

安诺其（300067）：定位高端染料，提供特色化服务

化工/染料

合理价：21.35 元～24.4 元

报告日期：2010 年 4 月 8 日

主要财务指标（单位：万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	175	196	286	413
(+/-)	27.7%	11.9%	45.8%	44.4%
营业利润	39	49	77	109
(+/-)	2.3%	25.8%	59.0%	41.0%
归属于母公司 的净利润	38	46	66	92
(+/-)	13.1%	22.2%	41.7%	39.8%
每股收益（元）	0.35	0.43	0.61	0.86

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010.4.8/-
发行后总股本（万股）	10700
发行股数（万股）	2700
发行价格（元）	21.2
发行市盈率（倍）	55.79
发行动态市盈率（倍）	34.75
行业滚动市盈率（倍）	45.85
第一大股东	纪立军
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	60.03 / 44.88%
发行前每股净资产（元）	2.13
发行前资产负债率	26.16%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相化工组

联系人：王会芹

021-58824282-829 wanghq@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次拟发行 2700 万 A 股，发行后总股本为 1.07 亿股。纪立军、张烈寅夫妇为公司的实际控制人。
- 公司专注于为客户提供新型纺织面料和特色化染色需求的全套染整解决方案。产品包括分散染料、活性染料等，主要面向中高端染料细分市场。
- **高端染料市场发展空间较大。**随着人们消费层次的提高，具特色化染色效果的高端染料需求快速增长。而新型化纤材料和纺织面料不断涌现，也将带动与之配套的染料产品新的市场需求。
- **具备应用服务的技术和人才优势。**公司的研发能力国内领先，已开发出多种特色化染料产品系列。公司具有一支精通染料和印染两个领域的复合型技术服务队伍，应用技术经验丰富。能针对客户的需求提供特色化服务，且能在 7 天内提供解决方案，反应迅速快于跨国染料公司。
- **差别化市场、个性化应用服务保证公司高毛利率。**与常规染料产品以规模获得成本优势的竞争方式不同；公司采取差别化竞争策略，主要为高端细分市场提供个性化服务和产品，因而毛利率显著高于普通加工制造型染料生产企业，且这种局面有望持续。
- **募股资金投向分析。**公司计划募集资金用于：1) 东营 5500 吨染料滤饼建设项目；2) 烟台 6000 吨分散染料扩建工程。项目的建成将进一步保障原料供给，降低外包生产的比例。
- **公司面临的主要风险：**业务模式风险、技术泄密风险和环保风险。
- **盈利预测及估值。**预计公司 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.61 元、0.86 元、1.20 元。我们认为给予公司 2010 年 35～40 倍的市盈率较为合理，上市合理价格区间为 21.35 元～24.4 元。

正文目录

1. 公司概况	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司股本结构	3
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位	3
1.4 公司财务分析	3
2. 行业概况	3
2.1 染料行业差异化发展渐成趋势	3
2.2 个性化应用服务使公司获得高毛利率	4
3. 募集资金项目分析	3
4. 公司竞争优势	3
5. 盈利预测与估值分析	4
5.1 盈利预测	4
5.2 估值—合理价位 21.35~24.4 元	5
6. 风险揭示	6

图表目录

图表 1 发行前后股本结构对比	3
图表 2 公司各产品收入占比	2
图表 3 公司各产品利润占比	2
图表 4 近三年公司产品销量逐年增加	2
图表 5 外包生产有所下降	2
图表 6 公司在整个染料行业的市场占有率不高	2
图表 7 在超细纤维面料用分散染料市场占有率较高	2
图表 8 公司近三年的基本财务情况	3
图表 9 纺织服装出口开始转暖	3
图表 10 印染布产量回升	3
图表 11 我国染料产量逐年提高	3
图表 12 公司毛利率一直高于同行业上市公司	4
图表 13 各产品均保持高毛利率水平	4
图表 14 公司募股资金投向	3
图表 15 安诺其利润表预测	5
图表 16 纺织化学品上市公司市盈率比较	6

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

与传统染料生产企业仅向印染企业销售染料和提供有限的售后服务的业务模式不同，公司专注于为客户提供新型纺织面料和特色化染色需求的全套染整解决方案。产品主要面向中高端染料细分市场。

公司有两家子公司烟台安诺其和东营安诺其，分别持股75%和100%。

公司实际控制人为纪立军、张烈寅夫妇，合计持有发行前69.65%的股份，其中董事长纪立军先生持有公司60.03%的股份。

1.2 公司股本结构

本次公司拟发行2700万A股，占发行后总股本的25.23%；股本增加至1.07亿股。纪立军、张烈寅夫妇仍为公司的实际控制人。

图表 1 发行前后股本结构对比

	发行前		发行后	
	持股量（万股）	比例（%）	持股量（万股）	比例（%）
发起人股				
纪立军	4802.42	60.03%	4802.42	44.88%
臧少玉	1553.4	19.42%	1553.4	14.52%
张烈寅	769.69	9.62%	769.69	7.19%
嘉兆投资	303.07	3.79%	303.07	2.83%
缪融	111.61	1.40%	111.61	1.04%
文欣	93.29	1.17%	93.29	0.87%
王宏道	81.66	1.02%	81.66	0.76%
耿毅英	58.34	0.73%	58.34	0.55%
其他自然人股东	226.52	2.83%	226.52	2.12%
社会公众股			2700	25.23%
总股本	8000	100.00%	10700	100.00%

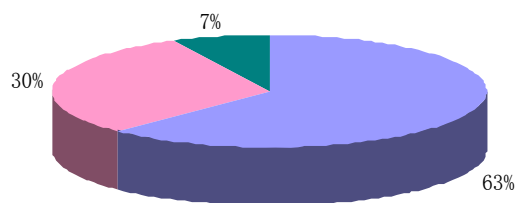
资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

1.3 公司主营业务构成状况及行业地位

公司产品主要为高端的分散染料和活性染料，还有部分酸性染料。其中分散染料为公司主要的收入和利润来源。2009年分散染料收入和利润占比分别达到62.3%和57.9%。近三年公司业务快速发展，染料销量逐年增长，2009年销量增速达到43%。

