

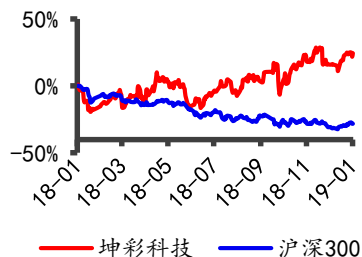
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	14.97
52周最高(元)	15.68
52周最低(元)	9.51
总市值(亿元)	70.06
流通市值(亿元)	28.36
总股本(亿股)	4.68
流通股本(亿股)	1.89
每股净资产(元)	2.69
资产负债率(%)	9.74

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

国内珠光材料龙头，募投项目打开成长空间

——坤彩科技（603826）

事件：

公司1月21日发布2018年度业绩预增公告：预计2018年度实现归母净利润17,703-18,883万元，同比增加50-60%；预计实现扣非净利16,446-17,626万元，同比增加51.77%-62.66%。

核心观点

● **国内最大珠光材料生产商，目前估值较高、投资性价比一般。**公司于2005年成立，2017年登陆主板，自设立以来，专注于珠光材料的研发、生产和销售，目前我国产销规模最大的珠光材料生产商，其主要产品包括：天然云母/合成云母/玻璃作为基础载体材料的珠光颜料，产品被广泛应用于涂料、塑料、汽车、化妆品、油墨、皮革、陶瓷、建材、种子包衣等行业。2017年公司实现营业收入约4.69亿元，同比增长14.92%；实现归母净利润约1.18亿元，同比增长8.52%，业务构成上，天然云母基、合成云母基、玻璃基的珠光颜料毛利占比分别为74.1%、16.7%以及8.8%，天然云母类产品占主导。目前的看点一方面3万吨珠光材料IPO项目投产，中短期将释放可观业绩增量；另一方面则是拟建10万吨化妆品级、汽车级二氧化钛项目，打开长期业绩想象空间。但我们认为，目前公司估值较高，较高估值已经部分反映了募投项目盈利预期，后期若投产、盈利情况不佳，存在估值下折风险。

● **珠光产品市场较小、增速一般，面临竞争与产品结构转化压力。**市场规模方面，尽管珠光材料应用领域广泛，但目前整体市场规模较小，2016年全球珠光材料市场规模14亿美元，国内销售额仅12亿元人民币，尽管国际、国内市场2012-2016复合增速都保持在10%以上，但增量贡献比较有限，边际增速也存下行压力。市场格局方面，在行业加剧扩张、竞争更加激烈的背景下，默克、巴斯夫合计占据高端市场约80%份额，公司完成高端市场替代尚需时日，而中低端市场则面临着国内诸多中小珠光材料企业竞争，中短期业绩弹性受限。

● **IPO项目投产、在建项目产业延伸，打开成长想象空间。**IPO募投“年产3万吨珠光材料项目”建成投产后，公司将突破产能限制，达到年产3万吨珠光材料、年产1万吨合成云母的生产能力，成为全球规模最大的珠光材料生产企业，目前该项目逐步建成、投产，完全达成后预计可贡献年收入10.4亿、净利3.8亿，目前处于产能释放期，确保中短期业绩增长。2018年12月公司公告建设年产10万吨化妆品级、汽车级二氧化钛项目，由主项目10万吨二氧化钛及12万吨氧化铁项

目与子项目年产 80 万吨二氯氧钛及 40 万吨三氯化铁项目组成，首期投资 18 亿元，预计项目建设期 30 个月，预计 2021 年建成后年均可贡献收入 33.4 亿、利润 15.9 亿。公司在建项目将突破现有珠光材料市场规模壁垒，通过产业延伸打开成长空间。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.40 元、0.54 元和 0.59 元，目前股价对应市盈率分别为 37.6 倍、27.8 倍和 25.5 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**在建项目投入，负债上升，现金流压力增加；原材料涨价；产能释放情况不达预期；二氧化钛项目后期盈利不确定。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	469	637	854	941
增长率（%）	14.9%	35.7%	34.1%	10.2%
净利润（百万元）	118	186	252	275
增长率（%）	8.5%	57.9%	35.2%	9.2%
EPS（元）	0.25	0.40	0.54	0.59

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	88	80	116	87
交易性金融资产	-	-	-	-
应收及预付	123	167	224	246
其他应收款	1	2	2	2
存货	222	341	446	475
其他流动资产	204	120	120	120
流动资产合计	637	710	908	931
长期投资	-	-	-	-
固定资产	388	431	670	1,076
无形资产	63	69	92	101
其他非流动资产	150	244	337	322
非流动资产合计	602	743	1,099	1,499
资产总计	1,239	1,453	2,007	2,429
短期借款	-	-	133	146
应付及预收	48	91	114	116
其他流动负债	23	22	22	22
流动负债	71	113	268	283
长期借款	-	-	180	357
应付债券	-	-	-	-
其他非流动负债	27	35	35	36
非流动负债	27	35	215	393
负债合计	98	148	483	677
股本	360	468	468	468
资本公积	492	384	384	384
留存收益	288	453	671	900
母公司所有者权益	1,140	1,304	1,522	1,751
少数股东权益	1	1	1	1
负债和股东权益	1,239	1,453	2,007	2,429

现金流量表摘要

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	63	98	161	305
投资现金流净额	-94	-90	-392	-456
筹资现金流净额	307	-22	266	122

利润表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	469	637	854	941
营业成本	259	349	453	496
营业税金及附加	6	7	10	10
销售费用	32	41	54	59
管理费用	49	28	36	39
研发费用	-	23	31	34
财务费用	7	-1	12	22
资产减值损失	0	1	2	2
其他收益	12	16	22	24
投资净收益	8	14	19	21
公允变动收益	-	-	-	-
资产处置收益	0	-	-	-
汇兑净收益	-	-	-	-
营业利润	136	219	296	323
加：营业外收入	-	-	-	-
减：营业外支出	1	0	1	1
利润总额	135	218	295	322
减：所得税	19	32	43	47
净利润	116	186	252	275
减：少数股东损益	-2	-0	-0	-0
归属母公司净利	118	186	252	275

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	44.9%	45.3%	46.9%	47.3%
净利率	24.7%	29.3%	29.5%	29.3%
净资产收益率	10.4%	14.3%	16.6%	15.7%
市盈率 (倍)	46.89	37.60	27.80	25.45
市净率 (倍)	4.86	5.37	4.60	4.00
EPS	0.25	0.40	0.54	0.59
每股净资产 (元/股)	2.44	2.79	3.25	3.74
经营现金流 (元/股)	0.14	0.21	0.34	0.65

数据来源:公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；

中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；

中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；

弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；

中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。