

颜料行业执牛耳者，看好成长性

投资要点

- **七彩化学是颜料行业执牛耳者。**公司主营产品为高性能有机颜料、溶剂染料和中间体，公司从事苯并咪唑酮系列产品的生产已有近20年的历史，是国内最早将苯并咪唑酮系列产品产业化的企业之一。公司产品定位高端，盈利水平较经典有机颜料高，具备中间体一体化优势。未来，随着公司募投项目产能的逐步释放，公司将会步入新的成长期。
- **高性能有机颜料未来发展空间较大。**根据中国染料工业协会统计数据，2014年世界有机颜料行业总产量约29.8万吨，消费总量约30.7万吨，销售额约30亿美元。其中，偶氮类占总市场份额的50%~55%，酞菁类约占20%，高性能有机颜料（HPP）约占25%~30%。偶氮类和酞菁类颜料由于价格竞争比较充分，行业利润较低，而高性能有机颜料保持较高利润。从全球各行业应用有机颜料情况来看，油墨行业占首位，约占总消费量的55%~60%，涂料约占20%，塑料加工行业约占15%，其他（纺织、橡胶等）领域约占5%~10%。2012~2017年，有机颜料国内产量复合增速3.2%。近年来，随着中国、印度等厂商的进入，经典有机颜料的产能逐步趋于饱和甚至过剩，产品价格和毛利率有所下降；高性能有机颜料由于研发和技术的门槛较高，下游涂料、塑料和油墨厂商更换颜料厂商比较谨慎，市场竞争程度相对较小，产能增加也相对有限，再加上中国对环境保护和安全生产的高度重视，供给侧改革持续推进，部分落后产能被淘汰，未来高性能有机颜料的毛利率水平会保持相对稳定，未来发展空间较大。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2018-2020年营业收入分别为6.1、7.3和9.3亿元，归母净利润分别为1.1、1.3和1.7亿元，EPS分别为0.99、1.22和1.57元，对应PE分别为48、39和30倍。我们选取了行业中与七彩化学业务最为相近的3家公司，2018年3家公司平均PE为33.4倍，2019年平均PE为24.9倍。结合目前七彩化学的业务布局和投产节奏，考虑到公司产品定位高端，与国际颜料龙头直面竞争，另外还具备中间体一体化优势，未来成长空间巨大，而可比公司相对普通，与七彩化学在产品上存在较大的差距，因此给予公司2019年45-55倍的估值水平，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**安全环保风险，新项目建成及投产进度或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	552.75	610.05	729.16	933.52
增长率	25.06%	10.37%	19.53%	28.03%
归属母公司净利润（百万元）	103.38	105.62	130.44	167.45
增长率	36.63%	2.16%	23.50%	28.37%
每股收益EPS（元）	0.97	0.99	1.22	1.57
净资产收益率ROE	25.23%	21.35%	21.60%	22.47%
PE	49	48	39	30
PB	12.34	10.22	8.37	6.78

数据来源：Wind，西南证券

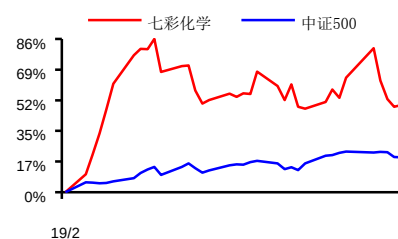
西南证券研究发展中心

分析师：黄景文
 执业证号：S1250517070002
 电话：0755-23614278
 邮箱：hjiw@swsc.com.cn

分析师：杨林
 执业证号：S1250518100002
 电话：010-57631191
 邮箱：ylin@swsc.com.cn

联系人：薛聪
 电话：010-57758571
 邮箱：xuec@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)	1.07
流通A股(亿股)	0.27
52周内股价区间(元)	31.81-59.25
总市值(亿元)	50.56
总资产(亿元)	7.29
每股净资产(元)	6.20

相关研究

目 录

1 公司概况：颜料行业执牛耳	1
2 行业分析：高性能有机颜料未来发展空间较大	4
3 公司分析：掌握中间体，定位高端，走向国际	9
3.1 同行业对比	9
3.2 业务分析：掌握中间体，定位高端	10
3.3 募投项目分析：未来两年进入资本开支高峰期	12
4 盈利预测与估值	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司产品分类.....	2
图 3: 公司营业收入结构 (2018 年上半年)	3
图 4: 公司毛利结构 (2018 年上半年)	3
图 5: 公司营业收入变动	4
图 6: 公司归母净利润变动	4
图 7: 有机颜料产量持续增长	5
图 8: 有机颜料产量持续增长	7
图 9: 我国涂料产量	7
图 10: 我国初级形态的塑料产量	8
图 11: 我国油墨行业销售收入	8
图 12: 产品单价对比 (单位: 万元/吨)	9
图 13: 毛利率对比 (单位: %)	9
图 14: 资产负债率对比 (单位: %)	9
图 15: 流动比率对比	9
图 16: 固定资产周转率对比	10
图 17: 应收账款周转率对比	10
图 18: 存货周转率对比	10

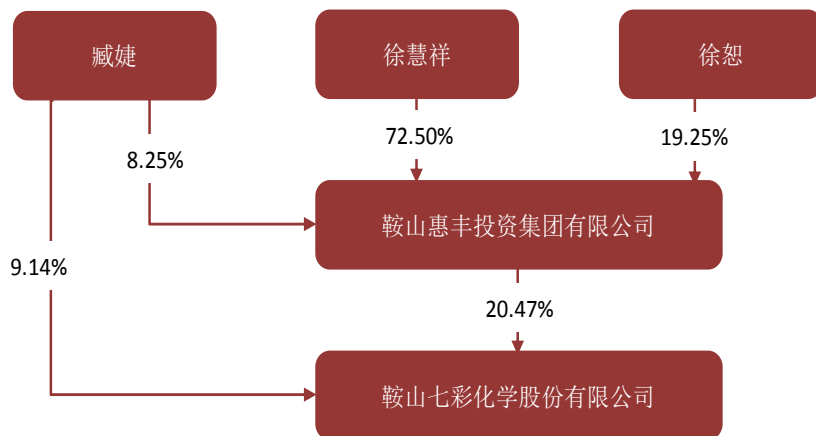
表 目 录

表 1: 公司主要产品的情况	1
表 2: 公司高性能有机颜料系列的产品情况	2
表 3: 经典有机颜料毛利率水平	5
表 4: 高性能有机颜料毛利率水平	6
表 5: 颜料行业企业	11
表 6: 首次公开发行股票募集资金扣除发行费用后投资项目及投资额度 (单位: 万元)	12
表 7: 高超细旦聚酯纤维染色性、高光牢度溶剂染料及染料中间体清洁生产项目产品方案	12
表 8: 高耐晒牢度有机颜料及系列中间体清洁生产项目 (第一期) 产品方案	13
表 9: 高效清洁催化芳腈系列产品及高耐气候牢度有机颜料扩建项目 (第一期) 产品方案	13
表 10: 分业务收入及毛利率	14
表 11: 可比公司估值	15
附表: 财务预测与估值	16

1 公司概况：颜料行业执牛耳

公司成立于 2006 年，发起人为鞍山市惠丰化工责任有限公司和臧婕。惠丰化工（现在为惠丰投资）于 1998 年设立，主要从事染料中间体的生产和销售，2002 年开始新增颜料和中间体的生产和销售业务。惠丰化工位于鞍山市铁西区，由于厂区土地面积较小，2009 年惠丰化工搬迁至腾鳌经济开发区。七彩化学 2006 年设立后，惠丰投资通过租赁、转让等方式逐步将相关的业务逐步减少，将其逐步转移到七彩化学体内，目前不存在同业竞争问题。目前，公司的控股股东为惠丰投资，实际控制人为徐慧祥、臧婕、徐恕，三人合计持有惠丰投资 100% 股权，惠丰投资持有公司 20.47% 股权，另外，臧婕单独持有公司 9.14% 股权，故三人合计持有公司 29.61% 股权。

图 1：公司股权结构



数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

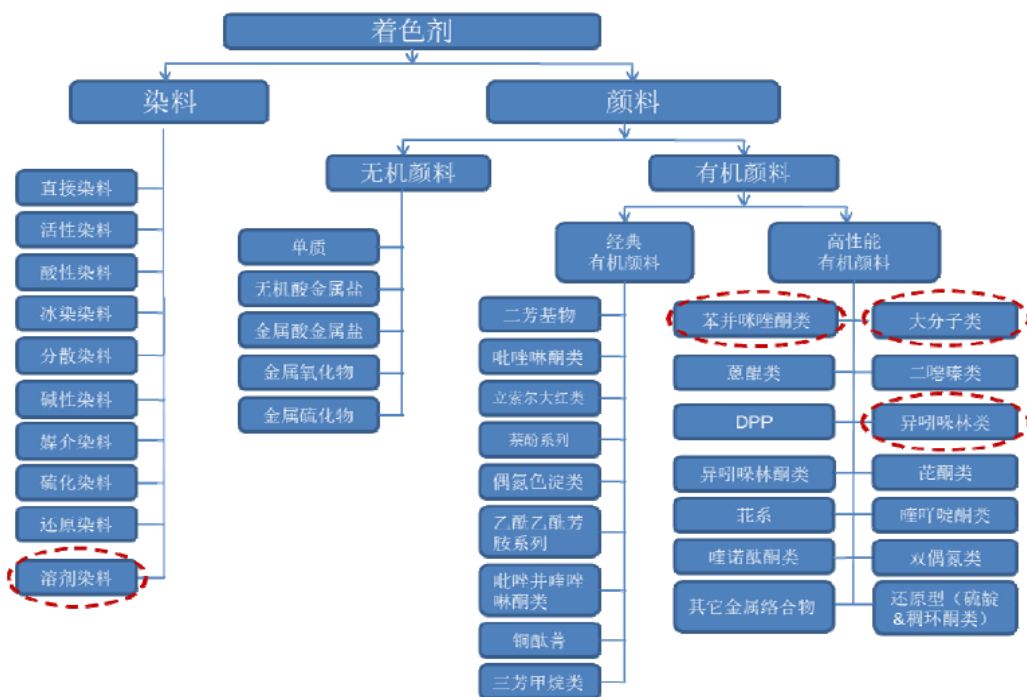
目前，公司主要产品分为高性能有机颜料、溶剂染料和相关中间体。公司有东营天正、庚彩新材料等 2 家全资子公司，拥有鞍山辉宏 1 家参股公司，东营天正拥有东营北港 1 家参股公司。东营天正主要生产 AABI、DABI、BI 颜料中间体。

表 1：公司主要产品的情况

大类	产品系列	主要产品	产品特点及说明	主要用途
高性能 有机颜料系列	苯并咪唑酮系列	颜料：颜料黄 180、颜料黄 181、颜料黄 151、颜料红 176、颜料橙 64	由自产的 AABI、ASBI 和 AMBI 中间体为偶合组分，技术水平国际先进，部分国内独家生产，属于高性能有机颜料。	主要用于塑料、高档油墨和环保涂料等领域，最终产品广泛应用于儿童玩具、食品包材、汽车漆、船舶防腐、集装箱、家具、电器、工程机械、建筑涂料、数码印刷等行业。
	偶氮缩合系列	颜料红 242、颜料红 144、颜料黄 93	合成技术难度高，技术水平国内先进，属于高性能有机颜料。	
	偶氮颜料系列	颜料黄 155	属于高性能有机颜料，具有高着色力，应用领域广泛，是替代铅铬黄颜料品种之一。	
	异吡唑啉系列	颜料黄 185、颜料黄 139		
溶剂染料系列		中间体系列	由中间体范等原料深加工而成，技术为国内领先水平。	
中间体系列		AABI、ASBI、AMBI，1,8-萘酐	主要用于苯并咪唑酮系列有机颜料和溶剂染料；合成工艺技术难度较高。	

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司产品分类



数据来源：招股说明书，西南证券整理

一般来说，有机颜料根据其牢度性能（主要是耐光性、耐晒性和耐候性等）的不同，可以分为高性能颜料（HPP：High Performance Pigments）和经典颜料（CLP：Classical Pigments）两大类，通常 HPP 的牢度性能比 CLP 要好，价格也比 CLP 高，HPP 主要应用于涂料、塑料及室外应用，CLP 主要用于油墨和室内应用。此外，高性能有机颜料还具有环境友好、安全无毒等特点，主要应用于环境要求苛刻、安全性要求较高的塑料（色母粒）、环保型涂料和高档环保油墨的生产配制，最终用于儿童玩具、汽车漆、户外涂料、食品包装、UV 油墨、户外喷墨、彩色复印碳粉等。

随着环保要求的不断提高，含有毒因子的颜料产品将被逐渐淘汰，高性能有机颜料将拥有巨大的发展潜力。由于对技术和环保要求较高，生产厂商数量较少，主要包括巴斯夫、科莱恩、DIC 等跨国知名生产厂商，我国少数企业在特定产品具有比较优势。

公司高性能有机颜料系列主要包括四大类产品：苯并咪唑酮系列、偶氮缩合系列、异吲哚啉系列以及偶氮颜料系列，上述产品系列的性能和市场地位如下：

表 2：公司高性能有机颜料系列的产品情况

产品系列	主要产品	产品性能	市场地位
苯并咪唑酮	颜料黄 180、颜料黄 181、颜料黄 151、颜料红 176、颜料橙 64	1、颜色性能：着色力根据产品的不同存在差异，色区较宽，从绿光黄、橙到蓝光红、紫，总体颜色性能优异。2、牢度性能：优异的耐迁移性和耐溶剂、耐酸碱性（PY151 除外）；耐热性根据产品不同存在差异；良好的耐光性（黄色产品比红色产品更优异）；中等的耐候性（黄色产品在涂料中表现出较好的耐候性）。3、加工性能：良好的流变性和分散性，在 HDPE 中不翘曲。	苯并咪唑酮系列产品是非常重要的有机颜料，数千吨级的大系列产品，黄色产品在涂料应用和红色产品在塑料、油墨应用中占据重要地位。
偶氮缩合	颜料红 242、颜料	1、颜色性能：高着色力，高遮盖力，色区较宽，从绿光黄到红光蓝	代表性产品均为市场上的重要

产品系列	主要产品	产品性能	市场地位
	红 144、颜料黄 93	以及棕色。2、牢度性能：优异的耐热性、耐迁移性和耐光性，良好的耐候性，良好的耐酸碱性和溶剂稳定性。3、加工性能：良好的流变性，在多种介质中容易分散（PR220 除外），在 HDPE 中翘曲性取决于具体的产品。	产品，该系列产品市场规模数千吨。
异吡啶	颜料黄 185、颜料黄 139	1、颜色性能：高着色力、高饱和度、高遮盖力，优异的颜色性能，色相包括绿光黄（PY185）和红光黄（PY139）。2、牢度性能：良好的耐热性、耐迁移性和耐光性，一般的耐候性（涂料应用中有良好的耐候性），耐碱性一般。3、加工性能：良好的流变性和分散性，在 HDPE 中低翘曲。	PY139 是高性能有机颜料少数几个通用标准化产品之一，在油墨、涂料、塑料和化纤应用市场有非常重要的地位，属于千吨级市场的产品。
偶氮颜料	颜料黄 155	1、颜色性能：高着色力，黄色。2、牢度性能：同偶氮缩合系列的大多数产品一样，具有良好的牢度性能。3、加工性能：同偶氮缩合系列的大多数产品一样，具有良好的加工性能。	市场上的重要产品

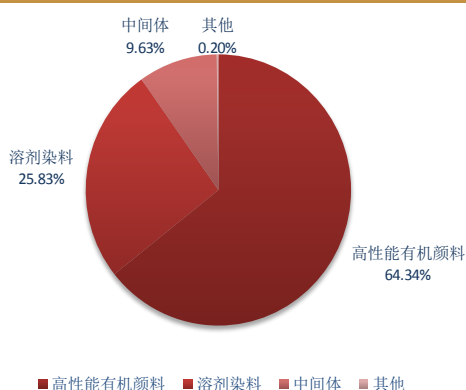
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司染料系列主要为溶剂染料，具体产品包括溶剂绿 5、溶剂红 195、溶剂橙 63、溶剂黄 98。公司溶剂染料主要由中间体 1,8-萘酐等原料深加工而成，主要应用于各种塑料、塑胶着色，具有很高的耐热温度，鲜艳的颜色和优异的耐光牢度。溶剂绿 5 是一支强绿光黄色油溶性荧光染料，具有优良的耐热性（1/3SD 下 PS 中耐热达 300℃）和耐光性，着色力高，荧光性强；适用于各种硬塑料、树脂等着色，可作为交通警示色，也可用于油品分色方面。溶剂红 195 为带有蓝光的红色油溶性染料，具优良的耐热性（1/3SD 下 PS 中耐热达 300℃）和耐光性，着色力高是其突出特点；主要用于 ABS、PC、PBT、PS、PVC、PP、PS、PET 塑料和橡胶等着色，尤其适用于超细旦纤维原浆着色。

公司生产的中间体系列包括 AABI、AMBI、1, 8-萘酐以及相关染料中间体等，主要应用于苯并咪唑酮系列等有机颜料的合成与生产。公司自产中间体保障公司有机颜料的供应稳定和质量稳定，提升了有机颜料的市场竞争力，并且产品纯度高，工艺先进，成本和“三废”均得到很好的控制。

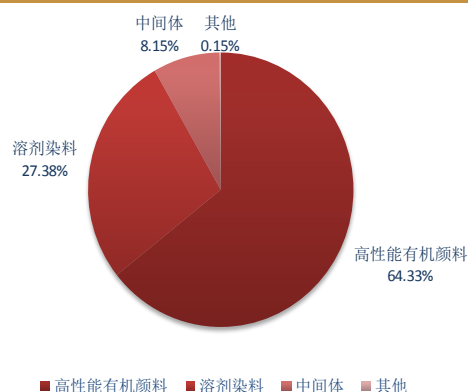
公司主营业务结构：公司的核心产品是高性能有机颜料，公司产品的收入结构和毛利结构基本保持一致。

图 3：公司营业收入结构（2018 年上半年）



数据来源：wind，西南证券整理

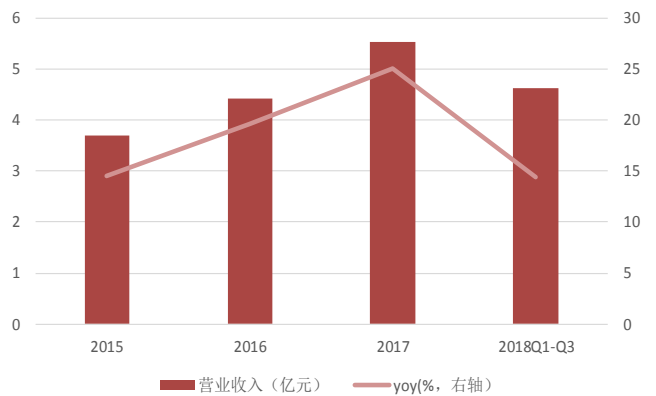
图 4：公司毛利结构（2018 年上半年）



数据来源：wind，西南证券整理

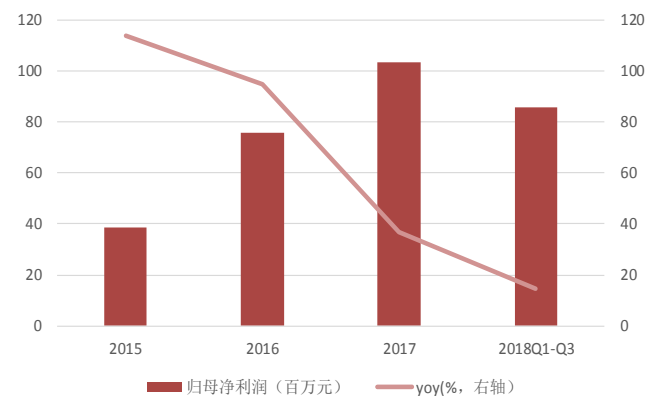
公司业绩情况：2014 年以来，公司的收入端持续增长，归母净利润也基本与收入端同向变化。公司的收入增长主要来自公司推出了部分新产品和新剂型，销售结构有所优化，另外，市场需求保持良好状态，主要产品的销售量明显增长。

图 5：公司营业收入变动



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司归母净利润变动



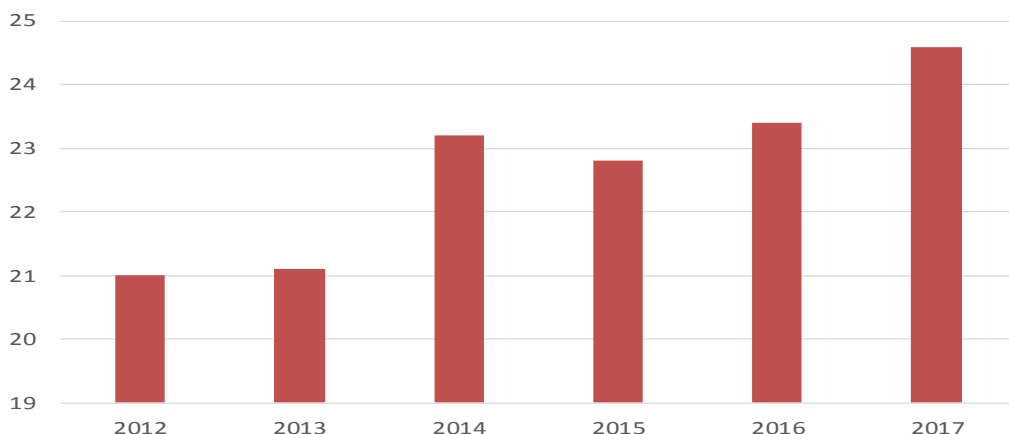
数据来源：wind，西南证券整理

2 行业分析：高性能有机颜料未来发展空间较大

根据中国染料工业协会统计数据，2014 年世界有机颜料行业总产量约 29.8 万吨，消费总量约 30.7 万吨，销售额约 30 亿美元。其中，偶氮类占总市场份额的 50%~55%，酞菁类约占 20%，高性能有机颜料（HPP）约占 25%~30%。偶氮类和酞菁类颜料由于价格竞争比较充分，行业利润较低，而高性能有机颜料保持较高利润。从全球各行业应用有机颜料情况来看，油墨行业占首位，约占总消费量的 55%~60%，涂料约占 20%，塑料加工行业约占 15%，其他（纺织、橡胶等）领域约占 5%~10%。

最近几年，有机颜料产量呈现持续增长趋势。2012~2013 年，有机颜料行业总产能在低位徘徊，2014 年出现大幅增长，主要与当年国内外经济环境趋稳、全球贸易逐渐回暖有关；2015 年，行业总产能再次出现下降趋势，主要与日趋严格的环保政策、产业升级、经济转型等宏观因素有关，行业集中度有所提升，高品质、高附加值的有机颜料逐渐成为市场供需的主流。2016 年，有机颜料完成产量 23.40 万吨，较 2015 年同期增长 2.60%，运行平稳，但行业仍面临“转方式、调结构”的经济大环境压力，也有节能减排、环境保护趋严的压力。

图 7：有机颜料产量持续增长



数据来源：中国染料工业协会，西南证券整理

未来，有机颜料有以下几点发展趋势和特点：

- (1) 世界有机颜料产业向亚洲转移，中国已成为世界经典有机颜料最大的生产国和出口国。
- (2) 对含有毒、有害物质产品的限用和禁用。
- (3) 安全环保意识推升高性能有机颜料的快速发展。
- (4) 高性能、环保型有机颜料是未来的发展趋势。
- (5) 发达国家成为有机颜料的主要市场。
- (6) 高性能有机颜料存在着产品多样、生产量相对较小的特点。
- (7) 产品升级换代，降低产品成本和提升性价比是趋势。

从盈利能力来看，在经典有机颜料、染料领域，由于其产品生产工艺简单，产品同质化较为严重，市场竞争激烈，因此产品毛利率普遍较低，大多数产品的毛利率在 15%-30%之间，少数产品能达到 40%。但其中具有较强实力的规模较大厂商，通过不断的工艺改良和扩大生产规模，实现规模经济，获得较好的盈利水平和持续的发展。高性能有机颜料由于其需要生产企业具有较高的研发水平和技术积累，进入该领域的门槛较高，因此市场竞争不如经典有机颜料领域激烈。同时，由于产品生产工艺复杂，生产周期较长，产量相对较少，因此高性能有机颜料拥有较高的毛利率水平，大多数高性能有机颜料产品的毛利率水平在 30%-50%之间。

表 3：经典有机颜料毛利率水平

产品名称	应用领域	市场地位	竞争状况	毛利率水平
单偶氮黄系列	主要用于涂料，少量用于塑料	经典颜料的重要产品，产能还在增加	多家厂商竞争	传统供应商 20%-35%，中国供应商略低
联苯胺黄系列	主要用于油墨，少量用于塑料，加热超过 200 度会产生对人体有害的二氯苯	万吨级产品，经典颜料的主流产品，全球产能过剩，大量产能在中国	多家厂商激烈竞争	传统供应商 15%-25%，中国供应商略低

产品名称	应用领域	市场地位	竞争状况	毛利率水平
β-萘酚色淀系列	主要用于油墨, 少量用于塑料和涂料	万吨级产品, 经典颜料的主流产品, 全球产能过剩, 大量产能在中国	多家厂商激烈竞争	传统供应商 15%-25%, 中国供应商略低
博纳色淀系列	主要用于油墨, 少量用于塑料和涂料	非常重要的经典颜料产品, 全球产能过剩, 大量产能在中国	巴斯夫及很多公司参与竞争	传统供应商 15%-30%, 中国供应商略低
色酚系列	主要用于油墨和涂料, 特别是油墨; 少量用于塑料	是中低档市场的重要产品, 全球产能过万吨(含高档产品约 3000 吨)	科莱恩是优势的传统供应商, 很多厂商参与竞争	传统供应商 25%-40%, 中国供应商略低
铜酞菁系列	用于油墨、塑料和涂料等所有领域, 包括经典和高性能颜料领域	市场上性价比最高的产品, 在其蓝色和绿色色区无可替代, 全球超过 8 万吨的年用量	巴斯夫是传统制造商, 很多中国、印度新兴厂商进入, 激烈竞争	传统供应商约 30%, 非传统供应商略低

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 4: 高性能有机颜料毛利率水平

产品名称	应用领域	市场地位	竞争状况	毛利率水平
吡咯并吡咯二酮 (DPP) 系列	涂料、塑料和油墨均有应用, 涂料更广	高性能有机颜料的重要产品, 全球超过 8000 吨的年产能	巴斯夫、先尼科是重要厂商, 其他厂商参与竞争	传统供应商 40%-50%, 中国供应商略低
喹吖啶酮系列 (主要产品 PV19)	涂料、塑料和油墨的高性能应用	高性能有机颜料的重要产品, 全球超过 4000 吨的年销量	巴斯夫、科莱恩、DIC 是主要制造商, 多家中国厂商兴起	传统供应商 40%-50%, 中国供应商略低
二噁嗪系列 (主要产品 PV23 和 PV37)	PV23 广泛应用于油墨、塑料和涂料, 特别是作为调色颜料	PV23 在油墨、塑料和涂料应用中有重要的市场地位, 特别在油墨应用中是几千吨级的产品, PV37 占领特殊市场, 全球超过 5000 吨产能	巴斯夫、科莱恩、DIC 是主要制造商, 中国多家公司参与竞争	传统供应商 40%-50%, 中国供应商略低
喹酞酮系列 (主要产品 PY138)	主要用于塑料 (PVC、工程塑料等)、涂料 (工业漆和汽车漆等) 和油墨的高性能着色	在绿色黄光区高性能应用有重要市场地位, 是千吨级产品	巴斯夫是主要供应商, 中国厂商参与竞争, 但质量稳定性不足	传统供应商 40%-50%, 中国供应商略低
偶氮缩合系列 (包括 PY155)	用于塑料、涂料和油墨的高性能应用, 特别在塑料应用广泛	代表性产品均属于市场上的重要产品, 每年几千吨的市场规模	巴斯夫、科莱恩是主要厂商, 七彩化学参与竞争	传统供应商 40%-50%, 中国供应商略低
苯并咪唑酮系列	用于塑料、涂料、油墨和化纤应用的几乎所有领域	非常重要的高性能有机颜料系列, 数千吨级产品, 黄色产品在涂料、红色产品在塑料和油墨应用中占据重要地位	科莱恩、七彩化学是主要, 其他中国厂商参与竞争	传统供应商 40%-50%, 中国供应商略低
异喹啉酮系列	用于塑料、涂料、油墨和化纤领域的所有应用, 与无机颜料配用替代铅铬黄颜料	PY139 是高性能有机颜料少数通用的标准化产品之一, 市场地位重要, 是千吨级市场产品	巴斯夫是主要厂商, 印度苏达山、七彩化学和先尼科等参与竞争	传统供应商 40%-50%, 中国供应商略低

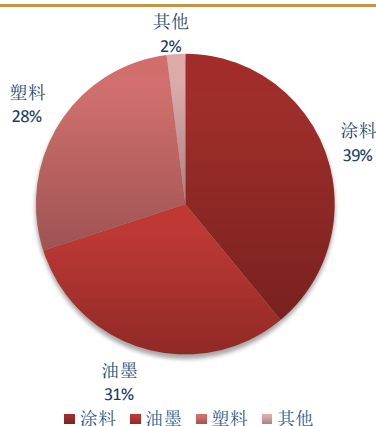
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

近年来，随着中国、印度等厂商的进入，经典有机颜料的产能逐步趋于饱和甚至过剩，产品价格和毛利率有所下降；高性能有机颜料由于研发和技术的门槛较高，下游涂料、塑料和油墨厂商更换颜料厂商比较谨慎，市场竞争程度相对较小，产能增加也相对有限，再加上中国对环境保护和安全生产的高度重视，供给侧改革持续推进，部分落后产能被淘汰，未来高性能有机颜料的毛利率水平会保持相对稳定。

高性能有机颜料是由不同的化学中间体和基础化工原料通过化学反应合成，主要原材料包括石油化工、基础化工和煤化工 3 大类，主要应用于涂料、油墨、塑料和橡胶等领域。原材料价格、下游产品需求和市场供给增加等因素对行业利润水平产生一定影响。

从下游需求来看，有机颜料作为着色剂，主要应用于油墨、涂料和塑料等领域，其中涂料行业用量最大，其次是油墨行业。

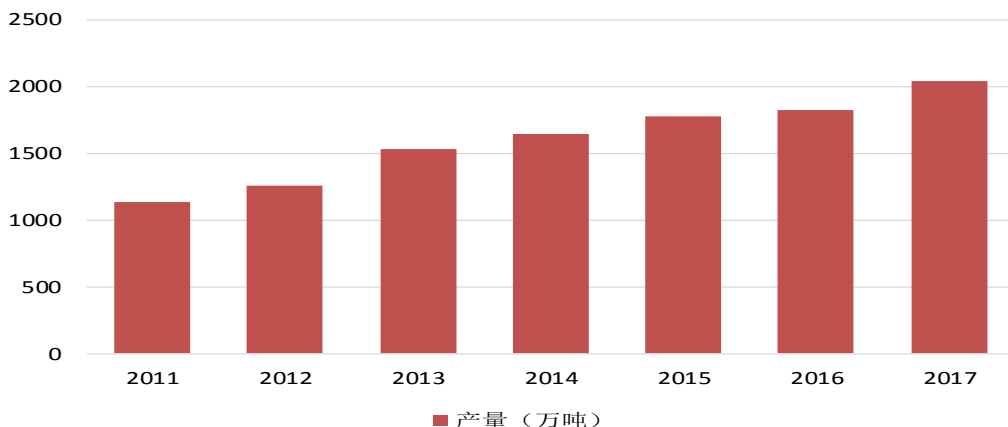
图 8：有机颜料产量持续增长



数据来源：招股说明书，西南证券整理

2011 年至 2017 年，我国涂料产量从 1137 吨增至 2036 吨，年均增长率约 13%，呈现增长-回落-增长的趋势，预期未来仍将保持一定的增长速度，主要是因为涂料下游行业（包括楼宇建筑物、汽车业及家具）稳定增长、保护性涂料及环保涂料的应用日趋广泛以及境内生产持续扩张所致。

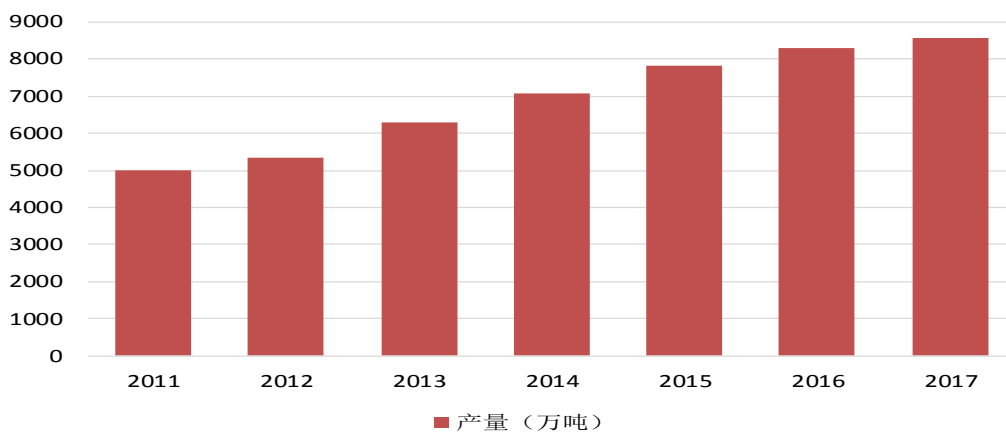
图 9：我国涂料产量



数据来源：招股说明书，西南证券整理

近年来，全球塑料产量从 2007 年的 2.60 亿吨增长至 2015 年的 3.22 亿吨，年均增速约 3%，2016 年全球塑料产量同比增长 3.22%，总体增长平稳。我国塑料制品起步晚，但是发展迅速。2005-2010 年间，我国塑料制品产量年均增长率高达 30%，高于同期 GDP 增速。2011 年后，塑料制品的增长率有所放缓。2011-2016 年，全国塑料制品产量从 4992 万吨增加到 8308 万吨，年均增长率约 13%，增速有所放缓。

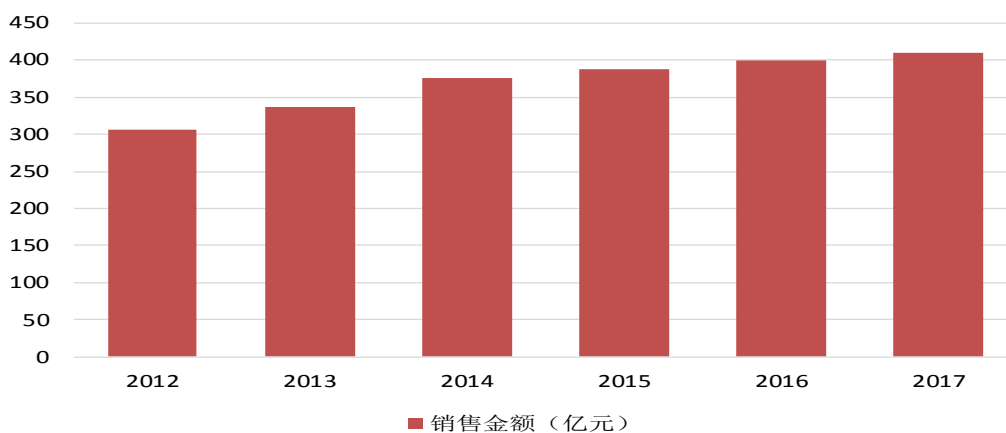
图 10：我国初级形态的塑料产量



数据来源：招股说明书，西南证券整理

油墨是一种由颜料微粒均匀分散在连接料中并具有一定黏性的流体物质。油墨主要由颜料、连接料和助剂构成。颜料约占油墨构成的 10%-20%，颜料决定油墨的颜色、着色力、色度，以及耐酸、耐碱、耐光、耐水等性能。油墨是经典有机颜料的主要应用领域，油墨与印刷互为依存、密不可分，主要应用于出版物印刷和包装印刷，近年来在电子产品和建筑装饰材料等领域也得到应用。包装行业的高速发展带动了包装装潢以及油墨行业的发展，尤其是食品包装业的发展扩大了高性能有机颜料市场规模。2017 年，我国油墨行业实现销售收入 409.43 亿元，同比增长 2.63%，近年来增速趋缓。油墨可用于纸张、金属、玻璃、塑料等多种媒介，广泛应用于出版物印刷、包装印刷、商务印刷。我国油墨行业与印刷业存在较大的正相关关系。

图 11：我国油墨行业销售收入



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 公司分析：掌握中间体，定位高端，走向国际

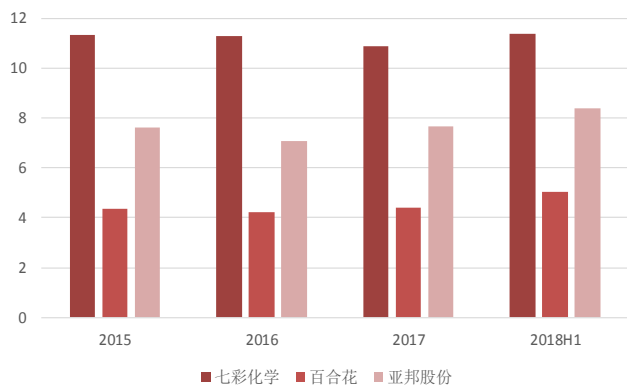
3.1 同行业对比

(1) 盈利能力分析：产品高端，盈利能力高于同行对手

公司主营业务为高性能有机颜料、溶剂染料及相关中间体的研发、生产与销售。

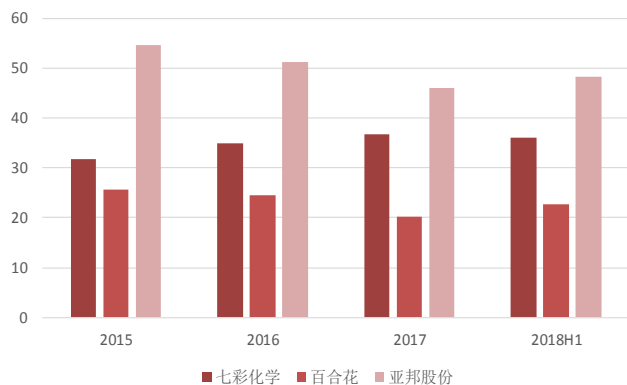
我们选取同样生产有机颜料百合花和生产蒽醌染料、溶剂染料的亚邦股份作为可比公司，从历史财务指标上，可以明显看到公司产品的单位价格高，盈利能力水平较高（亚邦股份的收入主要来自于蒽醌染料，溶剂染料收入占比很小，其实毛利率的可参照性较低），且受周期影响的波动较低，抗风险能力高。

图 12：产品单价对比（单位：万元/吨）



数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

图 13：毛利率对比（单位：%）



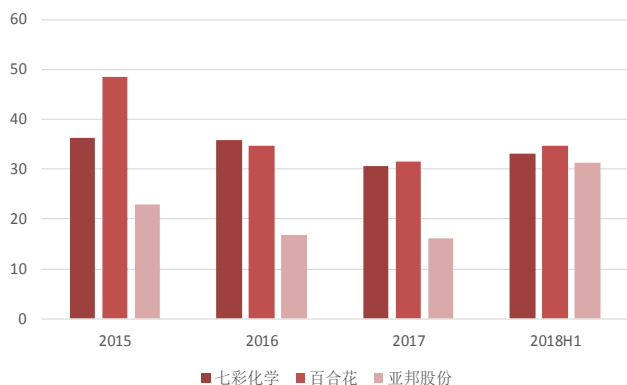
数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

未来，公司将不断加大高端有机颜料及中间体的投入，丰富品种，不断强化一体化优势。

(2) 偿债能力分析：偿债能力尚可

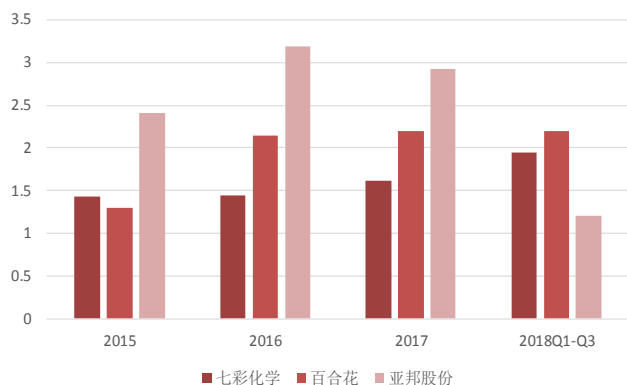
公司的负债主要是流动负债，流动负债占公司负债总额的比例在 90%以上，主要为短期借款。公司的偿债能力目前发展趋势良好，息税折旧摊销前利润和利息保障倍数不断提高，资产负债率还维持较低水平。

图 14：资产负债率对比（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

图 15：流动比率对比

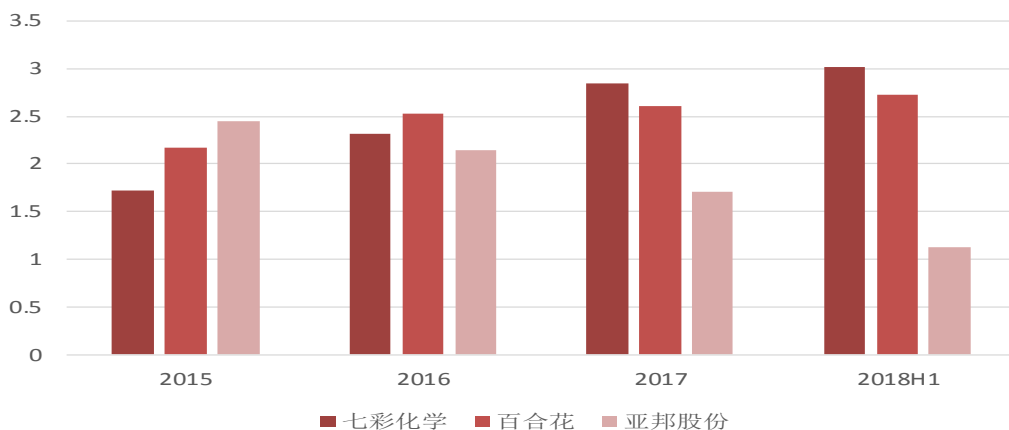


数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

(3) 周转能力分析：周转率提升

公司目前处于既有产能的成长期和爬升期，随着产销规模的逐步扩大，产能利用率提升，固定资产周转率相比于平稳发展的百合花，有所抬升，而亚邦股份由于募投项目逐步建成转固，同时收购了相关资产，营收变化不大，其固定资产周转率有所下降。

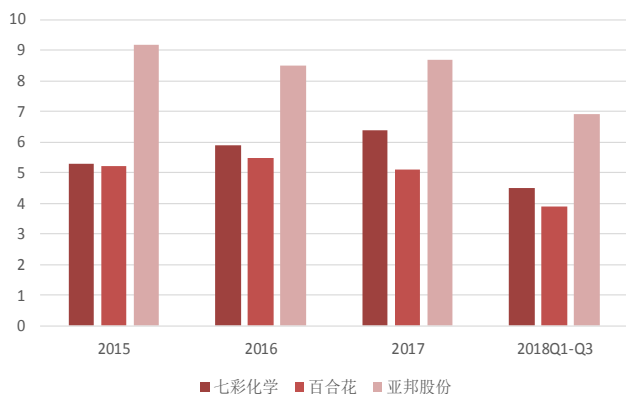
图 16：固定资产周转率对比



数据来源：wind，西南证券整理

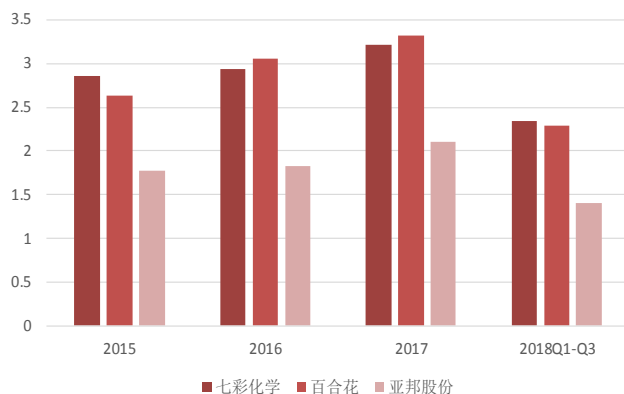
2015 年-2017 年，公司应收账款周转率和存货周转率逐步改善，公司目前处于快速发展期，随着公司应收规模的快速整张以及应收账款管理措施的有效执行，周转率水平逐步改善。

图 17：应收账款周转率对比



数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

图 18：存货周转率对比



数据来源：Wind 资讯，西南证券整理

3.2 业务分析：掌握中间体，定位高端

(1) 掌握中间体：一体化程度高，保障原料供应稳定，提升竞争力

公司的主要产品如苯并咪唑酮、偶氮缩合和异吡啶啉等系列高性能有机颜料产品均在上世纪 50-70 年代由巴斯夫等厂商开始工业化生产。半个多世纪以来，高性能有机颜料新产品、新结构的发明已经很少，未来研发技术趋势主要向着性价比最大化、成本最低化、应用性能最优化和环境友好型方向发展。

公司从事苯并咪唑酮系列产品的生产已有近 20 年的历史，是国内最早将苯并咪唑酮系列产品产业化的企业之一，经过 20 年的积累，发行人积累了丰富的工艺诀窍和生产经验，如溶剂回收套用、表面处理工艺、提高产品在介质中的分散性、不含联苯胺基团、减少“三废”排放、替代铅铬黄、提高产品收率和纯度、提高自动化水平等、加氢还原新工艺、开发水性产品等等。

过去，上游专用中间体一直是制约我国高性能有机颜料生产的重要因素，因为国内很多颜料厂商并不具备自己生产核心中间体的能力。公司利用自身有机合成能力较强的优势，选择国内没有专用中间体供应的高性能有机颜料优先开发，并通过多年的研究和摸索掌握了相关高性能有机颜料如苯并咪唑酮系列产品核心中间体如 AABI 等相关中间体的生产技术，并实现了量产。通过向产业链上游延伸，有效控制了从基础原料到最终成品的整条产业链条，有利于对核心中间体的品质进行有效控制，提升高性能有机颜料的质量稳定性，并且可以根据客户需要，在各个环节上调整生产工艺，提供个性化产品的同时，有效降低成本，提高产品的竞争力。近两年来，受环保核查的影响，部分化工行业、化工产品上游中间体供给不太稳定，中间体市场价格普遍大幅上涨，出现了由于部分中间体缺货导致下游产品陷入限产、停产的情形。

(2) 定位高端：虽然收入过不在第一集团，但盈利能力高

我国颜料行业目前存在 2 家大规模企业，十来家中等规模企业，公司定位仍然是以高性能有机颜料为主。以七彩化学、先尼科为代表的高性能有机颜料生产厂商虽然收入规模不在第一集团，但综合营业规模、产品发展前景和盈利能力，在高性能有机颜料行业具有重要地位，发行人在苯并咪唑酮系列高性能有机颜料、先尼科在 DPP 系列高性能有机颜料等具有举足轻重的地位。盈利能力详见之前的分析。

表 5：颜料行业企业

类别	公司名称	产品分类
两家较大规模企业	杭州百合花集团股份有限公司	以经典有机颜料为主
	常州北美颜料化学有限公司	经典有机颜料
十来家中等规模企业	七彩化学	高性能有机颜料，以苯并咪唑酮系列为主导产品
	先尼科化工（上海）有限公司	高性能有机颜料，以 DDP 系列为主
	南通海迪化工有限公司	高性能有机颜料，以二噁嗪紫为主
	南通争妍颜料化工有限公司	以高性能有机颜料为主
	上虞新利化工有限公司	包括经典有机颜料和高性能有机颜料
	上虞舜联化工有限公司	包括经典有机颜料和高性能有机颜料
	江苏五彩精细化工股份有限公司	以经典有机颜料为主
	浙江胜达祥伟化工有限公司	包括经典有机颜料和高性能有机颜料
	杭州新晨颜料有限公司	以经典有机颜料为主
	杭州红妍颜料化工有限公司	包括经典有机颜料和无机颜料
	浙江力禾集团有限公司	以经典有机颜料为主
	龙口联合化学有限公司	以经典有机颜料为主
	江苏丽王科技股份有限公司	包括经典有机颜料和高性能有机颜料
	上海捷虹颜料化工有限公司	包括经典有机颜料和高性能有机颜料
	双乐颜料股份有限公司	以无机颜料以及酞青为主

类别	公司名称	产品分类
众多小规模企业		以经典有机颜料为主

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 募投项目分析：未来两年进入资本开支高峰期

公司上市募集资金主要用于高超细旦聚酯纤维染色性、高光牢度溶剂染料及染料中间体清洁生产项目、高耐晒牢度有机颜料及系列中间体清洁生产项目（第一期）、高效清洁催化芳腈系列产品及高耐气候牢度有机颜料扩建项目（第一期）、高耐晒牢度高耐气候牢度有机颜料研发检测中心扩建项目、自动化与信息化扩建项目以及偿还银行贷款和补充流动资金等。

高超细旦聚酯纤维染色性、高光牢度溶剂染料及染料中间体清洁生产项目、高耐晒牢度有机颜料及系列中间体清洁生产项目（第一期）、高效清洁催化芳腈系列产品及高耐气候牢度有机颜料扩建项目（第一期）的实施将有助于扩大公司自产产能和提升自主生产能力；高耐晒牢度高耐气候牢度有机颜料研发检测中心扩建项目可提升公司的技术研发和科技创新能力，推出更加符合市场需求、环境要求的产品，提升产品品质、性能及附加值；自动化与信息化扩建项目将有助于提升公司生产车间的自动化控制生产水平和企业信息化综合管理水平，提高生产效率与管理协调效率；偿还银行贷款可以优化公司财务结构，降低财务费用，提升公司盈利水平；补充流动资金为公司实现业务发展目标提供了必要的资金来源，保证了公司生产经营和业务拓展的顺利开展，将有利于公司扩大业务规模。

表 6：首次公开发行股票募集资金扣除发行费用后投资项目及投资额度（单位：万元）

项目	项目投资总额	预计使用募集资金
高超细旦聚酯纤维染色性、高光牢度溶剂染料及染料中间体清洁生产项目	7000	7000
高耐晒牢度有机颜料及系列中间体清洁生产项目（第一期）	10000	10000
高效清洁催化芳腈系列产品及高耐气候牢度有机颜料扩建项目（第一期）	23000	23000
高耐晒牢度高耐气候牢度有机颜料研发检测中心扩建项目	5500	5500
自动化与信息化扩建项目	2500	2500
偿还银行贷款	8000	8000
补充流动资金	6000	6000
合计	62000	62000

数据来源：公司公告，西南证券整理

（1）高超细旦聚酯纤维染色性、高光牢度溶剂染料及染料中间体清洁生产项目

项目投资总额 7000 万元，其中固定资产投资 5795.13 万元，配套流动资金 1204.87 万元，项目建成后预计年产 300 吨溶剂染料及 2200 吨高性能染料中间体。公司预计，项目建成后年均销售收入 22032.00 万元，年均净利润 1396.81 万元，税后内部收益率 21.11%，税后投资回收期（包含建设期）为 6.51 年。

表 7：高超细旦聚酯纤维染色性、高光牢度溶剂染料及染料中间体清洁生产项目产品方案

类别	产品方案
溶剂染料	溶剂黄 98
	溶剂橙 63
高性能染料中间体	2-氯-5-甲基对苯二胺

类别	产品方案
	5-乙酰乙酰氨基苯并咪唑酮
	2, 2' -二氨基乙二醇二苯醚
	2-氨基对苯二甲酸二甲酯
	3-氨基-4-甲氧基-N-苯基苯甲酰胺
	1, 3-环己二甲胺
	1, 4-环己二甲胺

数据来源：公司公告，西南证券整理

(2) 高耐晒牢度有机颜料及系列中间体清洁生产项目（第一期）

项目拟建于鞍山市腾鳌经济开发区内的现有鞍山七彩化学股份有限公司厂区内，预计项目年产 700 吨有机颜料及 200 吨有机颜料专用中间体。项目总投资 10000 万元，其中固定资产投资 7300 万元，配套流动资金 2700 万元。公司预计，项目建成后年均销售收入 7825.50 万元，年均净利润 2190.83 万元，税后内部收益率 23.82%，税后投资回收期（包含建设期）为 6.52 年。

表 8：高耐晒牢度有机颜料及系列中间体清洁生产项目（第一期）产品方案

类别	产品方案
高性能系列有机颜料	颜料黄 155
	颜料黄 151
	颜料棕 41
有机颜料专用中间体	4-氯-1, 8 萘二甲酸酐
	4-溴-1, 8 萘二甲酸酐
	2-氯对苯二胺

数据来源：公司公告，西南证券整理

(3) 高效清洁催化芳腈系列产品及高耐气候牢度有机颜料扩建项目（第一期）

项目拟建于鞍山七彩化学股份有限公司厂区内，预计项目年产有机颜料 2500 吨，中间体 5000 吨。项目总投资 23000 万元，其中固定资产投资 16500 万元，配套流动资金 6500 万元。公司预计，本项目建成后年均销售收入 42067.20 万元，年均净利润 5737.86 万元，税后内部收益率 26.06%，税后投资回收期（包含建设期）为 5.88 年。

表 9：高效清洁催化芳腈系列产品及高耐气候牢度有机颜料扩建项目（第一期）产品方案

类别	产品方案
溶剂染料	颜料黄 139
	颜料黄 185
中间体	巴比妥酸
	邻氯苯腈
	邻苯二腈
	对苯二腈

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司募投项目在 2019-2021 年分别逐步投产，产能在 2019-2021 年逐步释放，中间体产品外销+自用。项目投产第一年，开工率 20%，投产第二年，开工率 50%；

假设 2：2018-2020 年，高性能有机颜料产品销量分别为 3000 吨、3690 吨、4330 吨，溶剂染料销量分别为 500 吨、560 吨、620 吨，中间体销量分别为 1800 吨、2300 吨、4000 吨；

假设 3：公司在研发上持续投入，研发支出占销售收入比例维持 4%。

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 10：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	552.8	610.1	729.2	933.5
	增速	25.1%	10.4%	19.5%	28.0%
	成本	350.1	382.0	452.8	581.1
	毛利率	36.7%	37.4%	37.9%	37.8%
高性能有机颜料系列	收入	362.45	402.56	486.37	612.11
	增速	18.0%	11.1%	20.8%	25.9%
	成本	224.93	249.59	299.12	374.61
	毛利率	37.9%	38.0%	38.5%	38.8%
溶剂染料系列	收入	127.33	139.50	156.80	174.22
	增速	63.1%	9.6%	12.4%	11.1%
	成本	78.25	85.10	94.08	102.79
	毛利率	38.5%	39.0%	40.0%	41.0%
中间体	收入	59.81	64.80	82.80	144.00
	增速	9.2%	8.3%	27.8%	73.9%
	成本	43.76	47.30	59.62	103.68
	毛利率	26.8%	27.0%	28.0%	28.0%
其他	收入	3.19	3.19	3.19	3.19
	增速	62.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	3.15	0.00	0.00	0.00
	毛利率	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 6.1、7.3 和 9.3 亿元，归母净利润分别为 1.1、1.3 和 1.7 亿元，EPS 分别为 0.99、1.22 和 1.57 元，对应 PE 分别为 48、39 和 30 倍。

我们选取了行业中与七彩化学业务最为相近的 3 家公司，2018 年 3 家公司平均 PE 为 33.4 倍，2019 年平均 PE 为 24.9 倍。

结合目前七彩化学的业务布局和投产节奏，考虑到公司产品定位高端，与国际颜料龙头直面竞争，另外还具备中间体一体化优势，未来成长空间巨大，而可比公司相对普通，与七彩化学在产品上存在较大的差距，因此给予公司 2019 年 45-55 倍的估值水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
603826.SH	坤彩科技	17.12	0.33	0.39	0.58	0.79	46.95	36.23	29.42	21.74
603823.SH	百合花	25.22	0.59	0.84	1.20	1.44	42.75	30.02	21.02	17.51
603360.SH	百傲化学	26.06	0.75	0.77	1.08	1.37	34.74	33.97	24.20	19.02
平均值							41.48	33.41	24.88	19.42

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

安全环保风险，新项目建成及投产进度或不及预期的风险。

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	552.75	610.05	729.16	933.52	净利润	103.38	105.62	130.44	167.45
营业成本	350.09	381.99	452.82	581.08	折旧与摊销	29.75	37.43	52.97	71.24
营业税金及附加	7.87	8.63	10.35	13.23	财务费用	8.07	6.10	7.29	9.34
销售费用	27.55	33.55	40.10	51.34	资产减值损失	-1.12	6.00	6.00	6.00
管理费用	39.93	48.80	58.33	74.68	经营营运资本变动	-19.88	-33.02	-34.26	-74.22
财务费用	8.07	6.10	7.29	9.34	其他	-47.96	-2.58	-3.74	-4.56
资产减值损失	-1.12	6.00	6.00	6.00	经营活动现金流净额	72.24	119.55	158.70	175.25
投资收益	0.45	0.00	0.00	0.00	资本支出	-19.25	-150.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	8.02	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	-11.23	-150.00	-250.00	-250.00
营业利润	121.88	124.98	154.27	197.85	短期借款	-29.19	76.23	131.62	130.61
其他非经营损益	-0.06	-0.72	-0.81	-0.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	121.82	124.26	153.46	197.00	股权融资	3.54	0.00	0.00	0.00
所得税	18.44	18.64	23.02	29.55	支付股利	-56.00	-20.68	-21.12	-26.09
净利润	103.38	105.62	130.44	167.45	其他	-14.96	-6.14	-7.29	-9.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-96.61	49.42	103.21	95.19
归属母公司股东净利润	103.38	105.62	130.44	167.45	现金流量净额	-35.87	18.96	11.91	20.44
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	42.04	61.01	72.92	93.35	成长能力				
应收和预付款项	131.52	159.51	183.02	235.19	销售收入增长率	25.06%	10.37%	19.53%	28.03%
存货	109.71	119.71	139.90	181.10	营业利润增长率	39.78%	2.54%	23.44%	28.25%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	36.63%	2.16%	23.50%	28.37%
长期股权投资	20.16	20.16	20.16	20.16	EBITDA 增长率	26.86%	5.51%	27.31%	29.78%
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	219.27	332.96	531.11	710.99	毛利率	36.66%	37.38%	37.90%	37.75%
无形资产和开发支出	37.15	36.20	35.26	34.32	三费率	13.67%	14.50%	14.50%	14.50%
其他非流动资产	31.17	31.00	30.82	30.64	净利率	18.70%	17.31%	17.89%	17.94%
资产总计	591.01	760.54	1013.19	1305.76	ROE	25.23%	21.35%	21.60%	22.47%
短期借款	120.81	197.04	328.66	459.27	ROA	17.49%	13.89%	12.87%	12.82%
应付和预收款项	46.61	54.22	64.19	81.65	ROIC	23.38%	19.61%	18.00%	17.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.89%	27.62%	29.42%	29.83%
其他负债	13.90	14.64	16.37	19.51	营运能力				
负债合计	181.31	265.90	409.22	560.44	总资产周转率	0.96	0.90	0.82	0.81
股本	80.00	106.68	106.68	106.68	固定资产周转率	2.84	2.32	1.69	1.50
资本公积	117.41	90.73	90.73	90.73	应收账款周转率	6.11	5.71	5.89	6.10
留存收益	212.29	297.23	406.55	547.91	存货周转率	3.21	3.33	3.46	3.59
归属母公司股东权益	409.70	494.65	603.96	745.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	57.39%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	409.70	494.65	603.96	745.32	资产负债率	30.68%	34.96%	40.39%	42.92%
负债和股东权益合计	591.01	760.54	1013.19	1305.76	带息债务/总负债	66.63%	74.10%	80.31%	81.95%
					流动比率	1.61	1.31	0.98	0.92
					速动比率	0.99	0.85	0.63	0.59
					股利支付率	54.17%	19.58%	16.19%	15.58%
					每股指标				
					每股收益	0.97	0.99	1.22	1.57
					每股净资产	3.84	4.64	5.66	6.99
					每股经营现金	0.68	1.12	1.49	1.64
					每股股利	0.52	0.19	0.20	0.24
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	159.70	168.51	214.53	278.42					
PE	48.90	47.87	38.76	30.19					
PB	12.34	10.22	8.37	6.78					
PS	9.15	8.29	6.93	5.42					
EV/EBITDA	24.05	30.64	24.62	19.37					
股息率	1.11%	0.41%	0.42%	0.52%					

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 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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn