

化学制品

证券研究报告
2018年02月08日

供需向好、中间体涨价，染料行业步入景气周期

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040001
hui@tfzq.com

陈宏亮 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517100001
chenhongliang@tfzq.com

吴頔 联系人
wudi@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《化学制品-行业深度研究:环保高压叠加需求旺季,制冷剂继续看涨》 2017-05-08
- 2 《化学制品-行业点评:钛白粉行业向好,强烈推荐龙蟠佰利》 2017-03-06

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。根据染料性质及应用方法,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。染料行业上游是石油化工、基础化工、煤化工行业,染料行业的下游是纺织行业中的印染子行业。

世界染料产业完成向亚洲的转移,中国成为全球最大染料生产基地,引领世界染料工业的发展。

目前,中国染料产量占到全球总量的70%左右,已经成为世界最大的染料生产和供应基地(吉华集团公告)。在我国,分散染料和活性染料产量所占比重最大,其中分散染料占48%,活性染料占27%。

供给端,环保淘汰落后产能,行业集中度高,18年仅扩产5万吨

染料行业集中度高,分散染料CR3为58.62%,活性染料CR5为58.70%,对下游印染行业具有定价权。近年来环保日益严格,以及落后工艺导致大量染料企业退出,染料行业规模以上企业个数从2010年的507个下降至2015年的325个。2017年总产能138万吨,同比增长3.76%,2018年新增产能为5万吨,增速为3.62%,供给增速放缓,且主要为龙头扩张。

需求端,内需受益于国内纺织服装行业弱复苏,外需受益于全球经济复苏

2016年我国染料产量达92.8万吨,增长率为0.65%,其中约70%用于国内市场需求,国内染料表观消费量14-15年纺织服装行业不景气的时候增速仍维持在3%以上,17年国内纺织服装行业弱复苏,我们预计18年内需有望达到5%以上增长。此外我国染料2017年出口量为25.74万吨,其中分散染料出口比重最大且份额稳定,其次是活性染料。考虑全球主要经济体复苏,外需有望实现3%以上增长。染料整体需求增速预计达到4.4%。

行业低库存,中间体涨价,染料进入涨价通道

自2017年7月以来,分散染料(分散黑ECT300%)价格从22.5元/公斤上涨至32.5元/公斤,活性染料(活性黑WNN200%)价格从23.5元/公斤上涨至25元/公斤。17年染料企业库存下降,渠道内库存有限,行业处于低库存状态。此外部分中间体价格大幅上涨,如间苯二胺等。考虑到春季是染料旺季,供需呈紧平衡状态,染料价格将继续上涨(尤其是分散染料)。

投资评级:给予染料行业强于大市评级,建议关注浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其

2018年染料行业新增产能5万吨、增速3.6%,同时主要是行业龙头扩张;另一方面环保趋严之下,落后产能将进一步被淘汰。国内纺织服装行业弱复苏,国外经济复苏带动出口,我们判断需求有望增长4.4%。供需向好,行业处于低库存状态,再加上染料中间体价格的推动,我们认为染料价格有望继续上涨,尤其是分散染料(涤纶长丝带动需求高速增长及中间体间苯二胺价格上涨)。染料行业集中度高,对下游行业具有定价权,龙头企业将受益于价格上涨,盈利水平不断提升,建议关注浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其。

风险提示: 环保政策放松;下游行业需求降低;中间体价格下跌



内容目录

1. 染料行业基本情况介绍.....	4
2. 供需紧平衡、集中度高、行业低库存，染料步入景气周期.....	5
2.1. 供给：环保淘汰落后产能，行业集中度高，18 年仅扩产 5 万吨.....	5
2.2. 需求：纺织、印染行业复苏，拉动染料需求.....	8
2.3. 库存：行业处于低库存的有利环境.....	10
2.4. 价格：中间体涨价，供需紧平衡，库存低位，染料进入涨价通道.....	10
3. 投资建议：建议关注浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其.....	11
3.1. 公司介绍.....	11
3.1.1. 浙江龙盛.....	11
3.1.2. 闰土股份.....	12
3.1.3. 吉华集团.....	12
3.1.4. 安诺其.....	12
3.2. 相关公司弹性测算.....	12

图表目录

图 1：各类染料产量所占比重.....	4
图 2：染料行业产业链.....	5
图 3：2008-2016 年我国分散染料产量（万吨）.....	5
图 4：2008-2016 年我国活性染料产量（万吨）.....	5
图 5：2007-2016 年我国染料产量（万吨）.....	6
图 6：染料行业规模以上工业企业数量逐年减少.....	7
图 7：染料行业规模以上工业企业主营业务收入（亿元）.....	7
图 8：2017 年染料行业下游消费结构对比.....	8
图 9：2006-2016 年我国染料表观消费量（万吨）.....	8
图 10：染料行业净出口额较大（万吨）.....	8
图 11：2008-2017 年各类染料的出口量（万吨）.....	9
图 12：2007-2017 年我国印染布产量（亿米）.....	9
图 13：2013-2017 年我国涤纶长丝产量（万吨）.....	9
图 14：2008-2017 年我国纺织服装企业主营业务收入（亿元）.....	9
图 15：2008-2017 年纺织服装行业出口额（亿美元）.....	9
图 16：2012-2017 年染料龙头企业存货金额（亿元）.....	10
图 17：2012-2017 年染料龙头企业存货周转天数（天）.....	10
图 18：H 酸价格（元/公斤）.....	10
图 19：对位酯价格（元/公斤）.....	10
图 20：分散染料：分散黑 ECT300% 价格（元/公斤）.....	11
图 21：活性染料：活性黑 WNN200% 价格（元/公斤）.....	11
图 22：各企业毛利率对比.....	11