公司的分散染料主要由烟台安诺其组织生产，产能不足时委托第三方生产；活性染料、酸性染料主要由公司采用外包生产方式。随着东营产能投放，外包生产比例将进一步下降。

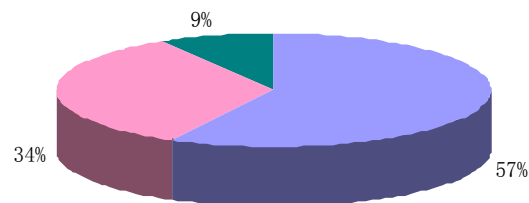
图表 2 公司各产品收入占比



分散染料 活性染料 酸性染料及其他

资料来源：招股说明书 天相顾问整理

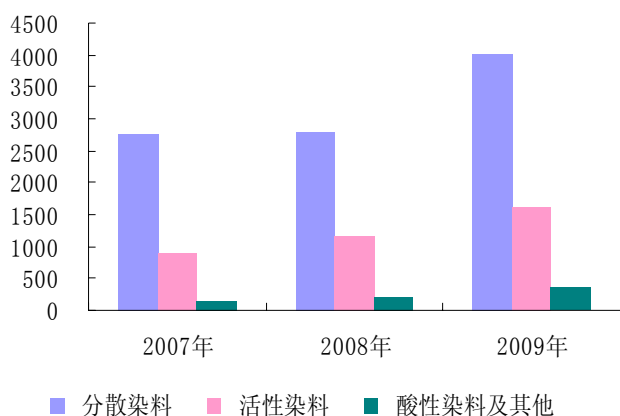
图表 3 公司各产品利润占比



分散染料 活性染料 酸性染料及其他

资料来源：招股说明书 天相顾问整理

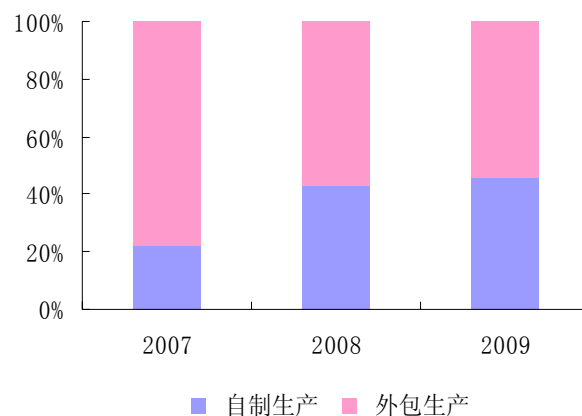
图表 4 近三年公司产品销量逐年增加



分散染料 活性染料 酸性染料及其他

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 5 外包生产有所下降

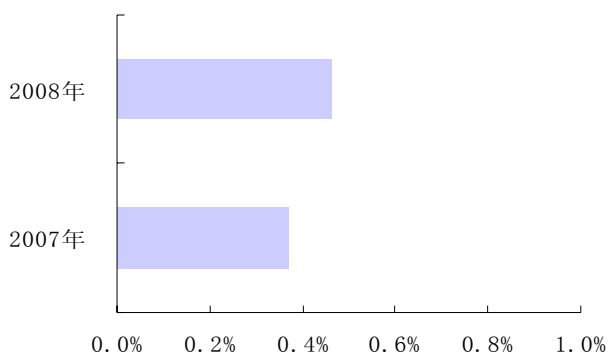


自制生产 外包生产

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

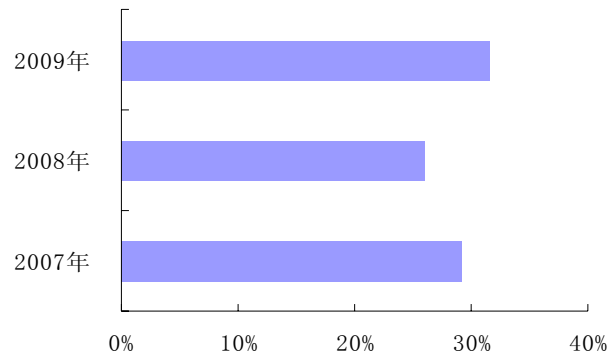
公司定位在新型面料和个性化需求染色领域，经营模式决定了其在染料市场的占有率较低；但在新型面料专用染料某些细分市场，如超细纤维面料用分散染料，公司产品市场占有率稳居行业前列。

图表 6 公司在整个染料行业的市场占有率不高



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 7 在超细纤维面料用分散染料市场占有率较高



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

1.4 公司财务分析

近几年，公司的销售收入和净利润快速增长，盈利能力维持在较高的水平。

图表 8 公司近三年的基本财务情况

	2007 年	2008 年	2009 年
营业收入（万元）	13,711	17,513	19,603
增长率		27.73%	11.94%
营业利润（万元）	3,784	3,872	4,871
增长率		2.31%	25.81%
综合毛利率	37.64%	38.18%	39.46%
归属母公司净利润（万元）	3352.09	3790.27	4630.74
增长率		13.07%	22.17%
总资产（万元）	10,485	15,370	24,042
总负债（万元）	3,552	2,347	6,291
股东权益（万元）	6,932	13,023	17,751
资产负债率	33.88%	15.27%	26.17%
净资产收益率	47.62%	29.11%	26.64%

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

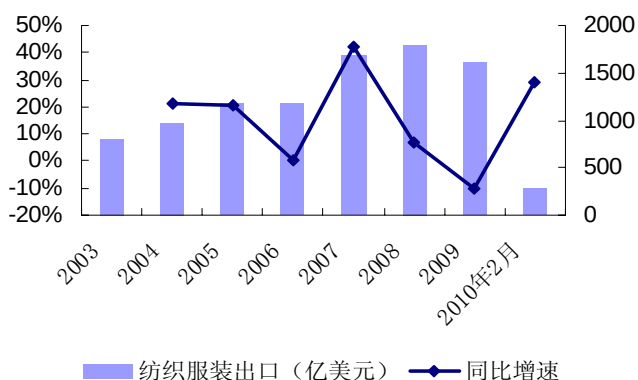
2. 行业概况

2.1 染料行业差异化发展渐成趋势

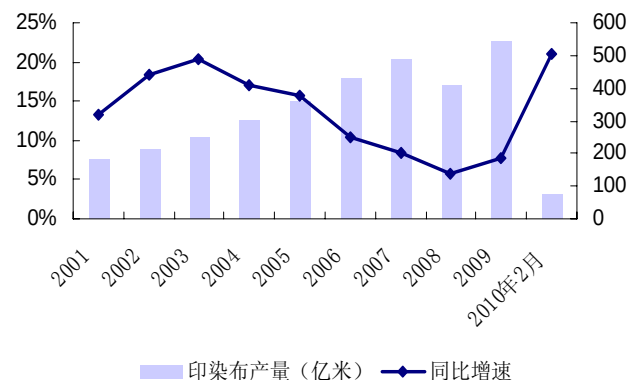
下游行业逐步复苏

染料的最大用户是纺织印染行业，其用量占染料产量的90%，因此纺织印染行业的景气度对染料行业有较大影响。08年受到金融危机的影响，纺织印染行业陷入低谷，09年下半年随着经济形势的好转，下游行业逐步好转。

图表 9 纺织服装出口开始转暖



图表 10 印染布产量回升



资料来源：第一纺织网 天相投顾整理

资料来源：石化协会 天相投顾整理

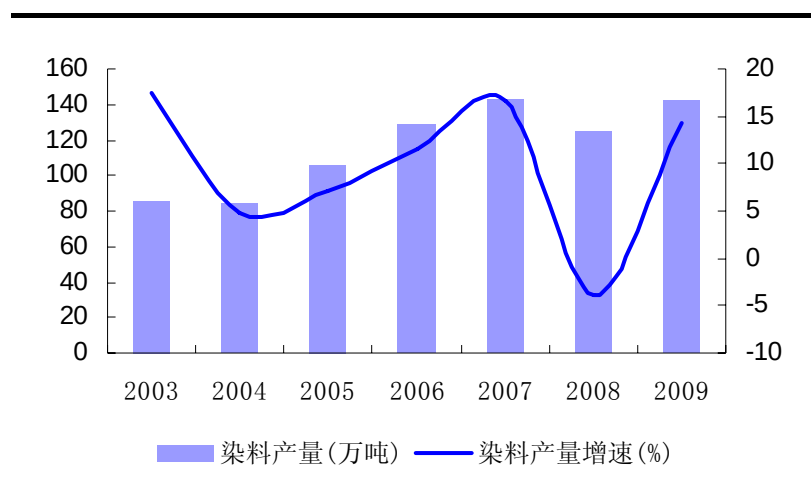
纺织品市场具发展潜力。以服装业为例，2008 年城镇居民年平均衣着消费支出在1,000 元以上，而农村尚不足200元，仅相当于城镇的1/5；就纤维消费量来看，发达国家的年人均纤维消费量在30公斤左右，而我国平均为17公斤，农村消费量更少。当前，国内市场正处于消费环境加快改善、需求结构逐步升级的时期，纺织品市场具有较高的增速，

国家提出了淘汰落后产能的政策，我国印染行业企业将通过产业升级和并购重组快速走向集中，形成规模优势，从而对我国染料产品的市场发展和产业升级产生积极影响。据国家发改委制订的印染行业“十一五”规划总体目标为：2010年，我国全社会印染布的产量预计达到670亿米，规模以上企业印染布的产量预计达到510亿米，年增速9%左右。我国印染布产量和消费量的持续增加将直接拉动染料的市场需求。

对高层次纺织品和染料的需求增大。

近些年，除了08年受金融危机影响较大外，我国染料产量逐年提高。迄今我国可生产的染料品种超过1,400个，经常生产的品种有700~800个，品种超过100个的染料有分散染料、活性染料和酸性染料。

图表 11 我国染料产量逐年提高（除 08 年外）



尽管我国染料产品的品种门类齐全，但国内染料企业的产品结构仍然不尽合理，产品大多数为附加值较低的常规品种。我国大部分的染料生产厂家产品类型和品种雷同，产品缺乏特色，且大多是中低档次的常规产品，高附加值产品少，创新型和特色化产品缺乏，在激烈的市场竞争中只能依靠竞相压价获取市场份额，影响了行业整体竞争力的提高。

