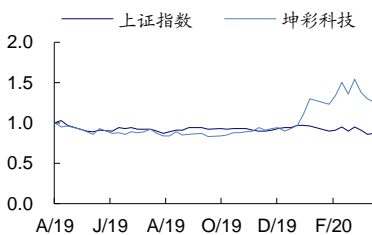


证券研究报告—动态报告
建材
其他建材 II
坤彩科技(603826)
买入
2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 04 月 06 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	468/189
总市值/流通(百万元)	11,110/4,498
上证综指/深圳成指	2,781/10,179
12 个月最高/最低(元)	26.36/13.88

相关研究报告:

《坤彩科技-603826-2018 年年报点评: 高端产品放量在即, 盈利能力有望持续提升》——2019-02-28

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

电话:

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

电话:

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

珠光材料龙头, 业绩弹性和成长空间有望打开

● 全年业绩有所承压, Q4 单季度环比改善

2019 年公司实现营业收入 6.17 亿元, 同比增长 5.15%, 实现归母净利润 1.47 亿元, 同比下降 18.54%, 扣非归母净利润 1.41 亿元, 同比下降 15.82%, EPS 为 0.3137 元/股, 主要受中美贸易摩擦、汽车行业下行和原材料涨价等因素影响; 其中 Q4 单季度实现营业收入 1.78 亿元, 同比增长 21.23%, 环比增长 23.24%, 实现归母净利润 0.32 亿元, 同比下降 21.85%, 环比下降 5.79%, 降幅较 Q3 缩窄, 主因公司及时调整市场战略, 加快启动亚太和国内市场并推出双品牌战略。

● 高端产品逆势增长, 费用率提升拖累盈利

化妆品级、玻璃基材等高端产品逆势增长, 产品结构持续优化, 但因默尔品牌的产品毛利较低拉低整体毛利, 导致毛利率同比下滑 1.58 个百分点至 44.55%, Q4 单季度毛利率 39.24%, 环比下滑 6.56 个百分点。期间费用率同比提升 3.65 个百分点至 17.24%, 其中销售费用率同比提升 1.09 个百分点至 8.13%, 主因公司加强国内市场和新品开拓; 管理费用率同比提升 0.96 个百分点至 5.4%, 主因管理人员增加及固定资产折旧和装修费摊销增加所致; 财务费用率同比提升 1.95 个百分点至 0.44%, 主因汇兑收益减少及贷款增加导致利息支出增加所致。此外, 政府补助减少 489 万元、募集资金理财收益减少导致投资收益下降 621 万元, 进一步拖累盈利。

● 项目建设稳步推进释放弹性, 提升市场竞争力

公司已完成募投项目“年产 3 万吨珠光材料项目”; 年产 20 万吨二氯氧钛项目也正式投产, 预计 2020 年 8 月达产, 可大幅降低成本并提高产品品质。同时, 10 万吨高端二氧化钛项目已于 2019 年下半年开工建设, 预计 2020 年 8 月投产第一条, 2020 年 12 月投产第二条, 进一步延伸产业链、丰富产品线, 提升公司市场竞争力。

● 珠光材料龙头, 业绩弹性和成长空间有望打开, 维持“买入”评级

随着募投项目投产, 公司已成为全球规模最大的珠光材料生产企业, 市占率有望稳步提升, 二氯氧钛项目投产实现原料替代, 提供业绩弹性, 同时产业链延伸有望进一步打开成长空间, 预计 20-22 年 EPS 分别为 0.49/0.70/0.87 元/股, 对应 PE 为 48/34/27x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 高端产品放量不及预期; 产能释放不及预期
盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	587	617	919	1,200	1,506
(+/-%)	25.1%	5.2%	48.9%	30.6%	25.5%
净利润(百万元)	180	147	231	325	407
(+/-%)	52.7%	-18.5%	57.3%	40.9%	25.0%
摊薄每股收益(元)	0.39	0.31	0.49	0.70	0.87
EBIT Margin	33.5%	29.9%	32.3%	35.2%	34.9%
净资产收益率(ROE)	13.9%	10.5%	14.6%	17.7%	18.9%
市盈率(PE)	61.7	75.7	48.1	34.1	27.3
EV/EBITDA	48.5	49.9	31.1	22.7	18.9
市净率(PB)	8.56	7.92	7.02	6.05	5.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

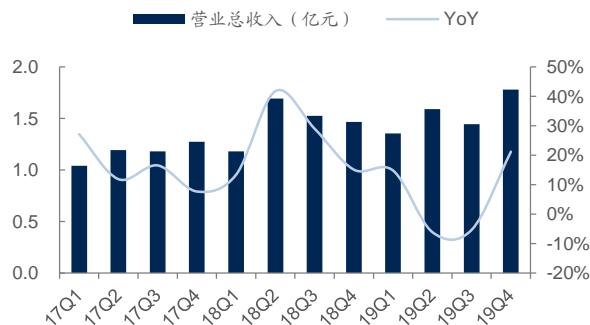
全年业绩有所承压，Q4单季度环比改善。2019年公司实现营业收入6.17亿元，同比增长5.15%，实现归母净利润1.47亿元，同比下降18.54%，扣非归母净利润1.41亿元，同比下降15.82%，EPS为0.3137元/股，主要受中美贸易摩擦、汽车行业下行和原材料涨价等因素影响；其中Q4单季度实现营业收入1.78亿元，同比增长21.23%，环比增长23.24%，实现归母净利润0.32亿元，同比下降21.85%，环比下降5.79%，降幅较Q3缩窄，主因公司及时调整市场战略，加快启动亚太和国内市场并推出双品牌战略（2019年10月推出新品牌“默尔”“MOER”）。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



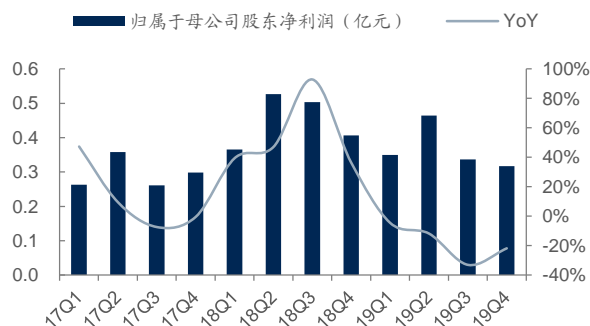
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

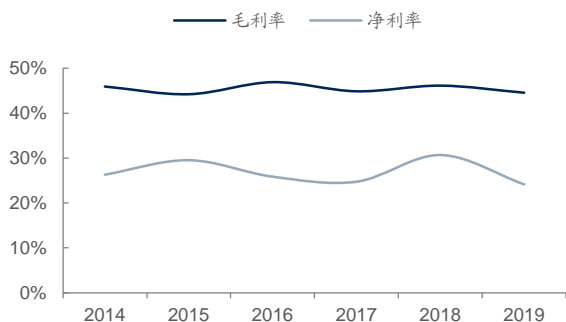
图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

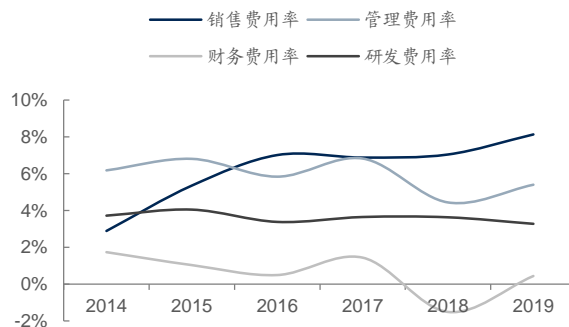
高端产品逆势增长，费用率提升拖累盈利。化妆品级、玻璃基材等高端产品逆势增长，产品结构持续优化，但因默尔品牌的产品毛利较低拉低整体毛利，导致毛利率同比下滑1.58个百分点至44.55%，Q4单季度毛利率39.24%，环比下滑6.56个百分点。期间费用率同比提升3.65个百分点至17.24%，其中销售费用率同比提升1.09个百分点至8.13%，主因公司加强国内市场和新品开拓；管理费用率同比提升0.96个百分点至5.4%，主因管理人员增加及固定资产折旧和装修费摊销增加所致；财务费用率同比提升1.95个百分点至0.44%，主因汇兑收益减少及贷款增加导致利息支出增加所致。此外，政府补助减少489万元、募集资金理财收益减少导致投资收益下降621万元，进一步拖累盈利。

图 5: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

项目建设稳步推进释放弹性,提升市场竞争力。报告期,公司已完成募投项目“年产 3 万吨珠光材料项目”,成为全球规模最大的珠光材料生产企业;年产 20 万吨二氧化钛项目也正式投产,预计 2020 年 8 月达产,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,保障原材料供应、大幅度降低采购成本并提高产品品质。同时,10 万吨高端二氧化钛项目已于 2019 年下半年开工建设,预计 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,同时建成第二条 10 万吨高端二氧化钛、10 万吨高端三氧化二铁生产线,预计 2020 年 12 月投产,进一步延伸产业链、丰富产品线,提升市场竞争力。

投资建议:珠光材料龙头,业绩弹性和成长空间有望打开,维持“买入”评级。随着募投项目投产,公司已成为全球规模最大的珠光材料生产企业,市占率有望稳步提升,二氧化钛项目投产实现原料替代,提供业绩弹性,同时产业链延伸有望进一步打开成长空间,预计 20-22 年 EPS 分别为 0.49/0.70/0.87 元/股,对应 PE 为 48/34/27x,维持“买入”评级

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	98	50	52	54	营业收入	617	919	1200	1506
应收款项	124	183	229	296	营业成本	342	487	612	783
存货净额	380	513	613	775	营业税金及附加	7	10	13	16
其他流动资产	59	404	322	533	销售费用	50	74	90	105
流动资产合计	661	1151	1215	1659	管理费用	33	52	64	76
固定资产	789	1008	1251	1524	财务费用	3	23	34	41
无形资产及其他	210	201	193	185	投资收益	5	8	6	6
投资性房地产	141	141	141	141	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(11)	(10)	(10)	(10)
资产总计	1800	2501	2801	3509	营业利润	176	272	384	480
短期借款及交易性金融负债	165	640	645	974	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	79	110	141	185	利润总额	173	272	384	480
其他流动负债	26	40	47	62	所得税费用	24	38	54	67
流动负债合计	270	789	833	1221	少数股东损益	2	3	5	6
长期借款及应付债券	95	95	95	95	归属于母公司净利润	147	231	325	407
其他长期负债	28	29	30	31					
长期负债合计	123	124	125	126	现金流量表 (百万元)				
负债合计	393	913	958	1348	净利润	147	231	325	407
少数股东权益	5	5	6	7	资产减值准备	(1)	0	0	0
股东权益	1402	1582	1836	2154	折旧摊销	46	89	110	132
负债和股东权益总计	1800	2501	2801	3509	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	3	23	34	41
					营运资本变动	34	(492)	(23)	(381)
					其它	2	1	1	1
					经营活动现金流	227	(171)	413	159
					资本开支	(245)	(300)	(345)	(397)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(245)	(300)	(345)	(397)
					权益性融资	2	0	0	0
					负债净变化	95	0	0	0
					支付股利、利息	(63)	(51)	(72)	(90)
					其它融资现金流	(0)	475	5	330
					融资活动现金流	66	424	(67)	240
					现金净变动	48	(48)	2	3
					货币资金的期初余额	50	98	50	52
					货币资金的期末余额	98	50	52	54
					企业自由现金流	(7)	(447)	105	(194)
					权益自由现金流	88	8	80	100

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032