

粉末涂料聚酯树脂行业趋势向好，关注公司明年新产能投放

神剑股份
(002361.SZ)

投资要点：

- **事件&基础背景：**11月13日，我们对神剑股份进行了实地调研。公司主营粉末涂料所用的聚酯树脂，目前产能9.5万吨，行业内绝对龙头。粉末涂料的下游是家用电器、建筑铝型材、金属表面涂装等等。公司产品分为户外型聚酯树脂和混合型聚酯树脂，近几年户外型的销量增速优于混合型。预计明年公司NPG和聚酯的产能将会匹配。
- **对行业成长性和天花板的判断：**下游粉末涂料受制于宏观环境，需求增速低于行业均值，聚酯型树脂仍有进一步提升的空间，行业趋势向好！由于粉末涂料下游受到宏观经济的直接影响较大，因此近几年下游需求增速不高，粉末涂料成长性低于水性涂料。但是我们认为神剑股份所处的聚酯树脂行业发展的趋势向好！原因在于占物料成本六成的PTA近几年价格暴跌，预计未来价格仍将低位徘徊。这一观点的证据就是公司近几年户外型（纯聚酯）销量增速好于混合型（聚酯+环氧化物）。
- **对公司生命周期的判断：**公司接近成熟期，仍有成长空间，明年产能将达到13万吨，未来聚酯行业市场占有率目标20-25%。公司目前部分产能在进行技改，预计明年产能将会达到13万吨，我们认为公司仍具有成长空间，但是考虑行业增速低迷，预计公司在聚酯树脂方面应该已经接近成熟期，未来公司市占率20-25%的目标不难达成。
- **对公司战略和经营模式的判断：**公司战略取向中庸，销售模式是点对点供应。公司战略意图是“投资上游，保障原料安全”&“扩大产能，继续行业领跑”，符合一般中游加工型企业的战略。在销售模式上，公司不像下游涂料企业一样注重渠道建设，主要采取点对点直接销售。公司周转速度一般，未来应收账款预计仍会增加。
- **对公司投资时点的判断：**基于库存和销售定价情况的考虑，在主要原料PTA持续涨价或跌价之际，可能是公司的投资时点。另外，宏观经济好转或出现中长期拐点之际，可能也是公司的投资时点。环保概念和行业淡季因素难以构成合适的投资时点。
- **首次给予“增持”的投资评级。**预计公司2013-2015年EPS为0.23元、0.31元、0.34元，给予“增持”的投资评级，未来关注NPG项目的风险。

分析师：黄景文

执业证书编号：S0050513100001

Tel：010-59355819

Email：huangjw@chinans.com.cn

分析师：齐求实

执业证书编号：S0050511070001

Tel：010-59355977

Email：qiqs@chinans.com.cn

投资评级

调研日期：2013年11月13日
 本次评级：增持
 跟踪评级：首次
 目标价格：5.5

市场数据

市价(元) 5.2
 上市的流通A股(亿股) 1.82
 总股本(亿股) 3.2
 52周股价最高最低(元) 15.65-3.97
 上证指数/深证成指 2135.83/
 8305.91
 2012年股息率 %

52周相对市场改变



公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	823.66	954.62	1272.70	1407.10
增长率(%)	18.56	15.90	33.32	10.56
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	59.77	73.34	99.81	107.34
增长率(%)	25.28	22.72	36.09	7.54
毛利率%	14.45	15.03	15.25	15.00
净资产收益率(%)	10.14	9.67	11.63	11.11
EPS(元)	0.19	0.23	0.31	0.34
P/E(倍)	28.43	23.17	17.02	15.83
P/B(倍)	1.44	1.79	1.58	1.41

