

优势显著的珠光材料龙头

——坤彩科技（603826）深度报告

2019年2月14日

强烈推荐/首次

坤彩科技	深度报告
------	------

报告摘要：

珠光粉行业龙头，在亚洲地区具有领先地位。行业内逐步形成马太效应，在国内竞争优势十分显著，目前公司规模亚洲第一，全球第二。预计龙头优势将继续扩大。

产品制作工艺复杂，公司技术过硬。公司生产技术优势明显，产品在国内同业保持高质量生产。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，并不断精进工艺，降低成本开销。持续开发高质量产品，提高企业用工效率。

上游供应链与下游需求趋于稳定。公司与印度、巴西的原材料供应商保持良好合作关系，保证上游原材料的稳定供应，并积极开拓自有厂源；下游厂商覆盖面广，公司大客户涵盖多领域。工业级包括阿克苏、艾仕得、PPG等大型漆厂；汽车客户有宝马、奔驰、大众等；化妆品客户有欧莱雅、迪奥、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等。下游需求受行业周期波动较小，可稳定经营生产模式。

公司产能新一轮扩张。2019年公司预计完成新一轮募投项目，若该项目顺利生产，产能将达到3万吨，届时坤彩科技将成为全球最大的珠光材料生产企业；高端产品逐渐放量，提升产品质量以及在欧美高端市场占有率，进而提升盈利水平。

盈利预测及投资评级。预计公司18-20年EPS为0.50、0.83和1.05元，对应PE为41.28、25.10和19.87倍，结合行业及公司现状和前景，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：主营产品及原材料价格大幅波动；募投项目进展不达预期；市场开拓不及预期。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	408.24	469.16	618.54	1,049.03	1,301.01
增长率（%）	24.67%	14.92%	31.84%	69.60%	24.02%
归母净利润（百万）	105.56	116.04	183.07	301.06	380.40
增长率（%）	9.18%	9.92%	57.77%	64.45%	26.35%
净资产收益率（%）	21.47%	10.17%	14.89%	21.73%	24.90%
每股收益（元）	0.40	0.36	0.50	0.83	1.05
PE	-	46.95	41.28	25.10	19.87
PB	-	4.86	6.10	5.42	4.93

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

研究助理

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

洪翀

010-66554012

hongchong@dxzq.net.cn

徐昆仑

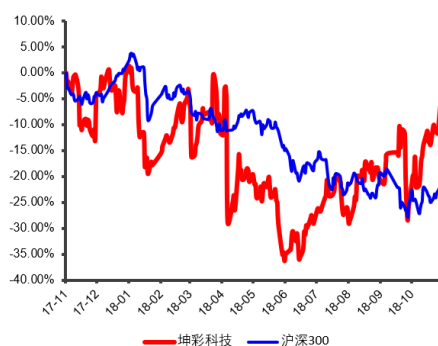
010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	9.72-18.49
总市值（亿元）	63.18
流通市值（亿元）	26
总股本/流通A股（万股）	46800/18946
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	3.7

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《基础化工行业2019年策略报告：精细化工迎来布局良机》2018-12-11

目 录

1. 公司是珠光粉行业龙头	4
1.1 稀缺的材料类细分龙头	4
1.2 技术优势明显拉动业绩持续高增长	5
1.3 原材料供应稳定，有效控制成本	9
1.4 公司募投项目：提速产能，延伸高端产品产业链	10
2. 公司以科技立足，具有高品牌价值	11
2.1 高端合成云母基材放量带动公司业绩增长	11
2.2 工艺复杂，行业壁垒高	13
2.3 下游产业延伸范围广	15
3. 珠光行业发展空间广阔	18
3.1 行业竞争格局呈现马太效应	18
3.2 对标国际企业，发展高端市场	19
4. 盈利预测与估值	20
5. 风险提示	21

表格目录

表 1：期间费用率对比	6
表 2：主营业务成本分析（2017 年）	10
表 3：主要原材料成本分析（2016 年）	10
表 4：高纯度二氧化钛具体应用	11
表 5：不同类型珠光颜料的呈色特性	12
表 6：珠光粉行业壁垒	14
表 7：珠光产品的应用领域	16
表 8：竞争对手概况	20
表 9：可比公司估值	21
表 10：公司盈利预测表	22

插图目录

图 1：坤彩科技发展历程	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司投资子公司情况	5
图 4：公司营收构成	6
图 5：公司毛利构成	6
图 6：公司分业务收入占比	6
图 7：公司分业务毛利率	6
图 8：公司销售毛利率和净利率	7

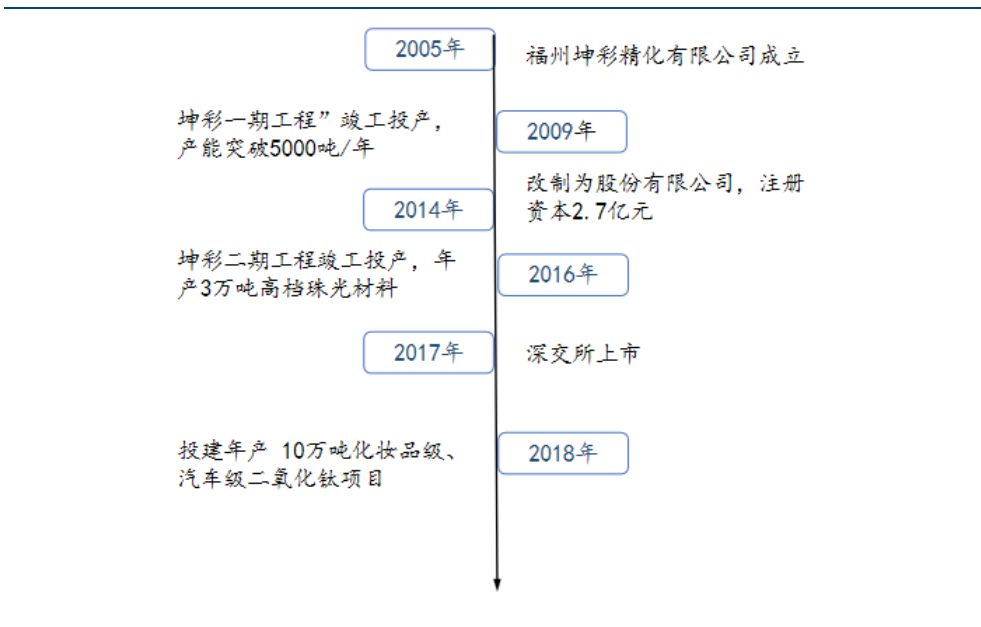
图 9：公司三费费用率.....	7
图 10：公司营业收入及增速	7
图 11：公司毛利润及增速.....	7
图 12：国内珠光材料主要企业规模情况	8
图 13：国内珠光材料主要企业毛利率情况	8
图 14：国内珠光材料主要企业净利率情况	8
图 15：国内珠光材料主要企业期间费用率	8
图 16：公司主要成本占比	9
图 17：珠光颜料结构	12
图 18：涂层氧化物和珠光颜色分类	12
图 19：珠光粉制作工艺流程	13
图 20：陶瓷市场规模分析	18
图 21：涂料市场规模分析	18
图 22：中国塑料产量	19
图 23：全球塑料产量	19
图 24：汽车产量	19
图 25：汽车销量	19
图 26：2017 年各企业珠光颜料营业收入	20

1. 公司是珠光粉行业龙头

1.1 稀缺的材料类细分龙头

坤彩科技，即福建坤彩材料科技股份有限公司，2005 年成立于福建省福州市。公司的主营业务为珠光材料的研发、生产和销售，已在全球 130 多个国家和地区遍布销售网络。经过多年的发展，公司已经成为中国规模最大的珠光材料生产企业，同时也是全球规模第二大的知名珠光材料生产商。公司提供的汽车涂料、塑料、化妆品、油墨、氟碳涂料、壁纸、3C 涂料、工业涂料等系列产品，广泛应用于工业、汽车业、化妆品业等。

图 1：坤彩科技发展历程

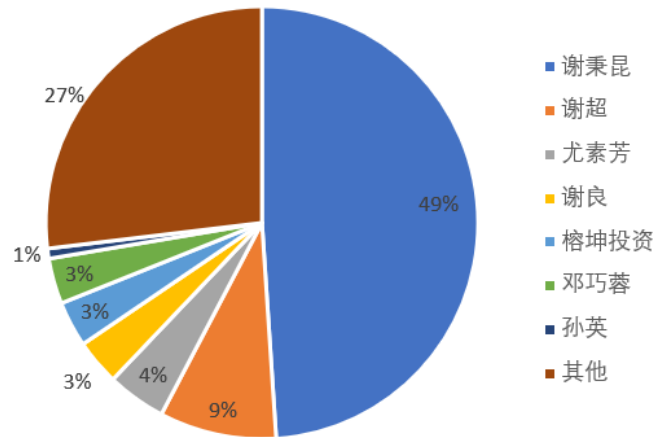


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

坤彩科技是珠光粉市场的行业龙头。珠光材料制作工艺复杂，行业进入壁垒高，但市场发展空间巨大，马太效应显著。坤彩科技以其成熟领先的技术工艺在国内 30 多家从事珠光材料生产的企业中稳居龙头，所占市场份额最大，并在全球珠光粉行业内排名第二，优势明显。

公司股权高度集中，实际控制人为谢秉昆，实际控制人与家族成员合计持股比例达到 66.55%，其中董事长谢秉昆持股 48.95%，其妻子邓巧蓉、儿子谢良、兄弟谢秉启及侄子谢超持股比例分别为 3.41%、3.41%、0.34%和 8.76%。此外，由谢炳昆、谢超和公司核心高管、技术人员共同出资成立的榕坤投资，作为公司高管和员工的持股平台，持有公司 3.41%的股权，将核心团队利益与公司利益深度绑定，在激发员工工作积极性方面发挥了重要作用。

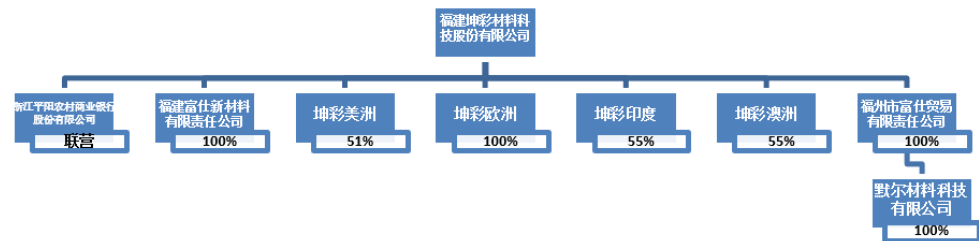
图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告、Wind、东兴证券研究所

公司旗下拥有海内外七家子公司及一家参股公司。富士新材料和富士贸易作为国内分支主要负责新材料技术的推广和珠光材料等相关产品的贸易服务，而在欧洲、美洲、澳洲、印度等海外地区设立的各个子公司则主要负责当地珠光材料等产品的销售业务，其中坤彩印度还负责原材料云母的采购项目。此外，为应对市场日益增长的需求，子公司富士贸易与2018年7月在浙江省平阳县投资1亿元设立了全资子公司默尔材料，目前主要从事专业珠光材料的生产、销售业务。

图 3：公司投资子公司情况

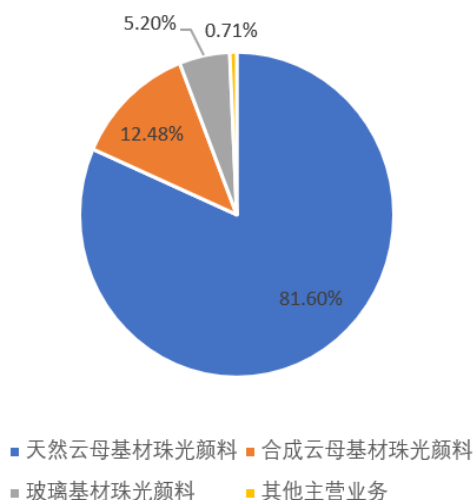


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 技术优势明显拉动业绩持续高增长

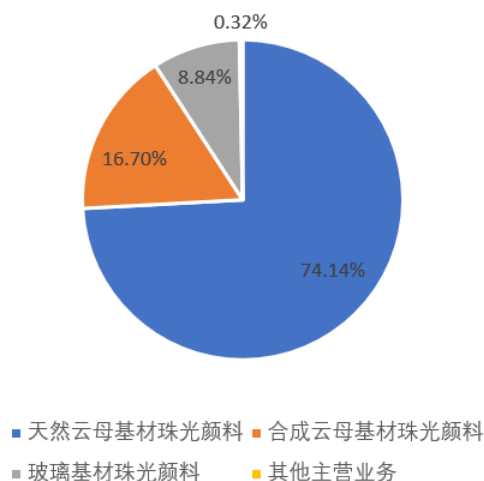
据公司 2018 年三季报，受益于不断改进的工艺，坤彩科技提升原料使用率并降低成本。持续的研发创新逐步提升公司的产品品质，丰富产品种类。公司实现三季度营业收入 4.40 亿元，同比增长 28.77%，实现归母净利润 1.40 亿元，同比增长 58.25%，业绩增长强势。高端产品放量、合成云母自给共同助力公司全球领先地位。

图 4：公司营收构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：公司毛利构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

此外，公司财务和管理费用率的大幅下降对公司业绩增长也有较大的优化作用，公司总体三费费用率已经下降至 9.10%。对标国内同类企业，公司在管理优势较为显著。公司通过核心团队持股绑定公司股份。同时，公司建立了完善的销售网络，在国内有超过 30 家的经销商，并建立了长期稳定、相互信赖的合作关系，客户维护成本较低，推出新产品快，具有明显的渠道优势。此外公司亦与杜邦、立邦、PPG、阿克苏、克莱恩、普立万、Intercos 等国内外大公司直接展开合作。

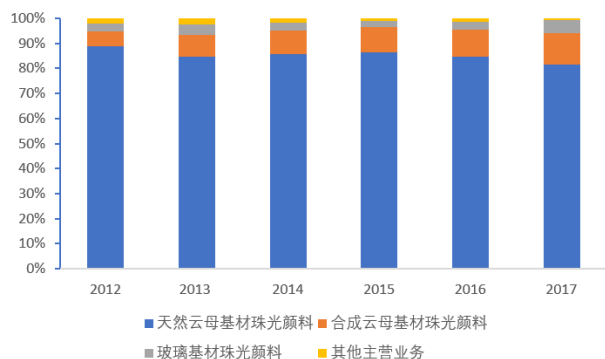
表 1：期间费用率对比

证券代码	公司名称	期间费用率（%）
603826.SH	坤彩科技	9.10
831993.OC	欧克新材	36.50
832080.OC	七色珠光	21.45

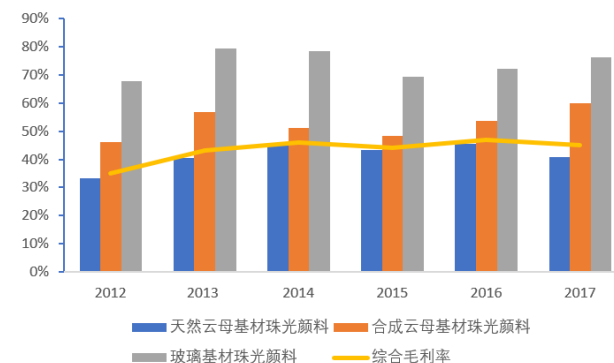
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：公司分业务收入占比

图 7：公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

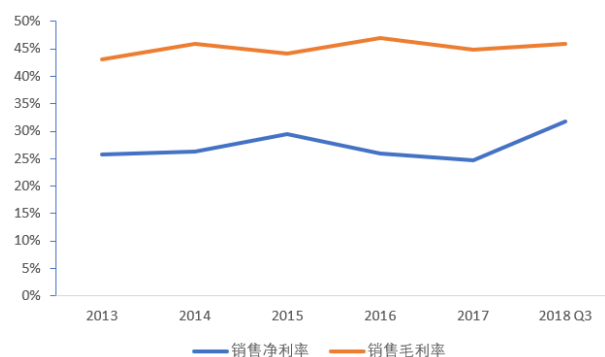


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司将产业链延展至上游行业，自产二氯氧钛投产有望进一步拉低成本。目前坤彩利润主要来源于中低端市场，复合增长率预计为 30%，未来发展在于把握现有中低端优势并发展高端市场。公司于 2018 年募投年产 10 万吨的高端二氧化钛项目采用公司自主研发技术，在已建成的 20 万吨二氯氧钛项目基础上继续扩建作为原材料子项目的 80 万吨二氯氧钛和 40 万吨三氯化铁项目，主项目为年产 10 万吨化妆品级、汽车级二氧化钛及 12 万吨食品级氧化铁项目。

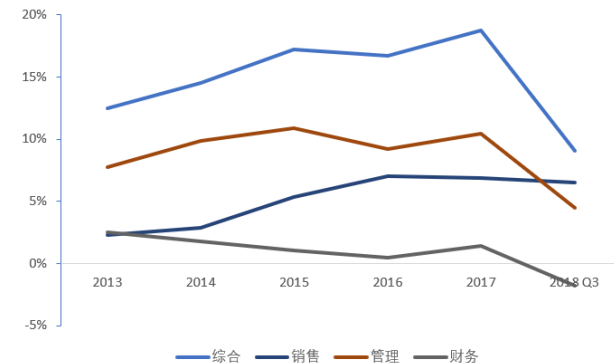
公司产品量价齐升且高端产品放量将助力业绩稳健增长。公司产品销量、价格的增长带来业绩及毛利率较上年同期提升。同时，以汽车级、化妆品级应用为代表的高端产品销售数量有较大幅度的提升，带来公司产品结构进一步优化，盈利能力进一步增强。

图 8：公司销售毛利率和净利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

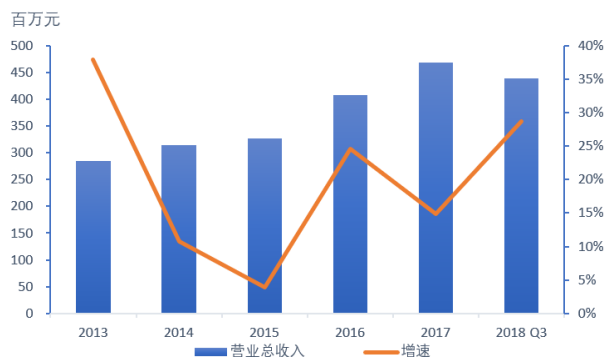
图 9：公司三费费用率



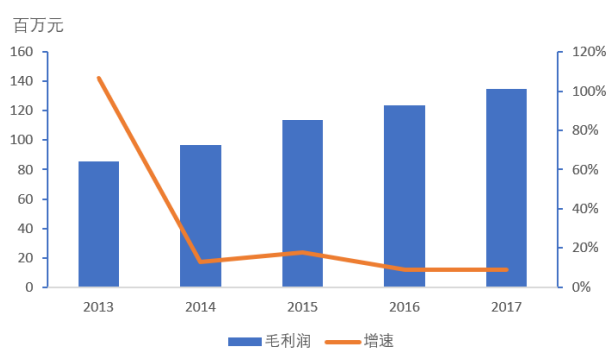
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：公司营业收入及增速

图 11：公司毛利润及增速



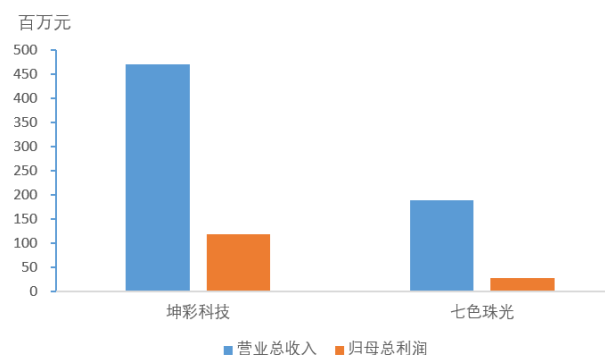
资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前在全亚洲范围内，中国的珠光材料的消费能力和生产能力都位居首位。但细节工艺的研发仍尚待发展，生产的产品都是以天然云母为基材的中、低端产品为主。由此导致国内市场的珠光粉产销处于产品成本竞争的阶段，国内相关竞争对手在企业规模、产品品质、营销渠道等诸多当面仍存在诸多差距。

图 12：国内珠光材料主要企业规模情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

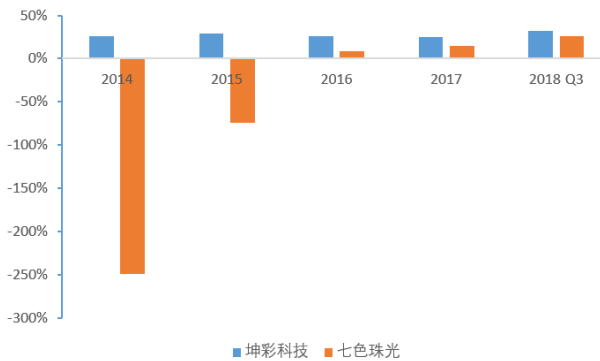
图 13：国内珠光材料主要企业毛利率情况



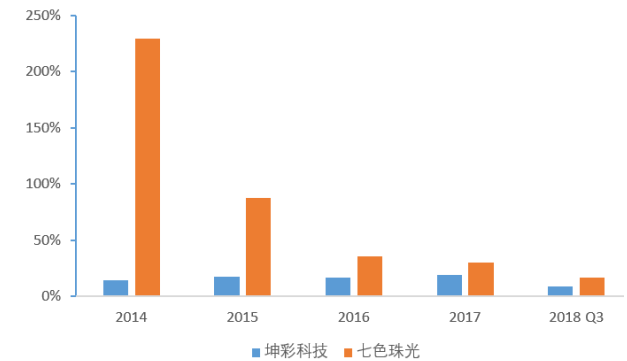
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 14：国内珠光材料主要企业净利率情况

图 15：国内珠光材料主要企业期间费用率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

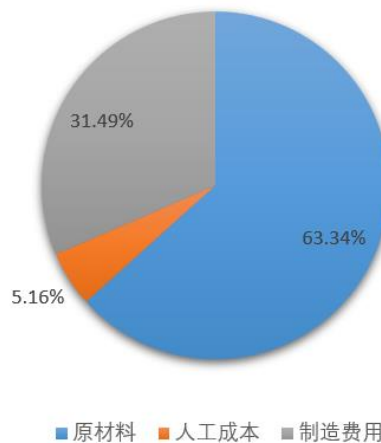


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 原材料供应稳定，有效控制成本

天然云母基材珠光颜料、合成云母基材珠光颜料和玻璃基材珠光颜料为坤彩科技主营产品。其中原材料占公司成本过半，云母片及四氯化钛合计约为原材料成本的 75%。公司天然云母货源稳定，有效的防止成本浮动过高风险。2017 年年报表明，公司原材料及制造费用成本受云母片及四氯化钛原材料价格波动出现小幅上涨，而人工成本也因公司生产线自动化水平高而逐步降低。

图 16：公司主要成本占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司不断进行技术创新降低公司原材料成本，通过募投项目延伸至上游产业链。公司领先同业，自主研发合成云母用作生产高端珠光材料的基材。完善公司合成云母的自产可以保证上游原材料的供应与产品品质并减少从国外进口。另外，公司通过自主研发投放年产 20 万吨二氯化钛项目，从国产钛矿石中生产出氯化钛替代四氯化钛原

材料，总体可以抵扣 30%成本。

公司精进工艺水平不仅减缓原材料成本压力并稳定上游供应水平，更使得公司更快更好地推出技术、新材料、新产品，拓展产品应用领域，提高生产效率。同时，坤彩科技的品保中心利用全球战略布局的优势，引进全球化人才，严格执行国际技术标准，为公司产品提供精准分析和精确检测，保障公司产品质量，极大程度地领先于同行业其他公司水平。

表 2：主营业务成本分析（2017 年）

2017 年	天然云母基材珠光	合成云母基材珠光	玻璃基材珠光	其他
产能（吨）	13211.05	938.84	-	-
销量（吨）	11496.59	817.00	-	-
平均售价（万元/	3.01	5.29	-	-
销售收入（百万	346.05	43.22	13.60	5.37
销售成本（百万	188.82	20.06	3.80	4.06
毛利率（%）	45	54	72	24

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 3：主要原材料成本分析（2016 年）

	采购金额（万元）	成本占比（%）
云母片	6,522.76	30.32
四氯化铁	4,545.37	21.13
液铁	315.23	1.47
总成本	21,512.58	52.91

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.4 公司募投项目：提速产能，延伸高端产品产业链

公司于 2018 年拟投资建设年产 10 万吨化妆品级、汽车级二氧化钛项目，项目资金计划 18 亿元并于 4 年投入完成，项目总建设期 30 个月。项目的建设将拓宽公司的现有产业链并丰富公司的产品线，有利于进一步加强公司产品在国际市场和国内市场的竞争优势和提高客户忠诚度，进一步扩大公司规模，提升整体竞争实力。

长远来看，公司在不断加强主要珠光业务龙头地位的同时有望进入高端二氧化钛产业。该项目拟在已建成的 20 万吨二氯氧钛项目基础上继续扩建 80 万吨二氯氧钛和 40 万吨三氯化铁项目，并继续投放年产 10 万吨化妆品级、汽车级二氧化钛及 12 万吨食品级氧化铁项目。作为公司延伸高端产品线的重要一步，该募投项目定位高端并有望打入钛白粉市场。公司从事珠光材料行业多年，现阶段已具备年产 3 万吨珠光材料及 1 万吨合成云母的产能。同时，坤彩科技把握销售网络优势，加强与老客户的合作关系，为未来高端产品放量、提升业绩水平、巩固龙头地位打下良好基础。

表 4：高纯度二氧化钛具体应用

应用领域	具体用途
汽车	汽车级涂料，达到提高遮盖力、消色力、防腐蚀性、耐光、耐候性，增强漆膜的机械强度和附着力，防止裂纹，防止紫外线和水分的透过，从而推迟老化，延长漆膜寿命。
医药	药物制剂中，可作为白色着色剂制备薄膜包衣混悬液，糖包衣和明胶胶囊剂，也可与其它着色剂混合使用，应用于皮肤用制剂，也可取代淀粉用做药物的赋型剂。
食品	用于糖果巧克力包衣，凉果，膨化食品，口香糖，无甜味剂型固体饮料和浓缩型固体饮料，含乳液体饮料，果酱，沙拉酱，蛋黄酱。
化妆品	粉底，粉饼，防晒霜，眼影，口红，唇膏，牙膏，爽身粉，痱子粉，膏霜，白色香皂。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司首发募集 5.53 亿元投资“年产 3 万吨珠光材料项目”，预计在 2019 年完成全部计划。这将有力促进公司的供货能力，且大幅度降低钛的生产成本并出售多余的二氯氧化钛与二氧化钛。该项目天然云母珠光材料与合成云母珠光材料是以 2 比 1 的投资构成，在今年将达到全额量产。预计在募投项目达产后，将成为国内最大的珠光材料生产商，同时产品毛利率维持 40%以上的高位，业绩也将持续稳定增长。

新募投项目投放完善公司上下游产业布局。从上游角度考虑，公司原有的 1 万吨合成云母生产能力，将大幅减少对外原材料依赖并稳定成本支出。与此同时，20 万吨二氯氧化钛项目也已建成并准备试产，保障该金属材料的供给。新建 10 万吨高端二氧化钛项目积极开拓下游涂料领域，公司预计产能在销售渠道内即可消化，利用客户和市场的协同性，大幅提升盈利能力。

2. 公司以科技立足，具有高品牌价值

2.1 高端合成云母基材放量带动公司业绩增长

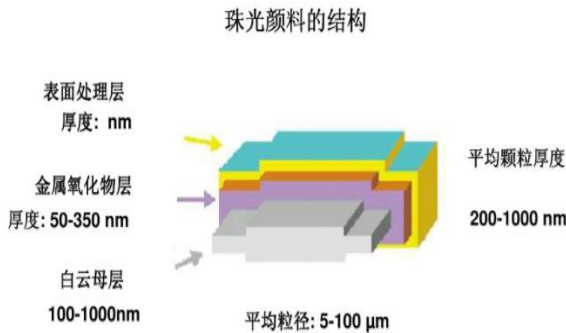
珠光颜料是由多种金属氧化物薄层包覆云母构成，与其它颜料相比珠光颜料拥有天然珍珠的独特光泽。其特殊的表面结构使得光芒在透明的介质中打造出与珍珠相似的珠光效果。天然云母是制备云母珠光颜料的优良基材，因其资源丰富、制造成本较低而被广泛使用。天然云母属于平板片状结构，可分为白云母、金云母、锂云母、铁锂云母和绢云母等。同时，云母具有很好的绝缘性、绝热性，耐高温、耐酸碱，被大量应用于电气、建材、消防等行业，每年的消费量相对稳定。当光照射到珠光材料的时会产生绚丽的折射光，例如以二氧化钛作为包覆材料得到的无色透明，以三氧化铁作为包覆材料将得到淡褐色半透明红棕色等。

表 5：不同类型珠光颜料的呈色特性

珠光颜料类型	粒径分布 (um)	呈色效果
云母珠光颜料	<15	丝绸光泽，高遮盖性
	5-25	
	10-60	珍珠光泽，中遮盖性
	10-100	
	10-125	闪烁效果，低遮盖性
多重色彩效应颜料	5-50	混合色彩，连续色彩变化
	10-60	
	20-200	
高光泽效应	<25	银白色，强遮盖力，丝绸质感
水晶效应颜料	5-30	闪烁效果，高纯度色彩
高彩度效应颜料	5-35	高纯度色彩，高遮盖性
	10-100	
星光效应颜料	20-200	高闪烁效果，低遮盖性
	30-300	

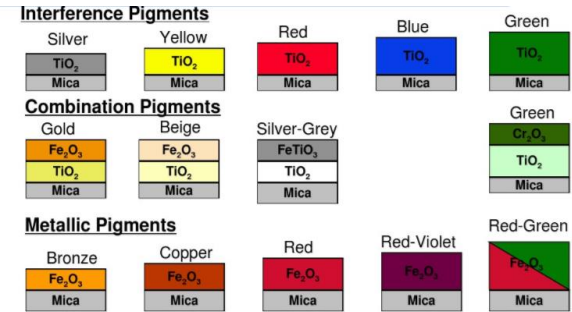
资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 17：珠光颜料结构



资料来源：产业信息网，东兴证券研究所

图 18：涂层氧化物和珠光颜色分类



资料来源：MERCK 官网，东兴证券研究所

坤彩科技的上游天然云母主要从印度和巴西采购，受当地政策影响较大，原材料供应并不稳定。然而，坤彩科技募投项目大大缓解上游压力，并充分利用在国内品牌优势和成熟的营销渠道，首先登录资本市场，先发优势显著并不断促进良性循环。公司立足行业前端，其合成云母就由公司自主研发合成，不断精进工艺，与国际大型生产企业的差距在逐步缩小。如在科研能力方面，行业内公司普遍采用先粉碎、后分级的生产方式，产生大量不同粒径规格、粒径分布较宽的半成品，这样的生产方式往往会产生一定的损耗。坤彩科技通过自身创新，大大降低了生产成本和库存资金的占用，自主控制云母粒径的分级，控制生产出符合订单需求的粒径规格的半成品。

2.2 工艺复杂，行业壁垒高

珠光粉行业发展空间大但制作工艺较为复杂，行业内潜在竞争者进入壁垒高，形成马太效应。珠光材料主要包含天然云母、二氧化钛等无机物质，化学性质稳定，不溶于水，也不溶于弱酸弱碱，几乎不会对环境造成污染。其生产环节也仅会产生洗矿的泥沙和含无机盐的废水等，后续处理简单，对环境的污染压力较小。天然云母、四氯化钛等原料的品质可在生产环节把关，有毒重金属含量能得到有效控制，因此材料可用于化妆品等直接与人体接触的产品。

图 19：珠光粉制作工艺流程



资料来源：知网，东兴证券研究所

天然云母和合成云母在制成粉状时的工艺也有着很大的不同，其中天然云母工艺是，将原料云母片经电转窑煅烧，筛除泥沙杂质，然后送入泡料池浸泡（清水浸泡，作用是使之变软），再经高压分选机进行水力剥片和破碎，破碎后进入轮碾机进一步分剥云母，使云母表面更加平整光滑，之后按照不同的粒径进行分级，即云母粗分与精分的工序，最后完成了云母浆（粉）的制作。直接对天然云母进行剥片、破碎，操作难度较大，因此业内基本上都采用先煅烧、后破碎的方法加工云母。公司采用进口的白云母，产品中的铁含量较低；同时采用自主研发的煅烧、洗涤工艺，将氧化物的干扰充分降低，保证产品品质。

表 6：珠光粉行业壁垒

主要内容	行业壁垒	坤彩优势
研发技术	近年来行业研究开发合成云母主要以片状氧化铝、片状二氧化硅、片状玻璃为代表的新型珠光材料基材。同时，珠光材料包覆工艺主要采用湿化学法进行包膜，即在液态情况下完成金属氧化物包膜。非煅烧云母可以避免二价铁的氧化并使得珠光材料更加白亮，但非煅烧云母的研磨非常困难，目前全球只有少数厂商能生产。	公司自主研发以碳酸盐为中和液的无纳米珠光材料包膜技术，既节约成本，又加快包膜时间。同时，避免产生游离纳米二氧化钛，大幅提升产品稳定性，并有效防治污水的回收处理。
知识产权	珠光材料属于技术密集型行业。行业巨头均申请知识产权保护，新进入者存在知识产权壁垒。	公司具有丰富的技术储备和产品储备，被国家科技部认定为国家火炬重点高新技术企业。目前公司获得 11 项发明专利和多项非专利技术。
资金	珠光材料生产需要在产品研发、生产场地、精密制造设备、研发人员引进培养、市场推广、原材料进口等方面投入大量的资金，而且研发和建设的周期较长，需要大量的前期资金投入和流动资金的支持。	公司募投项目保证资金流动，经营获取现金的能力较强，现金流量情况较好，生产经营处于良性发展之中。公司经营活动现金流量与主营业务收入相匹配，交易产生的经济利益能够流入企业。

原材料

国内同行业生产商所需的天然云母大多从国外进口。只有实力较强的企业才能与国外天然云母供应商存在长期、大规模的合作并在天然云母原材料获取及价格谈判方面获得优势。对于新进入者而言，天然云母的原材料供应渠道和自行研发合成云母材料都存在行业壁垒。

公司在全球四大洲、大多数国家和地区设立了子公司或相应的销售网络。经过多年的市场合作，公司已经与主要经销商客户建立了长期稳定、相互信赖的合作关系，客户维护成本低。

渠道

珠光粉行业出口量大，拥有销售网络才可以推出新产品，抢占市场先机。国际知名上游企业对下游的选择通常有较高的准入门槛且资格认证周期长。产品质量、品牌、等指标限制新进企业成长。同时，建立营销网络和客户关系需要前期大量的资金投入，并且逐步完善和积累。

公司通过直销模式直接与立邦、PPG、阿克苏、普立万等国内外大公司直接展开合作。完善的市场销售网络使公司产品在国内外市场有较高的覆盖率，公司产能得到有效释放，并具备强大的扩张潜力。

品牌

品牌是下游客户选择珠光材料产品最重要的考量因素之一。然而，品牌的建立需要长时间的积累和宣传，珠光材料作为下游的添加剂，更需要技术、客户使用习惯等方面的培育和积累。新进入者面临切实的品牌壁垒。

经过多年发展，公司已拥有卓越的品牌优势和领先的市场地位，在行业内拥有良好的声誉。未来，公司将不断加大市场推广力度，强化公司的品牌优势。

资料来源：知网，东兴证券研究所

2.3 下游产业延伸范围广

云母珠光材料具有多种色彩、无毒、耐光、耐热、化学稳定性好效应，云母珠光材料下游应用领域十分广泛。珠光材料的下游行业横跨各大领域，鲜少受行业波动影响而积压库存。根据中国市场当前的发展速度判断，特别是随着汽车行业、化妆品行业、建筑业、食品工业、日用化工行业等行业的快速发展，在互联网时代下，公众对珠光效应材料的认知越来越多，预计中国珠光颜料市场容量将继续快速增长，并持续拉动消费升级。随着居民生活水平的不断提高，消费者对于中、高端珠光效应材料的需求会逐步上涨。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%。若按照2008-2015年间的年复合增长率测算，至2018年全球珠光材料的市场规模将达到约20亿美元。

珠光材料所用基材十分繁多，不同的材料对应不同颜色需求，而坤彩科技主营产品包括天然云母、合成云母和玻璃，已包含珠光材料的大多数种类。随着市场需求的不断更迭、大众消费品位的逐步提升以及珠光粉行业整体技术水平的提高，天然云母珠光材料盛行的同时新兴产品也逐步崭露头角，特别是珠光材料深加工如塑料、涂料等采取后处理方式做表面改性和功能改变来满足下游应用和消费者的需求。

表 7：珠光产品的应用领域

分类	主要客户	应用领域	特点
化妆品级  	欧莱雅	口红	化妆品的品种、性能和颜色的多样性，取决于它们所用颜料的多样性；珠光颜料因具有遮盖力强或透明度高、色相好、色谱广等特点而被广泛用作化妆品的颜料
	迪奥	眼影	
	雅芳	粉底	
	雅诗兰黛	眼线液	
	资生堂	眉笔	
		指甲油	
汽车级  	宝马	汽车涂料	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
	奔驰	外墙涂料	
	大众	耐候涂料	
工业级 	阿克苏	纺织	加入印花色浆，使得织物在日光或其它光源下，从各角度多层次产生强烈的珍珠般光泽 可应用于汽车面漆、汽车零部件、建筑材料、家用电器；可防
	艾仕得		
	PPG	涂料	



油墨

止龟裂、阻止紫外线、防止水分穿透和影响涂层的机械强度；能够产生双色和随角异色等效果

可应用于烟包、高档酒标、防伪印刷；由珠光颜料、合成树脂连结料、溶剂和助剂等经复配而成

陶瓷

通过纹理和纹饰的处理，可以有优异的视觉效果，使陶瓷具有奇特的光学性能



塑料

适用于所有热塑性和热固性塑料；因其化学性能稳定不会变色、起霜和融化



其它

外观设计

古铜色外貌

利用铜绿效应打造复古效果；可以有银白光泽、金色光泽、生锈表面和铜绿表面形态等

资料来源：知网，东兴证券研究所

3. 珠光行业发展空间广阔

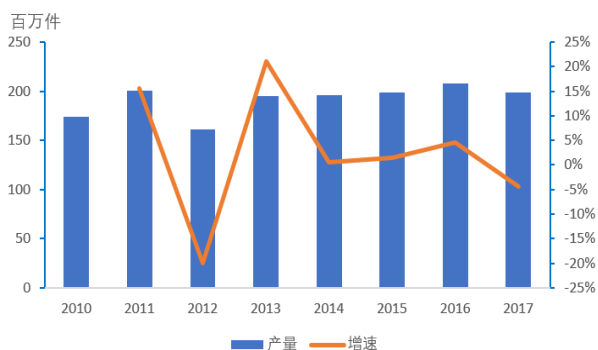
3.1 行业竞争格局呈现马太效应

我国珠光材料行业经过多年发展，珠光行业发展空间广阔，诸多新进者发现机会进入该行业。然而，坤彩科技作为中国珠光材料行业唯一主板上市公司，在国内鲜有竞争对手。全球和国内的市场占有率分别约 16%和 32%。过去 6 年公司收入和利润实现 15%和 22%的复合增速，汽车级和化妆品级高端产品厚积薄发，开始迎来放量，将成为公司高速成长的新引擎。

国内虽无与坤彩科技形成相似体量的企业，但中国的消费潜力和未来行业发展趋势仍值得看好。国内珠光材料企业的研发与生产还处于发展阶段，在技术水平、产品品种和质量等方面仍参差不齐，生产企业规模大小、经营水平差距悬殊，行业市场竞争状况在很大程度上影响企业定价以及产品利润空间。

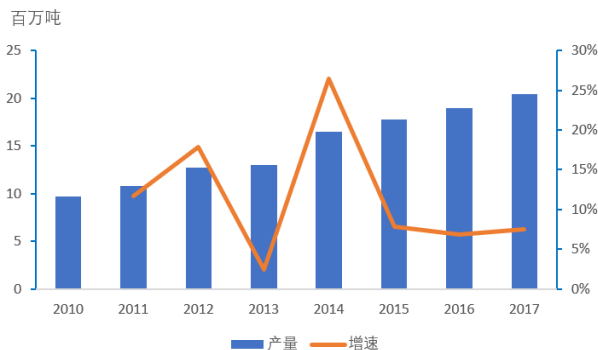
目前，默克、巴斯夫等国际主要企业占据着国际高端产品较大的市场份额，其产品售价高、利润率也较高；而在我国的三十多家珠光材料生产企业大部分集中在低端市场，竞争十分激烈，而且客户分散、销售成本较高。同时，产品同质化情况较严重，规模小的企业利润率较低。大部分企业通过降低售价来争夺市场份额，这样造成国内低端产品市场过剩、出口互相压价的混乱局面。坤彩科技在国内市场中已占龙头位置，并将通过未来募投项目新产品放量而逐步打开高端市场。

图 20：陶瓷市场规模分析



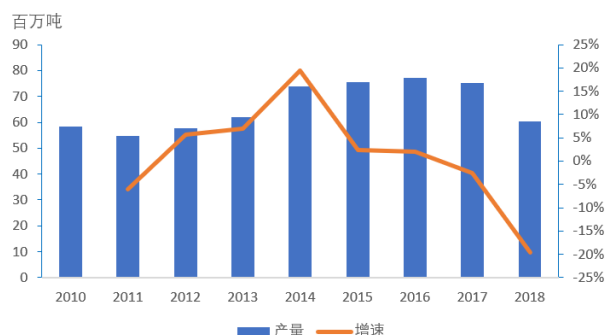
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 21：涂料市场规模分析



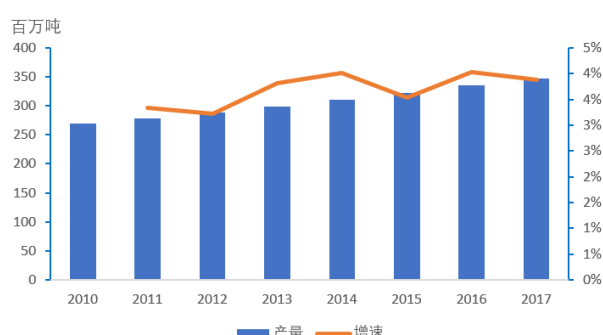
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 22：中国塑料产量



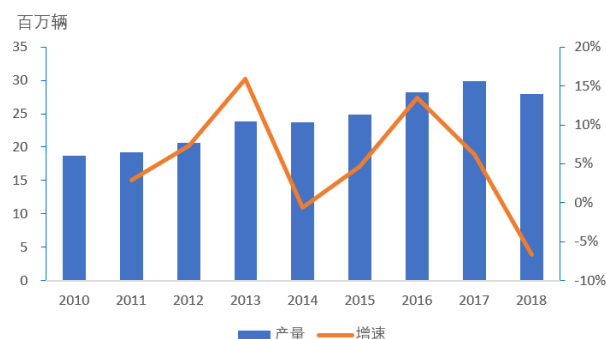
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 23：全球塑料产量



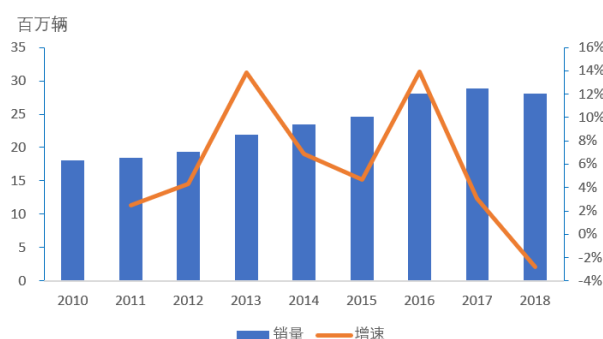
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 24：汽车产量



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 25：汽车销量



资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.2 对标国际企业，发展高端市场

放眼全球珠光材料行业，高端市场主要由德国默克和巴斯夫占据，其生产的珠光材料在高端市场上占有相当重要的地位，使得占领低端市场龙头地位的坤彩科技短时间内难以超越。德国企业几百年的发展历史促使他们生产的产品质量稳定，严格执行企业标准。打入中国市场时，也能够持续开发新基材并不断推出高质量的新产品。

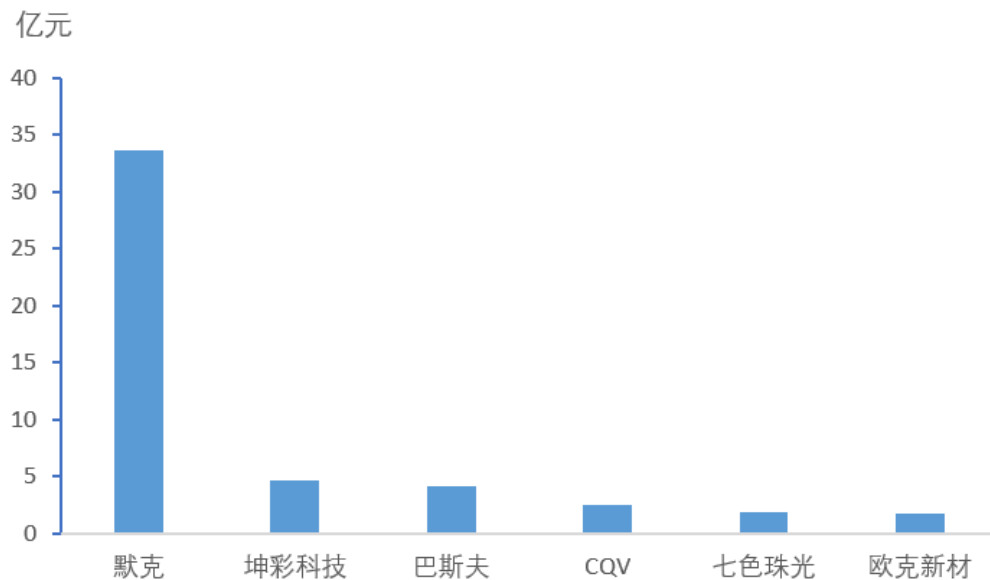
全球高端珠光材料的研发技术长期以来一直垄断在技术力量雄厚的国际巨头手中，坤彩科技打破国外垄断，力争在高端市场分得一席之地。目前，中国市场上的中高端产品 90%均是从欧美企业进口，无法满足中国市场中高端产品日益增长地市场需求。默克和巴斯夫主攻高端市场，基本放弃低端市场竞争，其中高端产品的市场规模占总规模的 60%以上，而我国的企业普遍受限于技术水平和上游原材料的困境，大多选

择生产低端产品。坤彩科技看准市场机会，抢占先机，未来增长空间预计集中在高端产品。

表 8：竞争对手概况

公司	基本情况	业务范围	珠光材料主要类型	高端市场份额	汽车级市场份额
默克	创建于 1668 年，是全球知名的医药和化工集团	医药业务包括创新型处方药和保健药两类；化工业业务包括液晶材料珠光材料、实验室分析用品等	加强耐候性珠光材料	50%以上	70%以上
巴斯夫	创建于 1865 年，是全球最大的化学公司之一	保健和营养品、染料和涂料（包括珠光材料）、化学品、塑料及纤维、石油及天然气等。	幻彩系列、景泰蓝系列	30%以上	20%以上

图 26：2017 年各企业珠光颜料营业收入



资料来源：知网，东兴证券研究所

4. 盈利预测与估值

预计公司 18-20 年 EPS 为 0.50、0.83 和 1.05 元，对应 PE 为 41.28、25.10 和 19.87 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

盈利预测关键假设：

1. 公司新募投项目保障上游原材料供应稳定。
2. 预计高端产品逐步放量，开拓新市场领域。
3. 行业内马太效应趋显，公司市占率优势领先。

表 9：可比公司估值

代码	公司	最新收盘价	EPS			PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
603826.SH	坤彩科技	15.85	0.33	0.50	1.05	46.95	34.71	20.83
300073.SZ	当升科技	29.31	0.68	0.68	0.92	38.47	43.20	31.70
300596.SZ	利安隆	28.00	0.72	1.06	1.43	25.67	26.44	19.31

资料来源：Wind，东兴证券研究所

5. 风险提示

主营产品及原材料价格大幅波动；募投项目进展不达预期；市场开拓不及预期。

表 10: 公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	296.60	636.99	735.53	1091.77	1297.32	营业收入	408.24	469.16	618.54	1049.03	1301.01
货币资金	24.71	87.57	92.78	157.35	195.15	营业成本	216.74	258.65	317.68	522.42	636.80
应收账款	92.83	99.72	131.48	222.98	276.54	营业税金及附加	3.26	5.86	7.73	13.11	16.26
其他应收款	0.83	0.50	0.50	0.50	0.50	营业费用	28.60	32.24	42.50	72.08	89.40
预付款项	7.41	5.19	6.37	10.47	12.77	管理费用	37.61	49.09	55.67	92.52	112.45
存货	163.99	221.59	272.16	447.57	545.56	财务费用	2.02	6.75	2.78	9.47	14.94
其他流动资产	2.80	204.46	208.55	212.72	216.98	资产减值损失	1.29	0.47	0.00	0.00	0.00
非流动资产合	550.94	601.61	601.64	599.29	594.93	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	2.45	7.50	10.25	10.76	11.30
固定资产	366.65	388.42	392.41	389.24	384.21	营业利润	121.17	135.84	212.93	350.18	442.46
无形资产	64.51	63.10	62.97	62.84	62.70	营业外收入	3.30	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	8.61	41.04	41.86	42.28	42.70	营业外支出	0.54	0.88	0.00	0.00	0.00
资产总计	847.54	1238.61	1337.16	1691.06	1892.24	利润总额	123.92	134.97	212.93	350.18	442.46
流动负债合计	226.52	70.73	82.40	277.53	333.13	所得税	18.36	18.93	29.87	49.12	62.06
短期借款	100.22	0.00	0.52	157.35	191.51	净利润	105.56	116.04	183.07	301.06	380.40
应付账款	81.55	45.77	56.22	92.45	112.70	少数股东损益	-3.19	-1.98	2.01	3.31	4.18
预收款项	0.40	2.24	2.95	5.01	6.21	归属母公司净利润	108.75	118.02	181.05	297.75	376.21
一年内到期的非	19.05	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	149.22	170.61	245.04	387.84	486.10
非流动负债合	129.31	27.10	27.65	28.20	28.76	EPS（元）	0.40	0.36	0.50	0.83	1.05
长期借款	110.46	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	355.83	97.83	110.05	305.73	361.89	成长能力					
少数股东权益	-1.74	1.18	3.16	6.48	10.70	营业收入增长	24.7%	14.9%	31.8%	69.6%	24.0%
实收资本（或股	270.00	360.00	360.00	360.00	360.00	营业利润增长	38.0%	12.1%	56.7%	64.5%	26.4%
资本公积	32.85	491.63	491.63	491.63	491.63	归属于母公司净利润	8.2%	8.5%	53.4%	64.5%	26.4%
未分配利润	166.68	250.88	316.73	440.79	542.34	获利能力					
归属母公司股东	493.46	1139.60	1223.95	1378.85	1519.65	毛利率(%)	46.9%	44.9%	48.6%	50.2%	51.1%
负债和所有者	847.54	1238.61	1337.16	1691.06	1892.24	净利率(%)	25.9%	24.7%	29.6%	28.7%	29.2%
现金流量表						总资产净利润（%）	15.6%	12.5%	9.4%	13.7%	17.8%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	21.5%	10.2%	14.9%	21.7%	24.9%
经营活动现金	73.69	63.41	130.94	87.61	283.22	偿债能力					
净利润	105.56	116.04	183.07	301.06	380.40	资产负债率(%)	42%	8%	8%	18%	19%
折旧摊销	19.64	33.04	34.80	37.47	40.21	流动比率	1.31	9.01	9.00	3.94	3.87
财务费用	5.21	3.60	5.48	13.22	20.23	速动比率	0.59	5.87	5.68	2.32	2.24
应收账款减少	-24.29	-6.90	-31.75	-91.50	-53.56	营运能力					
预收帐款增加	-0.71	1.84	0.71	2.05	1.20	总资产周转率	0.57	0.45	0.48	0.69	0.73
投资活动现金	-158.28	-306.54	-24.03	-23.81	-23.98	应收账款周转率	2.53	2.44	2.68	2.96	2.60
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	1.98	2.03	3.11	3.51	3.10
长期股权投资减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）					
投资收益	2.45	7.50	10.25	10.76	11.30	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.36	0.50	0.83	1.05
筹资活动现金	77.76	306.72	-99.90	-1.03	-221.45	每股净现金流(最新摊	-0.02	0.18	0.02	0.17	0.10
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	1.83	3.17	3.41	3.83	4.21
长期借款增加	80.00	-129.50	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0.00	90.00	0.00	0.00	0.00	P/E	-	46.95	41.28	25.10	19.87
资本公积增加	0.00	458.78	0.00	0.00	0.00	P/B	-	4.86	6.10	5.42	4.93
现金净增加额	-6.16	63.69	7.01	62.77	37.80	EV/EBITDA	-	31.96	30.12	19.27	15.37

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。