

# 染料行业的春天来了吗？

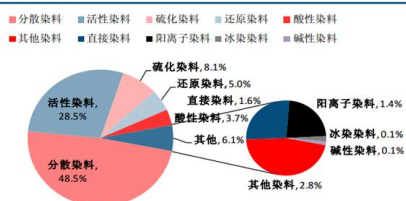
## 1. 染料产业链

### 1.1 染料介绍

中国目前生产的染料品种大约有 600 多种，生产量较大的依次是分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料、酸性染料等，其中分散染料、活性染料占据主导份额，约占整个染料行业的 78%。

我国染料生产量占主导份额的分散染料和活性染料产能集中度高，分散染料 CR3 约为 71%，活性染料 CR5 约为 67%，呈现出寡头垄断的局面。

图3：2015年我国染料产品结构



资料来源：中国染料工业协会 中信建投证券研究发展部

表2 染料分类及使用范围

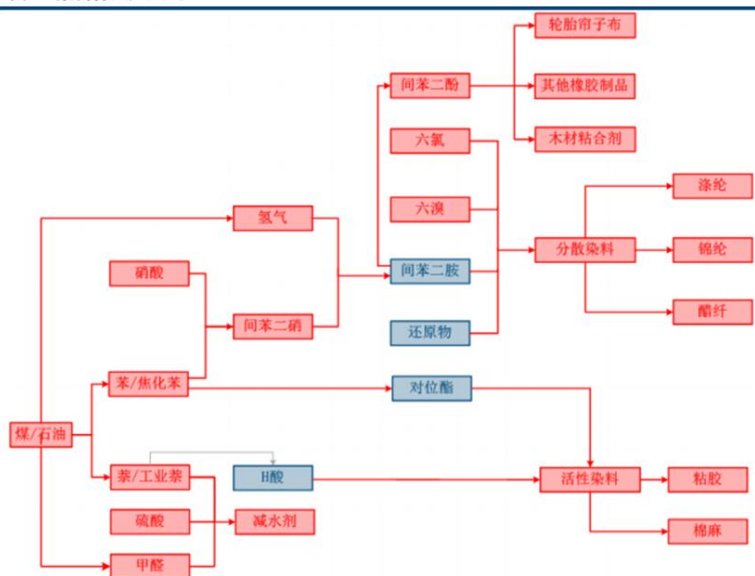
染料类型	使用范围
分散染料	涤纶、锦纶、醋酸纤维、丙纶、氯纶、腈纶等
活性染料	纤维素纤维（棉麻、粘胶）、蛋白质纤维（羊毛、蚕丝）
硫化染料	纤维素纤维、纱线、坯布等
还原染料	棉、涤棉混纺、维纶、丝绸
酸性染料	蛋白质纤维（羊毛、蚕丝）、锦纶、皮革、纸张
直接染料	蛋白质纤维（羊毛、蚕丝）、棉麻、人造丝
其他染料	阳离子染料、冰染染料、中性染料、缩聚染料等

数据来源：百度百科 中国染料工业协会 上海证券研究所

### 1.2 染料产业链介绍

**中间体：**泛指用于生产染料和有机颜料的各种芳烃衍生物。它们是以来自煤化工和石油化工的苯、甲苯、萘和蒽等芳烃为基本原料，通过一系列有机合成单元过程而制得。

图9：染料行业产业链



资料来源：中信建投证券研究发展部

中间体包括间苯二胺、还原物、对位酯、H 酸。

**表4：H 酸产能情况**

公司	H 酸产能（万吨）	装置动态
湖北楚源	2	目前装置停工环保整修，暂无报价。
闰土股份	2.5	目前部分装置正常生产，暂无货对外销售，没有报价。
浙江吉华	2	目前装置停工，报价 4.5 万元/吨，可商谈。
浙江龙盛	1	目前无法开工
山东裕源	1	目前装置限量生产，今日报价 4 万元/吨，实单按量存商谈空间。
山东无棣科亿化工	1	目前部分装置限量生产，暂无报价，实单按量商谈为主。
江苏力禾	0.5	目前装置停工，暂无报价。
天津亚东	0.5	目前装置停工，暂无明确报价。
江苏明盛化工	2	目前装置暂停开工，暂无报价。
合计产能	12.5	

资料来源：卓创资讯、中信建投证券研究发展部

**对位酯：**对位酯是活性染料生产用量最大的中间体，占到总量 30%。湖北楚源是全球第一大对位酯厂家，具有对位酯产能 4 万吨，湖北楚源的关停带来产能大幅收缩，目前国内对位酯产能八成集中在河南新乡。

**间苯二胺：**本次常宇停产之后，间苯二胺的生产厂家只剩浙江龙盛一家，因此不排除此后继续涨价的可能。

**H 酸：**活性染料及中间体 H 酸最大的生产企业湖北楚源因环保问题，其活性染料和中间体生产目前仍在关停中。

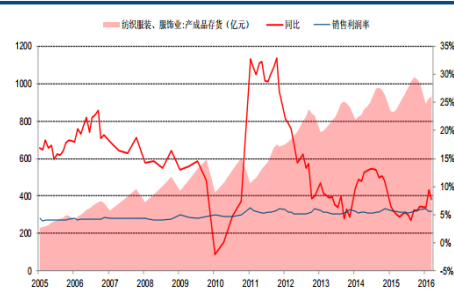
### 1.3 染料行业特征

#### 1.3.1 受下游印染行业影响，季节性明显

染料制造业有明显的淡旺季特征，这也与下游印染和纺织服装行业具有季节性有关。从染料制造业单月营业收入来看，春节后 3、4 月份和下半年的 9、10 月份是染料行业的旺季，染料行业主营业务收入开始上升，6、7 月份是染料行业的淡季，主营业务收入开始下降。从染料制造业库存来看，往往 6、7 月份也是库存的一个低点，从目前的库存情况来看，当前库存也处在低位。

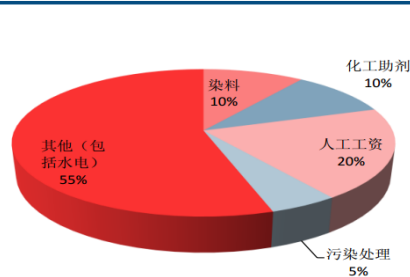
原料没涨，但成本迟早要涨。油价一直涨，会传导至下游。染料涨价部分因素是成本推动型，主要看行业地位，如果地位好就可以转嫁这个价格压力，小厂就没有转嫁能力。

图17：纺织服装、服饰业库存情况



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图18：印染成本构成

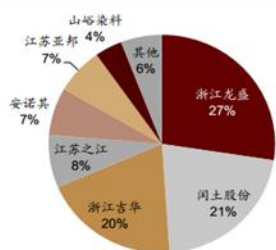


#### 1.3.2 行业集中度高

分散染料前五占 83%，浙江龙盛占 27%、闰土股份占 21%，浙江吉化占 20%，江苏之江占 8%，安诺其 7%。

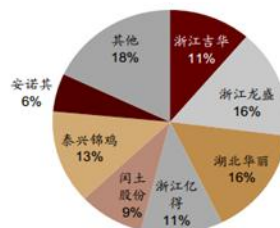
活性染料前五占 76%，其中浙江龙盛占 16%，湖北华丽占 16%，泰兴锦鸡占 13%，浙江亿得占 11%，浙江吉华占 11%。

图表 7: 中国分散染料产能分布



资料来源: 卓创资讯, 中国染料工业协会, 中金公司研究部

图表 8: 中国活性染料产能分布



资料来源: 卓创资讯, 中国染料工业协会, 中金公司研究部

分散染料生产企业	15 年产量 (吨)	产能 (万吨)	活性染料生产企业	15 年产量 (吨)	产能 (万吨)
浙江龙盛	111082	14	浙江吉华	17862	5
闰土股份	137165	11	浙江龙盛	46911	7
浙江吉化	86327	10	湖北华丽	31295	7
江苏之江	40410	4	浙江亿得	10322	5
安诺其	27000	3.6	闰土股份	40633	4
江苏亚邦	22869	3.5	泰兴锦鸡	46495	6
山峪染料	15615	2	安诺其	14700	2.45
其他	33634.7	3	其他	54778	8
全国	447102.7	48	全国	262996	43

