

彩客化学 (01986)

证券研究报告

2017年12月06日

染料中间体全球龙头，锂电材料前驱体蓄势起航

全球染料、颜料中间体龙头，锂电材料为主要增长引擎

彩客化学为香港主板上市企业(代码 1986.HK)，公司前身华戈染料成立于 2007 年，目前公司董事长、实际控制人戈弋，持股比例 66.09%。作为全球领先的染料、颜料和农药中间体生产商，拥有全球最大的 DSD 酸、DMSS 生产基地、全球三大一硝基甲苯生产基地，近年正大力开拓锂电池正极材料和环保咨询业务。2017 年中报营收同比增长 20%至 6.07 亿元，其中染料中间体占 50%，农药中间体占 33.3%，颜料中间体占 16.6%。2017 上半年总毛利 1.56 亿，其中染料中间体占 50.96%，农药中间体占 26.15%，颜料中间体占 22.8%。2017 中报实现归母净利润 0.58 亿元。

染料颜料中间体业务：龙头地位稳固，持续增长

染料中间体：2016 年至 2020 年 DSD 酸需求稳定增长，预计 2020 年达到 6.58 万吨，行业市场相对集中，2016 年彩客化学 DSD 酸生产量占据全球市场 53%，目前彩客化学 DSD 酸产能 35000 吨，新建 20000 吨产能预计将于 2017 年底投产，公司正努力打通 DSD 酸产业链。一硝基甲苯是 DSD 酸的主要原材料，截至 2016 年彩客化学的一硝基甲苯市场份额达到 18.8%，位居全球第三，能够满足公司 85%的原材料需求，公司一体化竞争优势明显，公司未来将继续向 DSD 酸下游 OBA 拓展业务。

颜料中间体：DMSS：2016 年全球 DMSS 消费 0.66 万吨，2020 年需求量将达到 1.03 万吨。2016 年彩客化学 DMSS 产量全球占 42.7%，位居第一。DMAS：下游主要用于制造人造色素柠檬黄。食品、药品与化妆品等市场需求稳定，预计 2020 年 DMAS 需求达到 0.56 万吨。2016 年彩客化学 DMAS 产量占全球 19.8%，位居第二。彩客化学长期合作客户包括巴斯夫等国际化工企业巨头，中间体产品一旦进入下游客户供应链，很难被轻易取代，未来公司将继续开发新的中间体产品，借助现有渠道，以量驱动增长。

锂电材料：把握新能源汽车机遇，磷酸铁驱动业绩增长

未来几年新能源汽车市场需求维持高速增长，拉动上游动力电池需求高速增长，国内磷酸铁锂正极材料 2016 年需求 5.5 万吨，CR10 市场份额达到 86.2%，市场比较集中，主要厂商包括比亚迪等。2015 年国内磷酸铁产量达 4.2 万吨，预计未来行业市场规模继续增长：动力来自：1)下游磷酸铁锂正极材料需求每年继续增长；2)磷酸铁工艺路线对其他工艺路线的替代效应。公司正在建设 1.5 万吨磷酸铁产能，2017 年底有望投产，2018 年预计月产超过 1000 吨，跻身行业前列，公司已经和多家下游磷酸铁锂厂商达成供货意向。磷酸铁单价约 2.3 万元/吨，毛利率高达 30-40%，按照 30%毛利率测算，未来有望为上市公司贡献毛利超过 8000 万元。

盈利预测与估值：预计公司 2017-2019 年归母净利润 1.15 亿，1.63 亿，1.95 亿，对应 PE34 倍、24 倍、20 倍。给予增持评级。

风险提示：产品价格下跌，新项目投产不达预期

投资评级

行业	原材料业/原材料
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	3.77 港元
目标价格	5.0 港元
上次目标价	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,044.25
港股总市值(百万港元)	3,936.82
每股净资产(港元)	1.05
资产负债率(%)	49.28
一年内最高/最低(港元)	6.54/2.80

作者

李辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
赵宗原	联系人
zhaozongyuan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司简介：全球染料、颜料中间体龙头，锂电材料是主要增长点	4
1.1. 公司是全球领先的染料、颜料中间体供应商，下设四大事业部	4
1.2. 营收稳中有增，利润保持稳定	4
1.3. 染料中间体营收和毛利占比超过 50%	5
1.4. 公司实际控制人为戈弋	5
2. 染料颜料中间体业务：龙头地位稳固，继续保持增长	5
2.1. 染料中间体：DSD 酸全球市场份额过半，一体化优势显著	5
2.2. 颜料中间体：DMSS 和 DMAS 全球领先，继续稳定增长	6
2.3. 绑定下游客户，新产品继续投放市场	7
3. 锂电材料：把握新能源汽车机遇，磷酸铁驱动业绩增长	8
3.1. 新能源汽车是未来趋势，电动客车拉动磷酸铁锂需求继续增长	8
3.2. 磷酸铁锂正极材料集中度高，磷酸铁工艺路线是主流	8
3.3. 彩客化学：1.5 万吨磷酸铁产能即将投放，为公司贡献显著业绩	9
4. 盈利预测与估值	9

图表目录

图 1：公司业务布局示意图	4
图 2：2012 至 2017H1 营收及增速	4
图 3：2012 至 2017H1 归母净利及增速	4
图 4：2012 至 2017H1 分产品营业收入（单位：千万）	5
图 5：2017 上半年分产品毛利结构	5
图 6：公司股权结构图	5
图 7：DSD 酸全球市场竞争格局	6
图 8：全球 DSD 酸 2011-2020 年消费量（单位：千吨）	6
图 9：全球一硝基甲苯竞争格局	6
图 10：全球一硝基甲苯 2011-2020 年市场需求（单位：千吨）	6
图 11：全球 DMSS 竞争格局	7
图 12：2011-2020 年全球 DMSS 市场消费量（单位：千吨）	7
图 13：DMAS 市场份额图	7
图 14：DMAS2011-2020 年市场消费量图（单位：千吨）	7
图 15：彩客化学 2017 年上半年营收按地区分布	7
图 16：彩客化学主要客户示意图	7
图 17：2017-2020 年中国新能源客车销量及增速	8
图 18：2016-2020 年中国磷酸铁锂电池需求量及增速（百万 wh）	8
图 19：进口磷酸铁锂平均价格	8
图 20：2016 年国内磷酸铁锂正极材料竞争格局	8
图 21：生产磷酸铁锂正极材料的四种工艺路线	9

图 22：2015 年国内磷酸铁竞争格局	9
图 23：磷酸铁盈利能力较强（安达科技）	9
图 24：分项业务预测与估值分析（百万元）	10

1. 公司简介：全球染料、颜料中间体龙头，锂电材料是主要增长点

1.1. 公司是全球领先的染料、颜料中间体供应商，下设四大事业部

彩客化学为香港主板上市企业（代码 1986.HK），公司前身华戈染料成立于 2007 年，总部位于北京，作为全球领先的染料、颜料和农药中间体生产商，拥有全球最大的 DSD 酸、DMSS 生产基地、全球三大一硝基甲苯生产基地，核心产品占据世界前三市场地位，近年正大力开拓锂电池正极材料前驱体和环保咨询业务，目前旗下分设染料、颜料、农药和电池材料四大事业部。

