

## 公司研究

## 30万吨高端新材料项目战略合作协议签订，高性能有机颜料龙头迈向新台阶

## ——七彩化学（300758.SZ）动态跟踪报告

## 要点

**事件：**6月17日晚，公司发布公告宣布与山东鲁泰化学有限公司（下称“鲁泰化学”）签订《新建30万吨/年高端化工新材料及其单体项目战略合作协议》，预计投资50-60亿元，新建高性能聚氨酯材料、芳纶材料、特种尼龙材料及其单体等项目。

**定向增发落地配合大手笔回购，彰显公司信心。**2021年5月19日公司定向增发股票上市，募集资金总额5.93亿元，由控股股东惠丰投资及其实际控制人徐惠祥全额认购，其中2.2亿元资金将用于建设“高色牢度高光牢度有机颜料及其中间体清洁生产一期项目”。2021年5月24日公司发布公告拟用自有资金回购公司股份，回购资金总额为5000万元至1亿元。本次定增以及回购充分展现了公司控股股东及管理层对于公司内在价值的肯定和未来发展前景的坚定信心。

**高性能有机颜料业务飞速发展，产能持续扩张。**公司2020年高性能有机颜料业务营收同比大幅增长69%，同时2021Q1颜料行业景气度走高，下游需求旺盛助力公司2021Q1取得超预期业绩。公司前期IPO募投项目部分已于2020年建成投产，2021年内剩余募投项目也将逐步完成，建设完成后公司精细化工品整体产能大幅增加，待得产能完全释放公司业绩将实现一倍以上增长。另外公司定增项目也在持续推进中，预计2022年建成投产。

**战略合作项目官宣，正式进军新材料领域。**公司与鲁泰化学签订《战略合作协议》，将以氯碱/氨产业循环为主线，投资建设高性能聚氨酯、芳纶和特种尼龙材料及其单体。项目预计总投资50-60亿元，其中一期项目投资为20-25亿元，占地面积为180亩。公司在新材料领域早有布局，此前在2019年和2020年公司分别利用自有资金出资2000万元和1000万元投资新材料产业基金，挖掘新能源材料、电子化学品、特种塑料、轻量化材料等领域的极具潜力的标的，寻求合作伙伴。

**盈利预测、估值与评级：**公司是高性能有机颜料行业龙头企业，前期IPO募投项目建设进度进展顺利符合预期，叠加新的定增项目推进，我们认为公司将保持较高业绩增速。我们维持公司2021年的盈利预测，上调公司2022年盈利预测，并新增公司2023年的盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为2.61/3.44（上调3.7%）/4.60亿元，折算EPS分别为1.08/1.43/1.91元/股。我们持续看好公司在高性能有机颜料行业的持续发展，以及未来在新材料领域的拓展，仍维持公司“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧风险，项目进展不及预期风险，下游需求不及预期风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	694.58	1,008.30	1,542.06	2,043.06	2,735.17
营业收入增长率	13.69%	45.17%	52.94%	32.49%	33.88%
净利润（百万元）	108.10	175.46	261.45	344.42	459.94
净利润增长率	2.58%	62.31%	49.01%	31.73%	33.54%
EPS（元）	1.01	0.91	1.08	1.43	1.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.59%	14.29%	12.60%	14.48%	16.52%
P/E	23	25	21	16	12
P/B	2.2	3.6	2.7	2.3	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-06-17 注：2019年年末总股本为1.07亿股，2020年年末总股本为1.92亿股，2021年定增后目前总股本为2.41亿股

## 买入（维持）

当前价：23.06元

## 作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005  
010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

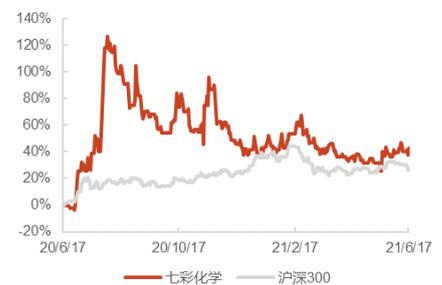
执业证书编号：S0930517050005  
010-57378026

zhaond@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.41
总市值(亿元)	55.67
一年最低/最高(元)	15.49/36.54
近3月换手率	77.63%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.58	1.03	16.15
绝对	8.98	1.05	43.14

资料来源：Wind

## 相关研报

高性能有机颜料带动业绩增长，关注新材料板块布局——七彩化学（300758.SZ）2020年度业绩预告点评（2021-01-10）

成立子公司布局高端新材料，定增批文落地期待新产能——七彩化学（300758.SZ）布局新材料产业及获得增发批文点评（2020-11-15）

环保升级拓展有机颜料市场空间，公司有望迎来高速发展——七彩化学（300596.SZ）2020年半年度业绩预告点评（2020-07-16）

## 目 录

1、 颜料行业领先企业，稳步推进新材料产业布局 .....	4
1.1、 公司系国内重要高性能有机颜料生产商.....	4
1.2、 重视研发投入，深化主业技术.....	5
2、 环保政策加持，高性能有机颜料业务前景广阔 .....	6
2.1、 环保要求日益严格，推动行业绿色转型；国家淘汰落后产能，利好高端颜料产品.....	6
2.2、 传统应用市场前景良好，同时积极开拓新型市场.....	8
2.3、 落后产能逐步淘汰，高端产品需求向好.....	9
3、 募投产能项目进展顺利，新材料布局铸就未来成长.....	10
3.1、 前期募投项目推进顺利，产能释放后迎成倍增长.....	10
3.2、 签订战略协议，正式进军新材料领域 .....	12
4、 盈利预测.....	13
5、 风险分析.....	14

## 图目录

图 1: 公司股权结构.....	4
图 2: 公司 2015-2021Q1 营收情况及增长率 .....	4
图 3: 公司 2015-2021Q1 归母净利润及增长率.....	4
图 4: 2014-2020 年公司各业务毛利率水平 .....	5
图 5: 2014-2020 年公司营收结构 .....	5
图 6: 公司及可比公司 2015-2020 年资产负债率情况 .....	5
图 7: 公司研究人员数量 (人) 及占比.....	6
图 8: 公司研发投入总额及占比逐步提升 .....	6
图 9: 2014-2020 年中国油墨表观需求量.....	8
图 10: 2012-2019 年中国涂料行业产量规模 .....	8
图 11: 公司产品在柔性电子和液晶显示等领域的新应用.....	9
图 12: 2013-2018 年国内有机颜料产量 (万吨) .....	9
图 13: 2017-2020 年中国颜料进出口额 .....	10
图 14: 2015-2018 年中国有机颜料进出口单价 .....	10
图 15: 公司精细化工品产能 .....	11
图 16: 分宜川流长枫新材料投资合伙企业股东持股比例 .....	13
图 17: 绍兴上虞易丰一期股权投资合伙企业股东持股比例.....	13

## 表目录

表 1: 高性能有机颜料与经典颜料性能对比.....	7
表 2: 七彩化学高性能有机颜料各系列特点.....	7
表 3: 国家近期行业相关标准.....	7
表 4: 国家近期行业相关政策.....	8
表 5: 七彩化学募集资金承诺项目情况.....	10
表 6: 七彩化学产能项目产品方案及盈利能力 .....	11
表 7: 国际大型厂商有机颜料毛利率水平 .....	12
表 8: 关键项目预测 (万元) .....	14

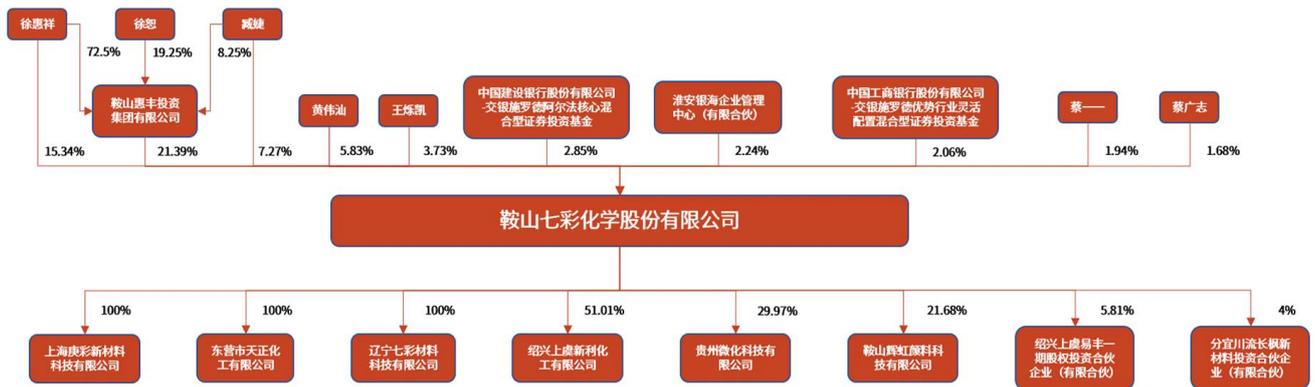
# 1、 颜料行业领先企业， 稳步推进新材料产业布局

## 1.1、 公司系国内重要高性能有机颜料生产商

鞍山七彩化学股份有限公司成立于 2006 年 6 月， 主营高性能有机颜料、 溶剂颜料及相关中间体的研发、 生产和销售， 是中国重要的高性能有机颜料生产商。 公司地处辽宁鞍山， 位于沈大黄金经济带的重要支点， 辽宁省也一直是我国重要的石化产业基地， 精细化工产业基础雄厚、 原料资源丰富， 公司拥有显著的区位优势。

公司于 2019 年 2 月登陆创业板， 公司控股股东为惠丰投资， 持股比例达 21.39%， 实际控制人及其一致行动人为徐惠祥、 臧婕和徐恕。 2021 年 5 月公司向控股股东惠丰投资及其实际控制人徐惠祥分别定向增发约 1234 万股和 3703 万股， 共募集资金 5.93 亿元。 此外， 公司于 2021 年 5 月 24 日披露股份回购方案， 拟用自有资金回购公司 5000 万元至 1 亿元的股份。 本次定增以及回购充分展现了公司控股股东及管理层对于公司内在价值的肯定和未来发展前景的坚定信心。

图 1： 公司股权结构



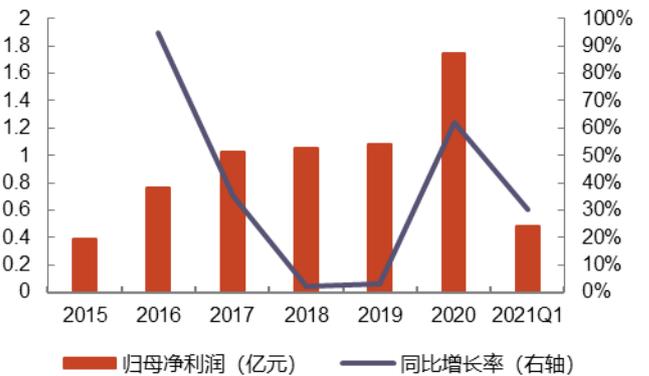
资料来源：iFinD， 光大证券研究所整理， 数据截至 2021.05.21

图 2： 公司 2015-2021Q1 营收情况及增长率



资料来源：iFinD， 光大证券研究所整理

图 3： 公司 2015-2021Q1 归母净利润及增长率

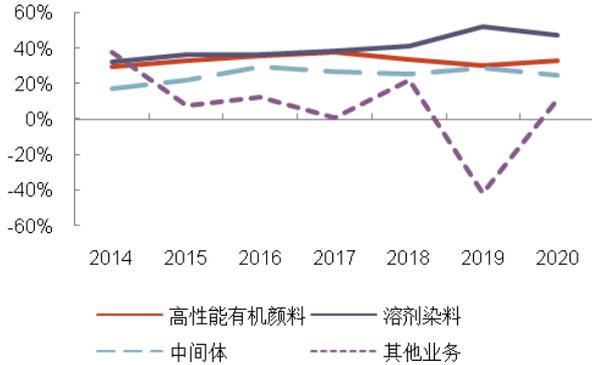


资料来源：iFinD， 光大证券研究所整理

**颜料行业领先企业， 盈利能力逐年增强。** 近年来， 颜料行业景气度持续走高， 下游客户使用高性能有机颜料替代含铅颜料的 市场需求持续向好， 公司作为国内

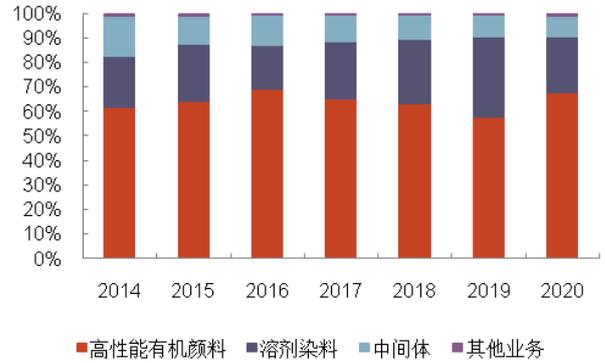
颜料行业的领先企业，营业收入和归母净利润持续上升。得益于前期募投项目的部分投产，2020 年公司实现营业收入 10.08 亿元，归母净利润 1.75 亿元，分别同比增长 45.17%、62.31%。公司高性能有机颜料产品自 2014 年来营收占比明显增高，2020 年高性能有机颜料系列营收占比达 67.87%，毛利率达 33.07%。其他业务方面，2020 年溶剂染料系列毛利率达 47.58%，中间体毛利率达 24.67%，其他业务毛利率达 11.66%。

