

彩客化学 (1986)

推荐 (调高评级)

行业：化工

行业领导地位稳固

彩客化学去年业绩较预期理想，收入及纯利分别按年上升 18% 及 24%。期内公司主要产品 DSD 酸及其他染料销量保持稳定，但因其平均售价按年下跌 12%，拖累该分部收入同比下降 13%。可是，由于去年一硝基甲苯销量亦大增逾近 1.2 倍，加上平均售价上升，推动集团整体盈利增长。加上二月宣布收购的营创三征预期于下半年完成并带来财务贡献。调高评级及目标价至推荐及 5.80 港元。

DSD 酸售价回稳。PNT 为 DSD 酸的主要原材料，由于彩客为全球最大的 DSD 酸生产商，因此它也是全球最大的 PNT 采购商。去年集团大幅扩大一硝基甲苯产能，减少对外 85% PNT 的采购，导致后者供过于求，令 DSD 酸的生产成本连带价格都下跌。2016 年彩客 DSD 酸的平均价格下跌 12%，拖累收入按年倒退 13%。随库存消耗及油价回升等因素，今年 DSD 酸价格已回稳，推动此分部收入增加。

一硝基甲苯销量倍增。彩客去年收入及盈利增长的主要动力来自一硝基甲苯销量按年上升 116% 至 37,851 吨，这是由于去年 3 月其产能上升 1 倍至 8 万吨。一硝基甲苯包括 PNT 及 ONT 等，而 ONT 主要用作生产 OT。彩客增产后，PNT 用作生产 DSD 酸以减少对外依赖及降低成本；而 ONT 及 OT 则用于制造除草剂，增加收入来源。受惠行业整合，此分部去年平均售价上升 17%。毛利率由前年 8.6% 大幅扩张至去年 26.1%。由于其产能仍未充份利用，今年有望透过增加销量进一步推动收入上升。

增产及收购巩固领导地位。DSD 酸及 DMAS 的产能今年底分别上升 1.8 倍及 50%，预期能进一步扩大其市占率。另外，彩客二月时宣布收购主要生产三聚氰氨的营创三征精细化工 75% 股权，一方面纵向加强生产下游 OBA 产品，二来横向拓展 ONT 及 OT 等产品。扩产及收购有助彩客进一步巩固其行业领导地位及拓宽收入来源。

调升评级至推荐，目标价升至 5.8 港元。预期收购营创三征将于下半年完成，其下半年收入及盈利将并入彩客化学的业绩。加上其扩产计划将进一步推动其明年收入及盈利增长，调高评级至推荐。以今年 17 倍预期市盈率，即平均市盈率加 1 标准偏差计算，目标价由 4.42 调高至 5.80。

(百万人民币)	15财年	16财年	17财年 预测	18财年 预测	19财年 预测
收入	880	1,041	1,511	2,117	2,303
毛利	267	294	410	566	623
经营利润	153	180	236	330	361
报告利润	97	121	165	235	254
每股利润 (分港元)	2.2	2.8	3.4	4.9	5.2
市盈率 (倍)	22.4	18.0	14.6	10.3	9.5
市账率 (倍)	2.5	2.3	2.1	1.8	1.6
股息率 (%)	-	1.5%	1.6%	1.8%	2.0%
股本回报率 (%)	11.3	12.6	14.4	17.2	16.7
净债务股本比 (%)	14.3	8.8	29.6	42.4	49.4

来源：彩客化学、中投证券(香港)

分析师

黄健星

(852) 3983 0837

allenwong@china-invs.hk

目标价与评级

6-12 个月目标价： 5.8 港元 (+16%)

当前股价： 5.0 港元

评级调整： 推荐(调高)

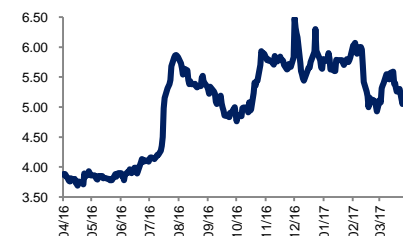
公司简介

生产染料及颜料中间体的多种精细化学品

基本数据

总股本 (百万股)	501
总市值 (百万港元)	2,506
平均成交(百万港元)	6.6
52 周股价波幅	3.63-6.54
主要股东	戈弋/蔡琳 (68.86%)

股价表现



相关报告

《多元化染料、颜料中间体龙头生产商》

2015-7-29

擴產及收購加強競爭優勢

彩客于二月初建议以现金 5.67 亿人民币收购营创三征精细化工 75% 股权，其中包括 2.8 亿人民币现金，余下 2.87 亿人民币以彩客的股份支付。营创三征乃于中国辽宁省营口市成立的中外合资公司，去年净利润为 8,009 万人民币，较 2015 年倒退 6%。其承诺 2017 年保证年纯利不少于 8,400 万人民币，以彩客收购的权益计算，预期市盈率为 9 倍，较彩客往绩 18 倍为低。彩客将以股权融资、银行贷款及内部资源来支付收购代价。

营创三征主要生产为三聚氯氰、氰化钠、氯气、工业硫酸、三聚氰尿酸、三烯丙酯以及它们的衍生及相关产品。主要产品三聚氯氰常用于生产农药中间体及荧光增白剂。对彩客来说，三聚氯氰有两大协同效应：1) 三聚氯氰跟集团最主要产品 DSD 酸一样，为荧光增白剂 OBA 的必要原料之一，这有助彩客更有效控制原材料来源及成本。2) 三聚氯氰可用于制造除草剂及除虫剂等农药中间体。现在彩客已有生产 ONT 及 OT 的农业中间体，收购后能帮助集团巩固此市场的地位，并增加收入来源。

图 1: 彩客产能及扩产计划

	设计产能(吨)	2016上半年	扩产目标		全面投产日期
		产能使用率	产量(吨)	较目前增加	
DSD酸	35,000	98.3%	20,000	57%	2017年底
一硝基甲苯	40,000	66.2%	40,000	100%	2016年首季
ONT	24,000	26.6%			
DMSS	4,500	65.6%			
DMAS	1,500	100%	3,000	200%	2017年3-4季度
DATA	1,000	100%	1,500	150%	2017年3-4季度
新产品线					
2B酸	3,000	-	-	-	-
4B酸	7,000	-	-	-	-

来源: 彩客化学、中投证券(香港)

行业领导地位不易动摇

公司在其主要领域 DSD 酸的销量为全球第一，另外在 DMSS 及 DIPS 市场都是全球第二。由于生产精细化工产品的技术门槛高，加上集团产量规模庞大而具成本优势，新竞争者在成本上难以取得优势。更重要的是，公司多年来稳定地为国际客户提供高质量的精细化工产品，其客户黏度甚高，其他竞争者难以争夺其客户及动摇其领导地位。

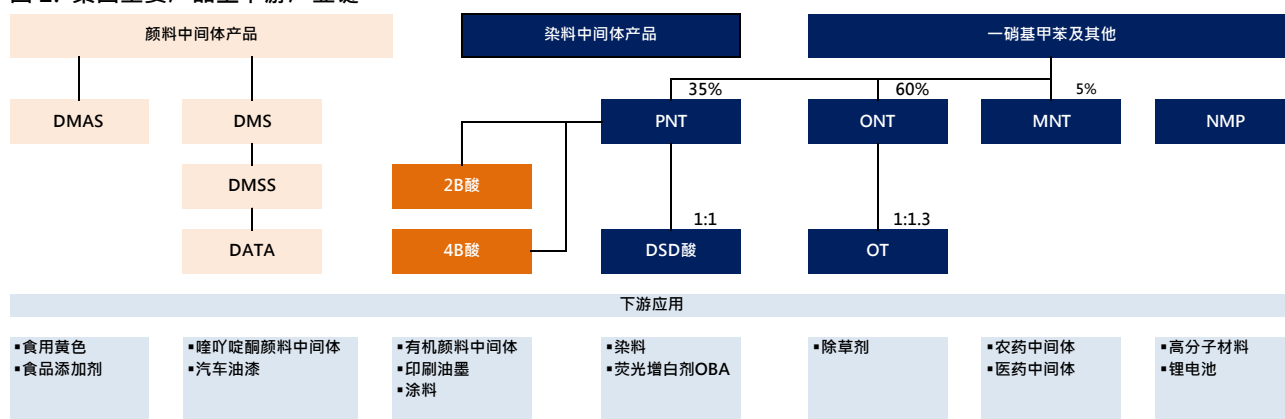
染料中间体以 DSD 酸为最主要产品。DSD 酸及其他染料中间体占集团 2016 年总收入 46%。DSD 酸主要用于生产荧光增白剂 OBA，而约 8 成 OBA 都是在生产白纸张过程中，用于提高其亮度或白度，另外除纸张外还适用于纺织物。全球的 DSD 酸销量过去多年都保持平稳，彩客以产量计为全球最大的生产商，按 2016 年产量计其市占率高达 53%，而彩客化学更抛离其主要竞争对手，具备领导地位。

颜料中间体以 DMSS 及 DMAS 为主要产品。DMSS 及其他颜料中间体为集团的第三大产品，占 2016 年总收入 19%。DMSS 经过化学程序生产成 DATA，可作为汽车油漆所用喹吡啶酮颜料的原材料。以 2016 年 DMSS 的销量计，彩客化学排名第一占市占率达 42.7%。

DMAS 则主要用于生产柠檬黄。柠檬黄用于制造食品包括食用黄色及食品添加剂、药品、化妆品及烟草。彩客于 DMAS 全球市场按 2016 年产量计排名第二占约 1/4。

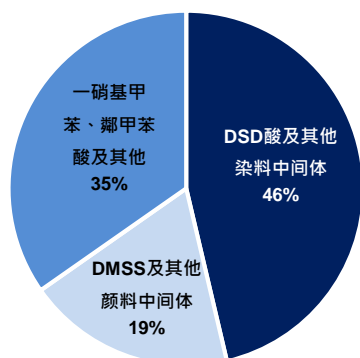
彩客的客户普遍非常着重产品的稳定性，因此对供货商有很强的黏度，导致市场容易出现寡头垄断的情况，其他竞争者难以争夺彩客的客户及动摇其领导地位。

图 2: 集团主要产品上下游产业链



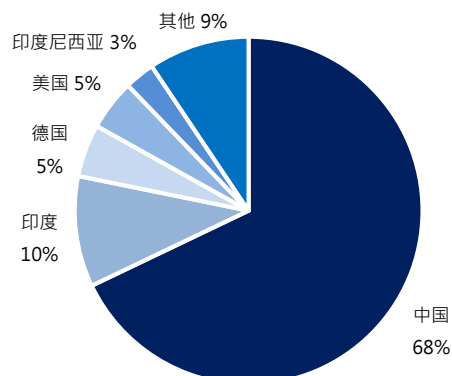
来源: 彩客化学、中投证券(香港)

图 3: 2016 年收入按业务分布



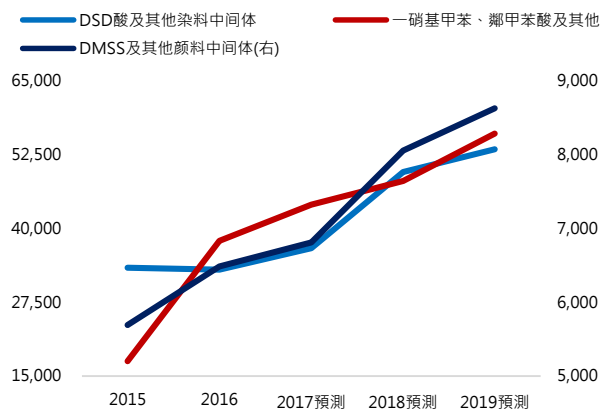
来源: 彩客化学、中投证券(香港)

图 4: 2016 年收入按地区分布



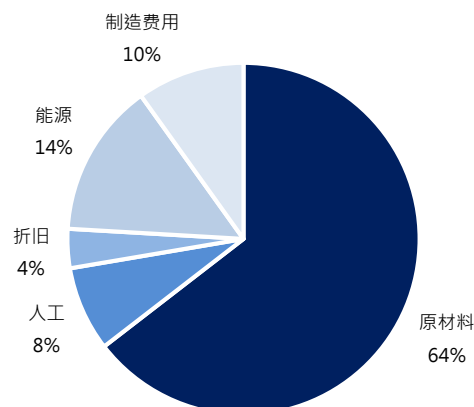
来源: 彩客化学、中投证券(香港)

图 5: 主要产品销量



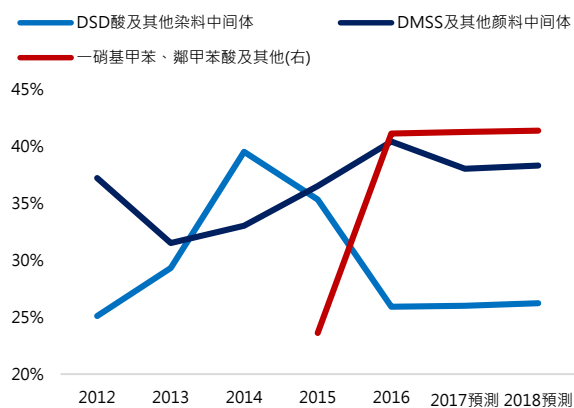
来源: 彩客化学、中投证券(香港)

图 6: 成本明细



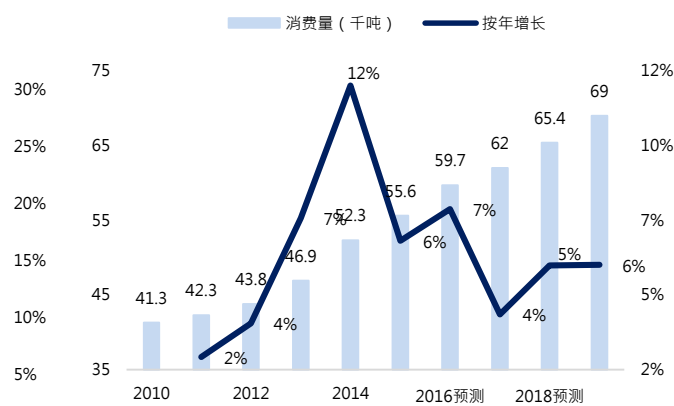
来源: 彩客化学、中投证券(香港)

图 7: 主要产品毛利率



来源: 彩客化学、中投证券(香港)

图 8: 全球 DSD 酸销量



来源: Frost & Sullivan、彩客化学、中投证券(香港)

图 9: 同业比较

名称	代号	股价	市值 (百万港元)	往绩 市盈率	预期 市账率	3个月成交 (百万港元)	上年度			上年度			股价变动		
							收入	毛利	净利润	百萬元	净利润率	股本回报率	股息率	净负债比率 (过去30天)	
彩客化学	1986	5.0	2,786	18.0	14.6	6.6	1,041	294	121	人民币	11.6	17.3	1.6	14.8	-7.4
华宝国际	336	4.4	13,768	9.5	10.8	23.4	3,928	2,705	1,450	港元	36.9	14.3	-	-35.9	-1.3
叶氏化工集团	408	3.4	1,928	11.4	-	0.8	8,556	1,380	169	港元	2.0	0.8	4.4	46.0	8.6
阜丰集团	546	6.1	13,106	10.5	-	29.0	11,803	2,406	1,093	人民币	9.3	17.3	0.2	24.6	11.4
万辉化工	1561	2.1	1,272	30.7	-	0.2	396	96	42	港元	10.5	8.0	1.2	-31.2	-4.9
中国三江化工	2198	2.5	2,493	4.0	4.1	12.1	6,647	907	553	人民币	8.3	23.5	4.6	131.7	-12.2
中怡国际	2341	1.7	1,166	11.8	5.2	0.5	1,633	356	145	人民币	8.9	5.9	2.8	-30.0	5.5
中国香精香料	3318	2.1	1,445	14.1	14.6	2.9	963	496	92	人民币	9.6	5.2	1.4	38.9	-7.0
中海石油化学	3983	2.2	10,280	-	12.9	22.0	8,504	299	-216	人民币	-2.5	1.5	4.2	-20.5	-11.9
闰土股份	002440	16.8	12,886	25.9	16.7	114.7	4,500	1,440	734	人民币	16.3	8.2	2.4	2.4	-0.8
安诺其	300067	8.0	4,331	52.0	34.6	41.2	995	255	82	人民币	8.2	8.4	0.3	0.0	-6.5
建新股份	300107	8.0	4,372	179.5	-	97.1	412	78	23	人民币	5.6	2.8	0.4	-9.6	13.9
浙江龙盛	600352	9.3	30,093	14.8	18.5	178.6	12,277	4,503	2,029	人民币	16.5	11.5	1.6	78.5	-3.8
亚邦股份	603188	18.9	10,898	17.2	-	85.7	2,268	1,228	666	人民币	29.4	20.1	2.6	-2.4	2.5
			7,916	30.7	14.7	43.9					12.2	10.4	2.1	14.8	-1.0

来源: 彭博、彩客化学、中投証券(香港)

图 10: 收入及毛利率对每股盈利影响

		2017年预测毛利率变动(百分点)						
		-5	-3	-1	0	1	+3	+5
2017年预测收入变动 (%)	+20%	-2%	7%	16%	20%	24%	33%	42%
	+15%	-6%	2%	11%	15%	19%	28%	36%
	+10%	-10%	-2%	6%	10%	14%	22%	30%
	+5%	-14%	-7%	1%	5%	9%	17%	24%
	目前预测	-18%	-11%	-4%	0%	4%	11%	18%
	-5%	-23%	-16%	-9%	-5%	-1%	6%	13%
	-10%	-27%	-20%	-13%	-10%	-7%	0%	7%
	-15%	-31%	-24%	-18%	-15%	-12%	-6%	1%
	-20%	-35%	-29%	-23%	-20%	-17%	-11%	-5%

来源: 彩客化学、中投証券(香港)

图 11: 每股盈利及市盈率对目标价影响

		预期市盈率				
		15x	16x	17x	18x	19x
2017年预测每股盈利变动	+20%	5.3	5.7	6.1	6.4	6.8
	+15%	5.1	5.5	5.8	6.1	6.5
	+10%	4.9	5.2	5.6	5.9	6.2
	+5%	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9
	0	4.5	4.8	5.8	5.3	5.6
	-5%	4.2	4.5	4.8	5.1	5.4
	-10%	4.0	4.3	4.5	4.8	5.1
	-15%	3.8	4.0	4.3	4.5	4.8
	-20%	3.6	3.8	4.0	4.3	4.5

来源: 彩客化学、中投証券(香港)

财务数据

综合收益表 (百万元人民币)	2013	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
收益	864	897	880	1041	1511	2117	2303
销售成本	(607)	(555)	(613)	(748)	(1101)	(1550)	(1680)
毛利	257	342	267	294	410	566	623
其他收入及收益	21	16	19	20	30	44	46
销售及分销开支	(26)	(25)	(34)	(39)	(57)	(81)	(87)
行政开支	(44)	(90)	(98)	(91)	(144)	(193)	(214)
其他开支	(9)	(5)	(1)	(4)	(4)	(7)	(7)
财务成本	(21)	(12)	(7)	(10)	(16)	(18)	(25)
汇兑损益	(5)	(1)	(4)	(15)	(8)	(11)	(12)
除税前溢利	174	226	141	154	212	301	325
所得税开支	(41)	(55)	(44)	(34)	(47)	(66)	(72)
年内溢利	133	172	97	121	165	235	254
EPS	-	0.39	0.23	0.24	0.33	0.47	0.51

现金流量表 (百万元人民币)	2013	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
除税前溢利	174	226	141	154	212	301	325
财务成本	21	12	7	10	16	18	25
折旧	29	31	44	54	69	102	120
预付土地租赁款项摊销	0	1	4	5	7	6	7
政府补助递延资产摊销	(2)	(1)	(1)	(3)	(2)	(2)	(2)
物业、厂房及设备减值	0	5	2	2	9	6	9
存货减少/(增加)	(20)	29	(4)	(4)	(24)	(62)	(7)
贸易应收款项及应收票据减少/(增加)	(101)	20	(80)	(45)	(50)	(133)	(18)
预付款项及其他应收款项减少/(增加)	(1)	(4)	(12)	(17)	(12)	(64)	(3)
贸易应付款项增加	64	19	31	19	96	144	41
其他应付款项及应计费用增加	17	3	52	15	76	125	27
其他经营活动现金流	(3)	2	(11)	(18)	(13)	(16)	(15)
经营产生的现金	178	343	173	170	384	426	508
已付利息	(20)	(9)	(7)	(10)	(11)	(15)	(17)
已付所得税	6	(47)	(81)	(1)	(64)	(90)	(98)
经营获得所得现金流量净额	165	287	88	171	319	330	404
购买物业、厂房及设备项目	(58)	(111)	(292)	(230)	(484)	(269)	(323)
购买预付土地租赁付款	(0)	(12)	(33)	(0)	(83)	(93)	(116)
出售物业、厂房及设备项目所得款	0	1	2	1	6	4	4
政府补助所得款项	8	2	1	17	2	2	2
其他投资活动现金流	3	0	0	(37)	(15)	(15)	(15)
投资活动所用现金流量净额	(47)	(121)	(321)	(248)	(574)	(371)	(448)
来自关联方的资金	309	324	89	27	55	78	84
给予关联方的资金	(335)	(346)	(78)	(119)	(151)	(106)	(115)
银行贷款所得款项	279	171	412	500	660	543	588
偿还银行贷款	(252)	(215)	(176)	(336)	(378)	(381)	(414)
其他融资活动现金流	(133)	(26)	79	198	248	(33)	(34)
融资活动所用现金流量净额	(131)	(92)	326	270	435	100	108
现金及现金等价物增加/(减少)净	(25)	74	93	193	179	59	64
年初现金及现金等价物	47	21	96	194	397	586	659
汇率变动的净影响	(0)	0	5	9	10	14	15
年末现金及现金等价物	21	95	194	397	586	659	738

资产负债表 (百万元人民币)	2013	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
物业、厂房及设备	252	324	733	882	1,382	1,797	2,156
预付土地租赁款项	1	35	90	85	115	115	115
递延税项资产	14	24	27	27	24	24	24
非流动资产总值	267	383	850	1,013	1,522	1,937	2,296
存货	89	60	79	82	106	168	175
贸易应收款项	103	115	164	207	257	390	408
应收票据	64	33	71	74	91	139	145
预付款项及其他应收款项	205	17	68	94	106	170	173
预付所得税	0	0	14	0	0	0	0
受限现金	1	1	301	72	70	70	70
现金及现金等价物	21	95	194	397	586	659	738
流动资产总值	484	321	891	926	1,215	1,596	1,708
贸易应付款项	130	149	250	257	352	496	538
其他应付款项及应计费用	152	107	302	199	275	400	427
计息银行及雇员借款	113	81	317	182	272	381	414
应付所得税	1	22	0	20	15	15	15
流动负债总额	396	360	870	717	1,045	1,463	1,608
递延税项负债	3	0	2	1	1	2	2
递延收入	6	7	7	21	20	20	20
非流动负债总额	29	38	8	262	544	706	879
资产总值	751	704	1,741	1,940	2,737	3,533	4,004
负债总值	425	398	878	979	1,589	2,169	2,488
资产净值	325	307	863	961	1,148	1,363	1,517

比率分析	2013	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
同比增长							
收入	4.1%	3.9%	-1.9%	18.3%	45.1%	40.1%	8.8%
毛利	8.9%	33.1%	-21.9%	9.8%	39.7%	38.0%	10.0%
净利	3.3%	29.0%	-43.2%	24.1%	36.8%	42.0%	7.9%
盈利能力							
毛利率	29.8%	38.1%	30.4%	28.2%	27.2%	26.8%	27.0%
净利率	15.4%	19.1%	11.1%	11.6%	11.0%	11.1%	11.0%
资本回报率	17.7%	24.3%	5.6%	6.2%	6.0%	6.7%	6.3%
净资产收益率	40.9%	55.9%	11.3%	12.6%	14.4%	17.2%	16.7%
流动性和偿付能力							
流动比率	1.8	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
速冻比率	1.0	0.7	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0
现金比率	0.1	0.3	0.2	0.6	0.6	0.5	0.5
总债务与权益	1.3	1.3	1.0	1.0	1.4	1.6	1.6
营运资金管理							
应收账款天数	7.8	8.2	6.3	5.6	6.5	6.5	5.8
应付账款天数	6.1	4.4	2.8	2.4	2.5	2.6	3.0
存货周转天数	7.0	8.1	8.0	7.6	8.0	8.0	9.0
杜邦分析							
净利率	15.4%	19.1%	11.1%	11.6%	11.0%	11.1%	11.0%
资产周转率	1.2	1.3	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
杠杆比率	2.3	2.3	2.0	2.0	2.4	2.6	2.6

来源: 彩客化学、中投证券(香港)

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、提示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。编制本报告仅作一般发送，并不考虑接受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人之个人观点；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，不论直接或间接与其薪酬无关。

过往表现并不可视为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，可能与本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一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示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及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/>