

## 珠光材料龙头，进军高端市场

## ——坤彩科技(603826)首次覆盖

## 投资要点：

- 珠光材料龙头，产能行业领先。**公司2019年珠光材料产能3万吨，为全球第一。2018年创造的营收为5.87亿元，同比增加25.07%，但同行欧克新材及韩国CQV增长缓慢。2018年公司人均产出129.25万元，比国内人均产出第二的七色珠光多58万元。同时，公司以44.87%的毛利率处于同行业顶端水准，待1万吨合成云母珠光材料项目完全投产后，公司毛利率有望进一步提高。
- 工业领域需求稳健，高端产品渗透率提升。**我国2017年涂料产量达到2000万吨，同比增速为12.3%。珠光材料在涂料工业中应用日益广泛，涂料产业的稳定增长必将带动珠光材料行业的快速发展；在汽车级及化妆品级等高端产品方面，公司产品已通过了多家国际著名汽车涂料及化妆品企业的认证且部分产品已开始批量供货。从珠光白渗透率来看，2018年白色连续第八年当选最受欢迎的乘用车颜色，其全球占比高达38%，其中珠光白占所有颜色比例为8%。中国化妆品市场零售额从2010年的889.4亿增加到2018年的2619亿，年复合增长率为14.4%，远高于同期GDP增速。随着人们对珠光材料偏好的提升，高端珠光材料应用将日益普及。
- 完善产业链布局，开拓氧化钛、氧化铁高端市场。**公司投资建设年产20万吨二氯氧钛以及10万吨三氯化铁项目。通过本项目建设，可以有效满足公司珠光材料的生产需求，降低物流采购成本，减少供应商因产能不足可能对公司造成的不利影响，未来每年预计降低原材料成本4830万元；公司投资建设年产10万吨化妆品级、汽车级二氧化钛项目。项目投产后，公司将拥有10万吨二氧化钛产能、12万吨氧化铁产能、以及100万吨二氯氧钛产能、50万吨三氯化铁产能。届时，公司将完善建设综合性高端材料供应商战略。
- 盈利预测与投资建议：**基于最新产品价格、产业链布局和对未来行业景气度判断，预计公司2019-2021年营业收入分别为8.01/10.94/13.12亿元，EPS分别为0.61/0.92/1.16，P/E分别为24.97/16.56/13.06。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险因素：**新建项目进展不达预期；原材料价格大幅波动；下游需求疲软；中美贸易摩擦及人民币汇率波动影响。

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	4.69	5.87	8.01	10.94
增长比率(%)	14.92	25.07	36.55%	36.50%
净利润(亿元)	1.18	1.80	2.81	4.25
增长比率(%)	8.52%	52.69%	57.67%	50.81%
每股收益(元)	0.36	0.39	0.61	0.92
市盈率(倍)	61.03	36.23	24.97	16.56

数据来源：WIND，万联证券研究所

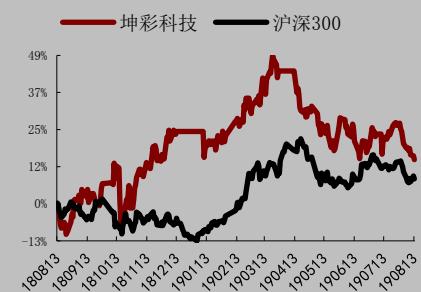
## 增持（首次）

日期：2019年08月14日

## 基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	谢秉昆/48.95%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	468.00
流通A股(百万股)	189.46
收盘价(元)	14.15
总市值(亿元)	66.22
流通A股市值(亿元)	26.81

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019年08月13日

## 相关研究

## 分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

## 研究助理：黄侃

电话：02160883490

邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

请阅读正文后的免责声明

## 目录

1、 珠光材料龙头，下游需求强劲 .....	4
1.1 专注于珠光材料，股权高度集中 .....	4
1.2 珠光材料性能优异，下游应用领域广泛 .....	5
1.3 公司营收稳步增长，大陆业务快速发展 .....	6
1.4 珠光材料国内绝对龙头，成本控制效益显著 .....	7
2、 高端产品寡头垄断，公司产能不断释放 .....	8
2.1 高端市场进入壁垒高，珠光材料有望加速替代 .....	8
2.2 全球市场规模快速扩大 .....	9
2.3 原料依赖印度进口，公司产能行业领先 .....	10
3、 工业领域需求稳健，高端产品快速发展 .....	11
3.1 下游涂料规模不断加大，其他工业领域需求乏力 .....	11
3.2 汽车级高端产品日益普及，珠光白渗透率有望提升 .....	12
3.3 化妆品级应用广泛，行业快速发展 .....	14
4、 完善产业链布局，开拓高端市场 .....	15
4.1 进军产业链上游，彰显成本优势 .....	15
4.2 布局氧化钛和氧化铁，填补高端产品 .....	15
5、 盈利预测 .....	16
6、 风险提示 .....	17

图表 1：公司发展历程 .....	4
图表 2：公司股权结构 .....	4
图表 3：公司产业链结构 .....	5
图表 4：珠光材料下游应用领域 .....	5
图表 5：公司营业收入（亿元） .....	6
图表 6：公司归母净利润（亿元） .....	6
图表 7：公司毛利率与净利率 .....	7
图表 8：公司营业收入按地区 .....	7
图表 9：坤彩科技及同行营业收入比较（亿元） .....	7
图表 10：坤彩科技及同行人均创收比较（万元） .....	7
图表 11：坤彩科技及同行毛利率比较（%） .....	8
图表 12：坤彩科技及同行期间费用比较（%） .....	8
图表 13：珠光材料行业壁垒及公司优势 .....	8
图表 14：珠光材料与其他颜料对比 .....	9
图表 15：全球珠光材料市场规模（亿美元）及增速（%） .....	10
图表 16：全球天然云母产量（万吨/年） .....	10
图表 17：国内珠光材料主要生产企业产能 .....	10
图表 18：我国涂料产量（万吨）及增速（%） .....	11
图表 19：我国塑料制品产量（万吨）及增速（%） .....	11
图表 20：我国皮革服装产量（百万件）及增速（%） .....	12
图表 21：国内涂料、油墨、颜料等出口数量（万吨） .....	12
图表 22：全球汽车产量（万辆）及增速（%） .....	13
图表 23：中国汽车产量（万辆）及增速（%） .....	13
图表 24：全球汽车色漆中珠光白和白色占比（%） .....	13

图表 25: 中国汽车色漆中珠光白和白色占比 (%) .....	13
图表 26: 中国化妆品零售额 (亿元) 及增速 (%) .....	14
图表 27: 全球主要化妆品公司营收增速 (%) .....	14
图表 28: 中国彩妆市场规模 (亿元) 及同比增速 (%) .....	14
图表 29: 项目产品流程图 .....	15
图表 30: 项目产品及产能 .....	15
图表 31: 项目产品二氧化钛应用领域 .....	16
图表 32: 公司未来 3 年营收预测 .....	17

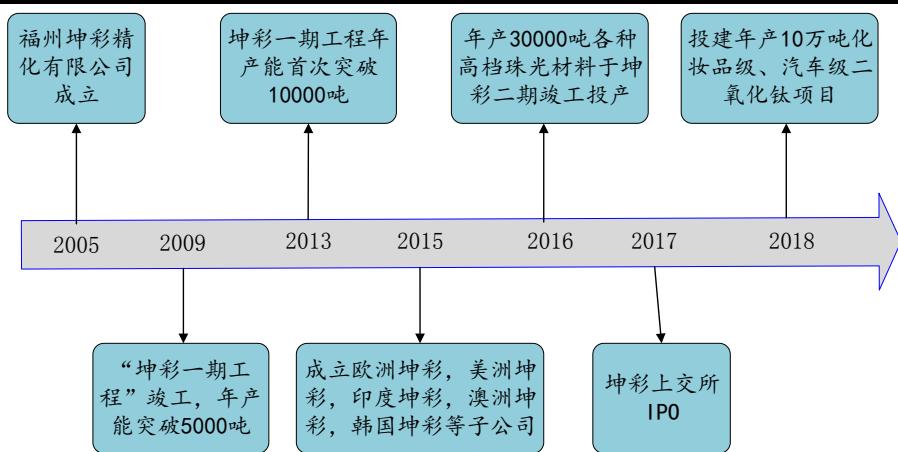
## 1、珠光材料龙头，下游需求强劲

### 1.1 专注于珠光材料，股权高度集中

公司前身为坤彩有限公司，创立于2005年11月，并于2014年12月整体变更为股份有限公司。公司自成立以来，一直专注于珠光材料的研发、生产和销售，公司生产的工业级珠光材料、汽车级珠光材料、化妆品级珠光材料等系列产品，被广泛应用于涂料、塑料、汽车、化妆品、油墨、食品、日化、陶瓷、建材、种子包衣、特种防腐等行业。

