



家具涂装和嘉业航空带来变化

——神剑股份（002361）调研简报

2016 年 07 月 13 日

强烈推荐/首次

神剑股份

调研简报

报告摘要:

家具涂装有望成为新的蓝海。目前公司聚酯产能 13.5 万吨，16 年产能达到 15 万吨，17 年产能达到 20 万吨，公司 2014 年市占率 22%，2015 年的市占率为 25%，不断提升，2016 随着环保的不断趋严，预计市占率能够进一步提升，成为国内聚酯树脂的绝对龙头。同时公司与国际国内知名厂商进行合作，“MDF 人造木板粉末经典涂装技术设备及粉末涂料的研究应用”项目达到国际先进水平，在家具涂装市场完成从 0 到 1 的转变，未来家具涂装将成为公司新的利润增长点。

主要原材料处于下降通道。公司产品的主要原料为新戊二醇（NPG）和精对二甲苯（PTA）价格处于下降通道中，我们了解到公司的 NPG 一直采用进口原料，价格波动较小，占用成本 35% 左右，同时公司自己的产品已经开始进行试生产，未来完全满足自用，能够提升一定毛利率；PTA 占成本 35% 左右，并且 PTA 与油价紧密相关，去年 PTA 价格处于底部，我们判断未来随着新增产能的投产，将进一步打压 PTA 的价格，公司将成为受益者，议价能力提升，能够进一步提升毛利率。

嘉业航空带来新的变量。15 年公司并购嘉业航空，在军工领域进行布局，其中嘉业航空对 16、17 年的业绩承诺为不低于 4100 万和 5100 万，嘉业航空未来的发展是有竞争力的产品进一步做大做强，如轨道交通及航空航天工装夹，同时在无人机等关键技术领域进行拓展，在原有的高压成型、3D 打印等方面提升市场份额。双主业相互合作，相互促进，良性循环。

公司盈利预测及投资评级。神剑股份是国内最大的粉末涂料用聚酯树脂行业的龙头企业，现有粉末涂料业务有望取得新的突破，提升产品毛利率，同时收购的嘉业航空技术领先，利润稳定，随着公司稳定的现金流注入，有望加快发展速度，我们预计公司 2016 年-2018 年的营业收入分别为 1.9 亿元、2.5 亿元和 3.1 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 4.76 亿元、5.46 亿元和 6.06 亿元，每股收益分别为 0.22 元、0.29 元和 0.35 元，对应 PE 分别为 35X、26X、22X。

“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,249.58	1,178.69	1,474.50	1,872.00	2,105.20
增长率（%）	27.19%	-5.67%	25.10%	26.96%	12.46%
净利润（百万元）	86.64	116.89	190.00	251.86	301.18
增长率（%）	36.06%	34.85%	62.62%	32.56%	19.59%
净资产收益率（%）	7.33%	6.78%	8.24%	10.04%	10.96%
每股收益（元）	0.27	0.30	0.22	0.29	0.35
PE	28.85	25.97	35.37	26.68	22.31
PB	2.52	1.95	2.91	2.68	2.44

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

廖鹏飞

010-66554121

liaopf@dxzq.net.cn

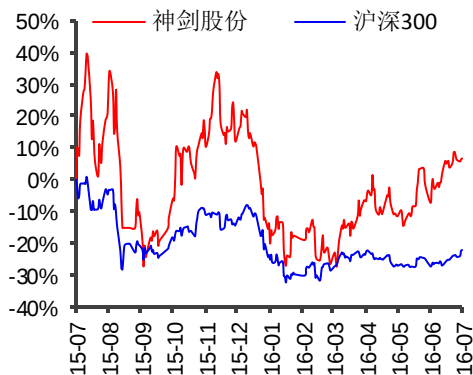
执业证书编号:

S0100115090039

交易数据

52 周股价区间（元）	6.80-20.06
总市值（亿元）	67.45
流通市值（亿元）	42.72
总股本/流通 A 股（百万股）	862/546
流通 B 股/H 股（百万股）	/
52 周日均换手率	4.45

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1.	家具涂装完成从 0 到 1 转变	3
2.	毛利仍有提升空间	4
3.	嘉业航空布局军工	5
4.	盈利预测	6
5.	风险提示	6

表格目录

表 1:公司盈利预测表	7
-------------------	---

插图目录

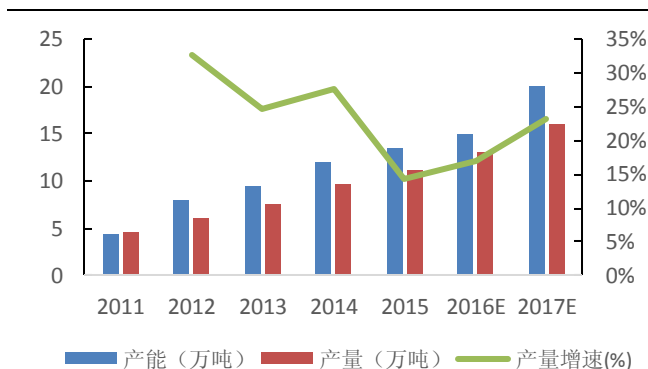
图 1: 公司的产能和产量（万吨）	3
图 2: 公司 2015 年市占率	3
图 3: 公司的产能和产量（万吨）	3
图 4: 公司 2015 年市占率	3
图 5: 粉末涂料不同品种占比情况	4
图 6: 粉末涂料应用领域	4
图 7: 今年公司预收款项及增长率	4
图 8: 公司的毛利率水平	4
图 9: PTA 价格及价差走势(元)	5
图 10: 新戊二醇价格走势(元)	5

1. 家具涂装完成从 0 到 1 转变

公司为粉末涂料用聚酯的国内龙头企业，长期为阿克苏·诺贝尔、杜邦，以及海尔、格力、三星、LG 等高端客户提供配套服务，净利润依旧保持较高的增长。公司的海外业务拓展也在稳步进行，目前海外业务的利润增长率保持在 30~50% 左右。

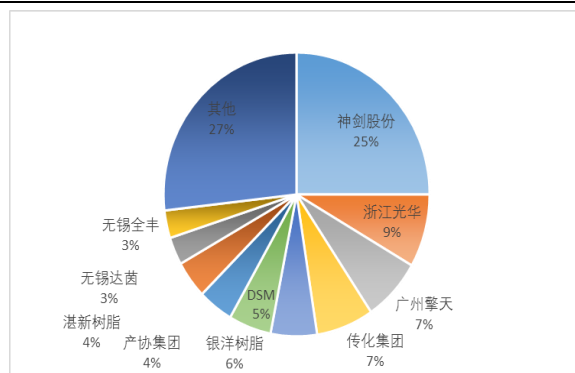
目前公司聚酯产能 13.5 万吨，16 年产能达到 15 万吨，17 年产能达到 20 万吨，公司 2014 年市占率 22%，2015 年的市占率为 25%，不断提升，2016 随着环保的不断趋严，预计市占率能够进一步提升，成为国内聚酯树脂的绝对龙头。

图 1：公司的产能和产量（万吨）



资料来源：公司公告, 东兴证券研究所

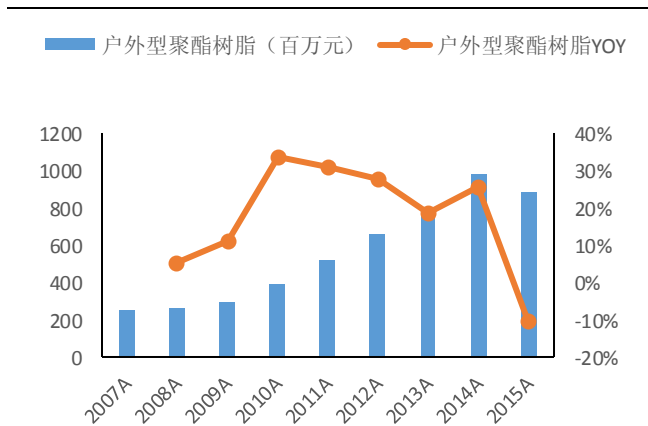
图 2：公司 2015 年市占率



资料来源：wind, 东兴证券研究所

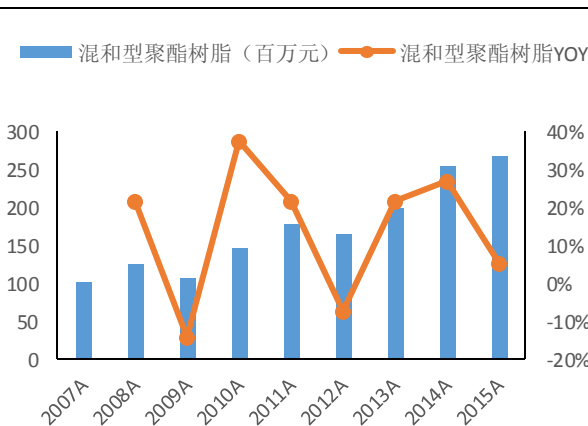
随着公司市占率的提升，公司行业内地位较高，公司也在聚酯方面不断进行新的探索。公司目前的主要产品为户外型聚酯产品和混合型聚酯产品，主要产品的销量稳步增长，利润稳步提升。

图 3：公司的产能和产量（万吨）



资料来源：公司公告, 东兴证券研究所

图 4：公司 2015 年市占率

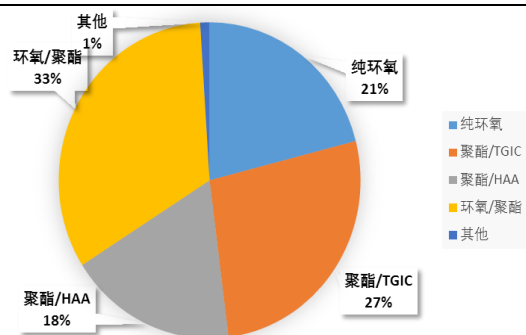


资料来源：公司公告, 东兴证券研究所

整个粉末涂料行业不断发展，公司也在不断创新发展。目前在热固型粉末涂料中主要有纯环氧体系、聚酯/TGIC 体系、聚酯/HAA、环氧/聚酯等，占主导地位的为环氧树

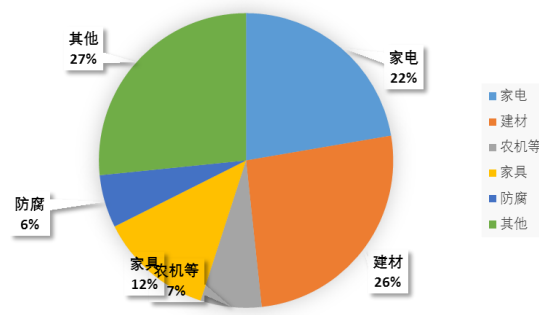
脂和聚酯两大类，同时由于环氧树脂价格偏高，近年来粉末厂商为了降低成本，研发逐步趋向于聚酯树脂占比不断提高的品种。同时在新的领域特别是家具领域的应用一直是蓝海阶段，为各个厂家的必争之地。

图 5：粉末涂料不同品种占比情况



资料来源：公司公告,东兴证券研究所

图 6：粉末涂料应用领域



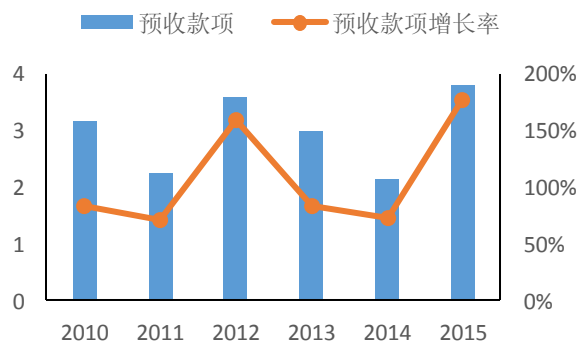
资料来源：公司公告,东兴证券研究所

公司与国际国内知名厂商进行合作，“MDF 人造木板粉未经典涂装技术设备及粉末涂料的研究应用”项目达到国际先进水平(MDF：中密度纤维板，应用于家具领域)已经可以应用于家具市场，在家具上的应用已经完成了从 0 到 1 的突破，公司目前在积极的进行市场拓展，一旦市场空间打开，将给公司带来新的利润增长点。

2. 毛利仍有提升空间

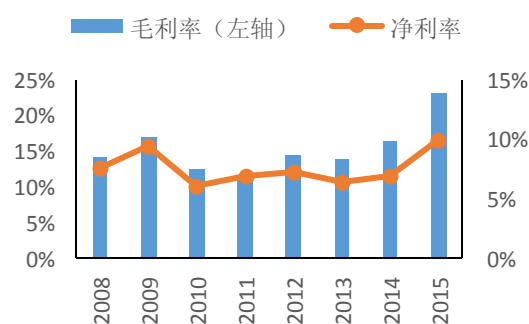
公司的聚酯树脂主要应用于热固性粉末涂料，热固性粉末涂料实际生产过程中存在调色的过程，产品一旦定型后，作为消费品的色差要在一定范围之内，所以热固性粉末涂料公司很少更换材料来源，行业特点决定了公司产品一旦使用，将稳定供应，替换可能性较低，公司对产品的议价能力较强。同时，公司的毛利率水平也一直较高。

图 7：今年公司预收款项及增长率



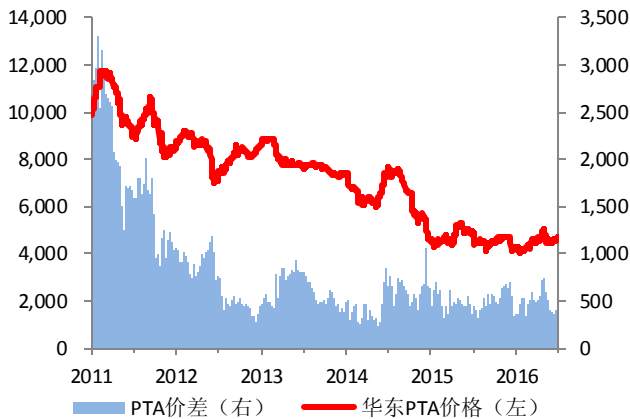
资料来源：公司公告,东兴证券研究所

图 8：公司的毛利率水平

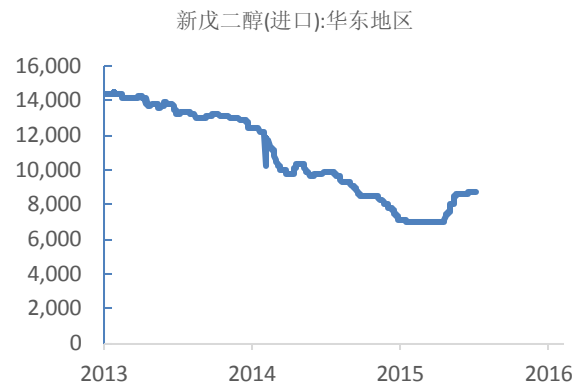


资料来源：公司公告,东兴证券研究所

聚酯树脂的主要生产原料为精对苯二甲酸（PTA）、新戊二醇（NPG）、己二酸、乙二醇、偏苯三酸酐等，其中，PTA、NPG 是最主要的两种原料，其在聚酯树脂中的单耗分别为 0.55:0.33，成本占比约为 0.35:0.35。其中 PTA 的价格与石油价格最为密切相关。

图 9：PTA 价格及价差走势(元)


资料来源：隆众石化,东兴证券研究所

图 10：新戊二醇价格走势(元)


资料来源：金银岛,东兴证券研究所

新戊二醇（NPG）的价格处于下降通道之中，近年维持在 7500~8500 元/吨左右，在成本中约占 35%的比例，公司自己也在新建 NPG 工厂，目前还没有投入运行，虽有合格产品产生，但是还没有进行正式生产，目前 NPG 主要还是采用进口的方式进行采购。一旦公司的 NPG 完成投产，将完全能够自给，山东、马鞍山工厂的产能 8 万吨一旦放量，有可能进一步降低公司的材料成本。

而 PTA 行业与石油价格密切相关，15 年底 PTA 随油价一路下跌探底，这也是公司 15 年毛利升高的一个原因。

2015 年 PTA 总产能 4665 万吨,有效产能 3400 万吨，2015 年底聚酯总产能 4850 万吨，聚酯工厂全年开工率在 70~80%之间，对应 PTA 需求量为 2920~3330 万吨。价格目前虽然随着油价的回升在升高，但是上涨较为乏力，并且油价在 50 美元左右震荡，预期全年常态化，同时翔鹭石化的 PTA 一旦复产，将对整个行业形成较大冲击，PTA 价格有望进一步下降，继续降低成本，提高产品的毛利率。

并且随着环保的趋严，规模化企业的环保成本进一步摊薄，公司作为国内的上市公司、聚酯树脂的龙头企业，环保一直在行业内处于领先地位，对废水、废气、废渣的处理均完全符合国家标准，在环保先行的今天，政策必将给其他小型企业带来一定的压力，公司有望通过环保进一步提升市占率。

3. 嘉业航空布局军工

公司子公司西安嘉业公司主要为航空、航天及轨道交通（高铁、地铁）行业提供工装、结构件以及总成产品，具有军方三级保密资质，与西飞集团、上飞集团、沈飞集团、陕飞集

团、唐山客车、长春客车等国内知名航空航天及轨道交通企业在内的一批核心客户密切合作，主要产品涉及航空航天工装模具制造、部分零部件生产制造（主要依托于公司前期积累的新技术及新工艺--内高压充液成型技术、粉末热等静压成型技术、3D 打印技术等）、轨交板块的高铁车头结构件、符合材料墙板制造和城市轨道胶套列车中的逃生系统的设计生产制造。

公司利用自身现金流充裕的优势，协助嘉业航空扩大发展前景优秀的主业产品产能，未来几年的整合将以嘉业航空现有管理层为主经营，公司主要进行引导，实现双赢发展。2015 承诺业绩为扣非后净利润 3150 万元，已完成。2016、2017 年业绩承诺分别为 4100 万元和 5100 万元，以公司目前在产产品及生产状况来看，存在超预期的可能。

同时，公司进行了嘉业航空的收购，未来双主业的发展相辅相成，粉末涂料未来也存在通过嘉业航空切入到军工领域的可能性。

4. 盈利预测

神剑股份是国内最大的粉末涂料用聚酯树脂行业的龙头企业，现有粉末涂料业务有望取得新的突破，提升产品毛利率，同时收购的嘉业航空技术领先，利润稳定，随着公司稳定的现金流注入，有望加快发展速度，我们预计公司 2016 年-2018 年的营业收入分别为 1.9 亿元、2.5 亿元和 3.1 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 4.76 亿元、5.46 亿元和 6.06 亿元，每股收益分别为 0.22 元、0.29 元和 0.35 元，对应 PE 分别为 35X、26X、22X。

5. 风险提示

- 1.产品价格大幅波动
- 2.公司融合不达预期

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1410	1500	1940	2245	2556	营业收入	1250	1179	1475	1872	2105
货币资金	605	578	881	825	971	营业成本	1045	906	1127	1426	1582
应收账款	403	525	566	776	841	营业税金及附加	3	8	8	10	12
其他应收款	2	5	6	8	9	营业费用	33	36	46	58	65
预付款项	9	14	36	65	97	管理费用	41	64	59	75	84
存货	115	101	124	156	173	财务费用	25	18	0	-7	-8
其他流动资产	0	4	4	4	4	资产减值损失	6.41	10.07	8.00	8.00	8.00
非流动资产合计	417	848	762	749	725	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	78	74	0	0	0	投资净收益	-0.89	-3.43	-2.00	-2.00	-2.00
固定资产	289.38	413.39	402.29	392.25	377.86	营业利润	95	131	225	300	360
无形资产	41	73	65	58	51	营业外收入	5.81	10.53	6.00	6.00	6.00
其他非流动资产	2	23	6	6	6	营业外支出	0.07	0.08	2.00	3.00	3.00
资产总计	1827	2348	2702	2994	3281	利润总额	101	142	229	303	363
流动负债合计	635	552	375	465	511	所得税	14	25	39	52	62
短期借款	150	231	0	0	0	净利润	87	117	190	252	301
应付账款	139	142	161	211	230	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	4	4	4	4	归属母公司净利润	87	117	190	252	301
一年内到期	148	0	10	0	0	EBITDA	150	185	274	346	407
非流动负债合计	10	72	20	20	20	BPS (元)	0.27	0.30	0.22	0.29	0.35
长期借款	0	20	20	20	20	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	645	624	395	485	531	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本	382	431	863	863	863	营业收入增长	27.2%	-5.7%	25.1%	27.0%	12.5%
资本公积	540	916	916	916	916	营业利润增长	37.8%	38.5%	71.0%	33.6%	19.8%
未分配利润	222	326	393	481	586	归属于母公司净利润	36.1%	34.8%	62.6%	32.6%	19.6%
归属母公司合计	1181	1723	2307	2508	2749	获利能力					
负债和所有者权益	1827	2348	2702	2994	3281						
现金流量表						总资产净利润 (%)	0%	5%	5%	7%	8%
						ROE (%)	7%	7%	8%	10%	11%
经营活动现金流	104	212	148	48	239	偿债能力					
净利润	87	117	190	252	301						
折旧摊销	29.49	35.35	49.48	52.86	54.42	资产负债率 (%)	35%	27%	15%	16%	16%
财务费用	25	18	0	-7	-8	流动比率		2.72	5.18	4.82	5.00
应收账款减少	0	0	19	50	19	速动比率		2.54	4.85	4.49	4.66
预收帐款增加	0	0	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-25	-59	24	-50	-40						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.82	0.56	0.58	0.66	0.67
长期股权投资减少	78	74	0	0	0	应收账款周转率	4	3	3	3	3
投资收益	-1	-3	-2	-2	-2	应付账款周转率	9.67	8.41	9.76	10.08	9.55
筹资活动现金流	395	-201	162	-53	-52	每股指标 (元)					
应付债券增加	150	231	0	0	0						
长期借款增加	0	20	20	20	20	每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.30	0.22	0.29	0.35
普通股增加	62	49	431	0	0	每股净现金流	1.24	-0.11	0.39	-0.06	0.17
资本公积增加	444	376	0	0	0	每股净资产	3.09	4.00	2.67	2.91	3.19
现金净增加额	474	-48	335	-55	146	估值比率					
						P/E	28.85	25.97	35.37	26.68	22.31
						P/B	2.52	1.95	2.91	2.68	2.44
						EV/EBITDA	17.81	16.40	21.43	17.10	14.19

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。