

神剑股份 (002361)

—稳健成长，龙头地位稳固

投资评级 推荐 评级调整 首次推荐 收盘价 6.44 元

投资要点：

- 公司是国内专业从事粉末涂料专用聚酯树脂系列产品的研发、生产和销售化工新材料企业，为国家级重点高新技术企业，现有年产各类粉末涂料用聚酯树脂 12 万吨的生产能力，产能和产销量规模为国内最大。2013 年公司产品销售 7.6 万吨，国内市场占有率约 17%。
- 粉末涂料专用树脂市场空间仍处于扩张之中。一方面，粉末涂料应用领域广泛，可以应用于汽车、家电、暖通空调、涂装加工、电子电器、园艺及农机具、建材、家具及其他等多个行业，且应用领域在不断扩大。2012 年全球粉末涂料总产量为 191.8 万吨，2007-201 年，粉末涂料市场规模复合增长率达到了 5.7%。预计 2013-2017 年，全球粉末涂料总产量复合增长率将不低于 5.7% 2017 年全球粉末涂料总产量将达到 253 万吨。另一方面，由于聚酯树脂性价比较高以及喷涂工艺的的进步，粉末涂料中聚酯树脂的占比不断提升。根据中国化工学会涂料涂装专业委员会的统计，近几年来粉末涂料行业增速是涂料增速的 2-3 倍，而聚酯材料的增速是粉末涂料增速的 1.5 倍左右，粉末涂料用聚酯树脂行业保持较快增速。
- 公司稳健经营，有序扩张，牢牢占据行业龙头地位。公司聚酯树脂销量由 2008 年的 2.72 万吨上升至 2013 年的 7.6 万吨，年复合增长率

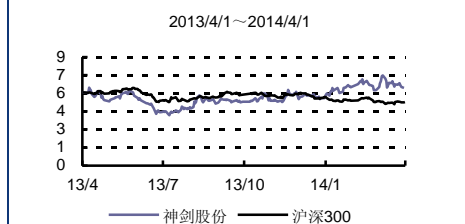
发布时间 2014 年 4 月 1 日

主要数据	
52 周最高/最低价(元)	12.92/4.10
上证指数/深圳成指	2033.31/7189.58
50 日均成交额(百万元)	44.51
市净率(倍)	3.32
股息率	1.55%

基本数据	
流通股(百万股)	182.49
总股本(百万股)	320.00
流通市值(百万元)	1175.25
总市值(百万元)	2060.80
每股净资产(元)	1.94
净资产负债率	96.30%

股东信息	
大股东名称	刘志坚
持股比例	35.25%
国元持仓情况	

50 日行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-神剑股份 002361 公司调研简报:快速发展的粉末涂料专用聚酯龙头》，2010-4-18

联系方式

研究员：李朝松
 执业证书编号：S0020512080005
 电话：021-51097188-1929
 电邮：lichao.song@gyzq.com.cn

联系人：赵喜娟
 电话：021-51097188-1952
 手机：18616810028
 电邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址：中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

料。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（木材等）具有很大的替代空间，我国木器涂料大约占涂料总量的15%-20%，高于国内粉末涂料占比。目前，朗法博正在大力推广“MDF人造木板粉末静电涂装技术”，有望在未来几年获得快速增长。

- 定向增发将进一步提升行业地位。2014年2月公司推出定向增发预案，拟募集资金5.06亿元用于建设5万吨/年聚酯树脂、4万吨/年NPG等项目。募集资金建成后，公司聚酯树脂产能将达到17万吨/年、NPG产能达到5万吨/年（不包括利华益神剑3万吨/年产能），市场占有率有望提升至25%-30%。
- 未来几年公司聚酯树脂销量仍将保持稳定的增长，在不考虑粉末涂料在木器领域拓展带给公司贡献的情况下，我们预计2014-2016年公司聚酯树脂销量分别为9.7万吨、11.6万吨和14.5万吨；预计未来三年净利润分别为0.88亿元、1.09亿元和1.34亿元，对应每股收益分别为0.27元、0.34元和0.42元。公司估值合理，未来稳健增长的确定性较高，我们给予“推荐”评级。
- 风险因素：原材料价格短期大幅上涨、NPG项目投产延缓。

图表 1 公司重要财务指标简表

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入（亿元）	2.32	3.68	3.99	4.07	5.41	6.95	8.24	9.82
同比增长率		58.69%	8.33%	2.16%	32.80%	28.44%	18.56%	19.28%
净利润（万元）	1,256	2,377	3,011	3,827	3,258	4,771	5,977	6,368
同比增长率	0.00%	89.24%	26.66%	27.09%	-14.86%	46.43%	25.28%	6.55%
ROE(摊薄)	34.05%	28.08%	26.23%	25.00%	6.60%	9.01%	10.14%	10.25%

ROA	7.06%	11.63%	12.81%	14.31%	6.59%	6.60%	6.64%	5.62%
销售毛利率	13.82%	14.23%	14.15%	16.97%	12.42%	11.52%	14.45%	13.91%
销售净利率	5.42%	6.46%	7.55%	9.39%	6.02%	6.87%	7.26%	6.48%
资产负债率	79.26%	63.37%	51.97%	48.29%	28.68%	29.76%	43.62%	49.06%
每股净资产(元)	3.69	1.41	1.91	2.55	6.17	3.31	3.68	1.94

资料来源: wind 国元证券研究中心

图表 2 公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	820	976	842	1265	营业收入	982	1240	1510	1767
现金	131	142	163	140	营业成本	846	1061	1296	1502
应收账款	285	345	69	457	营业税金及附加	3	2	3	4
其他应收款	2	2	3	3	营业费用	26	32	39	48
预付账款	31	33	43	49	管理费用	27	31	36	44
存货	65	95	117	132	财务费用	12	14	13	16
其他流动资产	307	359	448	485	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	399	553	655	691	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	58	46	49	49	投资净收益	3	2	3	4
固定资产	239	431	540	578	营业利润	69	98	122	153
无形资产	42	46	50	54	营业外收入	6	5	5	4
其他非流动资产	59	30	16	9	营业外支出	0	0	0	1
资产总计	1219	1529	1498	1956	利润总额	74	103	128	156

流动负债	441	668	558	916	所得税	11	15	18	23
短期借款	211	328	166	455	净利润	64	88	109	134
应付账款	119	195	220	262	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	111	144	172	199	归属母公司净利润	64	88	109	134
非流动负债	157	153	154	154	EBITDA	99	148	191	239
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.20	0.27	0.34	0.42
其他非流动负债	157	153	154	154					
负债合计	598	820	712	1070	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	320	320	320	320	成长能力				
资本公积	96	96	96	96	营业收入	19.3%	26.2%	21.8%	17.0%
留存收益	205	292	369	470	营业利润	4.5%	42.5%	24.7%	25.1%
归属母公司股东权益	621	708	786	887	归属于母公司净利润	6.5%	37.4%	25.0%	22.0%
负债和股东权益	1219	1529	1498	1956	获利能力				
					毛利率(%)	13.9%	14.4%	14.2%	15.0%
现金流量表					净利率(%)	6.5%	7.1%	7.2%	7.6%
				单位:百万元	ROE(%)	10.3%	12.4%	13.9%	15.1%
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	ROIC(%)	8.6%	9.5%	12.9%	11.1%
经营活动现金流	-41	99	382	-161	偿债能力				
净利润	64	88	109	134	资产负债率(%)	49.1%	53.7%	47.5%	54.7%
折旧摊销	19	36	56	69	净负债比率(%)	35.28%	40.00%	23.37%	42.55%
财务费用	12	14	13	16	流动比率	1.86	1.46	1.51	1.38
投资损失	-3	-2	-3	-4	速动比率	1.71	1.32	1.30	1.24
营运资金变动	-129	-36	221	-397					

其他经营现金流	-2	0	-14	21	营运能力				
投资活动现金流	-46	-190	-156	-102	总资产周转率	0.87	0.90	1.00	1.02
资本支出	88	200	150	100	应收账款周转率	4	4	7	6
长期投资	32	-13	3	1	应付账款周转率	5.47	6.75	6.24	6.23
其他投资现金流	74	-3	-3	-1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	62	102	-206	239	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.27	0.34	0.42
短期借款	201	117	-162	289	每股净资产(最新摊薄)	1.94	2.21	2.46	2.77
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	160	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-128	0	0	0	P/E	31.76	23.11	18.49	15.15
其他筹资现金流	-171	-16	-44	-49	P/B	3.26	2.85	2.57	2.28
现金净增加额	-25	11	21	-23	EV/EBITDA	22	15	11	9

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

二级市场评级

强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn