



安诺其（300067）：高端产品+特色服务，领导染料细分行业 ——安诺其（300067）公司调研报告

增持

投资要点：

- 公司生产新型纺织面料和特色化需求染料产品，技术性能、环保性能在细分市场占有领先地位；
- 公司同时为印染客户提供全套印染服务，可以获得更多利润空间；
- 募投项目将使公司分散染料产能增加2倍，同时提升产品毛利率，各产品总销售量也将有100%的增长。

报告摘要：

- **高端染料产品技术性能好，环保性能高。**公司产品定位于新型的纺织面料和特色化染色需求的中高端市场，其产品染色的稳定性、色牢度指标上均在国内、国际上处于先进水平。另外公司更注重产品在印染中的节能减排性能，因此公司的环保染料更受下游客户欢迎。
- **全套印染服务与其它企业形成差异化竞争。**公司与其它染料企业不同之处在于可以提供与染料产品相配套的染整工艺。公司对其主要的产品系列，均有合适的染整工艺相配套，与其它染料企业形成了差异化竞争。
- **毛利率长期保持在40%的水平。**与业内其它公司相比，公司产品的毛利率要高出10个百分点左右。公司的高端染料产品+全套印染服务的经营模式，大大提升了公司产品的附加值。
- **募投项目：将大幅提升盈利能力。**公司IPO募集资金主要投向两个项目：东营年产5500吨染料滤饼项目、烟台年产6000吨分散染料扩建项目。烟台项目建成后公司分散染料产能将达9000吨，东营项目建成后，烟台安诺其生产所需滤饼将实现完全自给。
- **业绩预测。**预计2010-2011年公司可以实现EPS分别为0.56元、0.84元。按6月22日收盘价20.68元计算，相应PE分别为36.9倍、24.6倍。公司的高端染料产品及全套印染服务在细分市场内竞争优势明显，业绩增速较高，给予“增持”评级。

主要经营指标	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	137.11	175.13	196.03	277.74	406.41
同比增长率	-	27.73%	11.94%	41.68%	46.33%
净利润	33.52	37.90	46.31	60.12	89.69
同比增长率	-	13.07%	22.17%	29.83%	49.18%
每股收益(元)	0.31	0.35	0.43	0.56	0.84
净资产收益率	-	12.90%	22.86%	30.23%	50.00%

分析师

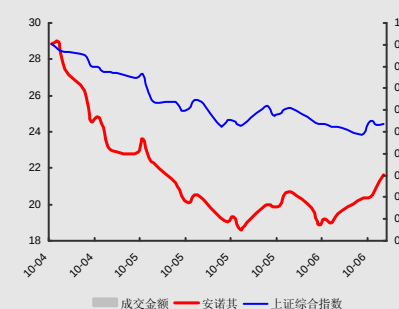
祖广平，康铁牛

电话：010-88085610，88085991

Email: zuguangping@hysec.com

kangtieniu@hysec.com

图1：市场表现



股东户数

报告日期	户均持股 数变化	筹码集中 度
20100420	-	0
20100331	-	-
20091231	-	-

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股	0	0
占流通A股比	0	0
持股家数及进出情况	-	-

数据来源：港澳资讯

相关研究

6月11号，我们调研了安诺其（300067），就公司生产经营情况、行业情况与公司领导时行了交流。

公司主要定位于新型面料用染料的销售以及为印染企业提供全套染整技术服务。

09年公司年生产染料6100吨，其中自制染料2800吨，外包生产染料3300吨。公司生产的新型纺织面料和特色化需求染料产品，主要包括高端的分散染料和活性染料；其中主要产品超细纤维面料专用分散染料在国内市场占有率约30%，稳居行业前列。

表1 公司分产品销售收入（万元）及销量（吨）

产品类别	2009年		2008年	
	销售收入	销量	销售收入	销量
分散染料	12157.1	4006.24	11194.32	2783.81
活性染料	5931.95	1607.8	5177.89	1171
酸性染料及其他	1420.19	363.53	1047.93	213.55
合计	19509.24	5977.57	17420.14	4168.36

资料来源：招股说明书

一、高端染料产品技术性能好，环保性能高

表2 公司主要产品类型

产品类别	具体用途
分散染料	超细纤维面料用分散染料
	主要用于涤纶超细纤维面料
	PTT纤维面料用分散染料
	主要用于记忆性纤维面料
	涤氨面料用高级分散染料
	主要用于涤氨面料
	涤纶面料用高级分散染料
	主要用于特殊要求的涤纶及混纺面料
活性染料	主要用于棉、粘胶等纤维和羊毛、真丝等蛋白质纤维面料
酸性染料	主要用于羊毛、真丝等蛋白质纤维和聚酰胺纤维面料

