



2018-06-27

公司深度报告

买入/维持

神马股份(600810)

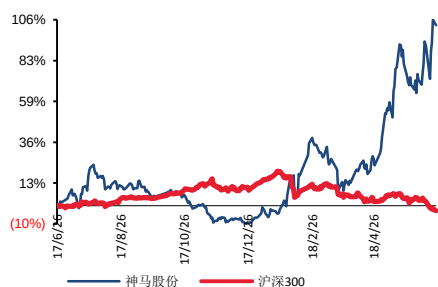
目标价: 20

昨收盘: 15.16

材料 材料 II

行业拐点向上叠加产能陆续投放, 公司业绩驶入快车道

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	442/442
总市值/流通(百万元)	6,705/6,705
12 个月最高/最低(元)	16.01/6.98

相关研究报告:

神马股份(600810)《尼龙 66 持续景气向上, 看好公司长远发展》
—2018/06/14

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

研究助理: 张波

电话: 021-61372572

E-MAIL: zhangbo@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117100028

尼龙 66 行业景气向上, 尼龙切片价格持续上涨。尼龙 66 在汽车轻量化以及民用扎带等应用带动下, 下游需求持续向好, 供给端过去几年几无新增产能, 行业供需拐点到来。从 17 年 7 月开始, 由于行业装置老化及极端天气等原因, 行业不可抗力频发, 行业供给进一步收紧。目前国内尼龙 66 切片价格为 32300 元/吨, 较年初 26000 元/吨上涨 24%。海外切片价格同样节节攀升, 6 月 11 日朗盛公司宣布即日起上调聚酰胺 66 产品价格, 涨幅高达 600 欧元/吨, 约合 4265 元/吨。随着下半年需求旺季的到来, 尼龙 66 切片有望进一步上涨。未来 2 年行业需求持续向好, 供给端新增产能有限, 行业有望持续景气。

全产业链配套, 国内尼龙 66 龙头。神马股份是国内尼龙 66 产业链龙头企业, 除己二腈外, 全面布局了己二酸(40 万吨)、己二胺(14 万吨)、尼龙 66 盐(30 万吨)、尼龙 66 切片(15 万吨)、工业丝(12 万吨)和帘子布(8 万吨)各个环节。产业链布局完整程度和体量均为国内龙头。公司与英威达长期合作, 有效保障公司己二腈供应。公司 4 万吨尼龙 66 新增产能目前处于试生产状态, 上市公司尼龙 66 切片产能由 15 万吨提升到 19 万吨。此外, 尼龙化工(己二酸、己二胺和尼龙 66 盐)另外 51% 权益有注入上市公司预期。

受益尼龙城大发展, 公司业绩有望快速增长。尼龙城近期发展目标集中在平煤神马集团尼龙产业达到“3 个 60 万”上, 拉动公司相关己二酸产能从 40 万吨扩产到 60 万吨, 尼龙 66 切片产能从目前 15 万吨提高到 30 万吨, 尼龙 66 纺丝产能从目前的 14 万吨提高到 20 万吨。神马股份作为尼龙材料相关的上市平台, 必将快速发展。

盈利预测与投资评级。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.3 元、1.64 元、1.99 元, 对应 PE 12X/9X/8X, 给予“买入”评级。

风险提示: 原料价格波动, 需求不及预期, 产品价格下跌。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,684.74	11,783.52	12,507.42	13,447.19
(+/-)	6.42%	10.28%	6.14%	7.51%
归母净利润(百万元)	67.12	574.07	724.49	880.30
(+/-)	-20.93%	755.29%	26.20%	21.51%
摊薄每股收益(元)	0.15	1.30	1.64	1.99
市盈率(PE)	102.00	11.79	9.34	7.69

资料来源: Wind, 太平洋证券

目录

一、 神马股份：尼龙产业链最优标的	4
1. 国内尼龙 66 生产龙头，最全产业链布局	4
2. 己二腈供给紧张，尼龙 66 提价助推公司业绩大增	4
二、 尼龙 66 产业链	6
1. 己二腈：产业链核心原料，不可抗力频发	6
2. 己二胺：供需格局较好，紧随己二腈变化	8
3. 己二酸：行业过剩	9
4. 尼龙 66 盐&切片：产能逐步增加并往国内转移	10
5. 行业寡头产业链配套齐全	12
三、 尼龙 66：需求持续向好	12
1. 汽车市场：市场平稳增长，单车用量逐步提升	13
2. 电力和电子信息：受益国内大发展	14
四、 神马股份：乘平顶山尼龙城大势	15
五、 盈利预测及估值	16
六、 风险提示	17

图表目录

图表 1: 公司子公司及主营产品	4
图表 2: 公司营业收入及增速	5
图表 3: 公司归母净利润及增速	5
图表 4: 公司毛利率及净利率	5
图表 5: 公司分产品毛利率	5
图表 6: 公司营收结构变化	6
图表 7: 公司毛利结构变化	6
图表 8: 尼龙产业链	6
图表 9: 全球己二腈生产商及产能(万吨)	7
图表 10: 丁二烯产品价格(元/吨)	7
图表 11: 己二腈生产工艺对比	7
图表 12: 己二腈不可抗力频发	8
图表 13: 全球己二胺生产商及产能(万吨)	9
图表 14: 己二胺产品价格(元/吨)	9
图表 15: 国内己二酸产能产量	9
图表 16: 国内己二酸表观消费量及进口依存度	9
图表 17: 国内己二酸格局	10
图表 18: 己二酸、纯苯价格及价差	10
图表 19: 全球己二酸企业产能	10
图表 20: 尼龙 66 盐全球格局	11
图表 21: 国内尼龙 66 切片产能产量	11
图表 22: 国内尼龙 66 切片表观消费量及进口依存	11
图表 23: 国内尼龙 66 切片格局	11
图表 24: 国内尼龙 66 切片价格(元/吨)	11
图表 25: 行业龙头产业链配套齐全	12
图表 26: 尼龙 66 下游应用领域	13
图表 27: 尼龙 66 工程塑料下游应用领域	13
图表 28: 中国汽车产量持续增长	13
图表 29: 中国新能源汽车产量爆发式增长	13
图表 30: 第四阶段乘用车燃料消耗量限值达标要求	14
图表 31: 车用塑料品种及占比	14
图表 32: 中国电网基本建设投资额及增速	15
图表 33: 17 年来电子信息制造业固定资产投资增速	15
图表 34: 神马股份产业链配套齐全	16
图表 35: 公司分产品盈利预测表	17
图表 36: 其他化纤行业上市公司估值对比	17

一、神马股份：尼龙产业链最优标的

1. 国内尼龙 66 生产龙头，最全产业链布局

河南神马实业股份有限公司是以中国平煤神马集团为控股股东，以化工、化纤为主业的特大型企业，是中国平煤神马集团尼龙板块的管理平台。1994年于上交所上市，成为河南省首家上市公司。神马股份在产业结构上横跨化工、化纤两大行业，形成了以尼龙66盐和尼龙66盐中间产品、工程塑料、工业丝（帘子布）、BCF地毯丝、安全气囊丝等主导产品为支柱、以原辅材料及相关产品为依托的新产业格局。

图表1：公司子公司及主营产品

子公司名称	涉及产品	持股比例（%）	
		直接	间接
神马博列麦（平顶山）气囊丝制造有限公司	气囊丝	51	
平顶山神马帘子布发展有限公司	帘子布、工业丝	82.43	
平顶山神马工程塑料有限责任公司	尼龙66切片	51	
中平神马江苏新材料科技有限公司	尼龙66切片		60
中平神马（福建）科技发展有限公司	尼龙66切片		60
河南神马华威塑胶工程有限公司	改性粒子	62.99	
平顶山神马工程塑料科技发展有限公司	尼龙66切片	60	40
河南神马尼龙化工有限责任公司	66盐、己二胺、己二酸	49	49
中国平煤神马集团尼龙科技有限公司	己二酸、己内酰胺		17.93

资料来源：太平洋研究院整理

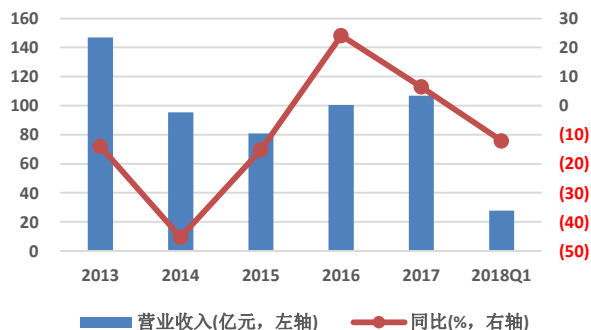
公司是国内最大的尼龙66生产企业，且拥有最完整的尼龙产业链布局。上游单体方面，己二胺产能14万吨，全球第四，亚洲第一；己二酸产能40万吨，其中4万吨精品己二酸外售。聚合单体尼龙66盐产能30万吨。产品方面，尼龙66切片目前产能15万吨，2019年初将达19万吨；工业丝产能12万吨；帘子布产能8万吨。公司与国际尼龙巨头英威达在项目、技术、贸易等方面保持长期深入合作。公司可获得英威达长期稳定己二腈供应，以保证尼龙66平稳生产。2017年国内尼龙66开工率65%，神马开工率达到90%。公司尼龙66切片产品在国内市场广受好评，畅销东南亚及欧美十几个国家和地区，尼龙66工业丝、帘子布产能规模全球领先。随着我国化纤、机械、电子、仪器、仪表等领域的发展，为公司尼龙业务发展提供了广阔空间。

2. 己二腈供给紧张，尼龙 66 提价助推公司业绩大增

近年来国内外经济形势错综复杂，原油价格自2014年大跌，持续打压石化下游尼龙66价格，尼龙66价格2016年2月跌至低点。得益于产品销量增长，公司主要原材料降价，工业丝生产成本降低等利好因素，2016年公司营业收入和净利润皆有较大增长。2017年公司实现营收106.85亿元，同比+6.42%；实现归母净利润6712万元，同比

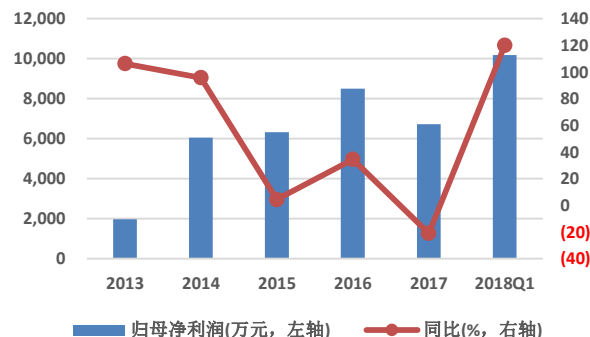
-20.93%，扣非后净利4967万元，同比+30.30%。其中主要产品尼龙切片收入 20.8亿元，同比20.18%；帘子布收入17.6亿元，同比46.24%；工业丝11.0亿元，同比+9.13%。得益于全产业链布局，公司成本控制优势突出。尽管2017年原材料价格大幅上涨，公司毛利率依然提升0.3个pct至7.94%，净利率提升0.17个pct至1.22%。随着全球己二腈供应紧张，尼龙66价格持续走高，公司2018年一季度业绩实现爆发。2018Q1营业收入27.8亿元，环比+2.35%。净利率大涨4.5个pct至5.76%，实现归母净利润1.02亿元。

图表 2：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

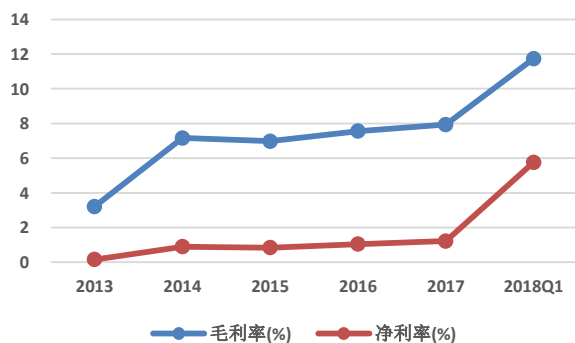
图表 3：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

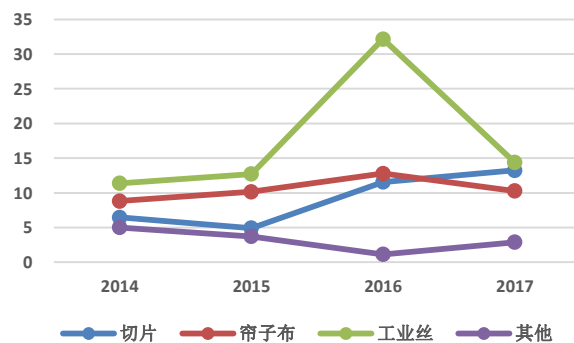
工业丝和帘子布毛利率下滑，切片毛利率走高。受原料价格走高、产品成本上升、大客户协议价限制，公司工业丝和帘子布毛利率出现下滑。切片价格跟涨英威达，持续走高，毛利率进入快速上升通道。

图表 4：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

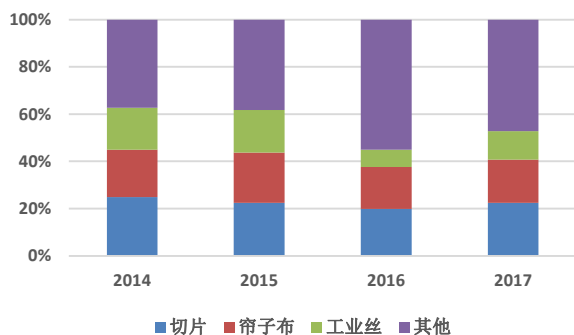
图表 5：公司分产品毛利率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

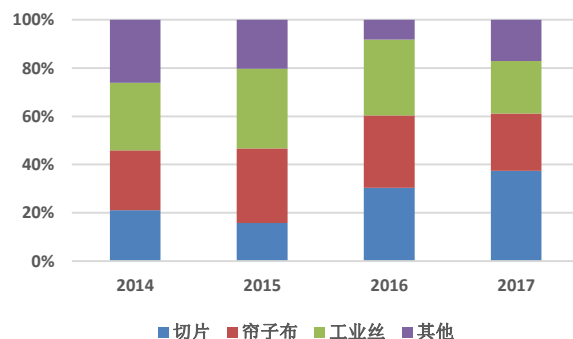
生产业务结构向切片倾斜。可以预见，2018年全球己二腈供给受限，导致市场切片供应持续紧张以及切片售价与毛利率不断攀升。公司深耕尼龙产业链，2018年将扩产切片4万吨，进一步扩大切片营收规模，提升公司盈利水平。

图表 6：公司营收结构变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：公司毛利结构变化

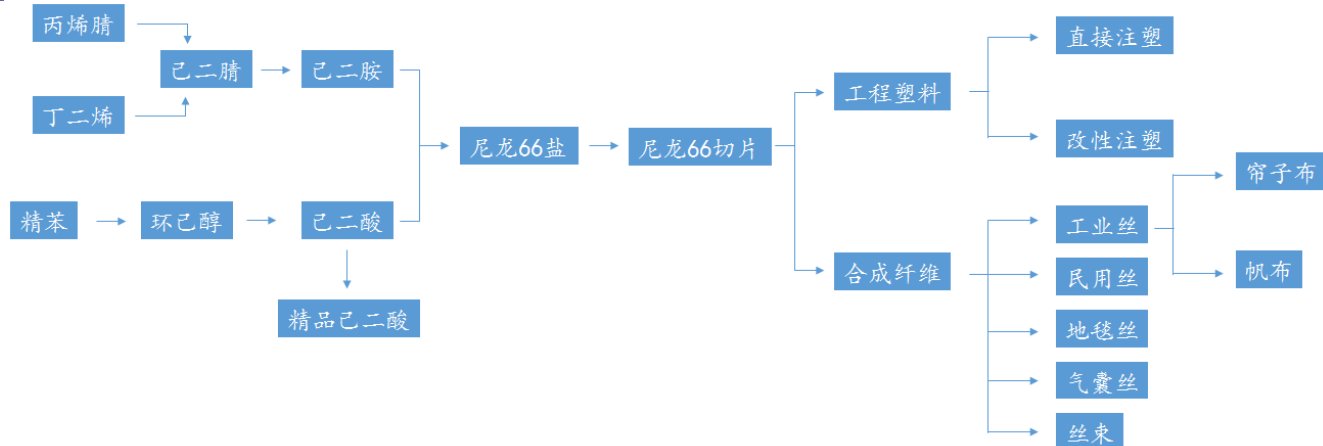


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、尼龙 66 产业链

聚酰胺(PA)俗称尼龙(Nylon)，是美国 DuPont 公司最先开发用于纤维的树脂。目前用量最多的是 PA6 和 PA66，约占 PA 消费的 90%以上。凭借其优异的力学性能、自润滑性、耐热性和电绝缘性能，广泛应用于工业/民用纤维和材料领域。

图表8：尼龙产业链



资料来源：太平洋研究院整理

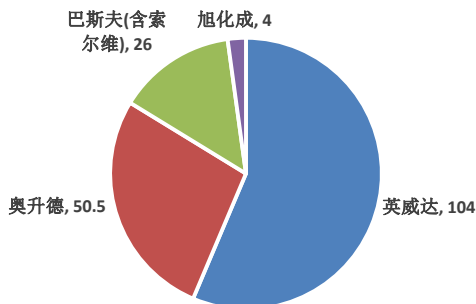
一般来说，己二酸和己二胺配置成尼龙66盐溶液，然后通过缩聚反应生成尼龙66，并进一步生产为尼龙66纤维和树脂。其中，己二酸主要通过苯制备，工艺较为成熟。己二胺主要通过己二腈加氢制备。己二腈主要通过丁二烯氰化法制备，为整个尼龙66生产环节中最重要的原料。

1. 己二腈：产业链核心原料，不可抗力频发

己二腈是一种重要的有机化工中间体，主要用于生产己二胺，HDI（1，6-己二异氰酸酯）等领域，其中90%的下游应用在于己二胺，并进一步用于尼龙66的生产。己二腈的合成方法包括己二酸催化氨化法（ADA）、丙烯腈电解二聚法（AN）、丁二烯氰化法

(BD)。目前全球己二腈产能184.5万吨，主要集中在英威达、奥升德、巴斯夫（含索尔维）和旭化成四家企业中。其中英威达占比超过50%，也是唯一一家向外大量销售己二腈的生产商。

图表9：全球己二腈生产商及产能(万吨)



资料来源：太平洋研究院整理

图表10：丁二烯产品价格(元/吨)



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

丁二烯氰化法(BD)主要分为氯化氰化法和直接氰化法，其中氯化氰化法由已被淘汰，目前主流的为直接氰化法，主要由英威达和巴斯夫（含罗地亚）掌握，装置主要在美国和法国。己二腈的定价一般采用成本加成法，因此丁二烯的价格对己二腈的价格有着比较重要的影响。国内天辰工程有限公司、天津振博科技有限公司和山东海力化工股份有限公司合力开发丁二烯直接氰化法合成己二腈技术，现已取得阶段成果。

图表11：己二腈生产工艺对比

工艺名称	己二酸氰化法 (ADA)	丙烯腈电解法 (AN)	丁二烯氰化法 (BD)
工艺条件/°C	200-300/300-350	50-60	100/50
原料单耗 (己二腈)/t	-	1.10-1.15 丙烯腈	583kg 丁二烯 994m ³ 天然气 537kg 液氨
能耗/kWh	-	3000-4000	200
公用工程成本 (元/t)	2218	2735	1320
己二腈收率/%	84-96	90	95
生产规模	中	小	大
投资	较低	较高	搞
其他	辽阳石化、意大利拉蒂西亚已经停产，巴斯夫已更改为其他路径	奥升德和旭化成使用，中国润兴10万吨15年爆炸后关停	英威达和Butachimie(英威达索尔维合资)正在使用

