

聚酯树脂市占率稳步提升，受益粉末涂料需求增长

2013年5月27日

推荐/首次

神剑股份

调研快报

——神剑股份（002361）调研快报

杨伟

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480512110002

yang_wei@dxzq.net.cn

010-66554034

事件：

近期至公司调研，了解公司经营情况。

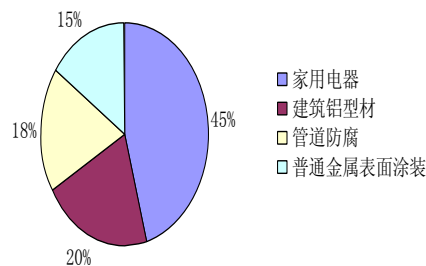
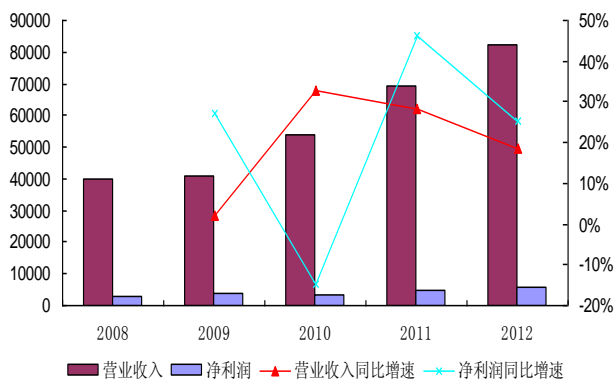
观点：

1. 国内粉末涂料专用聚酯树脂龙头企业，产能快速增长

公司是国内粉末涂料专用聚酯树脂产品的龙头企业，市场占有率排名第一，粉末涂料主要用于家用电器、建筑材料与户外设施、汽车、管道、普通金属涂装等领域。公司募投项目年产5万吨环保型粉末涂料专用聚酯树脂项目已于12年4月开始试生产，目前聚酯树脂年产能达到9万吨，是10年初上市时产能的2.6倍，公司还自12年底投资4800万开始对原有生产线进行技术改造，至13年底将在现有产能基础上增加产能30%，总产能接近12万吨，近四年以来产能将实现持续快速增长。公司是全球前两大粉末涂料生产企业阿克苏诺贝尔与杜邦的长期供应商，并为青岛海尔、格力、三星、LG等家电企业提供配套服务，产品品质得到下游客户的普遍认可。此外，公司向上游延伸产业链，子公司神剑裕昌年产4万吨新戊二醇（NPG）一期1万吨将于13年中期投产，参股40%的利华益神剑化工3万吨NPG项目预计将于13年6月份投产。

图 1：公司近五年营业收入与净利润 CAGR20%（万元）

图 2：国内粉末涂料主要应用领域



资料来源：公司公告，东兴证券整理

资料来源：公司招股书，东兴证券整理

表 1：公司主要产品的产能变化情况（万吨）

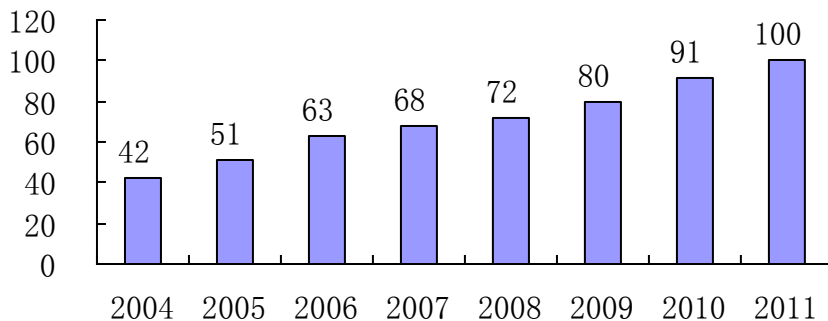
产品	2010	2011	2012	2013
聚酯树脂	3.5	4	9	12
NPG				4