相关研究

数据来源：民族证券

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	685.48	915.20	1016.18	1123.76	营业收入	823.66	954.62	1272.70	1407.10
现金	156.60	310.74	210.67	232.74	营业成本	704.61	811.10	1078.64	1195.99
应收账款	429.15	496.93	662.50	732.46	营业税金及附加	1.36	0.95	1.27	1.41
其他应收款	14.98	19.61	26.08	28.91	销售费用	21.92	24.82	33.09	36.58
预付账款	0.69	0.78	1.05	1.16	管理费用	19.78	22.91	30.54	33.77
存货	84.07	87.15	115.89	128.50	财务费用	7.60	9.55	12.73	14.07
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	3.43	4.77	6.36	7.04
非流动资产	359.75	367.23	475.33	522.69	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	39.61	39.61	39.61	39.61	投资净收益	0.95	1.00	1.00	1.00
固定及无形资产	264.96	318.08	423.00	469.01	营业利润	65.92	81.51	111.07	119.24
其他	55.18	9.55	12.73	14.07	利润总额	68.46	86.29	117.43	126.28
资产总计	1045.22	1282.43	1491.51	1646.45	所得税	8.70	12.94	17.61	18.94
流动负债	307.83	361.56	464.46	509.38	净利润	59.77	73.34	99.81	107.34
短期借款	10.00	50.00	50.00	50.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	289.12	288.02	383.07	424.68	归属母公司净利	59.77	73.34	99.81	107.34
其他	8.71	23.54	31.38	34.70	EBITDA	86.19	105.96	143.94	155.77
非流动负债	148.11	162.24	168.60	171.29	EPS (元)	0.187	0.229	0.312	0.335
长期借款	143.15	143.15	143.15	143.15	主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
其他	4.95	19.09	25.45	28.14	成长能力				
负债合计	455.94	523.80	633.06	680.67	营业收入	18.56%	15.90%	33.32%	10.56%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	31.64%	23.93%	36.71%	7.43%
归属母公司股东权益	589.29	758.63	858.45	965.78	归属母公司净	25.28%	22.72%	36.09%	7.54%
负债和股东权益	1045.22	1282.43	1491.51	1646.45	获利能力				
现金流量表					毛利率	14.45%	15.03%	15.25%	15.00%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	7.26%	7.68%	7.84%	7.63%
经营活动现金流	81.94	34.34	32.95	102.60	ROE	10.14%	9.67%	11.63%	11.11%
净利润	59.77	73.34	99.81	107.34	ROIC	11.10%	11.92%	12.20%	11.88%
资产减值损失	3.43	4.77	6.36	7.04	偿债能力				
折旧摊销	13.63	15.90	21.15	23.45	资产负债率	43.62%	40.84%	42.44%	41.34%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	0.26%	-12.98%	0.92%	-1.18%
财务费用	7.60	9.55	12.73	14.07	流动比率	222.68%	253.13%	218.79%	220.61%
投资损失	-0.95	-1.00	-1.00	-1.00	速动比率	1.95	2.29	1.94	1.95
营运资本变化	-0.77	-66.62	-104.52	-47.63	营运能力				
递延税款变化	-0.76	-1.60	-1.59	-0.67	总资产周转率	0.79	0.74	0.85	0.85
投资活动现金流	-167.47	-20.79	-126.66	-69.14	应收帐款周转	1.92	1.92	1.92	1.92
资本支出	-148.79	-21.79	-127.66	-70.14	应付帐款周转	2.42	2.92	2.92	2.92
其他投资	-18.68	1.00	1.00	1.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	95.22	140.59	-6.37	-11.38	每股收益	0.187	0.229	0.312	0.335
短期借款	102.82	54.14	6.36	2.69	每股经营现金	0.23	0.13	0.13	0.40
新发股份	0.00	128.00	0.00	-0.00	每股净资产	3.68	2.96	3.35	3.77
分红	0.00	-32.00	0.00	0.00	估值比率				
少数股东融资	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	28.43	23.17	17.02	15.83
财务费用	-7.60	-9.55	-12.73	-14.07	P/B	1.44	1.79	1.58	1.41
现金净增加额	9.70	154.14	-100.07	22.07	EV/EBITDA	11.48	13.73	10.94	10.03

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

黄景文，本科毕业于厦门大学化工系，研究生毕业于对外经济贸易大学金融系，从事化工行业研究，两年证券行业研究经验。
齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)