

有机颜料行业深度： 整合创造机遇，龙头迎接斑斓

分析师及联系人

• 马太

(8621)61118717

matai@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490516100002

• 施航

(8621)61118717

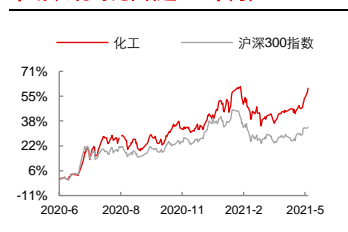
shihang@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490519100002

报告日期	2021-06-02
行业研究	深度报告
评级	看好 维持

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《供需向好，油价触及70美元/桶上方》 2021-05-19
- 《景气复苏，业绩上行——石油化工行业2020年报及2021年一季报综述》 2021-05-09
- 《基础化工行业2020年报及2021年一季报综述：越过山丘，班行秀出》 2021-05-07

化工

有机颜料行业深度报告：整合创造机遇，龙头迎接斑斓

● 颜料品类纷繁，下游应用广泛

颜料是着色剂的一种，主要用于涂料、油墨、塑料及橡胶等物质的着色，按组成物质可分为无机颜料和有机颜料。有机颜料品种丰富，《染料索引》上登记的 800 多种颜料绝大部分是有机颜料，其按照耐光性、耐热性、耐候性等牢度性能的强弱又可分为经典有机颜料和高性能有机颜料。经典有机颜料价格与生产门槛较低，但受到牢度性能的限制高温易分解产生有害物质，在某些应用领域受限；高性能有机颜料平均单价高、产量占比较少，但环保与安全性能更佳，未来前景宽广。有机颜料上游为石油和化工行业，下游主要为涂料、油墨和塑料，终端遍及汽车、建筑、包装、印刷文物等各个领域，不同下游领域对所有有机颜料的应用特性要求各不相同。

● 需求端：下游及终端平稳增长，未来可期

全球有机颜料市场较为成熟，年消费量在 40 万吨以上，且未来预计保持 2% 的年度稳定增长，市场规模约 250 亿人民币。我国有机颜料表观消费量在 10 万吨以上，呈逐年上升之势。涂料出于对耐候性的较高要求，是高性能有机颜料的主要应用领域。我国是全球最大的涂料生产国，2020 年涂料产量达到 2459.1 万吨，2015-2020 年复合增长率达到 7.4%。2020 年底正式实施的涂料新国标将增大有机颜料在涂料领域的替代市场。下游房屋、汽车驱动涂料需求增长。油墨是经典有机颜料的主要应用领域。2019 年我国油墨行业产量 79.4 万吨，2012-2019 年复合增长率为 3.7%。油墨主要用于出版物与包装的印刷，其中出版物需求增速放缓，包装需求增长可观。我国塑料制品消费增长稳定。添加颜料的色母粒是塑料着色的首选，我国对色母粒用有机颜料的年需求量约 4 万吨。

● 供给端：海外存替代之遇，国内存整合之机

我国是有机颜料的最大的生产国和出口国，有机颜料年产量保持在 20 万吨以上，其中超过半数用于出口，2017 年全国有机颜料年产量达到 24.6 万吨，出口量约 14.3 万吨，近年随着环保安全与规范性生产的监管趋严，行业部分小产能出清，产量及出口量有所降低。国际视角：中国和印度等亚洲国家是经典有机颜料的主要生产国，高端颜料仍由海外龙头生产。近年受环保压力、原料上涨及企业自身发展需求因素，海外龙头寻求剥离颜料业务，未来我国有望承接附加值更高的高性能有机颜料生产。本土企业逐渐布局高性能有机颜料产能，“高进低出”贸易结构有所好转，未来受到行业出口退税利好政策影响，出口竞争力将进一步提升。国内视角：我国有机颜料小规模生产企业较多，价格竞争激烈。行业 CR5 由 2012 年的 42.6% 提升至 2019 年的 46.2%，未来仍存较大整合空间。中期规模企业常州北美面临搬迁，供给端出现短暂缺口，行业龙头有望借此契机发展客户黏性，进一步提升市占率。

● 百合花：厚积薄发，拾级而上

百合花深耕行业 30 年，拥有近 4 万吨/年有机颜料产能，高性能有机颜料占比 1/3，高性能有机颜料产能与市场占有率均居国内首位，有机颜料的的生产技术水平、产品质量均处于国内领先水平。公司业绩增长稳定可观，对于环保、安全生产与研发的高度重视为其稳定经营夯实基础。未来随着高性能有机颜料产能逐步释放，叠加行业格局向好带来的红利，公司发展有望更进一步。

风险提示：

1. 新建项目进度不及预期；
2. 行业集中度提升速度不及预期。

目录

颜料品类纷繁，下游应用广泛	5
颜料品种繁多，差异显著	5
有机颜料居产业链中游，赋予化工原料着色功能	7
需求端：下游及终端平稳增长，未来可期	10
涂料：终端房车出货稳，存货翻新势头兴	11
涂料市场规模广阔，我国产量逐年增长	11
新国标正式实行，有机颜料替代市场宽广	12
下游房屋、汽车拉动涂料需求前景向好	12
油墨：出版包装此消彼长，高性能颜料前景宽广	15
出版物需求逐渐减少，包装需求稳定增长	16
油墨领域高性能有机颜料前景广阔	17
塑料：完美材料难以替代，颜料需求增长可观	17
供给端：海外迎替代之遇，国内存整合之机	19
国际格局：巨头寻求业务剥离，格局转变仍在继续	19
经典颜料产能既已转移，高端颜料供应变革或将开始	19
贸易结构逐渐好转，出口份额有望持续扩张	21
国内格局：集中度有望持续提升	22
我国为有机颜料最大生产国	22
国内生产企业众多，行业集中度逐渐提升	23
行业规模企业搬迁，供给出现短期缺口	24
百合花：厚积薄发，拾级而上	25
高性能有机颜料龙头，产业链双向不断拓展	25
经营周期性波动较弱，业绩逐年增长显著	26
重视环保安全与研发，为持续增长保驾护航	26

图表目录

图 1：颜料的主要类别及各自代表产品	6
图 2：有机颜料行业上下游产业链情况	8
图 3：百合花产品永固红 PR170 生产工艺	8
图 4：全球有机颜料下游市场分布	9
图 5：预计有机颜料全球消费量未来五年 CAGR 约为 2.0%	10
图 6：我国有机颜料表观消费量稳中有升	10

图 7：涂料行业产业链概览	11
图 8：全球涂料市场规模接近 2000 亿美元	12
图 9：我国涂料产量稳定增长	12
图 10：我国房屋竣工面积近年来维持较高水平	13
图 11：我国汽车产量 2017 年后逐年下降	14
图 12：我国汽车涂料市场稳步增长	14
图 13：预计未来修补漆占汽车涂料比重将逐步扩大	14
图 14：油墨行业产业链概览	15
图 15：我国油墨产量缓慢增长	15
图 16：近年出版物印刷市场规模有所下降	16
图 17：2019-2023 我国包装行业市场规模预测（亿美元）	16
图 18：色母粒上下游产业链一览	17
图 19：三种母粒均价、销量及主要着色剂	18
图 20：我国初级形态塑料产量及增速	18
图 21：海外龙头与我国供应商的竞争优势以及挑战	19
图 22：世界有机颜料三大供应梯队	20
图 23：巴斯夫颜料业务所在板块收入递减	21
图 24：科莱恩颜料业务所在板块收入递减	21
图 25：近年我国有机颜料进、出口均价差逐步缩小	21
图 26：近年印度有机颜料产量稳中有升	22
图 27：美国有机颜料进口国家分布	22
图 28：欧洲有机颜料进口国家分布	22
图 29：我国有机颜料产量及出口量情况	23
图 30：我国有机颜料行业集中度不断提升	24
图 31：我国有机颜料行业代表企业产量整体上升（单位：吨）	24
图 32：常州北美产量受搬迁影响将迎下滑	24
图 33：常州北美 2019 年产量高居行业首位	24
图 34：百合花历史沿革	25
图 35：百合花近年来营业收入稳步增长	26
图 36：百合花归属净利润持续上行	26
图 37：百合花环保投入不断扩大	27
表 1：颜料与染料区别特征	5
表 2：无机颜料与有机颜料性能对比	5
表 3：经典有机颜料与高性能有机颜料性能、应用、发展与格局情况	7
表 4：有机颜料不同下游应用领域一览	9
表 5：2020 年 3 月新国标对涂料中重金属的限制力度增强	12
表 6：我国有机颜料在产企业状况	23
表 7：百合花主要产品及应用	25

颜料品类纷繁，下游应用广泛

颜料主要用于涂料、油墨、塑料及橡胶等物质的着色。使物质显现颜色的物质统称为着色剂，主要分为颜料和染料两种。染料溶解于水和一般溶剂，染色时从晶体状态溶解成为分子状态后再上染到其他物品上，主要用于纺织品等材料的染色；颜料始终以晶体状态存在，赋予了被着色物质较好的颜色耐久性能，如耐光牢度、耐气候牢度和耐迁移性能，常用于涂料、油墨，以及塑料和橡胶等着色，应用领域较染料更为广泛。

表 1：颜料与染料区别特征

区别特征	染料	颜料
是否溶解	溶解于水或其他溶剂	一般不溶解
介质中状态	主要以分子或离子形式	晶体颗粒
具备性能	耐光性、耐气候性、耐酸碱性和耐溶剂性、耐迁移性等	具备染料性能外，还需具备着色性、易分散、遮盖性、耐渗水等性能
运用	纤维或织物着色	非纺织品(如油墨、涂料、塑料等)着色

资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

颜料品种繁多，差异显著

无机、有机颜料各有优劣。颜料的应用价值表现取决于颜色性能、牢度性能和加工性能。无机颜料大多为金属盐或氧化物及部分单质，可细分为氧化物、铬酸盐、硫酸盐、硅酸盐、硼酸盐等，主要品种包括钛白粉、氧化铁、铬黄、铜粉等；优点在于热、光稳定性优良，价格低廉，但缺点在于品种不多，着色力差，相对密度大，且一般不够鲜艳。有机颜料品种丰富，《染料索引》上登记的 800 多种颜料，绝大部分是有机颜料，其特点在于着色力高、色泽鲜艳、色谱齐全、相对密度小，但在耐热性、耐候性和遮盖力等方面通常略逊。随着有机颜料技术的发展，其缺点得到改善，应用领域得到进一步扩大。

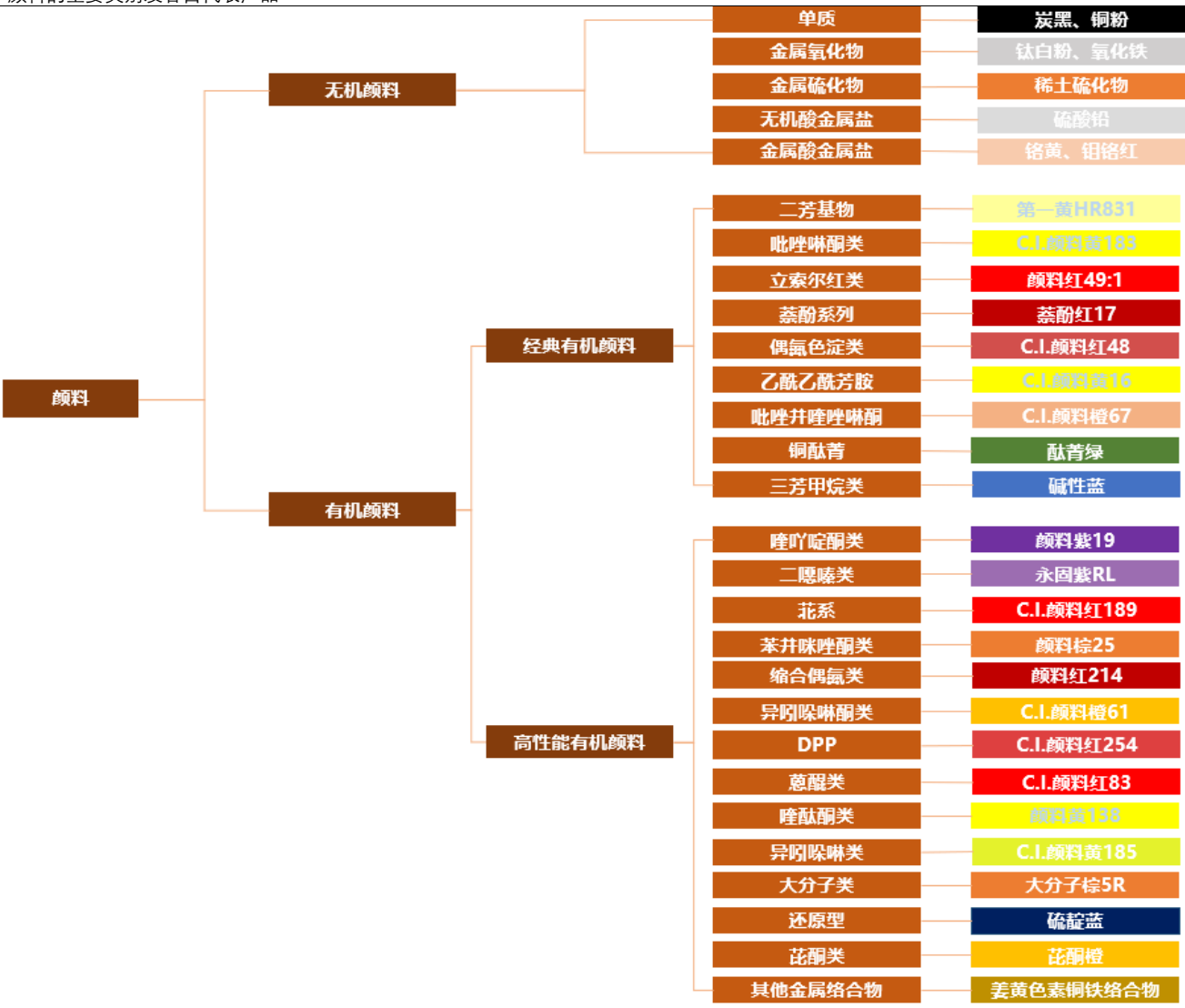
表 2：无机颜料与有机颜料性能对比

性能区别	主要性能	无机颜料	有机颜料
颜色性能	品种色谱	种类较少、色谱较窄	品种较多、色谱较宽
	颜色特性	鲜艳度较低、暗	鲜艳、明亮
	着色强度	低	高
牢度性能	耐热稳定性	多数较高	一般较低、高档品种优良
	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
加工性能	专用剂型	较少	多种商品剂型
	毒性（重金属）	部分品种高（含铬、铅、汞等）	无毒、低
其他	成本	较低	较高

资料来源：百合花招股说明书，长江证券研究所

有机颜料按化学结构可分为偶氮类、酞菁类和杂环类，按色谱可分为黄、橙、红、紫、蓝、绿等类型，其中偶氮类和杂环类颜料主要为黄、橙、红、紫色谱，而酞菁类主导了蓝、绿色品种。根据性能中的牢度性（主要为耐光性、耐热性、耐候性），有机颜料又可分为经典有机颜料和高性能有机颜料，其中经典有机颜料主要包括大部分偶氮类等，高性能有机颜料包括苯并咪唑酮颜料、偶氮缩合颜料、喹吖啶酮类、吡咯并吡咯二酮类（DPP）、蒽醌杂环类等种类。

图 1：颜料的主要类别及各自代表产品



资料来源：《有机颜料结构类型及品种》（穆振义），《异吲哚啉酮和异吲哚啉有机颜料》（沈永嘉），中国产业信息网，长江证券研究所

经典有机颜料色谱齐全、色泽鲜艳，价格与生产门槛较低，且已大量用于塑料制品着色。但由于化学结构等因素，其在耐热性、耐光性、耐迁移性等牢度性能方面存在种种缺陷，某些颜料在高温时会发生分解，因此在某些应用领域具有局限性。高性能有机颜料牢度性能好，广泛用于汽车漆、高档油墨、食品包装等工作环境苛刻或对环保、安全要求较高的领域。其优异的性能伴随着复杂的合成工艺、较高的技术门槛和生产成本、较低的产量和较高的市场价格。全球高性能有机颜料产量占比约 15-20%，销售

额却可达 40-50%，并以每年 10%左右的速度增长，平均单价接近经典有机颜料的 3 倍。当前高性能有机颜料生产技术主要集中在科莱恩、DIC 等海外知名厂商，国内企业百合花、先尼科等掌握部分种类高性能有机颜料生产技术。

高性能有机颜料在环保、安全上具备优越性。经典有机颜料耐高温一般不超过 200℃，高温下易变色甚至分解出有害物质，而高性能有机颜料耐热性通常在 250℃以上，部分甚至能达到 300℃，不会因过热产生有害物质，满足塑料、PET 纺丝等高温加工应用的需要。随着人们安全意识的增强，以及政策对于环保要求的提高，高性能有机颜料会在一些场合替代经典有机颜料，未来会有更大的市场空间。

表 3：经典有机颜料与高性能有机颜料性能、应用、发展与格局情况

产品类别	经典有机颜料	高性能有机颜料
牢度性能	较弱	较强
使用寿命	3 年	5-8 年
下游应用	主要应用于传统领域，以油墨印刷为主，也应用于普通塑胶着色	应用于耐久性、环保安全要求较高的涂料和塑料领域，如食品包装、汽车漆、建筑漆、儿童玩具等
安全环保	部分含有禁用物质，不能应用于与人体直接接触的环境	不含有毒害元素，使用安全且环境友好
发展分析	随着人们对产品安全性认识的深化，会在一些应用场合被高性能有机颜料替代	随着环保要求的提高，含有毒害因素的染料产品被淘汰，高性能有机颜料拥有更大市场空间
竞争格局	生产厂商众多，行业集中度较差，接近完全竞争市场	由于对技术要求较高，生产厂商数量较少。技术主要集中在科莱恩、DIC 等跨国知名厂商，我国部分企业在特定产品有比较优势

资料来源：百合花公司公告，华经产业研究院，中国产业信息网，长江证券研究所

有机颜料居产业链中游，赋予化工原料着色功能

有机颜料行业位于产业链中游，上游属石油和化工行业，下游遍布各个领域。有机颜料上游产品为基础化工原料和中间体，基础化工原料主要包括酸类、碱类等无机化工原料，中间体主要包括胺类、苯类、助剂等化工产品。下游应用领域主要为涂料、油墨、塑料色母粒、塑胶、橡胶等，其中油墨广泛应用于报刊杂志、食品包装、户外广告的表面着色，涂料常用于建筑物、汽车船舶、集装箱等表面着色，此外日用塑料、化妆品、皮革、家具等都是有机颜料的重要应用。

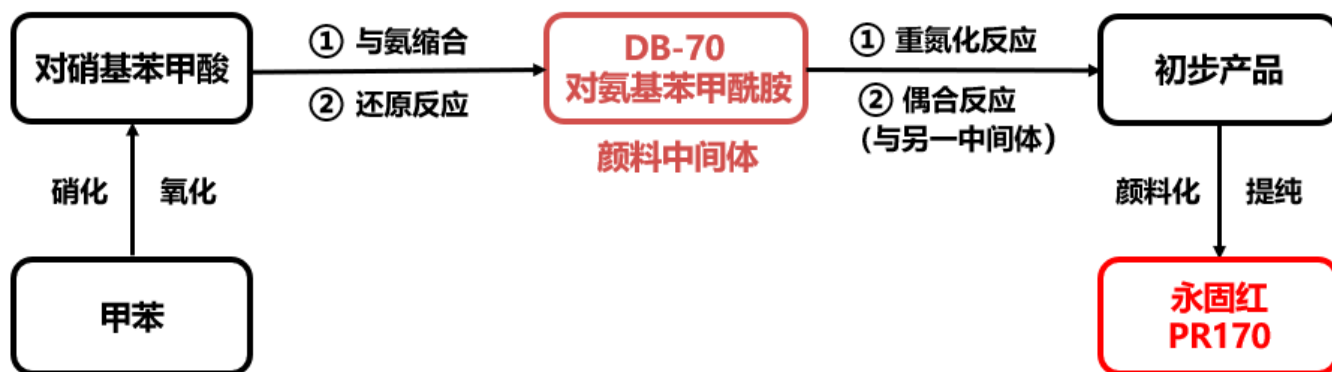
有机颜料的生产成本受到上游原油及石油化工原料价格、基础化工原料价格影响。有机颜料由中间体和基础化工原料通过化学反应制备，并经过一系列工序如颜料化处理、提纯后形成最终产品。有机颜料中间体大多为石油化工产物，以百合花公布的永固红 PR170 生产工艺为例，其中红色基 DB-70（对氨基苯甲酰胺）为有机颜料中间体，由基础化工原料甲苯经过混酸硝化、氧化、与氨缩合后还原制得，它与其他中间体进行偶合反应后经过颜料化处理，以及过滤、漂洗、烘干后变为有机颜料最终产品。

图 2：有机颜料行业上下游产业链情况



资料来源：百合花招股说明书，长江证券研究所

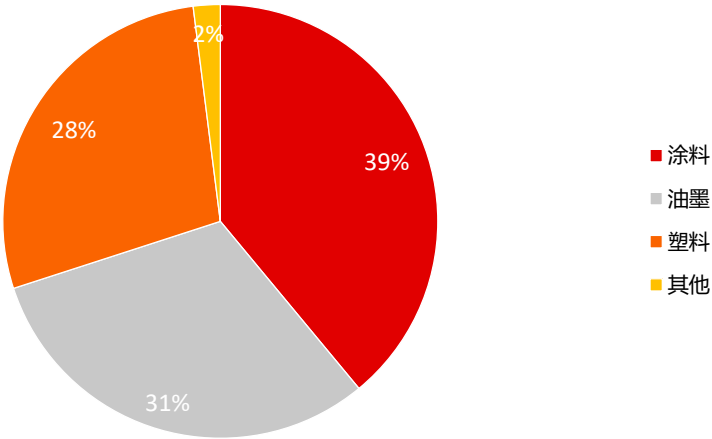
图 3：百合花产品永固红 PR170 生产工艺



资料来源：《对硝基苯甲酸的制备新工艺》(王松林)，Chemical Book，百合花公司公告，长江证券研究所

有机颜料作为着色剂，下游主要为油墨、涂料和塑料，三者加总占有机颜料用量或市场份额比例超过 90%，此外化妆品、皮革以及电子化学品同样对有机颜料存在一定需求。油墨是有机颜料用量最多的下游领域，约占有机颜料总消费量的 50%以上，以经典有机颜料为主。涂料领域使用的有机颜料消费量虽然小于油墨，却是市场份额最大的有机颜料消费领域，约占全球有机颜料下游消费市场份额 39%。原因是与油墨相比，涂料用有机颜料以单价较高的高性能有机颜料为主。

图 4：全球有机颜料下游市场分布



资料来源：立鼎产业研究网，长江证券研究所

有机颜料在各下游领域中的应用特性有所不同。油墨中有机颜料用量、应用浓度最高，涂料次之，而塑料着色需要的有机颜料最少。涂料对于有机颜料的耐候性等性能要求最高，对颜料质量稳定性要求也更高，而油墨用有机颜料要求相对宽松，因此以经典有机颜料为主，塑料介于二者之间。

表 4：有机颜料不同下游应用领域一览

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

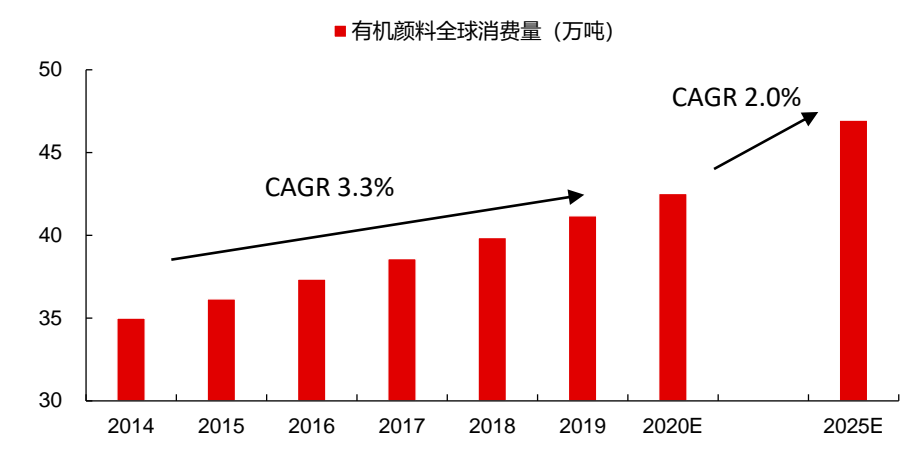
资料来源：华经情报网，长江证券研究所

需求端：下游及终端平稳增长，未来可期

有机颜料有着品种多样，色系齐全，着色强度高独特优势，是许多产品着色的不二之选，具备需求刚性，其需求的增长动能主要来源于涂料、油墨、塑料等下游领域对于着色剂的需求。

全球有机颜料消费量稳步增长。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。根据“2020 年海峡两岸国际有机颜料行业年会”论文集《情报助推有机颜料行业高品质发展》，2014-2019 有机颜料全球消费量年复合增长率约为 3.3%，消费量在 2019 年已突破 40 万吨大关，且未来仍将保持 2% 左右年复合增长率的稳定增长，据此估算目前全球有机颜料市场规模约为 250 亿元。

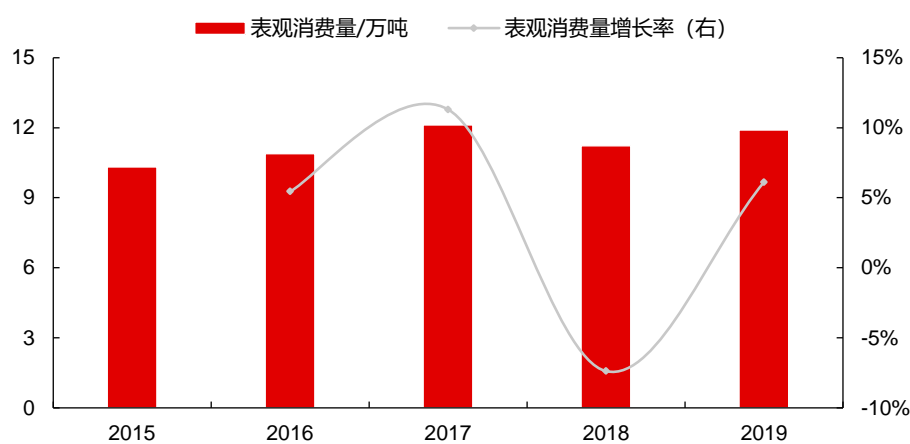
图 5：预计有机颜料全球消费量未来五年 CAGR 约为 2.0%



资料来源：《情报助推有机颜料行业高质量发展》，中国染料工业协会有机颜料专业委员会，长江证券研究所

我国是有机颜料需求大国，有机颜料消费量稳中有升，占全球总消费量约 30%。我国有机颜料表观消费量由 2015 年的 10.3 万吨增至 2019 年的 11.9 万吨，除 2018 年受宏观经济影响有所下降外，其余年份增长均超过 5%，2015-2019 年复合增速为 3.6%。

图 6：我国有机颜料表观消费量稳中有升



资料来源：中国染料工业协会有机颜料专业委员会，海关总署，华经产业研究院，长江证券研究所

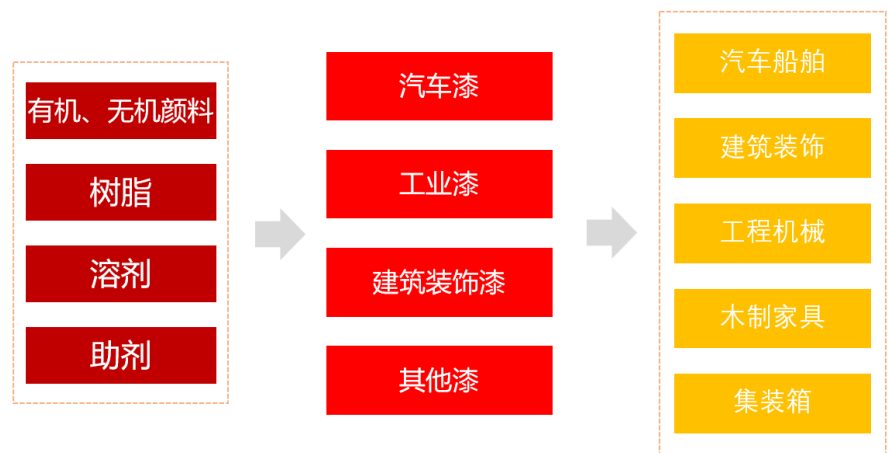
下文将对有机颜料三大主要下游涂料、油墨及塑料以及终端应用领域成长性进行解构。

涂料：终端房车出货稳，存货翻新势头兴

涂料市场规模广阔，我国产量逐年增长

涂料是国民经济中重要的功能材料，通过施工工艺涂覆在物件表面，形成粘附牢固、具有一定强度、连续的固态薄膜，从而对物件起到外观装饰、延长使用寿命、增加安全性等功能。涂料的制造工艺主要是将树脂、溶剂、颜料、填料、助剂等原材料按科学配方比例，经混合、研磨、调色、过滤等工序制备成涂料产品，供终端领域使用。

图 7：涂料行业产业链概览

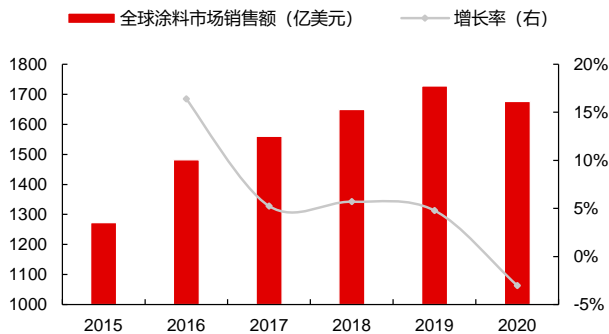


资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

涂料行业市场规模广阔。根据世界油漆与涂料工业协会（WPCIA）数据，全球涂料市场销售额由 2015 年的 1273 亿美元增至 2020 年的 1676 亿美元，年复合增长率仍达到 5.7%，涂料市场规模的稳定上升主要得益于建筑支出的增长，汽车工业的发展，城市人口的增加，家庭消费支出的增加以及经济状况的改善。尽管受疫情影响，2020 年全球涂料销售额下降约 3%，全球涂料市场规模整体增势不改。

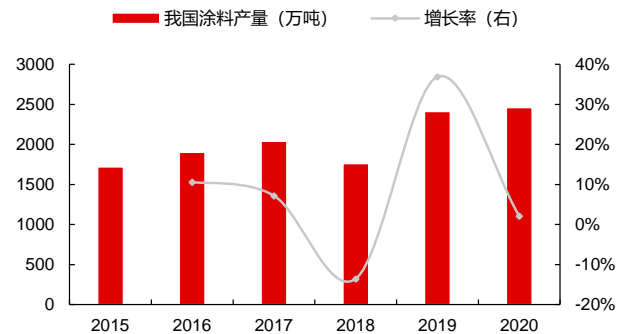
我国是全球第一大涂料生产国。亚太地区涂料产量在全球占比达到 57% 左右，中国涂料产量在亚太地区占比达到 56%，在全球约占三成。根据中国涂料工业协会发布的《我国涂料行业 2020 年经济运行情况及 2021 年发展趋势分析》，2020 年全国涂料产量为 2459.1 万吨，在疫情的不利因素下，仍取得 2.6% 的同比增长，2015-2020 年 CAGR 达到 7.4%，除 2018 年受到宏观经济不景气的影响外，均维持同比增长。预期至 2025 年，我国涂料产量仍能保持 5% 左右的年复合增长，届时总产量可达 3000 万吨。

图 8：全球涂料市场规模接近 2000 亿美元



资料来源：WPCIA，前瞻产业研究院，长江证券研究所

图 9：我国涂料产量稳定增长



资料来源：中国涂料工业协会，前瞻产业研究院，长江证券研究所

新国标正式实行，有机颜料替代市场宽广

涂料对耐候性要求较高，是高性能有机颜料的主要应用领域，未来替代市场广阔。作为涂料的组成部分，颜料约占涂料份额的 5%-10%。钛白粉、炭黑、铁红、铅铬黄、镉绿等无机颜料依靠低廉的价格、较好的耐候性能成为涂料配方中颜料的主要选择，但近年来随着环保政策趋严，部分含重金属等有害物质的无机颜料逐渐被禁用。2020 年 3 月 4 日国家标准委公布的涂料产业新国标将在 2020 年 12 月 1 日起强制实行，新国标对涂料中铅、铬、镉等重金属含量进行限制。有机颜料尤其是安全系数高、耐候性同样优良且色彩丰富艳丽、着色力度强的高性能有机颜料将对部分含重金属的无机颜料形成替代，受此政策影响国内将形成约 3 万吨/年左右的高性能有机颜料替代市场。随着未来相关政策的进一步出台与落实，环保、安全优势明显的高性能有机颜料对传统颜料的替代市场将十分广阔。

表 5：2020 年 3 月新国标对涂料中重金属的限制力度增强

标准号	标准名称	类别	实施日期	重金属限制
GB 18581-2020	木器涂料中有害物质限量	强标	2020.12	总铅≤90mg/kg(色漆、腻子 和醇酸清漆)，可溶性重金属 含量镉≤75mg/kg，铬和汞 ≤60mg/kg（限色漆、腻子 和醇酸清漆）
GB 18582-2020	建筑用墙面涂料中有害物质限量	强标	2020.12	总铅≤90mg/kg，可溶性重 金属含量镉≤75mg/kg，铬 和汞≤60mg/kg
GB 24409-2020	车辆涂料中有害物质限量	强标	2020.12	铅≤1g/kg，镉≤ 100mg/kg，六价铬、汞≤ 1g/kg
GB 309 81-2020	工业防护涂料中有害物质限量	强标	2020.12	铅≤1g/kg，镉≤ 100mg/kg，六价铬、汞≤ 1g/kg(色漆、粉末涂料和醇 酸清漆)

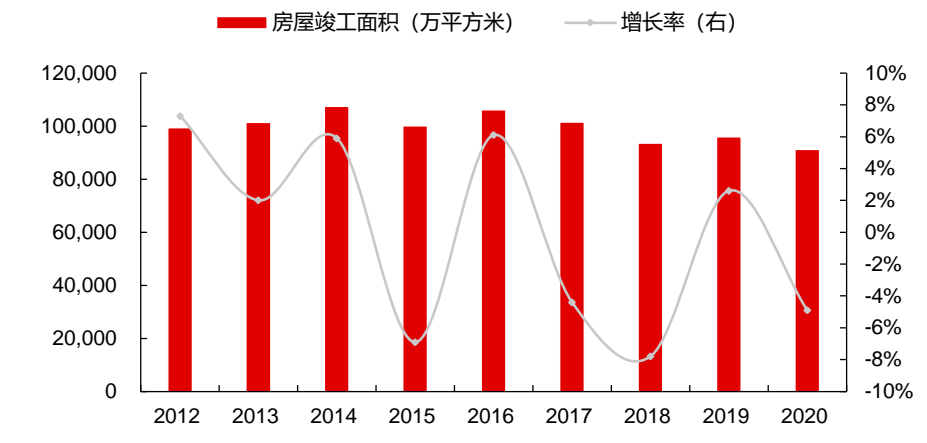
资料来源：国家标准管理委员会，长江证券研究所

下游房屋、汽车拉动涂料需求前景向好

涂料按照应用领域可分为建筑涂料和工业涂料，分别占整体涂料消费量的 40%和 60%。建筑涂料又可细分为墙面涂料、防水涂料、地坪涂料和功能性建筑涂料，需求受终端

房屋住宅影响。近年我国房屋竣工面积保持较高水平，增速有所放缓，2020 年我国房屋竣工面积同比减少 4.9%。随着疫情趋于稳定，建筑及房地产行业全面复工复产，房屋住宅市场景气度将有所恢复。此外住房升级改造带来的“精装”、“重涂”等趋势保证了地产领域涂料需求的较强韧性。

图 10：我国房屋竣工面积近年来维持较高水平

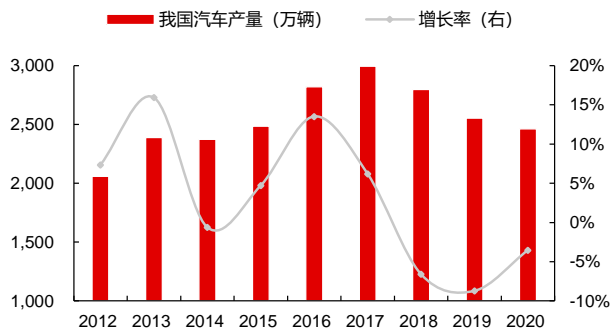


资料来源：Wind，长江证券研究所

近期相关政策如住宅精装、旧房重涂等不断推动建筑涂料需求向好。2019 年 2 月住建部发布的《住宅项目规范》提倡城镇新建住宅建筑应全装修交付，随后各地全装修、精装修政策不断出台。相比传统毛坯房，精装修房屋内外墙涂料需求普遍更大，由于房屋装饰需求具有弹性，建筑涂料整体需求将受益于精装修政策。2020 年全国人大政府工作报告为老旧小区改造设下了具体目标，旧房重涂再次被提上日程。《浙江省城镇老旧小区改造技术导则（试行）》提出“结合小区文化建设，可在征得居民意见后，部分墙面采取涂鸦喷绘形式，营造小区活力和强化意识形态，以色彩艳丽的有机颜料为着色剂的涂料需求也将受此拉动。

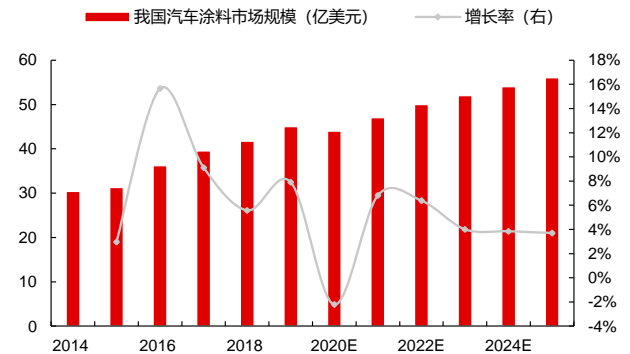
工业涂料涵盖交通涂料和其他涂料，其中交通涂料以汽车涂料为主。我国汽车产量在 2017 年达到顶峰 2994.2 万辆后连续下降，但下降趋势逐渐放缓，随着疫情影响的消散以及新能源汽车销量的大幅增长，预测未来我国整体汽车出货量将维持稳定。相对汽车产量的增长停滞，我国汽车涂料市场近年稳定上升，2019 年我国汽车涂料市场规模约为 45 亿美元，2014-2019 年复合增长率达到 8.1%，预计未来仍将保持增长态势。

图 11：我国汽车产量 2017 年后逐年下降



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：我国汽车涂料市场稳步增长

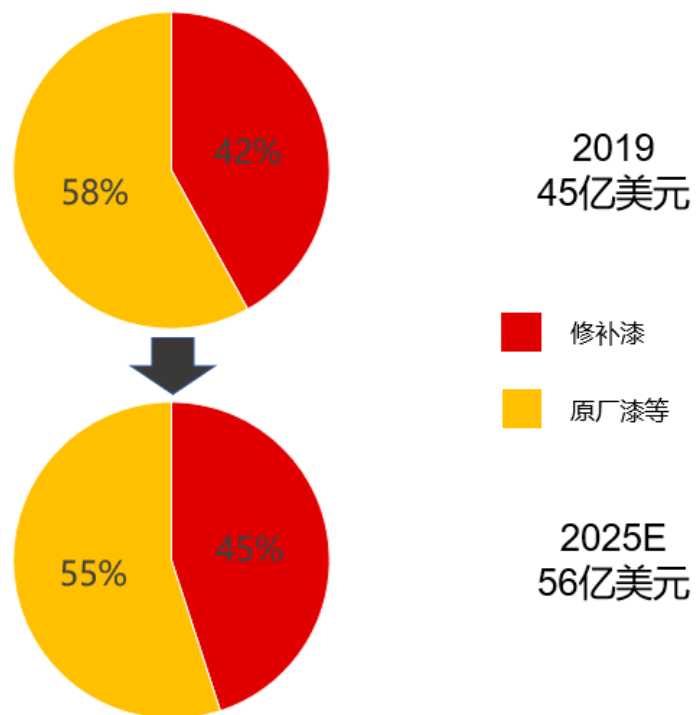


资料来源：中国化工网，长江证券研究所

两大内在需求为我国汽车涂料市场增长提供动能。一是汽车零部件对于涂料的需求逐步扩大。消费升级带动汽车内外饰等零部件向精细化、高端化发展，对大量使用高性能有机颜料作为着色剂的汽车零部件涂料需求起到拉动作用。据统计，以轮毂、尾翼、保险杠、格栅为代表的汽车外饰件涂料用量约为 3000-4000 克/辆，以装饰条、控制开关、仪表盘为代表的汽车内饰件涂料用量约为 670-880 克/辆。

二是随着现有车辆平均服役年龄不断提升，汽车涂料的需求将发生结构性调整，修补漆相对原厂漆比例将进一步扩大。受到相关政策影响，新生产的修补漆在环保、安全上的要求更加严格，高性能有机颜料在此领域前景广阔。

图 13：预计未来修补漆占汽车涂料比重将逐步扩大



资料来源：中国化工报，长江证券研究所

油墨：出版包装此消彼长，高性能颜料前景宽广

油墨是经典有机颜料的主要应用领域，它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。按印刷方式不同可分凹印油墨、特种油墨、胶印油墨等，主要由颜料、连接料和助剂构成，颜料约占油墨构成的 10%-20%，油墨对于有机颜料的性能需求主要体现在颜色、着色力、透明性和遮盖力。酞菁系列是油墨普遍使用的蓝、绿色系有机颜料，偶氮系列是油墨普遍使用的红、黄、橙色系有机颜料。

油墨与印刷互为依存、密不可分，出版物印刷和包装印刷是油墨的主要应用场景，近年来电子产品和建筑装饰材料等领域也对油墨产生一定需求。作为油墨的重要下游应用，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，尤其是对安全性要求较高的食品包装业的快速发展扩大了高性能有机颜料在油墨领域的市场规模。

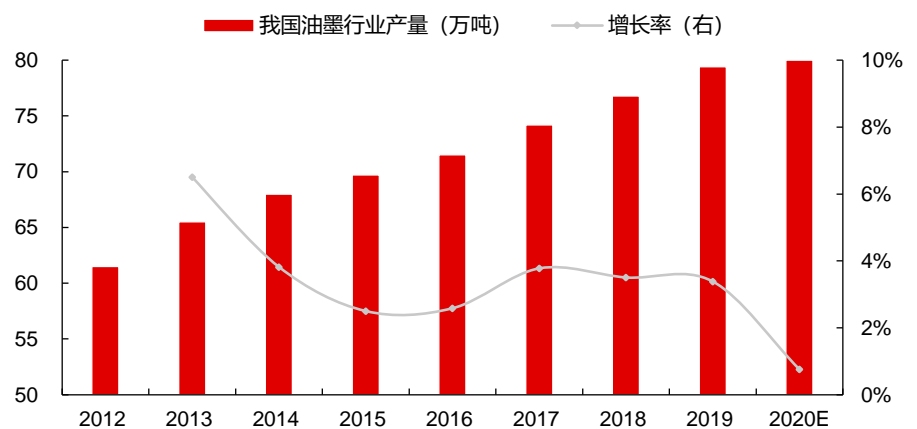
图 14：油墨行业产业链概览



资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

全球油墨年产量约为 420 至 450 万吨，目前发达国家在油墨行业处于领先地位，但是随着经济发展和政策支持，中国已经成为全球第二大油墨生产国，2019 年我国油墨行业产量达到 79.4 万吨，2012-2019 年复合增长率为 3.7%，保持稳中略升。

图 15：我国油墨产量缓慢增长

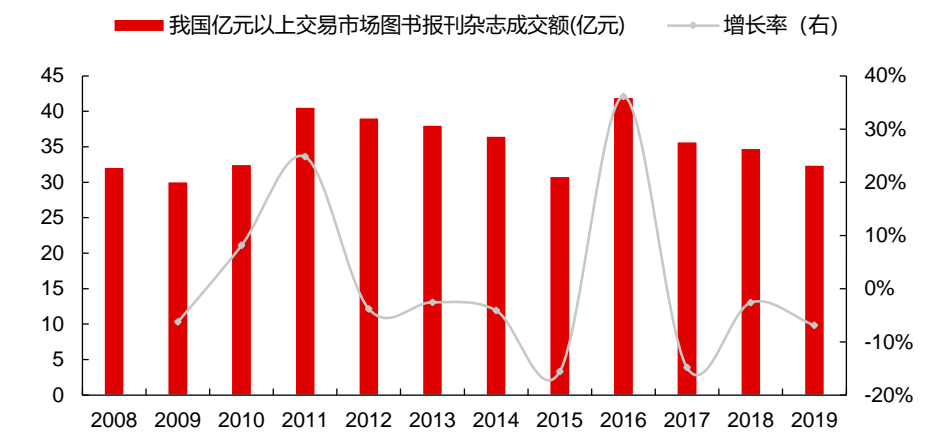


资料来源：华经情报网，长江证券研究所

出版物需求逐渐减少，包装需求稳定增长

出版物印刷与包装印刷是油墨的两大主要应用，其中包装印刷油墨中高性能有机颜料占比相对出版物印刷较高。受互联网媒体与电子书籍普及的冲击，传统出版物印刷市场规模有所下降，2019 年我国图书报刊杂志成交额为 32.4 亿元（仅统计亿元以上交易市场），相对 2016 年顶峰时期下降 20% 左右，与 2008 年基本保持一致。

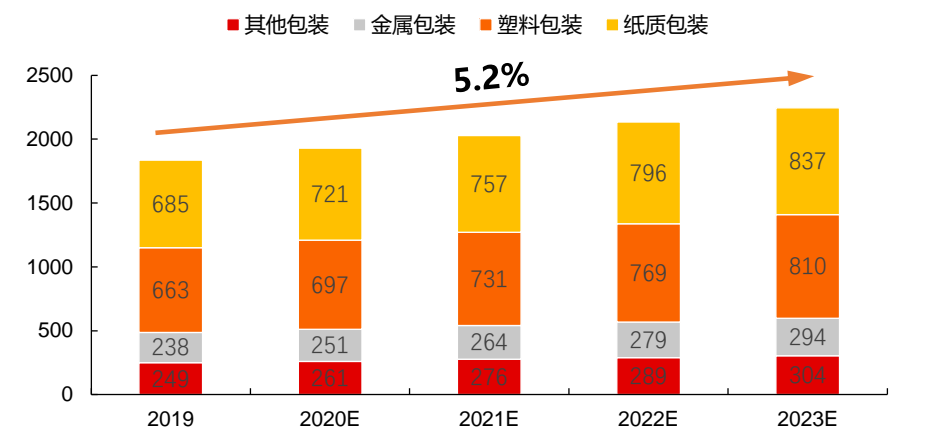
图 16：近年出版物印刷市场规模有所下降



资料来源：Wind，长江证券研究所

我国包装行业市场未来增长可观。随着世界加工制造业向我国转移，我国包装行业经历了高速发展阶段，现已成为世界上发展最快、规模最大、最具潜力的包装市场。随着 C 端需求如食品烟酒、玩具、快递等不断提升，我国包装行业市场规模未来增长较为乐观。据科尔尼公司预测，2020 年我国包装行业市场规模可达 1929 亿美元，并将以年复合增长率 5.2% 的速度在 2023 年达到 2245 亿美元。此外，我国人均包装消费量远低于世界人均水平，包装印刷行业的“天花板”远未达到，需求拥有较大潜在提升空间。

图 17：2019-2023 我国包装行业市场规模预测（亿美元）



资料来源：科尔尼咨询，长江证券研究所

油墨领域高性能有机颜料前景广阔

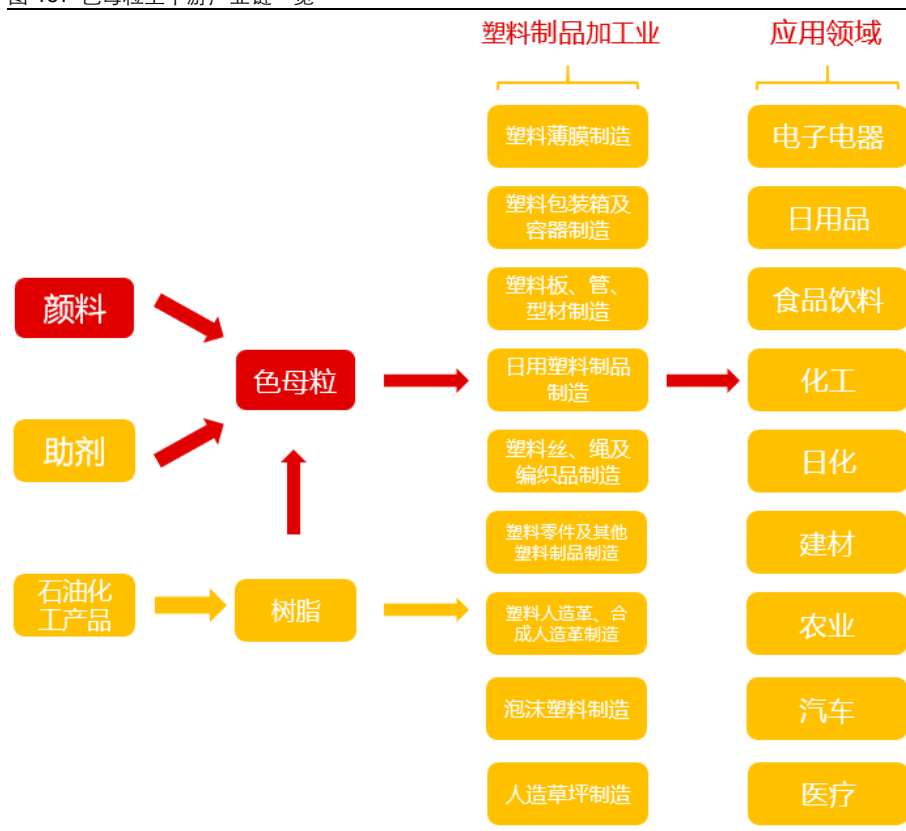
油墨行业由于环境问题饱受诟病，每年由油墨引起的全球有机挥发物（VOCs）污染排放量已达几十万吨，这些挥发物可以形成比二氧化碳更严重的温室效应。食品玩具包装油墨中有机溶剂、重金属等有害物质更是对食用者、接触者带来不可逆的健康损害。2021 年 4 月起实施的《油墨中可挥发性有机化合物（VOCs）含量的限值》新标准将带动环境较为友好的水性油墨、UV 油墨市占率进一步提升。油墨对有机颜料的安全性要求将进一步提高，叠加出版物印刷需求下降和包装印刷需求的增长，高性能有机颜料在油墨领域的市场将会更加广阔。

塑料：完美材料难以替代，颜料需求增长可观

塑料作为有机颜料的另一重要下游应用领域，具有质量轻、耐腐蚀、电性能优异、容易加工成型等特点，是现代国民经济众多领域不可或缺的材料。塑料的主要成分为合成树脂，本身的颜色大都是白色半透明或无色透明的，需要根据制品的应用要求进行着色处理，以起到色别标识、美化制品的作用。

塑料的着色方法可分为干混法和色母粒着色法，其中色母粒是以合成树脂为载体，添加高比例的颜料和分散剂等助剂，通过一系列工艺制得的一种新型高分子复合着色材料。色母粒具有着色成本低、色相稳定、节能环保、工序简便等优点，已成为塑料着色的主流方法。颜料是色母粒的基本组成部分，含量在 20% 左右。




图 18：色母粒上下游产业链一览



资料来源：宁波色母招股说明书，长江证券研究所

我国色母粒年产量约为 200 万吨，其中白色母粒、黑色母粒采用的着色剂大多为钛白粉和炭黑，彩色颜料色母粒售价最高，占比约为 20%，其中约 50%采用有机颜料。按色母粒中有机颜料占比 20%计算，我国色母粒对有机颜料的年需求约为 4 万吨。

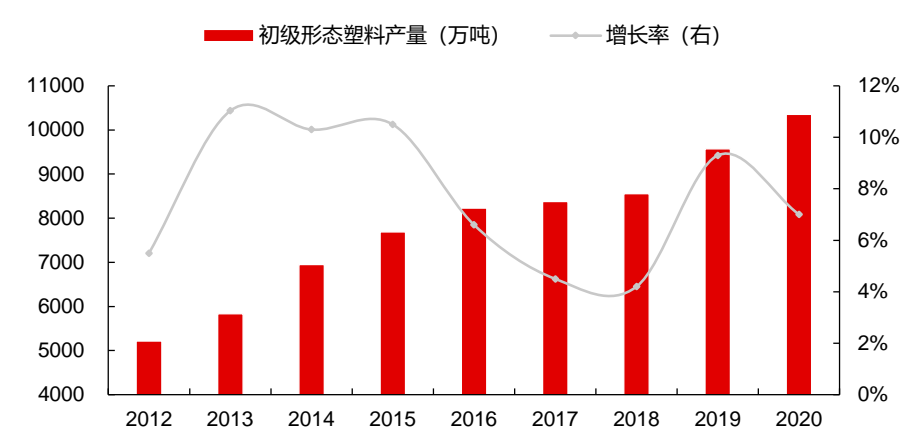
图 19：三种母粒均价、销量及主要着色剂

			
母粒类别	彩色母粒	白色母粒	黑色母粒
市场均价（万/吨）	2.46	1.84	1.94
销量占比	19.81%	23.18%	47.38%
主要着色剂	有机/无机颜料	钛白粉	炭黑

资料来源：《中国色母粒行业简述及对有机颜料的需求》（乔辉），华经情报网，长江证券研究所

我国塑料制品加工业发展迅速。塑料的耐久性使其成为最广泛使用的包装材料，市场规模持续增长。2012 年至 2020 年，我国初级形态塑料产量由 5213 万吨增长至 10355 万吨，规模以上产量接近翻倍。未来 3D 打印、汽车减重、以塑代钢等新发展趋势将带动塑料行业需求保持稳定增长，塑料领域对颜料的需求也将有着可观的增长。

图 20：我国初级形态塑料产量及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

此外，有机颜料在纺织品、纤维原浆、造纸、陶瓷、工艺美术、皮革、液晶电子，化妆品等领域也得到广泛应用。综合来看，我国有机颜料下游领域涂料、油墨和塑料产量均稳步提升，随着城镇化和工业化的不断推进，国民消费水平的逐步提高，有机颜料下游领域市场前景广阔，发展潜力巨大。

供给端：海外迎替代之遇，国内存整合之机

国际格局：巨头寻求业务剥离，格局转变仍在继续

目前全球有机颜料行业供应格局处于新旧转换中。过去几十年里，中国、印度等亚洲国家承接了经典有机颜料生产，海外龙头在高端颜料的供给端仍处于主导地位。未来行业格局可能进一步转变，我国高性能有机颜料产品有望扩大全球市场份额。

经典颜料产能既已转移，高端颜料供应变革或将开始

回顾历史，全球颜料格局一度寡头垄断。有机颜料行业始于 19 世纪末，欧美国家长期占据主导地位，原四家行业巨头包括瑞士汽巴、瑞士科莱恩、德国巴斯夫、大日本油墨 DIC 主导行业超过半个世纪。金融危机后，瑞士汽巴于 2009 年被巴斯夫并购。四家行业巨头在全球有机颜料市占率达 65%，在高性能有机颜料市占率甚至达到 90%，并且发明了行业 90% 以上的新产品、新技术。

颜料产能持续向亚洲转移。20 世纪 80 年代后，全球涂料、油墨产能持续向亚洲地区转移。基于产业配套需求、生产成本优势等因素，我国上百家企业陆续进入有机颜料行业，以可接受的质量和绝对的价格优势逐渐抢夺有机颜料的的市场份额，全球经典有机颜料生产开始由欧美向以我国为主的亚洲国家转移。进入 21 世纪，我国快速承接了世界有机颜料产能和制造技术的转移，产量大幅提升至全球首位。尽管海外龙头仍占据着生产门槛较高的高端颜料市场，但我国供应商百合花、七彩化学等公司通过技术创新，逐渐掌握了高端有机颜料产品的生产工艺，布局产能并已初具规模。

图 21：海外龙头与我国供应商的竞争优势以及挑战



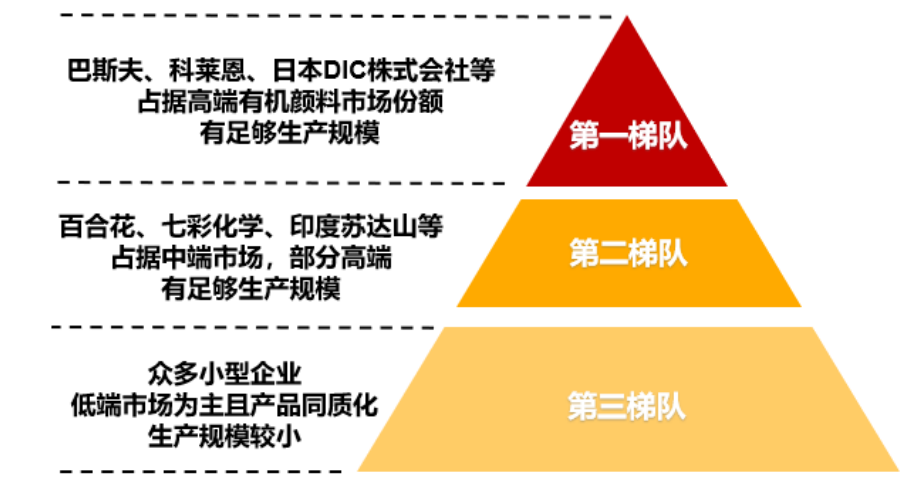
资料来源：百合花公司公告，锐观网，长江证券研究所

目前全球有机颜料形成三个主要梯队。第一梯队为国际巨头巴斯夫、科莱恩、日本DIC，其产品占据着全球高端有机颜料市场的主要份额。此外，三巨头的颜料业务均有自身下游产业配套，以形成协同优势。巴斯夫集团公司涂料业务（尤其汽车涂料）全球领先，科莱恩集团公司塑料业务全球领先，DIC则是全球领先的油墨厂商。

第二梯队以百合花、七彩化学、先尼科、上海捷虹、胜达化工、山东阳光等规模性国内厂商为主。在高性能颜料领域，百合花、七彩化学、先尼科处于领先地位；在经典颜料领域，百合花、常州北美、胜达化工、山东阳光处于领先地位；在酞菁颜料和无机铅铬颜料领域，双乐颜料、上海捷虹处于国内领先。

第三梯队为百家左右小型有机颜料生产企业（主要集中在我国），品种结构单一且同质化严重，目前受环保监管影响，市场份额持续流失。

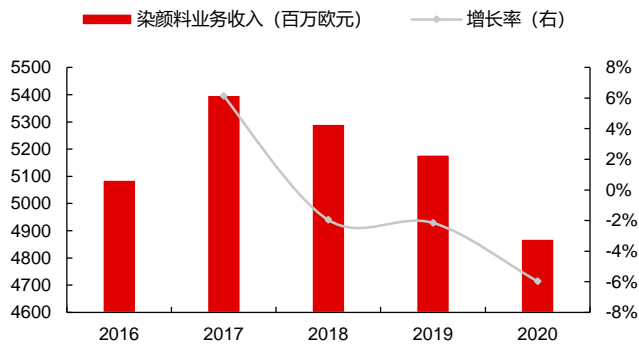
图 22：世界有机颜料三大供应梯队



资料来源：百合花公司公告，长江证券研究所

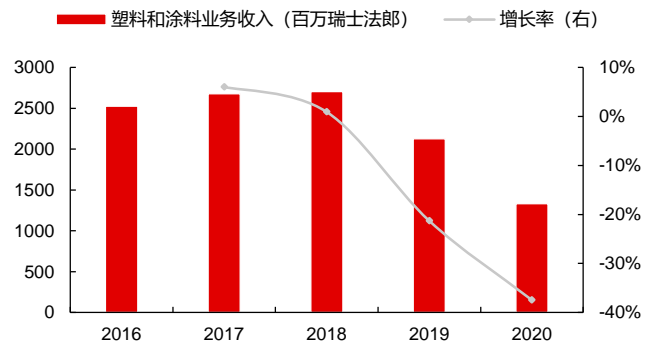
展望未来，海外巨头寻求剥离颜料业务，行业变革或将开始。受到环保压力、原材料价格上涨等原因，欧美颜料企业相关业务近年表现不佳，叠加企业自身发展需要等原因，海外龙头寻求剥离颜料业务。巴斯夫已将全球颜料业务出售至日本 DIC，交易预计在 2021 年上半年完成，科莱恩也在为其颜料业务寻找买家，世界有机颜料供应变革受此影响或将加速进程。作为有机颜料主要生产基地，亚洲地区环保要求较低，生产成本优势显著，有机颜料生产重心有望进一步向亚洲转移。

图 23：巴斯夫颜料业务所在板块收入递减



资料来源：巴斯夫公告，长江证券研究所

图 24：科莱恩颜料业务所在板块收入递减

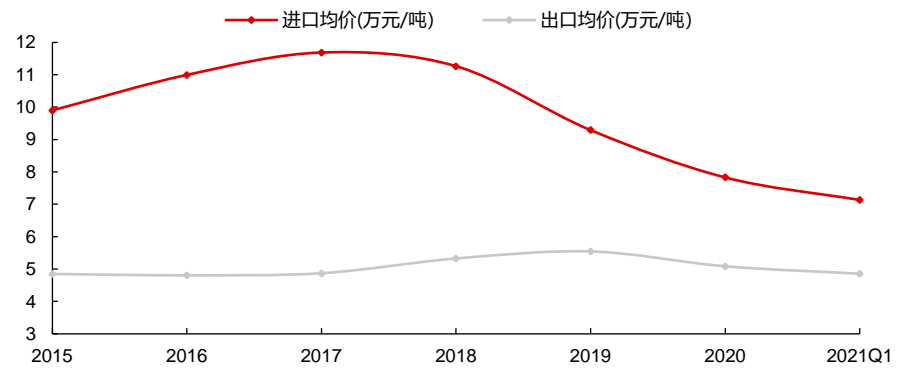


资料来源：科莱恩公告，长江证券研究所 注：科莱恩 2019、2020 塑料和涂料业务为剥离部分已出售业务的值

贸易结构逐渐好转，出口份额有望持续扩张

我国有机颜料贸易结构正在好转。基于全球有机颜料供应格局，我国虽为最大的有机颜料出口国，年出口量可达 13 万吨，但由于产能以中低端产品为主，且高性能有机颜料的需求逐年旺盛，我国有机颜料贸易常年存在“高进低出”的状况，即我国有机颜料进口产品均价远高于出口产品。以 2018 年为例，根据海关总署数据，我国年度有机颜料进口均价为 11.3 万/吨，而出口单价仅为 5.3 万/吨，不足进口单价的一半。近三年随着全球高端颜料供应格局的进一步改变，国内企业逐渐布局高性能有机颜料生产，以及疫情对海外龙头供给端带来打击，我国有机颜料进出口均价差逐渐缩小。

图 25：近年我国有机颜料进、出口均价差逐步缩小



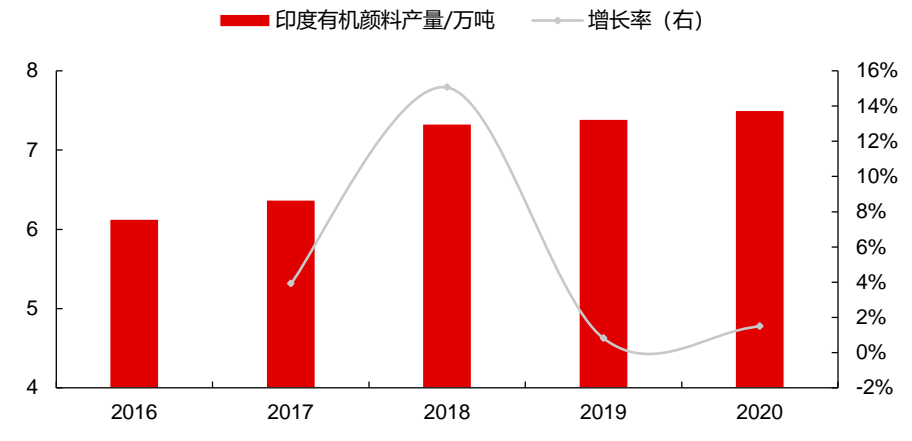
资料来源：Wind，长江证券研究所

受益出口退税政策，我国有机颜料出口量有望提升。2020 年 3 月，财政部、国家税务总局颁布了《关于提高部分产品出口退税率的公告》，将颜料产品及其为基本成分的制品出口退税率由原来的 0%调整至 13%，直接降低了我国颜料行业出口产品的成本。以国内有机颜料生产企业百合花为例，2020 年度公司海外收入为 4.27 亿元，毛利率同比增长 4.85 pct，达到 24.05%，毛利率增长主要系颜料出口退税政策所致。

印度是世界第二大有机颜料生产国和出口国，有着一年一度以泼洒颜料为习俗的“色彩节”和 69 年历史的颜料规模企业苏达山集团。据统计，印度是有机颜料主要进口地区美国和欧洲的第二大进口来源国，占比分别为 23%和 20%。近年来印度有机颜料生

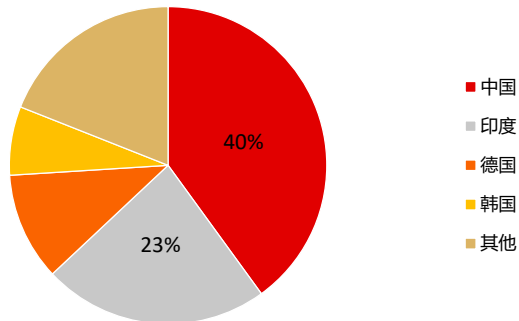
产规模稳中有升，2019-2020 年度产量达到 7.5 万吨，近四个年度年复合增长率达到 5.2%。印度有机颜料出口产品以经典有机颜料为主，与我国在国际市场存在较强竞争性。短期受疫情二次爆发、中长期受中国出口退税政策影响，我国有机颜料产品相对印度出口优势将愈发明显。

图 26：近年印度有机颜料产量稳中有升



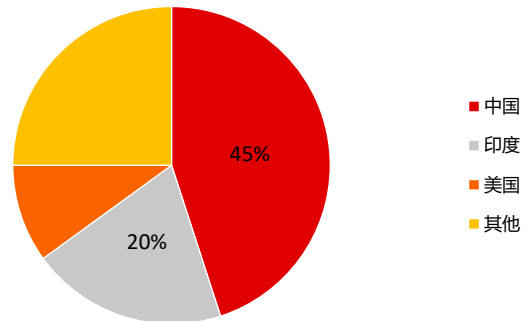
资料来源：印度化工和石化部，长江证券研究所 注：印度财政年度 2020 为 2019 年 4 月 1 日-2020 年 4 月 1 日

图 27：美国有机颜料进口国家分布



资料来源：《情报助推有机颜料行业高质量发展》（张松涛），中国染料工业协会有机颜料专业委员会，长江证券研究所

图 28：欧洲有机颜料进口国家分布



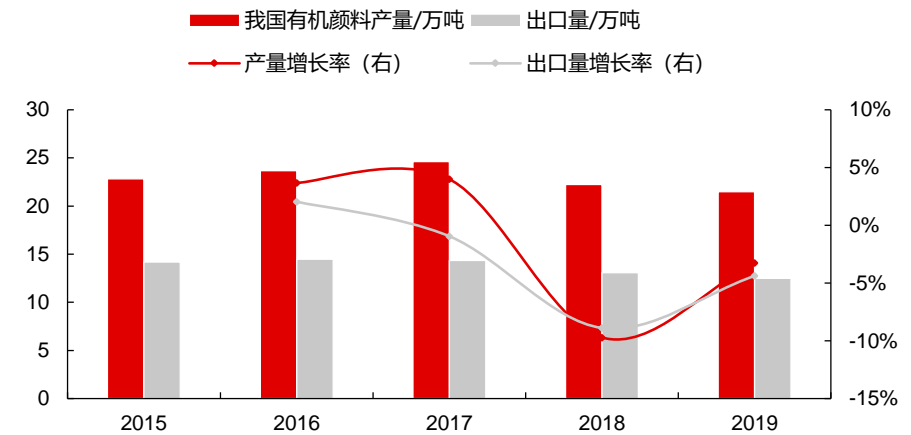
资料来源：《情报助推有机颜料行业高质量发展》（张松涛），中国染料工业协会有机颜料专业委员会，长江证券研究所

国内格局：集中度有望持续提升

我国为有机颜料最大生产国

我国作为全球最主要的精细化工产品生产基地与消费市场，拥有国内巨大的市场潜力和较低的生产成本等优势因素，叠加产业配置需求，已成为世界上最大的有机颜料生产国和出口国。2017 年我国有机颜料制造业全行业产量达到 24.6 万吨，居世界第一，约占全球产量的 70%，其中出口量达到 14.3 万吨，超过半数产品用于出口。随后由于环保安全、规范性生产监管趋严，行业部分小产能出清，有机颜料产量及出口量略微下降，2019 年我国有机颜料产量为 21.5 万吨，出口量为 12.5 万吨。

图 29：我国有机颜料产量及出口量情况



资料来源：中国染料工业协会有机颜料专业委员会，海关总署，长江证券研究所

国内生产企业众多，行业集中度逐渐提升

国内有机颜料行业集中度不高，价格竞争激烈。我国目前有大约 70 家有机颜料生产企业，其中有两家较大规模生产企业常州北美和百合花，常州北美生产经典有机颜料，百合花拥有高性能有机颜料产能约 1.3 万吨/年，居全国首位。此外，还有十家左右中等有机颜料生产企业，以七彩化学、双乐颜料、山东阳光等为代表，其余小规模企业占半数以上，大多以生产经典有机颜料为主，对环保安全的投入以及生产规范性普遍不及规模较大的企业，且产品同质化严重，拉低行业整体毛利率。

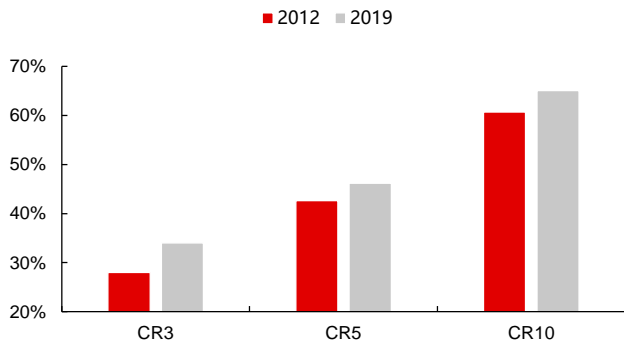
表 6：我国有机颜料在产企业状况

规模类别	公司名称	产品种类
较大规模企业	常州北美化学	经典有机颜料
	百合花	经典和高性能有机颜料
中等规模的企业	七彩化学	高性能有机颜料，以苯并咪唑酮系列为主
	先尼科化工	高性能有机颜料，以 DPP 系列为主
	南通争妍	以高性能有机颜料为主
	双乐颜料	无机颜料、有机以酞菁为主
	山东阳光	经典有机颜料为主
	江苏丽王	经典和高性能有机颜料
	龙口联合	经典有机颜料为主
	上海捷虹	经典和高性能有机颜料
	浙江力禾	经典有机颜料为主
	浙江胜达祥伟	经典和高性能有机颜料
	南通海迪	高性能有机颜料，以二噁嗪紫为主
众多小规模企业		经典有机颜料为主

资料来源：中国染料工业协会，长江证券研究所

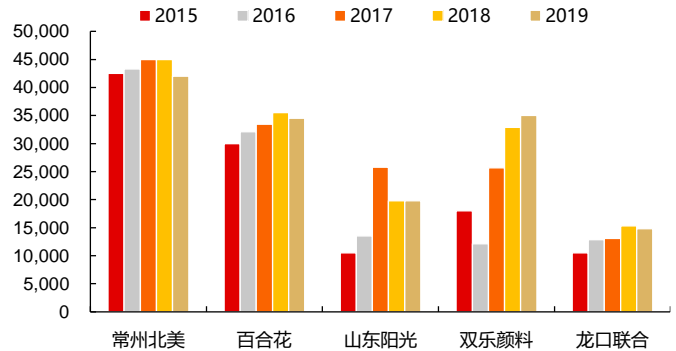
近年来，随着国家环保与安全政策的推动，部分生产不规范的落后产能逐渐被淘汰，龙头企业凭借规模、环保和成本等优势市占率逐渐提高，我国有机颜料行业集中度逐年提升。国内有机颜料 CR3 从 2012 年的 28.0% 提升为 2019 年的 34.0%，CR5 从 42.6% 提升为 46.2%，CR10 从 60.7% 提升为 65.1%，规模生产企业产量整体呈上升态势，行业毛利率有所好转。

图 30：我国有机颜料行业集中度不断提升



资料来源：百合花年度报告，长江证券研究所

图 31：我国有机颜料行业代表企业产量整体上升（单位：吨）

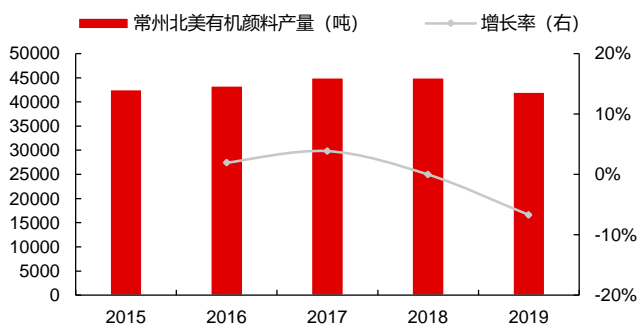


资料来源：中国染料工业协会有机颜料专业委员会，长江证券研究所

行业规模企业搬迁，供给出现短期缺口

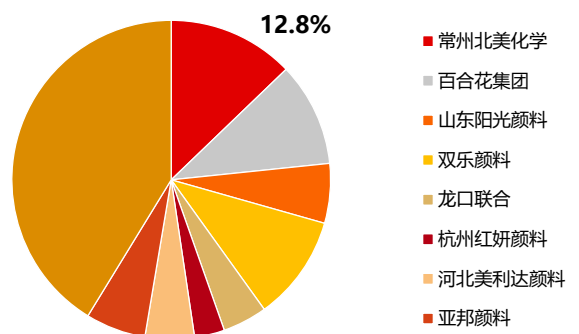
常州北美主要生产基地搬迁，供给出现短期缺口。作为国内连续 28 年行业产量领先的经典有机颜料龙头企业，常州北美年产能可在 45000 吨左右，产量常年保持在 4 万吨以上，占国内总产量约 12.8%。受《中华人民共和国长江保护法》影响，其主要生产基地被迫于 2020 年开始搬迁至锦州，当年产量预计大幅缩减，锦州基地预计 2021 年年底建成，全面开工时间待定。届时行业供给端将出现短期缺口，将为其其他龙头企业扩展市场份额、发展下游新客户黏性带来机会。

图 32：常州北美产量受搬迁影响将迎下滑



资料来源：中国染料工业协会有机颜料专业委员会，长江证券研究所

图 33：常州北美 2019 年产量高居行业首位



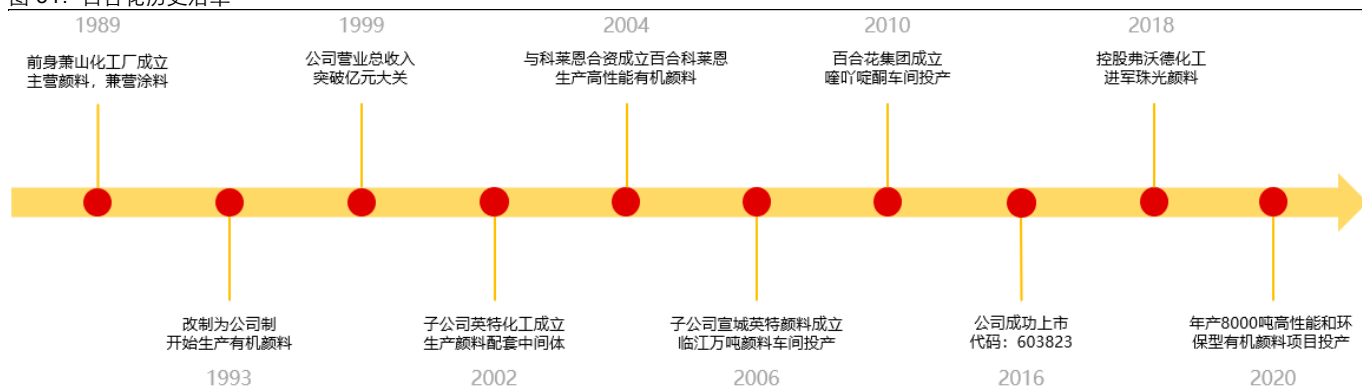
资料来源：中国染料工业协会有机颜料专业委员会，长江证券研究所

百合花：厚积薄发，拾级而上

高性能有机颜料龙头，产业链双向不断拓展

国内有机颜料行业翘楚，坐稳高性能颜料头把交椅。百合花集团股份有限公司前身为成立于 1989 年主营颜料、兼营涂料的萧山化工厂，经过数次增资与股权转让后在 2012 年整体变更为股份公司，于 2016 年 12 月在上交所主板上市，成为国内首家有机颜料上市企业。百合花专注于有机颜料、珠光颜料、颜料中间体的研发、生产、销售和服务，是国内有机颜料行业综合竞争力领先的龙头企业，目前拥有有机颜料设计产能 37300 吨/年，另有 3000 吨/年高性能有机颜料在建产能，于 2020 年末完工并已逐步投产，全部投产后公司高性能有机颜料产能将达到 13000 吨/年，高性能有机颜料产能与市场占有率先居国内首位，有机颜料的的生产技术水平、产品质量均处于国内领先水平。

图 34：百合花历史沿革



资料来源：公司公告，长江证券研究所

横、纵双向扩展一体化，打造“全球客户一站式采购”的颜料龙头企业。百合花横向拓展颜料品类与色系，现拥有 50 多条颜料生产线，生产 200 多个规格颜料，并于 2018 年收购弗沃德布局珠光颜料行业，是国内少数具备生产全色谱能力的企业；纵向将产业链向中间体、原材料延伸，高性能颜料所需关键中间体 4625、色酚系列、DB-70、DMSS 等大部分自产并形成商品，参股内蒙古美利坚、控股源晟制钠为公司乙萘酚、金属钠等原材料提供保障。通过产业链双向扩展，百合花产品种类丰富度提升，将打造具备客户黏性的全球一站式采购颜料龙头。

表 7：百合花主要产品及应用

主要类型	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）	中高档涂料、油墨、塑料着色
	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）	
高性能偶氮颜料	苯并咪唑酮类（颜料黄 PY151）	中高档涂料、油墨、塑料着色
	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）	

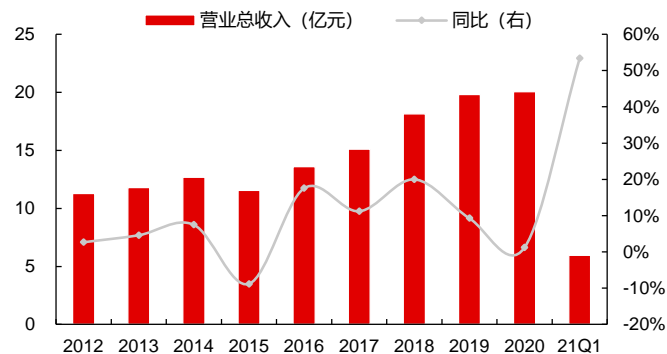
传统偶氮颜料	色淀红类（金光红PR53:1、立索尔洋红PR57:1）	普通涂料、油墨、塑料着色
	双偶氮黄类（永固黄PY174）	
	汉沙黄类（颜料黄PY3）	
	单偶氮橙类（永固橙PO5）	
	双偶氮橙类（永固橙PO13）	
珠光颜料	色酚类（永固红PR2）	涂料、油墨、化妆品、汽车、船舶、室外装饰等领域
	3C涂料用中国红系列珠光颜料	
	化妆品级高色浓度广色域变色龙珠光颜料	
	其他珠光颜料等	
中间体	4625、色酚AS系列、DB-70、DMSS	制造颜料的中间体

资料来源：百合花公司公告，杭州弗沃德官网，长江证券研究所

经营周期性波动较弱，业绩逐年增长显著

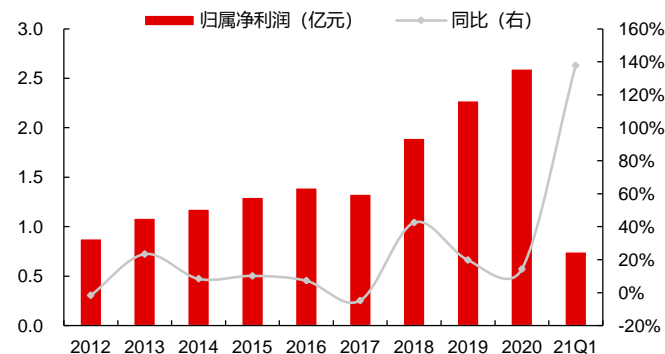
公司近年业绩稳步上升。百合花主要产品有机颜料在生产生活中应用广泛，覆盖了国民经济 90%以上的领域，且原材料价格传导顺畅，受周期波动的影响较低。百合花近年经营业绩稳步上升，公司募投产能 5000 吨环保型有机颜料 2018 年 3 月试生产，并于 2019 年正式投产使用，促使 2018 年以来公司利润大幅增长。2020 年公司实现营业收入 20.1 亿元，同比增长 1.2%，归属净利润 2.6 亿元，同比增长 14.3%，2012-2020 归属净利润年复合增长率达到 14.5%。随着 3000 吨高性能有机颜料新产能逐渐释放，叠加海外供给端受疫情影响，公司盈利能力继续上行，2021 年 Q1 公司归属净利润同比增长 137.7%。

图 35：百合花近年来营业收入稳步增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 36：百合花归属净利润持续上行



资料来源：Wind，长江证券研究所

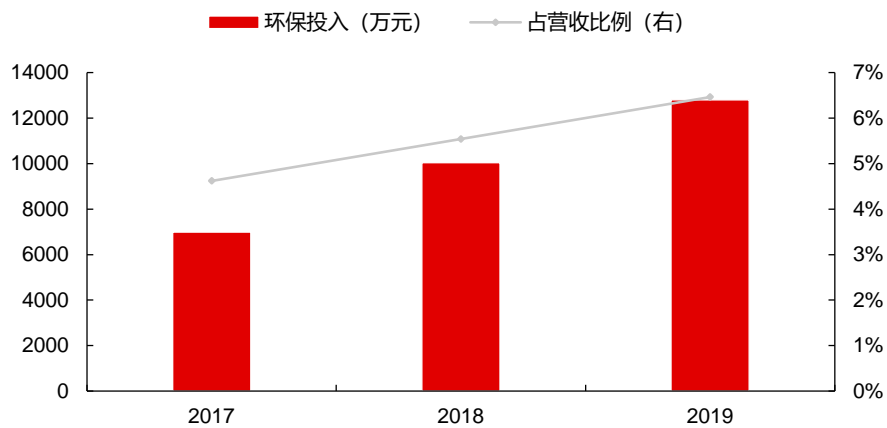
重视环保安全与研发，为持续增长保驾护航

百合花对环保与安全的长期高度重视为业绩释放提供保障。百合花持续加大环保投入，建成了园区的首家 RTO 处理装置，将全生产区域的有机废气收集并进行集中化处理，2019 年公司环保投入资金达到 1.28 亿元，占其营业收入 6.5%。安全方面，公司采用管式连续硝化生产工艺取代传统釜式生产工艺，进一步提升工艺本质安全水平。

此外，百合花注重技术与产品研发，是行业唯一通过**国家级企业技术中心**认证的公司，公司检测中心也是目前国内有机颜料行业唯一一家通过**CNAS** 认证的检测实验室。根据公司 2020 年年报披露，公司拥有 35 项授权发明专利和 6 项正在申请中的发明专利，主持制定 21 项行业标准，并参与制定 5 项国家标准和 17 项行业标准，研发项目有“高

档印刷油墨专用立索尔洋红 BHGL-T”等十余项，年度研发费用合计 7623.5 万元，占其营业收入 3.8%。

图 37：百合花环保投入不断扩大



资料来源：百合花公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入：	相对大盘涨幅大于 10%
增 持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

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

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。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。

