



2020-04-29

公司点评报告

增持/调低

坤彩科技 (603826)

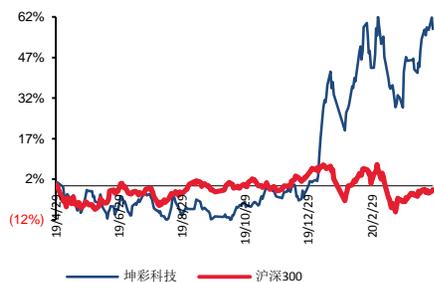
目标价: 30

昨收盘: 25.4

材料 材料 II

珠光材料龙头，继续推进高端钛白粉项目

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	468/468
总市值/流通(百万元)	11,887/11,887
12个月最高/最低(元)	26.10/14.11

相关研究报告:

坤彩科技 (603826) 《【太平洋化工】坤彩科技 2019 年三季报点评: 高端产品占比稳步提升, 高端钛白粉项目接力远期成长》--2019/10/29

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

分析师助理: 翟绪丽

电话: 010-88695269

E-MAIL: zhaxil@tpyzq.com

事件: 公司 3 月 31 日发布 2019 年年报, 报告期内实现营业收入 6.17 亿元, 同比+5.15%; 实现归母净利润 1.47 亿元, 同比-18.54%, EPS 为 0.31 元。4 月 28 日发布 2020 一季报, 报告期内实现营业收入 1.65 亿元, 同比+22.03%, 环比-7.3%; 实现归母净利润 3534 万元, 同比+1.2%, 环比+11.3%。

双品牌战略争夺国内市场, 营收增长毛利率下降。 2019 年, 在全球贸易摩擦加剧和汽车涂料行业不景气背景下, 公司珠光材料业务实现营收增长, 主要由于: (1) 公司及时调整市场战略, 针对国内市场推出了更具性价比的“默尔”品牌, 带动销量增长。(2) 公司化妆品级珠光材料荣获欧盟 COSMOS 有机认证, 高端产品汽车级和化妆品级珠光材料保持增长。叠加受补贴收入 (其他收益同比减少 489.3 万元)、汇兑收益 (同比减少 695.4 万元) 和投资收益下降 (同比下降 621.1 万元) 及利息支出 (同比增加 441.63 万元)、对外捐赠增加等影响合计 2460 万元, 2019 年公司实现归母净利润 1.47 亿元, 同比减少 3340.3 万元, 即同比-18.54%。同时, 由于“默尔”品牌的产品毛利较低, 2019 年公司整体毛利率下降 1.57pct 至 44.56%, 2020Q1 毛利率同比下降 5.26pct 至 41.42%。2019 年公司经营活动现金净流量 1.41 亿元, 同比+101%, 与净利润水平相当。随着募投项目的全面建成投产, 公司已具备年产 3 万吨珠光材料、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, 未来计划建成年产 5 万吨珠光材料、2 万吨合成云母生产能力。

二氧化钛项目保障原料供给降低成本。 全资子公司富仕新材料年产 20 万吨二氧化钛项目已于 2019 年 3 月 28 日试产, 预计在 2020 年 8 月达产, 届时将完全替代外购原料四氯化钛。该项目采用自主研发的全球首套用萃取法制备二氧化钛和三氯化铁的技术方法, 产品质量、性能等各项指标均达到或优于设计要求, 在保障原材料供应、大幅度降低成本的同时, 进一步提高产品品质。公司未来规划建成年产 400 万吨二氧化钛、400 万吨三氯化铁生产能力。

加快建设高端二氧化钛项目。 根据公司年报, 全资子公司正太新材料年产 10 万吨高端二氧化钛项目于 2019 年 9 月开工建设, 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预计在 2020 年 8 月投产, 同时第二条 10 万吨高端二氧化钛、10 万吨高端三氧化二铁

生产线，预计在 2020 年 12 月投产。该项目采用公司自主研发全球首套萃取法制备高端钛白粉生产工艺。未来计划建成年产 50 万吨高端二氧化钛、50 万吨高端氧化铁生产能力，公司旨在打造具有核心竞争力的全球综合性高端材料供应商。

盈利预测与评级。假设钛白粉项目投产顺利，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.04/3.43/6.29 亿元，对应 EPS 0.44/0.73/1.34 元，PE 60/36/19 倍。考虑公司为珠光材料龙头，在建高端钛白粉项目弹性大，给与“增持”评级。

风险提示：高端市场开拓不及预期、产品价格大幅波动、新项目投产不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	617	746.39	1187.94	2112.33
(+/-%)	5.15	20.97	59.16	77.81
净利润(百万元)	146.80	204.33	342.63	628.58
(+/-%)	-18.54	39.19	67.68	83.46
摊薄每股收益(元)	0.31	0.44	0.73	1.34
市盈率(PE)	83	60	36	19

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；备注：假设钛白粉项目投产顺利

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E		
流动资产合计	661	705	1118	1990	营业收入	617	746	1188	2112		
货币资金	98	134	214	380	营业成本	342	401	619	1085		
应收账款	122	164	260	463	营业税金及附加	7	5	12	21		
其他应收款	2	2	3	6	营业费用	50	49	77	137		
预付款项	10	10	10	10	管理费用	33	56	83	137		
存货	380	330	509	892	财务费用	3	11	6	9		
其他流动资产	33	46	90	182	资产减值损失	0.00	1.00	1.00	1.00		
非流动资产合计	1139	1085	1018	924	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益	4.85	5.00	5.00	5.00		
固定资产	690.69	695.89	673.03	624.73	营业利润	176	228	395	727		
无形资产	210	189	168	147	营业外收入	0.00	5.00	5.00	5.00		
其他非流动资产	31	50	50	50	营业外支出	3.56	1.00	1.00	1.00		
资产总计	1800	1791	2136	2915	利润总额	173	232	399	731		
流动负债合计	270	142	179	256	所得税	24	28	56	102		
短期借款	165	50	50	50	净利润	149	204	343	629		
应付账款	79	66	102	178	少数股东损益	2	0	0	0		
预收款项	3	3	3	3	归属母公司净利润	147	204	343	629		
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	224	327	494	829		
非流动负债合计	123	95	95	95	EPS (元)	0.31	0.44	0.73	1.34		
长期借款	95	95	95	95	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0		2019A	2020E	2021E	2022E		
负债合计	393	237	274	351	成长能力						
少数股东权益	5	0	0	0	营业收入增长	5.2%	21.0%	59.2%	77.8%		
实收资本(或股本)	468	468	468	468	营业利润增长	-15.9%	29.5%	73.0%	84.2%		
资本公积	384	384	384	384	归属于母公司净利润增长	-18.5%	39.1%	67.8%	83.4%		
未分配利润	466	589	795	1172	获利能力						
归属母公司股东权益合计	1402	1551	1825	2328	毛利率(%)	45%	46%	48%	49%		
负债和所有者权益	1800	1788	2099	2679	净利率(%)	24%	27%	29%	30%		
现金流量表		单位:百万元				总资产净利润(%)					
	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)						
经营活动现金流	141	277	141	99	偿债能力						
净利润	149	204	343	629	资产负债率(%)	22%	13%	13%	13%		
折旧摊销	45.62	88.27	92.57	93.64	流动比率	2.45					
财务费用	3	11	6	9			4.97	6.25	7.76		
应付帐款的变化	0	-13	36	77	速动比率	1.04					
预收帐款的变化	0	0	0	0	营运能力						
投资活动现金流	-255	-136	-21	4	总资产周转率	0.38	0.42	0.61	0.88		
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	5	5	6	6		
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	9.95	10.32	14.17	15.08		
投资收益	5	5	5	5	每股指标(元)						
筹资活动现金流	169	-105	-41	64	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.44	0.73	1.34		
短期借款	165	50	50	50	每股净现金流(最新摊薄)	0.12	0.08	0.17	0.36		
长期借款	95	95	95	95	每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.31	3.90	4.97		
普通股增加	0	0	0	0	估值比率						
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	83.01	59.68	35.56	19.39		
现金净增加额	55	37	79	166	P/B	8.69	7.86	6.68	5.23		
					EV/EBITDA	55.03	37.28	24.55	14.41		

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。