

2010年02月04日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 15.0-18.6元

## 国内领先的粉末涂料原材料专业供应商

——神剑股份(002361)新股研究

### 核心观点

#### 询价结论

我们预计,公司10、11年EPS分别为0.60、0.69元/股。在涂料子行业中,A股可比公司有渝三峡A和西北化工,但目前其估值较高。所以,我们选取同样属于化工新材料的金发科技等三家公司作参考,同时参考1月份新发行的中小板上市公司首发定价情况,我们认为,给予公司10年25-31倍的动态市盈率比较合理,对应合理股价为15.0-18.6元。

#### 主要依据

公司是国内领先的粉末涂料原材料专业供应商。

受经济增长和市场需求驱动,近年来,中国涂料工业持续增长,中国已经成为世界第二大涂料生产国。在涂料行业中,粉末涂料具有安全、环保、节能等优势,逐步成为涂料行业的发展方向之一。

我国是全球粉末涂料生产的第一大国。除2008年金融危机外,2003-2007年,我国粉末涂料市场销量保持了20%左右的年均增长率,预计2009年将超过20%。未来5年内,预计我国粉末涂料市场需求年均增长将约30%,总量将至130万吨/年。

聚酯树脂是粉末涂料中应用量最大、最适宜的原材料。近年来,我国粉末涂料市场保持了较高的增长速度,同时聚酯树脂在粉末涂料中的用料比例也逐渐上升,由此带动粉末涂料专用聚酯树脂的增长。2003年至2007年国内聚酯树脂销售量年均增长率达到30%,2007年销售量达25.8万吨。公司认为未来5年内国内粉末涂料专用聚酯树脂的市场需求量将超过65万吨/年。

#### 风险提示

1、行业需求增速可能放缓的风险; 2、原材料价格波动风险; 3、公司治理风险。

#### 基础数据

发行股数	2,000万股
发行后总股本	8,000万股
发行后	
每股收益(2009)	0.48元/股
每股净资产(2009)	1.91元/股
建议询价区间	15.0-18.6元

#### 财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	398.7	407.3	516.4	742.4
同比增速(%)	8.3%	2.2%	26.8%	43.8%
净利润(百万)	30.1	38.3	47.8	55.1
同比增速(%)	26.7%	27.1%	25.0%	15.2%
EPS(元)	0.50	0.64	0.60	0.69

#### 研究员:伍颖

电话: 010-84183343

Email: wuying@guodu.com

#### 联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

## 一、本次发行一般情况

**表 1 公司 IPO 发行基本参数**

公司名称	安徽神剑新材料股份有限公司
公司简称	神剑股份
发行地	深圳证券交易所
网上发行日期	2010 年 2 月 9 日(周二)
申购代码	002361
发行股数	2,000 万股
发行方式	网下向股票配售对象询价配售和 网上向社会公众投资者定价发行相结合
发行后总股本	8,000 万股
发行后全面摊薄每股收益 (2009)	0.48 元/股
发行后每股净资产 (2009)	1.91 元/股

资料来源：公司招股意向书，国都证券研究所

## 二、公司基本情况

### 1、公司概况

公司在化工新材料领域专业从事粉末涂料专用聚酯树脂系列产品的生产销售, 现有年产各类聚酯树脂 35,000 吨的生产能力, 是国内领先的粉末涂料原材料专业供应商。根据中国化工学会涂料涂装专业委员会的统计, 2007 年公司的粉末涂料专用聚酯树脂销售量居国内行业第二位, 2008 年产品销售量居行业第一位。

### 2、股权结构

公司控股股东、实际控制人为刘志坚先生。发行前股本为 6,000 万股, 本次拟公开发行不超过 2,000 万股, 发行后公司总股本 8,000 万股。

**表 2 发行前后公司股本结构**

股东	本次发行前		本次发行后		股份锁定限制 (限售期)
	持股数量(万股)	持股比例	持股数量(万股)	持股比例	
刘志坚	2,820	47%	2,820	35%	36 个月
王学良	360	6%	360	5%	12 个月
李保才	360	6%	360	5%	12 个月
刘绍宏	360	6%	360	5%	12 个月
王敏雪	360	6%	360	5%	12 个月
贾土岗	360	6%	360	5%	12 个月
其他	1,380	23%	1,380	17%	12 个月
社会公众股	--	--	2,000	25%	
总股本	6,000	100	8,000	100%	

资料来源：公司招股意向书，国都证券研究所

### 3、主要财务指标

**表 3 公司最近三年主要财务数据**

财务指标	2009.12.31	2008.12.31	2007.12.31
资产负债率	48.29%	51.97%	63.37%
流动比率	1.47	1.23	1.23

速动比率	1.27	1.02	0.88
财务指标	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润 (万元)	5,288.72	4,693.44	4,260.72
利息保障倍数 (倍)	9.65	6.16	10.05
应收账款周转率 (次)	5.04	5.55	5.80
存货周转率 (次)	12.5	8.91	6.87
每股经营活动产生的现金流量 (元)	0.72	0.74	0.27
每股净现金流量 (元)	0.36	-0.04	0.29
基本每股收益 (元/股)	0.64	0.50	0.57
净资产收益率 (全面摊薄)	25.00%	26.23%	28.08%
净资产收益率 (加权平均)	28.58%	30.19%	43.40%

资料来源: 公司招股意向书

### 三、经营分析

公司在化工新材料领域专业从事聚酯树脂系列产品的生产销售,是国内领先的粉末涂料原材料专业供应商。

表 4 公司主要产品的产销量、产销率情况

项目	产量		销量		产销率	
	(吨)	较上年增长	(吨)	较上年增长		
2007 年	户外型聚酯树脂	16,596	69.88%	15,911	68.58%	95.87%
	混合型聚酯树脂	7,230	16.67%	7,276	24.50%	100.64%
	小计	23,826	49.23%	23,187	51.73%	97.32%
2008 年	户外型聚酯树脂	17,379	4.72%	17,979	13.00%	103.45%
	混合型聚酯树脂	9,035	24.97%	9,174	26.09%	101.54%
	小计	26,414	10.86%	27,153	17.10%	102.80%
2009 年	户外型聚酯树脂	26,593	53.02%	26,560	47.73%	99.88%
	混合型聚酯树脂	10,246	13.40%	10,026	9.29%	97.86%
	小计	36,838	39.46%	36,586	34.74%	99.32%

资料来源: 公司招股意向书

#### 1、主导产品行业状况及发展趋势

##### (1) 涂料工业概况

目前世界涂料行业已经进入成熟期,并且发达国家市场已趋饱和,而发展中国家和地区尤其是中国,市场潜力较大。受经济增长和市场需求驱动,近年来,中国涂料工业持续增长。据国家统计局统计资料,2008年,中国涂料总产量达 638 万吨,仅次于美国,中国已经成为世界第二大涂料生产国。

##### (2) 粉末涂料工业概况

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。就目前来看,全球粉末涂料的年增长速度超过涂料行业的平均水平。

2005年,欧盟国家粉末涂料占涂料的比例已达 23%、北美市场的这一比例约 28%。在中国涂料市场上,2006年粉末涂料的市场份额达到 12%,是水性工业涂料、UV 固

化涂料、高固体分涂料等环保型涂料品种中发展最快、技术最成熟的品种。

目前，国内大约有 2,000 家粉末涂料生产商，但大部分企业规模较小，行业集中度不高。以阿克苏·诺贝尔、杜邦等世界著名粉末涂料制造商在中国设立的外商投资企业，以及国内为数不多的几家优势企业构成了粉末涂料行业主体。其中阿克苏·诺贝尔公司是中国最大的粉末涂料制造商，占中国粉末涂料市场份额的 10% 左右。

### （3）粉末涂料工业发展趋势

90 年代后世界粉末涂料市场每年以 10% 左右的速度持续递增。据美国粉末涂料研究会统计，2007 年全球粉末涂料总量已达 145 万吨，比 2006 年增长 4.5%。

与世界的增长一致，近年来中国粉末涂料的产销量也稳步上升。2002 年我国粉末涂料达 27 万吨，首次超过美国而成为全球粉末涂料第一大国。2003-2007 年，我国粉末涂料市场保持了 20% 左右的年均增长率，到 2007 年销量已达 68 万吨，占国内涂料工业总量的 12% 左右，占全球粉末涂料市场份额的 47% 左右，继续保持全球第一的位置。

2008 年在金融危机的影响下我国实际粉末涂料销量实际仍保持了 10% 以上的增长，并且 2009 年销量预计增幅将超过 20%。未来 5 年内，我国粉末涂料的市场需求将达 130 万吨/年左右。

### （4）粉末涂料工业专用聚酯树脂行业概况

根据合成树脂的不同，粉末涂料一般分为纯环氧型、聚酯/环氧型、纯聚酯型、聚氨酯型、丙烯酸型等，其中聚酯/环氧型、纯聚酯型是主要品种，目前约占粉末涂料品种的 80% 左右。这两种粉末涂料的生产都需要聚酯树脂，只是用料比例不同。

聚酯树脂是粉末涂料中应用量最大、最适宜的原材料，虽然在某些特殊领域有聚氨酯、丙烯酸等替代聚酯树脂的使用，但其目前应用空间较小，同时由于其价格、环保问题等因素，从多年的发展历程看，在未来可预期的时间内，聚氨酯、丙烯酸等均不可能完全替代聚酯树脂在粉末涂料中的运用。

行业集中度较高。目前，国内聚酯树脂生产厂家约 200 家，但产能主要集中在本公司、杭州中法等主要厂商。

### （5）粉末涂料工业专用聚酯树脂行业发展趋势

近年来，我国粉末涂料市场保持了较高的增长速度，同时聚酯树脂在粉末涂料中的用料比例也逐渐上升，由此带动粉末涂料专用聚酯树脂的增长。根据中国化工学会涂料涂装专业委员会的公开统计资料，2003 年至 2007 年国内聚酯树脂销售量年均增长率达到 30%，国内市场销售量由 2003 年的 9.23 万吨，增长至 2007 年的 25.8 万吨。

在当前金融危机的影响下，结合产品特点、行业增长，以及下游市场的发展，公司认为未来 5 年内国内粉末涂料专用聚酯树脂的市场需求量将超过 65 万吨/年。

## 2、竞争优势和劣势

### 竞争优势

#### （1）规模优势

聚酯树脂生产行业是典型的技术、资金密集型行业，具有明显的规模经济特征。2007

年公司销售各类聚酯树脂 2.32 万吨，较 2006 年增长 51.73%，居行业第二位；据行业协会初步统计，公司 2008 年聚酯树脂销售量居行业第一位。公司国内市场份额占比为 9% 左右，规模优势明显。

(2) 为高端客户服务的品牌优势

公司长期为全球前两大粉末涂料供应商阿克苏·诺贝尔、杜邦，以及海尔、格力、LG、三星等高端客户提供产品配套服务，形成了稳定的战略合作关系。

(3) 以直接销售为主的市场优势

针对聚酯树脂消费群体多品种、多规格、批量不一的特性需求，公司以自建销售渠道为主，形成了覆盖全国范围的销售、服务网络，培养了一支又专又精的销售队伍。

(4) 引进与创新并存的技术优势

粉末涂料专用聚酯树脂生产属于高新技术领域，其技术含量较高，对专业技术人员的素质要求较高。近年来，公司在引进、培养的基础上，使技术队伍不断充实，技术力量逐步提升，形成了一定的技术创新能力。

(5) 品种多、规格全、质量优，能满足特性需求的产品优势

目前公司主要拥有混合型、户外型两大系列 40 多个配方的聚酯树脂产品，可以不同程度地满足粉末涂料对原材料的环保、节能，以及耐候、耐磨、耐菌、流平、抗冲击、防腐、装饰等不同性能的需要。公司拥有世界先进的生产设备、专业生产销售经验、管理控制、产品质量稳定，能满足高端客户的大批量采购要求。

(6) 以有效激励、执行到位为特征的管理优势

公司形成了以刘志坚先生为首的稳定管理团队，主要管理人员均直接持有公司股份，既保持了管理团队的稳定，又强化了激励和约束机制。

### 竞争劣势

(1) 资本规模较小，难以支持公司的发展需要。目前公司净资产，相对于销售规模和资金需求，明显偏小。为满足公司发展的需要，公司已充分利用银行借款和商业信用筹集资金，进一步通过银行大额筹资进行固定资产投资，已经比较困难。但为适应聚酯树脂市场需求不断增长的需要，公司又急需资金新建生产线以扩大聚酯树脂生产能力，对原有装置进行技改扩建已经不能有效满足市场需求，因此，争取成功发行上市，是公司持续发展的关键。

(2) 随着公司业务的发展，特别是本次募集资金投资项目的建设，公司更需要大量人才充实到生产、研发、销售、管理环节。但作为民营企业，公司在吸引人才方面不具有特别优势，这对公司的长远发展提出了挑战。本次发行上市，将有助于公司更好地吸引人才，以适应公司长远发展的需要。

## 四、募集资金投向

表 5 募集资金项目投产和收益情况

项目	总投资	建设期	建成时间	销售收入 (不含税)	年利润总额
年产 5 万吨节能环保型 粉末涂料专用聚酯树脂	19,350 万元	15 个月	2011 年	76,923.08 万元	7,657.04 万元

资料来源：公司招股意向书

## 五、盈利预测

我们预计，公司 10、11 年净利润分别同比增长 25.0%、15.2%，EPS 分别为 0.60、0.69 元/股。

**表 6 利润预测表**

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	368.0	398.7	407.3	516.4	742.4
营业总成本(百万元)	332.9	365.1	363.2	460.1	668.9
营业成本(百万元)	315.7	342.3	338.2	433.2	629.8
营业税金及附加(百万元)	0.7	1.4	1.2	1.5	2.2
销售费用(百万元)	8.7	9.7	11.1	13.9	20.8
管理费用(百万元)	3.6	5.4	6.4	8.3	11.9
财务费用(百万元)	3.9	7.0	5.2	2.2	3.2
资产减值损失(百万元)	0.4	-0.5	1.1	1.0	1.0
营业利润(百万元)	35.1	33.6	44.2	56.3	73.5
利润总额(百万元)	35.5	35.9	45.1	56.3	73.5
减：所得税(百万元)	11.8	5.8	6.8	8.4	18.4
净利润(百万元)	23.8	30.1	38.3	47.8	55.1
减：少数股东损益(百万元)					
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	23.8	30.1	38.3	47.8	55.1
基本每股收益(元)	0.57	0.5	0.64	0.60	0.69

注：2011 年企业所得税按 25% 计

资料来源：公司招股意向书，国都证券研究所

## 六、估值定价

公司主导产品聚酯树脂作为化工新材料，是粉末涂料的重要原材料，属于涂料行业的粉末涂料子行业。

在涂料子行业中，A 股可比公司有渝三峡 A 和西北化工，但目前其估值较高。所以，我们选取同样属于化工新材料的金发科技等三家公司作参考，同时参考 1 月份新发行的中小板上市公司首发定价情况，我们认为，给予公司 2010 年 25-31 倍的动态市盈率比较合理，对应合理股价为 15.0-18.6 元。

**表 7 可比公司估值情况**

		EPS		PE	
		09E	10E	09E	10E
000565.SZ	渝三峡 A	0.17	0.26	103.7	68.0
000791.SZ	西北化工	0.06	0.07	130.3	111.7
600143.SH	金发科技	0.24	0.49	38.6	18.5
002165.SZ	红宝丽	0.69	0.97	37.5	26.6
002211.SZ	宏达新材	0.18	0.47	73.8	28.7
	平均			50.0	24.6

资料来源：wind，国都证券研究所

**表 8 近期（1 月份）中小板上市公司首发定价情况**

		EPS		PE	
		09E	10E	09E	10E
002334.SZ	英威腾	1.23	1.51	38.9	31.8
002335.SZ	科华恒盛	0.98	1.12	27.9	24.4
002336.SZ	人人乐	0.55	0.73	48.7	37.0
002337.SZ	赛象科技	0.76	0.97	40.9	32.1
002338.SZ	奥普光电	0.56	0.66	39.3	33.2
002339.SZ	积成电子	0.66	0.83	38.1	30.2
002340.SZ	格林美	0.60	0.98	53.3	32.6
002341.SZ	新纶科技	0.64	0.88	36.1	26.1
002342.SZ	巨力索具	0.48	0.73	50.3	32.7
002343.SZ	禾欣股份	0.86	1.02	36.2	30.5
002344.SZ	海宁皮城	0.34	0.59	58.9	33.8
002345.SZ	潮宏基	0.68	0.92	48.3	35.9
002346.SZ	柘中建设	0.42	0.59	47.3	33.6
002347.SZ	泰尔重工	0.70	0.82	32.2	27.4
002348.SZ	高乐股份	0.64	0.87	34.5	25.3
002349.SZ	精华制药	0.40	0.54	49.9	36.8
002350.SZ	北京科锐	0.63	0.75	38.1	31.9
	平均			42.3	31.5

资料来源：wind，国都证券研究所

## 七、风险因素

### 1、行业需求增速可能放缓的风险

近年来国内粉末涂料专用聚酯树脂需求量保持了较快增长，但受金融危机的影响，自 2007 年以来行业增长速度有所放缓。虽然近期国内经济发展情况已经好转，但金融危机对我国经济影响的广度和深度目前尚不明确，我国宏观经济增速也还存在下降的风险，这将影响粉末涂料市场需求，从而导致国内聚酯树脂的市场需求增速可能达不到期望的增长速度。

### 2、原材料价格波动风险

公司生产经营中，原材料精对苯二甲酸（PTA）、新戊二醇（NPG）的成本占产品成本的 65% 左右，主要原材料价格的波动，将对公司的生产经营产生一定影响。尤其是在出现持续上涨的情况下，原材料采购将占用更多的资金，会增大公司的资金流转压力。另外，原材料价格上涨还会增大产品销售收入基数，从而引致公司毛利率指标下降。

### 3、公司治理风险

本次发行前控股股东、实际控制人刘志坚持持有本公司 47% 的股份，发行完成后仍将持有本公司 35.25% 的股份。刘志坚可凭借其控股地位，影响本公司人事、生产和经营管理决策，给本公司生产经营带来影响。

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			