

有机颜料第一股，看好未来

投资要点

- 事件:**近期, 我们对公司进行了调研。
- 公司是国内第一家上市的颜料企业。**公司是国内上市的首家颜料企业, 产能规模全国第二, 国内市场占有率为 10%, 目前具有 40 多条生产线, 能生产 200 多个规格颜料。公司具有规模、技术、资金优势。
- 颜料行业需求增速 3.5%, 行业开始进入整合阶段。**虽然有机颜料目前全球的每年需求增速约为 3.5%, 略弱于染料需求增长, 但是, 行业目前处于洗牌阶段, 欧美产能逐步收缩, 中国有机颜料的产能目前占全球比例提升到 75% 左右。不过, 国内的产能也在供给侧改革和环保趋严的背景下开始出现收缩, 整个行业目前进入整合阶段。
- 公司产业链逐步完善。**近年来的环保监管致使不少不符合环保要求的上游企业停产或限产, 直接影响供货数量及价格。中间体的质量和供应稳定性对颜料生产至关重要。近年来公司不断加大上游中间体投入, 继 2, 3 酸、DB-70、DMSS 基本实现自给自足外, 2017 年, 4, 4-氯-2, 5-二甲氧基苯胺 (4625) 中间体和色酚系列也开始实现生产, 从而建立较完整的产品链自我配套体系。
- 未来增长主要来自于颜料产能的扩张。**公司目前具有有机颜料产能 30300 吨, 若 IPO 募投项目投产, 将增加 8000 吨高性能与环保型有机颜料, 使公司产能达到 38300 吨。公司 5000 吨环保型有机颜料募投项目已经开始投产 (2018 年第一季度开始试生产), 另外公司将争取在 2018 年年底完成 3000 吨高性能有机颜料募投项目的基建, 未来三年公司业绩将会随着中间体、有机颜料销量的增长和产业链完善带来的盈利能力的提升而提升。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.83 元、1.01 元、1.24 元, 未来三年归母净利润将保持 28% 的复合增长率。考虑到与公司处于同一产业链的下游油墨和涂料行业可比公司科斯伍德和三棵树估值水平 (根据 wind 一致预期, 科斯伍德和三棵树 2018 年市盈率水平为 27.95 和 27.31 倍), 给予公司 2018 年 25 倍估值, 对应目标价 20.75 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**行业市场竞争的风险, 环保风险, 与科莱恩合资经营存在的不确定性风险, 对科莱恩集团的依赖风险, 与政府补助持续性相关的风险, 募投项目投产及达产进度或不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hujw@swsc.com.cn

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@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)	2.25
流通 A 股(亿股)	0.70
52 周内股价区间(元)	13.21-25.94
总市值(亿元)	33.98
总资产(亿元)	21.34
每股净资产(元)	5.81

相关研究

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1510.89	1836.01	1982.65	2176.45
增长率	11.20%	21.52%	7.99%	9.77%
归属母公司净利润 (百万元)	132.98	187.27	226.94	279.89
增长率	-4.54%	40.82%	21.18%	23.33%
每股收益 EPS (元)	0.59	0.83	1.01	1.24
净资产收益率 ROE	10.92%	13.55%	14.40%	15.41%
PE	25	18	15	12
PB	2.65	2.35	2.08	1.81

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：颜料上市第一股，公司与科莱恩集团战略合作.....	1
2 行业分析：国内占全球七成，行业集中度正在提升.....	3
2.1 有机颜料行业全球分析：颜料需求增速 3.5%左右	4
2.2 有机颜料行业国内分析：中国有机颜料出口比例超过 60%，行业集中度在提升	6
3 公司核心竞争力分析	7
4 盈利预测	8
5 风险提示	9

图 目 录

图 1：公司实际控制人情况.....	2
图 2：公司 2017 年主营业务结构情况.....	3
图 3：公司 2017 年主营业务毛利情况.....	3
图 4：公司 2013 年以来营业收入及增速.....	3
图 5：公司 2013 年以来归母净利润及增速.....	3
图 6：世界有机颜料消费结构.....	5
图 7：国内有机颜料产量.....	6

表 目 录

表 1：公司主要产品基本情况.....	1
表 2：公司的子公司基本情况.....	2
表 3：公司主要产品基本情况.....	4
表 4：全球染料及有机颜料需求量.....	5
表 5：政策分析.....	7
表 6：分业务收入及毛利率.....	9
附表：财务预测与估值.....	10

1 公司概况：颜料上市第一股，公司与科莱恩集团战略合作

公司主要从事有机颜料及相关中间体的研发、生产、销售和服务。目前公司为国内有机颜料行业综合竞争力领先的龙头企业，有机颜料的生产规模、技术水平和产品质量均处于国内领先水平，高性能有机颜料在国内市场占有率处于领先地位。

产品情况：公司主要产品为高性能和传统偶氮有机颜料，其中包括喹吖啶酮类、吡咯并吡咯二酮类、色酚类、色淀红类、双偶氮黄类等有机颜料，以及2-3酸、色酚AS系列、DB-70、DMSS等相关中间体。公司生产的有机颜料色谱齐全，拥有200多个规格的颜料产品，具有耐光、耐热、耐气候、耐迁移和产品安全性能高的特点，主要应用于中高档油墨、涂料和塑料着色，用来满足不断增长的颜料市场的需求。

产能情况：公司目前具有有机颜料产能30300吨，若IPO募投项目投产，将增加8000吨高性能与环保型有机颜料，使公司产能达到38300吨。公司5000吨环保型有机颜料募投项目已经投产（2018年第一季度开始试生产），另外公司争取在2018年年底完成3000吨高性能有机颜料募投项目的基建和设备安装，预计2018年公司产能将会大幅增长。

表1：公司主要产品基本情况

类别	主要产品	主要用途
高性能杂环类颜料	喹吖啶酮类（喹吖啶酮红PR122、喹吖啶酮紫PV19） 吡咯并吡咯二酮类（DPP大红PR254） 异吲哚啉类（永固黄PY139） 二噁嗪类（永固紫PV23） 金属络合类（颜料PY150） 酞菁类（酞菁蓝PB15:3）	中高档涂料、油墨、塑料着色
高性能偶氮类颜料	苯并咪唑酮类（颜料黄PY151） 色酚类（永固红PR170、永固红PR112、永固红PR146） 其他类（永固黄PY83、耐晒黄PY74、永固橙PO34）	中高档涂料、油墨、塑料着色
传统偶氮类颜料	色淀红类（金光红PR53:1、立索尔洋红PR57:1） 双偶氮黄类（永固黄PY174） 汉沙黄类（颜料黄PY3） 单偶氮橙类（永固橙PO5） 双偶氮橙类（永固橙PO13） 色酚类（永固红PR2）	普通涂料、油墨、塑料着色
中间体	2-3酸、色酚AS系列、DB-70、DMSS	制造颜料的中间体

数据来源：招股说明书，西南证券整理

生产经营分析：生产上，公司主要采取以销定产的模式组织生产。采购上，公司采用集中采购和子公司自行采购相结合的管理模式，对于中间体等需求量较大的原料，为增加议价能力，公司大多采用集中采购的方式。销售上，分为直销和经销两种模式。颜料用户主要包括油墨、涂料、塑料等生产企业，购入货物后用于生产颜料下游产品。公司对这类需求量大或行业影响力强的客户主要采取直销模式，对贸易商客户主要采取经销模式。

主要参股公司：除了百合科莱恩，其余子公司，公司均为全资控股。

公司与科莱恩集团战略合作：为了加强在中高档颜料领域的战略合作，2004 年公司和 Clariant International AG 出资设立子公司杭州百合科莱恩颜料有限公司，公司持有杭州百合科莱恩颜料有限公司 51% 股权。2004 年 12 月，公司与 Clariant International AG 签订《合资合同》，杭州百合科莱恩颜料有限公司生产的高性能有机颜料应在中国境内外通过 Clariant International AG 及其关联公司的销售网络独家销售。公司向杭州百合科莱恩颜料有限公司直接采购的商品，也需要 Clariant International AG 的子公司 Clariant Chemicals (China) Ltd.(科莱恩化工(中国)有限公司)（自 2016 年 4 月 1 日起变更为科莱恩涂料(上海)有限公司）向杭州百合科莱恩颜料有限公司采购后，再由公司向 Clariant Chemicals (China) Ltd.(科莱恩化工(中国)有限公司)（自 2016 年 4 月 1 日起变更为科莱恩涂料(上海)有限公司）采购。根据实质重于形式原则，上述交易实质为合并范围内公司的关联交易，因此在财务报表中进行合并抵销。

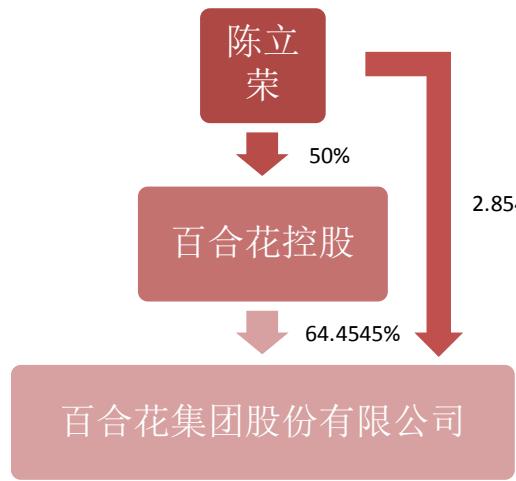
表 2：公司的子公司基本情况

子公司	持股比例	所处行业	主要产品	2017 年净利润 (万元)
百合科莱恩	51%	颜料	生产销售颜料	4113.78
宣城英特颜料	100%	颜料	生产销售颜料	1025.66
杭州彩丽化工	100%	贸易	颜料、中间体	16.39
杭州百合进出口	100%	进出口	颜料、中间体	-19.57
杭州百合环境科技有限公司	100%	环保	工业固废处置及综合利用	-57.64

数据来源：招股说明书，西南证券整理

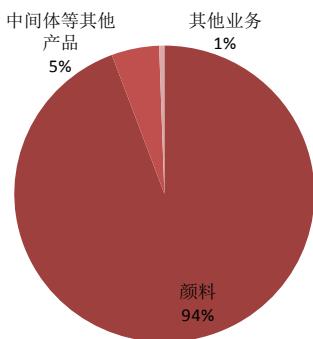
控制人情况：公司实际控制人为陈立荣先生，其控股比例为 35.08%。

图 1：公司实际控制人情况



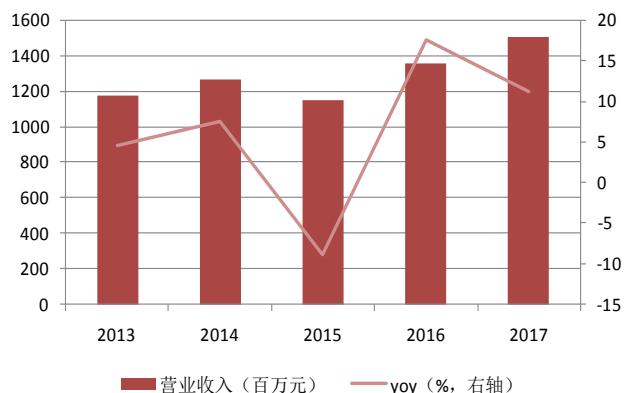
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：公司主要产品收入来自于颜料和中间体，其中颜料贡献了绝大部分的收入和毛利。

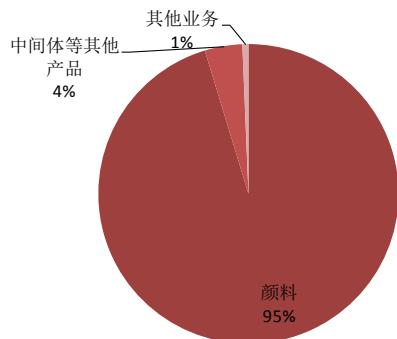
图 2: 公司 2017 年主营业务结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

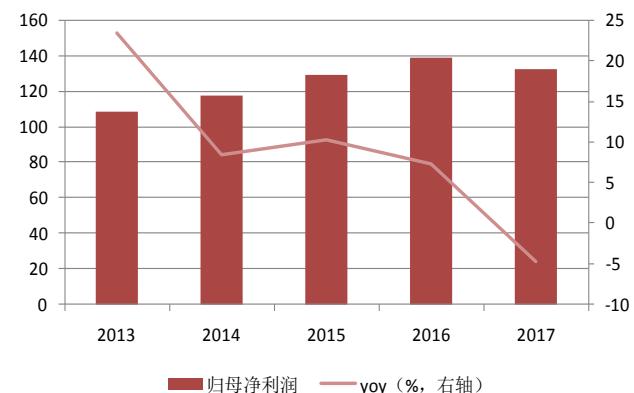
公司业绩状况：公司由于中间体和颜料的产能近几年变化不大，公司营业收入和归母净利润变动幅度不大，未来随着公司募投项目和其他产品产能的逐步投出，公司营业收入和净利润将会持续提升。公司 2017 年归母净利润下滑的主要原因是由于 2016 年公司有 695.46 万元的汇兑收益，而 2017 年却产生 782.01 万元的汇兑损失。

图 4: 公司 2013 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3: 公司 2017 年主营业务毛利情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5: 公司 2013 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：国内占全球七成，行业集中度正在提升

使物质显现颜色的物质统称为着色剂，着色剂主要分为染料和颜料两种。染料是指溶于水或其他溶剂的着色剂；颜料则是不溶于水或其他溶剂的着色剂，主要以细微颗粒分散在使用介质中着色。除了具有与染料类似的耐光性、耐气候性、耐酸碱性、耐溶剂性、耐迁移性等特性之外，颜料还具有其特定的性能，如色光、着色力、分散度、遮盖力、耐热性、耐渗透性、耐翘曲变形性等。

颜料按结构可分为有机颜料和无机颜料两大类。无机颜料主要包括天然矿物及无机化合物，如钛白、炭黑、铬黄、氧化铁红等；有机颜料主要指有机化合物制成的颜料。与有机颜料相比，无机颜料成本较低，生产工艺较简单，产量上高于有机颜料，具有优良的耐光性、耐热性和耐气候性，适用于建筑涂料、玻璃、陶瓷、橡胶及塑料的着色。而与无机颜料相比，

有机颜料不仅品种繁多，而且色谱广泛、颜色鲜艳、色调明亮，具有极高的着色力，适用于油墨、涂料及塑料等领域的着色。有机颜料通过深加工可制备出满足不同应用需求（如高着色强度、高透明度、高流动性等）的专用商品剂型，其中高性能有机颜料具有优异的耐光性、耐热性、耐溶剂性等应用性能，符合中高档油墨、涂料及塑料等领域的着色需求。

表 3：公司主要产品基本情况

性能	无机颜料	有机颜料
品种色谱	品种较少，色谱较窄	品种较多，色谱较宽
颜色特性	鲜艳度较低，较暗	鲜艳，明亮
着色强度	着色力低	着色力高
专用剂型	较少	多种商品剂型
耐热性	多数较高	一般较低，高性能品种耐热优良
耐久性（耐光、耐气候）	多数品种较高	高性能品种耐久性优异
耐酸碱性	部分品种变色、分解	较好，优良
耐溶剂性	优良	中等至优良
毒性（重金属）	部分品种毒性较高（铅、铬、汞等）	无毒、低毒
成本	较低	较高

数据来源：招股说明书，西南证券整理

有机颜料品种繁多，有多种方法可对它们进行分类。按色谱可分为红、黄、蓝等颜料；按应用对象可分为油墨用、涂料用、塑料用等颜料；按颜料分子的化学结构可大致分为偶氮类和非偶氮类颜料两大类，后者可进一步细分为杂环类、稠环酮类等颜料；按产品性能高低可分为传统颜料和高性能颜料。

2.1 有机颜料行业全球分析：颜料需求增速 3.5%左右

有机颜料制造业历史悠久，是精细化工产业中的重要分支。世界有机颜料制造业始于 19 世纪末，至今已有 100 多年的历史。在世界有机颜料市场上，欧美国家长期占据主导地位；20 世纪 80 年代以后，世界有机颜料生产逐渐由欧美向亚洲低成本的国家转移。

近几年世界有机颜料行业保持平稳发展，有机颜料行业市场需求量和产量基本保持均衡，每年大约在 40-50 万吨左右，主要生产地区包括中国、印度、欧盟、美国、日本等。根据中国染料工业协会有机颜料专业委员会的数据，2010 年世界有机颜料产量为 46.84 万吨；受欧债危机和全球经济复苏脆弱的影响，2011 年世界有机颜料产量略微下降至 44.68 万吨；**2012 年以来世界有机颜料产量每年保持 3.5% 左右增长速度。**

近几年世界有机颜料行业的发展呈现以下特点和趋势：

(1) 世界有机颜料产业向亚洲转移，中国已成为世界有机颜料最大的生产国和出口国

在经济全球化发展的趋势下，受市场竞争加剧、欧美环境保护政策不断趋严等多种因素的影响，20 世纪 80 年代以后世界有机颜料生产逐渐由欧美向亚洲低成本的国家如中国、印度转移，大大推动了亚洲国家有机颜料行业的迅速发展。中国目前已成为世界有机颜料最大的生产国，正占据全球市场越来越大的份额。2011 年，中国有机颜料生产量为 25.27 万吨，占世界有机颜料产量的比例约为 57%。

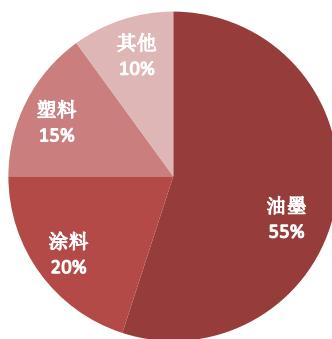
(2) 高性能、环保型有机颜料是未来的发展趋势

传统偶氮有机颜料的色彩较鲜艳，但其耐光性、耐热性等性能无法达到不断扩展的应用领域所要求的水平。高性能有机颜料使用时展现出更优异的物理化学特性，既具有传统偶氮颜料颜色鲜艳、色强高的优点，又能满足中高档涂料、油墨、塑料等领域对耐光性、耐热性、耐溶剂性等更高性能的要求，从而成为有机颜料发展的趋势。高性能有机颜料研发成本和技术含量高，工艺复杂，市场推广周期长，但附加值更高。目前全球高性能有机颜料产量比例约为 10-12%，但销售额比例却达到约 25-30%。

基于有机颜料具有鲜艳的色光、较高的着色强度以及色谱齐全等特点，是生产多种产品不可缺少的着色剂，其应用用途十分广泛，涵盖油墨、涂料、塑料、造纸、木材、皮革、数字电子、包装、铝业复合材料、油品等诸多领域。

世界有机颜料的消费主要集中在油墨、涂料和塑料领域，因而有机颜料需求增长的驱动因素主要是来自于油墨、涂料、塑料领域对着色剂的需求。

图 6：世界有机颜料消费结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

根据 2015 年 4 月美国 Freedonia 公司发布的“全球染料及有机颜料”行业的调查，全球对染料和有机颜料的需求量将以每年 6.0% 的速率增长，至 2019 年将为 195 亿美元左右。由于染料的市场大于颜料，而且需求增速大于颜料，我们预计有机颜料的需求增速低于 6.0%，应大致等于有机颜料的产量增速。

表 4：全球染料及有机颜料需求量

地区	2014 年（亿美元）	2019 年（亿美元）	2014-2019 年复合年均增长率（%）
亚洲/太平洋	90.25	127.50	7.2
北美	21.65	26.30	4.0
西欧	15.91	18.05	2.6
非洲/中东	7.49	9.95	5.8
拉丁美洲	5.26	6.80	5.3
东欧	4.84	6.10	4.7
总计	145.40	194.70	6.0

数据来源：国际纺织导报，西南证券整理

全世界有机颜料厂家有数百家，其中，巴斯夫、科莱恩和日本 DIC 株式会社等公司以其雄厚的科技、资金实力，在世界颜料市场上占有较大份额，并且控制了大部分高端市场。由于有机颜料分类很细，各类产品由于颜色、性能、价格等方面均存在差别，跨国公司不断进行收购兼并和业务重组，以增加实力，扩大规模，与其他公司进行差异化的竞争并在产品选择上有所侧重，如巴斯夫的拳头产品是酞菁颜料、花系颜料、异吲哚啉颜料、DPP 颜料和大分子颜料；科莱恩的主打产品是苯并咪唑酮颜料、二噁嗪类颜料和喹吖啶酮类颜料，最终成为行业中的三大龙头企业。

2.2 有机颜料行业国内分析：中国有机颜料出口比例超过 60%，行业集中度在提升

进入 21 世纪，我国逐渐成为全球最主要的精细化工产品生产基地，同时也是全球最重要的消费市场。基于产业配套需要、国内巨大的市场潜力和生产成本优势等因素，世界有机颜料产业向亚洲转移趋势日益明显，我国快速承接了世界有机颜料产能和制造技术的转移，有机颜料行业迅速发展。

根据中国染料工业协会有机颜料专业委员会的数据，我国已成为世界上最重要的有机颜料生产国，2015 年我国有机颜料制造业全行业的产量达到 32.03 万吨，产量位居世界第一。我国有机颜料行业市场需求量 2012 年约为 12 万吨。中国生产的有机颜料用于出口的比例超过 60%。

图 7：国内有机颜料产量



数据来源：中国染料工业协会，西南证券整理

目前，我国有机颜料行业的企业集中度还不算高，但是行业的集中度在提升。全国生产拥有上百家生产有机颜料的企业，长三角地区集中了我国颜料生产的重点企业，如常州北美、百合花、上海捷虹、紫苑颜料（上海）、杭州红妍等。2014 年，我国有机颜料产量在 10000 吨以上的企业有 10 家左右，产量在 10000 到 1000 吨的企业约 30 家。我国有机颜料行业中主要为中小企业，销售的产品也无法体现明显的差异化优势，同质化严重，质量以及环保要求也参差不齐。2016 年，随着“十三五”的开局以及供给侧改革的开篇，有机颜料行业更加强调“绿色发展”战略，随着国家环保政策不断趋严和有机颜料企业间的竞争加剧，小企业将难以负担以此带来的成本压力，落后以及小规模的产能将逐渐退出，行业格局将进一步优化。

表 5：政策分析

政策	涉及部分
《石化和化学工业发展规划（2016～2020 年）》	加强环保型涂料产品的研发和推广应用，加快航空航天等高端领域用特种涂料的开发和产业化，推广全密闭一体化涂料清洁生产工艺。
《涂料行业“十三五”规划》	提出优化产品结构，即到 2020 年，性价比优良、环境友好的涂料品种占涂料总产量的 57%；提出企业规模化，即到 2020 年，销售额在 50 亿元以上的涂料生产企业达到 10 家以上，销售额在 20 亿元以上的涂料生产企业达到 20 家；前 50 家涂料生产企业的涂料产量占总产量的 50%以上；培育 2-3 个销售额超过 50 亿元、具有国际竞争力的大型涂料企业集团。
《产业结构调整指导目录（2011 年本）》修正版（2013 年 5 月 1 日实行）	鼓励类中包括第十一类石化化工的第 8 项，鼓励高耐晒牢度、高耐气候牢度有机颜料的开发与生产。
《“十三五”节能减排综合工作方案的通知》（国发〔2016〕74 号）	到 2020 年，全国万元国内生产总值能耗比 2015 年下降 15%，能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内。全国化学需氧量、氨氮、二氧化硫、氮氧化物排放总量分别控制在 2001 万吨、207 万吨、1580 万吨、1574 万吨以内，比 2015 年分别下降 10%、10%、15% 和 15%。全国挥发性有机物排放总量比 2015 年下降 10%以上。

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前拥有 30300 吨各类有机颜料产能，市场占有率在 10%以上。公司为国内有机颜料行业综合竞争力领先的龙头企业，有机颜料的生产规模、技术水平和产品质量均处于国内领先水平，高性能有机颜料在国内市场占有率达到领先地位。

3 公司核心竞争力分析

（1）研发和技术创新优势

公司注重技术创新，坚持以结构调整为引擎、以产业升级为导向，走“自主创新”和“引进先进技术”相结合的双轮驱动发展模式。公司成立了国家级博士后工作站，并与中国科学院田禾院士合作成立了田禾院士工作站，开展现有技术升级和前沿技术储备。公司在一如既往地对技术研发加大投入的同时，2017 年公司开始组建浙江省级百合花集团有机颜料重点企业研究院，研发内容为高性能及环保型有机颜料的技术研究，预期到 2019 年形成科研原值达 4000 万，研发场地面积达到 5000 平米的研发基地。省级重点企业研究院的建设，是公司继设立国家级博士后工作站、田禾院士工作站、评定为国家级企业技术中心后的又一个有领先意义的一项工作。

公司通过自主开发、联合开发和技术引进消化吸收，对主导产品的核心技术拥有自主知识产权。公司现拥有 18 项授权发明专利和 10 项正在申请中的发明专利，公司积极参与有机颜料的国家标准和行业标准的制定，2017 年以第一起草人申请制定行业标准 2 项，截止 2017 年末，公司已主持制定 9 项行业标准，参与制定 3 项国家标准和 8 项行业标准。

公司自主研制生产多种高性能、环保型有机颜料，在汽车涂料、食品包装、儿童玩具、特种定制印刷油墨等应用领域取得突破和发展。公司环保型有机颜料的研究开发位居国内前列，多个品种通过了欧盟 REACH 法规的预注册或正式注册。

（2）规模优势

经过 20 多年的积累，公司已经发展成为国内有机颜料行业综合竞争力领先的龙头企业。公司目前是国内少数具备生产全色谱颜料能力的生产企业，目前共有 40 多条生产线，生产 200 多个规格颜料，广泛覆盖各类应用领域，可以满足日益扩大的下游领域对有机颜料的差异化需求。

(3) 产业链延伸优势

近年来的环保监管致使不少不符合环保要求的上游企业停产或限产，直接影响供货数量及价格。中间体的质量和供应稳定性对颜料生产至关重要。近年来公司不断加大上游中间体投入，继 2, 3 酸、DB-70、DMSS 基本实现自给自足外，2017 年，4, 4-氯-2, 5-二甲氧基苯胺（4625）中间体和色酚系列也开始实现生产，从而建立较完整的产品链自我配套体系。

(4) 环保优势

公司利用搬迁至临江工业园区的时机，在临江新厂区按照国际先进的环保理念投资建设了较完备的三废处理设施，并按照国家最新环保政策的要求不断加大投入对相关设施更新改造。

在生产管理上，公司通过技术创新优化中间生产环节，同时通过清洁生产减少污染物的排放，使得公司产品成本得到优化，环境得到改善。

(5) 营销渠道优势和品牌优势

针对有机颜料行业的特点，公司建立了完善的销售网络体系和客户服务体系，利用公司技术优势为客户提供个性化的服务和技术支持，并通过客户服务了解市场需求信息，从而指导新产品开发方向。

公司与下游客户建立了长期稳定的合作关系，公司产品已进入科莱恩和日本 DIC 株式会社等国际化工跨国公司供应体系。

公司已在行业内树立起高品质、安全环保、优质服务的市场形象，得到客户的充分信任，为发行人继续开拓市场和扩大市场份额提供了有力保障。

4 盈利预测

关键假设：

假设 1：2018-2020 年，公司颜料销量 3.4 万吨、3.6 万吨、3.85 万吨，不含税均价为 5.07 万元/吨、5.19 万元/吨、5.35 万元/吨，毛利率 22%、24%、26%，中间体销量均为 1500 吨，不含税均价均为 6.8 万元/吨，毛利率 18%；

假设 2：考虑公司募投项目投产的情况；

假设 3：公司战略不发生重大变化。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	1510.9	1836.0	1982.7	2176.5
	增速	11.2%	21.5%	8.0%	9.8%
	成本	1205.6	1435.7	1512.6	1618.6
	毛利率	20.2%	21.8%	23.7%	25.6%
颜料	收入	1,424.94	1723.80	1868.40	2059.75
	增速	7.6%	21.0%	8.4%	10.2%
	成本	1,134.02	1344.56	1419.98	1524.22
	毛利率	20.4%	22.0%	24.0%	26.0%
中间体	收入	77.44	102.00	102.00	102.00
	增速	192.7%	31.7%	0.0%	0.0%
	成本	65.09	83.64	83.64	83.64
	毛利率	16.0%	18.0%	18.0%	18.0%
其他	收入	8.51	10.21	12.25	14.70
	增速	12.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	6.52	7.45	8.95	10.73
	毛利率	23.4%	27.0%	27.0%	27.0%

数据来源：公司公告，西南证券

5 风险提示

行业市场竞争的风险，与科莱恩合资经营存在的不确定性风险，对科莱恩集团的依赖风险，环保风险，与政府补助持续性相关的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1510.89	1836.01	1982.65	2176.45	净利润	153.14	215.66	261.34	322.31
营业成本	1205.63	1435.66	1512.57	1618.59	折旧与摊销	72.69	110.13	137.68	149.55
营业税金及附加	10.99	14.22	15.36	15.02	财务费用	8.33	-3.51	-0.61	0.00
销售费用	24.33	29.38	31.72	34.82	资产减值损失	2.00	2.00	2.00	2.00
管理费用	119.33	143.21	154.65	169.76	经营营运资本变动	-292.43	-99.57	-54.29	-71.21
财务费用	8.33	-3.51	-0.61	0.00	其他	156.60	-6.67	-6.15	-7.44
资产减值损失	2.00	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	100.34	218.04	339.96	395.21
投资收益	7.18	5.00	5.00	5.00	资本支出	-80.30	-450.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-58.81	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-139.11	-445.00	-145.00	-145.00
营业利润	148.05	220.06	271.97	341.26	短期借款	-93.00	170.01	-143.46	-83.55
其他非经营损益	25.48	25.00	25.00	25.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	173.53	245.06	296.97	366.26	股权融资	0.07	0.00	0.00	0.00
所得税	20.39	29.41	35.64	43.95	支付股利	-28.13	-26.60	-37.45	-45.39
净利润	153.14	215.66	261.34	322.31	其他	-24.77	3.51	0.61	0.00
少数股东损益	20.16	28.39	34.40	42.42	筹资活动现金流净额	-145.82	146.93	-180.30	-128.94
归属母公司股东净利润	132.98	187.27	226.94	279.89	现金流量净额	-192.41	-80.04	14.66	121.27
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	263.64	183.60	198.27	319.53	成长能力				
应收和预付款项	364.68	423.84	459.15	505.80	销售收入增长率	11.20%	21.52%	7.99%	9.77%
存货	395.10	493.00	518.73	560.86	营业利润增长率	-16.35%	48.64%	23.59%	25.48%
其他流动资产	227.06	275.92	297.96	327.08	净利润增长率	-10.27%	40.82%	21.18%	23.33%
长期股权投资	9.99	9.99	9.99	9.99	EBITDA 增长率	-6.85%	42.61%	25.21%	19.99%
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	701.06	1044.11	1059.62	1063.25	毛利率	20.20%	21.81%	23.71%	25.63%
无形资产和开发支出	57.25	54.86	52.47	50.08	三费率	10.06%	9.21%	9.37%	9.40%
其他非流动资产	30.02	29.23	28.43	27.64	净利率	10.14%	11.75%	13.18%	14.81%
资产总计	2048.80	2514.54	2624.62	2864.23	ROE	10.92%	13.55%	14.40%	15.41%
短期借款	57.00	227.01	83.55	0.00	ROA	7.47%	8.58%	9.96%	11.25%
应付和预收款项	489.56	592.08	620.34	664.67	ROIC	12.48%	12.29%	13.07%	15.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.16%	17.79%	20.63%	22.55%
其他负债	100.08	104.24	105.62	107.54	营运能力				
负债合计	646.65	923.32	809.52	772.21	总资产周转率	0.75	0.80	0.77	0.79
股本	225.00	225.00	225.00	225.00	固定资产周转率	2.61	2.23	1.88	2.05
资本公积	431.78	431.78	431.78	431.78	应收账款周转率	5.11	5.18	5.00	5.01
留存收益	613.11	773.78	963.27	1197.77	存货周转率	3.31	3.23	2.98	2.99
归属母公司股东权益	1269.89	1430.56	1620.05	1854.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	56.04%	—	—	—
少数股东权益	132.27	160.66	195.06	237.48	资本结构				
股东权益合计	1402.16	1591.22	1815.10	2092.02	资产负债率	31.56%	36.72%	30.84%	26.96%
负债和股东权益合计	2048.80	2514.54	2624.62	2864.23	带息债务/总负债	8.81%	24.59%	10.32%	0.00%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	2.20	1.63	2.02	2.47
EBITDA	229.07	326.68	409.04	490.81	速动比率	1.51	1.05	1.31	1.66
PE	25.29	17.96	14.82	12.02	股利支付率	21.15%	14.20%	16.50%	16.22%
PB	2.65	2.35	2.08	1.81	每股指标				
PS	2.23	1.83	1.70	1.55	每股收益	0.59	0.83	1.01	1.24
EV/EBITDA	13.69	10.36	7.89	6.16	每股净资产	5.64	6.36	7.20	8.24
股息率	0.84%	0.79%	1.11%	1.35%	每股经营现金	0.45	0.97	1.51	1.76
					每股股利	0.13	0.12	0.17	0.20

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告版权归西南证券所有，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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
广深	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn