

彩客化学 (1986.HK)

中性 行业：化工行业

多元化染料、颜料中间体龙头生产商

作者

署名人：刘思远

0755-82026922

liusiyuan@china-invs.cn

彩客化学为染料及颜料中间体等精细化学品龙头生产商，主要产品有 DSD 酸、DMSS、DATA、一硝基甲苯等染料和颜料中间体及农药中间体。公司主要下游客户包括传化股份、Sun Chemical Ltd、Indulor 等，公司与各客户均保持长远而良好的关系。

投资要点：

- ◇ **环保政策日趋严格，竞争格局优化。** 国家自 2010 年以来，针对环保政策的执行能力不断增强，化工行业三废治理难度大，未来竞争格局有望进一步优化，行业景气度向上。公司已投入大量资金用于污染排放物的处置，并具有比行业政策更严格的治理标准，有望从竞争格局中脱颖而出。
- ◇ **各产品市场规模稳中有升。** 公司主要中间体 DSD 酸、DMSS 的生产具有生产工艺、规模、成本等优势，2014 年公司所生产 DSD 酸、DMSS 全球市占率分别达到 57.4% 和 27.4%，稳居世界第一。公司近年毛利率维持在 30% 以上，并稳步上升。公司已于去年投产一硝基甲苯，将中间体产业链进一步衍生，并通过自制 PNT，有效降低 DSD 酸生产成本。公司作为龙头企业，依托规模、技术、环保、产业链一体化等优势，具有很强的市场话语权，随着石油价格稳定，产品均价上涨及市场份额提升，公司有望延续收入规模和盈利能力双重增长。
- ◇ **给予“中性”评级，目标价 4.42 港元。** 公司是国内乃至世界范围内染料及颜料中间体龙头企业，产品销量有望稳步增长。同时今年公司一硝基甲苯产能将增加 100% 至年产能 80,000 吨，此举将大幅提升公司农药中间体产能，扩大市场占有率。我们预计公司 16/17 年收入分别为 9.18 亿和 9.66 亿，净利润分别为 1.1 亿和 1.23 亿，EPS 分别为 0.26 和 0.29 港元。基于当前股价，公司估值已体现出其龙头企业地位，如公司今年顺利扩产，公司盈利能力及市占率有望进一步提升，我们给予公司 2016 年预测盈利 17 倍的估值，目标价 4.42 港元，首次覆盖给予“中性”评级。
- ◇ **风险提示：** 石油价格不稳定，影响公司产品售价；下游行业需求低迷。

目标股价 HKD 4.42(+6.25%)

当前股价 HKD 4.16

评级调整 首次

基本资料

总股本 5.01 亿

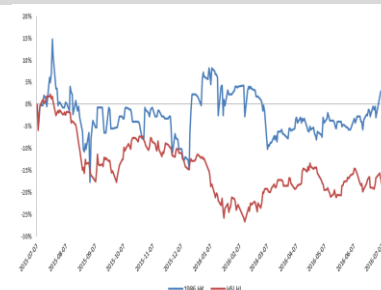
总市值(港元) 20.85 亿

52 周股价波幅 HKD2.71-4.90

主要股东 戈弋

持股比例 66.63%

股价表现



相关报告

主要财务指标

(‘000)人民币	2013	2014	2015	2016E	2017E
收入	863,969	897,477	875,711	918,324	966,379
同比增长%	4.1%	3.9%	-2.4%	4.9%	5.2%
净利润	132,988	171,514	102,258	110,670	123,765
同比增长%	3.3%	29.0%	-40.4%	8.2%	11.8%
毛利率	29.8%	38.1%	30.8%	31.1%	31.7%
ROA	17.7%	24.3%	7.0%	7.4%	8.1%
ROE	40.9%	55.9%	12.1%	12.0%	13.4%
EPS(港币)	-	0.45	0.27	0.26	0.29
同比增长%	-	-	-41.0%	-4.0%	11.8%
PE(X)	-	9	16	16	15

资料来源：公司资料，中投证券（香港）预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

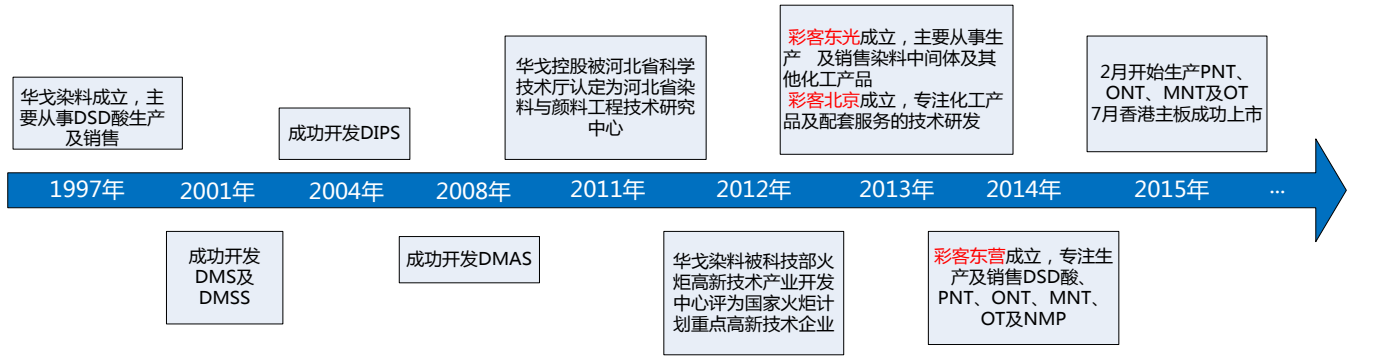
目录

一、 公司分析	3
二、 行业分析	5
1. 安全环保监管趋严	5
2. 原油价格有所支撑，利于衍生产品	6
三、 产品分析	7
四、 盈利预测与估值	9
1. 盈利预测	9
2. 公司估值	10
五、 风险因素	10

一、 公司分析

彩客化学为重要染料及颜料中间体等多种精细化学品的世界最大生产商。公司前身华戈染料成立于 2007 年，主要从事 DSD 酸的生产及销售，随后公司在可高效生产出 DSD 酸的基础上，先后开始研制 DMAS、DMS 等颜料中间体。去年二月公司开始生产 PNT、ONT、MNT 及 OT 等一硝基甲苯衍生产品，进一步丰富公司产品品类，并有效降低了 DSD 酸的生产成本。目前，公司所生产的 DSD 酸及 DMSS 市场占有率位居世界第一，分别达 57.4%和 27.4%。公司于去年 2 月在港交所主板成功上市，目前总股本达 50.1 亿股。

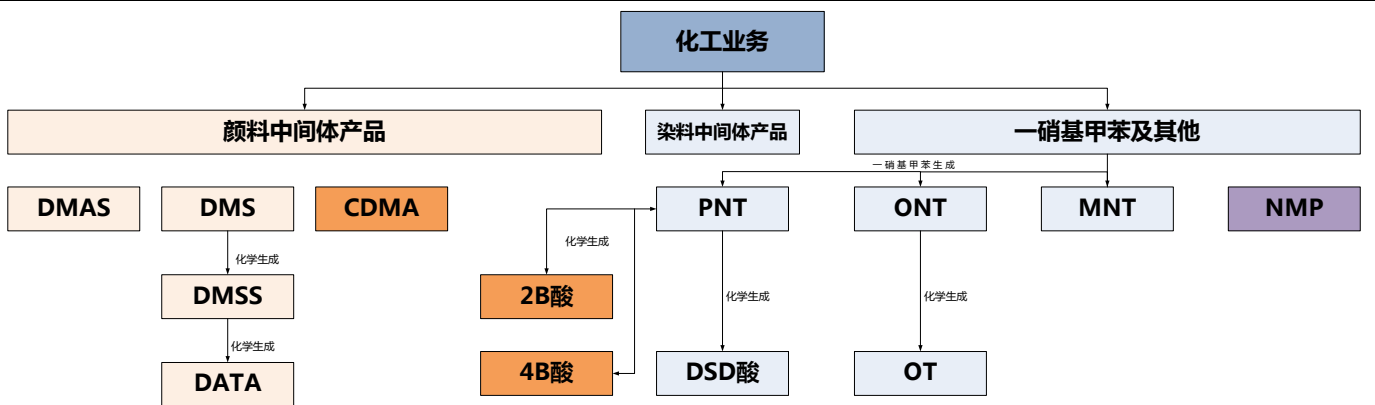
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司资料、中投证券（香港）

公司核心业务为研发并生产颜料中间体、染料中间体及一硝基甲苯。DSD 酸为公司的主打产品，产能达 35,000 吨，2014 年占全球市场产量的 57.4%。公司于去年开始自行生产一硝基甲苯，其生成物 PNT 及 ONT 可分别化学生成 DSD 酸以及 OT（用作除草剂）。公司所生产的颜料中间体主要包括 DMAS、DMSS、DATA。公司为 DMSS 全球最大生产商，产能达 4,500 吨，2014 年占全球生产量的 27.4%。同时公司也是 DMAS 全球第二大生产商，2014 年占全球生产量的 21.7%。公司现正研发 CDMA、2B 酸及 4B 酸等颜料中间体，预计将于今年下半年或明年投产，届时可进一步丰富公司产品线并提升公司盈利能力。公司各项产品毛利率均高于 20%。

图 2：公司业务构成



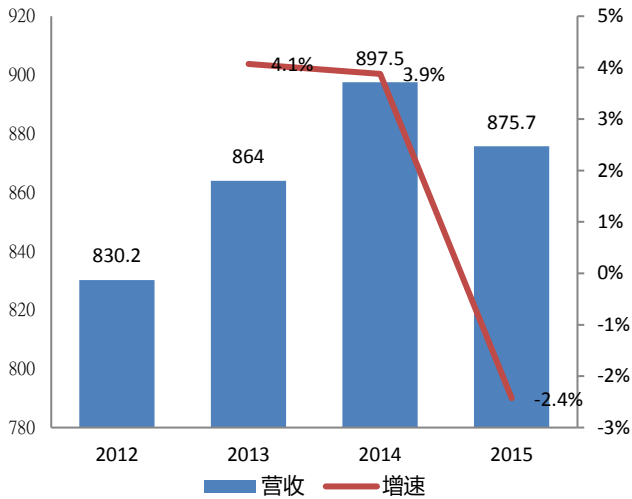
资料来源：公司资料、中投证券（香港）

公司产品主要为原油衍生品，油价的大幅下降直接影响公司的产品售价。为保持市场竞争力，2015 年公司主要产品 DSD 酸及其他染料中间体平均售价同比下降了 22.1%，DMSS 及其他颜料中间体平均售价同比下降了 4.6%。公司去年产品销量虽有提升，但价格的大幅下降仍然导致公司

2015 年收入同比下降 2.4%至 8.76 亿元。除此之外，安全监管趋严使生产推迟以及成本增加的外部因素和公司研发成本增加的内在因素，也使公司 2015 年净利润以及各利润率有所下滑。

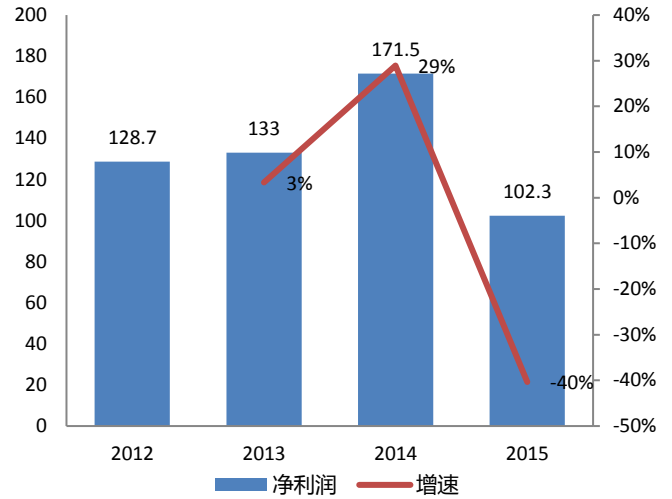
虽受到整体售价大幅下滑的不利因素影响，公司却因其市场份额的逐步扩大，获得了较高的议价能力，从而保持了较高的毛利水平。同时，公司去年新增产品一硝基甲苯，进一步丰富了公司产品组合，增添了新的盈利来源。除此之外，一硝基甲苯可通过化学反应生成 PNT (DSD 酸的重要原材料)，因此公司可通过自产原材料的方式降低 DSD 酸的生产成本。

图 3：公司营业收入（百万元）及增速



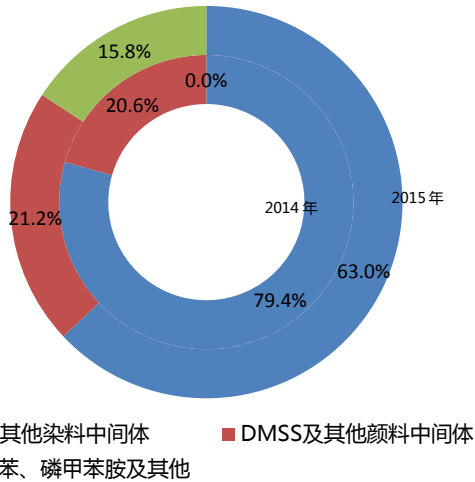
图：公司资料，中投证券（香港）

图 4：公司归母净利润（百万元）及增速



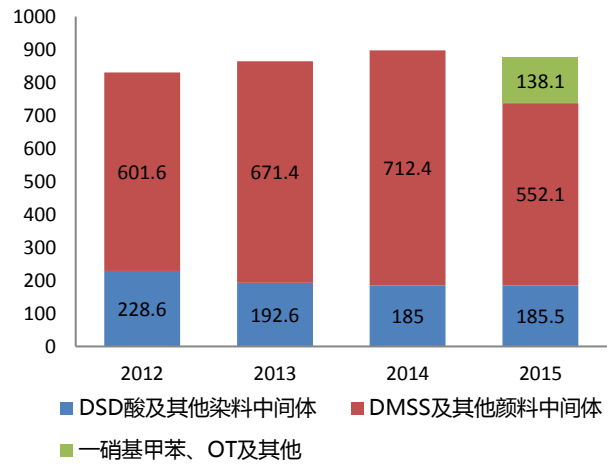
图：公司资料，中投证券（香港）

图 5：公司各产品收益占比



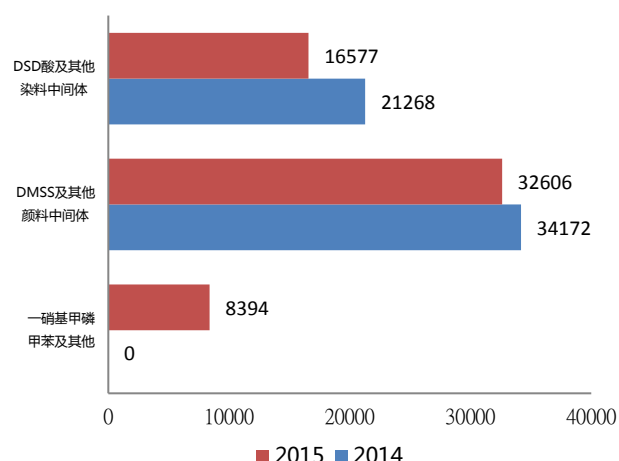
图：公司资料，中投证券（香港）

图 6：公司各产品收益（百万元）



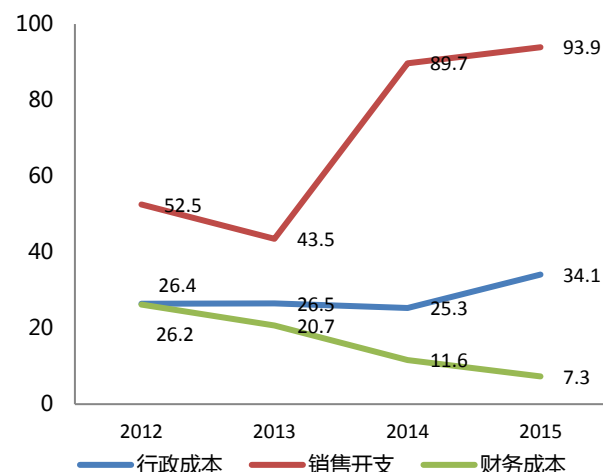
图：公司资料，中投证券（香港）

图 7：公司各产品售价



资料来源：公司资料，中投证券（香港）

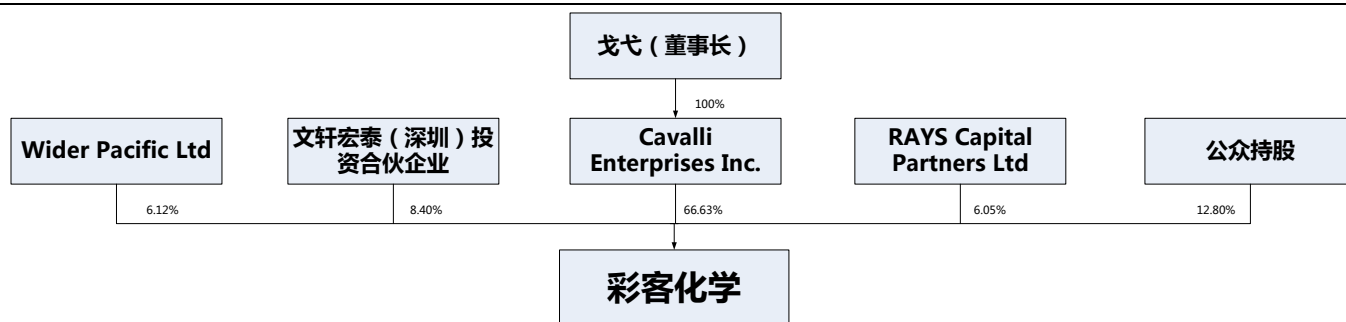
图 8：公司成本费用（百万元）



资料来源：公司资料，中投证券（香港）

董事长戈弋通过 Cavalli Enterprises Inc. 持有公司 66.63% 的股份，其他主要投资者为文轩宏泰（深圳）投资合伙企业，Wider Pacific Ltd 和 RAYS Capital Partners Ltd，分别持有公司 8.4%，6.12% 和 6.05% 的股份。公司核心团队拥有丰富的化工行业工作经验，且多数已在公司任职多年，具有良好的团队管理能力。

图 9：公司股权架构



资料来源：中投证券（香港）

二、 行业分析

1. 安全环保监管趋严

化学产品的生产过程会产生大量废水，废渣，污染现象严重。2010 年以来，中央及地方政府先后出台了多项环境保护及生产安全政策，全国各地持续对环保排放不达标企业进行集中的整治关停，化工行业环保政策日趋严格。据统计，每生产 1 吨 H 酸会生成 7 吨废水，且排放物具有高需氧量、高酸度、高盐度和高色度的特性，无法采用传统的生化和物化方法处理，因此加大了企业的生产成本。严格的环保政策使许多企业因无法负荷增量的成本而退出市场，但我们认为具有关键中间体生产能力及前期环保排污能力强的企业有望脱颖而出。针对下游企业而言，关键染料中间体生产企业的限停产能使供给受到冲击，导致产品价格上涨。

图 10：近年环保类政策

时间	机构	政策	主要内容
2010年	中国印染行业协会	《印染行业“十二五”发展规划》	印染行业单位工业增加值能耗进一步下降，到2015年，单位工业增加值能源消耗量比2010年降低20%，单位工业增加值用水量比2010年降低30%，主要污染物排放比下降10%。
2010年	工信部	《印染行业准入条件》	现有印染企业要具备废水、固体废物处理条件，加强废水处理及运行中的水质分析和间空，对废水及固定废弃物进行综合治理，废水排放试行在线监控。废水处理设施不能正常运行和废水排放不达标的企业，经有关部门限期整改仍不能达标的，不得从事生产活动。
2011年	工信部	《2011年淘汰落后产能要求》	单位工业增加值能耗较“十一五”末降低21%左右，单位工业增加值用水量降低30%，单位工业增加值二氧化碳排放量减少21%以上；工业化学需氧量和二氧化硫排放总量分别减少10%，工业氨氮和氮氧化物排放总量减少15%；主要耗能行业单位产品能耗持续下降，重点行业清洁生产水平明显提升。安全生产保障能力进一步提升。
2012年	国务院	《工业转型升级规划（2011-2015年）》	资源节约、环境保护和安全生产水平显著提升，单位工业增加值能耗较“十一五”末降低21%左右，单位工业增加值用水量降低30%。
2013年	国务院	《循环经济发展战略及近期行动计划》	加快发展循环经济，从源头减少资源消耗和废弃物排放，实现资源高效利用和循环利用，通过循环发展带动绿色发展、低碳发展，改变“先污染，后治理”的传统发展模式，全面提高生态文明水平。近期目标：主要资源产出率提高15%，资源循环利用产业总产值达到1.8万亿元。
2013年	国务院	《大气污染防治行动计划》	到2017年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比2012年下降10%以上，优良天数逐年提高；京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物浓度分别下降25%、20%、15%左右，其中北京市细颗粒物年均浓度控制在60微克/立方米左右。
2014年	十二届全国人大常委会	《环保法修订案》	违法排污造成或可能造成严重污染的，环保部门可以查封、扣押造成污染物排放的设施、设备。鼓励公众监督，环境公益诉讼放宽，加大对环境违法行为的法律制裁。
2015年	国务院	《水污染防治行动计划》	到2020年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制，地下水污染加剧趋势得到初步遏制，近岸海域环境质量稳中趋好，京津冀、长三角、珠三角等区域水生态环境状况有所好转。到2030年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。
2015年	国务院	《生态文明体制改革总体方案》	坚持节约资源和保护环境基本国策，坚持节约优先、保护优先、自然恢复为主方针，立足我国社会主义初级阶段的基本国情和新的阶段性特征，以建设美丽中国为目标，以正确处理人与自然关系为核心，以解决生态环境领域突出问题为导向，保障国家生态安全，改善环境质量，提高资源利用效率，推动形成人与自然和谐发展的现代化建设新格局。
2016年	国务院	《土壤污染防治行动计划》	到2020年，受污染耕地安全利用率达到90%左右，污染地块安全利用率达到90%以上。到2030年，受污染耕地安全利用率达到95%以上，污染地块安全利用率达到95%以上。到2020年，受污染耕地治理与修复面积达到1000万亩。

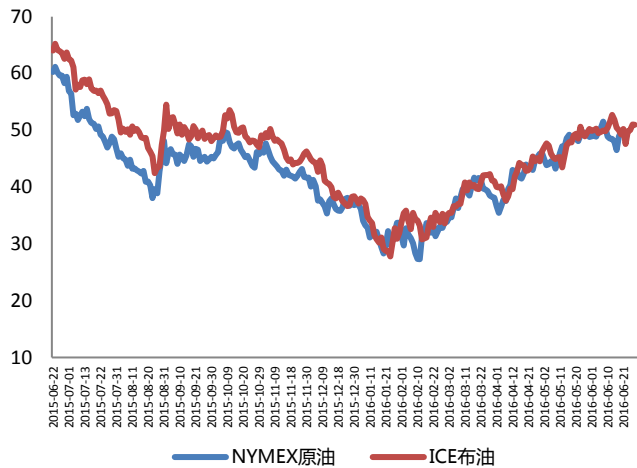
资料来源：互联网，中投证券（香港）

2. 原油价格有所支撑，利于衍生产品

化工产品价格与原油价格有着密切的联系。ICE 布油以及 NYMEX 原油价格都显示自 2016 年初以来国际油价保持震荡上升的趋势。2016 年一季度国际油价最高涨幅达 54%。进入二季度后，加拿大大火、尼日利亚动乱、中国山东地炼加大进口抬升表观需求先后带动国际油价快速攀高，油价站上了 50 美元/桶水平，最高涨幅达 39%，原油价格上涨对化工产品售价形成支撑。

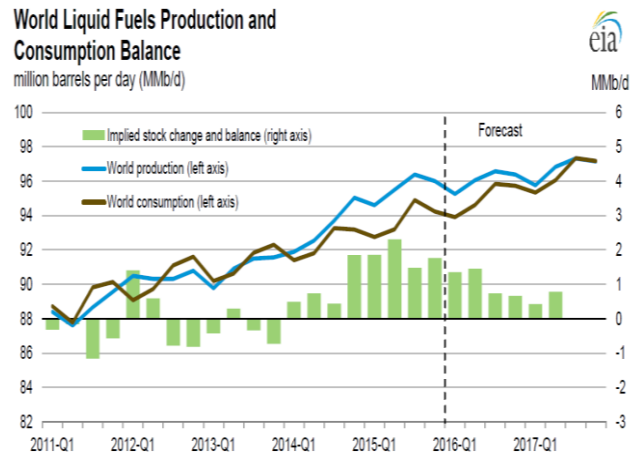
但 6 月英国脱欧公投连累油价大幅下跌，再次受阻于 50 美元/桶关口，同时由于油价已累计涨幅较高，且原油基本面中期趋弱也将压制油价上升。但根据 IEA 最新预测，2017 年全球原油需求将继续增长 130 万桶，而非 OPEC 国家产量仅增加 20 万桶/天。Woodmac 预计 2016-2020 年全球原油产量将下降 70 亿桶，2016 年下降 3%，2017 年下降 4%，因此从长期来看，原油价格上涨趋势明显。后期原油价格的上涨也将带动染料及颜料价格的上涨，对染料中间体的销售价格提供了有力支撑。

图 11：国际原油价格走势



资料来源：Wind,中投证券（香港）

图 12：国际原油供需关系

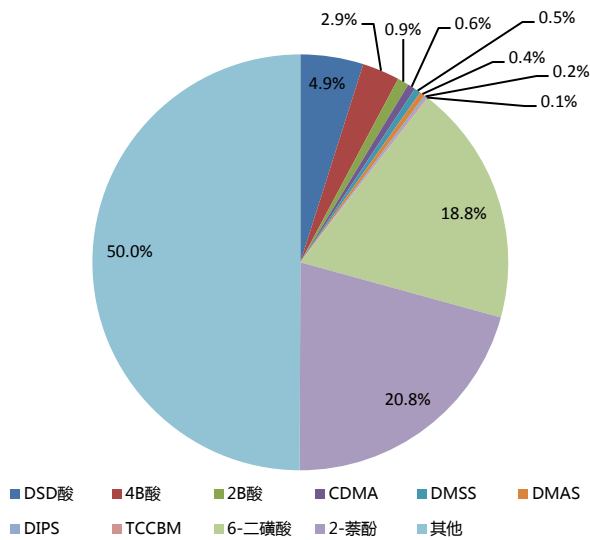


资料来源：EMI

三、 产品分析

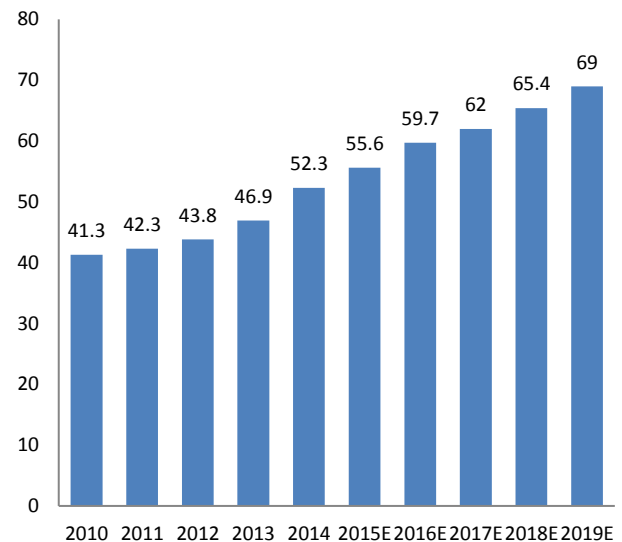
DSD 酸主要作为 OBA 的核心染料中间体，并无其他可替代产品，应用于造纸、纺织及清洁剂等具有稳步增长特点的成熟产业。2014 年 DSD 酸占全球市场份额的 4.9%，目前全球范围内生产商不超过 20 家，领先三家生产商市占率达 58.7%，市场相对集中。全球 DSD 酸需求较为稳定，2011 年到 2014 年复合增长率为 6.1%。预计 DSD 酸市场需求将维持稳定。但由于环保监管的逐步趋严，DSD 酸的生产成本日益上升，且主要生产地点已向发展中国家转移。

图 13：2014 年全球中间体市场份额



资料来源：Frost& Sullivan,中投证券（香港）

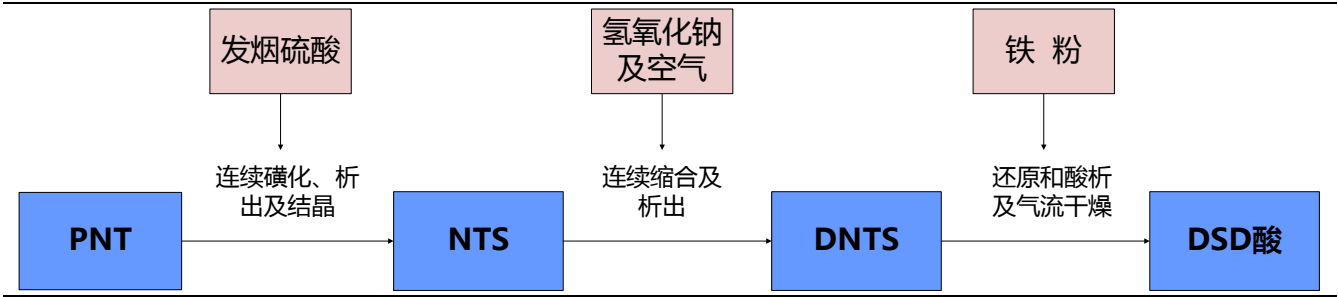
图 14：全球 DSD 酸市场消费量（千吨）



资料来源：Frost& Sullivan,中投证券（香港）

DSD 酸生产主要分为 3 个步骤，1.冷却；2.磺化；3.减少消耗反应物。PNT 为该反应的主要原材料，其首先结合浓硫酸进行连续磺化、析出及结晶，产生 4-硝基甲苯-2-磺酸（NTS），之后结合氢氧化钠及空气进行连续缩合及析出得到二硝基甲苯磺酸钠(DNTS)。最后与铁粉进行还原反应，酸析及气流干燥，产生 DSD 酸。

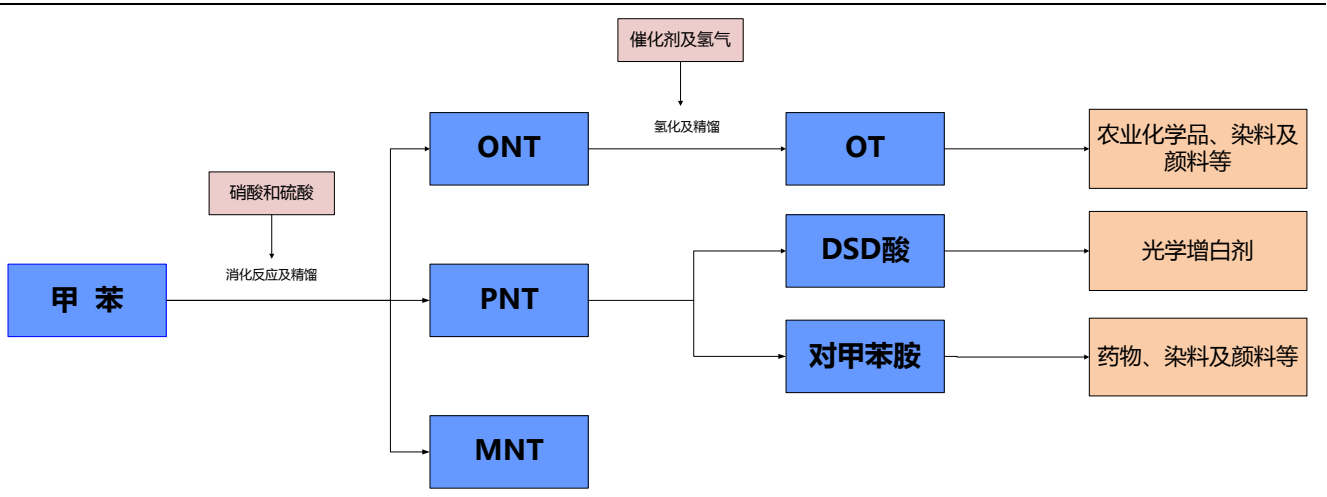
图 15 : DSD 酸生产工序



资料来源：公司资料，中投证券（香港）

公司为世界最大 DSD 酸生产商，目前公司产能为 3.5 万吨，新建 2 万吨产能预计将于 2017 年底投产。公司经过多年研发，对加氢反应理解透彻，公司自制催化剂，有效调整了反应活性，缩短反应时间，提高了生产产能并降低了成本。同时公司还实行了若干持续磺化及冷凝工序，以达到进一步生产自动化以及减少消耗反应物，节省能源的目的。目前公司正在积极研发加氢还原技术生产 DSD 酸以取代加铁粉还原技术，新技术将会更加环保，且更符合国家产业的发展方向。

图 16 : 一硝基甲苯生产工序

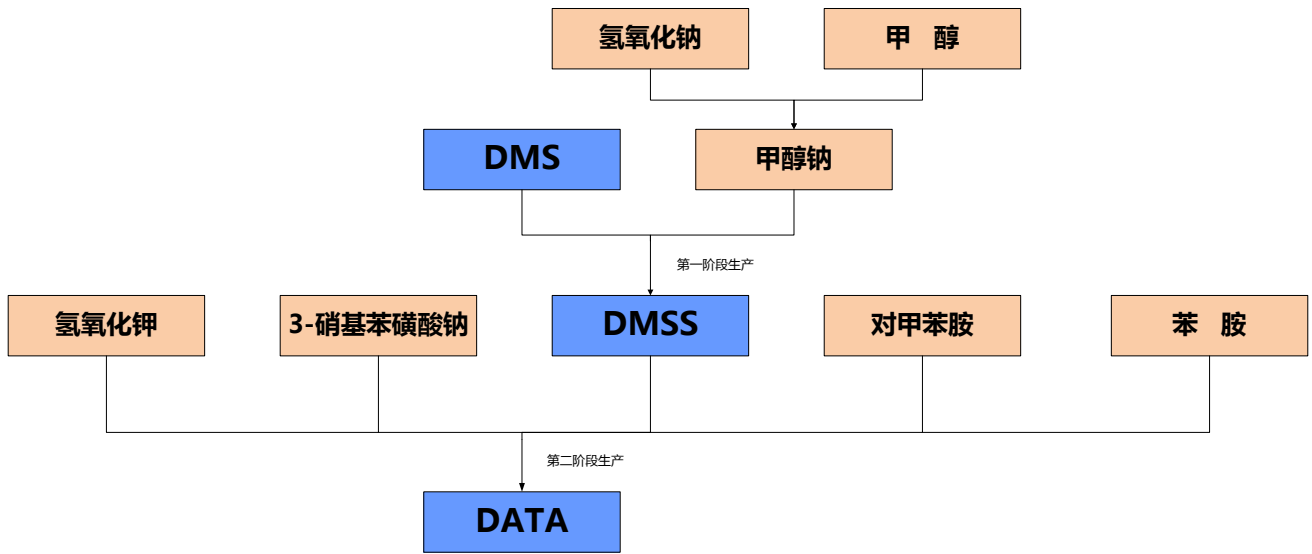


资料来源：公司资料，中投证券（香港）

在 DSD 酸的基础上，公司为整合上下游资源，已于去年开始投产一硝基甲苯，一硝基甲苯经过硝化反应及精馏可产生 ONT、PNT 和 MNT。其中产生的 PNT 为 DSD 酸最大原材料，现有 PNT 产能已能满足公司用于生产 DSD 酸 85% 的原料需求，此举减少了公司外购原材料的成本，也减轻了公司对于供应商的依赖程度，使 DSD 酸的生产更为稳定。另一生成物 ONT 可通过化学反应生成 OT，用于生产除草剂中间体，公司未来将逐步提升 ONT 和 OT 的市场份额。由于 ONT 和 PNT 售价分别受各自独立市场的影响，公司可根据不同市场反应调节两种产品的利润率，以稳定长期一硝基甲苯生产的利润。

根据 Frost& Sullivan 资料显示，DMSS 全球消费量预计将从 2014 年的 5200 吨增加至 2019 年的 6600 吨，复合增长率达 4.9%。公司亦是全球最大的 DMSS 生产商，目前产能达 4500 吨。公司所生产的 DMSS 和 DATA 都是高性能颜料中间体，为汽车油漆所用喹吡啶酮颜料的原材料。DMSS 通过与其他反应物经过缩合与氧化可生成 DATA。2015 年公司 DMSS 和 DATA 销量同比分别上升约 30.6% 及 8.3% 至 1,670 吨和 988 吨，同时今年公司将扩大 DATA 产量从 1500 吨至 2500 吨，进一步提升颜料中间体产品的盈利能力。

图 17 : DMSS 和 DATA 生产工序



资料来源：公司资料，中投证券（香港）

除 DMSS 和 DATA 外，DMAS 也是公司所主要生产的颜料中间体，下游产品主要为使用黄颜色、农用化学品、其他食品添加剂等。目前公司为 DMAS 全球第二大生产商，2014 年占全球市场生产量的 21.7%。公司已将 DMAS 年设计由目前的 1,500 吨提升至 4,500 吨,新增产能预计将于今年第四季度投产，有望为公司带来增量的收益。

公司目前也正在对颜料中间体新品 CDMA、4B 酸和 2B 酸进行大规模生产工艺研究，预计产能分别为 3000 吨、3000 吨和 7000 吨，新品将成为公司未来新的盈利增长点。

四、 盈利预测与估值

1. 盈利预测

中间体行业高技术门槛的特性以及公司领先的市场地位使公司针对上下游都具有一定的议价能力，因此我们预计公司产品售价与石油价格的变化差异将维持稳定。石油价格上半年已有显著回升，下半年预计将在 40 到 50 美元/桶价格区间震荡，但长期来看，石油基本面向好，价格有望延续涨势，因此公司将受益于原油价格的上涨，提升售价，但同时公司生产成本也将随之提升。

随着生产工艺技艺的不断改进，我们认为公司产品毛利率可稳步提升。公司一硝基甲苯产量今年将大幅增长 100%至 8 万吨，盈利空间进一步扩大。同时如公司在研发的 CDMA、2B 酸及 4B 酸顺利投产，公司盈利能力也将进一步提升。我们预计公司 16/17 年总收入分别为 9.18 亿和 9.66 亿，EPS 分别为 0.26 和 0.29 港币。

图 18：公司盈利预测（'000）

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
颜料中间体	228,600	192,600	185,043	185,527	193,989	203,847
染料中间体	601,600	671,400	712,434	552,079	577,491	609,505
一硝基甲苯	0	0	0	138,105	146,843	153,028
总收入	830,200	864,000	897,477	875,711	918,324	966,379
增速		4.1%	3.9%	-2.4%	4.9%	5.2%
毛利	235,958	257,033	342,235	269,769	285,645	306,573
毛利率	28.4%	29.7%	38.1%	30.8%	31.1%	31.7%
净利率	15.5%	15.4%	19.1%	11.7%	12.1%	12.8%
EPS(港币)	-	-	0.45	0.27	0.26	0.29

资料来源：中投证券（香港）预测

2. 公司估值

在环保政策日趋严格的环境下，染料行业景气度将延续，公司作为 DSD 酸和 DMSS 的世界最大生产企业，可享有一定的估值溢价。在当前股价下，公司 2016 年预测市盈率为 16 倍，略高于 A 股可比公司平均水平，符合公司龙头企业的地位。基于公司今年各主要产品产量将提升，市场占有率有望进一步扩大的前提下，我们给予公司 2016 年预测盈利 17 倍的估值，目标价 4.42 港元，首次覆盖给予“中性”评级。

图：可比公司盈利预测与估值

名称	代码	单位	最新价	市值(亿)	EPS				PE			
					2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
A股同类上市公司												
浙江龙盛	600352	人民币	9.61	313.0	1.66	0.79	0.83	1.01	6	12	12	10
闰土股份	002440	人民币	16.8	129.0	1.68	0.96	1.31	1.27	10	18	13	13
安诺其	300067	人民币	9.59	50.5	0.19	0.12	0.58	0.26	49	80	17	37
建新股份	300107	人民币	6.62	36.0	0.08	0.04	-	-	83	166	-	-
亚邦股份	603188	人民币	19.93	115.0	1.34	1.16	-	-	15	17	-	-
平均值									33	58	14	20
彩客化学	1986.HK	港币	4.16	20.85	0.45	0.27	0.26	0.29	9	16	16	15

资料来源：Bloomberg，中投证券（香港）

五、 风险因素

1. 石油价格不稳定，影响公司产品售价。
2. 国内经济增速放缓。

附注一：财务预测表

综合收益表 (百万元人民币)	2013	2014	2015	2016E	2017E
收益	864	897	876	918	966
销售成本	(607)	(555)	(606)	(633)	(660)
毛利	257	342	270	286	307
其他收入及收益	21	16	19	18	19
销售及分销开支	(26)	(25)	(34)	(35)	(37)
行政开支	(44)	(90)	(94)	(98)	(98)
其他开支	(9)	(5)	(1)	(2)	(2)
财务成本	(21)	(12)	(7)	(18)	(20)
汇兑损益	(5)	(1)	(4)	(4)	(5)
除税前溢利	174	226	148	148	165
所得税开支	(41)	(55)	(45)	(37)	(41)
年内溢利	133	172	102	111	124
EPS	-	0.39	0.23	0.22	0.25

现金流量表 (百万元人民币)	2013	2014	2015	2016E	2017E
除税前溢利	174	226	148	148	165
财务成本	21	12	7	18	20
折旧	29	31	31	36	33
预付土地租赁款项摊销	0	1	3	3	3
政府补助递延资产摊销	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
物业、厂房及设备减值	0	5	1	3	3
存货减少/(增加)	(20)	29	(19)	(5)	(4)
贸易应收款项及应收票据减少/(增加)	(101)	20	(83)	7	(8)
预付款项及其他应收款项减少/(增加)	(1)	(4)	(17)	(2)	(2)
贸易应付款项增加	64	19	5	9	15
其他应付款项及应计费用增加	17	3	55	8	3
其他经营活动现金流	(3)	2	(6)	0	0
经营产生的现金	178	343	125	225	227
已付利息	(20)	(9)	(7)	(8)	(8)
已付所得税	6	(47)	(80)	(44)	(50)
经营获得所得现金流量净额	165	287	37	173	169
购买物业、厂房及设备项目	(58)	(111)	(185)	(212)	(233)
购买预付土地租赁付款	(0)	(12)	(33)	(30)	(40)
出售物业、厂房及设备项目所得款项	0	1	2	1	1
政府补助所得款项	8	2	1	1	1
其他投资活动现金流	3	0	0	0	0
投资活动所用现金流量净额	(47)	(121)	(214)	(240)	(271)
来自关联方的资金	309	324	17	316	330
给予关联方的资金	(335)	(346)	(66)	(349)	(367)
银行贷款所得款项	279	171	412	253	264
偿还银行贷款	(252)	(215)	(176)	(184)	(184)
其他融资活动现金流	(133)	(26)	79	0	0
融资活动所用现金流量净额	(131)	(92)	267	37	43
现金及现金等价物增加/(减少)净额	(25)	74	92	(31)	(59)
年初现金及现金等价物	47	21	95	193	167
汇率变动的净影响	(0)	0	5	5	6
年末现金及现金等价物	21	95	193	167	114

资产负债表 (百万元人民币)	2013	2014	2015	2016E	2017E
物业、厂房及设备	252	324	505	605	666
预付土地租赁款项	1	35	65	52	55
递延税项资产	14	24	24	24	24
非流动资产总值	267	383	594	682	746
存货	89	60	78	83	87
贸易应收款项	103	115	163	156	164
应收票据	64	33	71	64	68
预付款项及其他应收款项	205	17	44	46	48
预付所得税	0	0	14	0	0
受限制现金	1	1	301	301	301
现金及现金等价物	21	95	193	167	114
流动资产总值	484	321	864	816	782
贸易应付款项	130	149	193	202	218
其他应付款项及应计费用	152	107	96	89	86
计息银行及雇员借款	113	81	317	275	290
应付所得税	1	22	0	0	0
流动负债总额	396	360	607	567	593
递延税项负债	3	0	2	1	2
递延收入	6	7	7	8	9
非流动负债总额	29	38	8	10	10
资产总值	751	704	1457	1499	1527
负债总值	425	398	615	576	604
资产净值	325	307	842	922	923

比率分析	2013	2014	2015	2016E	2017E
同比增长					
收入	4.1%	3.9%	-2.4%	4.9%	5.2%
毛利	8.9%	33.1%	-21.2%	5.9%	7.3%
净利	3.3%	29.0%	-40.4%	8.2%	11.8%
盈利能力					
毛利率	29.8%	38.1%	30.8%	31.1%	31.7%
净利率	15.4%	19.1%	11.7%	12.1%	12.8%
资本回报率	17.7%	24.3%	7.0%	7.4%	8.1%
净资产收益率	40.9%	55.9%	12.1%	12.0%	13.4%
流动性和偿付能力					
流动比率	1.81	0.84	1.45	1.20	1.05
速冻比率	0.99	0.72	1.29	1.30	1.17
现金比率	0.05	0.27	0.32	0.29	0.19
总债务与权益	1.31	1.30	0.73	0.62	0.65
营运资金管理					
应收账款天数	8	8	6	6	6
应付账款天数	6	4	3	3	3
存货周转天数	7	8	8	8	7
杜邦分析					
净利率	15.4%	19.1%	11.7%	12.1%	12.8%
资产周转率	1.15	1.27	0.60	0.61	0.63
杠杆比率	2.31	2.30	1.73	1.62	1.65

资料来源：中投证券(香港)预测

免责声明

投资评级定义:

公司评级:

强烈推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅 20%以上

推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间

中性: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数变动介于±10%之间

回避: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现优于恒生指数 5%以上

中性: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现相对恒生指数持平

看淡: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途,并不用作或视作为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约,也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财务状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估,于作出任何投资或订立任何交易前,阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源,但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明,于法律及/或法规准许情况下,中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认:(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行之个人观点;及(b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来,不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证,亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

中投证券(香港)之董事或雇员,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决定,可能与这报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,为有关发行人提供服务或招揽业务,及/或于有关发行之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外,其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下,在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行之董事。本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖,然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知,本报告任何部分不得解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策:

- 刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督,并不直接向其报告。
- 研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
- 禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
- 禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

中投证券国际经纪有限公司 / 中投证券国际期货有限公司

63/F, Bank of China Tower, 1 Garden Road, Central, Hong Kong

香港中环花园道 1 号中银大厦 63 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

Fax 传真: (852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855 (客户服务)

<http://www.china-invs.hk/>