资料来源：公司公告，东兴证券整理

2. 粉末涂料市场未来五年内需求量较目前至少增长 80%

我国粉末涂料产量呈现连年增长态势，预计在城镇化率不断提升与路网管网持续完善的推动下，家电、建材、管道防腐等下游市场对粉末涂料的需求前景可观。与北美市场相比，汽车领域将成为我国粉末涂料的另一重要需求增长点，公司预计未来五年内国内聚酯树脂的市场需求量将超过 65 万吨，相比目前增长 80%，未来五年均复合增长至少 12%。聚酯树脂在粉末涂料原料中占比越来越高，将导致聚酯树脂未来五年需求增速相比粉末涂料更快。

图 3：国内粉末涂料产量



资料来源：涂料技术与文摘，东兴证券整理

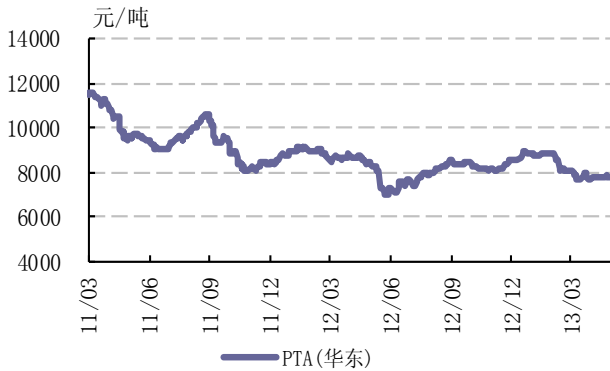
3. 出口大幅增长，产能释放无忧

公司在海外同样采取直销为主的销售方式，目前主要销往中东市场，并正在积极开拓欧美、印度、东南亚等区域市场。08 年至 12 年出口收入复合增速为 30%，近三年复合增速则高达 49.2%，12 年在总营业收入中占比为 10.3%。欧美等国外市场供给下降也为公司出口增长带来利好，近几年欧美市场需求低迷，全球排名第一的美国氰特公司已于 12 年 10 月宣布将其涂料树脂业务出售给私募股权公司 Advent International，国外公司对于聚酯树脂业务的重视程度下降有利于公司增加产品出口。此外，欧美各国相继出台对挥发性有机物（VOC）的限制法规，粉末涂料无溶剂、效率高的优势越来越受到重视，需求量将稳定增长。预计公司海外收入占比仍有较大提升空间，投放较快的新增产能将不愁销路。

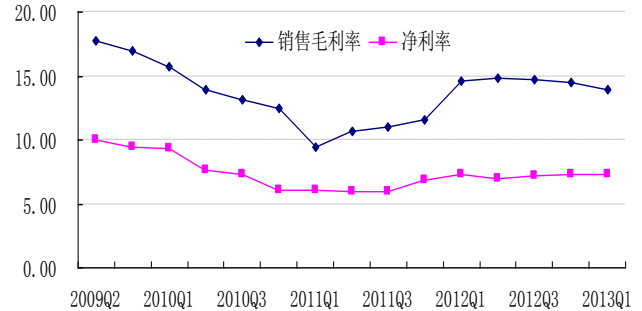
4. NPG 投产将保障原料供应、稳定产品毛利率，成为新的利润增长点

PTA 与 NPG 为公司产品的主要原材料，在营业成本中分别占比 35%和 30%，其价格波动是影响公司毛利率的主要因素。国内 PTA 产能增速较快，12 年产能 3146 万吨较 10 年 1530 万吨有翻倍增长，且 PTA 下游主要需求为纺织服装行业，其景气度自 11 年下半年以来处于低点，因此 PTA 价格向上大幅波动的可能性不大。13 年年初以来 PTA 与 NPG 价格跌幅分别为 10%、6%。公司目前 NPG 主要采购自巴斯夫吉化、LG 等外资

企业，裕昌与利华益项目投产可降低公司盈利水平下降的风险，并保障原料供应。以目前 NPG 市场价 13200 元/吨测算，每万吨 NPG 相比较 12 年收入可增厚 16%。

图 4：国内 PTA 价格走势


资料来源：中华商务网，东兴证券整理

图 5：公司销售毛利率与净利率走势 (%)


