

珠光材料空间大 技术领先享市场

——坤彩科技（603826）深度报告

2017 年 6 月 15 日

强烈推荐/首次

坤彩科技

深度报告

报告摘要:

珠光材料实力强劲供应商，产品丰富满足多层次需求。公司秉承“归零跨越”的创新理念，自设立以来一直专注于珠光材料的研发、生产和销售，产品应用领域广泛布局下游行业，追求极致的产品创新，不断实现自我突破，保持产品的持续创新和升级换代；同时持续改进生产工艺，不断提升产品品质。经过多年的发展，公司已经成为中国规模最大的珠光材料生产企业，同时也是全球知名的珠光材料生产商。

行业未来发展空间巨大，公司具备行业领先优势。近十年来全球珠光材料发展较快，产量从 2000 年约 2 万吨，增长到 2015 年的约 10 万吨，年复合增长率约为 11.33%。全球珠光材料的整体供应和需求都处于高速增长的状态，未来 3-5 年将呈现出供应相对紧张的形势。来自国内外的主要竞争对手实力强劲，但公司仍拥有明显的竞争优势，包括规模优势、研发与技术优势、产品线丰富的优势、销售网络优势、品牌优势。

业绩预测及估值。我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 9.05 亿、11.9 亿、14.7 亿，净利润 1.47 亿、2.23 亿、3.19 亿，对应 EPS 分别为 0.41、0.62、0.88 元，对应 PE 分别为 44 倍、29 倍、20 倍，首次推荐给予“强烈推荐”评级。

风险提示。原材料价格波动风险；人民币汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

财务指标预测

指标	15A	16A	17E	18E	19E
营业收入(百万元)	327.46	408.24	905.84	1,193.4	1,474.1
增长率(%)	3.93%	24.67%	121.89%	31.75%	23.52%
净利润(百万元)	100.49	108.75	147.45	223.50	318.99
增长率(%)	21.26%	8.22%	35.59%	51.58%	42.72%
净资产收益率(%)	24.82%	22.04%	21.03%	25.40%	28.10%
每股收益(元)	0.372	0.403	0.410	0.621	0.886
PE	48.58	44.89	44.14	29.12	20.40
PB	12.06	9.89	9.28	7.40	5.73

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

林阳

021-65465035

执业证书编号:

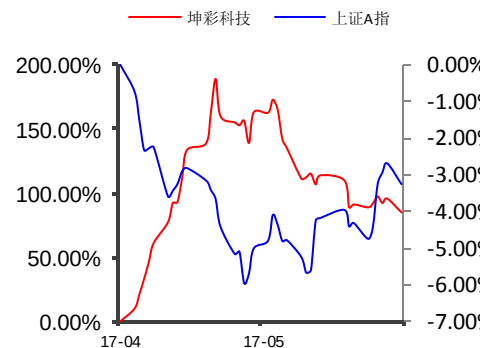
liny.ang@dxzq.net.cn

S148051012000

交易数据

52 周股价区间(元)	9.74-28.48
总市值(亿元)	65.09
流通市值(亿元)	16.27
总股本/流通 A 股(万股)	36000/9000
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	11.67

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1.国内珠光材料供应商龙头	5
1.1 实力强劲的供应商，海外子公司众多	5
1.2 主导产品丰富，满足多层次需求	5
2.国内外市场同时布局，业务收入稳定增长.....	8
2.1 营收与毛利均持续增长，市场地位不断巩固	8
2.2 主导产品销售收入迅速提高，促进公司业绩腾飞	10
3.行业发展空间巨大，公司具备行业领先优势	14
3.1 国内外珠光材料市场需求旺盛	14
3.2 主要应用领域需求不断增长，为行业发展提供良机	15
3.3 受益行业政策影响，看好未来发展前景	19
4.行业竞争十分激烈，公司处于行业优势地位	20
5.募项目：扩大产能,突破限制，促进发展.....	23
6.业绩预测及估值	24
7.风险提示	25

表格目录

表 1 珠光材料下游行业具体应用简介	8
表 2 2014-2016 公司收入构成情况（万元）	11
表 3 国家相关产业政策	19
表 4 公司主要竞争对手简要情况	21
表 5 募集资金投向	18
表 6 募集资金投资构成情况	25
表 7 盈利预测表	20

插图目录

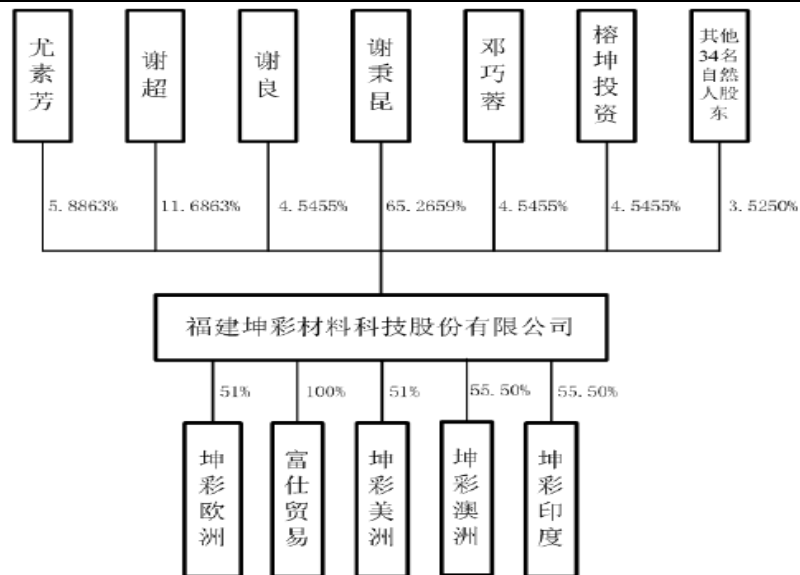
图 1 公司的股权结构	错误!未定义书签。
图 2 各种颜色的珠光材料	错误!未定义书签。
图 3 珠光材料光泽原理	7
图 4 公司的行业产业链	错误!未定义书签。
图 5 公司 2012 年至 2016 年营收及增长率情况	9
图 6 公司 2012-2016 年净利润及增长率情况	9
图 7 公司毛利及毛利率情况	10
图 8 公司各主要产品收入情况（万元）	11
图 9 2016 年公司各主导产品收入占营收比例情况	11
图 10 国内各地区销售占当期营收的比例情况	12
图 11 国外各地区销售占比情况	13
图 12 2008 年-2015 年全球珠光材料市场规模	14
图 13 全球及中国涂料产量情况（万吨）	15
图 14 全球及中国塑料产量情况（吨）	17
图 15 全球及中国汽车产量情况（万辆）	17
图 16 中国人造革合成革销量（亿平米）	18

