

2015年01月21日

安诺其 (300067.SZ)

## 景气向上大行业中的小公司，量价齐升、业绩弹性巨大

■公司专注高档染料，服务型销售带来较大客户粘性：安诺其公司主要产品包括分散染料、活性染料、酸性染料和印染助剂等，其中分散染料为高端产品，包括用于超细纤维的染料和高日晒、高水性牢度的染料等，竞争格局较好。销售方面，公司为服务带动产品型，客户粘性强。

■分散染料量价齐升，业绩弹性巨大：公司目前分散染料产能1.1万吨，12年底利用超募资金1.7亿元建设2.5万吨分散染料项目，该项目已于14年底建成投产，公司总产能增加至3.6万吨。考虑到目前染料行业供给偏紧的局面和公司以销售起家的底蕴，我们认为公司15年销量保底有望达到2万吨，而公司市占率不足5%，且为高档、差异化产品，预计不会对行业供需格局造成影响。原材料方面，我们认为公司部分可通过市场化采购，部分稀缺材料有望通过与龙头企业的共享战略合作获取。价格方面，根据我们跟踪市场数据，14年分散染料均价为3.6-3.7万元/吨左右，而目前价格已在5万元/吨以上，预计后续还有上涨可能。因此，我们认为公司未来两年分散染料业务面临量价齐升格局，业绩向上弹性巨大。

■活性染料景气复苏：相对分散染料而言，活性染料市场更加分散、污染程度更严重，随着新环保法实施，小型H酸厂商限产停产也在促使行业景气逐步复苏。目前H市场价格7万元/吨、活性染料为3.5万元/吨，考虑到楚源火灾影响，预计价格还有上涨可能。公司13年并购了具备8500活性染料产能的江苏永庆，未来几年还有扩产至2万吨的目标，也带来未来的业绩增长点。

■未来行业景气提升和产能投放将带来持续的高成长，目标价20元：在龙盛专利、中间体和环保多重因素作用下，染料行业景气度逐步提升，分散染料也由14年3.6-3.7万元的均价上涨至目前的5万元/吨以上。对于公司而言，未来两年价格和销量提升带来双重的业绩向上弹性，我们预计公司14-16年EPS分别为0.31、1.13和1.71元，考虑到公司市占率较低、未来行业景气提升和产能投放将带来持续的高成长，给予20元的目标价和买入-A投资评级。

■风险提示：染料需求低迷的风险、新项目销售低于预期的风险等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	262.4	506.7	725.1	1,349.0	1,963.0
净利润	22.9	47.7	100.6	371.1	558.1
每股收益(元)	0.07	0.14	0.31	1.13	1.71
每股净资产(元)	2.23	2.40	2.63	3.42	4.62

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	167.2	80.2	37.8	10.3	6.8
市净率(倍)	5.2	4.9	4.4	3.4	2.5
净利润率	8.7%	9.4%	13.9%	27.5%	28.4%
净资产收益率	3.1%	6.0%	11.7%	33.2%	37.0%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.8%	2.9%	4.4%
ROIC	3.5%	9.7%	17.4%	44.7%	46.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

印染化学品

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

20.00元

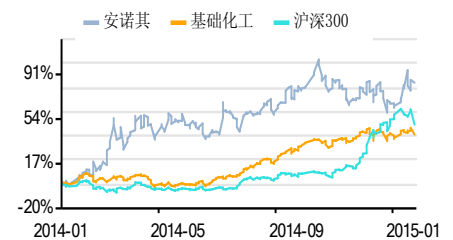
股价(2015-01-20)

11.63元

交易数据

总市值(百万元)	3,815.24
流通市值(百万元)	2,193.33
总股本(百万股)	329.16
流通股本(百万股)	189.47
12个月价格区间	7.89/18.14元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	17.92	-31.56	-49.02
绝对收益	18.31	6.80	7.78

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003  
wangxx@essence.com.cn  
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001  
sunqx@essence.com.cn  
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070002  
yuansc@essence.com.cn  
021-68765906

