

2019年7月19日

彩客化学 (1986.HK)

## 厚积薄发，一鸣惊人

彩客化学是全球领先的精细化学品生产商，核心产品市占率全球领先。公司经营历史可追溯至1997年，现拥有1500名员工。公司总部位于北京，旗下分染料及农业化学品中间体、颜料中间体、电池材料、环保技术咨询服务四大业务板块，在河北沧州和山东东营拥有生产基地。

### 报告摘要

**DSD 酸价格上涨带动公司业绩爆发。** DSD 酸是公司染料中间体板块的主要产品，主要用于生产造纸行业或洗涤行业所需要的荧光增白剂 (OBA)。Frost & Sullivan 预测 DSD 酸全球消费量每年增长 3.3%，到 2020E 将达到 6.6 万吨。公司是 DSD 酸的全球领导者，目前已建成 3.5 万吨产能，市场份额达 53%，另有 2 万吨产能在建设中。全球第二大 DSD 酸生产商连云港莱亚于 2018 年 4 月起因环保问题而停产，随着 2019 年 3 月响水爆炸事故发生，莱亚复产的可能不断降低，带动 DSD 酸价格持续上涨。我们预计公司 2019-2020 年 DSD 酸销售均价将分别达 10 万元/吨、9 万元/吨，染料中间体板块收入将分别达到 21.63 亿元和 27.08 亿元，毛利率分别为 80.4% 和 79.0%。

**颜料中间体业务平稳增长。** 公司颜料中间体业务的主要产品包括 DMSS、DMAS、DATA 等，主要用于生产汽车涂料、高端建筑涂料、人造食用色素等。根据 Frost & Sullivan，预计到 2020 年，DMSS 和 DMAS 全球消费量将分别以 11.9% 和 3.9% 的复合增长率增长。公司目前拥有 4500 吨的 DMSS 产能、4500 吨的 DMAS 产能、和 2000 吨的 DATA 产能，是全球最大的 DMSS 生产商、全球第二大的 DMAS 生产商。随着颜料中间体市场稳定增长，我们预计未来公司颜料中间体业务收入将稳定增长，同时高毛利的 DATA 销量占比不断提升，毛利率也将不断提升。

**电池材料带来新的长期增长点。** 在政府的强力推动下，国内新能源汽车行业持续快速发展，极大地刺激了对于电池材料的需求。公司在河北沧州建设了 1.5 万吨的锂电池正极材料前驱体磷酸铁的生产线，生产工艺先进，目前已实现了小批量生产。公司还拥有 2000 吨碳纳米管导电浆料生产线，并于清华大学共同开发三元材料前驱体产品。我们相信未来该业务拥有较好的增长潜力。

**首予“买入”评级，目标价 5.20 港元。** 我们认为由于行业格局良好且缺乏新增产能，DSD 的价格上涨具有可持续性，带动公司短期业绩爆发。同时，公司维持 30% 的派息率，2019 年股息率将达到 12.5%，具有极高吸引力。此外，电池材料业务将为公司带来新的长期增长点。首予“买入”评级，目标价 5.20 港元，较现价有 67% 上涨空间。我们的目标价对应 2019E 和 2020E P/E 分别为 4.0x 和 3.3x。

**风险提示：** DSD 酸价格回落；环保因素导致限产；电池材料业务发展不及预期。

(31/12 年结；人民币百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,247	1,516	2,875	3,528	3,773
增长率(%)	19.8	21.5	89.7	22.7	6.9
净利润	136	223	1,192	1,469	1,517
增长率(%)	12.6	63.7	435.0	23.2	3.3
毛利率(%)	29.1	34.6	66.8	66.7	64.6
净利润率(%)	10.9	14.7	41.5	41.6	40.2
每股收益	0.14	0.23	1.14	1.41	1.45
每股净资产	1.11	1.26	2.34	3.41	4.44
市盈率	19.88	11.92	2.40	1.95	1.89
市净率	2.47	2.17	1.17	0.81	0.62
净资产收益率(%)	13.5	19.5	63.4	49.0	37.1
股息收益率	1.4	1.5	2.3	12.5	15.4

数据来源：彭博，安信国际预测

## 公司动态分析

证券研究报告

精细化学

投资评级： 买入

目标价格： 5.20 港元

现价 (2019-7-18): 3.12 港元

总市值(百万港元)	3,243.17
H 股市值(百万港元)	3,243.17
总股本(百万股)	1,039.48
H 股股本(百万股)	1,039.48
12 个月低/高(港元)	0.81/6.5
平均成交(百万港元)	13.91

### 股东结构

戈弋 (董事长)	53.8%
Winshare Hongtai	6.3%
Success Asia Global Limited	2.5%
其他	37.4%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.79	-11.79	-45.11
绝对收益	17.29	-16.80	-43.88

数据来源：彭博、港交所、公司

王煜 能源行业分析师

+86-21-35082192

wangyu2@essence.com.cn

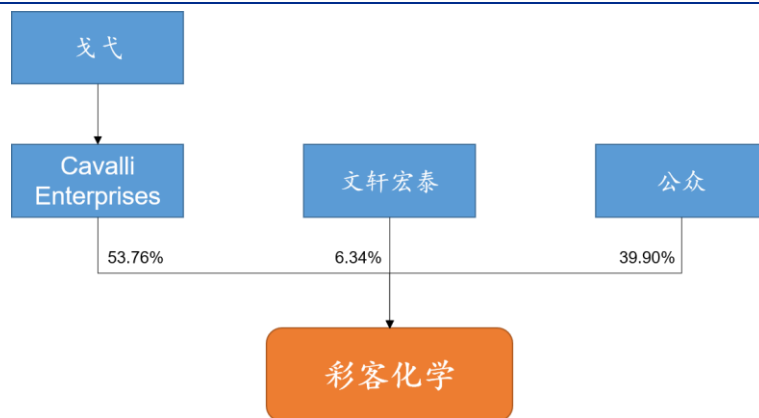
## 彩客化学：利基市场的高端玩家

彩客化学是全球领先的精细化学品生产商，核心产品市占率全球领先。公司经营历史可追溯至 1997 年，现拥有 1500 名员工。公司总部位于北京，旗下分染料及农业化学品中间体、颜料中间体、电池材料、环保技术咨询服务四大业务板块，在河北沧州和山东东营拥有生产基地。公司目前拥有全球最大的 DSD 酸、DMSS 生产基地，全球第二大 DMAS 生产基地，全球第三大一硝基甲苯生产基地。

### 公司历史沿革

公司最早可追溯至 1997 年成立的华戈染料，主要从事生产及销售 DSD 酸。2001 年，华戈精细化学开发出 DMS 和 DMSS 产品，进入颜料中间体业务。此后，华戈精细化学分别在 2004 年和 2008 年开发出 DIPS 和 DMAS 产品。2015 年，公司向东奥化工租赁若干生产设备，并开始生产 PNT、ONT、MNT 和 OT。同年，公司于香港主板上市。2016 年，公司收购了东奥化工的生产一硝基甲苯及相关产品的资产。同年，公司向夏津县振华化学租赁了 OBA 资产，进入 DSD 酸下游。2017 年，公司自建了 1.5 万吨的磷酸铁生产线，进入了动力电池正极材料前驱体市场。目前公司创始人戈建华先生的儿子戈戈先生持有公司 53.8% 的股权，是公司第一大股东。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司资料，安信国际

