

彩客化学 (01986.HK) 调研简报

磷酸铁材料新进入者

2017 年 12 月 04 日

【事项】

- ◆ 2017 年 11 月 30 日，我们前往河北沧州的彩客化学磷酸铁工厂参观，并同管理层交流沟通。
- ◆ 彩客化学是全球领先的染料/颜料/农药中间体生产商。公司总部位于北京，旗下分设染料/颜料/一硝事业三大事业部，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。产品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。
- ◆ 进军锂电材料与环保咨询行业，磷酸铁材料工厂已投料试生产。2017 年面对前景广阔的新能源汽车及新能源材料市场，公司进军锂电行业，建设年产能 15000 吨的磷酸铁生产线，生产线即将进入大批量产阶段，同时公司与第三方合作，将现有 NMP 产品进一步拓展至碳纳米管浆料产品领域。另外，公司利用原有环保经验优势，对外输出环保咨询服务。

东方财富证券
 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (首次)

东方财富证券研究所

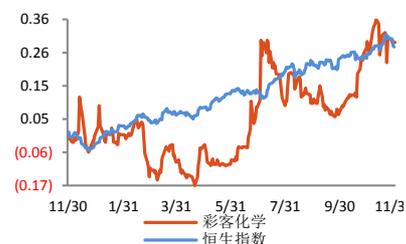
证券分析师：张加代

证书编号：S1160517070001

联系人：高思雅

电话：021-23586487

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万港元)	3811.51
流通市值 (百万港元)	3811.51
52 周最高/最低 (港元)	6.54/2.80
52 周最高/最低 (PE)	35.28/17.94
52 周最高/最低 (PB)	3.60/2.26
52 周涨幅 (%)	27.91
52 周换手率 (%)	25.60

相关研究

【评论】

彩客化学传统业务领先优势显著。公司传统的优势业务是生产和销售染料、颜料、农药中间体。根据全球独立咨询公司沙利文的数据，2016年DSD酸占世界市场份额约为53%，DMSS占世界市场份额的约43.7%，DIPS占世界市场份额的19.8%。公司的产品约6成出口，与世界及国内知名的化工公司昂高、巴斯夫、Indulor、传化等主要客户建立了平均约10年的合作关系。

进军磷酸铁和环保咨询新行业看点十足。公司年产15000吨磷酸铁工厂已于上月建成，现已进入试生产阶段，2018年或为公司带来可观的收益；公司利用现有环保团队，对外输出环保咨询服务，主要涉及废水、废气和固废处理等领域。

基于以上情况，我们首次给予公司以“增持”评级。

以下为我们的调研实录：

执行董事、行政总裁兼主席戈戈先生的战略规划：

明年重点关注的增长点是电池材料业务。未来公司将从二元材料布局到三元材料。上周公司与清华大学电池研究院达成唯一的战略合作关系，清华大学将帮助公司优化现有的二元材料，并共同开发三元材料。公司预计，明年进行终试，顺利的话2019年实行量产，未来是二元加三元的业务模式。

开拓环保咨询新业务。原先环保团队只给公司本身及小部分客户做环保工作，今年环保团队试着进入废水和废气治理领域，现在团队搭建完成。

废水治理分为三个方向。第一，市政污水。国家不断提升市政污水排放标准，公司有一个专利技术能提升排放标准，可减少60-70%的污泥。第二，河道治理。原先的治理方式是往河道投放化学药品，中和污染物，优点是见效快，缺点是几个月以后污染会反复，公司把太阳能风车放在河道里，建立河道有机群，恢复河道自身修复能力。第三，工厂废水。为企业定制污水处理的业务。此外，废气治理业务。由于国家政策要求每个工厂进行VOC检测，政府也要检测VOC。公司刚刚中标沧州市54个乡镇的VOC检测站项目，包括未来两年的运维，金额大概3000万。

首席财务官白崑先生关于公司整体运营情况的介绍：

今年营收有明显增长，三个传统业务板块染料、颜料和农药中间体下半年与上半年发展趋势一致，销售收入和利润都有明显的增长。由于生产成本的上涨，公司下游产品相应涨价。其中，染料中间体DSD酸中间体价格从去年16000涨到21000-22000元。

关于市场占有率和竞争对手情况：公司依然维持很高的市场占有率，竞争优势明显。

关于新的业务板块：电池材料板块，今年2-3月开始建设，10月总体完工，

11月进入试生产,今年稳定生产情况下,12月会放量生产和销售。该业务对2017年贡献较小,2018年会有增长。环保咨询板块,公司刚开始搭建团队,主要业务围绕大气、污水和固废。包括方案的设计、实施、服务和咨询。

电池材料业务总经理张洪星介绍磷酸铁工厂及业务:

电池材料项目介绍:产品优越性主要体现在振实密度、充放电倍率、杂质含量、磁性物质含量、铁磷比等指标。由于产线的自动化程度高,人为参与因素少,所以能保证产品的均一性。磷酸铁产线的废水处理技术是国内唯一的完全废水回用技术,有利于降成本和提升品质。

源于强大的研发团队和20多年积累的化工生产经验,公司具有工业化生产的优势。未来电池材料工厂的产品是磷酸铁和高镍三元前驱体,客户是材料厂。目前国内车厂、电芯厂和材料厂都在培育龙头,像国轩高科、比亚迪、贝特瑞等可能成为未来公司的客户。客户的导入工作通常需要一年,然而一旦磷酸铁获得客户突破,后面高镍三元材料也很容易导入。电池材料事业部下面还有两个产品,NMP和浆料,客户是电芯厂和电池厂。

磷酸铁工厂现在投了七批料,有十几吨产品。从第四批开始,四、五、六、七批次已经达到客户的满意度。公司已经给比亚迪、北大先行、江苏利泰、湖南桑顿送样,国轩高科、中天材料和斯特兰是下一步要送样的公司。新产线和终试料相比产品品质已经做得更好,生产线将逐步放量,目前处于客户最后2-3周的验证周期。

Q&A:

公司为什么考虑先做磷酸铁再做三元材料?

两个产品没有先后,公司认为未来磷酸铁和三元材料两者相互不能替代。从2017年开始磷酸铁锂主要用于大巴车,港口的物流车、观光车和储能,三元主要应用于乘用车,现在电池厂都是二元和三元配比生产。

磷酸铁的供求?

新能源车供不应求,其他材料都是供大于求,但其中有效产能不足。国家一再提高克容量的标准。能达到国家补贴标准的磷酸铁材料是有一定缺口的。

磷酸铁的工艺?

生产磷酸铁没有主流工艺,各家工艺不同。公司认为,磷酸和硫酸亚铁,将是未来做磷酸铁的主流。

磷酸铁污染和限制?

公司磷酸铁产线没有污染,是零排放。主要限制可能是能源,限电的时候对公司有影响。

关于OBA项目?

公司已经租用快一年的时间。公司已把不同类型的OBA都生产过了,试生产了洗涤用、纺织用、造纸用的OBA,技术都已经掌握。公司分析市场情况后,

考虑是否在山东再建设一条规范的OBA生产线。先期可能计划洗涤用OBA，主要由于洗衣粉和洗衣液，远远高于其他领域的增长。洗涤用OBA全球需求在3万吨左右，公司考虑一期投放一万吨的产能。

NMP浆料的发展？

山东刚建完浆料的生产线，目前在组织生产的阶段，生产还不到一个月。NMP浆料和磷酸铁的客户是重叠的，对客户来说，供应商越集中，他们的管理成本也越低。目前浆料设计产能为2000吨，估计中国市场容量是20000吨，公司打算用一个季度把产品做合格，通过客户验证后再复制几条生产线，最终做到6000-8000吨。原来的工艺是电池里面加NMP，后来在NMP的基础上做出导电浆料，对导电效果和储能提升各有帮助。

另外，浆料和磷酸铁和NMP都属于私人定制产品。客户根据磷酸铁去调整浆料的属性，一旦供应商入围就是长达数年的合作。

NMP的客户？

像苏州星恒、银隆、山东威能、骆驼新能源等

磷酸铁量产时间？

预计今年12月中下旬量产。

磷酸铁毛利率？

现在毛利率计算误差太大。新线的毛利率必须等到满负荷，实验室数据都是在20%以上。

环保咨询团队？

人数为公司原来的80多人，现在增加15人左右的销售团队。公司不会增加太多成本，不会产生很多费用，尽量选择轻资产的项目去承揽。

油价上涨会有直接影响？提价？

价格传导周期滞后3-6个月，调价周期按照合同，看成本上涨的情况拟定。去年11月公司签订了很多半年的订单，所以产品涨价滞后了。但今年下半年传统业务非常好，等于把上半年损失的利润都赚回来了。原材料价格若再涨，公司还会提价，如果油价下降，客户也不会要求公司降价，长期合作与客户达成了默契。

传统业务订单周期？

国际订单3-6个月，海上运输1-2个月了。国内基本60天。

传统业务有没有扩产计划？

暂时没有。OBA业务如果扩产，投资1-2个亿并不贵，如果并购则比较贵。目前下游的利润率比较薄，竞争激烈很多，公司若扩产会选择合适的时机。

环保督查对下游客户和公司的影响?

公司六成产品出口，其他在国内的客户订单中互补了。

除草剂业务情况?

去年3月扩产，从4万吨到8万吨，产能扩张一倍。东营工厂，由于硝化反应，今年有一段时间停产。一般橙色预警时，限产到20%。

和清华电池研究院的合作情况?

上周二公司与清华大学正式签订合作协议。到3月将实现小试，3-7月中试，7月动工厂房建设。产品主要是三元材料在没有加锂之前的中间体，即镍钴锰氢氧化物。高镍是未来的方向，三种元素占比8:1:1。

新能源国家补贴趋势?

国家补贴会再提高能量密度，具体指标会细化。

三元前驱体的主要竞争对手?

国内做三元前驱体的比较少，“811”产品的比较多，而且是配套前驱体。前驱体加锂的过程很简单，相比之下前驱体技术壁垒更高一些，前驱体合成是公司的传统优势。

【风险提示】

原材料涨价风险；
采暖季限电能源风险；
磷酸铁材料客户开拓不及预期。

彩客化学盈利预测

项目\年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1041.14	1126.86	1279.68	1419.14
增长率 (%)	18.89	8.23	13.56	10.90
EBITDA (百万元)	164.78	203.70	219.41	243.68
净利润 (百万元)	120.92	145.34	157.61	176.79
增长率 (%)	18.25	20.19	8.45	12.17
EPS (元/股)	0.24	0.14	0.15	0.17
市盈率 (P/E)	26.66	22.18	20.46	18.24
市净率 (P/B)	3.35	2.91	2.55	2.24
EV/EBITDA	18.00	18.71	17.37	15.64

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。