

神剑股份 (002361) / 国防军工 化工新材料+军工高端装备制造, 双主业驱动发展
评级: 买入 (维持)

市场价格: 7.02

目标价格: 9.32

分析师: 杨帆

执业证书编号: S0740517060002

电话: 0755-22660861

Email: yangfan@r.qizq.com.cn

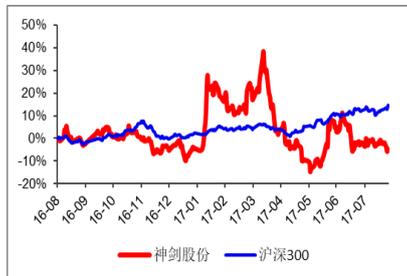
联系人: 吴张爽

电话: 021-51510613

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	863
流通股本(百万股)	577
市价(元)	7.00
市值(百万元)	6,038
流通市值(百万元)	3,471

股价与行业-市场走势对比

相关报告

<<神剑股份 (002361) 深度报告——聚酯树脂绝对龙头, 布局军工高端装备制造>>2017.05.08

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,178.69	1413.16	1703.04	2001.12	2309.27
增长率 yoy%	-5.67%	19.89%	20.51%	17.50%	15.40%
净利润 (百万元)	116.83	168.91	180.94	228.73	279.82
增长率 yoy%	34.85%	44.58%	7.12%	26.41%	22.34%
每股收益 (元)	0.14	0.20	0.21	0.27	0.32
每股现金流量	0.25	0.25	0.14	0.19	0.26
净资产收益率	6.78%	9.13%	9.02%	10.48%	11.66%
P/E	52	36	33	26	22
PEG	1.49	0.80	4.70	1.00	0.97
P/B	3.51	3.27	3.02	2.77	2.52

备注:

投资要点

- **事件: 公司发布 2017 年半年报, 2017 年上半年实现营业收入 8.10 亿元, 同比增长 31.25%, 实现归母净利润 5531.42 万元, 同比下降 27.86%, EPS 为 0.06 元, 同比减少 33.33%。**
- **公司巩固行业绝对龙头地位, 总体实现业务收入稳步增长。**公司是国内粉末涂料用聚酯树脂龙头企业。16 年黄山神剑扩建完成以后, 目前产能达 15 万吨, 14 年初计划增发融资新建 5 万吨聚特种酯树脂项目, 预计 2018 年上半年投产, 产能预计达 20 万吨, 远超竞争对手。公司目前市场占有率稳居行业第一, 16 年销量达 12.7 万吨, 市占率约为 27%。目前公司产能利用充分, 海外业务拓展顺利, 市占率稳步上升, 预计公司在十三五期间市占率有望突破 30%, 业绩将持续稳定增长, 并在粉末涂料原材料市场中一枝独秀。
- **公司投资进军上游原材料, 毛利率有望稳步提升。**公司上游原材料为 PTA (精对苯二甲酸) 和 NPG (新戊二醇), 两者采购成本分别占公司主营成本 40%-45% 和 35%-40%。2017 年上半年, 随着国家环保政策的进一步落实, 公司聚酯树脂产品主要原材料价格出现同比上涨, 在此过程中, 产品价格上涨相对滞后, 聚酯树脂整体毛利率有所下降, 影响公司上半年利润的实现。但公司参股子公司利华益神剑, 年产 3 万吨新戊二醇 (NPG) 项目现已顺利投产, 能有效降低公司成本并提高产品质量, 有效对抗原材料价格波动风险, 马鞍山 NPG 项目预计 18 年投产, 受益于公司成本加成定价机制以及子公司原材料投产, 公司毛利率将会稳步提升。
- **下游环保粉末涂料仍是应用洼地, 聚酯树脂需求将保持增长态势。**2015 年全球环保粉末涂料市场容量为 87.1 亿美元, 市场预测年均复合增长率达 7.6%, 中国目前占据一半市场, 但主要用于出口。随着国家和消费者对于环保材料的重视, 一方面粉末涂料的占比将会有所提升。另一方面粉末涂料的应用领域将会拓展到电子, 汽车, 家具等领域。聚酯树脂需求量也将保持一定增长速度。我们看好公司作为龙头企业在低增速的行业中也能够完成高成长, 开出沙漠之花。
- **完成收购嘉业航空和中星伟业, 军工板块有序扩张。**继收购嘉业航空之后, 嘉业航空以自有资金完成中星伟业 60% 股权收购, 中星伟业具有完备的军工资质和较高技术门槛, 北斗系列产品在所处行业中具有较强的竞争优势。嘉业航空承诺 15-17 年扣非归母净利润不低于 3150 万、4100 万、5100 万, 2015 和 2016 均已超额完成业绩承诺, 2017 年预计可能完成业绩承诺。通过收购嘉业航空和中星伟业, 公司快速切入市场空间巨大、盈利水平更高的航空航天高端装备制造和轨道交通高端装备制造领域, 目前主要客户包括中航飞机、中国航天科技集团、中车集团等。
- **盈利预测及投资建议: 预计 2017-2019 年实现净利润 1.81/2.29/2.8 亿元, 对应 EPS 为 0.21/0.27/0.32 元/股。维持买入评级。**
- **风险提示: 新增产能释放不及时; 国家油价波动, 公司毛利率下降; 嘉业航空发展不及预期。**

图表：报表摘要

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1413.16	1703.04	2001.12	2309.27	净利润	168.92	180.95	228.74	279.84
营业成本	1059.13	1299.08	1510.43	1735.30	折旧与摊销	47.94	67.91	69.72	70.62
营业税金及附加	13.21	15.33	16.01	18.47	财务费用	2.80	0.58	1.03	1.49
销售费用	49.25	59.28	69.70	80.40	资产减值损失	7.08	8.00	8.00	4.00
管理费用	94.26	119.27	137.35	150.57	经营营运资本变动	17.48	-124.66	-138.10	-123.90
财务费用	2.80	0.58	1.03	1.49	其他	-27.59	-8.00	-8.00	-4.00
资产减值损失	7.08	8.00	8.00	4.00	经营活动现金流净额	216.62	124.78	161.39	228.05
投资收益	-1.15	0.00	0.00	0.00	资本支出	-55.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	13.44	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-42.08	0.00	0.00	0.00
营业利润	186.29	201.51	258.61	319.03	短期借款	13.39	77.43	40.63	-9.94
其他非经营损益	10.09	10.22	10.18	10.19	长期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	196.37	211.73	268.79	329.22	股权融资	0.00	17.20	0.00	0.00
所得税	27.45	30.78	40.05	49.38	支付股利	-43.13	-41.57	-51.95	-62.55
净利润	168.92	180.95	228.74	279.84	其他	-30.07	-3.25	-1.03	-1.49
少数股东损益	0.01	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流净额	-79.81	49.80	-12.35	-73.98
归属母公司股东净利润	168.91	180.94	228.73	279.82	现金流量净额	92.01	174.58	149.04	154.07

资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	676.94	851.52	1000.56	1154.63	成长能力				
应收和预付款项	884.36	1042.57	1243.95	1429.68	销售收入增长率	19.89%	20.51%	17.50%	15.40%
存货	157.31	168.54	200.80	233.35	营业利润增长率	41.67%	8.17%	28.34%	23.36%
其他流动资产	6.61	7.97	9.36	10.80	净利润增长率	44.51%	7.12%	26.41%	22.34%
长期股权投资	73.01	73.01	73.01	73.01	EBITDA 增长率	28.12%	13.91%	21.99%	18.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	445.73	386.61	325.67	263.83	毛利率	25.05%	23.72%	24.52%	24.86%
无形资产和开发支出	324.28	315.50	306.71	297.93	三费率	10.35%	10.52%	10.40%	10.07%
其他非流动资产	32.18	32.18	32.18	32.18	净利率	11.95%	10.63%	11.43%	12.12%
资产总计	2600.43	2877.90	3192.24	3495.41	ROE	9.13%	9.02%	10.48%	11.66%
短期借款	244.50	321.92	362.55	352.61	ROA	6.50%	6.29%	7.17%	8.01%
应付和预收款项	456.02	500.34	595.66	689.77	ROIC	8.34%	8.14%	9.48%	10.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.77%	15.85%	16.46%	16.94%
其他负债	50.38	49.53	51.14	52.85	营运能力				
负债合计	750.90	871.79	1009.36	1095.24	总资产周转率	0.57	0.62	0.66	0.69
股本	862.60	862.60	862.60	862.60	固定资产周转率	3.50	4.50	5.94	8.10
资本公积	484.68	501.88	501.88	501.88	应收账款周转率	2.49	2.57	2.55	2.51
留存收益	501.80	641.18	817.95	1035.23	存货周转率	8.20	7.97	8.18	7.99
归属母公司股东权益	1849.08	2005.66	2182.43	2399.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.39%	—	—	—
少数股东权益	0.44	0.45	0.46	0.47	资本结构				
股东权益合计	1849.53	2006.11	2182.89	2400.18	资产负债率	28.88%	30.29%	31.62%	31.33%
负债和股东权益合计	2600.43	2877.90	3192.24	3495.41	带息债务/总负债	32.56%	36.93%	35.92%	32.20%

业绩和估值指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	237.02	269.99	329.35	391.15
PE	35.85	33.47	26.47	21.64
PB	3.27	3.02	2.77	2.52
PS	4.29	3.56	3.03	2.62
EV/EBITDA	23.60	20.35	16.35	13.35
股息率	0.71%	0.69%	0.86%	1.03%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。