公司秉承“归零跨越”的创新理念，自设立以来一直专注于珠光材料的研发、生产和销售，追求极致的产品创新，不断实现自我突破，保持产品的持续创新和升级换代；同时持续改进生产工艺，不断提升产品品质。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，同时也是全球知名的珠光材料生产商，公司产品深受国内外客户的信赖和赞誉，公司的最终客户群体包括杜邦、立邦、PPG、阿克苏、克莱恩、普立万、Intercos 等国内外知名的涂料、色母、化妆品等生产商。

图表1：公司发展历程

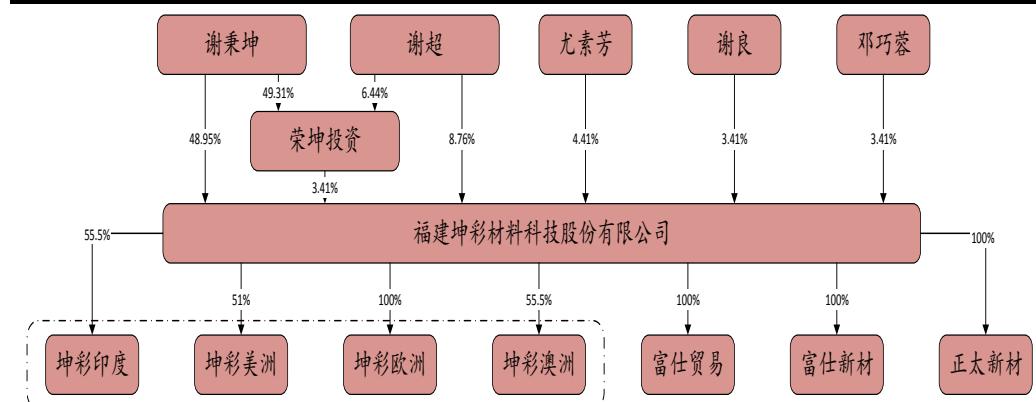


资料来源：公司官网，万联证券研究所

公司股权集中，截止2019年7月，公司控股股东和实际控制人皆为谢秉昆先生，直接持有公司48.95%的股份，通过荣坤投资有限公司间接持有公司3.41%的股份，合计持有公司52.36%股份。另外，谢超（侄子）、谢良（儿子）、邓巧蓉（妻子）等谢氏家族合计持有公司15.58%股份。股权高度集中，谢氏家族拥有绝对的控股权，有利于公司经营战略的快速决策，为公司长远发展谋划。

公司旗下拥有七家子公司，为公司发展战略铺路。其中坤彩印度、坤彩澳洲、坤彩美洲、坤彩欧洲等为海外地区设立的子公司，主要负责当地珠光材料等产品的销售和推广，其中坤彩印度兼具原材料云母的采购。富仕新材和富仕贸易主要负责新材料技术推广和珠光材料相关产品的贸易服务。

图表2：公司股权结构

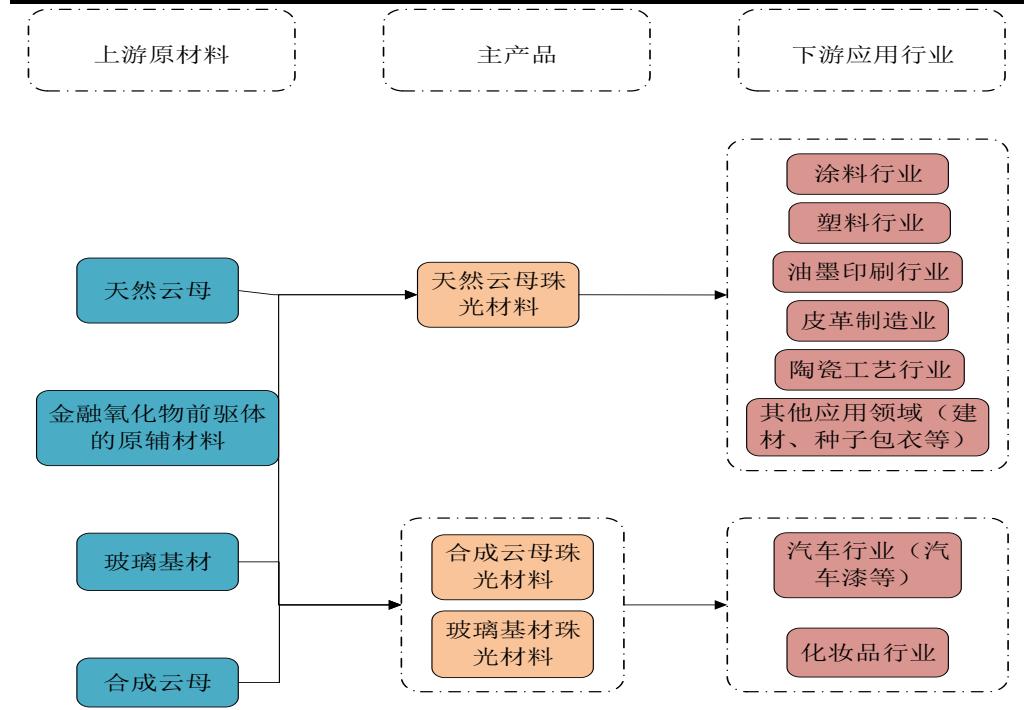


资料来源：公司公告，万联证券研究所

## 1.2 珠光材料性能优异，下游应用领域广泛

公司主要产品为珠光材料，又称“珠光效果材料”，是通过特定工艺在天然云母或人工合成等基材表面包覆一层或多层金属氧化物制得。珠光材料广泛应用于涂料、塑料、汽车、化妆品、皮革、陶瓷、建材等诸多领域，凭借其丰富的色彩表现力和无毒、化学物理性质稳定等特点，应用范围日益广泛。近年来，珠光材料的下游各个行业都有不同程度的增长，同时随着人们生活水平和消费档次的提升，对珠光材料的应用日益普及，各个应用行业对珠光材料的使用量也在迅速上升。广泛的行业应用以及各个下游行业的自身增长促进了珠光材料行业的持续、稳定、高速发展。

图表3：公司产业链结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表4：珠光材料下游应用领域

应用领域	具体产品应用
涂料工业应用	广泛应用于工业涂料、塑胶涂料、粉末涂料、氟碳涂料、水性涂料、乳胶漆、地板涂料、皮革涂料和家具涂料等
塑料工业应用	广泛应用于塑料容器、塑料家具、塑料印刷、各类塑料包装、玩具、装饰材料和各种薄膜等塑料制品
汽车工业应用	应用于轿车、动车、其他车辆等所使用的汽车涂料、面漆领域
化妆品工业应用	应用于生产口红、眼影、粉底、眼线液、眉笔、指甲油，发乳、润肤膏，喷发剂等不同化妆品
油墨工业应用	应用于各种包装纸、壁纸、杂志、广告画、纺织品等物品
皮革工业应用	可用于各类合成革和动物皮革及制品的高装饰性涂饰，在革面产生珍珠般光泽
其它应用	陶瓷印花、种子包衣、医药胶囊、烟包印刷、卫具用品、洗涤用品、牙膏膏体、健康用品、体育用品等

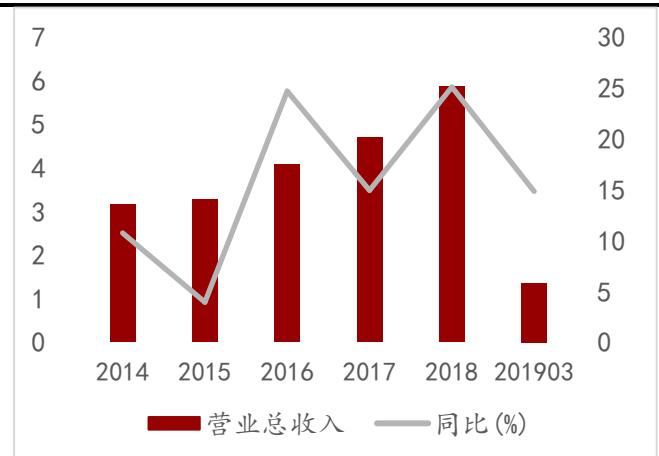
资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 1.3 公司营收稳步增长，大陆业务快速发展

公司2018年实现营业收入5.87亿元，同比增加25.07%；归母净利润为1.8亿元，同比增加52.69%。公司营收保持高速增长主要得益于首次公开发行募集资金建设的项目投产，根据招股说明书显示，2017年公司产能约为1.4万吨，18年年报显示公司产能达到2万吨。随着募集项目的建设完成，2019年产能将达到3万吨，业绩有望继续向好，巩固公司行业领先地位。其中净利润增速显著高于营收主要原因是公司一万吨合成云母珠光材料放量，2018年公司迎来汽车级、化妆品级等高端珠光材料销售放量，提高整体毛利率1.26个百分点。以及人民币贬值所带来的财务费用下降（2018年汇兑收益为869万元，同比增加1219万元）。

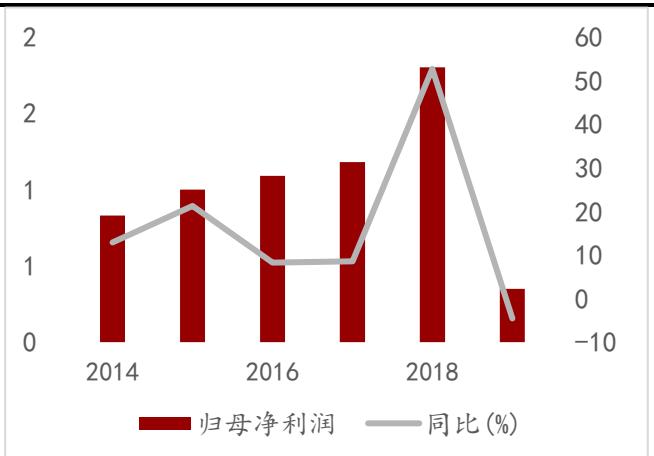
公司2019年一季报实现营收1.4亿元，同比增加14.8%；实现归母净利润3492万元，同比减少4.56%。公司产能持续释放，营收符合预期。净利润下降的主要原因为政府补贴大幅减少，从扣非净利润同比增加21.1%可以佐证。

图表5：公司营业收入（亿元）



资料来源：WIND，万联证券研究所

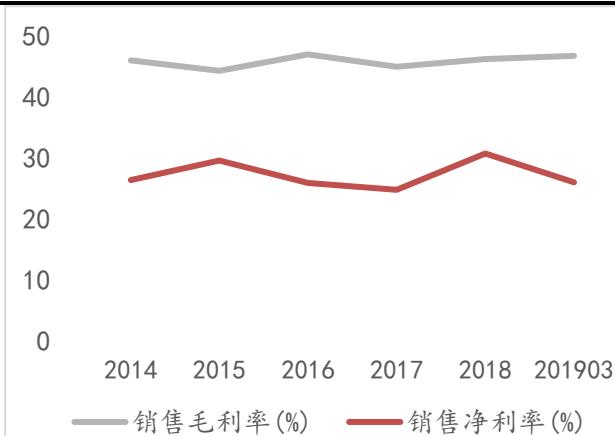
图表6：公司归母净利润（亿元）



资料来源：WIND，万联证券研究所

公司近五年毛利率皆维持在44%以上，2019年一季度毛利率达到46.68%，达到历史高位，得益于募集项目1万吨合成云母珠光材料的投产。从分地区营收来看，公司大陆营收快速增长，2018年为3.32亿元，同比增加22.5%。由于公司产能不断释放，进口替代有望加速。公司在深耕国内市场的同时，积极拓展海外市场，公司海外业务也保持平稳增长。其中第一大经销商客户为美国的SUN CHEMICAL CORP，其占公司2016年销售收入16.04%。故公司有可能会受到中美贸易摩擦影响，而导致公司海外业务增速变缓。

图表7：公司毛利率与净利率/%



资料来源：WIND，万联证券研究所

图表8：公司营业收入按地区/亿元



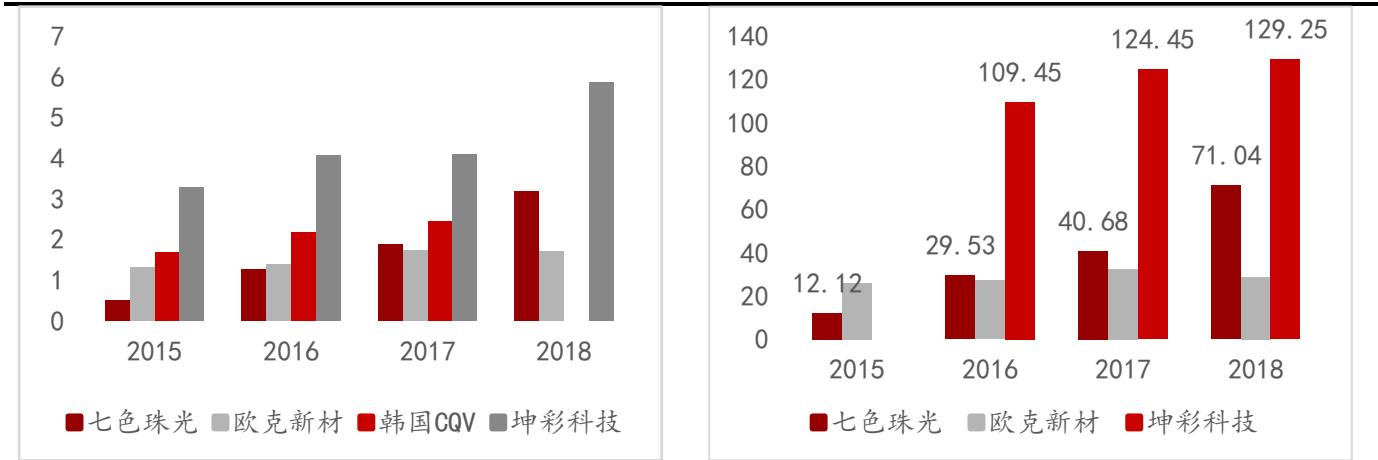
资料来源：WIND，万联证券研究所

#### 1.4 珠光材料国内绝对龙头，成本控制效益显著

从坤彩科技与同行业可比公司横向对比来看，无论生产能力，盈利能力或者人员效率都远远领先于国内同行，为国内绝对龙头。公司为国内唯一一家主板上市的珠光材料公司，公司2019年珠光材料产能3万吨，为全球第一。2018年创造的营收为5.87亿元，同比增加25.07%，但同行欧克新材及韩国CQV增长缓慢。在人员效率方面，坤彩科技也远远领先同行，2018年人均产出129.25万元，比国内人均产出第二的七色珠光多81.94%。同时，公司以44.87%的毛利率处于同行业顶端水准，待1万吨合成云母珠光材料项目完全投产后，公司毛利率有望进一步提高，届时将领先于同行业。在费用控制方面，公司的期间费用明显低于同行，2018年公司期间费用率为13.59%，是因为公司产线智能化水平高、资产负债率较低（2018年资产负债率为11.11%）。总之，公司在国内同行中各项财务指标明显领先。

图表9：坤彩科技及同行营业收入比较（亿元）

图表10：坤彩科技及同行人均创收比较（万元）

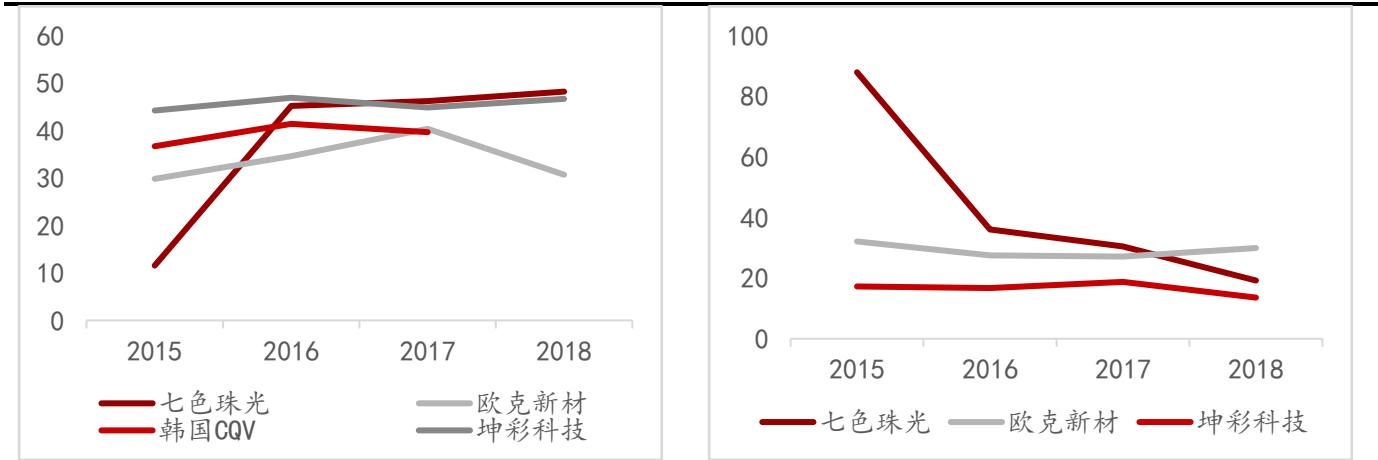


资料来源: WIND, 万联证券研究所

资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表11: 坤彩科技及同行毛利率比较 (%)

图表12: 坤彩科技及同行期间费用比较 (%)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

资料来源: WIND, 万联证券研究所

## 2、高端产品寡头垄断，公司产能不断释放

### 2.1 高端市场进入壁垒高，珠光材料有望加速替代

珠光材料行业属于非金属矿物制品业，目前已经经历过初始发展阶段，进入快速增长阶段。全球珠光材料主要生产企业技术逐步成熟，产品范围进一步扩大，形成以天然云母、合成云母、二氧化硅、玻璃薄片、片状氧化铝等基材为主的行业生产脉络，行业加剧扩张、竞争更加激烈，产品结构逐步调整到以中高档珠光材料生产为主。全球高档珠光材料的研发、生产一直垄断在技术力量雄厚的前几大公司手中，如默克、坤彩科技、巴斯夫，并形成了品牌优势。这些国际著名珠光材料生产企业在开发新产品的同时，致力于研究颜料的表面特性，赋予珠光材料品种超高性能，改进产品质量，拓展应用领域。以默克、坤彩科技和巴斯夫为代表的企业生产的珠光材料在产量、品种、品质上占有绝对重要的市场地位。

图表13: 珠光材料行业壁垒及公司优势

行业壁垒	主要内容	公司优势
技术壁垒	为满足不同下游市场对高品质珠光材料质量的追求，生产企业需要不断投入技术研发，研究不同的行业应用珠光材料的可行性与可靠性，研究出不同的珠光材料以确保在不同生产环境、工艺基础下产品的高品质。	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。
资金壁垒	珠光材料生产需要在产品研发、生产场地、精密制造设备、研发技术人员的引进和培养等方面投入大量的资金，而且研发和建设的周期较长。	公司主板上市募集资金，保证充足的现金流。
原材料壁垒	与国外天然云母供应商存在长期、大规模的合作的珠光材料生产商，可在天然云母原材料获取及价格谈判方面获得优势。此外，由于天然云母在纯度等性能指标上无法达到要求，生产高端珠光材料需要合成云母作为原材料，具备较强实力的珠光材料生产企业可根据下游需求研发生产合成云母材料以满足客户对珠光材料不同性能的要求。	公司在印度设立子公司负责天然云母采购，且公司有1万吨合成云母产能。
渠道壁垒	国际知名珠光材料产品采购商或贸易商对国内珠光材料生产商的选择通常有较高的准入门槛，并且有严格而繁琐的供应商资格认证程序。受制于产品质量、品牌、商业信用条件等因素。	公司采用经销与直销结合方式开拓市场，已于立邦、PPG、阿克苏等公司合作。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

珠光材料具有耐温、耐候、耐光、耐水、色牢度稳定，给予应用产品的外观产生立体、层次、三维及随角异色等特点。随着珠光材料在市场中广泛应用，给人们审美和视觉观感产生崭新的选择，被高度认知，随着人们消费档次不断提高，珠光材料开始逐步取代有机颜料、染料和金属颜料。近年来，涂料技术的不断发展，特别是轿车漆从传统的颜料已大量改用珠光材料；化妆品已开始用珠光材料为主作为个性色彩的表现手段。目前全球颜料年需求约100万吨，其中珠光材料约10万吨，有机颜料占40万吨，金属颜料约20万吨，无机颜料（不含珠光材料）约20万吨，其他类型颜料约10万吨，珠光材料替代空间巨大。

图表14：珠光材料与其他颜料对比

材料	颜色	着色力	遮盖力	耐光性	耐热性	耐腐蚀性
珠光材料	色彩丰富	极好	极好	极好	极好	极好
无机颜料	色彩单一	一般	一般	较好	极好	一般
有机颜料	色彩单一	极差	较好	较差	较差	一般

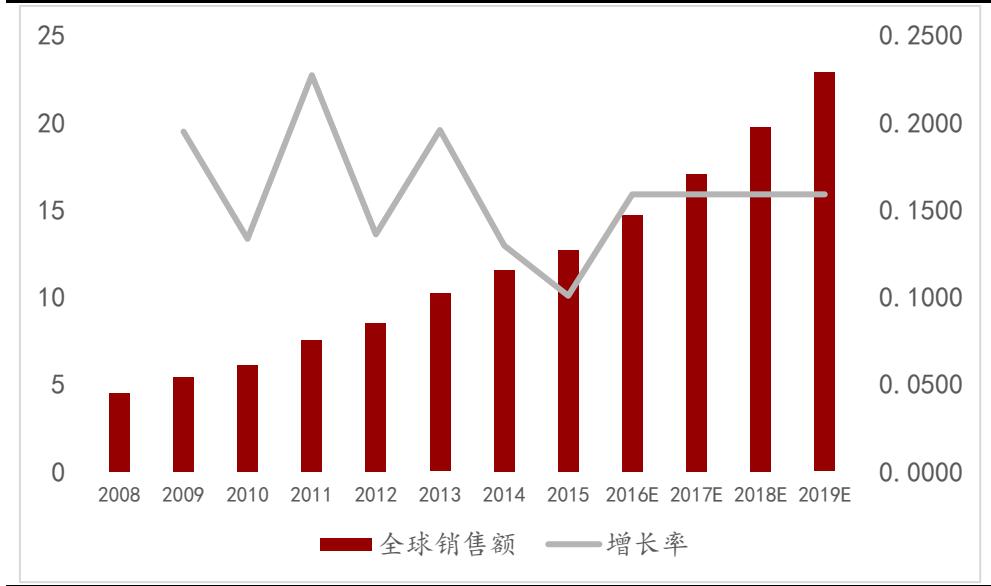
资料来源：《水性光油中珠光颜料显色性的比较研究》，万联证券研究所

## 2.2 全球市场规模快速扩大

近十年来全球珠光材料发展较快，产量从2000年约2万吨增加到2015年约10万吨，年复合增长率为11.33%。2008年至2015年全球珠光材料市场销售额从4.52亿美元增加到2015年的12.68亿美元，年复合增长率为15.88%。预计未来3-5年全球珠光材料的整体供应和需求都处于高速增长的状态。若按照近年来全球珠光材料市场需求年复合增

