



中信证券研究部



王喆
首席化工分析师
S1010513110001



袁健聪
化工分析师
S1010517080005

核心观点

看好公司 DSD 酸的寡头格局和其他各类中间体的持续成长，预计未来 2019/20/21 年净利润分别为 10.13/10.66/8.82 亿元（人民币）。按可比估值来看，给予公司 4.5 倍 PE，对应股价为 5.1 元港币，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **彩客化学是全球染料、颜料中间体龙头。**彩客化学业务涵盖染颜料及农药中间体。染料中间体主要为 DSD 酸，颜料中间体主要为 DATA(中间体 MDS、DMSS 也外销)和 DMAS 组成。公司 DSD 酸和 DMSS、DMAS 分别占全球市场份额的 53.0%/42.7%/19.8%，均为全球第一或第二。此外，各类一硝基甲苯及农药中间体 OT 也具有全球地位，目前公司一硝基甲苯占全球份额为 18.8%。公司为全球细分领域的绿色制造龙头企业。

■ **DSD 酸价格上涨，公司受益明显。**全球目前主要有三家企业生产 DSD 酸，彩客化学为 DSD 酸及 OBA 最主要的供应商，占超过 60%的份额。自 2018 年上半年以来，全球排名第二的莱亚化工停产。受此影响，DSD 酸的全球供应收缩明显，产品价格持续上涨。2018 年 DSD 酸的平均价在 25,000 元/吨，到 2018 年底产品不含税价已经提高到 68,300 元/吨，涨幅 173%。彩客化学拥有 3.5 万吨 DSD 酸，受益明显。考虑到江苏目前环保要求高，供应紧张格局大概率将长时间保持，DSD 酸高价预计将保持较长时间。

■ **其他染颜料及农药中间体持续上量。**公司颜料中间体包括 DMSS (DATA)、DMAS 等产品，目前占全球市场份额的 42.7%和 19.8%，随着国内颜料供应紧张、下游需求扩张等因素影响预计将持续增量。公司的单硝基甲苯及农药中间体也具有全球地位，公司目前通过海外市场 and 下游农药中间体渠道进行积极拓展，预计未来也将有持续收益。此外，公司近来开拓的两项新业务，包括锂电材料和环保咨询业务，预计将随着行业快速发展有亮眼表现。

■ **不断实践战略，版图快速扩张。**除了现有主业外，预计公司还将在产业链和新产品上有所拓展。公司此前通过并购和租赁快速完善了 DSD 酸的产业链，将有望带来显著的规模效应以提升毛利率。同时公司还积极丰富产业链上其他产品，包括 OT 等农药中间体和 NMP 等锂电材料，考虑到公司在颜料及其他中间体上还有很多技术和市场储备，预计未来公司将会有持续的产品拓展以带来新的收入和利润贡献。

■ **风险因素：**1、全球油价不稳定将对公司的产品价格和毛利率造成压力；2、全球染颜料、农资投入品需求下滑。

■ **盈利预测及估值假设。**看好公司 DSD 酸的寡头格局和其他各类中间体的持续成长，预计公司 2019/20/21 年净利润分别为 10.13/10.66/8.82 亿元（人民币）。我们选取可比公司估值中位给予公司 2019 年 4.5 倍 PE，对应 53 亿港币，对应股价为 5.10 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,256	1,527	2,510	2,763	2,745
营业收入增长率	18%	22%	64%	10%	-1%
净利润(百万元)	124	229	1,013	1,066	882
净利润增长率	-15%	84%	343%	5%	-17%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.12	0.22	0.97	1.03	0.85
毛利率%	0.30	0.35	0.67	0.66	0.56
净资产收益率 ROE%	0.11	0.17	0.43	0.31	0.21
每股净资产	1.10	1.27	2.24	3.27	4.12
PE (x)	21.89	11.90	2.69	2.56	3.09
PB (x)	2.39	2.07	1.17	0.80	0.64
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.14	0.26	1.14	1.20	0.99
每股净资产(港元)	1.29	1.49	2.63	3.83	4.82

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 4 月 25 日收盘价

彩客化学	01986.HK
评级	买入(维持)
当前价	3.07 港元
目标价	5.10 港元
总股本	1,039 百万股
港股流通股本	1,039 百万股
52周最高/最低价	6.09/0.91 港元
近1月绝对涨幅	-2.85%
近6月绝对涨幅	-40.39%
近12月绝对涨幅	-24.56%

目录

公司是染颜料中间体全球龙头.....	1
D 酸受益环保整治价格大涨，弹性巨大	3
DSD 酸是荧光增白剂的重要中间体，无可替代	3
竞争对手停产，受江苏“321”影响深远.....	4
公司现有产能 3.5 万吨，弹性巨大	5
其他染颜料及农药中间体持续上量	6
市场推动力充足，长期看好颜料中间体市场	6
刚性需求支撑，单硝基甲苯及农药中间体市场蓬勃发展	7
新能源汽车快速发展，相关材料市场广阔.....	8
环保咨询业务开始贡献收入利润	9
不断实践战略，版图快速扩张.....	10
通过并购和租赁快速实现产业链完善	10
战略生效，还将持续丰富产业链上其他产品	11
海外市场不断开拓，亦将成为新的增长点	11
风险因素	12
盈利预测及估值假设	12

插图目录

图 1: 公司主要业务产业链示意	1
图 2: 公司近年收入利润情况	2
图 3: 公司近年主要产品毛利率	2
图 4: 公司主要客户分布情况	2
图 5: 彩客化学股东结构	3
图 6: 荧光增白剂主要下游用途	4
图 7: DSD 酸三嗪类 OBA 典型结构	4
图 8: 全球 DSD 酸需求及增长预测	4
图 9: 全球主要企业 DSD 酸市场份额	5
图 10: 莱亚化学地处连云港灌云区	5
图 11: 全球 DMSS 和 DMAS 市场产量	6
图 12: 全球 DMSS 市场占比	7
图 13: 全球 DMAS 市场占比	7
图 14: 一硝基甲苯 (PNT、ONT、MNT 及 OT) 的生产工序	7
图 15: 全球 ONT 及 OT 市场需求量	8
图 16: 乙草胺合成流程示意	8
图 17: 全球新能源汽车乘用车销量预测	9
图 18: 国内新能源汽车销量实际分月数据	9
图 19: 公司部分环保相关技术成果	9
图 20: 公司通过并购的方式快速整合产业链	10
图 21: 颜料中间体可能延伸的细分产业链	11
图 22: 公司业务全球分布情况	12

