

2020年12月08日

公司研究

评级: 买入(首次覆盖)

研究所

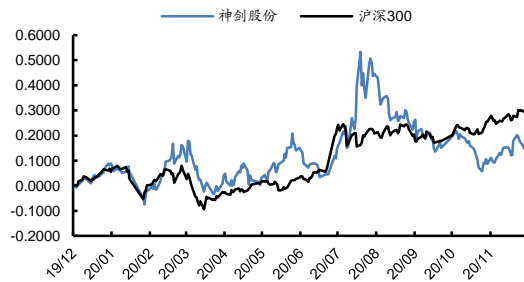
证券分析师: 苏立赞 S0350519090001
sulz@ghzq.com.cn

证券分析师: 钱佳兴 S0350520090001
qianjx@ghzq.com.cn

聚酯树脂扩产, 高端装备拟定增加码

——神剑股份(002361)动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
神剑股份	4.7	-9.0	13.0
沪深300	2.8	7.6	28.7

市场数据 2020-12-07

当前价格(元)	4.66
52周价格区间(元)	3.70 - 6.60
总市值(百万)	3903.10
流通市值(百万)	2923.56
总股本(万股)	83757.41
流通股(万股)	62737.44
日均成交额(百万)	76.84
近一月换手(%)	25.30

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点:

- 公司是国内粉末涂料用聚酯树脂行业龙头, 军民融合发展。公司在粉末用聚酯树脂领域具有30多年的发展历史, 技术实力雄厚, 目前具有20万吨年产能, 2019年销量达16.90万吨, 市占率19.18%, 国内居首。公司军民融合发展, 2015年并购西安嘉业航空100%股权进军高端装备制造, 目前形成了以“轨道交通、航空航天”业务为支撑, “北斗导航”业务为侧翼的业务布局, 主要客户包括航空工业西飞、陕飞、上飞、成飞、昌飞及航天领域客户、中车、中国船舶重工等。
- 复合材料在高端装备制造领域用量增长空间大, 公司拟定增加码加快发展。碳纤维复合材料在航空航天领域有着广泛的应用, 2019年我国航空航天用碳纤维复合材料市场需求约2154吨, 总产值约150.8亿元; 由于轻量化需求, 轨道交通装备也有望成为碳纤维复合材料新的增量市场, 据2020中国智慧轨道交通产业峰会, 相关市场年均规模有望达3-5万吨。公司复合材料产品在上述两个领域均有应用, 如为某军种重点装备供应舱体, 得到该军种和航天军工企业认可, 正批量生产交付; 承接中车磁悬浮列车碳纤维司机室和碳纤维车体研制项目, 实现交付中车唐山机车200km/h中速磁悬浮项目, 预计年底前交付中车长春客车600公里高速磁悬浮项目等。公司加大复材业务布局, 拟非公开发行股票募集资金总额不超过6.5亿元, 投入复合材料零部件生产基地项目、钣金零部件生产线技改项目, 以及偿还银行借款等, 项目的实施有助于公司突破产能瓶颈, 提高市场竞争力, 扩大业务规模, 进一步增强主营业务的盈利能力。
- 环保政策推动聚酯树脂行业快速增长, 公司加快扩产能并向上游原材料拓展, 有望持续受益于行业发展。环保政策要求减少挥发性有机物(VOCs)等排放总量, 大力推进源头替代是措施之一。粉末涂料具有无VOC排放的优势, “十三五”以来热固性粉末涂料增长率高于涂料市场整体。聚酯树脂作为热固性粉末涂料最关键的原材料, 市场规模呈现快速增长态势, “十三五”以来的年均复合增长率达15.86%。下游应用领域3C、新能源汽车等处于快速发展阶段, 也为粉末涂料及聚酯树脂行业发展提供了良好机遇。公司是行业龙头, 且拟新建年产10万吨聚酯树脂项目, 并不断加快向产业链上游NPG领域的扩张, 有望持续受益于行业发展。
- 盈利预测和投资评级: 首次覆盖, 给予买入评级。基于审慎性原则,

在本次非公开发行完成前，暂不考虑其对公司业绩及股本的影响，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.05 亿元、1.55 亿元以及 2.00 亿元，对应 EPS 分别为 0.13 元、0.18 元及 0.24 元，对应当前股价 PE 分别为 37 倍、25 倍及 20 倍，首次覆盖，给予买入评级。

