

深耕高性能有机颜料行业，产能扩增助力公司高速增长

——七彩化学(300758.SZ)投资价值分析报告

公司深度

◆公司产品具有优异的颜色性能和环保性能，对传统颜料替代性强。可替代含重金属的无机颜料如铅铬黄、钼铬橙等；与经典有机颜料相比，公司产品具有更优异的牢度性能和环保性能，可替代含二氯苯成分的经典有机颜料如联苯胺黄、吡唑啉酮等。环保趋严大环境下，公司高性能有机颜料对于传统的无机颜料及经典有机颜料具有较强的替代效应。

◆公司积极扩增产能，新项目加速提升公司规模。2018年，公司具有高性能有机颜料、中间体、溶剂染料总产能6560吨/年。公司首次公开募集资金6.2亿元，计划用于扩建现有产能，包括300吨/年高超细旦聚酯纤维染色性、高光牢度溶剂染料及2200吨/年染料中间体产能；高耐晒牢度有机颜料产能700吨/年，有机颜料专用中间体产能200吨/年；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）项目年产有机颜料2500吨、中间体5000吨。

◆公司深耕高性能有机颜料市场，注重差异化竞争。当前，国内有机颜料行业主要以经典有机颜料为主，经典有机颜料行业竞争激烈，毛利率相对较低；高性能有机颜料技术门槛高、生产企业较少，主要市场份额被国外化工龙头企业占据。七彩化学具有其苯并咪唑酮、偶氮、异吲哚啉系列高性能有机颜料及溶剂涂料、中间体产品的核心技术，产品偏向高端，细分行业壁垒较高，产品毛利率高。

◆公司与新材料专家王植源教授签订战略合作协议，共同建立科研成果转化平台。2019年12月25日，七彩化学与大连理工大学王植源项目团队签订了战略合作协议，并聘请王植源教授为公司首席科学家。双方将以拟建立的“七彩-大工高性能材料联合研究中心”为平台，共同推进新材料研发、科研成果产业化及产品技术难题的解决。

◆盈利预测与投资建议：

公司是高性能有机颜料行业龙头企业，具有产品的核心技术及市场地位，产能扩增将为公司未来发展提供强劲动力。我们预测2019-2021年公司净利润分别为1.07/1.75/2.05亿元，EPS分别为1.01/1.64/1.92元，参考同行业公司平均市盈率，保守估计，我们给予公司2020年25倍PE，对应目标价为41元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆风险分析：行业景气度不足，经济下行，投产不及预期。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	553	611	723	860	1,024
营业收入增长率	25.06%	10.53%	17.41%	18.92%	19.06%
净利润(百万元)	103	105	107	175	205
净利润增长率	36.63%	1.93%	1.96%	62.78%	17.24%
EPS(元)	0.97	0.99	1.01	1.64	1.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.23%	20.46%	9.47%	13.70%	14.34%
P/E	31	31	30	18	16
P/B	7.9	6.3	2.8	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年2月13日

买入(首次)

当前价/目标价：30.26元/41元

分析师

赵乃迪

010-56513000

zhaond@ebsec.com

执业证书编号：S0930517050005

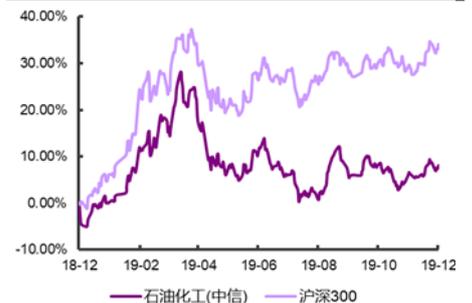
裴孝锋

021-52523535

qiuXF@ebsec.com

执业证书编号：S0930517050001

石油化工行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1、高性能有机颜料：公司 IPO 募集资金用于扩建现有有机颜料产能，预计将新增 700 吨/年产能，假设在 2019 年-2021 年新产能持续释放，且产品价格不发生太大的变化，预计 2019-2021 年，公司高性能有机颜料产量及营业收入增速分别为 14.98%、14.12%、12.73%。预计高性能有机颜料业务毛利率将持平，参照 2016-2018 年平均毛利率，预计 2019-2021 年，公司有机颜料业务毛利率分别为 34%、34%、35%。

2、溶剂染料：IPO 募投新增溶剂染料产能 300 吨/年，预计将在 2019 年-2021 年持续释放，假设 2019-2021 年产品价格不发生太大的变化，预计 2019-2021 年，公司溶剂染料产量及营收增速分别为 29.48%、32.14%、33.69%。参考 2018 年毛利率 32.32%，预计 2019-2021 年溶剂染料业务毛利率分别为 33%、33.5%、34%。

3、中间体：IPO 募投新增中间体产能，假设产品价格不发生太大的变化，预计 2019-2021 年，公司中间体产量营业收入增速分别为 9.98%、9.58%、8.35%。参考 2016-2018 年中间体业务平均毛利率 17.69%，预计 2019-2021 年中间体业务毛利率分别为 17.7%、17.8%、17.9%。

我们区别于市场的观点

公司作为次新股，且公司地处东北，当前市场关注度较低。此外，市场认为公司所处精细化工行业，在环保趋严的大背景下，未来扩产能力受到环保极大限制，未来发展空间有限。

但是，我们认为七彩化学作为颜料龙头企业，注重差异化竞争，贯彻“小而精”的策略，深耕高性能有机颜料领域，拥有其产品的核心技术。相较于同行业企业，公司产品毛利率高，在市场具有极强竞争力。同时，公司地处东北，东北地区尚有较为宽松的环保容量，公司未来有望持续扩产，成长空间广阔。

股价上涨的催化因素

公司 IPO 募投资金用于产能扩增，将显著提升公司业绩。

技术创新速度加快，为公司长远发展注入活力。

盈利能力不断提升，公司差异化竞争战略取得成效。

估值和目标价格

公司是高性能有机颜料行业龙头企业，具有产品的核心技术及市场地位，产能扩增将为公司未来发展提供强劲动力。我们预测 2019-2021 年公司净利润分别为 1.07/1.75/2.05 亿元，EPS 分别为 1.01/1.64/1.92 元，保守估计，我们给予公司 2020 年 25 倍 PE，对应目标价为 41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

目录

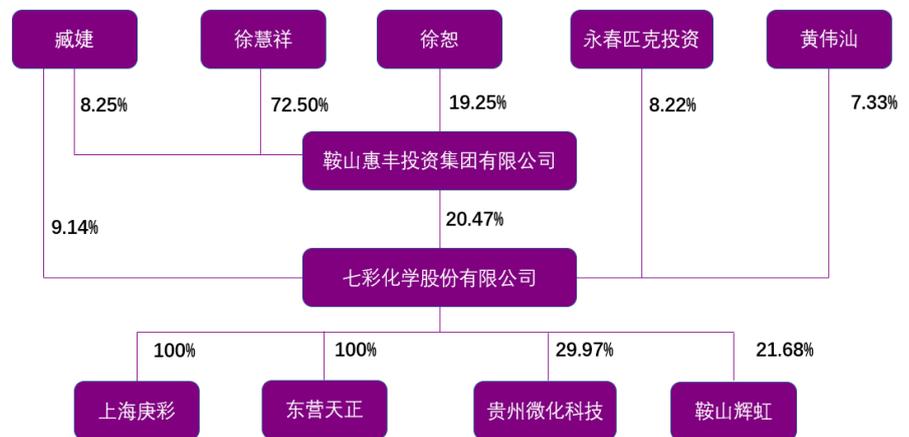
1、 国内颜料行业领先企业	4
2、 颜料行业集中度增加，国内以经典颜料为主	7
2.1、 全球格局寡头主导，国内有机颜料行业集中度提升	8
2.2、 国内有机颜料供给趋紧，以经典有机颜料为主	11
2.3、 涂料、油墨市场需求持续上行	13
3、 深耕高性能有机颜料领域，公司业绩稳步增长	14
3.1、 公司业绩稳步增长，IPO 募投项目提升公司产能	14
3.2、 重视环保大势所趋，公司间接受益	16
3.3、 注重技术研发创新，立足差异化竞争	19
4、 盈利预测与投资建议	20
4.1、 关键假设与盈利预测	20
4.2、 相对估值	21
4.3、 绝对估值	22
4.4、 投资建议	23
5、 风险分析	23

1、国内颜料行业领先企业

七彩化学成立于 2006 年 6 月，坐落于辽宁省鞍山市海城市腾鳌经济开发区，2019 年 2 月 22 日，于创业板上市。公司前身为 1998 年 11 月成立的惠丰化工（现惠丰投资），起初业务为染料中间体的生产与销售，随后新增了颜料中间体的生产与销售。七彩化学成立后，惠丰投资逐渐通过资产转让将业务转移至七彩化学，而其自身则作为七彩化学出资方存在。

惠丰投资持有本公司 20.47% 的股份，为本公司控股股东。徐惠祥、徐恕、臧婕三人持有惠丰投资的全部股份，臧婕直接持有七彩化学 9.14% 股份，三人共持有公司 29.61% 的股份，为公司的实际控制人。目前公司有东营天正和上海庚彩新材料两家全资子公司，其中东营天正以 25% 股份参股了东营北港。公司以 29.97% 的股份参股了贵州微化科技，以 21.68% 的股份参股了鞍山辉虹。东营天正的主营业务是苯并咪唑酮系列有机颜料中间体的研发、生产和销售。上海庚彩新材主要从事高性能着色剂领域的销售业务。鞍山辉虹主要生产新型高性能着色剂及其中间体产品及其添加剂。

图 1：七彩化学股权结构（截至 2018 年年报）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

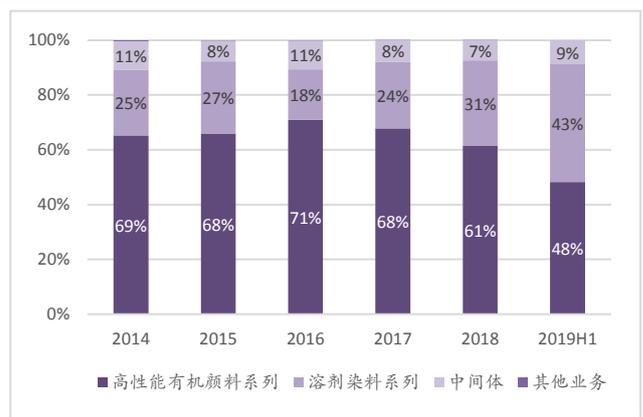
公司的主营业务为高性能有机颜料、溶剂染料及相关中间体的研发、生产与销售。高性能有机颜料产品主要包括苯并咪唑酮系列、偶氮缩合系列和异吲哚啉系列，溶剂染料主要包括溶剂红 195 和溶剂绿 5，中间体产品主要包括 AABI 和 1,8-萘酐，产品色系以黄色和橙色为主。2018 年，高性能有机颜料占公司营收比例为 63.27%，溶剂染料营收占比为 26.60%，中间体营收占比为 9.99%，毛利率分别为 34.01%、41.16%、25.68%。近年来，公司溶剂染料业务占比持续增加，相比于 2016 年，2018 年溶剂染料营收占比由 18% 增长为 31%，毛利占比由 18% 增长为 43%。

图 2：七彩化学主营收入结构



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 3 七彩化学毛利结构



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

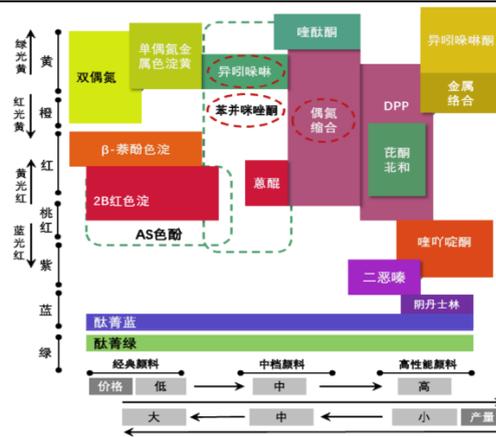
表 1：公司主要产品分类

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	
	异吡啶啉系列	颜料黄 185、颜料黄 139		
溶剂染料系列		溶剂绿 5、溶剂红 195	由中间体萘等原料深加工而成,技术为国内领先水平。	
中间体系列		AABI、ASBI、AMBI,1,8-萘酐	主要用于苯并咪唑耐系列有机颜料和溶剂染料:合成工艺技术难度较高。	

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司生产的高性能有机颜料具有更优异的性能。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。相比于如联苯胺黄、吡啶啉酮等含二氯苯成分的经典有机颜料以及传统的无机颜料，公司高性能有机颜料产品不仅具备经典有机颜料的颜色性能，具有高着色性和高遮盖性，同时还具有无机颜料优秀的牢度性能，具有优异的耐迁移性、耐热性和耐溶剂性，部分产品对于酸碱等特定的溶液环境、阳光暴晒环境等特殊环境具有较好的耐受力。

图 4：有机颜料分类及性能



资料来源：七彩化学招股说明书，光大证券研究所整理

公司的高性能有机颜料产品具有环境友好、安全无毒的特点，应用广泛。公司产品可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。

图 4：七彩化学产品应用场景



资料来源：七彩化学官网，光大证券研究所整理

公司重视环保，环保投入较大。公司日常生产过程中产生的废水、废气及工业危险固废等均通过合法有效的途径进行处理。2018 年年报显示，公司共有各类污染处理设备 41 套，其中尾气处理设备 34 套，污水处理设施 1 套，处理工艺为 (MBBR)；MVR 蒸发系统 2 套，三维电解反应系统 2 套，危废暂存间 1 个，危废存储能力 2000 吨等。环保部门或委托第三方会定期及不定期对相关指标进行检测或取样检查。

表 2：公司污染物处理方式及费用

污染物	时间	数量	价格	金额 (万元)	处理方式
废水 (万吨)	2018年1-6月	64.46	2.92元/吨	188.36	产生的废水经过预处理后,排入园区专业的污水处理公司进行进一步处理。
	2017年	95.41	2.96元/吨	282.02	
	2016年	71.76	3.01元/吨	215.92	
	2015年	60.64	2.83元/吨	171.62	
废气 (千克)	2018年1-6月	27,643.44	3.35元/千克	9.25	产生的废气经过多管陶瓷除尘器,双碱脱硫塔等吸收处理,达标经烟囱达标排放。
	2017年	45,029.74	3.75元/千克	16.87	
	2016年	33,287.10	3.24元/千克	10.79	
	2015年	93,173.10	2.07元/千克	19.25	
工业危 险固废 (吨)	2018年1-6月	1,019.37	4,288.14元/吨	437.12	部分危险废物由自建的固废焚烧装置处理;剩余无法处理的部分交给具有危废处理资质的单位进行处置。
	2017年	1,715.56	2,436.42元/吨	417.98	
	2016年	1,158.18	3,287.14元/吨	380.71	
	2015年	854.58	2,559.03元/吨	218.69	

资料来源：公司招股书，光大证券研究所整理

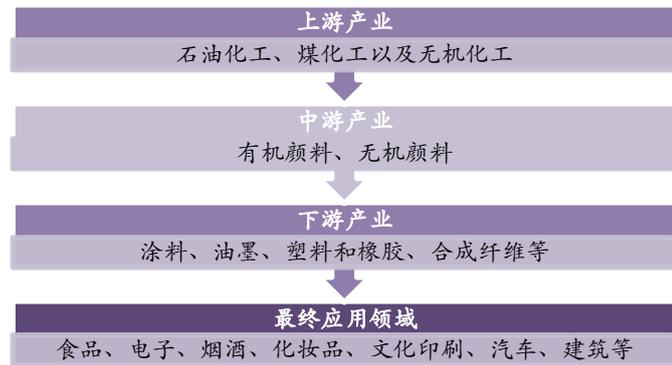
公司积极开拓海外市场。经过多年积淀，七彩化学不仅在国内高性能有机颜料市场享有盛誉，在国际市场中同样具有较强的竞争力，产品远销全球多个国家及地区，并根据欧盟 REACH 法规要求完成 16 个主要产品注册、评估并通过注册，成为公司打开欧盟市场重要条件，公司是德国巴斯夫 (BASF)、拜耳 (BAYER)、日本化药等世界 500 强企业在中国大陆制定的高端着色剂及系列产品专业供应商。

2、颜料行业集中度增加，国内以经典颜料为主

从颜料行业的产业链结构来看：颜料行业上游源于石油化工、煤化工以及无机化工，其中无机颜料上游原材料主要来自无机化工，大部分为钛白粉和氧化铁，有机颜料上游原材料大部分来自石油化、无机化工。而在下游应用领域应用方面，无机颜料与有机颜料均广泛应用于油墨、涂料、橡胶等多个领域。

颜料行业上游产业为中间体精细化工和基础化工行业以及无机化工行业，而中间体精细化工又源于石油化工和煤化工行业，因而其产品价格在一定程度上会受到原油等上游原材料价格波动的影响。其中无机颜料原材料 90% 左右为钛白粉以及氧化铁。**下游应用领域方面，有机颜料和无机颜料均广泛应用于油墨、涂料、塑料、橡胶等领域，并最终分散应用到汽车、印刷、食品、电子、建筑、化妆品以及其他工业制造领域，由于其下游应用领域十分广泛，行业风险被平均化，故行业周期性不明显。**

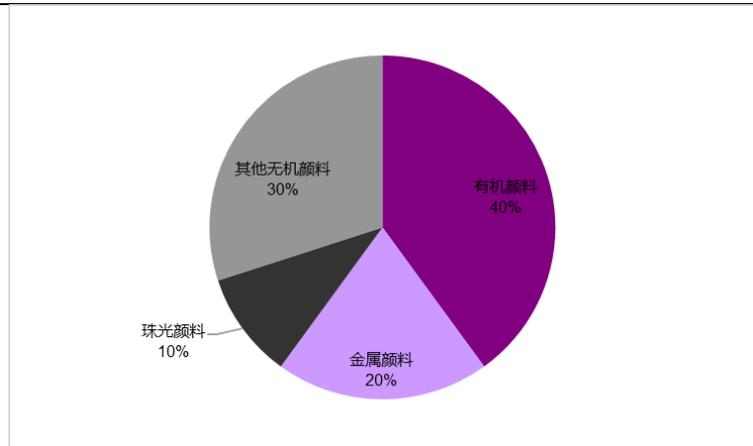
图 6：颜料产业链



资料来源：七彩化学招股说明书，光大证券研究所整理

从颜料市场结构来看：目前全球颜料年需求约 100 万吨，其中有机颜料占 40 万吨，珠光材料约 10 万吨，金属颜料约 20 万吨，其他无机颜料(不含珠光、金属材料)约 30 万吨。随着生产技术的革新和生活质量的提高，高性能、环保型有机颜料和珠光材料分别成为有机颜料和无机颜料中最有市场潜力的产品种类。

图 7：2017 年各类颜料市场占比



资料来源：七彩化学招股说明书，光大证券研究所整理

2.1、全球格局寡头主导，国内有机颜料行业集中度提升

有机颜料诞生至本世纪初，四家行业巨头（原瑞士汽巴、瑞士科莱恩、德国巴斯夫、大日本油墨）主导有机颜料半个多世纪。

目前全世界以巴斯夫、科莱恩、大日本油墨（DIC）为首，它们以雄厚的资金和科技实力，在世界颜料市场占有较大份额。行业巨头大致处于稳定平衡的寡头格局，市场定位明确并以此占据颜料下游客户资源。第一，高性能有机颜料方面：原瑞士汽巴主导 DPP、偶氮缩合、异吲哚啉酮，巴斯夫主导异吲哚啉、喹酞通、花红，科莱恩主导苯并咪唑酮、中高性能色酚，科莱恩、原瑞士汽巴和 DIC 共享喹吡啶酮和二噁嗪紫而以科莱恩稍占优势。第二，

经典有机颜料方面：科莱恩主导黄色颜料，巴斯夫主导酞菁蓝，原瑞士汽巴主导宝红，DIC 主导日本和美国市场。第三，价格方面，尤其是高性能有机颜料，几十年变化不大，那时高性能有机颜料毛利率在 45%-60%左右，经典颜料在 25%-40%左右。

全球有机颜料供应商按销售规模可以分为三个梯队：

1) 第一梯队，三家传统供应商巴斯夫、科莱恩、大日本油墨。2018 年巴斯夫有机颜料销售额超 100 亿元人民币；另外两家规模则在 50 亿元人民币左右。

2) 第二梯队，十多家中型企业。包括欧洲的 Heubach、Synthesia，美洲的 DCC，日本的 Toyo、DNS，印度的 Sudarshan 以及中国的常州北美、百合花等，销售规模约在 5 亿元以上。

3) 第三梯队，近 200 家小企业，多为亚洲公司，年销售额几亿元以内。

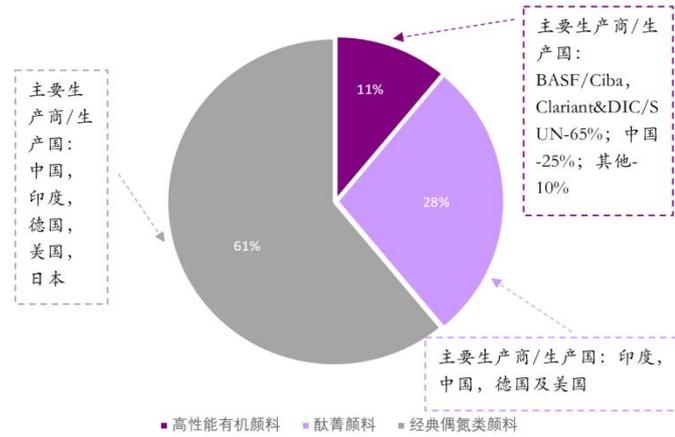
图 8：全球有机颜料竞争格局



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所

目前行业巨头逐渐改变策略，转而掌握高附加值颜料市场。随着全球环保治理的要求不断上升，各大欧美的颜料公司的环保成本逐渐上升，利润空间受到挤压，近来欧美颜料公司逐步将化学制造部分大规模向亚洲低成本国家如中国、印度转移，极大促进了亚洲颜料工业的工艺和技术水平，同时也在一定程度上削弱了欧美颜料公司在世界颜料市场的占有率。一些欧美的颜料公司受到来自亚洲发展中国家的压力，开始改变经营策略，在生产和营销机构上分化重组，产品系列则向高档化发展，其通过在中国、印度等国家购买颜料中间体、半成品，在本地加工生产具有高经济附加值的高性能有机颜料。

图 9：2017 年全球颜料市场销售量份额



资料来源：慧聪化工网，光大证券研究所整理

在环保督察的大背景下，供给产能收缩趋势明显。伴随着国内的环保趋严，近年来污染严重的落后产能开始陆续退出。随着中小企业的不断退出，近年来我国颜料生产企业数量、产能逐步下降，行业去产能已初步展开。由于环保约束的长期存在，预计未来行业产能扩张将继续放缓，优质产能将逐渐集中于行业龙头企业，颜料行业供给面将长期受限。

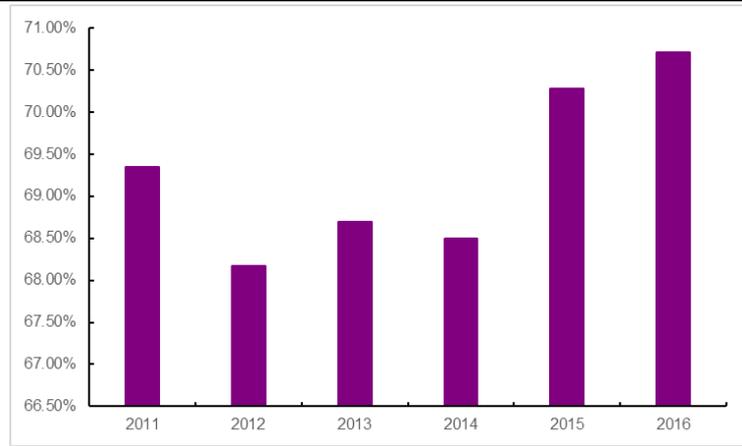
表 3：我国限制含有毒有害物质产品及排放相关政策

时间	规章制度
2002 年	• 国家质量监督检验检疫总局颁布实施《室内装饰装修材料有害物质限量》
2009 年	• 卫生部、国家标准化委员会颁布实施《GB9685-2008 食品容器、包装材料用添加剂使用卫生标准》
2010 年	• 国家质量监督检验检疫总局和国家标准化委员会颁布实施《玩具用涂料中有害物质限量》 • 国家质量监督检验检疫总局颁布实施《汽车涂料有害物质限量》
2015 年	• 全国人大通过新《环保法》，规定国家对严重污染环境的工艺、设备和产品实行淘汰制度
2016 年	• 国务院颁布新《大气污染防治法》 • 发改委“十三五（2016-2020）”规划，要求对排放无法稳定达标的染印企业进行改造，取缔相关重污染项目 • 环保部颁布新《国家危险废物名录》 • 国家税务总局颁布《环境保护税法》，对印染废水征收环保税

资料来源：光大证券研究所根据政府官网信息整理

行业向龙头企业集中。由于环保成本的大幅提高，行业内大多数中小型企业难以承担新增产能的边际成本——产能扩张势必将由盈利水平更高的中高端环保型产品的需求来带动。龙头企业有望凭借规模、环保和成本优势，提升行业竞争力与市场份额。根据慧聪化工网统计数据，2011 年我国有机颜料行业内前十五家企业产能共 28.3 万吨，占据中国有机颜料总产能的 68.34%。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 1000 到 10000 吨的企业约 30 家。截至 2016 年，前十五家企业的产能已达 34.5 万吨，占总产能的 70.71%，所占比例较 2011 年提升 2.37 个百分点，行业集中度提升符合预期。

图 10：中国有机颜料前十五家企业产能占比



资料来源：贤集网，光大证券研究所整理

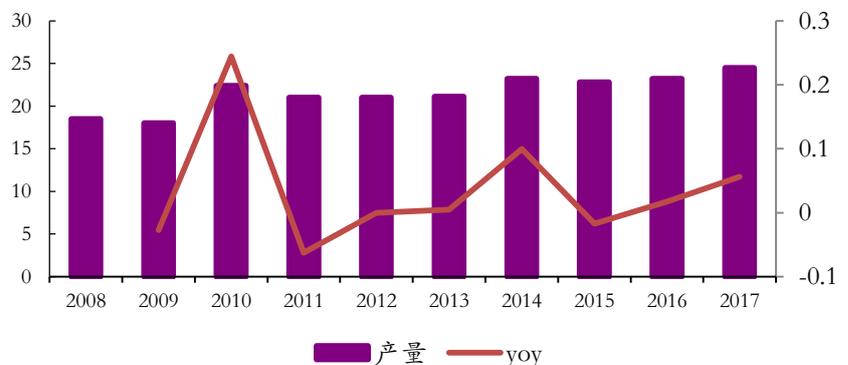
2.2、国内有机颜料供给趋紧，以经典有机颜料为主

近几年我国有机颜料产量增长放缓，18年有机颜料产量同比下降。主要原因如下：1) 国内环保督察期间，颜料行业部分中小产能因环保问题进行限产甚至停产；2) 全球贸易摩擦叠加全球经济疲软，间接影响颜料的出口进而导致颜料行业整体生产积极性不高。

我国有机颜料产量约占世界总产量的50%以上。根据慧聪化工网数据，我国有机颜料产能从2010年的27万吨增加至2015年的37万吨，2016年小产能开始退出，产能缩减至34.5万吨。从产量上看，2008-2017年受国内外经济形势、全球贸易需求变动以及环保、产业升级等因素影响，我国有机颜料总产量呈现一定的波动性。总体上，有机颜料产量从2008年的18.5万吨增加至2017年的24.5万吨，年均复合增速为3.2%。

2018年我国有机颜料产量为22.2万吨，同比下降9.39%。18年产量大幅下降，其原因来自于两个方面：国内方面，环保督察期间，部分中小颜料企业因环保问题被动限产甚至停产，市场出现供需不平衡导致供应紧张。全球方面，世界经济环境疲软加之单边贸易保护主义盛行导致全球经济环境动荡，因此颜料出口受到一定程度的影响，降低了各大厂商的生产积极性。

图 11：我国有机颜料产量（万吨）



资料来源：中国染料协会，光大证券研究所

国内有机颜料厂商以经典有机颜料生产为主，高性能有机颜料生产企业较少。目前国内较大的有机颜料公司包括常州北美化学集团有限公司、百合花集团股份有限公司，销售规模约5亿元以上，另外有十来家中等规模的企业，代表性企业有鞍山七彩化学股份有限公司、上海捷虹颜料化工集团股份有限公司等。大部分企业以经典有机颜料生产为主，高性能有机颜料企业各自把控细分产业。如七彩化学主要以苯并咪唑酮系列为主导产品，同时生产其他类型的颜料，先尼科则主要生产 DDP 系列，海迪化工以二噁嗪紫系列为主。

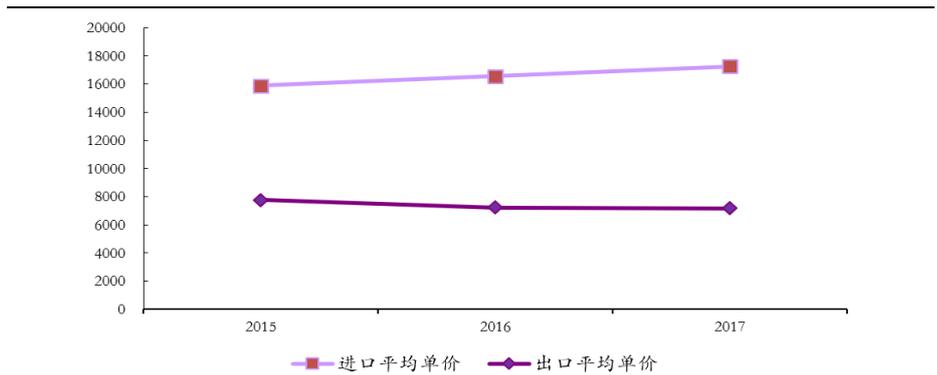
表 4：国内有机颜料生产商

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，高性能有机颜料为辅
	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	鞍山七彩化学股份有限公司	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	
众多小规模企业		以经典有机颜料为主

资料来源：七彩化学招股说明书，光大证券研究所整理

我国颜料行业存在“高进低出”现象，高端颜料、染料市场占有率较低。虽然我国颜料出口量远大于进口量。但我国出口产品的平均单价明显低于进口有机颜料平均单价，存在“高进低出”现象，2015-2017 年有机颜料出口单价为 7775.63 美元/吨、7231.44 美元/吨、7175.44 美元/吨，而 2015-2017 年有机颜料进口单价分别为 15895.41 美元/吨、16555.08 美元/吨、17258.87 美元/吨。有机颜料进口价格始终保持在出口价格的两倍以上，且近年来有不断上升的趋势。其原因在于，国内所生产并出口的有机颜料仍然以中低端为主，在产品性能和价格方面与国外相比仍存在一定差距。

图 12：我国进出口有机颜料平均单价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

出口量有所滑落，进口量继续增长。主要有以下原因：1) 国内市场对高端染颜料的需求保持增长；2) 国内产品在质量、品种价格上与国外相比仍存在一定差距，尤其是中高端市场占有率较低；3) 受环保要求升级的影响，导致一些企业开工率降低，从而影响产量。

2.3、涂料、油墨市场需求持续上行

颜料作为一种生产工业产品不可缺少的着色材料，其被广泛应用于涂料、油墨印刷、塑料橡胶等工业领域。其中有机颜料在涂料以及油墨印刷方面应用比较大，塑料次之。珠光颜料除了有涂料、油墨、塑料等工业级用途，还有着汽车级、化妆品级的高端颜料产品的应用途径。近年来，这些领域全球范围内的需求正在稳步复苏，国内需求在未来一段时间内随人均收入水平提升仍将保持稳定增长势头，将促进该行业持续上行。

由于油墨、涂料、塑料橡胶等应用环境各有特点，所以对其中所用的颜料性质要求也不尽相同，如与印刷油墨相比，涂料用颜料对耐光、耐热、遮盖力等有着更高的要求，而这就要求颜料生产商研发出适合不同应用的剂型产品。包括苯并咪唑酮系列、偶氮颜料、大分子系列、异吲哚啉颜料及中间体等在内的高性能有机颜料以其更高的耐性，弥补了经典有机颜料的不足，在高档油墨、高级涂料和塑料等高端领域有着广泛的应用，最终产品广泛应用于汽车、建筑、装饰品、印刷包装、家用电器等众多行业。

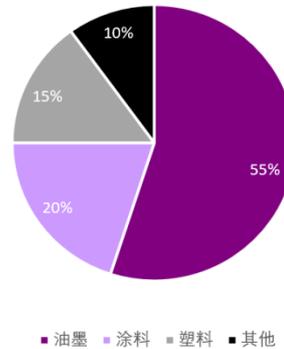
表 6：颜料主要应用领域

项目	油墨	涂料	塑料
颜料类别	经典颜料为主	高性能颜料为主	高性能和经典颜料兼有
耐候性	要求最低，通常室内应用	要求最高，通常室外应用	要求中等，室内外应用兼有
颜色多样性和颜料产品种类	应用颜色单调，集中在四色油墨的几大类颜料产品	处于油墨和塑料之间，汽车涂料集中在品牌的几个标准色	应用颜色丰富多彩，应用颜料产品种类多
颜料用量和应用浓度	大吨位用量，应用浓度高	处于油墨和塑料之间	对单一应用用量少，应用浓度低
对颜料供应质量稳定性的要求和更换颜料供应商的难易程度	对颜料的质量稳定性要求低，对颜料供应商的审查宽松，更换颜料供应商容易	对颜料的质量稳定性要求高，对颜料供应商的审查严格，更换颜料供应商难	处于油墨和涂料之间

资料来源：七彩化学招股说明书，光大证券研究所整理

对于有机颜料来说，下游消费主要集中在油墨、涂料和塑料领域，因此其需求增长的驱动主要来自于这三大领域。其中油墨的应用量占比最大，约为 55%~60%，涂料次之，约为 20%，塑料应用占 15%。下图为 2017 年世界有机颜料消费结构：

图 13：2017 年世界有机颜料消费结构图



资料来源：中国染料工业协会有机颜料专业委员会，光大证券研究所整理

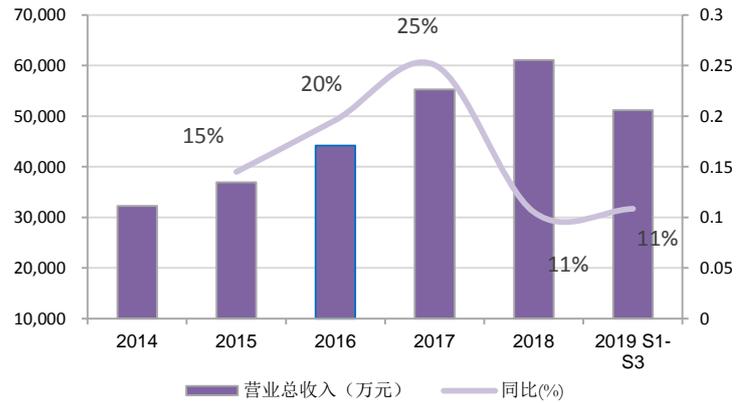
油墨领域经典有机颜料需求减少，高性能有机颜料需求增加。由于传统印刷油墨主要采用经典有机颜料，因而容易造成环境污染，且近年来世界各国环保立法执法，加之纸媒的数字化趋势兴起，传统出版印刷用油墨市场份额有所下降，导致传统的经典有机颜料在印刷行业中的需求快速减少。而主要采用高性能有机颜料的数码打印油墨在广告、家具、皮革等领域应用越来越广泛。由于高性能有机颜料具有优异的颜色性能、牢度性能和环保无毒等特点，故可广泛应用于食品、饮料、烟、酒、玩具等包装印刷，复合地板和家具表面印刷，数码打印等。这些领域有力带动了高性能有机颜料在市场上的需求。

3、深耕高性能有机颜料领域，公司业绩稳步增长

3.1、公司业绩稳步增长，IPO 募投项目提升公司产能

公司各项主营业务营收稳步增长。自 2014 年以来，公司营业收入持续增长，年营收同比增速均维持在 10% 以上。2018 年，公司实现营业收入 6.11 亿元，同比 2014 年增长 89%。其中，高性能有机颜料业务营收 3.87 亿元，同比 2014 年增长 85%；溶剂染料业务营收 1.63 亿元，同比增长 139.7%。2019 年前三季度，公司已实现营收 5.12 亿元，同比上年同期增长 10.85%。公司营收增长的主要来源是创新型的技术和产品，销售结构有所优化，市场容量不断扩大等。

图 14: 2014-2019 年前三季度七彩化学营收及增长率



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

公司归母净利润不断提升。2014 年以来, 公司归母净利润保持增长, 公司 2018 年归母净利润为 1.05 亿元, 同比 2014 年增长 483%, 年均复合增长率达到 55%。2019 年前三季度, 公司实现归母净利润 1.00 亿元, 同比上年同期增长 16.73%, 归母净利润增幅大于营收增幅。

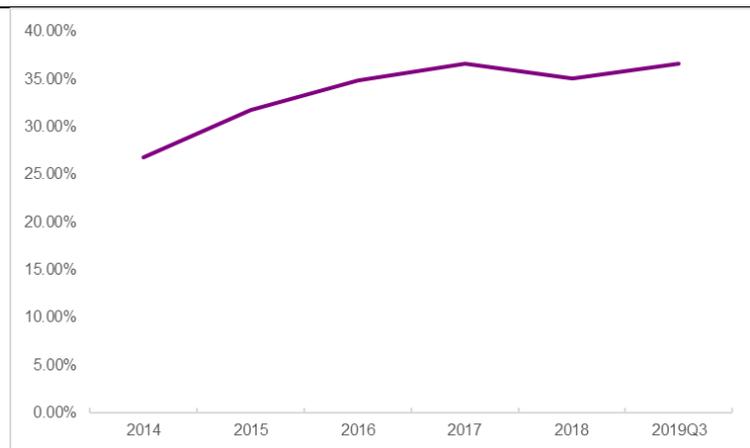
图 15: 2014-2019 年七彩化学归母净利润及增长率



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

公司主营业务逐渐发展成熟, 盈利能力不断提升。归母净利润的增长主要来源于公司产品毛利率的增长。由于生产技术、产线、上下游客户渠道的逐渐成熟, 公司销售毛利率由 2014 年的 26.75% 提升至 2018 年的 35.06%, 2019 年前三季度公司销售毛利率为 36.64%, 相比于 2018 年又有所提高, 前三季度销售净利率则由 5.63% 提升至 19.60%。2018 年, 高性能有机颜料、溶剂染料、中间体三大业务板块毛利率分别为 34.01%、41.16%、25.68%, 分别同比 2014 年提高了 4.19、8.84、7.99 个百分点。各项业务盈利能力的平稳增长, 体现了公司主营业务逐渐发展成熟。

图 16: 2014-2019 年前三季度七彩化学的毛利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

公司 IPO 募资主要用途为产线的新增与扩建项目, 扩增后公司产能将有极大提升。截至 2018 年, 七彩化学共有各项高性能有机颜料、溶剂染料及中间体产能 6560 吨。公司 2019 年 2 月 IPO 所募集资金主要用于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中间体、芳腈系列及高耐气候牢度有机颜料扩建项目。本次预计募投扩增产能为 5000 吨左右, 将使得公司产能提升约 80%。

表 7: 七彩化学 IPO 募资用途

项目名称	募投项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金投金额 (万元)
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	7,000.00	7,000.00
高耐晒牢度有机颜料及系列中间体清洁生产项目(第一期)	10,000.00	10,000.00
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)	23,000.00	23,000.00
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	5,500.00	5500.00
自动化与信息化扩建项目	2,500.00	2,500.00
偿还银行贷款	8,000.00	6,364.39
补充流动资金	6,000.00	
合计	62,000.00	54,364.39

资料来源: 七彩化学招股说明书, 光大证券研究所

3.2、重视环保大势所趋, 公司间接受益

传统无机、有机颜料对于环境的污染较大。无机颜料为最早使用的颜料, 常用的无机颜料包括氧化物、铬酸盐、群青、炭黑、磷酸锌、金属颜料、珠光颜料等等, 近年来在全球环保的大背景下, 环境污染严重的无机颜料开始逐渐被淘汰。传统的经典有机颜料包括偶氮类有机颜料、色酚 AS 系列颜料等, 毒性相对于无机颜料较低, 但因其化学稳定性等因素, 仍可能对人体和

环境产生不良影响，因此在某些应用领域具有局限性。

表 8：有机颜料和无机颜料性能比较

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
耐溶剂型	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，但部分分子含联苯胺结构，可能分解出致癌物质
成本	较低	较高

资料来源：七彩化学招股说明书，光大证券研究所

环保政策趋严，环境友好颜料、涂料产品发展受到政策支持。2007 年，欧盟正式实施的 REACH 法规，取代了欧盟之前的 40 多项有关化学品的指令和法规，其监管的重点之一便是染料、有机颜料、助剂、中间体及其下游产品，如玩具、纺织品等。我国相关部门也陆续颁布法规、行业标准，限制含有毒有害物质产品的使用。虽然我国对颜料中有害物质含量的限制仍较发达国家宽松，但随着经济的发展，我国相关标准将进一步修改，并向发达国家趋同。目前市占比较高的无机颜料、有机颜料对人体均有一定的毒性或潜在毒性，毒性更低的颜料、涂料品种的发展受到政策的大力支持。

表 9：高性能、环保型有机颜料相关政策

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，资料来源：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。

资料来源：政府官网，光大证券研究所整理

公司的高性能有机颜料对环境的污染程度相对传统颜料较小，对传统颜料有一定的替代效应。相比于传统的无机、有机颜料，高性能有机颜料不含有重金属、联苯胺等具有生物毒性的物质，其牢度、化学稳定性相比于传统颜料有明显的提高，不易分解出毒性物质。公司的高性能有机颜料产品已根据欧盟 REACH 法规要求完成 16 个主要产品注册、评估并通过注册，因此应用于儿童玩具等多个对颜料低毒性要求较高的领域。

图 17：公司高性能有机颜料应用场景



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

江浙地区环保政策严格，颜料行业产能扩增受限。颜料、染料的生产过程对环境有一定的污染，将会排放较大的废水，对环境具有一定的污染。我国的大部分有机颜料企业集中于长三角一带，该区域人口密集、水网密布，大城市密集分布，且化工园区数量较多，环境承载已接近饱和。江浙对于化工行业新增产能的管理较为严格，对现有产能也具有逐步关停的趋势。2019年4月，盐城市政府决定关停聚集众多化工企业的响水化工园区，此外江阴、昆山等地的诸多化工园区的关闭已提上日程。长三角地区化工企业产能扩增大大受限。

图 18：江苏省关闭化工园区名单

地区	化工生产企业总数	2019年计划完成关闭退出企业数	化工园区(集中区)总数	2019年计划关闭和取消化工定位的化工园区集中区	
				数量	名称
全省	4022	579	50	9	
南京	200	8	1		
无锡	828	80	6	1	江阴高新区化工集中区
徐州	167	32	4		
常州	412	61	3		
苏州	617	72	10	1	昆山张浦东部工业园化工集中点
南通	472	93	6	2	海门市天智化工园区
					启东市滨江精细化工园区
连云港	193	50	4		
淮安	186	35	3	1	洪泽经济开发区化工集中区
盐城	273	48	4	2	响水生态化工园区
					阜宁高新技术产业开发区化工集中区
扬州	306	79	1		
镇江	103	2	3	1	镇江丹徒区高资化工园区
泰州	182	12	3		
宿迁	83	7	2	1	沐阳循环经济产业园

资料来源：江苏省政府官网，光大证券研究所整理

公司地处东北地区，政策相对宽松，产能扩增空间较大。七彩化学位于辽宁省鞍山市，地处我国东北地区。东北地区在改革开放初期之前是我国重工业的中心，而近年来随着沿海地区的发展，东北地区工业发展有所落后。2009年，国务院发布了《关于实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》，鼓励东北地区继续发挥重工业优势地位，积极培育新兴产业。同时，东北地区环境承载力高，目前精细化工企业园区数量相对较少，仅有吉林化工园区入选2018年中国化工园区30强名单，东北地区对于化工行业发展的限制相对有限。公司的主营业务兼具高技术、低污染等诸多特点，相比位于长三角地区的颜料、染料同行业企业，产能扩增空间相对较大。

3.3、注重技术研发创新，立足差异化竞争

公司是国内高性能有机颜料龙头企业，拥有高性能有机颜料领域多项核心技术。由于高性能有机颜料技术门槛较高，其国际市场大多被巴斯夫、克莱恩、大日本油墨（DIC）等少数几家全球化工龙头掌握，国内仅有七彩化学、百合花等少数几家企业掌握高性能有机颜料生产的核心技术。七彩化学的产品核心技术主要为引进国外主要企业技术包消化吸收再创新掌握，公司当前已掌握高性能有机颜料产品的全部核心技术，实现了技术自主化。

表 10：七彩化学主要产品核心技术

序号	研发技术名称	所应用的产品	技术来源	技术水平	成熟程度	创新类型
1	红色大分子颜料清洁的生产工艺	偶氮缩合系列颜料	自主研发	国内领先	产品量产	引进消化吸收再创新
2	量身定制的颜料化表面处理工艺	全部产品	自主研发	国内领先	产品量产	引进消化吸收再创新
3	系统的应用检测与服务	全部产品	自主研发	国内领先	产品量产	引进消化吸收再创新
4	颜料橙 64 生产技术	苯并咪唑酮系列颜料	自主研发	国内领先	产品量产	引进消化吸收再创新
5	颜料黄 155 生产技术	苯并咪唑酮系列颜料	自主研发	国内领先	产品量产	引进消化吸收再创新
6	溶剂绿 5 合成技术	溶剂染料	自主研发	国内领先	产品量产	引进消化吸收再创新
7	溶剂红 195 合成技	溶剂染料	自主研发	国内领先	产品量产	引进消化吸收再创新
8	颜料黄 139 生产技术	异吲哚啉系列颜料	自主研发	国内领先	产品量产	引进消化吸收再创新

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

公司积极与科研机构进行研发合作，与王植源教授课题组签订战略合作协议。依托国家博士后科研工作站，公司与众多科研机构，高等院校建立了长期而紧密的合作关系。2019 年 12 月 25 日，七彩化学与大连理工大学王植源项目团队签订了战略合作协议，并聘请王植源教授为公司首席科学家。王植源项目团队科研实力较强，长期从事特种单体、高性能高分子材料、新型光热固化剂、有机光电功能材料以及相关应用方面研究工作，在有机新材料领域有着丰富的理论经验和科研成果。双方将以拟建立的“七彩-大工高性能材料联合研究中心”为平台，利用王植源团队的科研优势与七彩化学的生产成本优势，共同推进新材料研发、科研成果产业化及产品技术难题的解决。

图 19: 王植源教授简介

王植源 (Wang Zhi Yuan) 男, 加拿大籍, 1982年毕业于北京大学化学系, 1987年于加拿大麦吉尔 (McGill) 大学获有机化学博士学位。1991年在加拿大卡尔顿大学化学系任教, 1997年聘为终身教授。2001年成为加拿大首批入选的新兴有机功能材料首席科学家。中国科学院长春应用化学研究所特聘研究员、博士生导师。

2007-2009期间聘为北京大学长江讲座教授。1995年获中华人民共和国 (国务院外专局) 友谊奖。2003年获“国家杰出青年B类基金”。1996, 2000及2006年三次获卡尔顿大学卓越研究奖。1999和2002年两次获加拿大创新基金奖。2006年获加拿大高分子科学与工程成就奖 (Macromolecular Science and Engineering Award, 全加拿大高分子科学与工程学术界每年度颁发一次的唯一的最高奖)。学术兼职等包括加拿大化学会高分子科学与工程学会会长, 中美化学联合会终身会员, 加拿大化学会资深会员 (Fellow of the Chemical Institute of Canada) (2003入选), Elsevier 高分子编辑咨询委员会成员, 科学通报编辑部执行副主编 (2003-2005), 中国《应用化学》编委, 加拿大国家科学与材料理事会信息与通讯技术决策评审团专家 (2003), 美国国家科学基金评审团专家, 奥地利国家科学基金评审团专家及中科院海外评审专家 (2003-2006) 等。

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

公司立足差异化竞争, 推进“少而精”策略。高性能有机颜料产品市场多数被国外化工巨头掌握, 国内有机颜料厂商多以经典有机颜料生产为主, 仅有百合花、七彩化学等少数几家企业生产高性能有机颜料。经典有机颜料生产企业较多, 行业壁垒较低, 竞争非常激烈, 市场地位已被几家较大规模的企业掌握。**公司避开竞争激烈的经典有机颜料市场, 专注于高性能有机颜料的研发与生产, 作为苯并咪唑酮系列高性能有机颜料产品国内龙头企业, 在国内高端颜料市场占据着核心市场地位。**随着高性能有机颜料市场份额逐步扩大, 对经典有机颜料产生替代效应, 而由于高性能有机颜料技术门槛较高, 具有很高的行业壁垒, 公司将在高性能有机颜料市场继续保持一定的定价权。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设与盈利预测

1、高性能有机颜料: 公司 IPO 募集资金用于扩建现有有机颜料产能, 预计将新增 700 吨/年产能, 假设在 2019 年-2021 年新产能持续释放, 且产品价格不发生太大的变化, 预计 2019-2021 年, 公司高性能有机颜料产量及营业收入增速分别为 14.98%、14.12%、12.73%。预计高性能有机颜料业务毛利率将持平, 参照 2016-2018 年平均毛利率, 预计 2019-2021 年, 公司有机颜料业务毛利率分别为 34%、34%、35%。

2、溶剂染料: IPO 募投新增溶剂染料产能 300 吨/年, 预计将在 2019 年-2021 年持续释放, 假设 2019-2021 年产品价格不发生太大的变化, 预计 2019-2021 年, 公司溶剂染料产量及营收增速分别为 29.48%、32.14%、33.69%。参考 2018 年毛利率 32.32%, 预计 2019-2021 年溶剂染料业务毛利率分别为 33%、33.5%、34%。

3、中间体: IPO 募投新增中间体产能, 假设产品价格不发生太大的变化, 预计 2019-2021 年, 公司中间体产量营业收入增速分别为 9.98%、9.58%、8.35%。参考 2016-2018 年中间体业务平均毛利率 17.69%, 预计 2019-2021 年中间体业务毛利率分别为 17.7%、17.8%、17.9%。

表 11：2019-2021 年七彩化学盈利预测表

预测项目		2018A	2019E	2020E	2021E
高性能有机颜料	营收 (万元)	38,653.58	44443.89	50719.36	57175.938
	营收增长率	6.64%	14.98%	14.12%	12.73%
	毛利率	34.01%	34.00%	34.00%	35.00%
溶剂染料系列	营收 (万元)	16,251.98	21043.06	27806.3	37174.25
	营收增长率	27.63%	29.48%	32.14%	33.69%
	毛利率	32.32%	33.00%	33.50%	34.00%
中间体	营收 (万元)	6,104.32	6713.53	7356.69	7970.97
	营收增长率	2.13%	9.98%	9.58%	8.35%
	毛利率	17.69%	17.70%	17.80%	17.90%
其他业务	营收 (万元)	85.05	81.27	78.58	78.58
	营收增长率	-73.35%	-4.45%	-3.30%	0.00%
	毛利率	21.98%	12.12%	11.70%	12.10%
合计	总营收 (万元)	61094.94	72281.75	85960.94	102399.74
	总营收增长率	10.53%	18.31%	18.92%	19.12%
	综合毛利率	35.06%	32.17%	32.43%	33.29%

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，具有产品的核心技术及市场地位，产能扩增将为公司未来发展提供强劲动力。我们预测 2019-2021 年公司净利润分别为 1.07/1.75/2.05 亿元，EPS 分别为 1.01/1.64/1.92 元。

4.2、相对估值

考虑七彩化学的主营业务为高性能有机颜料，我们选取颜料行业的另两个上市公司百合花、坤彩科技作为参考。百合花主营业务为有机颜料，包括经典有机颜料和高性能有机颜料；坤彩科技主营业务为珠光颜料。

表 12：可比公司估值比较表

公司名称	收盘价 2020-02-13	EPS (元)				PE (x)				PB (x)	市值 亿元
		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
百合花	22.84	0.84	1.12	1.37	1.54	27	20	17	15	3.35	51.39
坤彩科技	22.87	0.39	0.42	0.56	0.77	59	54	41	30	7.81	104.29
同行业平均值						43	37	29	23	5.58	
七彩化学	30.26	1.32	1.01	1.64	1.92	31	30	18	16	2.88	32.15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

注：七彩化学预测数据为光大证券研究所预测，百合花和坤彩科技的预测数据为 wind 一致预期

公司作为高性能有机颜料行业龙头之一，2018 年毛利率为 35%，高于百合花 23%、坤彩科技 30% 的毛利率水平，且在 IPO 后将扩大生产规模。截至 2 月 13 日，百合花、坤彩科技平均 PE 为 29 倍，保守估计，我们给

予公司 2020 年市盈率 25 倍，根据我们预测，公司 2020 年 EPS 为 1.64 元，对应目标价 41 元。

4.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 2%；
- 2、 β 值选取：采用申万二级行业分类-化工行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 13.00%。

