

公司研究/季报点评

2019年04月26日

建材/非金属新材料 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 16.03  
合理价格区间(元): 18.24~19.38

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**陈亚龙** 执业证书编号: S0570517070005  
研究员 021-28972238  
chenyalong@htsc.com

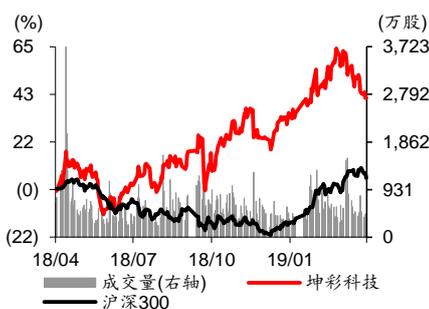
**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

**李振兴** 010-56793969  
联系人 li.zhenxing@htsc.com

相关研究

- 1 《坤彩科技(603826,买入): 产品结构优化, 盈利能力进一步提升》2019.02
- 2 《坤彩科技(603826,买入): 珠光材料龙头, 迎来加速成长期》2018.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 扣非业绩稳健增长, 期待高端产能放量

### 坤彩科技(603826)

#### 19Q1 扣非业绩增长稳健, 符合预期

19年4月25日坤彩科技发布19年一季度报, 实现收入1.4亿元, YoY+14.8%, 实现归母净利润3492万元, YoY-4.56%, 扣非归母净利润3465万元, YoY+21.1%, 符合预期。19Q1 归母净利润下滑主要系18Q1 政府补助较多, 扣非净利润保持稳健增长。我们看好公司高端产能放量带来的业绩提升, 预计公司19-21年EPS分别为0.57/0.79/0.95元, 维持目标价18.24~19.38元, 维持“买入”评级。

#### 毛利率进一步提升, 费用率增长拉低净利率

19Q1 公司综合毛利率46.7%, 同比提升2.4pct。期间费用率同比提升3.6pct至19.3%, 其中销售费用率同比提升2.1pct至8.7%, 系销售增长及销售费用增加所致; 管理+研发费用率同比略降, 但研发费用同比增长42%, 进一步加大研发投入; 财务费用率同比增长1.6pct至2.5%, 系Q1人民币升值引起的汇兑损失增加。受费用率增长所致, 19Q1 公司销售净利率26%, 同比下滑5.2pct。

#### 带息负债增长明显, 现金流有所恶化

19Q1 公司短期借款新增1000万元至4000万元, 主要用于补充流动资金; 长期借款新增6500万元, 主要用于公司富仕新材料建设需要增加的固定资产贷款所致。受此影响, 19Q1 公司资产负债率较18年底提升5.8pct至16.9%, 但仍处于较低水平。19Q1 公司经营性现金流净额24万元, YoY-99.2%, 主要系公司全资子公司富仕新材料采购原材料, 购买商品、接受劳务支付的现金同比增长64.2%所致。

#### 投资二氧化钛项目有望加速, 充分发挥渠道优势

19年4月23日, 公司公告全资子公司正太新材料、富仕新材料已取得福清市两块国有土地使用权, 我们预计公司年产10万吨化妆品级、汽车级二氧化钛项目有望开始加速建设。该项目产品的客户群与公司目前高端珠光材料市场有较好的协同性。我们认为该项目建设扩展公司产业链的同时, 也丰富公司的产品线, 有助于进一步加强公司在国际市场的用户粘性及其竞争优势, 未来有望成为公司新的增长点。

#### 维持“买入”评级

公司是珠光材料行业龙头, 2019年产品结构有望优化, 高端产品占比或进一步提升, 有望在中高端汽车、化妆品领域对海外默克、巴斯夫的产品进行替代, 我们看好公司长期成长。预计公司2019-2021年净利润分别为2.7/3.7/4.4亿元, YoY+49.0%/37.5%/20.0%, 维持目标价18.24~19.38元, 维持“买入”评级。

风险提示: 募投项目投产不达预期; 原材料涨价超预期; 下游需求增速不达预期、安全生产事故等。

公司基本资料

总股本(百万股)	468.00
流通A股(百万股)	189.46
52周内股价区间(元)	10.01-18.58
总市值(百万元)	7,502
总资产(百万元)	1,554
每股净资产(元)	2.76

资料来源: 公司公告

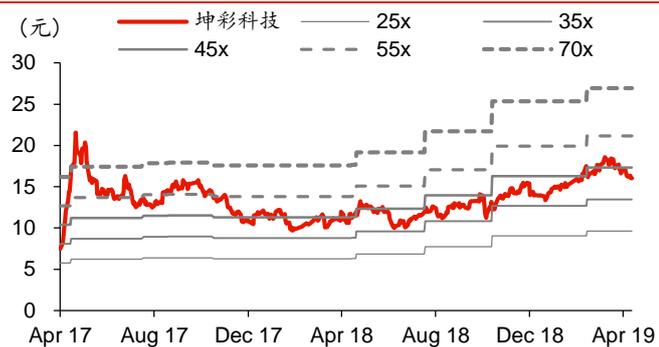
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	469.16	586.77	855.94	1,123	1,280
+/-%	14.92	25.07	45.87	31.16	14.04
归属母公司净利润(百万元)	118.02	180.21	268.47	369.06	442.67
+/-%	8.52	52.69	48.98	37.47	19.95
EPS(元, 最新摊薄)	0.25	0.39	0.57	0.79	0.95
PE(倍)	64.08	41.97	28.17	20.49	17.08

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

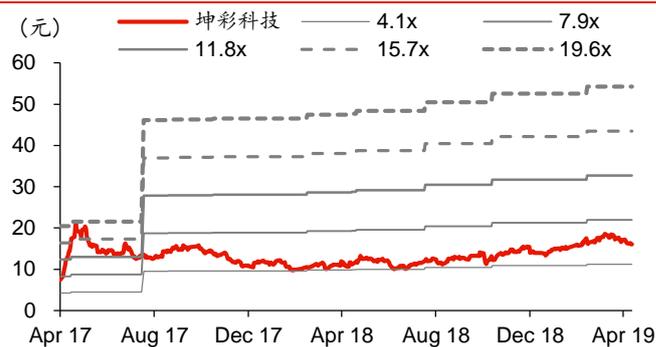
### PE/PB - Bands

图表1: 坤彩科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 坤彩科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	636.99	647.65	862.48	1,101	1,205
现金	87.57	49.59	94.63	142.84	137.54
应收账款	99.72	110.16	174.51	219.20	254.32
其他应收账款	0.50	1.43	1.68	2.38	2.65
预付账款	5.19	28.16	21.18	29.13	38.67
存货	221.59	334.93	439.61	565.04	617.53
其他流动资产	222.43	123.37	130.87	142.71	154.15
非流动资产	601.61	812.99	1,099	1,343	1,578
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	388.42	429.24	772.09	1,041	1,269
无形资产	63.10	86.59	108.67	130.75	152.84
其他非流动资产	150.09	297.17	217.76	171.88	155.71
资产总计	1,239	1,461	1,961	2,445	2,783
流动负债	70.73	136.24	370.01	482.67	378.43
短期借款	0.00	30.00	245.91	374.24	257.18
应付账款	0.00	0.00	55.58	23.28	34.18
其他流动负债	70.73	106.24	68.52	85.15	87.07
非流动负债	27.10	26.03	23.98	25.66	25.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	27.10	26.03	23.98	25.66	25.22
负债合计	97.83	162.26	394.00	508.33	403.65
少数股东权益	1.18	0.98	1.14	1.35	1.61
股本	360.00	468.00	468.00	468.00	468.00
资本公积	491.63	383.63	383.63	383.63	383.63
留存公积	286.88	445.49	714.24	1,083	1,526
归属母公司股东权益	1,140	1,297	1,566	1,935	2,378
负债和股东权益	1,239	1,461	1,961	2,445	2,783

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	63.41	70.42	156.82	226.45	430.27
净利润	116.04	180.03	268.63	369.27	442.93
折旧摊销	33.04	37.35	43.70	67.52	88.90
财务费用	6.75	(8.86)	5.27	11.99	12.14
投资损失	(7.50)	(11.06)	(10.00)	(12.00)	(14.00)
营运资金变动	(81.89)	(134.36)	(155.13)	(214.48)	(101.29)
其他经营现金	(3.02)	7.32	4.35	4.15	1.60
投资活动现金	(306.54)	(125.41)	(322.42)	(294.59)	(306.37)
资本支出	114.24	236.96	307.68	281.72	295.54
长期投资	200.00	(100.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	7.70	11.55	(14.74)	(12.87)	(10.83)
筹资活动现金	306.72	8.40	210.64	116.34	(129.20)
短期借款	(100.22)	30.00	215.91	128.33	(117.06)
长期借款	(110.46)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	90.00	108.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	458.78	(108.00)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(31.39)	(21.60)	(5.27)	(11.99)	(12.14)
现金净增加额	63.69	(44.55)	45.04	48.21	(5.30)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	469.16	586.77	855.94	1,123	1,280
营业成本	258.65	316.07	443.15	556.92	613.21
营业税金及附加	5.86	6.66	9.71	12.74	14.53
营业费用	32.24	41.30	58.20	76.34	87.05
管理费用	31.99	26.02	35.95	46.03	51.21
财务费用	6.75	(8.86)	5.27	11.99	12.14
资产减值损失	0.47	0.99	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.50	11.06	10.00	12.00	14.00
营业利润	135.84	209.35	312.66	429.60	515.06
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.88	0.18	0.53	0.53	0.41
利润总额	134.97	209.18	312.12	429.07	514.65
所得税	18.93	29.15	43.50	59.79	71.72
净利润	116.04	180.03	268.63	369.27	442.93
少数股东损益	(1.98)	(0.18)	0.16	0.21	0.26
归属母公司净利润	118.02	180.21	268.47	369.06	442.67
EBITDA	175.64	237.84	361.62	509.11	616.10
EPS (元, 基本)	0.33	0.39	0.57	0.79	0.95

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.92	25.07	45.87	31.16	14.04
营业利润	12.11	54.11	49.34	37.40	19.89
归属母公司净利润	8.52	52.69	48.98	37.47	19.95
获利能力 (%)					
毛利率	44.87	46.13	48.23	50.39	52.10
净利率	25.16	30.71	31.37	32.87	34.58
ROE	10.36	13.89	17.15	19.07	18.62
ROIC	12.63	14.57	16.77	18.24	18.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	7.90	11.11	20.09	20.79	14.50
净负债比率 (%)	0	18.49	62.41	73.62	63.71
流动比率	9.01	4.75	2.33	2.28	3.18
速动比率	5.87	2.30	1.14	1.11	1.55
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.43	0.50	0.51	0.49
应收账款周转率	4.74	5.29	5.76	5.46	5.16
应付账款周转率	6.34	0.00	15.95	14.12	21.34
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.39	0.57	0.79	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.15	0.34	0.48	0.92
每股净资产(最新摊薄)	2.44	2.77	3.35	4.13	5.08
估值比率					
PE (倍)	64.08	41.97	28.17	20.49	17.08
PB (倍)	6.64	5.83	4.83	3.91	3.18
EV_EBITDA (倍)	42.23	31.19	20.51	14.57	12.04

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司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：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（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：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

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

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com