

2018年05月15日

公司研究

评级：买入（维持）

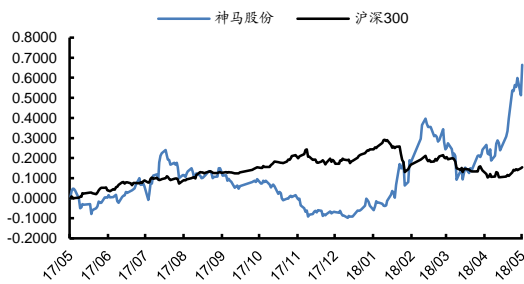
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
证券分析师：陈博 S0350518010001
010-88576939 chenb05@ghzq.com.cn
联系人：谷航 S0350117040024
010-88576933 guh@ghzq.com.cn
联系人：卢昊
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

尼龙 66 景气持续，公司业绩高增长可期

——神马股份（600810）调研简报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
神马股份	34.0	41.2	65.7
沪深 300	1.4	-1.1	15.4

市场数据	2018-05-15
当前价格（元）	12.86
52 周价格区间（元）	6.94 - 12.86
总市值（百万）	5687.72
流通市值（百万）	5687.72
总股本（万股）	44228.00
流通股（万股）	44228.00
日均成交额（百万）	68.47
近一月换手（%）	81.64

相关报告

《神马股份（600810）业绩点评：投资收益助力 2018 年 Q1 业绩大幅提升，全年有望高速增长》——2018-04-27

《神马股份（600810）调研简报：己二腈助推尼龙 66 提价，公司业绩有望提升》——2018-03-04

《神马股份（600810）：海外原料短缺助推尼龙 66 产业链价格上涨，公司盈利弹性增大》——2018-02-26

投资要点：

- 公司与控股股东中国平煤神马集团以及下属子公司及联营企业布局尼龙产业链，国内外市场占有率领先，下游客户优质。公司与控股股东中国平煤神马集团，以及下属子公司及联营企业已经拥有较为完整的尼龙 66 产业链，包括精苯、己二酸、己二胺和尼龙 66 盐及下游尼龙 66 切片、帘子布、工业丝系列产品。通过母公司与英威达签订长期合同保障己二腈原料供给。公司及参股公司产能情况：公司拥有尼龙 66 切片产能 14 万吨/年、工业丝产能约 12 万吨/年、帘子布产能约 8 万吨/年；参股公司尼龙化工（49%股权）拥有己二胺 14 万吨/年、己二酸 25 万吨/年、尼龙 66 盐 30 万吨/年。
- 尼龙 66 盐作为主要原料，其采购价格与产品销售均价变动幅度对公司利润影响较大。公司公告显示，2017 年尼龙 66 盐年均采购价为 12591 元/吨，同比涨幅 30.64%，而同期尼龙 66 工业丝、帘子布和切片的年均售价同比涨幅分别为 14.13%、12.41%、29.56%，原料价格涨幅高于产品售价涨幅，利润受挤压下滑。2018 年 Q1 尼龙 66 盐平均采购价为 12588 元/吨，同比涨幅 0.7%，而同期尼龙 66 工业丝、帘子布和切片的平均售价同比涨幅分别为 12.82%、1.84%、17.45%，原料价格微涨，而产品售价涨幅较大，利润空间扩大。
- 己二腈供需紧张导致产业链主要产品大幅提价，参股公司尼龙化工业绩大增，公司投资收益丰厚。己二腈产能遭遇不可抗力，供需极度紧张，己二腈、己二胺、尼龙 66 纷纷提价。近年，索尔维法国 Chalamp 己二腈装置，巴斯夫己二胺装置以及英威达在美国工厂（包括己二腈，己二酸、KA 油和己二胺）均出现不可抗力，己二胺供应趋紧现象持续发酵。根据化工在线数据，2018 年初至今己二胺价格涨幅 109.4%，最新市场价格为 58000 元/吨；尼龙 66 切片（长丝级）价格涨幅 24.6%，最新市场价格为 32400 元/吨，产业链产品提价，公司及参股公司尼龙化工业绩弹性增大，公司投资收益大增。公司 2017 年从联营企业取得投资收益金额为 9076.61 万元，占当期利润总额的比重为 59.09%，其中从联营企业尼龙化工取得的投资收益为 6382.79 万元。此外，由于公司与英威达签订协议，公司的原料己二腈由英威达提供，合同价仍执行去年定价，原料成本处于相对低位，