表 1: 染料根据性质及用途	4
表 2: 2016 全国分散染料、活性染料产能 (万吨)	6
表 3: 2017 年下半年环保相关政策及环保整治工作	7
表 4: 2016、2017 年因环保问题停产的企业	7
表 5: 2017 年、2018 年新增产能	8
表 6: 国内染料主要上市公司业绩弹性测算	12
表 7: 可比公司估值比较	12

1. 染料行业基本情况介绍

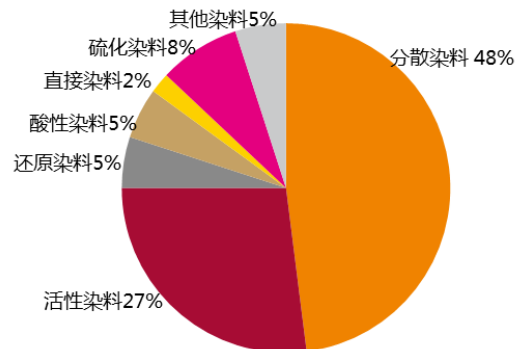
染料是指能使纤维织物或其他物质染成鲜艳而坚固的颜色的物质。根据染料性质及应用方法，可将染料分为分散染料、活性染料、硫化染料、直接染料、酸性染料、还原染料等若干类别。其中分散染料和活性染料产量所占比重最大，分散染料占 48%，活性染料占 27%，两类产量约占总产量的 75%。

表 1: 染料根据性质及用途

染料类别	性能	用途
分散染料	具有良好的疏水性、一定的分散性及耐升华的特点，唯一能在涤纶上染色和印花的染料	主要用于各种合成纤维的染色和印花，如涤纶、锦纶、醋酯纤维等
活性染料	其色谱广、色泽鲜艳、性能优异、适用性强	主要用于棉纤维及其纺织品的染色和印花，也可用于麻、羊毛、蚕丝和一部分合成纤维的染色
硫化染料	其成本低廉，但色泽不够鲜艳	主要用于棉纤维染色，亦可用于棉/维混纺织物
直接染料	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	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
酸性染料		主要用于羊毛、蚕丝、聚酰胺纤维的染色、皮革染色等
还原染料	色谱较全，色泽鲜艳，皂洗、日晒牢度都比较高，但价格较高	主要用于棉、涤棉混纺织物染色，以及人丝、人丝人棉交织，真丝绸拔染印花等

资料来源：《吉华集团招股说明书》，天风证券研究所

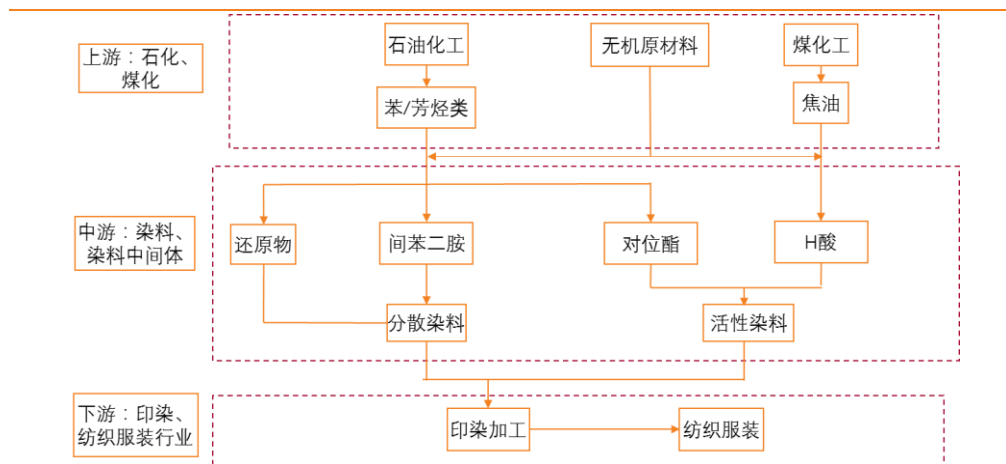
图 1: 各类染料产量所占比重



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

染料行业上游是石油化工、基础化工、煤化工行业，是国民经济重要的支柱产业和基本产业，由于染料用原材料，如萘、苯胺等，处于整个石油化工产业链中比较下游的位置，且其消耗量占整个石油化工产业产品总产量的比例极小，因此与石油化工行业的关联度相对不高。染料行业的下游是纺织行业中的印染子行业，印染企业主要负责对坯布等成品材料进行染色，企业集中度低，多数为中低端产能。我国的纺织业则是国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显的产业。