资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

丙烯腈电解法反应过程仅需一步，产品易于精制提纯，但其反应条件需要严格控制，过程受原料浓度、pH、电流密度等因素影响，设备投资相对较高，能耗成本在3种工艺中最高。目前，国外掌握此项己二腈生产技术的企业有日本旭化成、美国奥升

德、德国巴斯夫，综合成本相比于丁二烯法较高。我国首套10万吨/年丙烯腈电解法己二腈装置由山东润兴化工建成，2015年8月装置在试车阶段发生爆炸停产，未能实现国内己二腈自主生产技术突破。

己二酸法的优点在于投资相对较低，但是由于工艺路线长、产品收率低，且在2012年之前，己二酸原料价格居高不下，该工艺缺乏市场竞争力，国内辽阳石化和拉蒂西亚工厂装置已先后全部停产。随着丁二烯法、丙烯腈法技术的完善，巴斯夫等已将己二酸法改为其他技术。

从2017年下半年以来，由于海外装置逐步老化以及极端天气等原因，行业不可抗力频发，供给持续紧张，推动己二腈及下游产品价格持续上涨。目前，己二腈的供给增量主要来自于现有企业的技改升级，英威达预计在2019年对Butachimie 进行技改升级，有望增加部分供给，奥升德最近公告计划于2022年前增产22万吨。

图表12：己二腈不可抗力频发

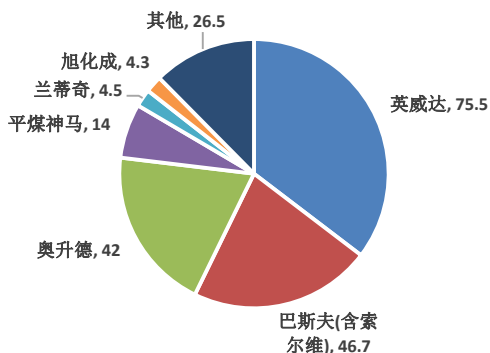
时间	企业	产品	原因
2018.6	巴斯夫	己二胺、尼龙66盐，尼龙66聚合物	上游代工厂英力士的己二胺装置在电气事故中受损
2018.1	巴斯夫	己二胺、尼龙66盐，尼龙66聚合物	公共设备意外故障
2018.1	巴斯夫（索尔维）	己二腈，尼龙66盐	西班牙和法国聚合装置问题
2018.1	奥升德	己二胺、尼龙66中间体、丙烯腈	北美大雪天气
2017.9	英威达	己二腈，己二胺，己二酸	飓风
2017.8	奥升德	丙烯腈	不可抗力

资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

2. 己二胺：供需格局较好，紧随己二腈变化

己二胺是尼龙66合成的核心原料，主要由己二腈加氢制得。目前己二胺全球产能约为213.5万吨/年，2017 年全球产量约为146 万吨/年，产能利用率约为68%，主要是受制于原料己二腈的供应。依据 PCI 年报，2015-2025 年平均增长率为 2.3%。生产1吨己二胺需要0.95吨己二腈。目前全球己二胺的产能主要集中在英威达、巴斯夫、奥升德、神马等企业中，行业集中度较高，考虑到原料端己二腈的供给受限，行业决定权在于己二腈。

图表13：全球己二胺生产商及产能(万吨)



资料来源：PCI，太平洋研究院整理

图表14：己二胺产品价格(元/吨)

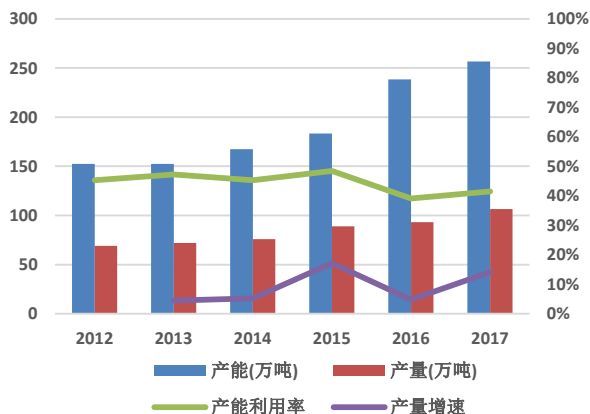


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3. 己二酸：行业过剩

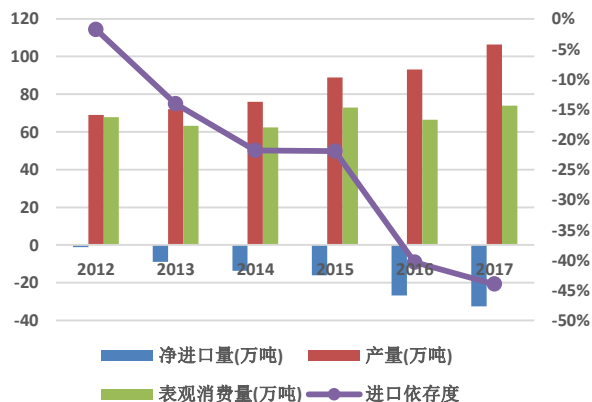
己二酸又名肥酸(Adipic Acid, 简称 AA)，能够发生成盐、酯化以及酰胺化等反应。己二酸的应用主要分为尼龙和非尼龙两大类：己二酸在尼龙产品方面的应用主要是通过与其二胺的缩合反应生成尼龙 66 盐，尼龙 66 盐再进一步缩聚生产尼龙 66 树脂和尼龙 66 纤维；非尼龙方面的应用主要是己二酸通过与多元醇的缩合反应生产聚酯多元醇，进而生产多种聚氨酯类产品，如聚氨酯鞋底用树脂、聚氨酯合成革用树脂等。

图表15：国内己二酸产能产量



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

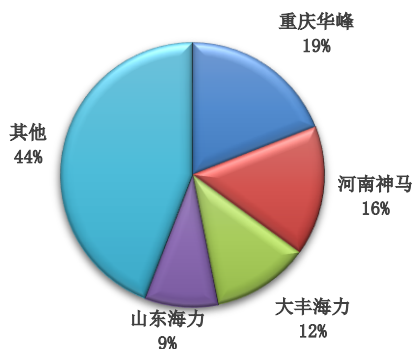
图表16：国内己二酸表观消费量及进口依存度



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

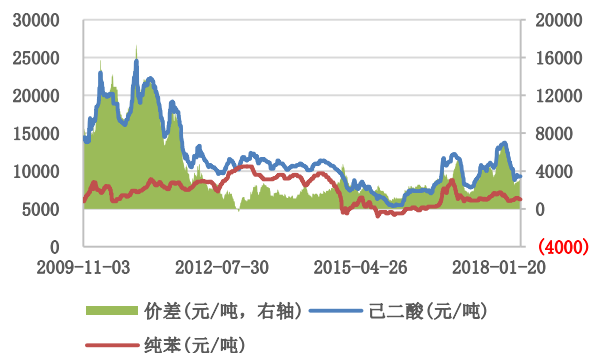
目前，己二酸的工业生产主要采用以苯为原料的石油路线，生产方法主要有环己烷法、环己醇法和丁二烯羰基化法 3 种。目前主流的制备工艺是环己醇的硝酸氧化法，一般以苯为起始原料，将苯催化加氢转化成环己烷，然后通过空气氧化变成环己醇，再利用硝酸氧化得到己二酸。

