

神剑股份 (002361)

公司研究/深度报告

盈利提升+布局 NPG，聚酯细分龙头发展可期

深度研究报告/基础化工

2020年03月30日

报告摘要:

● 粉末涂料正处快速发展期，带动公司聚酯需求增长

粉末涂料以安全、环保、节能等方面的优势，逐步成为涂料行业的发展方向之一。公司是国内粉末涂料用聚酯树脂行业龙头，具有年产各类聚酯树脂 20 万吨的生产能力，国内市场份超过 20%，处于行业龙头地位。近年来聚酯树脂的市场需求量随着粉末涂料的发展持续增长，公司近年来聚酯销量年均增速超过 10%，其中 2019 年聚酯销量为 16.9 万吨，同比增长 22%。

● 聚酯价差扩大，公司盈利有望进入上升期

PTA 和 NPG 是公司生产聚酯树脂的主要原材料，合计约占原材料成本的 80%。2019 年以来原材料价格回落明显，进入 2020 年，受疫情及油价暴跌影响，原材料价格进一步下降。从行业供需面看，未来 PTA 及 NPG 预计供应充足，我们判断聚酯原材料价格中枢走低，根据我们的拆分模型，公司 2017-2019 年聚酯单吨毛利分别为 1660、1683、1947 元/吨，我们预测 2020 年提高至 2228 元/吨，公司作为该细分行业龙头，有望充分受益。

● 上游 NPG 布局稳步推进，提升产业一体化程度

公司新建 4 万吨 NPG 项目预计今年投产，加上前期已经投产的合资公司利华益神剑 3 万吨产能，合计 7 万吨，基本满足自身生产需要。公司向上游 NPG 的积极拓展有利于稳定原材料价格，完善产业链一体化，提高聚酯产品的成本优势。

● 近两年公司持续回购股票，彰显未来发展信心

公司 2018 年以来先后以不超过 5.50 元/股、5.40 元/股回购公司股份，分别以 0.99 亿元和 1.11 亿元回购总市值的 2.9% 和 3.29% 的股票。持续回购彰显了公司对未来发展的信心以及对公司价值的认可，有利于促进公司的长期稳定发展，推动公司股票市场价格回归合理价值。

● 投资建议

公司作为粉末涂料用聚酯树脂行业龙头，将充分受益于行业快速发展的红利。新项目将完善公司产业链一体化程度，进一步提高主业的成本优势。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.15、0.21、0.23 元，对应当前股价 PE 为 27.1、19.8 和 17.7 倍，公司 PB (MRQ) 为 1.94 倍，行业中位值为 2.70 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

产品价格下滑、原材料价格大幅上涨、新项目进度不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,938	2,098	2,269	2,366
增长率 (%)	6.0%	8.3%	8.1%	4.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	77	129	176	197
增长率 (%)	-37.9%	66.5%	37.0%	11.6%
每股收益 (元)	0.09	0.15	0.21	0.23
PE (现价)	46.2	27.1	19.8	17.7
PB	1.9	1.9	1.9	1.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

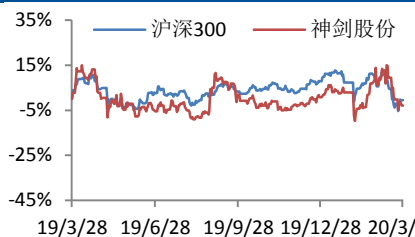
当前价格： 4.16 元

交易数据

2020-3-27

近 12 个月最高/最低(元)	4.93/3.87
总股本 (百万股)	838
流通股本 (百万股)	625
流通股比例 (%)	74.58
总市值 (亿元)	35
流通市值 (亿元)	26

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓健全

执业证号： S0100519110001

电话： 0755-22662070

邮箱： dengjianquan@mszq.com

相关研究

目录

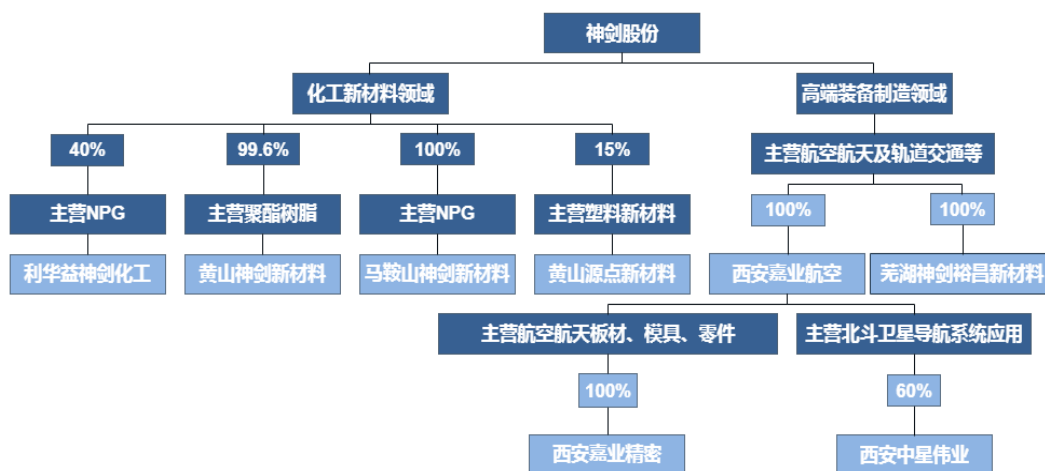
一、粉末涂料用聚酯树脂行业龙头，双主业齐头并进	3
(一) 化工新材料与高端装备制造双主业共同发展	3
(二) 主营业务收入稳定，产业链一体化促进盈利提升	5
二、原材料 PTA 价格下降扩盈利空间	7
(一) 油价暴跌及供需因素导致主要原材料 PTA 价格下降	7
(二) PTA 计划新增产能较多，预计价格中枢维持低位	9
(三) 受益于成本下降，主要产品聚酯树脂的价差有望继续扩大	10
三、上游 NPG 布局稳步推进，提升产业一体化程度	12
(一) NPG 行业集中度较低	12
(二) 新建 NPG 项目有利于降低原料价格波动影响，完善产业链一体化	14
四、粉末涂料正处快速发展期，带动聚酯需求增长	16
(一) 粉末涂料增速高于涂料总量增速，市场空间广阔	16
(二) 行业集中度不断提高，公司为行业龙头	17
五、近两年持续回购股票，彰显未来发展信心	19
六、投资建议及盈利预测	20
七、风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

一、粉末涂料用聚酯树脂行业龙头，双主业齐头并进

(一) 化工新材料与高端装备制造双主业共同发展

公司是国内粉末涂料用聚酯树脂行业龙头，市场占有率超过 20%，经过 30 多年的发展，公司已经成为集研发、生产和销售于一体的聚酯树脂高新技术企业。公司上游 NPG 项目逐步建设完成并投入使用，进一步完善了公司聚酯树脂上游产业链，有效保障了主要原材料供应。公司现有年产各类聚酯树脂 20 万吨的生产能力，已经形成两大系列 100 多个型号产品，涵盖粉末涂料聚酯树脂应用各个领域，是行业产品型号最为齐全的生产制造企业。

图1: 公司经营架构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

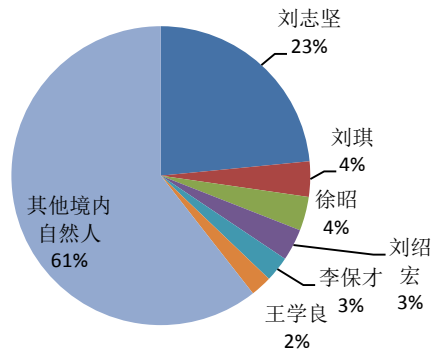
图2: 公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司实际控制人为刘志坚, 持有公司 23.46% 的股权, 第二大股东为刘琪, 持有公司 3.82% 的股权。

图3: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司主要客户为全球前两大粉末涂料行业巨头阿克苏·诺贝尔、艾仕得, 以及 PPG、佐敦涂料、海尔、格力等国内外知名企业。

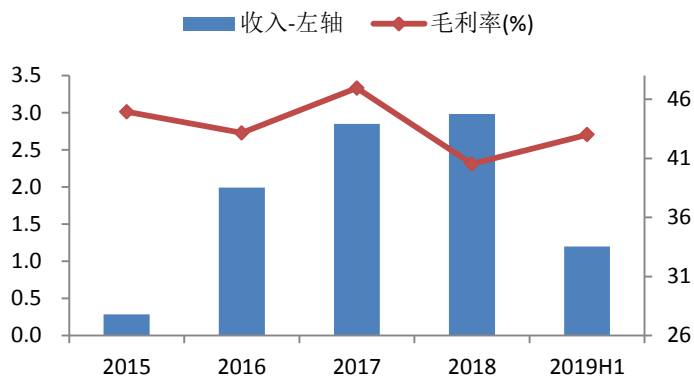
图4: 公司主要客户



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2015 年, 公司战略性进入高端装备制造领域, 自此坚持“化工新材料+高端装备制造”双主业发展战略, 在行业发展中形成特有的技术创新优势、市场竞争优势、资源环境优势、人才管理优势和双主业发展的优势。公司高端装备制造领域已经形成以“轨道交通、航空航天”业务为支撑, “北斗导航”业务为侧翼。截至 2019 年上半年, 公司高端装备制造领域营业收入达 1.2 亿元, 毛利率为 43%。

图5: 公司高端装备制造领域收入及毛利率情况 (亿元, %)

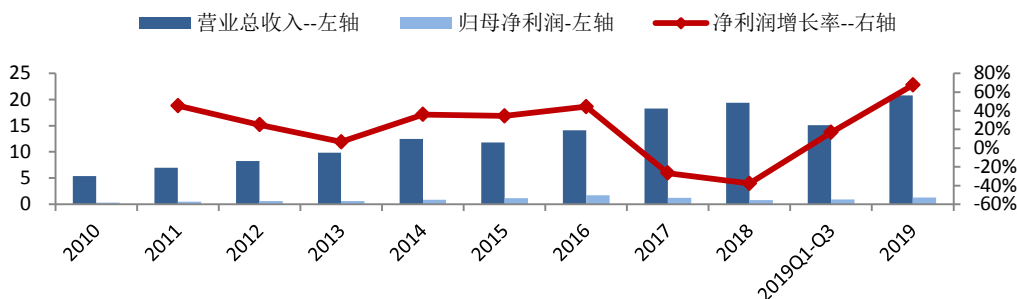


资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) 主营业务收入稳定, 产业链一体化促进盈利提升

根据公司2019年度业绩快报, 公司营业收入为20.81亿元, 同比增长7.83%; 营业利润为1.55亿元, 同比增长82.24%; 归属于母公司所有者的净利润为1.29亿元, 同比增长67.03%。

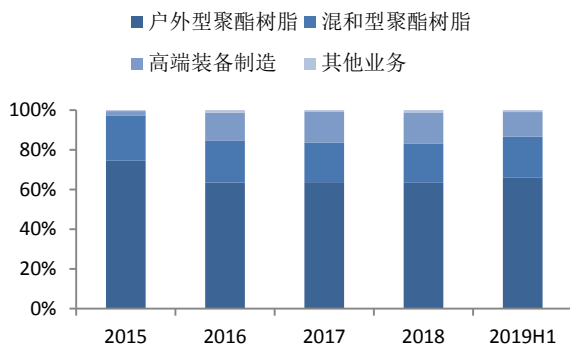
图6: 公司近年业绩情况 (亿元, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

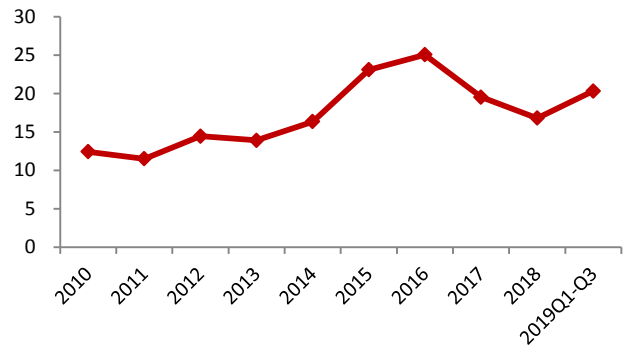
公司收入主要来源于聚酯树脂, 盈利能力稳步提升。2019年上半年公司销售收入约65%来源于聚酯树脂, 受原材料价格波动及产品结构的调整, 公司毛利率近年来有所波动, 但总体稳中有升。2019年公司业绩显著增长, 主要是由于化工新材料领域主要原材料PTA和NPG价格下降, 促使毛利率提升, 盈利水平得到较大提高。未来随着公司NPG的投产, 产业链一体化的完善, 预计盈利能力会进一步提升。

图7: 公司业务收入结构情况 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 公司近年毛利率情况 (%)



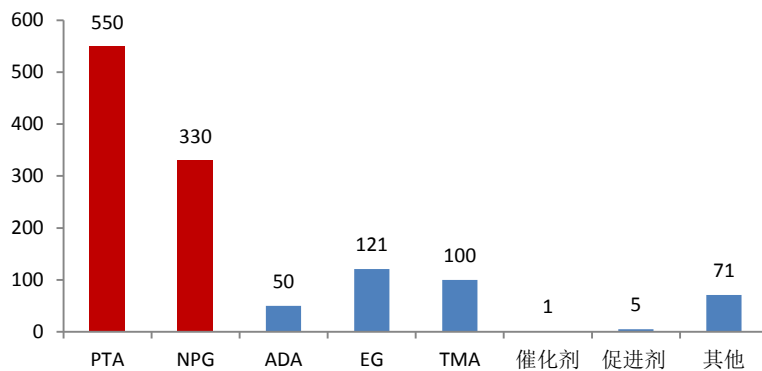
资料来源: wind, 民生证券研究院

二、原材料 PTA 价格下降扩盈利空间

(一) 油价暴跌及供需因素导致主要原材料 PTA 价格下降

公司生产聚酯树脂的主要原材料为精对苯二甲酸 (PTA)、新戊二醇 (NPG)、间苯二甲酸 (PIA)、己二酸 (ADA)、乙二醇 (EG)、偏苯三酸酐 (TMA) 等, 其中, PTA、NPG 是最主要的两种原料, 合计占原材料成本的 80% 左右。因此, 对于原材料 PTA 和 NPG 的采购是公司产品聚酯的主要成本来源。

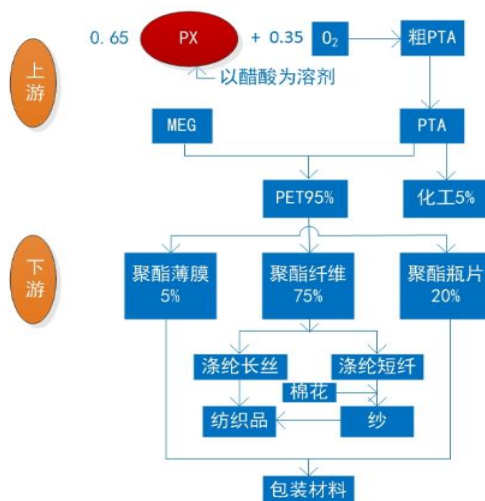
图9: 公司聚酯树脂原材料吨耗构成 (kg/t)



资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

PTA (精对苯二甲酸) 是重要的大宗有机原料之一。PTA 为白色晶体或粉末, 由 PX (对二甲苯) 经空气氧化反应、结晶精制等工序生成, 其 95% 以上均用于与 MEG (乙二醇) 缩聚形成 PET (聚对苯二甲酸乙二醇酯、通称聚酯), 其余用于生产 PBT (聚对苯二甲酸丁二醇酯) 等工程塑料。

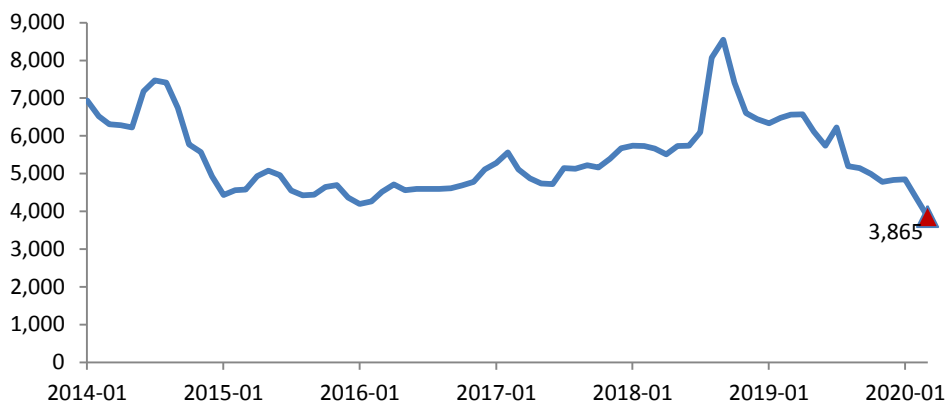
图10: PTA 产业流程图



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

19 年以来 PTA 的价格大幅下降。PTA 价格受石油价格影响较大，随着近期原油价格的暴跌，2020 年 3 月，PTA 的月均价也跌至近 6 年的最低值 3865 元/吨。

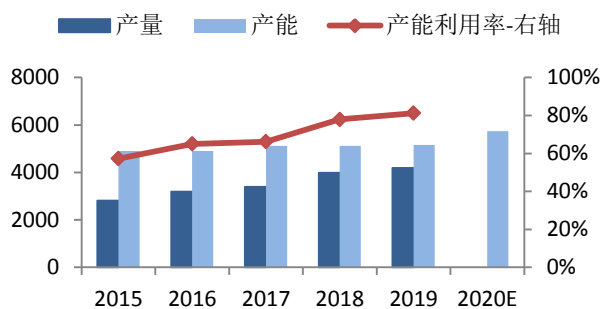
图11: 国内 PTA 价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

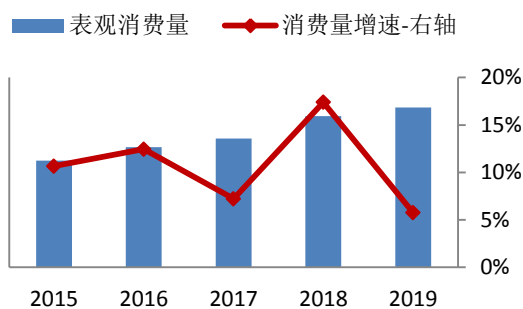
PTA 中期供应预计较为充足。近五年来 PTA 产能及产量均不断增加，2020 年预计仍有较多新产能的投放，产能增长率预计为 13%；表观消费量的增速有所放缓，2019 年增速为 6%。

图12: 国内 PTA 产能及产量情况 (万吨, %)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

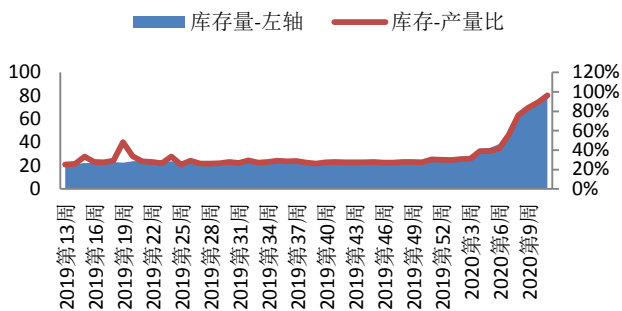
图13: 国内 PTA 表观消费量情况 (万吨, %)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

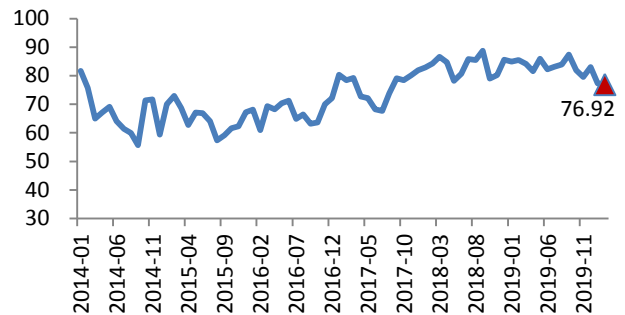
PTA 库存创两年新高。2019 年 PTA 的库存较为稳定，库存/产量（周度）的比例为 30% 左右。2020 年以来，受国内及全球疫情影响，截至 2020 年 3 月，PTA 库存达到近两年的最高峰 96 万吨，库存/产量（周度）的比例高达 89%。而 PTA 开工率虽然略有下降但仍然处于高位。

图14: 国内 PTA 库存及库存/产量比 (万吨, %)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

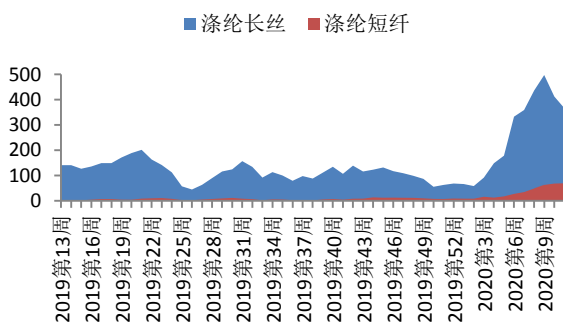
图15: 国内 PTA 开工率情况 (%)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

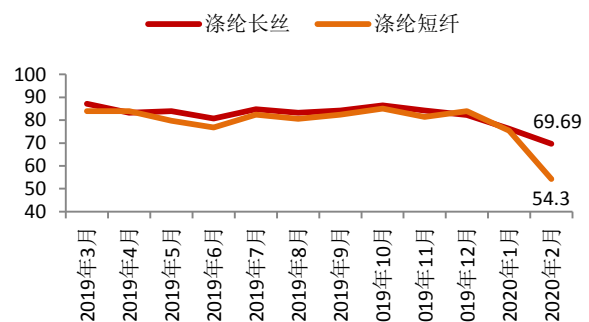
下游高库存叠加开工率下滑, 是 PTA 库存增加的主因。PTA 的主要下游为聚酯, 其中占比 75% 的聚酯纤维 (即纺织业中涤纶长丝和涤纶短纤) 受疫情影响, 开工延迟及库存累计导致整体需求不足。截至 2020 年 2 月底, 涤纶长丝及涤纶短纤的累计库存分别为 366 万吨和 70 万吨, 开工率分别仅为 69.69% 和 54.3%。

图16: PTA 主要下游纺织行业库存情况 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图17: PTA 主要下游纺织行业开工率情况 (%)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

(二) PTA 计划新增产能较多, 预计价格中枢维持低位

2020-2022 年 PTA 仍有较多新产能计划投放, 其中 2020 年为 1270 万吨, 未来 3 年新增产能共计 2710 万吨。PTA 主要下游涤纶长丝及涤纶短纤 2020 年预计有 555 万吨新产能的投放, 按吨耗折算所需的 PTA 为 475 万吨, PTA 新增产能预计较新增需求大, PTA 价格中枢或将维持低位。

表1: PTA 预计新增产能一览表 (万吨)

投产月度	省份	企业名称	预计当年新增产能
2020年1月	辽宁	恒力石化(大连)炼化有限公司	500
2020年6月	浙江	新凤鸣集团股份有限公司	220
2020年8月	福建	福建百宏聚纤科技实业有限公司	250
2020年8月	浙江	浙江逸盛石化有限公司	300
2021年1月	江苏	江苏虹港石化有限公司	240
2021年1月	浙江	宁波中金石化有限公司	330
2021年1月	浙江	台化兴业(宁波)有限公司	300
2021年6月	宁夏	宁夏宝塔能源化工有限公司	120
2021年6月	福建	石狮市佳龙石化纺织有限公司	110
2022年6月	河北	中国石油化工股份有限公司天津分公司	220
2022年6月	新疆	新疆蓝山屯河化工股份有限公司	120
合计			2710

资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

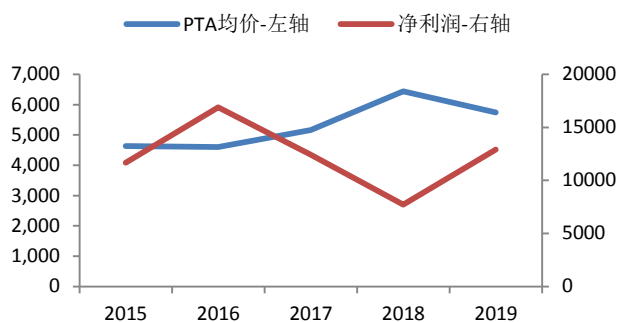
表2: 主要下游涤纶长丝及涤纶短纤新增产能一览表 (万吨)

产品名称	投产月度	省份	企业名称	预计新增产能	新增产能所需 PTA
涤纶长丝	2020年12月	浙江	新凤鸣集团股份有限公司	110	94
	2020年12月	浙江	荣盛石化股份有限公司	60	51
	2020年10月	浙江	华祥(中国)高纤有限公司	60	51
	2020年5月	浙江	桐昆集团股份有限公司	50	43
	2020年5月	江苏	江苏恒力化纤股份有限公司	100	86
	2020年4月	浙江	嘉兴逸鹏化纤有限公司	25	21
	2020年3月	浙江	浙江恒逸石化有限公司	100	86
	2020年2月	江苏	江苏国望高科纤维有限公司	20	17
涤纶短纤	2020年5月	江苏	江苏华西村股份有限公司	10	9
	2020年4月	江苏	中国石化仪征化纤有限责任公司	20	17
合计				555	475

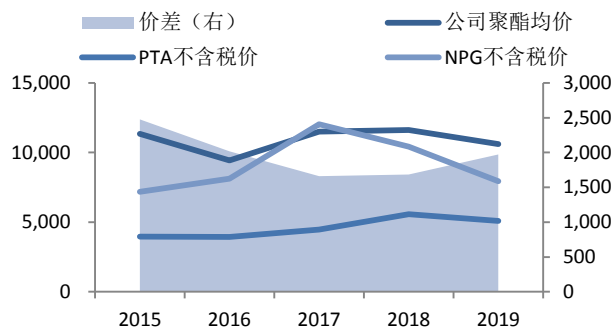
资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

(三) 受益于成本下降, 主要产品聚酯树脂的价差有望继续扩大

从成本方面看, 公司的盈利能力受主要原材料的市场价格影响较大。2016年公司净利润达 1.69 亿元, 而 2018 年降到了 0.77 亿元, 主要是由于原材料价格的上涨, 而产品价格调整相对滞后, 导致毛利率降低。但 19 年随着原材料价格的下降和价差的扩大, 公司盈利水平得到了较大的提高, 2019 年公司净利润达到 1.29 亿元, 同比增长 67.03%。

图18: PTA 均价和公司净利润对比图 (元/吨、万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 公司主要产品聚酯树脂价差情况 (元/吨)


资料来源: wind, 民生证券研究院

根据我们的测算,若PTA的均价由2019年的5086元/吨下降至2020年的3877元/吨、销量2020年增长至19万吨,PTA的采购成本比2019年节省0.67亿元。PTA采购成本的降低,将有望继续提升公司的盈利水平。

表3: 2020年公司PTA成本测算一览表

	PTA 均价 (元/吨)	聚酯销量 (万吨)	成本总计 (万元)
2019	5,086	16.88	47,226.62
2020E	3,877	19.00	40,516.10

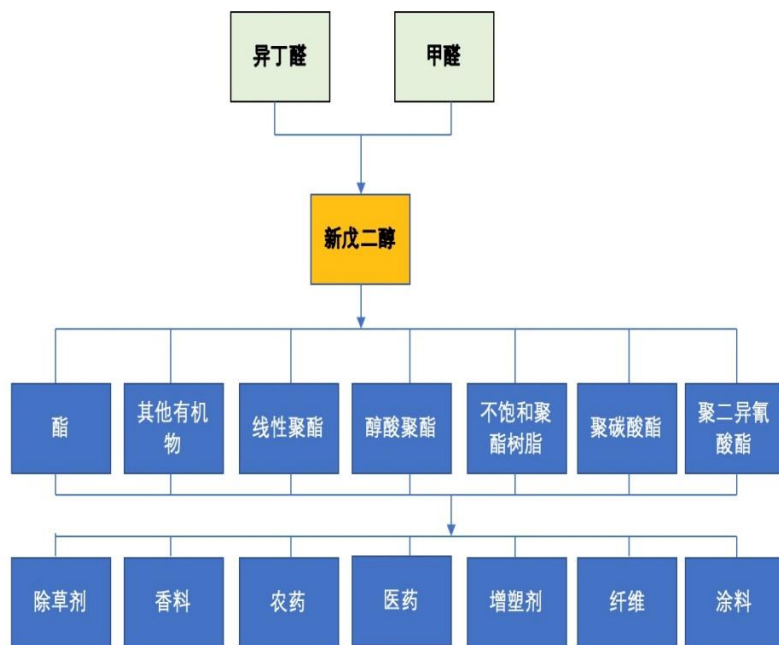
资料来源: wind, 民生证券研究院整理

三、上游 NPG 布局稳步推进，提升产业一体化程度

(一) NPG 行业集中度较低

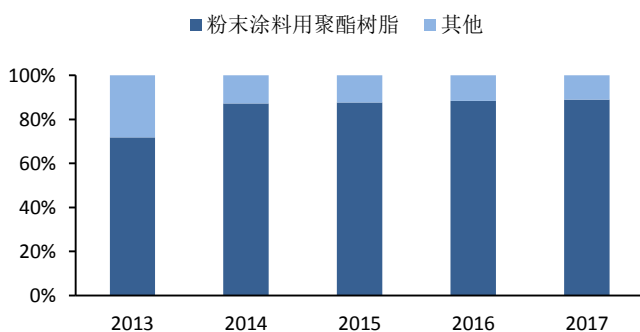
粉末涂料用聚酯树脂主要原材料为精对苯二甲酸 (PTA) 和新戊二醇 (NPG)，两者加起来在粉末涂料用聚酯树脂原料成本占比约为 80%。NPG 为白色晶体，是重要的化工原料，主要用于生产饱和聚酯树脂、不饱和聚酯树脂、聚酯多元醇、合成润滑剂、聚合物增塑剂和醇酸树脂等，被广泛用于汽车、家电、装饰材料等行业用涂料中，特别是在粉末涂料领域的应用和发展尤为突出。2013 年约有 72% 的 NPG 用于生产粉末涂料用聚酯树脂，到 2017 年这一比例达到了 89%。

图20: NPG 产业链情况



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

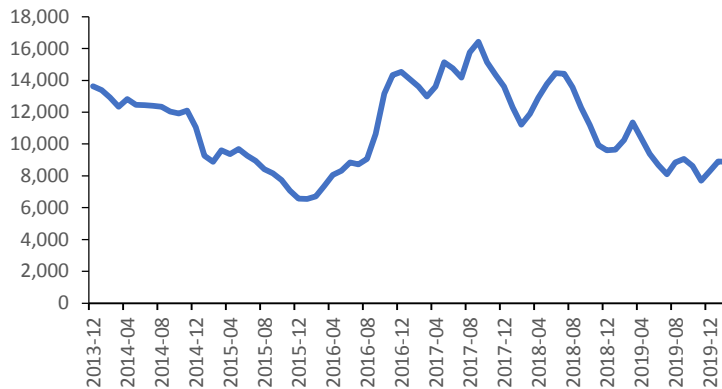
图21: 2013-2017NPG 下游消费结构变化 (%)



资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

近年来 NPG 价格呈现出一定幅度的波动，2018 年 NPG 价格最高时逼近 14460 元/吨，2019 年 NPG 价格最低时跌至 7687 元/吨，价格波动幅度接近 7000 元/吨，年均价格波动率可达 57%。

图22: NPG 历史价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

根据 2018 年统计数据，国内 NPG 主要生产厂家 15 家，产能合计 41.7 万吨，2020 年预计新增产能 8 万吨。NPG 的表观消费量逐年增加，2019 年 NPG 的表观消费量约为 34 万吨，同比增长 2%。

表4: 2018 年国内 NPG 产能

	NPG 产能 (吨/年)	生产工艺
大庆三聚能源	1 万	加氢法
利华益神剑	3 万	加氢法
巴斯夫吉化	3.5 万	加氢法
扬子巴斯夫	4 万	加氢法
滁州金源	2.5 万	歧化法
安徽贯华	0.6 万	歧化法
江苏华昌	3 万	加氢法
富丰帕斯托	4.5 万	歧化法
万华化学	8 万	加氢法
成丰实业	3 万	歧化法
新科奥德	2.5 万	歧化法
青州联华	1.5 万	歧化法
青州志强	1 万	歧化法
淄博荣赞	0.6 万	歧化法
沾化瑜凯	3 万	加氢法
合计	41.7 万	

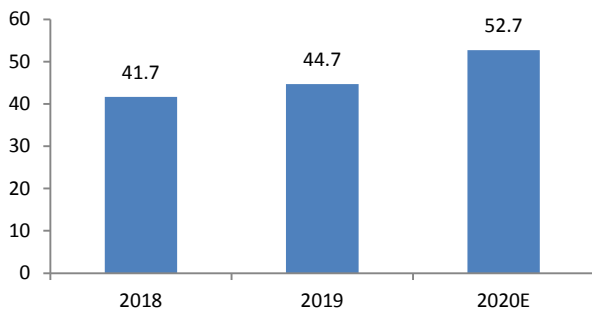
资料来源: 卓创资讯, 精细与专用化学品, 民生证券研究院整理

表5: 国内新增 NPG 产能

	NPG 产能 (吨/年)	投产时间
马鞍山神剑	4 万	2020 年
巴斯夫三期	4 万	2020 年

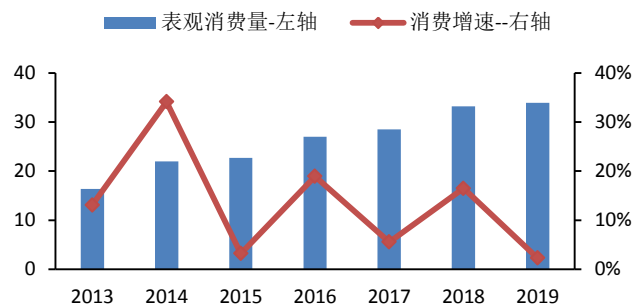
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

图23: 国内 NPG 产能增长情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 精细与专用化学品, 民生证券研究院整理

图24: 国内 NPG 表观消费量及增速 (万吨, %)



资料来源: 卓创资讯, 《新戊二醇行业发展分析》, 民生证券研究院整理

(二) 新建 NPG 项目有利于降低原料价格波动影响, 完善产业链一体化

上游 NPG 生产布局稳步推进。公司从上市以来便开始布局上游 NPG 生产, 2012 年公司参股利华益神剑 3 万吨 NPG 项目, 2014 年通过非公开发募投 4 万吨 NPG 项目, 预计 2020 年内投产。目前公司具有年产 20 万吨的聚酯树脂产能, 按照 1 吨聚酯树脂消耗 0.4 吨 NPG 测算, 在公司满产情况下, 大约需要消耗 8 万吨 NPG。而公司的 NPG 产能具有 7 万吨, 基本已能满足自身生产需要。

表6: 公司 NPG 产能情况

	NPG 产能	生产工艺	投产情况
利华益神剑	3 万吨	加氢法	2017 年投产
马鞍山神剑	4 万吨	歧化法	已完成装备建设, 预计 2020 年投产

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

新建 NPG 产能投产在即, 有利于稳定原材料价格。由于 NPG 在聚酯树脂成本构成中占比较大。完善上游 NPG 布局, 将有利于减少原材料价格波动的影响, 稳定公司盈利水平。根据公司环评报告中的主要经济指标测算, 4 万吨 NPG 新项目投产后, 每年的利润总额为 5782 万元。公司向上游的积极拓展, 有利于提升 NPG-聚酯树脂产业一体化程度, 增强公司

产品竞争力。

表7: 新建4万吨NPG项目主要经济指标

序号	项目名称		单位	数量
一	生产规模			
1	产品	新戊二醇	t/a	40,000
2	副产品	甲酸钠	t/a	32,314
3	副产品	A	t/a	2,297
4	副产品	B	t/a	178
二	总投资		万元	40,000
三	销售收入		万元	60,360
四	年均总成本费用		万元	51,651
五	税费及附加		万元	
六	利润总额		万元	5,782
七	投资回收期		年	5.8 (税前)
				6.6 (税后)

资料来源: 公司环评报告, 民生证券研究院整理

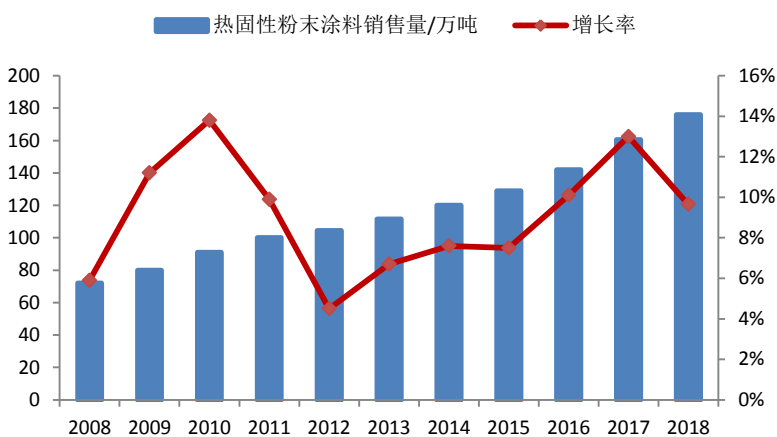
四、粉末涂料正处快速发展期，带动聚酯需求增长

(一) 粉末涂料增速高于涂料总量增速，市场空间广阔

粉末涂料是聚酯树脂的直接下游。粉末涂料是一种以树脂为基料，配以固化剂、颜料、填料，经预混合、熔融挤出、粉碎、分级过筛而得到的高分子材料。按照成膜物质的性质分为两大类：热塑性粉末涂料和热固性粉末涂料（聚酯树脂是热固性粉末涂料主要原材料之一）。在涂料行业中粉末涂料是起步较晚的新兴技术领域，由于具有安全、环保、节能等方面的优势，粉末涂料不断挤占液体油漆的市场，逐步成为涂料行业的发展方向之一。

粉末涂料销量增长速度超过我国涂料总量增长速度。2018年，我国粉末涂料产销量近200万吨，是全球第一粉末涂料生产国。我国粉末涂料的市场保持了较快的发展速度，产销量也一直呈稳步上升趋势。据中国化工学会统计，2018年我国热固性粉末涂料销量176万吨左右，比上年度增长9.7%。另外，根据国家统计局公布的数据显示，2018年全国涂料累计产量1759.8万吨，同比增长了5.9%，粉末涂料销量增长速度超过我国涂料总量增长速度。在国家环保及相关政策推动下，我国绿色涂料市场增速显著，因粉末涂料在涂装过程中，没有溶剂的挥发，最大限度地减少了VOC造成的污染（VOC是仅次于汽车尾气的大气第二大污染源，而涂料又是VOC的第二大排放源），加速了“漆改粉”的趋势，使得粉末涂料市场快速发展壮大。

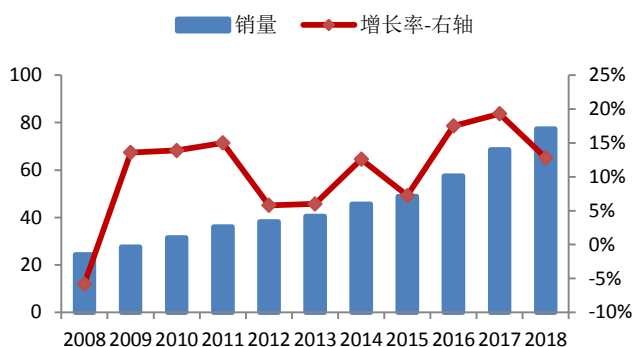
图25: 2008-2018年我国热固性粉末涂料市场情况



资料来源：中国化工学会涂料涂装专业委员会，民生证券研究院

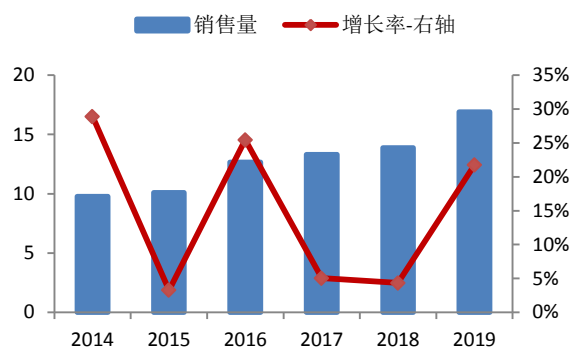
近年来聚酯树脂的市场需求量随着粉末涂料的发展持续增长。2008年我国粉末涂料用聚酯树脂销量为24.3万吨，2018年销量增长到了77.38万吨，同比增长12.8%，销售额同比增长14%。公司2019年聚酯树脂销量为16.9万吨，同比增长22%。近年来，随着涂装技术的进步，粉末涂料的市场空间不断扩大，在家电、建材等工业方面的日益成熟以及汽车、热敏材料等行业的发展，增加了粉末涂料用聚酯树脂的需求。

图26: 我国粉末涂料用聚酯树脂市场情况 (万吨, %)



资料来源: 中国化工学会涂料涂装专业委员会, 民生证券研究院整理

图27: 公司聚酯树脂销量情况 (万吨, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

(二) 行业集中度不断提高, 公司为行业龙头

公司是国内聚酯树脂行业龙头。目前国内聚酯树脂生产厂家约 200 家, 截至 2017 年国内粉末用聚酯总产能超过 120 万吨, 销量 68.6 万吨。公司拥有国内最大的生产规模, 2017 年, 公司聚酯树脂市场份额占比 19%, 而行业排名第二的企业市场份额仅有 7%; 目前公司具有年产各类聚酯树脂 20 万吨的生产能力, 是行业内最大的生产商, 国内市场占有率超过 20%。公司市场占有率逐年提升, 龙头企业地位得到进一步巩固。

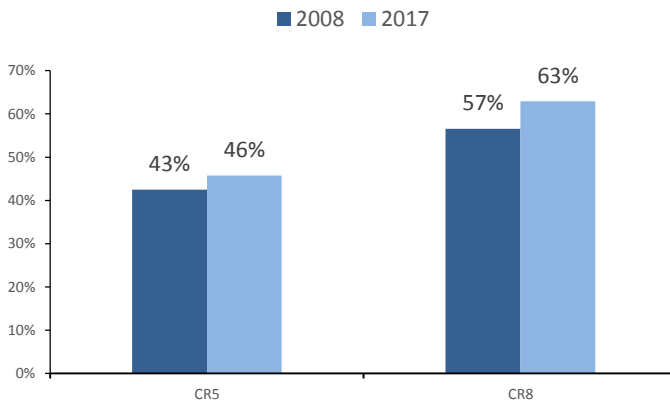
表8: 2017年我国粉末涂料用聚酯树脂主要生产企业

排名	公司名称	销售量/t
1	安徽神剑新材料股份有限公司	133058
2	浙江光华科技股份有限公司	51132
3	广州擎天科技材料有限公司	44198
4	浙江传化天松新材料有限公司	43650
5	帝斯曼(中国)有限公司	42000
6	烟台枫林新材料有限公司	42000
7	黄山市徽州康佳有限责任公司	39641
8	烟台凌宇粉末机械有限公司	36000
9	黄山正杰新材料有限公司	25264
10	广东银洋树脂有限公司	24310

资料来源: 中国化工学会涂料涂装专业委员会, 民生证券研究院

行业集中度不断提高。国内粉末涂料用聚酯树脂产能的扩张, 叠加原材料价格的波动, 降低了中小企业盈利的空间及稳定性, 部分中小企业逐步被淘汰。2008 年行业 CR5、CR8 的市占率分别为 43%、57%。2017 年行业 CR5、CR8 的市占率分别提高到 46%、63%。

图28: 2008 和 2017 年的 CR5、CR8 市场占有率



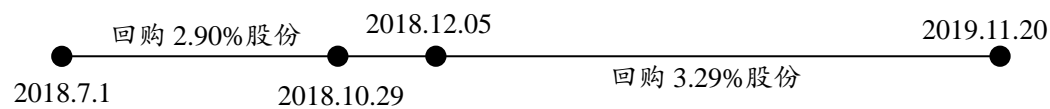
资料来源: 中国化工学会涂料涂装专业委员会、民生证券研究院

五、近两年持续回购股票，彰显未来发展信心

公司于2018年7月17日~2018年10月29日和2018年12月5日~2019年11月20日期间以集中竞价交易的方式以不超过5.50元/股、5.40元/股回购公司股份，分别以0.99亿元和1.11亿元回购总市值的2.9%和3.29%的股票。

股票回购彰显了公司对未来发展的信心以及对公司价值的认可，这有利于促进公司的长期稳定发展，推动公司股票市场价格回归合理价值。

图29: 公司股份回购情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

六、投资建议及盈利预测

公司作为粉末涂料用聚酯树脂行业龙头，将充分受益于行业快速发展的红利。新项目将完善公司产业链一体化程度，进一步提高主业的成本优势。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.15、0.21、0.23 元，对应当前股价 PE 为 27.1、19.8 和 17.7 倍。

公司 PB (MRQ) 为 1.94 倍，行业中位值为 2.70 倍。另外，从可比公司的相对估值来看，我们选取了三棵树、七彩化学、锦鸡股份进行对比，3 家可比公司 2020 年 PE 均值（wind 一致预期值）为 31.24 倍，我们预测神剑股份 2020 年 PE 为 19.80 倍，公司具备估值优势，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表9: 估值对比表

简称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
		18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
三棵树	166	1.67	2.21	3.02	4.12	21.76	40.23	29.52	21.62
七彩化学	29.39	1.32	1.01	1.64	1.92	27.89	36.40	16.79	14.34
锦鸡股份	64.96	0.28	0.23	0.33	0.41	62.27	69.90	47.42	37.77
平均值	86.78	1.09	1.15	1.66	2.15	37.31	48.84	31.24	24.58
神剑股份	34.84	0.09	0.15	0.21	0.23	47.00	27.10	19.80	17.70

