

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, 2017.08.31

郭荆璞 行业首席分析师
执业编号: S1500510120013
联系电话: +86 10 83326789
邮 箱: guojingpu@cindasc.com

李皓 行业分析师
执业编号: S1500515070002
联系电话: +86 10 83326852
邮 箱: lihao1@cindasc.com

葛韶峰 研究助理
联系电话: +86 10 83326705
邮 箱: geshaofeng@cindasc.com

相关研究

- 《利率提高助推公司利润增长》2015.08
- 《聚酯树脂毛利率大幅提升, 嘉业航空 2016 年将贡献主要增量利润》2016.04
- 《毛利率大幅提升, 归母净利润同比增长 48%》2016.05
- 《业绩同比大幅增长, 嘉业航空盈利稳定》2016.08
- 《主业齐头并进, 业绩同比大幅增长》2017.04

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

原材料上涨拖累业绩, 四季度毛利率有望回升

2017 年 10 月 26 日

事件:

公司发布 2017 年第三季度报告。前三季度, 公司实现营业收入 12.83 亿元, 同比增长 34.43%; 归属于上市公司股东的净利润 8257.72 万元, 同比下降 23.27%; 扣除非经常性损益的归母净利润 8360.32 万元, 同比下降 17.88%; 基本每股收益 0.0957 元/股, 同比下降 23.32%。

其中, 第三季度公司实现营业收入 4.73 亿元, 同比增长 40.24%; 归属于上市公司股东的净利润 2726.31 万元, 同比下降 11.89%; 扣除非经常性损益的归母净利润 2726.95 万元, 同比下降 5.21%; 基本每股收益 0.0316 元/股, 同比下降 11.98%。

公司预测 2017 全年归母净利润变动区间为 1.18-1.69 亿元, 变动幅度区间为 -30%-0%。

点评:

- **树脂产品价格上涨拉动营收增长, 原材料价格上涨拖累业绩。**前三季度, 公司实现营业收入 12.83 亿元, 同比增长 34.43%, 归母净利润 8257.72 万元, 同比下降 23.27%。公司业务分为化工新材料和高端装备制造两大板块, 其中化工新材料产品主要包括户外型树脂和混合型树脂两大类。受益树脂产品价格上涨等影响, 公司营业收入实现显著增长, 但由于公司树脂产品价格上涨滞后于原材料价格上涨, 导致前三季度毛利率同比下降 6.82 个百分点至 18.61%, 其中第三季度毛利率为 16.76%, 同比下降 6.00 个百分点, 环比下降 4.17 个百分点, 预计四季度化工原材料价格有望趋稳, 公司毛利率或将回升。由于公司前三季度应收账款增加, 计提坏账准备较多, 导致资产减值损失 520.18 万元, 同比增加 119.26%。前三季度期间费用率为 10.85%, 同比下降 1.16 个百分点。
- **对外投资参股黄山源点, 新戊二醇及树脂扩产项目将陆续投产。**公司于 2017 年 10 月出资 1350 万元参股 15% 与黄山永佳等共同成立黄山源点公司, 建设年产二万吨工业包装项目 (FFS 包装 4000 吨+纳米缠绕膜 16000 吨)。公司目前拥有聚酯树脂产能 15 万吨, 远超竞争对手, 市占率稳居第一。2017 年 1 月, 子公司山东利华益神剑年产 3 万吨新戊二醇 (NPG) 项目顺利投产, 马鞍山神剑年产 4 万吨 NPG 项目预计今年年底投产, NPG 为公司聚酯树脂的主要原材料之一, 在原材料价格大幅上涨的背景下, 项目投产将有效降低公司生产成本。此外, 子公司黄山神剑年产 5 万吨聚酯树脂项目计划于今年 11 月完成安装, 年底实现试产; 公司公告计划在西班牙投资 2000 万欧元建设 4 万吨聚酯树脂项目及欧洲研发中心, 未来产能释放将增厚公司业绩。

- **高端装备制造板块不断丰富，双主业比翼齐飞。**在发展传统优势聚酯树脂业务的基础上，公司近年来不断丰富高端装备制造板块，2015年收购的嘉业航空主营航空、航天及轨道交通等领域的高端装备制造，拥有国军标质量管理体系认证证书、武器装备科研生产许可证及三级保密资质，公司透露今年大概率可完成5100万元的业绩承诺。同时，全资子公司神剑裕昌主营业务范围增加了航空、航天及轨道交通业务领域，今年内嘉业航空轨道交通板块的部分机械加工工序将在裕昌公司落地，有利于西安嘉业现有业务快速做大做强，同时逐步进入高端装备制造领域的其他相关产业，以实现公司双主业发展的战略目标。
- **收购中星伟业 60%股权，做大做强高端装备制造板块。**5月份，全资子公司嘉业航空以1.278亿元收购中星伟业60%股权，中星伟业业务以研发卫星定位系统、模块为主导，导航控制系统为配套，生产的北斗卫星通讯导航终端多装配于海军的部分武器装备中，拥有军工四证及二级保密资质，此次收购，有利于补齐嘉业航空在相关业务上的短板，实现其业务的有序快速扩张，发挥协同效应，做大做强“高端装备制造”板块。中星伟业于6月份并表，当月为公司贡献盈利288.45万元，目前经营状况稳定。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司2017-2019年的营业收入分别达到17.78亿元、20.73亿元和23.62亿元，同比增长25.85%、16.55%和13.95%，归母净利润分别达到1.62亿元、2.06亿元和3.08亿元，同比增长-4.02%、27.21%和49.20%，EPS分别达到0.19元、0.24元和0.36元，对应2017年10月25日收盘价(6.44元/股)的动态PE分别为34倍、27倍和18倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**原材料价格波动、新增产能投产不达预期、高端装备制造板块开拓不达预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,178.69	1,413.16	1,778.44	2,072.69	2,361.88
增长率 YoY %	-5.67%	19.89%	25.85%	16.55%	13.95%
归属母公司净利润(百万元)	116.83	168.91	162.13	206.23	307.69
增长率 YoY%	34.85%	44.58%	-4.02%	27.21%	49.20%
毛利率%	23.09%	25.05%	21.91%	22.87%	26.11%
净资产收益率 ROE%	8.04%	9.46%	8.49%	9.96%	13.22%
每股收益 EPS(元)	0.14	0.20	0.19	0.24	0.36
市盈率 P/E(倍)	48	33	34	27	18
市净率 P/B(倍)	3.2	3.0	2.8	2.6	2.2

资料来源：wind, 信达证券研发中心预测

注：股价为2017年10月25日收盘价

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,500.33	1,725.23	1,870.25	2,122.97	2,448.14
货币资金	577.96	676.94	536.59	589.63	714.66
应收票据	267.99	255.13	372.67	434.32	494.92
应收账款	525.09	611.60	711.76	829.52	945.26
预付账款	13.89	14.81	17.58	20.24	22.09
存货	100.97	157.31	222.20	239.81	261.76
其他	14.43	9.44	9.44	9.44	9.44
非流动资产	847.60	875.20	897.52	925.96	961.84
长期投资	74.16	73.01	73.01	73.01	73.01
固定资产	413.39	394.89	435.48	467.54	504.30
无形资产	72.55	80.23	71.02	62.51	56.63
其他	287.51	327.08	318.01	322.89	327.90
资产总计	2,347.93	2,600.43	2,767.77	3,048.93	3,409.98
流动负债	551.84	711.26	759.60	834.52	887.87
短期借款	231.11	244.50	244.50	244.50	244.50
应付账款	141.53	201.22	221.75	255.28	278.65
其他	179.20	265.55	293.35	334.75	364.73
非流动负债	72.36	39.64	39.64	39.64	39.64
长期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	52.36	39.64	39.64	39.64	39.64
负债合计	624.20	750.90	799.24	874.16	927.51
少数股东权益	0.44	0.44	0.45	0.45	0.46
归属母公司股东权益	1,723.30	1,849.08	1,968.08	2,174.32	2,482.01
负债和股东权益	2347.93	2600.43	2767.77	3048.93	3409.98

重要财务指标

	单位:百万元				
主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,178.69	1,413.16	1,778.44	2,072.69	2,361.88
同比	-5.67%	19.89%	25.85%	16.55%	13.95%
归属母公司净利润	116.83	168.91	162.13	206.23	307.69
同比	34.85%	44.58%	-4.02%	27.21%	49.20%
毛利率	23.09%	25.05%	21.91%	22.87%	26.11%
ROE	8.04%	9.46%	8.49%	9.96%	13.22%
每股收益(元)	0.14	0.20	0.19	0.24	0.36
P/E	48	33	34	27	18
P/B	3.2	3.0	2.8	2.6	2.2
EV/EBITDA	16.06	22.81	21.81	17.84	12.83

利润表

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,178.69	1,413.16	1,778.44	2,072.69	2,361.88
营业成本	906.49	1,059.13	1,388.77	1,598.74	1,745.10
营业税金及附加	8.37	13.21	16.63	19.38	22.08
营业费用	36.26	49.25	61.98	72.23	82.31
管理费用	64.48	94.26	118.62	138.25	157.54
财务费用	18.11	2.80	7.68	10.72	9.89
资产减值损失	10.07	7.08	6.50	7.57	8.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-3.43	-1.15	3.73	7.08	11.59
营业利润	131.49	186.29	181.98	232.87	347.92
营业外收入	10.53	10.22	8.85	9.87	14.19
营业外支出	0.08	0.14	0.09	0.10	0.11
利润总额	141.94	196.37	190.74	242.63	362.00
所得税	25.05	27.45	28.61	36.40	54.30
净利润	116.89	168.92	162.13	206.24	307.70
少数股东损益	0.06	0.01	0.00	0.01	0.00
归属母公司净利润	116.83	168.91	162.13	206.23	307.69
EBITDA	188.64	254.36	265.98	325.18	452.33
EPS (摊薄)	0.14	0.20	0.19	0.24	0.36

现金流量表

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	212.21	216.62	-4.37	155.78	238.31
净利润	116.89	168.92	162.13	206.24	307.70
折旧摊销	35.40	47.94	55.43	62.74	70.52
财务费用	11.30	10.05	19.81	19.81	19.81
投资损失	3.43	1.15	-3.73	-7.08	-11.59
营运资金变动	33.70	-17.11	-243.53	-132.34	-155.42
其它	11.49	5.68	5.52	6.41	7.29
投资活动现金流	-58.99	-42.08	-73.04	-82.93	-93.47
资本支出	-28.47	-53.15	-76.76	-90.01	-105.06
长期投资	-37.03	0.00	3.73	7.08	11.59
其他	6.51	11.07	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-200.75	-79.81	-57.80	-14.67	-14.67
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-131.23	-12.93	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	18.74	54.55	57.80	14.67	14.67
现金净增加额	-54.38	92.01	-140.35	53.04	125.02

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信达证券，现任研究开发中心总经理，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，根据产业周期波动寻找投资机会，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，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。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事化工行业研究。

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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@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。	<p>买入：股价相对强于基准20%以上；</p> <p>增持：股价相对强于基准5%~20%；</p> <p>持有：股价相对基准波动在±5%之间；</p> <p>卖出：股价相对弱于基准5%以下。</p>	<p>看涨：行业指数超越基准；</p> <p>中性：行业指数与基准基本持平；</p> <p>看淡：行业指数弱于基准。</p>

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。