



买入

37% ↑

目标价格:人民币 12.00

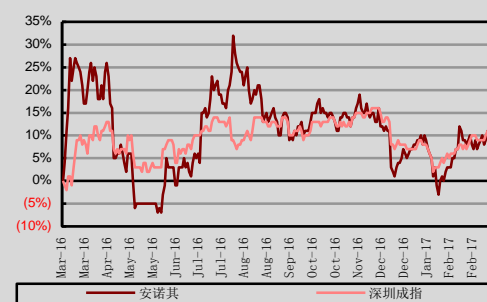
300067.CH

价格:人民币 8.74

目标价格基础:57倍 17年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.0	4.8	(0.7)	(0.6)
相对深证成指	(1.3)	1.2	2.2	(8.5)

发行股数(百万)	544
流通股(%)	65
流通股市值(人民币 百万)	3,103
3个月日均交易额(人民币 百万)	38
净负债比率(%) (2017E)	87
主要股东(%)	
纪立军	43

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年3月8日收市价为标准

安诺其

“七彩云”+“污水处理”，助力公司成为染料行业“痛点”的终结者

公司秉承差异化发展战略，定位中高端染料市场，在国内领先开发超细纤维用分散染料、环保分散染料、高水洗分散染料和数码印花染料等高端产品，独享行业高毛利率；公司创新性地与行业协会联合创办国内外首个“七彩云染色电商”平台，并战略性进入污水处理领域，直指“种类杂、污染重”等染料行业痛点。随着产品新产能释放、“七彩云”流量增加、污水处理项目推进，公司进入业绩快速增长期。首次给予买入评级，目标价12.00元。

支撑评级的要点

- **差异化战略指引公司占领中高端染料市场高地。**公司染料产能有序扩张，最终将形成年产3.6万吨分散染料、1.9万吨活性染料、3.6万吨染料中间体的规模；公司定位中高端染料市场，活性印花产品的产销量处于行业第一，差异化的市场战略确保了公司的高毛利率和快速成长快。
- **“七彩云”解决“环节多、产品杂”的传统染料行业“痛点”。**公司创新性地创办国内首个染料网上交易平台“七彩云”，借助互联网的力量和创新的思维模式不断优化行业商业环境，实现企业自身价值增长乃至跨越式发展，推动纺织印染和染料化工行业健康发展和产业升级。安诺其控股七彩云公司57%的股份，预计2017年电商平台将贡献利润。
- **积极投身环保事业，政策红利下前景可观。**公司已经中标两个污水处理项目，未来更将深度介入污水处理领域。公司于2017年成立环保事业部，环保产业有望成为公司第二主业，助推公司多元化发展。

评级面临的主要风险

- 染料价格异常波动，市场开发不力。

估值

- 公司定位于中高端染料市场，独享行业高毛利率，新产能逐步释放，进入快速成长期；“七彩云”重新定义染料行业新商业模式，当享受高估值；公司积极扩展污水处理业务，未来外延可期，分享环保政策红利。预计2016-2018年每股收益分别为0.15元、0.21元、0.28元，首次给予买入评级，目标价12.00元，对应2017年市盈率57倍。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	746	690	1,245	2,215	3,311
变动(%)	47	(8)	81	78	49
净利润(人民币 百万)	101	62	82	112	154
全面摊薄每股收益(人民币)	0.186	0.114	0.151	0.206	0.284
变动(%)	111.4	(38.6)	31.8	37.1	37.7
全面摊薄市盈率(倍)	47.0	76.5	58.1	42.4	30.8
价格/每股现金流量(倍)	95,000.0	(186.1)	(19.3)	(9.1)	(8.7)
每股现金流量(人民币)	0.00	(0.05)	(0.45)	(0.96)	(1.01)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.5	47.3	38.4	31.3	25.6
每股股息(人民币)	0.066	0.182	0.408	0.023	0.031
股息率(%)	0.8	2.1	4.7	0.3	0.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

目录

公司掠影：中高端染料市场的排头兵	3
长往远引，差异化战略指引公司占领中高端染料市场高地	8
七彩云：重新定义染料行业新商业模式.....	21
积极投身环保事业，政策红利下前景可观	24
盈利预测与投资评级.....	26

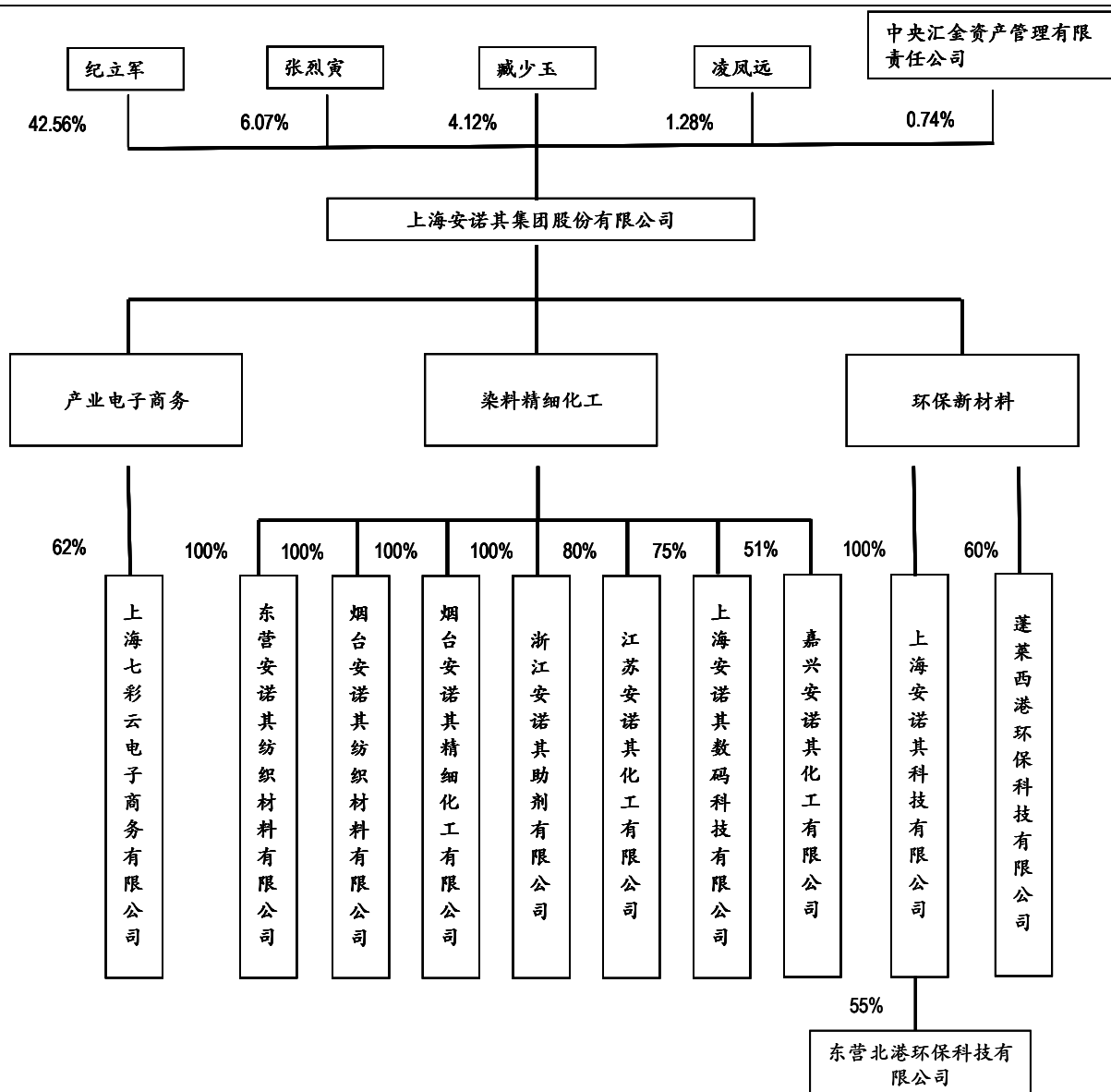
公司掠影：中高端染料市场的排头兵

上海安诺其集团股份有限公司（下称“公司”）创立于1999年，位于上海市青浦工业园区。公司于2010年4月21日在深圳交易所创业板挂牌上市，截至2016年11月，公司总股本5.43亿股，总市值48.07亿元。公司定位于中高端差异化染料市场，提供特色染料产品及配套的印染工艺和技术解决方案。同时，公司创新性地创办国内首个染料网上交易平台“七彩云”，并战略性进入污水处理领域，直指染料行业“种类杂、污染重”等痛点。

股权结构：纪立军为实际控制人

纪立军任公司董事长和总裁。纪立军、张烈寅夫妇合计持股占比48.63%。公司目前在全国各地拥有十家生产经营子公司和一家孙公司，营销中心遍布青岛、南通、无锡、嘉兴、绍兴、广州、福建等地。

图表 1. 公司股权结构和组织架构



资料来源：公司年报、中银证券

业务情况：中高端染料+互联网平台+污水治理

公司主营业务涉及三大板块：染料精细化工、染化料电子商务、环保及新材料。纺织用染料及相关助剂的生产与销售一直是公司主要的经营业务和利润来源。2015 年公司开始向电子商务、数码印花、环保、新材料等领域发展，先后投资成立了上海安诺其数码科技有限公司、上海七彩云电子商务有限公司、上海安诺其科技有限公司、蓬莱西港环境科技公司和东营北港环保科技有限公司。

染料产能扩张在即。公司染料产品多样，主要包括分散染料 ANOCRON（安诺可隆）、活性染料 ANOZOL（安诺素）、酸性染料 ANOSET（安诺赛特）、毛用染料 ANOFIX（安诺菲克斯）、锦纶染料 ANOMEN（安诺门）、印染助剂 ANOKE（安诺科）、阳离子染料 ANORLON（安诺丽隆）等七大品牌系列，超过六百个染化料及百余个助剂产品，产品定位于中高端市场。公司染料产能规模在 2016-2018 年将有序扩张，未来将形成分散染料 3.6 万吨/年、活性染料产能 1.9 万吨/年、染料中间体产能 3.0 万吨/年的生产规模，满足不断发展的中高端印染市场的多元化需求。

图表 2. 公司主要产品

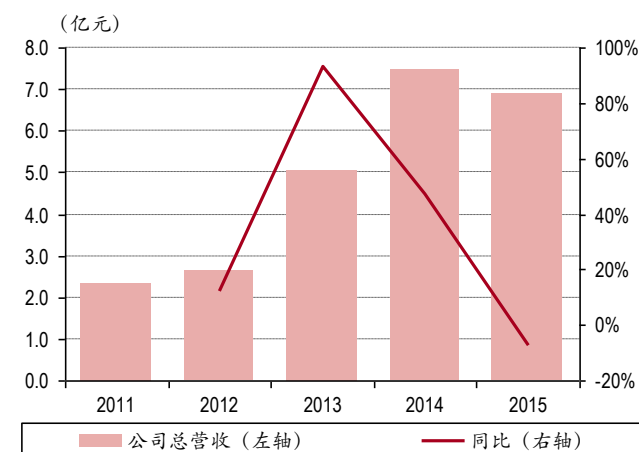
产品品牌	品牌系列	主要特点	备注
安诺可隆®系列	安诺可隆®ERD、DRD系列	超细旦纤维专用分散染料	“安诺可隆®”是安诺其分散染料系列品牌，产品主要应用于聚酯纤维的染色加工。此外，在涤纶超细仿鹿皮绒面料、高水洗涤氨面料、高日晒帐篷或家纺面料等多个细分市场要求市场有取得了市场的广泛认可。
	安诺可隆®HRD系列	超细纤维高日晒家纺专用分散染料	
	安诺可隆®HLE、HLC系列	高日晒半度分散染料	
	安诺可隆®FXN系列	醋酸纤维面料专用	
	安诺可隆®高级分散染料系列	色谱齐全、产品质量稳定	
	安诺可隆®HA系列	高耐碱分散染料	
	安诺可隆®DRDW系列	环保分散染料，符合OEKO-TEX Standard 100	
安诺素®系列	安诺可隆®PUD系列	聚酯纤维高水洗半度专用分散染料	“安诺素®”是安诺其活性染料系列的品种，产品主要应用于棉、麻、粘胶等纤维素纤维及其混纺纤维的染色加工。此外，在低温活性染色领域取得了市场的广泛认可。
	安诺素®高级活性染料	亲和力中等，适合浸染、连续轧染	
	安诺素®L型系列	低温染色活性染料，主要用于纤维素纤维染色	
	安诺素®DS系列	纤维素纤维特深色专用活性染料	
	安诺素®CP系列	主要用于纤维素纤维及其混纺纤维染色	
	安诺素®K型系列	印花活性染料，主要用于棉、麻、粘胶织物印花	
	安诺素®PE型系列		
安诺菲克斯®系列	安诺素®P型		“安诺菲克斯®”是安诺其羊毛专用活性染料系列的品种，主要应用于高牢度的羊毛染色。产品包括经典A型系列、ARC系列、C型系列、高浓度N系列、经济型H系列等5大类。
	安诺菲克斯®A型系列	毛用活性高日晒色牢度系列	
	安诺菲克斯®ARC系列	毛用活性中深色系	
	安诺菲克斯®C型系列	毛用活性高性价比系列	
	安诺菲克斯®N系列	毛用活性深色经济型	
安诺赛特®系列	安诺菲克斯®H系列	毛用活性高浓度系列	“安诺赛特®”是安诺其高级中性酸性染料的品牌，包括羊毛染色与尼龙染色用两大系列
	安诺赛特®1:2改良型金属络合染料	羊毛染色用	
安诺科®系列	安诺赛特®尼龙染色染料	尼龙染色用	安诺科®是涵盖从前处理到后整理完整系列的纺织助剂，
	安诺科®系列前处理剂	用于纺织物染色前进行退浆、除油及去除其他杂质	
安诺门®系列	安诺科®系列染色助剂	使更好的上色，改进染料上色效果	安诺门®系列染料是一套锦纶高牢度染色的专用染料，也使用与锦棉、棉涤、涤锦织物的染色。
	安诺门®锦纶高牢度染色染料	锦纶高牢度染色的专用染料	
	安诺门®NC系列	锦棉一浴染色染料	
安诺丽隆®系列		阳离子染，腈纶染色用	
鲜艳色系系列		安诺可隆®分散染料鲜艳色	
		安诺素®活性浸染染料鲜艳色	
		安诺素®活性印花染料鲜艳色	
		安诺赛特®酸性染料鲜艳色	
中间体		主要以煤焦油或石油产品为原料以制造染料的中间产物	
染料滤饼		主要用于做分散染料	

资料来源：公司网站、中银证券

财务分析：业绩拐点将至

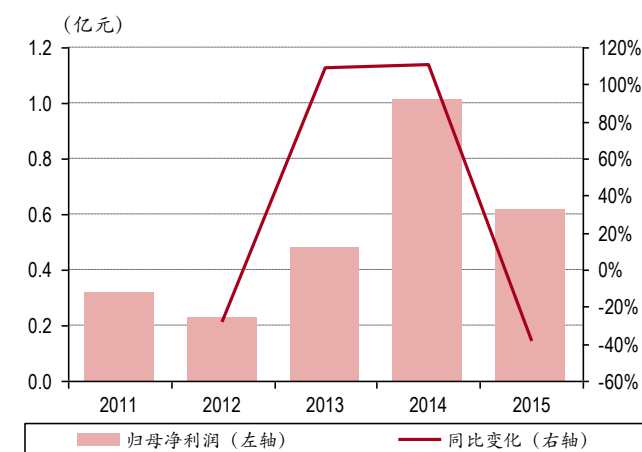
公司业绩将迎来拐点。公司营业收入从2011年的2.34亿元快速提高到2014年的7.46亿元，年均增长率达50.78%。根据业绩快报，2016年公司实现营收10.08亿元，比上年同期增长45.49%，净利润8,239.5万元，同比增长32.99%。随着2016年下半年染料价格回升，销售渠道加快建设，“七彩云”电商平台导流成功，公司业绩大幅改善。

图表 3. 公司营业收入情况



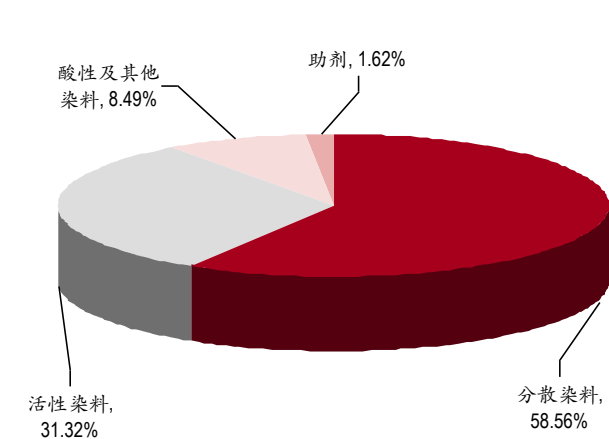
资料来源：公司年报、中银证券

图表 4. 公司归母净利润情况



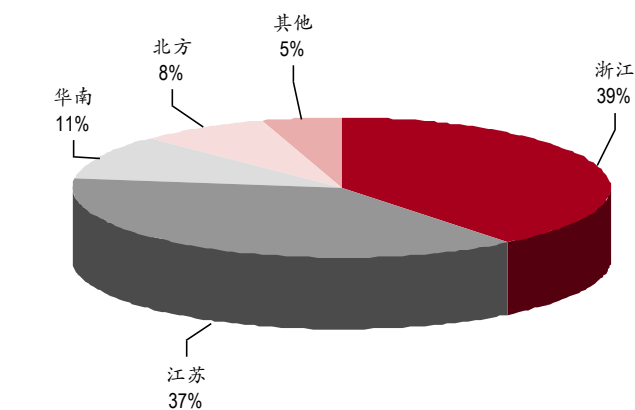
资料来源：公司年报、中银证券

图表 5. 2015 年公司主营业务收入构成



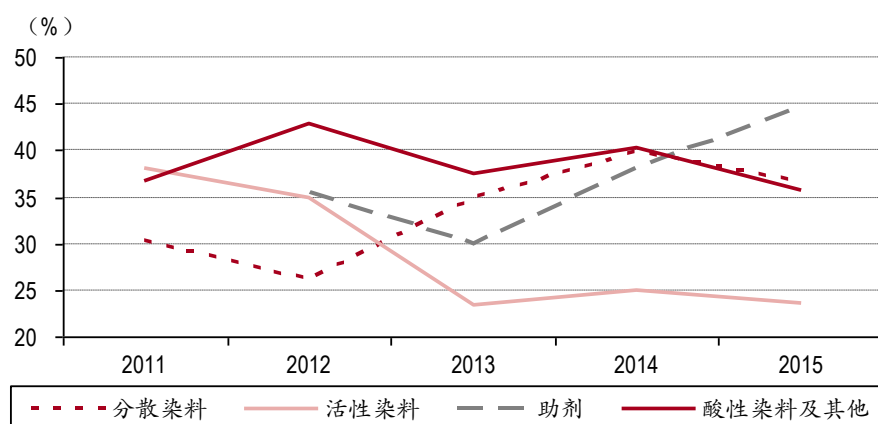
资料来源：公司年报、中银证券

图表 6. 公司销售收入地区结构



资料来源：公司年报、中银证券

公司销售毛利率处于行业领先地位。在公司业务收入中，分散染料和活性染料占比90%以上，得益于公司产品的差异化特性以及中高端的定位，公司的销售毛利率在行业中一直处于较高水平，且个别商品毛利率仍有上升趋势。从销售地区结构来看，浙江和江苏地区所占比例较大，合计在四分之三以上。

图表 7. 公司主要产品毛利率


资料来源：公司年报、中银证券

公司实施限制性股票激励计划彰显发展信心

2016 年 8 月公司实施向激励对象授予限制性股票的计划，共授予限制性股票 1,426.4 万股，占计划签署时公司总股本的 3.00%，授予价格 4.61 元/股，激励对象包括公司高层管理人员、中层管理人员、核心业务（技术）人员、子公司中层管理人员、子公司核心业务（技术）人员等共计 245 人。公司实施限制性股票激励计划有利于形成良好均衡的价值分配体系，激励公司核心员工诚信勤勉地开展工作，保证公司业绩稳步提升，同时也进一步彰显了员工们对公司发展前景的坚定信心。

图表 8. 公司向激励对象授予限制性股票的方案

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)	占目前总股本的比例 (%)
王敬敏	董事、副总经理	30	1.90	0.06
徐长进	董事、副总经理、董事会秘书	25	1.58	0.05
郑强	财务总监	25	1.58	0.05
中层管理人员、核心业务（技术）人员、子公司中层管理人员、子公司核心业务（技术）人员（242 人）		1402	88.62	2.66
预留部分		100	6.32	0.19
合计		1,582	100.00	3.00

资料来源：公司调研、中银证券

定增项目助力公司产能再上新台阶

公司 2017 年 1 月 4 日非公开发行股票计划获得证监会审核通过，计划非公开发行股票数量不超过 6,000 万股，募集资金不超过 44,500 万元，扣除发行费用和少部分用于补充流动资金后，将全部用于染料产品产能扩张。

图表 9. 公司募集资金投入项目

序号	项目名称	总投资金额 (万元)	募集资金投入金额 (万元)
1	烟台年产 30000 吨染料中间体项目	50,000	28,500
2	江苏活性染料技改项目	15,000	13,000
3	补充流动资金	3,000	3,000
总金额		68,000	44,500

资料来源：公司公告、中银证券

长往远引，差异化战略指引公司占领中高端染料市场高地

染料是指能使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。按性质及应用方法的不同，染料分为**直接染料**、**活性染料**、**硫化染料**、**分散染料**、**酸性染料**、**涂料**等。随着技术发展，染料已不仅限于纺织物的染色和印花，在油漆、塑料、皮革、光电通讯、食品等许多领域都可以应用。