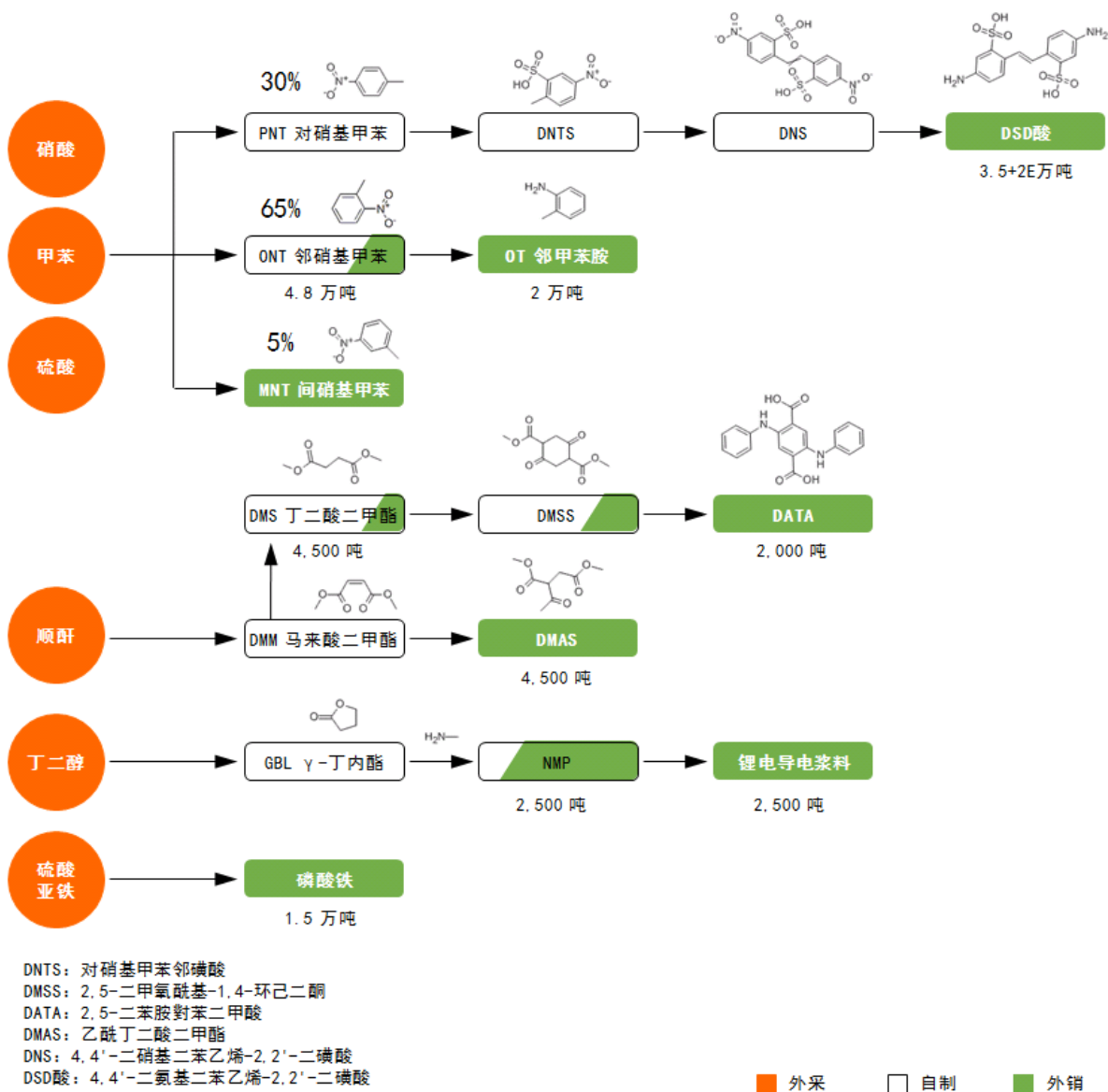
表格目录

表 1: 酰胺类产品全球销售收入	8
表 2: 公司主要业务营业收入预测	13
表 3: 公司部分盈利指标预测	14
表 4: 可比公司估值	14

公司是染颜料中间体全球龙头

彩客化学是全球染料、颜料中间体龙头。彩客化学业务涵盖染颜料及农药中间体。染料中间体主要为 DSD 酸, 颜料中间体主要为 DATA(中间体 MDS、DMSS 也外销)和 DMAS 组成。按产量计算, 公司在全球 DSD 酸和 DMSS 生产中排名第一, 分别占全球市场份额的 53.0%和 42.7%。同时公司也是 DMAS 等颜料中间体的重要生产商, 产量占全球总生产量的 19.8%, 产能居全球第二。此外, 各类一硝基甲苯及农药中间体 OT 也具有全球地位, 目前公司一硝基甲苯占全球份额为 18.8%。公司中间体业务的主要生产基地位于中国河北、山东省, 生产过程绿色环保、产能持续提升。

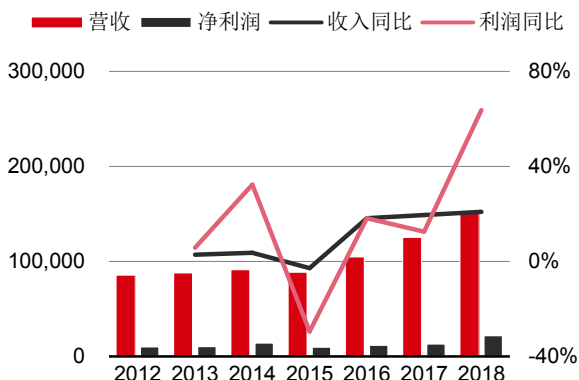
图 1: 公司主要业务产业链示意



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

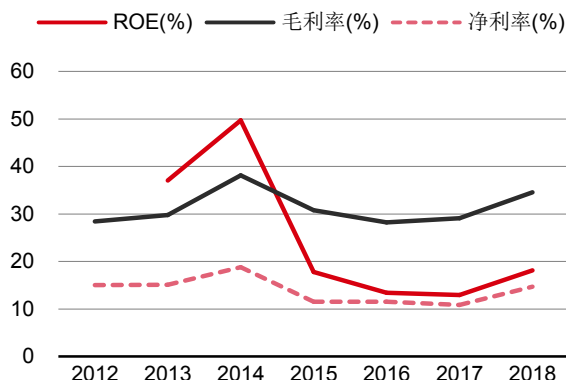
市场领导地位带来规模效应、强大议价能力及成本优势。市场龙头地位为公司带来强大的议价能力，可抵御油价浮动带来的成本压力。由于中间体质量稳定性及一致性直接影响终端产品的色泽，所以需要高生产技术确保每一批次产品化学及物理性质的一致性。公司通过多年经验累积改进生产技术持续改善提升生产工艺，生产及研发技术领先。2018年公司染料及农药中间体毛利率达 35.4%（同比增加 7.4 个百分点），颜料中间体毛利率达 33.9%（同比增加 0.2 个百分点），在行业内处高位。