1.国内珠光材料供应商龙头

1.1 实力强劲的供应商, 海外子公司众多

公司前身为坤彩有限，创立于 2005 年 11 月，并于 2014 年 12 月整体变更为股份有限公司。公司秉承“归零跨越”的创新理念，自设立以来一直专注于珠光材料的研发、生产和销售，追求极致的产品创新，不断实现自我突破，保持产品的持续创新和升级换代；同时持续改进生产工艺，不断提升产品品质。经过多年的发展，公司已经成为中国规模最大的珠光材料生产企业，同时也是全球知名的珠光材料生产商，公司产品深受国内外客户的信赖和赞誉，公司的最终客户群体包括杜邦、立邦、PPG、阿克苏、克莱恩、普立万、Intercos 等国内外知名的涂料、色母、化妆品等生产商。

图 1：公司股权结构



资料来源：照顾或明书，东兴证券研究所

1.2 主导产品丰富，满足多层次需求

公司的主营业务为珠光材料的研发、生产和销售。按基材分，珠光材料可划分为以天然云母为基材的珠光材料、以合成云母为基材的珠光材料和以玻璃为基材的珠光材料

等产品；按用途分，可划分为工业级珠光材料系列、汽车级珠光材料系列、化妆品级珠光材料系列等产品。珠光材料又称“珠光效果材料”，是根据珍珠光泽、鱼类的鳞片、贝壳珠光效果形成的原理，通过特定工艺方法，在天然云母或人工合成等基材表面包覆一层或多层金属氧化物，制得的一种材料；由于特殊的材质与结构，当光照射到这些材料的表面时，会发生光的折射，随着包覆层不同厚度产生光的干涉与透射作用，从而形成了奇妙的闪烁光泽，重显自然界固有的色彩，如鱼类、飞鸟等其他动物惟妙惟肖的色彩，人造珠光材料该效果能替代天然珠光，故称“珠光材料”。

图 2：各种颜色的珠光材料

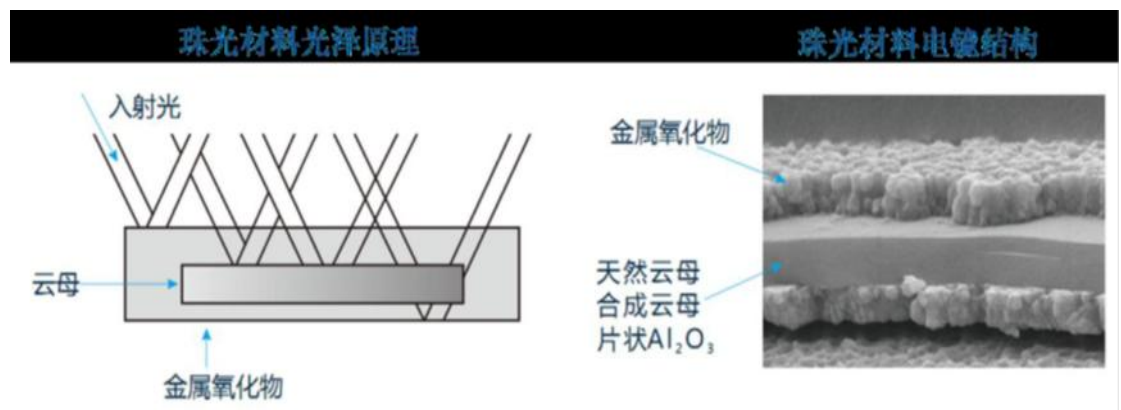


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

经过多年的研究，人们发现珍珠之所以能发出闪亮光泽主要是由珍珠自身的物理构造决定的。珍珠是由碳酸钙质层和蛋白质层交替包裹、覆盖而形成，二者具有不同的光学折射率，因此会在珍珠不同的层面上发生多重反射；在同一方向上，有多束在珍珠

内部经历不同光程的光线以平行状态反射出来，这些光线之间发生的光学干涉便形成了艳丽闪烁的光彩。珠光材料是由研磨后的云母等基材粒子和金属氧化物包覆而成。当白光照射到这些薄片表面，经光线多重反射，呈现出多种鲜艳夺目的干涉色。通过控制金属氧化物薄膜的厚度，可以得到不同色彩的干涉色。

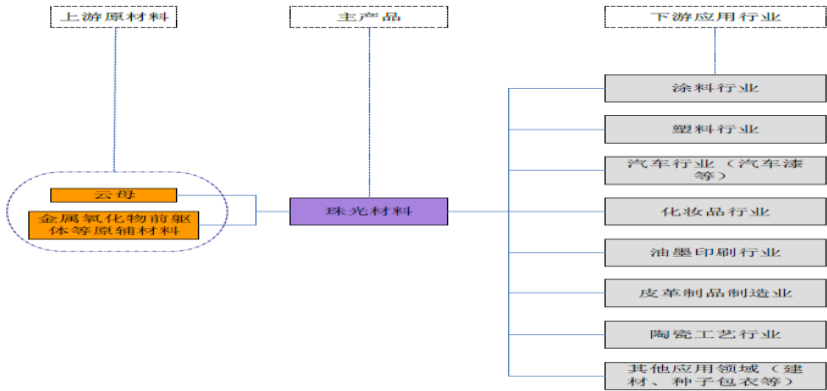
图 1 珠光材料光泽原理



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

云母珠光材料是目前世界上生产最多和应用最广泛的珠光材料，云母珠光材料的主要原材料为云母和金属氧化物前驱体等。并且，由于云母珠光材料具有多种色彩效应，云母珠光材料下游应用领域广泛。

图 4：产业链流程图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 1 珠光材料下游行业具体应用简介

应用领域	具体产品应用介绍
涂料工业应用	广泛应用于工业涂料、塑胶涂料、粉末涂料、氟碳涂料、水性涂料、乳胶漆、地板涂料、皮革涂料和家具涂料等
塑料工业应用	广泛应用于塑料容器、塑料家具、塑料印刷、各类塑料包装、玩具、装饰材料和各种薄膜等塑料制品
汽车工业应用	应用于轿车、动车、其他车辆等所使用的汽车涂料、面漆领域
化妆品工业应用	应用于生产口红、眼影、粉底、眼线液、眉笔、指甲油，发乳、润肤膏，喷发剂等不同化妆品
油墨工业应用	应用于各种包装纸、壁纸、杂志、广告画、纺织品等物品
皮革工业应用	可用于各类合成革和动物皮革及制品的高装饰性涂饰，在革面产生珍珠般光泽
其它应用	陶瓷印花、种子包衣、医药胶囊、烟包印刷、卫具用品、洗涤用品、牙膏膏体、健康用品、体育用品等

资料来源：招股说明说，东兴证券研究所

2.国内外市场同时布局，业务收入稳定增长

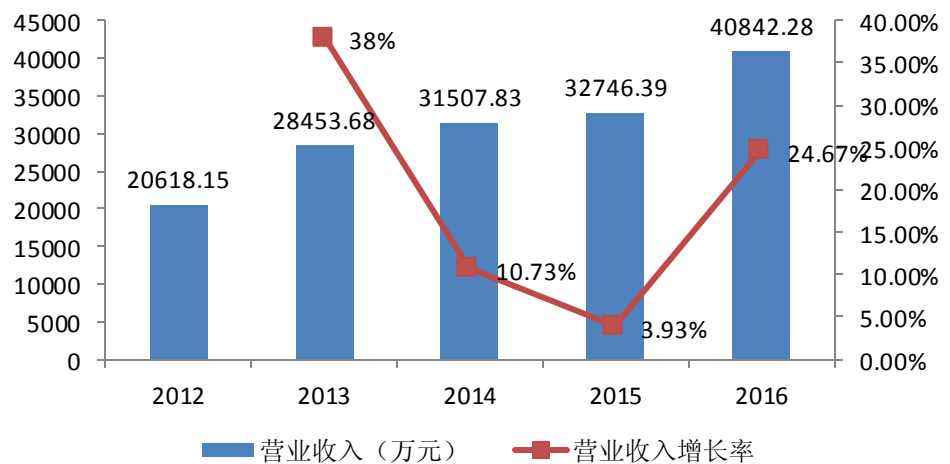
2.1 营收与毛利均持续增长，市场地位不断巩固

目前全球金属颜料和有机颜料有超过 60 万吨的市场需求，珠光材料市场前景广阔。

2008-2015 年，全球珠光材料行业销售规模增长迅速，年均增长率达到 15%以上。

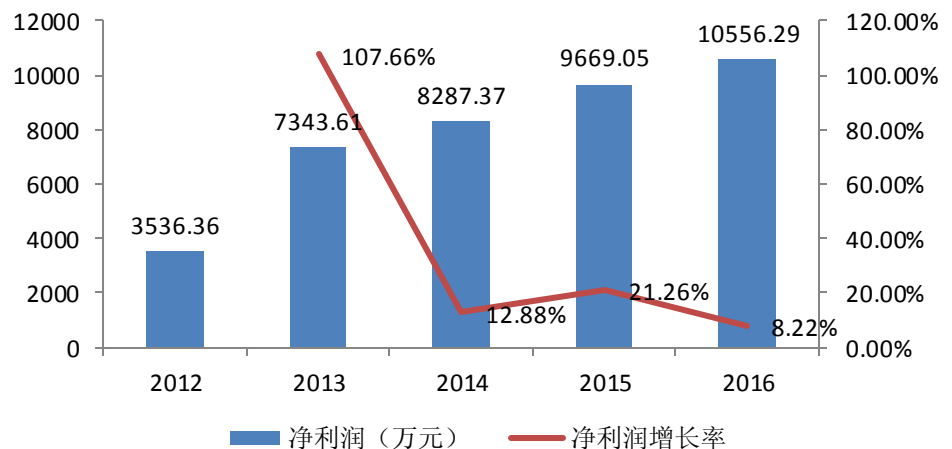
公司顺应珠光材料行业发展趋势，积极持续开发新产品、丰富产品结构，不断提升产品品质，并不断加大国内外市场开拓力度，公司销售收入逐年增长。2015 年公司实现营业收入 32,746.39 万元，比 2014 年增长 3.93%；2015 年受全球经济波动影响，业务收入增速有所放缓。2016 年公司实现营业收入 40,824.28 万元，比上年同期增长 24.67%，主要原因系一方面公司通过不断完善全球营销网络、加大展会推广力度，持续开拓新客户，2016 年销量同比增长了 13.40%；另一方面 2016 年人民币汇率贬值以及公司产品直销比例提高、高端产品合成云母珠光材料、玻璃基材珠光材料占比的提升导致产品平均销售单价较去年同期上升了 9.93%。

图 2 公司 2012 年至 2016 年营收及增长率情况



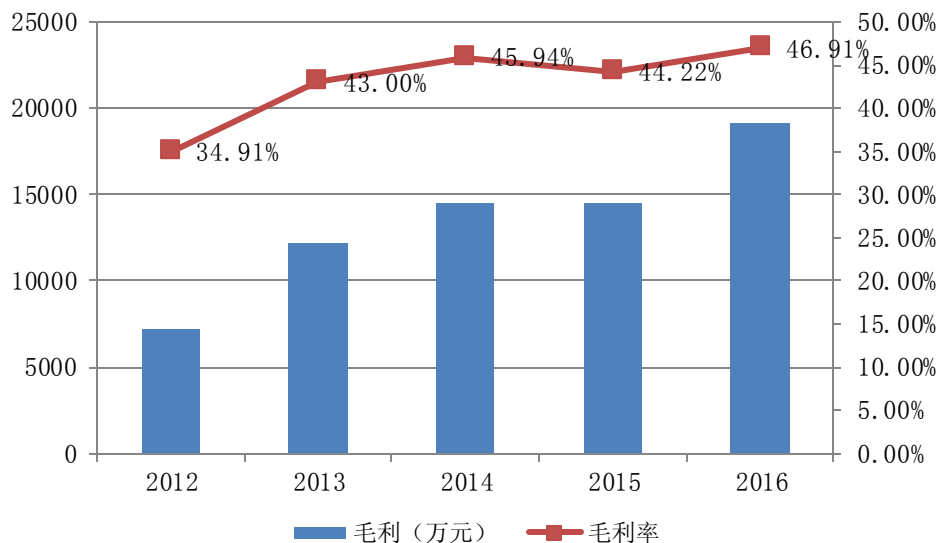
资料来源：wind，东兴证券研究所

3 公司 2012-2016 年净利润及增长率情况



资料来源：wind，东兴证券整理研究所

图 4 公司毛利及毛利率情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

2012-2016 年，公司毛利率稳定增长，尤其 2014-2016 毛利率保持较高水平且呈相对稳定趋势，主要原因系公司通过持续的技术变革和设备改造，不断改进生产工艺，同时提升了生产的自动化水平，提高生产效率；报告期内公司不断推出新产品引领市场，同时不断提升产品品质、优化产品结构，从而持续保持了较高的毛利率水平。

