以及生产成本控制方面有着明显的优势。部分中间体，比如，3-乙氧基苯胺、溴氨酸等还直接对外销售。

公司掌握了关键中间体的清洁生产技术和污染治理技术，比如三氧化硫磺化、高效连续硝化工艺、1-硝基蒽醌连续液相加氢还原、1-氨基-2-氯-4-羟基蒽醌的制备等等，不仅大大降低了生产成本，而且极大改善了产品质量。

2.2.2. 废水治理需要以规模经营为前提

中间体的生产会排放一些含盐废水，滤饼生产过程中会产生大量高有机物含量的含酸废水，滤饼精制为商品染料时往往需要一次或多次水洗，1 吨染料生产过程中的废水量基本都在 1-200 吨左右。

表2: 某染料厂的水耗

	新鲜水 (方/吨产品)	循环水 (方/吨产品)
分散蓝 30	375	375
分散红 74	300	300
分散蓝 60	200	200
分散蓝 79:1	1225	1225
分散剂 Saltetal	200	200

资料来源: 武汉工程大学、东吴证券研究所

一般来说, 染料及染料中间体废水具有如下特点:

废水中污染物种类多。染料及染料中间体废水含有酸、碱、盐、卤素、烃、硝基物、胺类和染料及中间体等物质, 有些还含有剧毒的联苯胺、吡啶、氨、酚、以及重金属汞、镉、铬等。

有机物浓度高。其 COD 的 Cr 值一般在 4000 mg/L 以上, 对于酸性染料、直接染料以及食用染料, 由于原料往往带有磺酸基团, 易溶于水, 导致这些有机污染物多以水溶态存在于废液中。

含盐量高。废水中含盐量可以达到几十到几百 g/L。

染料生产多为间歇操作, 工艺较落后, 产生的废水水质、水量波动很大, 乡镇企业的水质波动更为显著。

染料的使用要求, 促使它向抗光解、抗氧化、抗生物降解方向发展, 使得这些废水难以用常规的方法治理。

降低染料生产过程中的废水最有效的措施是强化反应过程, 降低物料消耗, 公司开发了新型酰化反应强化技术、酸酐工艺改进等手段, 从源头消减污染, 在改善质量、降低成本方面取得明显成效。

理论上, 这些废水分类、分级处理是最经济、最有效的处理手段, 但是不在园区, 或者没有实现规模经营的企业没有可能实现分类处理。公司的颜料、染料业务都集中在连云港堆沟港工业园, 通过废水的分类、分级利用, 不仅降低了处理难度, 而且通过复分解反应值得的盐纯度较高, 具有一定的商业价值。当然, 原则上, 这种生产经验可能并不具有很强的可移植性。

以硫酸为例, 染料行业是用酸大户, 每吨染料需用硫酸 2 吨左右, 但是只有 10%左右的硫酸作为有效置换基进入反应, 其余大部分是以低浓度(10%~30%)的稀废酸排出。目前, 大部分染料企业对于低浓度废硫酸的处理, 还是采用传统石灰石中和的治理办法, 但处理后会大量产生高 COD 的化工石膏和废水, 造成二次污染。

近年来国内几家大的染料上市企业先后开发出一些先进的综合利用技术, 如浙江龙盛用废硫酸生产减水剂, 浙江闰土用废硫酸与工业盐反应生产盐酸和硫酸钠等。亚邦股份开发的连续化固相法氰尿酸工艺无论在废硫酸处理效率还是回收利用率及经济效益

等方面，比其他处理技术具有更大优势。

氰尿酸是经尿素热解脱氨制得，排出的氨气用已经被脱色净化的废硫酸吸收，生产硫酸铵。不仅从根本上解决了废硫酸环境污染问题，而且使废硫酸变废为宝，取得了可观的经济效益和环境效益。理论上，每生产 1 吨氰尿酸副产氨气 0.4 吨，实际生产中副产氨气 0.5 吨，可以消耗 30% 左右的废硫酸 4 吨左右，生产硫酸铵 2 吨左右。

