

# 深度报告



國元國際  
GUOYUAN INTERNATIONAL  
控股有限公司 HOLDINGS LIMITED

## 彩客化学(1986.HK)

### 评级：买入

报告日期：2017.12.11

现价：4.2 HK\$

目标价：4.8 HK\$

涨幅：14%

#### 股本数据

总股本(亿股)：10.4

总市值(亿港元)：44.3

52周高/低(HKD)：4.98/2.34

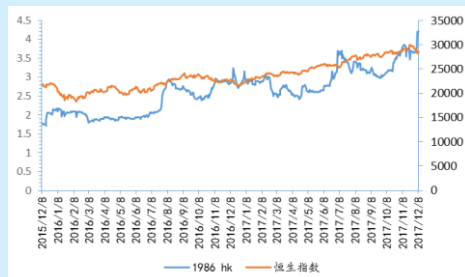
#### 主要股东

Cavalli Enterprises (66.09%)

文轩宏泰(深圳) (6.59%)

Wider Pacific (5.76%)

#### 52周行情图(Vs 恒生指数)



#### 国元国际研究部

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 9155

电邮：gaoxiang@gyzq.com.hk

## 新能源电池及环保业务未来可期

### 投资要点：

#### 1. 全球领先的染料颜料中间体生产商：

公司现在DSD酸产能3.5万吨，新建的2万吨产能将于2018年年底完成，全部释放预计需要2-3年时间。另，公司在山东新建了一条OBA生产线，产能1.5万吨，预计18年二季度建成，直接供给下游客户，形成全产业链布局。公司通过并购一硝基甲苯达到8万吨产能，一硝基甲苯为DSD酸的上游产品，经过化学反应生成PNT、MNT及ONT。PNT可用于生产DSD，现有PNT产能可以满足公司85%的原料需求。另一生成物ONT，及可反应生成OT，为生产除草剂的中间体。因此，总体而言，三大中间体业务会保持健康稳定的持续增长态势。

#### 2. 进入锂电市场，布局正极材料及浆料：

公司投入1.5亿元建设一条磷酸铁生产线，产能约1.5万吨。2月开始建设，10月完工，11月开始试产，目前已达到并超过客户需求水平，12月会开始逐渐放量生产，预计在18年会贡献可观的收入。电池浆料方面，也已投产2000吨的产能。结合公司自身多年的化工生产把控能力、污水处理技术及自动化程度很高的产线，未来此板块业务预期较好。

#### 3. 环保业务未来市场巨大，环保首单已中标：

公司开始布局环保咨询服务，在大气污染处理、污水处理及固废处理业务，结合公司二十多年来积累的先进环保处理技术，在目前环保压力和标准愈高的情况下，该板块预计将在未来为公司带来可观的收入和利润。且公司刚刚中标沧州市54个乡镇的VOC大气监测站项目，包括未来两年的维护，金额2500万。

#### 给予买入评级，目标价4.8 HKD：

我们认为公司基于现有三大中间体业务，每年会保持稳定且持续的增长态势。未来的主要看点在于锂电池板块和环保咨询业务。结合公司自身的技术优势、污染处理能力和行业领先的生产经验，加之未来环保咨询方面巨大的市场，给予买入评级，目标价4.8港元，相当于2018财年18倍PE。

财务年度截至12月	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总营收(百万人民币)	897	880	1,041	1,282	1,947	2,316
同比增长	3.9%	-1.9%	18.3%	23.2%	51.8%	19.0%
毛利率	38.1%	30.4%	28.2%	29.0%	30.0%	30.0%
净利润(百万人民币)	146	97	121	152	234	277
同比增长	32.3%	-33.2%	24.1%	25.7%	53.9%	18.2%
EPS(HKD)	0.17	0.11	0.14	0.18	0.27	0.32
PE	24.8	37.1	29.9	23.8	15.4	13.1
每股派息(HKD)	0.00	0.07	0.08	0.04	0.07	0.08

**公司介绍**
**一、公司介绍：**

公司成立已经有 30 多年，专注于染料及颜料中间体的生产，已经成为世界最大的染料及颜料中间体等精细化学品生产商。其中 DSD、DMSS、DIPS 是公司主打产品，DSD 酸在全球市场占有率达到 53%，DMSS 市占率达 42.7%，都是全球第一供应商。DIPS 市占率 33.2%，为全球第二。

彩客在 1986 年研发成功 DSD 酸，在创立之初主要生产及销售 DSD 酸，在该行业有 30 年的经验，在通过研发中心的技术工艺改造，公司在生产 DSD 酸上保证了质量品质及成本低于竞争对手。DSD 酸主要用于生产荧光增白剂（OBA），OBA 主要用于纸张、纺织、洗涤剂。

发达国家因为环保的要求关停大量产能，DSD 酸的主要产能都集中在了发展中国家。彩客在安全环保方面的投入超过了 2 亿人民币，三废处理后完全可以达到排放标准。公司在 DSD 酸全球市占率达到 60%，毛利率高达 30%+。

公司通过并购一硝基甲苯达到 8 万吨产能，一硝基甲苯为 DSD 酸的上游产品，经过化学反应生成 PNT、MNT 及 ONT。PNT 可用于生产 DSD，现有 PNT 产能可以满足公司 85% 的原料需求。另一生成物 ONT，及可反应生成 OT，为生产除草剂的中间体。

DATA 通过技术升级改造后将从 1000 吨产能扩张到 2500 吨，该升级计划将在年底完成。DMSS 产能有 4500 吨，DMAS 产能 4500 吨。NMP6000 吨。

**二、2017 上半年业绩：**

公司截至二零一七年六月三十日止六个月的收益约为人民币 607.2 百万元，较二零一六年同期增加约人民币 106.6 百万元或 21.3%。截至二零一七年六月三十日止六个月的纯利约为人民币 57.5 百万元，较二零一六年同期减少约人民币 17.1 百万元或 22.9%。 ，主要由于 17 年原材料涨价较多，导致成本上升。

**三、锂电池领域发展前景：**

大力发展新能源汽车是当代中国节能减排、降低原油进口依赖的战略选择。新能源电池从十二五开始已然是国家重点布局的战略性新兴产业，近年来锂电池已成为众所关注的板块。

随着新能源汽车的快速发展，我国对动力电池的需求将形成一个千亿级别的庞大市场，十三五规划也是将动力电池作为重点发展的产业。新能源电池将成为我国未来十年重点发展的行业领域，国家已经出台一系列的补贴扶持政策、并将长期、持续地支持该行业的发展。

从可持续发展的角度，未来对新能源电池的需求，锂离子电池应为首选，与同类相比较，它具备工作电压高（是镍镉电池氢-镍电池的 3 倍）；比能量大（可达 165WH/kg，是氢镍电池的 3 倍）；体积小；质量轻；循环寿命长；自放电率低；无记忆效应；无污染等优势。

表 1 新能源电池各指标对比

电池类型	比能量/ (W. h/Kg)	比功率/(w/Kg)	能量效率 (%)	循环寿命 (次)
铅酸电池	35-50	150-400	80	500-1000
镍镉电池	30-50	100-150	75	1000-2000
镍氢电池	60-80	200-400	70	1000-1500
锂离子电池	100-200	200-350	>90	1500-3000

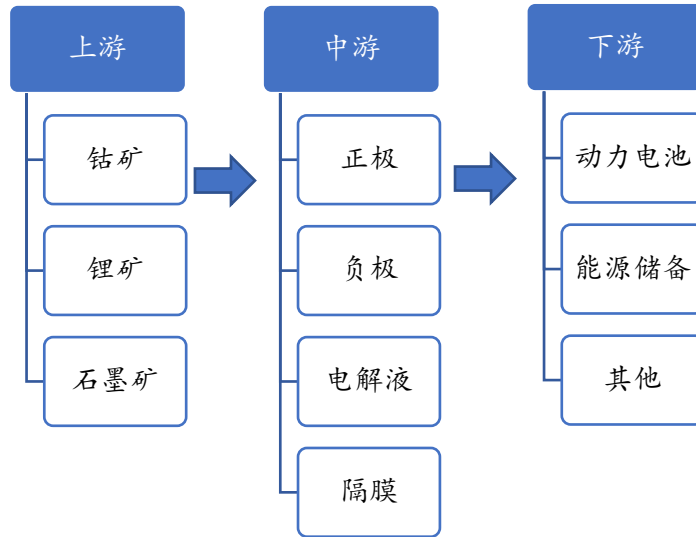
数据来源：汽车学苑网，国元国际

**业绩**
**锂电业务**

## 锂电池产业链

图 1、 锂电产业链概述

### 锂电产业链介绍



数据来源：锂电网, 国元国际

### 锂电池上游

主要为原材料的开采和使用，其中主要为钴矿、锂矿和石墨。根据锂电网的信息，全球锂资源储量约为 1300 万吨，每年按照开采 3.5 万吨计算，可开采 370 年。

在电动汽车领域，锂电成本占比最大，接近一半，而锂电成本中，又以正极材料的价值量占比最大。

### 锂电池中游

#### 1) 正极材料

现在市场上主流的正极材料主要有锰酸锂、三元材料以及磷酸铁锂。而三种材料在能量密度、安全性、热稳定性、成本等主要指标上都不具备绝对优势。

**锰酸锂：**锰资源相对丰富，价格较低，安全性能较好，但能量密度低以及电解质相容性差

**三元材料：**能量密度高，低温性能好，但安全性相对较差，高温性能差，成本也较高

**磷酸铁锂：**安全性高，比较环保，成本较低，循环寿命长，但低温性能比较差，能量密度比低。

#### 2) 负极材料

锂电池主要负极材料有锡基材料、锂基材料、钛酸锂、碳纳米材料、石墨烯材料等。锂电池负极材料的能量密度是影响锂电池能量密度的主要因素之一。

**碳纳米管：**石墨化结构的碳材料，自身具有优良的导电性能，同时可提高电池的大倍率

充放电性能；但存在不可逆容量高、电压滞后及放电平台不明显

石墨烯：大比表面、高导热系数、高电子导电性和良好的机械性能

钛酸锂：优异的循环性能和较高的安全性，但导电性不高、大电流充放电时容量衰减严重

硅基材料：硅可与锂形成  $Li_{4.4}Si$  合金，理论储锂比容量高达 4200mAh/g（超过石墨比容量的 10 倍）；硅与电解液反应活性低，不会发生有机溶剂的共嵌入现象，但在充放电过程中会发生循环性能下降和容量衰减

### 3) 电解液

锂电池电解液，是锂离子电池中作为带动锂离子流动的载体，对锂电池的运行和安全性具有举足轻重的作用。目前最常见的电解液以六氟磷酸锂作为电解质，该化学物质占电解液成本的将近一半。

### 4) 隔膜

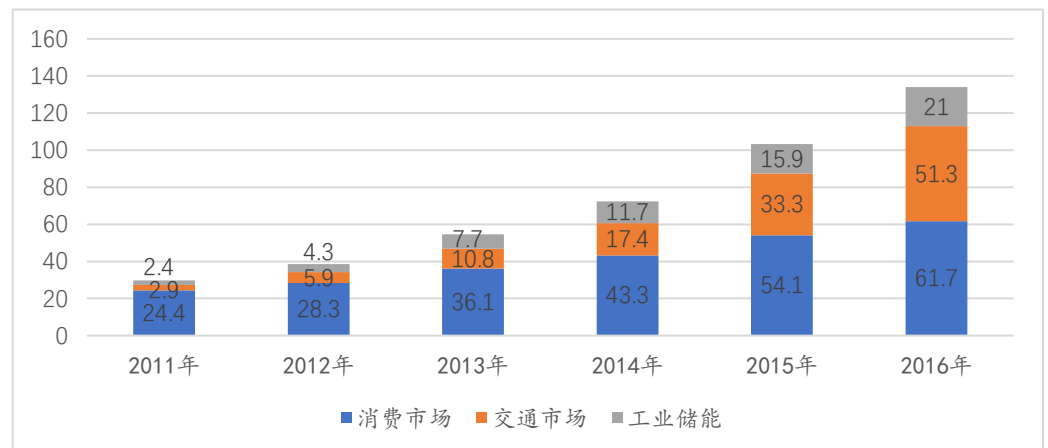
隔膜的主要作用是把电池的正负极分隔开，防止两极接触而短路，此外还有使电解质离子通过的功能。隔膜在各种电池材料中技术门槛较高，国产替代仍有较大的空间。

### 锂电池下游

目前，按照中国电池网的数据，2016 全球锂电市场规模达到 134GWh，同比增加 29.8%。尤其 2011 年以来，锂电市场年均复合增长率高达 35.2%。

锂电市场分为三块：消费市场、交通市场及工业储能。按照 2016 年格局，目前消费市场仍占主要地位，占 61.7GWh，占比 46%；以电动汽车为代表的交通市场达到 51.3GWh，占比 38.3%；工业储能，目前主要由电动工具和移动基站为主，共 21GWh，占比 15.7%。虽然交通市场和工业储能在占比上仍低于消费市场，但从 2011 年至今，三个市场的格局正在慢慢发生变化。锂电的未来将主要依赖于动力电池市场的发展。而动力电池市场的发展，未来在交通市场和储能市场都会有进一步增长需求。

图 2 2011-2016 全球锂电市场规模统计/GWh



数据来源：中国电池网，国元国际

### 锂电业务

公司已在沧州建成一条 1.5 万吨的磷酸铁生产线，投入 1.5 亿元，已于 10 月完工，11 月试生产。17 年底逐渐放量生产，收入贡献主要会体现在 18 年。现已投七批料，出了十几吨的产品。从第四批开始，已经符合了客户要求，并已给客户送样。

除正极材料外，公司还利用自有 NMP 材料进入了浆料市场，现已投产 2000 吨。

#### 优势所在

锂电板块优势：1. 公司生产线自动化程度较高，人为干扰较少，所以产品均一性较好。2. 在振实密度、充放电倍率、杂质含量、铁磷比等指标上具有优势，比客户需求还要好。3. 工厂的废水处理技术是国内第一家的磷酸铁废水回用技术，可相应降低成本且保证产品品质。4. 依托于公司强大的研发团队以及二十多年积累下来的化工生产经验，生产上的把控和管理经验，像温度和 PH 值等关键指标的控制。5. 未来是多种锂电池中间体材料的组合，对应的客户是材料厂。现在国内电芯厂，材料厂等都在培育龙头。一般电芯厂选择材料厂，包括材料厂选择前驱体厂的客户导入需要一年左右，其中包括审厂和评估对象的发展能力，因此二元材料发展顺利的话，再开发其他产品就比较容易打入市场，如 NMP 以及浆料等导入可节省相应时间。

#### 四、环保咨询

#### 环保板块

公司多年来一直在清洁环保、三废资源清洁化利用业务上拥有者领先的综合实力和技术水平，在目前日益趋严的环保压力下，公司看好环保咨询业务的巨大市场，因此，组建了环保事业部团队。

此次组建环保事业部也是彩客前研发中心的一次战略转型。在此前大约 20 年间，研发中心一直致力于为公司内部开发新产品和工艺，寻找节能技术应用以及改良现有产品以引领行业创新。在迎来环保风口之际，彩客顺势而为，对研发中心进行战略转型，组建了环保事业部。

#### 主要业务

目前，该事业部主要专注三个方面：废水、废气等环保业务；化学相关检测业务；同时对内承接其他事业部工艺开发等。

#### 优势所在

团队优势：可以从工厂生产着手，通过优化工艺+治理技术的模式，实现“源头减排，资源回收，能量节约，环保治理”的多维度综合治理的一条龙整体解决方案，帮助客户降低成本的同时获得最高的环保效益。

#### 最新中标

近况：11 月 24 日，在河北省沧州市环保局招标《沧州市乡镇小型空气站》项目招标中，经过与多家公司的激烈角逐，彩客化学环保事业部成功中标项目第二阶段，共计 54 座空气站，中标金额为 2500 万。

展望：在环保风口上，公司的战略明确，团队有实力基础，且不会产生过多的费用，主要走轻资产路线，因此，预期在未来会贡献较高水平的收入和利润。

#### 五、竞争优势：

#### 总体优势概括

1. 中间体板块：作为细分龙头，在产量、市场份额及原材料采购上具有强大的规模经济效益，在成本控制方面具有优势。同时公司在技术工艺、品质及新产品技术方面亦具有优势。在细分行业里，公司与客户长期保持良好合作关系，产品经过客户内部认证，不会轻易被取代。DSD 酸在 2016 年全球市占率达到 53%，价格从 16 年的 1.5 万涨到了 17 年的 1.8 万，且预计明后年会保持上涨趋势。

2. 锂电板块：产线自动化程度高，产品均一性好；多年化工生产经验，把控能力强；污染处理技术领先；产品的各项技术指标均具有优势，优于市场要求。

3. 环保板块：多年积累的环保技术优势，使得在战略转型上成本较低，也较为迅速，同时也让客户可以在低成本的同时获得较高的环保效益。且管理团队有着丰富行业经验。

图 1、公司最新业务架构



图 2、主要客户



**財務報表摘要**
**彩客化學：**
**損益表(人民幣百萬元，財務年度截至12月底)**

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>收入</b>	897	880	1041	1282	1947	2316
毛利	342	267	294	372	584	694
銷售費用	(25)	(34)	(39)	(45)	(72)	(84)
行政費用	(90)	(98)	(91)	(122)	(195)	(232)
財務費用	(12)	(7)	(10)	(10)	(9)	(10)
<b>經營利潤</b>	231	143	158	209	319	377
營業外淨收入	(5)	(1)	(4)	(3)	(3)	(3)
<b>稅前盈利</b>	226	141	154	205	316	374
所得稅	(55)	(44)	(34)	(53)	(82)	(97)
<b>淨利潤(母公司)</b>	146	97	121	152	234	277
少數股東淨利潤	27	0	0	0	0	0
<b>EPS (HKD)</b>	0.17	0.11	0.14	0.18	0.27	0.32
總收入YOY (%)	3.9	(1.9)	18.3	23.2	51.8	19.0
每股收益YOY (%)	32.3	(33.2)	24.1	25.7	53.9	18.2

**資產負債表**

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
現金	95	194	397	266	326	532
應收賬款	115	164	207	226	238	250
存貨	60	79	82	120	126	133
<b>總流動資產</b>	321	891	926	1008	1129	1437
固定資產	324	733	882	997	1197	1257
長期投資	60	117	131	144	152	159
<b>總資產</b>	704	1741	1940	2150	2478	2853
應付帳款	149	250	257	303	319	334
流動負債	360	870	717	718	753	791
非流動負債	38	8	262	319	377	438
<b>總負債</b>	398	878	979	1037	1131	1229
<b>股東權益</b>	307	863	961	1067	1347	1623
少數股東權益	0	0	0	0	0	0
每股賬面值	0.59	1.65	1.84	2.04	2.58	3.11

**財務分析**

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率 (%)	38.1%	30.4%	28.2%	29.0%	30.0%	30.0%
淨利率 (%)	16.3%	11.1%	11.6%	11.9%	12.0%	11.9%
股息支付率 (%)	0.0	63.6	25.0	25.0	25.0	25.0
SG&A/收入 (%)	12.8%	15.0%	12.4%	13.0%	13.7%	13.6%
庫存周轉	39.7	47.1	39.9	48.3	33.9	29.9
應付賬款天數	98.0	149.1	125.3	121.7	85.4	75.3
應收賬款天數	46.8	68.1	72.4	64.4	44.6	39.3
ROA	20.7%	5.6%	6.2%	7.1%	9.4%	9.7%
ROE	47.5%	11.3%	12.6%	14.2%	17.4%	17.0%
<b>財務狀況</b>						
淨負債/股本	1.0	0.8	0.6	0.7	0.6	0.4
收入/總資產	1.3	0.5	0.5	0.6	0.8	0.8
總資產/股本	2.3	2.0	2.0	2.0	1.8	1.8
收入對利息倍數	77.1	120.1	100.9	131.4	213.1	237.9

**現金流量表**

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>營運所得現金</b>	343	173	170	61	355	413
所得稅	(47)	(81)	(1)	(53)	(82)	(97)
<b>營運性現金流</b>	287	88	171	(2)	264	306
資本開支	(111)	(292)	(230)	(115)	(199)	(60)
其他投資活動	(9)	(30)	(19)	13	10	8
<b>投資性現金流</b>	(121)	(321)	(248)	(102)	(189)	(52)
負債變化	(44)	236	164	69	72	72
已付利息	(9)	(7)	(10)	(9)	(10)	(9)
股息	0	0	(31)	(20)	(31)	(36)
<b>融資性現金流</b>	(92)	326	270	57	6	53
<b>現金變化</b>	74	93	193	(48)	80	308
匯兌變化	0	5	9	4	4	4
期初持有現金	21	96	194	397	353	437
期末持有現金	95	194	397	353	437	749

## 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国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写,所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。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,国元国际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国际于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元国际、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。

国元国际、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。

国元国际、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。

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

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。

国元国际控股有限公司、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。

### 国元国际控股有限公司

香港干诺道中 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>