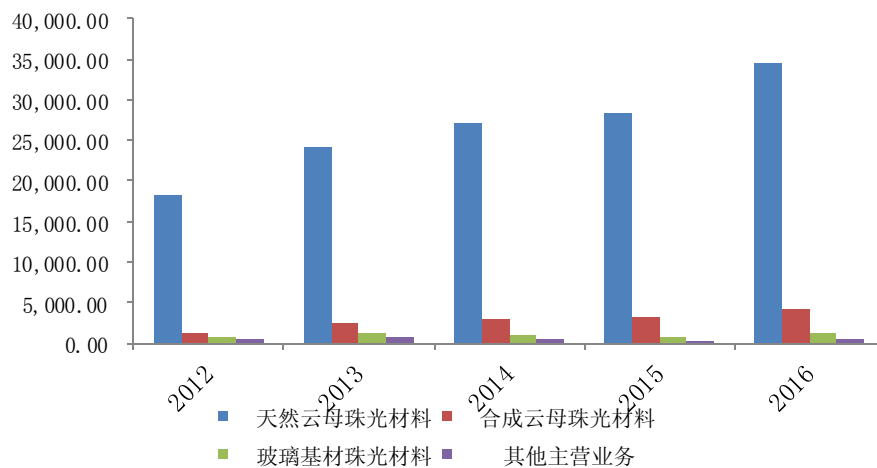
2.2 主导产品销售收入迅速提高，促进公司业绩腾飞

表 2 2014-2016 公司收入构成情况（万元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占营收比例	金额	占营收比例	金额	占营收比例
天然云母珠光材料	34,604.75	84.77%	28,349.41	86.57%	27,038.53	85.84%
合成云母珠光材料	4,321.92	10.59%	3,206.36	9.79%	2,936.73	9.32%
玻璃基材珠光材料	1,360.20	3.33%	812.18	2.48%	995.35	3.16%
合计	40,286.86	98.68%	32,367.96	98.84%	30,970.61	98.32%

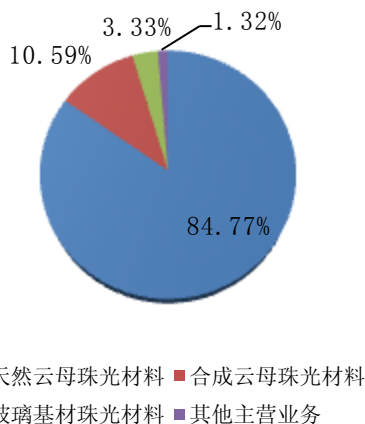
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 5 公司各主要产品收入情况（万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 6 2016 年公司各主导产品收入占营收比例情况



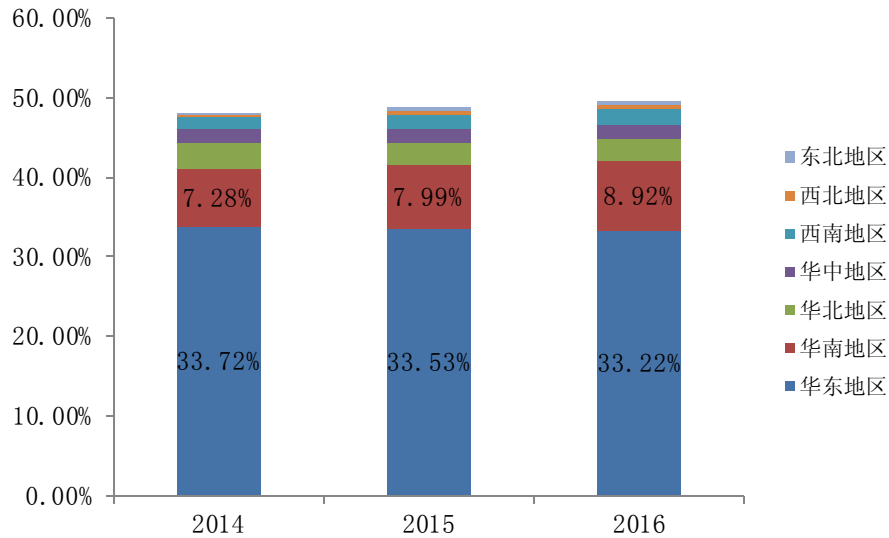
资料来源：wind，东兴证券研究所

2014 年-2016 年天然云母珠光材料占主营业务最大，分别为 85.84%、86.57%、84.77%，该项主导产品对毛利率的贡献也很大，2014 年-2016 年产生的毛利占总毛利总额的比重分别为 38.58%、37.52%、38.51%，由此可见该项主导产品是利润的主要来源。

2.3 国内外业绩齐头并进，仍具较大拓展空间

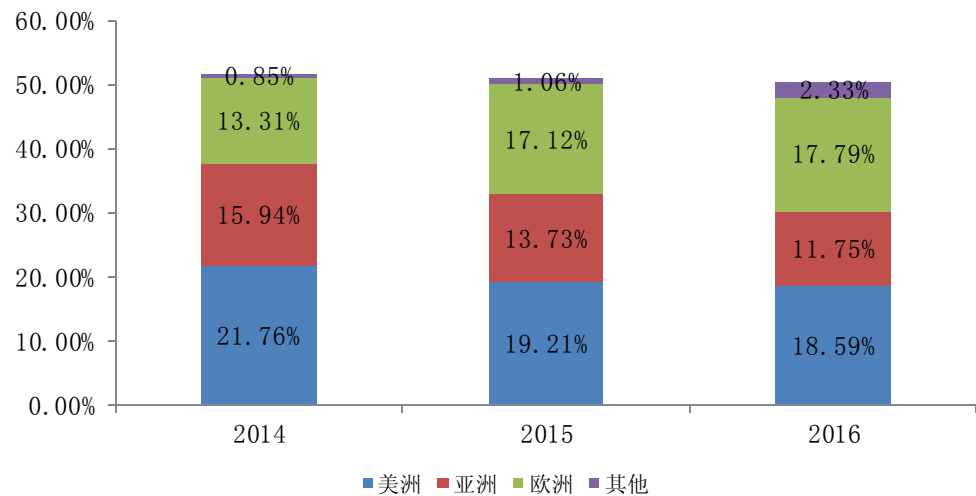
随着我国 GDP 持续高速增长，人们生活水平日益提高以及涂料、塑料、汽车等下游行业稳定增长，国内珠光材料市场需求也日益加大，2014-2016 年国内销售收入分别为 15163.26 万元、16005.88 万元和 20220.65 万元，分别占当期主营业务收入的 48.14%、48.88%和 49.53%因经济发达地区对珠光材料产品的使用和认可程度更高，华东地区和华南地区成为国内主要销售区域。

图 7 国内各地区销售占当期营收的比例情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 8 国外各地区销售占比情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

