



分析师: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070001

基本数据 (截止 2018 年 8 月 7 日)

报告日股价 (元)	12.05
12mth A 股价格区间 (元)	9.72/21.22
总股本 (亿股)	4.68
无限售 A 股/总股本	40.38%
流通市值 (亿元)	22.83
每股净资产 (元)	2.58

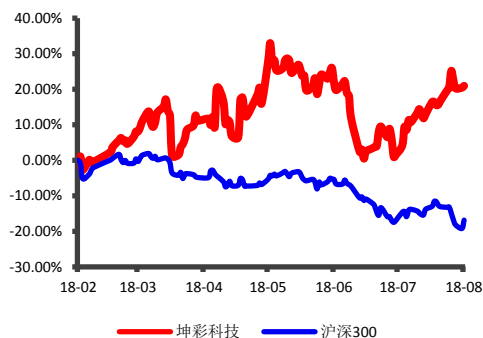
主要股东 (2018H1)

谢秉昆	48.95%
谢超	8.76%

收入结构 (2017A)

天然云母基材珠光颜料	81.60%
合成云母基材珠光颜料	12.48%
玻璃基材珠光颜料	5.20%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX18-KCKJ01

首次报告日期: 2018 年 08 月 07 日

相关报告:

珠光材料龙头, 业绩释放拐点已至

■ 事件

坤彩科技发布 2018 年半年报, 2018 年 1-6 月实现营业收入 2.87 亿元, 同比增长 28.62%; 归属于母公司股东净利润 8924 万元, 同比增速 43.74%。Q2 季度实现营业收入 1.69 亿元, 同比增长 41.82%, 归属于母公司股东净利润 5265 万元, 同比增长 46.97%。

■ 公司点评

珠光材料龙头企业, 高端产品顺利放量

坤彩科技是珠光材料生产、研发和销售的龙头企业, 主营工业级、汽车级、化妆品级等珠光材料系列产品, 应用于涂料、塑料、汽车、化妆品、油墨、皮革、陶瓷、建材、种子包衣等多个领域。公司深耕行业多年, 产品产销规模大幅领先于国内竞争对手, 仅次于默克等国际寡头。未来募投项目建成投产后, 公司将拥有年产 3 万吨珠光材料和 1 万吨合成云母的产能, 成为全球规模最大的珠光材料生产企业。目前公司已经打开汽车级和化妆品级系列产品的高端市场。

珠光材料行业空间大, 高行业壁垒带来马太效应

珠光材料产业化始于 20 世纪 60 年代, 经过行业技术升级和产业整合后, 形成了以默克、巴斯夫等国际巨头和坤彩科技等国内企业为龙头的市场格局。近年来, 行业快速发展, 对下游的渗透率逐步提升, 行业产能约在 10 万余吨, 市场规模约在 15 亿美元左右, 国内企业约占 10-15%。珠光材料属于技术密集型行业, 存在认证周期长于多数基础化工细分行业的现象, 渠道壁垒较高。此外, 原材料天然云母采购及合成云母生产也是行业一大壁垒。因此, 具有先发优势及技术储备的龙头企业将具有更强的竞争力。

募投项目打破产能瓶颈, 二氯氧钛项目降低成本

公司上市募投项目为年产 3 万吨珠光材料 (其中包含 2 万吨天然云母珠光材料和 1 万吨合成云母珠光材料), 项目建成投产后将打破公司产能瓶颈 (2014-2016 年产能利用率为 102.97%、82.12% 和 91.99%, 期间产能通过技改等不断提升)。并且随着合成云母工艺提升带来成本下降, 合成云母替代天然云母的可能性将逐步提升, 公司原有 1000 吨合成云母产能, 募投项目达产后将拥有 1 万吨产能。

此外, 公司 2018 年筹建年产 20 万吨二氯氧钛项目, 达产后将拥有 20 万吨二氯氧钛 (33% 浓度) 及 10 万吨三氯化铁 (38% 浓度) 产能, 将解决原材料四氯化钛及三氯化铁的对外采购价格贵 (项目预计四氯化钛单吨成本不超过 3000 元, 对外采购 5300 元, 且不包括运费) 及供应商未来潜在产能不足的问题。除满足自供外, 剩余二氯氧钛可

转化为食品级二氧化钛，用于食品、医药、化妆品等高端领域；剩余三氯化铁可以转化为食品级氧化铁颜料，用作各类药片药丸着色。并且，项目建设地点离公司厂区仅有 50-60 公里，与之前跨省采购相比能缩短运输距离，节省运费并提升安全性。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司在 2018-2020 年将实现营业收入 6.54、9.08 和 11.24 亿元，同比增长 39.33%、38.90%和 23.80%，归属于母公司股东净利润为 1.85、2.74 和 3.52 亿元，同比增长 57.13%、47.61%和 28.68%，每股 EPS 为 0.40、0.59 和 0.75 元。对应 PE 为 30.4、20.6 和 16.0 倍。首次覆盖，未来六个月内新增“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

新产线投产情况不及预期；原材料价格大幅波动；出现安全及环保事故；汽车级和化妆品级产品推广不及预期。

■ 数据预测与估值：

指标 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	469.16	653.70	908.00	1124.10
年增长率	14.92%	39.33%	38.90%	23.80%
归属于母公司的净利润	118.02	185.45	273.75	352.26
年增长率	8.52%	57.13%	47.61%	28.68%
每股收益 (元)	0.25	0.40	0.59	0.75
PE (X)	48.2	30.4	20.6	16.0

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	44	219	340	694
应收和预付款项	123	173	238	270
存货	222	259	380	391
其他流动资产	204	204	204	204
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	425	371	317	264
无形资产和开发支出	63	56	49	42
其他非流动资产	111	110	109	109
资产总计	1192	1391	1637	1974
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	48	86	93	123
长期借款	0	0	0	0
其他负债	3	3	3	3
负债合计	52	89	96	126
股本	360	360	360	360
资本公积	492	492	492	492
留存收益	288	450	688	996
归属母公司股东权益	1140	1301	1540	1847
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	1141	1302	1541	1848
负债和股东权益合计	1192	1391	1637	1974

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	68	188	142	380
投资活动产生现金流量	-307	8	8	8
融资活动产生现金流量	307	-21	-29	-33
现金流量净额	68	175	121	354

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	469	654	908	1124
营业成本	259	343	456	550
营业税金及附加	6	8	11	13
营业费用	32	43	59	73
管理费用	49	57	77	93
财务费用	7	3	2	-2
资产减值损失	0	2	1	1
投资收益	8	8	8	8
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	136	217	321	413
营业外收支净额	-1	0	0	0
利润总额	135	217	321	413
所得税	19	31	47	61
净利润	116	185	274	352
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司股东净利润	118	185	274	352

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	45%	48%	50%	51%
EBIT/销售收入	27%	33%	35%	36%
销售净利率	23%	28%	30%	31%
ROE	10%	14%	18%	19%
资产负债率	4%	6%	6%	6%
流动比率	11.50	9.63	12.14	12.40
速动比率	3.25	4.41	6.03	7.66
总资产周转率	0.39	0.47	0.55	0.57
应收账款周转率	3.99	4.03	4.01	4.41
存货周转率	1.17	1.32	1.20	1.41

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。