图表17：国内己二酸格局



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

图表18：己二酸、纯苯价格及价差



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

目前国内己二酸产能产量持续增长，2017年总产能达到256.5万吨，产量为106.4万吨，产能利用率为41%，产能过剩严重，表观消费量为73.9万吨，净出口量为32.5万吨。全球来看，海外主要产能集中在巴斯夫、英威达、奥升德等大厂手中，全球产能468.5万吨，2017年全球需求量不到310万吨，全球己二酸同样供给过剩。

图表19：全球己二酸企业产能

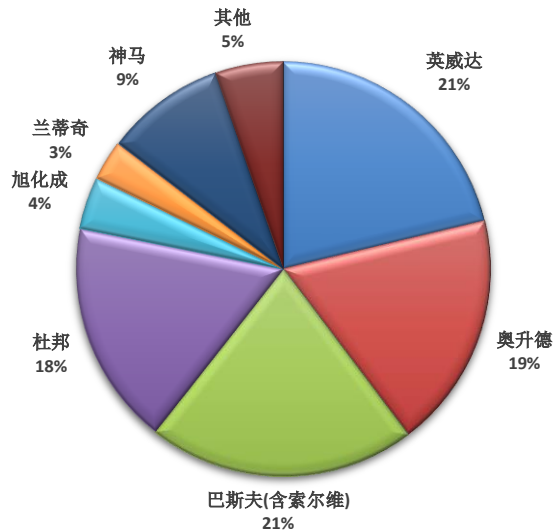
国外厂商	产能(万吨/年)	国内厂商	产能(万吨/年)
巴斯夫(含索尔维)	83	重庆华峰	48
英威达	54	河南神马	40
奥升德	45	大丰海力	30
兰蒂奇	18	山东海力	22.5
旭化成	12	华鲁恒升	16
		曙扬化工	16
		唐山中浩	15
		山东洪业	14
		辽阳石化	14
		阳煤太化	14
		其他	27
合计	212	合计	256.5

资料来源：PCI，卓创资讯，太平洋研究院整理

4. 尼龙66盐&切片：产能逐步增加并往国内转移

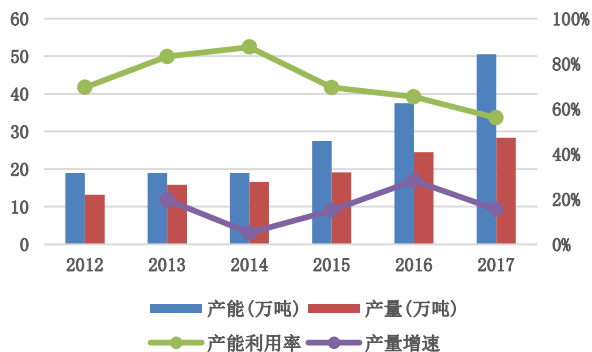
工业上为了己二酸和己二胺以等摩尔比进行反应，一般先制成尼龙-66盐后再进行缩聚生成线型高分子量尼龙66。全球尼龙66盐产能集中在英威达、奥升德、巴斯夫、杜邦、神马等几家龙头企业中，占比超过80%以上。2016年全球尼龙66盐产能320万吨，消费量270万吨，行业产能利用率较高。其中国内尼龙66需求50万吨。

图表20：尼龙66盐全球格局



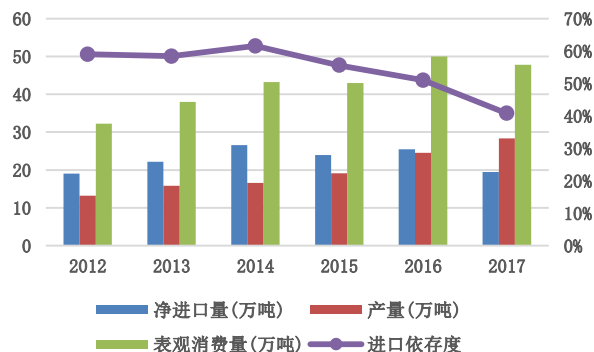
资料来源：太平洋研究院整理

图表21：国内尼龙66切片产能产量



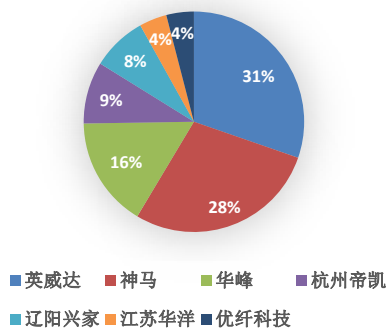
资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

图表22：国内尼龙66切片表观消费量及进口依存



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表23：国内尼龙66切片格局



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

图表24：国内尼龙66切片价格(元/吨)



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

国内尼龙66切片产能产量在过去几年快速增长，2017年国内尼龙66切片产能50.5

万吨，产量28.3万吨，过去三年产量复合增速在15%以上。2017年国内尼龙切片表观消费量47.8万吨，进口依存度40%。国内尼龙切片产能主要集中在英威达、神马和华峰等几家大厂手中，17年产能利用率不高主要是由于国内己二腈和己二胺供应不足。

5. 行业寡头产业链配套齐全

由于行业具备较高的壁垒，行业内的寡头多产业链配套齐全。一般来说，生产一吨尼龙66盐需要0.52吨己二胺和0.65吨己二酸，1吨己二胺需要0.95吨己二腈。英威达作为全球尼龙产业链龙头，全产业链配套，并具备较多的己二腈以及己二胺的外销量。奥升德配套较为完善，具备一定的己二腈和己二胺的外销量。巴斯夫、旭化成同样为全产业链配套，但是己二腈和己二胺并无富裕，仍需部分外购。神马和兰蒂奇缺少己二腈配套，但是与上游供应商建立了长期良好的合作关系，主要通过长协等方式保障己二腈的供应。

图表25：行业龙头产业链配套齐全

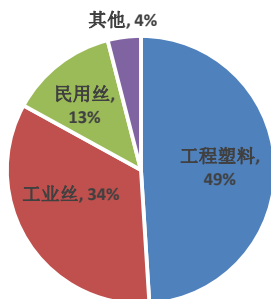
公司名称	产业链布局情况			
	己二腈产能 (万吨/年)	己二胺产能 (万吨/年)	己二酸产能 (万吨/年)	尼龙66盐产能 (万吨/年)
英威达	104	75.5	54	68
奥升德	50.5	42	45	59
巴斯夫 (含索尔维)	26	46.7	83	67
旭化成	4	4.3	12	13
兰蒂奇		4.5	18	10
神马集团		14	40	30

资料来源：太平洋研究院整理

三、 尼龙 66：需求持续向好

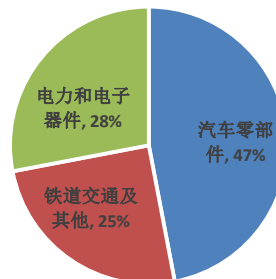
尼龙66下游应用广阔。尼龙具有很高的冲击强度及优异的耐摩擦性、耐热性、耐化学药品性、润滑性和染色性等综合性能，尤其是经纤维增强或制成复合材料后，其强度、制品精度、尺寸稳定性等都有很大的提高。尼龙66凭借优异的综合性能而广泛用于工程塑料、工业丝、民用丝等领域。其中，尼龙66在工程塑料领域的应用最多，占比达到49%。而尼龙66工程塑料的应用领域主要为汽车零部件、电力和电子器件，占比分别达到47%和28%。尼龙66工业丝主要被进一步加工成帘子布，用于汽车半钢轮胎。因此，汽车行业和电子电气行业是尼龙66的重要消费方向。此外，尼龙66应用领域不断扩张，在民用尼龙66扎带行业持续放量。

图表26：尼龙66下游应用领域



资料来源：中国产业信息网，太平洋研究院整理

图表27：尼龙66工程塑料下游应用领域

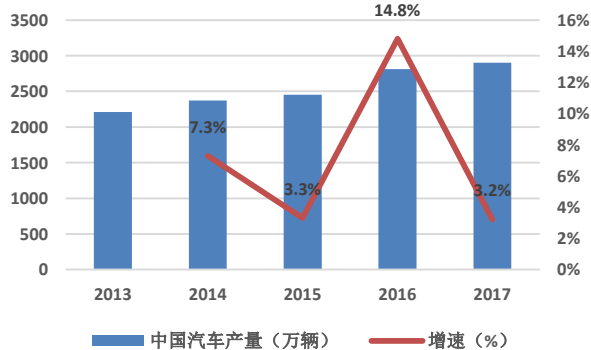


资料来源：中国产业信息网，太平洋研究院整理

1. 汽车市场：市场平稳增长，单车用量逐步提升

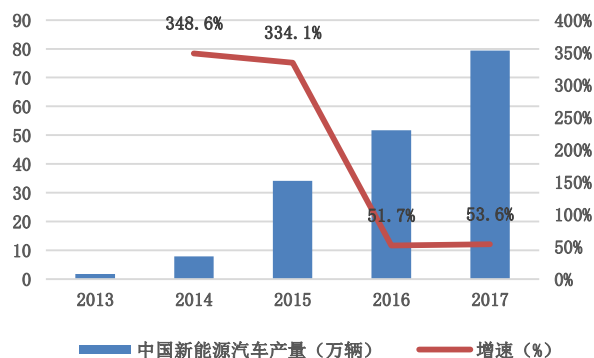
国内汽车市场平稳增长，新能源汽车爆发式增长。经历多年的高速增长之后，中国已经发展成为全世界最大的汽车市场。根据中汽协统计数据，2017年中国汽车产量达到2901.54万辆，同比增长3.2%。整车市场的高基数使得增速渐渐趋缓，预计未来中国汽车市场将维持平稳增长的新常态。近年来新能源汽车表现极为亮眼，在政策倾斜和市场需求的推动下，中国新能源汽车近五年呈现爆发式增长。新能源汽车产量从2013年的1.75万辆发展到2017年的79.40万辆，2017年同比增速达到53.6%。在《节能与新能源汽车技术路线图》中，预测2020年我国汽车产销规模达到3000万辆，2025年3500万辆，2035年3800万辆；其中2020年新能源汽车销量超过总销量7%，2025年超过15%，2030年超过40%。

图表 28：中国汽车产量持续增长



资料来源：中汽协，太平洋研究院整理

图表 29：中国新能源汽车产量爆发式增长



资料来源：中汽协，太平洋研究院整理

节能减排不断趋严，汽车轻量化势在必行。十九大报告指出要加快建立绿色生产和消费的法律制度和政策导向，建立健全绿色低碳循环发展的经济体系。史上最严的四阶段油耗法规已于 2016年1月1日起实施。随着汽车油耗标准不断趋严以及2018年4月1日“双积分”政策的落地，对于各大车企而言，传统燃油车节能化以及提升新能源

车产量已是最急迫的目标。汽车轻量化是汽车领域节能减排的重要路线之一，也是未来汽车行业发展方向。特别是对于新能源汽车而言，重量的减轻直接意味着续航里程的增加。有研究显示，燃油汽车整车重量减轻10%，燃油效率可提高 6-8%，重量每减少100 kg，汽车百公里油耗可降低0.3~0.6 L，百公里二氧化碳排放量可减少约 5g（《汽车轻量化设计的技术路分析》）；对纯电动汽车而言，整车重量降低 10kg，续航里程可以增加2.5 km。（《汽车轻量化技术的应用现状及主要途径分析》）。2016年10月，中国汽车工程学会发布《节能与新能源汽车技术路线图》。路线图指出，到2020年、2025年、2030年，整车质量需比2015年分别减重 10%、20%、35%。

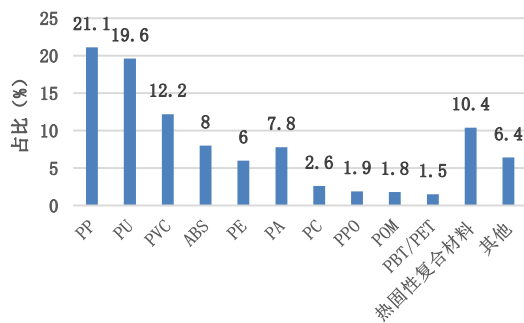
以塑代钢，尼龙66工程塑料是汽车轻量化方案中的重要材料。尼龙66的密度仅为 1.15 g/cm³，而钢和铝的密度分别为7.9 g/cm³和2.7 g/cm³。将低密度、高性能的尼龙66工程塑料用作汽车的功能件及结构件可有效达到汽车轻量化的效果。然而国内单车塑料用量远低于欧美等发达国家。2010年国内每辆车平均使用120 kg改性塑料，较国际150 kg/辆的水平低20%，2015年国内用量在150 kg/辆，但仍低于国际200kg/辆的水平。预计到2020年前后国外汽车塑料用量将达到500 kg/辆，占整车质量的30%-40%。此外，由于新能源汽车更加需要轻量化技术加持，预计工程塑料占比将进一步提升。在多重利好因素下，车用尼龙66消费量未来有望持续增长。

图表 30：第四阶段乘用车燃料消耗量限值达标要求

	CAFC/T _{CAFC}	对应目标 L/100km	年降幅 L/100km
2016年	134%	6.7	0.2
2017年	128%	6.4	0.3
2018年	120%	6	0.4
2019年	120%	5.5	0.5
2020年 及以后	110%	5	0.5

资料来源：工信部，太平洋研究院整理

图表 31：车用塑料品种及占比

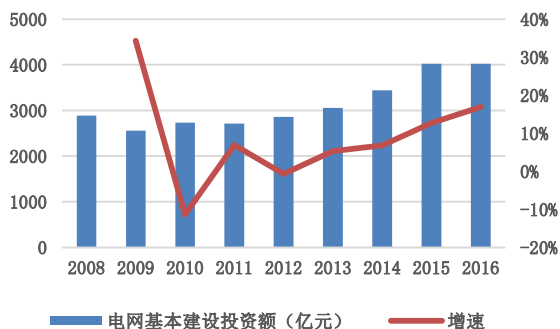


资料来源：《汽车安全与节能学报》，太平洋研究院整理

2. 电力和电子信息：受益国内大发展

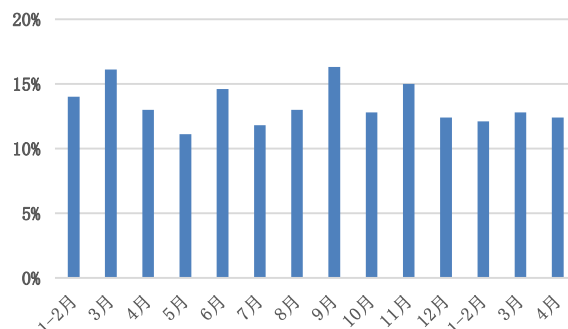
电力和电子信息器件是尼龙66另一主要消费需求领域。尼龙66在电子连接器、线圈骨架、电气开关、断路器配件、电机配件、工具外壳等方面都有广泛应用。内需和出口正在同时拉动电力行业发展。内需方面，我国电网发展经历了局部电网、跨省互联电网及跨区域互联电网 3 个阶段，目前正在向智能电网发展，电网基本投资额稳步上升。电力行业的发展带动了输配电及控制设备新增需求持续增加，此外不断增加的已投入使用的输配电及控制设备在周期性的检修过程中产生的器件也存在更换需求。在出口方面，在“一带一路”形势下，我国输配电及控制设备的海外出口正在加速。

图表 32：中国电网基本建设投资额及增速



资料来源：工信部，太平洋研究院整理

图表 33：17 年来电子信息制造业固定资产投资增速



资料来源：《汽车安全与节能学报》，太平洋研究院整理

电子信息制造业实现较快增长。电子信息制造业内需企稳回暖，外需逐步复苏，结构调整、转型升级步伐加快，固定资产投资保持高速增长，企业生产经营环境得到明显改善。2017年，电子信息制造业500万元以上项目完成固定资产投资额比上年增长25.3%，增速比2016年加快9.5个百分点，连续10个月保持20%以上高位增长。电子信息制造业本年新增固定资产同比增长35.3%。随着国内5G时代的到来，电子信息制造业未来高速发展可期。电力和电子信息行业的发展将进一步打开未来尼龙66应用增长空间。

四、神马股份：乘平顶山尼龙城大势

当前，国家大力支持工程塑料、塑料合金新材料、差别化纤维等的产业开发和应用，国务院成立了以马凯副总理为组长的国家新材料产业发展领导小组，以尼龙为代表的功能性高分子材料是新材料产业的重点发展领域之一。省政府《关于加快培育发展新兴产业集群的实施意见》（豫政办〔2017〕41号）中，将尼龙及化工新材料列入重点培育的10个新兴制造业产业集群之一，并明确提出发展壮大平顶山产业集群。

据PCI（全球尼龙行业第一期刊）统计分析，全球尼龙66产品2015年~2025年将保持年均2%~3%的增长率。未来10年，中国是全球尼龙业务增长的重点区域，将保持10~15%的增速。我国尼龙市场需求占全球尼龙需求的比例已由2000年的8%增长到30%，并以每年5%的速度持续增长，预计2022年将进一步达到40%。

尼龙城近期发展目标集中在平煤神马集团尼龙产业达到“3个60万”上，即在现有45万吨己二酸、10万吨己内酰胺、15万吨尼龙66切片产能基础上，至“十三五”末形成年产60万吨己二酸、60万吨己内酰胺、60万吨尼龙6及尼龙66切片产能，中国尼龙城年产值达到500亿元、实现利税50亿元。为实现“3个60万吨”的近期目标，围绕己二酸、己内酰胺、尼龙6及66切片三大板块实施差异化扩张的发展战略。

（一）快速扩大尼龙6产业规模。在现有10万吨/年己内酰胺、7万吨尼龙6切片的基础上，实施二期20万吨/年己内酰胺、14万吨尼龙6切片工程，完成后达到30万吨~40万吨己内酰胺生产能力，近20万吨尼龙6切片生产能力。规划实施己内酰胺三期工程，

进一步扩大己内酰胺、尼龙6切片的生产能力，进入世界尼龙6生产企业的第一方阵。

（二）大力发展己二酸产品。中国平煤神马集团现有产能40万吨，加上在建的20万吨/年己二酸装置，产能将达到60万吨，成为国内己二酸产能最大的生产企业。规划进一步扩大己二酸生产规模，构建全球产能规模最大最具竞争力的己二酸生产企业。

（三）做优尼龙66产业。在适度扩大规模的基础上，做精做强尼龙66相关产品。尼龙66切片产能从目前15万吨提高到30万吨，重点做好高端注塑产品和特种尼龙产品的开发。尼龙66纺丝产能从目前的14万吨提高到20万吨，重点发展差异化帘子布、高端帆布、地毯丝等。

图表34：神马股份产业链配套齐全

	相关公司/厂区	设计产能(万吨)	情况
切片	本部（高新区厂区）	12	已投产
	江苏海安	2	已投产
	福建泉州	1	已投产
	平顶山叶县	4	试运行
	江苏海安	1	扩建中
	上海	2	建设中
工业丝	卫东区厂区	10	已投产
	叶县厂区	2	已投产
帘子布	卫东区厂区	2.5	已投产
	叶县厂区	5.5	已投产
尼龙66盐	尼龙化工	30	已投产
己二胺	尼龙化工	14	已投产
己二酸	尼龙化工+尼龙科技	40	已投产

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

神马股份作为尼龙材料相关的上市平台，必将在尼龙城的大发展中发挥重要的作用，并充分受益，快速发展。

五、盈利预测及估值

盈利预测：我们预计公司 2018-2020 年收入为 117.8/125.1/134.5 亿元，分别同比增长了 10%/6%/8%，实现归属母公司的净利润分别为 5.74/7.24/8.80亿元，分别同比增长了755%/26%/22%，对应 EPS 分别为 1.30/1.64/1.99元。

我们选取四家化纤行业公司进行估值对比，2018 年平均估值 PE 为 16 倍（对应 2018年 6 月 27 日股价），神马股份 18 年预期 PE 为 12 倍。我们认为公司作为尼龙产业链龙头企业，一方面受益于行业景气向上，另一方面受益于产能陆续投放，业

绩有望快速向上。给予公司目标价20元，维持“买入”评级。

图表 35：公司分产品盈利预测表

产品	项目	2017A	2018E	2019E	2020E
切片	销售收入（百万元）	2395.4	3768.83	4441.83	5330.2
	yoy（%）		57%	18%	20%
	经营成本（百万元）	2078.25	2393.21	2820.56	3464.63
帘子布	销售收入（百万元）	1964.29	1767.86	1767.86	1767.86
	yoy（%）		-10%	0%	0%
	经营成本（百万元）	1762.56	1591.07	1591.07	1591.07
工业丝	销售收入（百万元）	1286.01	1157.41	1157.41	1157.41
	yoy（%）		-10%	0%	0%
	经营成本（百万元）	1101.21	991.09	991.09	991.09
其他	销售收入（百万元）	5039.03	5089.42	5140.31	5191.72
	yoy（%）		1%	1%	1%
	经营成本（百万元）	4893.91	4942.84	4992.27	5042.2
合计	销售收入（百万元）	10684.73	11783.52	12507.42	13447.19
	yoy（%）		10%	6%	8%
	经营成本（百万元）	9835.92	9918.22	10395	11088.99

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表36：其他化纤行业上市公司估值对比

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价（2018-6-27）	EPS				PE			
					17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
601233	桐昆股份	294	18.22	16.16	1.35	1.30	1.89	2.33	17	12	9	7
300429	海利得	59.93	12.23	4.90	0.26	0.34	0.42	0.50	23	15	12	10
300346	皖维高新	50.84	19.26	2.64	0.04	0.12	0.16	0.21	85	22	16	13
603078	华峰氨纶	68.41	16.77	4.08	0.23	0.27	0.34	0.42	21	15	12	10
	平均								37	16	12	10
600810	神马股份	67.73	4.42	15.30	0.15	1.30	1.64	1.99	102	12	9	8

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

六、风险提示

原料价格波动，需求不及预期，产品价格下跌。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	4687	5172	5501	5928	营业收入	10685	11784	12507	13447
货币资金	2089	2357	2501	2689	营业成本	9836	9918	10395	11089
应收账款	957	1065	1131	1216	营业税金及附加	54	60	64	68
其他应收款	13	15	16	17	营业费用	142	165	175	188
预付款项	147	167	187	210	管理费用	395	448	475	511
存货	655	679	712	760	财务费用	205	220	240	240
其他流动资产	61	83	97	116	资产减值损失	9	10	10	10
非流动资产合计	5245	5159	5078	4992	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期股权投资	1676	1800	1950	2100	投资净收益	97	300	350	400
固定资产	2517	2535	2435	2277	营业利润	153	1263	1498	1741
无形资产	267	240	213	187	营业外收入	5	5	6	7
其他非流动资产	97	100	100	100	营业外支出	4	4	5	6
资产总计	9932	10331	10579	10920	利润总额	154	1264	1499	1742
流动负债合计	5878	5518	4708	3833	所得税	23	190	225	261
短期借款	2586	2556	1733	705	净利润	131	1074	1274	1480
应付账款	483	489	513	547	少数股东损益	64	500	550	600
预收款项	130	149	170	192	归属母公司净利润	67	574	724	880
一年内到期的非流动负债	756	498	400	400	EBITDA	574	1798	2069	2317
非流动负债合计	1068	887	887	887	EPS (元)	0.15	1.30	1.64	1.99
长期借款	864	864	864	864	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0					
负债合计	6946	6405	5596	4720	成长能力				
少数股东权益	456	956	1506	2106	营业收入增长	6.4%	10.3%	6.1%	7.5%
实收资本(或股本)	442	442	442	442	营业利润增长	45.3%	726.3%	18.7%	16.2%
资本公积	1790	1790	1790	1790	归属于母公司净利润增长	-20.9%	755.3%	26.2%	21.5%
未分配利润	59	174	319	495	获利能力				
归属母公司股东权益合计	2530	2931	3439	4055	毛利率(%)	8%	16%	17%	18%
负债和所有者权益	9932	10293	10541	10881	净利率(%)	1%	9%	10%	11%
现金流量表					总资产净利润(%)	1%	6%	7%	8%
					ROE(%)	3%	20%	21%	22%
经营活动现金流	209	1049	1432	1581	偿债能力				
净利润	131	1074	1274	1480	资产负债率(%)	70%	62%	53%	43%
折旧摊销	217	315	331	336	流动比率	0.80	0.94	1.17	1.55
财务费用	205	220	240	240	速动比率	0.69	0.81	1.02	1.35
应付账款的变化	0	6	24	34	营运能力				
预收账款的变化	0	19	21	22	总资产周转率	1.08	1.17	1.20	1.26
投资活动现金流	62	60	90	140	应收账款周转率	12	12	11	11
公允价值变动收益	3	0	0	0	应付账款周转率	23.99	24.24	24.97	25.38
长期投资	1676	1800	1950	2100	每股指标(元)				
投资收益	97	300	350	400	每股收益(最新摊薄)	0.15	1.30	1.64	1.99
筹资活动现金流	138	-842	-1378	-1533	每股净现金流(最新摊薄)	0.93	0.24	-0.10	-0.12
短期借款	2586	2556	1733	705	每股净资产(最新摊薄)	5.72	6.63	7.77	9.17
长期借款	864	864	864	864	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	101.07	11.68	9.25	7.62
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.65	2.29	1.95	1.65
现金净增加额	409	267	145	188	EV/EBITDA	15.36	4.60	3.48	2.58

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。