资料来源：wind，东兴证券整理

5. 聚酯树脂行业存整合预期

公司 10 年上市以来，通过品牌优势与渠道优势使得市占率持续提升。目前国内聚酯树脂生产企业约有 200 家，与国外相比产业集中度不高、同质化竞争严重，聚酯树脂行业走重组兼并之路，是国内企业快速做大做强的可行之道。

表 2：2010 年国内聚酯行业销量情况

排名	企业名称	销量, 吨
1	杭州中法实业股份有限公司	45107.68
2	安徽神剑新材料股份有限公司*	41639.29
3	帝斯曼(中国)有限公司	25185
4	广州产协高分子有限公司	18566
5	浙江天松新材料股份有限公司	18100
6	氟特特种表面技术公司中国总部	17000
7	广州擎天实业公司树脂分公司	15020.14
8	扬州百思德新材料有限公司	12200
9	浙江光华化工有限公司	12000
10	黄山永佳三利科技有限公司	10960

资料来源：涂料协会，东兴证券研究所，*11 年、12 年销量第一

结论：

公司是国内最大的粉末涂料专用聚酯树脂生产企业，募投项目投产与技改使产能大幅增加，下游需求持续增长，预计公司未来出口增幅较大，业绩持续增长；且行业未来存整合预期。我们预计公司 13-15 年的每股收益分别为 0.30 元、0.37 元、0.44 元，对应 PE 为 20 倍、16 倍、14 倍，首次给予“推荐”评级。

风险提示：

原料价格大幅波动的风险；家电与建材等行业景气度下滑的风险

利润表（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	694.74	823.66	1208.50	1474.60	1663.70
营业成本	614.73	704.61	1030.67	1257.54	1418.78
营业费用	16.02	21.92	33.84	38.34	38.27
管理费用	11.79	19.78	27.80	30.97	33.27
财务费用	0.65	7.60	6.46	17.86	21.97
投资收益	(0.03)	0.95	1.00	6.60	13.30
营业利润	49.32	65.92	107.53	133.02	161.05
利润总额	56.11	68.46	112.53	138.02	166.05
所得税	8.40	8.70	16.88	20.70	24.91
净利润	47.71	59.77	95.65	117.32	141.14
归属母公司所有者的净利润	47.71	59.77	95.65	117.32	141.14
NOPLAT	42.49	64.18	96.89	128.25	155.57
每股收益	0.30	0.37	0.30	0.37	0.44

资产负债表（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	146.90	156.60	217.53	265.43	299.47
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	166.20	228.41	311.23	379.76	428.46
预付款项	58.01	14.98	14.98	14.98	14.98
存货	42.71	84.07	98.83	120.59	136.05
流动资产合计	549.64	685.48	908.45	1105.18	1244.98
非流动资产	204.20	359.75	562.29	642.95	681.60
资产总计	753.83	1045.22	1470.74	1748.14	1926.59
短期借款	50.00	10.00	267.77	374.56	385.26
应付帐款	99.36	189.72	225.90	275.63	310.96
预收款项	2.26	3.60	3.60	3.60	3.60
流动负债合计	219.03	307.83	624.83	808.37	873.91
非流动负债	5.29	148.11	148.10	148.10	148.10
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	529.52	589.29	697.81	791.66	904.58
净营运资本	330.61	377.65	283.63	296.81	371.08
投入资本 IC	353.62	495.84	891.20	1043.94	1133.52

现金流量表（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
------------	-------	-------	-------	-------	-------

净利润	47.71	59.77	95.65	117.32	141.14
折旧摊销	5.36	13.63	44.39	65.56	72.35
净营运资金增加	(79.40)	47.04	(94.02)	13.19	74.27
经营活动产生现金流	(20.44)	36.10	47.65	124.06	173.23
投资活动产生现金流	(144.32)	(126.49)	(247.10)	(141.63)	(99.70)
融资活动产生现金流	16.51	100.27	260.39	65.47	(39.50)
现金净增（减）	(148.25)	9.88	60.93	47.90	34.04

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

梁博

2007年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010年起任中山证券化工行业研究员，2011年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

郝力芳

2007年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近3年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

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。