



Research and
Development Center

粉末涂料专用聚酯树脂行业龙头，家具粉末涂装打开新蓝海

——神剑股份（002361.sz）首次覆盖报告

2014年03月11日

郭荆璞	化工行业首席分析师
麦土荣	化工行业高级分析师
黄永光	研究助理
李皓	研究助理
常川	研究助理

证券研究报告 公司研究——首次覆盖

盖 神剑股份 (002361.sz)

公司研究——首次覆盖 神剑股份

(002361.sz)

公司研究——首次覆盖 神剑股份

(002361.sz)

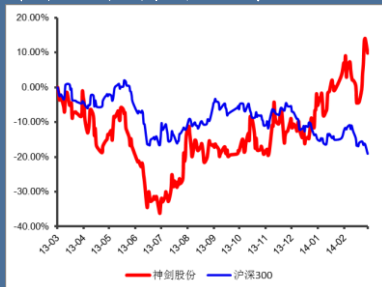
神剑股份 (002361.sz)

神剑股份 (002361.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

神剑股份相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2014.03.11)

收盘价 (元)	6.87
信达证券股份有限公司 CINDA SECURITIES CO., LTD	3.97-7.47
北京市西城区闹市口大街9号院 1号楼6层研究开发中心	-0.15
每股收益 (元)	3.20

郭荆璞 行业首席分析师
执业编号: S1500510120013
联系电话: +86 10 63081257
邮 箱: guojingpu@cindasc.com

麦土荣 行业高级分析师
执业编号: S1500512070005
联系电话: +86 10 63081284
邮 箱: maiturong@cindasc.com

黄永光 研究助理
联系电话: +86 21 61678592
邮 箱: huangyongguang@cindasc.com

李皓 研究助理
联系电话: +86 10 63081119
邮 箱: lihao1@cindasc.com

常川 研究助理
联系电话: +86 10 63081087
邮 箱: changchuan@cindasc.com

粉末涂料专用聚酯树脂行业龙头，家具粉末涂装打开新蓝海

首次覆盖报告

2014年03月11日

本期内容提要:

- ◆ **国内粉末涂料专用聚酯树脂行业绝对龙头。**公司现为粉末涂料专用聚酯树脂行业龙头企业，拥有年产各类聚酯树脂 12 万吨的生产能力，2013 年国内市场占有率约 17%。公司生产的聚酯树脂系列产品长期为全球前两大粉末涂料供应商阿克苏诺贝尔、杜邦，以及海尔、格力、三星、LG 等高端客户提供配套服务，是国内领先的粉末涂料原材料专业供应商。
- ◆ **国内聚酯树脂需求增长的主要动因在于粉末涂料下游行业的发展和聚酯树脂在粉末涂料中用量比例的提升。**第一，粉末涂料的下游行业，如家用电器、建筑材料与户外设施、汽车等，近年来均保持了较高的增长速度，拉动粉末涂料的需求总量持续增长。第二，聚酯树脂以其价格、性能优势，在粉末涂料的用料基料中占有的份额逐步提升。所有这些，都促进了粉末涂料专用聚酯树脂需求的增长。
- ◆ **规模优势凸显，向上游进军增收增利。**目前公司的技术改造项目已经完成，聚酯树脂 2014 年产能将增加到年产 12 万吨的规模，远超竞争对手。公司子公司（一期）和参股企业利华益神剑 2014 年预计达产 4 万吨/年新戊二醇，能满足约 12 万吨的聚酯树脂产量。未来受益于粉末涂料下游行业增长及应用领域的不断拓展，产能投放具备基础，2013 年成功进入海外最大的北美市场具里程碑意义，出口有望大幅增长，且进军上游 NPG，减缓原材料价格波动风险，增收增利，公司业绩成长可期。
- ◆ **家具粉末涂装打开新蓝海。**公司与朗法博签署《合作框架协议》，在家具粉末涂装领域开展全面战略合作。朗法博的“MDF 人造木板粉末静电涂装技术设备及粉末涂料的研究应用”成功突破家具粉末涂装领域的几大难题，能直接替代油漆使用，环保又经济，目前和国内众多大型家具企业达成合作，是家具用粉末涂料的先行者。此次战略合作，公司有望受益于粉末涂料从金属到非金属的应用拓展，大幅提升对公司聚酯树脂的产品需求。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别达到 13.25、15.29、16.71 亿元，同比增长 34.83%、15.42%、9.31%，归属母公司股东的净利润分别为 0.90、1.20、1.41 亿元，同比增长 41.45%、32.83%、17.74%，2014-2016 年 EPS 分别达到 0.28 元、0.37 元和 0.44 元，对应 2014 年 3 月 11 日收盘价（6.87 元/股）的动态 PE 分别为 24 倍、18 倍和 16 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**在建项目无法按期顺利投产；新应用领域拓展不达预期；参股设立民营银行审批延长或不通过的风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	823.66	982.49	1,324.70	1,528.95	1,671.26
增长率 YoY %	18.56%	19.28%	34.83%	15.42%	9.31%
归属母公司净利润(百万元)	59.77	63.68	90.07	119.65	140.88
增长率 YoY%	25.28%	6.55%	41.45%	32.83%	17.74%
毛利率%	14.45%	13.91%	13.93%	14.51%	14.97%
净资产收益率 ROE%	10.14%	10.25%	13.26%	14.98%	14.99%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.20	0.28	0.37	0.44
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.30	0.39	--
市盈率 P/E(倍)	37	35	24	18	16
市净率 P/B(倍)	3.7	3.5	3.2	2.8	2.3

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 03 月 11 日收盘价

目 录

一、公司概况	1
股本结构	2
二、聚酯树脂需求增长仍可预期	3
粉末涂料下游行业保持较快增长	4
聚酯树脂在粉末涂料中的用量比例提升	6
行业竞争格局	7
三、神剑股份，国内最大的粉末涂料专用聚酯树脂生产企业	8
专注于聚酯树脂主业，规模优势明显	8
向上游进军，抵御原材料价格波动风险	9
从金属到非金属，家具粉末涂装打开新蓝海	11
适当多元，参与设立民营银行	12
四、盈利预测及估值分析	13
1、盈利假设	13
2、公司估值	15
3、风险因素	15

图 目 录

图表 1: 公司营业收入及同比增长情况	1
图表 2: 公司归母净利润及同比增长情况	1
图表 3: 公司销售毛利率及净利率情况	2
图表 4: 公司主营收入构成情况 (2013 年)	2
图表 5: 公司毛利构成情况 (2013 年)	2
图表 6: 公司出口收入及占比情况 (百万元)	2
图表 7: 公司股权结构图 (截止到 2013 年底)	3
图表 8: 聚酯树脂行业产业链	4
图表 9: 我国粉末涂料销量及其增速 (万吨)	5
图表 10: 我国粉末涂料销量占全球销量 50% 以上	5
图表 11: 家电行业近年来产量增速情况 (%)	5
图表 12: 房屋施工、新开工、竣工面积近年来增速情况 (%)	5
图表 13: 高速公路、铁路里程近年来增速情况	6
图表 14: 汽车产量近年来增速情况	6
图表 16: 我国聚酯树脂销量及其增速 (万吨)	7
图表 17: 近年来聚酯树脂在粉末涂料中的用料比例逐步提升	7
图表 18: 神剑股份聚酯树脂产能扩张情况 (万吨)	8
图表 19: 神剑股份国内市场占有率稳步上升	8
图表 20: 2010-2013 年公司大客户销量及占比分析	9
图表 21: 2009-2013 年公司出口金额及占比分析	9
图表 22: 新戊二醇 (NPG) 价格走势	9
图表 23: 精对苯二甲酸 (PTA) 价格走势	9
图表 25: 粉末涂料下游应用领域不断拓展	11
图表 26: 公司 SWOT 分析	13
图表 27: 主要业务盈利预测	14
图表 28: 主要计算参数	15

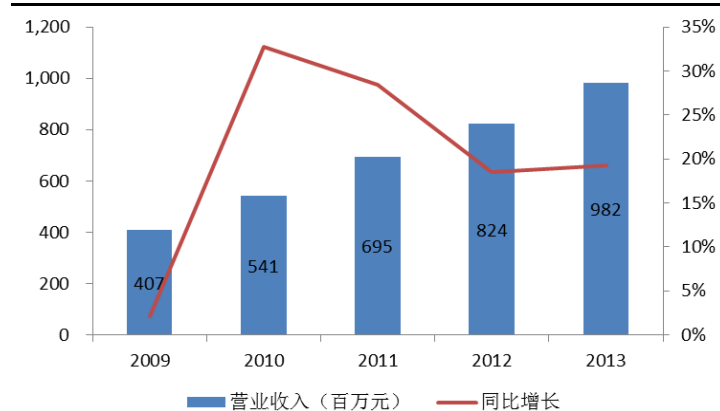
一、公司概况

安徽神剑新材料股份有限公司（简称“神剑股份”）前身是中国人民解放军第二炮兵神剑化工厂，创建于1989年，后经民营改制，发展至今已有近25年的历史，2010年在深交所上市，现已成为全国最大的粉末涂料专用聚酯树脂生产企业。拥有年产各类聚酯树脂12万吨的生产能力，2013年国内市场占有率约17%。公司生产的聚酯树脂系列产品长期为全球前两大粉末涂料供应商阿克苏诺贝尔、杜邦，以及海尔、格力、三星、LG等高端客户提供配套服务，是国内领先的粉末涂料原材料专业供应商。

公司上市以来，营业收入和净利润保持平稳快速增长，2010-2013年，公司营业收入由5.41亿元增长到9.82亿元，年复合增长率22.00%，实现净利润由3257.86万元增长到6367.82万元，年复合增长率25.03%。公司毛利率受上游原材料价格的波动影响较大，近年稳定在14%左右。2013年，公司实现营业收入9.82亿元，同比增长19.28%，实现归母净利润6367.82万元，同比增长6.55%，销售毛利率与净利率分别为13.91%和6.48%，实现EPS 0.20元。2013年分红预案为每10股派送现金红利1元（含税）。

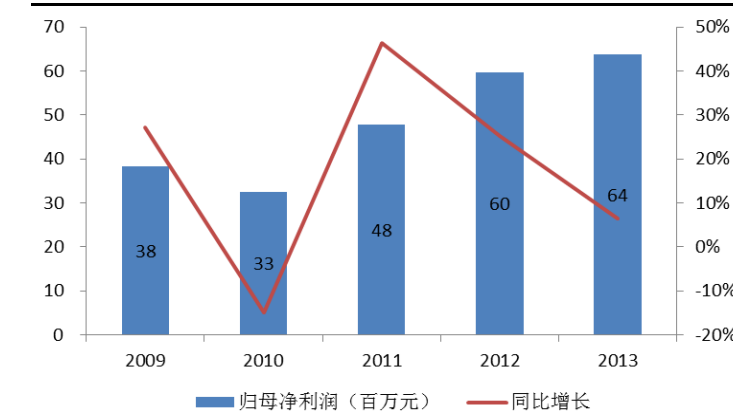
聚酯树脂为公司的主要收入和利润来源，占比在99.9%以上，2013年户外型聚酯树脂和混合型聚酯树脂分别占到公司主营收入的79.48%、20.33%，占到公司毛利的78.79%、21.21%。近年来公司加大对国际市场的开拓力度，出口收入不断提高，出口占比由2009年的5.71%提高到2013年的11.64%。

图表 1: 公司营业收入及同比增长情况



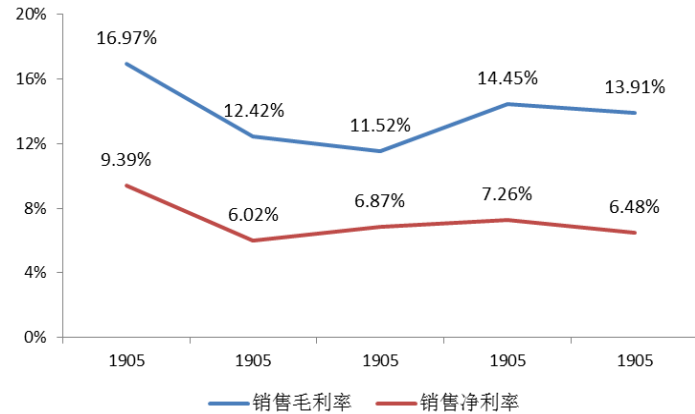
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 2: 公司归母净利润及同比增长情况



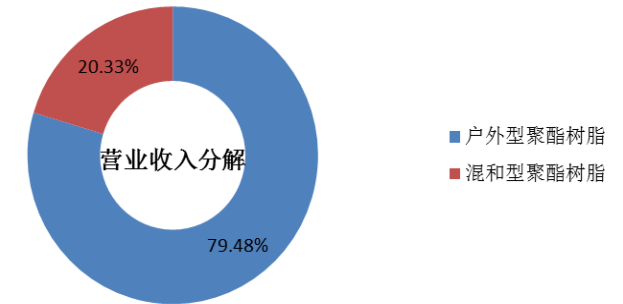
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 3: 公司销售毛利率及净利率情况



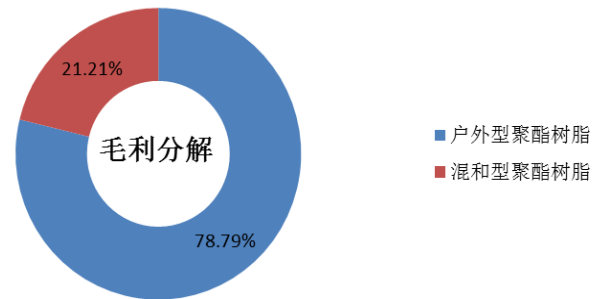
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 4: 公司主营收入构成情况 (2013 年)



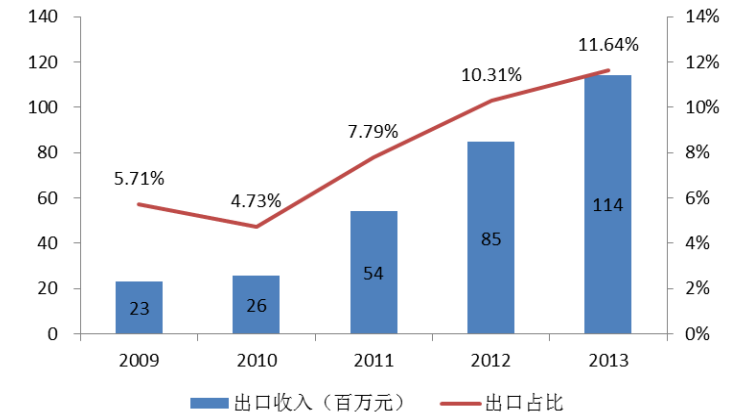
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 5: 公司毛利构成情况 (2013 年)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 6: 公司出口收入及占比情况 (百万元)