资料来源：Wind 资讯，民生证券研究院

（注：除神剑股份外，其他公司的盈利预测与估值均来自 Wind 资讯）

表10: 公司各产品业绩拆分表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	11.79	14.13	18.28	19.38	20.98	22.69	23.66
YOY(%)		19.85%	29.37%	6.02%	8.26%	8.15%	4.28%
毛利率 (%)	23.1%	24.8%	19.4%	16.3%	21.3%	23.2%	23.8%
净利润 (亿元)	1.14	1.51	1.25	0.77	1.30	1.79	2.00
聚酯树脂							
收入 (亿元)	11.46	11.96	15.32	16.13	17.87	19.08	19.70
YOY(%)		5.4%	40.4%	8.2%	3.1%	4.0%	2.6%
毛利率 (%)	22.5%	21.7%	14.2%	11.8%	17.9%	20.0%	20.5%
净利润 (亿元)	1.01	0.99	0.48	0.79	0.71	1.29	1.36
高端装备							
收入 (亿元)	0.29	1.99	2.85	2.98	3.28	3.61	3.97
YOY(%)		586%	43%	5%	10%	10%	10%
毛利率 (%)	44.8%	43.2%	47.0%	40.6%	40.0%	40.0%	40.0%
净利润 (亿元)	0.08	0.49	0.79	0.73	0.66	0.74	0.82

资料来源：wind，民生证券研究院

七、风险提示

产品价格下滑、原材料价格大幅上涨、新项目进度不及预期等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,938	2,098	2,269	2,366
营业成本	1,613	1,650	1,745	1,809
营业税金及附加	12	15	17	18
销售费用	71	72	78	83
管理费用	63	68	74	77
研发费用	77	110	119	122
EBIT	102	182	236	257
财务费用	19	36	37	38
资产减值损失	4	6	4	5
投资收益	(3)	1	3	4
营业利润	85	146	204	225
营业外收支	3	1	(2)	(1)
利润总额	88	151	207	229
所得税	8	18	24	26
净利润	80	132	183	203
归属于母公司净利润	77	129	176	197
EBITDA	163	186	239	260
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	524	531	559	589
应收账款及票据	1271	1343	1384	1443
预付款项	22	26	30	33
存货	282	292	314	323
其他流动资产	28	41	49	56
流动资产合计	2129	2238	2338	2450
长期股权投资	90	95	99	100
固定资产	543	573	561	537
无形资产	83	84	86	87
非流动资产合计	1256	1403	1575	1775
资产合计	3385	3642	3913	4225
短期借款	774	777	807	813
应付账款及票据	616	619	611	615
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1472	1715	1946	2216
长期借款	18	20	21	24
其他长期负债	44	49	55	59
非流动负债合计	62	69	76	83
负债合计	1534	1783	2022	2299
股本	838	838	838	838
少数股东权益	27	31	37	43
股东权益合计	1852	1858	1890	1926
负债和股东权益合计	3385	3642	3913	4225

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	6.0%	8.3%	8.1%	4.3%
EBIT 增长率	-38.0%	79.3%	29.3%	8.9%
净利润增长率	-37.9%	66.5%	37.0%	11.6%
盈利能力				
毛利率	16.8%	21.4%	23.1%	23.6%
净利率	4.0%	6.1%	7.8%	8.3%
总资产收益率 ROA	2.3%	3.5%	4.5%	4.7%
净资产收益率 ROE	4.2%	7.0%	9.5%	10.5%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.1
速动比率	1.3	1.1	1.0	1.0
现金比率	0.4	0.3	0.3	0.3
资产负债率	0.45	0.49	0.52	0.54
经营效率				
应收账款周转天数	157.3	150.0	151.0	151.7
存货周转天数	53.3	61.1	61.1	62.0
总资产周转率	0.59	0.60	0.60	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.09	0.15	0.21	0.23
每股净资产	2.2	2.2	2.2	2.2
每股经营现金流	0.1	0.1	0.2	0.2
每股股利	0.10	0.15	0.18	0.20
估值分析				
PE	46.2	27.1	19.8	17.7
PB	1.91	1.91	1.88	1.85
EV/EBITDA	15.6	13.5	11.7	11.6
股息收益率	2.4%	3.6%	4.3%	4.8%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	80	132	183	203
折旧和摊销	65	9	7	8
营运资金变动	(102)	(78)	(61)	(72)
经营活动现金流	67	111	178	189
资本开支	124	147	172	203
投资	(13)	(5)	(4)	(4)
投资活动现金流	(142)	(164)	(181)	(207)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	266	236	207	267
筹资活动现金流	50	59	31	49
现金净流量	(24)	7	28	31

插图目录

图 1: 公司经营架构图	3
图 2: 公司发展历程	3
图 3: 公司股权结构图	4
图 4: 公司主要客户	4
图 5: 公司高端装备制造领域收入及毛利率情况 (亿元, %)	5
图 6: 公司近年业绩情况 (亿元, %)	5
图 7: 公司业务收入结构情况 (%)	6
图 8: 公司近年毛利率情况 (%)	6
图 9: 公司聚酯树脂原材料吨耗构成 (kg/t)	7
图 10: PTA 产业流程图	7
图 11: 国内 PTA 价格走势 (元/吨)	8
图 12: 国内 PTA 产能及产量情况 (万吨, %)	8
图 13: 国内 PTA 表观消费量情况 (万吨, %)	8
图 14: 国内 PTA 库存及库存/产量比 (万吨, %)	9
图 15: 国内 PTA 开工率情况 (%)	9
图 16: PTA 主要下游纺织行业库存情况 (万吨)	9
图 17: PTA 主要下游纺织行业开工率情况 (%)	9
图 18: PTA 均价和公司净利润对比图 (元/吨、万元)	11
图 19: 公司主要产品聚酯树脂价差情况 (元/吨)	11
图 20: NPG 产业链情况	12
图 21: 2013-2017NPG 下游消费结构变化 (%)	12
图 22: NPG 历史价格走势 (元/吨)	13
图 23: 国内 NPG 产能增长情况 (万吨)	14
图 24: 国内 NPG 表观消费量及增速 (万吨, %)	14
图 25: 2008-2018 年我国热固性粉末涂料市场情况	16
图 26: 我国粉末涂料用聚酯树脂市场情况 (万吨, %)	17
图 27: 公司聚酯树脂销量情况 (万吨, %)	17
图 28: 2008 和 2017 年的 CR5、CR8 市场占有率	18
图 29: 公司股份回购情况	19

表格目录

表 1: PTA 预计新增产能一览表 (万吨)	10
表 2: 主要下游涤纶长丝及涤纶短纤新增产能一览表 (万吨)	10
表 3: 2020 年公司 PTA 成本测算一览表	11
表 4: 2018 年国内 NPG 产能	13
表 5: 国内新增 NPG 产能	14
表 6: 公司 NPG 产能情况	14
表 7: 新建 4 万吨 NPG 项目主要经济指标	15
表 8: 2017 年我国粉末涂料用聚酯树脂主要生产企业	17
表 9: 估值对比表	20
表 10: 公司各产品业绩拆分表	20
公司财务报表数据预测汇总	21

分析师简介

邓健全，曾先后任职于长城证券、安信证券，2018-2019年任长城证券化工组组长，2019年加盟民生证券，任化工高级分析师。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。