图表 10. 染料种类与特性

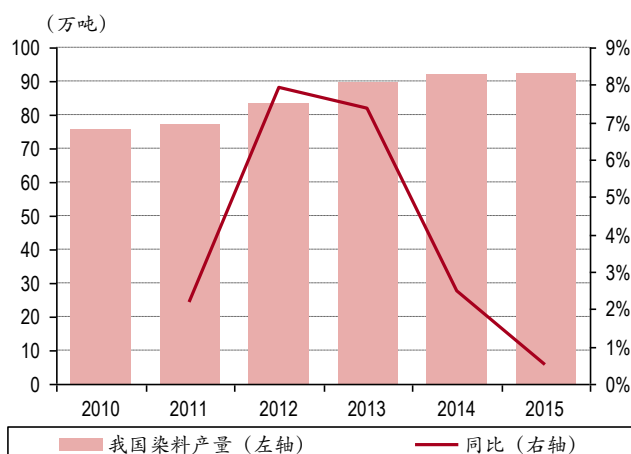
染料种类	特性
直接染料	不需依赖其他药剂而可以直接染着于棉、麻、丝、毛等各种纤维。染色方法简单、色谱齐全、成本低廉，但耐洗和耐晒牢度较差，如采用适当后处理，能够提高染色成品的牢度。
活性染料	分子结构中含有一个或一个以上的活性基团，能够与纤维发生化学反应，形成共价键结合。它可以用于棉、麻、丝、毛、粘纤、锦纶、维纶等多种纺织品。
硫化染料	多不溶于水和有机溶剂，能溶解于硫化碱溶液，溶解后可以直接染着纤维。色谱较齐，价格低廉，色牢度较好，但色光不鲜艳。因染液碱性太强，不适宜于染蛋白质纤维。
分散染料	在水中溶解度很低，颗粒很细，在染液中呈分散体，属于非离子型染料，主要用于涤纶的染色，染色牢度较高。
酸性染料	具有水溶性，大都含磺酸基、羧基等水溶性集团，可在酸性、弱酸性或中性介质中直接上染蛋白质纤维，但湿处理牢度较差。
涂料	适合于所有纤维，通过树脂机械的附着纤维，深色织物会变硬，套色很准确，大部分耐光牢度好，水洗牢度良好，尤其是中、浅色。

资料来源：《染料化学》，中银证券

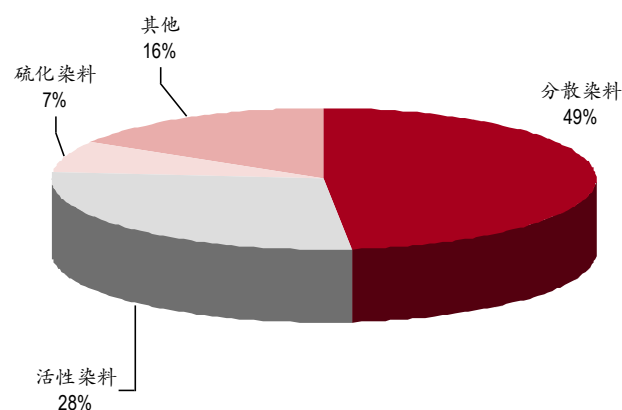
中国已经是名副其实的染料第一大国

中国占全球染料产量的 70%。2000 年，全球染料市场被德司达、汽巴精化、克莱恩和约克夏四大巨头占据，合计占世界染料市场的 50% 左右。金融危机后，传统欧洲染料巨头出现持续亏损，这给亚洲染料龙头企业带来整合良机。同时，国际染料工业产能纷纷向亚洲转移，极大地促进了亚洲染料工业的发展。目前，亚洲的染料供给占全球的 90% 以上，其中又以中国和印度为主要的生产国。2015 年我国染料产量约占世界总产量的 70%，位居世界第一位。

“十三五”期间我国染料产量将保持平稳增长。得益于国内印刷、涂料、塑料、纤维等相关行业快速增长，我国染料需求不断扩大，产量也同步增长。据中国染料工业协会统计，“十二五”期间，我国染料行业的工业总产值约 2500 亿元，年均增长 8%；产品销售收入 2376 亿元，年均增长 6%。“十二五”期间我国染料产量年均增长 4.1%，较此前 10% 以上的增速有所放缓。预计“十三五”期间，染料、颜料工业总产值年均增长 5%-7%，产量年均增长 1%-3%，出口量年均增长 3%-5%。继续保持平稳增长。

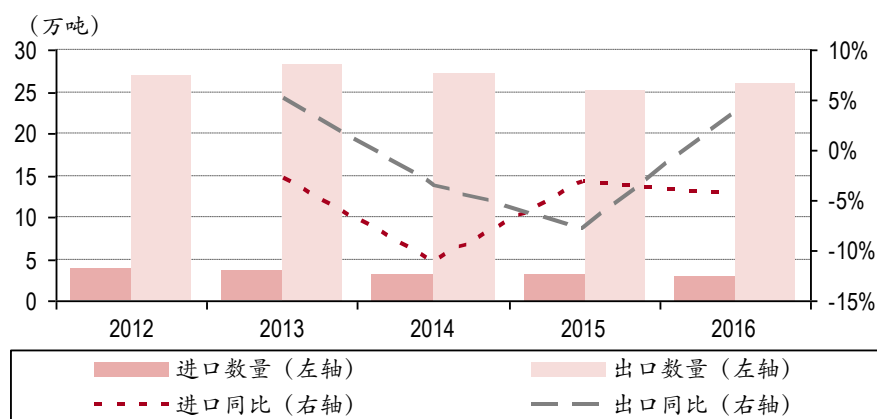
图表 11. 我国染料生产情况


资料来源：万得、中银证券

图表 12. 2015 年我国染料行业产品产量结构


资料来源：中国染料工业协会、前瞻产业研究院、中银证券

我国染料出口量世界第一，而进口主要源于对国外高端染料的需求。2000 年，我国出口合成有机染料 17.96 万吨，2013 年增至 29.01 万吨，是近年来最高水平，期间年均增速达 4.23%。2014 年、2015 年有所下降，但年出口量依然维持在 25 万吨以上。我国染料进口量稳步提高，但进口结构有所变化。虽然我国的染料产量较大，但是高端染料产品的生产能力较弱，一些性能优异的活性染料和高端颜料几乎不能生产，而国内能够生产的高端产品也存在质量不稳定的现象，高端产品进口存在不小的需求。

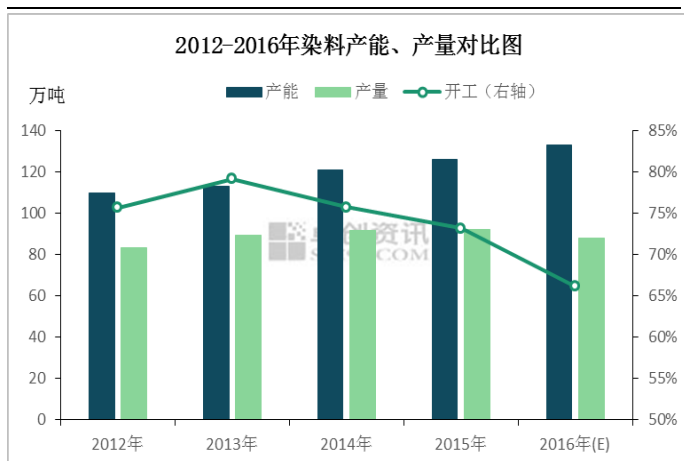
图表 13. 我国染料贸易情况


资料来源：智研数据中心、中银证券

产能增速放缓。经历了 2010-2012 年的快速增长期后，国内染料产能已经趋于相对过剩状态。据卓创统计，2016 年我国染料总产能（含长期关停装置）在 133 万吨，同比增长 5.56%。其中，分散染料产能在 58 万吨，活性染料产能在 46 万吨。但需要注意的是，目前国内染料产能增长主要依靠于国内部分染料生产企业在 2013 年-2015 年期间进行的染料装置项目的建设完成。然而 2016 年年内无新增的大型染料项目，且亦有部分已有计划/在建项目因效益问题等原因选择转产或者终止。也就是说目前国内染料产能增加已经基本趋于止步。

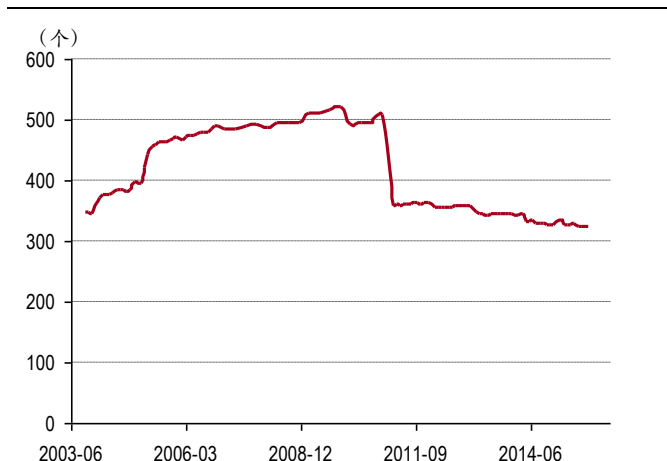
环保压力推动行业集中度不断提高。染料废水具有 COD 值高、特征污染物含量大等特点，需综合运用多种方法治理。据统计，1 个年产 1.5 万吨活性染料的项目，废水处理系统的运营成本约 200 万元/年。随着“水十条”等国家政策的颁布以及环保监管趋严，中小企业无力承担巨大的资金压力，染料制造企业已从峰值的 521 家锐减至 2015 年的 300 家左右。随之，年产值超过 5 亿元的企业数量由 2011 年的 14 家增加到 2015 年的 21 家，销售收入超过 3 亿元的企业已将近 30 家，行业集中度不断提高。国内染料生产企业中产量前三的分别是浙江龙盛集团股份有限公司、浙江闰土股份有限公司以及浙江吉华集团有限公司，据不完全统计，目前三家在染料市场的占有率约在 35% 左右。

图表 14. 我国染料产能、产量对比



资料来源：卓创资讯、中银证券

图表 15. 我国染料制造企业单位数



资料来源：万得、中银证券

图表 16. 2016 年我国染料行业产能情况

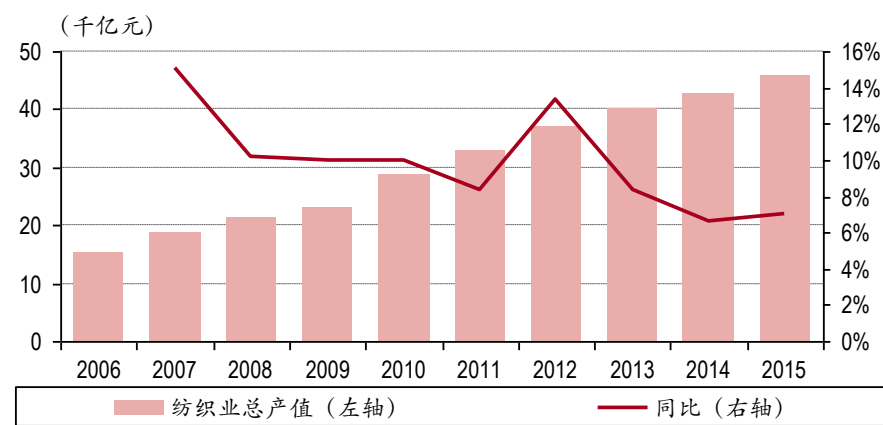
类型	企业	产能 (万吨)	类型	企业	产能 (万吨)
分散染料	浙江龙盛	13	活性染料	江苏锦鸡	8
	闰土股份	11		湖北华丽	7
	浙江吉华	10		浙江龙盛	5
	江苏之江	4		闰土股份	4
	杭州帝凯	4		浙江吉华	3
	安诺其	3.6		湖北丽源	2.5
	杭州宇田	2.5		天津德凯	2.5
	江苏亚邦	2		浙江劲光	2.5
	浙江山峪	2		万得化工	2
	浙江亿得	1		浙江亿得	2
	浙江万丰	1		安诺其	1.9
	浙江博澳	1		江苏德美科	1.2
	浙江德欧	1		海翔药业	1
	山东德鑫	0.6		浙江舜龙	1
	其他	1.3		吴江桃源	1
	--	--		其他	1.4
总计	--	58	--	--	46

