

投资评级

中性

首次
覆盖

锦鸡股份：国内专业染料生产商

发行价格及数量

发行价格	5.53 元
网下发行数量	417.80 万股
网上发行数量	3760.20 万股

股本结构

总股本 (百万股)	417.75
流通 A 股 (百万股)	41.78
B 股/H 股 (百万股)	0/0

投资要点:

- 国内专业活性染料生产商。**江苏锦鸡实业主要从事染料的研究、生产与销售，主要产品为活性染料，用于纺织品的染色和印花。公司主要盈利来源是两个子公司，锦云染料主要负责公司活性染料研发、生产及销售，锦汇化工主要负责染料中间体及后续投产的分散染料的研究、生产和销售。2016-2018 年，公司营业收入分别为 10.01 亿元、10.68 亿元、12.02 亿元，收入规模持续增长；归母净利润分别为 1.16 亿元、1.09 亿元、1.04 亿元，销售毛利率分别为 26.23%、23.16%、20.88%，盈利能力略有下滑。
- 上游原料波动较大，下游纺织、印染行业转型升级。**公司生产活性染料所用的主要原材料为 H 酸、对位酯等中间体，受环保因素影响，上游原材料价格波动较大。活性染料下游主要应用于植物纤维（棉、麻）、动物纤维（毛、丝）和再生纤维素纤维（粘胶纤维、醋酯纤维）等领域。2010-2018 年，粘胶短纤产能不断扩张，产能年均增速约为 10.9%，另一主要应用领域棉布产量总体保持平稳增长。
- 活性染料占据优势地位，盈利能力稳定。**活性染料为公司主要盈利来源，2016-2018 年，公司主营业务收入分别为 9.93 亿元、10.59 亿元和 12.00 亿元，占营业收入比重分别为 99.21%、99.17%和 99.80%，近两年公司主营业务收入增长主要得益于产品销售价格持续上升，但考虑到原材料价格上涨，带动产品销售价格和销售成本同时上涨，公司盈利能力相对稳定。
- 募投项目注入新动力。**公司计划募集资金净额 18485.47 万元，投资于年产 3 万吨高档商品活性染料建设项目，投资总额 51194.09 万元，扩大低碱 LA 系列、JSE 系列和喷墨印花 PJ 系列、活性艳蓝 19#、CN 系列等高档活性染料产能。公司预计项目达产后每年新增销售收入 100759.11 万元，新增净利润 16307.62 万元，为公司带来新的增长潜力。
- 盈利预测。**我们预计 2019-2021 年，公司归母净利润分别为 1.22 亿元、1.37 亿元和 1.72 亿元，对应 EPS 为 0.29 元、0.33 元和 0.41 元，我们给予公司 19 年 16-20 倍 PE，对应合理价值区间为 4.64-5.80 元，首次覆盖给予中性评级。
- 风险提示。**原材料价格波动风险；募投项目进展低于预期；国际贸易摩擦。

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1068	1202	1238	1399	1828
(+/-)YoY(%)	6.7%	12.6%	2.9%	13.1%	30.6%
净利润(百万元)	109	104	122	137	172
(+/-)YoY(%)	-5.9%	-4.7%	16.8%	12.3%	25.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.26	0.25	0.29	0.33	0.41
毛利率(%)	23.2%	20.9%	22.0%	21.8%	21.4%
净资产收益率(%)	12.9%	11.2%	9.7%	9.8%	11.0%

注：2017 年、2018 年每股经营性现金流、每股收益，按 IPO 后的总股本摊薄计算。

资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

目 录

1. 锦鸡实业：国内专业活性染料生产商	5
2. 染料行业解析	6
3. 上游原料波动较大，下游纺织、印染行业转型升级	9
4. 活性染料占据优势地位，盈利能力稳定	11
5. 盈利预测与估值区间	13
6. 风险提示	13
财务报表分析和预测	14

图目录

图 1	公司主要产品	5
图 2	2014-2018 年公司收入及归母净利润变化	5
图 3	2014-2018 年公司销售毛利率 (%)	5
图 4	发行后公司股权结构图	6
图 5	中国染料产量构成比例	6
图 6	2006-2018 中国染料产量及增速	7
图 7	2018 年中国染料出口结构	8
图 8	2018 年中国染料出口前十的国家及地区 (万吨)	8
图 9	2010-2018 年中国染料进出口情况 (万吨)	8
图 10	2013-2018 年我国活性染料产能产量及增长率变化	8
图 11	2013-2018 年我国活性染料进出口情况	8
图 12	2017 年国内染料总产量企业占比	9
图 13	活性染料产业链结构	9
图 14	2009-2018 年棉布产量及增速	10
图 15	2009-2018 年粘胶短纤产能、产量及增速	10
图 16	2009-2018 年服装及衣着附件出口金额及增速	10
图 17	2009-2018 年纺织纱线、织物及制品出口金额及增速	10
图 18	2016-2018 年锦云染料营业收入、净利润及增速	10
图 19	2016-2018 年锦江化工营业收入、净利润及增速	10
图 20	2014-2018 年公司主营业务收入、毛利情况	11
图 21	2016-2018 年公司营收构成 (万元)	11
图 22	2016-2018 年公司主营业务毛利及毛利率	12
图 23	2016-2018 年对位酯、H 酸价格变化 (万元/吨)	12
图 24	2016-2018 年材料成本、能源动力成本及其增速	12

表目录

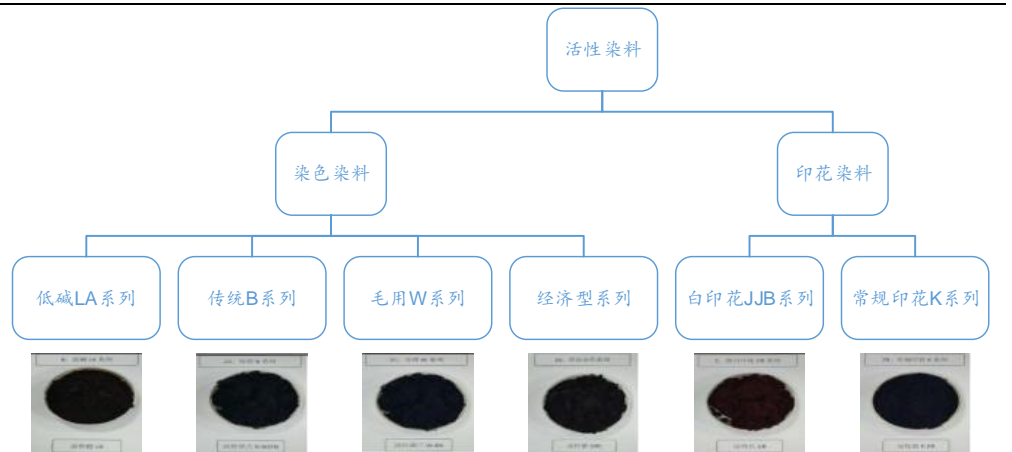
表 1	染料类别及应用领域.....	7
表 2	染料细分领域参与竞争企业情况.....	9
表 3	锦鸡股份及其子公司主要业务数据.....	11
表 4	2016-2018 年公司活性染料产能、产量、销量情况.....	11
表 5	2016-2018 年公司活性染料销售情况.....	12
表 6	公司主要产品盈利预测.....	13
表 7	可比公司估值表.....	13

1. 锦鸡股份：国内专业活性染料生产商

锦鸡股份成立于1999年，公司主要从事染料的研究、生产与销售，主要产品为活性染料，包括染色用活性染料和印花用活性染料。公司用于染色的活性染料主要包括低碱LA系列、传统B系列、毛用W系列、经济型系列等21种系列产品，用于印花的活性染料主要包括拔白印花JJB系列、常规印花K系列等7种系列产品。根据中国染料工业协会统计数据显示，公司是国内前五大染料生产企业、在活性染料行业排名第二，活性染料产能4.5万吨，募投项目用于子公司锦云染料扩产3万吨活性染料，同时子公司锦汇化工拟建3万吨分散染料。

公司是我国活性染料产品系列和品种种类较全面的专业染料生产商。根据中国染料工业协会统计数据显示，2017年我国活性染料产量为30.74万吨，在所有染料品种中居于第二位。活性染料以其色谱齐全、色泽鲜艳、染色牢度优异、应用广泛等优势，目前已经成为纺织业的常用染料之一。公司拥有活性染料产品达28个系列424个品种，已经成为我国活性染料产品系列和品种种类较全面的专业染料生产商。

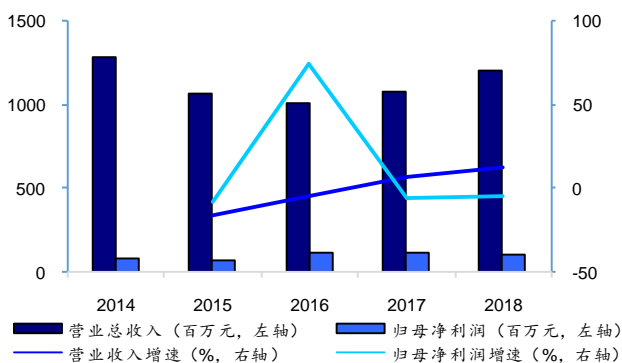
图1 公司主要产品



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

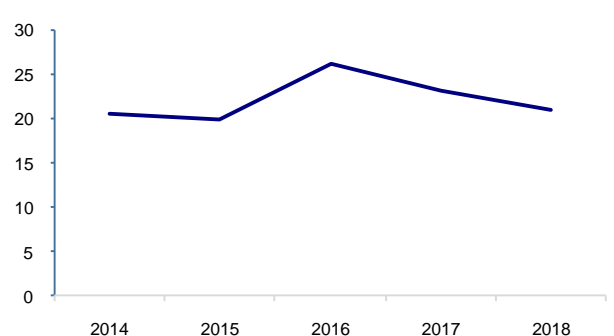
营收规模稳步增长，毛利率略有下滑。2016-2018年，公司营业收入分别为10.01亿元、10.68亿元、12.02亿元，同比增长-5.58%、6.70%、12.56%。营收规模呈稳定增长趋势，主要原因包括两个方面，一是市场需求保持良好态势，产品销售量持续增长；二是受主要中间体H酸和对位酯价格波动影响，染料销售价格逐年上涨。2016-2018年，公司归母净利润分别为1.16亿元、1.09亿元、1.04亿元，同比增长73.86%、-5.91%、-4.72%。销售毛利率分别为26.23%、23.16%、20.88%，毛利率略有下滑，主要受原材料价格上升影响。

图2 2014-2018年公司收入及归母净利润变化



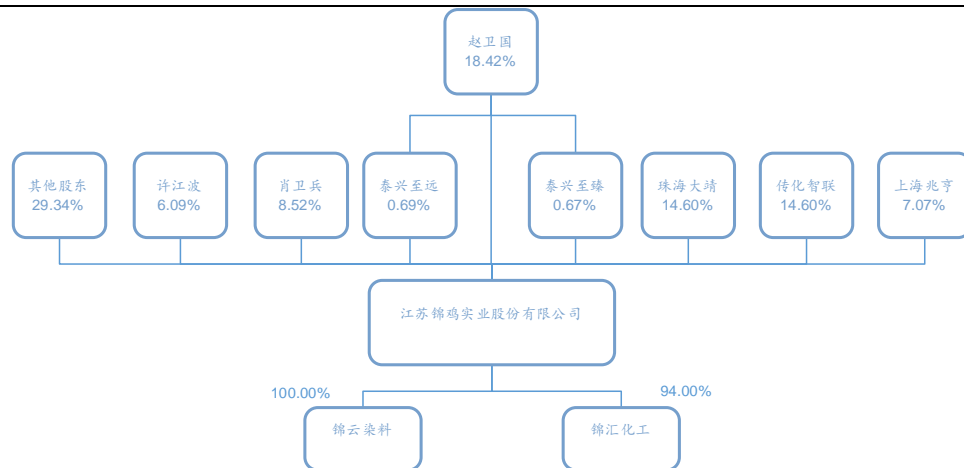
资料来源：WIND，海通证券研究所

图3 2014-2018年公司销售毛利率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

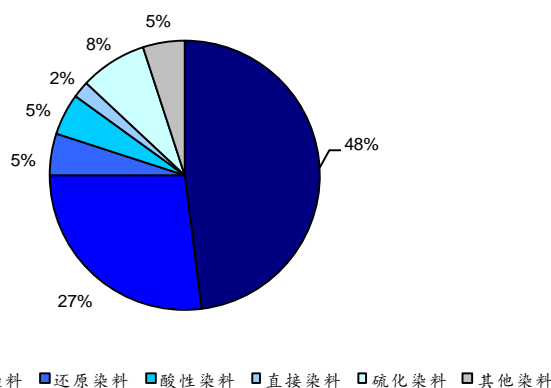
控股股东为赵卫国。发行前赵卫国为控股股东，直接持有 20.47% 的股份，并通过泰兴至远、泰兴至臻间接持有 1.51% 的股份。肖卫兵等 23 位自然人股东合计直接持有 28.21% 的股权，且与赵卫国为一致行动股东。新股发行后，前三大股东分别为赵卫国、珠海大靖和传化智联，持股比例分别为 18.42%、14.60%、14.60%，同时，赵卫国通过泰兴至远、泰兴至臻间接持有 1.36% 的股份。公司为控股型公司，拥有锦云染料一家全资子公司和锦汇化工一家控股子公司，公司对锦汇化工的出资比例为 94%。

图4 发行后公司股权结构图


资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

2. 染料行业解析

分散和活性染料占比最大。染料是指能将纤维和其他材料着色的物质，主要应用于各种纺织纤维的着色，同时广泛应用于塑料、橡胶、食品、皮革、造纸、涂料、油墨等领域，染料的最大用户是纺织印染行业，其用量占染料产量的 90%。依据染料本身的性能、应用方法和应用对象，可将染料主要分为分散染料、活性染料、酸性染料、直接染料、还原染料、硫化染料等，在众多染料产品中，市场应用最多的是分散染料和活性染料，上述两类染料产量约占染料总产量的 75%。

图5 中国染料产量构成比例


资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

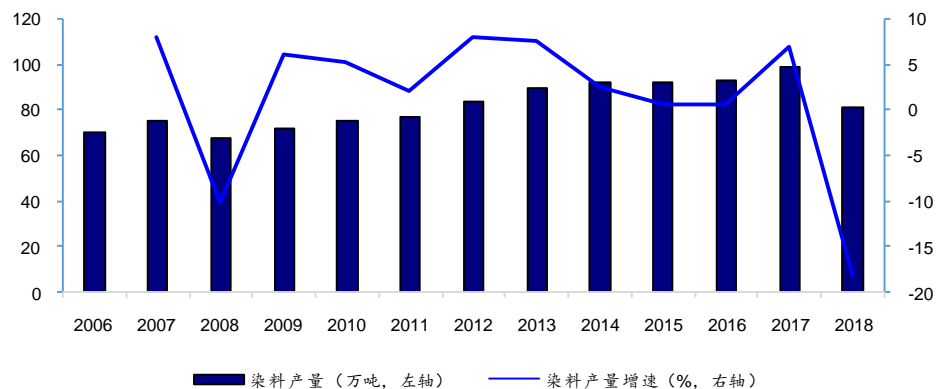
表 1 染料类别及应用领域

染料	应用领域
活性染料	主要应用于天然纤维中的动、植物纤维, 包括棉、麻、蚕丝; 化学纤维中的黏胶纤维、醋酯纤维
分散染料	主要应用于合成纤维包括涤纶、锦纶、腈纶、丙纶、氯纶等
酸性染料	主要应用于动物纤维中羊毛、蚕丝, 以及棉纶、皮革、纸张等
直接染料	主要应用于动物纤维中羊毛、蚕丝, 以及棉、麻、人造丝等
还原染料	主要应用于棉、涤棉混纺、维纶、丝绸等
硫化染料	主要应用于职务纤维棉、麻以及纱线、坯布等

资料来源: 招股说明书(申报稿), 海通证券研究所

染料产业从欧洲向亚洲转移, 中国成为全球最大染料生产国。目前我国已经成为了全球染料生产、出口和消费的第一大国, 2017 年中国染料年产量已达到 99.19 万吨, 约占全世界产量 70% 左右, 产能和需求都稳居世界第一位。发达国家企业已逐步退出基础的染料合成业务, 形成了主要依靠进口中国、印度两国的染料半成品来加工生产高附加值染料产品, 或直接采购两国 OEM 厂商的染料产品并贴牌销售的经营模式。

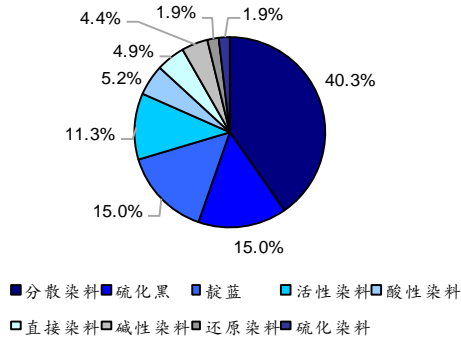
我国染料产业持续发展, 产量总体保持稳步上升态势, 2018 年有所回落。根据公司招股说明书援引中国染料工业协会的数据, 2006-2017 年, 我国染料产量从 69.9 万吨上升至 99.19 万吨, 保持稳步增长态势。根据《2018 年全国染颜料行业经济运行情况分析》中的数据, 2018 年我国染料产量 81.2 万吨, 同比下降 17.6%, 2018 年以来, 浙江及苏北地区经历了环保核查回头看考验, 部分企业出现停产自查, 供给大幅度下降, 导致 2018 年染料产量大幅下降, 产量最终未能突破 100 万吨。2018 年各类染料产量总体下降较多, 其中行业集中度远高于其他类染料的分散染料和活性染料在几大类染料中产量最大, 下降也最多。2018 年, 分散染料产量为 38 万吨, 同比下降 20.4%; 活性染料产量为 27 万吨, 同比下降 12.5%。

图6 2006-2018 中国染料产量及增速


资料来源: 招股说明书(申报稿)、《2018 年全国染颜料行业经济运行情况分析》, 海通证券研究所

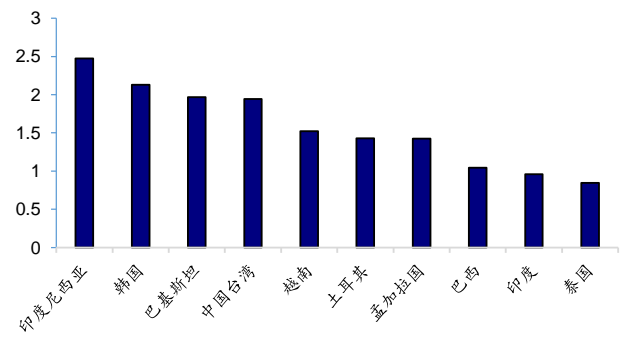
染料出口比例超过总产量的 1/4。从进出口情况来看, 我国出口的染料有分散染料、活性染料、酸性染料和直接染料等。目前, 我国染料出口主要集中在以韩国为主的东亚地区和印度尼西亚、土耳其、越南等国为主的东南亚地区, 对韩国的染料出口连续几年位于各国及地区之首, 2018 年印度尼西亚超越韩国跃居第一位。根据 wind 数据显示, 2018 年中国染料出口 22.12 万吨, 同比下降 14.89%, 主要是由于国内外市场基本趋于饱和状态、染料价格波动、东南亚地区国家活性染料及相关中间体产能扩张带来的冲击; 2018 年中国染料进口 4.83 万吨, 同比增长 21.49%。

图7 2018年中国染料出口结构



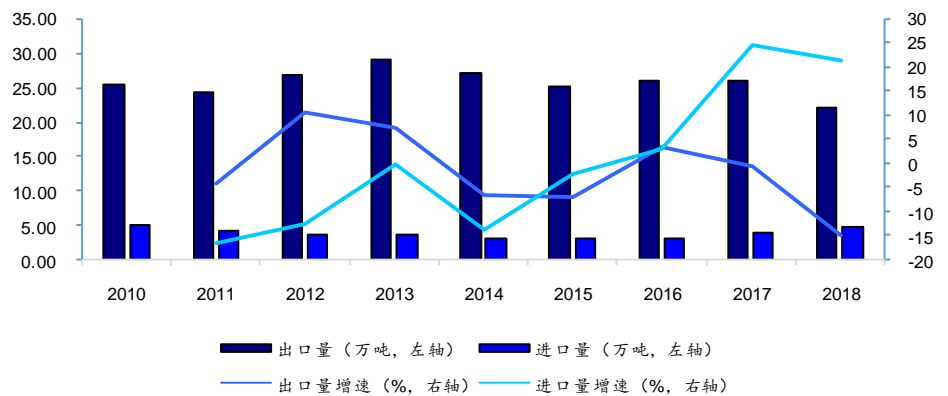
资料来源:《2018年全国染料行业经济运行情况分析》,海通证券研究所

图8 2018年中国染料出口前十的国家及地区(万吨)



资料来源:《2018年全国染料行业经济运行情况分析》,海通证券研究所

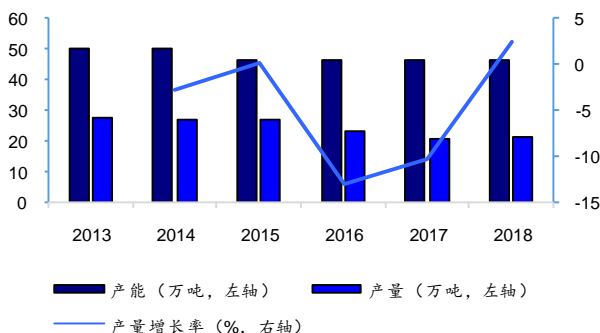
图9 2010-2018年中国染料进出口情况(万吨)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

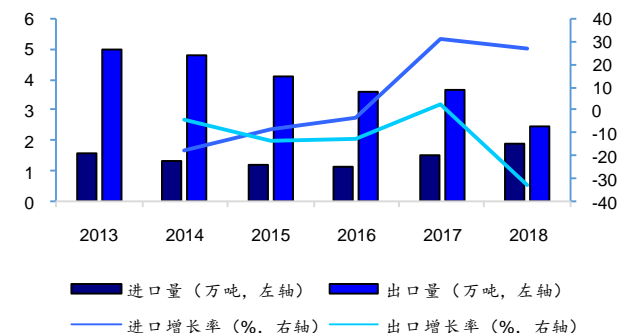
活性染料产量在所有染料品种中居于第二位。2013-2018年,活性染料产量大体上有所下降,主要受原材料价格大涨、环保政策等因素影响。2013-2018年,活性染料出口量随产量的下降而下降。随着国内活性染料生产企业技术水平提高,活性染料进口量略有下降,2018年国内市场需求保持增长,受环保不断升级影响,企业开工率不足,供不足需,导致活性染料进口增长。

图10 2013-2018年我国活性染料产能产量及增长率变化



资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

图11 2013-2018年我国活性染料进出口情况



资料来源:卓创资讯,海通证券研究所

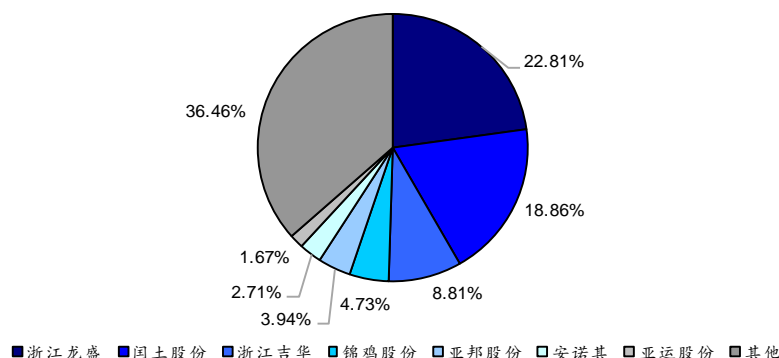
市场竞争格局。从全球范围来看,染料生产企业主要集中在中国和印度。基础染料产品在国际上主要是中国染料企业和印度染料企业之间的竞争,发达国家企业已逐步退出基础染料合成业务。分散染料市场集中度高,呈现寡头竞争的局面,相对于分散染料,活性染料行业集中度较低,竞争较为激烈,行业毛利率低于分散染料。近年随着环保标

准的提高,国内染料行业正在结构调整,中小染料企业由于环保处理能力不够导致停产、倒闭,规模以上染料生产企业从 500 多家下降到 300 多家,行业集中程度逐渐提高。

表 2 染料细分领域参与竞争企业情况

染料细分领域	代表企业
分散染料	闰土股份、浙江龙盛、亚邦股份、吉华集团、安诺其
活性染料	江苏锦鸡、闰土股份、浙江龙盛、安诺其、吉华集团
还原染料	徐州开达、亚邦股份
酸性染料	金华双宏、青岛双桃
阳离子染料	盐城东吴、闰土股份

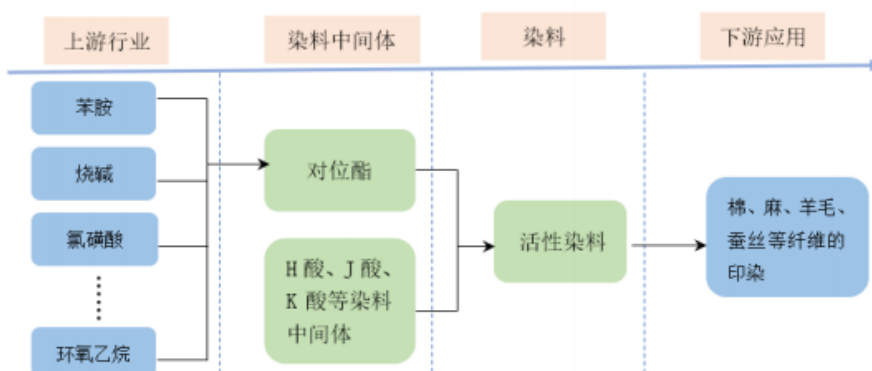
资料来源:招股说明书(申报稿),海通证券研究所

图12 2017 年国内染料总产量企业占比


资料来源:招股说明书(申报稿),海通证券研究所

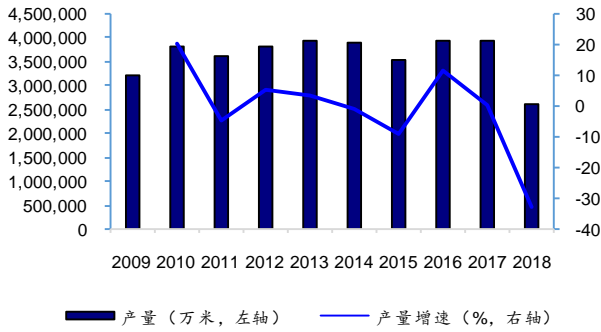
3. 上游原料波动较大,下游纺织、印染行业转型升级

公司生产活性染料所用的主要原材料为 H 酸、对位酯等染料中间体,其中, H 酸及对位酯占原材料成本比例在 60%以上。下游主要应用于植物纤维(棉、麻)、动物纤维(毛、丝)和再生纤维素纤维(粘胶纤维、醋酯纤维)等领域。我国作为世界上最大的纺织品生产国和出口国,棉布和粘胶短纤的大量投产和出口保证了活性染料的需求。

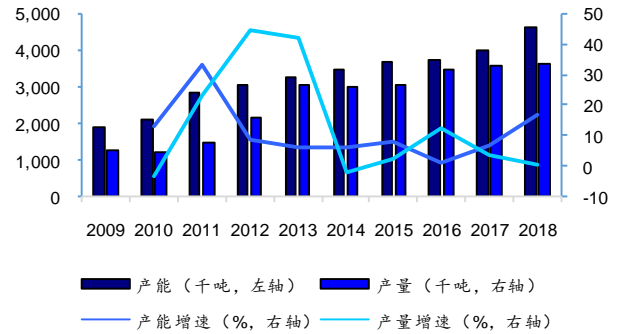
图13 活性染料产业链结构


资料来源:招股说明书(申报稿),海通证券研究所

2009-2018 年,活性染料下游主要染色品种粘胶短纤的产能和产量均处于持续增长态势,2011 年行业扩产约 74 万吨,产量高速增长,2012 年和 2013 年的产量增速分别为 44.6%和 42.23%。2018 年行业再度扩能,2010-2018 年,粘胶短纤行业产能年均增速约为 10.9%。而另一主要应用领域棉布产量总体保持平稳增长,2018 年产量下降较为明显,主要受环保因素的影响。

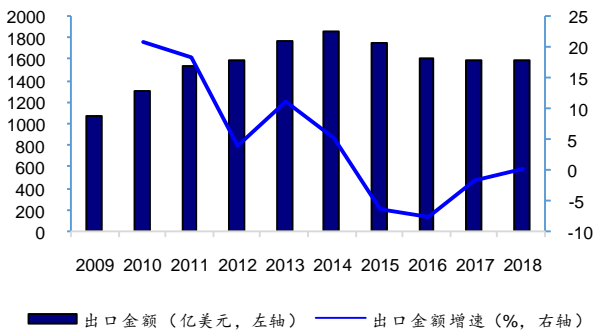
图14 2009-2018年棉布产量及增速


资料来源: WIND, 海通证券研究所

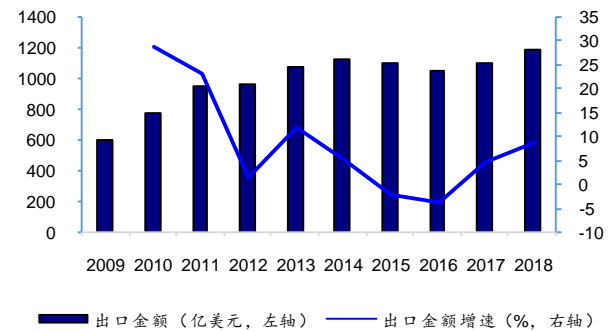
图15 2009-2018年粘胶短纤产能、产量及增速


资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

受贸易摩擦影响, 国内纺织服装出口额略有回落。2014-2018年, 国内服装及衣着附件出口额整体呈下降趋势, 纺织纱线出口额保持相对平稳上升趋势。受中美贸易摩擦升级的影响, 2019年纺织服装业出口形势出现回落。截至2019年9月, 纺织纱线、织物及制品出口额同比下降0.1%, 服装及衣着附件出口额同比下降4.8%。

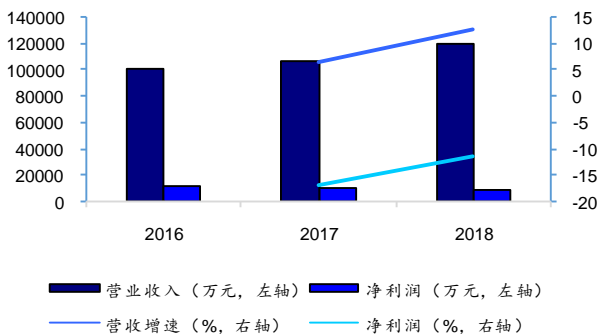
图16 2009-2018年服装及衣着附件出口金额及增速


资料来源: WIND, 海通证券研究所

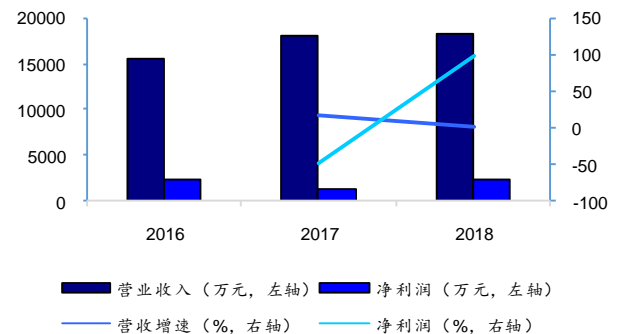
图17 2009-2018年纺织纱线、织物及制品出口金额及增速


资料来源: WIND, 海通证券研究所

公司为控股型公司, 利润来源于两个主要子公司。公司业务主要由锦云染料、锦汇化工两家子公司承载, 其中锦云染料主要负责公司活性染料研发、生产及销售, 是公司利润主要来源, 锦汇化工主要负责染料中间体的研发和生产, 以及后续投产的分散染料的研究、生产和销售, 其生产的对位酯全部销售给锦云染料作为活性染料生产原材料。

图18 2016-2018年锦云染料营业收入、净利润及增速


资料来源: 招股说明书 (申报稿), 海通证券研究所

图19 2016-2018年锦汇化工营业收入、净利润及增速


资料来源: 招股说明书 (申报稿), 海通证券研究所

公司收购锦汇化工, 延伸上游产业链, 完善业务布局。2015年公司收购锦汇化工54%的股权, 向上游延伸了产业链, 提升了主要原材料自给自主供货能力, 降低了因上游行业原材料供需及价格变化所带来负面影响的风险。此外, 锦汇化工研发了染料中间体的三氧化硫磺化、催化加氢清洁生产工艺, 可以用于多种染料中间体的生产, 相关染

料中间体产能扩张工程正在建设中，待完工后公司染料中间体对外依赖程度将大幅减少。

表 3 锦鸡股份及其子公司主要业务数据

主体	实际业务	主要业务数据
锦鸡股份	控股型公司，无实际业务	无
锦云染料	负责活性染料的研发、生产及销售	年产 4.5 万吨活性染料
锦汇化工	染料中间体的研发、生产及销售，报告期内主要产品为对位酯	年产 1 万吨对位酯、年产 0.5 万吨 H 酸

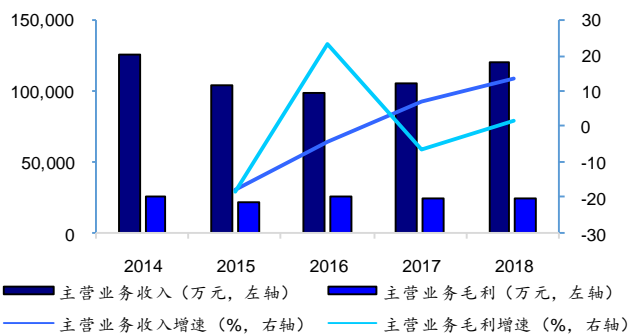
资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

收购前锦汇化工分散染料项目以及染料中间体项目已开工建设，分散染料及染料中间体在建项目建成投产后，锦汇化工将形成“分散染料+染料中间体”的业务格局，未来发展前景广阔，收购后将大幅提升公司原材料配套能力，完善公司业务布局。

4. 活性染料占据优势地位，盈利能力稳定

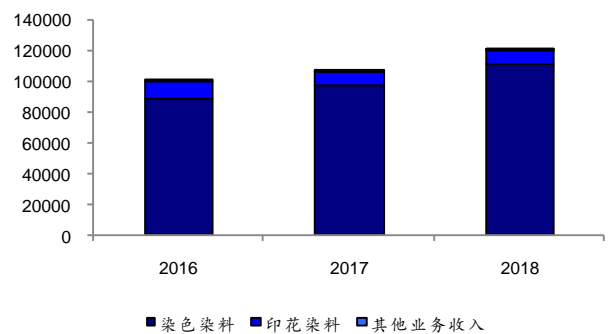
活性染料是公司主要盈利来源。2016-2018 年，公司主营业务收入分别为 9.93 亿元、10.59 亿元和 12.00 亿元，占营业收入比重分别为 99.21%、99.17%和 99.80%；2017-2018 年，公司主营业务收入同比增长率分别为 6.66%和 13.28%，主要得益于产品销售价格持续上升。按照活性染料用途区分，公司活性染料产品又可分为染色染料和印花染料，2016-2018 年染色染料占比保持在 90%左右，主要由于下游印染行业主要使用染色染料、市场需求量大所导致的。

图 20 2014-2018 年公司主营业务收入、毛利情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 21 2016-2018 年公司营收构成 (万元)



资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

活性染料销量保持稳中有增。公司活性染料产能利用率从 2016 年的 99.06%增长至 2018 年的 108.92%。近年来下游印染纺织行业发展稳中有增，同时公司积极开拓销售渠道，客户数量不断积累，使得公司活性染料销量亦保持增长态势。2016-2018 年，公司活性染料销量分别为 46737.64 吨、46851.52 吨和 47464.58 吨，2017 年和 2018 年销量同比增长 0.24%和 1.31%。

表 4 2016-2018 年公司活性染料产能、产量、销量情况

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
产能 (吨)	45000.00	45000.00	45000.00
产量 (吨)	44575.56	46929.76	49015.26
销量 (吨)	46737.64	46851.52	47464.58
产能利用率	99.06%	104.29%	108.92%
产销率	104.85%	99.83%	96.84%

资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

原料推动产品销售价格上升。公司采用成本加成的销售定价策略，上游原材料价格的波动进而影响了活性染料产品销售价格。公司产品主要原材料为 H 酸、对位酯、J 酸、K 酸和磺化吐氏酸，其中，H 酸和对位酯在公司产品成本中占比较高，二者合计占原材

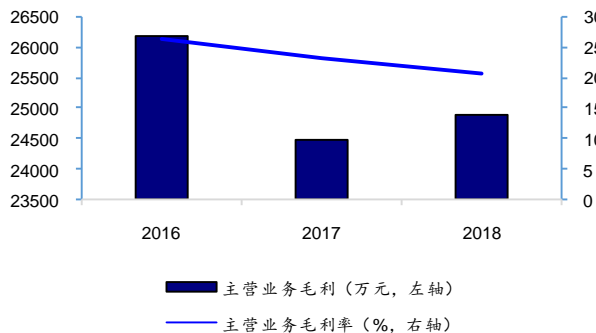
料成本比例为 61.70%-65.22%。2016-2017 年，H 酸价格保持相对平稳，但在 2018 年大幅上升，2016-2018 年，对位酯市场价格和自制成本一直处于上升趋势。2016-2018 年，公司活性染料销售单价分别为 21.25 元/千克、22.61 元/千克、25.28 元/千克，2017 年和 2018 年销售单价同比增长 6.39% 和 11.81%，公司产品销售价格变动趋势与主要原材料价格变动趋势基本保持一致。

表 5 2016-2018 年公司活性染料销售情况

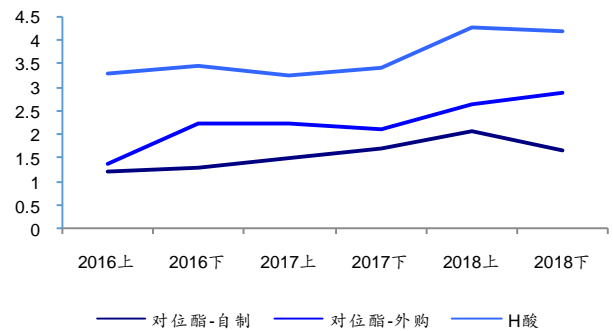
项目	2016 年	2017 年	2018 年
销售收入 (万元)	99313.84	105923.51	119986.71
销售成本 (万元)	73129.32	81448.45	95084.57
销售数量 (吨)	46737.64	46851.52	47464.58
平均销售单价 (元/千克)	21.25	22.61	25.28
平均销售成本 (元/千克)	15.65	17.38	20.03

资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

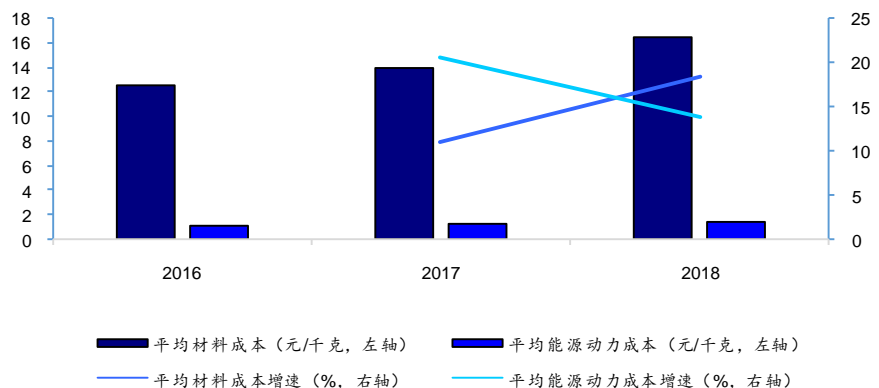
盈利能力略有下滑。2016-2018 年，公司产品销售成本上升主要是原材料成本及能源动力成本上升所致。2017 年和 2018 年，平均材料成本分别上升 11.11% 和 18.31%，平均能源动力成本分别上升 20.93% 和 13.84%。2016-2018 年，公司产品销售价格提高的幅度小于销售成本提高幅度，主要原因是：一方面，在销售价格端，受部分主要客户锁价合同的影响，公司产品销售价格调整滞后于原材料市场价格的变动；另一方面，在销售成本端，除受主要原材料市场价格上升影响外，公司对位酯自给率下降、持续的能源改造造成能源成本上升等因素的影响，使得产品销售成本上升明显，进而导致毛利率的下降。

图 22 2016-2018 年公司主营业务毛利及毛利率


资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

图 23 2016-2018 年对位酯、H 酸价格变化 (万元/吨)


资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

图 24 2016-2018 年材料成本、能源动力成本及其增速


资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

募投 3 万吨高档商品活性染料项目，巩固市场地位。公司计划募集资金净额

18485.47 万元，投资于 3 万吨高档商品活性染料建设项目，投资总额 51194.09 万元。该项目实施主体为公司全资子公司锦云染料，拟扩大或新增低碱 LA 系列、JSE 系列和喷墨印花 PJ 系列、活性艳蓝 19#、CN 系列等高档活性染料的产能。项目建设期为 2.5 年，完全达产后，公司每年将新增销售收入 100759.11 万元、净利润 16307.62 万元。通过募投项目建设，公司高档活性染料的产量会大幅增加，从而更好满足下游行业对高档活性染料的需求，全面提升公司竞争力和影响力。

5. 盈利预测与估值区间

我们预计 2019-2021 年，公司归母净利润分别为 1.22 亿元、1.37 亿元和 1.72 亿元，对应 EPS 为 0.29 元、0.33 元和 0.41 元，我们给予公司 19 年 16-20 倍 PE，对应合理价值区间为 4.64-5.80 元，首次覆盖给予中性评级。

盈利假设：

(1) 公司年产 3 万吨高档商品活性染料建设项目建设期为 2.5 年，我们预计该项目于 2021 年投产。子公司锦汇化工正在建设 3 万吨高档分散染料项目，我们预计该项目于 2020 年投产，投产后染料销量逐步增长。

(2) 我们预计染料价格将维持高位，毛利率保持稳定。

表 6 公司主要产品盈利预测

项目	2018	2019E	2020E	2021E
活性染料				
收入 (百万元)	1199.87	1234.55	1135.79	1303.69
成本 (百万元)	950.85	962.95	897.27	1042.95
毛利率 (%)	20.75	22.00	21.00	20.00
分散染料				
收入 (百万元)	0.00	0.00	260	520
成本 (百万元)	0.00	0.00	195	390
毛利率 (%)	0.00	0.00	25.00	25.00
其他				
收入 (百万元)	2.46	2.95	3.39	3.90
成本 (百万元)	0.38	2.06	2.37	2.73
毛利率 (%)	84.40	30.00	30.00	30.00
总计				
收入 (万元)	1202.33	1237.50	1399.18	1827.59
成本 (万元)	951.23	965.01	1094.64	1435.68

资料来源：招股说明书（申报稿），海通证券研究所

表 7 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600352.SH	浙江龙盛	13.23	1.26	1.65	1.81	10.50	8.02	7.31
300067.SZ	安诺其	4.10	0.19	0.25	0.30	21.58	16.40	13.67
平均值						16.04	12.21	10.49

注：收盘价为 2019 年 11 月 21 日价格
 资料来源：WIND，海通证券研究所

6. 风险提示

原材料价格波动风险；募投项目进展低于预期；国际贸易摩擦。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1202	1238	1399	1828
每股收益	0.25	0.29	0.33	0.41	营业成本	951	965	1095	1436
每股净资产	2.23	3.00	3.33	3.74	毛利率%	20.9%	22.0%	21.8%	21.4%
每股经营现金流	0.08	0.35	0.29	0.19	营业税金及附加	7	8	9	12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	40	40	45	59
P/E	22.12	19.07	16.76	13.49	营业费用率%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
P/B	2.48	1.84	1.66	1.48	管理费用	36	36	42	54
P/S	1.73	1.87	1.65	1.26	管理费用率%	3.0%	2.9%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	-0.55	-2.24	-1.84	-1.20	EBIT	123	143	157	199
股息率%	—	—	—	—	财务费用	0	-2	-6	-6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.3%
毛利率	20.9%	22.0%	21.8%	21.4%	资产减值损失	1	0	0	0
净利率	8.7%	9.8%	9.8%	9.4%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	11.2%	9.7%	9.8%	11.0%	营业利润	124	145	163	204
资产回报率	8.3%	7.7%	7.8%	8.4%	营业外收支	2	2	2	2
投资回报率	12.0%	13.5%	12.4%	13.0%	利润总额	125	147	165	206
盈利增长 (%)					EBITDA	146	170	189	242
营业收入增长率	12.6%	2.9%	13.1%	30.6%	所得税	20	23	26	33
EBIT 增长率	-7.1%	16.3%	10.0%	27.1%	有效所得税率%	15.7%	16.0%	15.9%	15.9%
净利润增长率	-4.7%	16.8%	12.3%	25.4%	少数股东损益	1	1	2	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	104	122	137	172
资产负债率	25.0%	20.0%	20.1%	22.6%					
流动比率	2.6	3.6	3.3	2.9	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.5	2.6	2.3	2.0	货币资金	80	380	347	291
现金比率	0.3	1.3	1.0	0.7	应收账款及应收票据	365	388	433	568
经营效率指标					存货	297	281	317	417
应收账款周转天数	110.5	114.3	113.1	113.5	其它流动资产	23	24	27	33
存货周转天数	104.4	106.4	105.7	105.9	流动资产合计	766	1073	1124	1309
总资产周转率	1.0	0.9	0.8	1.0	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	6.0	5.7	6.1	6.8	固定资产	214	219	239	299
					在建工程	176	186	286	316
					无形资产	76	83	88	93
					非流动资产合计	490	512	637	733
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	1256	1585	1762	2042
净利润	104	122	137	172	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	1	1	2	2	应付票据及应付账款	250	252	283	372
非现金支出	25	27	32	43	预收账款	13	11	13	17
非经营收益	1	-2	-2	-2	其它流动负债	36	38	43	56
营运资金变动	-99	-4	-46	-135	流动负债合计	298	301	339	446
经营活动现金流	32	144	122	80	长期借款	0	0	0	0
资产	-22	-47	-155	-136	其它长期负债	16	16	16	16
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	16	16	16	16
其他	0	0	0	0	负债总计	314	317	355	462
投资活动现金流	-22	-47	-155	-136	实收资本	376	418	418	418
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	930	1255	1392	1563
股权募资	0	203	0	0	少数股东权益	12	13	15	17
其他	-26	0	0	0	负债和所有者权益合计	1256	1585	1762	2042
融资活动现金流	-26	203	0	0					
现金净流量	-16	300	-33	-56					

资料来源: 招股说明书 (申报稿), 海通证券研究所

注: P/E、P/B、P/S 等估值指标依发行价计算

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,诺普信,茶花股份,联瑞新材,双一科技,利安隆,七彩化学,新洋丰,扬农化工,苏利股份,百傲化学,苏博特,浙江龙盛,雅本化学,万润股份,国光股份,中旗股份,鲁西化工,光华科技,利民股份,海利尔,黑猫股份,圣达生物,赛轮轮胎,安道麦 A,华峰氨纶,飞凯材料,先达股份,石大胜华

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjz11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许耀之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com