随着公司品牌知名度的不断提升和全球营销服务网络的不断完善，公司凭借良好的产品性价比以及对客户需求的快速响应能力，在国际市场的销售额逐年提升。2014 年-2016 年公司分别实现外销收入 16,335.03 万元、16,740.51 万元和 20,603.63 万元，分别占当期主营业务收入的 51.86%、51.12%和 50.47%。从销售地区来看，公司外销收入主要来源于美洲、欧洲以及韩国、印度等亚洲地区随着公司海外销售子公司的

设立运营、产品竞争力的加强和品牌知名度的提升，公司在欧洲地区的销售绝对额和销售占比逐年上升。

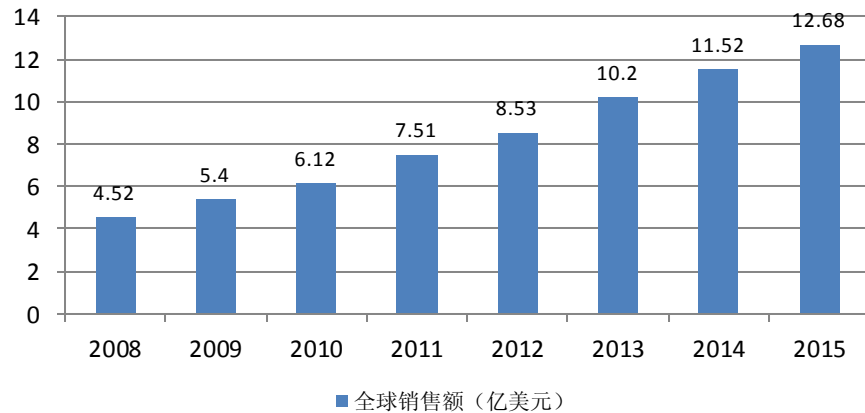
3.行业发展空间巨大，公司具备行业领先优势

3.1 国内外珠光材料市场需求旺盛

近十年来全球珠光材料发展较快，产量从 2000 年约 2 万吨，增长到 2015 年的约 10 万吨，年复合增长率约为 11.33%。全球珠光材料的整体供应和需求都处于高速增长的状态，未来 3-5 年将呈现出供应相对紧张的形势。据统计，2008 年至 2015 年全球珠光材料的市场需求从 4.52 亿美元增长到 2015 年的 12.68 亿美元，年复合增长率达到 15.88%。预计未来 3-5 年全球珠光材料的整体供应和需求都将保持高速增长的状态。若按照 2008-2015 年间的年复合增长率测算，至 2019 年全球珠光材料的市场规模将达到约 23 亿美元。

至 2010 年底，我国已具备了年产 2 万吨珠光材料的生产能力，其中有超过 1 万吨的珠光材料出口到世界各国。至 2015 年，我国珠光材料产量已经达到了近 3.5 万吨，约占全球产量的 35%。目前我国珠光材料制造行业规模、资产及销售产值等各项指标持续攀升，行业经营持续向好。2015 年，我国珠光材料制造行业规模企业个数达到了 20 多家，行业工业企业销售产值从 2009 年的 3.49 亿元增加到 2015 年的 11.14 亿元。

图 9 2008 年-2015 年全球珠光材料市场规模



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.2 主要应用领域需求不断增长，为行业发展提供良机

珠光材料的应用领域极其广阔，下游行业包括涂料、塑料、汽车、化妆品、油墨、皮革、陶瓷、建材、种子等行业。因此下游行业的需求也会促进珠光材料的快速发展。

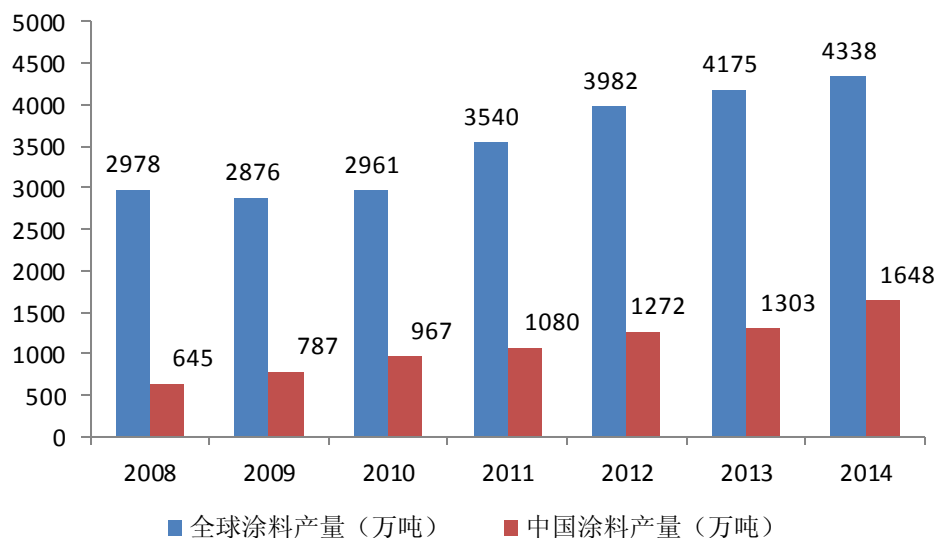
珠光材料在涂料领域应用量最大，因此，涂料产业的发展对珠光材料行业的发展起着重要促进作用。由于建筑业等行业的巨大需求，全球油漆涂料市场仍在不断增长。

2010年至2014年全球涂料产业呈稳定增长的态势，2014年全球油漆涂料增长了3.9%，产量达到4,338万吨，约合1,323亿美元。

我国是涂料生产和消费大国，涂料产量及产值一直保持较为快速的增长，远高于同期GDP增速，即使在金融危机、原材料成本上涨等不利环境影响下，仍实现逆势增长。

2007年至2015年间，我国涂料产量年均增长率超过14%，2015年产量达到1,710.82万吨，与2010年的966.63万吨相比，增长了近740万吨。

图 10 全球及中国涂料产量情况（万吨）



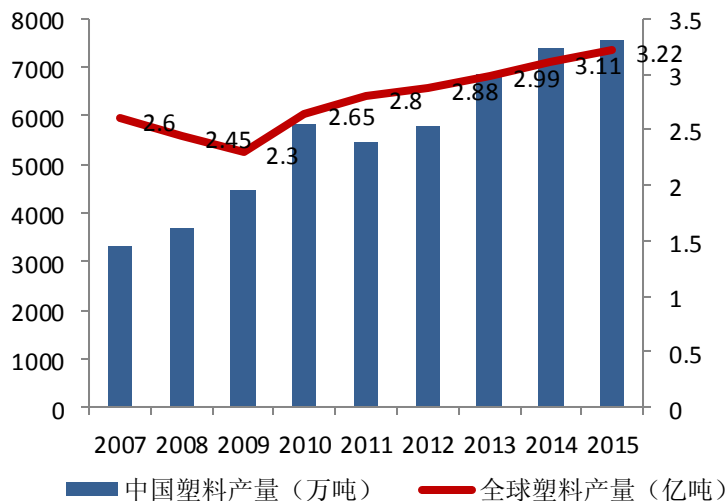
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

珠光材料在塑料行业的用量仅次于在涂料中的应用，塑料产业作为基础产业，未来还将持续增长，塑料产业的增长也将带动珠光材料行业的发展。

近年来，全球塑料市场持续增长，全球塑料产量从 2012 年的 2.88 亿吨攀升至 2015 年的 3.22 亿吨。

我国的塑料制品业快速发展，其增长速度远远高于世界塑料行业的平均增长速度，我国塑料产量从 2007 年的 3,305.23 万吨增长到 2015 年的 7,560.80 万吨，塑料制品消费量、产量居世界首。

图 11 全球及中国塑料产量情况（吨）

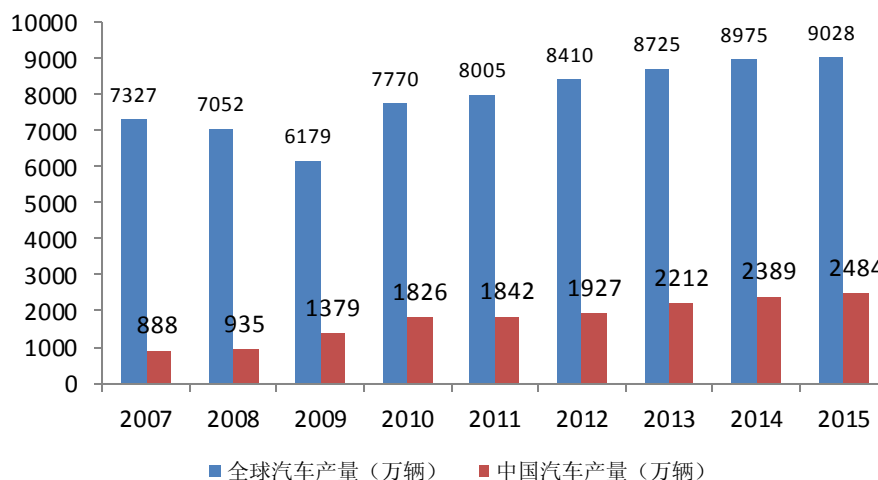


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

自 1978 年德国涂料科学家苏塔努希（SolDanush）首次将珠光材料应用于金属闪光轿车面漆以来，极大地推动了世界汽车涂料和涂装技术的进步和发展。

2010 年，伴随着美国和日本市场的复苏以及中国、印度等新兴市场的持续快速增长，全球汽车产量同比增长 27.41%，达到 7,770 万辆。随着各主要经济体刺激方案的退出，2011 年起全球汽车产量增速有所回落，但新兴工业化国家对于汽车普及化消费的需求仍将成为全球汽车产量增长的持续动力；2015 年全球汽车产量达到 9,078 万辆。

图 12 全球及中国汽车产量情况（万辆）



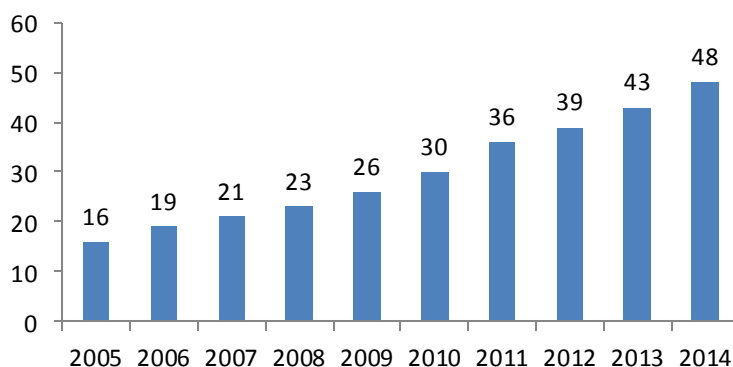
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

珠光材料可用于各类合成革、移膜革、动物皮革及其制品的高装饰性涂饰。在皮革制造工艺中，首先将皮革专用珠光材料以 5-12% 的比例与树脂、溶剂、助剂调成浆料，然后用涂布、喷涂或印刷等方式转移至革面，可使革面产生珍珠般光泽。

在日常生活中，合成革制品随处可见，如男女鞋、运动休闲鞋、童鞋、时装鞋、服装、手袋箱包、沙发家具、球和体育用品、文具证件、汽车内饰、首饰盒、工艺品包装等。

目前全球合成革需求量处于持续增长之中。目前我国合成革产量占据了全球超过 70% 的份额，据统计，2005-2014 年，我国合成革消费量从 16.1 亿平方米增加到 48 亿平方米，年复合增长率约为 13%。

图 13 中国人造革合成革销量



■ 中国人造革合成革消费量（亿平米）

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.3 受益行业政策影响，看好未来发展前景

国外行业政策：珠光材料产品主要销往美洲、欧洲、韩国、日本等地区和国家，上述国家和地区除欧洲外对珠光材料产品的进口均无国家许可及配额方面的限制，也不存在关税壁垒。

表 3 国家相关产业政策

时间	部门	主要政策法规	主要内容
1993 年	国家建筑材料工业局	《中华人民共和国建材行业标准》JC467-1992	规定了合成云母珠光颜料的规格、技术要求、试验方法及检验规则等。明确天然云母珠光颜料也可参照执行。
2006 年	国家科技部、外经贸部、财政部、国家税务总局和海关总署	《新材料高新技术产品出口目录》（2006）	珠光云母粉被收入产品目录中新材料领域，产品出口时可按照国家的相关规定享受国家给予高新技术产品的优惠政策。
2008 年	科技部、财政部、税务总局	《国家重点支持的高新技术领域》	将新型安全环保颜料和染料列为国家重点支持的高新技术领域。
2011 年	国务院办公厅	《国民经济和社会发展第十二个规划纲要》	新材料产业重点发展新型功能材料、先进结构材料、高性能纤维及其复合材料、共性基础材料。

2012 年	国务院办公 厅	《新材料产业“十二 五”发展规划》	“十二五”期间要重点发展新型无机非金属材料、高性能复合材料以及前沿新材料等；加快新材料产业技术创新，大力发展高技术含量、高附加值的精深加工产品，不断壮大新材料产业规模。
2015 年	国家发展和 改革委员 会、商务部 发布	《外商投资产业指导 目录（2015 年修订）》	将“非金属矿物制品业”下的“珠光云母生产（粒径 3-150 μm）”列为鼓励外商投资产业目录。
2015 年	福建省发展 和改革委员 会、福建省 经济和信息 化委员会	《福建省战略性新兴 产业重点产品和服务 指导目录》	将“高品质无机颜料”纳入福建省战略性新兴产业重点产品和服务指导目录。
2016 年	国务院办公 厅	《国民经济和社会发 展第十三个五年规划 纲要》	加快突破新一代信息通信、新能源、新材料、航空航天、生物医药、智能制造等领域核心技术

源

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

4 行业竞争十分激烈，公司处于行业优势地位

全球的主要珠光材料制造企业主要为默克、巴斯夫、坤彩科技、CQV 等，其中默克、巴斯夫、坤彩科技竞争实力较强，其生产的珠光材料在高端市场上占有相当重要的地位；其主要特点包括产品质量稳定，在新基材开发使用上占有先机，同时能够持续不断推出高技术含量的新产品等。我国珠光材料行业经过多年发展，行业集中度逐步提升。目前我国有二十多家珠光材料生产企业，其中规模较大、技术较成熟、拥有自主品牌并在市场上占有一定份额的生产企业主要有坤彩科技等；行业内重点企业不断推出新产品、引领市场需求变化趋势，其生产的中高端产品因性价比高已逐步抢占国

际市场，并得到客户的认可。

目前从事珠光材料生产并与发行人形成竞争的企业主要有德国的默克、巴斯夫和韩国的 CQV 等国外公司。国内企业普遍规模不大，很难在国内外市场同公司形成有效竞争。

表 3 公司主要竞争对手简要情况

公司名称	基本介绍
默克	默克创建于 1668 年，拥有约 350 年历史，总部位于德国达姆施塔特市，（Damstadt），该集团主要致力于创新型制药、生命科学以及前沿功能材料技术，是全球知名医药和化工集团，默克在全球 67 个国家和地区拥有 150 多个分支机构。默克医药业务包括创新性的处方药及保健药两部分；化工业务包括：液晶材料、珠光材料、实验室分析用品、制药和生物技术工艺生产链所需的产品及服物。珠光材料业务系其化工业务的一部分。默克公司是经验丰富的珠光材料生产商及供应商，技术水平较高。
巴斯夫	巴斯夫创建于 1865 年，公司总部位于莱茵河畔的路德维希港，是全球最大的化学公司之一，集团在全球 41 个国家拥有超过 160 家全资子公司或者合资公司，公司业务涵盖保健和营养品、染料和涂料、化学品、塑料及纤维、石油及天然气等。珠光材料业务系其涂料和染料业务的一部分。
CQV	CQV 系韩国上市公司（股票代码：101240），是韩国珠光材料知名生产厂商。2015 年营业额 30,664 百万韩元（约 1.69 亿元人民币）。
欧克	欧克公司（新三板挂牌，股票代码：831993）是集珠光颜料的研发、生产、销售为一体的中外合资股份制企业。公司总部位于河北省廊坊市，主要业务包括珠光颜料、四氯化钛及创意泥的研发、生产与销售。2015 年珠光颜料销售额 1.14 亿元。

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

来自国内外的主要竞争对手实力强劲，但公司仍拥有明显的竞争优势

➤ 行业地位突出，规模优势明显

我国珠光材料行业经过 20 多年的发展，先后诞生了 20 多家珠光材料生产企业，大多数企业普遍小而散，无法形成规模效益。坤彩科技经过多年的快速发展，产量、销售收入和利润逐年稳步增长，现已具备年产珠光材料 1.4 万吨的生产能力，并具备年

产 1,000 吨人工合成云母的生产能力，珠光材料产品产销规模遥遥领先于国内同行，在国际上也仅次于默克等少数国际巨头。因此公司具有较高的行业地位，规模优势明显。另外，近年来欧美发达国家处在经济复苏过程中，客户在选择产品时除了考虑产品品质外更加顾及成本。坤彩科技产品品质稳定，产品定价却大幅低于国际平局价格。

➤ 研发与技术优势

公司坚持走自主创新道路，通过加强研发、加大生产设备等方面的投入，不断研究新技术、新材料、新工艺；以“应用一代，研发一代，储备一代”的超前眼光规划技术发展，使得公司在行业内保持持续的技术领先优势。

➤ 产品线丰富的优势

经过多年的实践积累和新产品开发，公司的产品系列日益丰富，按基材原材料分，目前已形成以天然云母为基材的珠光材料、以合成云母为基材的珠光材料、以玻璃为基材的珠光材料等产品；按用途划分，形成工业级珠光材料系列、汽车级珠光材料系列、化妆品级珠光材料系列等产品，产品体系包括 800 多个品种的产品，成为珠光材料产品系列最丰富的生产供应商之一，可广泛满足下游各个应用领域的多样化、不同层次的需求，可提供全面的产品服务，增强了公司与经销商、终端客户的合作粘性，有利于提升公司的市场竞争力。

➤ 销售网络优势

公司建立了完善的销售网络。在国内有超过 30 家的经销商，经销商遍布全国大部分省市；在国际市场上，公司在全球四大洲、大多数国家和地区设立了子公司或相应的

销售网络。经过多年的市场合作，公司已经与主要经销商客户建立了长期稳定、相互信赖的合作关系，客户维护成本较低，推出新产品快，具有明显的渠道优势。此外公司亦通过直销模式直接与立邦、PPG、阿克苏、普立万等国内外大公司直接展开合作。

➤ 品牌优势

自成立以来，公司一直重视品牌建设与维护，坚持品牌发展战略，不断通过品质、创新、诚信和服务来打造自己的品牌；经过多年的积累，公司已拥有卓越的品牌优势和领先的市场地位，在行业内拥有良好的声誉。未来，发行人将不断加大市场推广力度，强化公司的品牌优势。

5.募集项目：扩大产能,突破限制，促进发展

公司 IPO 共发行 9000 万股，募集资金总额为 61,110 万元，扣除发行费用总计 5,835 万元后，募集资金净额为 55,275 万元，全部投资于年产 3 万吨珠光材料项目。该项目投资总额约 124833.96 万元，其余部分将通过自有资金补充，项目拟建设期 18 个月。

表 4 募集资金投向

项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
年产 3 万吨珠光材料项目	124833.96	55275.00

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

项目建设期为 18 个月，运营期为 8 年。根据规划，项目建成后，新增 3 万吨/年珠光材料供应，其中 2 万吨天然云母珠光材料，1 万吨合成云母珠光材料。预计第一年实际产量达到设计产能的 30%，第二年达到 60%，第三年全额达产。经估算投资项目

达产后，年收入可达到 103,510 万元。项目运营期八年的利润总额为 304,592 万元，企业所得税为 45,689 万元，共创造 258,903 万元的净利润。项目税后内部收益率 24%，投资回收期 5.85 年（含 18 个月建设期）；项目税前内部收益率 28%，投资回收期 5.38 年（含 18 个月建设期）。

公司近年产能利用率和产销率维持较高水平。2014 年珠光材料生产线产能利用率超过 100%，2015 年市场需求减缓叠加公司新增产能，利用率有所下降，2016 年市场需求回暖产能利用率回升至 92%。但公司因受产能限制，无法完全满足市场需求，从而造成大量客户订单流失。随着未来珠光材料的应用领域不断拓展，消费升级背景下需求的不断增长，产销矛盾将格外突出，严重制约公司发展。因此，此次募集资金投资项目，将大大扩大公司产能，促进公司在今后的行业发展需求中开拓更大空间。

6.业绩预测及估值

公司秉承“归零跨越”的创新理念，自设立以来一直专注于珠光材料的研发、生产和销售，追求极致的产品创新，不断实现自我突破，保持产品的持续创新和升级换代；同时持续改进生产工艺，不断提升产品品质。经过多年的发展，公司已经成为中国规模最大的珠光材料生产企业，同时也是全球知名的珠光材料生产商，公司产品深受国内外客户的信赖和赞誉，公司的最终客户群体包括杜邦、立邦、PPG、阿克苏、克莱恩、普立万、Intercos 等国内外知名的涂料、色母、化妆品等生产商。

近十年来全球珠光材料发展较快，2008 年至 2015 年全球珠光材料的市场需求从 4.52 亿美元增长到 2015 年的 12.68 亿美元，年复合增长率达到 15.88%。预计未来 3-5

年全球珠光材料的整体供应和需求都将保持高速增长的状态。若按照 2008-2015 年间的年复合增长率测算，预测 2017-2019 年全球珠光材料的市场规模将分别达到 23 亿美元。

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 9.05 亿、11.9 亿、14.7 亿，净利润分别为 1.47 亿、2.23 亿、3.19 亿，对应 EPS 分别为 0.41、0.62、0.88 元，对应 PE 分别为 44 倍、29 倍、20 倍，首次推荐给予“强烈推荐”评级。

表 6 盈利预测表

产品分类	指标	2016	2017E	2018E	2019E
天然云母珠光材料	销售收入（万）	34604	57580	79210	98740
	毛利率	45.4%	46. %	47%	47%
合成云母珠光材料	销售收入（万）	4321	12570	19740	31020
	毛利率	53.6%	55%	55%	55%
玻璃基材珠光材料	销售收入（万）	1360	1984	2913	4008
	毛利率	67.48%	70%	70%	70%

风险提示

1. 原材料价格波动风险
2. 人民币汇率波动风险

3. 行业竞争加剧风险

利润表（百万元）	2015A	2016A	2017E	增长率%	2018E	增长率%	2019E	增长率%
营业收入	327.46	408.24	905.84	121.89%	1,193.47	31.75%	1,474.17	23.52%
营业成本	182.66	216.74	557.93	157.42%	696.58	24.85%	813.40	16.77%
营业费用	17.52	28.60	63.47	121.89%	83.62	31.75%	103.29	23.52%
管理费用	35.52	37.61	83.45	121.89%	109.95	31.75%	135.81	23.52%
财务费用	3.38	2.02	9.76	384.06%	6.43	-34.19%	6.78	5.50%
投资收益	2.08	2.45	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	87.80	121.17	182.52	50.63%	285.74	56.55%	401.35	40.46%
利润总额	113.79	123.92	184.52	48.90%	287.74	55.94%	403.35	40.18%
所得税	17.10	18.36	27.68	50.77%	43.16	55.94%	60.50	40.18%
净利润	96.69	105.56	156.84	48.58%	244.58	55.94%	342.85	40.18%
归属母公司所有者的净利润	100.49	108.75	156.84	44.23%	244.58	55.94%	342.85	40.18%
NOPLAT	77.48	104.94	163.44	55.76%	248.35	51.95%	346.91	39.69%
资产负债表（百万元）	2015A	2016A	2017E	增长率%	2018E	增长率%	2019E	增长率%
货币资金	30.03	24.71	170.05	588.27%	91.11	-46.42%	99.41	9.11%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	68.54	92.83	496.35	434.70%	653.96	31.75%	807.76	23.52%
预付款项	4.03	7.41	29.73	301.07%	57.59	93.72%	90.13	56.49%
存货	131.12	163.99	244.57	49.14%	305.35	24.85%	356.56	16.77%
流动资产合计	237.09	296.60	950.30	220.39%	1,119.76	17.83%	1,367.72	22.14%
非流动资产	352.06	550.94	620.22	12.57%	718.62	15.86%	807.26	12.34%
资产总计	589.16	847.54	1,570.52	85.30%	1,838.38	17.06%	2,174.99	18.31%
短期借款	72.30	100.22	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	27.95	81.55	214.00	162.41%	267.18	24.85%	311.99	16.77%
预收款项	1.11	0.40	3.30	730.19%	7.11	115.88%	11.83	66.30%
流动负债合计	116.66	226.52	291.44	28.66%	363.63	24.77%	425.96	17.14%
非流动负债	68.60	129.31	110.46	-14.58%	110.46	0.00%	110.46	0.00%
少数股东权益	(0.98)	(1.74)	(1.74)	N/A	(1.74)	N/A	(1.74)	N/A
母公司股东权益	404.88	493.46	1,188.79	140.91%	1,384.46	16.46%	1,658.74	19.81%
净营运资本	120.44	70.09	658.86	840.07%	756.13	14.76%	941.76	24.55%
投入资本 IC	425.27	626.32	1,057.05	68.77%	1,331.66	25.98%	1,597.64	19.97%
现金流量表（百万元）	2015A	2016A	2017E	增长率%	2018E	增长率%	2019E	增长率%
净利润	96.69	105.56	156.84	48.58%	244.58	55.94%	342.85	40.18%
折旧摊销	14.72	19.35	0.00	N/A	51.60	N/A	61.35	18.89%
净营运资金增加	32.24	(50.35)	588.77	N/A	97.27	-83.48%	185.63	90.84%
经营活动产生现金流	105.61	73.69	(112.94)	N/A	127.40	N/A	234.65	84.18%
投资活动产生现金流	(117.10)	(158.28)	(151.00)	N/A	(151.00)	N/A	(151.00)	N/A
融资活动产生现金流	29.31	77.76	409.28	426.33%	(55.34)	N/A	(75.35)	N/A
现金净增（减）	17.82	(6.83)	145.34	N/A	(78.94)	N/A	8.30	N/A

分析师简介

林阳

中国社科院经济学硕士，有色金属行业首席分析师，研究所上海团队负责人。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。