

坤彩科技(603826)

报告日期: 2018年5月9日

深度报告

行业公司研究—化学制品行业—

证券研究报告

具备全球竞争优势的珠光材料龙头

—坤彩科技首次覆盖报告

✉ : 王鹏 执业证书编号: S1230514080002
☎ : 021-80105904
✉ : wangpeng@stocke.com.cn

报告导读

公司目前规模亚洲第一,全球第三,IPO扩产能提高市占率,高端产品占比增加,关键原材料自给率不断增加,毛利率持续提升。

投资要点

□ 珠光材料龙头,竞争优势显著

公司规模亚洲第一,全球第三,目前全球市占率不到20%,IPO达产后全球市占率有望接近30%。公司主要产品包括天然云母基材珠光材料(81.6%)、合成云母基材珠光材料(12.48%)和玻璃基材珠光材料(5.2%)。作为全球唯一一家可以批量生产合成云母的企业,公司目前已获多项专利,可用于生产高端珠光材料,相对于竞争对手成本更低,品质更高。公司大客户包括阿克苏、艾仕得、PPG等大型漆厂,终端汽车客户有宝马、奔驰、大众等,终端化妆品客户有欧莱雅、迪奥、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等。

□ 汽车和化妆品级高端领域渗透率不断提升,工业级需求增长稳定

2020年珠光材料市场规模有望达到128亿元,其中工业级产品目前用量最大,增速相对平稳,汽车级珠光材料和化妆品级珠光材料属于高端领域,目前珠光颜料渗透率正在快速提升。根据我们的测算,到2020年,1)工业级珠光材料需求有望达到14.42万吨,对应规模57.67亿元,2016-2020年4年CAGR15.35%。2)汽车级珠光材料需求有望达到2.2万吨,对应规模40亿元,2016-2020年CAGR接近30%。3)化妆品级珠光材料需求有望达到1.5万吨,对应规模30亿元,2016-2020年CAGR21.6%。

□ 规模效应+关键原材料自产+高端产品占比提升,公司盈利能力有望再提升

1) IPO募投3万吨珠光材料产能,完全达产后公司市占率将进一步提升,全球市占率有望接近30%。2) 合成云母和金属氧化物等关键原材料逐步实现自产,减少原材料外购成本。公司上游主要原材料成本占总成本比重超过50%,公司已开始向上游延伸开发替代材料降低成本。自主生产合成云母替代天然云母,减少进口,增强品质,提高毛利率。2018年将具备年产1万吨合成云母的生产能力。自主生产二氧化钛代替四氯化钛,一年可降低约1/3的成本,2018年底将完成调试。3) 汽车和化妆品级高端产品占比逐步提升,进一步提升公司综合毛利率。其中汽车级产品认证周期长,进入门槛高,公司已开始实现供货,今年前几个月订单已超去年全年。化妆品级珠光材料去年小批量供货,预计今年将实现量产,未来将继续保持高增速。

□ 盈利预测及估值

预计公司2018-2020年营业收入分别为6.86、9.07、12.01亿元,同比增长46.29%、32.09%、32.52%,实现归属于母公司净利润分别为1.89、2.56、3.46亿元,同比增长59.83%、35.71%、35.23%;对应的EPS分别为0.42、0.57、0.77元。目前公司股价对应2018/2019/2020年P/E分别为30.15、22.17、16.41倍,考虑到公司的行业地位、成长性和盈利能力强的特点,我们认为2018年坤彩科技估值合理,给予“增持”评级。

评级

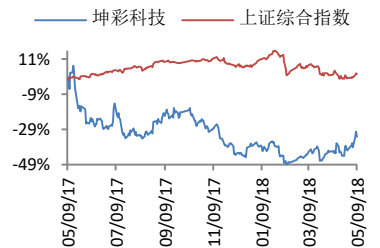
增持

上次评级: 首次评级
当前价格: ¥12.69

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2018	0.10
4Q/2017	0.08
3Q/2017	0.07
2Q/2017	0.10



公司简介

公司成立于2005年,2017年在上交所挂牌上市,主营珠光材料的研发、生产、销售,目前是亚洲同行业规模最大,全球同行排名前三的行业领军企业。

相关报告

报告撰写人: 王鹏

数据支持人: 李俊莹

财务摘要 (百万元)

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	469.16	686.35	906.60	1201.40
(+/-)	14.92%	46.29%	32.09%	32.52%
净利润	118.02	188.63	255.98	346.17
(+/-)	8.52%	59.83%	35.71%	35.23%
每股收益 (元)	0.26	0.42	0.57	0.77
P/E	48.39	30.15	22.17	16.41

正文目录

1. 坤彩科技：国内珠光材料龙头	5
1.1. 公司产品覆盖档次齐全，下游客户优质	5
1.2. 财务分析：营收稳定增长，盈利能力不断增强	7
1.3. 股权结构：股权集中、核心团队持股，与公司利益深度绑定	9
2. 汽车和化妆品高端领域渗透率不断提升，工业级需求增长稳定	10
2.1. 汽车级珠光材料：替代铝银浆，2016-2020 年 CAGR 接近 30%	10
2.2. 化妆品级珠光材料：无毒、环保、珠光效果好，逐步替代其他颜料	13
2.3. 工业级珠光材料：用量大，是目前中低端珠光材料的主要应用领域	16
3. 规模效应+关键原材料自产+高端产品占比增加，盈利能力再提升	17
3.1. IPO 募投项目 3 万吨产能，全球市占率有望接近 30%	17
3.2. 合成云母和金属氧化物逐步实现自产，减少关键原材料的外购成本	18
2.2.1. 自主生产合成云母替代天然云母，提升综合毛利率	19
2.2.2. 拟投建二氯氧钛和三氯化铁项目，节省金属氧化物外购成本	20
3.3. 汽车和化妆品级高端产品占比逐步提升，进一步提升综合毛利率	22
4. 盈利预测与估值	23
附录：三大报表预测值	25

图表目录

图 1: 珠光材料的光泽原理	5
图 2: TiO ₂ 薄膜的厚度及包覆率与颜色的关系	5
图 3: 2012-2017 营收及增速 (万元)	7
图 4: 2012-2017 归母净利润及增速 (万元)	7
图 5: 2012-2017 公司毛利率及各分产品毛利率 (%)	7
图 6: 欧克精化、CQV、坤彩科技近三年毛利率对比	7
图 7: 欧克精化、CQV、坤彩科技近三年销售净利率对比	8
图 8: 欧克精化、CQV、坤彩科技近三年期间费用率对比	8
图 9: 公司股权结构图	9
图 10: 全球珠光材料市场规模 (亿美元)	10
图 11: 中国珠光材料销售产值 (亿元)	10
图 12: 310 个使用珠光材料车型的样本价格及颜色分布情况 (辆)	11
图 13: 中国汽车涂料原厂漆用量、增速及与汽车产量增速对比	12
图 14: 全球汽车产量 (万辆)	12
图 15: 全国人均可支配收入增速超过人均 GDP 增速	12
图 16: 中国豪车用户人群平均年龄在下降	12
图 17: 首次购车价位选择	12

图 18: 二次购车偏向中高端车型	12
图 19: 全球美妆市场产值(亿欧元)	15
图 20: 中国化妆品行业零售额(亿元)	15
图 21: 中国彩妆行业市场规模(亿元)	15
图 22: 化妆品行业着色剂和珠光材料消费预测(吨)	15
图 23: 全球涂料产量(万吨)	17
图 24: 全球塑料产量(亿吨)	17
图 25: 2011-2016 年中国珠光材料销售产值	18
图 26: 坤彩科技营收	18
图 27: 珠光材料上游	18
图 28: 公司产品结构(含预测)	20
图 29: 公司各产品毛利率(含预测)	20
图 30: 钛铁矿萃取氯化钛和三氯化钛过程	21
表 1: 公司主要产品及应用领域	5
表 2: 外销主要区域为美洲、亚洲、欧洲	6
表 3: 普通漆、金属漆、珠光漆对比表	10
表 4: 含珠光色的车型销量占该品牌所有车型销量的比重	11
表 5: 样本数据的珠光漆渗透率预测	12
表 6: 汽车珠光漆需求量预测	13
表 7: 化妆品中几种着色剂对比	14
表 8: 大牌中添加云母的化妆品数量(不完全统计)	14
表 9: 2012 年世界主要国家或地区着色剂和珠光材料消费情况	16
表 10: 珠光材料在着色剂中渗透率预测	16
表 11: 化妆品级珠光材料需求预测	16
表 12: 工业级珠光材料需求预测(万吨/亿元)	17
表 13: 云母片、四氯化钛在原材料成本中占比	19
表 14: 天然云母与合成云母对比	19
表 15: 天然云母目前成本	20
表 16: “年产 20 万吨氯化钛”项目详情	21
表 17: 每生产一吨珠光材料耗用四氯化钛量(吨)	21
表 18: CQV 产品结构	22
表 19: 公司与 CQV 产量及收入规模对比(吨、万元)	22
表 20: 坤彩科技与默克汽车级产品对比(万元/吨)	22
表 21: 公司细分业务盈利预测	23

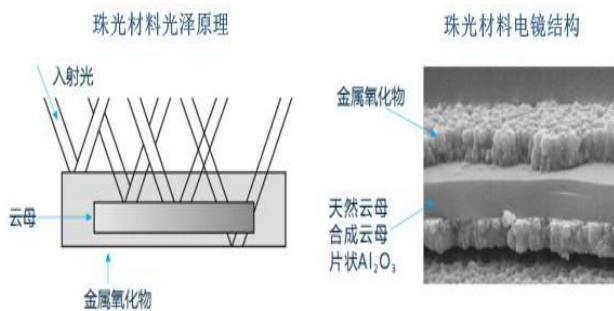
1. 坤彩科技：国内珠光材料龙头

坤彩科技成立于 2005 年，2017 年在上交所挂牌上市，主营珠光材料的研发、生产、销售，目前是亚洲同行业规模最大，全球同行排名前三的行业领军企业。公司产品销往世界各地 130 多个国家和地区，下游行业包括汽车涂料、化妆品、塑料、油墨、印刷、工业涂料、建材、建筑装饰、种子包衣等十几个行业。

1.1. 公司产品覆盖档次齐全，下游客户优质

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；当光照射到这些材料的表面时，会发生光的折射，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：珠光材料的光泽原理



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 2：TiO₂ 薄膜的厚度及包覆率与颜色的关系

颜色		光学厚度	几何厚度	包覆率
反射色	透射色	nm	nm	TiO ₂ %
银色	-	140	60	26
金黄	紫色	210	90	40
红色	绿色	265	115	45
紫色	黄色	295	128	48
蓝色	橙色	330	143	51
绿色	红色	395	170	55

资料来源：网络资料，浙商证券研究所

公司产品种类丰富，下游应用广泛。公司作为亚洲同行业规模最大，全球同行排名前三的行业领军企业，产品丰富，主要包括天然云母基材珠光颜料（81.6%）、合成云母基材珠光颜料（12.48%）和玻璃基材珠光颜料（5.2%）。下游应用领域广泛，涵盖工业级珠光材料（涂料、塑料、油墨、皮革、陶瓷等）、汽车级珠光材料和化妆品级珠光材料。

表 1：公司主要产品及应用领域

分类	特点	应用领域	应用举例	图示	下游客户
工业级	公司工业级珠光材料具有无毒、珠光效果好、堆密度较低、耐光、耐热、耐候、化学性质稳定、不导电、不导磁、物理性质稳定等特性。	涂料工业	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		巴斯夫、PPG、艾仕得、立邦等
		塑料工业	用于高档化妆品和药品包装的珠光塑料瓶、盒；用于高级糖果、冰淇淋包装的珠光塑料薄膜等。		
		油墨工业	从化妆品、烟盒、酒类、礼品包装印刷，到名片、贺卡、挂历、书刊封面印刷，再到画报印刷、纺织品印花等均已广泛应用。		

		皮革工业	皮鞋、服装、箱包、座椅沙发等		
		陶瓷工业	添加珠光材料烧成的瓷器增添了器件优雅与高贵的珍珠光泽。		
汽车级	公司汽车级珠光材料具有防潮、耐高温、耐腐蚀等高耐候及环保性能	汽车 OEM 原厂漆和高档修补漆			宝马、奔驰、大众、雷诺、通用、丰田、本田、一汽奥迪、神龙等
		高耐候户外涂料应用			
化妆品级	无毒、珠光效果好、化学性质稳定的特点	用于生产口红、眼影、粉底、眼线液、眉笔、指甲油、发乳、润肤膏、喷发剂等化妆品，能充分发挥其增色作用。			日化：宝洁、联合利华等 彩妆：欧莱雅、迪奥、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等

资料来源：浙商证券研究所

优质大客户的不断拓展为公司的可持续增长提供业绩保障。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，近年来陆续新增了涂料、油墨及色母粒等行业的全球知名客户，如 PolyOne（纽交所上市，全球化工领域知名公司）、PPG Industries（纽交所上市，全球涂料行业前十强）、Akzo Nobel（阿克苏诺贝尔，荷兰阿姆斯特丹证券交易所上市，全球领先的油漆和涂料企业）、Clariant（瑞士证券交易所上市，全球领先的特种化学品公司）、Polytex Environmental Inks BV（全球领先的特种油墨公司）、Arjo Wiggins Fine Papers Ltd（全球领先的创意纸品和技术用纸制造商）、Ampacet（全球知名的色母粒制造商）等。汽车级产品终端客户包括：宝马、奔驰、大众、雷诺、通用、丰田、本田，国内车厂有一汽奥迪、神龙等，化妆品级产品日化终端客户包括宝洁、联合利华等，彩妆终端客户包括欧莱雅、迪奥、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等。

表 2：外销主要区域为美洲、亚洲、欧洲

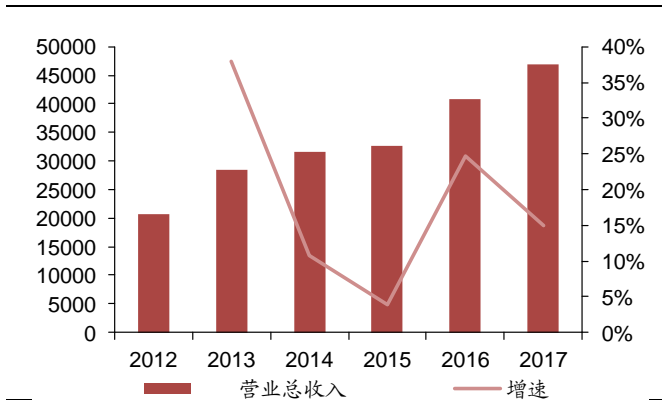
	2014	2015	2016
内销	48.14%	48.88%	49.53%
外销	51.86%	51.12%	50.47%
美洲	21.76%	19.21%	18.59%
亚洲	15.94%	13.73%	11.75%
欧洲	13.31%	17.12%	17.79%
其他	0.85%	1.06%	2.33%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.2. 财务分析：营收稳定增长，盈利能力不断增强

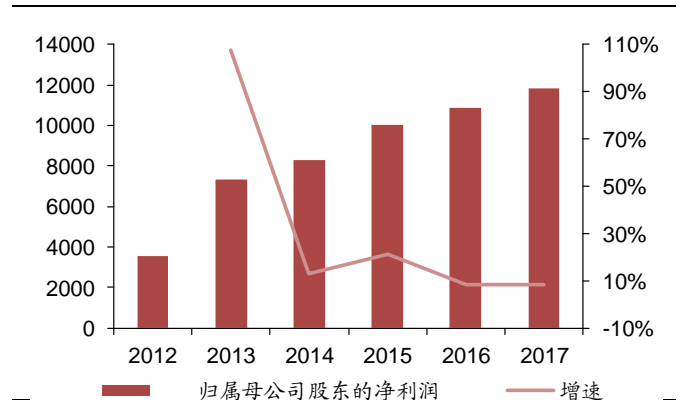
公司营收稳步增长，2017 年受印度童工及厂房搬迁影响有所放缓，目前均已得到解决。2015 年受全球经济波动影响，业务收入增速有所放缓。2016 年公司实现营业收入 40,824.28 万元，比上年同期增长 24.67%，主要因为一方面公司通过不断完善全球营销网络、加大展会推广力度，持续开拓新客户，2016 年销量同比增长了 13.40%；另一方面 2016 年人民币汇率贬值以及公司产品直销比例提高、高端产品合成云母珠光材料、玻璃基材珠光材料占比的提升导致产品平均销售单价较去年同期上升了 9.93%。2017 年印度童工事件对公司销售造成一定影响，且珠光材料厂房搬迁使得 2017 年整体销量增速放缓，目前均已得到解决，2018 年公司有望实现放量。

图 3：2012-2017 营收及增速（万元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

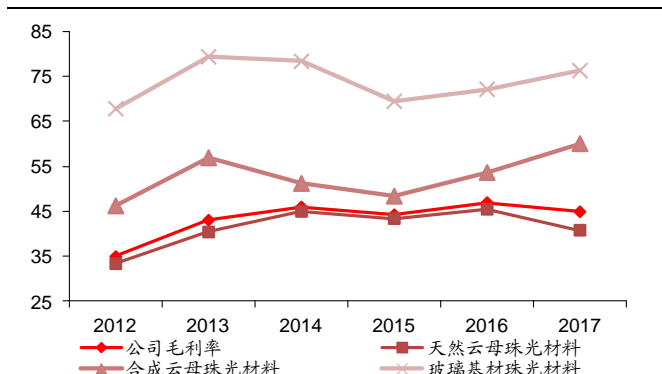
图 4：2012-2017 归母净利润及增速（万元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

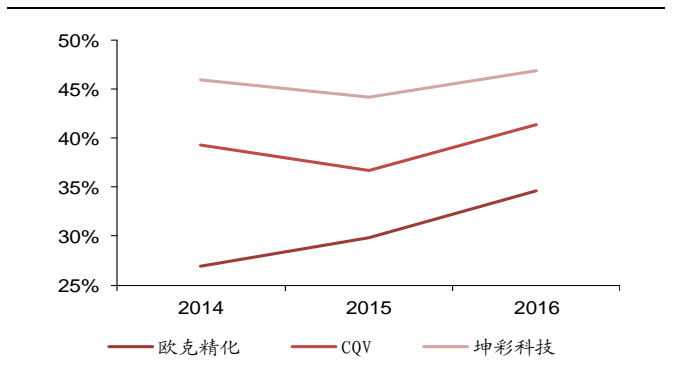
毛利率维持高位，并处在上升通道。与同业相比，公司近三年的平均毛利率超过 45%，远超 CQV 平均毛利率 39%、欧克精化平均毛利率 30%的水平。公司毛利率维持高位，主要由于具有规模优势（CQV 公司 2016 年销售收入约为 2.18 亿元，欧克精化 2016 年珠光材料销售收入为 1.21 亿元，而公司 2016 年销售收入为 4.08 亿元），单位成本低，且产品线丰富，高端产品占比逐年提升，因此产品毛利率较高。未来随着公司产品结构的调整，高毛利率产品——合成云母珠光材料占比还将继续提升，将带动公司毛利率进一步增长。

图 5：2012-2017 公司毛利率及各分产品毛利率 (%)



资料来源：wind，浙商证券研究所

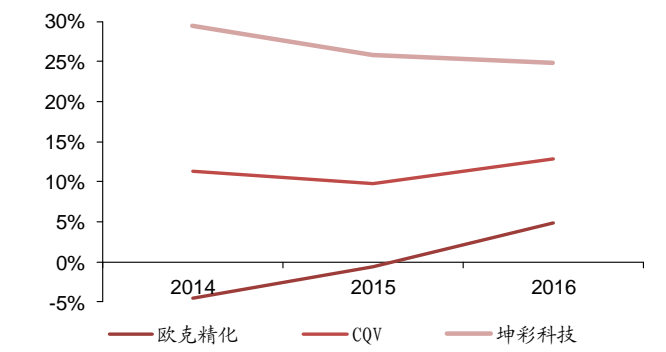
图 6：欧克精化、CQV、坤彩科技近三年毛利率对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

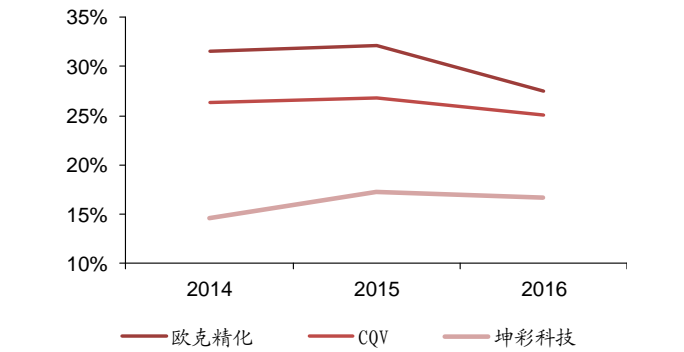
期间费用率小幅上升使得销售净利率略有微降，总体优于可比公司。2015 年和 2016 年公司因设立坤彩美洲、坤彩欧洲增加了外籍员工及相应的运营费用，市场开拓费用增加，另外 2016 年参加展会较多，导致公司 2015 年、2016 年的销售费用增长较快，从而使得整体的期间费用也增长较快。但与同行业其他可比公司欧克精化、CQV 相比，公司的期间费用率处于低位，主要由于公司营业收入、资产规模及年产量等均远高于可比公司，公司规模效益明显，使其期间费用率保持在较低水平。

图 7：欧克精化、CQV、坤彩科技近三年销售净利率对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 8：欧克精化、CQV、坤彩科技近三年期间费用率对比



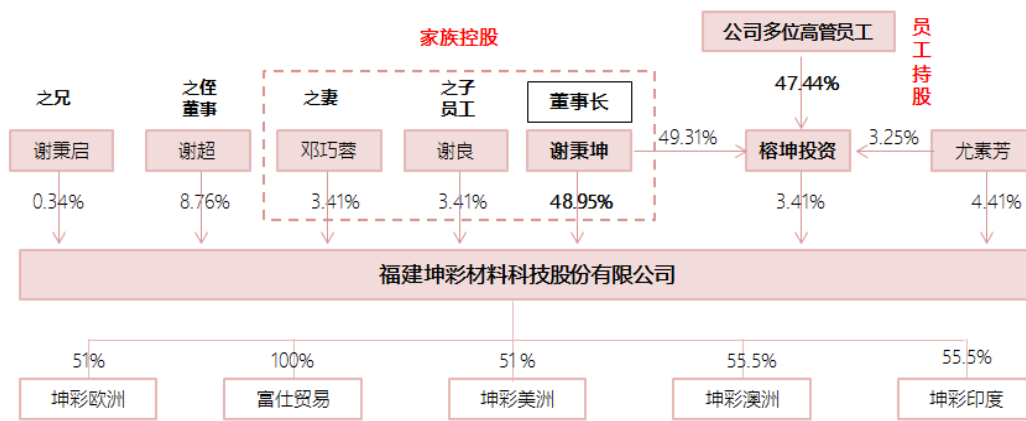
资料来源：wind，浙商证券研究所

1.3. 股权结构：股权集中、核心团队持股，与公司利益深度绑定

股权集中度高，实控人及其家族合计持股 66.55%。公司家族控股，董事长（谢秉坤）及其妻（邓巧蓉）、子（谢良）直接持股 48.95%、3.41%和 3.41%，并通过榕坤投资间接持股 1.68%，董事长及其家人合计持股 57.45%。此外，其兄（谢秉启）持股 0.34%，其侄（谢超）持股 8.76%。

引入员工持股，核心团队利益与公司利益深度绑定。榕坤投资作为公司高管和员工的持股平台，持有公司 3.41% 股权。榕坤投资由谢秉坤、谢超、尤素芳以及公司核心高管和技术人员出资成立，IPO 后承诺自愿锁定所持股份 3 年。通过对核心管理团队引入员工持股，深度利益绑定有助于维持公司核心团队稳定和公司的持续发展提供强有力的保障。

图 9：公司股权结构图



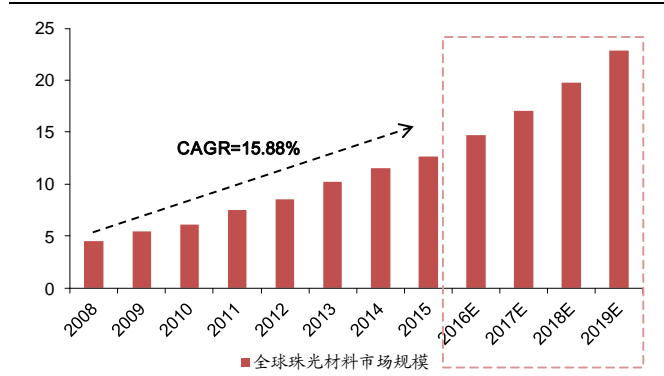
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 汽车和化妆品高端领域渗透率不断提升，工业级需求增长稳定

全球珠光材料市场需求增长迅速，2008-2015年7年复合增速15.88%。中国珠光材料销售产值年复合增速13.84%。

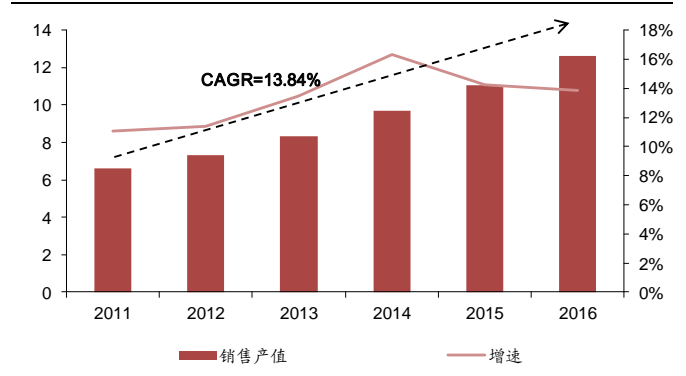
1) 全球：目前全球颜料需求约100万吨，其中珠光材料约10万吨，2008年至2015年全球珠光材料的市场需求从4.52亿美元增长到2015年的12.68亿美元，年复合增长率达到15.88%。2) 中国：我国珠光材料制造行业规模、资产及销售产值等各项指标持续攀升，行业经营持续向好。2015年，我国珠光材料制造行业规模企业个数达到了20多家，行业工业企业销售产值从2009年的3.49亿元增加到2016年的12.6亿元，年复合增速为13.84%。

图 10：全球珠光材料市场规模（亿美元）



资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所

图 11：中国珠光材料销售产值（亿元）



资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所

汽车、化妆品领域的应用或将成为需求增速最高的下游领域。珠光材料主要下游需求来自涂料、塑料等工业级珠光材料、汽车级珠光材料和化妆品级珠光材料。其中工业级珠光材料目前用量最大，增速相对平稳，汽车级珠光材料和化妆品级珠光材料属于高端领域，目前珠光材料渗透率正在快速提升。根据我们的测算，到 2020 年，1) 工业级珠光材料需求有望达到 14.42 万吨，对应规模 57.67 亿元，2016-2020 年 4 年 CAGR 15.35%。2) 汽车级珠光材料需求有望达到 2.2 万吨，对应规模 40 亿元，2016-2020 年 CAGR 接近 30%。3) 化妆品级珠光材料需求有望达到 1.5 万吨，对应规模 30 亿元，2016-2020 年 CAGR 21.6%。

2.1. 汽车级珠光材料：替代铝银浆，2016-2020 年 CAGR 接近 30%

汽车级珠光材料具有极高的光折射率、珠光效应和视角闪色效应，通过严谨的人工老化测试、涂料漆膜附着、划格刀检测等多道工序，具有防潮、耐高温、耐腐蚀等高耐候及环保性能，主要应用于汽车涂料（汽车原厂漆、高档修补漆）、外墙涂料、其他耐候涂料（金属氟碳漆、卷材漆等）。

珠光材料目前正在汽车领域替代铝银浆（金属颜料）。汽车车漆由内到外分别为电泳层（底漆，用于防锈）、中涂层（保护电泳层，为色漆层提供附着力）、色漆（决定颜色，主要分普通漆、金属漆、珠光漆）和清漆（提升质感，防紫外线防轻微刮擦）。因此，决定汽车颜色差异的主要在色漆层。金属漆在普通漆的基础上加入了铝粉等金属颗粒，具有金属质感，色彩鲜艳，而珠光漆是在普通漆中加入了云母粒，色彩更加艳丽且高端，反光性好。

表 3：普通漆、金属漆、珠光漆对比表

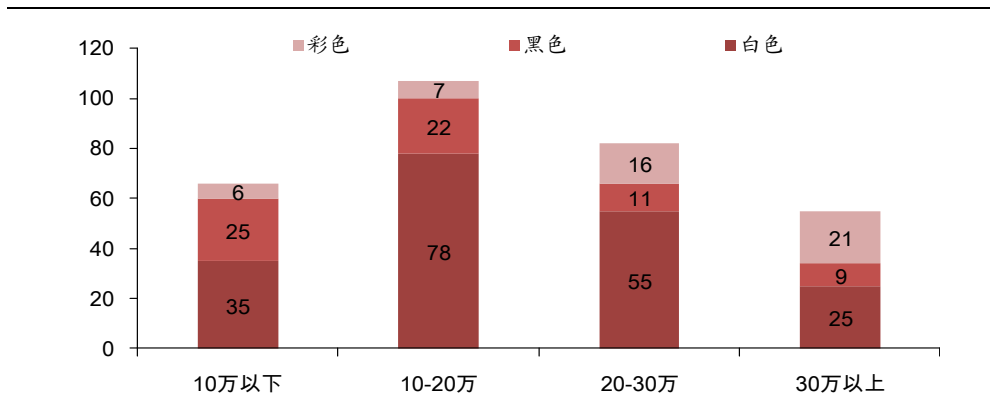
	定义	成色	硬度	成本	补漆成本	适用车型
普通漆	最基础的车漆，也叫素色漆，由树脂、颜料和添加剂等材质合成	颜色比较少且单一，视觉效果一般	主要取决于漆料图层中的“清漆涂层”，也就是最外边那一层，且硬度指标与颜色也	低	低	低端车
金属漆	在普通漆内加入铝粉、铜粉等金属微粒	阳光折射在金属漆表面，有金属的质感。		中	中	中低端+高端

珠光漆	在普通漆里面加入了云母粒	色彩斑斓，更高端，不同的照射角度，会有轻微的色彩变化，反光性好。	是没有关系的。	高	高	中低端+高端
-----	--------------	----------------------------------	---------	---	---	--------

资料来源：浙商证券研究所

目前珠光材料在汽车中的应用主要以“珠光白”为主，彩色的珠光漆多分布在中高端车型。根据美国 PPG 工业公司统计，白色汽车是消费者首选的颜色，在亚洲，白色的车辆占到了 31%。我们统计了搜狐汽车中的不同颜色车型（范围为中国），得到了 7392 个有效数据，其中使用珠光材料的车型（不同颜色同款车型分别计算）有 314 个，占比为 4.24%。剔除没有价格数据的车型，最终得到 310 个样本。我们发现，珠光材料在汽车中的应用主要以“珠光白”为主，由于彩色的珠光材料相对白色珠光材料更贵，因此彩色珠光漆基本应用于中高端车型中。同款车型中珠光色均比其他颜色价格高出几千到上万元不等。

图 12：310 个使用珠光材料车型的样本价格及颜色分布情况（辆）



资料来源：搜狐汽车，浙商证券研究所

渗透率预测说明：

通过在使用珠光材料的车型中选取其中 10 个品牌进行统计，计算使用珠光材料对应车型的销量占该品牌所有车型总销量的比重，大致推断珠光漆的渗透率。由于大多数车型有不止一种颜色，但可能仅一种颜色使用了珠光漆，因此不能完全区分同一车型中珠光漆车辆和非珠光漆车辆销售情况，为方便整体统计，我们假设了三种情况，当某车型中珠光漆车辆的销量占该车型所有颜色销量的比重分别为 10%、20%、30%时，计算对应的珠光漆车辆销量占该品牌所有汽车销量的比重大致推断珠光漆的渗透率，抽样统计对应渗透率数据分别为 5.31%、10.63%、15.94%。

