

证券研究报告

公司研究——年报点评

神剑股份（002361.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2014.10.27

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

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

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
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

邮编：100031

聚酯树脂龙头强者恒强，未来两年业绩仍将高速增长

年报点评

2015年03月18日

事件：公司发布2014年年报，2014年公司实现营业收入12.50亿元，同比增长27.19%，实现归属于母公司所有者的净利润8664.06万元，同比增长36.06%，实现每股收益0.27元。其中第四季度公司实现营业收入2.91亿元，同比增长7.54%，实现归属于母公司所有者的净利润2289.79万元，同比增长47.86%。

点评：

- **聚酯树脂销量继续提升，出口市场延续高增长。**2014年公司实现营业收入12.50亿元，同比增长27.19%，聚酯树脂销量提升是营收增长的主要动力。2014年公司聚酯树脂产能由9.5万吨扩大到12万吨，新增产能得以释放，生产聚酯树脂10.01万吨，同比增长32.2%，销售9.78万吨，同比增长28.9%。同时，2014年公司实现出口收入2.38亿元，同比增长107.69%，占公司营业收入的比重达到19.01%，较2013年提高了7.37个百分点，公司一直是阿克苏诺贝尔以及杜邦这两大粉末涂料巨头的重要供应商，并借此成功开拓了北美、中东等国际市场，我们判断2015-2016年出口市场高增长的势头仍将延续。
- **受益于原材料价格下跌，毛利率提高。**PTA（精对苯二甲酸）和NPG（新戊二醇）是公司聚酯树脂生产的主要原材料，其采购成本占主营业务成本的75%左右，其价格与原油价格变化呈正向变动。2014年下半年以来，国际油价大幅下跌，2014年PTA价格跌幅达到38.6%，NPG价格跌幅达到26.0%。受益于原材料价格下跌，公司毛利率改善，2014年四个季度毛利率分别为15.73%、15.37%、16.39%、17.72%，逐季好转，2014年公司综合毛利率达到16.35%，较上年提高2.44个百分点。
- **定增加收购巩固主业。**2014年12月21日，公司发布公告，定增顺利完成，公司共发行6205万股，发行价格8.63元/股，募集资金5.35亿，扣除发行费用后募集资金净额5.05亿，用于建设5万吨聚酯树脂、4万吨新戊二醇和研发中心建设项目，进一步扩大主业规模。此外，公司公告以自有资金4668.52万元收购黄山永佳三利科技有限公司（黄山三利）96.06%股权，并更名为黄山神剑新材料有限公司。黄山三利原与杜邦旗下艾仕得华佳同属于黄山永佳集团，是艾仕得华佳粉末涂料的原材料供应商，2013年共销售聚酯树脂1.4万吨，位列行业第十名，2014年实现营业收入1.33亿、净利润493万，收购PE仅11倍。公司通过收购黄山三利，有效整合行业内的优质资产，进一步巩固自己在聚酯树脂方面的市场和技术优势。
- **稳居行业龙头地位，向上游进军增收增利。**目前公司的聚酯树脂产能为12万吨，远超竞争对手，市场占有率稳居行业第一。公司子公司（一期）年产1万吨新戊二醇项目目前已投入试生产，参股企业利华益神剑年产3万吨新戊二醇项目预

计将于 2015 年一季度投产。增发项目完成后，聚酯树脂和新戊二醇将继续新增 5 万吨和 4 万吨产能，规模优势进一步凸显，公司稳居行业龙头地位。与朗法博在家具粉末涂装领域开展全面战略合作，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，进军上游 NPG，减缓原材料价格波动风险，增收增利。目前公司处于重大资产重组停牌期间，停牌前股价 8.31 元，低于增发价 8.63 元，股价具备较高安全边际。

- **盈利预测及评级:**按照公司非公开发行以后最新股本 3.82 亿股计算,我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别达到 15.61 亿元、18.37 亿元和 19.44 亿元, 归属母公司股东的净利润分别为 1.34 亿元、1.93 亿元和 2.10 亿元, 2015-2017 年摊薄 EPS 分别达到 0.35 元、0.50 元和 0.55 元, 对应 2015 年 03 月 17 日收盘价 (8.31 元/股) 的动态 PE 分别为 24 倍、16 倍和 15 倍, 维持“增持”评级。
- **风险因素:** 原材料价格过快上涨; 产能建设及投放进度不达预期; 新应用领域拓展低于预期。

公司报告首页财务数据

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	982.49	1,249.58	1,561.42	1,837.08	1,943.58
增长率 YoY %	19.28%	27.19%	24.96%	17.65%	5.80%
归属母公司净利润(百万元)	63.68	86.64	133.68	192.55	210.36
增长率 YoY%	6.55%	36.06%	54.29%	44.04%	9.25%
毛利率%	13.91%	16.35%	17.10%	19.25%	19.64%
净资产收益率 ROE%	10.25%	7.33%	10.17%	12.77%	12.25%
每股收益 EPS(元)	0.17	0.27	0.35	0.50	0.55
市场一致预期 EPS(元)			0.35	0.43	
市盈率 P/E(倍)	50	31	24	16	15
市净率 P/B(倍)	5.1	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2015 年 03 月 17 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	820.23	1,410.06	1,366.13	1,402.60	1,688.61
货币资金	131.30	605.02	336.18	196.14	413.26
应收票据	306.69	275.84	404.21	475.57	503.14
应收账款	284.66	402.83	462.91	544.64	576.21
预付账款	30.77	9.07	28.61	32.79	34.52
存货	64.63	115.05	131.94	151.20	159.20
其他	2.18	2.27	2.27	2.27	2.27
非流动资产	398.74	416.55	693.91	912.28	862.49
长期投资	58.48	77.59	124.27	124.27	124.27
固定资产	239.23	289.38	341.47	559.09	735.04
无形资产	41.99	41.04	40.09	39.15	38.20
其他	59.04	8.54	188.07	189.77	-35.03
资产总计	1,218.98	1,826.61	2,060.04	2,314.89	2,551.10
流动负债	441.45	635.45	735.20	797.50	823.35
短期借款	210.96	150.17	150.17	150.17	150.17
应付账款	119.45	138.93	234.47	268.69	282.91
其他	111.03	346.35	350.56	378.64	390.28
非流动负债	156.56	9.89	9.89	9.89	9.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	156.56	9.89	9.89	9.89	9.89
负债合计	598.01	645.34	745.09	807.39	833.23
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	620.97	1,181.28	1,314.95	1,507.50	1,717.86
负债和股东权益	1218.98	1826.61	2060.04	2314.89	2551.10

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	982.49	1,249.58	1,561.42	1,837.08	1,943.58
同比	19.28%	27.19%	24.96%	17.65%	5.80%
归属母公司净利润	63.68	86.64	133.68	192.55	210.36
同比	6.55%	36.06%	54.29%	44.04%	9.25%
毛利率	13.91%	16.35%	17.10%	19.25%	19.64%
ROE	10.25%	7.33%	10.17%	12.77%	12.25%
每股收益(元)	0.17	0.27	0.35	0.50	0.55
P/E	50	31	24	16	15
P/B	5.1	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	28.54	19.07	15.35	11.39	9.29

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	982.49	1,249.58	1,561.42	1,837.08	1,943.58
营业成本	845.81	1,045.29	1,294.46	1,483.37	1,561.86
营业税金及附加	2.50	2.78	3.34	3.93	4.16
营业费用	26.49	33.07	41.65	49.01	51.85
管理费用	27.08	40.72	50.88	59.87	63.34
财务费用	11.56	25.48	15.67	18.03	19.21
资产减值损失	3.27	6.41	7.37	8.67	9.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.09	-0.89	4.62	7.04	8.28
营业利润	68.87	94.93	152.66	221.24	242.27
营业外收入	5.53	5.81	4.63	5.32	5.25
营业外支出	0.00	0.07	0.02	0.03	0.04
利润总额	74.40	100.67	157.27	226.53	247.48
所得税	10.72	14.03	23.59	33.98	37.12
净利润	63.68	86.64	133.68	192.55	210.36
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	63.68	86.64	133.68	192.55	210.36
EBITDA	101.07	150.43	204.36	287.74	329.38
EPS (摊薄)	0.17	0.27	0.35	0.50	0.55

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-40.58	104.49	49.92	131.23	239.61
净利润	63.68	86.64	133.68	192.55	210.36
折旧摊销	18.90	29.49	29.18	43.29	63.98
财务费用	7.77	20.27	17.92	17.92	17.92
投资损失	-3.09	0.89	-4.62	-7.04	-8.28
营运资金变动	-129.37	-37.27	-132.52	-122.89	-52.21
其它	1.52	4.48	6.29	7.40	7.84
投资活动现金流	-46.18	-25.31	-300.84	-253.35	-4.57
资本支出	-88.20	-6.78	-258.78	-260.39	-12.85
长期投资	56.21	0.00	4.62	7.04	8.28
其他	-14.19	-18.53	-46.69	0.00	0.00
筹资活动现金流	61.74	394.75	-17.92	-17.92	-17.92
吸收投资	0.00	505.67	0.00	0.00	0.00
借款	105.00	-60.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	43.26	50.92	17.92	17.92	17.92
现金净增加额	-25.30	473.72	-268.84	-140.04	217.12

化工研究小组简介

信达证券化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。

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。

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。

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		

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
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@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。