

大环境影响下增速放缓，高端产品占比继续提升

事件

公司发布三季报，前三季度实现营业收入 4.39 亿元，同比-0.21%，归母净利润 1.15 亿元，同比-17.57%，扣非归母净利润 1.14 亿元，同比-12.41%。

简评

前三季度销售收入下滑主要还是受到中美贸易摩擦和汽车销量下滑的影响，单季度看，Q3 实现营收 1.44 亿元，同比-5.31%，环比-9.23%。中美贸易摩擦加剧了全球珠光颜料的需求波动，截至 2019H1 公司海外收入占比达 44%，目前珠光颜料出口美国被加征较多关税，虽大部分关税由客户承担，但一定程度上会影响美国客户（SUN CHEMICAL CORP 等）的采购量；同时，今年全球汽车销量下滑对公司汽车珠光颜料业务造成影响，化妆品珠光颜料继续保持高速增长趋势。整体而言，高端产品继续保持增长，抵消了低端产品销量下滑的影响，长期看汽车、化妆品等高端应用领域仍有巨大的进口替代空间。

费用率提升和非经常性收益下降是导致归母净利润下滑的主要原因：前三季度①政府补贴下降导致其他收益同比下降 952 万元；②汇兑收益下降和贷款利息支出增加导致财务费用同比增加 839 万元；③理财收益下降导致投资收益同比下降 487 万元。Q3 综合毛利率 45.80%，同比-1.39pct、环比-1.76pct，毛利率下滑主要是由于原材料四氯化钛在 Q3 有所涨价，二氧化钛项目今年 8 月投产，但 Q3 原材料仍以外购为主，Q4 有望逐步转向内部自产自产，毛利率具备进一步回升的空间。

二氧化钛的投产为二氧化钛项目打下基础，目前二氧化钛项目稳步推进，截至 Q3 在建工程 2.60 亿元，相比半年度增加 3076 万元。公司具备珠光颜料制备的完整工艺，二氧化钛项目是公司延伸产业链、扩大收入规模的重要手段，预计项目在明年部分投产，值得期待。

盈利预测：我们下调营收预测，预计 19-21 年营收 6.10 (+4%)、7.54 (+23%)、9.41 (+25%) 亿元，前值为 6.75、8.64、11.19 亿元，我们的盈利预测中暂未考虑二氧化钛的销售。预计 19-20 年归母净利润分别为 1.65、2.07、2.75 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：中美贸易摩擦，汇率波动

坤彩科技 (603826)

维持

增持

秦基栗

qinjili@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440518100011

发布日期：2019 年 10 月 29 日

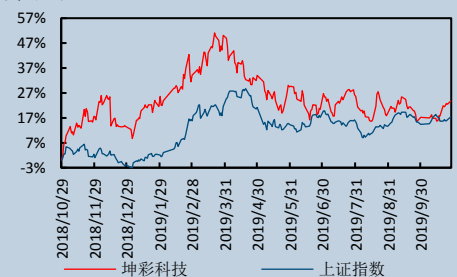
当前股价：15.11 元

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
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	6.94/5.3	-2.83/-4.04	24.28/9.61
12 月最高/最低价 (元)			18.88/12.1
总股本 (万股)			46,800.0
流通 A 股 (万股)			18,945.76
总市值 (亿元)			70.71
流通市值 (亿元)			28.63
近 3 月日均成交量 (万)			292.98
主要股东			
谢秉昆			48.95%

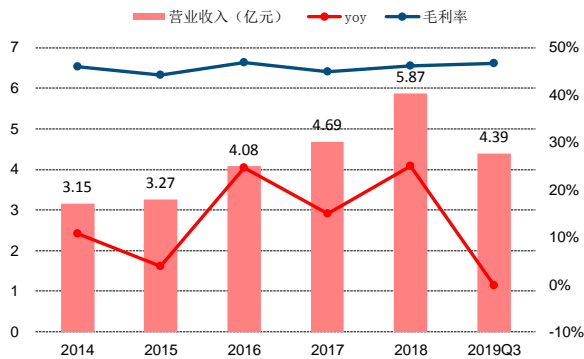
股价表现



相关研究报告

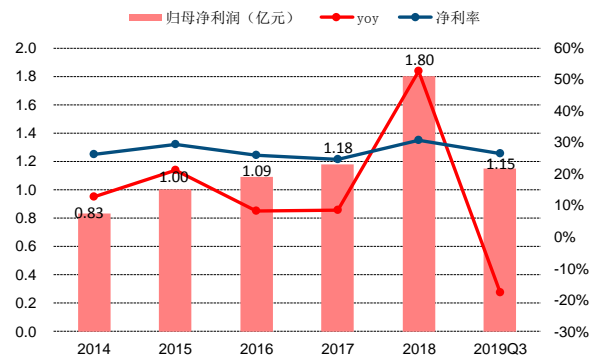
- 19.08.23 【中信建投中小市值】坤彩科技 (603826):短期业绩增长承压，高端占比提升逻辑持续兑现
- 19.06.20 【中信建投中小市值】坤彩科技 (603826):珠光龙头，高端渗透，新品延伸

图表: 2014 至今公司营业收入及毛利率情况



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表: 2014 至今公司归母净利润及净利率情况



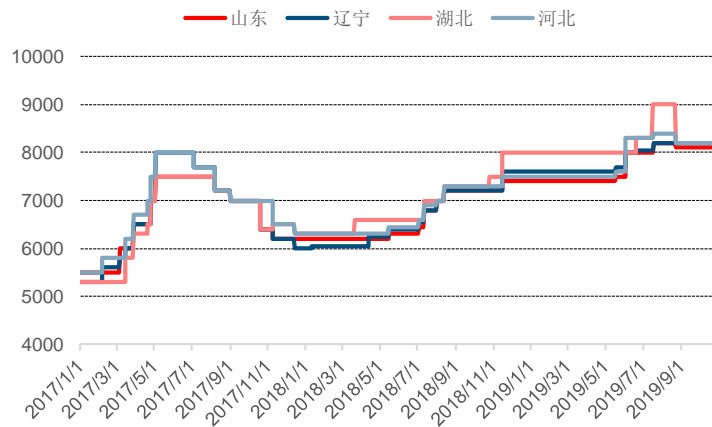
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表: 2016 年前五大客户

序号	客户名称	销售金额 (万元)	占比	销售模式	简介
1	SUN CHEMICAL CORP	6,546.90	16.04%	经销	注册于美国特拉华州, 成立于 1945 年, 是美洲和欧洲涂料、塑料生产企业的主要供应商之一
2	苏州博采化工有限公司	1,313.13	3.22%	经销	成立于 2015 年, 注册资本 50 万元
3	阿塞托国际贸易 (上海) 有限公司	1,311.47	3.21%	经销	成立于 2003 年, 其集团公司 ACETO 在纳斯达克上市, 从事医药中间体、成品仿制药等的市场营销分销
4	常州市恒腾贸易有限公司	1,301.63	3.19%	经销	成立于 2007 年, 注册资本 51 万元
5	IMCD	1,285.74	3.15%	经销	成立于 1995 年, 总部位于荷兰的上市集团公司, 专注于特殊化学品和食品原料的分销
合计		11,758.87	28.81%	-	-

资料来源: 公司招股书, 中信建投证券研究发展部

图 1: 三季度四氯化钛价格出现小幅上涨



资料来源: 百川资讯, 中信建投证券研究发展部

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	408.24	469.16	586.77	610.35	753.75	941.10
增长率(%)	24.67%	14.92%	25.07%	4.02%	23.49%	24.86%
归属母公司股东净利润	108.75	118.02	180.21	165.43	206.85	274.78
增长率(%)	8.22%	8.52%	52.69%	-8.20%	25.04%	32.84%
每股收益(EPS)	0.232	0.252	0.385	0.353	0.442	0.587
每股股利(DPS)	0.043	0.046	0.120	0.071	0.088	0.176
每股经营现金流	0.157	0.135	0.150	0.295	0.393	0.490
销售毛利率	46.91%	44.87%	46.13%	47.34%	48.72%	50.13%
销售净利率	25.86%	24.73%	30.68%	27.44%	27.86%	29.62%
净资产收益率(ROE)	22.04%	10.36%	13.89%	11.57%	12.97%	15.37%
投入资本回报率(ROIC)	25.21%	19.46%	18.20%	14.07%	14.58%	16.63%
市盈率(P/E)	65.28	60.16	39.40	42.92	34.32	25.84
市净率(P/B)	14.39	6.23	5.47	4.97	4.45	3.97
股息率(分红/股价)	0.003	0.003	0.008	0.005	0.006	0.012

报表预测

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	408.24	469.16	586.77	610.35	753.75	941.10
减: 营业成本	216.74	258.65	316.07	321.39	386.51	469.37
营业税金及附加	3.26	5.86	6.66	5.80	6.78	7.53
销售费用	28.60	32.24	41.30	46.69	54.27	63.99
管理费用	37.61	49.09	26.02	29.60	41.46	51.76
研发费用	0.00	0.00	21.30	21.36	26.38	32.94
财务费用	2.02	6.75	-8.86	3.12	12.19	11.89
资产减值损失	1.29	0.47	0.99	0.50	1.38	2.09
加: 投资收益	2.45	19.66	26.33	13.63	20.21	23.83
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	121.17	135.75	209.62	195.52	244.99	325.36
加: 其他非经营损益	2.75	-0.79	-0.44	-0.75	-0.80	-1.20
利润总额	123.92	134.97	209.18	194.77	244.19	324.16
减: 所得税	18.36	18.93	29.15	27.27	34.19	45.38
净利润	105.56	116.04	180.03	167.50	210.01	278.78
减: 少数股东损益	-3.19	-1.98	-0.18	2.07	3.16	4.00
归属母公司股东净利润	108.75	118.02	180.21	165.43	206.85	274.78
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	24.71	87.57	49.59	44.93	62.52	144.28
应收和预付款项	105.11	123.37	149.22	144.89	173.32	185.84

存货	163.99	221.59	334.93	405.28	488.86	521.47
其他流动资产	2.80	204.46	113.91	22.23	25.14	26.30
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	406.86	425.11	586.35	793.65	930.78	961.19
无形资产和开发支出	64.51	63.10	86.59	210.50	208.00	205.50
其他非流动资产	79.57	113.40	140.05	145.25	151.21	151.42
资产总计	847.54	1238.61	1460.64	1766.73	2039.83	2196.00
短期借款	100.22	0.00	30.00	120.00	130.00	95.00
应付和预收款项	88.27	48.42	79.09	73.01	100.01	110.20
长期借款	110.46	0.00	0.00	90.00	154.21	104.71
其他负债	56.89	49.41	53.17	50.93	54.17	88.32
负债合计	355.83	97.83	162.27	333.94	438.39	398.23
股本	270.00	360.00	468.00	468.00	468.00	468.00
资本公积	32.85	491.63	383.63	383.63	383.63	383.63
留存收益	190.61	287.98	445.77	578.11	743.59	935.93
归属母公司股东权益	493.46	1139.60	1297.39	1429.74	1595.22	1787.56
少数股东权益	-1.74	1.18	0.98	3.05	6.21	10.21
股东权益合计	491.71	1140.78	1298.38	1432.79	1601.43	1797.77
负债和股东权益合计	847.54	1238.61	1460.64	1766.73	2039.83	2196.00
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	73.69	63.41	70.42	137.88	184.03	229.24
投资性现金净流量	-158.28	-306.54	-125.41	-272.98	-361.81	-228.40
筹资性现金净流量	77.76	306.72	8.40	125.22	202.49	101.55
现金流量净额	-6.16	63.69	-44.55	-9.88	24.71	102.39

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, 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

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
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

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