资料来源：卓创资讯、中银证券

下游行业趋势向好拉动染料需求刚性增长

我国纺织行业发展良好。染料行业的需求主要依赖于下游纺织印染行业的发展，其对染料的需求占到染料总需求的 90% 左右。“十二五”期间，我国规模以上纺织企业平均工业增加值为 8.5%，全行业纺织纤维加工量年均增长 5.1%，2015 年达 5,300 万吨，占全球纤维加工总量 50% 以上。2015 年，我国纺织行业 500 万元以上项目固定资产投资额为 11,913.2 亿元，同比增长 15.0%，行业新开工项目 16,149 项，同比增长 18.3%，纺织行业表现出良好的投资信心。我们预计，未来我国纺织业仍保持较好发展，对上游染料行业有较强支撑。

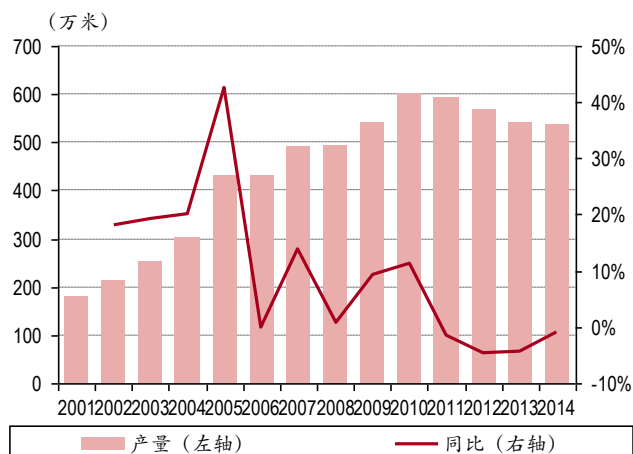
图表 17. 我国纺织行业工业总产值情况



资料来源：万得、中银证券

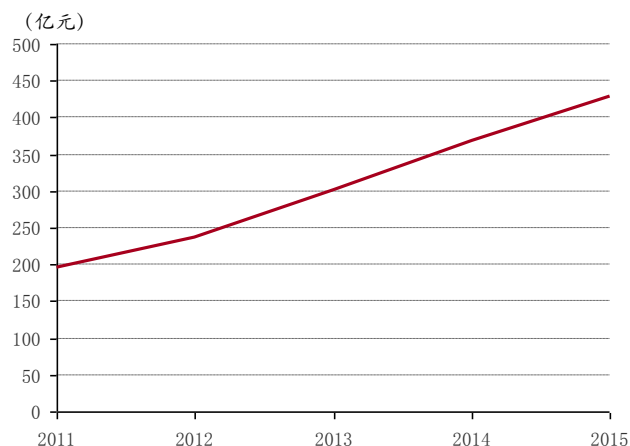
(2) 印染行业转型升级接近尾声，染料需求稳步增长。2011-2014 年，受产业结构调整影响，我国印染布产量大幅回落。2015 年开始，我国印染行业转型升级接近尾声，行业经济运行逐步向好。2016 年 1~5 月份，规模以上印染企业实现主营业务收入 1,503.51 亿元，较 2015 年同期增长 2.59%；实现利润总额 69.77 亿元，较 2015 年同期增长 10.81%，表明随着转型升级的深入推进，企业的盈利能力提高。2011~2016 年 1~5 月份，印染企业实际完成投资额逐年增长。2011~2014 年，投资增长较快，3 年期间基本翻了一番，2014 年以后，投资增速有所下滑。印染企业投资主要用于技术装备提升、环保设施改造、产品研究开发等方面。据前瞻网研究院预测，2016 年至 2021 年间我国染料行业销售收入将持续保持增长，预计年均增速维持在 6%-8% 之间，到 2018 年有望突破 1,000 亿元。公司目前占市场份额约 2%，未来仍有较大提升空间。

图表 18. 我国印染布产量



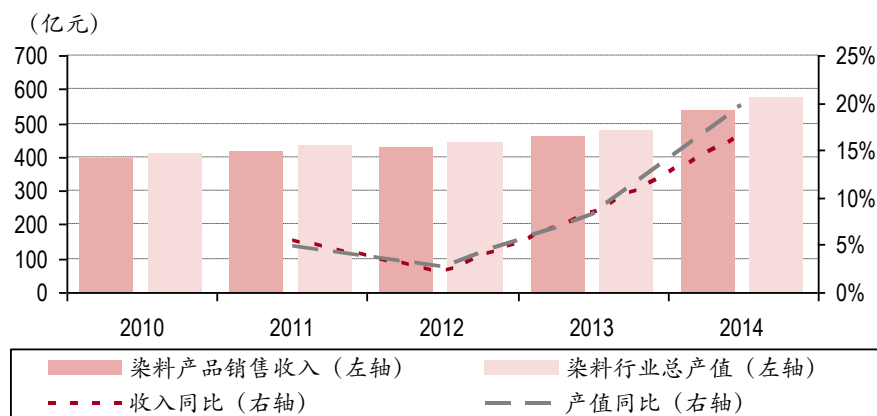
资料来源：万得、中银证券

图表 19. 我国印染行业 500 万以上项目固定资产投资实际完成额情况



资料来源：国家统计局、中银证券

图表 20. 我国染料行业销售收入与总产值

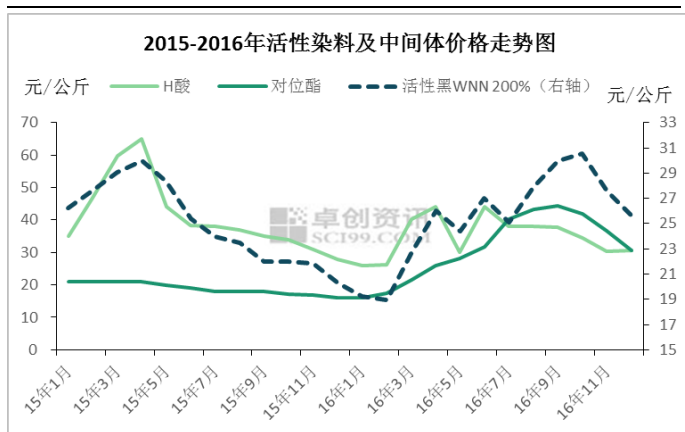


资料来源：万得、中银证券

染料价格受上游市场供给波动影响巨大

中间体产能集中，对染料价格影响巨大。除了受市场供需关系的影响，染料的价格对原料价格尤其是中间体价格的波动十分敏感。分散染料的中间体主要是还原物，活性染料的关键中间体是 H 酸和对位酯，分别用于生产偶氮型和乙烯砜型活性染料。目前还原物、H 酸、对位酯的生产主要集中于国内较大的几家企业。产能相对集中导致市场对生产商依赖性较强，2016 年初，行业规模最大的湖北楚源因环保问题停产，其拥有 H 酸产能 4 万吨，占全球市场份额 28%。受此影响 H 酸市场报价从 2.7 万元/吨最高涨至 10 万元/吨。在此期间，分散染料和活性染料价格也随之出现大幅波动。

图表 21. 我国活性染料及中间体价格走势



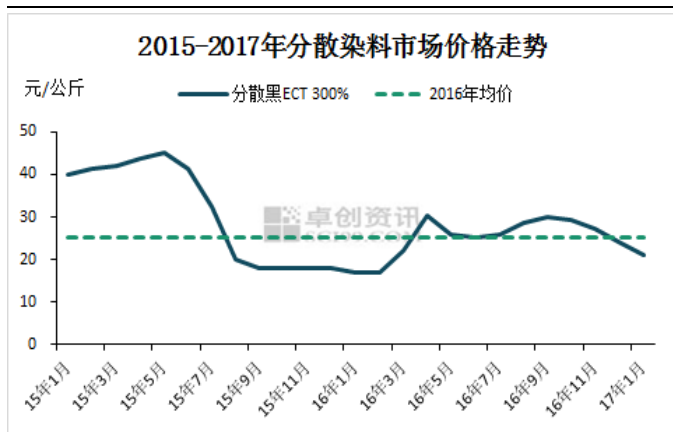
资料来源：卓创资讯、中银证券

图表 22. 2017 年以来活性染料及中间体价格走势



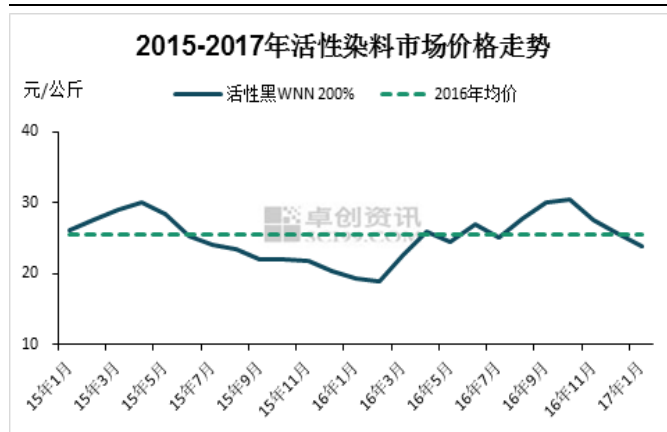
资料来源：七彩云网站、中银证券

图表 23. 我国分散染料历史价格走势



资料来源：卓创资讯、中银证券

图表 24. 我国活性染料历史价格走势



资料来源：万得、中银证券

染料中间体生产过程的废水排放量大且难于处理，随着近年来环保监察整治力度不断加强，中小企业逐渐停产倒闭，国内产能集中度进一步提高。

图表 25. 中间体生产过程中废物排放情况

中间体	生产工艺	废物排放
还原物	硝化、酰化、羟乙基化等	酸性有机废水
H 酸	偶合、缩合	高有机物浓度的废水、 SO ₂ 、SO ₃ 等废气
对位酯	氯磺化、酸析、酰化、重氮化、偶合	酸性废水

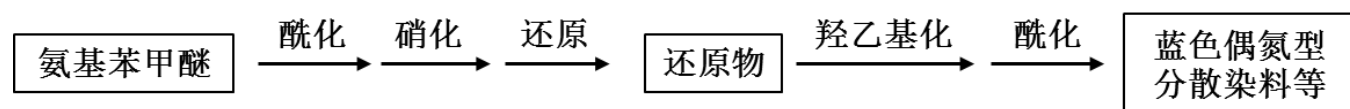
资料来源：卓创资讯、中银证券

图表 26. 2016 年中间体产商因环保问题遭受处罚情况

生产企业	日期	环保问题	处罚力度
彭泽兴达化工有限公司	2016 年 10 月	擅自搭设地埋式管道将污水排至长江	全面停产整改、立案调查
德兴市德邦化工有限公司	2016 年 7 月	污染物严重超标, 水污染设施不正常运行等	依法处罚并将责任人移送司法机关
九江常宇化工有限公司	2016 年 6 月	污水未有效收集, 通过雨水沟排放, 监测超标;	行政处罚
九江之江化工有限公司	2016 年 6 月	自测数据不真实, 厂区两个污水渗漏点监测超标	对责任人移送公安机关实施行政拘留处理
马鞍山市玉江机械化工有限公司	2016 年 6 月	污染物严重超标, 未经处理直排环境等	依法处罚并将责任人移送司法机关
湖北华丽染料工业有限公司	2016 年 3 月	私设暗管向长江排放污水	全面停产, 罚款 2700 多万

资料来源: 中银证券

还原物主要是指 2-氨基-4-乙酰氨基苯甲醚, 是生产分散染料的重要原料, 占分散染料原材料成本近 50%, 可以合成包括分散兰, 分散紫 58, 分散藏青 S-2GL 等一系列分散染料。近两年国内产能进入释放期, 2016 年达 5.4 万吨, 同比增长 58.8%。

图表 27. 分散染料生产流程


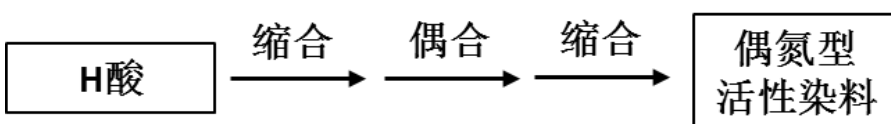
资料来源: 《染料化学》, 中银证券

图表 28. 我国还原物产能统计 (单位: 万吨)

	2014	2015	2016	备注
宁夏明盛	1.5			
鸿盛化工	1			浙江龙盛
鑫三元	0.5			
内蒙图腾				
杭州宇田		0.4		铁粉还原法, 2014 年 12 月停产整顿
闰土股份			2	
新增产能		0.4	2	
合计	3	3.4	5.4	

资料来源: 卓创资讯、中银证券

H 酸占活性染料生产总成本的 30%-50%, 是活性染料关键的中间体之一。近几年我国 H 酸产能逐步释放, 2015 年新增产能 3.3 万吨, 2016 年新增 6.35 万吨, 产能合计达 19.35 万吨, 占全球 H 酸产能 80% 以上。

图表 29. 分散染料生产流程


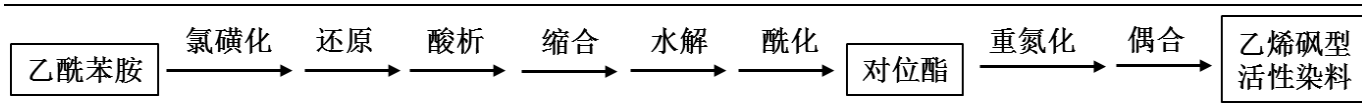
资料来源: 《染料化学》, 中银证券

图表 30. 我国 H 酸产能统计 (单位: 万吨)

	2014	2015	2016	备注
通辽龙盛	1	0.6		
江苏吉华	1		2	
江苏明盛	2.5			
湖北楚源	4			
润盛化工			1.2	石嘴山, 公示
天辅星化工			0.15	中卫, 公示
兴泰钡盐		0.2		贵州台江县, 公示
众一合成			3	曲靖, 公示
锦江化工	1			传化股份
东澳化学		1		无棣县, 双胺法, 公示
新创海洋		0.5		无棣县, 公示
鲁西化工		0.5		H 酸单钠盐, 第六化肥公司, 已验收
乌海亚东		0.5		乌海, 公示
山东裕源	0.2			
新增产能		3.3	6.35	
合计	9.7	13	19.35	

资料来源: 卓创资讯、中银证券

对位酯是一类比较重要的活性基团, 主要用于合成 EF 型、KN 型、M/KM 型、ME 型等含乙烯砒基型活性染料, 目前已成为活性染料中产量最大的一类。2014 年我国对位酯产能 13.3 万吨, 2016 年增至 17.8 万吨, 期间年均增速达 15.7%。

图表 31. 分散染料生产流程


资料来源: 《染料化学》, 中银证券

图表 32. 我国对位酯类产能统计 (单位: 万吨)

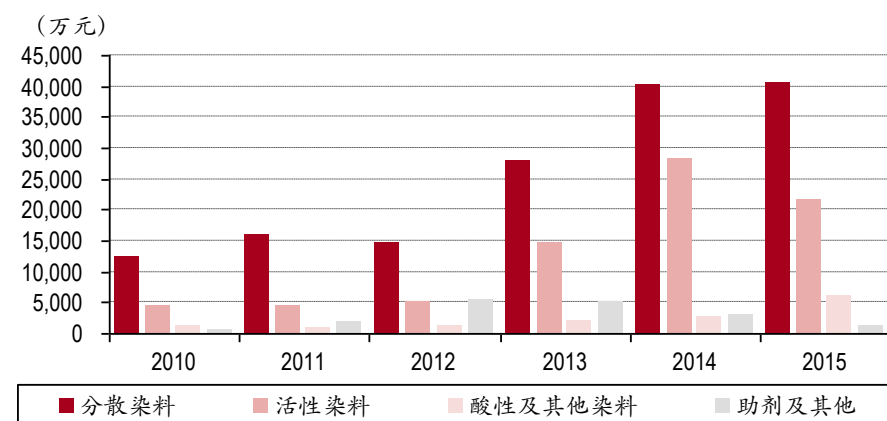
	2014	2015	2016	备注
湖北楚原	4			
江苏明盛	3			
锦江化工	1.5			传化股份
东澳化学		1		无棣县
新创海洋		0.5		无棣县, 公示
新乡汇丰	0.8			
曲周新星	0.5			
劲光化工	0.5			
克瑞特	2			
隆兴化工	1			开封
黑猫亚东			1	乌海, 公示
永和化工				
信谊染料				
开封东大			2	神马集团
新增产能		1.5	3	
合计	13.3	14.8	17.8	

资料来源: 卓创资讯、中银证券

公司坚定走差异化发展路线，瞄准中高端染料市场

1. 公司染料业务布局日渐完整。公司核心产品主要有分散染料和活性染料，分别占 2015 年营业收入的 58.56% 和 31.32%。2013 年公司通过收购 80% 江苏永庆股权，扩大了活性染料生产基地，当年活性染料营收实现了近 200% 的增长。东营年产分散染料 25,000 吨生产项目采用边建设边投产的方式推进，使得公司分散染料营收实现了大幅增长。随着资产并购以及新项目投产，公司产品覆盖了分散染料、活性染料、中间体、助剂等品类，产品种类和布局日渐完整。

图表 33. 公司分产品营业收入



资料来源：公司公告、中银证券

2. 公司新增产能陆续释放。根据公司规模，公司染料产能规模在 2016-2018 年将有序扩张，未来将形成分散染料 3.6 万吨/年、活性染料产能 1.9 万吨/年，染料相关助剂产能 1 万吨/年，染料滤饼产能 7,000 吨/年的生产规模。公司东营 25,000 吨分散染料项目已经于 2016 年年底投产，产能将结合市场需求逐步释放；烟台年产 30,000 吨染料中间体项目初期工程已完工并实现部分中间体投产，原料供应将更有保障，未来原料价格波动对公司经营业绩的影响将大大降低。2017 年公司会有部分分散数码印花染料扩大销售，活性数码印花染料已经小试，预计公司数码印花产品产能在未来 2-3 年内全部放量，形成公司又一利润增长点。

图表 34. 公司产能情况 (吨/年)

子公司	分散染料	活性染料	助剂	中间体	染料滤饼	数码印花	备注
东营安诺其	5,000 25,000				7,000		2016 年 12 月投产
烟台安诺其	6,000			30,000			初期工程已完成，部分投产
浙江安诺其			10,000				收购浙江华晟 90% 股权并增资
江苏安诺其		6500*80% 13,800					收购江苏永庆 80% 股权并增资； 13800 吨活性染料技改项目（包括 年产 8,000 吨低温活性染色染料、 2,500 吨高档活性印花染料、300 吨 数码印花活性染料、3,000 吨涤棉/ 锦棉一浴染色染料等生产线技术 改造项目）
上海安诺其						2,000	预计未来 2-3 年全部消化
合计	36,000	19,000	10,000	30,000	7,000	2,000	

资料来源：公司公告、中银证券

3.公司产能弹性行业第二，EPS 行业最高。对比浙江龙盛（600352.CH）及闰土股份（002440.CH），公司市值最小，但单位股本染料产能排在第二位，EPS 最高。

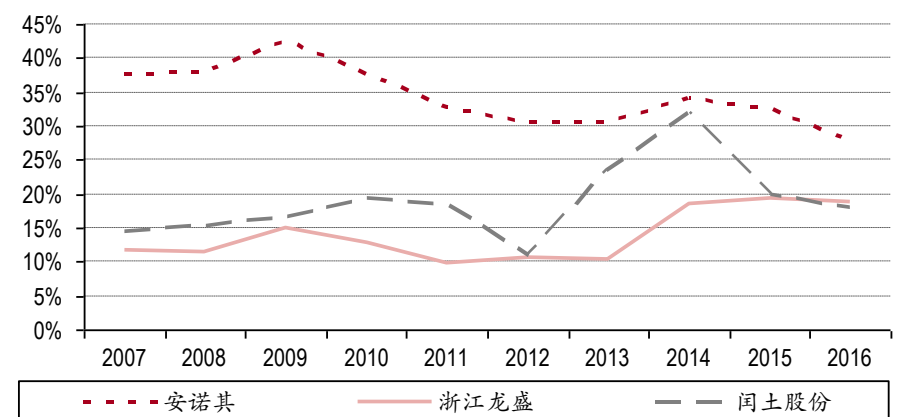
图表 35. 染料行业主要公司产能弹性情况

公司名称	安诺其			浙江龙盛			闰土股份		
总市值（亿元）	49.16			309.07			125.33		
总股本（亿股）	5.43			32.53			7.67		
分散染料产能（万吨）	3.6			14			11		
单位股本分散染料产能（万吨/亿股）	0.663			0.43			1.434		
活性染料产能（万吨）	1.9			7			4		
单位股本活性染料产能（万吨/亿股）	0.368			0.215			0.522		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
EPS	0.15	0.23	0.34	0.69	0.88	1.05	0.94	1.2	1.42