长率测算，2019年全球珠光材料的全球销售额将达到23亿美元。

图表15：全球珠光材料全球销售额（亿美元）及增速（%）



资料来源：《涂料技术与文摘》，万联证券研究所

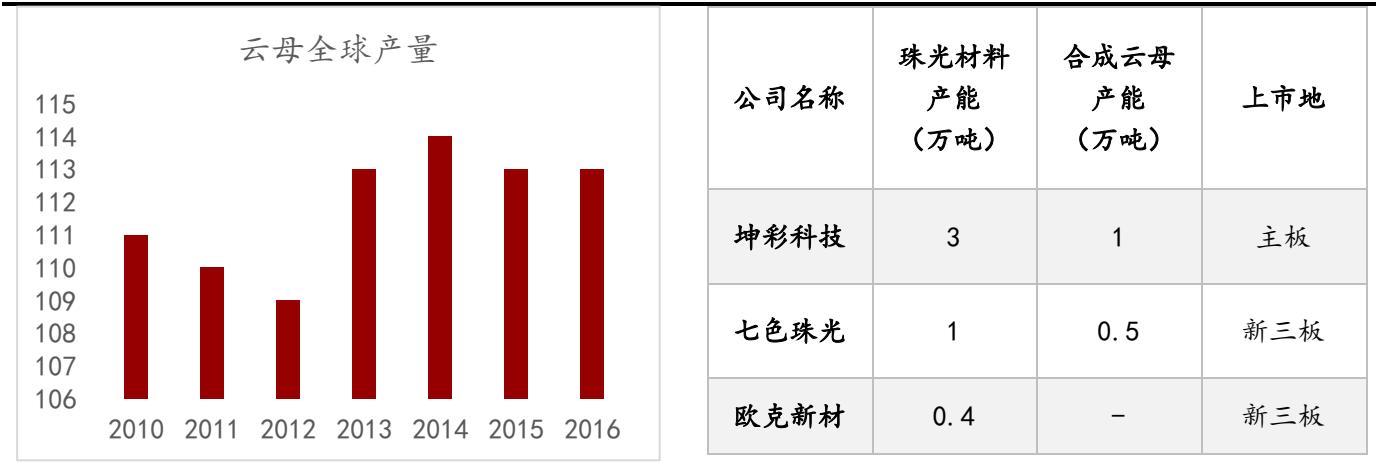
### 2.3 原料依赖印度进口，公司产能行业领先

从原材料供应来看，云母为珠光材料的主要原材料，云母矿主要存在于亚洲、非洲和美洲，但在欧洲很少。目前世界主要的云母生产国有印度、马达加斯加、尼日利亚、斯里兰卡、巴基斯坦、苏丹等国家，印度占世界云母产量的80%以上。近年来，全球云母年产量在110万吨左右，我国云母年产量在15万吨左右。因为国内因环境保护、开采成本等综合因素，原主要的云母供应地新疆、内蒙、四川、河南、云南等矿山基本处于停止开采的状态，国内云母主要依赖进口。据《云母信息》显示，自2012年至2015年11月，中国进口云母平均每年约以10%左右的速度增长。2012年至2015年中国总进口云母量为36.9万吨，其中印度占31.9万吨，约占进口总量的86%。

公司天然云母片也全部从印度采购。在印度设立子公司，主要负责珠光材料的销售和云母片采购，云母片最大供应商为印度公司PRAVIN MICA EXIM PRIVATE LIMITED。公司每生产1吨珠光材料平均消耗1.26吨天然云母片，2019年公司珠光材料产能为3万吨，所需云母片为3.78万吨。公司的成本主要为原材料成本，占比高达65%，其中天然云母片和四氯化铁采购金额占比为67.2%，所以公司迫切需要原材料替代品。现在公司已有1万吨合成云母产能，有望解决天然云母进口依赖问题，也为公司向高端的化妆品级、汽车级珠光材料发展铺平道路。

图表16：全球天然云母产量（万吨/年）

图表17：国内珠光材料主要生产企业产能



资料来源：WIND，万联证券研究所

资料来源：各公司公告，万联证券研究所

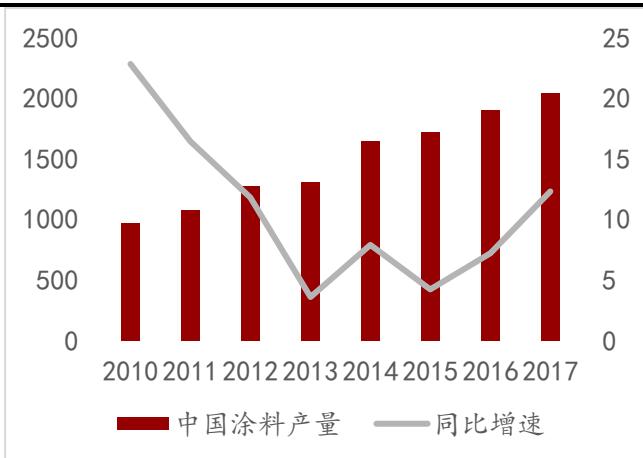
从国内珠光材料产能来看，目前国内珠光材料主要生产企业有3家，总产能不到5万吨/年。坤彩科技是唯一一家在主板上市，且随着坤彩科技募集资金项目在2019年投产，公司珠光材料产能已达到3万吨/年。超过其余两家公司产能总和的两倍，为国内绝对龙头。公司合成云母产能也有1万吨/年，也远超国内同行。

### 3、工业领域需求稳健，高端产品快速发展

#### 3.1 下游涂料规模不断加大，其他工业领域需求乏力

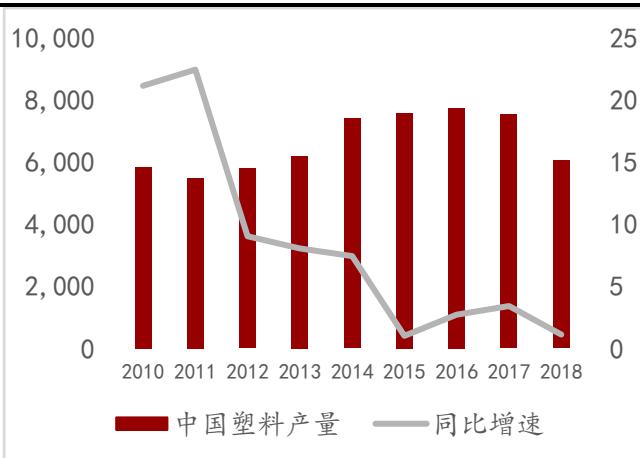
珠光材料用量最大的领域是工业领域，工业级珠光材料广泛应用于涂料工业、塑料工业、油墨工业、皮革工业、陶瓷工业等各个领域，其中在涂料行业中用量最大，因此，涂料产业的发展对珠光材料起着重要促进作用。由于建筑工业等行业的巨大需求，全球油漆涂料市场仍在不断增长。其中，我国是涂料生产和消费大国，涂料产量一直保持较快速增长。我国2017年涂料产量达到2000万吨，同比增速为12.3%。与2010年相比，产量增加了一倍。珠光材料在涂料工业中应用日益广泛，涂料产业的稳定增长必将带动珠光材料行业的快速发展。

图表18：我国涂料产量（万吨）及增速（%）



资料来源：WIND，万联证券研究所

图表19：我国塑料制品产量（万吨）及增速（%）



资料来源：WIND，万联证券研究所

其他工业领域中的珠光材料需求比较稳定。珠光材料在塑料制品中的应用仅次于涂料，

我国的塑料制品业经过2014年前的快速发展，目前增速比较疲软。但整体基数较大，市场渗透率有望增大，仍具发展前景。我国2018年塑料产量为6042万吨，同比增加1.1%。塑料制品消费量、产量居世界首位。在皮革工业应用领域，我国2018年皮革服装产量为7128万件，同比减少9.11%。其中，工业领域应用品出口保持稳定。珠光材料相比于其他颜料具有很多优势，所以珠光材料有望在这些细分下游领域提升渗透率。

图表20：我国皮革服装产量（百万件）及增速（%）



资料来源：WIND，万联证券研究所

图表21：国内涂料、油墨、颜料等出口数量（万吨）



资料来源：WIND，万联证券研究所

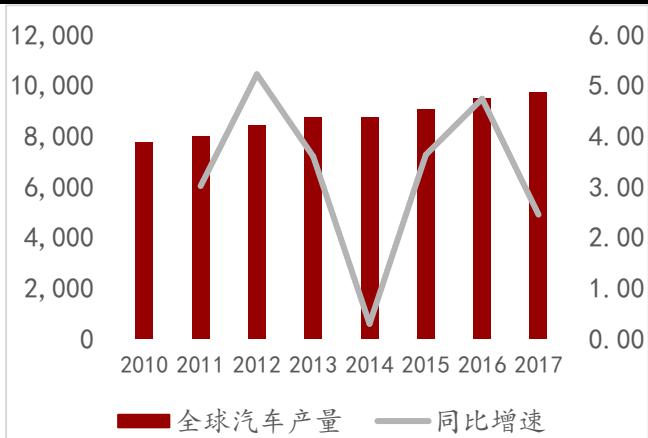
### 3.2 汽车级高端产品日益普及，珠光白渗透率有望提升

在汽车级及化妆品级等高端产品方面，经过多年研发创新，公司产品已通过了多家国际著名汽车涂料及化妆品企业的认证且部分产品已开始批量供货。公司领先同业，自主研发合成云母用作生产汽车级和化妆品级高端珠光材料的基材。2017年年报上显示，天然云母珠光材料毛利率为40.77%，作为高端产品的合成云母珠光材料毛利率为60.01%，远大于天然云母珠光材料的毛利率。随着募集项目1万吨合成云母珠光材料的投产，公司有望进一步增加净利润。

在汽车领域应用方面，用各种幻彩珠光涂料涂装的各种品牌的轿车新品种，不断出现在国际汽车和涂料展的展台上，给广大汽车爱好者和消费者以耳目一新的感觉；特别是轿车用高装饰性色面漆，能创造一种全新的艺术色彩效果。汽车级珠光材料是一种通过多层包覆技术和特殊表面处理，具有高耐候性能的珠光材料。相比于标准漆和金属漆，珠光漆涂料渗透率低的主要原因为其比较高的价格。一般来说，轿车制造成本占整车价格的47%，一台20几万的轿车油漆(不含其他材料及人工工时的花费)成本在1100-1400元左右，大约为整车制造成本的2%。所以企业对原材料价格的敏感度不高，随着人们对珠光漆偏好的提升，珠光材料在汽车涂料中应用将日益普及。

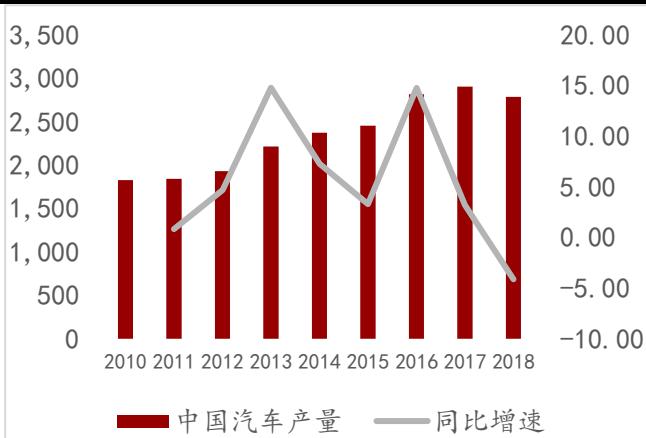
2017年全球汽车产量为9720.25万辆，同比增加2.45%，已经连续7年正增长。随着新兴工业国家对汽车普及化的需求，全球汽车销量具有增长的动力，汽车产量的增长势必会带动汽车涂料中珠光材料应用的发展。对于国内汽车产销，目前，中国的汽车产销量已连续十年蝉联世界第一。2018年我国汽车产量为2781.9万辆，同比减少4.13%，主要是因为国内汽车厂商大量去库存。

图表22：全球汽车产量（万辆）及增速（%）



资料来源：WIND，万联证券研究所

图表23：中国汽车产量（万辆）及增速（%）

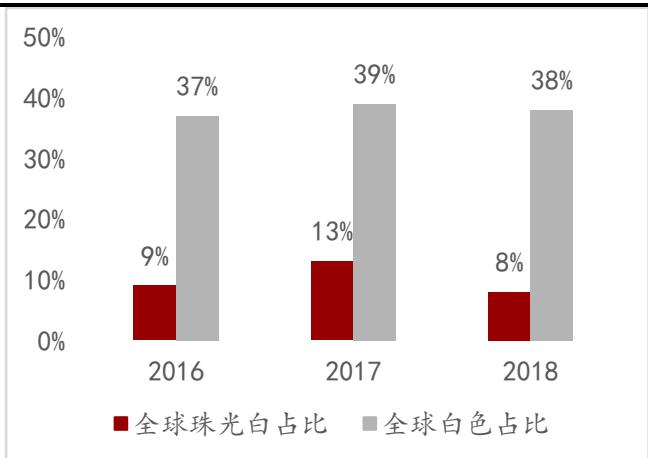


资料来源：WIND，万联证券研究所

珠光材料在汽车领域主要运用在白色汽车漆中，从珠光白渗透率来看，2018年白色连续第八年当选最受欢迎的乘用车颜色，其全球占比高达38%，其中珠光白占所有颜色比例为8%。对于国内来说，2018年白色车辆在我国的流行度仍居领先，占比高达58%，其中珠光白占比仅为4%。对比亚洲国家发达韩国珠光白占比11%和日本占比高达25%，可以推测未来我国珠光白渗透率有望提升。

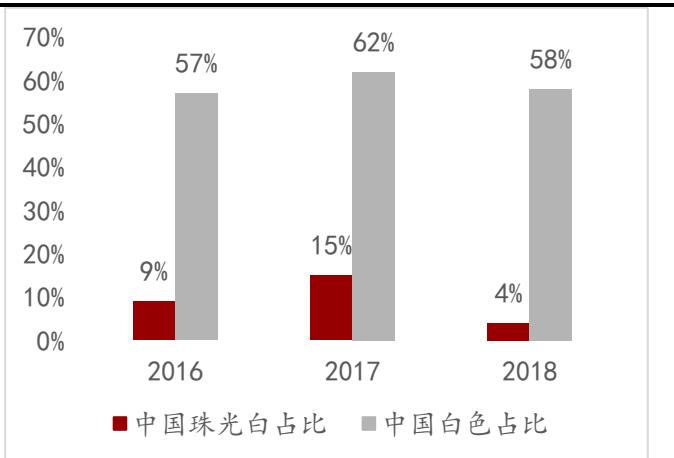
目前全球汽车年产量为9479万辆，珠光白渗透率为8%，大约有758万辆珠光白汽车。据统计单车珠光颜料用量为750克左右，则2018年珠光颜料全球汽车市场规模大约为5685吨。但是通过计算出2017年珠光材料规模大约为9487吨。市场规模下降的主要原因为汽车行业处于下行通道，行业内大量去库存，产量同比有所下降，以及珠光白渗透率大幅下降所致。其中主要原因是18年车企竞争加剧，多数车企选择用实色白去替代珠光白，珠光白使用率上有所降低。但随着人们消费档次提高和对色彩需要的增加，珠光白凭借美观优势有望逆转2018年渗透率下降情形。据此，我们估计2019年汽车产量维持不变，但珠光白渗透率增加到2017年的13%水平，预估2019年珠光颜料市场接近1万吨。故公司汽车级珠光材料有着比较好的发展前景。

图表24：全球汽车色漆中珠光白和白色占比（%）



资料来源：艾仕得，万联证券研究所

图表25：中国汽车色漆中珠光白和白色占比（%）

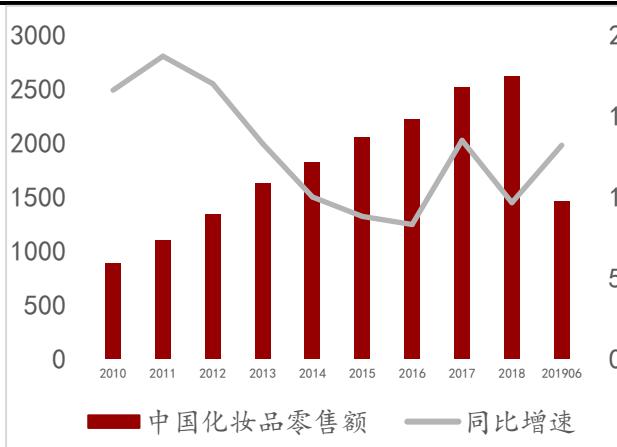


资料来源：艾仕得，万联证券研究所

### 3.3 化妆品级应用广泛，行业快速发展

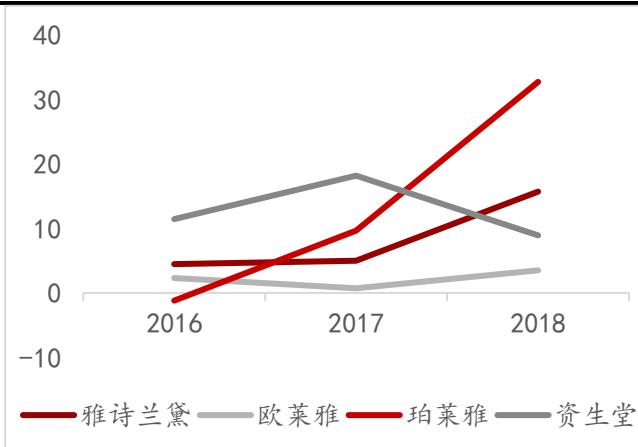
在化妆品领域应用方面，珠光材料具有无毒、不含重金属和绚丽的自然珍珠光泽等优点，已广泛用于指甲油、口红、眼影、粉饼、染色剂等化妆品行业。中国化妆品市场零售额从2010年的889.4亿增加到2018年的2619亿，年复合增长率为14.4%，远高于同期GDP增速。其中珠光材料应用广泛的彩妆市场2018年国内市场规模为385亿元，同比增长11.92%，高于同期整体化妆品市场9.65%的增速。同时，在全球范围内主要化妆品公司近三年营业收入皆保持正增长。故化妆品行业保持良好的行业景气度。且随着收入和生活水平的提高，人们对外在形象的要求与认识提高，这也推动着全球化妆品行业的增长，化妆品的消费额日益提升。随着全球化妆品行业的较快发展，将带动珠光材料在化妆品中应用的快速稳定发展。

图表26：中国化妆品零售额（亿元）及增速（%）



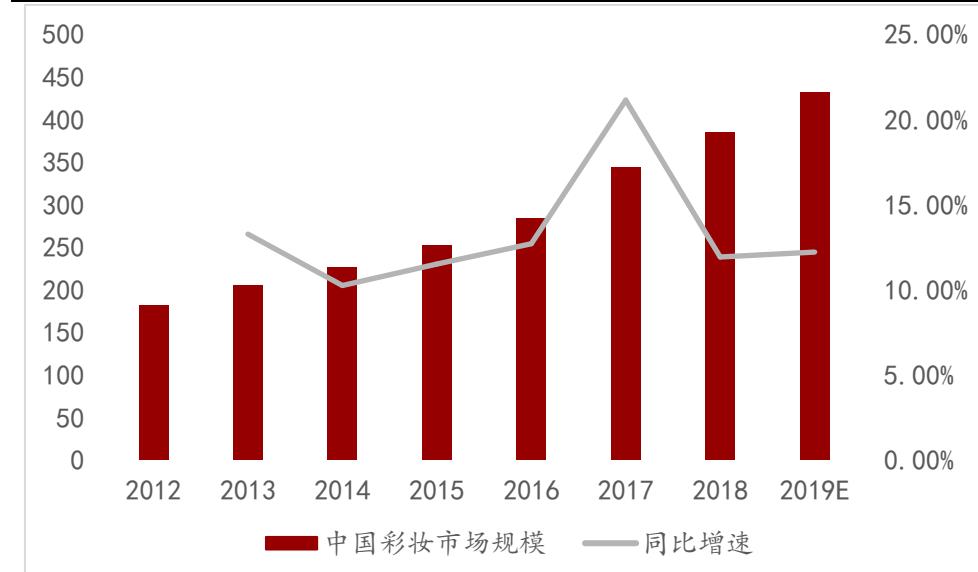
资料来源：WIND，万联证券研究所

图表27：全球主要化妆品公司营收增速（%）



资料来源：WIND，万联证券研究所

图表28：中国彩妆市场规模（亿元）及同比增速（%）



资料来源：中商产业研究院，万联证券研究所

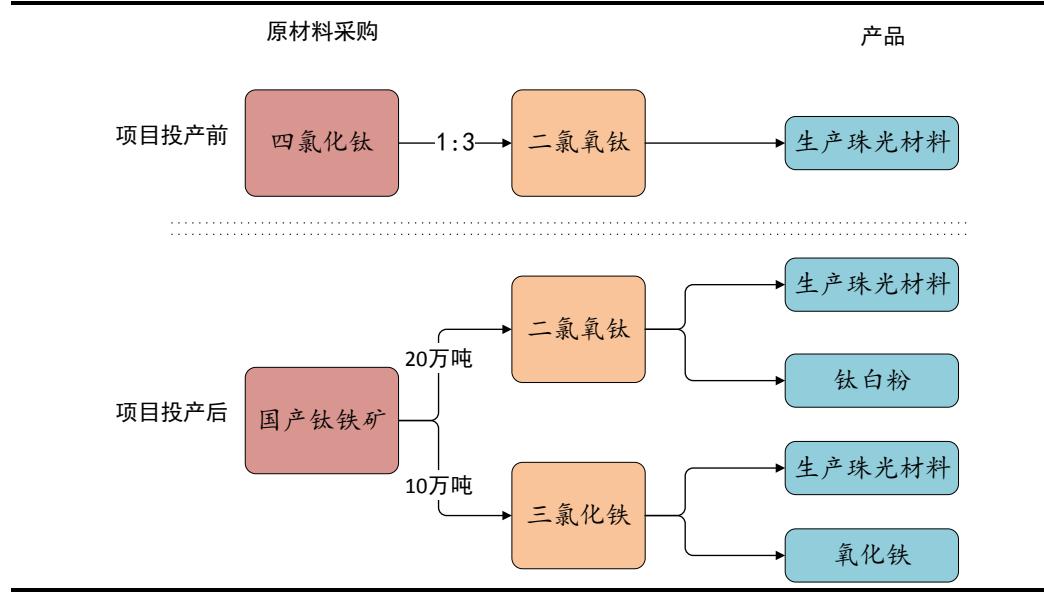
## 4、完善产业链布局，开拓高端市场

### 4.1 进军产业链上游，彰显成本优势

为了推动公司业务快速发展，提升公司持续盈利能力，延伸公司产业链并丰富产品线，公司在2018年3月投资建设年产20万吨二氯氧钛以及10万吨三氯化铁项目，建设期为2年。目前公司原材料四氯化钛和三氯化铁主要通过外购来解决。通过本项目建设，产出二氯氧钛（四氯化钛的水溶液）、三氯化铁，可以有效满足公司珠光材料的生产需求，降低物流采购成本，减少供应商因产能不足可能对公司造成的不利影响。

本项目通过从国产钛铁矿中生产出二氯氧钛替代四氯化钛原材料（3吨二氯氧钛折合一吨四氯化钛），折合价一吨不超过3,000元，现有采购四氯化钛一吨不含税价需要5300元左右（未包括运费）。公司生产1吨珠光材料需要0.7吨四氯化钛原料，珠光材料年产能为3万吨，预计需要四氯化钛2.1万吨，未来每年降低原材料成本4830万元。项目在满足珠光材料所需四氯化钛、三氯化铁原材料外，剩余的二氯氧化钛可转化成食品级二氧化钛，用于食品、医药、化妆品等高端领域；同时剩余三氯化铁可以转化成食品级氧化铁颜料，可用于各种药片、药丸的外衣糖衣着色用。根据项目可行性分析报告，除去自用产品外，项目有望将剩余产品转化为1.5万吨钛白粉和1.4万吨氧化铁。按照钛白粉2.5万/吨和氧化铁8000元/吨计算，有望为公司带来4.87亿元营收。

图表29：项目产品流程图



资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 4.2 布局氧化钛和氧化铁，填补高端产品

同时，为了提高客户粘性，完善建设综合性高端材料供应商战略。公司在2019年投资建设年产10万吨化妆品级、汽车级二氧化钛项目。项目投产后，公司将拥有10万吨二氧化钛产能、12万吨氧化铁产能、以及在原年产20万吨二氯氧钛项目基础扩建后达到100万吨二氯氧钛产能、50万吨三氯化铁产能，项目建设期预计2年半。

图表30：项目产品及产能

	产品	产能
主项目	化妆品级、汽车级二氧化钛	10万吨
	氧化铁	12万吨
原材料子项目	二氯氧钛	80万吨
	三氯化铁	40万吨

资料来源：公司公告，万联证券研究所

项目生产的高纯度二氧化钛，主要应用于汽车、食品、医药、化妆品等高端领域。其中生产的食品级氧化铁颜料可为各类药片、药丸的糖衣和胶囊等着色用；一般级氧化铁可用于油漆、油墨、橡胶等工业中做催化剂以及玻璃、宝石、金属的抛光剂。项目的客户群体与公司目前高端珠光材料市场具有良好的协同性，可以充分发挥公司渠道竞争优势。

图表31：项目产品二氧化钛应用领域

应用领域	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，万联证券研究所

据2017年全球工业杂志报道，二氧化钛全球需求量为800多万吨，氧化铁为250万吨以上，其中汽车级高端涂料年需求量在150万吨以上，食品级、化妆品级、医用级等超低重金属含量的二氧化钛年需求量在大量的增长，据不完全统计已超过10万吨。而高端二氧化钛汽车级每吨2.5-3万元人民币，食品级及其他超低重金属含量二氧化钛每吨在8万元人民币左右。故项目投产后，10万吨二氧化钛产能有望为公司带来25-30亿元营业收入，12万吨氧化铁按市场均价8000元/吨计算有望为公司带来9.6亿元营业收入，公司营业收入将大幅增加。

## 5、盈利预测

- 1、由于公司募集项目3万吨珠光材料投产，公司珠光材料销量预计按照30%、30%、20%速度增长。
- 2、由于公司募集项目中有一万吨为化妆品级和汽车级高端珠光材料产品，公司高端产品比重将提升。公司高端珠光材料售价远高于普通级，所以预计公司产品单价将按照5%提升两年后保持稳定。
- 3、由于公司年产20万吨二氯氧钛项目2020年投产，预计公司将降低成本为消耗每吨四氯化钛2300元计算。

图表 32: 公司未来 3 年营收预测

		2018A	2019E	2020E	2021E
珠光材料	销量 (万吨)	1.60	2.08	2.70	3.24
	单价 (万元/吨)	3.67	3.85	4.04	4.04
	营收 (亿元)	5.87	8.01	10.94	13.12
	成本 (亿元)	3.16	4.11	4.91	5.89
	毛利率	46.13%	48.73%	55.15%	55.15%
	毛利(亿元)	2.71	3.90	6.03	7.24

资料来源：万联证券研究所

基于最新产品价格、产业链布局和对未来行业景气度判断，预计公司2019–2021年营业收入分别为8.01/10.94/13.12亿元，EPS分别为0.61/0.92/1.16，P/E分别为24.97/16.56/13.06。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 6、风险提示

- 1、新建项目进展不达预期；
- 2、原材料价格大幅波动；
- 3、下游需求疲软，主营产品销售不达预期；
- 4、中美贸易摩擦及人民币汇率波动影响。

资产负债表		单位: 百万元				利润表		单位: 百万元			
至12月31日		2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>		647.65	759.27	1064.54	1571.50	<b>营业收入</b>		586.77	801.26	1093.71	1312.46
货币资金		49.59	154.09	306.39	685.83	营业成本		316.07	410.80	490.51	588.61
应收及预付		149.22	182.49	255.02	304.39	营业税金及附加		6.66	8.95	12.52	14.88
存货		334.93	308.80	389.23	467.39	销售费用		41.30	55.90	76.34	91.72
其他流动资产		113.90	113.90	113.90	113.90	管理费用		26.02	48.28	61.55	73.00
<b>非流动资产</b>		812.99	1272.81	1619.79	2079.93	财务费用		-8.86	-39.05	-36.72	-80.34
长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用		21.30	24.28	36.44	43.06
固定资产		429.24	889.05	1236.04	1696.18	资产减值损失		0.99	0.00	0.00	0.00
在建工程		157.11	157.11	157.11	157.11	公允价值变动收益		0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产		86.59	86.59	86.59	86.59	投资净收益		11.06	20.00	26.00	30.00
其他长期资产		140.06	140.06	140.06	140.06	<b>营业利润</b>		209.35	327.35	494.34	626.80
<b>资产总计</b>		1460.64	2032.08	2684.34	3651.43	营业外收入		0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债</b>		136.24	126.98	154.48	183.01	营业外支出		0.18	0.21	0.21	0.21
短期借款		30.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>		209.18	327.14	494.13	626.59
应付及预收		78.57	90.14	108.20	127.78	所得税		29.15	46.17	69.37	88.01
其他流动负债		27.66	36.84	46.29	55.23	<b>净利润</b>		180.03	280.98	424.75	538.57
<b>非流动负债</b>		26.03	326.03	526.03	926.03	少数股东损益		-0.18	-3.15	-3.74	-4.47
长期借款		0.00	300.00	500.00	900.00	<b>归属母公司净利润</b>		180.21	284.13	428.49	543.05
应付债券		0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA		212.77	330.23	530.36	665.05
其他非流动负债		26.03	26.03	26.03	26.03	EPS (元)		0.39	0.61	0.92	1.16
<b>负债合计</b>		162.26	453.01	680.51	1109.03	<b>主要财务比率</b>					
股本		468.00	468.00	468.00	468.00	<b>至12月31日</b>		<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积		383.63	383.63	383.63	383.63	<b>成长能力</b>					
留存收益		445.77	729.62	1158.11	1701.16	营业收入		25.07%	36.55%	36.50%	20.00%
归属母公司股东权益		1297.39	1581.25	2009.74	2552.78	营业利润		54.11%	56.36%	51.01%	26.80%
少数股东权益		0.98	(2.17)	(5.91)	(10.38)	归属于母公司净利润		52.69%	57.67%	50.81%	26.73%
<b>负债和股东权益</b>		1460.64	2032.08	2684.34	3651.43	<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表</b>						毛利率		46.13%	48.73%	55.15%	55.15%
<b>至12月31日</b>		<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	净利率		30.68%	35.07%	38.84%	41.04%
<b>经营活动现金流</b>		70.42	356.67	398.72	593.24	ROE		13.89%	17.97%	21.32%	21.27%
净利润		180.03	284.13	428.49	543.05	ROIC		12.49%	13.14%	16.83%	16.04%
折旧摊销		34.29	77.19	114.01	163.86	<b>偿债能力</b>					
营运资金变动		(134.36)	13.61	(125.46)	(99.00)	资产负债率		11.11%	22.29%	25.35%	30.37%
其它		(9.54)	(18.26)	(18.33)	(14.66)	净负债比率		12.50%	28.69%	33.96%	43.62%
<b>投资活动现金流</b>		(125.41)	(517.21)	(435.21)	(594.21)	流动比率		4.75	5.98	6.89	8.59
资本支出		100.00	0.00	0.00	0.00	速动比率		2.09	3.36	4.18	5.83
投资变动		(236.47)	(537.21)	(461.21)	(624.21)	<b>营运能力</b>					
其他		11.06	20.00	26.00	30.00	总资产周转率		0.43	0.46	0.46	0.41
<b>筹资活动现金流</b>		8.40	265.03	188.80	380.40	应收账款周转率		4.88	5.00	4.83	4.90
银行借款		(21.60)	(4.69)	(11.20)	(19.60)	存货周转率		1.12	1.31	1.24	1.24
债券融资		30.00	300.00	200.00	400.00	<b>每股指标(元)</b>					
股权融资		0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益		0.39	0.61	0.92	1.16
其他		(0.00)	(30.28)	0.00	0.00	每股经营现金流		0.15	0.76	0.85	1.27
<b>现金净增加额</b>		(46.59)	104.49	152.31	379.43	每股净资产		2.77	3.38	4.29	5.45
<b>期初现金余额</b>		87.56	49.59	154.09	306.39	<b>估值比率</b>					
<b>期末现金余额</b>		43.01	154.09	306.39	685.83	P/E		36.23	24.97	16.56	13.06
资料来源: 万联证券研究所						P/B		5.03	4.49	3.53	2.78
						EV/EBITDA		30.59	21.93	13.74	10.99

请阅读正文后的免责声明

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

### 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

### 免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本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、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

### 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心  
深圳 福田区深南大道2007号金地中心  
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场