

二氧化钛扩产超预期，珠光颜料高端替代持续

坤彩科技 (603826)

事件

公司发布年报，2019年公司实现营业收入6.17亿，同比+5.15%，实现归母净利润1.47亿，同比下滑18.54%。2019年度不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本，将留存的未分配利润用于满足公司日常经营和项目投资需要。

简评

受中美贸易摩擦和汽车行业下行影响，公司销售收入增速放缓，但高端的化妆品和玻璃基珠光材料仍保持较快增长，高端产品占比提升逻辑不变。受销售和管理费用率提升，以及补贴收入、汇兑收益和投资收益下降等影响，2019年业绩下滑，2019年销售和管理费用率同比分别提升1.09和0.96pct。

公司10月推出新品牌“默尔”，主打中低端市场，拉动业绩增速回升。Q4营收环比+23.24%，同比+21.23%、扭转Q2和Q3下滑的颓势；归母净利润环比-5.79%，同比-21.85%、相比Q3降幅收窄。默尔系列产品销量增长导致Q4单季度毛利率39.24%，环比下降6.56pct。

公司年产20万吨二氯氧钛项目在2019年试生产、预计在2020年8月达产，该项目可替代之前依赖外购的四氯化钛和三氯化铁这两种主要原材料，大幅度降低采购成本、同时提高产品品质。

二氧化钛项目是二氯氧钛项目的后段工艺，公司采用自主研发的全球首套氯化钛工艺建设二氧化钛、三氧化二铁项目，预计在2020年8月投产第一条10万吨高端二氧化钛、10万吨高端三氧化二铁生产线，第二条同量级生产线预计2020年12月投产，总投资额18亿元以内。按照投产时间综合考虑市场需求爬坡情况，我们分别以2万/吨和5000元/吨的市场价来计算公司生产的二氧化钛和三氧化二铁的业绩贡献，预计项目投产后将给今明两年业绩带来巨大的弹性。

盈利预测：预计公司2020-2022年归母净利润分别为2.19(+49%)、5.97(+173%)、8.53(+43%)亿元，对应PE分别为49x、18x、13x，上调至“买入”评级。

风险提示：扩产项目进展不及预期、中美贸易摩擦、海外需求受疫情影响

上调

买入

秦基粟

qinjili@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440518100011

发布日期：2020年04月01日

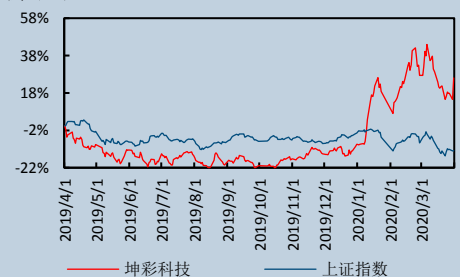
当前股价：22.83元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
12月最高/最低价(元)	-1.17/3.34	41.01/50.54	24.67/35.69
总股本(万股)			46,800.0
流通A股(万股)			18,945.76
总市值(亿元)			106.84
流通市值(亿元)			43.25
近3月日均成交量(万)			417.47
主要股东			
谢秉昆			48.95%

股价表现



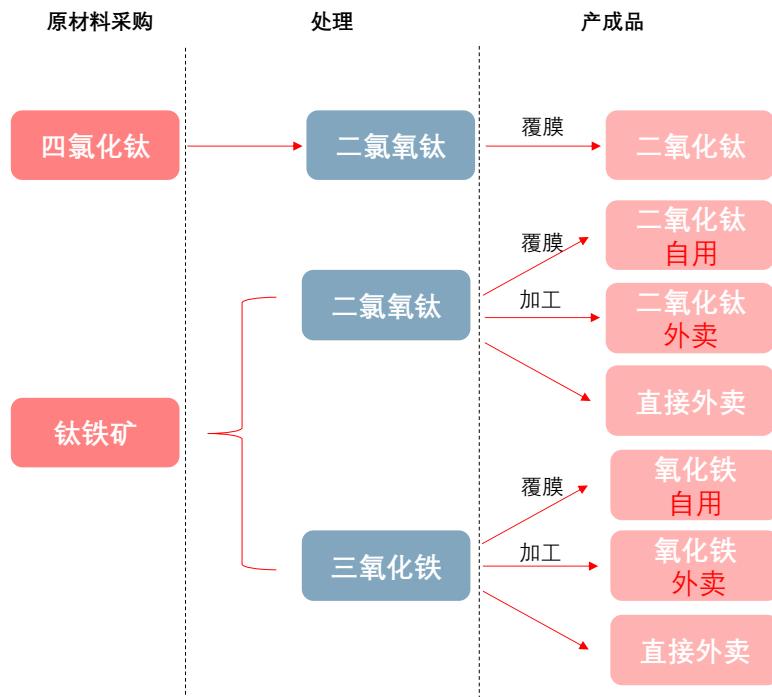
相关研究报告

- 19.10.29 【中信建投中小市值】坤彩科技(603826):大环境影响下增速放缓,高端产品占比继续提升
- 19.08.23 【中信建投中小市值】坤彩科技(603826):短期业绩增长承压,高端占比提升逻辑持续兑现
- 19.06.20 【中信建投中小市值】坤彩科技(603826):珠光龙头,高端渗透,新品延伸

公司原通过采购四氯化钛制备二氧化钛覆膜，采购成本较高，二氯氧钛项目则通过外购钛铁矿，向钛铁矿中加入萃取液和盐酸，从而将钛和铁提取出来用于珠光颜料。

二氯氧钛有三种流转路径：①生产为二氧化钛覆膜自用；②直接外卖给同行的珠光颜料企业，同时二氯氧钛还可以作为钛酸锂（锂电池负极材料）、钛酸钡（电子陶瓷）、光催化二氧化钛的原材料；③二氯氧钛生产二氧化钛直接作为产品外卖，二氧化钛可应用于汽车、医药、食品等领域，此步骤对应公司紧锣密鼓建设的二氧化钛项目。

图：产品流程关系图



资料来源：中信建投证券研究发展部

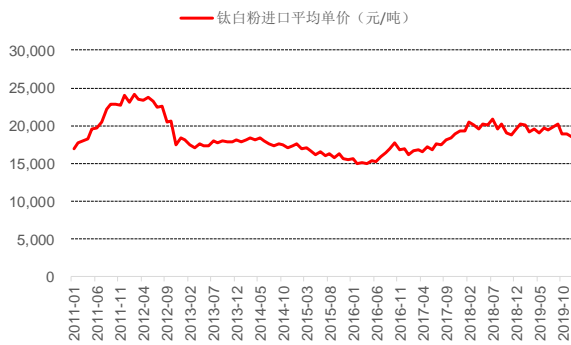
表：二氧化钛用途

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，中信建投证券研究发展部

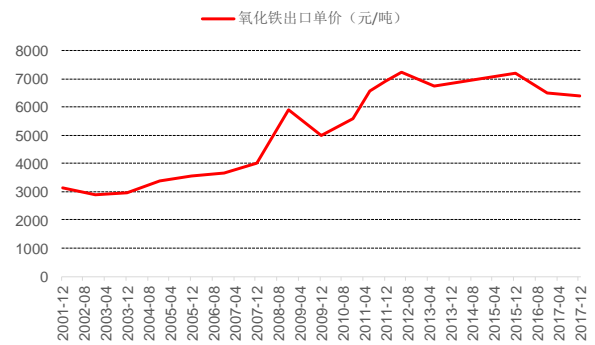
高端二氧化钛的价格 2 万/吨以上，氧化铁价格 5000 元/吨以上，公司产线定位高端，我们以这两个价格为基础来计算二氧化钛项目的增量贡献。此前我们的盈利预测中并未考虑二氧化钛项目，随着项目投产时间的临近，考虑二氧化钛项目后我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.19（+49%）、5.97（+173%）、8.53（+43%）亿元，将公司评级上调至“买入”。

图：国外钛白粉进口均价约 2 万元/吨



资料来源：海关总署，中信建投证券研究发展部

图：中国氧化铁出口单价



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

风险提示：二氧化钛项目进展不及预期、中美贸易摩擦加剧、海外需求受疫情影响。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	469.16	586.77	617.01	957.84	2387.00	3271.45
增长率(%)	14.92%	25.07%	5.15%	55.24%	149.21%	37.05%
归属母公司股东净利润	118.02	180.21	146.80	219.05	596.90	853.41
增长率(%)	8.53%	52.69%	-18.54%	49.22%	172.50%	42.97%
每股收益(EPS)	0.252	0.385	0.314	0.468	1.275	1.824
每股股利(DPS)	0.046	0.120	0.000	0.117	0.319	0.456
每股经营现金流	0.135	0.150	0.300	0.438	0.980	1.305
销售毛利率	44.87%	46.13%	44.56%	44.91%	45.57%	45.64%
销售净利率	24.73%	30.68%	24.15%	23.23%	25.18%	26.24%
净资产收益率(ROE)	10.36%	13.89%	10.47%	13.98%	29.15%	30.95%
投入资本回报率(ROIC)	19.46%	18.20%	12.81%	16.30%	33.37%	35.51%
市盈率(P/E)	90.53	59.29	72.78	48.78	17.90	12.52
市净率(P/B)	9.38	8.24	7.62	6.82	5.22	3.87
股息率(分红/股价)	0.002	0.005	0.000	0.005	0.014	0.020

报表预测

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	469.16	586.77	617.01	957.84	2387.00	3271.45
减: 营业成本	258.65	316.07	342.08	527.70	1299.14	1778.25
营业税金及附加	5.86	6.66	6.76	9.47	18.93	22.72
销售费用	32.24	41.30	50.14	70.20	154.44	203.87
管理费用	49.09	26.02	33.30	53.62	118.56	158.39
研发费用	0.00	21.30	20.20	28.74	71.61	98.14
财务费用	6.75	-8.86	2.72	20.19	28.84	18.61
资产减值损失	0.47	0.99	0.95	5.04	18.00	23.40
加: 投资收益	19.66	26.33	15.22	18.50	23.50	31.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	135.76	209.63	176.07	261.38	700.96	999.57
加: 其他非经营损益	-0.79	-0.45	-3.55	-3.00	-3.50	-4.00
利润总额	134.97	209.18	172.52	258.38	697.46	995.57
减: 所得税	18.93	29.15	23.54	35.83	96.37	137.16
净利润	116.04	180.03	148.98	222.55	601.10	858.41
减: 少数股东损益	-1.98	-0.18	2.18	3.50	4.20	5.00
归属母公司股东净利润	118.02	180.21	146.80	219.05	596.90	853.41
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	87.57	49.59	97.58	67.58	123.87	552.71
应收和预付款项	123.37	149.22	150.48	196.85	354.88	450.60

存货	221.59	334.93	380.03	496.04	709.14	902.39
其他流动资产	204.46	113.90	32.84	42.84	62.95	62.55
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	425.11	586.35	788.69	1019.82	1290.23	1350.85
无形资产和开发支出	63.10	86.59	209.67	209.67	209.67	209.67
其他非流动资产	113.41	140.06	140.96	143.62	155.50	139.13
资产总计	1238.61	1460.64	1800.25	2176.41	2906.24	3667.90
短期借款	0.00	30.00	165.17	160.88	125.38	203.60
应付和预收款项	48.42	79.09	82.81	91.65	180.52	270.24
长期借款	0.00	0.00	95.00	295.00	475.00	350.00
其他负债	49.41	53.18	50.19	54.01	65.15	68.81
负债合计	97.83	162.27	393.17	601.54	846.05	892.65
股本	360.00	468.00	468.00	468.00	468.00	468.00
资本公积	491.63	383.63	383.63	383.63	417.08	487.08
留存收益	287.98	445.77	550.71	714.99	1162.66	1802.72
归属母公司股东权益	1139.60	1297.39	1402.33	1566.62	2047.74	2757.80
少数股东权益	1.18	0.98	4.75	8.25	12.45	17.45
股东权益合计	1140.78	1298.38	1407.08	1574.86	2060.19	2775.25
负债和股东权益合计	1238.61	1460.64	1800.25	2176.41	2906.24	3667.90
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	63.41	70.42	140.59	204.89	458.44	610.93
投资性现金净流量	-306.54	-125.41	-254.75	-597.33	-625.44	-226.56
筹资性现金净流量	306.72	8.40	169.30	367.93	230.81	55.07
现金流量净额	63.69	-44.55	54.17	-24.51	63.81	439.44

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

秦基粟：上海财经大学会计硕士，南京大学财务管理学士，2016 年加入中信建投证券。现任中小市值组联席首席分析师，重点关注高端制造领域以及选股策略研究。2016 年“新财富”最佳分析师中小市值研究入围，2017 年“新财富”最佳分析师中小市值研究第三名。

研究服务

北京保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn
刘京昭 - liujingzhao@csc.com.cn

北京公募组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
金婷 jinting@csc.com.cn
夏一然 xiayiran@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
陈基轅 chenjiyuan@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海公募组

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广公募组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859