图 1：公司业务布局示意图

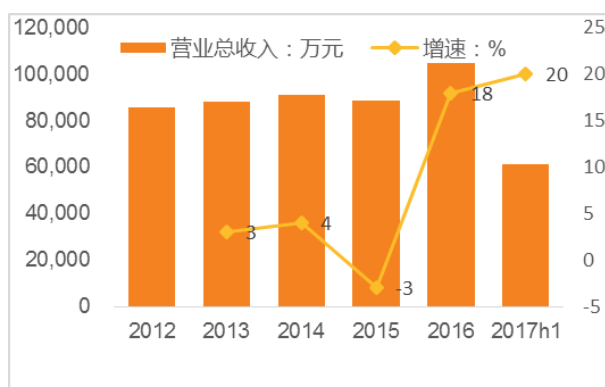


资料来源：公司公告等，天风证券研究所

1.2. 营收稳中有增，利润保持稳定

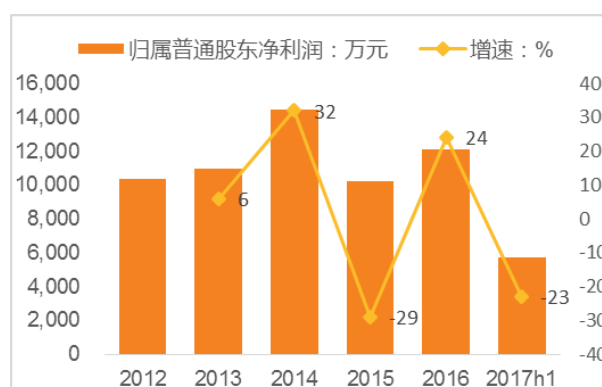
2012-2017 年，公司营收稳中有增，2015 年因产品价格下降导致营收同比下降 2.4%，2017 年中报营收同比增长 20%至 6.07 亿元。近几年净利润保持稳定，2017 中报实现归母净利润 0.58 亿元。

图 2：2012 至 2017H1 营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2012 至 2017H1 归母净利润及增速

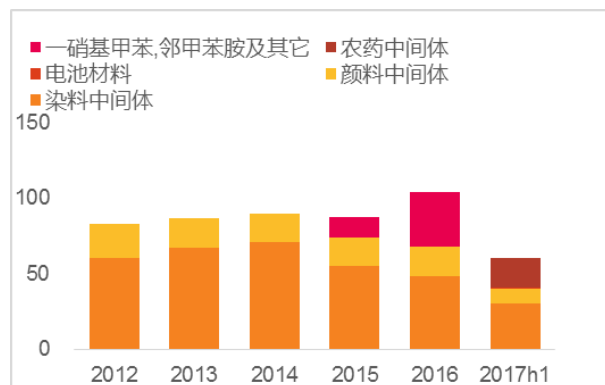


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 染料中间体营收和毛利占比超过 50%

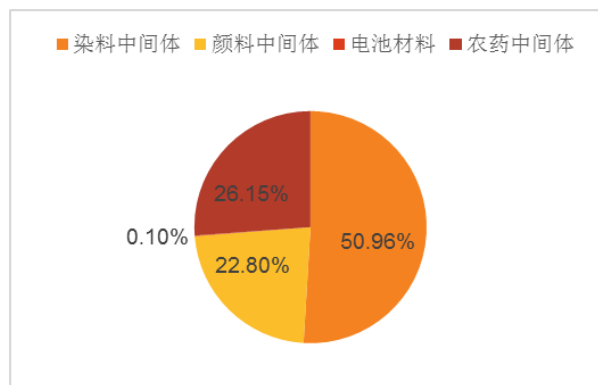
2017 年上半年，染料中间体营收 3.04 亿，营收占比 50%；农药中间体营收 2.02 亿，营收占比 33.3%；颜料中间体营收 1 亿元，营收占比 16.6%。2017 年上半年总毛利 1.56 亿，其中染料中间体占 50.96%，农药中间体占 26.15%，颜料中间体占 22.8%。

图 4：2012 至 2017H1 分产品营业收入（单位：千万）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2017 上半年分产品毛利结构

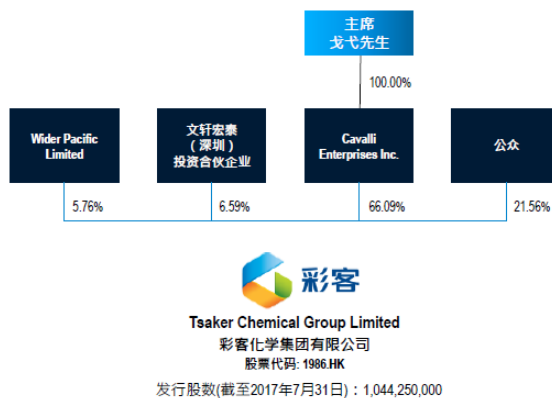


资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 公司实际控制人为戈弋

彩客化学最早是由前主席戈建华于 90 年代创立，目前董事长戈弋于 2011 年接手公司，戈弋先生通过 Cavalli Enterprises 拥有彩客化学的 66.09% 股份，是公司实际控制人。

