

证券研究报告

2018年3月29日

公司研究 | 中国 | 精细化学品

评级：买入（维持）

目标价（港币）：4.70

施静 研究员	+86 10 5679 3967 shi_jing@htsc.com
丁涵之 研究员	+852 3658 6058 dinghanzhi@htsc.com
于文瑞 研究员	+86 21 2897 2218 yuwenrui@htsc.com

基本数据

目标价（港币）	4.70
收盘价（港币 截至 03月28日）	4.15
升幅 +/- (%)	13
市值（百万美元）	552
6个月平均日成交额（百万美元）	0.69
52周价格范围（港币）	5.30/2.42
BVPS（人民币）	1.11

股价走势图



资料来源：FactSet

2017年EPS大体符合预期；各分部表现不一；维持“买入”

EPS大体符合预期；电池材料业务不及预期，染料中间体业务超预期

彩客化学（彩客）3月28日公布2017年业绩：收入增长19.8%至人民币12.47亿元，净利润增长12.6%至人民币1.36亿元，较我们人民币1.43亿元的预测值低4.9%，主要原因是2017年实际有效税率上升至25%（2016年为22%）。分部业绩喜忧参半，电池材料业务大体令人失望，但传统染料中间体分部超出预期。彩客宣布全年派息每股人民币0.039元，对应派息率30%，与2016年持平。我们基于1）电池下料收入下降；同时2）染料中间体收入上升，将2018/19年盈利预测分别下调2.3%/0.3%。我们在调整盈利预测之后维持目标价4.7港币不变，同时维持对彩客的“买入”评级。主要下行风险包括：电池材料业务持续不及预期，以及染料中间体平均售价波动。

染料和颜料中间体业务好于预期

2017年彩客来自染料和颜料中间体的收入增长31.9%至人民币8.96亿元，占公司总收入的71.8%，较我们的预测值高14%。业绩超预期主要由于以下两点：1）染料中间体平均售价上涨22.4%，涨幅超过原料成本，推动毛利率从25.9%升至30.1%；2）颜料中间体销量增长25%，主要受益于公司主动降价（平均售价下降4.3%）以获取更多市场份额的战略。鉴于颜料中间体原材料价格与油价波动高度相关，在2018年布伦特平均油价64美元（2017年为54美元）的预期下，我们预计2018年公司将继续上调平均售价，从而对颜料中间体业务的收入增长和利润率扩张构成支持。

电池材料销售低迷；最新的环保咨询业务将录得增长

2017年磷酸铁分部收入为人民币79.8万元，分部毛利率录得-0.3%。我们将业绩不及预期归因于：1）不够明确的新能源汽车补贴政策在2H17抑制了下游供应商的需求；2）由于市场竞争激烈，磷酸铁平均售价有所下滑；3）从试产转变为量产导致成本增加。考虑到平均售价和销量齐跌，我们将2018年电池分部的收入预测下调65%。尽管电池材料业务表现不及预期，但受来自沧州市政府的空气检测项目驱动，新成立的环保技术咨询分部在2017年录得人民币52.6万元的收入，毛利率达到12.5%。鉴于管理层表示目前有数个潜在合约正在洽谈之中，预计每个合约的价值超过人民币1,000万元，我们预计这一新业务将在2018/2019年对公司盈利构成更大支持。

英文报告全文：

[Tsaker Chemical \(1986 HK\): BUY \(Maintained\) — 2017 EPS broadly in line; Segments mixed; Maintain BUY \(2018.03.29\)](#)

财务数据

年结于 12月31日	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入（人民币百万）	1,041	1,247	1,637	1,906	2,146
同比%	18.9	19.8	31.2	16.5	12.6
净利润（人民币百万）	121	136	186	218	251
同比%	18.3	12.6	36.4	17.4	14.9
EPS（摊薄，人民币）	0.241	0.132	0.181	0.212	0.244
PE（倍）	13.8	25.1	18.4	15.7	13.6
PB（倍）	1.7	3.0	2.7	2.4	2.1
EV EBITDA（倍）	19.7	18.7	13.6	11.9	10.4
股息率（%）	2.3	1.2	1.6	1.9	2.2
自由现金流收益率（%）	(5.7)	(2.0)	6.5	2.5	3.6

资料来源：公司资料，华泰香港研究预测

财务报表

损益表 (人民币百万)

年结于 12月31日	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	1,041	1,247	1,637	1,906	2,146
销售成本	(748)	(884)	(1,162)	(1,348)	(1,515)
毛利润	294	363	475	559	631
销售及分销成本	(39)	(47)	(61)	(71)	(80)
管理费用	(91)	(118)	(152)	(177)	(199)
其他经营收入/费用	16	4	10	7	9
经营利润	180	202	272	318	360
财务成本净额	(10)	(16)	(17)	(17)	(17)
应占联营公司利润及亏损	(15)	(6)	(8)	(9)	(10)
其他收入/支出	0	0	0	0	0
税前利润	154	181	247	292	333
税费开支	(34)	(45)	(61)	(74)	(83)
少数股东权益/其他	0	0	0	0	0
净利润	121	136	186	218	251
折旧及摊销	56	61	74	81	88
EBITDA	177	197	259	299	338
EPS (人民币 基本)	0.241	0.132	0.181	0.212	0.244

现金流量表 (人民币百万)

年结于 12月31日	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
EBITDA	177	197	259	299	338
融资成本	10	16	17	17	17
营运资本变动	(34)	(4)	184	33	(2)
税费	(34)	(45)	(61)	(74)	(83)
其他	52	28	64	71	84
经营活动现金流	171	192	463	346	354
资本开支	(266)	(260)	(240)	(260)	(230)
其他投资活动	18	3	0	0	0
投资活动现金流	(248)	(257)	(240)	(260)	(230)
负债增加量	393	64	(10)	(9)	(9)
权益增加量	0	94	0	0	0
派发股息	(31)	(38)	(56)	(65)	(75)
其他融资活动	(92)	(92)	(25)	(26)	(27)
融资活动现金流	270	28	(90)	(101)	(111)
现金变动	193	(38)	132	(14)	13
年初现金	493	469	378	509	494
汇率波动影响	9	1	0	0	0
年末现金	696	432	510	495	507

资产负债表 (人民币百万)

年结于 12月31日	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
存货	82	115	111	126	141
应收账款和票据	375	485	471	533	617
现金及现金等价物	469	378	509	494	507
其他流动资产	0	0	0	0	0
总流动资产	926	978	1,091	1,152	1,265
固定资产	967	1,200	1,367	1,546	1,688
无形资产	0	1	0	0	0
其他长期资产	46	77	87	99	108
总长期资产	1,013	1,278	1,454	1,645	1,796
总资产	1,940	2,256	2,545	2,797	3,061
应付账款	456	496	653	757	851
短期贷款	242	195	185	176	167
其他负债	20	15	23	27	30
总流动负债	717	705	861	959	1,048
长期债务	240	387	387	387	387
其他长期负债	22	22	25	25	25
总长期负债	262	409	413	413	413
股本	31	67	67	67	67
储备/其他项目	930	1,074	1,204	1,356	1,532
股东权益	961	1,141	1,271	1,424	1,599
少数股东权益	0	1	1	1	1
总股本	961	1,142	1,272	1,425	1,600
BVPS (人民币 基本)	1.92	1.11	1.24	1.38	1.56

估值指标

年结于 12月31日 (倍)	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
PE (倍)	13.8	25.1	18.4	15.7	13.6
PB (倍)	1.7	3.0	2.7	2.4	2.1
EV EBITDA	19.7	18.7	13.6	11.9	10.4
股息率 (%)	2.3	1.2	1.6	1.9	2.2
自由现金流收益率 (%)	(5.7)	(2.0)	6.5	2.5	3.6

业绩指标

年结于 12月31日	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
增长率 (%)					
收入	18.9	19.8	31.2	16.5	12.6
毛利润	8.8	23.6	30.8	17.7	12.9
经营利润	13.1	12.4	34.4	16.9	13.3
净利润	18.3	12.6	36.4	17.4	14.9
EPS	18.3	(45.1)	36.4	17.4	14.9
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	28.2	29.1	29.0	29.3	29.4
息税折旧摊销前利润率	17.0	15.8	15.8	15.7	15.8
净利润率	11.6	10.9	11.3	11.4	11.7
ROE	13.4	13.0	15.4	16.2	16.6
ROA	7.1	6.5	7.7	8.2	8.6
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	1.3	17.9	5.0	4.8	3.0
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力 (天)					
总资产周转率 (倍)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款	130	140	104	101	104
应付账款	219	202	202	202	202
存货	39	47	35	34	34
现金转换周期	(50)	(15)	(64)	(68)	(65)

资料来源: 公司资料, 华泰香港研究预测

分析师声明

本报告所表达的观点准确地反映了分析员对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。施静；丁涵之；于文瑞

重要披露

华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是 HTSC 的全资子公司 (HTSC 是一间于中华人民共和国注册成立的股份有限公司，中文公司名称为华泰证券股份有限公司，在香港以 HTSC 名义开展业务)。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其关联公司已经、正在及/或可能会充当为本报告中提及或建议的公司之债券市场作价者。

华泰香港投资评级标准

时间段：报告发布之日起6个月内

基准市场指数恒生中国企业指数 (以下简称基准)

股票评级

买入： 股价超越基准 15%以上

持有： 股价相对基准波动在 -10%~15%之间

卖出： 股价弱于基准 10%以上

暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

行业评级

增持： 行业股票指数超越基准

中性： 行业股票指数基本与基准持平

减持： 行业股票指数明显弱于基准

如有需要，可向华泰金融控股(香港)有限公司索取进一步资料。

一般披露

仅发送给《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者客户。

本文件仅发送给阁下供参考，不得翻印或分发给其它人士。

本文件所载资料由华泰金融控股(香港)有限公司编制和发表，而且是仅给收件人的严格保密资料。本文件旨在为华泰金融控股(香港)有限公司、其客户或准客户、子公司、分支机构、HTSC 和其子公司而刊发。若未事先获华泰金融控股(香港)有限公司的书面同意，不得翻印、分发或传达本文件(无论整份或部分)给其它人士。若获华泰金融控股(香港)有限公司准许转发，收件人须在转发前获取独立的法律意见，以确定该转发符合当地适用法规的要求。

华泰金融控股(香港)有限公司不是美国金融业监管局(FINRA)的注册会员，其员工或其他服务提供者亦没有在 FINRA 注册为 FINRA 的研究分析师。

本文件(i)供阁下作个人参考之用，我们并非以此作任何招揽；(ii)若要约发行在任何司法管辖区为违法，本文件不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约；(iii)本文件的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获华泰金融控股(香港)有限公司独立核实。本文件仅提供一般参考资料，并非为提供个人投资建议，也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。本文件可能含有来自第三方的资料，包括信贷评级机构的评级；除非事先获第三方的书面许可，不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料(包括评级)的准确性、完整性、时间性或是否可以使用，华泰金融控股(香港)有限公司和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏(无论是不是因为疏忽)承担责任，同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证，包括但不限于某一特殊目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料(包括评级)负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失(包括失去的收入或利润及机会成本)的法律责任。信贷评级为意见陈述，并非事实陈述，或购买、持有或销售证券的推荐意见，也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导，不应作为投资意见般倚赖。

本文件所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况，这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指引，该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外，模拟情况乃基于模型及简化的假设推断，当中可能有过分简化的情况，也不反映未来回报的分派。本文件所述的事实以及当中表达的意见、估计、预测和推测以本文件的日期为准，并可以在没有通知的情况下有所更改。华泰金融控股(香港)有限公司并无就本文件所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证，阁下亦不应倚赖本文件所载数据。华泰金融控股(香港)有限公司概不就因使用或倚赖本文件或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害而赔偿或承担任何法律责任。本文件并非为提供专业意见(包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见)，阁下也不应作为专业意见般倚赖；亦不可取代阁下的判断。华泰金融控股(香港)有限公司非阁下的顾问，也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本文件的资料或推荐意见是否适合他的特定情况，若适用，应寻求专业意见，包括税务意见。

投资者在作出投资决定时，应了解本文件的资料仅为其中一项阁下考虑的因素，因此本报告不应被视为与任何投资决定相关的所有直接或间接风险之阐明或建议。华泰金融控股(香港)有限公司出版很多不同种类的研究产品，其中包括基本面分析、量化分析和短期买卖意见；一类研究产品所含的推荐意见有别于其它种类的研究产品所含的推荐意见，不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其董事、高级管理层和雇员在适用法规容许下可以其自身、代理或其它身份作为涉事对头，也可拥有本文件所提及的发行人及其证券、期权或其它衍生工具的长仓或短仓，或买卖这些金融产品。华泰金融控股(香港)有限公司在适用法律容许的情况下可参与或投资本文件提述的证券的发行人的融资交易、为该发行人施行服务或向该发行人招揽业务。华泰金融控股(香港)有限公司可能曾担任本报告所述的任何或所有经营实体的证券公开发行的经办人或联席经办人，华泰金融控股(香港)有限公司现时也可能在本报告所述的任何或所有经营实体的证券发行中担任一级市场证券流通量提供者；华泰金融控股(香港)有限公司也可能正在或在过去 12 个月曾向该等经营实体提供其它投资银行服务、重大意见或投资服务。华泰金融控股(香港)有限公司也可担任发行人的金融工具的做市商或市场流通量提供者。

华泰金融控股(香港)有限公司透过其合规政策及程序(包括但不限于利益冲突、处理保密信息及中国墙政策)以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究报告活动的冲突。

法律实体披露

中国： HTSC 具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

香港： 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809。

©版权所有 2018 年华泰金融控股(香港)有限公司

地址：香港皇后大道中99号中环中心5808-5812室

电话：+852 3658 6000

传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk/