

粉末涂料专用聚酯的龙头企业

神剑股份 (002361)

合理价值 16.47 – 18.4 元

新股定价报告

2010年2月5日 星期五

毛伟
021-50586660-8630
mw@longone.com.cn
赵献兵
zhxb@longone.com.cn
基础化工行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

发行量: 2000 万股
发行后总股本: 8000 万股
发行前净资产: 2.55 元
资产负债率: 48.29%

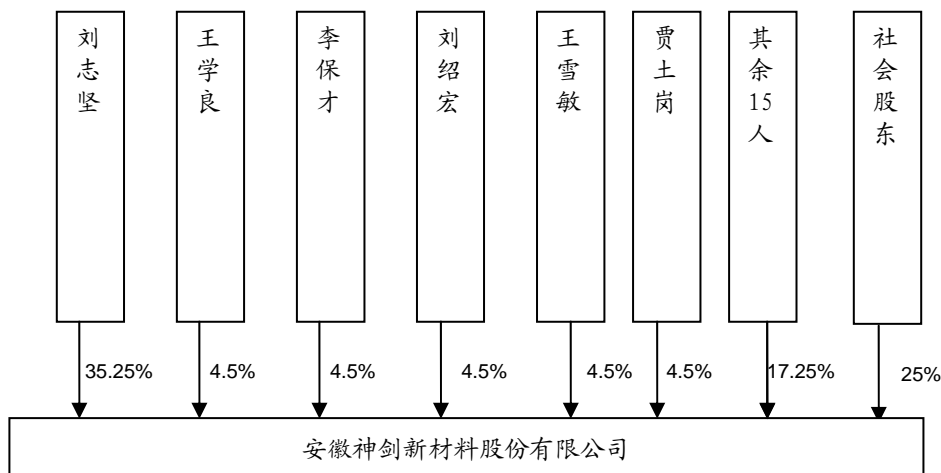
价值分析

□ 公司简介

公司地处安徽省芜湖市,是国内专业从事粉末涂料专用聚酯树脂系列产品生产销售的龙头企业,现有年产各类聚酯树脂 35,000 吨的生产能力。产品销售量 2008 年位居行业第一位。公司生产的聚酯树脂系列产品长期供应阿克苏·诺贝尔、杜邦、海尔、格力、三星、LG 等高端客户。

公司前身是 2002 年 4 月份成立的安徽神剑新材料股份有限公司,目前公司股份主要由 21 位自然人持有,发行后控股股东仍为刘志坚先生,持股 35.25%。

图 1. 神剑股份发行后股权结构图



资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

□ 粉末涂料专用聚酯行业分析

目前国内粉末涂料专用聚酯行业的生产企业约有 200 家,但主要企业即万吨以上企业仅有八家,市场占有率 47.46%,公司 08 年以 27153 吨的销量位居行业首位,市场份额 9.38%。

表 1. 我国万吨级聚酯生产企业 08 年销量

排名	公司名称	销售量 (吨)
1	安徽神剑新材料股份有限公司	27,153
2	杭州中法化学有限公司	26,392
3	帝斯曼(中国)有限公司	18,600
4	浙江天松新材料股份有限公司	16,650
5	氟特特种表面技术公司中国总部	14,500
6	南方树脂有限公司	14,000
7	仪征市百思德聚酯厂	10,080
8	黄山永佳三利科技有限公司	10,000
合计		137,375

资料来源 中国化工学会涂料涂装专业委员会

粉末涂料专用的聚酯生产景气程度与下游粉末涂料高度相关。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。

目前我国已是全球粉末涂料行业用量最大的国家。在 2002 年，我国粉末涂料已达 27 万吨，首次超过美国而成为全球粉末涂料第一大国，2002 年以后，我国粉末涂料市场仍保持了较快的发展速度，年均增长率接近 20%，到 2008 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。

我们认为未来国内粉末涂料行业仍然具有较大的发展空间，理由主要基于以下三个方面。

1. 受益于中国宏观经济的发展及利好政策的推动，国内涂料行业的总消费量仍将保持高速发展。如最近建材下乡政策的出台就将大幅刺激涂料的需求。
2. 粉末涂料以其节能、环保、性能优异的特点，逐步替代传统涂料，粉末涂料的需求总量稳步增长。
3. 粉末涂料的下游行业，如家用电器、建筑材料与户外设施、汽车、管道及重防腐等，近年来均保持了较高的增长速度，未来也将平稳增长。

随着粉末涂料的发展，专用聚酯的需求也将随着粉末涂料的增长而保持平行增长，此外随着粉末涂料原材料结构的调整，聚酯材料在粉末涂料

中的比例也呈逐步上升的趋势。因此我们认为未来专用聚酯行业仍将保持持续的增长。

表 2. 2003-2007 我国粉末涂料对聚酯树脂需求的增长变化情况

项目	2003	2004	2005	2006	2007
粉末涂料年销量 (万吨)	34	42	51	63	68
聚酯树脂年销量 (万吨)	9.23	12.5	16.6	22.8	25.8
聚酯树脂销量/粉末涂料销量 (%)	27.15	29.76	32.55	36.19	37.94

资料来源 中国化工学会涂料涂装专业委员会

□ 主营业务及募投项目介绍

公司所从事的行业属于涂料产业链的中游行业。公司通过向上游大型石化企业购买 PTA, NPG 等原材料, 然后通过化学工艺合成聚酯后, 提供给下游涂料生产企业作为粉末涂料的原料。目前公司上游供应商主要为中石化, BASF 等企业, 前五大客户分别为阿克苏诺贝尔, 杜邦, 青岛海尔零部件采购有限公司, 上海洋宇粉末涂料有限公司, 芜湖美佳新材料有限公司。

公司目前主营业务收入都来自于粉末涂料专用聚酯产品, 目前具有 3.5 万吨专用聚酯的生产能力, 这里需要指出的是, 公司生产设施既生产户外型聚酯树脂, 也生产混合型聚酯树脂, 3.5 万吨的统计是假设公司户外型产品和混合型产品各一半的方式测算的。一般情况下, 户外型聚酯树脂的生产周期是混合型聚酯树脂的两倍。实际生产过程中, 公司根据客户订单的需要, 合理安排生产, 并适当优先安排毛利率较高的户外型聚酯树脂的生产。因此, 公司产能与具体产品之间无严格的对应关系, 如全年生产户外型聚酯树脂, 则公司现有产能为 26,250 吨, 如全年生产混合型聚酯树脂, 则公司现有产能为 52,500 吨。

公司 2009 年销量已达到 3.66 万吨, 产能利用率基本达到饱和。其中户外型销量 2.66 万吨, 混合型销量 1 万吨, 销售收入 4.07 元。

公司募投项目用于扩建 5 万吨专用聚酯树脂项目, 总投资 1.9 亿元, 建设周期约 15 个月时间, 2011 年下半年投产, 届时总产能达到 8.5 万吨。

□ 假设及盈利预测

1. 假设募投项目能顺利投产, 2010, 2011, 2012 年公司实际产能为 4 万吨, 5.5 万吨, 7 万吨, 其中户外型和混合型的比例维持 09 年约 7:3 的比例。

2. 假设 2010 年, 2011 年, 2012 年聚酯均价在 09 年基础上年均 10% 的复合增长率, 毛利率保持平稳。在此假设条件下, 我们测算发行摊薄后,

公司 2010, 2011, 2012 年 EPS 分别为 0.61 元, 0.83 元, 1.08 元。我们认为可以给予公司 2010 年 27-30 倍的市盈率, 因此公司的合理估值区间为 16.47 元-18.3 元。

预测和比率

	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万)	407.3	482.7	730.1	1022.1
主营收入增长率	21.6%	18.5%	51.3%	40.0%
净利润 (百万)	38.27	48.82	66.41	86.42
净利润增长率	26.7%	27.1%	36.1%	30.1%
EPS (元)	0.48	0.61	0.83	1.08
P/E				

□ **风险提示**

1. 原材料价格波动的风险。聚酯的主要原料为精对苯二甲酸 (PTA)、新戊二醇 (NPG), 采购成本约占主营业务成本 65% 左右。PTA 和 NPG 都是石油路线的基础化工产品, 价格会随着本身供求关系和石油价格波动而波动。根据对专用聚酯的产业链分析, 我们认为特别是当油价大幅增长时, 向下游转嫁成本可能不会非常顺畅, 导致公司的销售毛利率下跌。

2. 销售风险。公司募投项目建成后, 新增产能是目前产能的 1.43 倍, 根据我们的预测, 公司 2012 年的销量将是 2009 年销量的近两倍, 因此公司未来 3 年面临着较大的销售压力。同时公司下游的像阿克苏诺贝尔, 杜邦等大客户自身也具有部分专用聚酯的配套企业, 因此公司在上述企业中的份额未来有下滑的风险。此外虽然涂料专用聚酯行业仍将有较快发展, 但是在公司扩产的同时, 其它竞争对手也纷纷扩产, 因此行业竞争有可能进一步加剧。

分析师简介及跟踪范围:

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 华鲁恒升, 烟台万华, 建峰化工, 巨化股份, 诺普信, 东华科技, 友利控股。

赵献兵, 基础化工首席行业分析师, 经济学硕士, 高级经济师, 曾就职六国化工(600470)8年, 中信建投证券研发部8年。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性	In-Line:	预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避	Cautious:	预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122