图 6：公司股权结构图



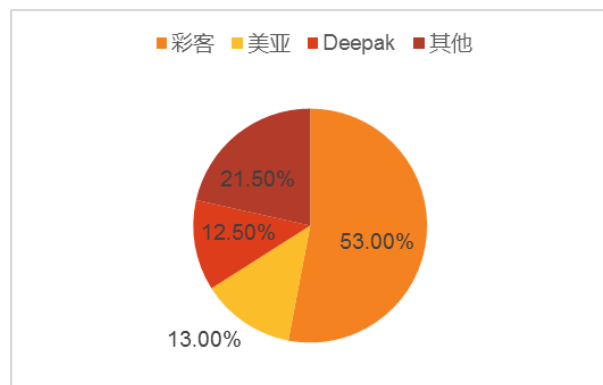
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 染料颜料中间体业务：龙头地位稳固，继续保持增长

2.1. 染料中间体：DSD 酸全球市场份额过半，一体化优势显著

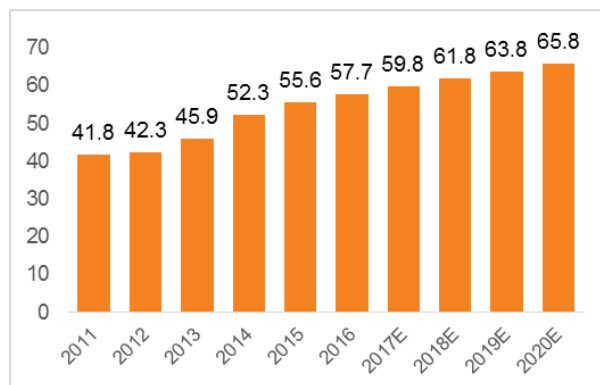
DSD 酸是 OBA 的主要原料，下游主要应用于造纸、纺织及清洁剂等行业。根据 Frost & Sullivan 预测，2016 年至 2020 年 DSD 酸需求稳定增长，预计 2020 年达到 6.58 万吨。行业三家生产商市占率共 78.5%，市场相对集中，2016 年彩客化学 DSD 酸生产量占据全球市场 53%，位居第一。目前彩客化学 DSD 酸产能 35000 吨，2017 年上半年平均价格 17000 元/吨，毛利率 27%。新建 20000 吨产能预计将于 2017 年底投产，新产能投放将驱动 DSD 酸业务继续增长。

图 7：DSD 酸全球市场竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

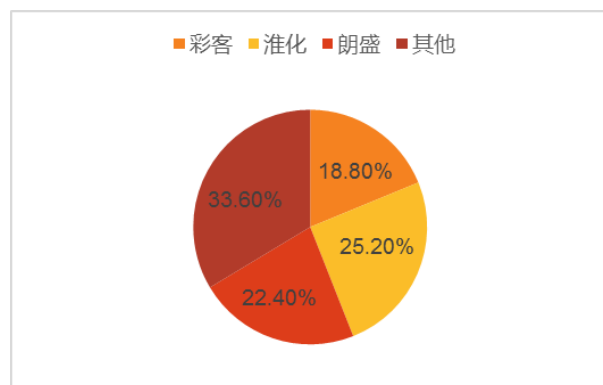
图 8：全球 DSD 酸 2011-2020 年消费量（单位：千吨）



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

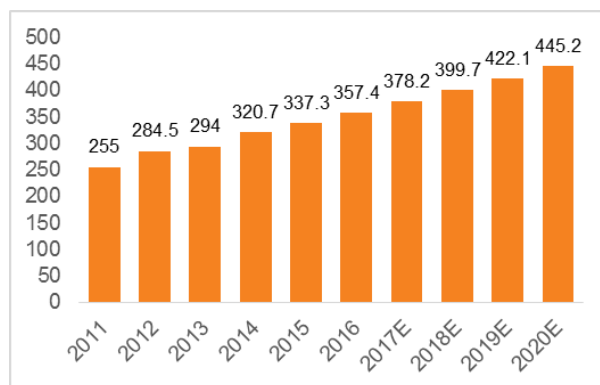
目前公司正努力打通 DSD 酸产业链。2015 年开始投产一硝基甲苯，一硝基甲苯是 DSD 酸的主要原材料，截至 2016 年彩客化学的一硝基甲苯市场份额达到 18.8%，位居全球第三，能够满足公司 85% 的原材料需求，减少公司外购原材料的成本，DSD 酸稳定生产得到保障，公司一体化竞争优势明显。根据公司披露，公司未来将继续向 DSD 酸下游 OBA 拓展业务，努力打通产业链上下游。

