

2018年08月27日

公司研究

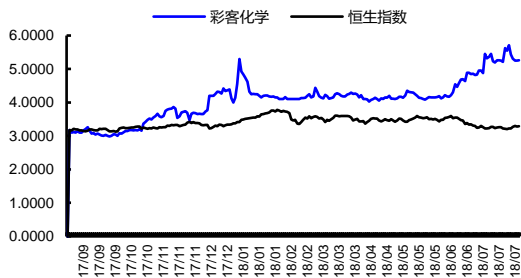
评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
证券分析师：陈博 S0350518010001  
010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn  
联系人：卢昊 S0350118050025  
021-60338172 luh@ghzq.com.cn  
联系人：谷航 S0350117040024  
010-88576933 guh@ghzq.com.cn

## 业绩高增长，染料中间体高景气度有望持续 ——彩客化学（1986.HK）2018年中报点评

最近一年走势



相对恒生指数的表现

表现	1M	3M	12M
彩客化学	4.81	32.62	72.54
恒生指数	-1.77	-7.57	1.52

市场数据

	2018-08-27
当前价格（港元）	5.45
52周价格区间（港元）	2.92-6.07
总市值（百万港元）	5691
流通市值（百万）	5691
总股本（万股）	104425
流通股（万股）	104425
日均成交额（百万港元）	8.06
近一月换手（%）	2.49

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

2018年8月24日，彩客化学发布2018年半年报，上半年实现营业收入7.55亿元人民币，同比增长24.3%；毛利2.57亿元人民币，同比增长64.3%；权益持有人应占溢利1.22亿元人民币，同比增长111.3%。公司上半年毛利率34%，同比增加8.3个百分点；经营溢利率16.1%，同比增加6.6个百分点。

公司业绩增长主要来源于染料及农业化学品中间体业务的高景气度。根据中报披露，公司染料及农业化学品中间体营收达6.09亿元人民币，同比增长20.3%；毛利2.07亿元人民币，同比增长72.5%；销售单价达到人民币1.99万元/吨，同比增长54.3%。在环保高压常态化的趋势下，公司的中间体业务高景气度有望持续。

投资要点：

- 公司是全球染料、颜料中间体龙头，一体化优势显著。染料中间体方面，公司拥有DSD酸产能3.5万吨，占全球市场份额的53%；颜料中间体方面，DMSS、和DMAS产能各有4500吨，分别占全球产量的42.7%和19.8%，其中DMSS产量全球第一。此外，公司还是全球三大一硝基甲苯生产基地之一，产量占全球市场的18.8%，其中对硝基甲苯（PNT）是公司DSD酸的主要原料；公司打造了“PNT-DSD酸-OBA”的上下游一体化产业链，竞争优势显著。
- 受益环保高压，染料中间体业务景气度高。公司的核心产品DSD酸及其原料PNT是高污染品种，近年来随着环保监管趋严，环保标准不达标的小规模产能逐步退出，而公司自身环保技术能力较强，受环保影响有限。因此，随着DSD酸等产品价格大幅度提高，公司盈利也大幅度改善。此外，公司借政策东风大力推进环保技术咨询业务，2018年上半年技术服务业务营收1394万元人民币，毛利33.5%。预计随着环保高压常态化，公司将持续受益。
- 新项目投产加强行业壁垒，增加盈利来源。公司在山东东营的2万吨DSD酸预计2019年投产，投产后公司将拥有5.5万吨DSD酸产能，规模效应显著，对市场的定价权也会进一步增强。此外，公司

2017年初于河北沧州投资建设了1.5万吨锂电池正极材料前驱体磷酸铁生产线，目前已经完成试生产，预计2018年底投产；未来在新能源汽车市场的带动下，磷酸铁锂正极材料有望进入发展快车道。

- **盈利预测和投资评级：给予“增持”评级。**公司是全球染料和颜料中间体龙头，环保高压下DSD酸等产品供不应求，我们看好公司在中间体领域的长期发展。预计随着DSD酸、磷酸铁等新产能的逐步投放，公司的盈利会进一步增长。我们预计2018-2020年公司的EPS分别为人民币0.29、0.32、0.34元/股，对应当前股价的PE分别为16.52、14.77和13.79倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**产品价格大幅度下跌；竞争对手复产或扩产；新项目投放进度不及预期。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1253	1712	1936	2110
增长率(%)	19.5%	36.6%	13.1%	9.0%
净利润（百万元）	136	299	334	358
增长率(%)	13%	120%	12%	7%
摊薄每股收益（元）	0.13	0.29	0.32	0.34
ROE(%)	11.92%	21.35%	20.04%	18.32%

注：表中预测数据币种为人民币。资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：彩客化学盈利预测表

证券代码：	1986. hk	股票价格（港元）：			5.45	投资评级：	买入	日期：			2018/8/27
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	12%	21%	20%	18%	EPS	0.13	0.29	0.32	0.34		
毛利率	29%	36%	36%	35%	BVPS	1.09	1.34	1.60	1.87		
期间费率	14%	13%	12%	12%	<b>估值</b>						
销售净利率	11%	17%	17%	17%	P/E	36.27	16.52	14.77	13.79		
<b>成长能力</b>					P/B	4.33	3.53	2.96	2.53		
收入增长率	20%	37%	13%	9%	P/S	3.94	2.88	2.55	2.34		
利润增长率	13%	120%	12%	7%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>		
总资产周转率	0.56	0.66	0.68	0.69	营业收入	1253	1712	1936	2110		
应收账款周转率	2.58	2.58	2.58	2.58	营业成本	884	1088	1245	1372		
存货周转率	7.69	7.69	7.69	7.69	营业税金及附加	0	0	0	0		
<b>偿债能力</b>					销售费用	43	51	58	63		
资产负债率	49%	46%	41%	36%	管理费用	122	145	165	179		
流动比	1.39	1.71	1.91	2.14	财务费用	16	22	15	9		
速动比	1.22	1.52	1.71	1.93	其他费用/(-收入)	11	11	11	11		
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>营业利润</b>	<b>179</b>	<b>415</b>	<b>464</b>	<b>497</b>		
现金及现金等价物	360	491	615	766	营业外净收支	2	0	0	0		
应收款项	485	663	749	817	<b>利润总额</b>	<b>181</b>	<b>415</b>	<b>464</b>	<b>497</b>		
存货净额	115	142	162	178	所得税费用	45	116	130	139		
其他流动资产	18	25	28	30	<b>净利润</b>	<b>136</b>	<b>299</b>	<b>334</b>	<b>358</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>978</b>	<b>1320</b>	<b>1554</b>	<b>1791</b>	少数股东损益	(0)	0	0	0		
固定资产	1120	1145	1169	1141	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>136</b>	<b>299</b>	<b>334</b>	<b>358</b>		
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>		
无形资产及其他	82	82	82	82	<b>经营活动现金流</b>	<b>192</b>	<b>280</b>	<b>390</b>	<b>423</b>		
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	136	299	334	358		
<b>资产总计</b>	<b>2256</b>	<b>2582</b>	<b>2840</b>	<b>3049</b>	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	195	145	95	45	折旧摊销	61	75	76	78		
应付款项	370	455	521	574	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	3	(94)	(20)	(13)		
其他流动负债	141	173	197	217	<b>投资活动现金流</b>	<b>(257)</b>	<b>(58)</b>	<b>(100)</b>	<b>(50)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>705</b>	<b>773</b>	<b>813</b>	<b>836</b>	资本支出	0	(100)	(100)	(50)		
长期借款及应付债券	387	387	337	237	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	22	22	22	22	其他	(244)	42	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>409</b>	<b>409</b>	<b>359</b>	<b>259</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>28</b>	<b>(91)</b>	<b>(167)</b>	<b>(222)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>1114</b>	<b>1182</b>	<b>1172</b>	<b>1095</b>	债务融资	17	(50)	(100)	(150)		
股本	1044	1044	1044	1044	权益融资	94	0	0	0		
股东权益	1142	1400	1668	1954	其它	(7)	(41)	(67)	(72)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2256</b>	<b>2582</b>	<b>2840</b>	<b>3049</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(37)</b>	<b>131</b>	<b>123</b>	<b>151</b>		

注：表中预测数据币种为人民币（股价除外），汇率按照 1 港元兑 0.8681 元人民币计算。资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，2年半券商行研经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，1年化工行业研究经验

谷航，北大化学系本科，伦敦大学玛丽女王学院博士，上市公司1年研发项目管理经验，化工行业1年研究经验。

## 【分析师承诺】

代鹏举、陈博，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先恒生指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随恒生指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后恒生指数。

### 股票投资评级

买入：相对恒生指数涨幅 20%以上；

增持：相对恒生指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对恒生指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对恒生指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。