我们给出 FCFF 估值方法得出的结果如下。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.80%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	0.89
Rm-Rf	6.50%
Ke(levered)	8.60%
税率	12.00%
Kd	5.86%
Ve	1117.74
Vd	289.00
目标资本结构	19.00%
WACC	8.08%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	180.89	3.78%
第二阶段	1157.48	24.21%
第三阶段 (终值)	3442.96	72.01%
企业价值 AEV	4781.33	100.00%
加：非经营性净资产价值	0.00	0.00%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	289.00	-6.04%
总股本价值	4492.33	93.96%
股本 (百万股)	106.68	
每股价值 (元)	42.11	
PE (隐含)	41.81	
PE (动态)	30.05	

资料来源：光大证券研究所预测

敏感性分析

WACC	1%	1.5%	2%	2.5%	3%
7.1%	46.57	49.95	54.01	58.95	65.11
7.6%	41.55	44.28	47.50	51.36	56.05
8.1%	37.28	39.51	42.11	45.17	48.84
8.6%	33.62	35.46	37.58	40.05	42.97
9.1%	30.45	31.98	33.73	35.75	38.10

FCFF 法估值得出公司合理价格为 42.11 元，公司目前价格远远低于绝对估值价格。因此，公司当前股价被低估。鉴于绝对估值目标价高于相对估值目标价，保守口径考虑，我们采用相对估值的目标价作为目标价。

4.4、投资建议

公司是高性能有机颜料行业龙头企业，具有产品的核心技术及市场地位，产能扩增将为公司未来发展提供强劲动力。我们预测 2019-2021 年公司净利润分别为 1.07/1.75/2.05 亿元，EPS 分别为 1.01/1.64/1.92 元。参考同行业公司平均市盈率，保守估计，我们给予公司 2020 年 25 倍 PE，对应目标价为 41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5、风险分析

经济下行风险

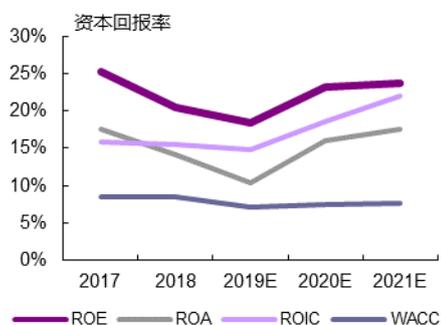
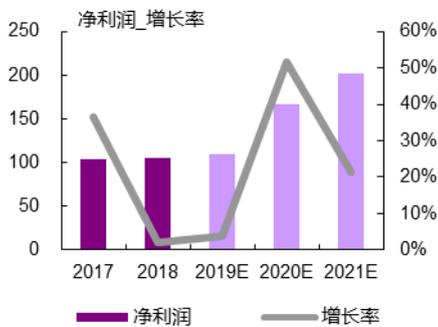
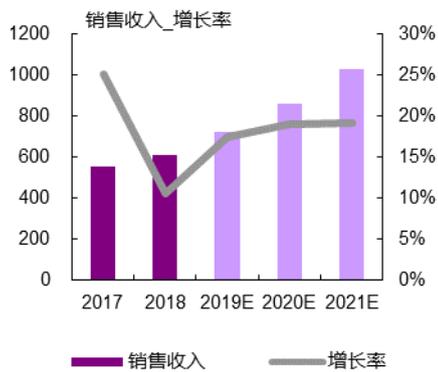
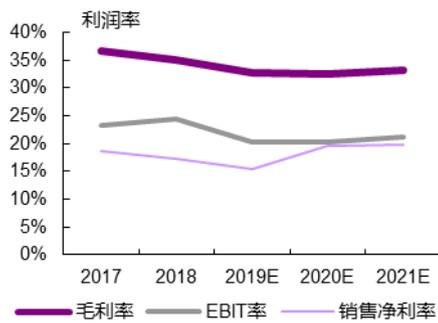
由于新型冠状病毒肺炎疫情事件，2020 年中国经济存在增速放缓的风险，若经济增速放缓，颜料行业下游需求将出现萎缩，进而影响公司的产品销售，影响公司的业绩。

市场竞争加剧风险

七彩化学目前掌握了其高性能有机颜料产品的核心知识产权，且一部分产品在国内并没有其他生产厂家。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。

募投项目进展不及预期风险

七彩化学 IPO 募投资金用于建设新产能，并就新增产能提供的利润进行了预测，由于厂房建设，设备调整等诸多因素的影响，募投新增产能项目存在建设投产进度不及预期的风险。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	553	611	723	860	1,024
营业成本	350	397	490	581	683
折旧和摊销	30	32	36	44	51
营业税费	8	7	8	9	11
销售费用	28	33	36	43	51
管理费用	40	25	43	52	59
财务费用	8	5	-4	-25	-16
资产减值损失	-1	-1	3	1	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	122	121	146	199	233
利润总额	122	119	122	199	233
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	103	105	107	175	205

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	591	741	1,290	1,443	1,613
流动资产	283	338	704	701	823
货币资金	42	54	358	306	347
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	95	84	111	124	152
应收票据	17	56	43	52	61
其他应收款	0	1	1	1	2
存货	110	121	163	185	222
非流动资产	308	403	586	742	791
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	20	19	19	19	19
固定资产	194	242	337	438	486
无形资产	35	37	35	33	32
总负债	181	226	156	166	184
无息负债	60	63	102	112	130
有息负债	121	163	54	54	54
股东权益	410	515	1,134	1,277	1,429
股本	80	80	107	107	107
公积金	154	164	688	688	688
未分配利润	175	271	340	482	635
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	72	68	112	151	173
净利润	103	105	107	175	205
折旧摊销	30	32	36	44	51
净营运资金增加	30	58	36	54	80
其他	-91	-127	-68	-122	-163
投资活动产生现金流	-11	-89	-218	-200	-100
净资本支出	-21	-91	-200	-200	-100
长期投资变化	20	19	0	0	0
其他资产变化	-10	-17	-18	0	0
融资活动现金流	-97	36	410	-3	-32
股本变化	0	0	27	0	0
债务净变化	-29	42	-109	0	0
无息负债变化	10	3	39	10	18
净现金流	-36	15	303	-52	42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	25.06%	10.53%	17.41%	18.92%	19.06%
净利润增长率	36.63%	1.93%	1.96%	62.78%	17.24%
EBITDA 增长率	26.19%	15.04%	-1.88%	22.14%	23.15%
EBIT 增长率	37.42%	16.48%	-4.77%	22.08%	24.91%
估值指标					
PE	31	31	30	18	16
PB	8	6	3	3	2
EV/EBITDA	16	14	17	14	11
EV/EBIT	20	17	21	17	14
EV/NOPLAT	23	19	24	20	16
EV/Sales	5	4	4	4	3
EV/IC	5	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	36.66%	35.06%	32.17%	32.43%	33.29%
EBITDA 率	28.61%	29.78%	24.70%	25.37%	26.23%
EBIT 率	23.23%	24.48%	19.71%	20.23%	21.21%
税前净利润率	22.04%	19.53%	16.89%	23.12%	22.76%
税后净利润率 (归属母公司)	18.70%	17.25%	14.86%	20.35%	20.03%
ROA	17.49%	14.22%	8.33%	12.12%	12.71%
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.23%	20.46%	9.47%	13.70%	14.34%
经营性 ROIC	21.26%	20.21%	14.42%	14.24%	15.94%
偿债能力					
流动比率	1.61	2.21	8.82	8.21	8.34
速动比率	0.99	1.42	6.78	6.04	6.09
归属母公司权益/有息债务	3.39	3.17	21.12	23.78	26.62
有形资产/有息债务	4.55	4.23	23.07	25.94	29.16
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.97	0.99	1.01	1.64	1.92
每股红利	0.00	0.30	0.30	0.49	0.58
每股经营现金流	0.68	0.64	1.05	1.42	1.62
每股自由现金流(FCFF)	0.81	0.14	-0.68	-0.52	0.60
每股净资产	3.84	4.83	10.63	11.97	13.40
每股销售收入	5.18	5.73	6.78	8.06	9.60

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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曾与、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。

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。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