图 9：全球一硝基甲苯竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

图 10：全球一硝基甲苯 2011-2020 年市场需求（单位：千吨）

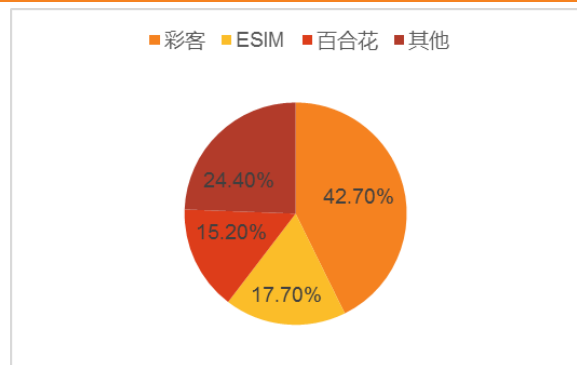


资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

2.2. 颜料中间体：DMSS 和 DMAS 全球领先，继续稳定增长

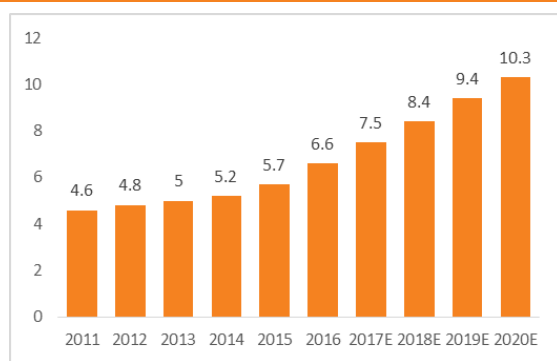
公司颜料中间体产品主要是 DMSS 和 DMAS。DMSS 下游主要应用于汽车涂料、食品颜料、医药颜料和建筑涂料。2016 年全球 DMSS 消费 0.66 万吨，Frost & Sullivan 预测未来需求保持稳定增长，2020 年需求量将达到 1.03 万吨。2016 年彩客化学 DMSS 产量全球占 42.7%，位居第一。公司作为行业龙头，未来 DMSS 业务有望随行业继续增长。

图 11：全球 DMSS 竞争格局



资料来源：Frost & Sullivan 分析及公司内部资料，天风证券研究所

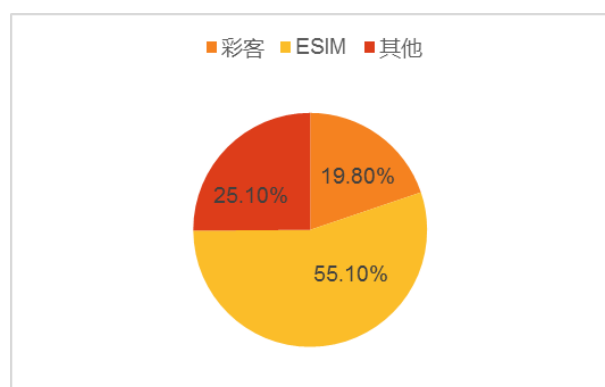
图 12：2011-2020 年全球 DMSS 市场消费量 (单位：千吨)



资料来源：Frost & Sullivan 分析及公司内部资料，天风证券研究所

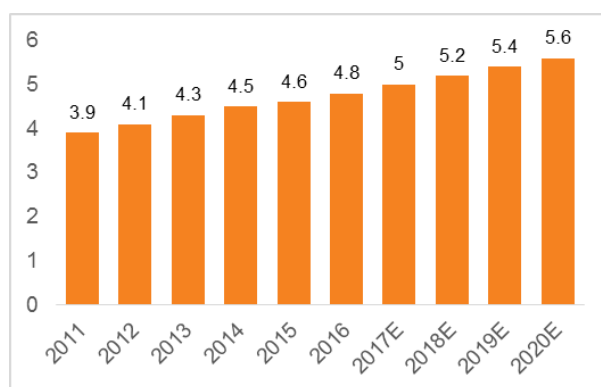
DMAS 下游主要用于制造人造色素柠檬黄。受益于食品、药品与化妆品等市场需求稳定，未来几年 DMAS 的需求呈稳中有升的趋势，Frost & Sullivan 预计 2020 年 DMAS 需求达到 0.56 万吨。2016 年彩客化学 DMAS 产量占全球 19.8%，位居第二，未来将继续受益于行业增长。

图 13：DMAS 市场份额图



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

图 14：DMAS2011-2020 年市场消费量图 (单位：千吨)

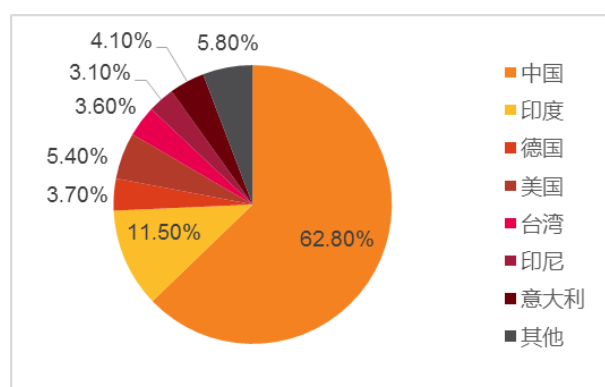


资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

2.3. 绑定下游客户，新产品继续投放市场

彩客化学客户包括巴斯夫在内的多个国际知名化工企业，并与其合作超过 10 年，2016 年，前五大客户营收占比 28%。中间体产品一旦进入下游客户供应链，很难被轻易取代，未来公司将继续开发新的中间体产品，横向扩张产品线，借助现有渠道，市场销售有保障，中间体业务有望以量驱动增长。

图 15：彩客化学 2017 年上半年营收按地区分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：彩客化学主要客户示意图



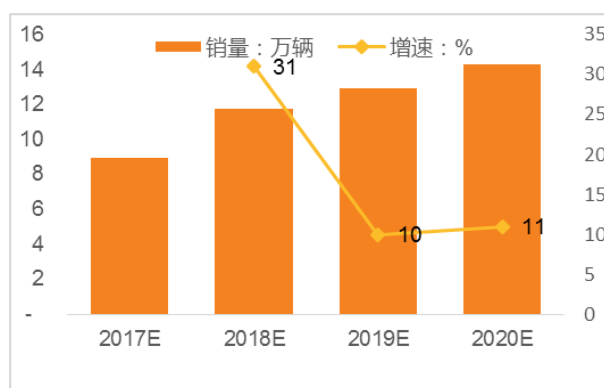
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 锂电材料：把握新能源汽车机遇，磷酸铁驱动业绩增长

3.1. 新能源汽车是未来趋势，电动客车拉动磷酸铁锂需求继续增长

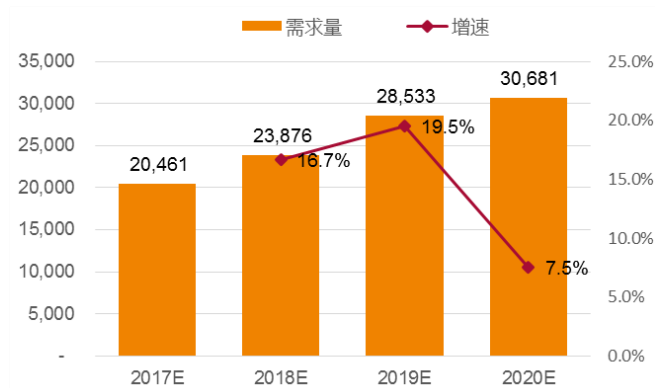
未来电动化是汽车行业重要发展方向，海外以特斯拉为代表的厂商引领行业潮流，国际车企巨头纷纷推出新能源汽车战略，未来几年新能源汽车市场需求维持高速增长，拉动上游动力电池需求高速增长。动力电池按技术路线，主要分为三元电池和磷酸铁锂电池，其中磷酸铁锂电池主要应用于新能源客车。2017-2020年，国内新能源客车需求仍继续保持增长，拉动上游正极材料磷酸铁锂需求持续增长。

图 17：2017-2020 年中国新能源客车销量及增速



资料来源：高工锂电，天风证券研究所

图 18：2016-2020 年中国磷酸铁锂电池需求量及增速（百万 wh）

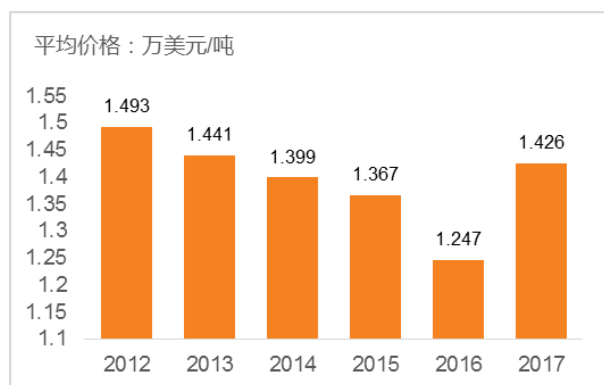


资料来源：高工锂电，天风证券研究所

3.2. 磷酸铁锂正极材料集中度高，磷酸铁工艺路线是主流

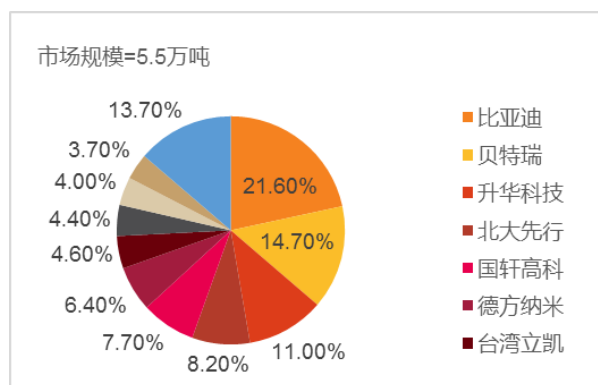
国内磷酸铁锂正极材料 2016 年需求 5.5 万吨，CR10 市场份额达到 86.2%，市场比较集中，主要厂商包括比亚迪（21.6%）、贝特瑞（14.7%）、升华科技（11.0%）、北大先行（8.2%）、国轩高科（7.7%）等。2012 年至今，磷酸铁锂价格整体呈下滑趋势，但 2017 年有所回升。磷酸铁锂主要原料之一是磷酸铁，我们判断未来能够绑定下游客户的磷酸铁企业成长潜力大。

图 19：进口磷酸铁锂平均价格



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：2016 年国内磷酸铁锂正极材料竞争格局



资料来源：高工锂电，天风证券研究所

世界范围内，目前生产磷酸铁锂正极材料工艺路线有四种：水热法、草酸亚铁工艺路线、氧化铁工艺路线、磷酸铁工艺路线。四种工艺路线使用的主要的原材料各不相同，其中磷酸铁工艺路线出现的最晚，但从趋势上看正成为国内主流工艺路线，如：磷酸铁锂正极材料市场份额前两名的比亚迪、北大先行均以磷酸铁工艺路线为主，国轩高科也在大规模采购磷酸铁，并采用该工艺路线。在磷酸铁工艺路线下，原材料磷酸铁非常重要：1）正极材料性能高度依赖磷酸铁原料的品质，且无法进行相应调整，磷酸铁材料的含水率、铁磷

比波动、形貌变化和粒度分布都会影响成品性能，因此原材料磷酸铁的稳定性至关重要；
2) 根据高工锂电披露，该工艺路线下，磷酸铁占原材料成本的 50%以上。

根据千讯咨询数据，2015 年国内磷酸铁产量达 4.2 万吨。我们预计未来行业市场规模继续增长：动力来自：1) 下游磷酸铁锂正极材料需求每年继续增长；2) 磷酸铁工艺路线对其他工艺路线的替代效应。

图 21：生产磷酸铁锂正极材料的四种工艺路线

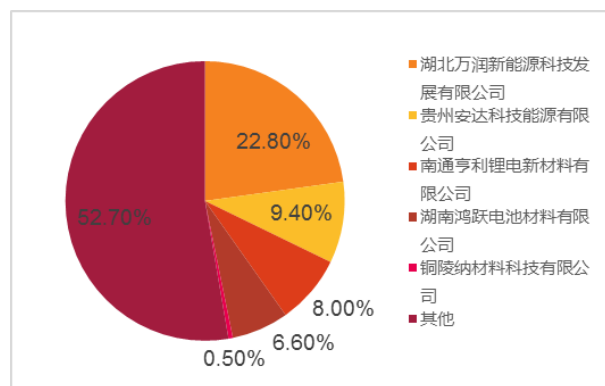
工艺路线	主要原材料	代表企业	优势	劣势
水热法工艺路线	氢氧化锂、硫酸亚铁	加拿大的 Phostech、韩国韩华	产品电化学性能优良，低温性能好	锂的投入量大，回收成本高；批产量低，难实现连续化生产。
草酸亚铁工艺路线	草酸亚铁	天津斯特兰、合肥国轩和烟台中能	磷酸铁锂电化学性能优良	成品磷酸铁锂加工性能较差；能耗过高，生产周期较长；成品率低于 50%。
氧化铁工艺路线	氧化铁和磷酸二氢锂	美国 Valence、台湾长园、苏州恒正	成品率高达 80%；产品加工性能好	产品容量差，性价比低
磷酸铁工艺路线	正磷酸铁和碳酸锂	A123、加拿大 Phostech、北大先行、比亚迪、浙江美思	工艺简单，能耗少，容易实现自动化流程控制，烧成率接近 70%，产品加工性能好	成本相对较高

资料来源：千讯咨询，天风证券研究所

3.3. 彩客化学：1.5 万吨磷酸铁产能即将投放，为公司贡献显著业绩

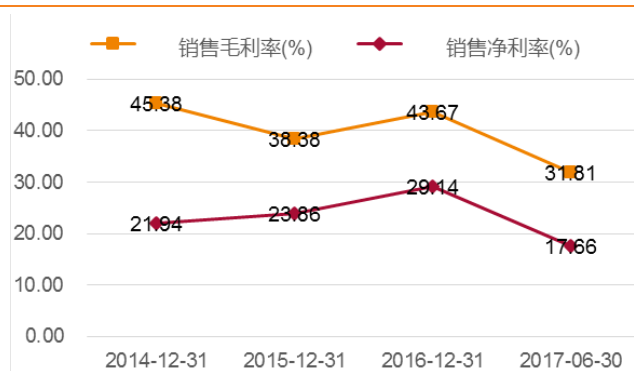
公司正在建设 1.5 万吨磷酸铁产能，2017 年底有望投产，2018 年预计月产超过 1000 吨，届时产能有望跻身行业前列，公司已经和多家下游磷酸铁锂厂商达成供货意向。磷酸铁单价约 2.3 万元/吨，毛利率高达 30-40%，按照 30% 毛利率测算，未来有望为上市公司贡献毛利超过 8000 万元。

图 22：2015 年国内磷酸铁竞争格局



资料来源：千讯咨询，天风证券研究所

图 23：磷酸铁盈利能力较强（安达科技）



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

预计公司 2017-2019 年归母净利润 1.15 亿，1.63 亿，1.95 亿，对应 PE34 倍、24 倍、20 倍。给予增持评级。

关键假设：

- 1) 磷酸铁顺利投产，2018 年平均月产超过 750 吨，2019 年平均月产超过 1000 吨，未来两年均价超过 2 万。
- 2) DSD 算扩产顺利，2 万吨新产能 2017 年中投产。
- 3) 传统中间体产品毛利率与上半年持平。

图 24：分项业务预测与估值分析（百万元）

		2017 中报	2017 年报	2018 年报	2019 年报
染料中间体	收入	304	608	760	950
	成本	224	448	896	1,792
	毛利	80	159	199	249
	毛利率(%)	26	26	26	26
颜料中间体	收入	101	202	222	244
	成本	65	130	143	157
	毛利	36	71	79	86
	毛利率(%)	35	35	35	35
农药中间体	收入	202	404	444	489
	成本	161	322	354	390
	毛利	41	82	90	99
	毛利率(%)	20	20	20	20
电池材料	收入	1	2	150	200
	成本	0	1	108	144
	毛利	0	1	42	56
	毛利率(%)	27	28	28	28
合计	总营收	608	1,216	1,577	1,883
	总成本	450	901	1,501	2,483
	总毛利	157	313	409	490
	其他费用	80	160	192	230
	所得税率	25%	25%	25%	25%
	净利润	58	115	163	195
	净利润(港币)	68	135	192	229
估值	市值:(亿元,港币)	38	38	38	38
	PE		33	23	19

资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com