图 2：公司历史沿革

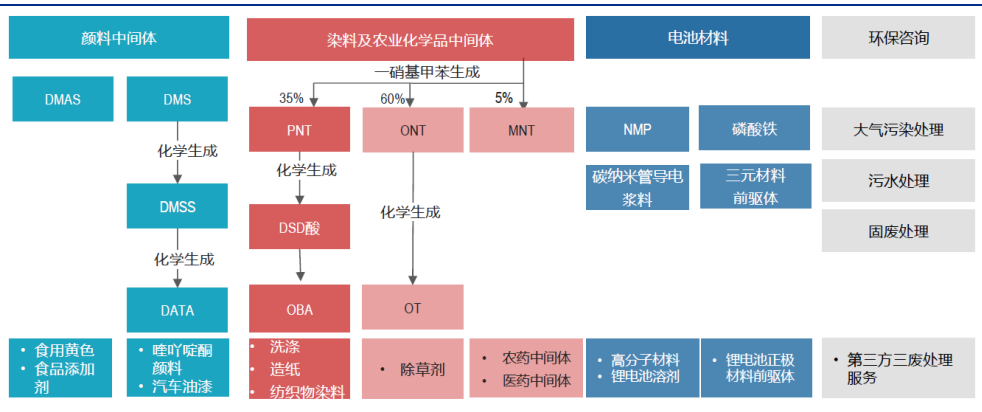


资料来源：公司资料，安信国际

## 公司业务构成

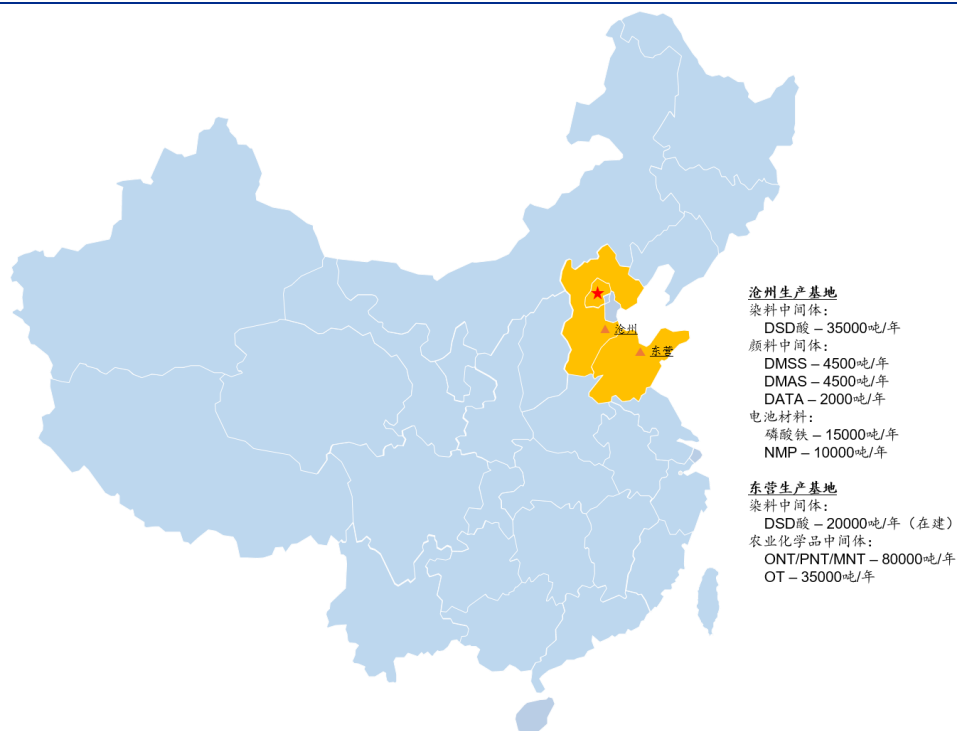
公司业务分为四大板块，包括染料及农业化学品中间体、颜料中间体、电池材料、环保咨询。主要产品包括 DSD 酸、DMSS、DMAS、DATA、ONT/OT 等。公司是全球最大的 DSD 酸和 DMSS 生产商、全球第二大的 DMAS 生产商和全球第三大的一硝基甲苯生产商。

图 2：公司业务结构一览



资料来源：公司资料，安信国际

图 3：公司生产基地及产能分布情况



资料来源：公司资料，安信国际

表 1: 彩客化学主要产品、生产基地及产能情况

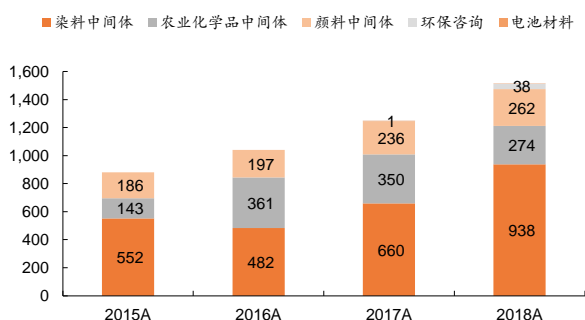
业务线	产品	生成基地	产能
染料中间体	DSD 酸	河北沧州	35000 吨
		山东东营	20000 吨 (在建)
农业化学品中间体	ONT/PNT/MNT	山东东营	80000 吨
	OT	山东东营	35000 吨
颜料中间体	DMSS	河北沧州	4500 吨
	DMAS	河北沧州	4500 吨
	DATA	河北沧州	2000 吨
电池材料	磷酸铁	河北沧州	15000 吨
	NMP	河北沧州	10000 吨

资料来源: 公司资料, 安信国际

2015 年上市以来, 公司实现了收入和利润的持续增长。2015-2018 年, 公司收入复合增速为 20%, 净利润复合增速为 32%。

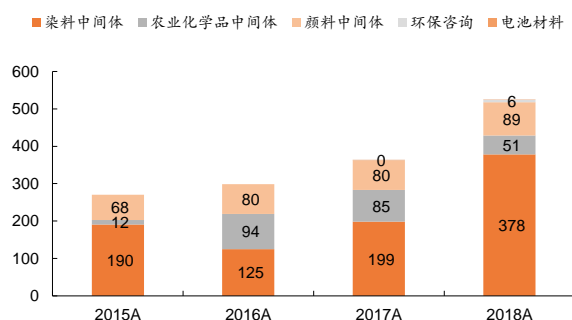
从收入结构看, 染料中间体是公司收入和盈利的主要来源, 贡献了公司 2018 年收入的 62% 和毛利的 72%。颜料中间体是第二大利润来源, 贡献了公司 2018 年收入的 17% 和毛利的 17%。环保咨询和电池材料目前规模相对较小, 分别占 2018 年收入的 3% 和 0%, 占 2018 年毛利的 1% 和 0%。

图 4: 彩客化学历年收入构成 (百万元)



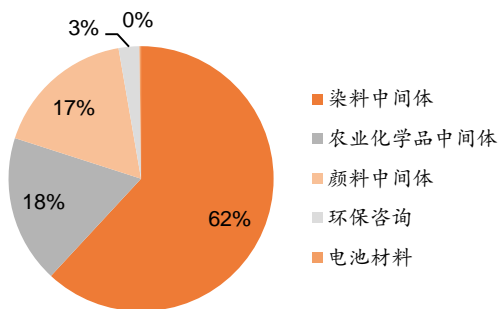
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 5: 彩客化学历年毛利构成 (百万元)



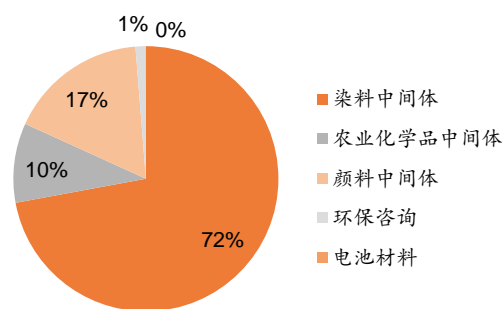
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 6: 彩客化学 FY2018 各业务收入占比



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 7: 彩客化学 FY2018 各业务毛利占比



资料来源: 公司资料, 安信国际

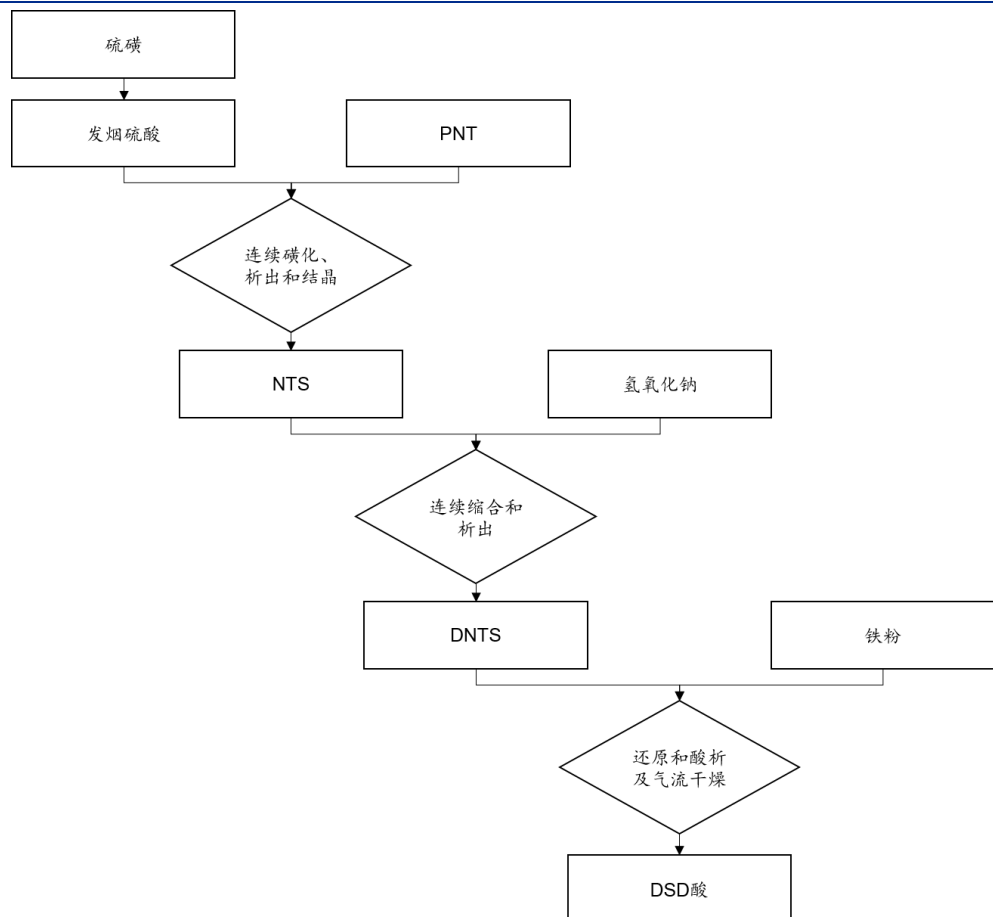
## DSD 酸：全球行业领导者

DSD 酸是公司染料中间体板块的主要产品，主要用于生产造纸行业或洗涤行业所需要的荧光增白剂（OBA）。Frost & Sullivan 预测 DSD 酸全球消费量每年增长 3.3%，到 2020E 将达到 6.6 万吨。公司是 DSD 酸的全球领导者，目前已建成 3.5 万吨产能，另有 2 万吨产能在建设中。2016 年，公司 DSD 酸市场份额全球第一，占比达 53%。全球第二大 DSD 酸生产商连云港莱亚于 2018 年 4 月起因环保问题而停产，随着 2019 年 3 月响水爆炸事故发生，莱亚复产的可能不断降低，带动 DSD 酸价格持续上涨。

### DSD 酸市场拥有良好竞争格局

DSD 酸化学名为 4,4'-二氨基二苯乙烯-2,2'-二磺酸，浅黄色膏状物或粉末，由 PNT、反烟硫酸、氢氧化钠等原料通过磺化、缩合、还原等步骤制取。DSD 酸主要用于合成荧光增白剂（Optical Brightening Agents, OBA），目前无可靠的替代品。OBA 主要应用于造纸、洗涤等行业，是一种重要的添加剂。根据 Frost & Sullivan 预测，2016 年全球 DSD 酸消费量达 5.77 万吨，预计未来每年维持 3.3% 的增长速度，到 2020 年预计全球消费量将达 6.58 万吨。

图 8：DSD 酸生产流程

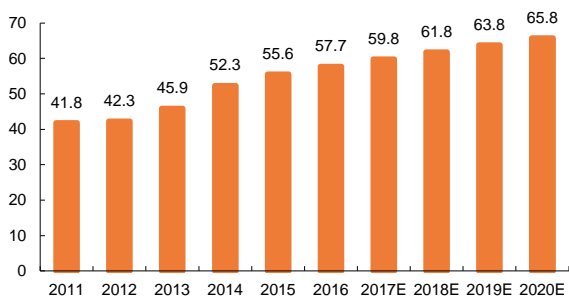


资料来源：公司资料，安信国际

DSD 酸市场拥有良好的竞争格局。彩容化学是全球最大的 DSD 酸生产商，按产量计算，公司 2016 年产量占全球市场份额为 53%；第二大竞争对手为莱亚化学，市场份额为 13%；第三大竞争对手为印度公司 Deepak，市场份额为 12.5%。前三大厂商市场份额总和接近 80%，市场集中度高，形成寡头垄断格局。

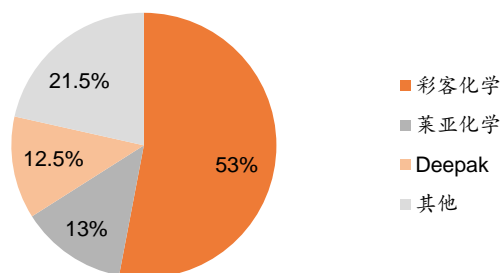
另一方面，DSD 酸的生产过程中需要使用铁粉还原技术，过程中将产生难以处理的铁泥，属于高污染的危险固体废弃物。根据《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，铁粉还原法技术属于淘汰类范畴，尽管 DSD 酸暂缓执行该政策，但这依然意味着在新还原技术实现产业化以前，DSD 酸行业难以获批新产能，寡头垄断格局将长期维持。

图 9: DSD 酸全球消费量预测 (千吨)



资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 安信国际

图 10: DSD 酸全球市场份额 (2016 年)



资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 安信国际

### 莱亚停产导致 DSD 酸销售价格暴涨

莱亚化学是全球第二大 DSD 酸生产商，地处连云港灌云县燕尾港镇临港产业园，年产 DSD 酸约 7000 吨。2018 年 4 月 18 日，中央电视台经济频道“经济半小时”节目以《非法排污几时休》为题，报道灌河口相关化工园区环境污染问题。19 日，灌云县政府对临港产业园进行整改，莱亚化学也被要求停产。莱亚停产，DSD 酸供应出现缺口，价格开始持续上涨，由往年的 1.5 万元/吨，上涨至 2018 年底的约 3.4 万元/吨。

2019 年 3 月 21 日，江苏省盐城市响水县陈家港化工园区天嘉宜化工厂发生特别重大爆炸事故。事后，响水县陈家港化工园全部停工。陈家港化工园距离临港产业园直线距离仅 10 公里，受到响水爆炸事件影响，莱亚化学的复产变得前途未卜。受此影响，DSD 酸销售价格在 2019 年进一步上涨，到 2018 年 6 月已达 13.5 万元/吨（含税）。

图 11: 莱亚化学及天嘉宜化工位置



资料来源: 公司资料, 安信国际

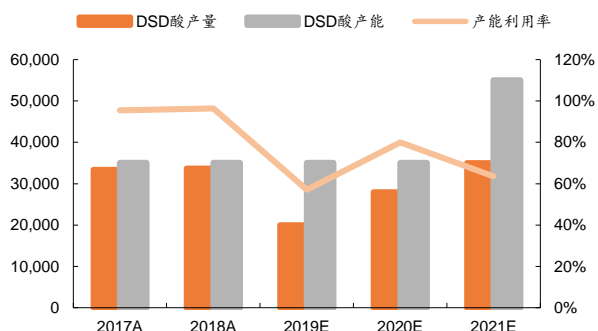
## 竞争优势明显，彩客充分受益 DSD 酸涨价红利

作为全球最大的 DSD 酸生产商，公司在全球范围内拥有 Archroma、新光化学、巴斯夫、传化等主要客户。公司拥有行业领先的生产工艺。公司在磺化和缩合环节实现了连续化投料，在反应的转化率和原材料的消耗方面，均处于行业的领先水平。在还原反应环节，公司开发了一套新的还原技术，将在未来应用于公司目前正在建的位于东营的 2 万吨 DSD 酸新产能。我们预计，该产能将是未来 2-3 年内行业内唯一可见的新增合规产能，将有利于公司接纳莱亚停产后释放出的市场空间，进一步巩固公司行业龙头地位。

此外，公司在 DSD 酸的上下游分别进行了延伸。2015 年及 2016 年，公司通过租赁和收购东奥化学资产进入了上游一硝基甲苯的市场，实现了 DSD 酸主要原材料之一 PNT 的自产。公司目前拥有 8 万吨一硝基甲苯产能，可以满足自身大部分 PNT 的需求，其余 ONT/OT 则作为农业化学品中间体出售。2016 年，公司通过租赁夏津县振华化工资产进入了下游 OBA 的市场。我们认为打通 DSD 酸上下游产业链将在长期赋予公司更强的竞争优势。

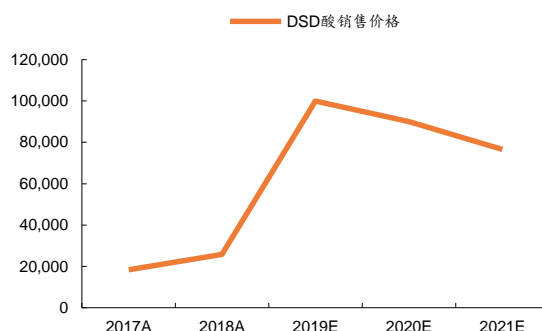
2018 年，公司实现 DSD 酸销量 3.37 万吨，同比略有增长，得益于 DSD 销售价格同比增长 41%，公司染料中间体业务实现收入 9.38 亿元，同比增长 42.2%，实现毛利 3.78 亿元，毛利率提升了 10 pct。进入 2019 年，DSD 酸产品价格持续上涨，截止 6 月已达 13.5 万元/吨（含税）。我们预计公司 2019-2020 年 DSD 酸不含税销售均价将分别达 10 万元/吨、9 万元/吨，染料中间体板块收入将分别达到 21.63 亿元和 27.08 亿元，毛利率分别为 80.4%和 79%。

图 12: 彩客化学 DSD 酸销量预测 (吨)



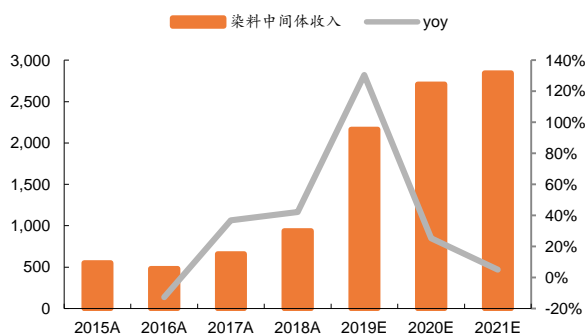
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 13: 彩客化学 DSD 酸销售价格预测 (元/吨)



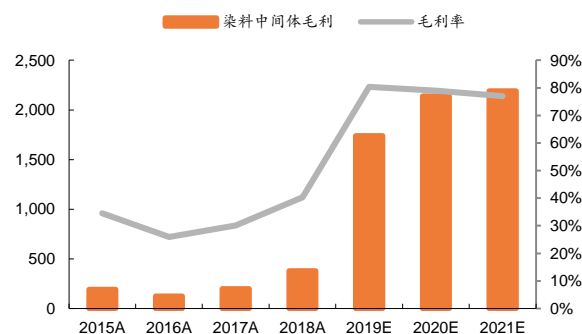
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 14: 彩客化学染料中间体业务收入预测 (百万元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 15: 彩客化学染料中间体业务毛利预测 (百万元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

## 颜料中间体：平稳增长

公司颜料中间体业务的主要产品包括 DMSS、DMAS、DATA 等，主要用于生产汽车涂料、高端建筑涂料、人造食用色素等。根据 Frost & Sullivan，预计到 2020 年，DMSS 和 DMAS 全球消费量将分别以 11.9% 和 3.9% 的复合增长率增长。公司目前拥有 4500 吨的 DMSS 产能、4500 吨的 DMAS 产能、和 2000 吨的 DATA 产能，是全球最大的 DMSS 生产商、全球第二大的 DMAS 生产商。

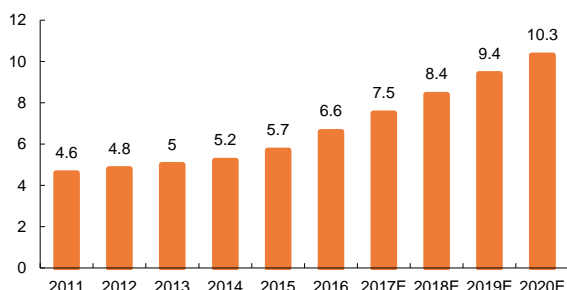
### DMSS 及 DMAS 市场规模不断壮大

DMSS 化学名为 1,4-环己二酮-2,5-二甲酸二甲酯，白色或黄白色粉末，由甲醇、DMS、氢氧化钠等原料通过酯化、氢化、缩合等一系列反应生成。DMSS 主要用于制备喹吡啶酮类高级有机颜料的中间体，主要用于生产汽车涂料、高端建筑涂料等。DMSS 可以进一步与对甲苯胺、苯胺、氢氧化钠等原料通过缩合和氧化反应生成 DATA，化学名为 2,5-二(苯基氨基)-1,4-苯二甲酸。DATA 为喹吡啶酮颜料中间体。

DMAS 化学名为乙酰丁二酸二甲酯，透明液体或白色晶体，由甲醛、DMM 等通过酰化和蒸馏反应生成。DMAS 主要用于生产人造食用色素柠檬黄，受惠于食品、药品与化妆品等市场需求稳定增长，DMAS 的需求预计也将稳定增长。

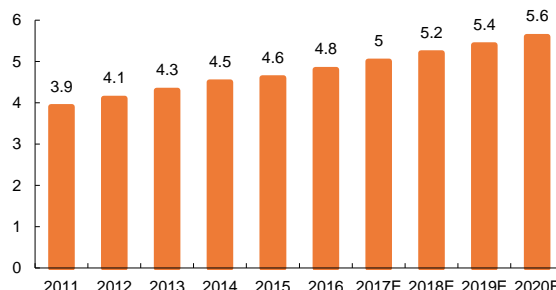
根据 Frost & Sullivan，2016 年全球 DMSS 的消费量为 6600 吨，预计未来每年以 11.9% 的复合增长率增长，预计到 2020 年将达到 10300 吨；2016 年全球 DMAS 的消费量为 4800 吨，预计未来每年以 3.9% 的复合增长率增长，预计到 2020 年将达到 5600 吨。

图 16: DMSS 全球消费量预测 (千吨)



资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 安信国际

图 17: DMAS 全球消费量预测 (千吨)



资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 安信国际

### 市场份额领先，颜料中间体业务稳中有升

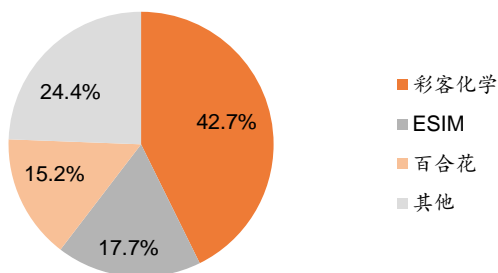
公司目前拥有 4500 吨的 DMSS 产能、4500 吨的 DMAS 产能。按 2016 年产量计算，公司 DMSS 产量占全球的市场份额达 42.7%，是全球最大的 DMSS 生产商，排名第二和第三的分别为 ESIM 和浙江百合花，分别占有 17.7% 和 15.2% 的市场份额；公司 DMAS 产量占全球的市场分达 19.8%，和全球第二大的 DMAS 生产商，排名第一的 ESIM 市场份额为 55.1%。此外，公司还拥有 2000 吨的 DATA 产能。



上市以来，公司颜料中间体业务的收入和毛利实现了稳定增长。2018年，公司颜料中间体业务实现收入2.62亿元，同比增长11.1%，实现毛利0.89亿元，毛利率提升0.2 pct。2018年，公司分别实现DMSS销量1642吨，同比-0.2%；实现DMAS销量2165吨，同比+0.5%；实现DATA销量1720吨，同比+6.6%。DMSS平均销售价格为3.6万元/吨，同比+1.7%；DMAS平均销售价格为1.5万元/吨，同比+0.3%；DATA平均销售价格为6.9元/吨，同比+8.8%。

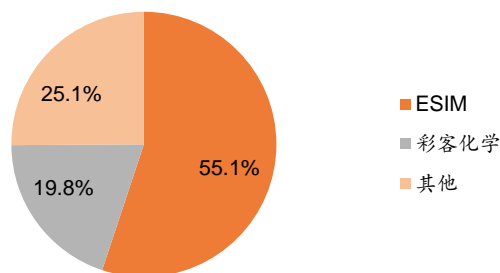
随着颜料中间体市场稳定增长，我们预计未来公司颜料中间体业务收入将稳定增长，同时随着高单价、高毛利的DATA销量占比不断提升，公司颜料中间体业务毛利率也将不断提升。

图 18: DMSS 全球市场份额 (2016 年)



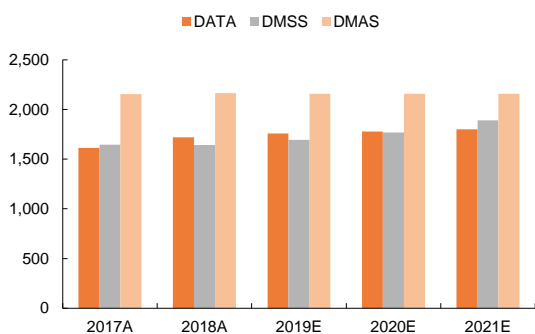
资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 安信国际

图 19: DMAS 全球市场份额 (2016 年)



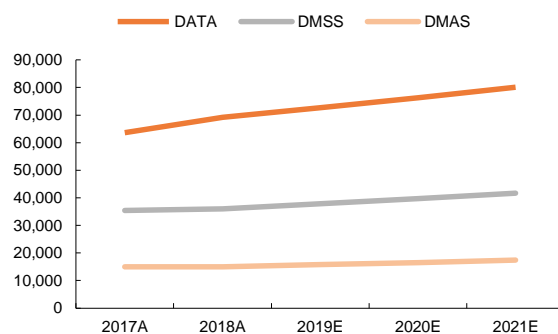
资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 安信国际

图 20: 彩客化学颜料中间体销量预测 (吨)



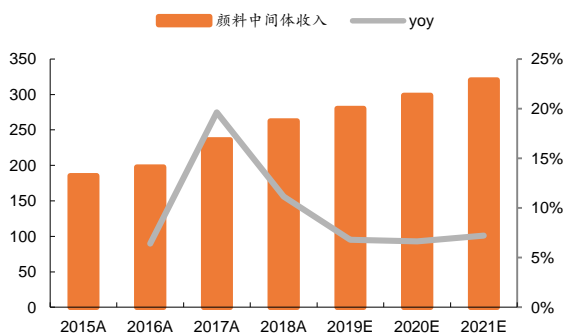
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 21: 彩客化学颜料中间体销售价格预测 (元/吨)



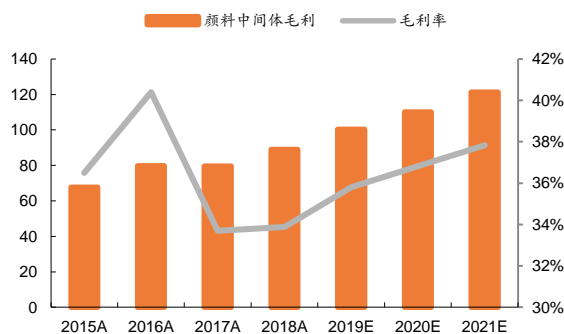
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 22: 彩客化学颜料中间体业务收入预测 (百万元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 23: 彩客化学颜料中间体业务毛利预测 (百万元)



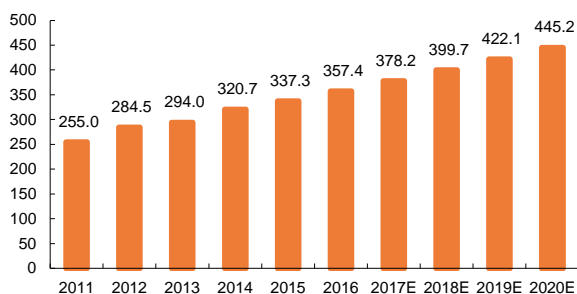
资料来源: 公司资料, 安信国际

## 农业化学品中间体：底部复苏

一硝基甲苯及相关产品是公司农业化学品中间体业务的主要产品。按照产出的同分异构体不同，一硝基甲苯又分为邻硝基甲苯（ONT）、对硝基甲苯（PNT）和间硝基甲苯（MNT），在甲苯硝化反应中的产出率约为 60%：35%：5%。其中，PNT 主要用于公司内部生产 DSD 酸和对甲苯胺（PT），ONT 则直接出售或用于生产邻甲苯胺（OT）。ONT 和 OT 主要用于生产除草剂等农药和医药中间体。根据 Frost & Sullivan，2016 年全球一硝基甲苯产量为 357.4 万吨，预计到 2020 年将达到 445.2 万吨，年化增长率为 5.7%。

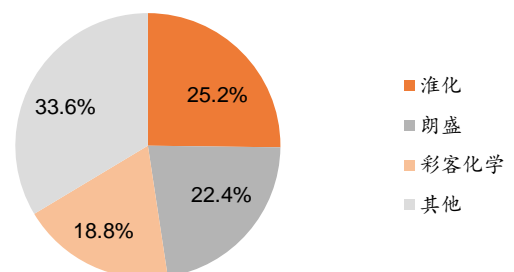
2015 年，公司通过租赁东奥化工资产开始生产一硝基甲苯。2016 年公司收购东奥化工资产并进一步扩大了产能。目前，公司拥有 8 万吨一硝基甲苯产能。按 2016 年产量计，公司是全球第三大一硝基甲苯生产商，市场份额为 18.8%；江苏淮河化工以 25.2% 的市场份额位居第一，朗盛以 22.4% 的市场份额位居第二。

图 24：一硝基甲苯全球产量预测（千吨）



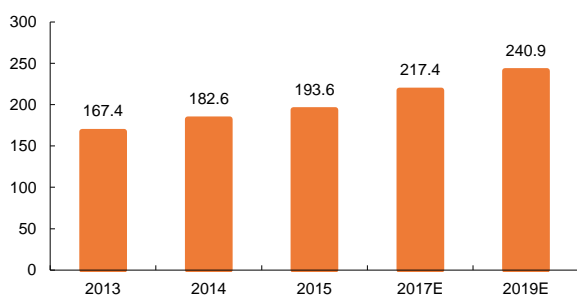
资料来源：Frost & Sullivan，公司资料，安信国际

图 25：一硝基甲苯全球市场份额



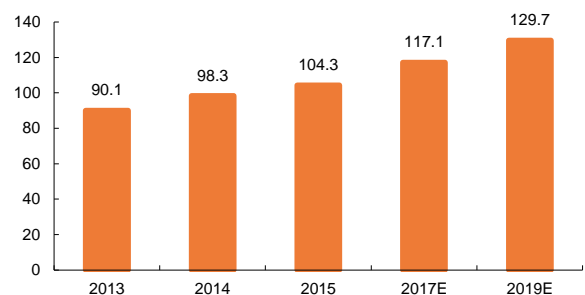
资料来源：Frost & Sullivan，公司资料，安信国际

图 26：ONT 全球市场消费量预测（千吨）



资料来源：Ceresana，Frost & Sullivan，公司资料，安信国际

图 27：OT 全球市场消费量预测（千吨）

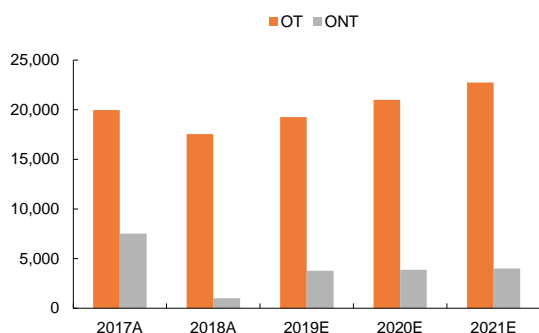


资料来源：Ceresana，Frost & Sullivan，公司资料，安信国际

2018 年公司实现 ONT 销量 1020 吨，同比减少 86.4%，实现 OT 销量 17569 吨，同比减少 12.1%。销量下滑主要因 2018 年国内加大了环保检查力度，下游农药生产商开工率受到限制，影响了 ONT/OT 的市场需求。受此影响，公司 2018 年农业化学品中间体业务实现收入 2.74 亿元，同比减少 21.7%，实现毛利 0.51 亿元，毛利率同比减少 5.8%。

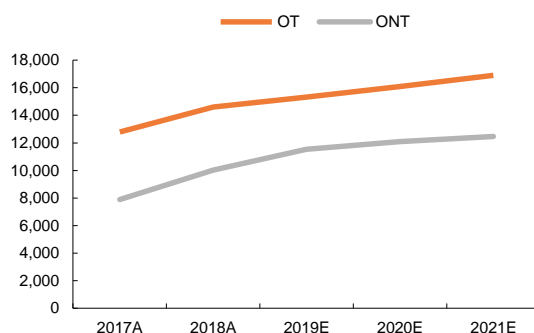
进入 2019 年，公司开始向竞争对手朗盛出售 ONT，预计 ONT 的产销量将有所恢复，生产成本降低也将有所降低，带动农业化学品中间体业务收入和毛利从底部复苏。

图 28: 彩客化学农业化学品中间体销量预测 (吨)



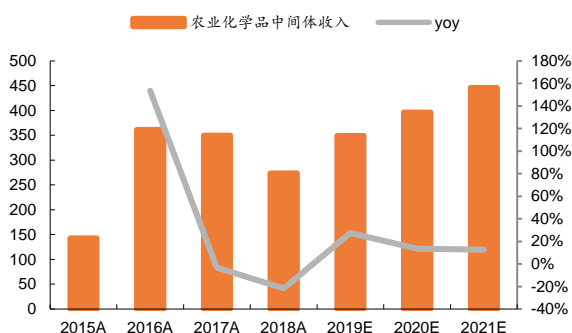
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 29: 彩客化学农业化学品中间体销售价格预测 (元/吨)



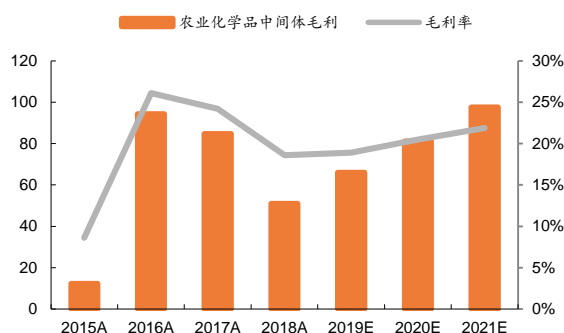
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 30: 彩客化学农业化学品中间体业务收入预测 (百万元)



资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 安信国际

图 31: 彩客化学农业化学品中间体业务毛利预测 (百万元)

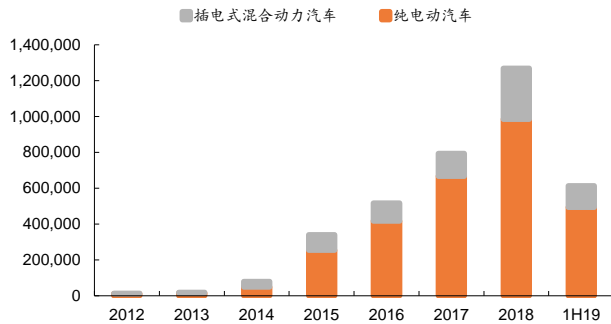


资料来源: Frost & Sullivan, 公司资料, 安信国际

## 电池材料：前景广阔的新市场

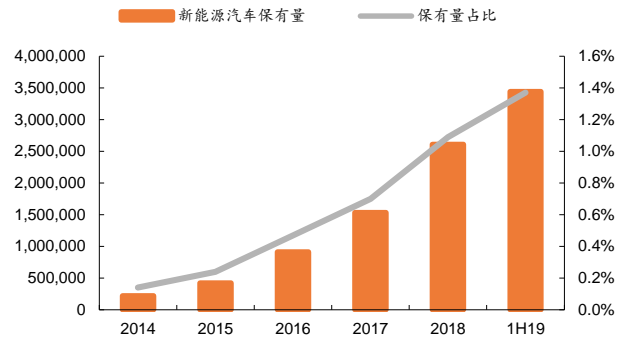
在政府的强力推动下，国内新能源汽车行业持续快速发展。根据汽车工业协会数据，2018年，中国新能源汽车产量达到127万辆，同比增长60%；2019年1-6月，中国新能源汽车产量达61.4万辆，同比增长48.6%，持续高速增长。根据公安部数据，截止2019年6月底，中国新能源汽车保有量已达344万台，新能源汽车的渗透率已达1.37%。新能源汽车行业的快速发展极大地刺激了对于电池材料的需求。

图 32：中国新能源汽车产量（辆）



资料来源：Wind，安信国际

图 33：中国新能源汽车保有量（辆）



资料来源：Wind，安信国际

2017年，公司在河北沧州建设了1.5万吨的锂电池正极材料前驱体磷酸铁的生产线，正式进入电池材料市场。早期公司采用四步法工艺试生产磷酸铁，今年通过技改升级为一步法，实现了连续生产、环保零排放、水闭路循环，生产工艺国内领先。公司磷酸铁的主要客户包括贝特瑞、北大先行、国轩高科、CATL等。目前，公司的磷酸铁实现了小批量生产，产品指标与性能达标，正在与客户共同进行安全性及稳定性的测试。