图 2：染料行业产业链



资料来源：公司公告，天风证券研究所

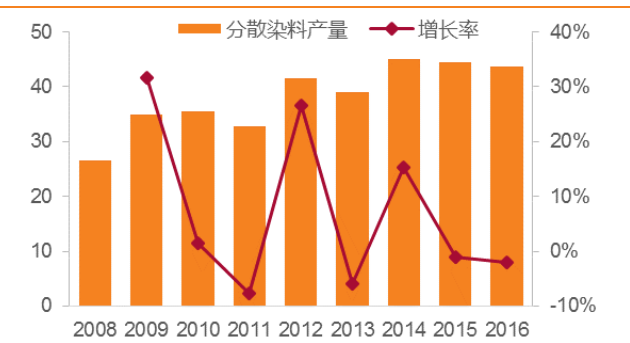
2. 供需紧平衡、集中度高、行业低库存，染料步入景气周期

世界染料产业完成向亚洲的转移，中国成为全球最大染料生产基地，引领世界染料工业的发展。20 世纪 90 年代中期以来，全球染料巨头之间掀起了激烈的兼并重组的势头，全球染料行业生产集中度不断提高。随着纺织工业的快速发展、染料行业生产和技术的转移、以及亚洲大型企业在国际市场上对行业内传统国际巨头的收购，亚洲国家染料工业迅速发展。其中，又以中国和印度增长最快，目前，中国染料产量占到全球总量的 70%左右（吉华集团公告），已经成为世界最大的染料生产和供应基地。

2.1. 供给：环保淘汰落后产能，行业集中度高，18 年仅扩产 5 万吨

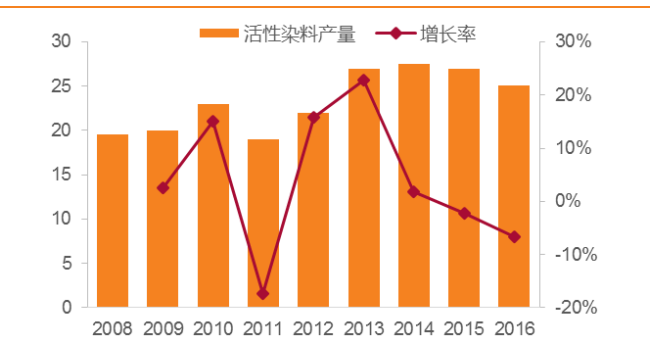
近年来我国染料产量增速变缓，2016 年增速仅为 0.65%。2016 年我国分散染料产量达 43.6 万吨，活性染料产量达 25.1 万吨，在 14-16 年均呈下降趋势。2016 年我国染料总产量达 92.8 万吨，增长率为 0.65%，总产量保持上升的趋势，但近年来增速放缓。

图 3：2008-2016 年我国分散染料产量（万吨）



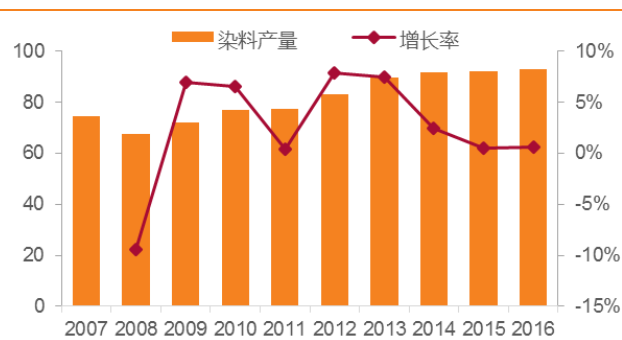
资料来源：中国染料工业协会，天风证券研究所

图 4：2008-2016 年我国活性染料产量（万吨）



资料来源：中国染料工业协会，天风证券研究所

图 5：2007-2016 年我国染料产量（万吨）



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

染料行业产能集中度高，龙头企业强者恒强。从产能方面来看，据卓创资讯统计，2016 年我国染料总产能为 133 万吨，同比增长 5.56%。其中，分散染料产能在 58 万吨，占总产能的 43.61%，CR3 占比 58.62%，活性染料产能在 46 万吨，占总产能的 34.59%，CR5 占比 58.70%。染料行业集中度较高，尤其是分散染料，大型企业获取的市场份额越来越大，而一批原材料和能源消耗高、环保投入不足、污染严重的中小企业被逐步淘汰，染料行业的产业结构得到改善。

表 2：2016 全国分散染料、活性染料产能（万吨）

企业	分散染料产能	企业名称	活性染料产能
浙江龙盛	13	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	1.83
浙江博澳	1	江苏德美科	1.2
浙江德欧	1	其他企业	4.47
其他企业	1.9	-	-
全国合计	58		46

