

精细化工品龙头 持续发展可期

——彩客化学（1986.HK）调研简报

2016年8月29日

中性/首次

彩客化学

调研简报

报告摘要：

我们参加了8月23日公司于北京举行的调研活动，公司财务总监、资本市场总监出席，介绍了公司目前业务开展及未来战略布局的几个重要领域：

- ◆ **全球精细化工行业龙头。**作为生产染料及颜料中间体等多种精细化学品的世界最大生产商，公司主要产品包括 DSD 酸、DMSS 和 DATA 等，主要为纸张、食品添加剂、油漆等生活消耗品的染料、颜料以及农药提供中间产品，并且在市场上没有替代品。其主要产品市占率在全球均位列前列，其中 DSD 酸市占率 57.4%，居全球第一；DMSS 市占率 27.4%，亦居全球第一；DIPS 市占率 33.2%，居全球第二。
- ◆ **现有产能持续扩张、升级。**现有 DSD 酸产能 3.5 万吨，新建 2 万吨产能预计将于 2017 年底投产。未来 1 年内将用新建的 2 万吨去替换现有产能，并进行大型的技术升级改造。目前的生产工艺还原技术有一定程度的污染且没有新技术进行替代，被国家列为暂缓淘汰项目。公司在未来将使用与现有完全不同的生产工艺，大幅度提高环保标准并降低生产成本，以达到国家所鼓励的生产技术。
- ◆ **积极向产业链纵向、横向拓展。**公司计划采取上下游及横向整合的发展战略，保障原料供应降低生产成本并丰富产品种类。公司已从去年开始在 DSD 酸的基础上投产其上游产品一硝基甲苯，使其年产能增加至 8 万吨。横向拓展方面，公司计划在未来将染料及颜料拓展到其他颜色类别，并开发 ONT、OT 等新产品种类。
- ◆ **公司盈利预测及投资评级。**预计公司 16、17 年净利润分别为 115.6 和 132.9 百万元，EPS 分别为 0.26 元和 0.30 元，对应市盈率为 21 和 18 倍。我们认为公司作为质地优良的传统行业龙头，具有持续发展动力，值得重点关注，但鉴于公司当前股权较为集中，市场交投冷清，市场表现不一定能有效及时反应公司基本面，且当前估值较高，首次覆盖，暂时给予“中性”评级。
- ◆ **风险提示：**公司股权集中、流动性偏弱，股价走势与基本面出现背离。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入（百万元）	912.2	887.1	985.7	1103.9
增长率（%）	3.67%	-2.75%	11.11%	12.00%
净利润（百万元）	144.9	102.3	115.6	132.9
增长率（%）	32.36%	-29.41%	8.55%	11.71%
净资产收益率（%）	19.91%	9.46%	7.40%	8.10%
每股收益（元）		0.23	0.26	0.30
PE		23.4	20.7	17.9

谭可

010-66554011 tanke@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480510120013

王昕

010-66554015 wangxin@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480511090001

联系人：

代云彬

010-66554130 daiyb@dxzq.net.cn

张坤

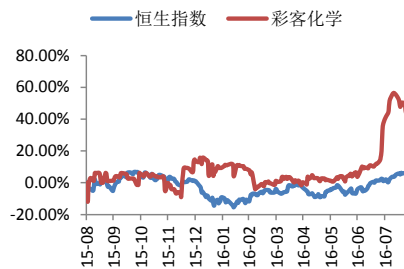
010-66554016 zhangkun@dxzq.net.cn

本报告感谢实习生程喆的贡献

交易数据

52 周股价区间（元）	2.71-5.87
总市值（亿元）	27
流通市值（亿元）	27
总股本/流通 A 股（万股）	50100/50100
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.20

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目录

1. 领先的市场地位	3
2. 行业门槛高, 技术保证业绩	4
3. 积极的发展战略实现产品的延伸	6
4. 生产新工艺实现产能扩张	7
5. 成本加成定价保证利润率	7
6. 盈利预测	8

插图目录

图 1: 主要产品	3
图 2: 业务渠道	4
图 3: DSD 酸的销量	4
图 4: DMSS 和 DMAS 的销量	5
图 5: 颜料上下游产品	6
图 6: 上下游产品的整合	7
图 7: 国际原油价格的变化	8
表 1: 盈利预测	8

1. 领先的市场地位

彩客化学于去年2月在港交所主板成功上市，目前总股本50.1亿股。作为生产染料及颜料中间体等多种精细化学品的世界最大生产商，其主要产品包括DSD酸、DMSS和DATA等，这些产品为纸张、食品添加剂、油漆等生活消耗品的染料和颜料以及农药提供了中间产品，并且在市场上没有相关替代品。公司前身为华戈染料，于1997年成立时主要从事DSD酸的生产及销售。此后在公司的发展过程中，除继续保证DSD酸的高效生产外，开始研制DMAS、DMS等颜料中间体。截止到2015年底，各主要产品的市场占有率在全球均名列前茅，其中DSD酸的市场占有率为全球第一，达57.4%；DMSS同样凭借27.4%的市场占有率排名全球第一；DIPS的市场占有率为33.2%，也达到全球第二。

企业在市场的领导地位带来的巨大的规模效应以及强大的议价能力及成本优势，使得企业在市场中更具竞争力，可以与主要客户均保持长期良好的合作关系。强大的议价能力一方面体现在企业可以一定程度上抵消石油价格的浮动所带来的成本压力，另一方面企业可以从供应商那里获得一定时间的信贷期，保证了企业资金的正常周转。此外，主要产品在市场占有率方面的优势也使得企业毛利率平均高于20%，集团具有较好的盈利能力。

图1：主要产品

产品类别	主要产品	市场地位	平均售價 (人民幣/噸)	平均毛利率	產能(噸)
染料中間體產品 佔2015收益63.0% 2015毛利率34.5%	DSD酸	<ul style="list-style-type: none"> 全球最大生產商 2014年佔全球市場生產量57.4% 	16,577	34.5%	35,000
	一硝基甲苯	<ul style="list-style-type: none"> 於2015年2月開始自行生產 	6,973	22.8%	24,000
顏料中間體產品 佔2015收益21.2% 2015毛利率35.7%	OT	<ul style="list-style-type: none"> 於2015年2月開始自行生產 	10,073	18.0%	按需生产
	DMAS	<ul style="list-style-type: none"> 全球第二大生產商 2014年佔全球市場生產量21.7% 	15,987	25.8%	1,500
	DMSS	<ul style="list-style-type: none"> 全球最大生產商 2014年佔全球市場生產量27.4% 	39,543	42.2%	4,500
	DATA	<ul style="list-style-type: none"> DMSS 化學生成DATA 	67,248	35.2%	1,000
	CDMA	<ul style="list-style-type: none"> 新產品將於未來投產 	61,500 (不含稅價格)	20.0%	待定
	2B 酸	<ul style="list-style-type: none"> 新產品將於未來投產 	17,520 (不含稅價格)	30.0%	待定
	4B 酸	<ul style="list-style-type: none"> 新產品將於未來投產 	8,550 (不含稅價格)	10.0%	待定

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2: 业务渠道

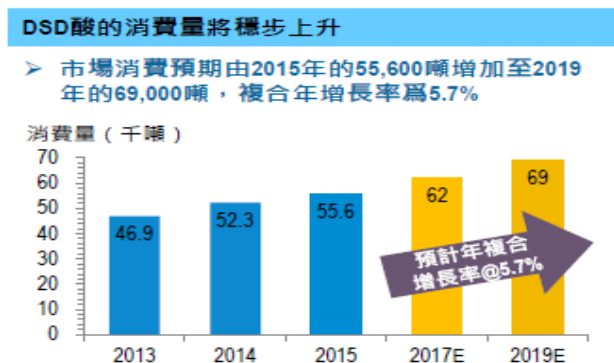


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

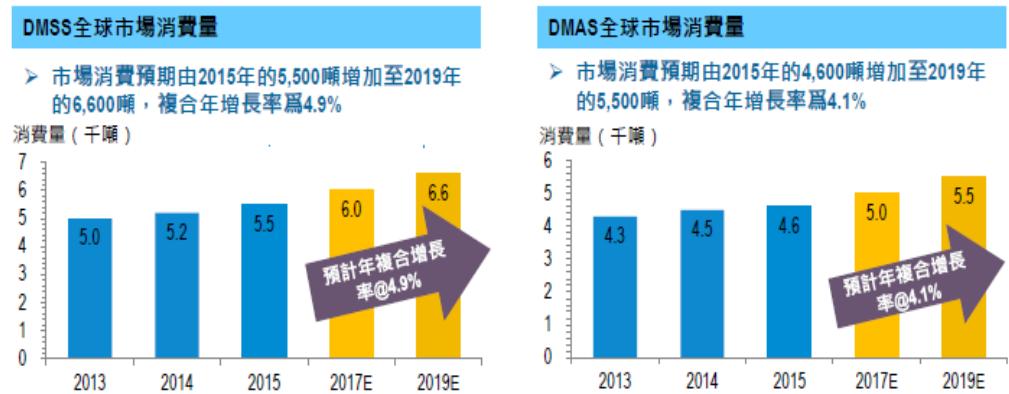
2. 行业门槛高, 技术保证业绩

彩客化学所生产的产品为精细化学品, 竞争方式与传统大宗化工行业不同。精细化工行业目前已经非常稳定, 行业特点是品种非常多, 每个品种都不大, 但是数量非常多。这使得该行业相对比较饱和, 行业准入门槛较高且龙头企业优势较大。从 2015 年的收益来看, 彩客化学作为其细分行业下的龙头, 其收益主要来源于中国市场, 占比为 56.2%, 但在其他市场的强势表现也使得企业在石油价格下降的情况下销量和利润保持了相对稳定。集团各主要产品销量自 2013 年以来均呈现稳步上涨的趋势, 并且可以预测在未来仍会延续这一良好态势。良好业绩的表现一方面由于行业所具有的较高门槛, 一旦进入产业链将具有较为稳定的业务关系; 另一方面则由于彩客化学所拥有的较为先进的技术提升了企业的市场竞争力。

图 3: DSD 酸的销量



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: DMSS 和 DMAS 的销量


資料來源：公司公告，東興證券研究所

➢ 業務關係穩定

由於精細化工企業所生產的產品經過均需各客戶內部認可，同時中間體的特性和質量將直接影響下游終端產品的色澤，下游客戶要求產品品質的穩定和一致，因此企業一旦進入了整個生產的供應鏈將不能被輕易取代。因而彩客化學在行業內確立的龍頭地位決定了其與國際知名化學工業企業平均建立了長達 8 年或以上的業務關係，這保證了公司業績的穩定。

➢ 技術為競爭核心因素

精細化工行業最核心的競爭因素是技術，高生產技術可以確保每一批次產品的化學和物理性能的一致性。儘管各主要產品的生產不難且存在較小的差異性，但是如何在規模化生產下通過技術突破來獲得更低的成本是各個企業所面臨的重大挑戰。因而生產精細化工產品的企業要想獲得良好發展，需在提高技術門檻的基礎上逐步擴大規模以達到成本優勢。

彩客化學自 1986 年開始做 DSD 產品，當時國內該產品並沒有形成產業化，只有德國和印度在生產工藝上具有專有技術。行業內最初有多達 40-50 家的同類企業，集團在進行價格戰的過程中，開始意識到影響企業發展的关键核心是技術不是市場，一旦擁有技術，生產成本便具有優勢。因此企業開始重視技術的發展，持續改善生產工藝、提高生產規模。到現階段，公司每年的研發費用都占到銷售額的 2%，遠高於其他細分市場的传统化工企業。先進的技術使得企業生產線高度自動化，同時企業依靠 70 人的研發團隊自行研發並提高生產技術，提高了產品品質並且節省能源，從而提升了產品的生產及成本效益。

此外，從現階段全球情況來看，儘管化工生產最尖端的技术由德國和瑞士等全球化工強國所掌握。但是中國擁有其他國家所無法复制的全面的化工產業體系和配套，這防止了國外企業因為某些技術突破，而造成產能外移。這也保證了彩客化學在國內及國際上的龍頭地位和突出業績。

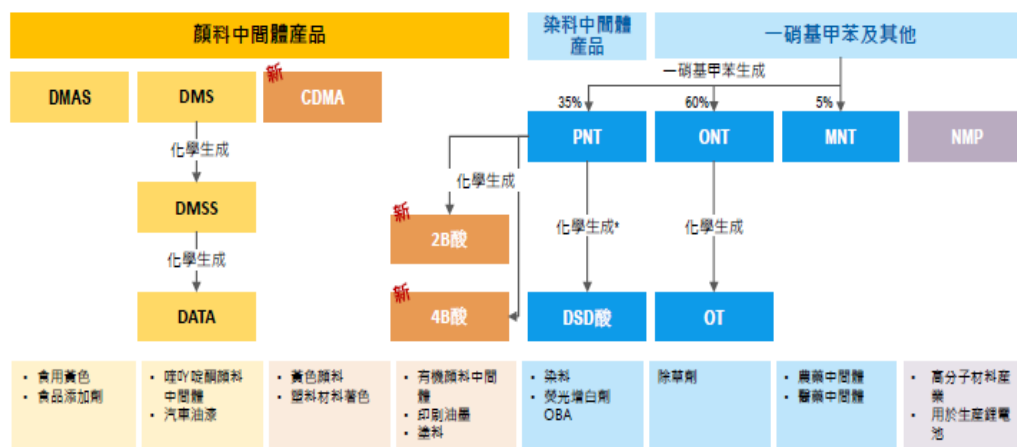
3. 积极的发展战略实现产品的延伸

公司在现有发展的基础上, 为保证未来业绩的稳定, 计划采取上下游及横向整合的发展战略, 丰富产品种类, 扩大市场占有率。在发展的过程中将考虑采取并购等方式来延伸产品, 同时注重产品与技术的发展。

➤ 上下游一体化战略

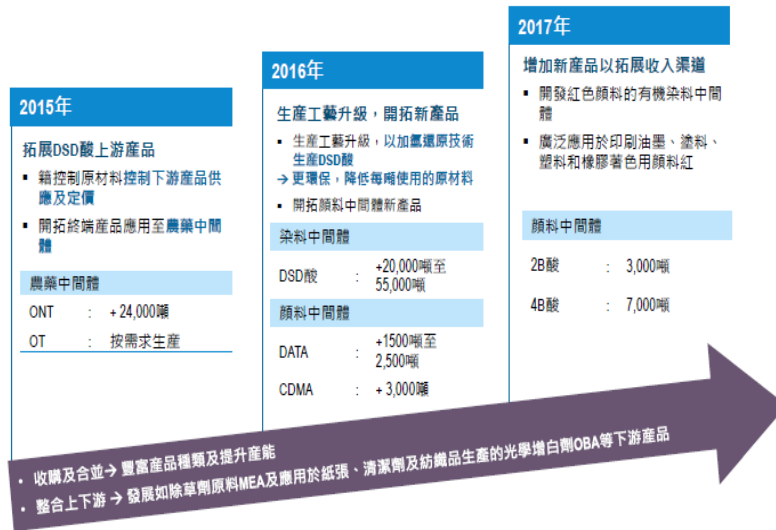
公司为整合上下游资源, 实现对整个产业链的控制, 已于去年开始在 DSD 酸的基础上投产其上游产品一硝基甲苯, 使其年产能增加了 100%达到 80000 吨。一硝基甲苯经过硝化反应及精馏可产生 ONT、PNT 和 MNT, 其中 PNT 是生产 DSD 酸的最大原材料。现在公司 85%的 DSD 酸已经可以通过生产的 PNT 来满足, 此举极大程度的减少了公司外购原材料的成本, 并减轻了公司对于供应商的依赖程度, 更加稳定的保障了 DSD 酸的生产。可以预见对上游产品的整合和控制将大幅提升农药中间体的产能, 稳定上游原材料的供应及价格, 实现对上游材料的控制。同时, 通过控制上游原材料间接实现对下游产品的控制, 并将开拓的终端产品应用至农药中间体, 以提升企业市场占有率。

图 5: 颜料上下游产品



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 上下游产品的整合



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

➤ 横向产品衍生战略

目前公司所生产的主要染料中间体的下游产品颜色主要为红色和黄色, 公司计划在未来将染料及颜料拓展到其他颜色类别, 开发红色颜料的有机染料中间体, 并横向开发ONT、OT等新产品, 丰富产品种类, 实现对市场更高的占有与业绩的保障。

4. 生产新工艺实现产能扩张

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。在未来 1 年左右的时间内将用新建的 2 万吨去替换现有产能, 并对现有的 3.5 万吨产能进行大型的技术升级改造。目前的生产工艺铁粉还原技术有一定程度的污染且没有新技术进行替代, 被国家列为暂缓淘汰项目。公司在未来将使用与现有完全不同的生产工艺, 大幅度提高环保标准并降低生产成本降低以达到国家所鼓励的生产技术。公司的新技术投放市场后, 国家会修改相关指导目录, 由于现阶段市场主要竞争对手没有该技术, 因此生产工艺的改善将会较大程度的增加产能并填补市场空缺。

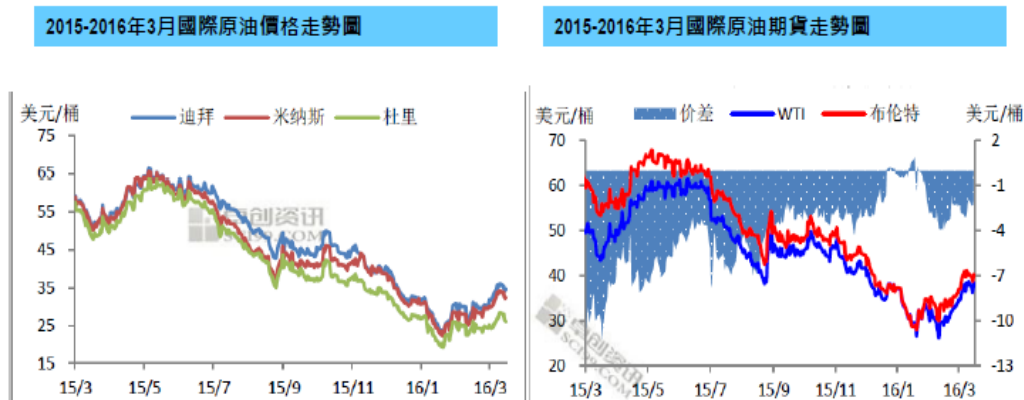
5. 成本加成定价保证利润率

公司现阶段成本构成为 70% 原材料成本, 10% 人力成本, 其中原材料成本主要为上游产品价格。公司产品定价采用成本加成定价方式, 主要上游产品为甲苯, 上游成本的波动通常可以通过定价传导出去。现阶段公司一般定价以维持毛利率至少 30% 为及基准, 国内订单每个月签订一次, 国际订单每个季度签订一次, 最大程度的降低了成本波动对产品价格和利润的影响。

此外, 国际原油作为影响下游产品价格的重要因素, 2016 年年初以来保持了不断上涨的趋势, 原油价格的回暖极大的带动了下游产品染料及颜料的价格上涨, 对提高公

司主要产品的销售价格提供了有力的支撑。

图 7: 国际原油价格的变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

6. 盈利预测

预计公司 16、17 年净利润分别为 115.6 和 132.9 百万元, EPS 分别为 0.26 元和 0.30 元, 对应市盈率分别为 21、18 倍。我们认为公司作为质地优良的传统行业龙头, 成长持续性强, 值得持续关注, 但鉴于公司当前股权较为集中, 市场交投冷清, 市场表现不一定能有效及时反应公司基本面, 且当前估值较高, 首次覆盖, 暂时给予“中性”评级。

表 1: 盈利预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	912.2	887.1	985.7	1103.9
增长率(%)	3.67%	-2.75%	11.11%	12.00%
净利润(百万元)	144.9	102.3	115.6	132.9
增长率(%)	32.36%	-29.41%	8.55%	11.71%
净资产收益率(%)	19.91%	9.46%	7.40%	8.10%
每股收益(元)		0.23	0.26	0.30
PE		23.4	20.7	17.9

资料来源: wind, 东兴证券研究所

分析师简介

谭可

海外研究组组长，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股市场。

王昕

经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，2009-2014年从事农林牧渔行业研究，目前从事海外研究。曾获2012年度、2013年度“天眼”中国最佳证券分析师评选—最佳选股分析师（农林牧渔行业）第二名。

联系人简介

代云彬

硕士，2014年加入东兴证券研究所，曾在港就职于国际组织。

张坤

硕士，2016年加入东兴证券研究所，曾就职于香港券商。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。