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaqing@essence.com.cn

相关报告

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月21日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>262.4</b>	<b>506.7</b>	<b>725.1</b>	<b>1,349.0</b>	<b>1,963.0</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	182.4	351.7	480.6	652.9	937.8	营业收入增长率	12.2%	93.1%	43.1%	86.0%	45.5%
营业税费	1.0	1.2	2.2	4.0	5.9	营业利润增长率	-31.7%	160.3%	127.3%	269.8%	50.5%
销售费用	25.2	40.2	58.0	107.9	157.0	净利润增长率	-28.4%	108.5%	110.7%	269.0%	50.4%
管理费用	35.1	51.7	50.8	80.9	108.0	EBITDA 增长率	-14.6%	144.5%	114.9%	236.4%	47.7%
财务费用	-6.1	-3.5	-1.5	3.5	2.0	EBIT 增长率	-31.6%	235.4%	138.6%	276.6%	49.9%
资产减值损失	2.1	6.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	-28.8%	210.0%	126.7%	276.6%	49.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.4%	26.9%	46.4%	44.6%	11.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	1.0%	8.7%	8.8%	30.2%	35.0%
<b>营业利润</b>	<b>22.8</b>	<b>59.5</b>	<b>135.1</b>	<b>499.7</b>	<b>752.3</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	4.2	1.9	-	-	-	毛利率	30.5%	30.6%	33.7%	51.6%	52.2%
<b>利润总额</b>	<b>27.0</b>	<b>61.4</b>	<b>135.1</b>	<b>499.7</b>	<b>752.3</b>	营业利润率	8.7%	11.7%	18.6%	37.0%	38.3%
减:所得税	3.9	12.9	33.8	124.9	188.1	净利润率	8.7%	9.4%	13.9%	27.5%	28.4%
<b>净利润</b>	<b>22.9</b>	<b>47.7</b>	<b>100.6</b>	<b>371.1</b>	<b>558.1</b>	EBITDA/营业收入	11.4%	14.5%	21.8%	39.3%	39.9%
						EBIT/营业收入	6.4%	11.1%	18.4%	37.3%	38.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	固定资产周转天数	191	131	127	81	56
货币资金	279.6	198.0	58.0	107.9	157.0	流动营业资本周转天数	286	184	197	183	175
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	728	388	305	232	227
应收帐款	79.1	145.2	211.1	459.3	477.0	应收帐款周转天数	100	80	88	89	86
应收票据	30.7	61.9	109.2	202.1	222.8	存货周转天数	149	96	96	70	69
预付帐款	2.1	25.7	30.9	34.4	58.3	总资产周转天数	1,036	581	470	328	292
存货	112.7	156.2	231.0	295.0	460.5	投资资本周转天数	589	366	353	276	237
其他流动资产	0.8	0.4	0.4	0.5	0.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.1%	6.0%	11.7%	33.2%	37.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.1%	5.4%	10.1%	25.7%	32.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	3.5%	9.7%	17.4%	44.7%	46.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	152.3	215.2	297.3	308.0	302.8	销售费用率	9.6%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
在建工程	59.1	25.8	21.2	4.2	0.8	管理费用率	13.4%	10.2%	7.0%	6.0%	5.5%
无形资产	20.5	25.5	24.4	23.4	22.3	财务费用率	-2.3%	-0.7%	-0.2%	0.3%	0.1%
其他非流动资产	9.3	36.4	19.4	22.1	25.5	三费/营业收入	20.6%	17.5%	14.8%	14.3%	13.6%
<b>资产总额</b>	<b>746.4</b>	<b>890.1</b>	<b>1,002.8</b>	<b>1,457.0</b>	<b>1,727.5</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	35.2	150.3	7.5	资产负债率	1.4%	10.1%	13.2%	22.2%	11.4%
应付帐款	24.2	57.9	82.9	95.7	154.3	负债权益比	1.4%	11.2%	15.2%	28.5%	12.9%
应付票据	-	25.0	6.6	16.0	25.6	流动比率	57.28	6.75	5.15	4.16	7.06
其他流动负债	-15.4	4.2	-0.4	2.3	7.4	速动比率	44.49	4.95	3.29	3.04	4.70
长期借款	-	-	5.8	56.6	-	利息保障倍数	-2.72	-16.21	-87.91	143.45	373.40
其他非流动负债	1.6	2.7	2.0	2.1	2.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>10.4</b>	<b>89.7</b>	<b>132.1</b>	<b>322.9</b>	<b>197.1</b>	DPS(元)	0.04	0.05	0.09	0.34	0.51
<b>少数股东权益</b>	<b>2.7</b>	<b>11.5</b>	<b>11.4</b>	<b>14.9</b>	<b>20.7</b>	分红比率	56.1%	34.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	160.5	163.6	327.1	327.1	327.1	股息收益率	0.3%	0.4%	0.8%	2.9%	4.4%
留存收益	572.8	625.4	532.2	791.9	1,182.6						
<b>股东权益</b>	<b>736.0</b>	<b>800.4</b>	<b>870.8</b>	<b>1,134.0</b>	<b>1,530.5</b>						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.07	0.14	0.31	1.13	1.71
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	BVPS(元)	2.23	2.40	2.63	3.42	4.62
净利润	23.1	48.4	100.6	371.1	558.1	PE(X)	167.2	80.2	37.8	10.3	6.8
加:折旧和摊销	13.4	17.6	24.2	27.5	29.6	PB(X)	5.2	4.9	4.4	3.4	2.5
资产减值准备	2.1	6.0	-	-	-	P/FCF	-122.0	-51.5	-30.1	23.7	17.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	14.6	7.6	5.2	2.8	1.9
财务费用	-4.7	-1.9	-1.5	3.5	2.0	EV/EBITDA	26.5	20.2	24.0	7.4	4.7
投资损失	-	-	-	-	-	CAGR(%)	153.3%	126.7%	46.8%	153.3%	126.7%
少数股东损益	0.2	0.7	0.8	3.7	6.0	PEG	1.1	0.6	0.8	0.1	0.1
营运资金的变动	-35.2	-99.1	-175.5	-386.7	-157.5	ROIC/WACC	0.3	0.9	1.7	4.3	4.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>13.5</b>	<b>-26.9</b>	<b>-51.5</b>	<b>19.0</b>	<b>438.2</b>	REP	5.2	2.8	2.7	0.7	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-80.2</b>	<b>10.2</b>	<b>-100.0</b>	<b>-20.0</b>	<b>-20.0</b>						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-20.2</b>	<b>3.3</b>	<b>11.5</b>	<b>50.9</b>	<b>-369.1</b>						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034