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

环保监管日趋严格，小企业面临淘汰。近年来，环保政策的日趋严格直接影响了部分企业的产能发挥，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，染料行业规模以上企业个数从 2010 年的 507 个下降至 2015 年的 325 个。然而，行业主营业务收入却依旧逐年增加，说明单个企业的平均收入在不断扩大，可见龙头企业获得了更大的市场份额。对于染料行业说，染料及中间体产品在生产过程中不可避免会产生“三废”，因此现有染料行业的环保压力日益加大，与此同时严格的环保政策也要求企业具有较高的生产技术，实现节能减排、清洁生产，因此限制了新企业进入本行业，建立了较高的环保与技术壁垒。

表 3：2017 年下半年环保相关政策及环保整治工作

时间	政策
2017.07.28	固定污染源排污许可分类管理名录（2017 年版）
2017.08.07	第四批中央环境保护督查工作在八省实施
2017.08.28	京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动巡查工作
2017.09.13	《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案》
2017.10.19	《重点流域水污染纺织规划（2016-2020 年）》
2017.11.06	《排污许可管理办法（试行）》
2018.01.01	中国环保税正式实行

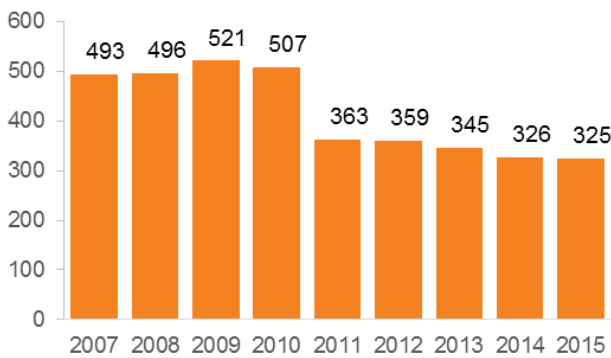
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

表 4：2016、2017 年因环保问题停产的企业

时间	政策	涉及产品
2016.02	湖北楚源下属华丽染料工业有限公司因偷排污水全面停产	活性染料及中间体
2016.06	九江之江超标排放，被处以行政处罚、停产	分散染料及中间体
2017.06	九江常宇排放超标，停产	分散染料及中间体
2017.07	浙江亿得、上虞杜浦、新城染料等停产整顿	染料及中间体
2017.08	绍兴联发存在“批建不符、废水乱排”，被处于停产整顿	分散染料

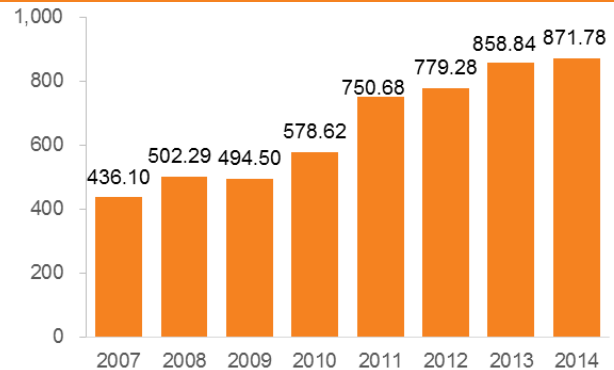
资料来源：环保局，天风证券研究所

图 6：染料行业规模以上工业企业数量逐年减少



资料来源：中经网，天风证券研究所

图 7：染料行业规模以上工业企业主营业务收入（亿元）



资料来源：中经网，天风证券研究所

产能投放放缓，2018 年仅新增 5 万吨产能，增速 3.62%，行业集中度进一步提高。据卓创资讯统计，2016 年我国染料总产能为 133 万吨，同比增长 5.56%，2017 年总产能 138 万吨，预计 2018 年新增产能为 5 万吨，增速为 3.62%，产能增速放缓，且主要为龙头扩张。同时考虑到落后小产能的持续退出，我们认为行业集中度将进一步提高。

表 5：2017 年、2018 年新增产能

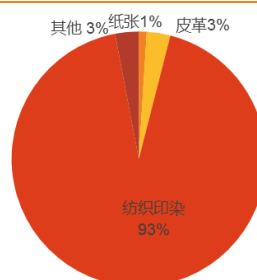
	预计新增产能总量	企业	新增产能
2017 年	5 万吨	浙江龙盛	1 万吨
		吉华集团	0.5 万吨
		其他企业	3.5 万吨
2018 年	5 万吨	浙江龙盛	2 万吨
		吉华集团	1.5 万吨
		闰土股份	1 万吨
		其他企业	0.5 万吨

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 需求：纺织、印染行业复苏，拉动染料需求

染料下游需求主要是纺织服装下的印染行业，占比达到 93%。据卓创统计，2017 中国染料下游消费中，纺织印染占总需求量的 93%，皮革染色、纸张染色、塑料填色等其他应用领域仅占 7%，因此印染行业的兴衰决定了染料行业未来的发展前景。

