

# 首发报告



2016-12-05 星期一

彩客化学(1986. hk)  
评级：中性

领先的中间体生产商

首发报告：2016-12-05

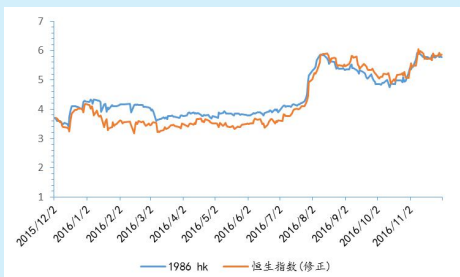
## 股本数据

总股本(亿股)：5.01  
总市值(亿港元)：28  
52周高/低(HKD)：5.95/2.66  
每股净值(HKD)：2.6  
所属行业：化工行业

## 主要股东

戈戈先生 (66.63%)  
文轩宏泰(深圳) (8.38%)  
Wider Pacific (6.11%)  
RAYS Capital (5.73%)

## 52周行情图(Vs 恒生指数)



## 相关报告

国元证券(香港)研究部

电话：(852) 3769 6888  
(86) 755-2151 9193  
电邮：linjh@gyzq.com.hk

## 投资要点：

彩客化学是全球领先染料及颜料中间体生产商

彩客主要涉及染料中间体系列：DSD酸、NTS、DNS，颜料中间体系列：DMSS、DMS、DIPS、DMAS等产品，农药中间体及其他：PNT、ONT、OT、NMP、GBL等产品。其中DSD酸占据全球60%份额。

公司现在进入一硝产业链后，在农药中间体领域也逐步扩大规模，并有高分子材料领域的NMP产能。

## 技术工艺优势，绿色发展

公司创始人是技术出身，公司发展多依靠技术优势。凭借多年的积累以及在研发方面的投入，在技术工艺上有一定的优势，并且逐步退出新工艺加氢技术。彩客注重环保投入，在环保方面管理良好。

## 产业战略规划

彩客在做好现有业务的同时，开始扩张产业链上下游，通过投入DSD酸上游PNT产能，进入一硝基甲苯产业领域，在副产品中得到ONT\OT，进入农药除草剂中间体领域，并获得NMP产能，进入高分子材料领域。

## 首次覆盖给予中性评级：

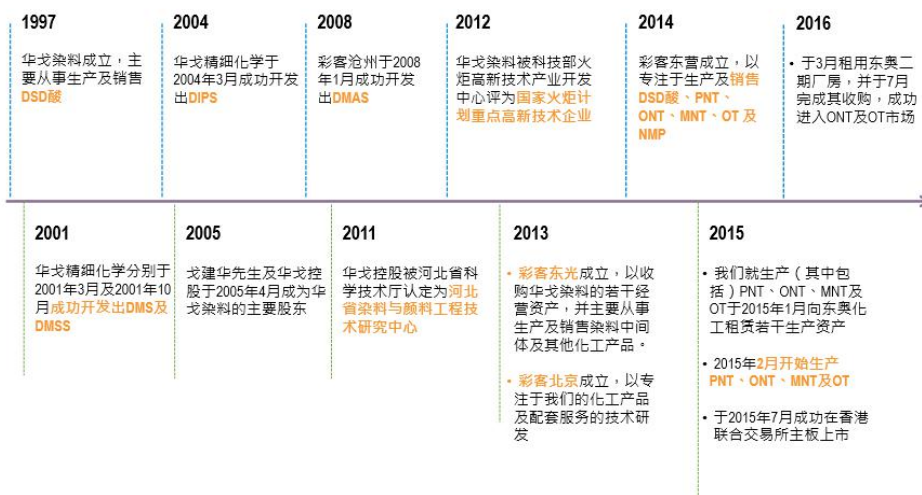
彩客作为中间体生产商，受到原油波动影响大，我们相信在原油价格企稳情况下，业绩会相对稳定。公司开阔新业务领域，产业链上下游及横向扩张之后，会逐步摆脱原油价格影响。预计今年约18倍PE，我们给予中性评级，

财务年度截至12月	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总营收(百万人民币)	897	876	1,063	1,306	2,629
同比增长	3.9%	-2.4%	21.4%	22.9%	101.3%
毛利率	38.1%	30.8%	31.1%	29.6%	26.2%
净利润(百万人民币)	146	126	136	153	239
同比增长	32.3%	-13.8%	7.9%	12.5%	56.2%
EPS(HKD)	0.34	0.29	0.31	0.35	0.55
PE	16.8	19.5	18.1	16.1	10.3
每股派息(HKD)	0.00	0.07	0.08	0.09	0.14

彩客化学是世界领先的染料、颜料及农药中间体等精细化学品的生产商。主要涉及染料中间体系列：DSD 酸、NTS、DNS，颜料中间体系列：DMSS、DMS、DIPS、DMAS 等产品，农药中间体及其他：PNT、ONT、OT、NMP、GBL 等产品。根据全球独立咨询公司沙利文的数据，DSD 酸占世界市场份额约为 57.4%，DMSS 占世界市场份额的约 27.4%，DIPS 占世界市场份额的 21.7%。

图 1、彩客化学发展历史

发展历史



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

彩客化学最早是由前主席戈建华先生于 90 年代创立，1997 年开始主要从事生产和销售 DSD 酸，之后进军颜料中间体领域。于 2011 年公司由戈先生儿子戈戈先生完全接手管理，两位戈先生均是化学专业背景。戈戈先生接手公司后，对公司战略进行重新规划，并于 2013 年成立彩客东光，于 2014 年成立彩客东营，并开始进军一硝基甲苯产业链。并于 2015 年与港交所完成上市融资。

图 2、彩客化学股权结构

股权结构



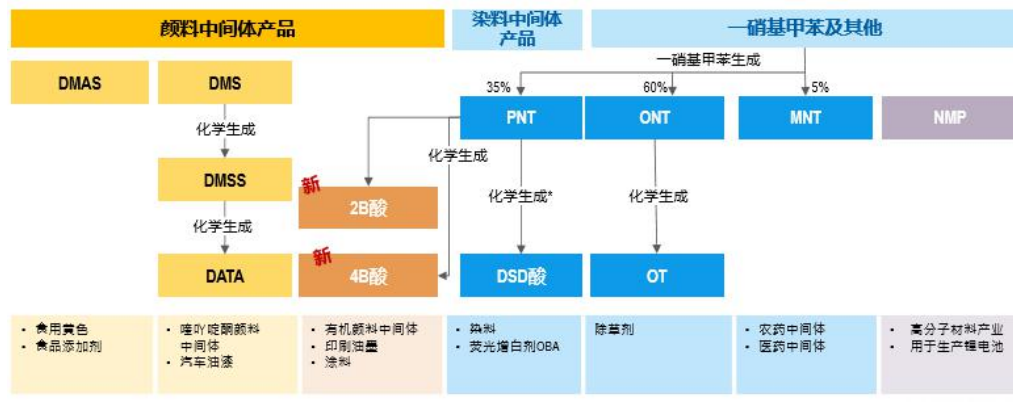
数据来源：公司资料，国元证券（香港）

戈戈先生现在是彩客化学实际控制人，戈先生具备专业的化学背景，又具有开阔

的全球化视野。在接手公司以后，调整公司架构，制定战略目标，现在已经初步取得成果，公司在相关领域占据领导地位。

图 3、主要产品

主要产品



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

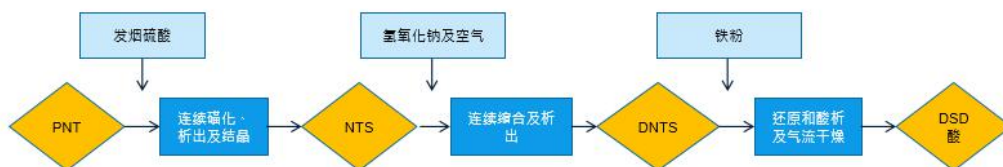
彩客化学是一家专门生产染料及颜料中间体的公司，公司主要产品 DSD 酸在全球已经占据约 60%的份额，颜料中间体 DMAS 是全球第二大生产商，份额有 21%，DMSS 是全球最大的生产商，占 27%。

颜料中间体

公司在颜料中间体方面，已有黄色系中间体 DMAS 产能 4500 吨，红色系 DATA 技术升级后达到 2500 吨。公司在颜料中间体方面主要布局高端颜料，未来会推出更多颜色系列。颜料中间体平均毛利率可达 35%。

图 4、DSD 酸生产流程

DSD 酸



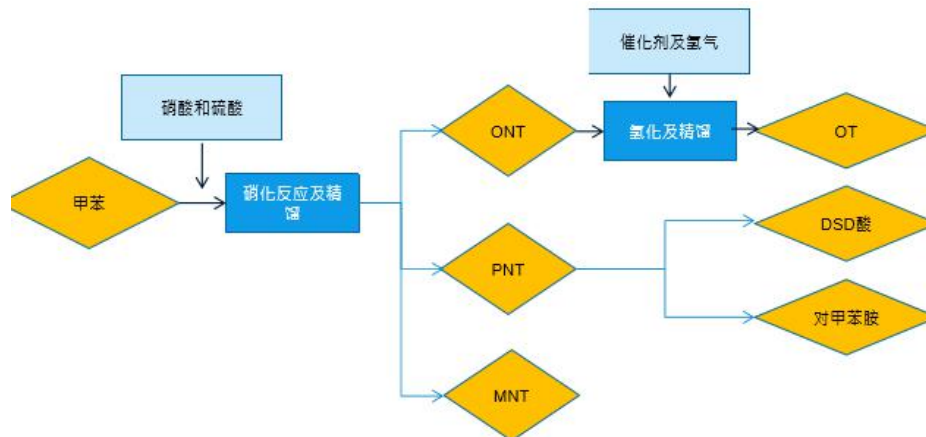
数据来源：公司资料，国元证券（香港）

公司最主要的产品是 DSD 酸，现在有产能 3.5 万吨，未来技术升级改造完成后将到 5.5 万吨，新增产能预计要到 2018 年以后投放。DSD 酸价格现在约 1.6 万/吨，毛利率在 34%左右。

DSD 酸主要用途是制作荧光增白剂 OBA，荧光增白剂的效果是让肉眼看到的物质很白，达到增白作用，广泛应用于纸张。OBA 的主要成分是 DSD 酸，所以彩客在 OBA 市场有领导地位，并且可以尝试往下游夸张。

图 5、一硝基甲苯生产流程

一硝产业链



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

从 DSD 酸的生产流程中可以看出，DSD 酸最重要的原材料是 PNT，PNT 的主要生产材料是一硝基甲苯。公司从 2014 年开始进入一硝基甲苯领域，现有一硝基甲苯产能共 8 万吨，产能在国内排名靠前。公司自行生产 PNT 后，更好的控制了 DSD 酸的生产成本。

彩客在进入一硝产业链后，副产品有 ONT、OT 等，主要被用作农药、医药等中间体，使得彩客化学在农药中间体领域有一定地位。

另外在一硝系列里有产品 NMP，这是一种重要的化工材料，被应用于高分子材料，主要应用于农药、医药和清洁剂及锂电池。公司现在有 6000 吨产能，品质在行业内处于上游水平。

图 6、产能及扩产计划

产能及规划

类别	产品	毛利率	现有产能	未来规划
染料中间体	DSD酸	32%	3.5万吨	增加2万吨，约在2018年投入
颜料中间体	DMAS	32%	1500吨	增加3000吨，在2016年底投产
	DMSS	45%	4500吨	
	DATA	41%	1000吨	技术升级，增加1500吨，2017年投产
	4B酸		0	3000吨在17年开始逐步投放
	2B酸		0	7000吨在17年开始逐步投放
一硝基甲苯			8万吨	
	ONT	38%	4.8万吨	
	OT	32%	按需求生产	

数据来源：公司资料，国元证券（香港）

公司在产业链进行横向及纵向扩展，已经在染料及颜料中间体行业内占据重要地位，在一硝基甲苯扩张到 8 万吨产能后，在农药除草剂中间体领域也占据很大份额，NMP 产品使得公司进入高分子材料领域。

图 7、主要客户

客户情况



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

图 8、销售地域分布

销售分布



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

彩客化学主要客户为国际知名的化学化工企业，其中前五大客户在 2016 年上半年收益中占比达 27%。中国区销售占比达 66.7%，在海外销售占比 32.3%。

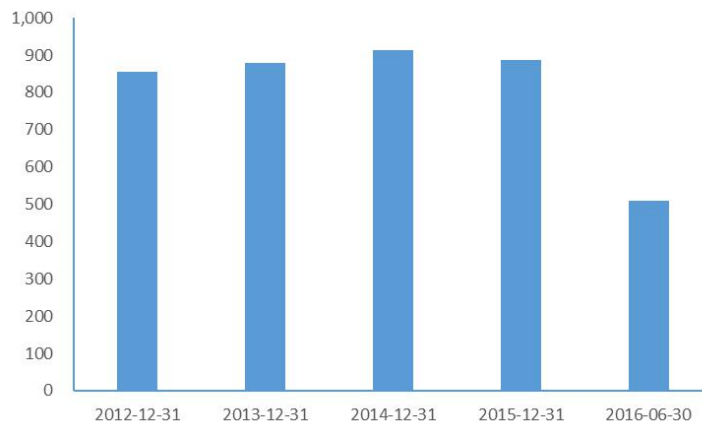
主要优势

环保优势，公司在环保方面有很大投入，在中国政府加大环保监管情况下，公司可以获得相对竞争优势。在 2008 年北京奥运会，化工企业被限停，彩客仍然照常运营，并且 DSD 酸价格一度到达 8 万元每吨。这两年山东整治环保，公司也是能正常运营。

技术优势，公司在中间体工艺上有领先优势，公司每年投入资金在研发上。未来马上又会推出新技术，加氢工艺，能有效控制成本，及控制污染。

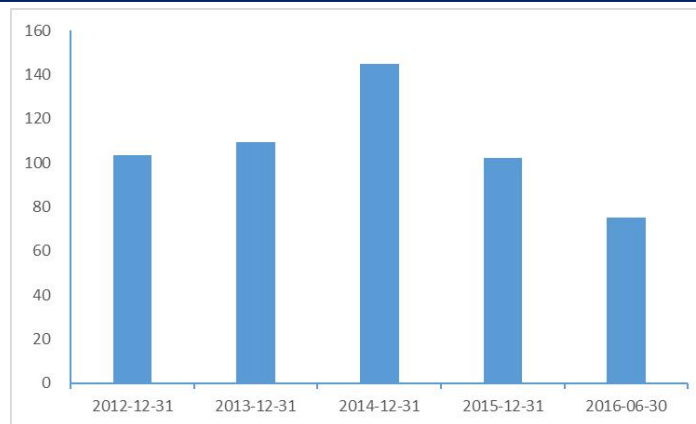
财务情况

图 9、营业收入（百万元人民币）



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

图 10、净利润（百万元人民币）

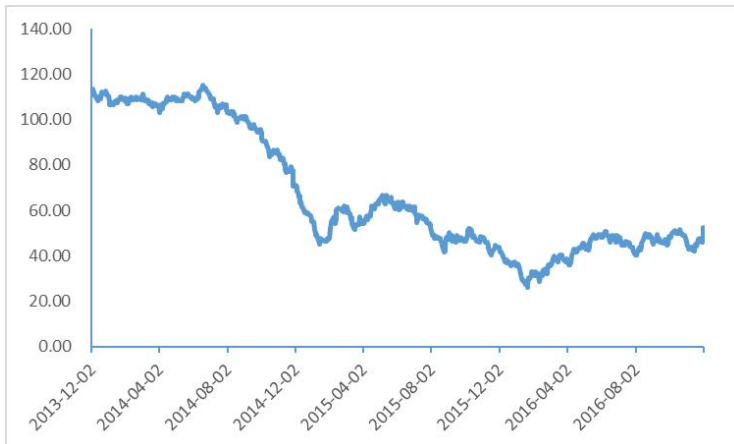


数据来源：公司资料，国元证券（香港）

公司收入稳定，上半年收入 5 亿元，毛利 1.58 亿元，毛利率 3.17%。净利润 7500 万元，环比增长 100%。资产负债率约 42%，ROE 约 12%。

风险分析

图 11、原油走势



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

彩客化学现有中间体业务中原材料成本占比 60%左右，原材料主要受原油价格波动影响较大。在原油价格下降趋势中，DSD 酸价格受到冲击，毛利空间减小。

同类公司对比

代码	公司名称	货币单位	市值(亿)	PE2015A	2016E	2017E	PB2015A	2016E	2017E
600352 CH equity	浙江龙盛	CNY	308.4	14.7	18.2	14.1	2.7	1.9	1.6
002440 CH equity	闰土股份	CNY	125.3	19.8	16.5	14.9	2.4	1.9	1.7
603188 CH equity	亚邦股份	CNY	109.9	19.4	13.1	10.7	4.2	3.0	2.5
1986 HK equity	彩客化学	HKD	29.0	15.5	23.0	20.3	2.1		
平均				17.3	17.7	15.0	2.9	2.3	2.0

## 财务报表摘要

## 彩客化学:

损益表(人民币百万元, 财务年度截至12月底)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	897	876	1063	1306	2629
毛利	342	270	331	387	688
销售费用	(25)	(34)	(35)	(43)	(92)
行政费用	(90)	(94)	(110)	(138)	(275)
财务费用	(12)	(7)	(13)	(11)	(10)
经营利润	231	149	188	210	326
营业外净收入	(5)	(1)	(5)	(4)	(3)
税前盈利	226	148	183	206	322
所得税	(55)	(45)	(48)	(54)	(84)
净利润(母公司)	146	126	136	153	239
少数股东净利润	27	0	0	0	0
EPS (HKD)	0.34	0.29	0.31	0.35	0.55
总收入YOY (%)	3.9	(2.4)	21.4	22.9	101.3
每股收益YOY (%)	32.3	(13.8)	7.9	12.5	56.2

## 资产负债表

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	95	193	273	255	256
应收账款	115	163	171	188	198
存货	60	78	86	103	134
总流动资产	321	864	917	1039	1175
固定资产	324	505	630	700	850
长期投资	60	89	92	96	99
总资产	704	1457	1640	1835	2124
应付帐款	149	193	203	213	224
流动负债	360	607	654	696	746
非流动负债	38	8	8	9	9
总负债	398	615	662	705	755
股东权益	307	842	978	1131	1369
少数股东权益	0	0	0	0	0
每股账面值	0.61	1.68	1.95	2.26	2.73

## 财务分析

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
毛利率 (%)	38.1%	30.8%	31.1%	29.6%	26.2%
净利率 (%)	16.3%	14.4%	12.8%	11.7%	9.1%
股息支付率 (%)	0.0	24.7	25.0	25.0	25.0
SG&A/收入 (%)	12.8%	14.6%	13.6%	13.9%	13.9%
库存周转	39.7	46.9	42.7	40.8	25.1
应付账款天数	98.0	116.3	101.1	84.5	42.0
应收账款天数	46.8	68.0	58.8	52.7	27.5
ROA	20.7%	8.6%	8.3%	8.3%	11.2%
ROE	47.5%	14.9%	13.9%	13.5%	17.4%
财务状况					
净负债/股本	1.0	0.5	0.4	0.4	0.4
收入/总资产	1.3	0.6	0.6	0.7	1.2
总资产/股本	2.3	1.7	1.7	1.6	1.6
收入对利息倍数	77.1	119.5	80.3	121.7	252.0

## 现金流量表

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营运所得现金	343	125	254	218	346
所得税	(47)	(80)	(80)	(90)	(100)
营运性现金流	287	39	166	120	238
资本开支	(111)	(185)	(126)	(70)	(150)
其他投资活动	(9)	(30)	(3)	(3)	(4)
投资性现金流	(121)	(214)	(129)	(73)	(154)
负债变化	(44)	236	73	69	72
已付利息	(9)	(7)	(8)	(8)	(8)
股息	0	0	(34)	(38)	(60)
融资性现金流	(92)	267	40	(69)	(88)
现金变化	74	92	76	(22)	(3)
汇兑变化	0	5	4	4	4
期初持有现金	21	95	193	273	255
期末持有现金	95	193	273	255	256



## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级:

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%-20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%-20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

### 免责声明:

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见; 及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能

随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系; 及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

### 规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

### 国元证券(香港)有限公司

香港中环干诺道3号中国建设银行大厦22楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>