2.2.3. 亚邦的产品逐步走向高端化、绿色化

中国的染料产量约占全球的产量的 60%，但是市占率只有 40%，相当部分以贴牌为主。目前国内的染料主要是纺织用染料，皮革、纸张、塑料、食品、医药、化妆品等占用染料生产滞后。长远看，要逐步向高端产品生产、印染方案设计和印染服务方面发展。

亚邦股份的产品早在 2014 年，就完成了 ECO-Passport 的认证工作，产品使用于客户染整加工后的纺织品完全符合国际生态研究和检验协会颁布的 Oeko-Tex Standard100 的 I 类标准要求。

亚邦股份也一直在致力于和 ZDHC 有害化学物质零排放的品牌商联盟的零排放组织合作，对产品持续改进。

产品的高端化方面，亚邦先后推出了很多高品质的系列化产品。

高升华牢度、高水洗牢度的产品减少客户水洗次数，显著减少用水量和废水排放量，减少蒸汽使用量及二氧化碳的排放量。

高日晒牢度 HL 系列进入高端产品市场，汽车内饰织物、高端家纺及户外产品中，这些高端产品受到客户的高度欢迎。

超细纤维系列高牢度染料在解决客户深色性和提高日晒牢度问题上也取得了较大突破。

军用迷彩系列、高牢度工装系列的还原染料也得到了客户的赞许。

3. 收购道博以及连云港基地征地打开成长空间

染料产业属于传统产业，下游纺织服装产业的需求增长带动染料需求有一定的增长，但是技术进步导致单耗下降，加上，现在全球经济低迷，整体而言，染料的总需求基本稳定，但是由于环保收紧，供给收缩，企业的盈利相对稳定。

公司一直专注于蒽醌类染料、颜料的关键中间体以及下游产品的开发。考虑到除蒽醌分散染料外，蒽醌还原染料、蒽醌溶剂染料、蒽醌活性染料、蒽醌酸性染料以及蒽醌颜料都存在较大的整合可能和发展机会，不过从发展前景看，蒽醌溶剂染料最为值得关注。

3.1. 收购道博，进入溶剂染料市场

15 年公司通过收购道博化工的方式进入溶剂染料市场。溶剂染料是以能溶于有机溶剂为特征的一类染料，这类染料结构中不含或少含亲水性基团，属于染料产品中的中高端品种。

溶剂染料的应用较为广泛，醋酸纤维和油墨是目前比较重要的应用领域，近年来聚酯纤维的纺前着色和喷墨印花开始层位溶剂染料增速较快的新增长点。

传统的溶剂染料的主要应用领域如下：

- 1.透明漆类与硝基纤维素、醋酸纤维素、乙烯、醇酸及其他合成树脂。
- 2.凹版印刷好橡胶刻板印刷油墨，复写纸和打字带的涂色，圆珠笔芯油等。
- 3.用于各类型的脂肪、油、蜡、上光漆等。
- 4.有机玻璃、赛璐璐、聚苯乙烯、聚甲基丙烯酸酯、聚氯乙烯，酚醛树脂，脲醛树脂，氨基塑料等。
- 5.醋酸纤维，涤纶纤维的原浆着色。

展望未来，树脂着色、聚酯纤维前纺着色以及喷墨印花等领域是非常有潜力的新的应用点。

由于原料为三桶油把持，中国的合成树脂产业发展相对较慢，导致色母粒产业发展略微滞后，随着树脂原料多元化的推进，中国的合成树脂工业有望迎来较快发展，对色母粒的需求有较大的拉动。

纺前着色已经在一些高取向度、非极性难染纤维的上色得到应用。近年来，随着对能耗、污染的重视，纺前着色已经在一些产业用纺织品，比如汽车内饰、绣花线、缝纫线、服饰面料得到推广，预计未来仍会有较快增长。

喷墨印花技术是一种全新的印花方式，它摒弃了传统印花需要制版的复杂环节，直接在织物上喷印，提高了印花的精度，实现了小批量、多品种、多花色印花，而且解决了传统印花占地面积大、污染严重等问题，因此具有广阔的发展前景

整体而言，溶剂染料是一个有一定发展潜力和空间的产业。

我国的溶剂染料产业发展略滞后于欧美发达国家，据卓创数据显示，目前溶剂染料国内产能占全球市场份额的 90%，国内市场大概 8-10 亿，但是行业增速发展迅猛，每年的需求增长基本在 30%左右。

蒽醌类溶剂染料是溶剂染料中仅次于偶氮类溶剂染料的一个分支，也是发展最为迅速的一个溶剂染料分支，随着聚酯纤维纺前着色产业的崛起，需求增长迅速。公司掌握了蒽醌类溶剂染料的关键中间体的制备，整合相关产业具有天然先发优势，当前的环保趋严也给公司提供了产业整合的契机和空间。

表3：活性染料的主要品类简介

类型	特点	主要种类	中间体
单偶氮型	结构简单，合成方便，色谱主要是黄、橙、红；日晒牢度差、熔点较低；	溶剂黄 14、黄 16、黄 56、橙 3、红 1、棕 5 等；	苯胺、邻氨基苯甲醛
双偶氮型	色谱以红色居多，占双偶氮型溶剂染料的 60% 以上，其他色谱很少；引入长碳链烷基可以提高染料的溶解度；	溶剂红 23、红 24、红 164、黑 3 等	4-氨基偶氮苯、4-氨基-2,3-二甲基偶氮苯、2-萘酚
偶氮金属络合型	在溶剂染料中种类仅次于蒽醌染料，居第二位；大部分为 1:2 型金属络合染料，少数为 1:1 型金属络合染料；	溶剂黄 21、黄 82、橙 54、橙 62、红 8、红 122、黑 27、黑 29、黑 34；	邻氨基苯甲酸、2-氨基-4-硝基苯酚、2-氨基-5-硝基苯酚、2-萘酚、1-苯基-3-甲基-5-吡唑啉酮、
1-取代蒽醌衍生物	主要是红色，以溶剂红 111 体量最大；色光鲜艳，牢度优良，耐热性好；	黄 167、红 111、红 138、红 168、红 169、红 172、红 222、紫 60	1-蒽醌、1-氨基蒽醌、1-硝基蒽醌、蒽醌-1-磺酸
1,4-二取代蒽醌衍生物	色谱遍及红橙蓝绿，主要是蓝色；	橙 86、红 53、红 172、紫 11、紫 12、紫 13、紫 38、蓝 11、蓝 14、蓝 35、蓝 59、蓝 59:1、蓝 63、蓝 68、蓝 78、蓝 97、蓝 102、蓝 104、蓝 122、绿 3	1,4-二羟基蒽醌
1,5-二取代蒽醌衍生物、1,8-二取代蒽醌衍生物	品种很少；耐热稳定性好、耐酸碱性能优良；黄 189 可以用于液晶显示；	溶剂黄 189、黄 163、红 207、绿 3	1,5-二氯蒽醌，1,8-二氯蒽醌
1,4-二氨基-2,3-二取代蒽醌衍生物	种类很少	溶剂紫 31、紫 59、紫 26	1,4-二氨基蒽醌
1,4-二氨基-5,8-二取代蒽醌衍生物	种类很少，绿 28 较为重要；	蓝 69、蓝 101、绿 20、绿 28	1,4-二羟基-5,8-二氯蒽醌
三芳甲烷型	主要是紫、蓝，色光特别鲜艳，日晒牢度差		
甲川型	种类很少，限于浅色谱，溶剂黄 93 较为重要；主要用于涤纶原色着浆；	溶剂黄 93、黄 133、黄 145、黄 179、橙 80、橙 107；	
甲亚胺型	全部为金属络合物，耐晒性优异		2-羟基-1-萘甲醛、邻氨基苯甲醛
酞青型	仅限于蓝色，溶解度好，有较好的耐光性能；	溶剂蓝 70、蓝 38；	
吡嗪型	色谱包括黄橙红绿，以红色为主；通常带有荧光；有高着色强度和优异的水洗牢度；种类不少，但是产量不大；	溶剂黄 94、橙 16、17、18、32，红 42~49、49:1、72、73、141、218；	
香豆素型	色谱限于黄、红色，但是具有强烈的荧光，既是溶剂染料，也是荧光分散染料，也是荧光颜料，色彩绚丽、牢度性能好；重要的杂环染料，主要用于高分子聚合物着色，也是一种功能染料；	溶剂黄 185、红 196、红 197	间羟基-N,N-二乙基苯胺
萘酰亚胺型		溶剂黄 44、黄 116、黄 181	1,8-萘酚
蒽酮型	色谱包括黄橙红蓝紫，有优异的耐光、耐热性能，在极性树脂中不迁移，不升华；	溶剂橙 60、红 135、红 179；	1,8-二氨基萘
喹啉酮型	色谱主要是黄色	黄 33、黄 114、黄 157、黄 176	
花型		绿 5	

资料来源：东吴证券研究所整理

3.2. 连云港基地打开公司的发展空间

17 年 1 月份，公司和连云港经济开发区签署战略合作协议，拟分四期，征地 1000 亩，投资建设染料中间体以及其他精细化工中间体项目。

按照协议安排，亚邦股份拟进入园区的投资项目包括：

一期：苯甲酰氯延伸产品，20000 吨/年过氧化物系列产品和 10000 吨/年二苯甲酮产品。投资规模 2 亿元，占地面积 200 亩。

二期：高档有机颜料 2000 吨，其中永固紫（V23）1000 吨/年，红色 1000 吨/年，投资规模 1 亿元，占地面积 100 亩。

三期：其他中高档颜料（如三氯化铝法绿）和颜料中间体（如 CLT 酸、2B 酸、邻硝基苯胺对磺酸），投资规模 3 亿元，占地面积 300 亩。

四期：与其他企业合作，在颜料产业链延伸。占地面积 400 亩。

从上述安排看，至少 600 亩地已经落实项目。

其中，苯甲酰氯类产品主要是苯甲酸衍生产品，属于精细化工产品，公司排产的大部分产品主要市场面向海外，盈利可看高一线。除了苯甲酸衍生物外，其余产品主要是瞄准有机颜料领域展开。

有机颜料指由有机化合物制成的一类颜料。有机颜料生产所需的中间体、生产设备以及合成过程均与染料的生产大同小异，因此往往将有机颜料在染料工业中组织生产。有机颜料与染料的差异在于它与被着色物体没有亲和力，只有通过胶黏剂或成膜助剂将有机颜料附着在物体表面，或混在物体内部，使物体着色。有机颜料与一般无机颜料相比，通常具有较高的着色力，颗粒容易研磨和分散、不易沉淀，色彩也较鲜艳，但耐晒、耐热、耐候较差。有机颜料普遍用于油墨、涂料、橡胶制品、塑料制品、文教用品和建筑材料等物料的着色。

表4：染料、颜料的异同

	染料	颜料
相同点	强烈的发色能力，良好的化学稳定性	
溶解性	可溶于水、有机溶剂或者经过变换变得可溶	不溶性
结合力	与纤维有结合力，能渗透到内部着色	和纤维不能结合，借助粘合剂依附纤维表面
化学组成	有机芳香化合物	无机、有机化合物
应用领域	纺织、纸张、皮革、食品	纺织品、油墨、油漆

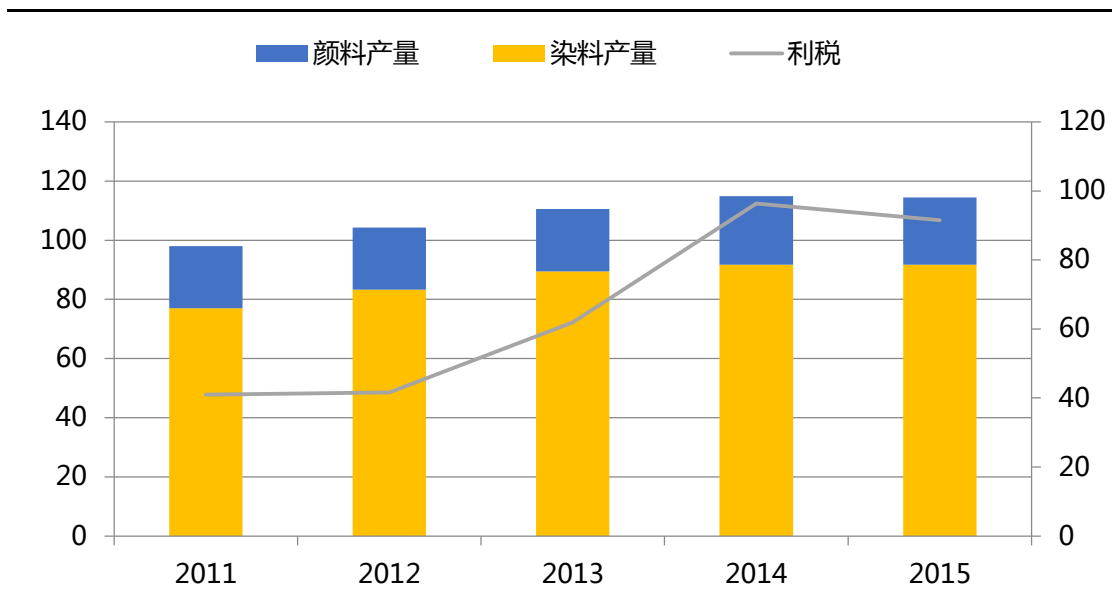
资料来源：东吴证券研究所整理

目前，国内的有机颜料市场容量大约 20 万吨左右，约占全球市场份额的 50%。有机颜料产业中，偶氮类的颜料约占 59%左右，酞青颜料约占 24%左右，其余是一些多环颜料、特殊颜料。

由于历史原因，国内的有机颜料产业基本上中间体的生产和有机颜料的生分立运行，近年来，随着环保政策的收紧，一批中小规模的颜料中间体企业以及颜料企业生产经营难以为继，存在较好的整合空间和可能。

按照一般的经验推算，颜料中间体产业的投资强度在 150 万/亩，投资产出比在 1:3 左右，预计 400 亩地的投资强度约在 6 亿元左右，产值约在 15-20 亿元左右，净利润应该在 3~4 亿元左右。

图6：染（颜）料的产量基本平稳，但是存在整合空间



资料来源：东吴证券研究所整理

4. 宏观政策环境的变化使得染料产业的壁垒进一步提升

染料生产过程高能耗、高污染。绿色发展、化学减量是新形势下对染料产业的根本要求，规模经营、集中经营是解决染料生产过程中的三废治理的最有效的手段，尽管如此，染料工业的生产可能还是有一些含盐废水需要处理到工业含盐废水的标准直接排放，需要较大的水体消纳。

4.1. 行业协会认为染料发展的适宜区域只有苏北、莱州湾

中国染料工业协会会长史献平指出，当前我国染、颜料行业环保方面面临着多重挑战。一是社会经济发展带来的挑战。当前公众环保意识不断加强，政府的关注重点也从GDP向节能减排和维护社会稳定转移，“化工围城”现象愈演愈烈。二是行业自律和管理不严带来的挑战。三是产业政策带来的挑战。产业结构调整指导目录（2011年本）共列出10大类淘汰类产品和工艺技术，相当一部分因对环境影响较大而被列入。四是政府和下游客户满足生态要求带来的挑战。五是寻找适宜厂址带来的挑战。各地均出台要求染颜料企业搬迁到化工园区，并严格控制化工园区建设。

史献平建议，染、颜料企业应积极应对上述挑战。一是调整产业布局。减少在环境敏感地区投资或搬迁的这些地区的园区，如环渤海地区、长江口地区、杭州湾地区。莱州湾和黄河口到苏北一线沿海地区（胶州湾除外）在加强现有化工园区和生产装置的“三废”排放治理的基础上可以考虑进入。不建议在内陆地区建设新厂，园区外的染颜料企业要提早准备搬迁，进入化工园区。二是调整产业和产品结构。严格控制过剩产能；降低大宗低附加值产品比例，走精细高端路线；开发上染率高的染料结构；提高染料强度。开展清洁生产，积极应用加氢还原、三氧化硫磺化、相转移催化剂、连续硝化、膜过滤

及加压压滤机等技术。三是加强末端治理。积极采用各种先进“三废”处理技术，制定合理的行业排放标准。

传统上，中国的染料生产和使用主要集中在江苏、浙江和上海等地，这三个地区的染料产量约占国内总产量的 80%。按照史会长的意见，中国比较适合发展染料产业的区域可能就只是集中在苏北地区的很狭窄的一个地区。

4.2. 江苏省对化工产业的政策出现重要调整，预计持续收紧

最近几年，江苏省先后出台过《江苏省发展改革委、江苏省经济和信息化委关于印发江苏省石化产业规划布局方案的通知（苏发改工业发【2015】1481 号）》、《江苏省化学工业发展规划（2016-2020 年）（苏经信材料【2016】497 号）》以及《关于深入推进全省化工行业转型发展的实施意见（苏政发【2016】128 号）》三个纲领性的文件。

从这些文件的细节看，江苏省政府对化工产业的政策出现重要调整，以及会逐步收紧对化工产业的政策。

<规划布局方案>对江苏省化工产业的基调是坚持‘调整存量、提升增量、优化总量、突出特色’导向，<发展规划>对江苏省化工产业的基调是坚持‘调整存量，提升增量，优化总量’的发展导向。但是，<实施意见>明确提出，要全面落实‘减化’要求，全面提质增效转型升级，着力调存量、控增量、减总量，调结构、优布局、促规范，抓创新、提门槛、强监管，切实增强化工行业可持续发展能力和综合竞争能力。作为配合“减化”的措施，未来五年江苏省一律不批新的化工园区，一律不批化工园区外化工企业，一律不批化工园区内环境基础设施不完善或长期不能稳定运行企业的新改扩建化工项目。

根据中央第三环境保护督察组 11 月 15 日向江苏省委、省政府反馈的督察意见，目前，江苏省现有各类化工生产企业 6300 余家，入园率仅 30%左右，有的地区入园率甚至只有约 10%。江苏省工信委也提出要从 16 年底开始实施“两减六治三提升”（简称“263”）行动，全力推进“关停一批、重组一批、转移一批、升级一批”的专项行动。

预计，一批规模较小，生产经营存在严重问题的染料中间体以及染料企业的生产经营会遇到严重制约，一些产业链完备，掌握清洁生产工艺的企业直接受益于政府的政策调整。

4.3. 中央环保督查直接带动苏北地区的染料产业整合

2016 年 7 月 15 日至 8 月 15 日，中央第三环境保护督察组对江苏省进行了为期一个月的督察，11 月 15 日正式向江苏省反馈了督察意见。江苏省委、省政府成立由省长任组长、相关副省长任副组长的环保督察整改工作领导小组，及时制定上报《江苏省贯彻落实中央第三环境保护督察组督察反馈意见整改方案》。

《整改方案》把中央环境保护督察组督察反馈提出的三大方面问题，分解成 38 个具体问题，并制定出问题整改措施清单，逐项明确了责任单位、整改时限、整改目标。并明确要求，各地、各有关部门要严格按照《整改方案》和责任分工，坚决认真抓好整改落实。

从整改方案提出的 38 个问题看，和化工相关的有五个问题，问题较多集中在农药、染料、中间体等领域，预计相关领域会有进一步的实施细则出台。

灌云县临港产业区化工集中区现有企业 125 家，全部为规划环评明确禁止、限制或严格控制的农药、染料、中间体类项目。

盐城市沿海化工园区违反规划环评批复要求，园区二期引进大量染料、医药、农药等项目，其中个别项目还在采用国家明令淘汰的铁粉还原工艺。

近两年，随着中国政府不断加大环境整治力度以及对环境安全越来越重视，染料生产中产生的污染物的环保化处置成为中国环境治理中的一项重点内容，连续出台的环保法规和大气、水和固体废物的排放标准，对染料企业形成了步步紧逼的态势，让不少企业感到了前所未有的压力。

展望未来，环保监察整治力度不断加强应该是大势所趋，染料上游中间体和下游印染行业同时受限，环保不到位的企业生存空间进一步受到挤压，新批染料产能也将愈加困难，推动“中间体-染料-印染”产业链总体向健康规范发展，染料行业的供应端逐步趋于有序化，推动染料行业景气度不断提升

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 关键假设

蒽醌染料中间体以及蒽醌分散染料的生产经营维持现有的生产格局；

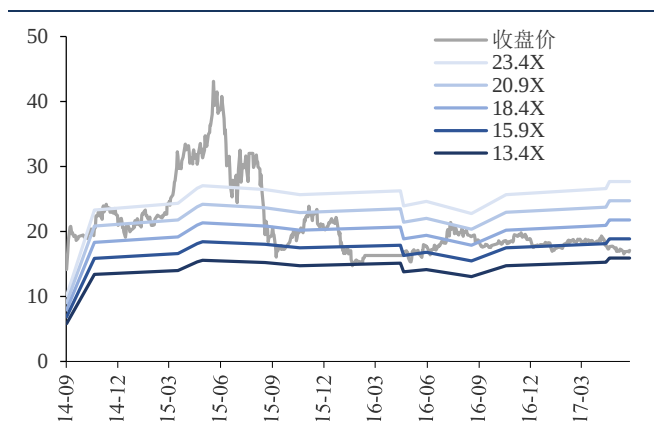
30 万吨/年硫磺制酸项目 17 年全年稳定运行，热电联产项目（3 台 130t/h 高温高压循环流化床锅炉、2 台 15MW 背压式汽轮发电机组）17 年二季度末开始试车，三季度达产。

连云港化工产业园的染料中间体以及其他精细化工中间体项目建设周期 18 个月，18 年底投产。

5.2. 投资建议

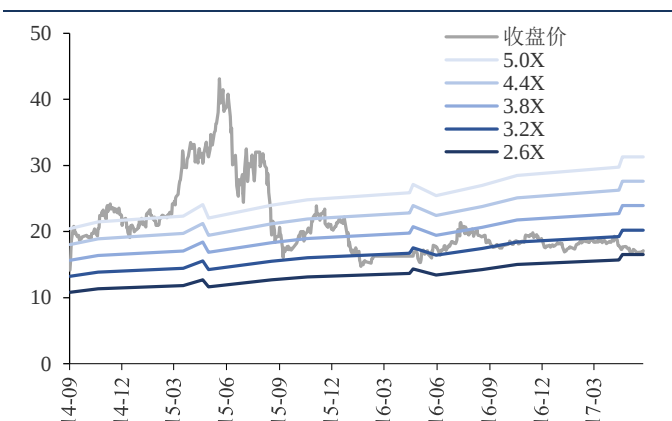
基于上述假设，预计公司 17-19 年净利润为 7.99、8.64 和 11.65 亿元，EPS 为 1.39、1.50 和 2.02 元/股，对应 PE 为 12X、11X 和 8X，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价位 22 元，对应 18 年 PE 15 倍，估值水平和未来两年的业绩增速 30%基本匹配。

