

2017年09月07日

亚邦股份 (603188)

——蒽醌染料龙头受益价格上涨，未来颜料产品打开成长新空间

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年09月06日

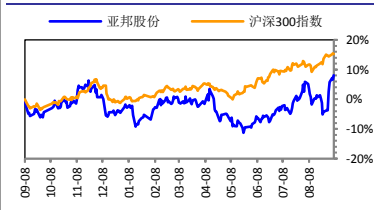
收盘价(元)	19.58
一年内最高/最低(元)	20.3/16.22
市净率	3.2
息率(分红/股价)	2.55
流通A股市值(百万元)	7421
上证指数/深证成指	3385.39/11024.59

注：“息率”以最近一年已公布计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	6.06
资产负债率%	16.48
总股本/流通A股(百万)	576/379
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

沈衡 A0230117050016
shenheng@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **蒽醌染料龙头，盈利能力稳定。**公司是全球最大的蒽醌结构分散染料和还原染料生产企业，主要产品在国内的市场占有率都在35%左右。2016年底，公司具有分散染料商品和滤饼产能为2.2万吨、1.5万吨，还原染料商品和滤饼产能为6000吨和8000吨，溶剂染料产能为2500吨，染料中间体产能5万吨。由于公司产品已达到较高的市占率并且下游需求增长有限，公司近年来业绩稳定，收入基本维持在23亿左右，归母净利润在6.5亿左右。同时公司蒽醌染料不同于普通偶氮染料，竞争程度较低，在行业内具有定价权，价格波动相对较小，毛利率基本维持在50%以上，远高于其他染料企业。
- **下游需求呈现回暖态势，环保高压推升染料价格。**纺织印染行业对染料的需求占到染料需求总量的90%左右。2016年随着国内经济企稳回升和供给侧结构性改革的有力推进，印染布产量由连续5年负增长开始转正，同比增长4.74%，纺织业企业景气指数也在2016年一季度末开始触底回升，预示下游需求回暖。近年来随着环保要求不断提高，无力投入环保的小企业陆续停产退出，染料行业集中度不断提升。8月初环保督查组进驻染料大省浙江，导致中间体及染料企业生产受限，产品价格快速上涨，分散染料均价自8月以来已上涨16%，公司蒽醌分散染料中主要产品60号蓝价格已从13万/吨上涨至20万/吨，涨幅超过50%。预计蒽醌分散染料整体将有30%以上的涨幅。未来随着环保高压成为新常态，高环保门槛将清退落后企业并限制新产能进入，行业集中度及龙头企业定价权有望进一步提升。
- **产业链一体化优势明显，打造园区循环经济。**中间体是染料生产的关键环节，通常占到染料成本的50%以上。公司生产过程中所需的关键中间体均是自产自用，具有完整的产品链自我配套体系，成本优势显著。同时公司自建硫酸和热电联产项目，打造园区循环经济体系，未来盈利能力将更上层楼。
- **外延收购持续布局，未来颜料市场有望发力。**由于公司主业已到瓶颈，2015年通过收购道博化工进入蒽醌溶剂染料领域，随着纺前着色及喷墨印染技术的发展，溶剂染料行业增速在30%左右。近期公司公告拟使用自有资金收购苯甲酰氯龙头企业江苏佳麦化工51%的股权，进一步丰富产品线。同时公司与连云港化工园区管委会签订《投资合同》，在1000亩土地上进行四期项目建设，除一期项目外，其余三期均为颜料项目，并考虑与其他企业合作，在颜料领域存在外延收购预期。颜料市场有望打开公司发展新空间。
- **盈利预测与评级：**公司是蒽醌染料龙头企业，产业链一体化优势突出，环保高压下，短期受益产品价格上涨，长期有利于行业集中度及定价权进一步提升，行业有望长期景气。公司未来着力发展颜料市场，打开成长新空间。首次覆盖，给予“增持”评级。预计2017-2019年归母净利润7.60、10.54、11.11亿元，EPS 1.32、1.83、1.93元，对应PE 15X、11X、10X。
- **风险提示：**产品价格下跌，新项目推进不及预期

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,288	1,234	2,934	3,649	3,866
同比增长率(%)	-0.12	-1.63	28.20	24.40	5.90
净利润(百万元)	655	317	760	1,054	1,111
同比增长率(%)	-1.59	-4.90	15.90	38.70	5.40
每股收益(元/股)	1.14	0.55	1.32	1.83	1.93
毛利率(%)	51.3	47.2	48.9	51.9	51.7
ROE(%)	18.9	9.1	18.0	20.0	17.4
市盈率	17		15	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE。