近几年来，我国纺织产业加速升级，纺织服装和家纺行业中的自主品牌企业快速发展，涌现了一批如李宁、安踏、雅戈尔、罗莱家纺等在国内国际市场都有一定影响力的著名品牌。我国最新出台的《纺织产业调整和振兴规划》也强调要加速“实施自主品牌建设工程，培育形成若干个具有国际影响力的自主知名品牌，提高纺织服装自有品牌出口比重10 个百分点，提升我国纺织业在全球产业分工中的地位”。随着人们消费层次的不断提高，这些品牌企业对其产品和面料的功能化、个性化、舒适性要求将越来越高，推动具有更好染色性能指标和特色化染色效果的高端染料的需求快速增长。此外，随着我国纺织行业技术进步的步伐加快，新型化纤材料和纺织面料不断涌现，将大大促进与之配套的染料产品的新的市场需求。

欧美染企衰弱，我国染料行业竞争力逐步增强

由于全球纺织业向亚洲特别是我国转移，国际染料的核心地带也从欧、美、日、韩向中国、印度转移。目前我国染料产量已占到全球的60%以上，世界第一。但从结构上看，我国染料多为中低档产品，附加值较低。中高端市场仍掌握在DYSTAR、克莱恩、亨斯曼等跨国公司手中，他们拥有更先进的应用技术和配套染整工艺。

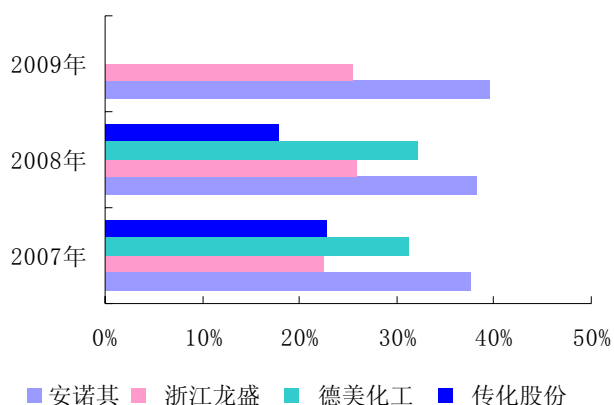
但近两年金融危机以来，这些跨国巨头的市场份额逐步萎缩。2009年全球染料龙头DYSTAR 由于现金流断裂被迫重组，为国内企业留出更大的市场空间。而高昂的运营成本始终是跨国公司在华发展的短板，未来随着国内在高端染料领域的技术发展，我国染料企业的竞争力将进一步增强。

2.2 个性化应用服务使公司获得高毛利率

与常规染料产品以规模获得成本优势的竞争方式不同；公司采取差别化竞争策略，主要为高端细分市场提供个性化服务和产品，因而毛利率显著高于普通加工制造型染料生产企业。公司近三年综合毛利率均明显高于常规染料生产企业浙江龙盛，也高于传化股份和德美化工。

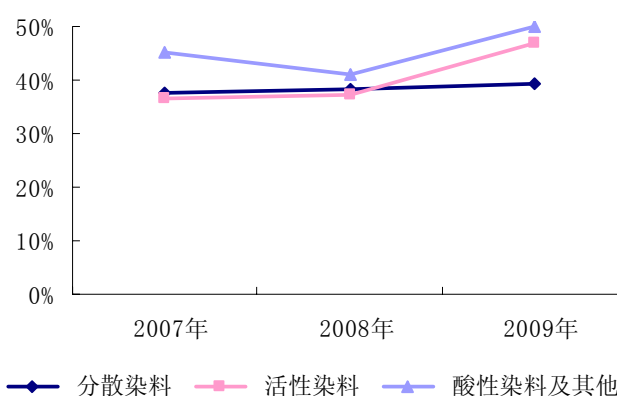
公司注重研发投入，以保证未来新产品的技术跟进；2009年研发投入资金为711万元，占总收入的3.63%。由于染料在印染生产的成本占比仅为10%-20%，下游企业对染料价格变动并不敏感，有利于公司保持高毛利率。公司募集资金项目将建设滤饼和分散染料新产能，这将减少外包加工量，降低生产成本。长期来看，公司有望保持较高的毛利率水平。

图表 12 公司毛利率一直高于同行业上市公司



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 13 各产品均保持高毛利率水平



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

3. 募集资金项目分析

公司计划募集资金用于：1) 东营 5500 吨染料滤饼建设项目；2) 烟台 6000 吨分散染料扩建工程。前者为后者提供滤饼原材料。两个项目总投资额为 2.09 亿元。

