

证券研究报告

公司研究——中报点评

神马股份（600810.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2018.05.02

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

张燕生 行业分析师

执业编号：S1500517050001

联系电话：+86 10 83326708

邮箱：zhangyansheng@cindasc.com

葛韶峰 研究助理

联系电话：+86 10 83326705

邮箱：geshaofeng@cindasc.com

相关研究

《神马股份（600810）帝斯曼上调 PA 价格，国内 PA 价格延续涨势》2018.03

《神马股份（600810）减产事件持续发酵，杜邦大幅上调 PA 价格》2018.03

《神马股份（600810）一季度产品价差扩大，归母净利润同比增加 120%》2018.05

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

产品价差继续走扩，二季度业绩环比大增 173%

2018 年 08 月 20 日

事件：

公司发布 2018 年中报。2018 年上半年公司实现营业收入 57.22 亿元，同比增加 2.61%，实现归属于上市公司股东的净利润 3.79 亿元，同比增加 655.60%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.88 亿元，同比增加 763.90%，基本每股收益为 0.86 元/股，同比增加 681.82%。

其中，第二季度公司实现营业总收入 29.46 亿元，同比增加 21.91%，实现归母净利润 2.78 亿元，同比增加 7021.28%，环比一季度增加 172.7%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.87 亿元，同比增加 10571.31%，环比增加 185.2%。

点评：

- **成本端保持稳定，产品价差持续扩大。**2018 年上半年，公司实现营业收入 57.22 亿元，同比增加 2.61%，工业丝、帘子布、切片销量分别为 3.14 万吨、3.08 万吨、7.13 万吨，同比分别增加-12.0%、-5.8%、22.8%，售价分别为 2.43 万元/吨、2.99 万元/吨和 2.42 万元/吨，同比分别增加 11.4%、2.8%、32.1%，原材料 PA66 盐采购价格 1.26 万元/吨，同比下降 1.14%，公司上半年毛利率同比增加 6.85 ppt.至 14.39%，与此同时，由于原材料 PA66 盐价差扩大，公司持股 49% 的河南神马尼龙化工上半年取得营业收入 2.97 亿元，同比减少 1.32%，净利润 3.72 亿元，同比增加 427.49%，使得公司投资收益同比增加 377.52%至 1.97 亿元。二季度，公司切片、工业丝、帘子布销量分别为 1.57 万吨、1.48 万吨和 3.40 万吨，环比一季度分别增加 0.0%、-7.9%、-8.8%，售价分别为 2.59 万元/吨、3.31 万元/吨、2.62 万元/吨，环比分别增加 13.9%、22.9%、17.4%，产品价差进一步扩大。
- **原材料己二腈供应紧张，PA66 价格维持高位。**己二腈是 PA66 生产的关键中间体，主要用于生产尼龙中间体己二胺，约 90% 的己二腈用于尼龙 66 盐的生产。由于技术壁垒及投资门槛较高，己二腈行业集中度极高，全球己二腈总产能约为 200 万吨，美国英威达、德国巴斯夫、美国首诺、法国罗地亚、日本旭化成 5 家公司合计产能达到 172 万吨，其中仅英威达、巴斯夫、罗地亚 3 家公司具有部分剩余己二腈商品外售。近日，继索尔维和英威达分别于 2 月 16 日和 22 日宣布两者合资（股权各占 50%）的法国工厂 Butachimie 的 52 万吨己二腈装置遭遇不可抗力，加剧了 PA66 供应紧张的局面，PA66 价格维持高位，截止目前，国内 PA66 价格 37500 元/吨，相比年初上涨 44.23%。公司是英威达在国内最大的采购商，有着长期稳定的合作关系，2018 年己二腈采购量及采购价格是在 2017 年的基础上依据价格公式签订合同，保障了己二

晴的稳定供应，并且价格相对稳定，将充分受益于 PA66 价格的上涨。

- **设备改造产能提升显著，扩产项目建设进展顺利。**公司通过工艺优化、设备改进等，提高了原生产装置产能。尼龙 66 树脂切片聚合产能由 33 吨/天提高至 41.3 吨/天，提升幅度达 25%，EPR27 的产能由 33 吨/天增至 43.2 吨/天，增幅为 30.9%；EPR32 的产能由 33 吨/天增至 40.3 吨/天，增幅为 22.1%。此外，神马工程塑料科技发展有限公司年产 4 万吨尼龙 66 切片项目已投料试车，公司切片产能将于 2018 年增加至 18 万吨。神马帘子布发展有限公司年产 4 万吨尼龙 66 差异化工业丝项目完成一期原丝库一二层施工、纺丝楼桩基和承台、SSP 桩基施工，完成关键设备招标采购。神马锦纶科技有限公司年产 10 万吨锦纶 6 民用丝项目一期工程——年产 4 万吨纺丝项目正在办理安评、环评等审批手续。
- **盈利预测及评级：**由于 PA66 价差扩大超出我们的预期，我们上调公司盈利预测，预计公司 2018-2020 年的营业收入分别达到 128.32 亿元、133.55 亿元和 140.64 亿元，同比增长 20.10%、4.08% 和 5.31%，归母净利润分别达到 7.81 亿元、9.08 亿元和 11.14 亿元，同比增长 1062.83%、16.37% 和 22.68%，EPS 分别达到 1.76 元、2.05 元和 2.52 元，对应 2018 年 08 月 17 日收盘价（20.06 元/股）的动态 PE 分别为 11 倍、10 倍和 8 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**国内企业生产技术取得突破；上游原材料价格波动；PA66 价格上涨导致 PA6 对 PA66 的替代效应增强；Butachimie 己二腈装置复产。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,040.26	10,684.74	12,832.26	13,355.26	14,063.79
增长率 YoY %	24.12%	6.42%	20.10%	4.08%	5.31%
归属母公司净利润(百万元)	84.89	67.12	780.50	908.23	1,114.19
增长率 YoY%	34.47%	-20.93%	1062.83%	16.37%	22.68%
毛利率%	7.56%	7.94%	16.71%	17.08%	19.21%
净资产收益率 ROE%	3.50%	2.69%	26.73%	24.13%	23.33%
每股收益 EPS(元)(摊薄)	0.19	0.15	1.76	2.05	2.52
市盈率 P/E(倍)	105	132	11	10	8
市净率 P/B(倍)	3.60	3.51	2.68	2.10	1.66

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 08 月 17 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,839.89	4,687.07	5,987.97	7,241.72	8,778.55
货币资金	2,277.03	2,089.34	2,975.27	4,113.41	5,512.84
应收票据	860.43	762.32	915.53	952.85	1,003.40
应收账款	819.02	956.65	1,148.93	1,195.75	1,259.19
预付账款	126.36	146.85	159.58	165.34	169.63
存货	602.26	654.86	711.62	737.32	756.44
其他	154.79	77.05	77.05	77.05	77.05
非流动资产	5,016.41	5,244.75	5,556.46	5,897.59	6,282.75
长期投资	1,593.69	1,676.06	1,676.06	1,676.06	1,676.06
固定资产	2,506.82	2,517.06	2,922.09	3,474.46	3,811.60
无形资产	244.43	266.61	294.99	322.21	348.27
其他	671.46	785.02	663.32	424.87	446.81
资产总计	9,856.30	9,931.82	11,544.43	13,139.32	15,061.30
流动负债	5,988.03	5,877.95	6,071.47	6,152.63	6,217.63
短期借款	2,520.20	2,586.50	2,586.50	2,586.50	2,586.50
应付账款	407.82	482.99	524.85	543.80	557.91
其他	3,060.01	2,808.47	2,960.12	3,022.33	3,073.22
非流动负债	1,030.12	1,068.09	1,068.09	1,068.09	1,068.09
长期借款	985.31	864.38	864.38	864.38	864.38
其他	44.81	203.71	203.71	203.71	203.71
负债合计	7,018.16	6,946.04	7,139.56	7,220.72	7,285.72
少数股东权益	375.67	456.19	1,094.78	1,700.27	2,443.07
归属母公司股东权益	2,462.47	2,529.59	3,310.09	4,218.32	5,332.51
负债和股东权益	9856.30	9931.82	11544.43	13139.32	15061.30

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,040.26	10,684.74	12,832.26	13,355.26	14,063.79
同比	24.12%	6.42%	20.10%	4.08%	5.31%
归属母公司净利润	84.89	67.12	780.50	908.23	1,114.19
同比	34.47%	-20.93%	1062.83%	16.37%	22.68%
毛利率	7.56%	7.94%	16.71%	17.08%	19.21%
ROE	3.50%	2.69%	26.73%	24.13%	23.33%
每股收益(元)(摊薄)	0.19	0.15	1.76	2.05	2.52
P/E	105	132	11	10	8
P/B	3.60	3.51	2.68	2.10	1.66
EV/EBITDA	25.26	23.28	6.39	5.97	5.00

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,040.26	10,684.74	12,832.26	13,355.26	14,063.79
营业成本	9,280.85	9,835.86	10,688.29	11,074.29	11,361.56
营业税金及附加	43.79	54.36	59.03	61.43	64.69
营业费用	117.84	142.21	174.52	181.63	191.27
管理费用	377.53	395.22	461.96	480.79	506.30
财务费用	133.58	204.83	162.46	155.52	140.79
资产减值损失	27.35	8.57	19.09	22.63	18.24
公允价值变动收益	0.00	3.25	0.00	0.00	0.00
投资净收益	45.82	97.34	396.26	396.70	397.73
营业利润	105.15	152.80	1,663.16	1,775.66	2,178.67
营业外收入	18.35	4.72	10.42	10.42	10.42
营业外支出	7.72	3.92	4.06	5.23	4.40
利润总额	115.78	153.61	1,669.52	1,780.85	2,184.69
所得税	10.14	22.83	250.43	267.13	327.70
净利润	105.64	130.78	1,419.09	1,513.72	1,856.98
少数股东损益	20.75	63.66	638.59	605.49	742.79
归属母公司净利润	84.89	67.12	780.50	908.23	1,114.19
EBITDA	497.52	561.88	2,046.69	2,190.97	2,615.74
EPS	0.19	0.15	1.76	2.05	2.52

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,168.65	209.49	1,177.76	1,492.10	1,816.73
净利润	105.64	130.78	1,419.09	1,513.72	1,856.98
折旧摊销	194.28	216.70	206.98	232.15	256.97
财务费用	187.45	191.58	170.19	177.97	174.08
投资损失	-45.82	-97.34	-396.26	-396.70	-397.73
营运资金变动	695.49	-244.03	-240.55	-57.07	-90.65
其它	31.60	11.80	18.32	22.02	17.08
投资活动现金流	-51.94	61.68	-121.65	-175.98	-243.23
资本支出	-60.39	46.62	-517.91	-572.68	-640.96
长期投资	8.45	14.98	396.26	396.70	397.73
其他	0.00	0.09	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-611.22	138.32	-170.19	-177.97	-174.08
吸收投资	0.00	19.60	0.00	0.00	0.00
借款	197.39	407.82	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	176.20	191.74	170.19	177.97	174.08
现金净增加额	525.27	380.03	885.93	1138.14	1399.42

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。