

设立海外公司，布局国际市场

——神剑股份（002361）事件点评

2017 年 05 月 09 日

强烈推荐/维持

神剑股份

事件点评

事件：

近日，公司发布公告拟自筹资金在欧洲西班牙加泰罗尼亚自治区塔拉戈纳化工园区投资设立全资子公司及研发中心，建设年产 4 万吨粉末涂料专用聚酯树脂工厂，项目建设成本约为 2000 万欧元，建设周期约为 18 个月。

主要观点：

1、**积极开展国际化业务，逐步扩大海外市场比重。**目前神剑公司的国内业务和国外业务的营收比重大约为 4.5:1，毛利比重大于 17:1，国外的产品存在毛利率较低的情况，此次投资建设海外子公司和研发中心，能够提高公司的海外知名度，利用海外公司形成新的竞争和技术创新的平台，为公司的国际化发展打下坚实的基础，能够充分吸收海外的先进管理理念和优势技术，在充分融合后进一步提升公司的国际竞争力，未来能够带来新的利润增长点。

2、**提高公司市占率，提升技术先进性。**神剑公司目前在国内的市场份额达到了 27% 以上，是国内最大的聚酯树脂生产厂商，国内的市场空间在没有新技术出现的情况下，存在市场瓶颈的问题，聚酯树脂行业的特点决定了产品的使用周期和涂料厂商更换产品的频率较长，在国内市场独大的情况下，市场份额的扩大难度加大，通过在海外建设研发中心和设厂，能够有效的吸收过来的配方技术，了解海外的需求，在扩展海外市场的前提下，能够将海外的发展趋势和先进配方引入国内，有望进一步提高公司在国内的市场份额。同时海外平台可以吸引海外的高端人才，无论是海外还是国内均能有效提升公司的技术先进性。

3、**双主业共同发展。**进入 2017 年后，公司收购了中星伟业 60% 的股权和在海外设立的工厂，可以表明公司双主业发展的趋势，在粉末涂料领域公司依旧是坚定的巩固扩大，国内原材料新戊二醇的投产有望降低成本，提升毛利率，国外设立公司提高国际影响力，国际客户的开发稳步向前；军工领域中星伟业将和嘉业航空齐头并进，在航空航天等领域将完成从小到大的逐渐转变。未来公司双主业发展的态势不会发生改变，随着双主业的逐步融合，将产生 1+1 大于 2 的催化作用。

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人：廖鹏飞

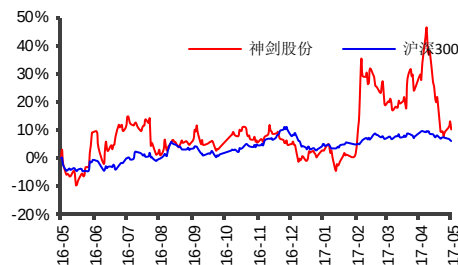
010-66554121

liaopf@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	7.25-13.16
总市值（亿元）	62.54
流通市值（亿元）	41.83
总股本/流通 A 股（万股）	86260/57699
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.15

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《神剑股份（002361）：粉末涂料进入整合期，双主业发展带来显现成果》2017-05-04
- 2、《神剑股份（002361）季报点评：增资嘉业航空，聚酯持续发展》2016-10-27
- 3、《神剑股份（002361）中报点评：粉末涂料毛利提升，嘉业航空顺利融入》2016-08-25
- 4、《神剑股份（002361）调研简报：家具涂装和嘉业航空带来变化》2016-07-15

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，在海外设立研发中心和工厂，将提升公司的海外竞争力。我们预计公司 2017 年-2019 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

风险提示：

产品价格大幅下降；中星伟业和嘉业航空业绩不达预期。

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。

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、未来也将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。