

产业链向上延伸，聚酯树脂业务成长空间大

——神剑股份（002361）中报点评

2013年08月18日

推荐/维持

神剑股份

财报点评

杨伟

分析师

执业证书编号：S1480512110002

yang_wei@dxzq.net.cn 010-66554034

事件：

公司2013年上半年营业收入4.37亿元，同比增长11.89%，归属于上市公司股东的净利润2871.78万元，同比增长4.91%，基本每股收益0.0897元。公司预计2013年1-9月归属于上市公司股东的净利润同比增长0-30%。

公司分季度财务指标

指标	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	174.78	172.92	218.07	232.33	200.34	183.21	254.27
增长率（%）	4.75%	8.44%	29.67%	20.80%	14.62%	5.95%	16.60%
毛利率（%）	12.92%	14.57%	15.01%	14.50%	13.70%	13.90%	14.32%
期间费用率（%）	5.02%	5.98%	5.92%	5.58%	6.53%	6.69%	6.72%
营业利润率（%）	7.40%	8.50%	7.19%	8.77%	7.57%	7.60%	6.85%
净利润（百万元）	16.51	12.58	14.79	17.65	14.75	13.35	15.37
增长率（%）	201.86%	29.42%	54.10%	48.67%	-10.72%	6.11%	3.89%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.08	0.09	0.11	0.09	0.04	0.05
资产负债率（%）	29.76%	30.24%	31.74%	41.86%	43.62%	45.16%	46.64%
净资产收益率（%）	3.12%	2.32%	2.66%	3.07%	2.50%	2.34%	2.62%
总资产收益率（%）	2.19%	1.62%	1.81%	1.79%	1.41%	1.28%	1.40%

观点：

- 上半年公司聚酯树脂产品中户外型树脂收入3.52亿元，同比增长13.09%，毛利率13.09%，同比微降0.41个百分点，混和型树脂收入0.85亿元，同比增长7%，毛利率13.78%，同比下降1.72个百分点，毛利率下降主要因二季度PTA与新戊二醇价格波动频繁；出口0.49亿元，同比增长1.45%，相比公司08-12年出口收入复合增速30%明显下降，预计下半年将回升。
- 销售费用率上升。公司上半年销售费用率6.71%，同比提升0.76个百分点，其中管理费用率3.14%同比增长0.49个百分点，主要因新增产能导致员工工资增加、技改与开发新产品导致研发费用增加，财务费用率同比增长0.31个百分点，主要因计提集合票据利息较多。
- 产业链向上延伸。公司芜湖神剑裕昌新材料公司规划新戊二醇年产能4万吨，目前在建产能1万吨已处于设备安装调试末期，参股40%的利华益神剑化工3万吨新戊二醇项目也将于近期投产；新戊二醇是聚酯树

- 脂的主要原料之一，公司向上延伸产业链可保障原料供应，抵御原料价格大幅波动，并提供了新的利润增长点。以新戊二醇上半年均价13200元/吨测算，相比12年收入规模，每万吨产品可增厚收入16%。
- 聚酯树脂业务成长空间大。目前公司聚酯树脂产能9.5万吨，市占率最高，高达17-18%，对原有生产线进行技改将使14年产能达12万吨；公司预计未来五年国内聚酯树脂市场需求量将超65万吨/年，规划目标为“十二五”期间市占率提升至20%以上，销售收入达到30亿；预计公司规模优势扩大，并存在同业并购预期，聚酯树脂业务未来成长空间巨大。

结论：

公司是国内最大的粉末涂料专用聚酯树脂产品生产企业，下游需求呈现连年景气态势，公司产能持续增长，规模优势将逐渐显现；新戊二醇项目投产将完善公司产业链，既贡献业绩又稳定产品毛利率；行业整合空间大，当前收入规模距离公司规划目标尚有很大空间。预计公司13-14年EPS分别为0.26元、0.35元，对应PE20倍、15倍，维持“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

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				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	550	685	809	1106	1245	营业收入	695	824	1074	1475	1664
货币资金	147	157	193	265	299	营业成本	615	705	916	1262	1423
应收账款	166	228	276	380	428	营业税金及附加	0	1	1	1	2
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	16	22	30	38	38
预付款项	58	15	15	15	15	管理费用	12	20	28	34	35
存货	43	84	88	121	136	财务费用	1	8	5	17	23
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1.78	3.43	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	204	360	562	643	682	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	20	40	59	79	90	投资净收益	-0.03	0.95	1.00	6.60	13.30
固定资产	48.55	182.78	298.70	413.52	458.20	营业利润	49	66	93	127	154
无形资产	31	39	35	31	27	营业外收入	6.78	2.54	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	0	52	52	52	52	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	754	1045	1371	1749	1927	利润总额	56	68	98	132	159
流动负债合计	219	308	535	823	893	所得税	8	9	15	20	24
短期借款	50	10	217	388	403	净利润	48	60	83	112	135
应付账款	99	190	201	277	312	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	48	60	83	112	135
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	55	87	142	209	249
非流动负债合计	5	148	148	148	148	BPS (元)	0.30	0.37	0.26	0.35	0.42
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	143	143	143	143		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	224	456	683	971	1041	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	28.4%	18.6%	30.3%	37.4%	12.8%
实收资本(或股本)	160	160	320	320	320	营业利润增长	33.1%	33.7%	40.9%	36.7%	21.2%
资本公积	224	224	96	96	96	归属于母公司净利润	46.4%	25.3%	39.2%	34.8%	20.4%
未分配利润	129	183	219	267	325	获利能力					
归属母公司股东权	530	589	688	778	886	毛利率(%)	12%	14%	15%	14%	14%
负债和所有者权	754	1045	1371	1749	1927	净利率(%)	7%	7%	8%	8%	8%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	6%	6%	6%	6%	7%	
经营活动现金流	-20	36	71	82	168	偿债能力					
净利润	48	60	83	112	135	资产负债率(%)	30%	44%	50%	56%	54%
折旧摊销	5.36	13.63	44.39	65.56	72.35	流动比率	2.51	2.23	1.51	1.34	1.39
财务费用	1	8	5	17	23	速动比率	2.31	1.95	1.35	1.20	1.24
应付帐款的变化	0	0	11	76	35	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.96	0.92	0.89	0.95	0.91
投资活动现金流	-144	-126	-247	-142	-100	应收账款周转率	5	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.89	5.70	5.50	6.18	5.65
长期投资	20	40	59	79	90	每股指标(元)					
投资收益	0	1	1	7	13	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.37	0.26	0.35	0.42
筹资活动现金流	17	100	213	132	-34	每股净现金流(最新)	-0.93	0.06	0.11	0.23	0.11
短期借款	50	10	217	388	403	每股净资产(最新摊)	3.31	3.68	2.15	2.43	2.77
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	80	0	160	0	0	P/E	17.17	13.92	19.81	14.69	12.21
资本公积增加	-80	0	-128	0	0	P/B	1.56	1.40	2.40	2.12	1.86
现金净增加额	-148	10	37	72	34	EV/EBITDA	13.14	9.42	12.75	9.14	7.61

资料来源: 东兴证券研究所

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。

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。