图7：亚邦股份历史 PE Band



资料来源：wind、东吴证券研究所

图8：亚邦股份历史 PB Band



资料来源：wind、东吴证券研究所

6. 风险提示

产品价格波动：染料毛利受原材料及产品价格波动影响较大。

项目进展不及预期：连云港经济开发区染料中间体以及其他精细化工中间体项目进展不及预期。

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2198	2148	2584	3256	4531
现金	489	531	888	1444	1268
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	350	487	522	559	948
应收款项	275	266	265	284	481
其它应收款	29	15	16	17	29
存货	630	596	622	663	1300
其他	425	253	270	289	505
非流动资产	1884	2060	2029	2001	1976
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1025	1114	1101	1089	1078
无形资产	185	179	161	145	131
其他	674	767	767	767	767
资产总计	4082	4208	4613	5257	6507
流动负债	911	672	569	592	940
短期借款	345	122	0	0	0
应付账款	217	245	260	277	543
预收账款	22	17	18	19	37
其他	327	288	292	296	360
长期负债	29	28	28	28	28
长期借款	3	2	2	2	2
其他	26	26	26	26	26
负债合计	940	701	597	620	968
股本	576	576	576	576	576
资本公积金	1181	1181	1181	1181	1181
留存收益	1334	1702	2213	2837	3743
少数股东权益	48	46	43	41	37
归属于母公司所有者权益	3095	3462	3973	4597	5503
负债及权益合计	4082	4208	4613	5257	6507

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	361	550	850	871	158
净利润	666	655	799	864	1165
折旧摊销	108	119	131	128	125
财务费用	16	11	(2)	(9)	(11)
投资收益	(24)	(15)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(414)	(209)	(61)	(96)	(1126)
其它	10	(11)	(2)	(1)	20
投资活动现金流	(69)	18	(85)	(85)	(85)
资本支出	(102)	(180)	(100)	(100)	(100)
其他投资	33	198	15	15	15
筹资活动现金流	(256)	(553)	(408)	(231)	(248)
借款变动	(119)	(261)	(122)	0	0
普通股增加	288	0	0	0	0
资本公积增加	(283)	0	0	0	0
股利分配	(144)	(288)	(288)	(240)	(259)
其他	3	(3)	2	9	11
现金净增加额	37	16	357	556	(175)

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2290	2288	2453	2624	4450
营业成本	1040	1114	1179	1257	2464
营业税金及附加	23	29	31	33	57
营业费用	58	54	58	62	105
管理费用	345	334	270	289	489
财务费用	1	4	(2)	(9)	(11)
资产减值损失	13	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	24	15	15	15	15
营业利润	834	763	932	1008	1361
营业外收入	14	14	14	14	14
营业外支出	24	12	12	12	12
利润总额	823	765	934	1010	1363
所得税	158	112	137	149	201
净利润	665	653	797	861	1161
少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	666	655	799	864	1165
EPS (元)	1.16	1.14	1.39	1.50	2.02

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-1%	0%	7%	7%	70%
营业利润	7%	-8%	22%	8%	35%
净利润	6%	-2%	22%	8%	35%
获利能力					
毛利率	54.6%	51.3%	51.9%	52.1%	44.6%
净利率	29.1%	28.7%	32.6%	32.9%	26.2%
ROE	21.5%	18.9%	20.1%	18.8%	21.2%
ROIC	19.2%	18.0%	19.7%	18.3%	20.7%
偿债能力					
资产负债率	23.0%	16.6%	12.9%	11.8%	14.9%
净负债比率	8.5%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.4	3.2	4.5	5.5	4.8
速动比率	1.7	2.3	3.4	4.4	3.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7
存货周转率	1.8	1.8	1.9	2.0	2.5
应收帐款周转率	9.2	8.5	9.2	9.6	11.6
应付帐款周转率	4.4	4.8	4.7	4.7	6.0
每股资料 (元)					
每股收益	1.16	1.14	1.39	1.50	2.02
每股经营现金	0.63	0.96	1.48	1.51	0.27
每股净资产	5.37	6.01	6.90	7.98	9.55
每股股利	0.50	0.50	0.42	0.45	0.61
估值比率					
PE	14.8	15.0	12.3	11.4	8.4
PB	3.2	2.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	10.2	10.9	9.0	8.5	6.5

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>