图 4：2014-2020 年公司各业务毛利率水平



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理

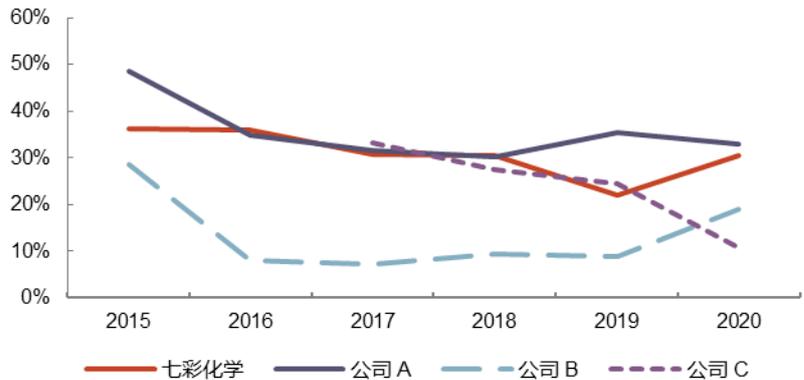
图 5：2014-2020 年公司营收结构



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理

**资产结构稳健，盈利能力突出。**近年来，得益于公司良好的投融资决策，2015-2019 年公司资产负债率稳健下行。2020 年公司举借大额短期借款以推动新材料产业布局，提高公司现金利用效率的同时发展新的盈利增长点，因此资产负债率回升至 30.58%。公司存货周转率保持稳步上升趋势，已基本赶上同行业可比公司，2020 年公司存货周转率达 3.40。基于公司正确的发展战略和企业管，公司净资产收益率 (ROE) 一直处于较好的水平，2020 年公司 ROE 达 14.90%。

图 6：公司及可比公司 2015-2020 年资产负债率情况



资料来源：iFinD，光大证券研究所整理

## 1.2、 重视研发投入，深化主业技术

2020 年研发投入达 5123 万元，占营业收入的 5.08%，同比增长 64.7%。2020 年公司为 2021 年陆续投产的几个重要项目提前储备人才，研发人员数量达 151 人，占员工总数的 14.76%。

**深耕颜料行业二十余年，掌握多项核心技术。**公司可依托国家博士后科研工作站、省级研发中心、省级工程技术中心、省级产业专业技术创新平台等研发平台。目前，公司已拥有超过 20 年的行业经验，积累了大量的技术优势。在核心

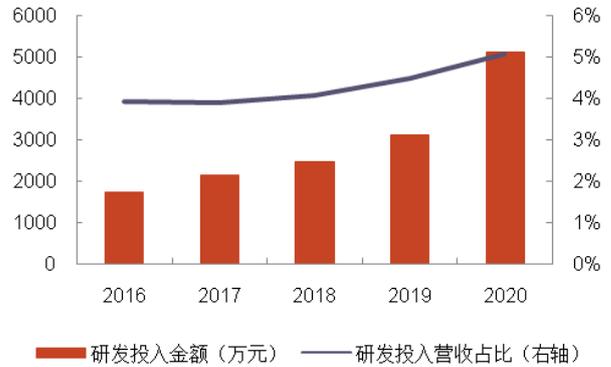
技术方面，七彩化学拥有包括红色大分子颜料清洁的生产工艺、ASBI 合成技术等在内的 8 项主要产品核心技术、6 项中间体核心技术。同时，公司在苯并咪唑酮系列产品生产上拥有国际领先技术，在偶氮缩合系列与溶剂染料系列均掌握国内领先的生产技术，还可自行合成技术难度较高的 AABI、ASBI、AMBI 等中间体，系部分产品唯一的国内生产商。由于公司向上游的中间体产业链延伸，因此能够有效减少上游供应链波动对公司的影响，保证公司产品质量与产量稳定。

图 7: 公司研究人员数量 (人) 及占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 8: 公司研发投入总额及占比逐步提升



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理

**公司积极开展对外合作，深化布局新工艺、新材料。**2020年5月，七彩化学与辽宁科技大学共建精细有机新材料研究院，双方将在绿色催化剂技术、绿色有机中间体及特种材料单体生产工艺、有机-无机复合材料等方面开展研究合作。此举有助于公司向新材料行业挺进，开拓新的市场。2019年12月，七彩化学与大连理工大学王植源教授的项目团队签署了为期十五年的战略合作协议。双方拟建立联合研究平台，推进特种高分子材料及材料单体的单元反应技术的研发与应用。除上述合作之外，七彩化学还与多个高校及研究院开展合作关系，推动人才培养与技术成果转化。

## 2、环保政策加持，高性能有机颜料业务前景广阔

目前国家为推动产能升级与产品绿色转型，已出台了多个环保与行业政策，公司为相关政策的受益方。产品需求方面，公司高性能有机颜料属高端颜料产品，在传统应用领域拥有广阔的市场前景，并开拓柔性电子等新应用领域。

### 2.1、环保要求日益严格，推动行业绿色转型；国家淘汰落后产能，利好高端颜料产品

**相比于无机颜料与经典有机颜料，高性能有机颜料绿色环保、牢度性能优良。**颜料可分为无机颜料和有机颜料。无机颜料发现和应用较早，通常为有色金属氧化物或金属盐，虽然其牢度性能较强，但由于含有铅、铬、镉、汞等重金属而毒性较大。故食品、油漆等应用领域都在寻求无机颜料的替代方案。相较于无机颜料，有机颜料拥有更宽的色谱且更加鲜艳明亮，是理想的替代方案之一。有机颜料又可进一步分为经典有机颜料和高性能有机颜料。由于经典有机颜料通常面临着热稳定性、耐候性差等问题，因此高性能有机颜料越来越受到重视。

