

国内环保型水性色浆领跑者

投资要点

- **色浆领域龙头企业，环保优势突出。**公司是国内色浆研发、生产和销售领域的领先企业，主要产品为环保型、超细化水性色浆，同时还为客户提供色彩整体解决方案。目前公司已经成为国内色浆行业的龙头企业，在建筑涂料色浆、乳胶漆色浆和造纸色浆等细分市场处于领先地位。公司生产色浆产品以水为介质，且不含 APEO 和甲醛，通过规模化和专业化生产，能够提高颜料使用率并减少废水排放；公司生产的纤维原液着色色浆改变了下游纺织行业的传统染色工艺，降低了整体能源和水资源的消耗，产品污染较小，环保优势明显。
- **下游需求强力支撑，色浆业务前景广阔。**建筑涂料色浆销售收入占公司全部收入的一半以上，房地产投资是建筑涂料发展的主要动力，近年来房地产投资及建筑涂料产量稳定增长，2006-2015 年复合增长率分别为 19.4%，带动公司业务向好。此外，随着公司产品质量和稳定性的提高，色浆的应用也向纺织纤维、乳胶等领域不断扩大，促进了色浆市场容量的增长。
- **技术优势+专业服务，推动业绩增长。**公司经过多年的技术和研发积累，已拥有 41 项专利技术，形成了颜料超细化技术、产品稳定生产控制技术、测配色一体化技术和清洁生产及循环使用技术等核心技术，其超细化及纳米级色浆在着色强度、颜色纯正度、鲜艳度及产品均一性和稳定性方面优势明显。公司开发的测配色软件及调色一体化系统，成功革新了传统的手工调色方式，实现了下游企业的自动配色和在线控制，为下游企业产品品质的提高和清洁化生产提供了保障。公司还配备了完善的售后服务体系，成立专业技术服务团队，定期对主要客户进行拜访，及时解决客户在使用中遇到的问题，了解客户不断变化的产品需求，打造良好品牌形象。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.97 元、1.15 元、1.87 元，对应动态 PE 分别为 132 倍、111 倍和 69 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；下游行业市场需求增速放缓的风险；募投项目推进及成效或不及预期的风险。

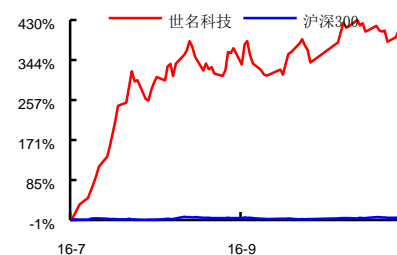
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	224.87	269.02	321.60	526.75
增长率	9.73%	19.63%	19.55%	63.79%
归属母公司净利润 (百万元)	55.29	64.51	76.95	124.37
增长率	23.83%	16.67%	19.30%	61.61%
每股收益 EPS (元)	0.83	0.97	1.15	1.87
净资产收益率 ROE	24.23%	11.42%	12.20%	16.75%
PE	154	132	111	69
PB	37.37	15.10	13.51	11.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn
 联系人: 张汪强
 电话: 021-68415687
 邮箱: zwwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.67
流通 A 股(亿股)	0.17
52 周内股价区间(元)	26.71-141.5
总市值(亿元)	86.74
总资产(亿元)	5.77
每股净资产(元)	8.15

相关研究

目 录

1 公司概况：国内色浆行业龙头企业.....	1
2 下游需求稳定增长，色浆业务前景广阔.....	3
2.1 下游行业稳中有升，推动公司业务向好	4
2.2 商品化色浆渗透率仍较低，市场替代空间大	6
3 环保产品迎合趋势，销售市场供不应求.....	7
4 核心技术与专业服务助力业绩增长.....	8
4.1 坚持自主研发，巩固技术优势	8
4.2 专业服务体系，稳定客户资源	9
5 内资替代正当时，迎来发展新机遇.....	10
6 盈利预测与投资建议	11
7 风险提示	12

图 目 录

图 1：公司产业链情况	1
图 2：2011 年以来公司营业收入及增速	1
图 3：2011 年以来公司净利润及增速	1
图 4：2016 年 H1 公司主营业务构成	2
图 5：2016 年 H1 公司毛利构成	2
图 6：公司毛利率、净利率保持稳定	2
图 7：公司三费率呈下降趋势	2
图 8：公司股权结构	3
图 9：颜料使用方式概览	4
图 10：我国房地产开发投资完成额情况	4
图 11：我国建筑涂料产量稳步增长	4
图 12：2006 年以来我国纸及纸板产量	5
图 13：2006 年以来我国乳胶进口数量	5
图 14：我国粘胶纤维产量稳定增长	6
图 15：公司水性色浆生产工艺	8
图 16：公司近三年产品产销稳步提升	8
图 17：公司研发投入占收入比较高	9
图 18：公司研发中心情况	9
图 19：我国色浆行业竞争格局	10

表 目 录

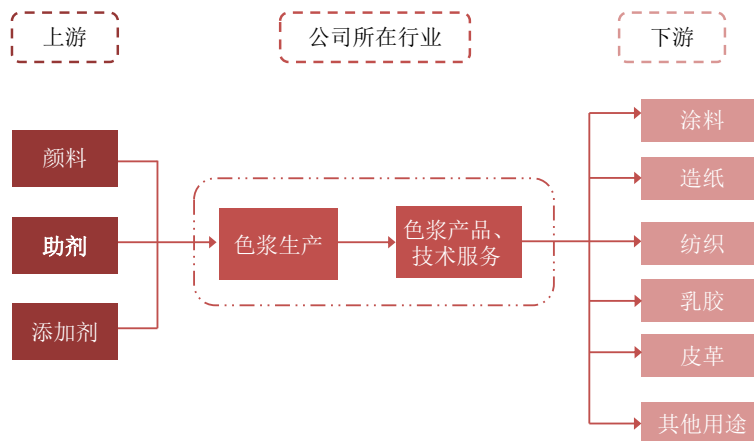
表 1：公司经销、直销具体情况	3
表 2：原液着色技术与传统纤维染色技术对比	5
表 3：商品色浆与自磨色浆对比	6
表 4：色浆行业相关环保法规梳理	7
表 5：公司核心技术	8
表 6：公司各类色浆市场占有率情况	11
表 7：分业务收入及毛利率	11
附表：财务预测与估值	13

1 公司概况：国内色浆行业龙头企业

公司是国内色浆研发、生产和销售领域的领先企业，主要产品为环保型、超细化水性色浆。目前公司已经成为国内色浆行业的龙头企业，产品广泛应用于涂料、纤维、胶乳等行业，在建筑涂料色浆、乳胶色浆和造纸色浆等细分市场处于领先地位。此外，作为国内少数几家具备提供全面色彩解决方案能力的企业，公司还能够为客户提供包括色浆、测配色软件、色卡及调色相关设备等在内的色彩整体解决方案。

目前公司拥有色浆产能 1.1 万吨，未来募投项目投产后，新增 2 万吨水性色浆产能及 4000 吨环保添加剂产能，实现产能的翻倍及现有生产线的扩张，助力公司实现“全球色彩服务提供商”的战略目标。

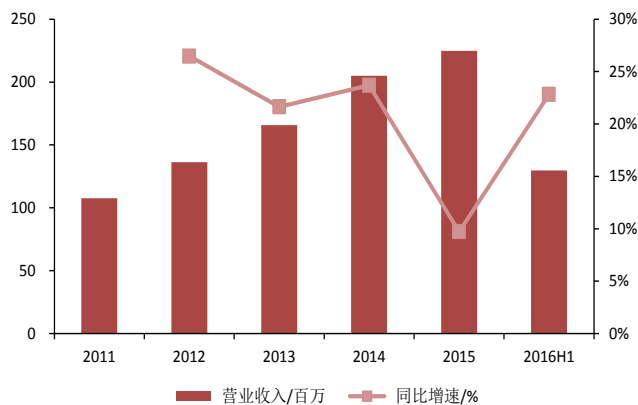
图 1：公司产业链情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

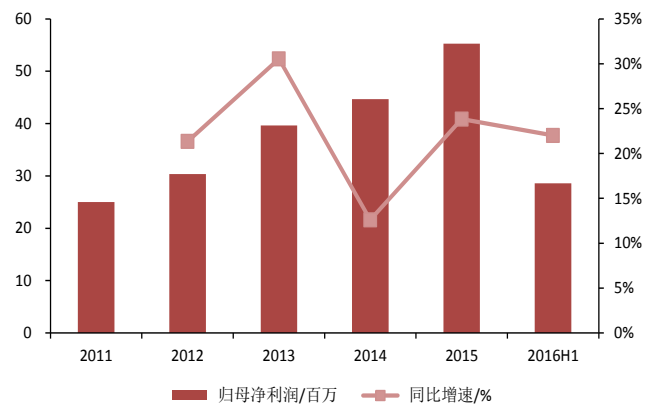
公司业绩状况：公司重视产品研发，在产品和服务方面优势突出，营业收入和净利润呈现出稳步增长的势头。2011-2015 年公司营业收入和净利润复合增长率分别为 20.2%、21.9%，处于快速发展阶段。2016 年前三季度，依托涂料、纤维、胶乳等行业的传统技术优势，公司进一步加强营销网络建设，营业收入和净利润分别实现了 24.3%、28.5% 的增长。

图 2：2011 年以来公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

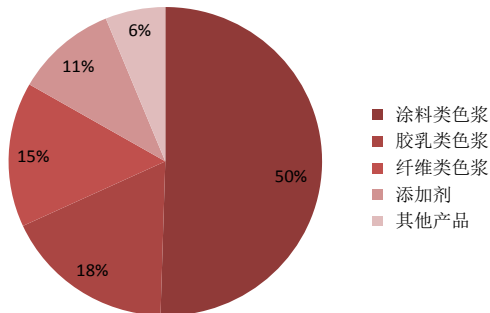
图 3：2011 年以来公司净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

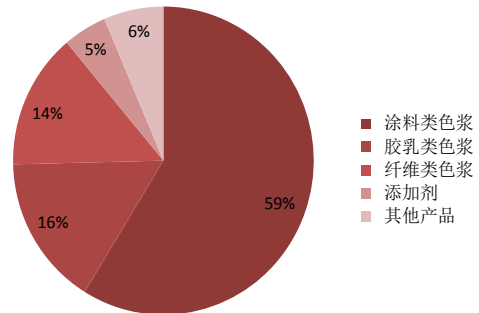
公司主营业务结构：2016 年上半年公司主要收入来自色浆类产品，其中涂料类色浆占比为 50%，其次为胶乳类色浆和纤维类色浆。毛利贡献结构与营收结构基本相同，涂料类色浆毛利贡献份额 59%，是目前公司最主要的利润来源。

图 4：2016 年 H1 公司主营业务构成



数据来源：Wind，西南证券整理

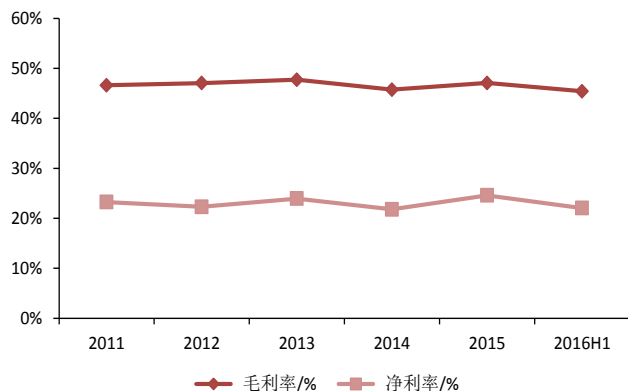
图 5：2016 年 H1 公司毛利构成



数据来源：Wind，西南证券整理

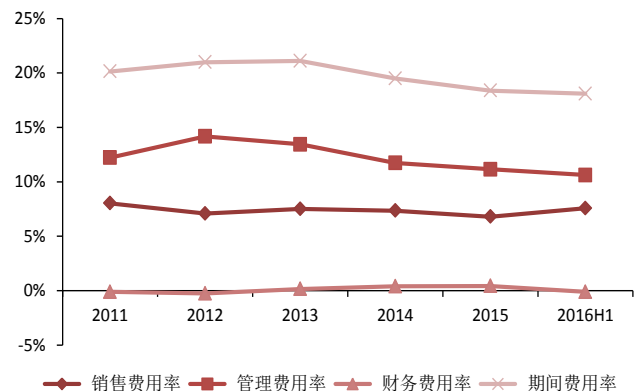
公司盈利水平较为稳定，产品综合毛利率维持在 47% 左右，体现出公司产品较高的竞争力和较强的盈利能力。此外，公司期间费用率呈下降趋势，表明公司在经营成本控制方面取得较好效果。

图 6：公司毛利率、净利率保持稳定



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司三费率呈下降趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

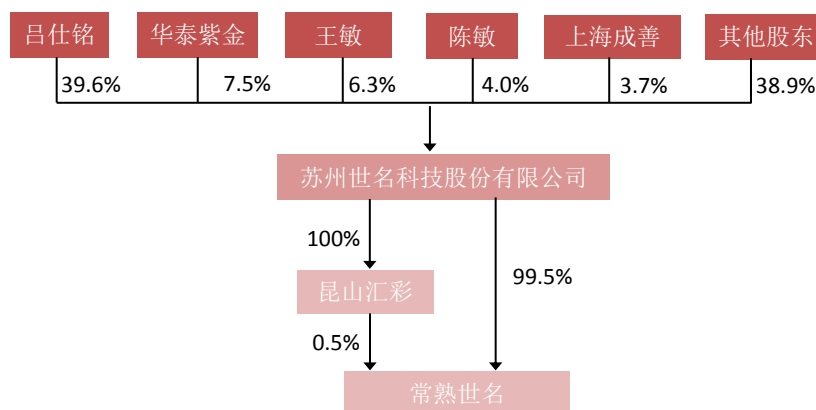
灵活销售模式：公司的产品销售有经销和直销两种模式，公司对建筑涂料用色浆产品采取经销为主的模式，截至 2015 年底公司已与 123 家经销商建立合作关系，经销网点遍布全国。其它色浆产品（主要用于乳胶、造纸和纺织等行业），由于目标客户相对集中，公司采取直销为主的模式，以便及时了解该类客户的需求并与其建立长期稳定的合作关系。

表 1：公司经销、直销具体情况

销售模式	2013		2014		2015	
	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例	金额（万元）	比例
经销	10485.7	63.3%	12439.1	60.7%	15612.5	69.4%
直销	6083.1	36.7%	8055.0	39.3%	6874.8	30.6%
合计	16568.8	100%	20494.1	100%	22487.4	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：公司控股股东、实际控制人为董事长吕仕铭先生，直接持股比例 39.6%，公司股权结构较为集中。控股公司中，常熟世名主要从事纳米级水性色浆、纳米材料添加剂和溶剂型色浆的研发、生产和销售，为本次募投项目的实施主体。

图 8：公司股权结构


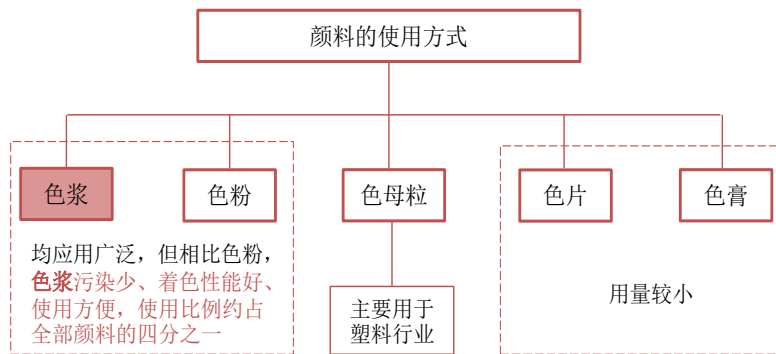
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 下游需求稳定增长，色浆业务前景广阔

色浆是作为一种颜料使用方式，是将粉末状颗粒颜料与树脂、功能添加剂、助溶剂等混合，并经加工后得到的一种颜色、着色强度和流变性符合一定规范的颜料浓缩浆，主要用于替代传统的颜料直接着色方式。随着颜料行业和下游应用行业对产品质量及环保要求的不断提高，颜料浆料化、超细化、通用化、环保化使用已是颜料行业重要发展趋势。目前以色浆形式使用的颜料占全部颜料的比例约为四分之一。

色浆根据用途不同可分为建筑涂料色浆、工业涂料色浆、乳胶色浆、造纸色浆、胶带色浆、纺织纤维色浆、合成革色浆等；根据所使用原材料的不同，色浆可分为无机色浆和有机色浆；根据所使用基础溶剂的不同，色浆可分为水性色浆和溶剂型色浆；根据生产形式的不同，色浆可以分为自磨色浆和商品化色浆。目前公司主要是以商品化方式生产水性色浆。

图 9：颜料使用方式概览



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1 下游行业稳中有升，推动公司业务向好

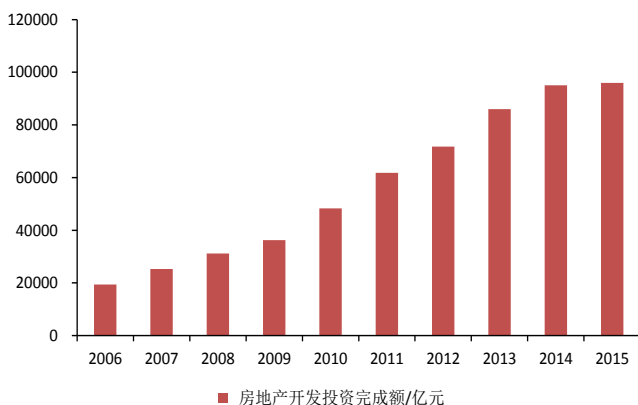
公司主营业务为色浆的研发、生产和销售，其下游行业为建筑涂料、纺织、造纸、乳胶等行业。随着近年经济的不断发展，下游行业持续增长，对色浆需求不断增加。同时随着色浆产品质量和稳定性的提高，其应用领域也不断扩大，促进了色浆市场容量的增长。

传统建筑涂料、乳胶、造纸等行业

建筑涂料行业是色浆的重要使用领域，也是我国最早使用色浆的领域。我国建筑涂料行业从上世纪 90 年代初期开始使用色浆，到目前已经有 20 多年历史。目前我国建筑涂料中约有 90% 为水性涂料，大多使用水性色浆作为着色剂。我国建筑涂料产量从 2006 年的 155.4 万吨上升到 2015 年的 516 万吨，复合增速达 14.3%。随着中国城镇化率的不断提高，基础设施建设的不断加强，未来建筑涂料行业将继续保持稳定快速上升趋势，推动建筑涂料色浆市场持续增长。

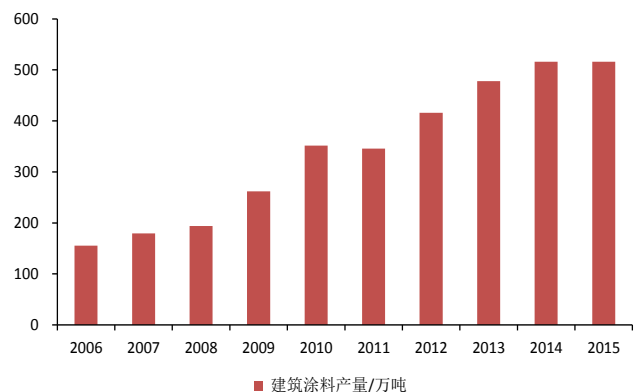
2013-2015 年公司建筑涂料色浆的销售收入占总收入比例分别为 60.7%、52.9%、55.1%，建筑涂料市场的持续增长也将带动公司销售业绩的不断增长。

图 10：我国房地产开发投资完成额情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：我国建筑涂料产量稳步增长



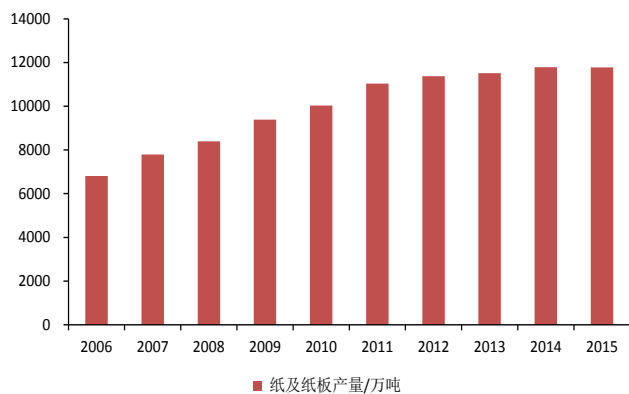
数据来源：《2015 建筑涂料的现状和发展》，西南证券整理

公司造纸类色浆、乳胶类色浆在市场中也占据领先地位。我国橡胶产量相比消费量差距巨大，来源主要依赖进口，乳胶作为其分支，也主要依赖进口。2006年至2015年，我国纸及纸板产量、乳胶进口量分别由6804.0万吨、25.7万吨稳步增长至11774.1万吨、37.7万吨，年复合增长率分别为6.3%、4.3%。

根据人均消费及中国人口对纸及纸板消费量进行预测，预计2020年中国纸及纸板消费量为1.6亿吨，2030年2.2亿吨，未来纸及纸板的消费需求将推动造纸色浆市场稳定发展。乳胶使用范围较广，2012年乳胶色浆市场规模已达0.31万吨，随着我国乳胶制品产量的不断上升，乳胶色浆未来也会稳定持续增长。

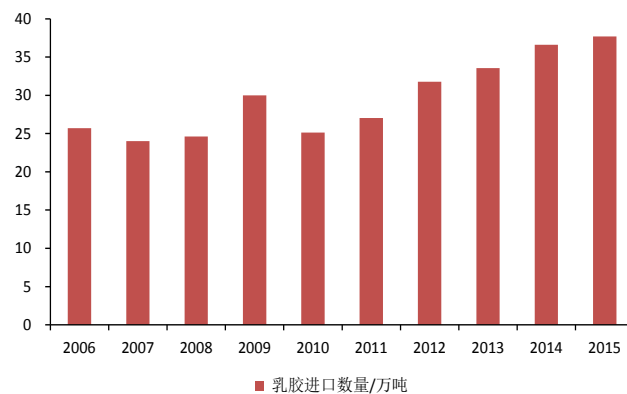
我们认为公司凭借在造纸类、乳胶类色浆的已有优势地位，伴随未来募投项目扩产后市场占有率的进一步提高，将极大受益于下游市场需求的增长。

图 12：2006 年以来我国纸及纸板产量



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2006 年以来我国乳胶进口数量



数据来源：Wind，西南证券整理

新兴纺织行业

随着色浆生产企业不断加强研发，以及下游行业对色浆的逐步了解，色浆的应用拓展到纺织行业。传统的纤维着色主要使用染料，即用先纺白丝后染色的方式为之着色。近年来新的技术突破及环保要求，化纤行业开始将色浆均匀分散在纺丝液中直接制备有色纤维，即原液着色。与传统纤维染色技术相比，原液着色技术优势明显，它的出现将纤维着色剂由染料转换为色浆，为色浆开辟了新的应用市场。2012年开始原液着色技术逐步成熟，不断有新工厂投产，纺织行业色浆市场超预期，市场规模为5.5万吨。

表 2：原液着色技术与传统纤维染色技术对比

染色方法	原液着色技术	传统纤维染色技术
颜料或染料	色浆	阳离子染料等
优缺点	在纺丝原液阶段就将色浆添加进去，色浆与聚合物在纺丝过程进行均匀共混，从而使得纤维的着色非常均匀；	对上染过程中染液的浓度梯度、升温的温度梯度和上染的速度梯度要求非常严格；快速、不均匀的升温造成局部迅速上染而产生色差；
	纺前着色，省略了后道纤维或织物的化学染色、丝束染色等，减少了能源和水资源的消耗，也在最大程度上降低了对环境的污染；	阳离子染料的吸尽率较低，染料消耗多，环境污染严重；
	采用均匀共混着色技术，实验室配方与大生产的纤维颜色之间匹配度非常高，因此在其多种颜色品种的生产上十分有利于进行配色；	由于阳离子染料结构上的原因等，造成准确配色较困难；

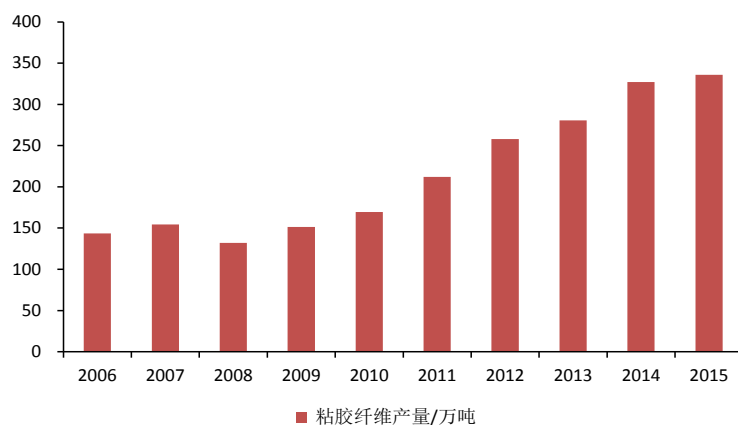
染色方法	原液着色技术	传统纤维染色技术
	由于原液着色采用耐光色牢度和耐候色牢度均十分优良的色浆，所以生产的原液着色纤维的耐光色牢度和耐候色牢度均十分优良。	日晒色牢度、皂洗色牢度、摩擦色牢度较差。

数据来源：《原液着色腈纶的生产工艺》，西南证券整理

我国粘胶纤维产量从 2006 年的 143.5 万吨上升到 2015 年的 336.0 万吨，年复合增长率 9.9%。随着我国居民人均收入及消费水平上升，预计未来用于服装生产的粘胶纤维产量仍将上升。加之未来原液着色技术的成熟和原液着色色丝下游市场的开拓，纤维原液着色色浆有望在未来几年产生突破性增长。

纺织纤维色浆属于公司新进入的应用领域，2014 年收入占比 10.9%，呈现爆发性增长态势。目前公司已与中石化上海石化分公司、新乡化纤等企业建立了长期稳定的供应关系，未来公司将继续加大对原液着色用水性色浆市场的开拓，分享行业发展盛宴。

图 14：我国粘胶纤维产量稳定增长



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 商品化色浆渗透率仍较低，市场替代空间大

商品色浆与自磨色浆相对应，是指专业色浆厂商生产并销售给色浆使用企业的色浆。我国色浆使用企业长期以色粉或自磨色浆的形式使用颜料，商品色浆起步较晚。90 年代后期，国内才开始出现专门性的色浆企业，与自磨色浆相比，商品色浆优势明显。下游客户对高品质色浆的需求以及环保压力推动国内商品色浆行业逐步发展起来。2009 年-2015 年我国商品色浆市场规模由 9.6 万吨稳步增长至 22.3 万吨，年复合增长率 15.1%。

表 3：商品色浆与自磨色浆对比

项目	自磨色浆	商品色浆	备注
相对着色力	低	高	性能优势： 具有更高的着色强度、更小更窄的粒径分布、良好的配伍体系及批次稳定性、存储稳定性
粒径分布	大、宽	小、窄	
通用性	单一体系	相对广	
分散性	糊-膏状，粘度高，中速搅拌	液状，容易扩散，中低速搅拌	
批次色差 ΔE	基本不控制	严格控制	

项目	自磨色浆	商品色浆	备注
储存期	现配现用，不宜长期存储	6~12 个月	
加工污染性	大	无	环保优势： 有效提高颜料利用率；减少污水排放；易于进行环境污染控制
色浆加工规模	50~500kg，小	1000~5000kg，大	

数据来源：西南证券

尽管我国商品色浆市场规模不断增长，但色浆市场仍以自磨色浆为主。2012 年，我国色浆使用规模为 157.5 万吨，而商品色浆市场总体规模仅为 15.2 万吨，商品色浆占色浆使用总规模的比例不足 10%。凭借性能及环保优势，未来预计将有越来越多的下游客户放弃自磨色浆，选择外购高品质商品色浆，推动商品色浆渗透率的提高。公司作为国内最早进入商品色浆领域的企业之一，经过多年发展已拥有先进研磨设备和专业生产员工，有望凭借先发优势进一步抢占市场份额。

3 环保产品迎合趋势，销售市场供不应求

近年来色浆行业相关环保法规不断收严，一方面，国家对色浆行业本身设置了一系列行业标准，规范色浆行业的环保要求；另一方面，色浆的下游行业也制定了严格的环保安全标准，使得色浆也必须满足这些法律法规的要求。这些“绿色壁垒”提高了色浆行业的技术壁垒，又加速了环保型新技术、新产品的开发与应用，新型环保产品将成为色浆行业未来发展趋势。

表 4：色浆行业相关环保法规梳理

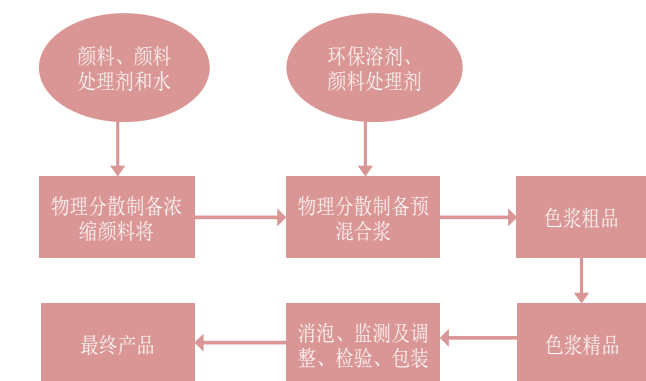
时间	政策	内容
2012 年	《国家环境保护十二五规划》	对大气污染物进行综合控制，加强挥发性、有毒废气控制，鼓励使用水性或低毒或低挥发性的有机溶剂
2014 年	《环境标志产品技术要求水性涂料》	实施新标准，提高对 VOC（挥发性有机化合物）以及苯、甲苯、二甲苯、乙苯的限量要求。
2015 年	《关于对电池及涂料征收消费税的通知》	对施工状态下 VOC 含量超过 420g/L 的涂料按 4% 税率征收消费税，进一步鼓励使用水性色浆
2015 年	《国家环境保护十三五规划》	对于 VOC 市场空间远超传统污染物规模问题提出了新的整治措施，继续推广水性或低毒、低挥发性有机溶剂
2016 年	《大气污染防治法》	首次将 VOC 纳入监管范围

数据来源：西南证券

公司色浆产品以水为介质，仅有少量助剂会产生 VOC 排放，且不含 APEO 和甲醛，环境污染较小。同时公司通过规模化、专业化生产，能够提高颜料使用率并减少废水排放。与自磨色浆相比，公司每生产 1 吨商品化色浆，废水排放减少 50% 以上。此外，公司生产的纤维原液着色色浆改变了下游纺织行业的传统染色工艺，降低了能源和水资源的消耗，减少了水污染。

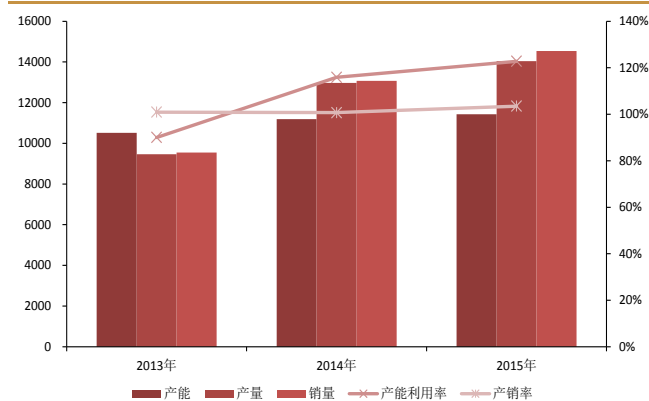
得益于公司产品突出的环保优势，下游市场供不应求。2013 年以来产能、产量、销量均稳步增长，产销率分别为 100.9%、100.7%、103.5%。未来公司募投项目将增加 2 万吨水性色浆产能以满足市场需要，进一步发挥环保优势。

图 15：公司水性色浆生产工艺



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：公司近三年产品产销稳步提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 核心技术与专业服务助力业绩增长

4.1 坚持自主研发，巩固技术优势

色浆作为一种技术含量较高的精细化工产品，从产品研发、生产工艺的选择、原材料和助剂溶剂的选用、生产过程的控制等都需要专业的知识和丰富的经验，对企业的产品研发和技术管理实力提出了很高的要求。目前国内尚没有相关的大专院校及相关专业，所以需要企业自身培养研发人才。因此，色浆行业具有较高的技术和人才壁垒。

公司作为国内较早进入色浆商品化生产的企业，经过多年的技术和研发积累，已拥有 41 项专利技术（其中发明专利 31 项），并形成了颜料超细化技术、产品稳定生产控制技术、测配色一体化技术和清洁生产及循环使用技术等核心技术。公司生产的超细化及纳米级色浆在着色强度、颜色纯正度、鲜艳度及产品均一性和稳定性方面具有明显优势。公司开发的测配色软件及调色一体化系统，成功革新了传统的手工调色方式，实现了下游企业的自动配色和在线控制，为下游企业产品品质的提高和清洁化生产提供了保障。

表 5：公司核心技术

序号	产品技术名称	技术概述	技术水平	技术来源	创新类型
1	颜料超细化加工及应用技术	掌握颜料超细化加工技术（公司色浆中颜料颗粒平均粒径小于 0.5 微米，远低于 20-25 微米的行业标准水平；部分产品颜料颗粒平均粒径达到纳米级色浆水平）；掌握颜料色浆与使用基材相容性的调控方法和途径。	国内先进	自主研发	原始创新
2	产品稳定生产控制技术	掌握了批次稳定的产品生产控制技术	国内先进	自主研发	原始创新
3	测配色一体化技术	拥有国家标准的颜色数据库及自主知识产权的配色	国内先进	自主研发	原始创新

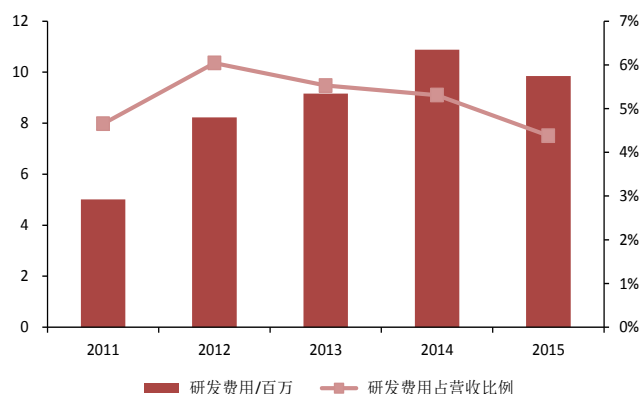
序号	产品技术名称	技术概述	技术水平	技术来源	创新类型
		软件，可根据色浆的性能、颜色、价格和浓度，计算不同色浆添加比例，提供多种配色方案			
4	清洁生产及循环使用技术	采用全封闭自动化加工方式实现色浆的清洁化生产；通过有色废水的处理和回用技术，实现了生产过程中废水的零排放。	国内先进	自主研发	原始创新

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司自设立以来一直重视自主研发，公司每年约有 1000 万资金用于研发新技术和新产品，近三年研发费用占收入比重均维持在 4% 以上。公司未来将进一步增大研发力度，筹建国家级水性色浆实验室、检测中心和涂料行业技术培训中心，引进先进仪器设备，以科技带动人才培养，进一步提高科研实力。

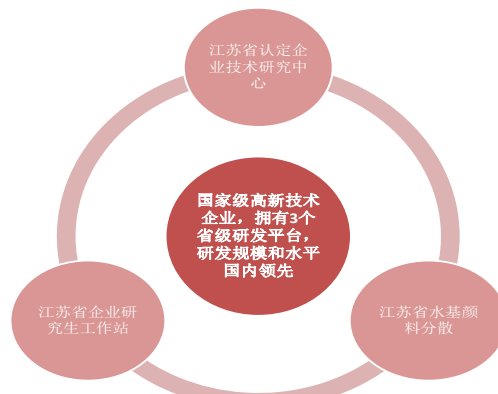
作为国家级高新技术企业，公司拥有江苏省认定企业技术中心、江苏省水基颜料分散体工程技术研究中心、江苏省重点企业研发机构、江苏省博士后创新实践基地和江苏省企业研究生工作站等省级研发平台。公司承担了国家、省、部等各级高科技项目共计 36 项，其中已完成 34 项；并作为主要起草单位主导拟定了《建筑涂料用水性色浆（HG/T 3951-2007）》、《合成革用水性色浆（QB/T 4343-2012）》、《调色系统用色浆（GB/T 21473-2008）》、《胶乳色浆（HG/T 4786-2014）》等 4 项国家标准和行业标准，均已正式实施。

图 17：公司研发投入占收入比较高



数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：公司研发中心情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 专业服务体系，稳定客户资源

色浆产品应用领域广泛，下游行业客户的技术能力参差不齐。由于客户往往无法独立解决色浆使用过程中出现的浮色、发花、色斑、色迁移、褪色、脱落、发白、失光等颜色问题，所以色浆生产企业不仅需要提供与自身产品相配套的调色软件，而且需安排技术人员和服务人员常驻或定期、不定期拜访客户，跟踪客户使用情况，及时解决客户在使用中遇到的问题，了解客户不断变化的产品需求。遍布全国各地的、技术经验丰富以及问题解决能力强的技术服务人员是专业化服务的保障，也构成了行业内较高的专业服务壁垒。

作为色浆行业的龙头企业，公司是国内少数几家具备提供全面色彩解决方案能力的企业，在为客户提供包括色浆、测配色软件、色卡、配色技术服务及相关设备等在内的色彩整

体解决方案之外，还配备了完善的售后服务体系，成立了专业技术服务团队，定期对主要客户进行拜访，跟踪客户的使用情况，及时解决客户在使用中遇到的问题，了解客户不断变化的产品需求。同时，每家经销商中均设有专业的服务人员，负责公司产品的服务工作。公司已举办了 30 余期专业技术培训班，免费为客户和经销商员工进行技术培训，目前已在行业内形成较大的影响力，建立起良好的品牌形象。

5 内资替代正当时，迎来发展新机遇

色浆的使用最早起源于欧美国家。德国赛、希必斯、科莱恩、巴斯夫等全球知名化工巨头对色浆产品的研发和推广起到了很大的作用。上世纪 90 年代，这些外资企业将色浆概念引入中国。最初阶段，凭借多年的技术积累、丰富的人才资源和强大的资金实力，这些外资企业的色浆产品在技术水平、产品品质和市场口碑方面均比国内企业具有优势。

经过近 20 年的发展，国内色浆生产企业取得了长足的进步，不但产品品质不断改进，而且能够提供快速灵活的市场反馈和服务。随着对内资品牌了解的逐步加深，对国内企业高效、优质服务的逐渐认同，越来越多的下游客户选择使用内资品牌色浆。此外，由于外资品牌色浆价格仍然比同类的内资品牌色浆高出不少，其市场竞争力也在一定程度上受到了削弱。随着我国国内色浆企业技术的不断完善，市场口碑的逐步积累，未来内资品牌色浆替代外资品牌色浆的速度将进一步加快。

图 19：我国色浆行业竞争格局



数据来源：西南证券

少数掌握高端环保型色浆自主知识产权的国内企业通过自主研发，迎合替代进口趋势，结合市场需求，研发出一批拥有自主知识产权的色浆产品及测配色一体化系统，已形成一定根据客户需求研发不同性能产品的研发能力及配套调色服务能力，同时正为未来五到十年内的产品进行预研、专利申请、小试和中试。在部分国内高速发展的新兴领域，相比国外企业研究更为深入，产品性能更好、服务能力更强、适应性更强、更能迅速地应对市场变化。

2012 年公司全部色浆产品市场占有率为 4.4%，2 万吨水性色浆及 4000 环保型添加剂的募投项目投产后，将进一步打破产能限制、降低综合生产成本，公司竞争优势有望再上新台阶，在内资企业的崛起过程中迎来发展新机遇。

表 6：公司各类色浆市场占有率情况

项目	2012 年市场容量（吨）	公司销量（吨）	市场占有率
建筑涂料色浆	42601.0	4081.9	9.6%
乳胶色浆	3128.0	689.0	22.0%
造纸色浆	10506.0	1078.1	10.3%
全部商品色浆产品	170000.0	7511.8	4.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

6 盈利预测与投资建议

假设 1：氧化铁系列产品属于公司较为成熟和知名的产品，预计公司 2016-2018 年此类产品毛利率不发生较大变化，产品销量增长率分别为 25%、20%、15%；

假设 2：纺织、乳胶等下游业务快速发展，增加对炭黑类产品的需求，预计 2016-2018 年炭黑类产品销量分别以 25%、20%、15% 的速度增长，毛利率保持稳定；

假设 3：钛白类产品价格伴随钛白粉价格上调有所上升，预计 2016-2018 销量增速为 45%、35%、35%，毛利率为 38%、39%、39%；

假设 4：募投项目 18 年投产，并于当年消化 40%，毛利率在 45%；

假设 5：三费率保持稳定。

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
氧化铁类	收入	68.36	85.45	102.54	117.92
	增速	15.8%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	41.26%	41.00%	40.50%	41.00%
炭黑类	收入	47.25	59.06	70.88	81.51
	增速	7.8%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	50.76%	50.00%	50.00%	50.00%
钛白类	收入	19.26	27.92	37.69	50.89
	增速	33.0%	45.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	39.46%	38.00%	39.00%	39.00%
红色类	收入	25.76	30.92	35.55	40.89
	增速	14.3%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	54.30%	54.00%	53.00%	53.00%
黄色类	收入	22.23	27.12	31.19	35.86
	增速	20.1%	22.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	61.58%	61.00%	62.00%	62.00%

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
蓝绿类	收入	23.53	27.06	31.12	35.79
	增速	-12.0%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	43.88%	44.00%	45.00%	44.00%
紫色类	收入	5.86	6.45	7.09	7.80
	增速	-4.3%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	52.00%	53.00%	53.00%	53.00%
橙色类	收入	4.59	5.04	5.55	6.10
	增速	-14.6%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	38.23%	39.00%	39.00%	39.00%
募投项目	收入				150.00
	增速				-
	毛利率				45.00%
合计	收入	224.87	269.02	321.60	526.75
	增速	9.73%	19.63%	19.55%	63.79%
	毛利率	47.06%	46.73%	46.57%	46.06%

数据来源：公司公告，西南证券

根据以上假设，预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 2.7 亿元、3.2 亿元和 5.3 亿元；归属母公司所有者的净利润分别为 6451 万元、7695 万元和 1.2 亿元；每股收益分别为 0.97 元、1.15 元和 1.87 元。

7 风险提示

原材料价格大幅波动的风险；下游行业市场需求增速放缓的风险；募投项目推进及成效或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	224.87	269.02	321.60	526.75	净利润	55.29	64.51	76.95	124.37
营业成本	119.06	143.31	171.83	284.14	折旧与摊销	5.39	5.86	9.53	11.95
营业税金及附加	1.89	2.21	2.64	4.35	财务费用	0.98	2.36	2.69	3.78
销售费用	15.26	19.07	22.61	36.92	资产减值损失	-0.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	25.05	26.90	32.16	52.68	经营营运资本变动	-1.14	-21.48	-21.55	-84.83
财务费用	0.98	2.36	2.69	3.78	其他	-1.67	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.05	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	58.80	51.26	67.63	55.27
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-40.55	-65.20	-134.00	-65.20
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.81	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-41.37	-65.20	-134.00	-65.20
营业利润	62.68	75.16	89.67	144.89	短期借款	-15.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.74	-0.03	-0.03	-0.03	长期借款	48.40	86.80	0.00	0.00
利润总额	64.42	75.13	89.64	144.86	股权融资	0.00	281.47	0.00	0.00
所得税	9.13	10.62	12.68	20.49	支付股利	-7.50	-9.29	-10.84	-12.93
净利润	55.29	64.51	76.95	124.37	其他	-3.77	-2.36	-2.69	-3.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	22.13	356.62	-13.53	-16.71
归属母公司股东净利润	55.29	64.51	76.95	124.37	现金流量净额	39.56	342.68	-79.90	-26.64
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	55.26	397.94	318.04	291.40	成长能力				
应收和预付款项	90.30	110.31	132.04	215.55	销售收入增长率	9.73%	19.63%	19.55%	63.79%
存货	25.51	30.70	36.82	60.88	营业利润增长率	21.60%	19.90%	19.31%	61.58%
其他流动资产	2.34	2.80	3.35	5.49	净利润增长率	23.83%	16.67%	19.30%	61.61%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	19.04%	20.75%	22.19%	57.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	113.08	173.59	299.24	353.66	毛利率	47.06%	46.73%	46.57%	46.06%
无形资产和开发支出	30.67	29.50	28.32	27.15	三费率	18.36%	17.97%	17.87%	17.73%
其他非流动资产	1.93	1.93	1.93	1.93	净利率	24.59%	23.98%	23.93%	23.61%
资产总计	319.10	746.78	819.74	956.06	ROE	24.23%	11.42%	12.20%	16.75%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.33%	8.64%	9.39%	13.01%
应付和预收款项	25.77	29.65	36.14	59.60	ROIC	22.77%	21.77%	18.59%	21.71%
长期借款	57.40	144.20	144.20	144.20	EBITDA/销售收入	30.71%	31.00%	31.68%	30.49%
其他负债	7.78	8.09	8.45	9.86	营运能力				
负债合计	90.95	181.94	188.78	213.66	总资产周转率	0.81	0.50	0.41	0.59
股本	50.00	66.67	66.67	66.67	固定资产周转率	5.95	3.86	2.30	2.92
资本公积	18.82	283.62	283.62	283.62	应收账款周转率	11.52	13.10	12.64	14.48
留存收益	159.33	214.55	280.67	392.11	存货周转率	4.23	5.10	5.09	5.82
归属母公司股东权益	228.15	564.84	630.96	742.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.23%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	228.15	564.84	630.96	742.40	资产负债率	28.50%	24.36%	23.03%	22.35%
负债和股东权益合计	319.10	746.78	819.74	956.06	带息债务/总负债	63.11%	79.26%	76.38%	67.49%
					流动比率	6.36	17.22	12.80	9.07
					速动比率	5.42	16.24	11.84	8.11
					股利支付率	13.57%	14.40%	14.08%	10.39%
					每股指标				
					每股收益	0.83	0.97	1.15	1.87
					每股净资产	3.42	8.47	9.46	11.14
					每股经营现金	0.88	0.77	1.01	0.83
					每股股利	0.11	0.14	0.16	0.19
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	69.06	83.39	101.89	160.62					
PE	154.23	132.19	110.81	68.56					
PB	37.37	15.10	13.51	11.49					
PS	37.92	31.70	26.51	16.19					
EV/EBITDA	92.61	99.19	81.96	52.16					
股息率	0.09%	0.11%	0.13%	0.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn