亚邦股份(603188)/化学制品　环保导致染料供给受限，蒽醌染料价格有望继续上涨

评级：买入(维持)

市场价格：19.16

目标价格：30

分析师：王席鑫

执业证书编号：S0740517010008

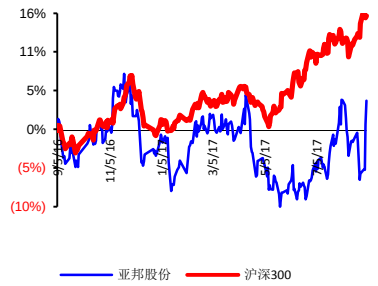
电话：021-20315135

Email：wangxx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	576
流通股本(百万股)	379
市价(元)	19.16
市值(百万元)	11,036
流通市值(百万元)	7,262

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,290.31	2,287.52	2,591.61	2,850.77	2,993.31
增长率 yoy%	-1.00%	-0.12%	13.29%	10.00%	5.00%
净利润	665.95	655.39	830.98	872.85	923.94
增长率 yoy%	6.30%	-1.58%	26.79%	5.04%	5.85%
每股收益（元）	1.16	1.14	1.44	1.52	1.60
每股现金流量	0.63	0.96	1.59	1.44	1.82
净资产收益率	21.52%	18.93%	20.75%	17.89%	15.93%
P/E	19.36	15.70	13.28	12.64	11.94
PEG	3.07	—	0.50	2.51	2.04
P/B	4.17	2.97	2.76	2.26	1.90

备注：

投资要点

- **公司是蒽醌结构分散、还原染料国内龙头：**公司主要从事染料及染料中间体的生产经营与服务，在染料领域深耕多年，形成了从原材料采购、通过自有设备生产到产品销售的完整产销体系。公司主要产品为蒽醌结构分散染料、还原染料、溶剂染料及染料中间体，拥有 200 多个品种的染料产品。公司蒽醌分散染料商品产能 2 万吨，蒽醌分散染料滤饼产能 1.4 万吨，蒽醌还原染料产能 6000 吨，蒽醌还原染料滤饼产能 8000 吨及 5 万吨的染料中间体产能。目前公司蒽醌结构染料的生产规模、技术水平和产品质量均处于国内领先水平，在高品质的蒽醌结构分散染料和还原染料细分市场，公司近几年一直在细分市场占据第一位，尤其在蒽醌分散染料市场公司市占率超过 50%，溶剂染料的市场占有率也位居国内前列。

- **环保致产品供给受限，蒽醌价格大涨：**近年来随着国家对环保的重视，染料及上游中间体行业作为重污染化工行业，面临的环保压力越来越大，部分中小企业因环保和技术不达标等问题，陆续退出市场，行业整体产能下降。8 月 7 日起，8 个中央环境保护督察组对吉林、浙江等 8 省市开展环保督察。浙江省的染料产能占比高到 64%，此次环保督查导致浙江大部分小的染料企业产能受到一定的限制，同时上游的染料中间体企业生产负荷也在大幅下降，导致大部分没有自己配套染料的小企业负荷不得不下降。而且与 14 年不同的是，此次中间体产能的限制不仅仅是 H 酸和还原物这两个品种，因此此次染料价格的上涨有望超过 15 年初的高点，目前分散染料的报价已经达到 4 万/吨，涨幅超过 50%。公司主营产品 60 号蓝（6000 吨/年）、60 号红（5500-6000 吨/年）、54 号黄（3000 吨/年）等蒽醌分散染料。60 号蓝 7 月 29 号从 13 万/吨涨至 15 万/吨，8 月 31 号 60 号蓝再次从 15 万涨至 20 万/吨，涨幅达 53%。除 60 号蓝，目前其余大部分蒽醌型染料价格都涨了 15%-20%。预计后续 60 号蓝和其余蒽醌染料仍将进一步上涨。根据历史经验，偶氮型涨价之后，一般蒽醌型都会跟随，预计 9 月份以后蒽醌型染料还会继续上涨。

- **行业供需结构良好，价格上涨弹性大，建议积极关注：**1）公司技术优势和环保优势明显，随着环保政策对重污染化工行业影响的扩大，蒽醌染料及中间体供给量将进一步受限，行业集中度进一步提升，价格有望继续上涨，公司作为染料及染料中间体行业龙头，未来将持续受益。2）从需求端来看，蒽醌染料由于色彩艳丽、性能优异主要用在中高端市场，随着生活水平的提升和年轻人对色彩的追求，蒽醌染料的市场有较大的提升空间。我们预计公司 17-19 年的 EPS 分别为 1.44、1.52、1.60 元，给予买入评级，目标价 30 元。

- **风险提示：价格下降，环保产能受限**

图表 1：公司主要财务数据

损益表（人民币千元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**2,313,555**	**2,290,314**	**2,287,516**	**2,591,610**	**2,850,771**	**2,993,310**
增长率	21.07%	-1.0%	-0.1%	13.3%	10.0%	5.0%
营业成本	-1,098,803	-1,039,890	-1,114,068	-1,243,973	-1,396,878	-1,466,722
% 营业收入	47.5%	45.4%	48.7%	48.0%	49.0%	49.0%
毛利	1,214,751	1,250,425	1,173,447	1,347,637	1,453,893	1,526,588
% 营业收入	52.5%	54.6%	51.3%	52.0%	51.0%	51.0%
营业税金及附加	-22,229	-22,710	-29,125	-27,865	-31,738	-34,540
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%
营业费用	-67,400	-58,426	-53,959	-59,607	-65,568	-68,846
% 营业收入	2.9%	2.6%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-276,539	-345,019	-334,305	-272,119	-342,093	-359,197
% 营业收入	12.0%	15.1%	14.6%	10.5%	12.0%	12.0%
息税前利润（EBIT）	848,583	824,270	756,058	988,046	1,014,494	1,064,004
% 营业收入	36.7%	36.0%	33.1%	38.1%	35.6%	35.5%
财务费用	-50,080	-1,491	-4,321	3,867	16,800	22,331
% 营业收入	2.2%	0.1%	0.2%	-0.1%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-20,427	-12,744	-3,455	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3,456	23,569	15,121	14,048	17,579	15,583
% 税前利润	0.4%	2.9%	2.0%	1.4%	1.7%	1.4%
营业利润	781,532	833,603	763,403	1,005,962	1,048,873	1,101,918
营业利润率	33.8%	36.4%	33.4%	38.8%	36.8%	36.8%
营业外收支	-3,665	-10,276	2,087	2,087	2,087	2,087
税前利润	**777,867**	**823,327**	**765,490**	**1,008,049**	**1,050,960**	**1,104,005**
利润率	33.6%	35.9%	33.5%	38.9%	36.9%	36.9%
所得税	-151,389	-158,002	-112,089	-179,082	-180,760	-182,557
所得税率	19.5%	19.2%	14.6%	17.8%	17.2%	16.5%
净利润	626,478	665,325	653,401	828,967	870,200	921,449
少数股东损益	0	-621	-1,994	-2,009	-2,650	-2,492
归属于母公司的净利润	**626,478**	**665,947**	**655,395**	**830,976**	**872,850**	**923,941**
净利率	27.1%	29.1%	28.7%	32.1%	30.6%	30.9%

现金流量表（人民币千元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	626,478	665,325	653,401	828,967	870,200	921,449
少数股东损益	0	0	0	-2,009	-2,650	-2,492
非现金支出	106,028	120,342	122,392	133,140	144,969	157,931
非经营收益	33,665	24,896	-3,962	-12,033	-19,578	-17,581
营运资金变动	-353,133	-449,065	-221,356	-36,524	-163,429	-16,049
经营活动现金净流	**413,038**	**361,498**	**550,476**	**911,542**	**829,511**	**1,043,257**
资本开支	56,360	101,606	179,386	206,942	192,867	199,905
投资	-685,369	14,264	173,890	0	0	0
其他	36,597	18,760	23,427	14,048	17,579	15,583
投资活动现金净流	**-705,132**	**-68,581**	**17,931**	**-192,894**	**-175,288**	**-184,322**
股权募资	1,370,752	53,410	0	0	0	0
债权募资	-528,914	-17,275	-224,180	-122,000	0	0
其他	-241,144	-279,660	-324,398	-4,102	-288,088	-88
筹资活动现金净流	**600,694**	**-243,525**	**-548,578**	**-126,102**	**-288,088**	**-88**
现金净流量	**308,600**	**49,391**	**19,829**	**592,546**	**366,135**	**858,846**

资产负债表（人民币千元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	419,534	489,446	531,307	1,125,861	1,494,646	2,355,985
应收款项	493,375	653,941	767,870	796,953	923,964	945,322
存货	539,158	630,365	595,940	692,348	772,985	813,826
其他流动资产	673,779	424,682	252,875	253,703	262,458	263,938
流动资产	2,125,845	2,198,434	2,147,992	2,868,865	3,454,054	4,379,070
% 总资产	62.1%	53.9%	51.0%	57.3%	61.2%	66.3%
长期股权投资	128,769	128,769	128,769	128,769	128,769	128,769
固定资产	997,596	1,186,561	1,372,463	1,435,504	1,487,485	1,526,330
% 总资产	29.1%	29.1%	32.6%	28.7%	26.4%	23.1%
无形资产	135,806	461,375	455,828	468,676	466,681	471,897
非流动资产	1,299,745	1,883,821	2,060,025	2,135,915	2,185,901	2,229,962
% 总资产	37.9%	46.1%	49.0%	42.7%	38.8%	33.7%
资产总计	**3,425,591**	**4,082,255**	**4,208,017**	**5,004,780**	**5,639,954**	**6,609,032**
短期借款	261,900	345,000	122,000	0	0	0
应付款项	293,396	380,880	380,182	437,411	473,956	507,281
其他流动负债	147,820	184,902	170,209	490,775	219,205	233,509
流动负债	703,116	910,782	672,392	928,187	693,161	740,790
长期贷款	0	3,061	1,881	1,881	1,881	1,881
其他长期负债	0	12,525	11,382	11,382	11,382	11,382
负债	**703,116**	**926,368**	**685,654**	**941,449**	**706,424**	**754,052**
普通股股东权益	2,712,850	3,094,623	3,461,843	4,004,819	4,877,669	5,801,610
少数股东权益	0	47,639	45,646	43,637	40,986	38,494
负债股东权益合计	**3,425,591**	**4,082,255**	**4,208,017**	**5,004,780**	**5,639,954**	**6,609,032**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	2.175	1.156	1.138	1.443	1.515	1.604
每股净资产(元)	9.420	5.373	6.010	6.953	8.468	10.072
每股经营现金净流(元)	1.434	0.628	0.956	1.586	1.445	1.816
每股股利(元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	23.09%	21.52%	18.93%	20.75%	17.89%	15.93%
总资产收益率	18.34%	16.37%	15.63%	16.65%	15.52%	14.01%
投入资本收益率	28.17%	23.09%	21.64%	28.95%	25.39%	26.36%
增长率						
营业总收入增长率	21.07%	-1.00%	-0.12%	13.29%	10.00%	5.00%
EBIT增长率	122.08%	-2.87%	-8.28%	30.68%	2.68%	4.88%
净利润增长率	141.51%	6.30%	-1.58%	26.79%	5.04%	5.86%
总资产增长率	59.79%	19.11%	3.06%	18.93%	12.69%	17.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.8	39.5	43.1	41.3	42.2	41.8
存货周转天数	155.9	205.3	200.9	203.1	202.0	202.5
应付账款周转天数	86.4	83.1	75.7	79.4	77.6	78.5
固定资产周转天数	118.4	149.1	170.6	157.5	142.3	132.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.81%	-4.50%	-11.62%	-27.76%	-30.35%	-40.31%
EBIT利息保障倍数	16.9	552.7	175.0	-255.5	-60.4	-47.6
资产负债率	20.58%	22.77%	16.35%	18.87%	12.56%	11.44%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。