表 1: 高性能有机颜料与经典颜料性能对比

应用场景	性能	高性能有机颜料	经典有机颜料
应用于涂料、油墨	耐温 (°C)	300	200
	耐晒牢度	6-8 级	5 级
	耐酸碱性 (PH)	4-10	6-8
	抗絮凝特性及使用安全性	良好、绿色环保	欠佳、含联苯胺结构者有分解出致癌物的可能
应用于塑料	耐温 (°C)	250-300	200
	耐晒牢度	8 级	5 级
	耐酸碱性 (PH)	4-12	6-8
	抗断裂性	800N	500N
	使用寿命 (年)	5-8	3

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

**公司高性能有机颜料多项性能优异。**公司主攻四类高性能有机颜料: 苯并咪唑酮系列、偶氮缩合系列、偶氮颜料系列以及异吲哚啉系列。公司的高性能有机颜料产品不含有重金属以及易分解出致癌物的联苯胺结构, 因此可广泛应用于食品包装、儿童玩具、餐具等对安全性要求较高的产品上。同时, 公司高性能有机颜料在安全环保的基础上展现出了更优异的耐性, 能够承受更高的加工温度、适用于多种材质表面, 并可在户外等恶劣环境下使用, 有效克服了无机颜料和经典有机颜料的缺点。

表 2: 七彩化学高性能有机颜料各系列特点

产品系列	耐迁移性	耐光性	耐酸碱性	耐溶剂性	流变性与分散性	耐候性	耐热性	主要应用场景	颜色区间
苯并咪唑酮系列	优异	良好	优异 (PY151 除外)	优异	良好	一般 (黄色产品应用于涂料时良好)	产品间有差异	涂料、塑料、油墨	绿光黄、橙到蓝光红、紫
偶氮缩合系列	优异	优异	良好	良好	良好	良好	优异	涂料、塑料、油墨	绿光黄到红光蓝、棕色
异吲哚啉系列	良好	良好	一般	良好	良好	一般 (应用于涂料时良好)	良好	涂料、塑料、油墨、化纤	绿光黄、红光黄
偶氮颜料系列	良好	良好	良好	良好	良好	良好	良好	塑料、油墨	黄色

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

**国家环保政策收紧, 客户更加注重环保与健康, 利好绿色环保型涂料。**目前国家对颜料下游应用领域的环保要求日益严格, 国家市场监督管理总局 (国家标准化管理委员会) 于 2020 年 3 月公布了《木器涂料中有害物质限量》等 7 项国家标准。其主要限定了各类用途下涂料、油墨、胶粘剂等产品中 VOCs、甲苯、重金属等有害物质的含量。此外, 颜料、涂料行业内的供给侧改革也在持续推进中, 落后产能将逐渐被淘汰, 行业将向环境友好、低 VOCs 方向转型。此举有利于淘汰落后颜料产品, 让出市场份额。在需求方面, 随着下游消费者环保意识的提升和消费水平的提高, 绿色环保颜料的市場有望进一步拓展。考虑到传统的含铅、含铬颜料易对环境与生物造成危害, 而七彩化学开发的高性能有机颜料绿色环保, 可作为铅铬颜料的替代品。可以看出, 我国当前的环保政策、行业政策与市场偏好都更青睐高性能有机颜料, 这将推动我国颜料市场结构逐渐向发达国家靠拢, 有利于公司未来发展。

表 3: 国家近期行业相关标准

国家标准名称	实施日期
《木器涂料中有害物质限量》	2020-12-01
《建筑用墙面涂料中有害物质限量》	2020-12-01

《车辆涂料中有害物质限量》	2020-12-01
《工业防护涂料中有害物质限量》	2020-12-01
《胶粘剂挥发性有机化合物 (VOCs) 含量的限值》	2020-12-01
《油墨中可挥发性有机化合物 (VOCs) 含量的限值》	2021-04-01
《清洗剂挥发性有机化合物含量限值》	2020-12-01

资料来源: 国家市场监督管理总局, 光大证券研究所整理

表 4: 国家近期行业相关政策

国家政策名称	发布或实施日期	相关内容
《产业发展与转移指导目录 (2018 年本)》	2018-12-20	鼓励辽宁省鞍山市承接不含致癌芳胺的染料、颜料和绿色涂料
《关于提高部分产品出口退税率的公告》	2020-03-20	有机颜料及制品和部分染料中间体出口退税率提高到了 13%
《产业结构调整指导目录 (2019 年本)》	2020-01-01	鼓励低 VOCs 的环境友好型、资源节约型涂料
《低挥发性有机化合物含量涂料产品技术要求》	2018-12-29	推动涂料、涂装行业绿色转型
《重点行业挥发性有机物综合治理方案》	2019-06-26	要求从源头上减少 VOCs: 鼓励低 VOCs 的油墨、涂料、胶粘剂

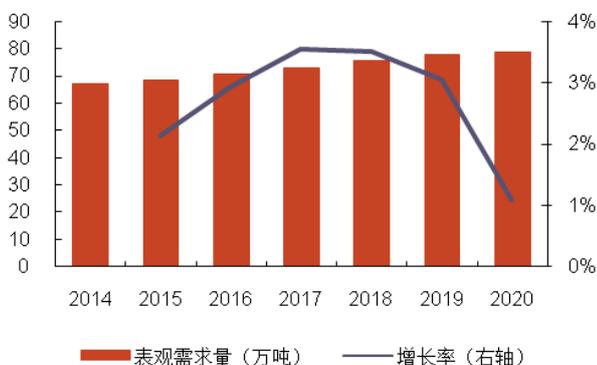
资料来源: 《2019 年涂料颜料行业相关重点政策法规》(齐祥昭等), 光大证券研究所整理

## 2.2、传统应用市场前景良好，同时积极开拓新型市场

公司产品应用领域广阔。公司高性能有机颜料的主要应用场景包括油墨、涂料与塑料三大类。油墨适用于装饰纸墨水、喷绘墨水、包装油墨等高端印刷领域。涂料的应用范围包括车辆、工业、建筑、玩具和电子消费品等；公司产品在应用于塑料行业时，其高性能有机颜料可为工程塑料、通用塑料以及纺织纤维着色。根据 2016 年数据，全球有机颜料在油墨领域的销售量占比虽然高达 65%但其销售金额占比仅为 39%，而塑料和涂料则与之相反。借此可以推断，塑料与涂料市场所需产品的销售价较高，而油墨产品的售价较低。

油墨、涂料与塑料三大应用领域均有良好的市场前景。中国油墨行业的表现需求量逐年攀升，从 2014 年的 67.24 万吨增至 2020 年的 78.9 万吨，CAGR 约为 2.7%。涂料行业 2019 年的产量达到了 2409 万吨，较 2012 年的产量增加了约一倍。另据智研咨询预测，2021-2026 年国内塑料行业的市场规模也将保持良好的增长态势，2026 年预计将达到 1.80 万亿元，较 2021 年的 1.68 万亿元增长约 7.4%。因此，公司产品的三大传统应用市场都具备可观的增长空间。除上述三大传统应用场景之外，七彩化学也在拓展柔性电子、液晶显示器等新应用领域，此举有助于进一步扩展市场，为未来可持续发展打下基础。

图 9: 2014-2020 年中国油墨表现需求量



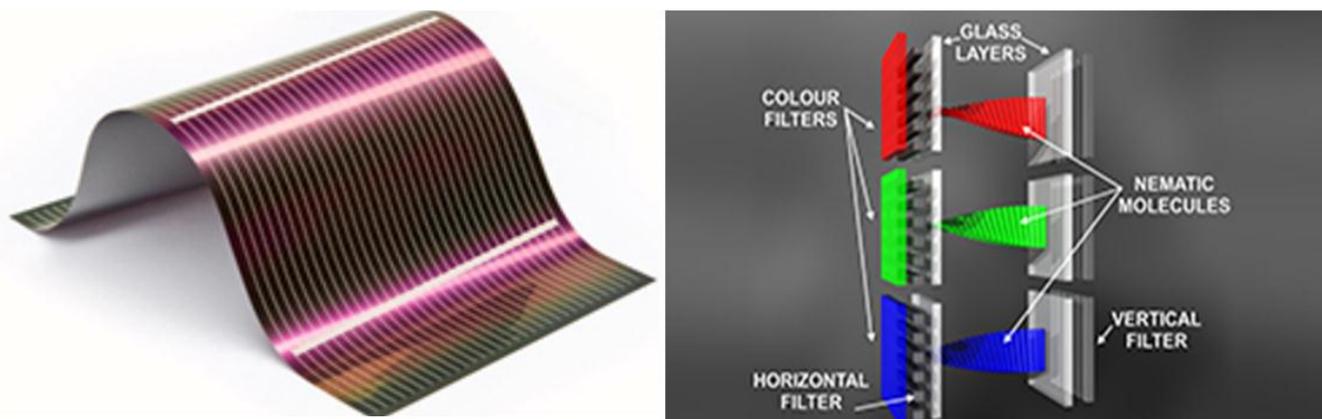
资料来源: 智研咨询, 光大证券研究所整理

图 10: 2012-2019 年中国涂料行业产量规模



资料来源: 中国涂料工业协会, 前瞻产业研究院, 光大证券研究所整理

图 11: 公司产品在柔性电子和液晶显示等领域的新应用

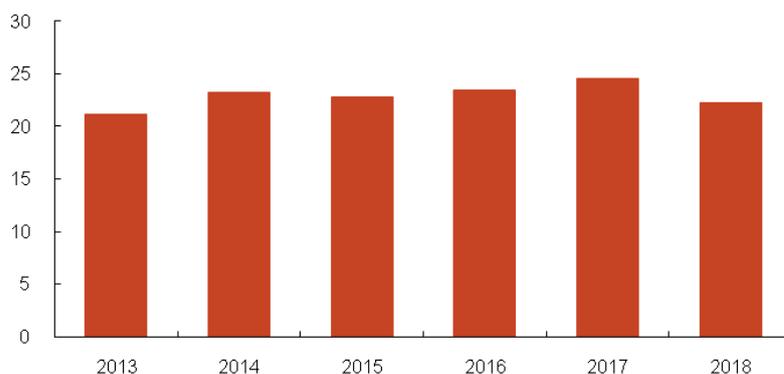


资料来源: 公司官网, 光大证券研究所整理

### 2.3、落后产能逐步淘汰，高端产品需求向好

国内逐步淘汰落后产能，有利于高性能有机颜料企业业务拓展。国内现有规模较大的高性能有机颜料生产商与经典有机颜料生产商各一家，另有包括七彩化学在内的数家中等规模厂商涉及高性能有机颜料的生 产，小规模厂商则以生产经典颜料为主。近年来中国有机颜料的总产量并没有显著的增加，反而在 2018 年有较明显的下滑，产量下滑至 22.2 万吨。推测或为 2018 年国际贸易环境变差，导致部分以出口产品为主的厂商缩减产能。同时政府环保政策趋严，行业标准逐步提高，落后产能被关停。

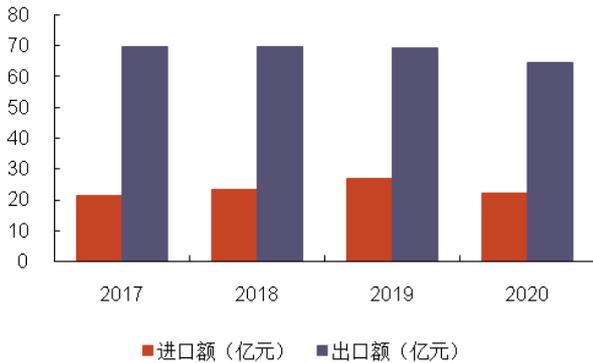
图 12: 2013-2018 年国内有机颜料产量 (万吨)



资料来源: 中国染料工业协会, 公司公告, 光大证券研究所整理

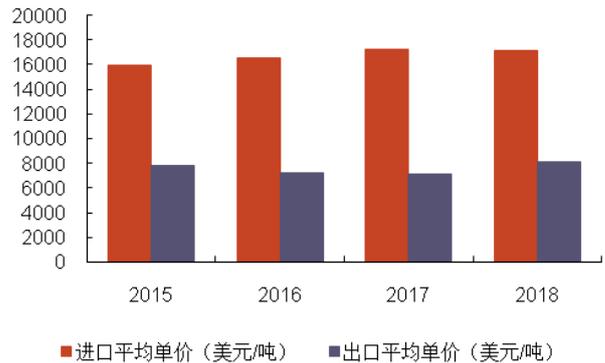
国内高端颜料产品仍依赖进口, 出口产品以低端颜料为主。颜料进出口方面, 2017-2019 年中国颜料的进口额略微上升, 出口额则略微下降, 总体保持平稳。2020 年进出口额双降或是受到新冠疫情影响。同时中国有机颜料进出口价格相差悬殊: 2015-2018 年进口平均单价为 1.67 万美元/吨, 出口平均单价为 7567 美元/吨, 不到进口平均单价的一半。由此可推测中国出口的有机颜料多为中低端产品, 价格较低; 而进口有机颜料则多为高端产品, 价格较高。结合颜料进出口额和有机颜料平均单价的情况来看, 国内市场对高端颜料产品存在较高需求, 未来国产替代市场前景广阔。

图 13: 2017-2020 年中国颜料进出口额



资料来源: 中国海关, 光大证券研究所整理

图 14: 2015-2018 年中国有机颜料进出口单价



资料来源: 中国海关, 公司公告, 光大证券研究所整理

### 3、募投产能项目进展顺利，新材料布局铸就未来成长

#### 3.1、前期募投项目推进顺利，产能释放后迎成倍增长

公司产能建设进展顺利，IPO 募投项目可在 2021 年年底全部完工。公司 IPO 募投的“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”以及“高耐晒牢度有机颜料及系列中间体清洁生产项目（第一期）”已于 2020 年末开始试生产，但尚未满负荷运转。待产能完全释放后将提供 300 吨/年溶剂染料、2200 吨/年高性能染料中间体、700 吨/年有机颜料与 200 吨/年有机颜料专用中间体的生产能力。此外，剩余的 2 个 IPO 募投产能项目“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）”与“高耐晒牢度高耐气候牢度有机颜料及其中间体清洁生产扩建项目”预计于 2021 年年内投产。公司 2021 年通过定增募集资金 2.2 亿元投资建设“高色牢度高光牢度有机颜料及其中间体清洁生产一期项目”，项目建设周期约为 2 年。

据估算，全部 5 个产能建设项目共能带来 15.65 亿元的年均销售收入以及 1.95 亿元的年均净利润。其中，尚未达到可使用状态的 3 个产能建设项目总共能带来 12.66 亿元的年均销售收入以及 1.59 亿元的年均净利润。相较于公司 2020 年 10.08 亿元的销售收入与 1.75 亿元的归属上市公司股东净利润来说，待当前募投产能建设项目全部顺利投产后，公司的销售收入和利润都将实现成倍增长。

表 5: 七彩化学募集资金承诺项目情况

投资项目	调整后投资总额 (万元)	截止 2020 年末投入金额 (万元)	截止期末投资进度	项目说明	预定可使用状态日期
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	6811.22	97.30%	300 吨/年溶剂染料生产装置 2200 吨/年高性能染料中间体生产装置	2020-06-30
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	10112.97	101.13%	700 吨/年有机颜料生产装置 200 吨/年有机颜料专用中间体生产装置	2020-06-30
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）	13000	11022.96	84.79%	2500 吨/年有机颜料生产装置 5000 吨/年中间体生产装置	2021-09-30

高耐晒牢度高耐气候牢度有机颜料及其中间体清洁生产扩建项目	10000	8695.42	86.95%	2200 吨/年塑料着色剂生产装置 3200 吨/年中间体生产装置 1300 吨/年中试生产装置 (多功能)	2021-10-31
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	1753.27	31.88%	研发、检测、小试	2021-09-30
自动化与信息化扩建项目	2500	1386.79	55.47%	自动化、信息化升级改造	2021-12-31
高色牢度高光牢度有机颜料及其中间体清洁生产一期项目	22000	-	-	3000 吨/年高性能有机颜料生产装置 350 吨/年溶剂染料生产装置	2022 年后

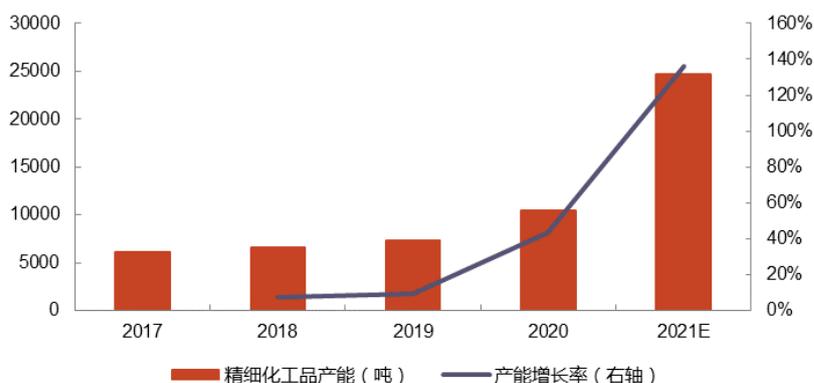
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，数据截至 2020 年末

表 6：七彩化学产能项目产品方案及盈利能力

产能项目	产品方案	年均销售收入 (万元)	年均净利润 (万元)	税后内部收益率 (%)	税后投资回收期 (年)
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	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、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)	22032	1396.81	21.11%	6.51
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)	7825.5	2190.83	23.82%	6.52
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)	有机颜料 (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)	42067.2	5737.86	26.06%	5.88
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	塑料着色剂 (MSR0010、3-溴苯绕蒽酮、MSR0040、MSR0050、MSY0060) 中间体 (巴比妥酸、颜料黄 180 中间体缩合物、花二酸) 中试 (邻氨基苯甲酸、3-氨基-4-氯苯甲酸、颜料黄 155 和 H6G 中间体)	27900	3680	26.48%	4.41
高色牢度高光牢度有机颜料及其中间体清洁生产一期项目	高性能有机颜料 (吡咯并吡咯二酮 (DPP) 类颜料) 溶剂染料 (溶剂橙)	56651.82	6499.06	28.68%	5.50

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 15：公司精细化工品产能



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理，注：2021 年数据为公司规划产能

**公司产能快速提高，规模扩大拓宽市场。**公司在 2020 年完成了对绍兴上虞新利的增资控股，后者为苯并咪唑酮颜料的重要生产商。此举有效提高了公司高性能有机颜料产能。公司 2020 年的精细化工品年产能达 1.04 万吨，相比 2017 年 6140 吨的年产能提高了 70%。到 2021 年年底，“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）”与“高耐晒牢度高耐气候牢度有机颜料及其中间体清洁生产扩建项目”将投产，上述两个项目合计产能 1.42 万吨/年。若已有产能保持不变，公司精细化工品的年产能将达到 2.46 万吨，较 2020 年提升了约 136%。若所有募投项目进展顺利且满负荷投产，累计将提供 2.10 万吨/年的产能，其中中间体产能为 1.06 万吨/年，有机颜料与塑料着色剂产能合计 8400 吨/年，溶剂染料产能为 650 吨/年。

**公司高性能有机颜料毛利率水平仍有一定提升空间。**国际大型厂商高性能有机颜料的毛利率在 25-50% 之间，其中苯并咪唑酮系列毛利率约为 30-50%，偶氮缩合系列的毛利率约为 40-50%，相较于经典有机颜料的毛利率高出 10-20 个百分点。2018-2020 年公司高性能有机颜料的平均毛利率约为 32%，仍有提升空间。

考虑到高性能有机颜料的技术门槛以及日益收紧的环保政策，未来新进厂家数量有限，落后产能与产品会被逐步淘汰，而传统下游市场需求逐步提高，因此可以推断高性能有机颜料未来的竞争强度不会明显加剧，市场规模将进一步扩大，未来产品价格有望提升。同时公司也在积极开拓在柔性电子和液晶显示等领域新的应用，有望进一步提升产品附加值。此外，公司进入市场较早具备先发优势，已经与巴斯夫、朗盛等一批客户构建了良好的合作关系。同时，公司积累了大量技术，并且注重高性能有机颜料的研发与生产，再结合公司产能的规模效应，有望实现降本增效，未来毛利率水平有望进一步提升。

**表 7：国际大型厂商有机颜料毛利率水平**

有机颜料类别	产品系列	毛利率水平
经典有机颜料	单偶氮黄系列	20-35%
	联苯胺黄系列	15-25%
	β-萘酚色淀系列	15-25%
	博纳色淀系列	15-30%
	色酚系列	25-40%
	铜酞菁系列	30%
高性能有机颜料	吡咯并吡咯二酮 (DPP) 系列 (除 PR254 外)	30-50%
	喹吖啶酮系列 (主要产品 PV19)	25-50%
	二噁嗪系列 (主要产品 PV23)	25-40%
	二噁嗪系列 (主要产品 PV37)	30-40%
	喹酞酮系列 (主要产品 PY138)	50%
	偶氮缩合系列 (含 PY155)	40-50%
	苯并咪唑酮系列	30-50%
	异吲哚啉系列	40-50%

资料来源：《2019 年涂料颜料行业相关重点政策法规》（齐祥昭等），光大证券研究所整理

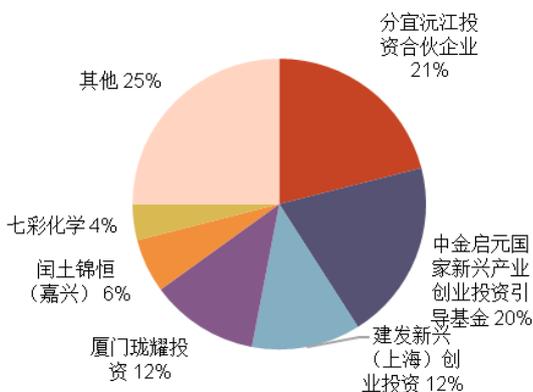
### 3.2、签订战略合作协议，正式进军新材料领域

**签订战略合作协议，布局 30 万吨高端新材料项目。**2021 年 6 月 17 日，公司宣布与山东鲁泰化学有限公司签订《新建 30 万吨/年高端化工新材料及其单体项目战略合作协议》，将以氯碱/氨产业循环为主线建设高性能聚氨酯材料及其单体、芳纶材料及其单体、特种尼龙材料及其单体等项目。项目预计总投资为 50-60 亿元，其中一期项目投资 20-25 亿元，占地约 180 亩，二期项目投资 30-35 亿元，占地约 420 亩。

**合作共赢，延伸高性能新材料产业链。**本次《战略合作协议》合作方鲁泰化学拥有 37 万吨 PVC 树脂、36 万吨离子膜烧碱（32%）、6 万吨高纯盐酸、4.4 万吨盐酸、12 万吨液氯、2 万吨氯化氢气体等氯碱产业链相关化学品的生产与销售能力。而公司拥有氨氧化技术链，可衍生出众多材料单体和颜料中间体，进而加快高性能新材料业务的落地。鲁泰化学在氯碱行业的生产能力配以公司氨氧化技术，形成强强联合，有望在新材料领域实现合作共赢。

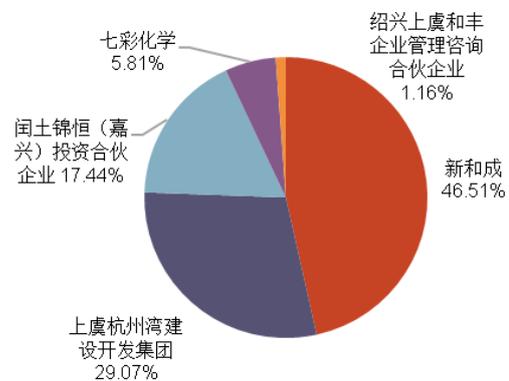
**公司积极投资新材料领域基金。**2019 年，公司出资 2000 万元投资分宜川流长枫新材料投资合伙企业，公司认缴基金份额占基金总额的 4%。该基金主要投资高速成长的新材料行业，包括新能源材料、电子化学品、特种塑料、轻量化材料等。2020 年 11 月，公司以自有资金 1000 万元投资绍兴上虞易丰一期股权投资合伙企业，占基金认缴出资总额比例的 5.814%。该基金主要投资成长型、创新型、科技型等前景广阔的新材料企业，也有助于公司拓展新材料领域的合作伙伴，为公司在新材料领域的未来合作拓宽道路。

图 16：分宜川流长枫新材料投资合伙企业股东持股比例



资料来源：企查查，光大证券研究所整理

图 17：绍兴上虞易丰一期股权投资合伙企业股东持股比例



资料来源：企查查，光大证券研究所整理

## 4、盈利预测

(1) 高性能有机颜料：公司前期 IPO 募投项目部分已于 2020 年年末开始试生产，但暂时还未完全放量，其他前期 IPO 募投项目将于 2021 年年内建成投产。此外公司 2021 年通过定增募集资金 2.2 亿元投资建设“高色牢度高光牢度有机颜料及其中间体清洁生产一期项目”，项目建设周期约为 2 年。因此我们认为公司高性能有机颜料业务在 2021-2023 年期间仍将维持高速增长，对应增速分别为 75%、40%和 40%，此外随着公司研发技术的精进以及规模效应的体现，公司高性能有机颜料产品仍将维持较高的毛利率水平，预计 2021-2023 年期间该业务毛利率分别为 33.6%、33%和 33%。

(2) 溶剂染料：公司“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”已于 2020 年年内正式建成，但产能暂未完全释放。我们预计公司溶剂染料业务在 2021-2023 年期间将稳步增长，预计各年度营收增长率为 5%，毛利率为 45%。

(3) 中间体及其他业务：公司前期中间体产能项目逐步开始投产，预计 2021-2023 年中间体业务营收稳步增长，预计 2021-2023 年营收增速分别为 10%、10%和 8%，毛利率分别为 27%。预计 2021-2023 年其他业务营收小幅稳步增长，预计营收增速为 5%，毛利率为 10%。

表 8: 关键项目预测 (万元)

主营业务情况		2020A	2021E	2022E	2023E
高性能有机颜料	营收	68,435.47	119,762.07	167,666.89	234,733.65
	YOY	38.00%	75.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	33.50%	33.63%	33.00%	33.00%
溶剂染料	营收	22,896.53	24,041.36	25,243.43	26,505.60
	YOY	0.79%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	47.58%	45.00%	45.00%	45.00%
中间体	营收	8,593.80	9,453.18	10,398.50	11,230.38
	YOY	36.26%	10.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	24.67%	27.00%	27.00%	27.00%
其他业务	营收	904.55	949.78	997.27	1,047.13
	YOY	7578.70%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	11.66%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	营收	100,830.35	154,206.38	204,306.09	273,516.76
	YOY	45.17%	52.94%	32.49%	33.88%
	毛利率	35.46%	34.85%	34.07%	33.83%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

公司是高性能有机颜料行业龙头企业, 前期 IPO 募投项目建设进展顺利符合预期, 叠加新的定增项目推进, 我们认为公司将保持较高业绩增速。我们维持公司 2021 年的盈利预测, 上调公司 2022 年盈利预测, 并新增公司 2023 年的盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.61/3.44 (上调 3.7%) /4.60 亿元, 折算 EPS 分别为 1.08/1.43/1.91 元/股。我们持续看好公司在高性能有机颜料行业的持续发展, 以及未来在新材料领域的拓展, 仍维持公司“买入”评级。

## 5、风险分析

### 市场竞争加剧风险

公司目前掌握了高性能有机颜料产品的核心知识产权, 且一部分产品为国内独家生产商。但随着高性能有机颜料对传统有机颜料的取代, 其他颜料企业可能将进入高性能有机颜料市场, 行业存在市场竞争加剧的风险。

### 项目进展不及预期风险

公司前期部分 IPO 募投项目仍在建设过程中, 另外新的定增项目也在逐步推进, 新增产能项目存在建设投产进度不及预期的风险。

### 下游需求不及预期风险

高性能有机颜料的需求增长主要来源于下游油墨、涂料整体需求的稳步增长以及对无机颜料和经典有机颜料的逐步替代, 但由于相关环保政策执行力度、下游客户性价比考量等诸多因素的影响, 公司高性能有机颜料的下游需求存在不及预期的风险。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	695	1,008	1,542	2,043	2,735
营业成本	434	651	1,005	1,347	1,810
折旧和摊销	34	56	66	73	79
税金及附加	7	8	13	17	22
销售费用	37	32	49	65	87
管理费用	38	54	83	110	147
研发费用	31	51	78	104	139
财务费用	-5	10	-1	-4	3
投资收益	3	3	3	3	3
营业利润	155	208	318	415	540
利润总额	122	211	308	402	534
所得税	14	26	37	48	64
净利润	108	186	272	354	470
少数股东损益	0	10	10	10	10
归属母公司净利润	108	175	261	344	460
EPS(元)	1.01	0.91	1.08	1.43	1.91

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	49	93	138	231	290
净利润	108	175	261	344	460
折旧摊销	34	56	66	73	79
净营运资金增加	102	262	426	404	556
其他	-196	-401	-616	-590	-805
投资活动产生现金流	-164	-253	-78	-122	-97
净资本支出	-147	-233	-100	-100	-100
长期投资变化	-12	-2	0	0	0
其他资产变化	-5	-18	22	-22	3
融资活动现金流	460	-25	357	106	105
股本变化	27	85	49	0	0
债务净变化	-39	182	-229	143	161
无息负债变化	130	92	180	174	238
净现金流	346	-188	416	215	298

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	37.6%	35.5%	34.9%	34.1%	33.8%
EBITDA 率	26.6%	27.4%	25.4%	23.8%	22.9%
EBIT 率	21.4%	21.5%	21.1%	20.3%	20.1%
税前净利润率	17.6%	20.9%	20.0%	19.7%	19.5%
归母净利润率	15.6%	17.4%	17.0%	16.9%	16.8%
ROA	7.5%	9.6%	9.9%	10.5%	11.2%
ROE (摊薄)	9.6%	14.3%	12.6%	14.5%	16.5%
经营性 ROIC	11.8%	10.7%	12.8%	13.7%	14.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	22%	31%	20%	25%	30%
流动比率	3.62	1.80	3.69	2.94	2.62
速动比率	2.99	1.36	2.94	2.34	2.08
归母权益/有息债务	9.13	4.02	27.33	10.88	7.34
有形资产/有息债务	10.92	5.82	34.07	14.72	10.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,444	1,932	2,739	3,369	4,185
货币资金	401	247	663	879	1,176
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	115	218	324	429	574
应收票据	131	139	212	281	376
其他应收款 (合计)	18	18	29	39	52
存货	155	228	352	472	634
其他流动资产	18	41	82	119	171
流动资产合计	879	931	1,725	2,303	3,098
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	30	32	32	32	32
固定资产	255	518	545	566	580
在建工程	137	215	213	213	212
无形资产	72	113	111	109	107
商誉	3	14	14	14	14
其他非流动资产	40	60	60	60	60
非流动资产合计	565	1,001	1,014	1,066	1,087
总负债	317	591	541	858	1,257
短期借款	66	252	23	177	337
应付账款	57	89	137	184	247
应付票据	0	35	53	71	96
预收账款	1	0	0	0	0
其他流动负债	104	109	216	316	454
流动负债合计	243	516	467	784	1,182
长期借款	53	42	42	42	42
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	21	21	21	21
非流动负债合计	74	74	74	74	74
股东权益	1,127	1,341	2,198	2,511	2,928
股本	107	192	241	241	241
公积金	688	616	1,177	1,205	1,205
未分配利润	333	420	656	931	1,338
归属母公司权益	1,127	1,228	2,074	2,378	2,785
少数股东权益	0	113	123	133	144

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	5%	5%	5%	5%	5%
财务费用率	-1%	1%	0%	0%	0%
研发费用率	4%	5%	5%	5%	5%
所得税率	12%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.70	0.00	0.17	0.22	0.29
每股经营现金流	0.46	0.49	0.57	0.96	1.20
每股净资产	10.57	6.39	8.59	9.85	11.54
每股销售收入	6.51	5.25	6.39	8.46	11.33

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	23	25	21	16	12
PB	2.2	3.6	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	13	19	15	12	10
股息率	3%	0%	1%	1%	1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE