

调 研 简 报 坤彩科技 股票代码：603826.SH

国内珠光材料龙头企业,产品结构升级带来快速增长

事 项：
我们近期赴公司就经营情况进行了调研交流

主要观点

1. 公司是国内最大、全球第二的珠光材料生产龙头，主要产品为天然云母珠光材料

公司是国内规模最大、全球规模第二大的珠光材料生产企业，一期项目珠光材料产能 1.5 万吨（技改中），二期项目设计产能 3 万吨，已建成 2 万吨，合成云母技改后产能可达 1 万吨。17 年前三季度收入 3.4 亿元，同增 17.8%，净利润 0.88 亿元，同增 12%，天然云母珠光材料是公司最主要的营收和利润来源，公司整体毛利率高于同行，原材料价格上涨较多使得 17 年净利润增速慢于收入增速。谢秉昆为公司目前的实际控制人，持有公司 50.6% 的股权，谢氏家族合计持有公司 66.2% 的股权。

2. 受益于下游增长、渗透率提高和应用领域延伸，珠光材料行业增速逾 10%

08-15 年全球珠光材料市场规模从 4.5 亿美元增长至 12.7 亿美元，年复合增速高达 16%，产量从 4.3 万吨增长至 10 万吨，年复合增速高达 11%。珠光材料下游极为分散，包括涂料、塑料、化妆品、油墨、皮革、陶瓷、建材、种子包衣等行业，其中涂料和塑料是最大的应用领域，16 年全球涂料行业增速近 7%，塑料行业保持平稳。预计珠光材料超越下游行业的增长主要来自原有领域渗透率的提高和应用领域的延伸。

3. 公司产品结构不断升级，重点发展汽车级和化妆品级珠光材料

公司汽车级和化妆品级珠光产品毛利率通常在 70% 以上，较普通工业级产品高出 40%，但该部分市场主要掌握在默克和巴斯夫等海外巨头手中，尤其是汽车级客户认证壁垒高，认证时间长达 7 年以上。目前公司已切入全球主要的汽车级涂料企业，供应比例有较大发展空间。同时，公司化妆品级产品也已切入全球化妆品巨头企业，由于基数较小，产品销售近两年放量增长，

4. 公司合成云母生产技术业内领先，创造新增长点

云母属于非金属矿物，下游广泛应用于珠光颜料、绝缘材料、保温材料及耐火材料等工业。相较于天然云母，合成云母纯度高，耐高温性好，是一种良好的高温绝缘和窗口材料，可满足更苛刻的应用场合，如各种超小型、高可靠、长寿命特殊电子管用的绝缘撑片、各种射线探测器窗口，微波发射管输出窗口、电容器芯片、高压锅炉水位计以及其他高温电气绝缘等。公司采用自主研发的高温熔融法生产，技改后产能可达 1 万吨，合成云母转化率高达 70%，属于业内领先水平。

5. 投资建议：

我们预计公司 17-19 年的净利润分别为 1.2、2、2.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.57、0.7，目前股价对应 PE 分别为 41、24、20 倍，推荐评级。

6. 风险提示：

汽车级、化妆品级产品推广不及预期。

目标价：- RMB

当前股价：14.22RMB

投资评级 推荐

评级变动 首次评级

华创证券研究所



证券分析师：曹令

执业编号：S0360513040001
电话：010-66500885
邮箱：caoling@hcyjs.com



联系人：陈凯茜

电话：010-63214656
邮箱：chenkaixi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	36,000
流通 A 股/B 股(万股)	9,000/-
资产负债率(%)	7.7
每股净资产(元)	3.1
市盈率(倍)	43.32
市净率(倍)	10.37
12 个月内最高/最低价	28.39/9.75

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

目 录

一、国内珠光材料龙头企业，天然云母珠光材料是主要的营收来源.....	4
二、珠光材料行业增速逾 10%，公司提升产品结构快速增长。	6
三、合成云母下游应用广泛，公司生产技术业内领先.....	8
四、投资建议.....	10

图表目录

图表 1	公司主要产品产能情况	4
图表 2	谢秉昆为公司实际控制人，持有公司 50.6%的股权	4
图表 3	公司营业收入和增速	5
图表 4	公司归母净利润和增速	5
图表 5	天然云母珠光材料是公司目前主要的收入来源	5
图表 6	玻璃基材毛利率最高	5
图表 7	公司毛利率高于同行	5
图表 8	16 年主要产品销量均快速增长	5
图表 9	珠光材料光泽原理	6
图表 10	珠光材料产业链	7
图表 11	15 年全球珠光材料市场规模 12.5 亿美元	8
图表 12	15 年我国珠光材料产量占全球的 35%	8
图表 13	16 年全球涂料产量增速为 7%	8
图表 14	近年全球塑料产量基本保持稳定	8
图表 15	合成云母性能优于天然云母	9
图表 16	合成云母粉制作工艺	10

一、国内珠光材料龙头企业，天然云母珠光材料是主要的营收来源

公司主营珠光材料的研发、生产和销售，是国内规模最大，全球规模第二的行业龙头。公司的珠光材料主要有三种：天然云母珠光材料、合成云母珠光材料和玻璃基材珠光材料。公司目前是国内规模最大、全球规模第二大的珠光材料生产企业，一期项目珠光材料产能 1.5 万吨（技改中），二期项目设计产能 3 万吨，已建成 2 万吨，合成云母技改后产能可达 1 万吨。

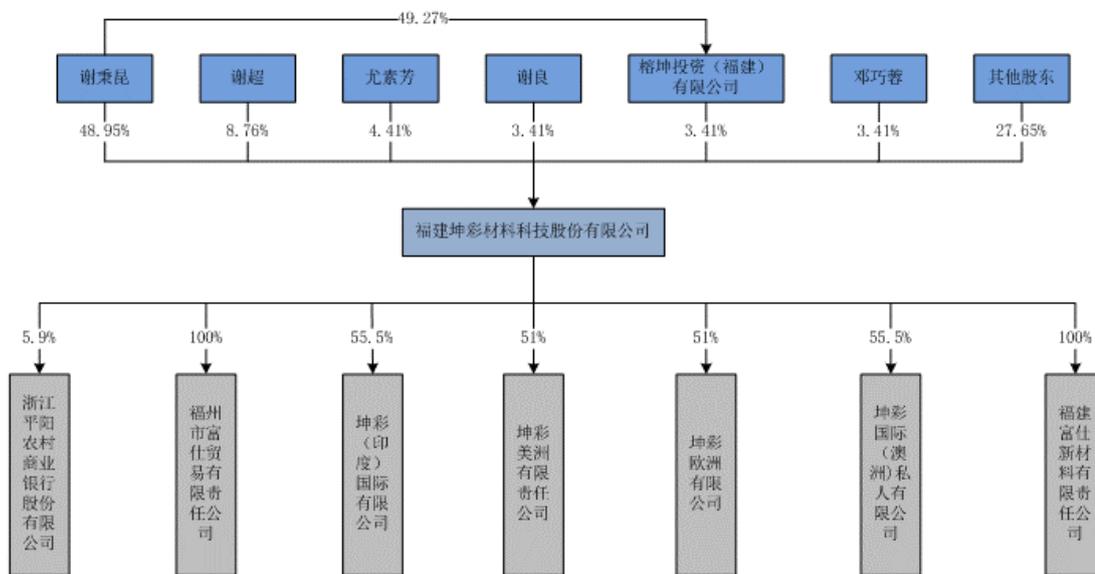
图表 1 公司主要产品产能情况

产品	现有产能（吨）	新增产能（吨）	投产时间	地址
珠光材料	14200	-14200	2018 年将关停	一期工厂
	20000		2017 年中已开始正式生产	二期工厂
		10000	2019 年	二期工厂
合成云母	10000		2017 年中已开始正式生产	一期工厂

资料来源：公司公告，公司调研，华创证券

目前公司控股股东和实际控制人为谢秉昆，持有公司 50.63% 的股权，家族合计持有 66.2% 的股权。公司股东谢秉昆和邓巧蓉为夫妻，和谢良为父子，和谢超为叔侄，家族持股合计 66.21%。公司控股子公司中，除了浙江平阳农村商业银行股份有限公司主营存款和贷款等银行业务外，坤彩科技和其他子公司都主营珠光材料和云母的相关业务。

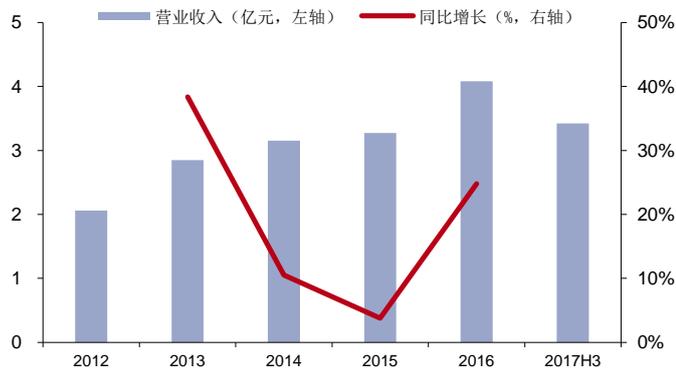
图表 2 谢秉昆为公司实际控制人，持有公司 50.6% 的股权



资料来源：公司公告，华创证券

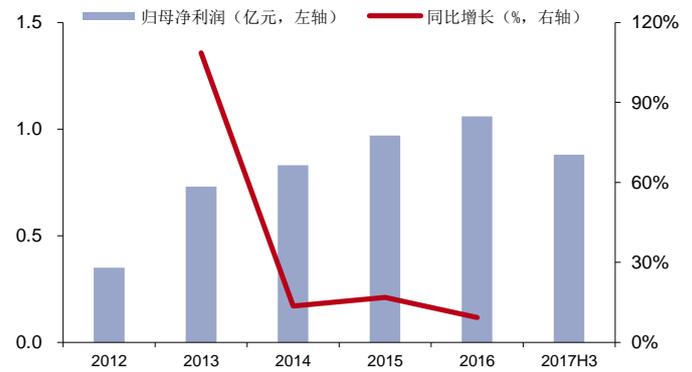
2017 年前三季度营业收入 3.42 亿元，同增 18%，净利润 0.88 亿元，同增 12%，原材料价格上涨是利润增速慢于收入增速的主要原因。回顾公司过去几年的发展来看，14-15 年受全球经济发展调整的影响，收入增速下降至 0-10% 的区间，净利润增速下降至 10%-20% 的区间，至 16 年，受益于公司全球销售网络的完善、新客户的开拓、产品结构升级，公司业绩恢复高速增长。

图表 3 公司营业收入和增速



资料来源：公司公告，华创证券

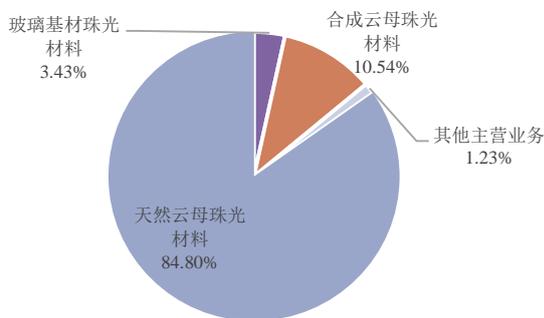
图表 4 公司归母净利润和增速



资料来源：公司公告，华创证券

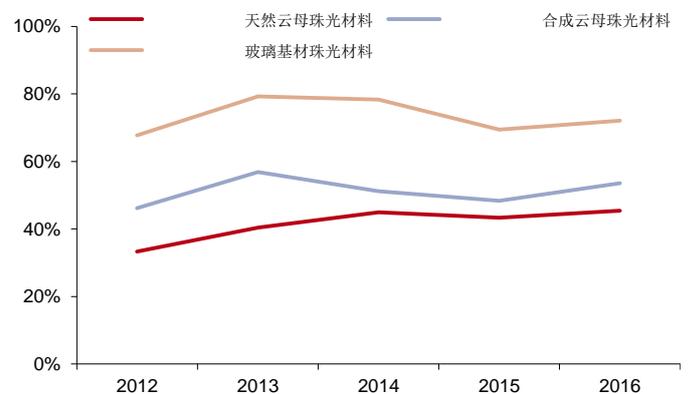
公司目前的营业收入主要来源于天然云母珠光材料，合成云母珠光材料毛利率高于天然云母珠光材料，公司毛利率高于同行。2016 年公司的天然云母珠光材料营收占主营业务收入比重最大，达到 84.80%。合成云母珠光材料营收占比 10.54%，玻璃基材珠光材料营收占比 3.43%。2012-2016 年，公司通过持续的技术变革和设备改造提高了开工率，玻璃基材珠光材料和合成云母珠光材料毛利率均保持较高水平。直至 2016 年，公司玻璃基材珠光材料毛利率达到 72.09%，合成云母珠光材料毛利率达到 53.59%，天然云母珠光材料毛利率达到 45.43%。

图表 5 天然云母珠光材料是公司目前主要的收入来源



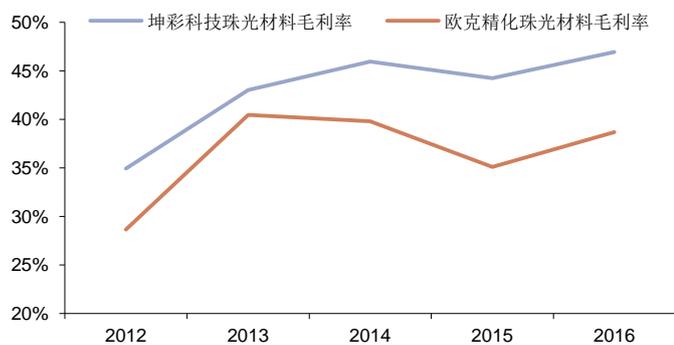
资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 玻璃基材毛利率最高



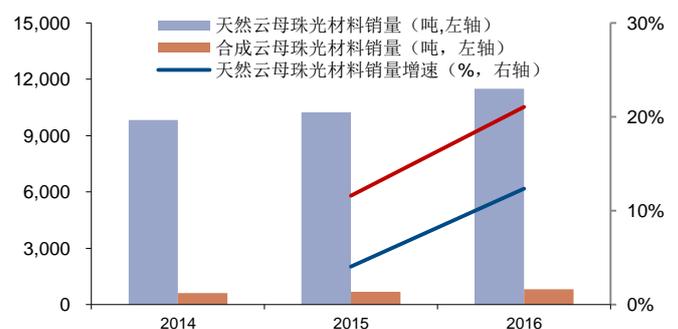
资料来源：公司公告，华创证券

图表 7 公司毛利率高于同行



资料来源：公司公告，华创证券

图表 8 16 年主要产品销量均快速增长

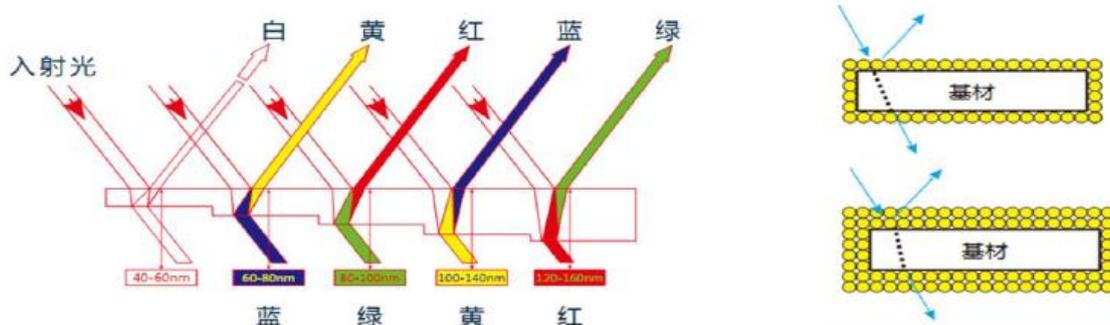


资料来源：公司公告，华创证券

二、珠光材料行业增速逾 10%，公司提升产品结构快速增长。

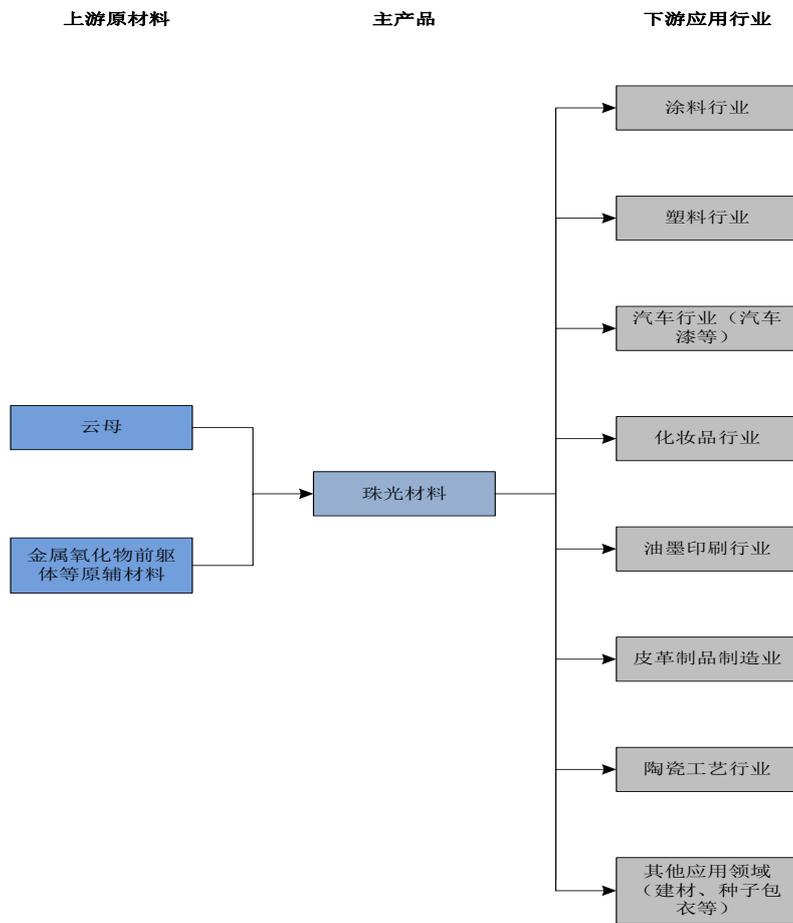
珠光材料又称“珠光效果材料”，是根据珍珠光泽、鱼类的鳞片、贝壳珠光效果形成的原理，通过特定工艺方法，在天然云母或人工合成等基材表面包覆一层或多层金属氧化物，制得的一种材料。由于特殊的材质与结构，当光照射到这些材料的表面时，会发生光的折射，随着包覆层不同厚度产生光的干涉与透射作用，从而形成了奇妙的闪烁光泽，重显自然界固有的色彩。珠光材料按基材划分，可分为天然云母珠光材料、合成云母珠光材料和玻璃基材珠光材料；按用途划分，可分为汽车级珠光材料、化妆品级珠光材料和工业级珠光材料。珠光材料的上游原材料为云母和金属氧化物前躯体，下游应用于涂料、塑料、汽车、化妆品、油墨、皮革、陶瓷、建材、种子包衣等行业。

图表 9 珠光材料光泽原理



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 10 珠光材料产业链



资料来源：招股说明书，华创证券

15 年全球珠光材料市场规模 12.7 亿美元，08-15 年复合增速为 16%，08-15 年产量复合增速为 11%，我国珠光材料产量全球占比约 35%。近十年来全球珠光材料发展较快，产量从 2008 年 4.72 万吨，增长到 2015 年的约 10 万吨，年复合增长率约为 11.33%。2008 年-2015 年全球珠光材料的市场需求从 4.52 亿美元增长到 2015 年的 12.68 亿美元，年复合增长率达到 15.88%。按此年复合增长率测算，至 2019 年全球珠光材料的市场规模将达到 22.86 亿美元。到 2010 年底，我国已具备了年产 2 万吨珠光材料的生产能力，其中有超过 1 万吨的珠光材料出口到世界各国。至 2015 年，我国珠光材料产量已经达到了近 3.5 万吨，约占全球产量的 35%，我国珠光材料制造行业规模企业个数达到了 20 多家，行业工业企业销售产值从 2009 年的 3.49 亿元增加到 2015 年的 11.14 亿元。

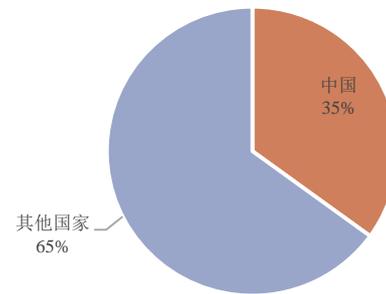
珠光材料下游极为分散，包括涂料、塑料、化妆品、油墨、皮革、陶瓷、建材、种子包衣等行业，其中涂料和塑料是最大的应用领域，16 年全球涂料行业增速近 7%，塑料行业保持平稳。预计珠光材料超越下游行业的增长主要来自应用领域的扩展和渗透率的提高。

图表 11 15 年全球珠光材料市场规模 12.5 亿美元



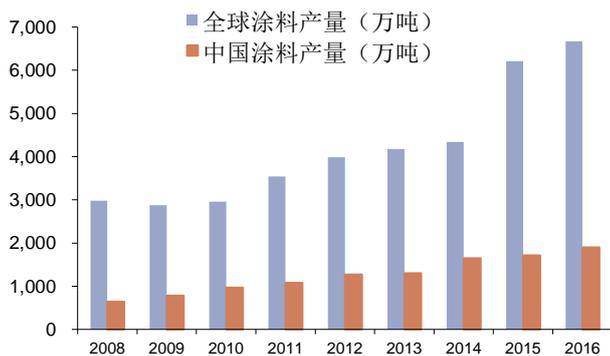
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 12 15 年我国珠光材料产量占全球的 35%



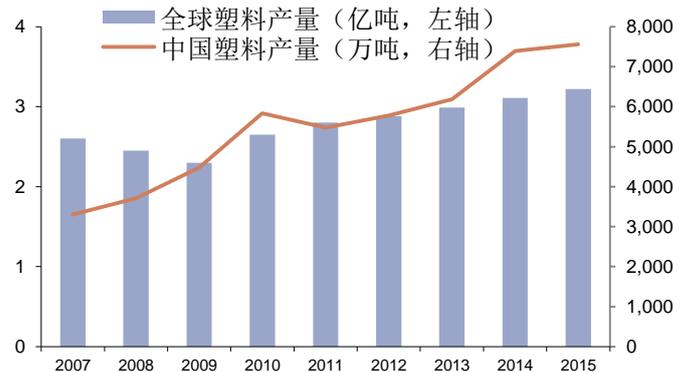
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 13 16 年全球涂料产量增速为 7%



资料来源：中国产业信息网，华创证券

图表 14 近年全球塑料产量基本保持稳定



资料来源：中国产业信息网，华创证券

公司是国内的珠光材料龙头企业，规模为全球第二大企业，将重点发展汽车级和化妆品级产品。公司一期项目珠光材料产能 1.5 万吨（技改中），二期项目设计产能 3 万吨，已建成 2 万吨。海外主要的珠光企业包括默克、巴斯夫等，尽管其产能规模与坤彩接近，但由于默克、巴斯夫主要生产和销售汽车级、化妆品级等高价高附加值产品，默克 16 年珠光材料的销售收入规模接近 5 亿欧元，坤彩销售规模仅 4-5 亿人民币。汽车级和化妆品级的产品是坤彩未来的发展重点。汽车级用户认证壁垒高，通常切入汽车级用户需要耗时 7 年以上。目前公司已切入全球主要的汽车级涂料企业，供应比例有较大发展空间。同时，公司化妆品级产品也已切入全球化妆品巨头企业，产品销售近两年放量增长。

三、合成云母下游应用广泛，公司生产技术业内领先

合成云母又称氟金云母，通常用化工原料经高温熔融冷却析晶而制得，性能好于天然云母，主要应用于高端市场。云母是一种重要的非金属矿物，具有绝缘透明、耐热耐腐蚀、易分割且富有弹性等特性，下游广泛应用广泛，包括珠光颜料、绝缘材料、保温材料及耐火材料等工业。天然云母多产于岩浆岩、变质岩和沉积岩中，由于我国天然云母储量低，基本上都是从印度等国家进口。由于完全依赖于进口存在政治风险，国内自 20 世纪 60 年代便开始

自主研发合成云母，1963年建材部非金属矿研究所（中材人工晶体研究所前身）成立后，首先采用内热法研制成功了合成云母。相较于天然云母，合成云母纯度更高，耐高温性更好，是一种良好的高温绝缘和窗口材料，可满足更苛刻的应用场合，如各种超小型、高可靠、长寿命特殊电子管用的绝缘撑片、各种射线探测器窗口，微波发射管输出窗口、电容器芯片、高压锅炉水位计以及其他高温电气绝缘等场合。目坤彩采用自主研发的高温熔融法生产，技改完成后产能可达到1万吨，合成云母转化率高达70%，属于业内领先水平。

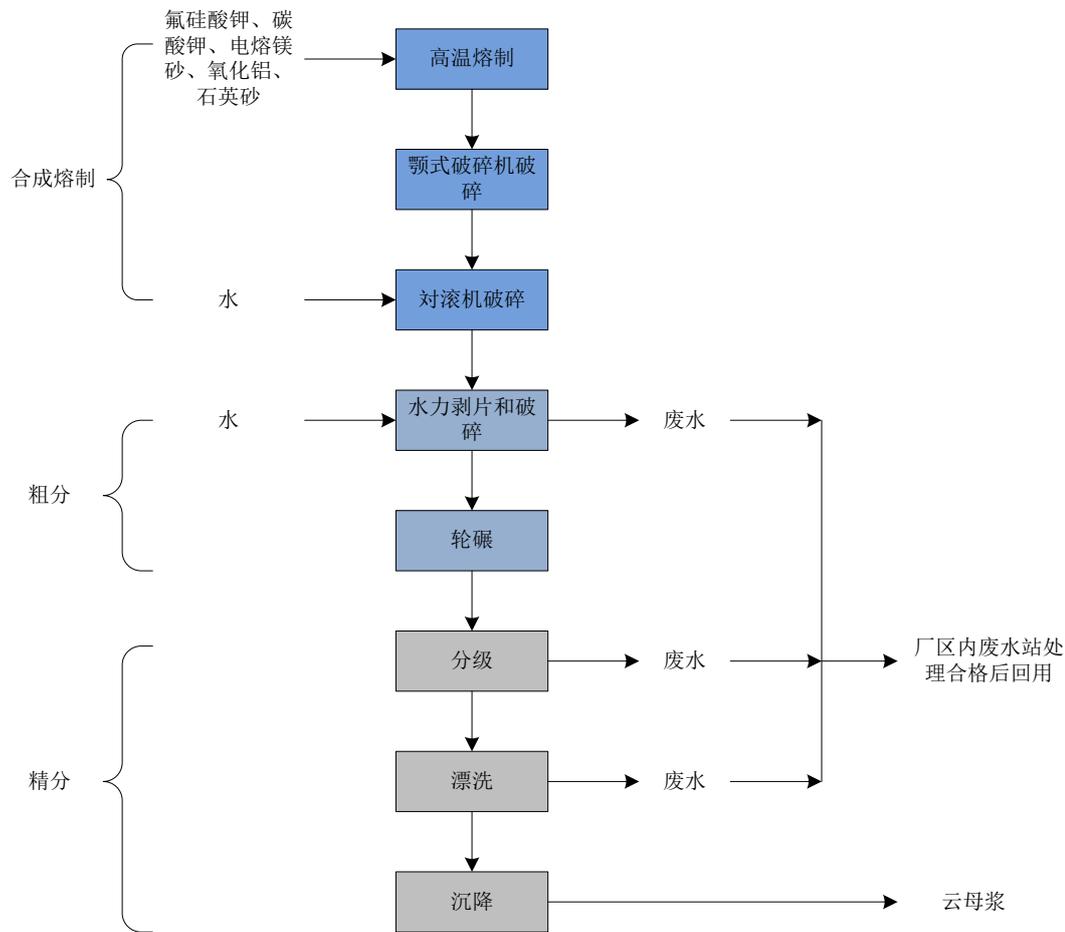
图表 15 合成云母性能优于天然云母

产品	市场	特点	应用领域	竞争格局
天然云母	中低端	生产技术要求低；产品纯度不足；表面有波纹或折曲、裂纹；耐高温性、耐候性相对较弱；珠光效果单一，色泽可调节性差；产品售价低	工业领域，对于珠光效果要求不高，需求多样性较低	集中较多中小企业，生产规模小；产品同质性高；利润低，竞争激烈
合成云母	高端	基材易加工、原材料对于合成技术要求高；组分可控，可根据下游需求研发不同珠光效果产品；高纯度，优异的耐高温性；高亮度，更宽的透光区；更好的平整度，卓越的高温绝缘性能；无杂质，无放射性；几乎不含重金属，无毒	汽车行业轿车面漆、高档修补漆；化妆品行业；高端油墨印刷、玩具、包装、装饰材料等工业领域	以德国默克、巴斯夫、韩国CQV为代表的跨国企业占主导，近年来坤彩科技跻身行业第三；市场售价利润双高

资料来源：招股说明书，华创证券

公司采用的合成云母生产工艺主要分为三个阶段：**合成熔制、粗分和精分过程**。首先，将合成云母配方原料装入高温熔制炉熔制形成合成云母晶体，然后通过颚式破碎机对合成云母晶体进行破碎，再通过对滚机进一步分剥云母，使云母片进一步变小变薄，水力剥片和破碎后进入轮碾机进一步分剥，再按照不同的粒径进行分级，即完成了云母粗分与精分的工序，同时也完成了云母浆（粉）的制作。

图表 16 合成云母粉制作工艺



资料来源：招股说明书，华创证券

四、投资建议

我们预计公司 17-19 年的净利润分别为 1.2、2、2.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.57、0.7，目前股价对应 PE 分别为 41、24、20 倍，推荐评级。

风险提示：汽车级、化妆品级产品推广不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	25	168	322	546
应收票据	4	4	4	4
应收账款	93	116	174	209
预付账款	7	10	14	16
存货	164	212	301	361
其他流动资产	4	4	4	4
流动资产合计	297	514	819	1,140
其他长期投资	70	70	70	70
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	367	292	232	185
在建工程	40	40	40	40
无形资产	65	65	65	65
其他非流动资产	9	9	9	9
非流动资产合计	551	476	416	369
资产合计	848	990	1,235	1,509
短期借款	100	100	100	100
应付票据	3	3	3	3
应付账款	82	106	150	180
预收款项	0	0	1	1
其他应付款	3	3	3	3
一年内到期的非流动负债	19	19	19	19
其他流动负债	19	19	19	19
流动负债合计	227	251	295	325
长期借款	110	110	110	110
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	19	19	19	19
非流动负债合计	129	129	129	129
负债合计	356	380	424	454
归属母公司所有者权益	493	615	822	1,073
少数股东权益	-2	-5	-11	-19
所有者权益合计	492	610	811	1,054
负债和股东权益	848	990	1,235	1,509

现金流量表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	123	148	156	222
现金收益	123	198	262	290
存货影响	-33	-48	-89	-60
经营性应收影响	-31	-25	-62	-38
经营性应付影响	58	24	44	30
其他影响	5	0	0	0
投资活动现金流	-216	-1	0	-1
资本支出	-233	-1	0	-1
股权投资	2	0	0	0
其他长期资产变化	15	0	0	0
融资活动现金流	88	-4	-1	1
借款增加	108	0	0	0
财务费用	-2	-4	-1	1
股东融资	-18	0	0	0
其他长期负债变化	0	0	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	408	510	765	919
营业成本	217	281	398	478
营业税金及附加	3	4	6	7
销售费用	29	36	54	64
管理费用	38	47	71	85
财务费用	2	4	1	-1
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	121	139	236	286
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	124	139	236	286
所得税	18	21	35	42
净利润	106	118	201	244
少数股东损益	-3	-4	-6	-7
归属母公司净利润	109	122	207	251
NOPLAT	104	122	202	242
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.34	0.57	0.70

主要财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	24.7%	25.0%	50.0%	20.0%
EBIT 增长率	36.5%	17.0%	66.1%	20.0%
归母净利润增长率	8.2%	11.9%	69.9%	21.3%
获利能力				
毛利率	46.9%	45.0%	48.0%	48.0%
净利率	25.9%	23.2%	26.2%	26.5%
ROE	22.0%	19.8%	25.2%	23.4%
ROIC	16.5%	16.3%	21.3%	20.3%
偿债能力				
资产负债率	42.0%	38.4%	34.4%	30.1%
债务权益比	50.6%	40.8%	30.7%	23.6%
流动比率	130.9%	205.1%	277.5%	350.5%
速动比率	58.5%	120.4%	175.5%	239.4%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收帐款周转天数	82	82	82	82
应付帐款周转天数	135	135	135	135
存货周转天数	272	272	272	272
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.34	0.57	0.70
每股经营现金流	0.34	0.41	0.43	0.62
每股净资产	1.37	1.71	2.28	2.98
估值比率				
P/E	47	41	24	20
P/B	10	8	6	5
EV/EBITDA	38	24	18	16

化工组团队介绍

组长、首席分析师：曹令

工学硕士。2011 年加入华创证券研究所。2013 年、2016 年新财富最佳分析师第四名，2016 年金牛最佳分析师第三名。2017 年新财富最佳分析师第三名。

分析师：刘和勇

复旦大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。

研究员：陈凯茜

上海财经大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

研究员：冯自力

中国科学院管理科学与工程硕士，丹麦奥尔堡大学创新管理硕士（第二学位）。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	申涛	高级销售经理	010-63214683	shentao@hcyjs.com
	刘蕾	销售经理	010-63214683	liulei@hcyjs.com
	黄旭东	销售经理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	资深销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-82027731	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	资深销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500