- **风险提示：** 1) 高端装备制造业务发展不及预期； 2) 化工业务发展不及预期； 3) 非公开发行和募投项目进程不及预期； 4) 系统性风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	2079	2095	2369	2712
增长率(%)	7%	1%	13%	14%
归母净利润（百万元）	125	105	155	200
增长率(%)	62%	-16%	48%	29%
摊薄每股收益（元）	0.15	0.13	0.18	0.24
ROE(%)	6.84%	5.52%	7.73%	9.39%

资料来源：Wind、国海证券研究所

附表：神剑股份盈利预测表（未考虑非公开发行对公司业绩及股本的影响）

证券代码:	002361.SZ				股价:	4.66	投资评级:	买入	日期:	2020-12-07
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E	
盈利能力					每股指标					
ROE	7%	6%	8%	9%	EPS	0.15	0.13	0.18	0.24	
毛利率	21%	22%	23%	24%	BVPS	2.15	2.22	2.33	2.48	
期间费率	14%	16%	15%	15%	估值					
销售净利率	6%	5%	7%	7%	P/E	31.18	37.25	25.25	19.52	
成长能力					P/B	2.17	2.10	2.00	1.88	
收入增长率	7%	1%	13%	14%	P/S	1.88	1.86	1.65	1.44	
利润增长率	62%	-16%	48%	29%						
营运能力					利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	
总资产周转率	0.57	0.57	0.61	0.66	营业收入	2079	2095	2369	2712	
应收账款周转率	2.13	2.13	2.13	2.13	营业成本	1642	1642	1814	2056	
存货周转率	6.45	6.45	6.45	6.45	营业税金及附加	15	15	17	20	
偿债能力					销售费用	78	84	95	108	
资产负债率	50%	49%	48%	48%	管理费用	154	168	188	215	
流动比	1.29	1.35	1.41	1.47	财务费用	39	61	62	62	
速动比	1.15	1.20	1.25	1.30	其他费用/（-收入）	156	(6)	(15)	(18)	
					营业利润	145	119	178	233	
资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	营业外净收支	3	5	5	4	
现金及现金等价物	596	734	724	711	利润总额	148	124	183	237	
应收款项	977	984	1113	1274	所得税费用	17	14	21	27	
存货净额	255	257	284	322	净利润	131	110	162	210	
其他流动资产	436	439	491	555	少数股东损益	6	5	7	10	
流动资产合计	2264	2369	2565	2817	归属于母公司净利润	125	105	155	200	
固定资产	635	603	573	545						
在建工程	212	212	212	212	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	
无形资产及其他	110	110	112	114	经营活动现金流	195	151	71	91	
长期股权投资	80	80	80	80	净利润	131	110	162	210	
资产总计	3627	3700	3869	4093	少数股东权益	6	5	7	10	
短期借款	1045	1045	1045	1045	折旧摊销	69	43	41	40	
应付款项	617	622	688	779	公允价值变动	46	0	0	0	
预收帐款	21	21	24	27	营运资金变动	(57)	(18)	(275)	(359)	
其他流动负债	69	69	69	69	投资活动现金流	(193)	32	30	29	
流动负债合计	1751	1757	1825	1920	资本支出	(150)	32	30	29	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	10	0	0	0	
其他长期负债	45	45	45	45	其他	(52)	0	0	0	
长期负债合计	45	45	45	45	筹资活动现金流	136	(42)	(62)	(80)	
负债合计	1796	1802	1870	1965	债务融资	253	0	0	0	
股本	838	838	838	838	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	1831	1899	1999	2128	其它	(117)	(42)	(62)	(80)	
负债和股东权益总计	3627	3700	3869	4093	现金净增加额	138	140	40	39	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【军工组介绍】

苏立赞，清华大学工学硕士，西北工大工学学士；5年军工领域产业经验，4年军工行业投研经验；主要负责军工行业上市公司研究。

钱佳兴，北京航空航天大学本硕，3年军工领域产业经验，2年军工行业研究经验，负责军工行业上市公司研究。

【分析师承诺】

钱佳兴、苏立赞，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。