

证券研究报告

公司研究——季报点评

神剑股份 (002361.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2016.04.22

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

李皓 化工行业分析师

执业编号：S1500515070002

联系电话：+86 10 63081119

邮箱：lihao1@cindasc.com

相关研究

《神剑股份 (002361.sz) 聚酯树脂龙头强者恒强，未来两年业绩仍将高速增长》2015.03

《收购嘉业航空切入高端装备制造制造业，插上双主业翅膀》2015.05

《利率提高助推公司利润增长》2015.08

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

邮编：100031

毛利率大幅提升，归母净利润同比增长 48%

2016年05月03日

事件：公司发布 2016 年一季报。公司一季度实现营业收入 2.53 亿元，同比增加 5.29%，实现归属于上市公司股东的净利润 2878.2 万元，同比增长 47.73%，折合基本每股收益 0.07 元，同比增加 40.00%。

点评：

- **毛利率提高助推公司利润增长。**2016 年一季度公司实现营业收入 2.53 亿元，同比增加 5.29%，实现归属于上市公司股东的净利润 2878.2 万元，同比增长 47.73%。受西安嘉业及黄山神剑两公司并表影响，公司一季度营收相对上年同期有所增长。同时，受益于原材料价格下跌带来的毛利率上升，归母净利润同比大幅增长。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，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，PTA 和 NPG 价格亦大幅下跌。此外，公司总部通过与黄山神剑协同管理、有效分工，进一步降低了生产成本。2016 年一季度，公司销售毛利率为 26.32%，较上年同期大幅提升 5.99 个百分点，较上季度环比提升 1.27 个百分点。
- **西安嘉业航空贡献增量利润。**公司 2015 年完成对嘉业航空 100% 股权的收购，交易作价 4.25 亿元，嘉业航空承诺 2015-2017 年扣非以后归母净利润不低于 3150 万元、4100 万元和 5100 万元。嘉业航空自成立以来，一直致力于高端装备制造配套产业，产品包括各类航空航天飞行器的工装、结构件及总成，主要用于航空航天和轨道交通行业，主要客户包括西飞集团、上飞集团、沈飞集团、陕飞集团、唐山客车、长春客车等国内知名航空航天及轨道交通企业。2015 年嘉业航空实现营业收入 1.58 亿元 归母净利润 3427.54 万元。嘉业航空于 2015 年 12 月并表，为公司贡献营业收入 2868.0 万元，预计 2016 年将贡献主要的增量利润。
- **新戊二醇项目暂时停产，募投项目达产时间延期。**目前，利华益神剑新戊二醇项目正在调试，加上裕昌神剑公司 NPG 项目的搬迁与马鞍山神剑项目的新建，导致公司新戊二醇停产。2015 年公司新戊二醇产销量分别为 0、350.25 吨，同比大幅下降。此外，募投项目“年产 5 万吨节能环保型粉末涂料专用聚酯树脂项目”和“年产 4 万吨新戊二醇项目”投资主体及实施地点分别变更为黄山神剑和马鞍山神剑，导致上述项目预定可使用状态日期推迟至 2017 年 8 月。
- **稳居行业龙头地位，插上双主业翅膀。**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。2014 年公司完成定增，募集资金建设 5 万吨聚酯树脂和 4 万吨上游原材料新戊二醇，2015 年收购黄山永佳三利 96.06%

股权，内增外延双管齐下稳固行业龙头地位。收购嘉业航空以后，公司将由单一的化工新材料制造企业转变为化工新材料制造与高端装备制造并行的双主业公司，双方将利用在各自领域的技术、客户基础，建立“聚酯树脂——粉末涂料——航空航天及轨道交通类工装、结构件、总成——航空航天及轨道交通整机、整车”产业链，推动粉末涂料及其专用聚酯树脂在航空航天及轨道交通行业的广泛应用，有效消化公司聚酯树脂新增产能，协同作用凸显。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别达到 15.31 亿元、21.50 亿元和 26.70 亿元，同比分别增长 29.93%、40.36%、24.20%，归属母公司股东的净利润分别为 2.05 亿元、2.67 亿元和 3.30 亿元，同比分别增长 75.17%、30.67%、23.27%。考虑 2015 年利润分配方案之后，以预计总股本 8.6 亿股为基数，预计 2016-2018 年摊薄 EPS 分别为 0.24 元、0.31 元和 0.38 元，对应 2016 年 04 月 29 日收盘价（13.29 元/股）的动态 PE 分别为 56 倍、43 倍和 35 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。

公司报告首页财务数据

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,249.58	1,178.69	1,531.42	2,149.57	2,669.86
增长率 YoY %	27.19%	-5.67%	29.93%	40.36%	24.20%
归属母公司净利润(百万元)	86.64	116.83	204.65	267.42	329.65
增长率 YoY%	36.06%	34.85%	75.17%	30.67%	23.27%
毛利率%	16.35%	23.09%	25.47%	24.36%	24.03%
净资产收益率 ROE%	9.61%	8.04%	11.34%	13.25%	14.23%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.27	0.24	0.31	0.38
市盈率 P/E(倍)	132	98	56	43	35
市净率 P/B(倍)	4.9	3.3	6.1	5.3	4.6

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2016 年 04 月 29 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,410.06	1,500.33	1,437.26	1,677.94	2,122.18
货币资金	605.02	577.96	364.39	172.65	253.57
应收票据	275.84	267.99	388.09	544.74	676.60
应收账款	402.83	525.09	539.87	757.79	941.21
预付账款	9.07	13.89	22.97	32.72	40.82
存货	115.05	100.97	113.32	161.43	201.37
其他	2.27	14.43	8.61	8.61	8.61
非流动资产	416.55	847.60	1,114.61	1,287.25	1,294.74
长期投资	77.59	74.16	74.16	74.16	74.16
固定资产	289.38	413.39	441.05	695.66	855.16
无形资产	41.04	72.55	64.61	57.27	48.71
其他	8.54	287.51	534.80	460.16	316.71
资产总计	1,826.61	2,347.93	2,551.87	2,965.19	3,416.92
流动负债	635.45	551.84	594.25	740.15	862.22
短期借款	150.17	231.11	231.11	231.11	231.11
应付账款	138.93	141.53	163.70	233.19	290.89
其他	346.35	179.20	199.45	275.85	340.21
非流动负债	9.89	72.36	72.36	72.36	72.36
长期借款	0.00	20.00	20.00	20.00	20.00
其他	9.89	52.36	52.36	52.36	52.36
负债合计	645.34	624.20	666.61	812.51	934.57
少数股东权益	0.00	0.44	0.44	0.44	0.45
归属母公司股东权益	1,181.28	1,723.30	1,884.82	2,152.24	2,481.89
负债和股东权益	1826.61	2347.93	2551.87	2965.19	3416.92

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,249.58	1,178.69	1,531.42	2,149.57	2,669.86
同比	27.19%	-5.67%	29.93%	40.36%	24.20%
归属母公司净利润	86.64	116.83	204.65	267.42	329.65
同比	36.06%	34.85%	75.17%	30.67%	23.27%
毛利率	16.35%	23.09%	25.47%	24.36%	24.03%
ROE	9.61%	8.04%	11.34%	13.25%	14.23%
每股收益(元)	0.23	0.27	0.24	0.31	0.38
P/E	132	98	56	43	35
P/B	4.9	3.3	6.1	5.3	4.6
EV/EBITDA	35.74	31.72	37.45	29.10	23.50

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,249.58	1,178.69	1,531.42	2,149.57	2,669.86
营业成本	1,045.29	906.49	1,141.35	1,625.84	2,028.20
营业税金及附加	2.78	8.37	10.87	15.26	18.95
营业费用	33.07	36.26	47.11	66.13	82.13
管理费用	40.72	64.48	83.77	117.58	146.04
财务费用	25.48	18.11	9.87	14.79	19.17
资产减值损失	6.41	10.07	4.91	6.90	8.57
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.89	-3.43	0.00	3.73	7.08
营业利润	94.93	131.49	233.53	306.81	373.88
营业外收入	5.81	10.53	7.29	7.87	14.02
营业外支出	0.07	0.08	0.05	0.06	0.06
利润总额	100.67	141.94	240.77	314.62	387.84
所得税	14.03	25.05	36.12	47.19	58.18
净利润	86.64	116.89	204.66	267.42	329.66
少数股东损益	0.00	0.06	0.00	0.01	0.01
归属母公司净利润	86.64	116.83	204.65	267.42	329.65
EBITDA	150.43	188.64	312.82	402.52	498.48
EPS (摊薄)	0.10	0.14	0.24	0.31	0.38

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	104.49	212.21	167.95	64.07	190.71
净利润	86.64	116.89	204.66	267.42	329.66
折旧摊销	29.49	35.40	52.21	68.06	90.80
财务费用	20.27	11.30	19.84	19.84	19.84
投资损失	0.89	3.43	0.00	-3.73	-7.08
营运资金变动	-37.27	33.70	-118.82	-293.42	-249.82
其它	4.48	11.49	10.07	5.90	7.31
投资活动现金流	-25.31	-58.99	-318.56	-235.98	-89.95
资本支出	-6.78	-28.47	-318.56	-239.71	-97.03
长期投资	0.00	-37.03	0.00	3.73	7.08
其他	-18.53	6.51	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	394.75	-200.75	-58.20	-15.07	-15.07
吸收投资	505.67	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-60.00	-131.23	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	50.92	18.74	58.20	15.07	15.07
现金净增加额	473.72	-54.38	-213.57	-191.74	80.93

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（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。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下的信达证券，现任研究开发中心

副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、

天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

李皓，化工行业分析师，中国人民大学金融学硕士，2013年7月正式加入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
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com

华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。