图 2：公司近年收入利润情况（万元）



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 3：公司近年主要产品毛利率



资料来源：公司年报，中信证券研究部

客户优质、粘性高，优势壁垒明显。由于中间体的特性和质量直接影响终端产品色泽，中间体供应商需经过生产及质量认证方能进入供应链，而一旦进入，就不会被轻易取代。高技术门槛、高资金需求以及生产规模效应产生的成本优势，是新入行者无法复制的条件。把握这多年来成熟经营形成的优势壁垒，公司与国际化工巨头客户间保持常年良好合作关系，主要客户包括国内外知名的化工公司如巴斯夫、Indulor、昂高、传化等，合作关系已有近 10 年。2018 年前 5 大客户占收益 41.9%，与公司保持着长期而良好的关系。

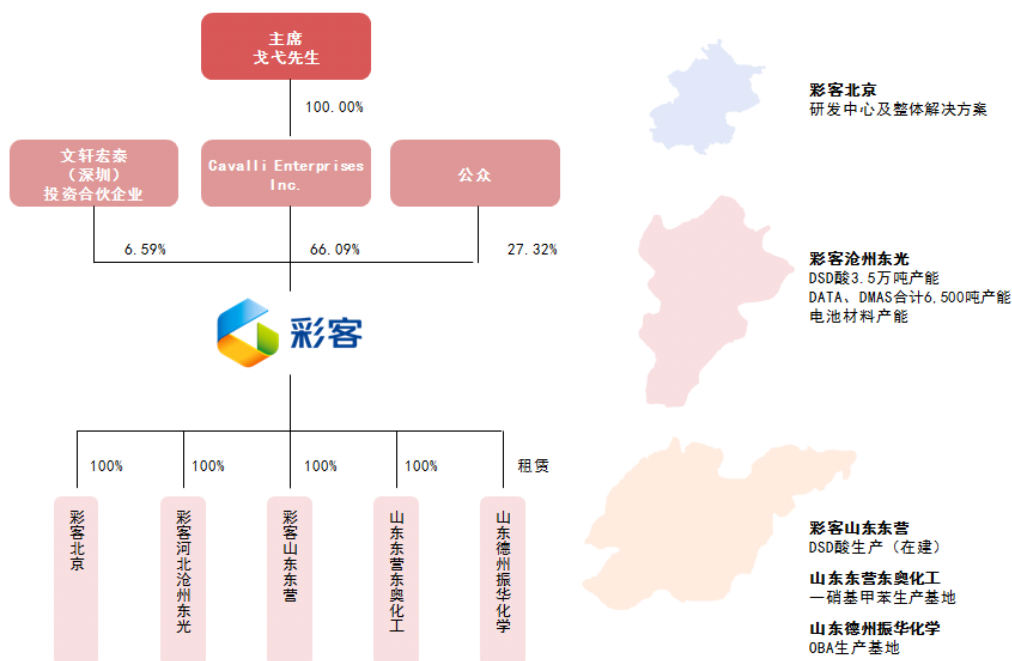
图 4：公司主要客户分布情况



资料来源：公司 2018 年度业绩简报，中信证券研究部

公司目前股权清晰，战略执行坚定。公司经营历史可追溯至 1997 年的华戈染料，其时主营 DSD 酸及其他化学品。2015 年公司上市时，华戈染料并入彩客东光，为公司在河北的重要生产基地。过去几年公司持续通过内生和外延的方式不断践行公司战略，凭借自身在研发、环保的优势持续延展产业链，扩大公司在 DSD 酸、双 D 颜料的优势。

图 5：彩客化学股东结构



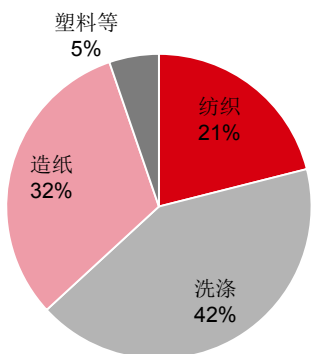
资料来源：公司公告，中信证券研究部

D 酸受益环保整治价格大涨，弹性巨大

DSD 酸是荧光增白剂的重要中间体，无可替代

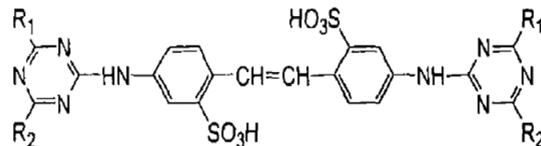
DSD 酸是荧光增白剂（OBA）的核心染料中间体，无可替代物。荧光增白剂 OBA（Optical Brightening Agent）的历史从 1929 年开始，在 1960-70s 大规模工业化生产，目前有 400 多个品种，3,000 个左右的商品牌号。从结构上看，增白剂类产品分子的基本特征是相对大的共轭体系、平面性和反式结构，以此能够拥有比较强的紫外吸收，产生蓝紫色荧光，让人产生更白及鲜艳的感觉。公司的主要产品 DSD 酸是生产 OBA 的核心染料中间体，并无可比较的替代品；除了生产 DSD 酸外，公司也通过租赁山东德州夏津振华化工进入到 OBA 的生产中，目前产品包括 BA、CXT、VBL、DMS、AMS 等。

图 6: 荧光增白剂主要下游用途



资料来源:《国内外荧光增白剂的状况与展望》(王景国), 中信证券研究部

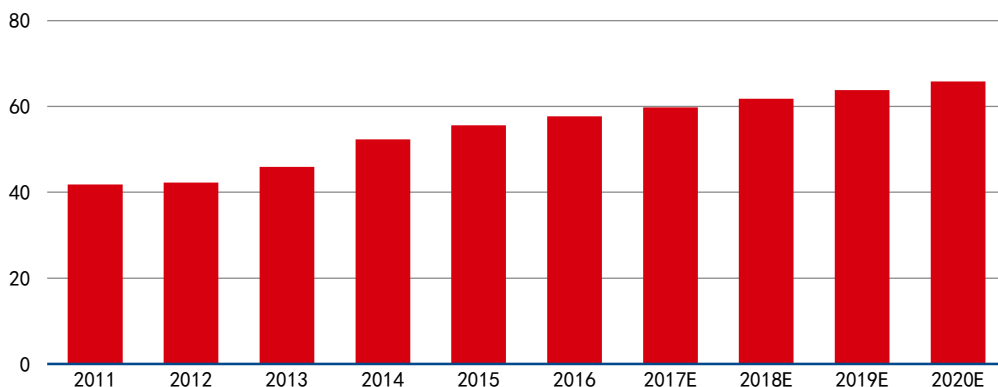
图 7: DSD 酸三嗪类 OBA 典型结构



资料来源:《国内外荧光增白剂的状况与展望》(王景国)

下游相对刚需, 持续增长。DSD 酸及产品荧光增白剂 OBA 广泛应用于造纸、纺织、清洁剂等, 下游需求整体看来逐年稳增。增长主要来源于生活水平的提高、进而导致家庭对洗涤剂、各类纸及织物消费量的持续提升。全球对 DSD 酸的需求大概在 6~7 万吨, 近年来复合增长率大概 3~5%。

图 8: 全球 DSD 酸需求及增长预测 (千吨)

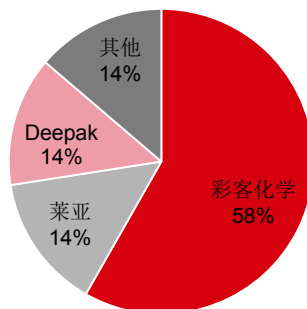


资料来源: 公司公告, Frost&Sullivan (含预测), 中信证券研究部

竞争对手停产, 受江苏“321”影响深远

产能持续转移, 目前集中在中国和印度。九十年代前, DSD 酸主要在欧美地区生产, 随着技术扩散和产业转移, 目前主要产能基本在中国、印度等国家。目前彩客化学产销量占市场一半, 位居全球第一; 排名第二的为连云港莱亚化学有限公司, 拥有 14% 的全球市场份额, 公司股东为浙江宏达化学制品有限公司 (生产 OBA 等产品); 排名第三的为印度的 Deepak Nitrite Ltd., 占 14% 的全球份额。此前于 2012 年, Deepak Nitrite Ltd. 申请印度商工部对原产于中国的 DSD 酸进行反倾销立案调查; 2019 年初印度政府停止了对原产中国的 DSD 酸征收反倾销税, 此事也将有利于国内 DSD 企业的产量的提升。

图 9：全球主要企业 DSD 酸市场份额



资料来源：公司 2018 年业绩简报、Frost & Sullivan，中信证券研究部

莱亚化工停产，对全球产能供应带来明显影响。全球目前主要有三家企业生产 DSD 酸，彩客化学为 DSD 酸及 OBA 最主要的供应商，占超过 60%的份额；莱亚排名第二，占 15~20%，印度公司 Deepak 排名第三，占 12~15%。自 2018 年上半年以来，莱亚化工所处的连云港燕尾港镇临港产业园面临极大压力，莱亚停产，至今难以复产，临港产业园在等待园区评分去留未卜。受此影响，DSD 酸的全球供应收缩明显，产品价格持续上涨。2018 年 DSD 酸的平均价在 25,000 元/吨，到 2018 年底产品不含税价已经提高到 68,300 元/吨，涨幅 173%。

图 10：莱亚化学地处连云港灌云区



资料来源：百度地图，中信证券研究部

公司现有产能 3.5 万吨，弹性巨大

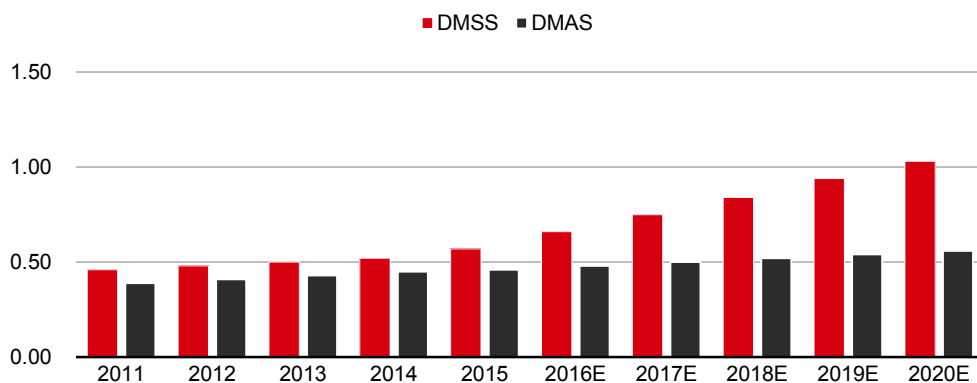
彩客化学拥有 3.5 万吨 DSD 酸，受益明显。彩客化学是全球最大的 DSD 酸生产商，自公司 2015 年上市即在河北沧州拥有 3.5 万吨产能。2017 年，公司通过收购 DSD 酸的上游单硝基甲苯及租赁 OBA 生产线，顺利完成了 DSD 酸产业链的上下游延伸。目前公司拥有 3.5 万吨 DSD 酸，生产工艺环保，在本轮涨价中将明显受益。

■ 其他染颜料及农药中间体持续上量

市场推动力充足，长期看好颜料中间体市场

公司颜料中间体包括 DMSS (DATA)、DMAS 等产品。此类产品是通过一系列化学反应制造的石油产品的必需衍生物。考虑到：(1) 涂料行业的需求不断增长；(2) 对高性能颜料的研究与创新不断增强；(3) 政策倾向于更加环保的生产方式等主要市场推动力，我们长期看好颜料中间体的发展。

图 11：全球 DMSS 和 DMAS 市场产量（万吨）



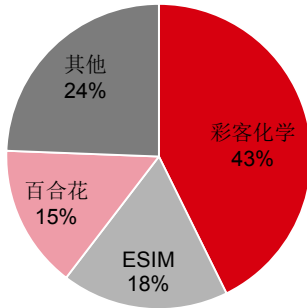
资料来源：公司公告，Frost&Sullivan（含预测），中信证券研究部

DMSS 的消费在很大程度上受到下游行业的影响。由于 2012 年全球经济状况停滞不前，DMSS 市场需求受到不利影响，但从 2013 年开始迅速回升。据中国汽车工业协会统计，2015 年汽车产销量超过 2,450 万辆，创全球历史新高，连续七年蝉联全球第一。2015 年中国汽车涂料的需求大约为 170 万吨，汽车涂料的需求年平均增长率在 15.7%。据 Frost & Sullivan 分析，DMSS 的消费量预计将保持稳定，2019 年的市场消费量预计将从 2015 年的 5,500 吨增长到 9400 吨，复合增长率为 11.9%。

DMAS 主要制作人造食用色素柠檬黄，也用于医药行业生产药品。受惠于食品、药品与化妆品等市场稳定需求，DMAS 的需求呈稳中有升的趋势。据 Frost & Sullivan 分析，预计 2016 年至 2020 年，DMAS 生产将和下游需求增长保持一致，产量达到 5.6 千吨。

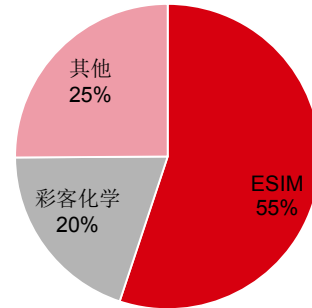
公司是 DMSS 全球第一和 DMAS 全球第二大生产商。DMSS 方面，彩客是全球最大的生产商，占市场份额的 42.7%，领先位居第二的 ESIM 约 25 个百分点；DMAS 方面，彩客化学是全球第二大生产商。2016 年彩客的 DMAS 生产量占据整体市场 19.8%，位居全球第二，竞争对手 ESIM 以 55.1% 的市场份额位居第一。伴随行业持续整合上量，作为龙头的彩客化学将成为行业发展的最大受益者之一。

图 12: 全球 DMSS 市场占比



资料来源: 公司 2018 年业绩简报, 中信证券研究部

图 13: 全球 DMAS 市场占比

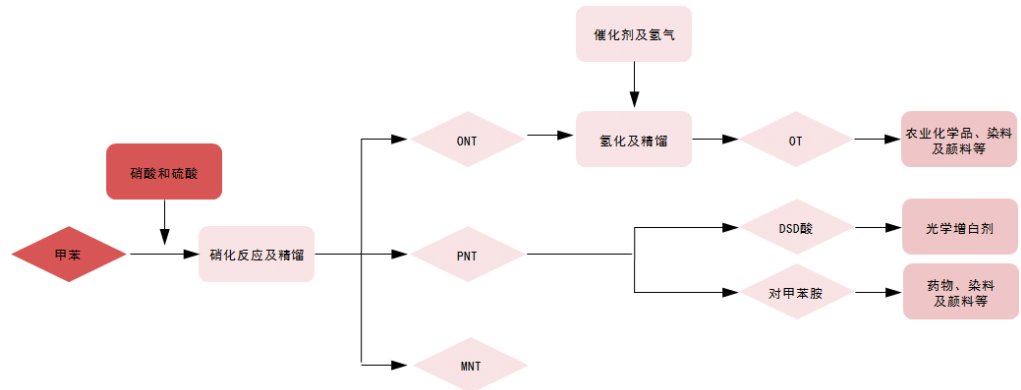


资料来源: 公司 2018 年业绩简报, 中信证券研究部

刚性需求支撑, 单硝基甲苯及农药中间体市场蓬勃发展

单硝基甲苯是公司主营产品的重要上游原料。单硝基甲苯的分类包括 PNT, ONT 和 MNT。生产一吨一硝基甲苯的 PNT:ONT:MNT 约为 35%:60%:5%。PNT 是一种浅黄色结晶固体, 主要用作染料中间体和颜料中间体的原料, 在内部用作 DSD 酸生产的原料。ONT 是一种浅黄色液体, 用途较 PNT 广, 被用作农药中间体、医药中间体、染料和颜料中间体的原材料。单硝基甲苯的生产集中度很高, 世界 79.6% 的市场份额集中在前 3 大生产商手中。

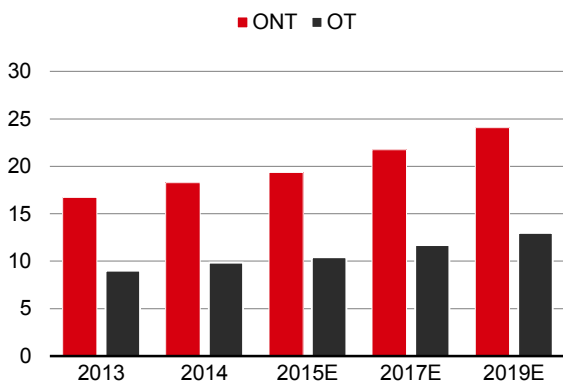
图 14: 一硝基甲苯 (PNT、ONT、MNT 及 OT) 的生产工序



资料来源: 公司 2018 年业绩简报, 中信证券研究部

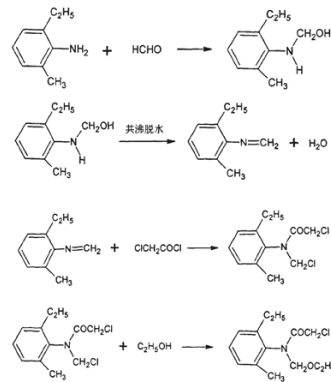
公司目前单硝基甲苯达到 80,000 吨, 为全球三大生产商之一。公司长期是 DSD 酸的最大生产商, 而 PNT 是生产 DSD 酸不可缺少的原料。作为 PNT 的全球最大采购商, 公司于 2015 年开始自行生产单硝基甲苯, 并伴随东奥化工一期、二期项目实现产能翻番。目前公司单硝基甲苯产能已经达到 80,000 吨, 对外采购 PNT 量减少约 85%, 导致市场上出现供过于求的情况, 大量 PNT 产品过剩, PNT 厂商低价卖出产品, 使公司 DSD 酸的生产成本有所下降。同时, 一些落后产能迫于竞争被淘汰, 受惠于行业整合加速, 公司在单硝基甲苯市场份额得到大幅提高, 从而进一步提升了议价能力, 服务公司整体战略。

图 15: 全球 ONT 及 OT 市场需求量 (千吨)



资料来源: 公司 2018 年业绩简报、Frost & Sullivan (含预测), 中信证券研究部

图 16: 乙草胺合成流程示意



资料来源: 《甲叉法制备乙草胺的新工艺研究》(陈玉亭)

OT 作为农药中间体市场广阔。 OT (邻甲苯胺) 是 ONT 的主要下游产品, 主要用于染料医药农药中间体, 应用广泛。OT 与乙烯进行邻位烷基化胺得到 MEA (2-甲基-6-乙基苯胺), MEA 是酰胺类除草剂的核心中间体, 也是合成染料、医药的原料。酰胺类除草剂系列产品近年发展速度较快, 2016 年全球销售收入达到 20 亿美元, 较 2012 年同比增加 26%, 未来还有持续成长空间。

表 1: 酰胺类产品全球销售收入 (亿美元)

序号	产品	2012 年	2016 年	增速	企业 (品牌)	使用时间
1	乙草胺	4.75	4.20	-12%	Monsanto (Harness)	1985
2	异丙甲草胺	4.40	5.90	34%	Syngenta (Calibra, Produce, Dual)	1975
3	二甲吩草胺	1.10	1.65	50%	BASF (Spectrum, Outlook)	1993
4	吡草胺	1.00	1.65	65%	BASF (Butisan)	1979
5	丙草胺	0.90	0.95	6%	Syngenta (Rifit, Solnet, Sofit)	1984
6	丁草胺	0.85	1.35	59%	Monsanto (Machete)	1969
7	氟噻草胺	0.85	2.50	194%	Bayer (Axiom, Fosburi, Herold)	1998
8	甲草胺	0.65	<0.30	-54%	Monsanto (Lasso)	1966
9	敌草胺	0.40	0.40	0%	UPL (Devrinol)	1969
10	二甲草胺	0.35	0.35	0%	Syngenta (Terdox)	1976
11	苯噻草胺	0.35	<0.30	-14%	Bayer (Hinochloa, Rancho)	1986
12	烯草胺	<0.10	<0.30	200%	Tokuyama/FMC (Koban, Successor)	2006
13	毒草胺	<0.10	<0.10	0%	Monsanto (Ramrod)	1965
14	甲氧噻草胺	<0.10	<0.10	0%	SDS Biotech (Alherb)	1994
	合计	15.90	20.05	26%		

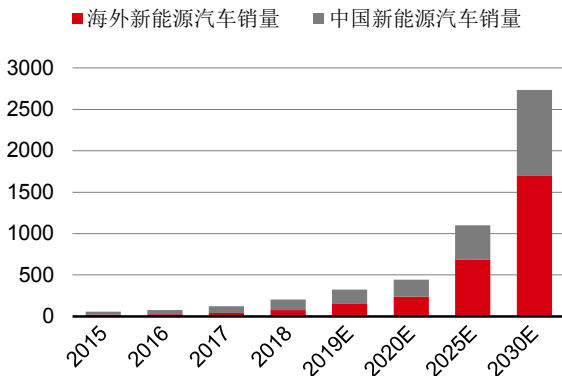
资料来源: 《世界农药新进展》(张一滨), 中信证券研究部

新能源汽车快速发展, 相关材料市场广阔

由于传统汽车采用的化石能源对人类生态环境造成了巨大的污染问题, 同时出于对化石能源储量保护的角度出发, 无论全球还是中国都加大了对新能源汽车的支持。电动汽车产、销量以及新能源汽车在汽车总销量中的渗透率自 14 年开始出现快速增长, 我们预计 2020 年全年电动汽车的渗透率将达到 7.0% 以上, 新能源汽车的产销量可达到 200 万辆左

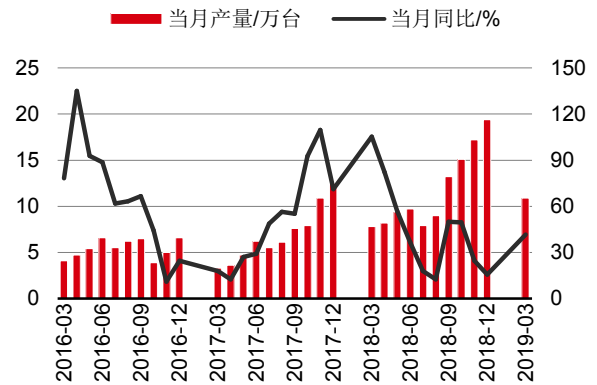
右带来的动力电池需求空间巨大。

图 17: 全球新能源汽车乘用车销量预测



资料来源: 乘联会, 中信证券研究部预测

图 18: 国内新能源汽车销量实际分月数据



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

公司目前在锂电材料已经有所布局, 主要产品包括: 1) NMP (2,000 吨) 及导电浆料; 2) 正极材料磷酸铁 (15,000 吨); 3) 与高校合作进行三元材料前驱体的研发等。随着新能源汽车市场不断放大, 预计锂电材料将给公司带来新的业绩贡献。

环保咨询业务开始贡献收入利润

公司坚持绿色制造, 环保方面要求严格。自成立以来, 公司坚持自行研发和升级生产工艺, 以持续降低生产成本, 目前公司生产工艺位列国际先进水平。2014 年, 公司发挥生产基地作为河北省染料与颜料中间体工程技术研究中心的优势, 以提升工艺水平、节能降耗、增进环保为研发主题, 共完成 20 项工程技改项目。近两年, 持续开发环保技术与现有产品的改造升级技术。

图 19: 公司部分环保相关技术成果



资料来源: 公司官方网站

在此基础上公司 2017 年成立环保事业部。环保事业部专注环保科技产品的开发及应用, 现有研发工程师 103 人, 博士 4 人, 硕士 23 人。事业部前身为彩客化学集团研发

中心，从 2000 年开始在化工领域进行治理技术研发，多年来一直致力于化工环保领域的技术开发和工艺优化，目前已拥有多项 VOCs 治理、工业废水治理的专有技术，如高效 VOCs 回收技术、高盐固液混合焚烧、臭氧催化氧化、高级电催化氧化、长效纳滤分盐等。

近两年来环保事业部已经有量利贡献。基于十多年的工艺开发经验，事业部可以做到从工厂生产工艺着手，通过优化工艺+治理技术的模式，实现“源头减排，资源回收，能量节约，环保治理”的多维度综合治理的一条龙整体解决方案，从而帮助客户实现以最小的经济付出，获得最高的环保效益。目前环保事业部对外承接废水、废气、固废等环保业务，并可承接化学相关检测业务。2017/2018 年此业务贡献收入分别为 53/3,832 万，增长快速，预计在国内强环保态势下公司相关业务将有持续的成长性。

■ 不断实践战略，版图快速扩张

通过并购和租赁快速实现产业链完善

通过垂直一体化，寻找新的利润增长点。产业链一体化是制造业企业扩大规模、降低成本的有限手段。公司在产业链延伸上通过并购和租赁的方式快速完成了两端业务的切入，保证了产品上游原料供应，且利用技术、渠道等多重优势构建壁垒，未来将有望长期把握市场定价权，带来长期业务发展。

图 20：公司通过并购的方式快速整合产业链



资料来源：公司公告，中信证券研究部

向上收购东奥，成为全球第三大一硝基甲苯生产商。一硝基甲苯是公司的重要上游原料，2015 年 1 月以来公司租赁东奥化工并于 2015 年 2 月开始进行一硝基甲苯及 OT 和 NMP 的生产。上市后，公司于 2016 年 3 月租用东奥二期厂房，并在 2016 年 7 月收购东奥。东奥化工于 2014 年 9 月被华戈控股以 2,460 万元全资从第三方处收购，彩客自华戈处以 1,736 万元收购得到东奥 100% 股权。收购完成后公司拥有一硝基甲苯 80,000 吨产能及 NMP 6,000 吨产能。对公司的意义在于：1) 完善了原料供应，有利于降低整体毛利率；2) 进入 OT（除草剂等中间体）和 NMP 行业，收入快速增加。

向下游租赁夏津振华，自行生产 OBA 产品。公司于 2016 年 12 月发布公告，向夏津振华租赁用于生产印染 OBA 及洗涤 OBA 的相关资产，从而将本集团核心产品之一 DSD 酸产业链延续向下游延伸至 OBA 领域。公告称租借的主要对象为 OBA 相关的生产资料与

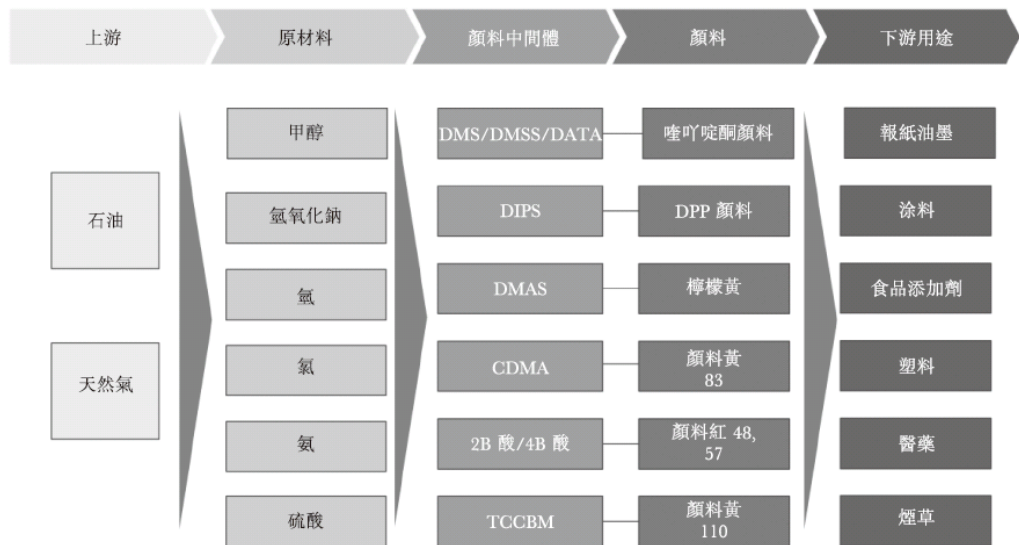
设备，期限为 3 年，每年租金为 430 万元。在整合上下游的战略中，公司正式宣告进入了下游 OBA 的生产，并不断地积极寻找进入其他板块下游的机会。

战略生效，还将持续丰富产业链上其他产品

除 DSD 酸及双 D 颜料中间体外，公司积极开拓新的产品线。收购东奥后，公司还向一硝基甲苯的横向延伸进入农药中间体行业。受惠于公司大量生产上游产品单硝基甲苯的战略，公司得以迅速进入农药中间体市场并占据一席之地。2016 年，公司借机农药行业整合提高 ONT、OT 等除草剂原料价格，受到量价双升的带动，农药中间体板块收益同比上升 153.4%，弥补了石油价格上涨对公司成本造成的不利因素，帮助公司实现收益同比增长 18.3%，是当年成长最快的业务。同时公司还基于 NMP 产品的协同效应进入电池产业链，目前已经能够生产电池浆料、磷酸铁等材料。

未来预计还将有新产品，成长可期。目前公司 DSD 酸及双 D 颜料中间体占据全球较大份额，并在精细化工产业有很深的技术、市场积累。未来预计还将不断优化现有产品组合并新增不同的产品生产线，包括公司此前(含计划)的产品如 CDMA、2B 酸和 4B 酸等。除了染颜料中间体外，从产业链和公司各年业绩简报及公告来看，公司还可能布局的细分方向包括：1) 农药中间体(已有 OT 基础)；2) 电池材料。

图 21：颜料中间体可能延伸的细分产业链



资料来源：公司公告，中信证券研究部

海外市场不断开拓，亦将成为新的增长点

拓展销售渠道，探索销往海外市场。公司现在出口业务占据 30% 以上，不同产品在全球渠道渗透的程度不同。以一硝基甲苯为例，此前在海外销售较少，未来公司有望凭借与海外企业多年良好的合作关系，拓展单硝基甲苯的海外市场，实现进一步盈利。目前，公司已将生产的单硝基甲苯样品发送至海外客户进行试用，取得了良好的反响。如果海外市场打开，将会为公司丰富渠道建设，不仅带来巨额利润，也规避了单一地区市场可能造成的价格浮动风险。

图 22：公司业务全球分布情况



资料来源：公司 2018 年度业绩简报，中信证券研究部

■ 风险因素

- 1、全球油价不稳定将对公司的产品价格和毛利率造成压力；
- 2、全球染颜料、农资投入品需求下滑。

■ 盈利预测及估值假设

公司营业收入及毛利假设：

- 1) DSD 酸产量受环保因素影响较往年收紧，但价格未来两年内均保持较高水平；
- 2) ONT/OT 受环保原因影响供应收紧，需求将因海外市场开拓及下游农药增加的推动而提升；
- 3) 颜料中间体保持相对稳定；
- 4) 锂电材料业务随着技术和市场的持续成熟在 2020 年开始有明显增加；
- 5) 环保事业随国内环保水平提升而持续增长。

表 2: 公司主要业务营业收入预测 (万元)

时间	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
1、染料中间体 DSD							
产能/万吨	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	55,000	55,000
河北东光南部厂房	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
山东东营 E						20,000	20,000
产销量/万吨	33,018	36,763	35,000	19,200	21,600	24,000	25,000
毛利率	25.90%	30.10%	46.43%	79.45%	78.48%	71.75%	71.75%
收入	48,411	66,001	98,000	186,903	200,708	169,912	176,991
成本	35,873	46,134	52,500	38,400	43,200	48,000	50,000
2、农药中间体 ONT/OT							
产能/万吨	45,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000
ONT	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
OT		20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
产销量/万吨	37,851	32,414	22,000	25,000	30,000	45,000	50,000
毛利率	26.10%	24.20%	24.20%	24.20%	26.00%	28.00%	28.00%
收入	36,148	34,988	23,747	26,985	33,170	51,137	56,818
成本	26,713	26,521	18,000	20,455	24,546	36,818	40,909
3、颜料中间体							
产能/万吨	4,500	8,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
3.1、DMS 中间体	2,000	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
3.1、DATA 产品	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
3.2、DMAS	1,500	1,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
产销量/万吨		8,102	8,227	8,200	8,200	8,200	8,200
毛利率		33.70%	33.90%	33.90%	33.90%	33.90%	33.90%
收入		23,617	26,248	27,060	28,700	28,700	28,700
成本		15,658	17,350	17,293	17,293	17,293	17,293
4、锂电材料							
4.1、磷酸铁							
产能/万吨		15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
产销量/万吨		100	100	100	500	3,000	5,000
毛利率		18.20%	18.20%	18.20%	19.00%	25.00%	25.00%
收入		220	220	220	1,111	7,198	11,997
成本		180	180	180	900	5,399	8,998
4.2、NPM 及浆料							
产能/万吨		2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
产销量/万吨		1,000	1,000	1,200	1,400	1,600	1,600
毛利率		18.20%	18.20%	18.20%	19.00%	25.00%	25.00%
收入		2,200	2,200	2,640	3,110	3,839	3,839
成本		1,800	1,800	2,160	2,519	2,879	2,879
5、环保咨询							
收入		4,000	5,000	6,000	8,400	12,600	18,900
收入增速			20%	20%	40%	50%	50%
成本			4,160	4,992	6,720	9,450	14,175
毛利率			16.80%	16.80%	20.00%	25.00%	25.00%

资料来源: 公司财报、业绩简报, 中信证券研究部预测

根据以上主要假设，我们对公司整体盈利做如下预测：

表 3：公司部分盈利指标预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元记账本位币)	1,256	1,527	2,510	2,763	2,745
营业收入增长率 YoY	18%	22%	64%	10%	-1%
净利润(百万元记账本位币)	124	229	1,013	1,066	882
净利润增长率 YoY	-15%	84%	343%	5%	-17%
每股收益 EPS(基本)(元记账本位币)	0.12	0.22	0.97	1.03	0.85
毛利率	0.30	0.35	0.67	0.66	0.56
净资产收益率 ROE	0.11	0.17	0.43	0.31	0.21
每股净资产 (元记账本位币)	1.10	1.27	2.24	3.27	4.12
PE (倍)	21.89	11.90	2.69	2.56	3.09
PB (倍)	2.39	2.07	1.17	0.80	0.64

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注 1：股价为 2019 年 4 月 25 日收盘价注 2：2019 年 4 月 25 日 1 港元=0.86 人民币

按可比估值来看，目前可比 A 股上市公司整体估值较高，在 15-40 倍；可比港股上市公司平均在 4-8 倍，我们选取中位，给予公司 2019 年 4.5 倍 PE，对应 53 亿港币，对应股价为 5.10 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

公司	收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (x)		PBLF	EBITDA	
			2018E	2019E	TTM	2018E			2019E
百合花	25.00	56	0.00	1.20	29.7	-	20.8	3.96	18.30
浙江龙盛	23.60	768	0.77	0.83	18.7	30.6	28.3	3.84	15.52
闰土股份	17.94	206	0.40	0.48	15.4	45.0	37.7	2.58	13.49
阜丰集团	4.24	108	0.99	1.06	-	4.3	4.0	3.49	5.77
中国心连心化肥	2.99	35	0.39	0.47	-	7.6	6.4	3.15	5.10
东岳集团	6.69	141	0.95	1.00	-	7.1	6.7	2.89	2.86

资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部 注：股价为 2019 年 4 月 25 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,256	1,527	2,510	2,763	2,745
营业成本	(884)	(992)	(835)	(952)	(1,198)
毛利率	29.60%	35.07%	66.74%	65.56%	56.35%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(43)	(48)	(86)	(92)	(91)
营业费用率	3.40%	3.17%	3.44%	3.34%	3.32%
管理费用	(122)	(132)	(226)	(253)	(246)
管理费用率	9.70%	8.66%	9.03%	9.15%	8.96%
财务费用	(21)	(40)	(28)	(21)	(20)
财务费用率	1.71%	2.64%	1.12%	0.76%	0.71%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	181	309	1,329	1,440	1,185
营业利润率	14.41%	20.23%	52.97%	52.10%	43.17%
营业外收入	(12)	6	7	0	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	169	315	1,336	1,440	1,189
所得税	(45)	(86)	(323)	(375)	(307)
所得税率 (%)	-26.54	-27.34	-24.16	-26.01	-25.84
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司股东的净利润	124	229	1,013	1,066	882
净利率 (%)	9.91	14.98	40.38	38.57	32.14

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	169	315	1,336	1,440	1,189
所得税支出	-45	-86	-323	-375	-307
折旧和摊销	63	65	149	156	163
营运资金的变化	0	0	-324	-82	90
其他经营现金流	4	-77	28	21	20
经营现金流合计	192	217	867	1,161	1,155
资本支出	-247	-466	-75	-75	-75
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-10	3	0	0	0
投资现金流合计	-257	-463	-75	-75	-75
发行股票	94	0	0	0	0
负债变化	64	63	-231	0	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-130	-53	-28	-21	-20
融资现金流合计	28	10	-259	-21	-20
现金及现金等价物净增加额	-38	-237	533	1,065	1,060

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	360	124	657	1,722	2,782
存货	115	210	126	156	210
应收账款	485	521	910	1,006	978
其他流动资产	18	20	20	20	20
流动资产	978	875	1,713	2,904	3,991
固定资产	1,120	1,496	1,422	1,340	1,251
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	1	3	3	3	3
其他长期资产	157	135	135	135	135
非流动资产	1,278	1,634	1,560	1,478	1,389
资产总计	2,256	2,509	3,273	4,382	5,380
短期借款	87	231	0	0	0
应付账款	496	446	451	492	602
其他流动负债	123	194	171	174	180
流动负债	705	871	622	666	782
长期借款	387	286	286	286	286
其他长期负债	22	31	31	31	31
非流动性负债	409	318	318	318	318
负债合计	1,114	1,189	939	984	1,100
股本及储备	1,141	1,330	2,344	3,409	4,292
资本公积	0	-11	-11	-11	-11
归属于母公司所有者权益合计	1,141	1,319	2,333	3,398	4,281
少数股东权益	1	1	1	0	0
股东权益合计	1,142	1,320	2,333	3,399	4,281
负债股东权益总计	2,256	2,509	3,273	4,382	5,380

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	18.41%	21.58%	64.31%	10.12%	-0.66%
营业利润增长率	17.22%	70.62%	330.30%	8.32%	-17.69%
净利润增长率	-15.24%	83.87%	342.80%	5.17%	-17.21%
毛利率	29.60%	35.07%	66.74%	65.56%	56.35%
EBITDA Margin	9.61%	10.97%	32.35%	29.91%	26.19%
净利率	9.91%	14.98%	40.38%	38.57%	32.14%
净资产收益率	10.91%	17.35%	43.45%	31.36%	20.61%
总资产收益率	5.52%	9.12%	30.97%	24.32%	16.40%
资产负债率	0.49	0.47	0.29	0.22	0.20
所得税率	-26.54%	-27.34%	-24.16%	-26.01%	-25.84%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%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

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。