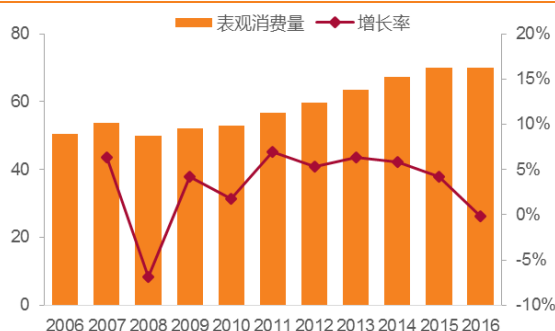
图 8：2017 年染料行业下游消费结构对比



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

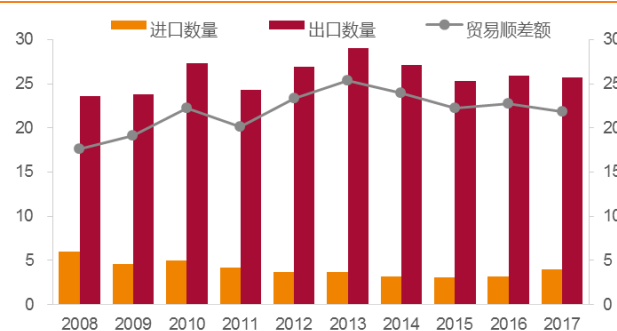
内需受益于国内纺织服装行业弱复苏，外需受益于全球经济复苏，整体需求增速预计达到 4.4%。2016 年我国染料总产量达 92.8 万吨，增长率为 0.65%，其中约 70%用于国内市场需求，从国内染料表观消费量来看，在 14-15 年纺织服装行业不景气的时候，增速仍维持在 3%以上，17 年国内纺织服装行业弱复苏，内需有望保持 5%以上增长。此外我国染料 2017 年出口量为 25.74 万吨，其中分散染料、活性染料出口比重最大且份额稳定。考虑全球主要经济体复苏，外需有望实现 3%以上增长。

图 9：2006-2016 年我国染料表观消费量（万吨）



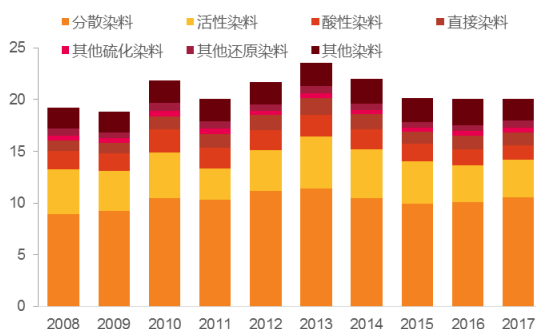
资料来源：产业信息网，天风证券研究所

图 10：染料行业净出口额较大（万吨）



资料来源：中经网，天风证券研究所

图 11：2008-2017 年各类染料的出口量（万吨）

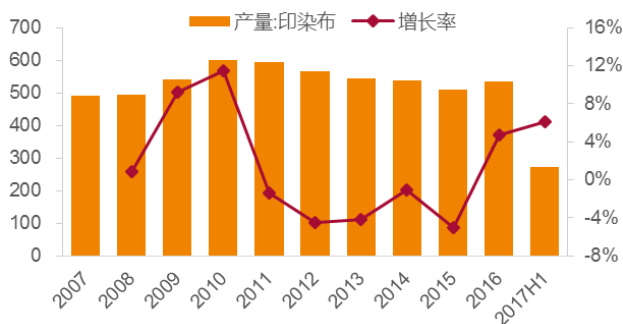


资料来源：Wind，天风证券研究所

印染行业 2017H1 增速 6%以上，复苏明显，有效保障染料产品的需求。2016 年印染行业呈复苏趋势，是 5 年以来首次正增长，2016 年印染布产量为 533.7 亿米。根据中国印染行业协会数据，2017 年上半年，印染布产量增速继续扩大，产量为 271.72 亿米，较 2016 年同期增加 6.14%。此外，印染行业中的涤纶长丝，作为分散染料的直接下游应用，近年来需求增速明显，根据中纤网统计，2017 年我国涤纶长丝产量达 2932.5 万吨，较 2016 年增长 15.58%，我们认为分散染料需求增长强劲，预计 2018 年印染行业市场前景较好，对染料的刚性需求将长期存在。

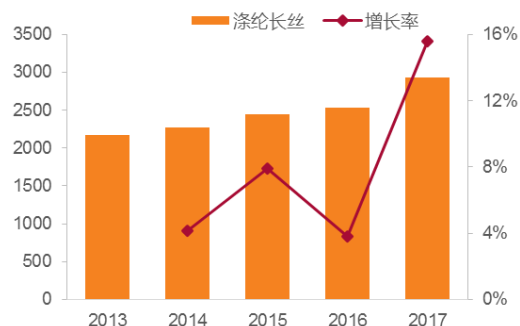
纺织服装行业微弱复苏，有助染料需求增长。纺织服装行业占染料行业下游需求的 93%，2017 年上半年纺织服装行业主营业务收入 1.15 亿元，与上年同期相比增长 7.8%，2017 年出口额 2570.07 亿美元，实现了近五年的首次增长，增长率为 1.50%，因此下游服装行业处在微弱复苏中，将带动染料需求增长。

图 12：2007-2017 年我国印染布产量（亿米）



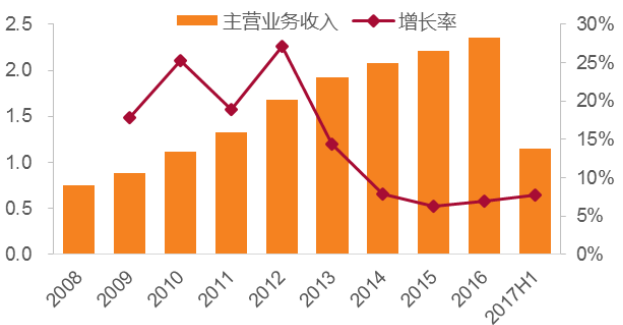
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2013-2017 年我国涤纶长丝产量（万吨）



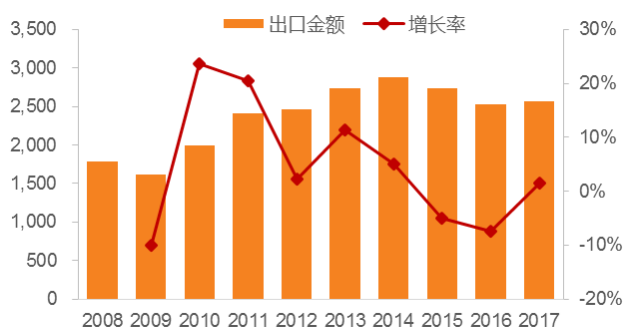
资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 14：2008-2017 年我国纺织服装企业主营业务收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2008-2017 年纺织服装行业出口额（亿美元）

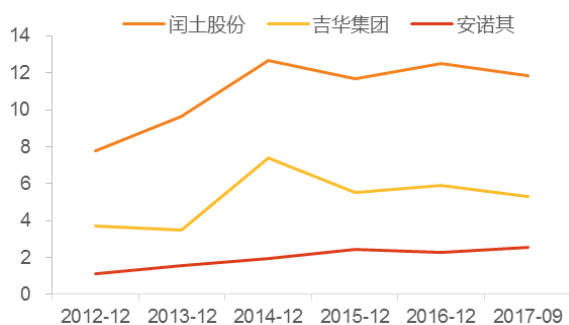


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 库存：行业处于低库存的有利环境

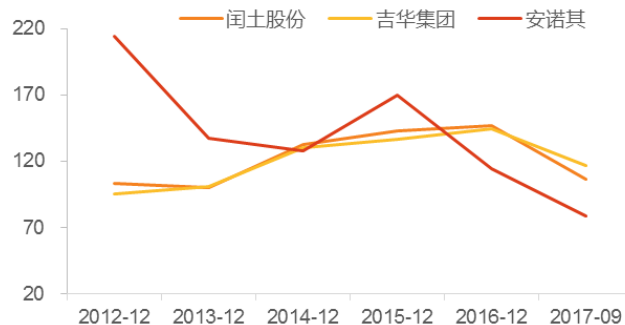
行业处于低库存的有利环境。从闰土股份、吉华集团、安诺其三个龙头企业存货金额以及存货周转天数来看，总体上均处于下降趋势，存货周转天数均下降了 30 天左右。2016 年受 G20 峰会影响，下游印染企业限产或停产，导致库存堆积因而价格下调。17 年染料企业库存下降，且龙头企业对经销商控制库存，导致其库存较少。我们预计龙头企业对下游行业拥有更高的定价权，有利于涨价传导。

图 16：2012-2017 年染料龙头企业存货金额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：2012-2017 年染料龙头企业存货周转天数（天）

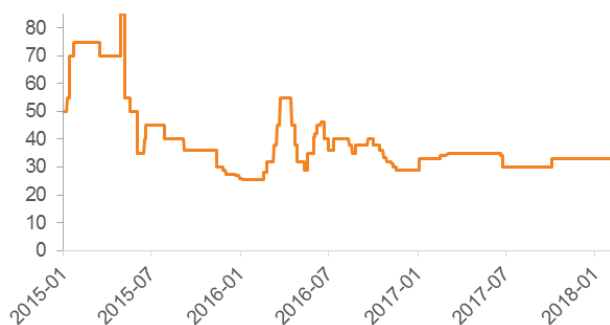


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 价格：中间体涨价，供需紧平衡，库存低位，染料进入涨价通道

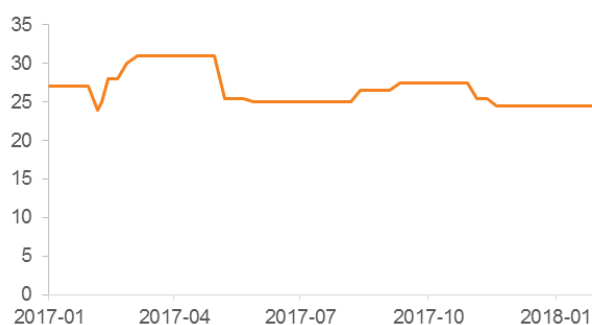
中间体的价格上涨有望从成本端推动染料价格上行。染料中间体在染料合成中必不可少。分散染料重要中间体是间苯二胺和还原物，2017 年间苯二胺价格从 22 元/公斤上涨至最高 40 元/公斤（卓创资讯）。目前浙江龙盛的间苯二胺国内市场占有率为 70%，公司对间苯二胺价格具有一定的定价权，预计间苯二胺价格将继续上涨。还原物主要包括铁粉还原和加氢还原两种，还原物价格近期略有增长，从 2017 年 5 月的 31.5 元/公斤上涨至 33 元/公斤。间苯二胺和还原物价格的增长推动分散染料成本提升。活性染料重要中间体为 H 酸和对位酯，H 酸和对位酯的价格变动会较大的影响活性染料价格走势。

图 18：H 酸价格（元/公斤）



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 19：对位酯价格（元/公斤）

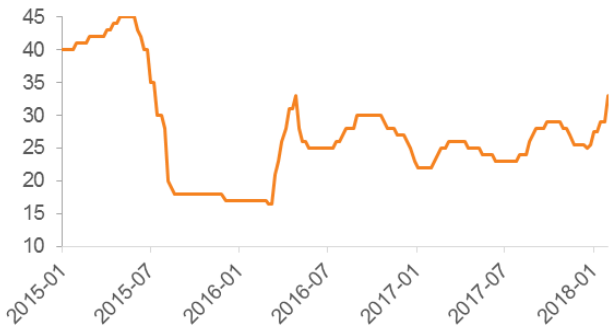


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

染料行业对下游印染行业具有定价权。一，染料行业集中度都比较高，并且由于环保导致小企业关停，行业集中度仍在继续提高。二，下游印染行业生产能力较分散，国内印染行业仍以中小企业为主。2016 年龙头航民股份印染布设计产能为 10.2 亿米，仅占全国印染布产量的 1.91%。三，更换染料品牌所需要支付的成本较大，染料成本占下游印染行业成本的比重较低，平均印染 1 公斤布，仅需染料 20 克，而且印染行业亦具有一定的向下游纺织行业转嫁成本的能力。四，印染行业对染料的刚需持续存在，并且印染行业的回暖将对染料形成新一轮刚需刺激。由此可见，染料行业对下游印染行业具有较高的定价权。

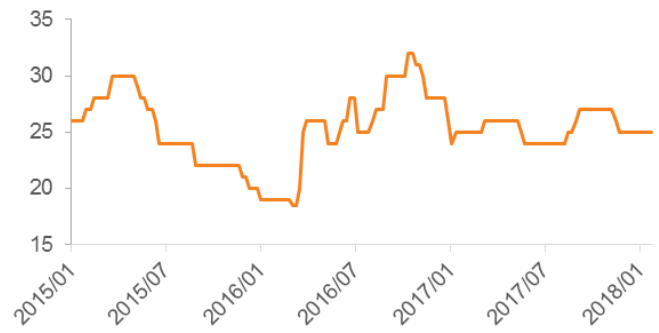
中间体价格上涨，供需紧平衡，库存低位，旺季染料大概率继续涨价。自 2017 年 7 月以来，分散染料（分散黑 ECT300%）价格从 22.5 元/公斤上涨至 32.5 元/公斤，活性染料（活性黑 WNN200%）价格从 23.5 元/公斤上涨至 25 元/公斤。17 年染料企业库存下降，渠道内库存有限，行业处于低库存状态。此外部分中间体价格大幅上涨，如间苯二胺等。考虑到春季是染料旺季，供需呈紧平衡状态，染料价格将继续上涨（尤其是分散染料）。

图 20：分散染料：分散黑 ECT300% 价格（元/公斤）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 21：活性染料：活性黑 WNN200% 价格（元/公斤）