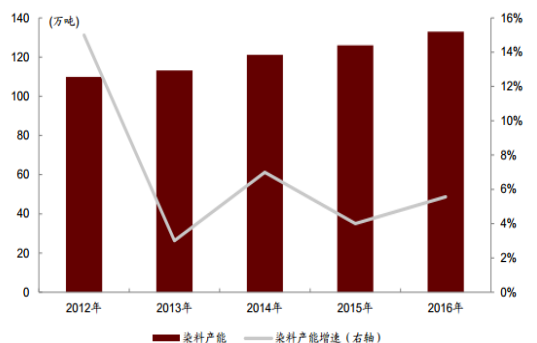
#### 1.4 行业发展现状

##### 1.4.1 处于历史地位, 尚需补库存

染料全行业产成品库存处于历史低位, 中小厂基本无库存。下游印染行业库存处于历史低位, 正常情况至少要有 7-8 万吨的库存, 现在只补了 1 万吨的库存。油价一直涨, 会传导至下游, 预计中间体 2017 年也会涨价。16 年产能增加 6%, 产量和开工率持续提高。

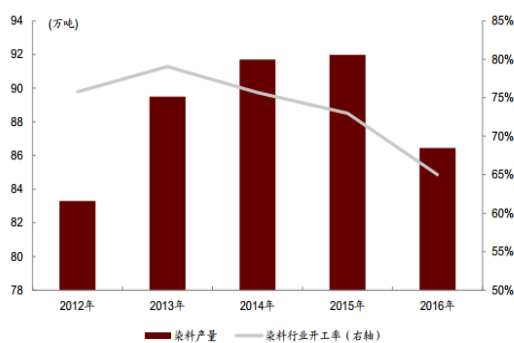
2016 年 11 月分散染料库存有 5 万吨, 还是很多的。17 年的出货量预计回到 15 年水平没问题, 16 年下降的那部分库存会今年补上去。库存补了点但还是没有回到正常水平, 库存还要继续补。

图表 4: 2012~2016 年我国染料行业产能



资料来源: 卓创资讯, 中金公司研究部

图表 5: 2012~2016 年我国染料行业产量与开工率



资料来源: 卓创资讯, 中金公司研究部

##### 1.4.2 节后需求回升, 短期价格上涨

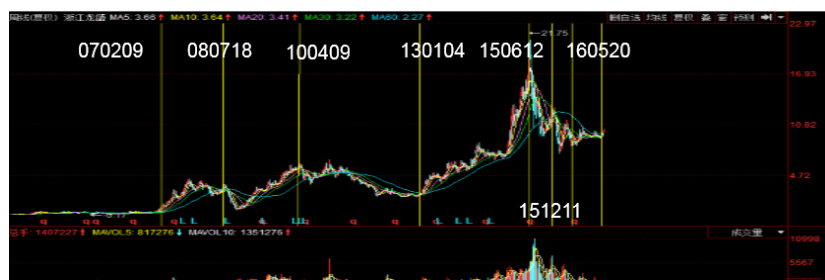
最高价在 15 年 6 月出现，8 月崩盘，15 年底全盘崩溃。2016 年行业经过去库存，工厂、经销商库存普遍不高，行业逐步到了消费旺季，订单较多。染料价格呈现春节后季节性上涨的普遍现象，2 月 5 日主流分散染料品种价格上涨 3000 元至 2.6 万元/吨，为近半年来的首次大幅提价。目前染料价格仍处于历史中枢低位 (预计春节后随着终端纺织与印染需求的回升，染料旺季来临价格有望持续上涨)。从需求端看，3~5 月和 8~10 月印染行业旺季即将来临，下游需求逐渐复苏。

### 1.5 市场行情回顾

以浙江龙盛为例，研究染料价格与股价(周 K)的关系。分散染料行业与下游印染行业关联度非常高，主要取决于纺织服装行业的景气度。排除 08 年经济危机，染料行业的周期为 4 年左右。

2008 年，下游印染行业开工率一度下降至 3 成，染料产品价格快速下跌；2010 年 1-2 月，印染布产量同比增长 20.9%，染料产量增长 45.4%。收益于技术的进步；2013 年，与闰土的竞争加剧(主要是专利)，压价策略导致毛利率下降。2015 年 6 月染料价格暴涨之后走向高峰。2015 年 12 月染料价格跌到 1.8 万元/吨，已经到了历史低位。

按照染料 4 年周期，2019 年大概率染料价格将再次上涨，2018 年下半年大概率是染料绝佳布局机会，需要关注纺织服装行业的需求。

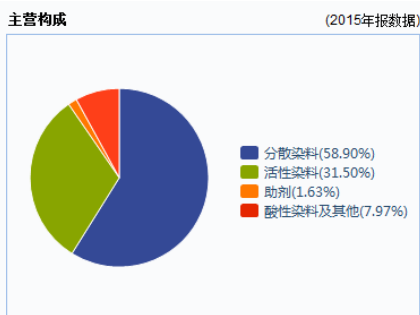


## 2. 安诺其公司研究

### 2.1 公司业务

安诺其公司的业务包括分散染料(58.90%)，活性染料(31.50%)，助剂(1.63%)，酸性染料及其他(7.97%)。

	2015	2014	2013	2012
<b>营业收入(万元)</b>	<b>68,995</b>	<b>74,636</b>	<b>50,674</b>	<b>26,245</b>
产品	68,605	74,241	49,691	26,235
分散染料	40,406	40,260	27,802	14,704
活性染料	21,609	28,063	14,846	4,966
助剂	1,119	3,080	5,040	5,360
酸性染料及其他	5,470	2,837	2,003	1,205
<b>毛利率(%)</b>	<b>32.50</b>	<b>33.98</b>	<b>30.60</b>	<b>30.49</b>
分散染料	36.77	39.81	34.84	26.16
活性染料	23.56	24.93	23.35	34.92
助剂	44.63	38.17	29.85	35.52
酸性染料及其他	35.74	40.17	37.51	42.90
净利率(%)	8.89	14.07	9.56	8.78
净利润	6,134	10,501	4,844	2,304



## 2.2 产能情况

(1) 烟台精细化工（控股 100%）：投资 5 亿元，建设 3 万吨中间体项目。

目前有 4 个车间投产，分散染料中间体，活性染料中间体对位酯，预计 2018 年全部投产，实现原料完全自给。

(2) 烟台安诺其（100%）：分散染料年产 6000 吨

(3) 东营安诺其（100%）：原有 5000 吨分散染料产能，扩建 2.5 万吨竣工验收，正式投产，合计年产 3 万吨。

烟台+东营：分散染料合计 3.6 万吨，为大概数字，取决于产品，可以灵活调整。有些设备还在调整，实际上每个月产量达不到开 3000 吨。需要 2-3 年消化掉。

(4) 江苏安诺其（100%）：活性染料产能为年产 1.83 万吨，实际可生产 2 万吨。现在每月产量 1000 吨。技改扩产了 1.38 万吨/年。

子公司	分散染料产能 (万吨)	活性染料产能 (万吨)	中间体产能 (万吨)
烟台精细化工（100%）			3
烟台安诺其（100%）	0.6		
东营安诺其（100%）	3		
江苏安诺其（100%）		1.83	
合计	3.6	1.83	3

目前分散染料产能利用率为 56%，活性染料产能利用率为 41%，中间体预计 18 年达产。

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>产能(万吨)</b>						
分散染料(万吨)			3.6	3.6	3.6	3.6
活性染料(万吨)			2.45	2.45	2.45	2.45
<b>产量(万吨)</b>						
分散染料(万吨)	1.32	1.75	2.03	2	2.6	3.12
活性染料(万吨)				1	1	1.2
中间体(万吨)						3

### 2.3 夯实现有业务，力求多元发展

在染料行业中处于中等水平，正在积极寻求业务多元化。

### 2.4 盈利预测

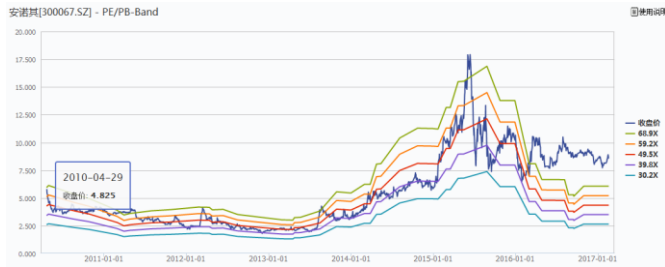
#### 2.4.1 基本假设

业务	2016E	2017E	2018E
<b>分散染料</b>			
产量(万吨)	2	2.6	3.12
价格(万/吨)	2.6	3	4
收入(亿)	5.2	7.8	12.48
净利率	10	10	10
净利润	0.52	0.78	1.25
<b>活性染料</b>			
产量	1	1	1.2
价格	2.3	2.5	3
收入	2.3	2.5	3.6
净利率	10	10	10
净利润	0.23	0.25	0.36
<b>中间体</b>			
产量			1.5
价格			3
收入			4.5
净利率			10
净利润			0.45
合计营收	7.5	10.3	20.58
合计净利润	0.75	1.03	2.06

#### 2.4.2 盈利预测与估值

参考染料和印染行业的估值，以及历史 PE 情况，给予安诺其 17 年 35 倍估值，考虑到双主业布局，给予公司 40 倍 PE，对应的股价为 7.6。

PE	2015A	2016E	2017E	2018E
染料				
浙江龙盛	13	14	11	9
闰土股份	13	14	17	12
海翔药业	36	22	16	12
亚邦股份	19	13	11	10
印染				
航民股份	16	13	11	10
美欣达	154	20		
众和股份		34	18	11



对应 17 年的 EPS 0.19，得到 17 年的股价为 7.6 (安全边际)。

	2015A	2016E	2017E	2018E	17年PE	当前股价
营业收入 (百万)	689.95	828.36	1030.00	2058.00	35.00	8.67
营收增速	-7.56	0.20	0.24	1.00		
净利率%	8.89	10.00	10.00	10.00		
净利润 (百万)	61.36	82.84	103.00	206.00		
净利润增速	-41.58	0.35	0.24	1.00		
总股本	526.84	543.25	543.25	543.25		
EPS	0.12	0.15	0.19	0.38		
PE	74.44	56.86	45.73	22.86		
预测股价 (安全边际)			6.64			

根据股权激励业绩考核目标，以 2015 年净利润为基数，公司 2017 年净利润增长率不低于 40%。得到 2017 年考核净利润为 8590 万元，对应 35 倍 PE，安全边际 5.6 元。

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	以 2015 年净利润为基数，公司 2016 年净利润增长率不低于 20%；
第二个解锁期	以 2015 年净利润为基数，公司 2017 年净利润增长率不低于 40%；
第三个解锁期	以 2015 年净利润为基数，公司 2018 年净利润增长率不低于 60%。

### 3. 结论

- 染料行业与纺织服装行业的景气度息息相关，染料行业的周期大概为 4 年，2015 年 6 月见顶，大概率 2019 年染料价格会走强。2018 年可以重点关注；
- 染料行业集中度高，浙江龙盛是行业龙头，具有绝对议价能力；
- 安诺其安全边际 7.6，在染料行业中处于中等水平，正在积极寻求业务多元化，三季度可以择机考虑。