

# 神剑股份 (002361)

## —聚酯树脂稳定增长, 军工业务发力可期

投资评级 增持 评级调整 评级不变 收盘价 9.15 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 15 万吨的生产能力, 产能和产销量规模为国内最大。目前聚酯树脂业务仍为公司收入和利润主要来源。2015 年公司聚酯树脂产品销售 11 万吨, 国内市场占有率约 25%; 2016 年聚酯树脂销售量约 12.6 万吨, 市占率将进一步提升。2015 年公司收购嘉业航空 100% 股权, 嘉业航空主要面向航空航天、轨道交通等领域, 公司由此形成化工新材料与高端装备制造双主业发展战略。
- 聚酯树脂业务未来几年将稳定增长。1) 聚酯树脂下游为粉末涂料行业, 公司长期为全球两大粉末涂料供应商阿克苏诺贝尔、艾仕德, 以及海尔、格力、佐敦、PPG 等高端客户提供配套服务, 客户稳定。2015 年国内粉末涂料总产量 186 万吨, 同比增长 8%, 显著高于涂料行业 4.2% 的增速; 在环保趋严的背景下, 国内粉末涂料将保持较快增长。2) 国内聚酯树脂行业分散程度较高, 年产 1 万吨以上的企业占比约 60%-70%, 未来行业在供给侧改革、环保压力推动下, 小型落后产能逐步退出将给行业内优势企业提供增长空间。3) 公司在稳定国内市场的同时, 加大了对国际市场的开拓力度, 出口占比有望继续提升, 未来几年出口占比有望提升至 30% 左右。预计十三五末公司聚酯树脂产能达到 20 万吨, 销售量达到 18-20 万吨。
- 毛利率有望保持稳定。公司主要采取成本加成的定价方式, 毛利率相对稳定, 在原材料价格持续较长时间下跌时, 聚酯树脂产品毛利率有提升空间, 原材料价格上涨时能向下游有效传导成本压力。聚酯树脂主要原材料为 PTA 和新戊二醇 (NPG), 公司参股的利华益神剑 (持股 40%) 3 万吨/年 NPG 生产装置已于 2017 年年初投产, 另外, 公司子公司马鞍山神剑 4 万吨/年 NPG 产能正在前期建设之中, 有望在 2018 年投产。NPG 项目投产后, 公司原材料供应的稳定性和成本控制能力都将得到提升。
- 嘉业航空增长潜力大。嘉业航空主要为航空航天及轨道交通行业提供工装、结构件以及总成产品, 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。嘉业航空具有较强的技术实力, 拥有高压冲液成型技术、钛合金粉末热等静压成型技术、激光烧结 (3D 打印) 成型技术等核心技术, 产品盈利能力较强 (毛利率 40%-50%)。2016 年公司对嘉业航空增资 2 亿元, 嘉业航空发展资金瓶颈得到解决, 未来将围绕核心技术, 打造出富有竞争力的产品线。目前, 嘉业航空仍在并购业绩承诺期, 2016-2017 年承诺净利润分别不低于 4100 万和 5100 万。

发布时间: 2017 年 2 月 18 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	18.33/6.80
上证指数/深圳成指	3199.65/10779.77
50 日均成交额(百万元)	67.41
市净率(倍)	3.65
股息率	1.37%

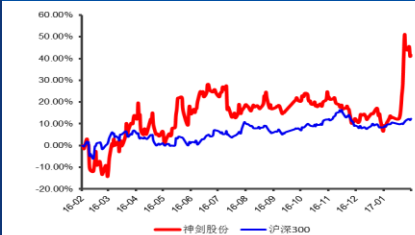
### 基础数据

流通股(百万股)	546.25
总股本(百万股)	862.60
流通市值(百万元)	3982.13
总市值(百万元)	6288.32
每股净资产(元)	2.00
净资产负债率	36.22%

### 股东信息

大股东名称	刘志坚
持股比例	22.78%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

- 《国元证券公司研究-神剑股份 (002361): 稳健成长, 龙头地位稳固》, 2014-4-2
- 《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: lichaosong@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

- 拟收购中星伟业，民参军走向深入。2017 年 1 月子公司西安嘉业拟收购中星伟业 60% 股权，中星伟业具备武器装备科研生产许可证、二级保密资质、装备承制单位许可证、武器装备质量体系认证、高新技术企业等资质，公司北斗系列产品在所处行业中具有较强的竞争优势。预计未来公司将继续完善在航空航天、军工、轨道交通等高端领域的布局，有望受益于军民融合发展。
- 盈利预测。公司已形成化工新材料与高端装备双轮驱动格局，且化工新材料业务稳健增长，高端装备业务成长空间大，未来发展前景值得看好。我们预计 2016-2018 年公司实现每股收益分别为 0.18 元、0.24 元和 0.36 元，给予“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格持续大幅上涨、军工领域整合低于预期。

利润预测简表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1179	1409	1807	2377
营业成本	906	1049	1368	1747
营业税金及附加	8	7	9	13
营业费用	36	47	62	71
管理费用	64	103	130	166
财务费用	18	13	17	28
资产减值损失	10	5	3	7
投资净收益	-3	-2	11	13
<b>营业利润</b>	131	182	229	357
营业外收入	11	8	13	11
<b>利润总额</b>	142	190	241	367
所得税	25	32	36	59
<b>净利润</b>	117	158	205	308
<b>归属母公司净利润</b>	117	158	205	308
EBITDA	185	243	314	474
EPS (元)	0.27	0.18	0.24	0.36

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		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	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
增持	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	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
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	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
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%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。

## 免责声明：

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](http://www.gyzq.com.cn)