



倪亮
021-53519888-1952
nlbeijing@hotmail.com
执业证书编号: S0870511100001

募投项目顺利投产助公司业绩稳步提升

报告目的:

近日,我们对公司进行了实地调研,就粉末涂料、聚酯树脂行业发展情况及公司近期经营情况与上市公司进行交流。

主要观点:

粉末涂料行业的稳步发展带动聚酯树脂行业同步发展

粉末涂料是一种以树脂为基料,配以固化剂、颜料、填料,经预混合、熔融挤出、粉碎、分级过筛而得到的高分子材料,通过静电喷涂等方式涂覆于底材表面。其被广泛应用于家用电器、建筑材料、各种金属材料、管道及防腐等领域。

与传统溶剂型涂料相比,粉末涂料具有以下优越性:(1)不含溶剂,无挥发性有机化合物(VOC)的排放,更加环保;(2)可以回收循环使用,利用率高,接近100%;(3)涂装效率高,涂装厚度可自由调整,一般涂膜仅需烘烤一次即可,相对更节能;(4)粉末涂料用聚酯树脂难溶于溶剂且分子量高、性能优良,因而涂层的物理力学性能优良。

因粉末涂料具有安全、环保、节能等方面的优势,粉末涂料不断挤占传统溶剂涂料的市场,逐步成为涂料行业的发展方向之一。目前而言,全球粉末涂料的年增长速度要超过涂料行业的平均水平。在国内,粉末涂料的市场份额也在逐步提高。

根据合成树脂的不同,粉末涂料一般分为纯环氧型、聚酯/环氧型、纯聚酯型、聚氨酯型、丙烯酸型等,其中聚酯/环氧型、纯聚酯型是主要品种,目前约占粉末涂料品种的80%左右。这两种粉末涂料的生产都需要聚酯树脂,只是用料比例不同。因此,聚酯树脂是粉末涂料的最主要原材料,粉末行业的稳步发展势必带动聚酯树脂行业的稳步发展。

公司是聚酯树脂行业的龙头企业

聚酯树脂由多元酸与多元醇通过酯化、羧基封端、真空缩聚反应而制得。目前国内约有200家左右聚酯树脂生产企业,但大部分企业规模较小。据统计,2011年国内聚酯树脂的总产量在39万吨左右,同比增长7%-8%,公司2011年的产量为4.6万吨,市场占有率达到

基本数据 (Y12Q1)

报告日股价(元)	8.36
12mth A 股价格区间(元)	7.10/11.83
总股本(万股)	16,000
无限售 A 股/总股本	47.60%
流通市值(亿元)	6.37
每股净资产(元)	3.39
PBR(X)	2.5

主要股东 (Y12Q1)

刘志坚	35.25%
-----	--------

收入结构 (Y11)

户外型聚酯树脂	74.37%
混合型聚酯树脂	25.60%

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号: NL12-CT13

相关报告:

首次报告日期: 2012年5月27日

11.8%左右，是国内生产规模最大的聚酯树脂企业。

在下游粉末涂料行业，阿克苏·诺贝尔、杜邦等国际巨头企业占据着主要的市场份额。而国内大部分聚酯企业规模较小，没有生产管理方面的成熟控制经验，产品质量不稳定，难以为下游高端客户配套。目前，只有像神剑、杭州中法、帝斯曼、氰特等少数企业等这些知名企业做配套。

公司经营情况稳定，募投项目将贡献收益

2011 年度，公司原来生产装置一直处于满负荷运转状态，在产能没有扩充的情况下，实现营业收入 6.95 亿元，同比增长 28%；实现净利润 4,771 万元，同比增长 46%。

今年 4 月份，公司 IPO 募投项目“年产 5 万吨节能环保型粉末涂料专用聚酯树脂”项目建成完成，正式投入生产。我们预计该募投项目将在今年贡献 2 万吨左右的聚酯树脂产量，使公司今年的总产量在原有基础上增长 40%左右。

原材料价格大幅回落助力公司盈利能力回升

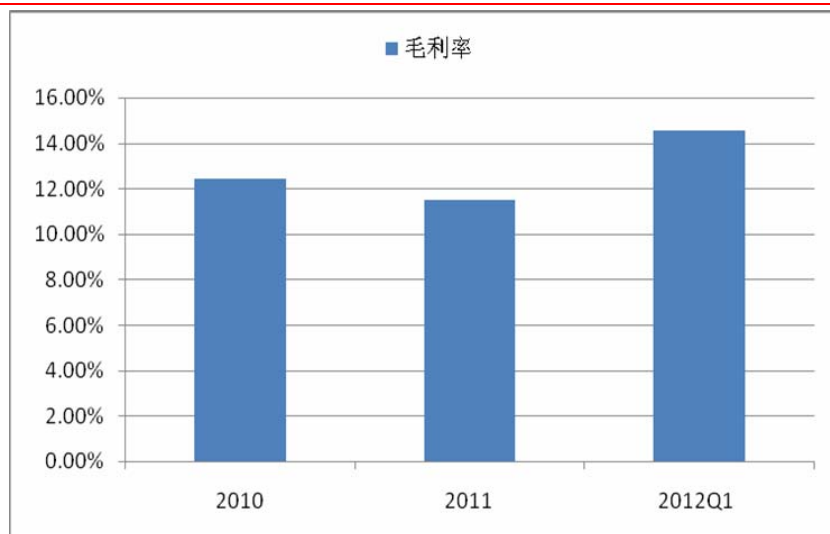
根据公司今年一季报披露，一季度公司的毛利率水平为 14.57%，较 2011 年度 11.52%的毛利率水平有了明显的提升。主要是由于：

(1) 公司主要原材料价格的大幅回落。公司最主要的原材料是 PTA 和 NPG(新戊二醇)，其中，PTA 占公司原材料成本的 50%-60%，是最主要的原材料，PTA 市场价格从 2011 年上半年 10,000 元/吨以上，逐步回落到 8,000 元/吨附近，使得公司产品的生产成本同比大幅下降；NPG 占公司原材料成本的 35%左右，其价格基本保持相对稳定的水平；

(2) 公司产品销售价格保持基本稳定。2011 年度，公司产品的平均销售价格在 15,000 元/吨左右，目前，公司产品的价格销售价格则在 16,000 元/吨附近，基本保持稳定；

(3) 随着公司生产经营规模的不断扩大，规模效应的显现也有利于公司整体盈利能力的提升。

图 1 公司毛利率水平的变化情况



数据来源：上海证券研究所

图 2 近两年来 PTA 华东市场价格情况 (元/吨)



数据来源：上海证券研究所

公司出口业务实现快速增长

2011 年度，公司通过积极开拓国外市场客户，出口产品数量同比增长了 66%，出口贡献营业收入 5,400 多万元，同比增长 111%。由于出口业务相对国内市场销售而言平均销售价格更高，因此出口业务的毛利率水平相对较高。公司将继续开拓国际市场，争取进一步扩大全球市场占有率。

公司业务向上游 NPG 延伸，保障原材料供应

2011 年，国内 NPG 的市场总需求量在 13.5 万吨左右，其中 8 万

吨是依靠进口取得的。由于公司未来聚酯树脂产能将会持续快速扩张，主要原材料之一 NPG 的供应不稳定将有可能制约公司的未来发展。

因此，公司通过全资子公司芜湖神剑裕昌以及参股 40% 的子公司利华益神剑向上游 NPG 产业进行延伸。其中，芜湖神剑裕昌一期 1 万吨的产能有望在今年 9 月份前后建成投产，利华益神剑有望在今年 12 月底前建成投入生产。届时，公司主要原材料 NPG 的供应将获得有效保障，并且为公司贡献可观的收益。

■ 投资建议

给予“跑赢大市”评级

根据我们的预测，公司 2012 年、2013 年和 2014 年的每股收益分别为 0.49 元、0.60 元和 0.70 元，对应的市盈率分别是 17 倍、14 倍和 12 倍。考虑到聚酯树脂下游的粉末涂料行业长期发展趋势良好，公司又是聚酯树脂行业的龙头企业，近几年公司产能获得快速扩充，有望带动公司经营业绩的快速提升，中长期来看具有一定的投资价值。因此，给予公司“跑赢大市”的投资评级。

■ 风险因素

原材料价格大幅波动致使公司盈利能力水平的大幅波动；下游粉末涂料行业需求的不景气使得公司产能利用率不如预期等。

■ 数据预测与估值：

单位：万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	69,474	100,737	130,959	150,000
年增长率 (%)	28.44%	45.00%	30.00%	14.54%
归属于母公司的净利润	4,771	7,790	9,546	11,170
年增长率 (%)	46.43%	63.28%	22.55%	17.01%
每股收益 (元)	0.30	0.49	0.60	0.70
PER (X)	28.0	17.2	14.0	12.0

注：股价取 2012 年 5 月 25 日收盘价数据

表 2：利润表预测 (单位：万元)

指标名称	2011 A	2012 E	2013 E	2014E
一、营业总收入	69,474	100,737	130,959	150,000
二、营业总成本	64,539	91,573	119,728	136,859
营业成本	61,473	87,642	114,589	131,250
营业税金及附加	42	101	131	150
销售费用	1,602	2,216	2,881	3,169
管理费用	1,179	1,415	1,627	1,790

财务费用	65	200	500	500
资产减值损失	178	0	0	0
三、其他经营收益	-3	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
四、营业利润	4,932	9,164	11,231	13,141
加：营业外收入	678	0	0	0
减：营业外支出		0	0	0
五、利润总额	5,611	9,164	11,231	13,141
减：所得税	840	1,375	1,685	1,971
六、净利润	4,771	7,790	9,546	11,170
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者净利润	4,771	7,790	9,546	11,170
七、每股收益				
年末总股本（万股）	16,000	16,000	16,000	16,000
EPS（元）	0.30	0.49	0.60	0.70

数据来源：上海证券研究所

分析师承诺

分析师 倪亮

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。