而根据艾仕得发布的《2017 年全球量产汽车色彩流行报告》，2017 年全球汽车色彩中白色占比最高，为 39%（26%实色白+13%珠光白），珠光白渗透率 2017 年增加了 4%。黑色占比 16%（3%实色黑+13%效果黑）。

因此，我们对于 2017 年全球珠光漆的渗透率按照 15%计算，之后随着人们消费档次提高，高端车型消费增加，珠光材料在汽车涂料中应用将日益普及，渗透率有望进一步提升，我们假设每年按 2%左右渗透率递增。

表 4：含珠光色的车型销量占该品牌所有车型销量的比重

	含珠光色车型 1-11 月销量（万）	该品牌总销量（万）	占比
哈弗	3.29	75.5	4.36%
江淮	2.97	20	14.85%
绅宝	5.76	8.89	64.79%
东风风行	18.88	19.3	97.82%
吉利汽车	50.3	103.9	48.41%
长安汽车	34.00	69	49.27%
东风本田	41.83	62.5	66.93%

广汽本田	31.79	63.5	50.06%
东风日产	88.13	98.7	89.29%
合计	276.95	521.29	53.13%

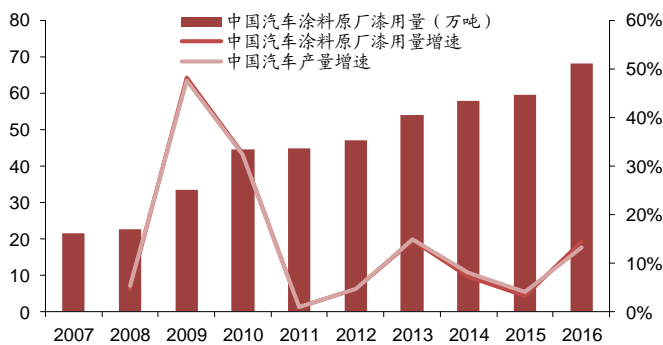
资料来源：搜狐汽车，浙商证券研究所

表 5：样本数据的珠光漆渗透率预测

珠光色销量占该车型所有颜色销量的比重①	10%	20%	30%
对应珠光漆渗透率预测②=①×53.13%（上表计算结果）	5.31%	10.63%	15.94%

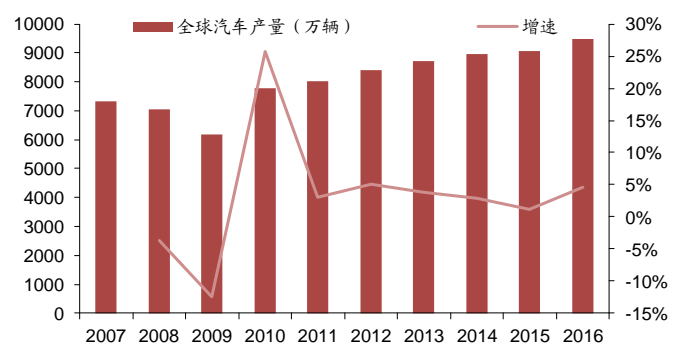
资料来源：搜狐汽车，浙商证券研究所

图 13：中国汽车涂料原厂漆用量、增速及与汽车产量增速对比



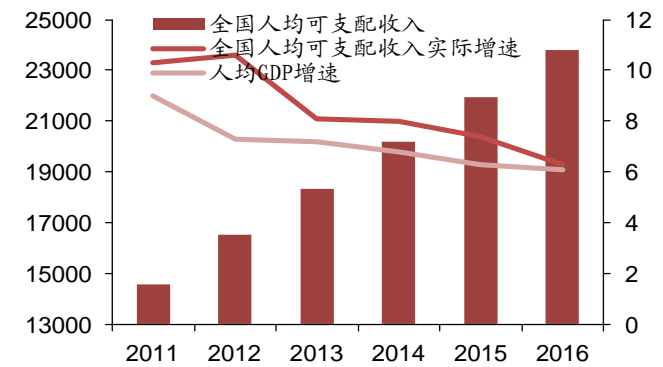
资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所

图 14：全球汽车产量（万辆）



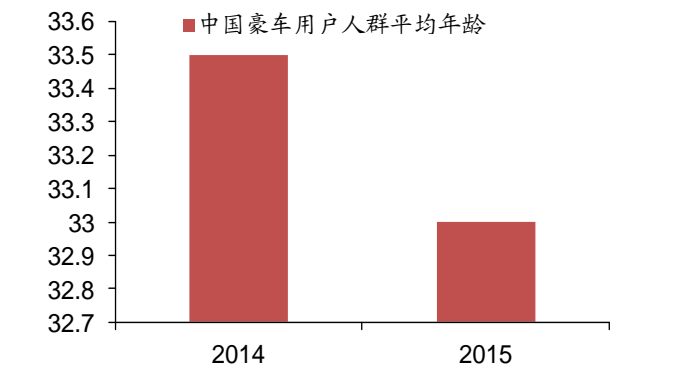
资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所

图 15：全国人均可支配收入增速超过人均 GDP 增速



资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所

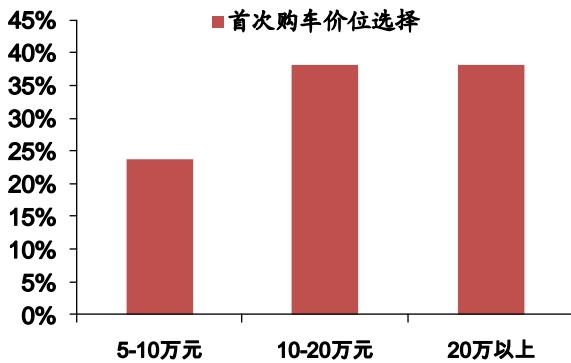
图 16：中国豪车用户人群平均年龄在下降



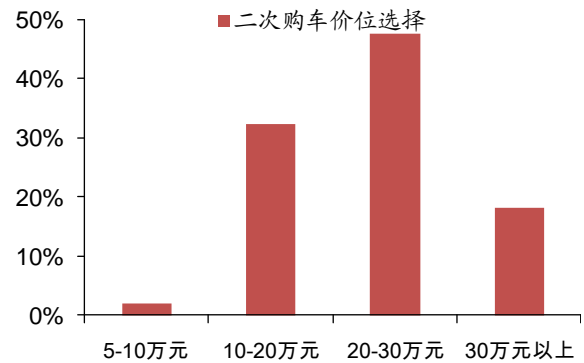
资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所

图 17：首次购车价位选择

图 18：二次购车偏向中高端车型



资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所



资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所

预计 2020 年汽车级珠光材料需求有望达到 2.2 万吨，对应规模 40 亿元，2016-2020 年 CAGR 接近 30%。假设：1) 全球汽车产量增速按照 4.62% 测算（2016 年增速），2) 珠光漆在汽车漆的渗透率 2017 年按 15% 测算，随着消费升级，到 2020 年珠光漆中渗透率有望上升至 30%，3) 高档修补漆按照汽车原厂漆的 30% 估算（根据现有数据，2013 年中国高档修补漆 18 万吨，占汽车原厂漆 53.8 万吨的 33.5%）。由此得出每年使用珠光漆的汽车数量。根据行业内数据，每辆汽车的珠光材料使用量平均为 750g，相乘得出汽车级珠光材料的需求量，再乘以汽车级珠光材料单价 16-18 万元/吨（根据某著名国外厂商价格，白色一般为 16 万元/吨，彩色一般为 22 万元/吨），得出 2020 年汽车级珠光材料市场规模可达 40 亿元。

表 6：汽车珠光漆需求量预测

	2016	2017	2018	2019	2020
全球汽车产量（万辆）①	9497.66	9936.72	10396.08	10876.67	11379.48
珠光漆渗透率②	10.0%	15.0%	17.0%	18.0%	20.0%
使用珠光漆原厂漆汽车数量（万辆）③=①×②	949.77	1490.51	1767.33	1957.80	2275.90
使用珠光漆修补漆汽车数量（万辆）④=③×30%	284.93	447.15	530.20	587.34	682.77
珠光漆汽车数量（万辆）⑤=③+④	1234.70	1937.66	2297.53	2545.14	2958.66
珠光材料需求量（万吨）⑥=⑤×750/10 ⁶	0.93	1.45	1.72	1.91	2.22
平均单价（万元/吨）⑦	16	16	16	18	18
市场规模（亿元）⑧=⑥×⑦	14.82	23.25	27.57	34.36	39.94
增速		56.93%	18.57%	24.62%	16.25%

资料来源：浙商证券研究所估算

2.2. 化妆品级珠光材料：无毒、环保、珠光效果好，逐步替代其他颜料

化妆品直接与人体接触，因此除了对通常的色彩美丽、防紫外线等功能要求之外，更要求产品无毒、无污染、使用安全。目前化妆品的着色剂主要可分为染料、有机颜料和无机颜料（珠光材料为其中一种）。其中染料、有机颜料着色好、遮盖力强，但耐性较差，无机颜料（如金属氧化物）耐性好，但色相不够鲜明。珠光材料具有**无毒、环保、**

珠光效果好、化学性质稳定的特点，目前正在对其他颜料进行替代。化妆品级珠光材料可用于生产口红、眼影、粉底、眼线液、眉笔、指甲油、发乳、润肤膏、喷发剂等化妆品，能充分发挥其**增色**作用。

表 7：化妆品中几种着色剂对比

	染料	有机颜料	无机颜料	珠光材料
色相	鲜明	鲜明	不鲜明	鲜明
着色力	大	大	小	大
遮盖力	大	大	小	大
耐光性	差	差	好	好
耐热性	差	差	好	好
耐溶剂性	差	差	好	好
毒性		无毒/低毒	部分有毒	无毒
成本		较高	较低	较高

资料来源：浙商证券研究所整理

着色剂用量不当会对人体造成不同程度的伤害，国家对很多着色剂的用量均做出了限制。有机颜料中如 CI 19140（柠檬黄）可能影响儿童注意力，CI 15985（日落黄）多动症倾向儿童应避免，CI 17200 可能致癌。根据中国疾病预防控制中心环境与健康相关产品安全所对 2007-2010 年在安全所检测申请化妆品卫生许可批件的进口与国产化妆品的调查，发现这三种着色剂在化妆品中的使用频率分别为 11.73%、3.23%、4.69%，在化妆品着色剂中也属于常用着色剂。《化妆品安全技术规范 2015》中对部分着色剂做出了用量及应用部位限制，2017 年 8 月 24 日，欧盟委员会限制使用氧化锌作为着色剂。

部分颜料生产过程不够环保，未来环保型颜料将是**大势所趋**。以有机颜料为例，有机颜料一般不溶于水，其对生态的影响主要来自废弃和废水的排放，生产过程中排出的废水经常会有致癌性物质等。目前欧美等地区通过在限制使用物质清单、相关行业产品准入、相关市场准入等方面对有机颜料提出越来越高的要求，其中包括影响较广泛的化学品监管法规体系包括欧盟 REACH 法规等，这些都将促进环保型颜料市场需求的不断增长，未来环保型颜料将是**大势所趋**。

驱动珠光材料在化妆品领域对其他颜料替代的驱动力主要有：1) 珠光材料**无毒又环保，色彩鲜艳耐性好，能有效替代其他颜料**。珠光材料不仅生产过程环保，无毒，而且色彩鲜艳，着色力强，耐性好，未来对于其他颜料而言是一种很好的替代。目前已经有越来越多的大型化妆品品牌开始在化妆品中添加珠光材料，珠光材料在化妆品中的渗透率日渐提升；2) 化妆品成本中着色剂占比低，对着色剂的价格不敏感，有利于珠光材料的应用和推广。对于化妆品，以口红为例，原材料成本在产品售价中大约仅占 15% 左右甚至更低（来自某化妆品原料供应商的数据），而着色剂仅占原材料的 1/6，因此品牌商对着色剂价格的敏感度会相应变低，即使会付出更高一点成本，品牌商也更愿意使用安全、环保、着色力高、色泽鲜亮、耐性好的着色剂。根据我们在 Cos DNA 上的统计，很多大牌的化妆品中均添加了云母（注：由于各品牌不会公开自己产品的配方，我们只能通过最终标准化的配料成分来进行统计）。

表 8：大牌中添加云母的化妆品数量（不完全统计）

品牌	着色剂中添加云母的化妆品数
Chanel	189
Tom Ford	28
YSL	159
阿玛尼	17
迪奥	162
纪梵希	70
娇兰	153
雅诗兰黛	300+

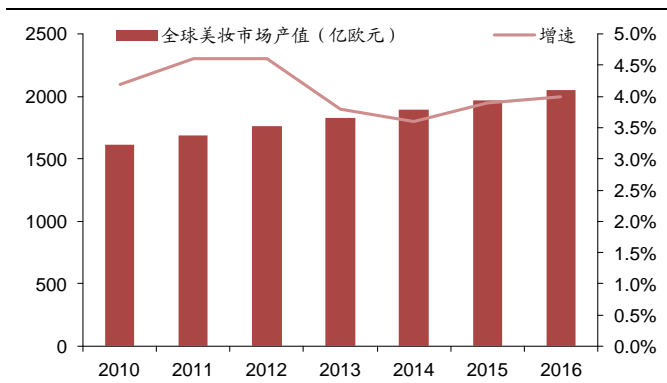
资生堂

300+

资料来源: Cos DNA, 浙商证券研究所

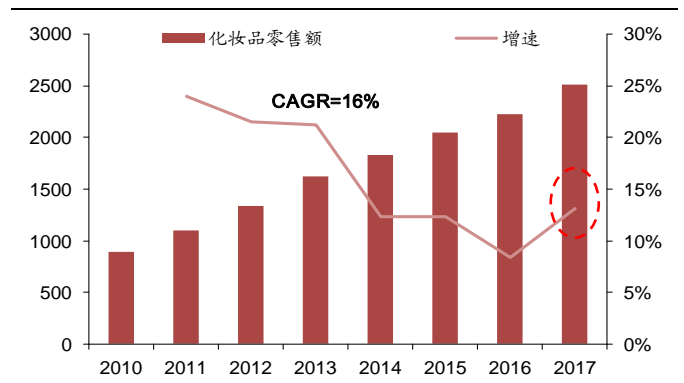
全球美妆市场增速稳健, 彩妆市场快速增长。2016 年全球美妆市场预计总产值 2050 亿欧元, 同比增长 4%, 其中彩妆市场同比增长 8.4%, 已连续四年成为推动整个美妆市场发展的中坚力量。其中唇妆产品在彩妆品类中最受欢迎, 2016 年口红类产品同比增长 13.6%。**中国美妆行业零售额稳步增加, 彩妆行业增速显著。**我国限额以上化妆品企业零售总额呈稳步增长趋势, 2010-2017 年复合增速达 16%。中国彩妆行业增速显著, 2015 年中国彩妆行业市场规模增速高达 16%, 2010-2015 年复合增速为 15.68%。由此可以看出, 在全球和中国两大市场, 美妆行业整体增速较为平稳, 但彩妆行业增速较快。考虑到珠光材料多应用于口红、眼影、粉底、眼线液、眉笔等彩妆行业, 因此**下游彩妆行业的快速增长将带动对珠光材料的需求增加。**

图 19: 全球美妆市场产值 (亿欧元)



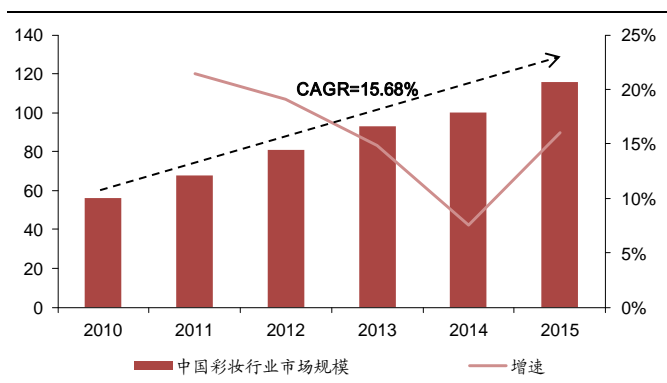
资料来源: The world of beauty in 2016, 浙商证券研究所

图 20: 中国化妆品行业零售额 (亿元)



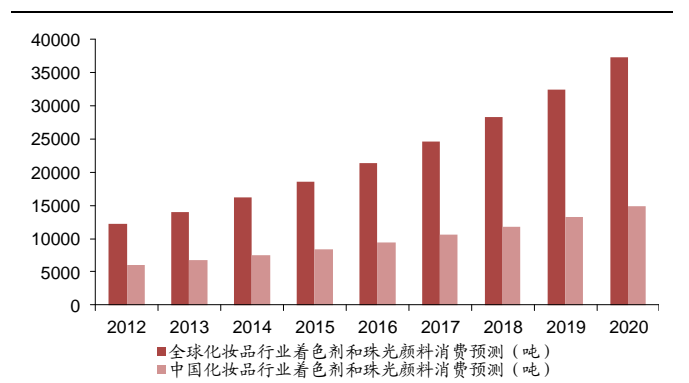
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 21: 中国彩妆行业市场规模 (亿元)



资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

图 22: 化妆品行业着色剂和珠光材料消费预测 (吨)



资料来源: 浙商证券研究所

预计 2020 年化妆品级珠光材料需求有望达到 1.5 万吨, 对应规模 30 亿元。未来增长取决于三点: 1) 下游化妆品行业自身的增长, 2) 着色剂在化妆品中使用率的提升, 3) 珠光材料在着色剂中的渗透率的提升。

1) 全球化妆品行业着色剂和珠光材料消费预测说明: 根据《化妆品原料市场现状与发展趋势》的数据显示, 2012 年世界主要国家 (西欧、中国、北美) 共消费着色剂 (含珠光材料) 11000 吨, 消费额达 3.95 亿美元。若按照世界主要国家的消费占到世界比重的 90%, 着色剂消费年均增速 15% (下游美妆市场的增长 (年均增速 13%-16%) + 使用着色剂的化妆品占比的提升), 则到 2020 年全球化妆品行业着色剂消费有望达到 3.74 万吨。

(注: 珠光材料在彩妆中使用更多, 根据彩妆市场历史增速情况预计之后年均增速为 13%-16%)

表 9: 2012 年世界主要国家或地区着色剂和珠光材料消费情况

国家或地区	消费量/t	消费额/万美元
西欧	2000	10300
中国	6000	15600
北美	3000	13600
合计	11000	39500

资料来源: 化妆品原料市场现状与发展趋势, 浙商证券研究所

2) 珠光材料在着色剂中渗透率的预测说明: 根据中国疾病预防控制中心环境与健康相关产品安全所对 2007-2010 年在安全所检测申请化妆品卫生许可批件的进口 (502) 与国产 (200) 共 702 件化妆品的调查数据, 发现 48.60% 的化妆品使用了着色剂, 其中云母在着色剂中的使用率为 28.44%。目前已经有越来越多的化妆品中添加云母, 根据我们前文的不完全统计, 很多知名品牌都会添加云母作为着色剂, 我们预测到 2020 年云母在着色剂中的使用率有望达到 40%。

表 10: 珠光材料在着色剂中渗透率预测

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
云母在着色剂中占比	28.44%	29%	29.5%	30.0%	30.5%	31.0%	32.0%	34.0%	36.0%	38.0%	40.0%

资料来源: 化妆品中着色剂使用情况的调查, 浙商证券研究所

由此预测 2020 年化妆品级珠光材料需求有望达到 1.5 万吨, 按照化妆品级产品的单价 20 万元/吨计算, 对应规模为 30 亿元。

表 11: 化妆品级珠光材料需求预测

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
全球化妆品行业着色剂消费预测 (万吨)	2.14	2.46	2.83	3.25	3.74
珠光材料在着色剂中渗透率	32.0%	34.0%	36.0%	38.0%	40.0%
全球化妆品行业珠光材料消费预测 (万吨)	0.68	0.84	1.02	1.24	1.50
化妆品及珠光材料单价 (万元/吨)	20	20	20	20	20
全球化妆品行业珠光材料市场规模预测 (万元)	13.68	16.72	20.35	24.71	29.91
增速		22.2%	21.8%	21.4%	21.1%

资料来源: 浙商证券研究所估算

2.3. 工业级珠光材料: 用量大, 是目前中低端珠光材料的主要应用领域

工业级珠光材料具有无毒、珠光效果好、堆密度较低、耐光、耐热、耐候、化学性质稳定、不导电、不导磁、物理性质稳定等特性, 广泛应用于涂料、塑料、油墨, 工业、皮革、陶瓷和种业等各个领域。目前工业级珠光材料用量最大, 下游涂料、塑料、油墨印刷等领域的需求的稳定增长将带动珠光材料需求的增加。

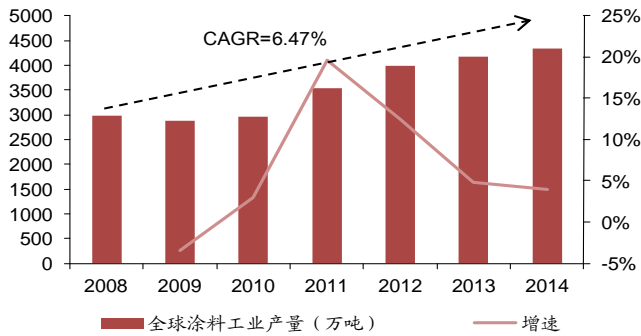
涂料领域: 全球涂料产业稳定增长。2008 年至 2014 年全球涂料产业呈稳定增长的态势, 年复合增长率达 6.47%。2014 年全球油漆涂料增长了 3.9%, 产量达到 4,338 万吨, 约合 1,323 亿美元。

塑料领域: 全球塑料市场增速平稳。近年来, 全球塑料产量从 2007 年的 2.6 亿吨攀升至 2015 年的 3.22 亿吨, 年复合增速 2.71%, 其中 2016 年全球塑料产量同比增长 3.22%, 总体增长平稳。

油墨印刷及皮革等其他领域: 2015 年全球印刷油墨市场销售额约 200 亿美元, 中国油墨产量增长迅速, 年均增速保持在 11% 以上。2015 年我国油墨产量约为 76 万吨。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%。

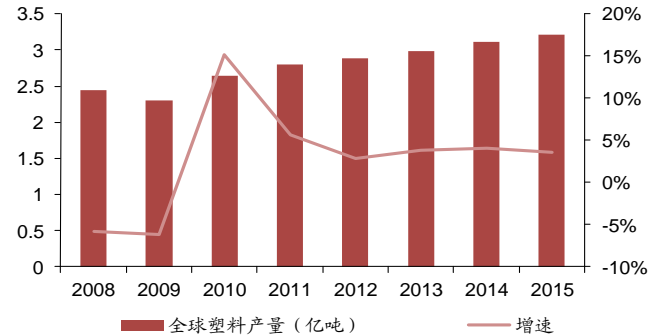
珠光材料需求量=某行业产量×珠光材料渗透率×珠光材料重量占比。根据我们的测算, 2020 年工业级珠光材料需求有望达到 14.42 万吨, 按照工业级珠光材料 4 万元/吨的平均价格计算, 对应市场规模 57.67 亿元。

图 23: 全球涂料产量 (万吨)



资料来源: 世界十大油漆涂料企业各年度报告, 浙商证券研究所

图 24: 全球塑料产量 (亿吨)



资料来源: 世界塑料工业进展, 浙商证券研究所

表 12: 工业级珠光材料需求预测 (万吨/亿元)

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
全球涂料工业产量	4602.18	4740.25	4882.46	5028.93	5179.80
珠光材料在涂料中渗透率	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
珠光材料质量占比	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
涂料用珠光材料 (万吨)	4.14	4.91	5.49	6.34	8.16
全球塑料产量 (吨)	33338.91	34518.10	35738.99	37003.07	38311.86
珠光材料在塑料中渗透率	0.5%	0.7%	0.9%	1.5%	2.0%
珠光材料质量占比	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
塑料用珠光材料 (万吨)	2.50	2.85	3.22	3.61	4.02
油墨、种子包衣等其他工业级珠光材料	1.50	1.68	1.86	2.05	2.24
工业级珠光材料合计 (万吨)	8.14	9.43	10.57	12.00	14.42
工业级产品市场规模合计 (亿元)	32.57	37.74	42.30	47.98	57.67
增速		15.87%	12.08%	13.43%	20.20%

资料来源: 浙商证券研究所估算

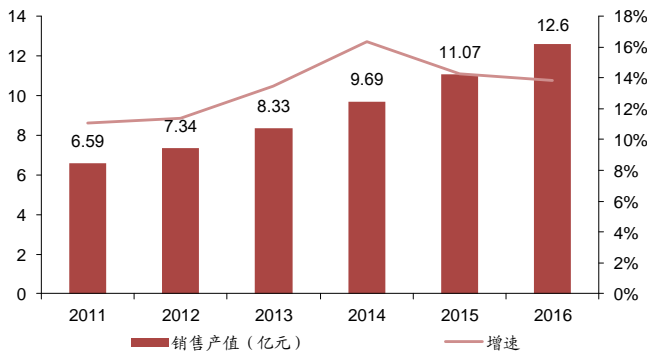
3. 规模效应+关键原材料自产+高端产品占比增加, 盈利能力再提升

3.1. IPO 募投项目 3 万吨产能, 全球市占率有望接近 30%

目前行业集中度高, 产能多集中在前三家企业。全球规模前三的企业主要有默克、巴斯夫和坤彩科技。默克主要生产光学原料, 巴斯夫涉足领域很多, 坤彩科技是前三家中唯一专业生产珠光材料的企业, 也是唯一可以批量生产合成云母 (相对天然云母品质更高) 的企业。2016 年默克公司实现珠光材料销量 1.6 万吨, 仍然位居全球之首, 坤彩科技实现销量 1.24 万吨, 仅次于默克。剩余企业规模均较小, 较大的也仅有 2000-3000 吨左右。

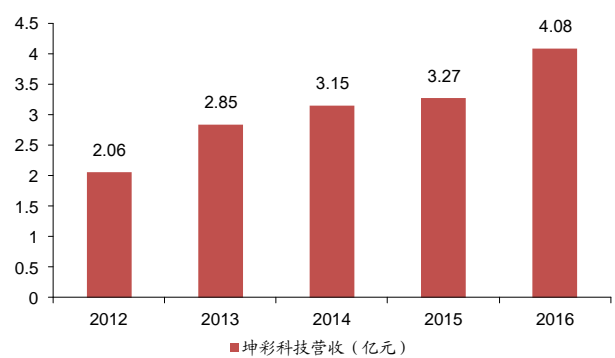
公司规模亚洲第一，全球第二，目前产能在全球市场占比约 14%-20%。根据调研数据，2016 年全球珠光材料产量在 7-10 万吨左右，公司产能 1.4 万吨，按产能计算，公司在全球市占率达到 14%-20%。根据中国市场调查网发布的《2017-2021 年中国珠光材料市场调研报告》，我国珠光材料销售产值 2011 年为 6.59 亿元，到 2016 年增长至 12.60 亿元，增长率维持在 11.3%-16.2%之间，而公司 2016 年营收已达到 4.08 亿元。

图 25：2011-2016 年中国珠光材料销售产值



资料来源：2017-2021 年中国珠光材料市场调研报告，浙商证券研究所

图 26：坤彩科技营收



资料来源：wind，浙商证券研究所

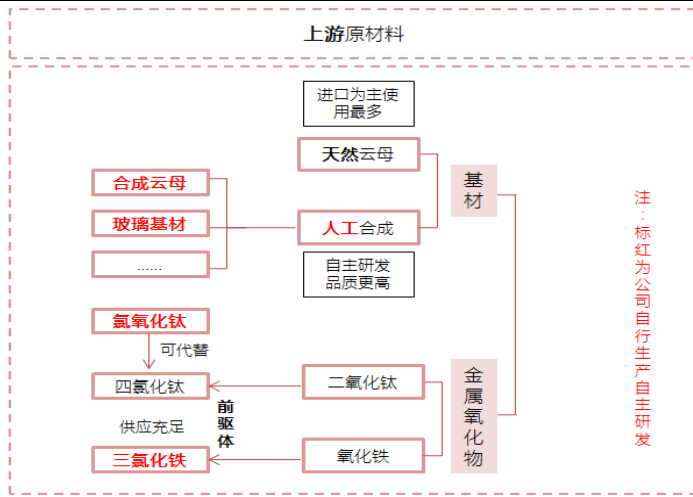
设备满负荷运转，现有产能无法完全满足市场需求。公司产能瓶颈主要在轮碾和煅烧工序，随着销售订单的不断增加，公司一直在原有生产线的基础上通过技改来提高产能，目前所有设备基本满负荷运行。而在市场上全球大的终端客户通常依照公司的交货能力下订单，一般均会保留默克、巴斯夫和坤彩科技作为战略供应商，但公司因受产能限制，无法完全满足市场需求，从而造成订单的流失，不利于公司的长远发展。

IPO 募投 3 万吨珠光材料，解决产能瓶颈。公司此次公开发行人民币新股（A 股）9,000 万股，扣除发行费用后的实际募集资金净额为 55,275.00 万元，全部用于投资“年产 3 万吨珠光材料项目”。截至 2016 年 12 月 31 日，公司已投入 35,377.67 万元（包含土地费用）用于该项目建设，占投资总额的 28.34%。截至 2018 年第一季度，公司已具备年产 2 万吨珠光材料的能力，2019 年 3 万吨产能将完全建成。完全达产后公司市占率将进一步提升，全球市占率有望接近 30%。

3.2. 合成云母和金属氧化物逐步实现自产，减少关键原材料的外购成本

珠光材料由云母等基材表面包覆金属氧化物制得，因此上游原材料主要包括云母等基材和金属氧化物。其中：基材：包括天然云母基材和人工合成基材。目前天然云母是使用最多的原材料，仍以从印度、巴西进口为主。人工合成基材包括合成云母基材、玻璃基材等。人工合成基材属于自主研发，相对天然云母基材具有更高的品质，应用领域更加高端如汽车、化妆品。金属氧化物：包括二氧化钛、氧化铁等，其中二氧化钛的前驱体为四氯化钛，氧化铁的前驱体为三氯化铁。所以主要原材料为四氯化钛、三氯化铁。

图 27：珠光材料上游



资料来源：浙商证券研究所

主要原材料成本占总成本比重超过 50%，公司已开始向上游延伸开发替代材料降低成本。上游主要原材料云母、四氯化钛、三氯化铁、液铁（公司 2015 下半年开始用液铁替代三氯化铁）四者采购金额在总成本中占比超过 50%。公司目前正通过自主研发合成云母，减少对天然云母片的采购，通过自主研发生产氯化钛替代四氯化钛，自行生产三氯化铁，大大降低成本。

表 13：云母片、四氯化钛在原材料成本中占比

	2014	2015	2016
云母片采购金额	3,791.18	4,331.44	6,522.76
四氯化钛采购金额	4,567.93	4,016.44	4,545.37
三氯化铁	314.97	115.75	-
液铁	70.17	126.50	315.23
总成本	19,378.91	17,896.77	21,512.58
云母片成本占比	19.56%	24.20%	30.32%
四氯化钛成本占比	23.57%	22.44%	21.13%
三氯化铁成本占比	1.63%	0.65%	
液铁成本占比	0.36%	0.71%	1.47%
四者合计成本占比	45.12%	45.12%	52.91%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

2.2.1. 自主生产合成云母替代天然云母，提升综合毛利率

天然云母目前高度依赖进口，品质相对合成云母较低。在公司的产品结构中，天然云母珠光材料占比高达 84.77%，因此上游原材料中，对天然云母的需求最大。目前国内珠光材料生产商所需的天然云母基本上是从国外进口。由于天然云母在纯度等性能指标上无法达到要求，生产高端珠光材料需要合成云母作为原材料。与天然云母相比，合成云母具有更高的纯净度，更好的稳定性与绝缘性，更强的耐高温性与耐腐蚀性。

表 14：天然云母与合成云母对比

	纯净度	成份稳定性	绝缘性	耐高温性	耐腐蚀性
天然云母	重金属含量高，其天然矿脉生长过程中杂质	天然矿脉生长的不规则现象导致了天然云母矿内的	由于其结构中含结晶水，导致电阻率	最高使用温度在 550-800℃之间	在高温高压水的长期冲刷下，会与水

	含量也较高	质量和组分都不一致	比合成云母低		发生化反应
合成云母	重金属含量低,尤其是铁元素含量低,因此其白度高,纯净度也高	生产所需原料的配方比例一致,生产原料可控,使其质量都保持稳定	介电强度大,介电常数均匀,电阻率高	最高使用温度在1,100-1,500℃之间	与普通酸碱溶液不起反应,与水亦不发生反应,不容易变质。

资料来源:中国晶体新材料,浙商证券研究所

公司自主研发了合成云母的配方,已获多项专利,可用于生产高端珠光材料,成本更低,品质更高。公司研发生产的“合成晶体基材珠光材料”被科学技术部、环境保护部、财政部和国家质量监督检验检疫局联合认定为“国家重点新产品”。目前公司的天然云母主要依赖进口,成本占比较高,通过自行研发合成云母,成本更低(主要原料是海沙),品质更高,具有更高的售价与毛利率。因此,公司加强自主研发生产合成云母,一方面可以减少对国外天然云母的进口,减少成本,另一方面还可以生产出品质更高的珠光材料,从而应用于汽车、化妆品等高端领域。

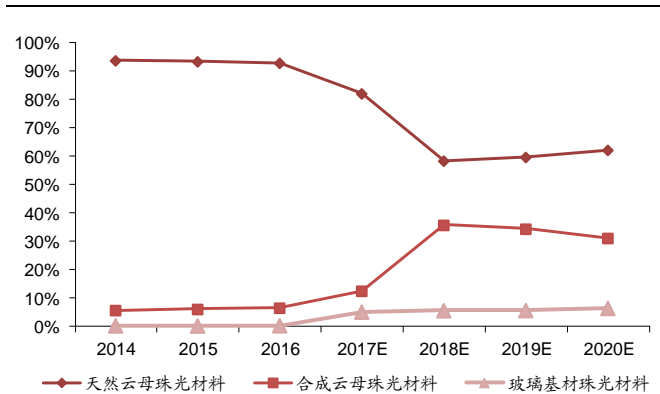
表 15: 天然云母目前成本

项目	2014	2015	2016
云母片价格(元/公斤)	3.38	3.40	3.59
云母片成本占比	19.56%	24.20%	30.32%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

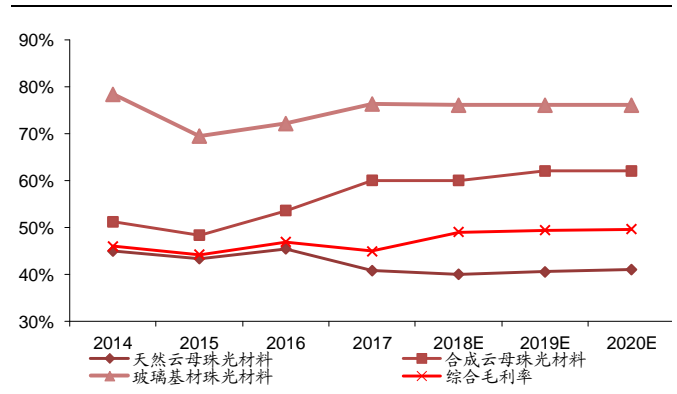
合成云母珠光材料占比提升,有助于提高公司整体毛利率。公司 2018 年将具备年产 1 万吨合成云母的能力,公司所生产的合成云母一部分用来制作合成云母基材珠光材料,另一部分用于对外销售。我们保守估计今年合成云母基材的珠光材料销量为 4000 吨,营收占比将由 2017 年的 12.57% 增加到 36% 左右,公司综合毛利率将由 2017 年的 44.87% 增加到 49.02%。

图 28: 公司产品结构(含预测)



资料来源:wind,浙商证券研究所

图 29: 公司各产品毛利率(含预测)



资料来源:wind,浙商证券研究所

2.2.2. 拟投建二氯化钛和三氯化铁项目, 节省金属氧化物外购成本

公司拟建设“年产 20 万吨二氯化钛”项目,用以替代外购金属氧化物。2017 年 5 月 18 日公司与福清市人民政府签订协议,公司拟投资 6 亿元人民币,在福清市江阴工业区建设 20 万吨/年氯化钛项目。2017 年 5 月 31 日,公司与江阴管委会签署协议,对年产 20 万吨氯化钛项目建设细节的进一步确认。此项目主要产品为氯化钛和三氯化铁,产量分别为 20 万吨/年和 6 万吨/年。其中氯化钛可替代四氯化钛,三氯化铁是上游金属氧化物氧化铁的前驱体。

本项目建设期为 2 年，生产运营期为 10 年，总投资 41,015.59 万元。项目达产后年产 20 万吨二氯化钛（33%浓度）以及 10 万吨三氯化铁（38%浓度）：

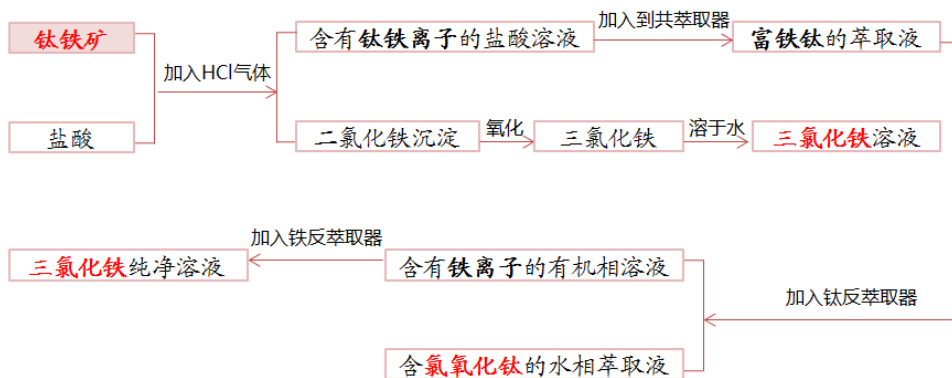
表 16：“年产 20 万吨氯化钛”项目详情

产品	用途	产能消化
33%二氯化钛 (产能 20 万吨)	作为珠光材料原材料使用	9 万吨自用
	形成食品级钛白粉材料等对外销售	剩余 11 万吨转化成 1.5 万吨钛白粉材料等
38%三氯化铁 (产能 10 万吨)	作为珠光材料产品的原材料使用	3 万吨自用
	形成食品级氧化铁材料等对外销售	7 万吨转化成 1.4 吨的氧化铁材料等

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

该项目完工后至少可节约公司 1/3 成本。项目生产一吨四氯化钛不超过 3,000 元，而现有采购四氯化钛一吨不含税价至少需要 5,300 元左右(未包括运费)，极大降低了公司原材料成本。且建设地点离公司现有厂区仅 50-60 公里，运输距离短，降低运输成本。

图 30：钛铁矿萃取氯化钛和三氯化铁过程



资料来源：《共萃法从钛铁矿盐酸酸解液制备珠光颜料的方法》，浙商证券研究所

表 17：每生产一吨珠光材料耗用四氯化钛量（吨）

	2014	2015	2016
四氯化钛耗用量	8,444.93	8,031.33	9,164.97
珠光材料产量	12,247.77	11,038.05	13,070.41
单耗	0.69	0.73	0.7
四氯化钛价格（元/公斤）	5.28	4.95	4.75
四氯化钛成本占比	23.57%	22.44%	21.13%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

本项目在满足公司珠光材料所需四氯化钛、三氯化铁原材料之外，剩余的二氧化钛及三氯化铁还可用作其他用途。

1) 剩余的二氧化钛可转化成食品级二氧化钛，用于食品、医药、化妆品等高端应用领域；长远来看，二氧化钛还可以作为钛酸锂（锂电池负极材料）、钛酸钡（电子陶瓷）、光催化二氧化钛的原材料。

2) 剩余的三氯化铁可以转化成食品级氧化铁颜料，可用作各类药片、药丸的外衣糖衣着色用；用于药片糖衣和胶囊等的着色，市场应用领域广泛。从长远来看，三氯化铁可以用于磷酸铁锂（锂电池的正极）的原材料、污水处理(除去水中的重金属和磷酸盐)等。

3.3. 汽车和化妆品级高端产品占比逐步提升，进一步提升综合毛利率

高端产品单价高，占比提升未来将为公司带来更高的附加值。汽车、化妆品级珠光材料等高端领域产品单价高，如默克公司汽车、化妆品级产品销量占比不到 30%，却带来公司 80%左右的收入。CQV 化妆品、汽车级产品占比高（60%以上），相比以较低端的工业级珠光材料为主产品的坤彩科技，虽年产量只有坤彩科技的 15%左右，但收入却占到了坤彩科技 50%以上。通过对比 CQV 和坤彩科技的单位产品价格，我们发现 CQV 的产品均价 2016 年为 11.37 万元/吨，坤彩科技 2016 年产品单价 3.12 万元/吨，CQV 的产品单价约为坤彩科技的 3-4 倍。由此看出汽车级、化妆品级等高端领域产品单价与工业级产品单价相差巨大，公司目前正大力布局汽车级、化妆品级产品，随着高端产品占比的提升，将为公司带来更高的附加值，公司毛利率也将得到进一步提升。

表 18: CQV 产品结构

	2014	2015	2016
化妆品级珠光材料	31.0%	33.8%	41.0%
汽车级珠光材料	17.0%	22.0%	22.3%
工业级珠光材料	51.0%	43.5%	36.5%

资料来源：CQV，浙商证券研究所整理

表 19: 公司与 CQV 产量及收入规模对比（吨、万元）

	2014	2015	2016
CQV 产量	1899.9	1797.4	1917.4
坤彩产量	12,247.77	11,038.05	13,071.41
CQV/坤彩产量比	15.51%	16.28%	14.67%
CQV 收入	16,942.95	16,900.18	21,807.29
坤彩收入	31,507.83	32,746.39	40,824.28
CQV/坤彩收入比	53.77%	51.61%	53.42%

单价对比（万元/吨）

	2014	2015	2016
CQV 单价	8.92	9.40	11.37
坤彩单价	2.57	2.97	3.12

资料来源：CQV，浙商证券研究所整理

汽车级产品进入门槛高，公司已开始实现供货，今年增速有望数倍于去年。汽车行业进入门槛高，一般需要在佛罗里达、冰岛、日本的北方四岛等几个地方经过五年的测试，然后在车厂进行 3 年测试，共需要 8 年时间进入供应体系。由于测试成本很高，因此一旦进入，厂家一般不愿意因为价格和成本问题更换供应商。公司从 2005 年开始在佛罗里达等地测试，2008 年开始在车厂测试，2013 年拿到测试合格，2016 年进入市场后，有 200 吨的产量，2017 年销量接近 300 吨，2018 年公司一季度汽车级产品订单已达 500 吨（订单每个月下一次），预计今年销量增长有望数倍于去年。公司汽车级产品白色为 12 万元/吨，彩色 16 万元/吨。相对默克而言，公司使用的合成云母基材品质更高，价格更为优惠，性价比更高，因此未来有望逐步替代默克的市场。目前公司汽车级产品终端车厂有宝马、奔驰、大众、雷诺、通用、丰田、本田，国内车厂有一汽奥迪、神龙等，还在进一步拓展中。

表 20: 坤彩科技与默克汽车级产品对比（万元/吨）

	坤彩科技	默克
所用基材	合成云母	天然云母
白色单价（万元/吨）	12	16
彩色单价（万元/吨）	16	22

资料来源：公司调研，浙商证券研究所

化妆品级珠光材料今年实现批量销售，未来将继续保持高增速。公司 2016 年开始进入化妆品市场，逐渐开始实现批量销售。目前日化终端客户包括宝洁、联合利华等，彩妆终端客户包括欧莱雅、迪奥、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等。化妆品级珠光材料单价 20 万元/吨到上百万元/吨不等，单位价值更高，且公司独特的合成云母技术将进一步提升公司在国际市场中的竞争力。由于不存在 8 年测试问题，未来化妆品级产品增速将快于汽车级产品增速。

4. 盈利预测与估值

关键假设：

1) 销量预测：公司目前三种产品中，天然云母珠光材料销量占比最多（2017/82%），合成云母与玻璃基材珠光材料产量销量占比均较少。此次 IPO 扩产能，一方面将继续增加天然云母珠光材料的产能，另一方面公司将加大对合成云母、玻璃基材珠光材料的投入。公司 2018 年已具备年产 2 万吨珠光材料的生产能力，同时具备年产 1 万吨合成云母的生产能力。预计 2019 年将具备年产 3 万吨珠光材料的生产能力。（公司自产的合成云母一部分用于生产合成云母基材珠光材料，另一部分用于对外出售，此处我们暂不考虑合成云母的对外出售的收入）我们预测 2018-2020 年天然云母珠光材料销量将实现 12850、16800、23200 吨；合成云母珠光材料销量将实现 4000、5000、6000 吨；玻璃基材珠光材料销量 150、200、300 吨。

2) 价格预测：公司自 2018 年 6 月份将上调 5% 部分产品价格，未来下游高端领域如汽车级、化妆品级珠光材料的需求增加将加大对公司天然云母、合成云母、玻璃基材珠光材料的需求，因此对销售价格的预测稳步上升。我们预测 2018-2020 年天然云母珠光材料价格分别为 31、32、32 元/公斤，合成云母珠光材料价格分别为 61、62、62 元/公斤，玻璃基材珠光材料价格分别为 260、260、260 元/公斤。

3) 毛利率预测：公司拟通过向上游延伸，开发替代材料，降低成本，且未来汽车级、化妆品级珠光材料等高端产品占比提升，将会促进公司整体毛利率提高，预测未来毛利率会持续上升。我们预测 2018-2020 年天然云母珠光材料毛利率分别为 40%、40.5%、41%，合成云母珠光材料毛利率分别为 60%、61%、62%，玻璃基材珠光材料毛利率分别为 76%、76%、76%。

表 21：公司细分业务盈利预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
产能（吨）：（注：公司产能数据仅为生产能力，越高端产品耗时越长，因此高端产品订单越多则实际产量将相应减少）							
达产率					75%	100%	100%
产能					20000	30000	30000
销量预测（吨）：							
天然云母珠光材料	9835.77	10234.44	11496.59		12850	16800	23200
YOY		4.1%	12.3%			30.74%	38.10%
合成云母珠光材料	604.14	674.31	816.38		4000	5000	6000
YOY		11.6%	21.1%			25.00%	20.00%
玻璃基材珠光材料	39.63	36.39	52.69		150	200	300
YOY		-8.2%	44.8%			33.33%	50.00%
销量合计：	10479.54	10945.15	12365.66	13000	17000.00	22000.00	29500.00
销售价格预测（元/公斤）：							
天然云母珠光材料	27.49	27.7	30.1		31.00	32.00	32.00
合成云母珠光材料	48.61	47.55	52.94		61.00	62.00	62.00

玻璃基材珠光材料	251.17	223.18	258.17		260.00	260.00	260.00
销售收入预测 (万元):							
天然云母珠光材料	27,038.53	28,349.41	34,604.75	38284.45	39835.00	53760.00	74240.00
合成云母珠光材料	2,936.73	3,206.36	4,321.92	5857.31	24400.00	31000.00	37200.00
玻璃基材珠光材料	995.35	812.18	1,360.20	2440.15	3900.00	5200.00	7800.00
其他主营业务	528	378	537	334	500	700	900
销售收入合计:	31507.82	32746.38	40824.28	46916.37	68635	90660	120140
YOY	10.73%	3.93%	24.67%	14.92%	46.29%	32.09%	32.52%
分产品毛利率 (%):							
天然云母珠光材料	44.95	43.34	45.43	40.77	40.00	40.50	41.00
合成云母珠光材料	51.17	48.34	53.59	60.01	60.00	61.00	62.00
玻璃基材珠光材料	78.31	69.43	72.09	76.26	76.00	76.00	76.00

资料来源: 浙商证券研究所估算

盈利预测与估值: 坤彩是国内珠光材料领域龙头, 基于 IPO 产能释放后市占率将进一步提升, 汽车和化妆品领域等高端产品占比增加以及关键原材料自给率不断提高带来的毛利率提升, 我们看好公司未来成长性和盈利能力, 预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 6.86、9.07、12.01 亿元, 同比增长 46.29%、32.09%、32.52%, 实现归属于母公司净利润分别为 1.89、2.56、3.46 亿元, 同比增长 59.83%、35.71%、35.23%; 对应的 EPS 分别为 0.42、0.57、0.77 元。目前公司股价对应 2018/2019/2020 年 P/E 分别为 30.15、22.17、16.41 倍, 考虑到公司的行业地位、成长性和盈利能力强的特点, 我们认为 2018 年坤彩科技估值合理, 给予“**增持**”评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E	单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	636.99	766.91	895.04	1182.74	营业收入	469.16	686.35	906.60	1201.40
现金	87.57	267.13	225.71	297.82	营业成本	258.65	349.87	458.71	605.12
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	5.86	7.21	9.36	12.01
应收账款	117.69	158.11	219.54	292.95	营业费用	32.24	46.67	59.84	78.09
其它应收款	0.50	0.92	1.34	1.55	管理费用	49.09	68.64	86.13	110.53
预付账款	5.19	8.90	12.19	14.53	财务费用	6.75	3.32	4.16	3.74
存货	221.59	262.40	344.03	453.84	资产减值损失	0.47	1.37	1.63	2.53
其他	204.46	69.45	92.24	122.05	其他经营收益*	12.24	4.08	5.44	7.25
非流动资产	601.61	852.61	1027.02	1095.72	投资净收益	7.50	4.01	4.65	5.39
金额资产类	70.40	70.40	70.40	70.40	营业利润	135.84	217.36	296.87	402.02
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.00	5.00	5.00	5.00
固定资产	388.42	583.32	762.56	829.81	营业外支出	0.88	0.50	0.64	0.67
无形资产	63.10	60.36	57.58	54.81	利润总额	134.97	221.87	301.23	406.35
在建工程	33.67	106.94	101.55	97.24	所得税	18.93	32.44	43.64	58.43
其他	46.02	31.59	34.93	43.44	净利润	116.04	189.42	257.59	347.92
资产总计	1238.61	1619.52	1922.06	2278.46	少数股东损益	-1.98	0.00	0.00	0.00
流动负债	70.73	193.24	250.16	274.60	归属母公司净利润	118.02	189.42	257.59	347.92
短期借款	0.00	65.98	62.47	59.62	EBITDA	166.69	254.77	349.30	464.93
应付款项	45.77	83.86	123.20	138.22	EPS (最新摊薄)	0.26	0.42	0.57	0.77
预收账款	2.24	2.09	2.66	4.30					
其他	22.71	41.31	61.83	72.46					
非流动负债	27.10	15.08	15.11	15.15	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	27.10	15.08	15.11	15.15	成长能力				
负债合计	97.83	208.32	265.28	289.75	营业收入增长率	14.92%	46.29%	32.09%	32.52%
少数股东权益	1.18	1.18	1.18	1.18	营业利润增长率	12.11%	60.01%	36.58%	35.42%
归属母公司股东权益	1139.60	1410.02	1655.61	1987.53	归属于母公司净利润	8.52%	60.50%	35.98%	35.07%
负债和股东权益	1238.61	1619.52	1922.06	2278.46	获利能力				
					毛利率	44.87%	49.02%	49.40%	49.63%
现金流量表					净利率	24.73%	27.60%	28.41%	28.96%
单位: 百万元	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	14.46%	14.85%	16.79%	19.09%
经营活动现金流	63.41	326.56	193.13	214.53	ROIC	10.08%	12.74%	14.93%	16.94%
净利润	116.04	189.42	257.59	347.92	偿债能力				
折旧摊销	33.04	33.58	47.91	58.84	资产负债率	7.90%	12.86%	13.80%	12.72%
财务费用	6.75	3.32	4.16	3.74	净负债比率	0.00%	34.72%	26.74%	22.28%
投资损失	-7.50	-4.01	-4.65	-5.39	流动比率	9.01	3.97	3.58	4.31
营运资金变动	-248.14	131.32	-25.79	-70.20	速动比率	5.87	2.61	2.20	2.65
其它	163.23	-27.07	-86.08	-120.38	营运能力				
投资活动现金流	-306.54	-297.18	-217.00	-116.26	总资产周转率	0.45	0.48	0.51	0.57
资本支出	-18.25	-302.19	-222.67	-122.62	应收账款周转率	4.87	5.53	5.21	5.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	4.06	5.46	4.52	4.71
其他	-288.29	5.01	5.67	6.36	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	306.72	150.18	-17.55	-26.16	每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.42	0.57	0.77
短期借款	-100.22	65.98	-3.51	-2.85	每股经营现金流 (最	0.14	0.73	0.43	0.48
长期借款	-110.46	0.00	0.00	0.00	每股净资产 (最新摊	3.17	3.13	3.68	4.42
其他	517.39	84.20	-14.05	-23.32	估值比率				
现金净增加额	63.59	179.56	-41.42	72.11	P/E	48.39	30.15	22.17	16.41
					P/B	4.01	4.05	3.45	2.87
					EV/EBITDA	32.72	21.65	15.91	11.78

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>