



## 2010年东兴证券联合调研之二： 长三角化工行业之神剑股份

2010年4月1日

首次/维持

基础化工

调研快报

杨若木	基础化工行业分析师	从业资格证书编号: S1480209110083
	010-6650 7316	

### 事件:

我们和机构投资者于3月22日至神剑股份调研, 与公司董秘、董事长及公司证券事务代表工作人员一起了解公司的近期经营情况、行业发展以及中长期规划。

### 1. 粉末涂料是一个快速增长的行业

粉末涂料在国际上已经使用了40年, 国内也有了20年的发展历程。粉末涂料具有不含溶剂、无挥发性有机化合物(VOC)的排放、粉末涂料可以回收循环使用、涂装效率高、具有很强的耐候性, 可实现自动化操作的特点, 但是涂装中需要高温, 一般上金属涂装使用较多较多。在粉末涂料行业形成了建材占到40%的比例, 家电在30%左右的增加, 30%比较广泛。其中建材在铝合金的门窗使用量较大, 能够有很好耐风吹日晒, 效果远好于油漆涂料; 家电方面主要用于冰箱、空调、烤箱、微波炉、洗衣机侧面的金属表层的涂装, 能够很好耐金属的高温。另外30%被广泛的使用在太阳能的支架上, 道路的栏杆上, 未来道路栏杆上的使用量增长速度将会达到快速发展, 现在大城市中已经见不到在那里经常给栏杆刷油漆的工人了, 这都是粉末涂料的功劳。汽车在底盘和龙骨方面需求量较大, 国外一些企业已经将粉末涂料使用在汽车表面的涂装, 但是中国人比较喜欢颜色亮度高, 一般喷漆使用量比较大, 其实喷漆含有大量大量的有机溶剂, 对环境的污染较大, 而国外比较重视减少环境污染, 粉末涂料已经开始在汽车使用。另外, 粉末涂料还可以使用在手机、笔记本、防盗门的涂装等领域。整个市场发展很快, 每年保持在25-30%的需求速度增长, 未来对粉末涂料的需求市场仍然很大。

### 2. 公司是国内最大的粉末涂料聚酯生产企业

神剑股份已经成为国内最大的粉末涂料聚酯生产企业, 公司通过优良的品质和为客户的多样化服务, 在市场取得了优势的地位, 目前拥有3.5万吨的粉末涂料生产线, 已经占有市场12%的市场份额, 上市募集资金项目完成后产能达到8.5万吨, 成为全球重要的粉末涂料聚酯生产企业(其中帝斯曼在全球拥有12万吨, 氰特在全球拥有14万吨)。公司新建的产能在2011年中期建成投产, 预计2012年能够释放产能的70%, 2013年能够实现产能的全部释放。2010年产量增速预计达到20-30%的增长, 2011年做到6万吨产量, 2012年达到7万吨产量。此次公司新建的项目采用国际新建的设备和生产公司, 这对提高公司产品的品质有很大的作用, 未来将会社会实现产品质量与国际大公司接轨。

公司生产的主要销售给阿克苏·诺贝尔(全球重要的涂料生产企业, 在国内是最大的粉末涂料生产企业)、杜邦、立邦等全球大公司。在国内, 公司服务于青岛美尔公司, 这家公司专门为海尔做粉末涂料的企业, 估计能够占美尔公司采购粉末涂料聚酯的70%左右的供货量。公司还服务于格力、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. 公司的三项费用水平较低

公司是一家三项费用率很低，在至从去年上市以来的化工行业中小板和公司中三项费率最低，09年合计三项费用率为5.56%，其中营业费率为2.71%，主要是公司主要面对大客户，直接面对生产厂家，客户较为集中，所需要的费用率也较低；而管理费用率也较低，为1.56%，公司很注重管理，很多员工都是公司的股东，在经营上公司一直注重节约，费用率较低，公司的员工人数不多只有139人，这在中小板上市公司中算人数很少的；财务费用率也不高，在1.27%，公司属于轻资产，资产负债率也不高。

### 4. 毛利率水平维持较为稳定，受此影响不是很大

公司毛利率水平一直变化不是很大，一直维持在14-17%之间。下半年原材料价格上涨，PTA下半年的平均价格比上半年价格高一些，整体来说，价格较08年波动不是很大；而新戊二醇（NPG）价格波动较大，该产品是石油裂解生产丙烯的副产物的再合成产品，跟石油产业链较为接近，受油价的波动较大。毛利率受到一定的影响，但是幅度还不是很大。整体上，当遭遇原材料价格上涨，产品价格具有转嫁成本上涨的压力。

### 5. 超募资金有向上游迈进的想法

关于超募资金，公司计划仍然做好主业，在新建项目方面可以增加投产，提高新建项目生产工艺的性能，提高产品质量。另一方面，也可以围绕主业向上下游延伸，上游中关于新戊二醇方面的考虑性可能会较多，该产品公司主要从吉化和国外的巴斯夫新戊二醇有限公司、日本领先化学有限公司、韩国LG化学有限公司购买，而吉化的供应量较小，长期产品掌握在国外手中，公司希望在此有所突破。新戊二醇的原材料异丁醛的原材料供应较为紧张，项目进展仍然需要时间。

### 6. 盈利预测及投资评级

我们看好粉末涂料未来的市场情况，更看好粉末聚酯行业的发展，公司作为国内最大的粉末涂料聚酯生产企业一定会超额分享行业的快速发展。公司募投项目预计在2011年中期建成，2013年全部达产，预计2010-2012年的每股收益分别为0.79元、1.05元、1.24元，目前价格为30元，按照现在新股中小板在50倍的市盈率，给予“推荐”评级。

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	398.68	407.30	600.00	750.00	875
营业成本	342.25	338.19	501.00	624.75	727.13

营业费用	9.68	11.07	15.00	18.75	21.88
管理费用	5.38	6.37	9.00	11.25	13.13
财务费用	6.95	5.21	(1.29)	(5.48)	(6.18)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	33.60	44.15	73.49	97.48	115.43
利润总额	35.90	45.07	74.49	98.48	116.43
所得税	5.79	6.81	11.17	14.77	17.46
净利润	30.11	38.27	63.31	83.71	98.96
归属母公司所有者的 净利润	30.11	38.27	63.31	83.71	98.96
NOPLAT	34.01	41.91	61.37	78.20	92.86
每股净收益（元）	0.50	0.64	0.79	1.05	1.24

资产负债表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	34.18	55.55	507.63	587.77	647.42
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	67.26	85.61	115.07	143.84	167.81
预付款项	8.01	12.56	12.56	12.56	12.56
存货	25.89	28.21	38.43	47.93	55.78
流动资产合计	152.86	210.20	707.18	833.95	932.40
非流动资产	86.10	85.74	90.40	95.49	99.95
资产总计	238.95	295.95	797.57	929.44	1032.35
短期借款	67.52	51.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	30.72	37.70	50.79	63.33	73.71
预收款项	0.65	3.76	3.76	3.76	3.76

流动负债合计	124.18	142.91	110.72	171.44	190.23
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	114.77	153.04	686.85	758.00	842.12
净营运资本	28.68	67.29	596.46	662.51	742.17
投入资本 IC	148.11	148.49	179.22	170.23	194.71
<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
净利润	30.11	38.27	63.31	83.71	98.96
折旧摊销	4.09	4.77	0.00	9.90	10.54
净营运资金增加	(4.60)	38.62	529.16	66.05	79.66
经营活动产生现金流	44.37	43.27	42.29	103.21	84.32
投资活动产生现金流	(39.49)	(1.69)	(11.00)	(16.00)	-16.00
融资活动产生现金流	(7.32)	(20.01)	420.79	(7.08)	-8.67
现金净增（减）	(2.44)	21.57	452.08	80.14	59.65

## 分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有三年石油和化工行业研究经验。

## 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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

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。

本报告体系采用沪深300指数为基准指数。