

## 坚定看好公司持续成长

### 投资要点：

- **公司基本情况介绍。**公司是粉末涂料的原料提供商，产品是粉末涂料所用的聚酯树脂，2013年公司产能9.5万吨，经过技改，2014年公司产能预计能达到12万吨。目前公司产能是国内第一。
- **2013年粉末涂料聚酯树脂增速约20%，公司作为行业龙头，又恰逢新产能投放，未来持续看好。**根据行业内部的粗略统计，2013年中国国内涂料产量的增速是3.58%，粉末涂料的产量增速是涂料增速的2-3倍。从树脂来看，聚酯树脂产量同比增长20%，环氧树脂产量同比增长15%。由于国内粉末涂料行业小企业众多，大企业少，而聚酯树脂行业的集中度更高，在统计口径内的大企业多，因此在统计数据中粉末涂料的增速低于聚酯树脂和环氧树脂的增速。另外，行业的产销基本是1:1，库存比较稳定，因此我们可以讲产量增速近似看为需求增速。我们从中可以看出粉末涂料的聚酯树脂行业的增速高于环氧树脂行业的增速，聚酯树脂的增速在20%左右。公司作为国内聚酯树脂行业的龙头，在市场开拓方面经验丰富，客户众多，近几年恰逢公司上市募投项目的新产能投放和技改产能释放，我们认为公司的收入增速将会高于行业的平均增速。如果公司聚酯树脂产品的价格中枢不出现大幅度的波动，则我们预测公司未来三年的收入增速将会在20%以上。
- **海外市场的开拓初见成效。**2013年，公司出口业务同比增长34.71%，收入占公司主营业务收入的11.66%，公司海外市场的开拓进入收获期。
- **NPG产能逐步投放，原料端成本波动风险有望下降。**目前公司的全资子公司——芜湖神剑裕昌新材料有限公司的1万吨NPG项目和参股子公司——利华益神剑化工有限公司的3万吨NPG项目均处于设备调试阶段，我们预计今年可能会贡献一部分NPG产品，能降低公司在原料端成本大幅波动的风险。
- **原料PTA价格疲软，利好于公司产品的市场开拓。**从成本来看，PTA占聚酯树脂成本的40%-45%，NPG占聚酯树脂成本的35%-40%，对产品的盈利能力影响巨大。我们近期外发的涤纶工业丝行业深度报告《涤纶工业丝行业集中度提升，在聚酯产业利润转移的背景下迎来复苏》已经分析过，认为PTA价格的成本支撑将会削弱。由于公司下游的粉末涂料企业对PTA价格也极其敏感，PTA价格的疲软并不意味着公司盈利能力会提升。但是由于聚酯树脂的价格低于环氧树脂，我们认为PTA价格的疲软将会有利于公司产品后续的市场开拓。
- **维持“买入”的投资评级。**我们谨慎估计子公司芜湖神剑裕昌新材料NPG一期的投产进程和聚酯树脂的产能转化率，预计公司2014-2016年EPS为0.30元、0.45元、0.63元，对应的动态市盈率为21倍、14倍和10倍，维持“买入”的投资评级和8元的目标价。
- **风险提示。**公司市场开拓低于预期的风险，公司NPG项目投产进程低于预期的风险，公司盈利能力下滑的风险。

## 神剑股份 (002361.SZ)

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

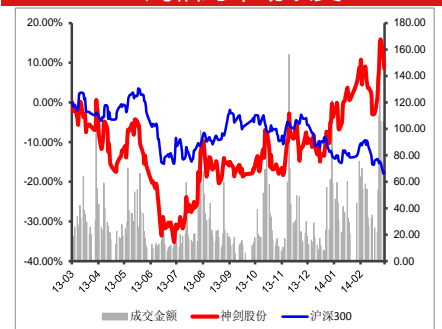
### 投资评级

调研日期：	2014年03月05日
本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	8

### 市场数据

市价(元)	7.33
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)	12.98-3.97
上证指数/深证成指	2057.91/ 7328.48
2013年股息率	0%

### 52周相对市场改变



### 相关研究

**公司财务数据及预测**

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	982.49	1269.60	1550.22	1875.94
增长率(%)	19.28	29.22	22.10	21.01
归属于母公司所有者的 净利润(百万元)	63.68	96.95	144.68	201.01
增长率(%)	6.55	52.26	49.22	38.94
毛利率%	13.91	13.96	14.37	15.81
净资产收益率(%)	10.25	10.66	13.72	16.01
EPS(元)	0.20	0.30	0.45	0.63
P/E(倍)	31.81	20.89	14.00	10.08
P/B(倍)	3.26	3.56	3.07	2.58

数据来源：民族证券

## 相关研究报告

涤纶工业丝行业深度报告《涤纶工业丝行业集中度提升，在聚酯产业利润转移的背景下迎来复苏》，20140302

神剑股份调研报告《公司成长的天花板将被逐步撬开》，20140115

神剑股份调研报告《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》，20131113

## 财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2013A	2014E	2015E	2016E	单位: 百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	820.23	898.11	1046.19	1248.50	<b>营业收入</b>	982.49	1269.60	1550.22	1875.94
现金	131.30	78.52	88.65	92.79	营业成本	845.81	1092.42	1327.37	1579.41
应收账款	591.35	695.67	806.96	976.52	营业税金及附加	2.50	3.17	3.88	4.69
其他应收款	30.77	40.96	49.77	59.22	销售费用	26.49	34.28	41.86	50.65
预付账款	2.18	1.04	1.27	1.54	管理费用	27.08	30.47	37.21	45.02
存货	64.63	81.92	99.54	118.44	财务费用	11.56	2.54	-1.55	-0.94
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	3.27	3.81	4.65	5.63
<b>非流动资产</b>	398.74	562.39	670.85	787.44	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	58.48	58.48	58.48	58.48	投资净收益	3.09	1.00	21.00	30.00
固定及无形资产	335.34	491.21	596.86	710.19	<b>营业利润</b>	68.87	103.91	157.81	221.48
其他	4.92	12.70	15.50	18.76	<b>利润总额</b>	74.40	114.06	170.21	236.49
<b>资产总计</b>	1218.98	1460.50	1717.04	2035.94	所得税	10.72	17.11	25.53	35.47
<b>流动负债</b>	<b>441.45</b>	<b>394.74</b>	<b>646.94</b>	<b>761.57</b>	<b>净利润</b>	63.68	96.95	144.68	201.01
短期借款	210.96	50.00	50.00	50.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	222.65	313.43	558.72	665.32	<b>归属母公司净利</b>	63.68	96.95	144.68	201.01
其他	7.83	31.31	38.22	46.26	EBITDA	96.24	130.01	165.10	226.05
<b>非流动负债</b>	156.56	155.85	15.50	18.76	EPS (元)	0.199	0.303	0.452	0.628
长期借款	145.72	143.15	0.00	0.00					
其他	10.84	12.70	15.50	18.76	<b>主要财务比率</b>	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	598.01	550.58	662.44	780.33	<b>成长能力</b>				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	19.28%	29.22%	22.10%	21.01%
归属母公司股东权益	620.97	909.92	1054.60	1255.61	营业利润	<b>1.25%</b>	<b>56.44%</b>	<b>32.94%</b>	<b>39.96%</b>
<b>负债和股东权益</b>	1218.98	1460.50	1717.04	2035.94	归属母公司净	<b>6.55%</b>	<b>52.26%</b>	<b>49.22%</b>	<b>38.94%</b>
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	13.91%	13.96%	14.37%	15.81%
单位: 百万元	2013A	2014E	2015E	2016E	净利率	6.48%	7.64%	9.33%	10.72%
<b>经营活动现金流</b>	<b>-138.09</b>	105.23	264.81	120.42	ROE	10.25%	10.66%	13.72%	16.01%
净利润	63.68	96.95	144.68	201.01	ROIC	8.06%	8.89%	11.40%	13.32%
资产减值损失	3.27	3.81	4.65	5.63	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	18.90	24.56	29.84	35.51	资产负债率	49.06%	37.70%	38.58%	38.33%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	38.04%	13.99%	-2.19%	-1.91%
财务费用	11.56	2.54	-1.55	-0.94	流动比率	185.80%	227.52%	161.71%	163.94%
投资损失	-3.09	-1.00	-21.00	-30.00	速动比率	1.71	2.07	1.46	1.48
营运资本变化	-230.67	-20.21	109.60	-89.17	<b>营运能力</b>				
递延税款变化	-1.75	-1.43	-1.40	-1.63	总资产周转率	0.81	0.87	0.90	0.92
<b>投资活动现金流</b>	<b>-53.07</b>	<b>-185.79</b>	<b>-115.90</b>	<b>-120.47</b>	应收帐款周转	1.66	1.83	1.92	1.92
资本支出	-37.28	-186.79	-136.90	-150.47	应付帐款周转	3.76	3.65	2.43	2.43
其他投资	-15.79	1.00	21.00	30.00	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	165.86	27.78	-138.79	4.20	每股收益	0.199	0.303	0.452	0.628
短期借款	209.42	-161.68	-140.34	3.26	每股经营现金	-0.13	0.21	0.52	0.24
新发股份	-0.00	192.00	0.00	-0.00	每股净资产	1.94	1.78	2.06	2.45
分红	-32.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
少数股东融资	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	31.81	20.89	14.00	10.08
财务费用	-11.56	-2.54	1.55	0.94	P/B	3.26	3.56	3.07	2.58
<b>现金净增加额</b>	<b>-25.30</b>	<b>-52.77</b>	10.12	4.15	EV/EBITDA	26.94	27.26	19.75	14.47

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。

## 联系人简介

## 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](http://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)