投资案件

投资评级与估值

公司是蒽醌染料龙头企业，产业链一体化优势突出，环保高压下，短期受益产品价格上涨，长期行业集中度及定价权将进一步提升。公司未来着力发展颜料市场，打开成长新空间。首次覆盖，给予“增持”评级。预计 2017-2019 年归母净利润 7.60、10.54、11.11 亿元，EPS 1.32、1.83、1.93 元，对应 PE 15X、11X、10X。

选取染料行业上市公司闰土股份、安诺其和吉华集团进行对比，可比公司 2017、2018 年平均估值 26、20 倍，标的公司估值明显低于行业平均。给予 18 年 15 倍 PE，对应目标价 26.34 元。

关键假设点

假设 2017-2019 年：

染料销量为 30300、32160、34182 吨，价格为 8.8、9.5、9.5 万元/吨；

染料中间体销量为 5500、5775、6064 吨，价格为 4.9、5.0、5.0 万元/吨；

热电联产项目 2018 年开始贡献效益，实现营收 3 亿元，净利润约 7600 万。

有别于大众的认识

市场可能认为染料行业下游需求变化不大，公司近年业绩稳定也反应了这个问题，担心公司缺乏长期的成长性。

我们认为虽然染料市场整体需求稳定，但随着近年来环保要求的趋严，环保门槛和成本的提升倒逼中小企业退出，染料行业集中度不断提升。尤其是公司产品为差异化蒽醌染料，目前是蒽醌分散染料绝对龙头，蒽醌还原染料领域还有小的竞争对手，未来蒽醌还原染料仍会进一步集中，公司在存量市场的份额仍有提升空间，并且公司具有定价权，未来价格有上涨空间。公司通过收购道博化工进入溶剂染料领域，随着新型印染技术发展，溶剂染料每年预计增速 30%。蒽醌染料技术壁垒和废水处理都高于传统偶氮染料，未来难有新加入者。同时公司打造园区循环经济，进一步提升成本优势和综合经济效益。

此外公司未来将着力发展颜料产业，2015 年全球染料市场规模已达 200 亿美元。颜料与染料技术相通性强，公司切入中间体及颜料产品，未来将打开新的成长空间。

股价表现的催化剂

蒽醌染料及中间体价格大幅上涨

核心假设风险

蒽醌染料及中间体价格下跌，新项目推进不及预期

目 录

1. 蒽醌染料龙头，盈利能力稳定	5
2. 下游需求回暖，环保高压推升染料价格.....	7
2.1 染料产量基本稳定，下游需求呈现回暖态势	7
2.2 环保趋严提升行业集中度，短期高压推升染料价格.....	9
3. 进一步提升成本优势，开拓未来新增长点	10
3.1 产业链一体化、园区循环经济打造成成本优势	10
3.2 环保投入持续增加，行业竞争力进一步提升	10
3.3 外延收购持续布局，颜料市场有望成未来发力点.....	11
4. 盈利预测与估值	12

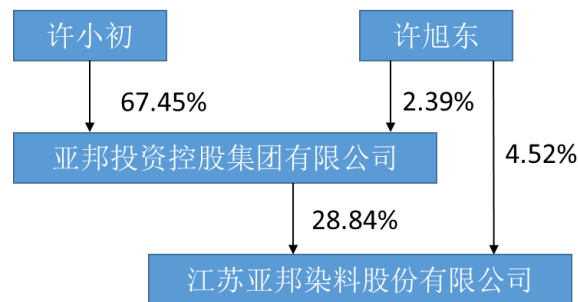
图表目录

图 1: 亚邦投资控股集团有限公司持有上市公司 28.84%的股权	5
图 2: 2014 年以来收入基本稳定	6
图 3: 2014 年以来利润基本稳定	6
图 4: 2016 年分散染料收入占比 64%	6
图 5: 公司染料产品毛利率基本稳定且远高于同行	6
图 6: 常见染料结构示意图	7
图 7: 2014 年以来染料产量增长率不足 1% (万吨)	8
图 8: 分散染料占比约 49%	8
图 9: 2016 年印染布产量由连续 5 年负增长开始转正 (亿米)	8
图 10: 纺织业企业景气指数 (即期指数) 回升	8
图 11: 2016 年分散染料约 80% 产能集中在浙江省	9
图 12: 2016 年分散染料产能分布	9
图 13: 分散染料均价 8 月初以来上涨 16% (元/公斤)	10
图 14: 活性染料均价 8 月初以来上涨 9% (元/公斤)	10
图 15: 公司上市以来环保投入持续增长	11
表 1: 2016 年公司产品产能及利用率	5
表 2: 各种染料分类及特性	7
表 3: 估值对比表	12
表 4: 关键假设表	12
表 5: 合并损益表	13
表 6: 合并资产负债表	13
表 7: 合并现金流量表	14

1. 蒽醌染料龙头，盈利能力稳定

亚邦股份主要从事纺织染料及染料中间体的研发、生产、销售和服务，是全球最大的蒽醌结构分散染料和还原染料生产企业，产品主要应用于中高档纺织面料和有特殊化染色需求的纺织面料的染色。公司控股股东为亚邦投资控股集团有限公司，持有上市公司 28.84% 的股权，实际控制人为许旭东和许小初先生。

图 1：亚邦投资控股集团有限公司持有上市公司 28.84% 的股权



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司 2015 年下半年完成对江苏道博化工收购，进入溶剂染料领域，溶剂染料属于染料产品中的中高端品种，主要用于塑料母粒、涤纶纺丝、油墨等的着色使用，具有较高的运用范围，并且该染料在使用过程中不产生任何环境问题，无环保压力。

2016 年底，公司具有分散染料商品和滤饼产能为 2.2 万吨、1.5 万吨，还原染料商品和滤饼产能为 6000 吨和 8000 吨，溶剂染料产能 2500 吨，染料中间体产能 5 万吨。主要产品在国内的市场占有率都在 35% 左右。

表 1：2016 年公司产品产能及利用率

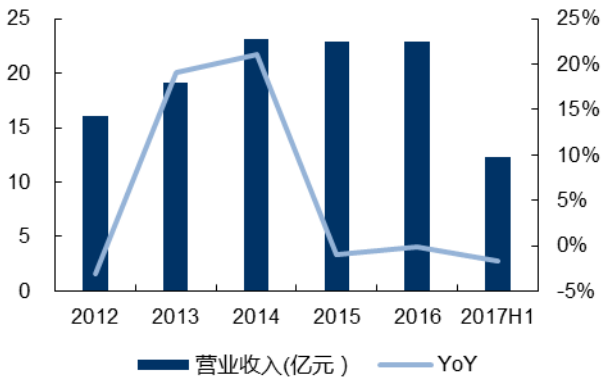
产品	产能	产能利用率
分散染料商品	22000	70.97%
分散染料滤饼	15000	60.60%
还原染料商品	6000	83.84%
还原染料滤饼	8000	49.53%
溶剂染料	2500	82.81%
染料中间体	50000	65.12%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2014 年之前是公司的快速成长期，迅速发展为蒽醌染料领域的龙头企业，利润规模由 2012 年的 1.25 亿元提升至 2014 年的 6.26 亿元。2014 年开始，公司收入及利润规模基本稳定，收入规模在 23 亿元上下，归母净利润在 6.5 亿元左右。主要是由于公司在所在领域已

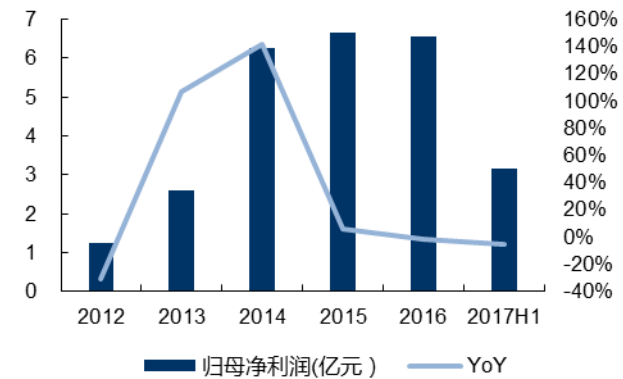
经达到了较高的市占率，并且下游服装纺织行业增速放缓，需求基本稳定。2017 年上半年实现营业收入 12.34 亿元，同比下降 1.63%，实现归母净利润 3.17 亿元，同比下降 4.90%。主要是由于上半年产品虽然整体价格同比上年同期略有上涨，但销量有所下降导致。

图 2：2014 年以来收入基本稳定



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：2014 年以来利润基本稳定

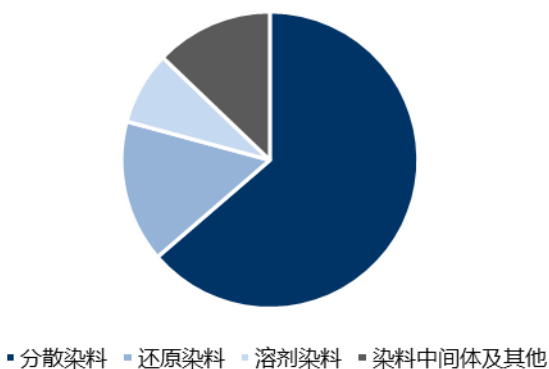


资料来源：Wind，申万宏源研究

分散染料是公司收入及利润主要来源，2016 年分散染料收入占比约 64%，毛利率高达 62%，还原染料收入占比约 15%，毛利率约 30%，染料中间体收入占比约 13%，毛利率约 36%。公司在 2015 年 9 月收购江苏道博化工后，进入溶剂染料领域，2016 年溶剂染料收入占比约 8%，毛利率约 32%。

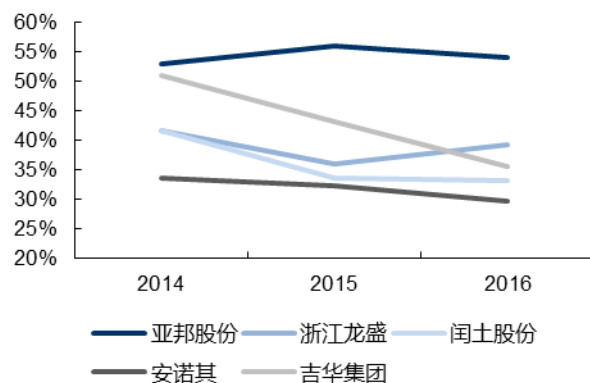
公司染料产品毛利率远高于同行，2014-2016 年基本稳定在 55%左右，其他染料企业毛利率基本在 30-40%之间。主要是由于公司在蒽醌分散染料领域为行业寡头，竞争压力小，价格波动小，并且具有产业链优势，因此毛利率远高于普通的偶氮及杂环类染料。

图 4：2016 年分散染料收入占比 64%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：公司染料产品毛利率基本稳定且远高于同行



资料来源：Wind，申万宏源研究

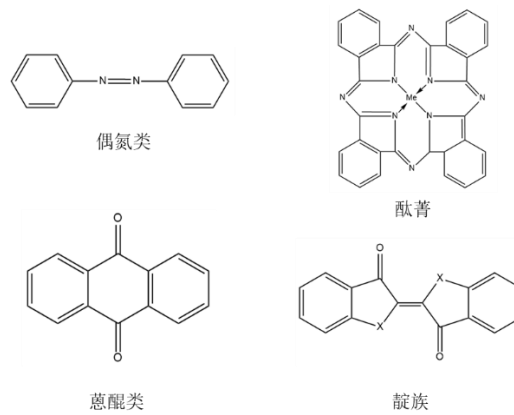
2. 下游需求回暖，环保高压推升染料价格

2.1 染料产量基本稳定，下游需求呈现回暖态势

染料是指能使纤维织物或其他物质染成鲜艳而坚固的颜色的物质。按其来源，可分为天然和合成两大类。天然染料一般来源于植物、动物和矿物质，以植物染料为主，如靛蓝、茜草、紫草、红花、桑、茶等。合成染料又称人造染料，主要从煤焦油分馏或石化初级产品加工后经化学加工而成。

按照染料的不同化学结构，可将染料分为偶氮染料、蒽醌染料、芳甲烷染料、靛族染料、硫化染料、酞菁染料、硝基和亚硝基染料等。

图 6：常见染料结构示意图



资料来源：申万宏源研究

根据染料性质及应用方法，还可将染料分为分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料、酸性染料、直接染料等若干类别。

表 2：各种染料分类及特性

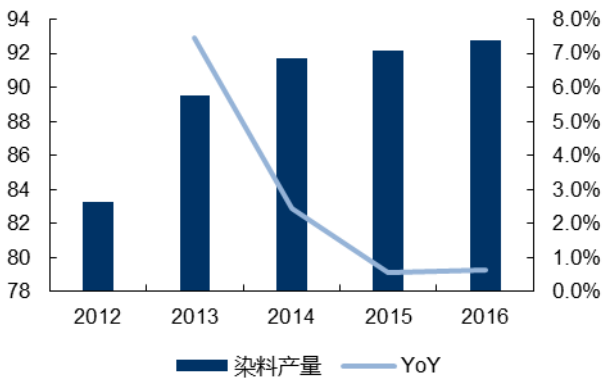
染料分类	简介
分散染料	主要用于涤纶纤维的染色和印花，也可用于醋酸纤维、锦纶等纺织物的染色，具有良好的疏水性、一定的分散性及耐升华的特点，按其化学结构主要可分为蒽醌、偶氮和杂环三大类。
活性染料	主要用于棉纤维及其纺织品的染色、印花，也可用于麻、羊毛、蚕丝和一部分合成纤维的染色，其色谱广、色泽鲜艳、性能优异、适用性强。
还原染料	指经还原成为隐色体而后染色的不溶性染料。先在碱液中经还原作用变成可溶性的隐色体钠盐而为纤维素纤维吸着，再经过氧化，恢复成原来的不溶性染料，一般耐洗、耐晒坚牢度较高。主要用于棉、涤棉混纺织物印染，也可用于人丝、人丝·人棉交织、真丝绸拔染印花。按其化学结构主要可分为靛类和蒽醌两大类。还原染料色谱较全，皂洗、日晒牢度比较高，但价格较高。
酸性染料	是一类水溶性阴离子染料。染料分子中含磺酸、羟基等酸性基团，在酸性染浴中可与蛋白质纤维分子中的氨基以离子键结合。酸性染料主要用于羊毛、蚕丝、聚酰胺纤维的染色和印花。

染料分类	简介
直接染料	是一类水溶性阴离子染料。染料分子中大多含有硫酸基，有的则含有羟基，主要用于针织、丝绸、棉纺、皮革、毛麻的染色，也用于粘胶纤维的染色。色谱齐全、价格低廉、操作方便。缺点是水洗、日晒牢度不够理想。
硫化染料	不溶于水。染色时，硫化染料在硫化碱溶液中被还原为可溶状态，上染纤维后，经过氧化又成不溶状态固着在纤维上。硫化染料主要用于棉纤维染色，亦可用于棉/维混纺织物。其成本低廉，但色泽不够鲜艳。

资料来源：吉华集团招股说明书，申万宏源研究

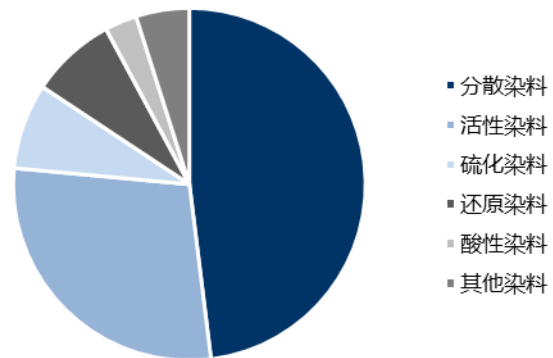
2014 年以来我国染料行业发展放缓，染料产量增长率不足 1%，2016 年染料产量 92.8 万吨，同比增长 0.7%。在各类染料中，分散染料占比最大，约 49%。而分散染料中偶氮类约占 75%、蒽醌类约占 20%、杂环类约占 5%。

图 7：2014 年以来染料产量增长率不足 1%（万吨）



资料来源：中国染料工业协会，申万宏源研究

图 8：分散染料占比约 49%

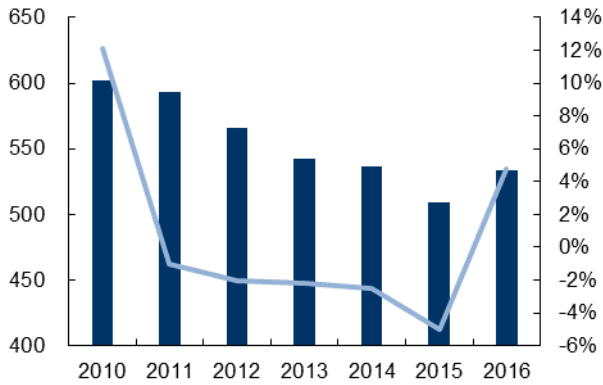


资料来源：化学工业，申万宏源研究

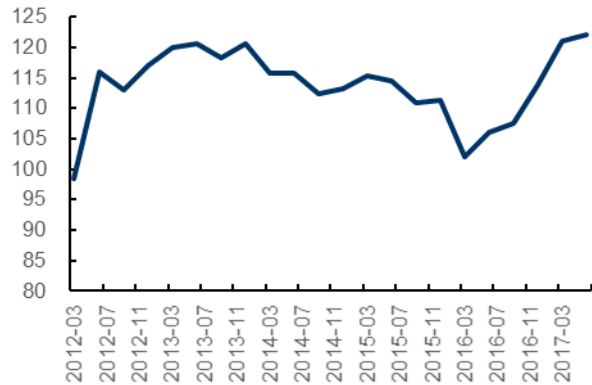
染料制造业的下游行业为纺织行业中的印染子行业，纺织印染行业对染料的需求占到染料需求总量的 90%左右。“十二五”期间，受经济下行压力较大，市场主体投资信心不足、内外需求收缩、环保约束等诸多因素的影响，印染布产量持续下降，纺织业企业景气指数也持续下滑。进入 2016 年，随着国内经济企稳回升和供给侧结构性改革的有力推进，印染行业着力推进转型升级，依靠技术创新、管理提升和产品升级，印染行业产量由连续 5 年负增长开始转正，印染布产量 533.70 亿米，同比增长 4.74%，增速较 2015 年同期提高 9.81 个百分点，纺织业企业景气指数也在 2016 年一季度末开始触底回升。随着下游印染行业的回暖，染料需求将随之改善。同时随着技术升级和消费升级，染料产品在高端家纺、汽车工业等高端消费市场的应用将逐步提升，带动染料需求边际改善。

图 9：2016 年印染布产量由连续 5 年负增长开始转正（亿米）

图 10：纺织业企业景气指数（即期指数）回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

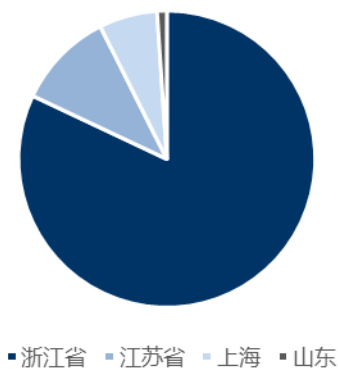


资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 环保趋严提升行业集中度，短期高压推升染料价格

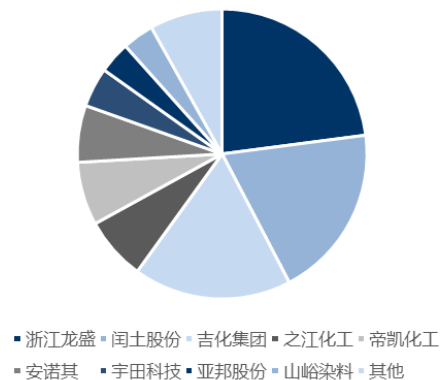
染料产品多、结构复杂、工艺流程长、总体收率低，导致“三废”特别是高浓度含盐废水和有机废液产生量大，难于处理。“十二五”期间染料龙头企业在清洁生产和环境保护方面做了大量投入，环保水平显著提高，亚邦股份 2016 年环保投入近 1 亿元，约占营业收入的 4.2%。生产同一产品，落后企业的“三废”排放量可能是先进企业的四五倍，对于落后小企业而言，往往无法投入高额的环保费用。随着国内环保要求日趋严格，大量缺乏环保投入的中、小型企业纷纷关停产能或停产整顿，染料行业集中度不断提升。目前分散染料的生产集中度非常高，根据卓创资讯统计的 2016 年分散染料产能，生产企业主要集中在浙江，占全国约 80%，其中偶氮类分散染料前三大企业为浙江龙盛、闰土股份、杭州吉华，三家总计产能约占分散染料的 60%；而蒽醌类分散染料主要集中在亚邦股份、杭州帝凯、罗森化工等企业。

图 11：2016 年分散染料约 80% 产能集中在浙江省



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

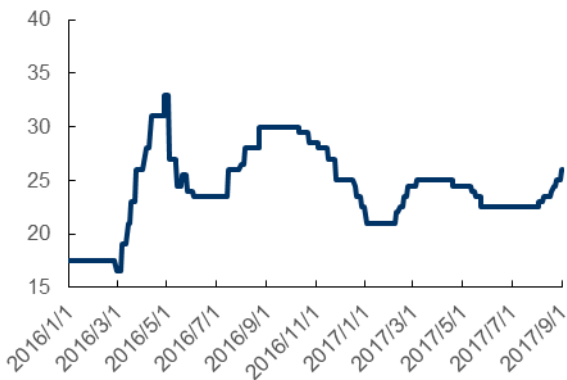
图 12：2016 年分散染料产能分布



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

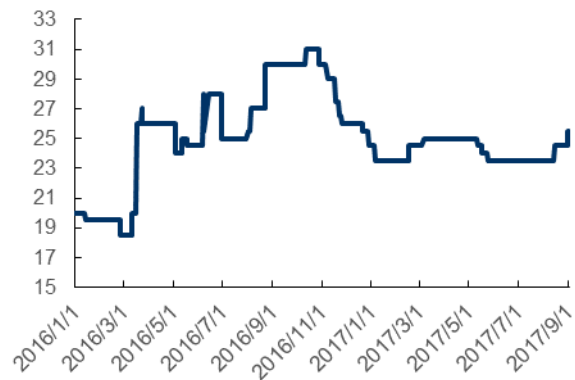
随着 8 月份环保核查组进驻浙江、山东等省，对染料及中间体企业造成较大影响，多数企业降负甚至停产，造成供给趋紧，导致染料价格普遍上涨。据卓创统计，分散染料和活性染料价格自 8 月初以来平均价格分别上涨 16% 和 9%。蒽醌分散染料中 60 号蓝价格已从 13 万/吨上涨至 20 万/吨，涨幅超过 50%。预计蒽醌分散染料整体将有 30% 以上的涨幅。

图 13: 分散染料均价 8 月初以来上涨 16% (元/公斤)



资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

图 14: 活性染料均价 8 月初以来上涨 9% (元/公斤)



资料来源: 卓创资讯, 申万宏源研究

3. 进一步提升成本优势, 开拓未来新增长点

3.1 产业链一体化、园区循环经济打造成本优势

中间体是染料生产的关键环节, 通常占到染料成本的 50%以上。公司利用基础化工原料合成生产染料中间体, 并用于蒽醌结构分散染料和还原染料生产。生产过程中所需的关键中间体 1-氨基蒽醌、3-溴苯酮、3,9-二溴苯酮等均是自产自用, 具有完整的产品链自我配套体系, 其他生产过程中所需的关键中间体主要依靠市场采购, 因此公司在产品生产控制、产品质量稳定性方面以及生产成本控制方面有着明显的优势。

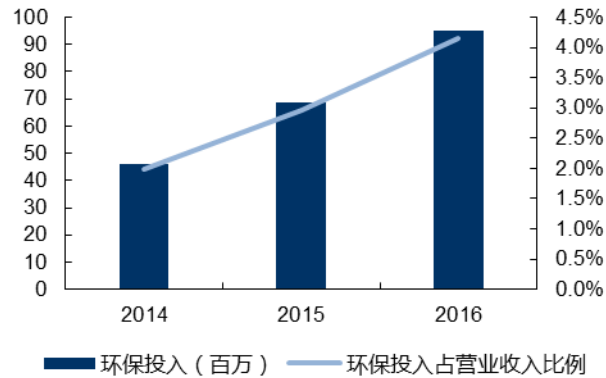
公司近年来在其所在的连云港化工园区打造循环经济优势, 30 万吨/年硫磺制酸项目已顺利建设投产, 一方面满足公司生产所需硫酸, 另一方面可为园区其他企业进行硫酸配套, 运输半径小, 综合成本低; 同时, 硫磺制酸副产大量蒸汽, 可以与公司热电项目进行并网后销售给园区企业, 极大地提高项目综合收益。此外园区热电联产项目进展顺利, 该项目计划新建 3 台 130t/h 高温高压循环流化床锅炉和 2 台 15MW 背压式汽轮发电机组及相应辅助配套设施, 本项目达产后, 预计年均营业收入 2.98 亿元, 净利润 7600 万元, 同时该项目建成运营后, 可以取代大量的分散热源点和热效率低、除尘效率差的小锅炉, 节能减排, 提高了园区的环境质量, 有利于连云港化工产业园区及周边地区的发展。预计项目将于今年建设完成。

3.2 环保投入持续增加, 行业竞争力进一步提升

“十二五”期间, 公司开展了针对环保提升的多项技术开发与改造, 调整产品结构, 通过搬入入住园区淘汰落后产能, 大量引进自动化、连续化以及国外先进生产设备, 溶剂法磺化、加氢还原、膜过滤、资源化利用等一批科研成果在公司得以应用, 基本实现资源化利用、循环经济以及“零排放”的环保目标。同时公司 7 月 12 日公告, 同意公司以自有资金收购江苏仁欣环保科技有限公司 15% 的股权, 仁欣科技一直致力于环保科技研发, 是江苏连云港化工产业园废酸综合处置企业, 为亚邦股份及园区其他企业进行废酸处理。

本次参股仁欣科技，将进一步提升公司废水处理能力。在环保要求不断提升的大环境下，公司环保优势突出，行业竞争力进一步提升。

图 15: 公司上市以来环保投入持续增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 外延收购持续布局，颜料市场有望成未来发力点

由于公司蒽醌染料主业已发展平稳，未来提升空间不大。近年来公司开始持续外延收购。2015 年公司收购江苏博道化工进入溶剂染料领域。溶剂染料是以能溶于有机溶剂为特征的染料，属于染料产品中的中高端品种，主要用于塑料母粒、涤纶纺丝、油墨等的着色使用，具有较高的运用范围，并且该染料在使用过程中不产生任何环境问题，无环保压力。随着纺前着色和喷墨印花技术的发展，溶剂染料需求快速提升，预计每年增长率在 30% 左右。道博化工承诺 2015-2017 年的经审计的税后净利润分别不低于：4000 万元、4800 万元、5800 万元。2016 年道博化工实现净利润 4978 万元，2017 年上半年净利润 3043 万元，实现全年 5800 万承诺压力不大。

2017 年 7 月公司公告拟使用自有资金收购江苏佳麦化工有限公司 51% 的股权，交易对价为 5100 万元。佳麦化工苯甲酰氯产品具备 3 万吨/年的产能，占苯甲酰氯市场龙头地位。佳麦化工从甲苯开始合成苯甲酸，直接管道输送进入苯甲酰氯的合成环境，相比其他企业采用外购苯甲酸做原料，在产品质量的可控方面更具优势。同时佳麦化工具有开发后续系列化产品的优势，重点利用现有可大量使用氯气的生产条件及副产盐酸处置途径短的优势，打造系列化氯化产品，主要用于农药、医药和橡塑助剂行业。目前佳麦化工尚未盈利，2017 年亏损 57 万元，公司控股后，有望利用其合成技术优势改善佳麦化工盈利水平。

2017 年 1 月 24 日，公司与连云港化工园区管委会签订《投资合同》，由连云港化工园区管委会提供约 1000 亩园区土地。公司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。