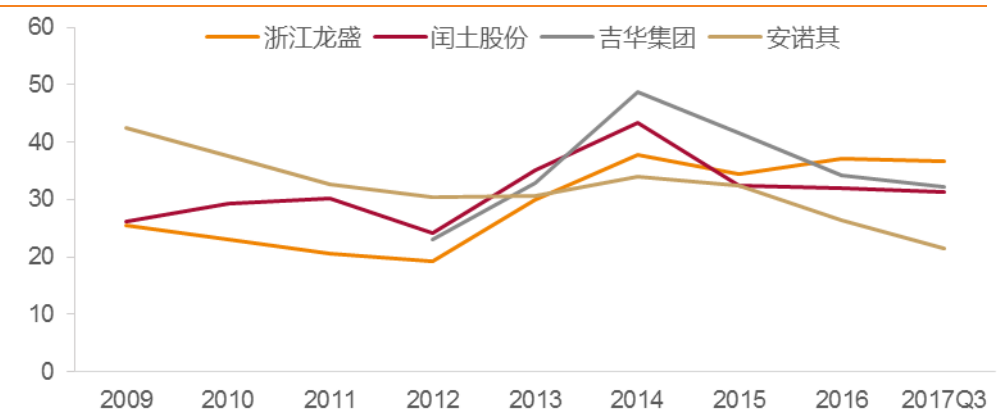


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

3. 投资建议：建议关注浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其

给予染料行业强于大市评级，看好浙江龙盛、闰土股份、吉华集团，建议关注安诺其。2018 年染料行业新增产能 5 万吨、增速 3.6%，同时主要是行业龙头扩张；另一方面环保趋严之下，落后产能将进一步被淘汰。国内纺织服装行业弱复苏，国外经济复苏带动出口，我们判断需求有望增长 4.4%。供需向好，行业处于低库存状态，再加上染料中间体价格的推动，我们认为染料价格有望继续上涨，尤其是分散染料（涤纶长丝带动需求高速增长及中间体间苯二胺价格上涨）。染料行业集中度高，对下游行业具有定价权，龙头企业将受益于价格上涨，盈利水平不断提升，建议关注浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其。

图 22：各企业毛利率对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1. 公司介绍

3.1.1. 浙江龙盛

浙江龙盛主营业务染料行业，目前已经发展为集制造业（染料、助剂、中间体、纯碱、硫酸等）、房地产等多元业务的全球化运作的上市公司。公司是国内染料行业龙头，2016 年公司染料业务分散染料产能 13 万吨，活性染料产能 5 万吨，中间体业务产能 10 万吨，公司染料业务和中间体业务占主营构成 74.18%，业绩弹性大。此外公司拥有分散染料领域的核心专利，在行业中具有较强的话语权。

3.1.2. 闰土股份

闰土股份主要从事纺织染料、印染助剂和化工原料的研发、生产和销售。2016 年公司染料年总产能在 16 万吨以上，其中分散染料产能 11 万吨，活性染料产能 4 万吨，其他染料 1 万吨，公司产品销售市场占有率稳居国内第二位。此外公司深耕好“后向一体化战略”，完善产业链，促进公司主营业务的稳定增长，为公司创造新的利润增长点。

3.1.3. 吉华集团

吉华集团主要从事染料、染料中间体及其他化工产品的研发、生产和销售。染料主要包括分散染料、活性染料等产品，主要用于纺织品的染色和印花。染料中间体主要包括 H 酸等产品，主要用于生产染料。公司 16 年分散染料产量 8 万吨，活性染料产量 2.5 万吨，染料市场份额约 11%。公司 IPO 资金将用于投资年产 11250 吨高性能分散染料、7500 吨酸性系列染料、11250 吨直接系列染料、10000 吨活性系列染料等项目，未来发展成长性强。

3.1.4. 安诺其

安诺其主营业务是染料，公司在做强染料主业的同时，分别在染料行业电商、数码染料、环保以及新材料方面开展多元化发展布局，并取得了阶段性成果。根据公司制定的 5 年发展规划，公司染料产能目标是具有分散染料 3.6 万吨、活性染料 1.83 万吨，染料中间体 3.0 万吨。此外公司规划拓展的数码印花产品，包括数码印花墨水及其对应的原染料，处于市场成长初期，市场成长速度快，公司已经在数码印花墨水、数码印花原染料，以及数码印花打印喷头等方面进行布局，努力培养数码领域的市场竞争力。

3.2. 相关公司弹性测算

表 6：国内染料主要上市公司业绩弹性测算

	浙江龙盛		闰土股份		吉华集团		安诺其	
	分散染料	活性染料	分散染料	活性染料	分散染料	活性染料	分散染料	活性染料
产量（万吨，16 年）	14.50	5.00	10.8	3.90	8.00	2.5	2.50	0.6
增值税税率	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
吨价格上涨 1000 元税前利润增厚	854.70	854.70	854.70	854.70	854.70	854.70	854.70	854.70
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
吨价格上涨 1000 元税后利润增厚	726.50	726.50	726.50	726.50	726.50	726.50	726.50	726.50
归母净利润增厚（亿元）	1.05	0.36	0.78	0.28	0.58	0.18	0.18	0.04
股本（亿股）	32.53	32.53	7.67	7.67	5.00	5.00	7.27	7.27
EPS 增厚	0.03	0.01	0.10	0.04	0.12	0.04	0.02	0.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所（假设产量不变，成本不变，所得税率维持 15%）

表 7：可比公司估值比较

股票代码	简称	总股本 (亿股)	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB ^{LF}
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2018E
600352.SH	浙江龙盛	32.53	12.14	394.95	0.62	0.78	0.97	19.47	15.53	12.46	2.40
002440.SZ	闰土股份	7.67	20.99	160.99	0.86	1.18	1.45	24.39	17.73	14.44	2.40
603980.SH	吉华集团	5.00	18.02	90.10	0.96	1.11	1.60	23.57	16.21	11.27	2.32
300067.SZ	安诺其	7.27	6.09	44.27	0.15	0.21	0.28	54.08	29.62	21.80	4.04
	行业均值	13.12		172.58	0.65	0.82	1.08	30.38	19.77	14.99	2.79

资料来源：Wind，天风证券研究所（EPS 采用 Wind 一致预期）

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com