



东兴证券
DONGXING SECURITIES

粉末涂料进入整合期，双主业发展 显现成果

——神剑股份（002361）年报和一季报点评

2017 年 05 月 04 日

强烈推荐/维持

神剑股份

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
梁博	分析师	执业证书编号：S1480512060006	
	liangbo@dxzq.net.cn	021-65465597	
刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002	
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030	
廖鹏飞	联系人		
	liaopf@dxzq.net.cn	010-66554121	

事件：

神剑股份近期发布 2016 年年报及 2017 年一季报。2016 年实现营业收入 14.13 亿元，同比增加 19.89%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.69 亿元，同比增长 44.51%；2017 年一季度实现营业收入 3.41 亿元，同比增加 34.30%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.23 亿元，同比下降 20.33%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	305.59	314.13	253.68	363.35	337.49	458.63	340.69
增长率（%）	-10.21%	8.07%	5.29%	14.25%	10.44%	46.00%	34.30%
毛利率（%）	24.45%	25.05%	26.32%	27.28%	22.76%	24.27%	17.97%
期间费用率（%）	10.90%	8.69%	13.32%	11.10%	11.60%	7.20%	9.67%
营业利润率（%）	11.80%	12.84%	12.55%	14.86%	10.22%	14.39%	7.41%
净利润（百万元）	30.00	34.87	28.79	47.90	30.96	61.27	22.94
增长率（%）	18.15%	52.28%	47.76%	47.22%	03.20%	75.71%	-20.33%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.08	0.07	0.06	0.04	0.07	0.03
资产负债率（%）	29.31%	26.59%	25.85%	27.57%	27.20%	28.88%	29.88%
净资产收益率（%）	2.37%	2.02%	1.64%	2.73%	1.73%	3.31%	1.22%
总资产收益率（%）	1.68%	1.49%	1.22%	1.97%	1.26%	2.36%	0.86%

观点：

原材料价格对公司的业绩影响较大。2016年实现营业收入14.13亿元，同比增加19.89%，实现归属于上市公司

股东的净利润1.69亿元, 同比增长44.51%; 2017年一季度实现营业收入3.41亿元, 同比增加34.30%, 实现归属于上市公司股东的净利润0.23亿元, 同比下降20.33%。16年业绩同比大幅增加和17年一季度的业绩回落主要是由于主要原材料价格的波动引起的。公司产品的主要原材料是PTA和NPG, 我们对去年全年的价格和2017年一季度的价格进行了整理, 其中2015年、2016年和2017年的材料成本以2015年为基数的情况下, 2016年为-400元/吨和1700元/吨, 特别是NPG的价格, 2015和2016年的价格在9000和9700元左右, 而2017年为13700元/吨的均价, 而公司的成品价格提价相对于原材料有一定的滞后性, 所以原材料的成本增加是影响公司1季度利润同比减少的主要原因。

嘉业航空收购中星伟业60%股权。三季度公司对嘉业航空增资2亿元, 用于补充流动资金和对上下游及行业相关公司的整合, 嘉业航空在并入公司后, 发展迅速, 增资后进一步提升了嘉业航空的竞争力。收购的中星伟业60%的股权也表明公司在军工领域发展的决心和信心, 中星伟业具备二级保密资质, 创新能力较强。在粉末涂料行业处于低谷期间, 军工板块能够给公司注入新的活力。同时, 中星伟业的成长性较为优异, 在成长期的收购有望给予公司带来广阔的前景。

聚酯主业依旧有上升空间。目前整体上聚酯行业依旧属于相对利润较高的行业, 行业前十之间的产能差距较大, 特别是前5到前十之间, 体量均较小, 整体上行业并未经过较大的整合。随着原材料价格的上涨, 将进一步压缩小企业的生存空间, 同时随着环保的趋严, 拥有规模效应的大厂商在环保上将拥有先天性的优势, 随着公司环保设备的进一步提升, 未来的生产能力将进一步提升, 但是对于小厂家来讲, 环保可能是必修的一门课, 只不过是早晚的问题, 整个粉末涂料行业存在着整合的预期, 也许很快将传导到行业内, 作为行业龙头企业的公司的市占率有望进一步提升, 但是过程可能是较长的时间, 不会一步到位, 但前途光明。

结论:

神剑股份是国内最大的粉末涂料用聚酯树脂行业的龙头企业, 行业受到原材料涨价和环保趋严的影响, 存在整合预期, 过程虽会较长, 但是必将能够实现, 同时收购的嘉业航空、中星伟业技术领先, 利润稳定有望加快发展速度, 我们预计公司2017年-2018年的营业收入分别为17.14亿元、21.88亿元和25.71亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为1.7亿元、2.7亿元和4.1亿元, 每股收益分别为0.20元、0.32元和0.47元, 对应PE分别为39X、24X、16X。我们看好公司未来发展, 维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1500	1725	2092	2713	3185	营业收入	1179	1413	1715	2189	2572
货币资金	578	677	822	1094	1286	营业成本	906	1059	1377	1670	1852
应收账款	525	612	705	899	1057	营业税金及附加	8	13	17	22	26
其他应收款	5	3	3	4	5	营业费用	36	49	51	66	77
预付款项	14	15	29	45	64	管理费用	64	94	86	109	129
存货	101	157	151	183	203	财务费用	18	3	14	29	38
其他流动资产	4	7	7	7	7	资产减值损失	10.07	7.08	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	848	875	877	879	880	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	74	73	73	73	73	投资净收益	-3.43	-1.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	413.39	394.89	410.05	421.03	429.92	营业利润	131	186	165	287	445
无形资产	73	80	72	64	56	营业外收入	10.53	10.22	45.00	45.00	45.00
其他非流动资产	23	23	20	20	20	营业外支出	0.08	0.14	10.00	10.00	10.00
资产总计	2348	2600	2969	3592	4065	利润总额	142	196	200	322	480
流动负债合计	552	711	959	1363	1510	所得税	25	27	30	48	72
短期借款	231	244	543	867	964	净利润	117	169	170	274	408
应付账款	142	201	189	229	254	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	4	7	7	7	7	归属母公司净利润	117	169	170	274	408
一年内到期的非	0	3	0	0	0	EBITDA	185	237	222	364	532
非流动负债合计	72	40	9	9	9	BPS（元）	0.30	0.20	0.20	0.32	0.47
长期借款	20	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	624	751	968	1372	1519	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-5.7%	19.9%	21.4%	27.6%	17.5%
实收资本（或股	431	863	863	863	863	营业利润增长	38.5%	41.7%	-11.5%	74.4%	54.7%
资本公积	916	485	500	500	500	归属于母公司净利润	34.8%	44.6%	0.5%	61.4%	48.8%
未分配利润	326	439	507	616	780	获利能力					
归属母公司股东	1723	1849	2000	2220	2546	毛利率（%）	23%	25%	20%	24%	28%
负债和所有者权	2348	2600	2969	3592	4065	净利率（%）	10%	12%	10%	13%	16%
现金流量表						总资产净利润（%）	0%	6%	6%	8%	10%
单位：百万元						ROE（%）	7%	9%	8%	12%	16%
经营活动现金流	212	217	-36	87	270	偿债能力					
净利润	117	169	170	274	408	资产负债率（%）	27%	29%	33%	38%	37%
折旧摊销	35.35	47.89	43.28	47.26	49.24	流动比率	2.72	2.43	2.18	1.99	2.11
财务费用	18	3	14	29	38	速动比率	2.54	2.20	2.02	1.86	1.97
应收账款减少	0	0	-13	40	25	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.57	0.62	0.67	0.67
投资活动现金流	-59	-42	-52	-55	-55	应收账款周转率	3	2	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.41	8.25	8.80	10.49	10.66
长期股权投资减	74	73	73	73	73	每股指标（元）					
投资收益	-3	-1	0	0	0	每股收益（最新摊薄）	0.30	0.20	0.20	0.32	0.47
筹资活动现金流	-201	-80	268	240	-23	每股净现金流（最新	-0.11	0.11	0.21	0.32	0.22
应付债券增加	231	244	543	867	964	每股净资产（最新摊	4.00	2.14	2.32	2.57	2.95
长期借款增加	20	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	49	431	0	0	0	P/E	25.73	38.60	39.21	24.30	16.33
资本公积增加	376	-431	15	0	0	P/B	1.93	3.60	3.33	3.00	2.62
现金净增加额	-48	95	181	272	192	EV/EBITDA	16.24	26.29	28.73	17.69	11.91

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

联系人简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。
单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司

对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。