从项目规划看，未来公司发展重心将转移至颜料领域，由于染料及颜料在合成工艺和下游应用领域相通性强，因此公司进入颜料领域不存在壁垒，未来颜料市场有望打开成长新空间。

4. 盈利预测与估值

公司是蒽醌染料龙头企业，产业链一体化优势突出，环保高压下，短期受益产品价格上涨，长期有利于行业集中度及定价权进一步提升，行业有望长期景气。公司未来着力发展颜料市场，打开成长新空间。首次覆盖，给予“增持”评级。预计 2017-2019 年归母净利润 7.60、10.54、11.11 亿元，EPS 1.32、1.83、1.93 元，对应 PE 15X、11X、10X。

选取染料行业上市公司闰土股份、安诺其和吉华集团进行对比，可比公司 2017、2018 年平均估值 26、20 倍，标的公司估值明显低于行业平均。给予 18 年 15 倍 PE，对应目标价 26.34 元。

表 3：估值对比表

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价 (2017/9/6)	EPS				PE			
					16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
002440	闰土股份	161	7.67	21.00	0.86	1.11	1.26	1.40	25	19	17	15
300067	安诺其	54	6.55	8.25	0.15	0.23	0.30	0.36	97	36	28	23
603980	吉华集团	130	5.00	25.98	0.96	1.11	1.60	2.44		23	16	11
	平均									26	20	16
603188*	亚邦股份	111	5.76	19.58	1.14	1.32	1.83	1.93	16	15	11	10

资料来源：申万宏源研究，其中*来自申万宏源研究预测，其余为 Wind 一致性预期

表 4：关键假设表

染料产品	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售收入 (百万)	1956	1993	2662	3058	3261
销售毛利 (百万)	1094	1072	1346	1651	1752
毛利率 (%)	56%	54%	51%	54%	54%
染料中间体	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售收入 (百万)	334	294	270	289	303
销售毛利 (百万)	156	101	88	98	103
毛利率 (%)	47%	35%	33%	34%	34%
热电联产	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售收入 (百万)				300	300
销售毛利 (百万)				144	144

染料产品	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率 (%)				48%	48%

资料来源：申万宏源研究

表 5：合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,290	2,288	2,934	3,649	3,866
营业总成本	1,480	1,539	2,043	2,414	2,564
营业成本	1,040	1,114	1,499	1,755	1,866
营业税金及附加	23	29	37	46	49
销售费用	58	54	73	84	88
管理费用	345	334	428	518	550
财务费用	1	4	8	10	10
资产减值损失	13	3	(3)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	24	15	0	0	0
营业利润	834	763	890	1,235	1,302
营业外收支	(10)	2	0	0	0
利润总额	823	765	890	1,235	1,302
所得税	158	112	133	184	195
净利润	665	653	757	1,051	1,108
少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)
归属于母公司所有者的净利润	666	655	760	1,054	1,111

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 6：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,198	2,148	3,036	4,331	5,606
现金及等价物	489	531	1,135	2,210	3,399
应收款项	691	816	891	975	1,000
存货净额	630	596	805	943	1,003
其他流动资产	388	204	204	204	204
长期投资	129	129	129	129	129
固定资产	1,187	1,372	1,411	1,357	1,240
无形资产及其他资产	568	559	559	559	559
资产总计	4,082	4,208	5,135	6,376	7,533
流动负债	911	672	842	1,033	1,082
短期借款	345	122	122	200	200
应付款项	489	491	661	774	823
其它流动负债	1	0	0	0	0
非流动负债	29	28	28	28	28
负债合计	940	701	870	1,061	1,110
股本	576	576	576	576	576
资本公积	1,181	1,181	1,181	1,181	1,181
盈余公积	159	198	242	304	369
未分配利润	1,175	1,504	2,219	3,212	4,258
少数股东权益	48	46	43	40	37
股东权益	3,142	3,507	4,262	5,313	6,420

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
负债和股东权益合计	4,082	4,208	5,132	6,374	7,530

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 7：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	665	653	757	1,051	1,108
加：折旧摊销减值	120	122	104	118	118
财务费用	16	11	8	10	10
非经营损失	(13)	(24)	0	0	0
营运资本变动	(436)	(218)	(112)	(108)	(36)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	361	550	757	1,071	1,200
资本开支	102	179	145	64	0
其它投资现金流	394	245	0	0	0
投资活动现金流	(69)	18	(145)	(64)	0
吸收投资	53	0	0	0	0
负债净变化	(17)	(224)	(0)	78	(0)
支付股利、利息	305	300	8	10	10
其它融资现金流	13	(29)	0	0	0
融资活动现金流	(256)	(553)	(8)	68	(10)
净现金流	49	20	604	1,074	1,189

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。