

厚积薄发厚积薄发，聚酯树脂行业 依旧前景光明

——神剑股份（002361）点评

2017年10月25日

强烈推荐/维持

神剑股份

财报点评

廖鹏飞

分析师

执业证书编号：S1480517090001

liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121

事件：

神剑股份发布2017年三季报。报告期内实现营业收入12.83亿元，同比增加34.43%，实现归属于上市公司股东的净利润0.84亿元，同比减少17.88%；2017年三季度单季度实现营业收入4.73亿元，同比增加34.30%，实现归属于上市公司股东的净利润0.27亿元，同比下降5.21%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	253.68	363.35	337.49	458.63	340.69	469.15	473.31
增长率（%）	5.29%	14.25%	10.44%	46.00%	34.30%	29.12%	40.24%
毛利率（%）	26.32%	27.28%	22.76%	24.27%	17.97%	20.93%	16.76%
期间费用率（%）	13.32%	11.10%	11.60%	7.20%	9.67%	11.72%	9.52%
营业利润率（%）	12.55%	14.86%	10.22%	14.39%	7.41%	9.31%	7.27%
净利润（百万元）	28.79	47.90	30.96	61.27	22.94	34.31	28.88
增长率（%）	47.76%	47.22%	03.20%	75.71%	-20.33%	-28.37%	-06.71%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.06	0.04	0.07	0.03	0.04	0.03
资产负债率（%）	25.85%	27.57%	27.20%	28.88%	29.88%	35.18%	37.12%
净资产收益率（%）	1.64%	2.73%	1.73%	3.31%	1.22%	1.82%	1.51%
总资产收益率（%）	1.22%	1.97%	1.26%	2.36%	0.86%	1.18%	0.95%

观点：

粉末涂料正经历低谷期。报告期内实现营业收入12.83亿元，同比增加34.43%，实现归属于上市公司股东的净利润0.84亿元，同比减少17.88%；2017年三季度单季度实现营业收入4.73亿元，同比增加34.30%，实现归属于上市公司股东的净利润0.27亿元，同比下降5.21%。公司产品的原材料是PTA和NPG，NPG的价格在2016年年初达到谷底后，价格大幅上涨，并且公司对NPG的要求较高，主要为进口货源，NPG的价格上涨同时也带动产品价格的上涨，所以公司的营收是同比增长，但是由于产品价格的上涨有一定滞后性，同时由于NPG的上涨幅度大于产品的涨价，导致了产品毛利率的下降。

粉末涂料行业整合在即。神剑公司目前在国内的市场份额达到了27%以上，是国内最大的聚酯树脂生产厂商，毛利率和净利率均处于行业领先地位，虽然公司目前的毛利率出现的下降情况，但是相对于其他聚酯树脂企

业，仍然存在优势。目前整体上聚酯行业依旧属于相对利润较高的行业，行业前十之间的产能差距较大，特别是前5到前十之间，体量均较小，整体上行业并未经过较大的整合。随着原材料价格的上涨，将进一步压缩小企业的生存空间，同时随着环保的趋严，拥有规模效应的大厂商在环保上将拥有先天性的优势。在国家供给侧改革的大环境下，公司在原材料端积极布局，国内原材料新戊二醇的投产有望降低成本，提升毛利率；在海外设立分公司，开拓海外渠道，提供新的利润增长点，在行业困难的时期的布局有望进一步提升公司的市占率，为未来的发展提供坚实的基础，

军工成亮点。军工领域中星伟业将和嘉业航空齐头并进，在航空航天等领域将完成从小到大的逐渐转变。未来公司双主业发展的态势不会发生改变，随着双主业的逐步融合，将产生1+1大于2的催化作用。

结论：

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，行业受到原材料涨价和环保趋严的影响，存在整合预期，过程虽会较长，但是必将能够实现，同时收购的嘉业航空、中星伟业技术领先，利润稳定有望加快发展速度，我们预计公司2017年-2018年的营业收入分别为17.14亿元、21.88亿元和25.71亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.7亿元、2.7亿元和4.1亿元，每股收益分别为0.20元、0.32元和0.47元，对应PE分别为39X、24X、16X。我们看好公司未来发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

行业整合进程低于预期，新业务领域拓展低于预期。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1500	1725	2092	2713	3185	营业收入	1179	1413	1715	2189	2572
货币资金	578	677	822	1094	1286	营业成本	906	1059	1377	1670	1852
应收账款	525	612	705	899	1057	营业税金及附加	8	13	17	22	26
其他应收款	5	3	3	4	5	营业费用	36	49	51	66	77
预付款项	14	15	29	45	64	管理费用	64	94	86	109	129
存货	101	157	151	183	203	财务费用	18	3	14	29	38
其他流动资产	4	7	7	7	7	资产减值损失	10.07	7.08	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	848	875	877	879	880	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	74	73	73	73	73	投资净收益	-3.43	-1.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	413.39	394.89	410.05	421.03	429.92	营业利润	131	186	165	287	445
无形资产	73	80	72	64	56	营业外收入	10.53	10.22	45.00	45.00	45.00
其他非流动资产	23	23	20	20	20	营业外支出	0.08	0.14	10.00	10.00	10.00
资产总计	2348	2600	2969	3592	4065	利润总额	142	196	200	322	480
流动负债合计	552	711	959	1363	1510	所得税	25	27	30	48	72
短期借款	231	244	543	867	964	净利润	117	169	170	274	408
应付账款	142	201	189	229	254	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	4	7	7	7	7	归属母公司净利润	117	169	170	274	408
一年内到期的非	0	3	0	0	0	EBITDA	185	237	222	364	532
非流动负债合计	72	40	9	9	9	BPS (元)	0.30	0.20	0.20	0.32	0.47
长期借款	20	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	624	751	968	1372	1519	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-5.7%	19.9%	21.4%	27.6%	17.5%
实收资本(或股	431	863	863	863	863	营业利润增长	38.5%	41.7%	-11.5%	74.4%	54.7%
资本公积	916	485	500	500	500	归属于母公司净利润	34.8%	44.6%	0.5%	61.4%	48.8%
未分配利润	326	439	507	616	780	获利能力					
归属母公司股东	1723	1849	2000	2220	2546	毛利率(%)	23%	25%	20%	24%	28%
负债和所有者权益	2348	2600	2969	3592	4065	净利率(%)	10%	12%	10%	13%	16%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	0%	6%	6%	8%	10%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	7%	9%	8%	12%	16%
经营活动现金流	212	217	-36	87	270	偿债能力					
净利润	117	169	170	274	408	资产负债率(%)	27%	29%	33%	38%	37%
折旧摊销	35.35	47.89	43.28	47.26	49.24	流动比率	2.72	2.43	2.18	1.99	2.11
财务费用	18	3	14	29	38	速动比率	2.54	2.20	2.02	1.86	1.97
应收账款减少	0	0	-13	40	25	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.57	0.62	0.67	0.67
投资活动现金流	-59	-42	-52	-55	-55	应收账款周转率	3	2	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.41	8.25	8.80	10.49	10.66
长期股权投资减	74	73	73	73	73	每股指标(元)					
投资收益	-3	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.20	0.20	0.32	0.47
筹资活动现金流	-201	-80	268	240	-23	每股净现金流(最新	-0.11	0.11	0.21	0.32	0.22
应付债券增加	231	244	543	867	964	每股净资产(最新摊	4.00	2.14	2.32	2.57	2.95
长期借款增加	20	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	49	431	0	0	0	P/E	25.73	38.60	39.21	24.30	16.33
资本公积增加	376	-431	15	0	0	P/B	1.93	3.60	3.33	3.00	2.62
现金净增加额	-48	95	181	272	192	EV/EBITDA	16.24	26.29	28.73	17.69	11.91

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。