资料来源：招股说明书

公司染料产品能够满足不同面料的特殊要求。公司产品定位于新型的纺织面料和特色化染色需求的中高端市场，针对性的开发相关的染料产品，其产品染色的稳定性、色牢度指标在国际、国内均处于先进水平。

03年公司推出的涤纶超细纤维专用分散染料进入市场，主要竞争对手为德司达等跨国公司。近年来公司不断推出后续改进产品，同时不断为客户提供更加及时周到的染整服务，目前公司已经成为该细分市场的领跑者。在针对具有高水洗牢度要求的高端运动面料（涤氨面料等）的染料细分市场，06年公司推出了涤氨面料专用染料产品，目前已经成为细分市场的重要供应商；07年，公司推出了针对记忆性纤维面料的PTT专用分散染料，可以满足PTT纤维的不耐高温、同步渗透性要求高等特点。针对不同高端面料开发的高端染料产品，使得公司在各细分染料领域内都保持了较大的竞争优势。

环保性能高，更能受到客户欢迎。目前国内大部分的染料企业都比较注重对染料生产过程中的节能减排工艺和技术的研究，而公司更注重产品在印染中的节能减排性能。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，因此公司的环保染料更受下游客户欢迎。

例如公司的 PUD 型高水洗牢度分散染料产品可以较一般的染料减少一次还原清洗过程，从而减少 20%左右的用水量和废水排放；L 型活性染料可以较常规活性染料降低 30%的蒸汽消耗和减少 30%的污水排放，节能减排效益显著，市场前景十分广阔。

二、全套印染服务与其它染料企业形成差异化竞争

公司与其它染料企业不同之处在于可以提供与染料产品相配套的染整工艺。目前染料行业绝大部分企业以染料生产为主，对下游客户的技术服务支持尤其是个性化服务力度不够；另一方面印染企业面对层出不穷的新型纺织面料以及各式各样的个性化染色需求很难依靠自己的技术力量加以解决和满足。因此能够有针对性地提供染整服务，可以大大提升染料企业的竞争力。

公司对其主要的产品系列，均有合适的染整工艺相配套。公司销售人员都具有印染行业背景，因此公司可以与下游客户进行顺畅地沟通，可以快速为客户提供满足其染色需求和自身技术工艺水平的全套染色解决方案。

公司在国内的主要竞争对手主要有浙江龙盛、浙江闰土、杭州吉华等，这些企业大多以染料生产为中心，以规模优势占领市场；而公司注重产品应用技术，以新型纺织面料、个性化需求全套染色方案为主要市场竞争手段。相对其它企业，公司的突出优势在于：新面料需要使用新型染整方案进行印染，公司的响应速度更快、技术支持更完善。

公司在国际上的主要竞争对手包括德司达、亨斯迈和克莱恩三家大型跨国公司。近年国内染料工业技术进步和产业结构升级速度很快，三家跨国公司的市场份额逐步萎缩。金融危机后，德司达总部破产，中国业务也受较大影响。在国际染料巨头的市场份额逐步收缩的背景下，公司迎来了良好的市场拓展机遇。

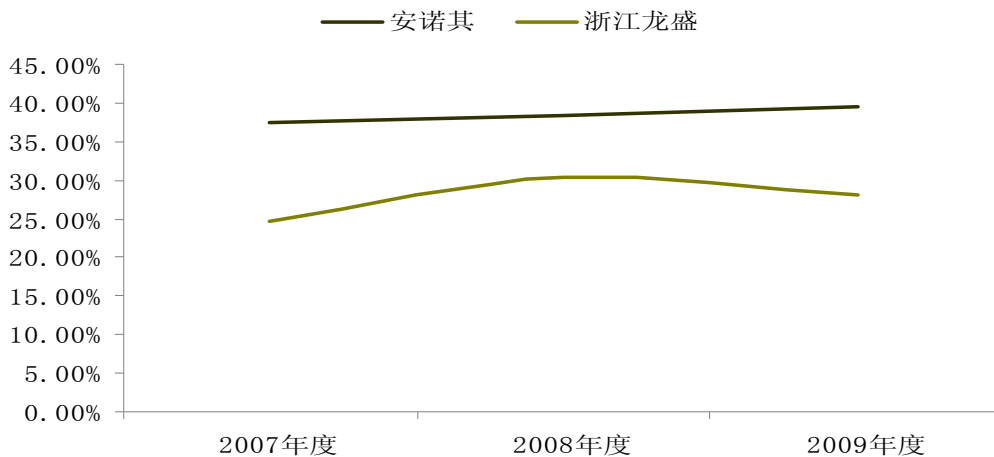
三、毛利率长期保持在 40%的水平

与业内其它公司相比，公司产品的毛利率要高出 10 个百分点左右。公司的高毛利，来源于公司的发展定位。首先，公司的染料产品针对于新型面料、对染色有特殊需求的领域，与大批量生产的常规染料区别较大；其次，公司针对其产品为客户提供了全套染整解决方案，因此大大提升了公司产品的附加值。