2018年，国家调整了对于新能源汽车的补贴政策，进一步将补贴重点聚焦于更高的续航里程（财建〔2018〕18号），因此有着更高能量密度的三元材料获得了市场的追捧，磷酸铁锂和磷酸铁的市场需求收到了挤压，导致2018年磷酸铁价格由2万元/吨下跌至1.2万元/吨。随着近年来新能源汽车补贴不断退坡，我们预计未来行业发展将更为理性，磷酸铁锂电池汽车的需求将有复苏，带动磷酸铁价格复苏。

表 2：新能源汽车补贴政策变化

补贴政策	纯电动续航里程 R（工况法、公里）/补贴金额（万元/辆）				
	100≤R<150	150≤R<250	R≥250		
财建〔2016〕958号	2	3.6	4.4		
财建〔2018〕18号	150≤R<200	200≤R<250	250≤R<300	300≤R<400	R≥400
	1.5	2.4	3.4	4.5	5
财建〔2019〕138号	250≤R<400			R≥400	
	1.8			2.5	

资料来源：财政部，安信国际

除磷酸铁外，公司还积极开拓其他电池材料产品。2017年底，公司在原有1万吨NMP生产线基础上进一步拓展产品领域，建成了2000吨碳纳米管导电浆料生产线。2018年，公司还与清华大学合作，共同开发三元材料前驱体产品，目前完成了实验室小试，今年将继续进行中试。我们相信这将带动公司未来电池业务持续增长。

## 盈利预测

我们预计 DSD 酸价格的暴涨将大幅带动公司染料中间体业务 2019E-2020E 的收入和毛利润，农业化学品中间体业务收入和利润将触底反弹，颜料中间体业务收入和利润将持续增长。

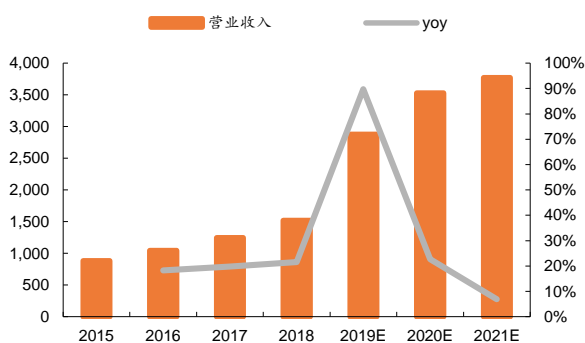
表 3：彩客化学盈利假设

人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>染料中间体</b>					
收入	660.0	938.3	2,163.3	2,707.7	2,846.5
yoy	36.9%	42.2%	130.5%	25.2%	5.1%
毛利	198.7	378.1	1,738.7	2,139.1	2,190.3
毛利率	30.1%	40.3%	80.4%	79.0%	76.9%
<b>农业化学品中间体</b>					
收入	349.9	273.8	349.1	396.2	446.2
yoy	-3.2%	-21.8%	27.5%	13.5%	12.6%
毛利	84.7	50.9	65.9	81.2	97.6
毛利率	24.2%	18.6%	18.9%	20.5%	21.9%
<b>颜料中间体</b>					
收入	236.2	262.5	280.4	298.9	320.5
yoy	19.6%	11.1%	6.8%	6.6%	7.2%
毛利	79.6	88.9	100.4	110.0	121.3
毛利率	33.7%	33.9%	35.8%	36.8%	37.8%

资料来源：公司资料，安信国际

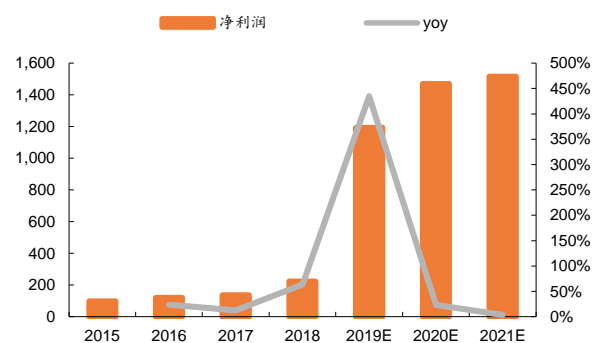
受益于此，我们预计公司 2019E/2020E/2021E 的收入将分别增长 90%/23%/7%，公司 2019E/2020E/2021E 的净利润将分别增长 435%/23%/3%，达到 11.9 亿元/14.7 亿元/15.2 亿元。未来 3 年平均 ROE 将达到 50%。

图 34：彩客化学 2019E-2021E 收入预测（百万元）



资料来源：公司资料，安信国际

图 35：彩客化学 2019E-2021E 净利润预测（百万元）



资料来源：公司资料，安信国际

## 估值分析

我们选取了港股化工板块可比公司作为参照标的。港股化工板块 2019E 和 2020E 平均 EPS 增速为 0.8%和 3.2%，平均 P/E 为 5.5x 和 5.6x；相比之下公司 2019E 和 2020E 的 EPS 增速为 435%和 23%，P/E 为 2.4x 和 2.0x，我们认为公司价值被显著低估。

表 4：可比公司估值对比

股份名称	代码	市值 百万美元	最近报表 年结, Y0	-- 市盈率 (倍) --			-- EPS 增长 (%) --			市净率 (倍)		ROE%		EV/EBITDA	
				Y0	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y0	Y1f	Y1f	Y2f
建滔集团	148	2,755	12/18	3.5	5.2	4.7	6.1	-32.5	9.9	0.5	n/a	13.0	n/a	n/a	n/a
中海石油化学	3983	1,333	12/18	6.6	8.2	8.5	2,900	-19.3	-3.3	0.6	0.6	10.1	7.3	1.9	1.7
中国旭阳集团	1907	1,387	12/18	3.7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.9	n/a	54.8	n/a	n/a	n/a
东岳集团	189	1,202	12/18	3.9	3.9	3.8	31.6	-	3.5	1.0	0.7	28.3	23.7	2.1	2.0
阜丰集团	546	1,357	12/18	5.1	5.8	6.9	27.0	-13.0	-15.9	0.8	0.8	18.0	10.0	4.0	3.6
中化化肥	297	827	12/18	12.3	9.2	10.0	n/a	34.1	-8.0	0.8	0.8	6.5	7.3	7.2	7.1
理文化工	746	433	12/18	3.9	n/a	n/a	24.2	n/a	n/a	1.0	n/a	26.6	n/a	n/a	n/a
中国心连心化肥	1866	346	12/18	3.8	3.2	2.7	57.1	18.1	17.5	0.6	0.7	17.1	n/a	5.1	4.6
中国三江化工	2198	231	12/18	3.4	2.9	2.5	-42.2	18.3	18.5	0.4	0.3	11.3	12.3	3.6	3.3
<b>平均</b>		<b>1,097</b>		<b>5.1</b>	<b>5.5</b>	<b>5.6</b>	<b>429.1</b>	<b>0.8</b>	<b>3.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>20.6</b>	<b>12.1</b>	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>
<b>彩客化学</b>	<b>1986</b>	<b>415</b>	<b>12/18</b>	<b>11.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>63.7</b>	<b>435.0</b>	<b>23.2</b>	<b>2.2</b>	<b>1.2</b>	<b>19.5</b>	<b>63.4</b>	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>

资料来源：Bloomberg，安信国际（彩客化学为安信国际预测，其余为彭博数据）

## 投资建议

我们认为由于行业格局良好且缺乏新增产能，DSD 的价格上涨具有可持续性，带动公司短期业绩爆发。同时，公司维持 30%的派息率，2019 年股息率将达到 12.5%，具有极高吸引力。此外，电池材料业务将为公司带来新的长期增长点。首予“买入”评级，目标价 5.20 港元，较现价有 67%上涨空间。我们的目标价对应 2019E 和 2020E P/E 分别为 4.0x 和 3.3x。

## 风险提示

- 1) DSD 酸价格回落；
- 2) 环保因素导致限产；
- 3) 电池材料业务发展不及预期。

## 附表：财务报表预测

单位：人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>利润表</b>					
销售收入	1,247	1,516	2,875	3,528	3,773
营业成本	(884)	(992)	(955)	(1,175)	(1,335)
<b>毛利</b>	<b>363</b>	<b>524</b>	<b>1,920</b>	<b>2,353</b>	<b>2,438</b>
其他收入	8	10	20	25	26
销售费用	(43)	(48)	(86)	(106)	(113)
管理费用	(122)	(132)	(230)	(282)	(302)
<b>营业利润</b>	<b>201</b>	<b>348</b>	<b>1,612</b>	<b>1,975</b>	<b>2,034</b>
其他费用	(5)	(6)	(12)	(14)	(15)
汇兑损失	(6)	(18)	-	-	-
融资成本	(14)	(22)	(22)	(16)	(11)
<b>税前利润</b>	<b>181</b>	<b>309</b>	<b>1,590</b>	<b>1,959</b>	<b>2,023</b>
所得税	(45)	(86)	(397)	(490)	(506)
少数股东权益	0	0	-	-	-
<b>净利润</b>	<b>136</b>	<b>223</b>	<b>1,192</b>	<b>1,469</b>	<b>1,517</b>
总股数	1,028	1,044	1,044	1,044	1,044
<b>EPS</b>	<b>0.13</b>	<b>0.21</b>	<b>1.14</b>	<b>1.41</b>	<b>1.45</b>
<b>EBIT</b>	<b>201</b>	<b>348</b>	<b>1,612</b>	<b>1,975</b>	<b>2,034</b>
<b>EBITDA</b>	<b>259</b>	<b>409</b>	<b>1,695</b>	<b>2,081</b>	<b>2,161</b>
<b>同比 (%)</b>					
营业收入	19.8	21.5	89.7	22.7	6.9
毛利	23.6	44.4	266.3	22.6	3.6
营业利润	18.2	73.0	362.9	22.5	3.0
净利润	12.6	63.7	435.0	23.2	3.3
EBIT	18.2	73.0	362.9	22.5	3.0
EBITDA	15.5	57.6	314.6	22.8	3.9
<b>现金流量表</b>					
税前利润	181	309	1,590	1,959	2,023
折旧和摊销	58	61	83	106	127
营运资本变动	(53)	(137)	(136)	(46)	36
其他	6	(16)	(364)	(459)	(479)
<b>经营性现金净流量</b>	<b>192</b>	<b>217</b>	<b>1,173</b>	<b>1,559</b>	<b>1,707</b>
资本开支	(297)	(440)	(500)	(500)	(500)
其他	39	(23)	-	-	-
<b>投资性现金净流量</b>	<b>(257)</b>	<b>(463)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
新发股份	57	(11)	-	-	-
支付股息	(38)	(43)	(67)	(358)	(441)
新增债务	100	69	(130)	(50)	(76)
利息支出	(19)	(27)	(34)	(30)	(26)
其他	(73)	22	-	-	-
<b>融资性现金净流量</b>	<b>28</b>	<b>10</b>	<b>(230)</b>	<b>(438)</b>	<b>(544)</b>
净现金流	(38)	(236)	443	621	663
汇兑损益	1	1	-	-	-
期初现金余额	397	360	124	567	1,188
<b>期末现金余额</b>	<b>360</b>	<b>124</b>	<b>567</b>	<b>1,188</b>	<b>1,852</b>
<b>FCFF</b>	<b>(105)</b>	<b>(223)</b>	<b>673</b>	<b>1,059</b>	<b>1,207</b>
<b>FCFE</b>	<b>(24)</b>	<b>(181)</b>	<b>510</b>	<b>979</b>	<b>1,104</b>

(转下页...)

### 附表：财务报表预测（续）

单位：人民币百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>资产负债表</b>					
现金	360	124	567	1,188	1,852
应收账款	328	255	464	516	532
存货	115	210	108	283	162
其他流动资产	175	286	286	286	286
<b>流动资产合计</b>	<b>978</b>	<b>875</b>	<b>1,426</b>	<b>2,274</b>	<b>2,832</b>
固定资产	1,120	1,496	1,914	2,309	2,682
无形资产	1	3	3	2	2
长期投资	1	9	9	9	9
其他长期资产	157	126	126	126	126
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,278</b>	<b>1,634</b>	<b>2,051</b>	<b>2,446</b>	<b>2,819</b>
<b>总资产合计</b>	<b>2,256</b>	<b>2,509</b>	<b>3,478</b>	<b>4,720</b>	<b>5,650</b>
应付账款	370	346	318	498	429
短期借款	195	365	209	189	158
其他流动负债	141	161	161	161	161
<b>流动负债合计</b>	<b>705</b>	<b>871</b>	<b>688</b>	<b>848</b>	<b>748</b>
长期借款	387	286	313	283	237
递延税及递延收入	22	31	31	31	31
<b>非流动负债合计</b>	<b>409</b>	<b>318</b>	<b>344</b>	<b>315</b>	<b>269</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,114</b>	<b>1,189</b>	<b>1,032</b>	<b>1,163</b>	<b>1,017</b>
股本	67	67	67	67	67
储备	1,074	1,252	2,377	3,489	4,565
少数股东权益	1	1	1	1	1
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,142</b>	<b>1,320</b>	<b>2,445</b>	<b>3,557</b>	<b>4,633</b>
<b>负债及所有者权益合计</b>	<b>2,256</b>	<b>2,509</b>	<b>3,478</b>	<b>4,720</b>	<b>5,650</b>
<b>主要财务比率</b>					
P/E (x)	19.9	11.9	2.4	2.0	1.9
P/B (x)	2.5	2.2	1.2	0.8	0.6
Dividend yield (%)	1.4	1.5	2.3	12.5	15.4
EV/EBITDA (x)	13.0	8.3	2.0	1.6	1.6
EV/EBIT (x)	16.8	9.7	2.1	1.7	1.7
Gross margin (%)	29.1	34.6	66.8	66.7	64.6
EBITDA margin (%)	20.8	27.0	58.9	59.0	57.3
Pre-tax profit margin (%)	14.5	20.4	55.3	55.5	53.6
Net margin (%)	11.4	15.9	41.5	41.6	40.2
SG&A/sales (%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Effective tax rate (%)	24.8	27.9	25.0	25.0	25.0
ROE (%)	13.5	19.5	63.4	49.0	37.1
ROA (%)	6.8	10.1	39.8	35.8	29.3
Current ratio (x)	1.4	1.0	2.1	2.7	3.8
Stock turnover days (s)	40.0	59.0	60.0	60.0	60.0
A/R turnover days (s)	87.9	69.2	45.0	50.0	50.0
A/P turnover days (s)	127.5	129.8	125.0	125.0	125.0
Interest coverage (x)	10.5	12.8	48.0	64.8	77.2
Net debt/ (cash) to equity (%)	19.5	39.9	-1.9	-20.1	-31.4
Total asset to equity ratio (x)	2.0	1.9	1.4	1.3	1.2
Dividend payout ratio (%)	13.6	29.6	27.8	30.0	30.0

数据来源：公司资料，安信国际预测



## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给您作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓位买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010