资料来源：公司公告、万得、中银证券

4.公司坚持差异化发展，毛利率较高且稳定。公司坚持差异化发展战略，产品定位于中高端市场，在差异化分散染料如超细纤维用分散染料、高水洗分散染料、环保分散染料、低温活性染料、活性印花染料等细分市场拥有较高的占有率。初步估算公司分散染料的差异化率已经超过 50%。得益于公司产品瞄准中高端染料市场的定位，公司产品毛利率一直处于较高水平，波动较小，甚至助剂等产品的毛利率还有上升趋势。

图表 36. 公司与同业的染料销售毛利率对比



资料来源：各公司年报、中银证券

5.环保产品帮助印染企业解决治污“痛点”。公司持续开发节能环保型染料产品，使未来的产品发展符合国家环保升级的趋势，降低染料生产和下游印染用户的污水治理压力。公司环保系列产品如安诺可隆®ERD、DRD、安诺可隆®DRDW、安诺菲克斯®等可以满足 OEKO-TEX 100 环保要求，拥有较好的市场前景。安诺科®纺织助剂已成为国内绿色环保助剂的领跑者，安诺其鲜艳色系有荧光但不含荧光增白剂，这些都为公司的差异化发展加码。随着国内环保政策趋严，预计未来环保产品会成为市场需求升级的热点，市场潜力巨大。

图表 37. 公司环保染料及特性

公司产品	优良特性
安诺可隆®ERD、DRD 系列	生产的纺织面料符合 OEKO-TEX 100 环保要求
安诺可隆®DRDW 系列	新一代环保分散染料，符合 OEKO-TEX 100
安诺菲克斯®A 型系列	日晒牢度优异，羊毛面料符合 OEKO-TEX 100 标准
安诺菲克斯®ARC 系列	完全取代媒介，羊毛面料符合 OEKO-TEX 100 标准
安诺赛特®尼龙染色用染料	尼龙面料达到 OEKO-TEX 100 标准
绿色助剂安诺科®	产品符合 OEKO-TEX100 和 REACH 法规
安诺其鲜艳色系系列	有荧光但不含荧光增白剂

资料来源：公司网站、中银证券

6. 率先布局数码印花产品，处于国内领先地位

国内数码印花业务起步晚、空间大。数码印花技术凭借其效率高、打样成本低、印制效果好等优势，满足了市场日趋多样的中高端需求；另一方面，**数码印花产品环保特性显著**，使用传统印花设备进行印花时，大约有 30% 的染料用量不能与纤维结合，在水洗时被洗去而产生污染；而数码印花工艺采用墨水直喷工艺，染料用量只有传统的 40% 左右，且仅有 5% 的墨水在后处理时被洗去，产生的污染量仅为传统印花工艺的 1/15- 1/25。根据美国赢船公司 (InfoTrends) 估计, 2015 年全球纺织品数码印花市场空间约 75 亿美元, 2014-2019 年家居装饰和工业应用的数码印花需求有望保持 34% 左右的年均增长率。我国在数码印花这一技术上起步较晚，截至 2015 年仅占全球数码印花市场份额的 6% 左右。近两年国内数码印花染料需求年均增速达 40%，但仍仅占国内染料总需求的 2%。预计到“十三五”末数码印花染料占染料总需求的比重可以提高到 5%，但仍远低于欧美国家 30% 的比重，发展空间十分广阔。

增资参股苏州锐发，有望打破数码打印喷头的行业壁垒。公司于 2017 年 1 月 19 日与苏州锐发及其原股东、实际控制人签署增资协议，出资 3,000 万元增资参股苏州锐发，占其股权的 10%，并拥有优先受让苏州锐发其它股东转让股份的权利及以后增资扩股部分 70% 的优先认购权利。公司与锐发公司将投资筹建国内第一条数码打印喷头生产线，打印喷头的国产化将会大大降低数码印花的成本，促进数码产业的发展。同时，公司的数码墨水可以与喷头捆绑销售迅速提升数码墨水的营业收入和净利润，数码喷头量产，销售数量将会快速提升，并带来相应的利润收益。

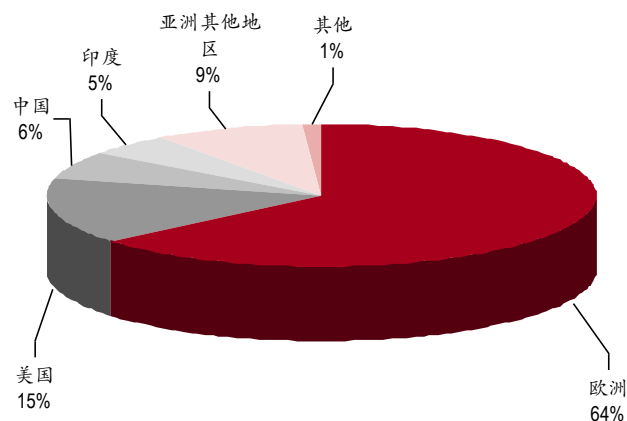
公司已经成为国内数码印花染料的领军企业。目前，世界上只有杜邦、德司达、台湾永光三家公司大批量生产数码印花染料，国内尚没有规模化生产的企业。公司率先布局数码印花产品，产能 2,000 吨，其中分散数码印花染料 1,200 吨，活性数码印花染料 800 吨，目前已进入市场推广并取得了良好的反响，预计未来 2-3 年内全部建成投产，将成为公司新的利润增长点。

图表 38. 数码印花图示



资料来源：爱普生网站、中银证券

图表 39. 2015 年全球数码印花市场结构



资料来源：SmithersPira、中银证券

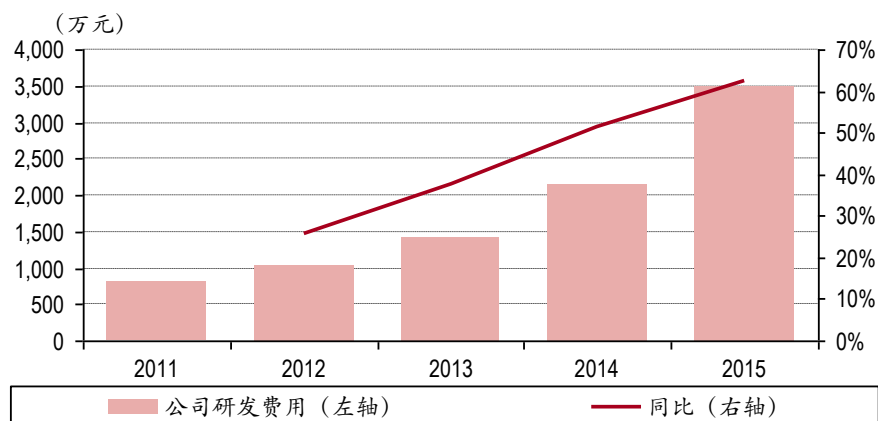
图表 40. 数码喷印与传统印花的工艺对比

工序	分色	调色、打色样	制版	包浆准备	印制	蒸化	水洗	整理	网版清洗、储存	废浆处理
数码喷印	✓	与喷印同步完成	✗	✗	按需喷印，无废浆	✓	✓	✓	✗	✗
传统印花	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：迪培思网、中银证券

7.研发高投入为公司产品创新提供保证。公司创新领域的投入不断加大，确保差异化发展战略得以持续推进。公司科研经费从2010年的817.46万元增至2015年的3,485.99万元，年均复合增长率约34%。2015年科研投入占公司营业总收入的5%，在行业中处于较高水平。截至2015年底，公司已经拥有发明专利143件，获得发明专利授权48件，是上海市专利工作试点企业。

图表 41. 公司研发费用投入情况



资料来源：公司公告、中银证券

图表 42. 印染行业相关产业政策

时间	政策	相关内容
2011 年	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	鼓励“高固着率、高色牢度、高提升性、高匀染性、高重现性、低沾污性以及低盐、低温、小浴比染色用和湿短蒸轧染用的活性染料，高超细旦聚酯纤维染色性、高洗涤牢度、高染着率、高光牢度和低沾污性、小浴比染色用的分散染料，用于聚酰胺纤维、羊毛和皮革染色的不含金属的弱酸性染料以及染料及染料中间体清洁生产、本质安全新技术的开发与应用”
2011 年	《染料行业“十二五”发展规划纲要》	明确了染料的发展方向，以市场为导向，加强技术创新及新产品的研究和开发；实施关键共性技术的研究与突破，提升染料工业整体水平；优化产业结构、调整产品结构、淘汰落后产能；提高产品质量，推进品牌建设；开展节能减排技术和装备研究，促进清洁生产工艺技术推广；实施过程控制、中控跟踪和生产装置的优化组合；注重染料及助剂的精细化研究和商品化研究，提升产品附加值；深化应用技术研究，实行差异化技术服务；重视基础理论研究，培养科技创新型人才；加大拓展海外市场的力度，并推动本土化的进程。
2011 年	《“十二五”化学工业科技发展规划纲要》	提出了推进精细化工产业结构优化，重点突破和发展产品精细化、专用化、高附加值化技术的目标。该纲要要求开发低污染纺织染料，进入染料生产制造工艺的规模化、清洁化和产品的高品质化阶段，形成具有自主知识产权的核心技术，推动产业结构优化、调整产品结构、淘汰落后产能。
2013 年修订	《产业结构调整指导目录》	限制新建染料、染料中间体、有机颜料、印染助剂生产装置(不包括鼓励类的染料产品和生产工艺)，淘汰铁粉还原法工艺、在还原条件下会裂解产生 24 种有害芳香胺的偶氮染料(非纺织品用的领域暂缓)、9 种致癌性染料(用于与人体不直接接触的领域暂缓)。
2016 年	《染料行业“十三五”发展规划》	未来行业需加强对反应设备的密闭化、集成化、智能化与信息化改造，以达到反应全过程的温度、酸度、压力、流速、反应速率等工艺参数的自动化，提高原材料的原子利用率，减少过量物质，使反应更加准确合理。同时要建成若干条染料、颜料、中间体自动化或连续化示范生产线，通过改造和示范推广，提升行业整体技术和装备水平。

资料来源：中银证券

七彩云：重新定义染料行业新商业模式

上海七彩云电子商务有限公司是由安诺其控股（占股权 57%），与中国印染行业协会（北京兆纶染整咨询有限公司）、中国染料工业协会（北京华染贸易有限责任公司）、宜兴乐祺纺织集团有限公司、绍兴柯桥新都印染有限公司、石狮市祥华集团有限公司、广东工信科技服务有限公司共同发起成立的，是国内首个染料第三方电商专业平台，并有望在未来成为全球首家染整及相关化学品的细分化 B2B 电子商务平台。七彩云染化电商平台由 B2B 交易平台、产业资讯平台和教育培训平台三部分组成。

图表 43. 七彩云网站和核心竞争力

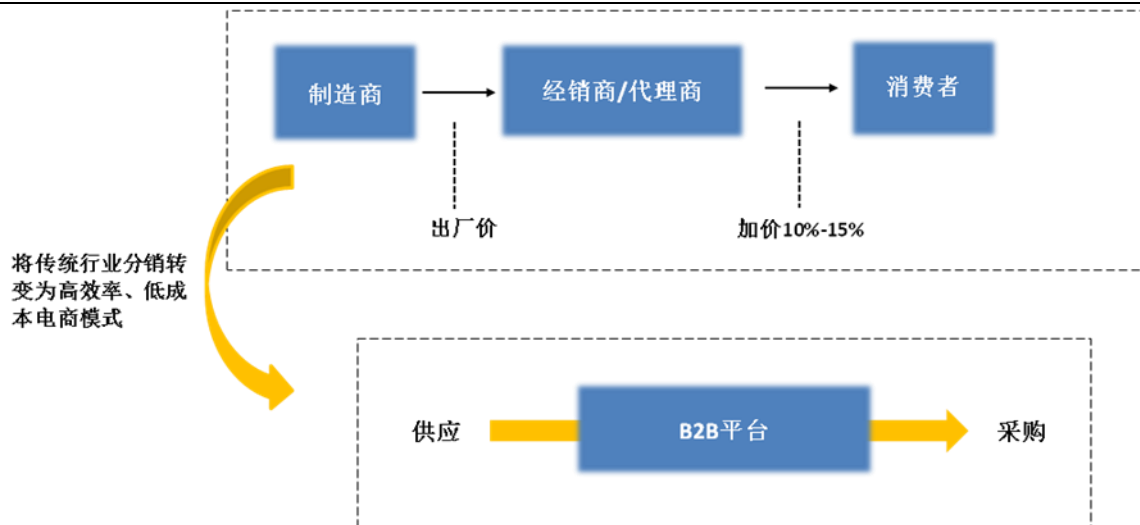


资料来源：七彩云网站、中银证券

解决“环节多、品种杂”的传统染料行业“痛点”

痛点一：在传统染料行业营销模式中，制造商生产出成品后往往通过“制造商→批发商→零售商→消费者”的渠道销售产品，一般需要经过几个环节才能到达消费者手中，冗长的供应链不仅降低了产品的时效性，而且增加了销售和采购成本。这种低效能的传统营销模式长期以来占据了染料行业 90% 以上的市场份额；**痛点二：**目前我国可生产的染料品种约有 2,000 个，常年生产的染料有 800 多个品种，产品种类多且杂。由于单品种产品使用量较小，客户采购经常需要与多家产商对接，时间、人力成本消耗巨大。“七彩云”借助互联网平台优势，全部采用直销模式，将生产商和终端印染客户直接对接，减少了中间环节，简化了交易流程，为企业降低了采购成本，提高了生产效率，提升了企业效益。

图表 44. 电商模式与传统销售模式对比



资料来源：调研资料、中银证券

“三网合一”的营运模式确保“七彩云”扬帆远航

染料产品网。“七彩云”的染料产品品类齐全，包括各种染料、数码墨水及相关助剂、中间体产品，供应商包括浙江吉华集团股份有限公司、徐州开达精细化工有限公司、苏州市东吴染料有限公司等一大批国内外有影响力的染料及助剂生产企业 70 多家，且数量还在不断扩大。

印染客户网。“七彩云”汇集了大量国内外优质的印染企业，印染工艺包括浸染、扎染、传统印花、数码印花等，加工面料包括棉、麻、毛、涤、锦等各类纤维，生产的产品已涉及服装、家纺、工艺用布等各个领域。

技术专家网。“七彩云”已经组建了一支 100 多人的专家团队，成员由高校教授、科研院所专家以及资深行业专家等组成，擅长包括纤维、染料、前处理、染色、印花、后处理、设备、环保等纺织印染相关的各个领域，为客户提供技术培训、网上课堂、在线答疑、现场问题解决、项目合作开发等全方位的支持。

图表 45. “三网合一”运营模式



资料来源：七彩云网站、中银证券

海鸥飞处彩云飞

流量导入顺利，未来前景可期。“七彩云”从2016年4月13日正式上线运营以来，半年时间销售额已经达到约9,000万，取得了良好的成果。2016年交易额突破3亿元，首年即可以实现盈亏平衡。预计2017年交易额将进一步达到6亿元，正式为公司贡献盈利。若“七彩云”的利润率按交易额的3%-5%计算，预计2017年可以实现盈利，随着电商平台的扩张，其边际成本很低，边际贡献逐步扩大。若全国每年染料销售额按600亿元计算，未来“七彩云”市占率达到10%，则可以给公司创造营收60亿元左右。我们认为“七彩云”平台打破了染料行业传统的营销格局，摒弃了行业长期以来低效的运行模式，“染料+互联网+印染”的模式将为染料行业创造全新的发展格局，可以给公司带来可观的盈利。

积极投身环保事业，政策红利下前景可观

印染行业是工业污水排放量最大的行业，随着未来环保政策趋严，监管施压，污水治理将迎来巨大的市场空间。公司目前已经中标两个污水处理项目，有望成为公司未来深度介入污水处理领域的垫脚石。

国家污水治理提速

“十三五”以来，国家加大污染治理力度，先后颁布了一系列规划、意见，明确“十三五”期间城镇污水处理设施建设共投资约 5,829 亿元。其中，各类设施建设投资 5,784 亿元，监管能力建设投资 45 亿元，显示了我国为实现全面覆盖城镇排水与污水监管治理的决心。与此同时，国家加强政策引导，从进入渠道到相关金融、土地、价费、税收等方面提出了多项扶持政策，促进民间资本进入城市供水、燃气、供热、污水和垃圾处理行业。我们认为，这一系列政策的实施对于污水治理业务是重大利好。

图表 46. 环保相关政策

时间	政策	相关内容
2012 年	《纺织染整工业水污染物排放标准》	规定从 2013 年 1 月 1 日起，印染企业纳管排放废水的 COD 浓度执行 200mg/L 的标准，直排环境的废水 COD 浓度执行 100mg/L 的标准，2015 年 1 月 1 日起，标准限值进一步提高到 80mg/L。
2015 年	《水污染防治行动计划》	2016 年底前，按照水污染防治法律法规要求，全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸、制革、 印染、染料 、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目。专项治理十大重点行业，制定造纸、焦化、氮肥、有色金属、 印染 、农副食品加工、原料药制造、制革、农药、电镀等行业专项治理方案，实施清洁化改造。
2016 年	《国家环境保护“十三五”科技发展规划纲要》	深化 印染 、造纸、皮革、食品加工、钢铁、石化、制药和有色等重点工业行业和污泥处理行业的清洁生产、资源、能源回收利用与水污染控制的技术集成和应用，建立服务全行业、覆盖全链条的水污染控制和能源、资源回收利用技术体系。
2016 年	《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划（征求意见稿）》	目标到 2020 年，全国所有设市城市、县城和建制镇具备污水收集能力，所有设市城市、县城及部分建制镇具备污水集中处理能力，实现城镇污水处理设施全覆盖。城市污水处理率达到 95%，县城达到 90%；建制镇达到 70%；京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。
2016 年	《关于进一步鼓励和引导民间资本通过依法合规投资产业投资基金等方式，参与城市供水、燃气、供热、 污水 和民间资本进入城市供水、垃圾处理设施建设和运营。鼓励民间资本通过参与国有企业改制重组、股权认购等进入市政燃气、供热、污水和垃圾公用行业，政府可根据行业特点和不同地区实际，采取控股或委派公益董事等方法，保持必要处理行业的意见》	要的调控能力。

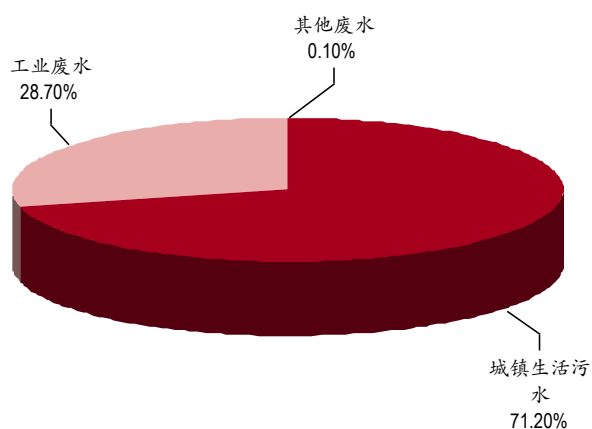
资料来源：中银证券

污水治理成为公司新的利润增长点

我国工业污水排放量巨大。我国工业废水排放量从 2005 年的 243 亿立方米减少至 2014 年的 205 亿立方米，期间年均减速为 1.84%。尽管呈现逐年缩减趋势，但仍然占到我国废水排放总量的 28.7%，与国家提倡的工业废水零排放标准相去甚远。在国家环境治理政策的强烈推动下，我国水处理行业前景光明。公司凭借着自己在染料生产领域工业废水处理的经验，选择在这一时点介入环保领域，是十分明智的选择。

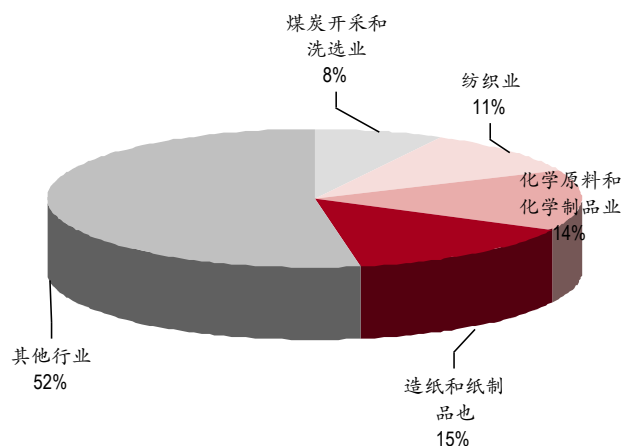
需求大增，公司的环保业务前景明朗。公司目前在环保领域已经中标两个项目，一是“蓬莱市北沟工业区工业污水项目 PPP 合作建设和运营项目”，并成立了蓬莱西港环保科技有限公司，项目总投资约 12,000 万元，合作期限不少于 30 年。目前该项目已经建成污水处理能力 1 万吨/天，未来还要再建设 2 万吨/天的产能。项目现在已经实现盈利，预计 2017 年可以实现利润几百万元，而且都是现金。远期如果处理能力达到 3 万吨/天的话，利润应该会超过 1,000 万元；二是“东营河口经济开发区污水项目”，并成立了东营北港环保科技有限公司。目前该项目产能为 6,000 吨/天（主要是因为工业园区常驻企业未达目标，污水量不够，因此利用率没有打满）。预计该项目 2016 年可以实现利润 400-500 万元。公司还在寻找其他污水处理项目和机会，标的项目主要定位于污水治理的 PPP 项目和专注于化工废水治理的环保公司。

图表 47. 2014 年我国废水排放结构



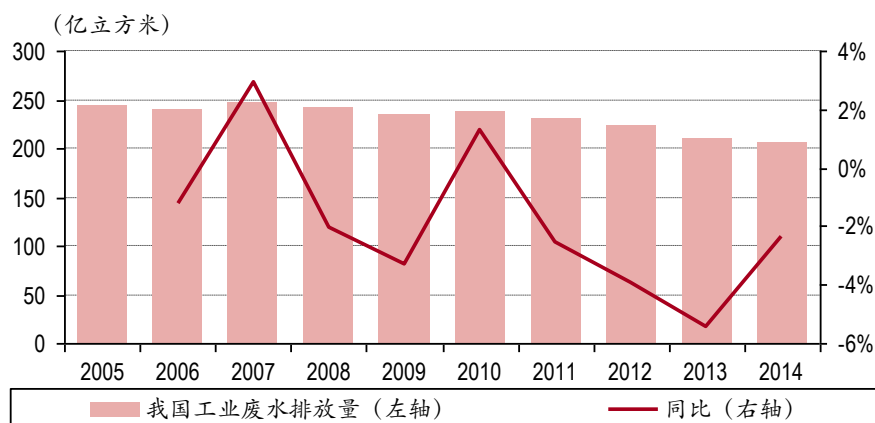
资料来源：环保部、中银证券

图表 48. 2014 年我国工业废水结构



资料来源：中国产业信息网、中银证券

图表 49. 我国工业废水排放量



资料来源：环保部、中银证券

盈利预测与投资评级

主要假设

1. 公司数码染料产能 2,000 吨，预计用三年左右的时间实现满额销售；
2. 2017 年开始，公司中间体产品陆续投产，大部分自用，约 1/3 可用于外销；
3. 公司七彩云电商平台毛利率按 5% 计算，预计 2017 年开始贡献利润；
4. 公司污水处理项目毛利率按 25% 计算；
5. 公司染料主营业务持续保持快速增长，2016 年东营募投项目通过环保验收，可以支撑 2017 年分散染料销量的快速增长。

收入预测简表

图表 50. 销售收入结构预测

(人民币, 百万)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	690	1245	2215	3311
分散染料	404	578	809	1092
活性染料	216	292	394	512
助剂	11	13	15	16
酸性染料及其他	55	65	71	79
数码染料		30	101	201
中间体			200	260
电子商务		250	500	900
污水处理		18	126	252
收入增长率(%)	(7.6)	80.5	77.8	49.5
分散染料(%)	0.2	43.0	40.0	35.0
活性染料(%)	(23.1)	35.0	35.0	30.0
助剂(%)	(64.5)	20.0	10.0	10.0
酸性染料及其他(%)	96.4	18.0	10.0	10.0
数码染料(%)			235.0	100.0
中间体(%)				30.0
电子商务(%)			100.0	80.0
污水处理(%)			600.0	100.0
毛利率(%)	32.7	28.6	27.1	26.8
分散染料(%)	37.0	37.0	37.0	37.0
活性染料(%)	24.0	29.0	29.0	29.0
助剂(%)	45.0	45.0	45.0	45.0
酸性染料及其他(%)	35.0	35.0	35.0	35.0
数码染料(%)		85.0	85.0	85.0
中间体(%)		15.0	15.0	15.0
电子商务(%)		5.0	5.0	5.0
污水处理(%)		25.0	25.0	25.0

资料来源：公司数据、中银证券

投资建议：买入

公司定位于中高端染料市场，独享行业最高毛利率，新产能逐步释放，进入快速成长期；“七彩云”重新定义染料行业新商业模式，当享受高估值；公司积极扩展污水治理业务，未来外延可期，分享环保政策红利。预计 2016-2018 年每股收益分别为 0.15 元、0.21 元、0.28 元，首次给予 **买入** 评级，目标价 12.00 元，对应 2017 年市盈率 57 倍。

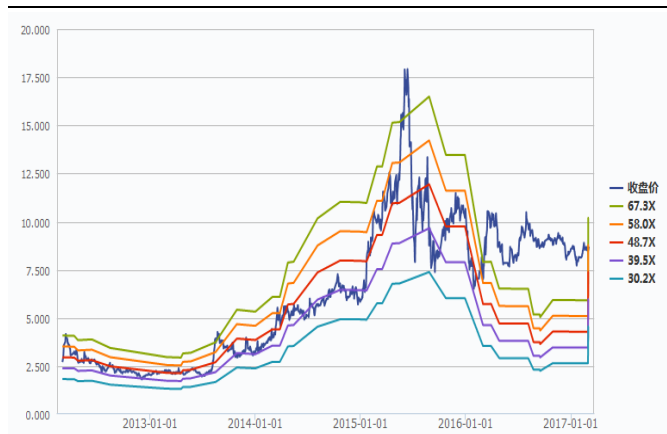
图表 51. 估值对比表

公司	代码	每股收益(元)			市盈率(倍)			市净率(倍) (MRQ)	ROE(%) (TTM)	市值 (亿元)
		16E	17E	18E	16E	17E	18E			
安诺其	300067.CH	0.15	0.21	0.28	58	42	30	4.7	8	47
浙江龙盛	600352.CH	0.69	0.88	1.05	14	11	9	2.1	-	316
闰土股份	002440.CH	0.90	1.20	1.42	19	15	12	2.2	9.4	135
平均					30	22	17	3		

资料来源：公司数据、中银证券

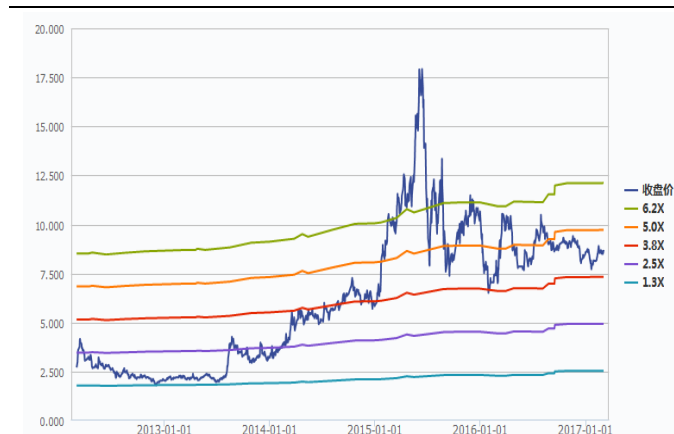
注：浙江龙盛、闰土股份盈利预测为万得一致预期数据；股价为2017年3月8日收盘价

图表 52. 市盈率区间



资料来源：万得、中银证券

图表 53. 市净率区间



资料来源：万得、中银证券

风险提示：

染料价格异常波动，市场开发不力。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	746	690	1,245	2,215	3,311
销售成本	(493)	(466)	(889)	(1,614)	(2,422)
经营费用	(106)	(122)	(223)	(418)	(639)
息税折旧前利润	148	102	133	183	250
折旧及摊销	(22)	(25)	(34)	(33)	(33)
经营利润(息税前利润)	125	77	99	150	217
净利息收入/(费用)	(4)	(8)	(11)	(18)	(50)
其他收益/(损失)	(15)	(19)	(21)	(27)	(11)
税前利润	131	75	99	136	187
所得税	(26)	(14)	(18)	(25)	(35)
少数股东权益	(4)	1	1	1	1
净利润	101	62	82	112	154
核心净利润	96	58	78	108	150
每股收益(人民币)	0.186	0.114	0.151	0.206	0.284
核心每股收益(人民币)	0.178	0.107	0.144	0.199	0.277
每股股息(人民币)	0.066	0.182	0.408	0.023	0.031
收入增长(%)	47	(8)	81	78	49
息税前利润增长(%)	124	(39)	29	50	45
息税折旧前利润增长(%)	104	(31)	31	37	36
每股收益增长(%)	111	(39)	32	37	38
核心每股收益增长(%)	111	(40)	34	39	39

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	131	75	99	136	187
折旧与摊销	22	25	33	33	33
净利息费用	2	8	13	19	51
运营资本变动	40	398	144	685	753
税金	26	14	18	25	35
其他经营现金流	(221)	(545)	(553)	(1,420)	(1,607)
经营活动产生的现金流	0	(25)	(245)	(521)	(547)
购买固定资产净值	(1)	(35)	(30)	(30)	(30)
投资减少/增加	0	2	0	0	0
其他投资现金流	(31)	(104)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(32)	(136)	(30)	(30)	(30)
净增权益	166	197	16	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(36)	(99)	(221)	(12)	(17)
其他融资现金流	(110)	191	332	640	681
融资活动产生的现金流	19	290	127	628	664
现金变动	(13)	128	(148)	78	87
期初现金	198	120	244	96	174
公司自由现金流	(34)	(163)	(274)	(549)	(576)
权益自由现金流	(34)	(169)	(288)	(570)	(628)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	120	244	96	174	261
应收帐款	146	130	206	366	548
库存	194	245	439	797	1,196
其他流动资产	156	162	295	526	787
流动资产总计	617	781	1,035	1,862	2,791
固定资产	223	302	303	303	304
无形资产	44	51	47	43	40
其他长期资产	140	234	234	233	233
长期资产总计	410	592	589	585	583
总资产	1,027	1,372	1,624	2,448	3,373
应付帐款	33	39	75	136	204
短期债务	25	312	456	1,141	1,894
其他流动负债	70	47	51	57	65
流动负债总计	129	398	582	1,335	2,163
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3	3
股本	329	527	543	543	543
储备	551	402	141	141	141
股东权益	880	929	684	684	684
少数股东权益	16	43	42	41	39
总负债及权益	1,027	1,372	1,624	2,448	3,373
每股帐面价值(人民币)	1.62	1.71	1.26	1.26	1.26
每股有形资产(人民币)	2.54	1.67	1.17	1.18	1.19
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.29)	0.13	0.66	1.78	3.01

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.8	14.8	10.7	8.3	7.5
息税前利润率(%)	16.8	11.1	8.0	6.8	6.5
税前利润率(%)	17.5	10.9	8.0	6.1	5.7
净利率(%)	13.5	9.0	6.6	5.1	4.7
流动性					
流动比率(倍)	4.8	2.0	1.8	1.4	1.3
利息覆盖率(倍)	193.0	11.7	6.9	7.1	4.1
净权益负债率(%)	净现金	7.0	34.6	87.1	135.3
速动比率(倍)	3.3	1.3	1.0	0.8	0.7
估值					
市盈率(倍)	47.0	76.5	58.1	42.4	30.8
核心业务市盈率(倍)	49.2	81.5	60.8	43.8	31.5
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	67.5	111.8	83.5	60.2	43.3
市净率(倍)	5.4	5.1	6.9	6.9	6.9
价格/现金流(倍)	95,000.0	(186.1)	(19.3)	(9.1)	(8.7)
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	31.5	47.3	38.4	31.3	25.6
周转率					
存货周转天数	129.8	191.8	140.3	139.7	150.1
应收帐款周转天数	71.5	68.6	49.2	47.2	50.4
应付帐款周转天数	16.4	20.8	16.8	17.4	18.8
回报率					
股息支付率(%)	35.7	159.4	270.8	10.9	10.9
净资产收益率(%)	11.5	6.7	10.1	16.4	22.5
资产收益率(%)	9.8	4.6	5.4	6.0	6.1
已运用资本收益率(%)	13.5	5.9	7.3	8.1	8.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

安诺其(300067.CH/人民币 8.74, 买入)

浙江龙盛(600352.CH/人民币 9.65, 未有评级)

闰土股份(002440.CH/人民币 17.5, 未有评级)

以 2017 年 3 月 8 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371