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%。

因此受益于己二胺、尼龙 66 切片等价格上涨，公司产品和原料价差增大，利润进一步提升。

- 虽然 2017 年 8 月公司宣布与尼龙化工重组失败，但集团承诺继续推进尼龙化工资产注入上市公司，如成功，公司业绩将再上台阶。曾由于尼龙化工公司锅炉排放超标、防火间距不足等事项，造成上市公司与尼龙化工重大资产重组事项终止。经过整改后，2017 年 7 月尼龙化工通过市环保局排放整改验收，同年 9 月已获得新的安全生产许可证。因此，我们认为尼龙化工资产注入上市公司仍可期，而公司目前持有尼龙化工 49% 的股权，享有投资收益，一旦资产注入完成，尼龙化工将合并报表，公司业绩有望大幅提升，并充分受益尼龙化工业绩增长带来的收益。
- 盈利预测和投资评级：考虑到己二胺短缺造成的尼龙 66 产业链原料紧张或将持续，己二胺、尼龙 66 切片等产品价格上涨，公司与英威达签订协议锁定原料，公司的产品价差上行，利润大幅增长。此外，参股公司尼龙化工业绩大增，公司投资收益可观。我们预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 5.99/7.84/8.61 亿元，每股收益分别为 1.35/1.77/1.95 元，对应最新收盘价 PE 分别为 9.49/7.25/6.61 倍，维持买入评级。
- 风险提示：原料及产品价格大幅波动风险、生产事故风险、资产注入不确定风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	10685	11584	13398	14461
增长率(%)	6.4%	8.4%	15.7%	7.9%
净利润（百万元）	67	599	784	861
增长率(%)	-21%	792%	31%	10%
摊薄每股收益（元）	0.15	1.35	1.77	1.95
ROE(%)	2.25%	16.51%	17.60%	16.06%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 神马股份盈利预测表

证券代码:	600810.sh				股票价格:	12.86	投资评级:	买入		日期:	2018/5/15
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
盈利能力					每股指标						
ROE	2%	17%	18%	16%	EPS	0.15	1.35	1.77	1.95		
毛利率	8%	11%	11%	11%	BVPS	5.72	6.94	8.50	10.21		
期间费率	7%	7%	7%	7%	估值						
销售净利率	1%	5%	6%	6%	P/E	84.74	9.49	7.25	6.61		
成长能力					P/B	2.25	1.85	1.51	1.26		
收入增长率	6%	8%	16%	8%	P/S	0.53	0.49	0.42	0.39		
利润增长率	-21%	792%	31%	10%							
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
总资产周转率	1.08	1.09	1.12	1.12	营业收入	10685	11584	13398	14461		
应收账款周转率	6.17	5.97	5.97	5.97	营业成本	9836	10348	11886	12807		
存货周转率	15.02	13.88	13.37	13.37	营业税金及附加	54	46	40	43		
偿债能力					销售费用	142	139	161	174		
资产负债率	70%	66%	63%	58%	管理费用	395	405	469	506		
流动比	0.80	0.87	1.00	1.11	财务费用	205	245	246	246		
速动比	0.69	0.75	0.87	0.97	其他费用/(-收入)	92	307	348	357		
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	153	707	944	1042		
现金及现金等价物	2089	2239	2929	3508	营业外净收支	1	59	59	59		
应收款项	1732	1941	2245	2424	利润总额	154	766	1003	1101		
存货净额	655	749	892	961	所得税费用	23	61	80	88		
其他流动资产	211	344	531	573	净利润	131	705	922	1013		
流动资产合计	4687	5270	6595	7463	少数股东损益	64	106	138	152		
固定资产	2517	2412	2366	2384	归属于母公司净利润	67	599	784	861		
在建工程	514	639	609	624	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
无形资产及其他	267	287	300	321	经营活动现金流	209	698	1123	1131		
长期股权投资	1676	1691	1709	1719	净利润	131	705	922	1013		
资产总计	9932	10623	11936	12870	少数股东权益	64	106	138	152		
短期借款	2586	2686	2736	2836	折旧摊销	217	236	230	227		
应付款项	1876	1955	2210	2381	公允价值变动	3	0	0	0		
预收帐款	130	109	126	136	营运资金变动	(205)	(349)	(168)	(262)		
其他流动负债	1285	1315	1510	1356	投资活动现金流	62	(324)	(204)	(272)		
流动负债合计	5878	6065	6582	6710	资本支出	(72)	(257)	(154)	(260)		
长期借款及应付债券	864	874	844	744	长期投资	(82)	(15)	(18)	(10)		
其他长期负债	204	55	55	55	其他	216	(53)	(33)	(2)		
长期负债合计	1068	929	899	799	筹资活动现金流	138	50	(74)	(103)		
负债合计	6946	6995	7482	7509	债务融资	(55)	110	20	0		
股本	442	442	442	442	权益融资	20	0	0	0		
股东权益	2986	3629	4454	5361	其它	173	(60)	(94)	(103)		
负债和股东权益总计	9932	10623	11936	12870	现金净增加额	409	423	844	755		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术专业硕士，5年半中国石油和化学工业联合会工作经验，2年券商行研经验。

谷航，北大化学系本科，伦敦大学玛丽女王学院博士，上市公司1年研发项目管理经验，化工行业1年研究经验。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，1年化工行业研究经验

【分析师承诺】

代鹏举、陈博，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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户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。