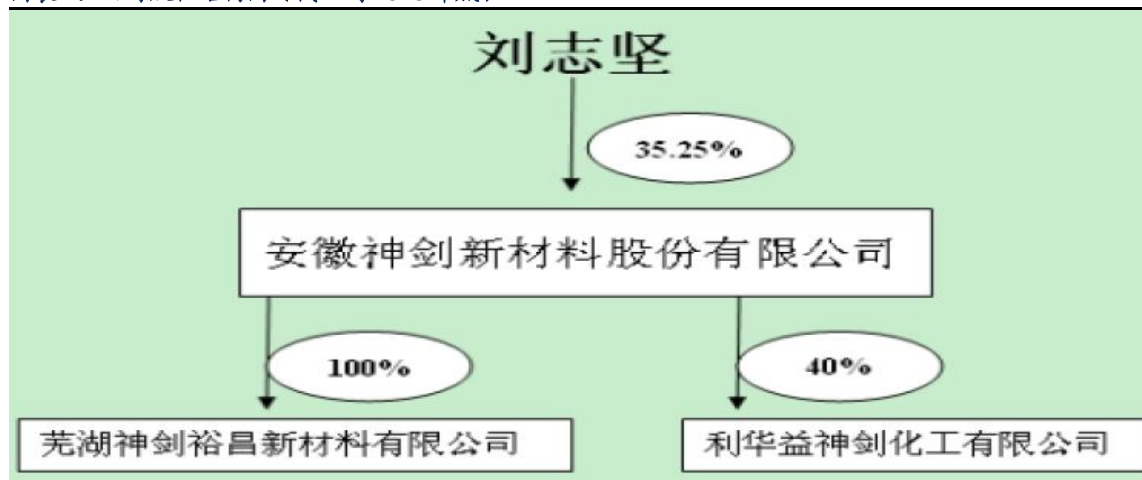
资料来源: wind, 信达证券研发中心

股本结构

公司控股股东、实际控制人为自然人刘志坚先生, 持有公司 11280 万股股份, 占公司总股本的 35.25%。持股 5%以上股东均

为境内自然人。公司下辖 1 家全资子公司芜湖神剑裕昌新材料有限公司，并参股利华益神剑化工有限公司（持股比例 40%）。

图表 7: 公司股权结构图 (截止到 2013 年底)



资料来源: 公司年报、信达证券研发中心

二、聚酯树脂需求增长仍可期

作为高分子新材料，聚酯树脂具有节能、环保、经济、高效的特点，其上游原材料为包括新戊二醇(NPG)、精对苯二甲酸(PTA)等在内的大宗化工原料，获取较为便利，下游产品包括粉末涂料、油墨等，公司生产的聚酯树脂为粉末涂料专用型聚酯树脂。

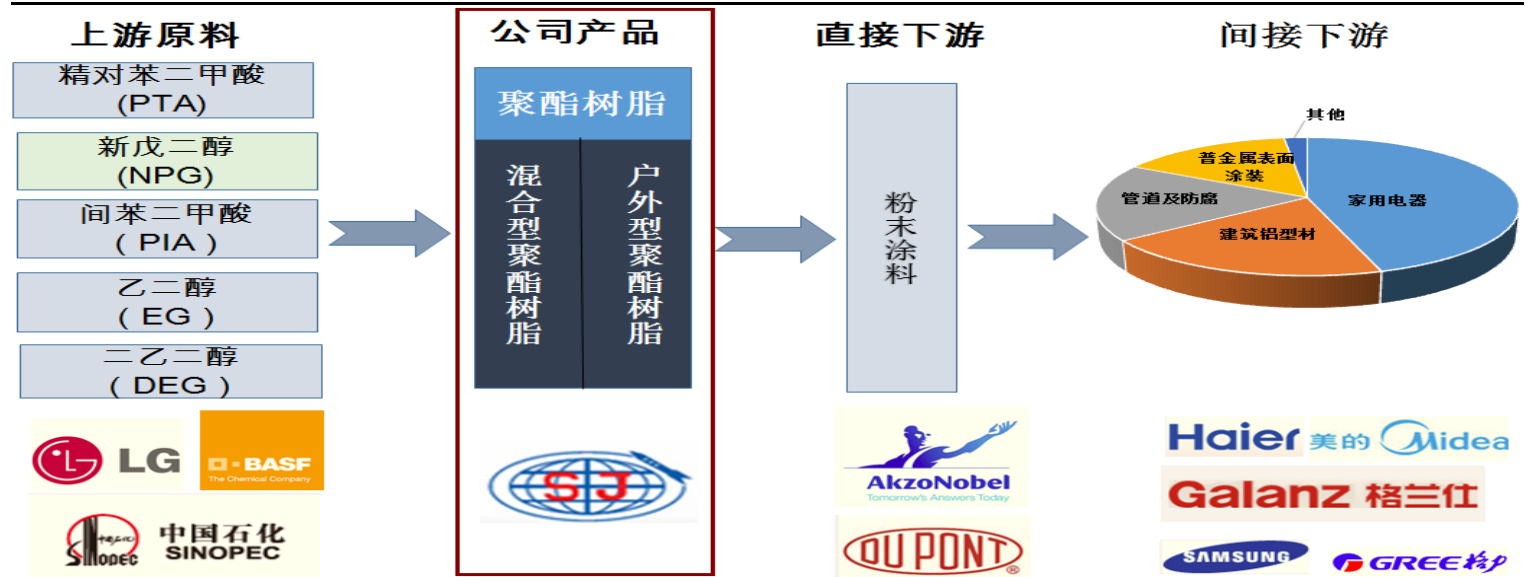
粉末涂料是一种新型的不含溶剂 100% 固体粉末状涂料，具有不用溶剂、无污染、节省能源和资源、减轻劳动强度和涂膜机械强度高特点。具体来讲，粉末涂料具有以下特性：（1）不含毒性，不含溶剂和不含挥发有毒物质 VOC，故无中毒、无火灾、无“三废”的排放等公害问题，完全符合国家环保要求；（2）原材料利用率高，过喷的粉末可回收利用，最高的利用率甚至能达 99% 以上；（3）一次性施工，无需底涂，即可得到足够厚度的涂膜，易实现自动化操作，生产效率高，可降低成本；（4）存贮、运输安全和方便。粉末涂料可能是目前最为安全、对环境最为友好的涂料。

粉末涂料凭借其高性能、低公害、少污染、省能源的优势，逐渐取代传统溶剂型涂料，代表着涂料工业的发展方向。近年来，随着技术的不断进步，粉末涂料的下游应用领域不断拓展，从原有的主要以家电和建材等金属领域为主，逐步拓展了电子元器件、工程机械、农机、家具、玻璃等领域上的应用。

目前国内粉末涂料的主要应用领域为：家用电器 45%，建筑铝型材 20%，管道及防腐 18%，普通金属表面涂装（电控柜、变

压器阀门、工具等) 15%。而北美粉末涂料的主要市场结构为: 家用电器 10.4%, 汽车 12.5%, 建材 3%, 园艺设施 6.4%, 普通金属涂装 67.7%。与国外相比, 我国粉末涂料在普通金属涂装、汽车领域将有更加广阔的发展空间。

图表 8: 聚酯树脂行业产业链



资料来源: 信达证券研发中心

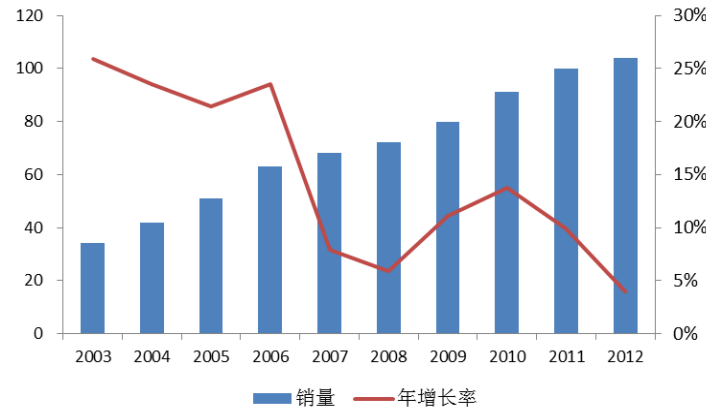
近年来国内粉末涂料专用聚酯树脂需求量保持了较快增长, 超过了粉末涂料行业的增长速度。国内聚酯树脂需求量保持较高增速的原因在于, 第一, 粉末涂料的下游行业, 如家用电器、建筑材料与户外设施、汽车等, 近年来均保持了较高的增长速度, 拉动粉末涂料的需求总量持续增长。第二, 聚酯树脂以其价格、性能优势, 在粉末涂料的用料基料中占有的份额逐步提升。所有这些, 都促进了粉末涂料专用聚酯树脂需求的增长。

粉末涂料下游行业保持较快增长

2003 年以来, 粉末涂料的下游行业, 如家用电器、建筑材料与户外设施、汽车等, 均保持了较高的增长速度, 拉动粉末涂料以及专用聚酯树脂的需求增长。我国粉末涂料销量从 2003 年的 34 万吨增长到 2012 年的 104 万吨, 年复合增长率 13.23%, 2012 年在全球粉末涂料销量中占比 54%, 为世界第一的产销大国。2010-2012 年, 粉末涂料主要下游应用领域如家电等行业增速出现下滑, 2013 年以来, 伴随下游行业重回增长轨道, 粉末涂料下游应用领域不断拓展 (如在家具行业的成功应用), 并受益于粉末涂料逐渐替代传统有机溶剂涂料的趋势, 我们预计到 2015 年我国粉末涂料的市场需求将达到 150 万吨, 对应

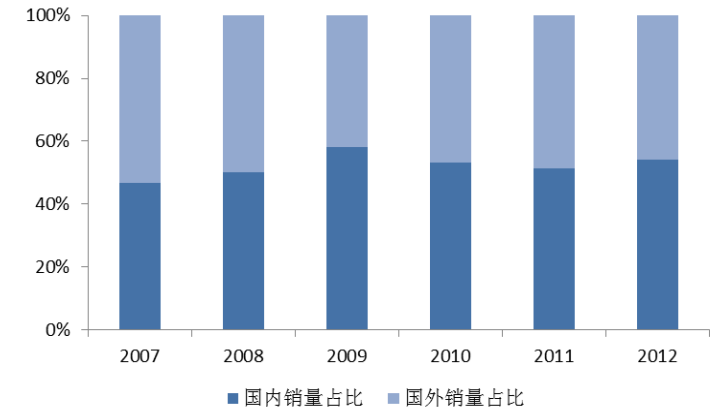
12-15 年复合增长率 12.98%。

图表 9: 我国粉末涂料销量及其增速 (万吨)



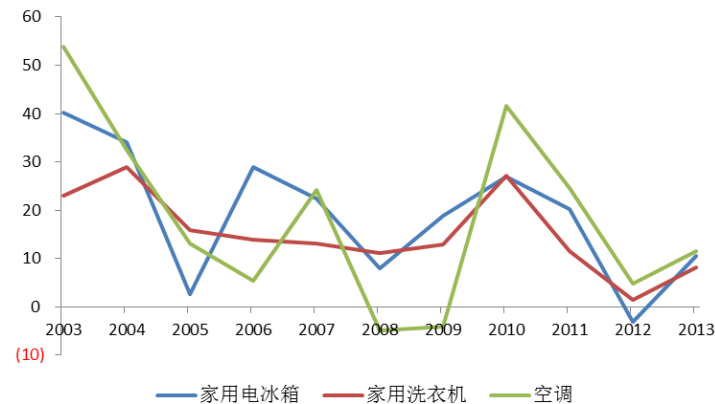
资料来源: 中国化工学会涂料涂装专业委员会, 信达证券研发中心

图表 10: 我国粉末涂料销量占全球销量 50%以上



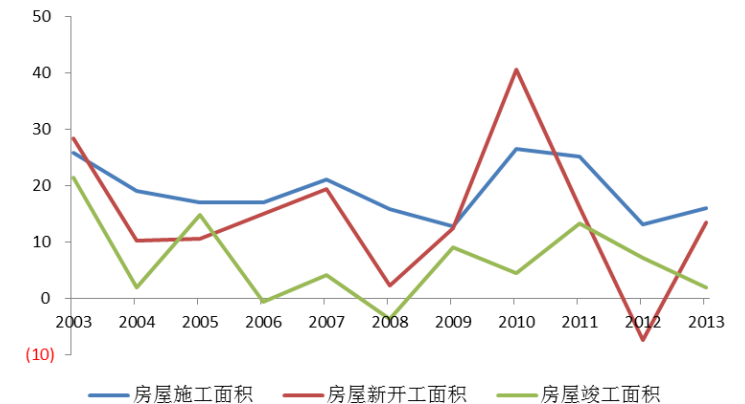
资料来源: 中国化工学会涂料涂装专业委员会, 信达证券研发中心

图表 11: 家电行业近年来产量增速情况 (%)



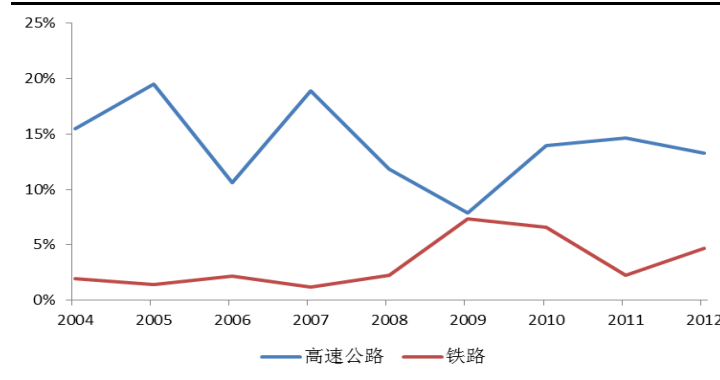
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 12: 房屋施工、新开工、竣工面积近年来增速情况 (%)



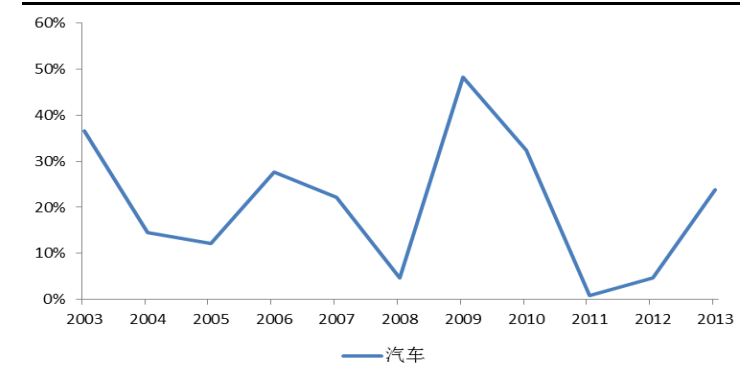
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 13: 高速公路、铁路里程近年来增速情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 14: 汽车产量近年来增速情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

聚酯树脂在粉末涂料中的用量比例提升

聚酯树脂是粉末涂料的重要原材料, 基于其对粉末涂料产品质量性能的重要影响, 其品种、质量、价格、性能等都直接关系到粉末涂料的发展和涂料行业的结构调整。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/环氧混合型、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。

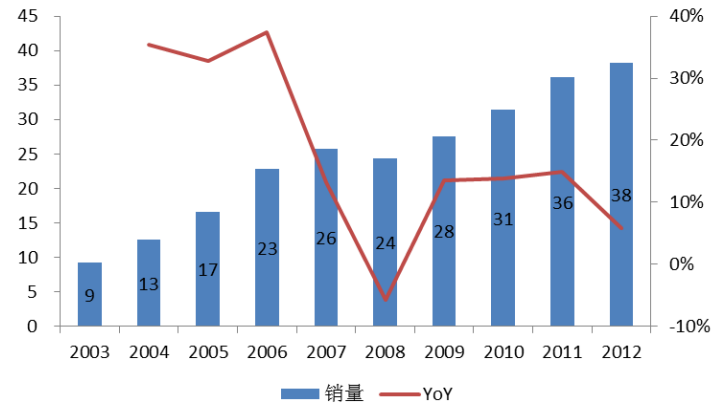
图表 15: 主要粉末涂料品种中聚酯树脂的基本用料比例

项目	聚酯树脂的基本用料比例		
聚酯/环氧混合型	50:50	60:40	70:30
纯聚酯型	聚酯-TGIC	93:7	
	聚酯-Primid	95:5	

资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

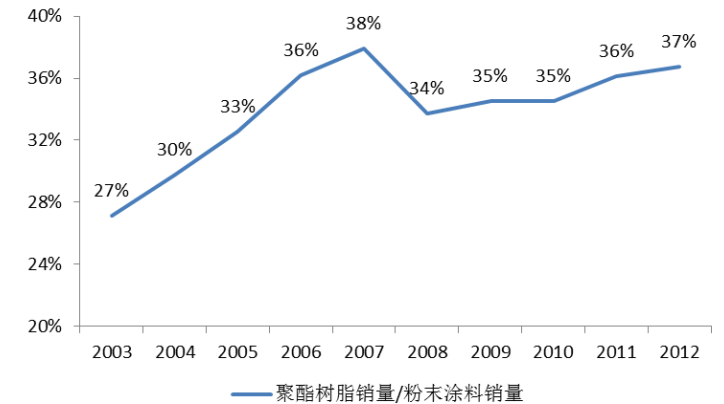
近年来, 由于成本、性能、环保方面的因素, 粉末涂料的品种结构及用料比例发生了较大变化, 聚酯树脂在粉末涂料中的用料比例逐步上升, 越来越多地取代了环氧树脂等用料。2003年聚酯树脂销量占粉末涂料销量的比重为 27%, 到 2012年这一比例已经提升至 37%, 这使得聚酯树脂销量的增长速度超过了粉末涂料的增长速度。我国聚酯树脂销量从 2003年的 9.2 万吨增长到 2012年的 38.2 万吨, 年均复合增长率 17.10%, 高于同期粉末涂料销量年均增长率 13.23%。我们预计到 2015年我国聚酯树脂销量将达到 60 万吨, 对应 12-15年复合增长率 16.24%。

图表 16: 我国聚酯树脂销量及其增速 (万吨)



资料来源: 中国化工学会涂料涂装专业委员会, 信达证券研发中心

图表 17: 近年来聚酯树脂在粉末涂料中的用料比例逐步提升

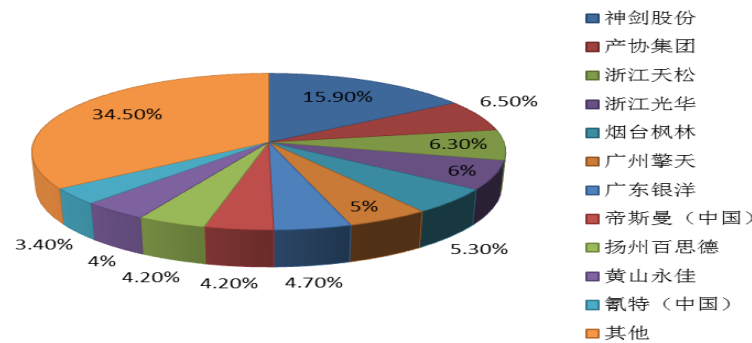


资料来源: 中国化工学会涂料涂装专业委员会, 信达证券研发中心

行业竞争格局

目前聚酯树脂行业内公司主要分为两类: 一是以神剑股份、杭州中法等为代表的国内聚酯树脂公司, 该类公司在国内较早进入粉末涂料专用聚酯树脂行业并已有多年生产历史, 产品品种比较齐全; 另一类是以荷兰帝斯曼公司、美国氟特公司为代表的国外聚酯树脂公司, 他们有近 40 年的生产历史, 具有历史沉淀的科技开发实力, 在全球具有多家生产制造厂。荷兰帝斯曼、美国氟特化工等均在中国设立工厂, 已成为国内重要的聚酯树脂生产商。

图表 17: 2012 年聚酯树脂行业市场分布



资料来源: 信达证券研发中心

目前我国聚酯树脂行业销量约 45 万吨（与国外需求持平），生产商近百家，其中 2 万吨以上企业有 6 家，2012 年神剑股份以 15.9% 的市场占有率稳居行业龙头，远超第二名产协集团 6.5% 的市场占有率。2012 年前 11 家企业市场份额合计达到 65.5%，产能集中度较高，其余产能中小、散、乱企业居多。

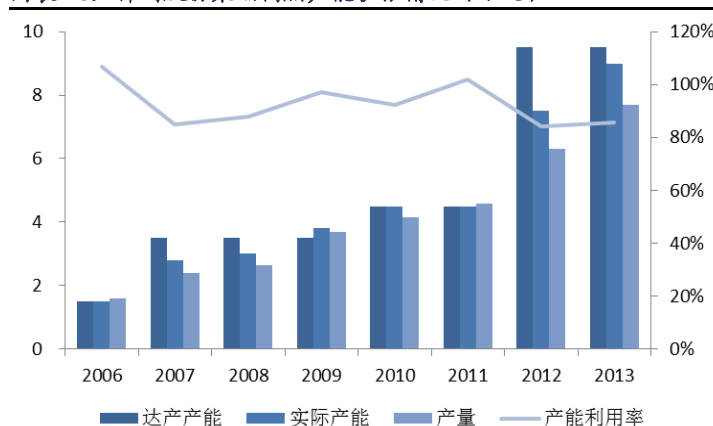
随着国家环保政策的推进，行业需要进行巨额投入，大量中小企业成本上扬，面临生产线关闭。随着客户的消费升级，对产品质量要求日益严格，落后产品和工艺面临淘汰。这将促成未来行业整合加速，形成类似国外的几大核心企业，占据主要市场份额，高质量的品牌企业有望在这一过程中凭借成本与规模优势进一步抢占市场份额。

三、神剑股份，国内最大的粉末涂料专用聚酯树脂生产企业

专注于聚酯树脂主业，规模优势明显

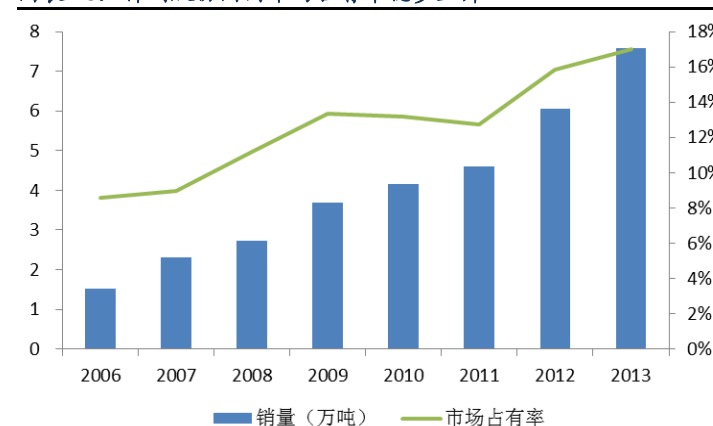
神剑股份作为全国最大的粉末涂料专用聚酯树脂生产企业，目前拥有产能 12 万吨，在国内市场占据绝对龙头地位。2012 年聚酯树脂行业销量增速为 5.8%，前五大企业的销量增速为 13%，神剑销量增速达到 30% 以上，市场占有率稳步提升，预计 2013 年国内市场占有率达到 17%。

图表 18: 神剑股份聚酯树脂产能扩张情况 (万吨)



资料来源: 信达证券研发中心

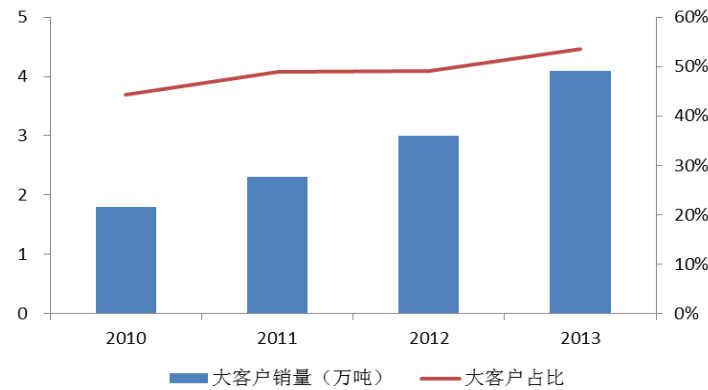
图表 19: 神剑股份国内市场占有率稳步上升



资料来源: 信达证券研发中心

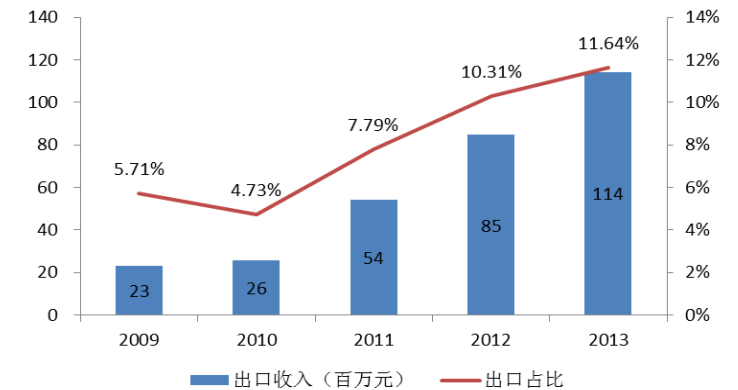
公司产品技术先进、质量稳定，长期为全球前两大粉末涂料供应商阿克苏诺贝尔、杜邦，以及海尔、格力、三星、LG 等高端客户提供配套服务。公司国内销售以直销为主，2013 年大客户（年销售量 1000 吨以上）销售份额占比达 50% 以上。

图表 20: 2010-2013 年公司大客户销量及占比分析



资料来源: 信达证券研发中心

图表 21: 2009-2013 年公司出口金额及占比分析



资料来源: 信达证券研发中心

近三年公司进行国际市场布局, 是国内做聚酯树脂出口业务的两家企业之一, 随着销售网络与渠道日益完善, 原有出口市场需求不断增长, 同时国际粉末涂料龙头阿克苏、杜邦在华企业采购神剑产品, 认可度高, 逐步在全球成员企业中推广, 2010-2013 年公司出口额迅猛增长, 复合增长率保持在 60% 以上。2013 年公司产品出口不到 1 万吨, 出口收入占比 11.64%, 占国外市场份额仅约 2%。2013 年, 公司进入海外最大的北美市场具里程碑意义, 出口增长空间巨大, 未来公司出口占总收入的比重也将持续提升。

向上游进军, 抵御原材料价格波动风险

公司聚酯树脂生产的主要原材料为精对苯二甲酸 (PTA) 和新戊二醇 (NPG), 其中 PTA 原材料成本占比约 35%, NPG 原材料成本占比约 36%, 二者的价格波动对公司成本及毛利率的影响较大。

图表 22: 新戊二醇 (NPG) 价格走势

图表 23: 精对苯二甲酸 (PTA) 价格走势



资料来源：公司调研、信达证券研发中心



资料来源：百川资讯、信达证券研发中心

2009-2010年，受NPG和PTA价格大涨影响，公司毛利率跳水7个百分点。新戊二醇（NPG）是一种重要的化工原料，广泛应用于汽车、纺织、医药、涂料、农药、塑料和石油等领域，其衍生物可作香料、药物、阻燃剂、航空润滑剂、增塑剂、油墨、绝缘材料等，目前全球75%左右的新戊二醇用于生产粉末涂料聚酯树脂产品。2013年，国内NPG消费约17万吨，其中进口8.5万吨，进口依存度和供应风险较大。国内NPG有效产能不足，质量良莠不齐，高标品少，2013年受需求支撑，叠加原料跌价，NPG吨毛利一度涨到2000元。而目前精对苯二甲酸（PTA）行业产能严重过剩，预计价格将持续疲软。

2011年，公司成立全资子公司“芜湖神剑裕昌新材料有限公司”向上游NPG进军，神剑裕昌规划新戊二醇产能4万吨/年，一期产能1万吨，已于2013年10月30日正式投产。此外，公司还参股利华益神剑化工有限公司（持股比例40%），其拥有3万吨/年新戊二醇产能，目前尚处最后调试中。神剑裕昌子公司（一期）和利华益神剑合资企业2014年预计达产4万吨/年新戊二醇，能满足约11-12万吨的聚酯树脂产量，我们认为公司向上延伸产业链一来可以保障原材料的供应，抵御原材料价格大幅波动的风险，二来也提供了新的利润增长点。

公司2014年2月28日发布非公开发行股票预案，拟募资不超过50550万元，用于以下三个项目：

图表 24：非公开发行股票募投项目

序号	项目名称	计划投资(万元)	拟用募集资金投入(万元)
1	年产5万吨节能环保型粉末涂料专用聚酯树脂项目	29,000	22,000
2	年产4万吨新戊二醇项目	40,000	24,000
3	研发中心建设项目	4,550	4,550
	合计	73550	50550

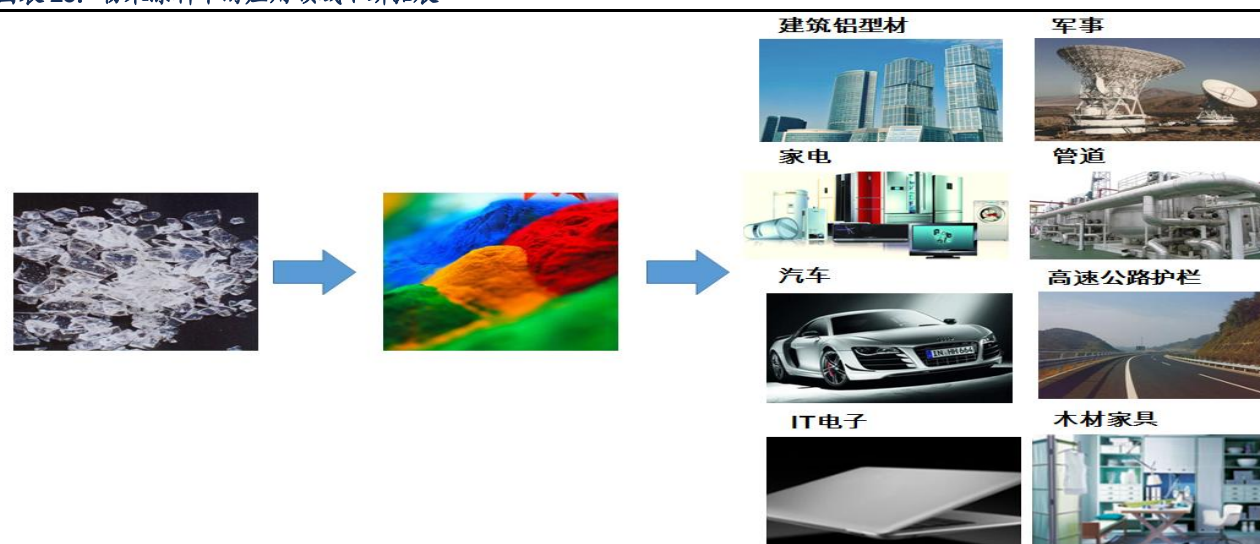
资料来源：公司公告《非公开发行股票预案》、信达证券研发中心

项目投产后，公司聚酯树脂产能将在现有 12 万吨的基础上扩大到 17 万吨，同时新戊二醇产能达到 7 万吨（子公司 4 万吨+ 合资企业 3 万吨），能满足 18-20 万吨聚酯树脂产量，基本能保证未来 3-5 年内公司的产能释放和行业整合，并实现 NPG 自给，巩固在聚酯树脂行业的领先地位。鉴于目前非公开发行数量、价格、时间等方面仍有一定不确定性，本报告盈利预测暂未考虑此次非公开发行情况。

从金属到非金属，家具粉末涂装打开新蓝海

我国粉末涂料主要应用于金属领域，如建材、家电、汽车等主要的规模化应用领域，在 IT、电子元器件、工程器械、农机、军工品等领域也仍有较大的开拓空间。然而，粉末涂料作为无异味、无挥发、无污水的新材料，从金属运用（家电等）拓展到非金属运用（木材、玻璃等）是环保需求的必然。

图表 25: 粉末涂料下游应用领域不断拓展



资料来源：信达证券研发中心

以家具中的 MDF 木板为例，我国约 1 万亿的家具市场，其中 30% 是 MDF 木板。传统人造板家具涂装普遍采用油漆喷涂和贴面包边两种工艺，生产过程产生大量 VOC 挥发和生产废水，贴边开裂问题多。2012 年 8 月 1 日起正式实施的《儿童家具通用技术条件》强制性国际标准，对儿童家具的边缘及尖端等结构安全、有害物质限量和阻燃安全的要求更加严格，部分企业儿童家具生产工艺面临巨大挑战。生产环保家具、进行产业链升级，成为家具产业发展的必然趋势。相比油漆涂装，粉末涂装一次成型，具有经济环保等诸多优点，但涂料的低温固化、家具的喷涂工艺、应用板材的选择三大技术难题始终困扰着国

内众多的粉末涂料生产商。

公司 2014 年 1 月 8 日发布公告称，与山东朗法博粉末涂装科技有限公司签署《合作框架协议》，在家具粉末涂装领域开展全面战略合作。山东朗法博是粉末涂料涂装整体解决方案的提供商，集粉末涂料、涂装设备、涂装技术一体化的现代涂装企业。其“MDF 人造木板粉末静电涂装技术设备及粉末涂料的研究应用”项目集成技术达到国际先进水平，能直接代替油漆使用，且价格不高于油漆（劣质油漆和一次刷漆除外），绿色环保、经济多样，可广泛应用于家具市场。

朗法博的“MDF 人造木板粉末静电涂装技术设备及粉末涂料的研究应用”成功突破家具粉末涂装领域的几大难题，产品成型，目前和国内众多大型家具企业达成合作，进行产业化推进和市场培育，是家具用粉末涂料的先行者。公司与朗法博的战略合作，有望受益于粉末涂料从金属到非金属的应用拓展，大幅提升对公司聚酯树脂产品的需求。

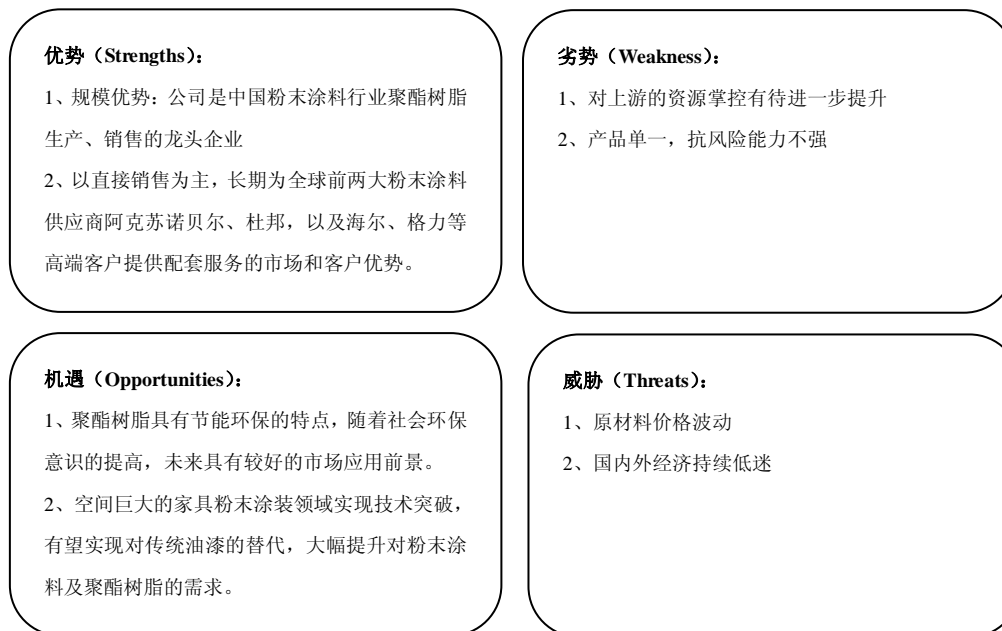
适当多元，参与设立民营银行

公司 2013 年 11 月 20 日发布公告称，拟参与以信义节能玻璃(芜湖)有限公司为主发起方投资设立的大江银行股份有限公司，出资不超过 10,000 万元，不超过大江银行总股本的 10%。

公司表示，此次投资参股组建大江银行以市场为导向，以效益为目的，旨在服务地方经济发展的同时，提升地区金融服务和发展水平，利用国家金融改革的契机积极拓展金融业务，取得自身健康、可持续发展，提升公司综合竞争力。与此同时，此次对外投资尚需通过中国银监会、工商局等相关部门的审核批准，具有审核不通过或延长审批的风险。

公司 SWOT 分析

图表 26: 公司 SWOT 分析



资料来源: 信达证券研发中心

通过对公司的 SWOT 分析, 我们认为神剑股份作为全国最大的粉末涂料专用聚酯树脂生产商, 具有明显的规模优势和品牌优势, 未来受益于粉末涂料下游行业增长及应用领域的不断拓展, 产能投放具备基础, 2013 年成功进入海外最大的北美市场具里程碑意义, 出口有望大幅增长, 且进军上游 NPG, 减缓原材料价格波动风险, 增收增利, 公司业绩成长可期。

四、盈利预测及估值分析

1、盈利假设

(1) 2014 年公司聚酯树脂产能 12 万吨, 14-16 年产能利用率分别达到 80%、92%、100%。

- (2) 子公司神剑裕昌 1 万吨新戊二醇 14 年开始释放产能, 14-16 年产能利用率分别达到 70%、85%、100%, 参股企业利华益神剑 3 万吨新戊二醇项目建设顺利, 14 年顺利投产, 14-16 年产能利用率分别达到 50%、85%、100%。
- (3) 公司期间费用率基本稳定, 并继续享受高新技术企业的所得税优惠政策。

图表 27: 主要业务盈利预测

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
聚酯树脂					
营业收入 (百万元)	82303	98054	123858	142436	154822
同比增长	18.49%	19.14%	26.32%	15.00%	8.70%
产能 (万吨)			12	12	12
开工率			80%	92%	100%
产销量 (万吨)			9.60	11.04	12
新戊二醇					
营业收入 (百万元)			8613	10458	12304
同比增长				21%	18%
产能			1	1	1
开工率			70%	85%	100%
产销量 (万吨)			0.7	0.85	1
其他					
营业收入 (百万元)	63.35	195.19			
合计					
营业收入 (百万元)	82366	98249	132470	152895	167126
同比增长	18.58%	19.28%	34.83%	15.42%	9.31%

资料来源: 信达证券研发中心

根据以上假设条件, 我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别达到 13.25、15.29、16.71 亿元, 同比增长 34.83%、15.42%、9.31%, 归属母公司股东的净利润分别为 0.90、1.20、1.41 亿元, 同比增长 41.45%、32.83%、17.74%, 2014-2016 年 EPS 分别达到 0.28 元、0.37 元和 0.44 元, 对应 2014 年 3 月 11 日收盘价 (6.87 元/股) 的动态 PE 分别为 24 倍、18 倍和 16 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

2、公司估值

按照 DCF 估值方法给出的绝对估值为 8.06 元/股，参考公司 2014 年 3 月 11 日收盘价 6.87 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 28: 主要计算参数

项目	参数	项目	参数
行业平均 Beta	1.01	市场预期收益率	10.7%
无风险利率	3.70%	永续增长率	2%
风险溢价	6.23%		

资料来源: wind, 信达证券研发中心

3、风险因素

在建项目无法按期顺利投产；新应用领域拓展不达预期；参股设立民营银行审批延长或不通过的风险。

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	685.48	820.23	949.23	1,121.25	1,301.55
现金	156.60	131.30	387.29	473.81	594.75
应收票据	200.74	306.69	257.59	297.31	324.98
应收账款	228.41	284.66	198.71	229.34	250.69
预付账款	14.98	30.77	24.24	27.79	30.21
存货	84.07	64.63	79.21	90.82	98.73
其他	0.69	2.18	2.18	2.18	2.18
非流动资产	359.75	398.74	388.05	377.04	365.86
长期投资	39.61	58.48	58.48	58.48	58.48
固定资产	182.78	239.23	265.55	254.89	244.21
无形资产	39.15	41.99	41.02	40.06	39.10
其他	98.21	59.04	23.00	23.61	24.07
资产总计	1,045.22	1,218.98	1,337.28	1,498.30	1,667.41
流动负债	307.83	441.45	501.68	543.05	571.28
短期借款	10.00	210.96	210.96	210.96	210.96
应付账款	189.72	119.45	161.02	184.61	200.69
其他	108.11	111.03	129.70	147.48	159.62
非流动负债	148.11	156.56	156.56	156.56	156.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	148.11	156.56	156.56	156.56	156.56
负债合计	455.94	598.01	658.24	699.61	727.84
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	589.29	620.97	679.04	798.69	939.56
负债和股东权益	1045.22	1218.98	1337.28	1498.30	1667.41

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	823.66	982.49	1,324.70	1,528.95	1,671.26
同比(%)	18.56%	19.28%	34.83%	15.42%	9.31%
归属母公司净利润	59.77	63.68	90.07	119.65	140.88
同比(%)	25.28%	6.55%	41.45%	32.83%	17.74%
毛利率(%)	14.45%	13.91%	13.93%	14.51%	14.97%
ROE(%)	10.14%	10.25%	13.26%	14.98%	14.99%
每股收益(元)	0.19	0.20	0.28	0.37	0.44
P/E	37	35	24	18	16
P/B	3.7	3.5	3.2	2.8	2.3
EV/EBITDA	12.75	23.98	15.01	11.54	9.53

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	823.66	982.49	1,324.70	1,528.95	1,671.26
营业成本	704.61	845.81	1,140.11	1,307.12	1,421.04
营业税金及附加	1.36	2.50	2.12	2.44	2.67
营业费用	21.92	26.49	33.83	39.05	42.69
管理费用	19.78	27.08	30.27	34.94	38.19
财务费用	7.60	11.56	21.55	18.99	18.22
资产减值损失	3.43	3.27	2.28	2.63	2.88
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.95	3.09	6.48	12.66	15.22
营业利润	65.92	68.87	101.02	136.42	160.80
营业外收入	2.54	5.53	4.95	4.34	4.94
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	68.46	74.40	105.97	140.76	165.74
所得税	8.70	10.72	15.90	21.11	24.86
净利润	59.77	63.68	90.07	119.65	140.88
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	59.77	63.68	90.07	119.65	140.88
EBITDA	85.97	101.07	144.40	180.42	205.74
EPS (摊薄)	0.19	0.20	0.28	0.37	0.44

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	36.10	-40.58	308.92	102.11	134.10
净利润	59.77	63.68	90.07	119.65	140.88
折旧摊销	13.63	18.90	17.03	18.26	18.60
财务费用	3.88	7.77	21.40	21.40	21.40
投资损失	0.03	-0.95	-3.09	-6.48	-12.66
营运资金变动	-42.89	-129.37	184.95	-46.77	-34.00
其它	2.67	1.52	1.94	2.24	2.45
投资活动现金流	-126.49	-46.18	0.47	5.81	8.23
资本支出	-57.51	-88.20	-6.00	-6.85	-6.98
长期投资	1.32	56.21	6.48	12.66	15.22
其他	-70.30	-14.19	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	100.27	61.74	-53.40	-21.40	-21.40
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	108.65	105.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1.74	43.26	53.40	21.40	21.40
现金净增加额	9.70	-25.30	256.00	86.52	120.94

化工研究小组简介

信达证券化工研究团队（郭荆璞、麦土荣）为第十一届新财富石油化工行业最佳分析师第五名、第七届卖方分析师水晶球奖石油化工行业第三名。

郭荆璞，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任职信达证券研究开发中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

麦土荣，化工行业高级研究员。北京大学经济学硕士。2 年证券业从业经验，7 年中国化工集团工作经验。善于与实业结合，从产业链的角度发现和挖掘投资机会，对农用化工、磷化工、煤化工等理解透彻。

黄永光，浙江大学材料学硕士，7 年工业领域销售业务工作经验，对光伏新能源产业链较为熟悉，准确把握行业运营规律。2013 年 7 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013 年 7 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

常川，中央财经大学国际金融学硕士，2013 年 7 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

化工行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
盐湖股份	000792	芭田股份	002170	神马股份	600810	天科股份	600378
烟台万华	600309	新纶科技	002341	云天化	600096	碧水源	300070
华昌化工	002274	高盟新材	300200	沧州大化	600230	江山股份	600389
扬农化工	600486	诺普信	002215	S 仪化	600871	风神股份	600469
三聚环保	300072	上海家化	600315	中国化学	601117	中化国际	600500
沈阳化工	000698	和邦股份	603077	新安股份	600596	硅宝科技	300019

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。