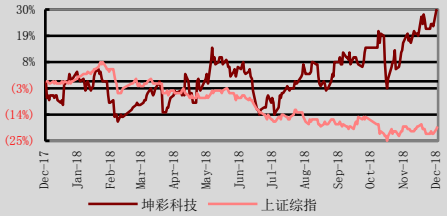
603826.SH

买入

原评级: 未有评级
市场价格:人民币 15.16
板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	25.1	12.3	18.7	30.3
相对上证指数	45.4	12.7	21.8	49.7

发行股数 (百万)	468
流通股 (%)	40
流通股市值 (人民币 百万)	2,872
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	89
净负债比率 (%)(2018E)	净现金
主要股东(%)	
谢秉昆	49

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2018 年 12 月 4 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

有色金属：金属非金属新材料

田世欣
(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

坤彩科技

扩张产能领跑全行业 高端壁垒突破放量可期

公司在珠光颜料行业内全球第三，中国第一。传统应用领域市占率较高，并逐步突破国际企业封锁打入高档珠光颜料市场，拉升整体毛利率；公司通过原材料自产、寻找替代品逐步实现成本降低与原材料价格波动风险控制；公司在建 3 万吨珠光颜料项目，业绩随着产能瓶颈的突破而实现大幅增长。

支撑评级的要点

- **珠光颜料需求持续增加，行业分层竞争明显：**珠光颜料下游行业众多，市场规模不断增加。高端产品对接汽车与化妆品，进入壁垒高，全球仅有坤彩在内三家公司，低端产品基数大竞争激烈。未来行业将呈现高端增长，低端整合的局面。公司立足低端龙头，突破高端瓶颈，未来有望实现高端放量，低端尽收行业整合红利。
- **产能顺利投放，未来需求释放空间巨大：**公司新建 3 万吨产能置换原有 1.4 万吨产能，成为国内规模最大珠光颜料生产商。适逢公司高端产品壁垒突破，3 万吨产能在未来三年内有望满足高低端产品的需求以及公司产品结构的升级。
- **上游产能扩张，技术革新提升成本优势：**公司利用原有 1.4 万吨产能新建 1 万吨人工合成云母产能、并新建 20 万吨二氯氧钛、6 万吨三氯化铁产能，充分实现原料自给，并通过与周边工厂协同，进一步降低原料成本。技术上，公司充分利用生产技术革新，降低人工与机器成本，公司产品与国际龙头相比成本优势依然明显。
- **财务状况健康，贸易战与汇率波荡利好业绩：**公司财务状况良好，经营风格稳健，目前无金融性负债，财务上看未来仍有充足扩充潜力。2018 年人民币贬值对公司产品出口造成实质性利好。贸易战对美国区域销售有一定影响，但也为公司产品价格调整提供了机会。

评级面临的主要风险

- 高端产品需求不及预期、贸易战影响扩大、汇率波动、原材料价格波动。

估值

- 预计未来三年公司收入为 6.98、9.33、12.21 亿元；归母净利润为 1.94、2.93、4.00 亿元；对应 EPS 分别为 0.42 元、0.63 元和 0.85 元。参考利润增速与可比公司估值，目标市盈率为 43 倍，首次覆盖给予"***买入***"评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入 (人民币 百万)	408	469	698	933	1,221
变动 (%)	25	15	49	34	31
净利润 (人民币 百万)	109	118	194	293	400
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.232	0.252	0.415	0.626	0.854
变动 (%)	8.2	8.5	64.7	50.7	36.4
全面摊薄市盈率(倍)	65.2	60.1	36.5	24.2	17.8
价格/每股现金流量(倍)	(83.9)	26.8	65.1	36.4	25.4
每股现金流量 (人民币)	(0.18)	0.57	0.23	0.42	0.60
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.5	30.9	27.1	18.5	14.0
每股股息 (人民币)	0.00	0.07	0.15	0.22	0.30
股息率(%)	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0

资料来源：公司数据及中银证券预测

目录

1. 公司概况.....5

1.1 业绩喜人：营收高增、毛利率高企.....6
1.2 高成长限制被打破：3 万吨产能已实现逐步投放.....6

2.行业历史悠久，公司全球前三领跑.....7

2.1 行业发展历史：兴起于国外，繁荣于全球.....7
2.2 行业驱动力简析：下游发展、替代空间大.....8
2.3 全球企业竞争格局：公司各项指标亮眼，系亚洲第一，全球第三.....9
2.4 行业格局展望：高端放量、低端整合.....11

3.产品战略多元化，高中低端国内外全面开花.....12

3.1 产品战略：核心产品稳增长，进军高端应用领域.....12
3.2 渠道战略：品牌店逐步渗透，子公司直销拉高毛利率.....14
3.3 生产战略：成本端逐步控制，原材料自产多重利好.....15

4.海外形势利好：辩证看待人民币贬值与贸易战.....17

4.1 国内行业成长期企业受益明显，国外市场开拓空间大.....17
4.2 人民币贬值利好出口，辩证看待贸易战影响.....17

5.盈利预测与估值.....19

5.1 盈利预测.....19
5.2 估值.....20

风险提示.....21

图表目录

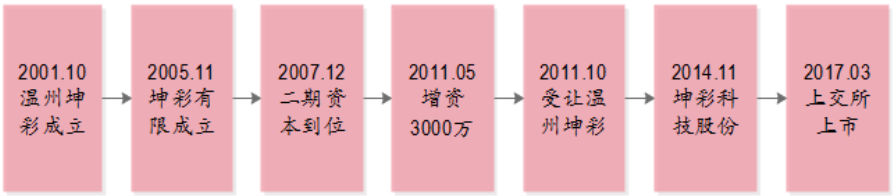
股价表现.....1
投资摘要.....1
图表 1. 公司股权结构.....5
图表 2. 公司股权结构.....5
图表 3.公司产品类型与应用.....6
图表 4 .公司营收盈利稳步增长.....6
图表 5 .利润走高，费用微升.....6
图表 6.珠光颜料行业历史发展.....7
图表 7 .国内行业增速高于全球.....7
图表 8 . 行业以出口为主要导向.....7
图表 9. 全球珠光颜料产量稳步增长.....8
图表 10 . 国内珠光颜料产量稳步增长.....8
图表 11 . 国内外涂料行业发展情况.....8
图表 12 . 国内外汽车产量情况.....8
图表 13 . 国内外塑料行业发展情况.....9
图表 14 . 国内外化妆品产量情况.....9
图表 15 . 各类颜料结构占比.....9
图表 16 . 国内外第一梯队公司规模.....9
图表 17.珠光颜料行业主要玩家列表.....10
图表 18 . 公司毛利率高于同业水平.....11
图表 19 . 公司期间费用率低于同业水平.....11
图表 20 . 预计国内高端放量，价格稳定.....11
图表 21 . 预计低端增长稳定，价格下探.....11
图表 22 . 天然/合成云母珠光颜料为主营产品.....12
图表 23 . 高端产品营收占比扩大.....12
图表 24 . 天然云母珠光颜料营收增长稳健.....12
图表 25 . 天然云母基材珠光颜料量价齐升.....12
图表 26. 合成云母珠光颜料 16 年后增速重启.....13
图表 27 . 合成云母基材珠光颜料 16 年价格提升.....13
图表 28 . 玻璃云母珠光颜料 16 年后增速重启.....13
图表 29 . 玻璃云母基材珠光颜料 16 年价格提升.....13
图表 30 . 高端产品空间大，毛利率高.....14

图表 31．高端应用合作领域不断加深 14
图表 32．经销主导，特约经销占比提升 14
图表 33．直销渠道毛利率恢复高位.....14
图表 34．公司材料成本是大头 15
图表 35．原材料成本逐步得到控制.....15
图表 36．天然云母粉生产工艺 15
图表 37．合成云母粉制作工艺 15
图表 38.主要原材料成本构成.....16
图表 39．国内外收入齐头并进 17
图表 40．华东与欧美是重要收入来源 17
图表 41．海外产品量价齐升.....18
图表 42．美元升值整体来看对公司有利 18
图表 43.公司产品销售预测表.....19
图表 44.市场主要可比公司估值水平 20

1. 公司概况

深耕行业多年，多轮壮大终成国内珠光龙头：福建坤彩材料科技股份有限公司前身为实控人谢秉坤分别成立于 2005 年 11 月的福建坤彩有限与 2001 年 10 月份的温州坤彩。2011 年福建坤彩有限经过增资后，谢秉坤转让其所持有的温州坤彩全部股权，并由福建坤彩有限受让温州坤彩全部资产。2014 年 11 月坤彩材料科技股份有限公司成立，并于 2017 年 3 月份在上交所上市，今公司为全国第一、全球第三珠光颜料生产商。

图表 1. 公司股权结构

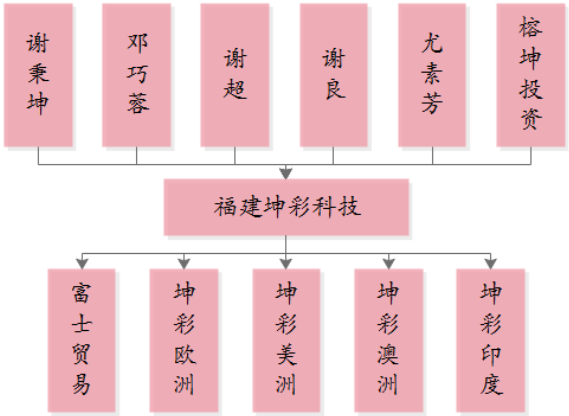


数据来源：Wind 资讯、招股说明书，中银证券

公司股权集中，实控人有充分掌控力：公司股东邓巧蓉为谢秉坤之妻，谢超与谢良分别为谢秉坤之子与侄。榕坤投资实际控制人为谢秉坤及其妻邓巧蓉。截至 2018 年三季报，谢秉坤、邓巧蓉、谢超、谢良及榕坤投资合计持有公司股份 3.18 亿股，占总股本 67.94%。实控人谢秉坤对公司有绝对的掌控力。

公司目前年产能达 3 万吨珠光颜料，1 万吨人工合成云母；在建 20 万吨/年二氯氧钛项目、6 万吨/年三氯化铁项目，未来产能有足够释放空间。

图表 2. 公司股权结构



数据来源：Wind 资讯、招股说明书，中银证券

图表 3.公司产品类型与应用

分类方式	产品
基材	以天然云母为基材的珠光颜料 以合成云母为基材的珠光颜料 以玻璃为基材的珠光颜料
用途	工业级珠光颜料系列（涂料、塑料、油墨、皮革、陶瓷等） 汽车级珠光颜料系列 化妆品级珠光颜料系列

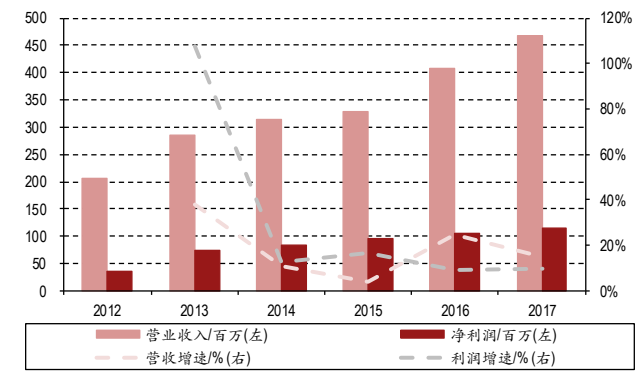
资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

1.1 业绩喜人：营收高增、毛利率高企

公司营业收入稳步增长，未来高端放量仍可期。2017 年营收 4.69 亿元，同比增长 14.92%。2016 年营收增速冲高，一方面由于公司通过不断完善全球营销网络、加大展会推广力度，持续开拓新客户销量增加；另一方面由于国外销售价格计入相关入库前费用、税费，产品直销比例提高，高端产品合成云母珠光颜料、玻璃基材珠光颜料占比的提升，叠加 2016 年人民币大幅贬值，多因素加成使得公司整体销售单价提升。2016 年公司实现量价齐升，营收大幅拉涨，2017 年在高基数前提下依然实现了较高增长，表现出较强的竞争力与健康持续发展的实力。目前公司成功进军高端产品领域，未来高端产品放量确定性高，2018 年有望实现量价齐升高增长。

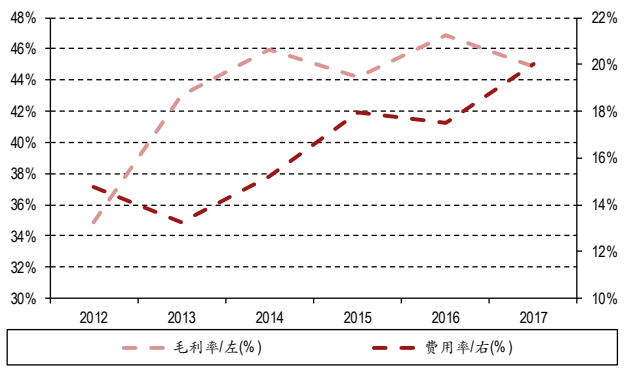
公司盈利水平企稳，毛利率维持较高水平：2017 年净利润 1.16 亿元，同比增长 9.4%，毛利率 44.8%。利润增速略低于营收增速，主要系公司销售给并表子公司坤彩欧洲和坤彩美洲的销项税额，因子公司无法抵扣而计入其存货成本，加上其进口关税及入库前费用，造成子公司的存货成本较高，从而提高了单位成本，期间费用率有较小涨幅。

图表 4.公司营收盈利稳步增长



资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

图表 5.利润走高，费用微升



资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

1.2 高成长限制被打破：3 万吨产能已实现逐步投放

公司扩张产能逐步投放，支撑业绩进一步增长：公司 2016 年募投的珠光材料项目年产能 3 万吨，其中 2 万吨已投产，预计 2019 年初产能可达到 3 万吨。原有 1.4 万吨产能改造后成为 1 万吨人工合成云母片产能。而公司财务状况健康，现金充裕，无金融性负债，若需求旺盛，未来产能进一步扩张基本无障碍。

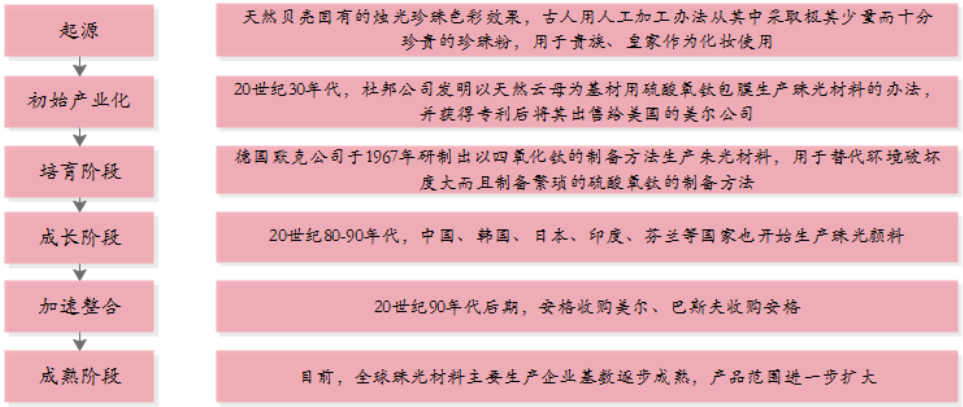
先进设备引进以及高端壁垒突破，未来产品结构有望改善：公司引进先进的生产设备，采用碳酸盐作为中和液使得水解程序时间从 12-24 小时压缩至 6-8 个小时，生产成本进一步走低，产能利用率提升，高端产品壁垒突破，随着产能进一步投放，未来公司产销以及产品结构有望明显提升。

2.行业历史悠久，公司全球前三领跑

2.1 行业发展历史：兴起于国外，繁荣于全球

兴起于国外，应用范围广泛：珠光颜料率先自国外兴起并进行技术变革，其中德国诞生了行业全球两大龙头企业默克、巴斯夫，亚洲等地区国家而后兴起。珠光颜料自产业化后，产品性能逐步提升，品种逐渐丰富，应用领域主要有涂料、塑料、汽车涂料、化妆品等。

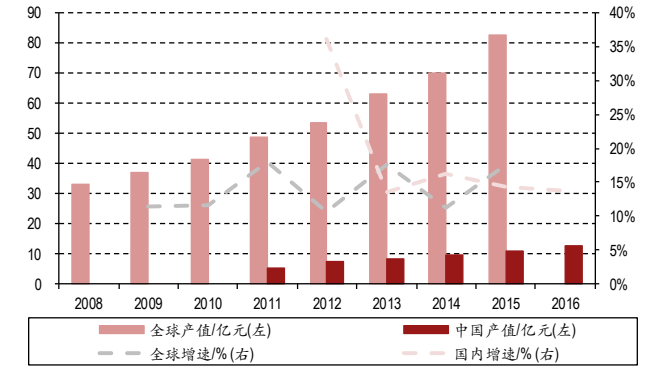
图表 6.珠光颜料行业历史发展



资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

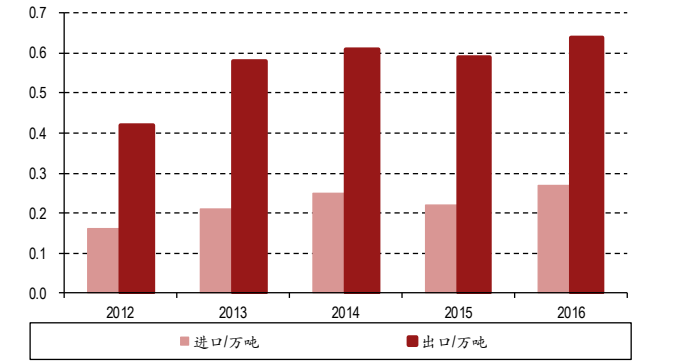
全球珠光颜料行业趋于成熟，中国增速高于全球水平。2015 年全球珠光颜料产值达 12.7 亿元，同比增速 10.07%。2016 年我国珠光颜料制造行业规模企业个数达到 20 多家，销售产值 12.6 亿元，同比增速 13.82%，增速趋于稳定，发展健康。2011/2012 年全球、中国产值增速先后冲高达 22.71%/36.18%，中国珠光颜料行业发展略滞后于全球周期，行业发展潜力高于全球平均水平。

图表 7.国内行业增速高于全球



资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

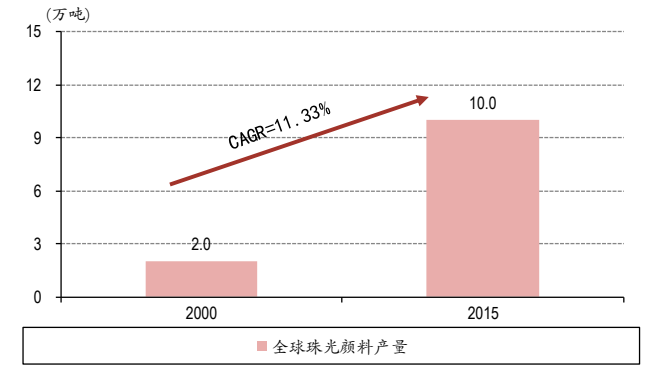
图表 8.行业以出口为主要导向



资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

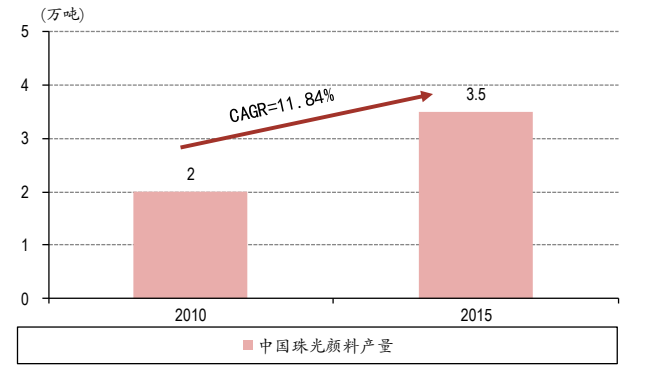
中国产品逐步走向世界：2015 年全球珠光颜料产量达 10 万吨，年复合增长率 11.33%；2015 年中国珠光颜料产量 3.5 万吨，年复合增长率 11.84%，与全球基本一致。中国产量占全球产量的 35%，是全球珠光颜料的主要生产国。2016 年中国珠光颜料进口额 0.27 亿美元，出口额 0.64 亿美元，中国珠光颜料品牌逐渐打开国际市场，并在国际得到认可，随着公司突破高端产品壁垒，未来产能有望进一步扩大。

图表 9. 全球珠光颜料产量稳步增长



资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

图表 10. 国内珠光颜料产量稳步增长



资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

2.2 行业驱动力简析：下游发展、替代空间大

珠光颜料行业存量市场基本面较好：目前全球珠光颜料行业增速处于历史低位，预计将回调至平均水平，按 2010-2015 年年复合增长率 15.68%计算，预计 2020 年全球珠光颜料销售产值可以达到 26.27 亿美元。全球涂料行业处于成熟期，由于中国珠光颜料行业起步较晚，发展相对滞后，目前尚处于成长期，2011-2016 年年复合增长率 18.51%，按此增速预计 2020 年中国珠光颜料销售产值可以达到 24.85 亿元。

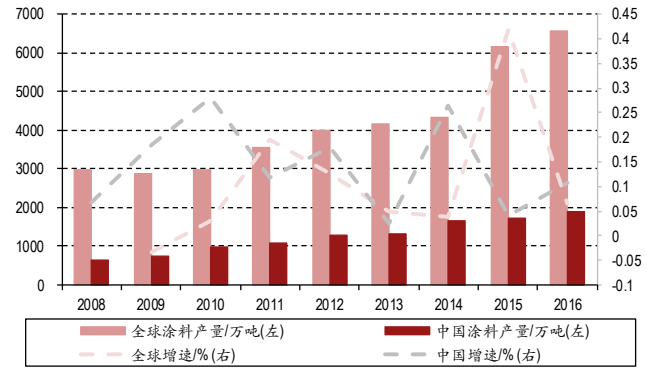
下游应用多，行业天花板由经济增长驱动：分行业来看，工业级珠光颜料销量主要由涂料行业支撑，涂料行业体量较大，使用比例较高，其他领域以毛利高的汽车行业、化妆品行业为主。

2016 年全球、中国涂料产量分别达到 6550 万吨、1900 万吨，2008-2016 年年复合增长率分别为 10.4%、14.6%，涂料行业规模受新房与重涂并行市场驱动将保持增长；

2016 年全球、中国汽车产量分别达到 9505.8 万辆、2522.3 万辆，2008-2016 年年复合增长率分别为 3.8%、7.4%，国内受益于消费升级汽车置换需求旺盛，国际上第三世界国家人口增长较快，经济发展推动新车需求；

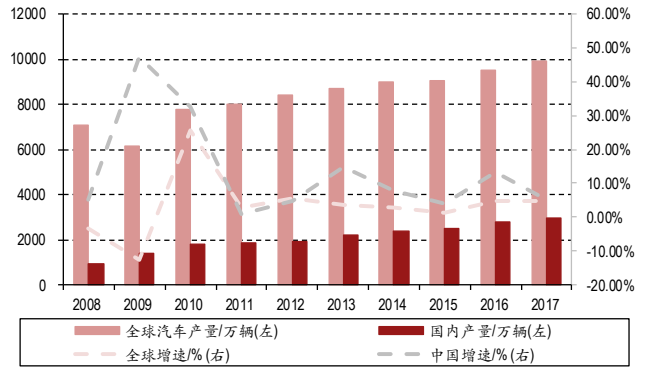
2016 年全球、中国化妆品销售额分别达到 1860 亿欧元、1861 亿元，2008-2016 年年复合增长率分别为 3.7%、15.3%，国内增速明显高于国外，国内化妆品行业有望继续收割消费升级与人口基数大的红利。

图表 11. 国内外涂料行业发展情况



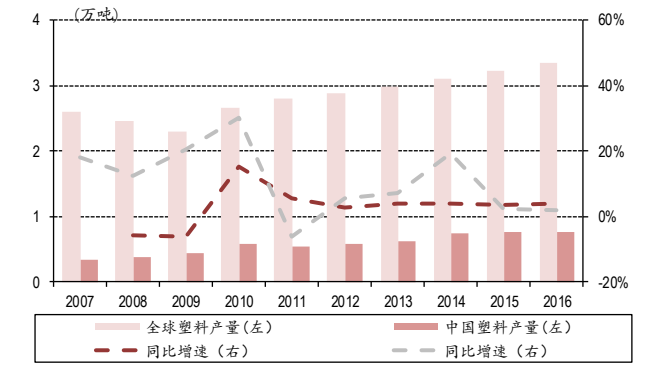
资料来源：世界油漆与涂料工程协会(WPCIA)、中银证券

图表 12. 国内外汽车产量情况



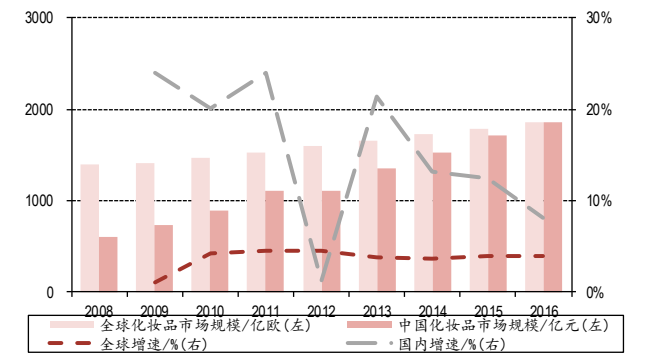
资料来源：中国汽车工业协会、中银证券

图表 13. 国内外塑料行业发展情况



资料来源： Wind 资讯、招股说明书、*中银证券*

图表 14. 国内外化妆品产量情况

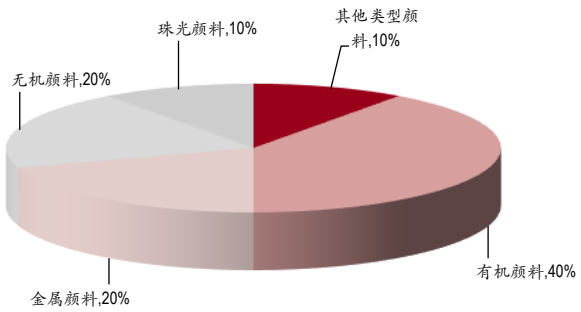


资料来源： Wind 资讯、招股说明书、*中银证券*

珠光颜料增量市场前景可观。由于涂料技术的不断创新与发展，珠光颜料开始逐步取代有机颜料、染料和金属颜料。轿车漆已大部分改用珠光颜料；化妆品已开始用珠光颜料为主作为个性色彩的表现手段。目前珠光颜料在颜料使用比例中仅占 10%，替代空间巨大。

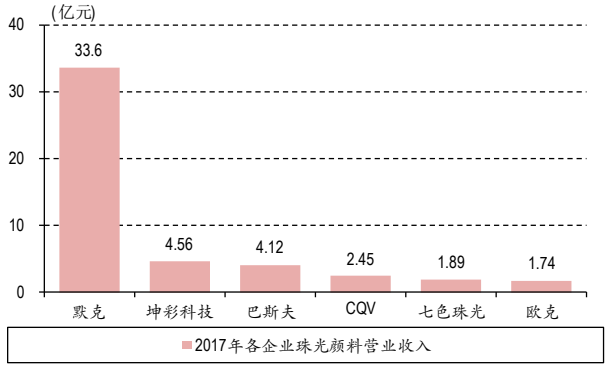
行业驱动力是经济增长，制约因素是技术：综合下游行业的发展以及珠光颜料的渗透，我们认为行业下游应用较多，行业增速与具体某个行业的关联性较低，但与经济增速有较高的关联性。而珠光颜料作为一种可选性材料，随着经济增长，珠光颜料在颜料中的渗透率将逐步提升，以高于当前经济的增速增长。但是行业分层明显，低端产品壁垒低竞争激烈，而高端产品目前全球只有三家公司突破技术壁垒。在未来较长时间内，难以预见会有其他新进入者，因此高端产品将面临着行业需求持续增长，但是行业寡头垄断，供给有限的局面。

图表 15. 各类颜料结构占比



资料来源： Wind 资讯、招股说明书、*中银证券*

图表 16. 国内外第一梯队公司规模



资料来源： Wind 资讯、各公司官网、*中银证券*

2.3 全球企业竞争格局：公司各项指标亮眼，系亚洲第一，全球第三

上游供给波动较小，下游需求相对稳定：珠光颜料行业上游为天然云母与四氯化钛，我国尽管在四川等地有产白云母，但限于开采条件，目前白云母主要从印度或者巴西进口，一定程度受到国际贸易环境的影响，目前众多厂商也开始尝试用人造云母或者人造玻璃粉替代天然云母。而四氯化钛今年因下游海绵钛产能过剩，供应量充足。行业下游需求广泛，受单个行业波动影响可能性较低，因此可以保证较为稳定的需求。

行业可选性较强，竞争格局分层明显：珠光颜料属于装饰材料，相比与普通颜料，珠光颜料有较好的装饰效果，对被装饰产品并不会产生影响，可替代其他颜料，也会被其他颜料替代。经济更为景气，则价格相对较高，装饰效果更好的珠光颜料更受青睐。珠光颜料行业分层明显，高端产品参与者少，行业龙头有较强定价权；低端产品竞争激烈，趋于白热化，未来行业有望进一步整合。公司是全球第三家突破高端产品技术瓶颈的企业，在未来较长时间内，珠光颜料高端市场将由默克、巴斯夫、坤彩科技垄断。

行业分为三梯队，公司处于第一梯队：珠光颜料行业玩家中第一梯队为默克、巴斯夫、坤彩科技、CQV 等企业。这些企业致力于研发新产品拓展应用领域，并通过技术革新促进生产效率改善产品质量，建立了技术壁垒与品牌优势，尤其是德国默克企业历史悠久，珠光颜料业务积累深厚，占据了国外市场的绝大部分份额。第二梯队是一些新兴企业，技术尚可并深耕中低端珠光颜料产品，其中内资企业如欧克、七彩珠光已成功在新三板上市。第三梯队为一些既没有技术实力也没有稳定渠道的中小型企业，将随着行业的整合加速与环保要求等外在因素逐渐被淘汰。

默克、巴斯夫专注高端，坤彩与 CQV 仍以传统领域为主：第一梯队中默克和巴斯夫逐渐退出工业级珠光颜料市场，产品主要应用于汽车行业与化妆品行业，而高端应用领域产品技术壁垒与资格认证标准高、认证周期长，市场准入较难，并且**产品开发具有高度不确定性**，默克、巴斯夫占据了绝大部分市场份额。而高端产品单价高，毛利率高，故默克、巴斯夫的盈利水平很高。坤彩科技、CQV 目前仍主营涂料、塑料等传统低端应用领域，该部分竞争激烈、客户分散，毛利率相对较低，但**随着该部分市场逐渐整合，亦能从规模上收割红利**。

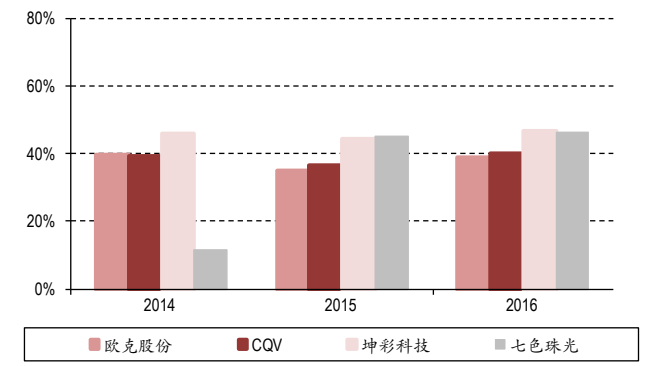
德国默克集团领跑全球，坤彩科技系中国第一，全球第三。2017 年默克的珠光颜料业务营业收入高达 33.6 亿元，2017 年全球珠光颜料销售产值按 16.97 亿美元计算，则默克在全球的市场份额高达 29.3%。坤彩科技以 4.56 亿元成为全球第二大珠光颜料厂商，2017 年全球市场份额大约为 3.98%，与德国巴斯夫相差不大；2017 年中国珠光颜料销售产值按 14.93 亿元计算，坤彩科技在国内的市场份额亦高达 30.54%，为中国珠光颜料行业龙头。

图表 17.珠光颜料行业主要玩家列表

梯队排名	相关企业
第一梯队	CQV Creation of Quality Value；MERCK；KUNCAI 证券代码:603826；BASF We create chemistry
第二梯队	CHESIR；OXEN 欧克新型材料 OXEN NEW MATERIALS
第三梯队	既没有技术实力也没有稳定渠道的中小型企业

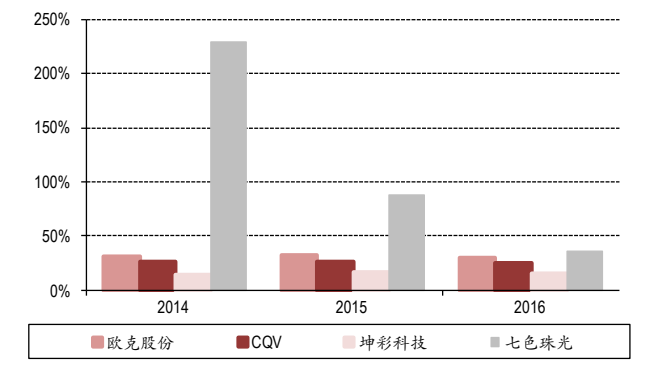
资料来源：各公司官网、中银证券

图表 18. 公司毛利率高于同业水平



资料来源：Wind 资讯、各公司官网、中银证券

图表 19. 公司期间费用率低于同业水平



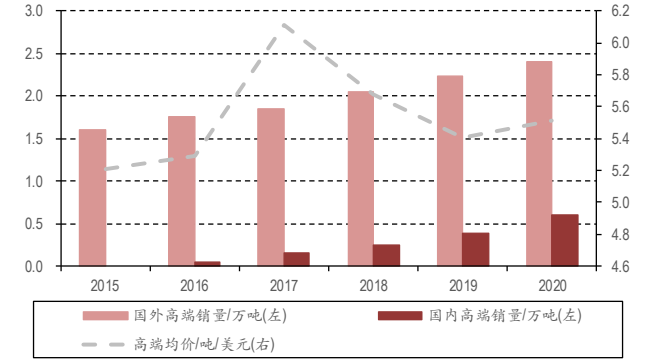
资料来源：Wind 资讯、各公司官网、中银证券

在以珠光颜料为主营业务的企业中，坤彩科技毛利率领先，同时期间费用率低于同业水平，龙头效应明显，具有全球竞争优势。2016 年坤彩科技毛利率达到 46.91%，略高于七色珠光 46.20%，明显高于 CQV 与欧克股份；2016 年坤彩科技期间费用率仅 15.89%，且基本每年保持在这个水平，远低于其他企业动辄 25%以上甚至 30%多的期间费用率。坤彩科技毛利率高企，成本控制有效，叠加高市场份额因素，竞争优势十分突出。根据强者恒强的逻辑，公司有望在巩固龙头地位的过程中不断扩大占有率，加强品牌形象，提高定价能力降低渠道成本，实现业绩持续高增。

2.4 行业格局展望：高端放量、低端整合

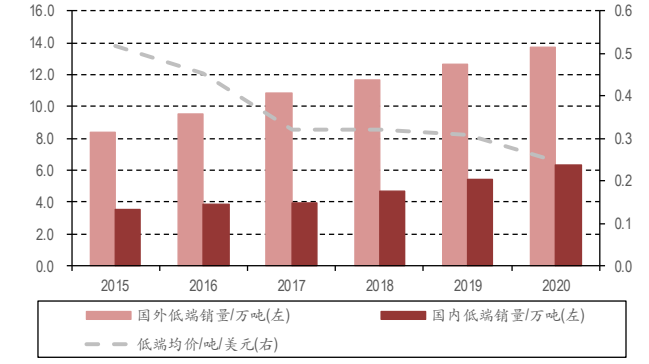
行业分层竞争，高端放量、低端整合：行业产品分层明显，高端产品主要应用于汽车与化妆品。汽车与化妆品本身市场规模较为成熟，增速较为稳定；高端产品未来需求驱动力主要是在珠光颜料渗透率的提升。而稳定的竞争格局使得高端市场可以保持相对较高的利润水平。而国内由于相比全球保持更高的经济增速，并且国内企业刚刚突破高端产品的壁垒，未来在高端产品将有更高的增速。预计到 2020 年，高端产品全球销量将达到 3 万吨，而国内高端产品销量将实现从无到有达到 6000 吨。低端产品将保持较为稳健的增速，行业竞争持续白热化，价格随着竞争有所下降，毛利率有所降低，龙头企业若有技术上的优势，在激烈竞争中有望进一步提升市场占有率。预计 2020 年，全球低端产品销量可接近 20 万吨，其中国内市场达到 6.5 万吨。

图表 20. 预计国内高端放量，价格稳定



资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券预测

图表 21. 预计低端增长稳定，价格下探



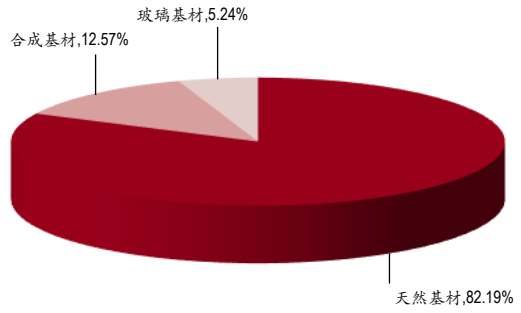
资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券预测

3.产品战略多元化，高中低端国内外全面开花

3.1 产品战略：核心产品稳增长，进军高端应用领域

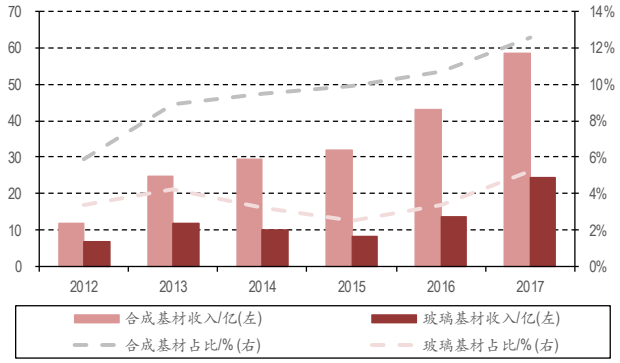
扎根基础产品，进军高端产品：天然云母基材珠光颜料、合成云母基材珠光颜料为公司主要产品，合计营业收入占总收入的 94%，主营业务突出；由于公司发力高端产品，合成云母基材珠光颜料、玻璃基材珠光颜料的占比明显提升。

图表 22．天然/合成云母珠光颜料为主营产品



资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

图表 23．高端产品营收占比扩大

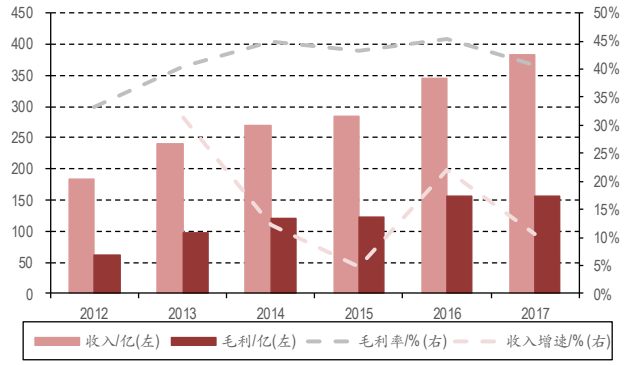


资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

核心产品贡献高营收保证现金流

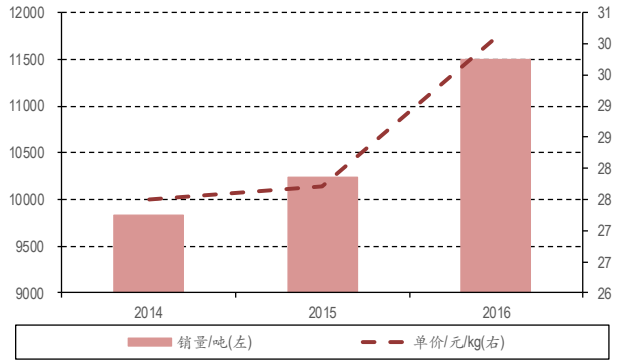
天然合成云母基材珠光颜料系公司核心产品，2017 年贡献 3.83 亿元营业收入，占营业总收入的 82%。天然合成云母基材珠光颜料销量与单价实现同步提升，2016 年销量冲高达 1.15 万吨，单价 1.15 元/公斤。毛利率高位运行，基本保持在 40%以上。

图表 24．天然云母珠光颜料营收增长稳健



资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

图表 25．天然云母基材珠光颜料量价齐升



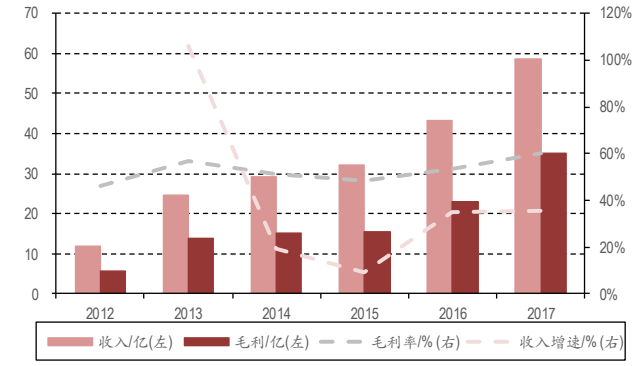
资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

发展新动能：高端应用领域成长空间大，毛利率极高

高端产品增长迅速，未来放量可期：公司产品品种逐渐丰富，应用领域不断拓展，特别是高端产品发展迅速，如化妆品级、汽车级等新的系列产品，营收逐步攀升，增速逐渐恢复高位。2017 年合成云母基材珠光颜料营业收入 0.59 亿元，同比增长 37.2%；玻璃基材珠光颜料 2017 年营业收入 0.24 亿元，同比增长 71.4%。2018 年预计高端产品销量接近 1500 吨，未来三年可保持较高速度增长。

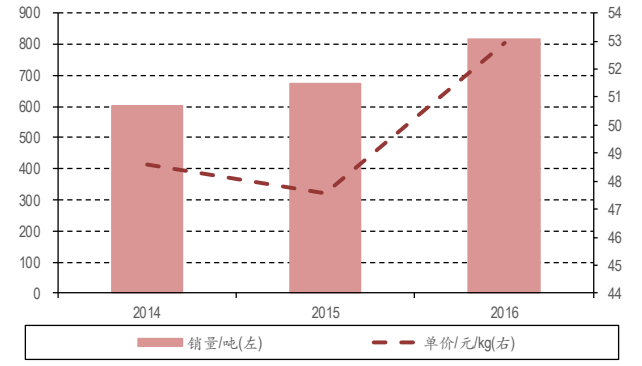
成功突破国际老牌珠光颜料企业的封锁打入高端产品市场，目前销量较少，成长空间巨大：2017 年合成云母基材珠光颜料、玻璃基材珠光颜料累计销售 0.09 万吨，仅占公司总销量 7%。目前公司的汽车级珠光涂料厂商包括阿克苏、艾仕得、立邦等全球领军品牌，终端车企有宝马、奔驰、通用等。彩妆终端客户包括宝洁、欧莱雅、雅诗兰黛等日化、彩妆巨头。

图表 26. 合成云母珠光颜料 16 年后增速重启



资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

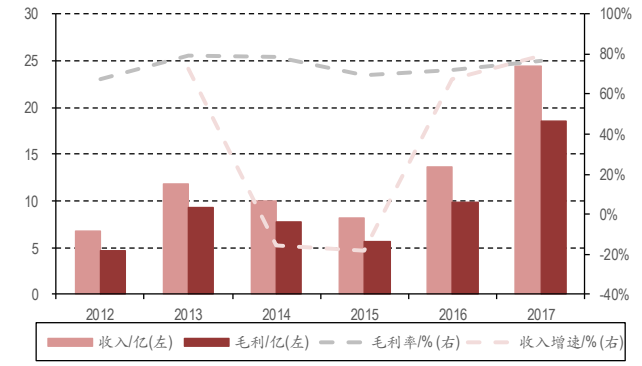
图表 27 . 合成云母基材珠光颜料 16 年价格提升



资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

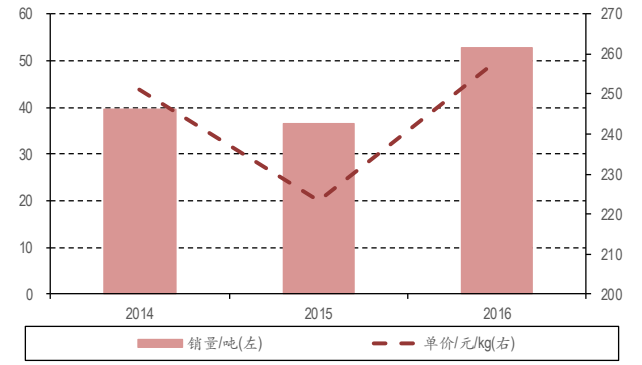
随着认证时间增长，市场逐渐铺开，公司高端产品有望加速蚕食竞争对手的份额。汽车行业、化妆品行业珠光颜料由于技术门槛较高，定制性较强，一般都有稳定的供应商，新兴品牌进入市场具有一定难度。同时考虑到各批次产品性能等因素变化问题，厂家更换供应商相对谨慎，逐次小批量更换替代，初始市场渗透速度受限，但随着后期合作关系稳定，原材料供应占比增长，后期渗透速度加快。公司客户中 PPG、Polyone 的采购金额逐渐提升甚至跃升为前三大客户，说明公司与汽车行业、化妆品行业公司的合作处于临界点，预计能很快跨过高端产品销售增长瓶颈实现快速渗透。

图表 28 . 玻璃云母珠光颜料 16 年后增速重启



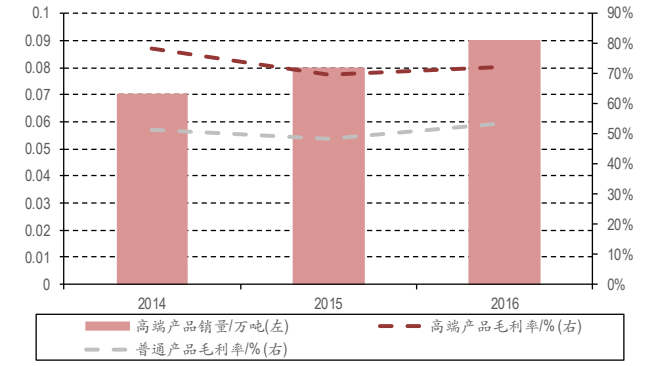
资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

图表 29 . 玻璃云母基材珠光颜料 16 年价格提升



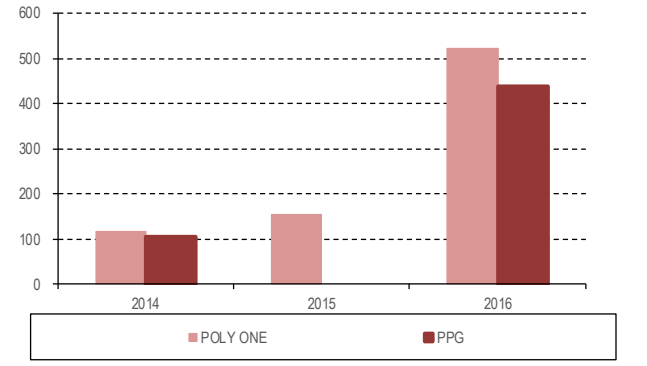
资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

图表 30．高端产品空间大，毛利率高



资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

图表 31．高端应用合作领域不断加深



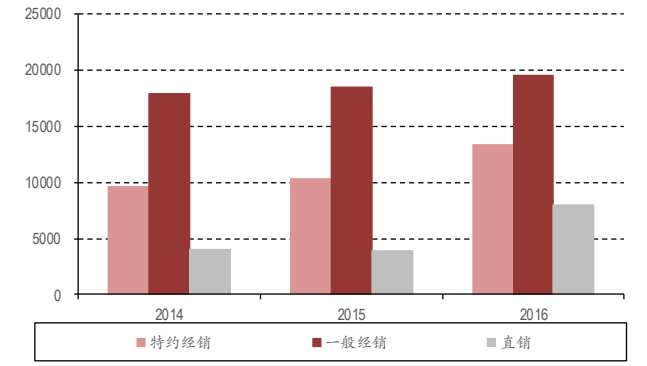
资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

高端产品毛利率显著高于平均水平：2017 年玻璃基材珠光颜料毛利率高达 76.26%，合成云母基材珠光颜料高达 60%。由于销量相对较低，客户需求差异较大，且在下游客户的成本结构中占比较小，因此产品销售价格差异较大，毛利率波动较大。随着销量增长，合作关系逐渐稳定，毛利率有望稳定在较高水平。叠加未来销量的高速增长逻辑，高端产品营收占比按每年 3%的增长，对公司业绩的贡献 2020 年可达到由 17%扩大至 26%。

3.2 渠道战略：品牌店逐步渗透，子公司直销拉高毛利率

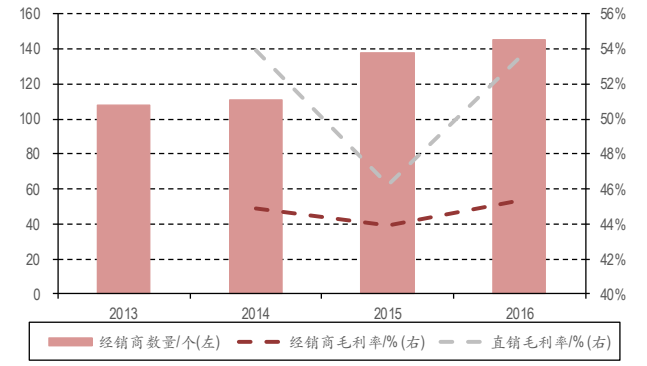
公司销售模式采用经销与直销结合，经销为主要渠道，品牌店持续渗透，毛利率稳定。2016 年经销营业收入 3.29 亿元，其中 29 家特约经销商贡献 1.34 亿元，116 家一般经销商贡献 1.95 亿元。特约经销商贡献逐步扩大，表现出市场竞争力较强，有利于市场快速开拓与加速渗透，同时由于特约经销商只允许销售发行人品牌产品，不允许销售其他品牌同类产品，可以加深品牌建设。经销渠道毛利率基本稳定在 45%左右，盈利能力稳健。

图表 32．经销主导，特约经销占比提升



资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

图表 33．直销渠道毛利率恢复高位



资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

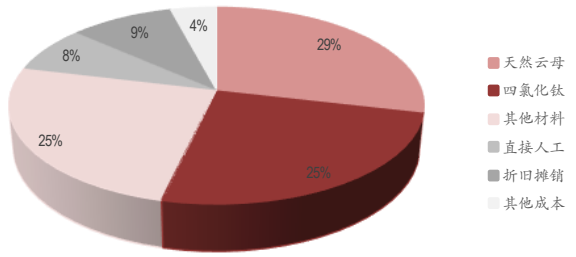
子公司投资加速，直销占比逐渐扩大。2017 年直销渠道营业收入 0.79 亿元，占比快速较去年提高 7.61 个百分点到 19.42%，主要系公司 2015 年以后陆续设立了国外子公司坤彩欧洲、坤彩美洲、坤彩印度、坤彩澳洲负责国外直接销售。目前公司直销客户包括立邦、PPG、阿克苏、普立万等国内外大公司。

直销模式的毛利率高于经销模式，并逐渐恢复高位水平。因为直销模式客户采购量一般较小，交易双方采用议价的方式，产品定价一般高于经销价格。2015 年直销毛利率处于低谷，主要系 2015 年公司设立坤彩欧洲，并购买 QolorTech BV 的珠光颜料存货，该部分产品对外销售毛利率较低，但该部分毛利率降低可由直销销量提高冲抵。2016 年直销毛利率恢复高位，达到 53.95%。随着公司新增产能逐渐投放，购买存货的概率降低，外在影响因素削弱，预计直销毛利率将稳定在 54%左右的水平。

3.3 生产战略：成本端逐步控制，原材料自产多重利好

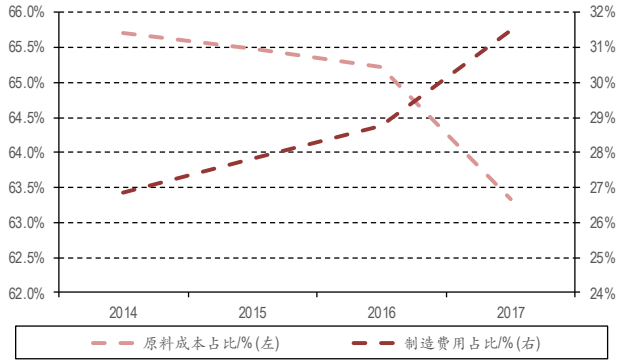
原材料成本占比下行，成本结构调整。2017 年公司原材料成本 1.73 亿元，占比 63.34%，比 2016 年降低 1.9 个百分点。由于公司的生产线均为通用生产线，随着产品线拓展丰富，而生产不同系列、品种的产品需要在生产线上进行切换，调度交叉使用中停机清洗等工序提升了制造费用；同时由于高端系列产品的市场拓展，合成云母片需求提升，工艺比天然云母片复杂，制造费用增加。

图表 34．公司材料成本是大头



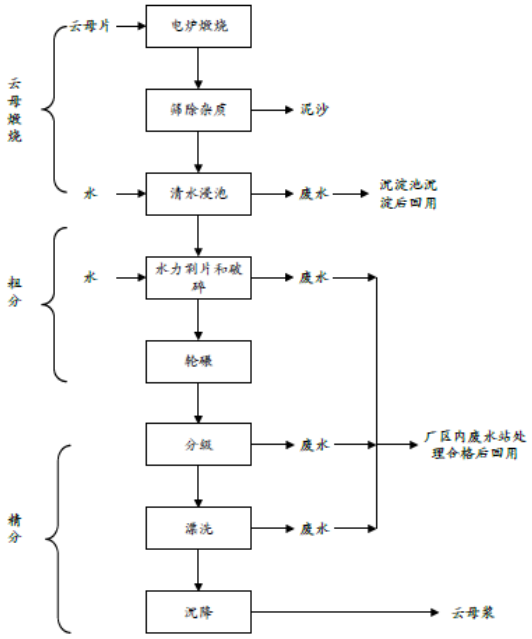
资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

图表 35．原材料成本逐步得到控制



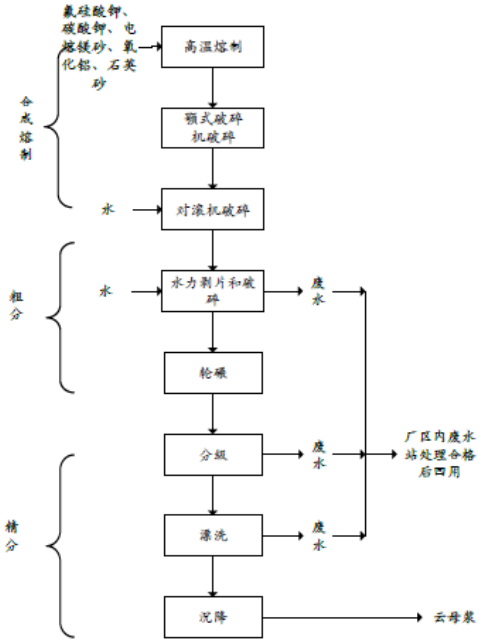
资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

图表 36．天然云母粉生产工艺



资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

图表 37．合成云母粉制作工艺



资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

云母片、四氯化钛减少单一来源依赖

云母片采购价格逐年上涨，盈利承压，公司自产合成云母应对。2016 年云母片成本 0.65 亿元，占总成本的 39.69%、27.65%。目前业内企业普遍使用外购的合成云母作为基材。云母片成本占比走高，2016 年有较大涨幅，主要是因为天然云母片主要依赖进口，资源开采与国际事件等诸多因素都会影响采购单价，同时 2016 年人民币贬值，采购单价按美元计算，换算成人民币后单价上涨。公司 2017 年合成云母年产量 0.11 万吨，未来将逐步实现量产保障原材料供应，减小采购源单一带来的结构性风险。

四氯化钛出现替代品，技术应用提升使用效率。2016 年四氯化钛成本 0.45 亿元，占总成本的 27.65%。四氯化钛成本占比走低，主要系原材料单价下降，同时公司使用国产钛矿石中生产出的氯氧化钛替代四氯化钛，又采用碳酸盐作为中和液大幅提高四氯化钛使用效率，多种技术同步降低了四氯化钛的单耗量。公司自主研发工艺得到较好实际运用并有效降低成本，研发费用产生隐性收益，支撑公司毛利率提升；原材料替换产品的出现可以提升公司应对原材料价格波动风险能力。

四氯化钛替代品预计带来总成本降低 2.5%。如忽略材料使用效率的影响，按照 2016 年四氯化钛 0.475 万元/吨，氯氧化钛 0.3 万元/吨，四氯化钛替换率 1:1 计算，替代品使得原材料成本降低 37.4%，四氯化钛占材料成本 6.68%，总成本降低 2.5%。同时由于氯氧化钛按照市场价计算属于保守估计，公司生产由于规模效应该项成本降低会大于预期。

图表 38.主要原材料成本构成

材料名称	项目	2014	2015	2016
云母片	单价(元/kg)	3.38	3.40	3.59
	单耗(吨/元)	4190.97	4311.21	4577.90
	总额(万元)	4726.07	4429.57	5468.27
四氯化钛	单价(元/kg)	5.28	4.95	4.75
	单耗(吨/元)	3640.60	3601.64	3330.70
	总额(万元)	4458.92	3975.51	4353.36
其他材料	总额(万元)	3992.09	3812.20	5033.69

资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

原材料自产，降成本控风险之外或成新业务线

原材料建设项目逐渐落地，产能大于原材料需求，或将投放市场。四氯化钛替代品氯氧化钛、非主要原材料三氯化铁均将实现量产，公司 2017 年 5 月与福清市人民政府签订《项目投资协议书》，拟投资 6 亿元建设 20 万吨/年氯氧化钛项目、6 万吨/年三氯化铁项目，项目总建设期 2 年，目前处在筹备期。2016 年四氯化钛使用量 0.92 万吨，三氯化铁使用量约 0.34 万吨，原材料自产量远大于生产需求，预计将主要用于出售，产业链拓展到上游原材料，增加公司整体系统抗风险能力。

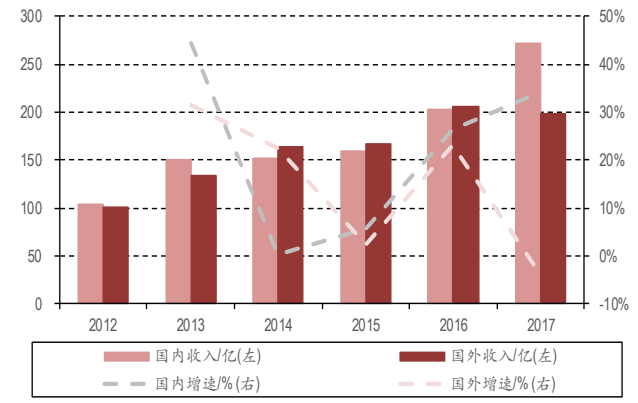
原材料价格较高带来高利润，新盈利点出现，业绩可期。按照当前市场价氯氧化钛 0.5 万元/吨、三氯化铁 0.3 万元/吨保守计算，公司新项目投放后将实现 11.8 亿元的额外营收，毛利率保守预计 20%-30%，利润达 2.36-3.54 亿元，是 2017 年营业利润的 1.74-2.6 倍，可见一旦产能实现快速放量，公司业绩也将高速增长。

4.海外形势利好：辩证看待人民币贬值与贸易战

4.1 国内行业成长期企业受益明显，国外市场开拓空间大

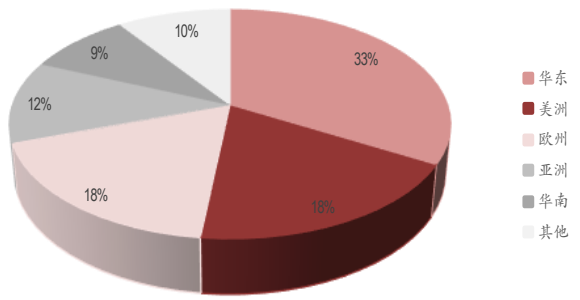
受益于国内珠光颜料行业成长期的红利，公司在国内营业收入自 2015 年后快速增长。2017 年营收达 2.71 亿元，同比增速 34.2%；2017 年国外营业收入冲高回落，2017 年为 1.98 亿元，同比增速-3.9%。继 2013 年后国内市场贡献再次超过国外，并拉开显著差距。国内毛利率略微高于平均水平，2017 年达 45.65%。

图表 39．国内外收入齐头并进



资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

图表 40．华东与欧美是重要收入来源



资料来源：Wind 资讯、公司年报、中银证券

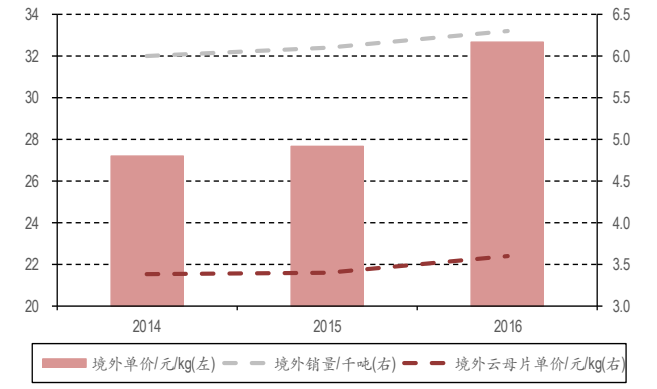
国内业绩高增主要来源于华东与华南区域。2017 年华东区域营收 1.92 亿元，同比增速 41.2%，占国内营收比例 40.9%；华南区域营收 0.51 亿元，同比增速 41.7%，占国内营收比例 10.9%。同时华东、华南区域为我国主要经济增长区域，具有较好市场基本面支撑。

国外销售相对稳定，开拓空间较大。2017 年国外营业收入 1.98 亿元，金额有所回落，销量基本保持在每年 0.6 万吨，主要系 2016 年汇率因素使得国外销售单价明显提升，并且该外在因素不可持续难以预测，对比之下 2017 年的营收较低。后续随着欧美客户偏好逐渐转变开始考虑性价比，公司产品逐步得到认证，同时 2018 年伴随人民币贬值刺激，出口有望超预期增长。由于单价波动导致国外毛利率也有不同程度的涨跌，但是基本能维持在 40%以上。

4.2 人民币贬值利好出口，辩证看待贸易战影响

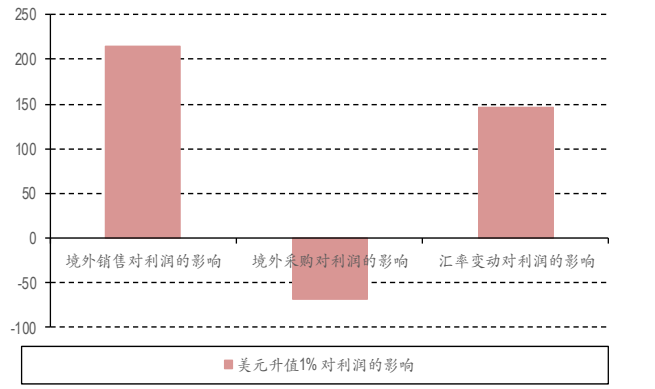
出口销量与单价、采购成本是主要影响因素：汇率对公司的业绩影响主要有二（财务费用因为金额较小，影响忽略不计）：影响公司境外销量与单价；影响公司的采购成本。

图表 41．海外产品量价齐升



资料来源：Wind 资讯、招股说明书、中银证券

图表 42．美元升值整体来看对公司有利



资料来源：Wind 资讯、中银证券

人民币贬值利好出口大于对采购的影响：2016 年人民币大幅贬值，美元升值 6.65%。伴随美元走强，公司销售单价由 27.64 元/kg 拉升至 32.65 元/kg，同比增长 18.12%，高于美元升值幅度，销量保持稳定的基础上境外业绩表现喜人。公司合成云母数量较少，而天然云母全部采用进口，默认公司招股书中云母片的单价即为境外原材料采购单价，2016 年进口材料采购单价同比增长 4.7%。综合来看，美元升值对公司有利，美元每升值 1%，公司利润增加 146.08 万元。

辩证看待中美贸易战影响：2018 年中美贸易战落地，美国作为公司重要市场固然受到影响。但是中美贸易战导致人民币贬值利好出口，同时高关税刺激公司产品全球化提升价格，抬升毛利率。长期来看，由于公司产品在境外的认可度逐步提升，且由于劳动力成本较低价格具有竞争优势，性价比较高，销量有较大成长空间。

5.盈利预测与估值

5.1 盈利预测

行业马太效应明显，国际国内市场双重突破：珠光颜料行业内公司是全球前三的龙头，**1)**全球市场来看，公司逐渐突破国际企业默克、巴斯夫的封锁成功打入高端应用领域，预计后期随着认证时间、性价比等因素公司品牌逐步在国际上逐步得到认可；**2)**从国内市场来看，在中国市场公司的占有率最高，中国 20 多家珠光颜料企业集中在中低端应用领域，竞争激烈，预计后期行业将有所整合，强者恒强，公司市占率有望进一步提升，同时伴随公司 3 万吨珠光颜料项目逐渐投产，高端产品挤压产能的困境被打破，公司竞争力进一步增强。

预计 2020 年公司销量可以接近 3.00 万吨，增长逻辑主要来源于：1)产能逐渐释放，产能规模领跑全行业，销量打破产能限制实现大幅增长；**2)**国内外渠道跟进建设，随着时间推移公司产品逐步通过认证从而渗透高端应用领域；**3)**人民币贬值，同时由于具有性价比优势，出口受到刺激。目前在国内是 31%、国际 4%的市占率，渠道建设完善。

预计公司毛利率水平有望提升：1)传统应用领域珠光颜料渠道建设基本完善，公司市占率较高，龙头企业的雪球效应明显，市占率将进一步提升，继而公司定价能力增强，长期来看中低端产品毛利率会拉涨，短期内中性预期毛利率水平预计基本稳定；**2)**高端产品将由于市场开拓而在公司主营中的占比逐渐提高，根据默克、巴斯夫的财务数据，汽车业、化妆品行业珠光颜料毛利率水平高达 70-80%，因此产品结构的调整将抬升公司整体毛利率。

公司成本得到有效控制，同时原材料波动风险应对能力提升：1)随着合成云母生产规模逐渐扩大，规模效应降低成本，而由于国外天然云母的开发受到资源与国际事件等条件影响，价格波动风险较大，通过原材料资产，公司控制风险能力提升；**2)**原材料四氯化钛逐渐实现其他低成本材料替代，预计降低总成本 2.5%，同时多种技术提升了生产效率；**3)**随着二期工厂的投产，产能通用性提升，不同产品线之间切换成本有所下降。

图表 43.公司产品销售预测表

		2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
	销量/吨	11496.59	12761.48	16589.93	18248.92	20073.81	22081.19
天然云母	收入/万元	34604.75	38284.45	46451.80	47447.20	48177.15	48578.63
	成本/万元	18882.00	22677.00	31520.86	31023.17	34125.48	37538.03
	单价/元/kg	30.10	30.00	28.00	26.00	24.00	22.00
	销量/吨	816.38	1084.69	1600.00	4500.00	7500.00	10000.00
合成云母	收入/万元	4321.92	5857.31	8000.00	22500.00	37500.00	50000.00
	成本/万元	2006.00	2342.26	3200.00	9000.00	15000.00	20000.00
	单价/元/kg	52.94	54.00	50.00	50.00	50.00	50.00
	销量/吨	52.69	97.61	600.00	800.00	1200.00	1600.00
玻璃基材	收入/万元	1360.20	2440.15	15000.00	20000.00	30000.00	40000.00
	成本/万元	380.00	579.38	3450.00	4600.00	6900.00	9200.00
	单价/元/kg	258.17	250.00	250.00	250.00	250.00	250.00
	总收入/万元	40286.87	46581.91	69451.80	89947.20	115677.15	138578.63
合计	总成本/万元	21268.00	25598.64	38170.86	44623.17	56025.48	66738.03
	总销量/吨	12365.66	13943.78	18789.93	23548.92	28773.81	33681.19
	毛利率/%	47.21%	45.05%	45.04%	50.39%	51.57%	51.84%

资料来源：Wind 资讯、中银证券

5.2 估值

预计未来三年公司收入分别为 6.98、9.33、12.21 亿元；归母净利润分别为 1.94 亿元、2.93 亿元和 4.00 亿元；对应 EPS 分别为 0.42 元、0.63 元和 0.85 元。公司预期未来三年平均业绩增速 51.75%，成长性较高，可给予较高估值水平。公司无同行业上市公司，通过股利分配率、增长率、收益率等关键指标筛选可比公司，并剔除利润规模与行业属性相差较大的公司。可比公司估值水平如下。综合考虑公司未来成长速度与可比公司估值水平，我们认为公司合理估值为43倍，首次覆盖给予公司“***买入***”评级。

图表 44.市场主要可比公司估值水平

股票代码	股票简称	分红率/%	利润增速/%	近期收益率/%	净利润/亿	市盈率	所属行业
603960.SH	克来机电	28.04	53.17	22.04	0.75	60.36	机械设备
300477.SZ	合纵科技	37.53	64.91	28.19	1.41	43.94	电气设备
300395.SZ	菲利华	39.97	36.94	13.65	1.61	29.12	有色金属
300637.SZ	扬帆新材	33.90	64.13	18.72	1.24	24.03	化工
300212.SZ	易华录	28.59	61.38	8.32	2.93	41.50	计算机
603638.SH	艾迪精密	30.84	56.01	8.71	2.12	28.81	机械设备
300476.SZ	胜宏科技	39.68	54.80	7.15	4.09	23.67	电子
	平均值	34.08	55.91	15.25	2.02	35.92	
603826.SH	坤彩科技	33.56	51.75	14.76	1.69	39.45	有色金属

资料来源：Wind 资讯、中银证券

风险提示

高端产品需求不及预期：公司新近突破高端产品壁垒，目前渠道投放进行中，产品能否形成默克、巴斯夫一样的口碑，被市场接受依然具有不确定性。而且珠光材料是可选材料，市场需求不确定性本身就比较大。

贸易战影响扩大：北美地区依然是公司的重要市场，当前贸易战有所缓和，未来是否进一步升级依然有不确定性，对公司实际影响也有不确定性。

汇率波动：公司海外业务占比较大，汇率波动对公司销量与利润水平都有较大的影响。

原材料价格波动：公司自建产能逐步减少原材料成本波动的影响，但最重要的原料天然云母依然大部分采购自印度，原料价格依然存在不确定性。

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	**408**	**469**	**698**	**933**	**1,221**
销售成本	217	259	385	456	577
经营费用	69	87	94	136	178
息税折旧前利润	**149**	**177**	**261**	**383**	**507**
折旧及摊销	20	33	40	41	42
经营利润 (息税前利润)	**129**	**144**	**221**	**342**	**466**
净利息收入/(费用)	(2)	(7)	2	3	5
其他收益/(损失)	5	7	4	4	4
税前利润	**127**	**137**	**223**	**345**	**470**
所得税	18	19	29	52	71
少数股东权益	(3)	(2)	0	0	0
净利润	**109**	**118**	**194**	**293**	**400**
核心净利润	**104**	**111**	**191**	**289**	**396**
每股收益 (人民币)	0.232	0.252	0.415	0.626	0.854
核心每股收益 (人民币)	0.221	0.238	0.408	0.618	0.846
每股股息 (人民币)	0.000	0.069	0.150	0.220	0.300
收入增长(%)	25	15	49	34	31
息税前利润增长(%)	10	11	54	54	36
息税折旧前利润增长(%)	13	19	48	47	32
每股收益增长(%)	8	9	65	51	36
核心每股收益增长(%)	32	8	71	52	37

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	127	137	223	345	470
折旧与摊销	20	33	40	41	42
净利息费用	2	7	(2)	(3)	(5)
运营资本变动	(45)	433	130	145	168
税金	39	42	31	61	81
其他经营现金流	(159)	278	(59)	(111)	(149)
经营活动产生的现金流	**74**	**63**	**104**	**188**	**271**
购买固定资产净值	161	114	0	0	0
投资减少/增加	(2)	192	(4)	(4)	(4)
其他投资现金流	0	596	2	3	5
投资活动产生的现金流	**(158)**	**290**	**5**	**6**	**8**
净增权益	0	553	0	0	0
净增债务	108	(230)	0	0	0
支付股息	0	43	70	103	140
其他融资现金流	(30)	27	17	0	0
融资活动产生的现金流	**78**	**307**	**(54)**	**(103)**	**(140)**
现金变动	(6)	64	55	92	139
期初现金	30	25	88	143	234
公司自由现金流	(85)	353	109	195	279
权益自由现金流	(7)	150	126	195	279

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	25	88	143	234	373
应收帐款	98	118	174	231	301
库存	164	222	321	422	546
其他流动资产	5	10	210	210	210
流动资产总计	**297**	**637**	**847**	**1,097**	**1,429**
固定资产	367	388	374	343	305
无形资产	65	63	61	59	57
其他长期资产	120	150	127	120	118
长期资产总计	**551**	**602**	**562**	**522**	**480**
总资产	**848**	**1,239**	**1,409**	**1,618**	**1,909**
应付帐款	84	46	66	78	98
短期债务	100	0	0	0	0
其他流动负债	42	25	29	30	36
流动负债总计	**227**	**71**	**95**	**109**	**134**
长期借款	110	0	0	0	0
其他长期负债	19	27	32	38	44
股本	270	360	468	468	468
储备	222	781	813	1,003	1,263
股东权益	**492**	**1,141**	**1,281**	**1,471**	**1,731**
少数股东权益	(2)	1	1	1	2
总负债及权益	**848**	**1,239**	**1,409**	**1,618**	**1,909**
每股帐面价值 (人民币)	1.05	2.44	2.74	3.14	3.69
每股有形资产 (人民币)	1.67	1.88	2.87	3.32	3.95
每股净负债/(现金)(人民币)	0.44	(0.10)	(0.24)	(0.42)	(0.70)

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	36.4	37.7	37.4	41.0	41.5
息税前利润率(%)	31.6	30.6	31.7	36.6	38.1
税前利润率(%)	31.1	29.2	32.0	36.9	38.5
净利率(%)	25.9	24.7	27.9	31.4	32.7
流动性					
流动比率(倍)	1.3	9.0	8.9	10.1	10.7
利息覆盖率(倍)	73.7	26.2	125.8	130.6	110.6
净权益负债率(%)	41.7	(5.3)	(8.6)	(13.3)	(19.0)
速动比率(倍)	0.6	5.9	5.5	6.2	6.6
估值					
市盈率 (倍)	65.2	60.1	36.5	24.2	17.8
核心业务市盈率(倍)	68.5	63.7	37.2	24.5	17.9
市净率 (倍)	14.4	6.2	5.5	4.8	4.1
价格/现金流 (倍)	(83.9)	26.8	65.1	36.4	25.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.5	30.9	27.1	18.5	14.0
周转率					
存货周转天数	146.6	172.4	167.6	165.0	163.1
应收帐款周转天数	87.3	91.9	90.9	90.3	89.8
应付帐款周转天数	142.0	64.6	63.1	62.6	62.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	27.5	36.1	35.1	35.1
净资产收益率 (%)	21.5	10.2	15.2	19.9	23.1
资产收益率 (%)	12.5	9.4	13.8	18.1	20.9
已运用资本收益率(%)	15.3	10.6	14.7	19.2	22.3

资料来源：公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371