表 3 公司主要产品毛利率

产品	2009 年度	2008 年度	2007 年度
分散染料	39.46%	38.34%	37.45%
超细纤维面料用分散染料	38.30%	36.53%	36.29%
PTT 纤维面料用分散染料	44.64%	41.80%	39.58%
涤氨面料用高级分散染料	38.51%	43.06%	37.00%
涤纶面料用高级分散染料	46.83%	44.01%	42.56%
活性染料	46.89%	37.30%	36.68%
酸性染料及其他	49.90%	40.92%	45.17%
合计	42.48%	38.18%	37.64%

资料来源：招股说明书

图 2：安诺其与浙江龙盛分散染料毛利率情况


资料来源：公司公告，宏源证券

四、募投项目：将大幅提升盈利能力

公司 IPO 募集资金主要投向两个项目：东营年产 5500 吨染料滤饼项目、烟台年产 6000 吨分散染料扩建项目。

染料滤饼作为染料的主要原材料，占到染料成本的 80% 以上。东营项目的建成，将使公司实现染料滤饼的规模化生产，利于公司降低生产成本；另外也利于公司控制染料滤饼的质量，提高染料的性能。该项目达产后，所有产品将用于烟台安诺其分散染料的生产。预计今年下半年东营项目将有 2000 吨左右的产品产出。

目前烟台安诺其的产能为年产 3000 吨分散染料，2009 年产能利用率达到了 91.59%，考虑到染料产品种类多，切换频繁等原因，烟台安诺其目前的产能已经难以满足市场需求。烟台项目达产后，其分散染料产能将达到 9000 吨/年，大大提高公司的生产规模。

五、业绩预测

公司的利润增长点：1、下游纺织业复苏，对于染料产品的需求量将大幅提升，公司 09 年新增 100 家客户，今年起将带来较多的需求增量；2、公司的新产品如 L 型、PUD 型等不断推出；3、行业内其它企业的退出留下较多市场空间等；4、公司募投项目达产后，分散染料产能将增加 2 倍，同时产品毛利率水平也将明显提升，各产品总销售量也将有 100% 的增长。

业绩预测：预计 2010-2011 年公司可以实现 EPS 分别为 0.56 元、0.84 元。按 6 月 22 日收盘价 20.68 元计算，相应 PE 分别为 36.9 倍、24.6 倍。公司的高端染料产品及全套印染服务在细分市场内竞争优势明显，业绩增速较高，给予“增持”评级。

表 4：盈利预测假设

	2010E	2011E
销量（吨）		
分散染料	4600	6500
活性染料	2500	3900
酸性染料及其他	610	860
价格（万元/吨）		
分散染料	3.4	3.4
活性染料	3.8	3.8
酸性染料及其他	4.1	4.1
毛利率		
分散染料（%）	39.50	39.50
活性染料（%）	46.00	46.00
酸性染料及其他（%）	46.00	46.00

资料来源：宏源证券

表 5：预测利润表（百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	137.11	175.13	196.03	277.74	406.41
减：营业成本	85.50	108.51	112.78	160.19	233.89
营业税金及附加	0.11	0.14	0.20	0.29	0.42
营业费用	5.30	8.91	11.17	15.83	23.17
管理费用	7.78	16.25	20.99	29.74	43.51
财务费用	-0.11	0.56	1.31	-0.52	-2.31
资产减值损失	0.67	2.03	0.87	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	37.84	38.72	48.71	72.21	107.73
加：其他非经营损益	0.42	5.83	5.57	0.00	0.00
利润总额	38.26	44.55	54.28	72.21	107.73
减：所得税	5.25	6.64	7.00	10.83	16.16
净利润	33.01	37.90	47.28	61.38	91.57
减：少数股东损益	-0.51	0.00	0.97	1.26	1.88
归属母公司股东净利润	33.52	37.90	46.31	60.12	89.69
EPS	0.31	0.35	0.43	0.56	0.84

资料来源：宏源证券

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员，化工组组长，农药学博士，5年农药行业工作经验，2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，3年化工行业工作经验，3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业：化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员，管理学博士。主要研究覆盖行业：石化、煤化工等。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数+20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%~+20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数+5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。