图表 14 公司募股资金投向

序号	项目名称	实施单位	拟投入募集资金	新增销售收入 (万元)	新增净利润 (万元)
1	年产 5,500 吨滤饼建设项目	东营安诺其纺织材料有限公司	11,385.61	17,325	2,672.27
2	年产 6,000 吨分散染料扩建项目	烟台安诺其纺织材料有限公司	9,470.45	21,900	3,447.11
	合计			39,225	6,119

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

年产5500吨滤饼建设项目保障原料供给

目前公司生产所需染料滤饼外购，通过5500吨滤饼项目建设，公司的产业链向前延伸，进一步保障了原料公司，有利于进一步提升公司的销售毛利率。

年产6000吨分散染料扩建项目减少外包制约

项目包括超细纤维面料用分散染料3000吨，记忆纤维面料用分散染料800吨，涤氨面料用高级分散染料1000吨，涤纶面料用高级分散染料1200吨。公司目前有超过一半的染料采用外包方式生产再对外销售。外包方式生产不仅面临技术泄密风险和供应商风险，且产品质量和技术上也难以满足要求。该项目建成后公司的外包量将有所下降，对各种风险的规避加强。

4. 公司竞争优势

应用服务的技术和人才优势

面对下游行业面料和服装企业不断变化和提高了的染色需求，我国的印染企业急需染料企业给予及时的技术支持和服务。由于染料和印染分属化工和纺织两个不同的行业，对染料的应用技术研究需要跨领域的复合型技术人才和大量的实验研究分析，这是一个长期积累的过程，国内大部分染料生产企业很难在短期内真正为客户提供有效的技术支持和服务。跨国染料公司虽然十分重视染料的应用技术服务，而且其具有很强的研发实力，但是他们多层级的管理体制限制了其为客户提供灵活快捷的技术服务的能力。

公司通过多年与跨国染料公司在应用技术服务领域展开的竞争逐步走向成熟，培养起一支精通染料和印染两个领域的复合型技术服务队伍，积累了丰富的染料应用技术经验，建立并持续完善一整套染料应用技术的数据库，建立了一套能快速反应的技术服务管理机制。

公司研发能力国内领先，与大专院校建立技术合作关系。公司 2007 年获“上海市高新技术企业认定证书”；2008 年被认定为“高新技术企业”；2008 年 11 月被上海市科学技术委员会评定为“上海市科技小巨人培育企业”。公司开发出多种特色化

染料产品系列，并申请十二项专利，“涤氨面料高水洗分散黑”与“记忆纤维面料专用分散黑”两个产品被上海市科委认定为高新技术成果转化项目。

快速响应客户需求的能力

公司具有对客户需求快速反应的能力，响应时间仅为 4-7 天，远快于竞争对手，帮助公司在竞争中取胜。

环保优势

公司注重产品环保。由于印染过程中的水电消耗量和废水排放量大大高于染料生产过程的水电消耗量和废水排放量，公司通过给下游客户提供产品及服务能够提高染料印染过程中的首次上染成功率、染料附着性能、降低染色温度，从而能够减少印染客户的废水排放，降低其水、电、气等能源消耗。发公司自主开发的 L 型活性染料可以实现 40℃ 低温上染和固色，较常规的中温（60℃）染色工艺减少大量的能耗，染色后只需 85℃ 皂洗就可以达到普通活性染料 95℃ 皂洗的牢度，这样为印染客户节约了大量的能源。

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

主要假设：

1) 募投项目按计划正常投产

2) 产品销量、价格（不含税价）和毛利率假设

		2010E	2011E	2012E
分散染料	销量（吨）	4670	6650	8400
	价格（万元/吨）	3.43	3.42	3.42
	毛利率	39.00%	39.00%	39.00%
活性染料	销量（吨）	2600	3900	6400
	价格（万元/吨）	3.87	3.87	3.87
	毛利率	45.00%	43.00%	42.00%
酸性染料	销量（吨）	610	860	1200
	价格（万元/吨）	4.1	4	4
	毛利率	45.00%	45.00%	45.00%

3) 公司继续享受税收优惠，所得税率为 15%

按照发行 2700 万股，发行后总股本 10700 万股计算，预计公司 2010 年净利润同比增长 71.45%，2010-2011 年摊薄后 EPS 分别为 0.61 元、0.86 元、1.20 元。

图表 15 安诺其利润表预测

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	17,513	19,603	28,581	41,276	58,296
增长率	27.7%	11.9%	45.8%	44.4%	41.2%
减：营业成本	10,851	11,278	16,681	24,368	34,530
营业税金及附加	14	20	23	33	47
资产减值损失	203	87	86	124	175
毛利	6,648	8,305	11,878	16,875	23,720
增长率	29.11%	24.93%	43.02%	42.07%	40.56%
销售费用	891	1,117	1,372	1,981	2,798
管理费用	1,625	2,099	2,615	3,777	5,334
财务费用	56	131	60	70	105
期间费用率	14.69%	17.07%	14.16%	14.12%	14.13%
投资净收益	-	-	-	-	-
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,872	4,871	7,745	10,923	15,308
营业利润率	22.11%	24.85%	27.10%	26.46%	26.26%
增长率	2.31%	25.81%	58.99%	41.03%	40.15%
加：营业外收入	614	589	115	68	78
减：营业外支出	31	32	-	-	-
其中：非流动资产处置净损失	-	-	-	-	-
利润总额	4,455	5,428	7,860	10,990	15,386
增长率	16.43%	21.86%	44.79%	39.83%	39.99%
利润率	25.44%	27.69%	27.50%	26.63%	26.39%
减：所得税费用	5,102	4,495	4,495	4,496	4,497
净利润	3,790	4,728	6,681	9,342	13,078
净利润率	21.64%	24.12%	23.37%	22.63%	22.43%
增长率	14.82%	24.74%	41.30%	39.83%	39.99%
归属于母公司净利润	3,790	4,631	6,564	9,178	12,849
少数股东权益	0	97	117	163	229
EPS(全面摊薄/元)	0.35	0.43	0.61	0.86	1.20

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

5.2 估值—合理价位 21.35~24.4 元

- 公司属于纺织化学品中的染料行业，目前纺织化学品的上市公司主要包括浙江龙盛、传化股份、德美化工。由于公司产品定位高端染料，毛利率高于常规染料，且公司针对客户需求提供特色的应用技术，具有技术服务型公司的性质。综合考虑，我们认为给予公司 2010 年 35~40 倍的 PE 较为合理，合理价格区间为 21.35 元~24.4 元。

图 表 16 纺织化学品上市公司市盈率比较

公司	股价	EPS			市盈率		
	2010-4-6	2008A	2009A	2010E	2008A	2009A	2010E
浙江龙盛	13.11	0.71	0.51	0.72	18.5	25.7	18.2
传化股份	15.94	0.37	0.65	0.75	43.1	24.5	21.3
德美化工	23.19	0.73	0.7	0.83	31.8	33.1	27.9
平均							22.5

资料来源：天相投资分析系统

注：传化股份和德美化工 09 年 EPS 为预测值

6. 风险揭示

业务模式风险：公司销售人员将印染客户的需求以及客户的工艺技术水平等信息及时反馈给公司，使得公司能够快速为客户提供满足市场需求和自身技术工艺水平的全套染色解决方案。同时销售人员及时、有效的向公司反馈详细的市场信息，使得公司的研发能够针对市场需求。公司技术性销售团队是公司创新的业务模式的基础，销售团队的变动将会对公司的生产经营产生不利影响。

公司与印染客户和上游的纤维原料生产企业建立了紧密联系，及时了解市场需求和新型面料发展趋势。但如果公司不能准确把握市场需求以及新型面料的技术和市场需求趋势，及时针对市场需求和新型面料进行研发，将会影响公司在新型面料和个性化需求染色领域的竞争优势，对公司生产经营产生不利影响。

技术泄密风险：公司活性染料、酸性染料和部分分散染料产品采用委托行业内合作企业外包生产方式。虽然公司制定了严格的保密措施，但仍存在应用技术失密的风险。

环保的风险：公司所属染料行业是环境污染较为严重的行业，随着国家环保要求的日趋严格和整个社会环境保护意识逐步增强，环保治理成本可能将进一步提高；同时，国家对印染行业节能减排要求的不断提高有可能对印染企业生产经营造成一定影响，从而给公司发展带来一定影响。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100