



神马股份(600810)

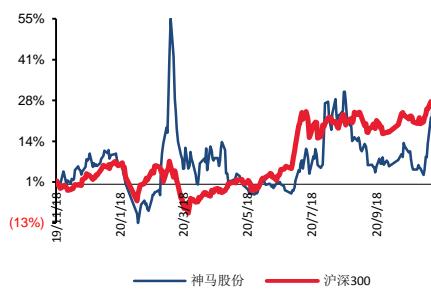
目标价: 13.9

昨收盘: 10.1

材料 材料 II

尼龙 66 盈利向好，布局己二腈扩大产业链一体化优势

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	837/575
总市值/流通(百万元)	8,457/5,807
12 个月最高/最低(元)	11.29/6.34

相关研究报告:

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

事件: 2020 年 11 月 13 日公司发布公告，拟在河南省平顶山市尼龙新材料产业集聚区设立全资子公司河南神马祥龙化工有限责任公司（以工商登记机关核准名称为准），建设年产 5 万吨己二腈项目。

主要观点:

1. 尼龙 66 供应紧张，公司直接受益价格上涨

尼龙 66 应用广泛: 全球约 40% 制成合成纤维，60% 制成工程塑料。合成纤维主要包括工业丝（如轮胎帘子布，传送带等）、民用丝、地毡丝、气囊丝、丝束等；工程塑料最终产品是注塑件，包括直接注塑（原生切片直接注塑）和改性后再注塑。尼龙 66 工程塑料具有强度高，刚性好、抗冲击、耐油及化学品、耐磨和自润滑等优点，产品主要应用于汽车零部件、家电、电力和电子器件、铁路交通等领域。

尼龙 66 供应紧张，价格快速上涨: 2020 年四季度以来，尼龙 66 价格已经由 9 月底上涨 7800 元至 29000 元/吨，涨幅 36.8%。一方面受益于下游需求端（1）汽车领域复苏，2020 年 10 月，我国乘用车单月销量同比+6.34%，持续向好。（2）2020 年 9 月，我国主要家电产品产量同比增长，包括彩电（+13.1%）、冷柜（+102.2%）、电冰箱（+28.2%）、家用洗衣机（+13.3%）等。另一方面由于原料端己二腈供应紧张，英伟达己二腈装置供应量减少，奥升德宣布己二腈和己二胺上调 350 美元/吨。由于装置老旧，回顾历次己二腈、己二胺价格大涨，基本都由于生产装置不可抗力停产或检修。这也反应了供需紧平衡。另一原料己二酸近期价格也是上涨明显，从 9 月底上涨 1997 元至 8130 元/吨，涨幅 32.6%。

公司尼龙产业链布局完善，业绩弹性大: 公司主要从事尼龙 66 工业丝、帘子布、切片等产品的生产与销售。2020 年 9 月，公司发行股份、可转换债券购买控股股东中国平煤神马集团持有的尼龙化工公司 37.72% 股权，对价 20.86 亿元，交易完成后，尼龙化工公司成为公司控股子公司，持股比例增加至 73.96%。后期，公司还将以现金方式全额收购产业转型发展基金持有的尼龙化工公司 26.04% 股权，实现 100% 控股。公司目前拥有己二酸（29 万吨）、己二胺（13 万吨）、尼龙 66 盐（30 万吨）、尼龙 66 切片（19 万吨）、工业丝（12 万吨）和帘子布（7 万吨），且原料己二腈，公司与英伟达公司长期合作，

供应有优势。2020 年 1-9 月份，公司尼龙 66 工业丝销量 32800 吨（2019 年全年 49478 吨）、尼龙 66 帘子布销量 45803 吨（2019 年全年 63581 吨）、尼龙 66 切片销量 117040 吨（2019 年全年 153011 吨）、己二酸销量 141997 吨（2019 年全年外销 160805 吨），直接受益终端产品价格上涨，业绩弹性大。

2. 布局己二腈项目，打通“己二腈-己二胺-尼龙 66”全产业链

我国尚无自有技术己二腈大规模工业化生产装置：己二腈主要为尼龙 66 上游原料，2018 年全球己二腈产能不足 175 万吨，仅美国英威达公司、德国巴斯夫公司、美国奥升德公司、日本旭化成公司 4 家公司生产，寡头高度垄断（CR1=60%，CR2=83%，CR3=98%），技术封锁严重。我国己二腈完全依靠进口，进口量 29.3 万吨。我国“己二腈-己二胺-尼龙 66”产业链面临尴尬现实，尼龙 66 市场在中国，2019 年进口 27.78 万吨，对外依存度 36%，核心原料己二腈卡脖子。

公司布局 5 万吨己二腈项目，打通全产业链：公司每年需要 15 万吨己二腈。公司拟在河南省平顶山市尼龙新材料产业集聚区投资 119336 万元建设年产 5 万吨己二腈项目。该项目技术来源于公司控股股东中国平煤神马能源化工集团有限责任公司控股的重庆中平紫光科技发展有限公司所开发的“500t/a 丁二烯直接氢氯化制备己二腈技术”。500t/a 中试装置实现了连续运行，己二腈产品经下游企业试用，满足加氢要求。该项目预计建设投资 114252 万元，建设期利息 2034 万元，铺底流动资金 3050 万元；建设期 2 年；年均销售收入 112299 万元；投资内部收益率（税前）16.17%，投资内部收益率（税后）11.4%；投资回收期（税前）6.64 年，投资回收期（税后）8.17 年。

3. 多个在建项目促成长

公司在建项目还包括：（1）中平神马江苏新材料科技有限公司年产 3 万吨尼龙 66 切片项目，整体工程完成，目前正进行调试。（2）河南平煤神马尼龙材料（遂平）有限公司年产 2.5 万吨 BOPA 薄膜项目，项目备案、安评、环评、节能评价等前期手续已完成；土地完成摘牌；完成主要配套生产线的设备招标，签订供货合同，计划于 2021 年底前建成投产。（3）河南平煤神马聚碳材料有限责任公司年产 10 万吨 PC 项目，项目备案、安评、环评、节能评价等前期手续已完成；土地完成摘牌；完成主要配套生产线技术和设备合同，设备正在制作过程中，计划于 2021 年底前建成投产。

同时公司发行可转换公司债券募集配套资金，用于尼龙化工公司（1）3 万吨/年 1,6-己二醇项目，总投资 30745 万元。项目建设期 2 年。据测算，该项目所得税后财务内部收益率 14.62%，所得税后投资回收期 7.71 年。（2）尼龙化工产业配套氢氨项目，总投资 23 亿元。项目建设期为 28 个月，建成达产后将形成 40 万吨/年液氨及 40,000

万 Nm³/年氢气的生产能力。据测算，该项目所得税后财务内部收益率 15.23%，所得税后投资回收期 7.32 年，具有较好的经济效益。

2020 年第三季度，公司新增资本支出 4.62 亿元，在建工程达到 14.52 亿元，固定资产达到 43.93 亿元，在建工程/固定资产实现 33.05%。

4. 盈利预测及评级

假设公司新项目投产顺利，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.71 亿元、7.29 亿元、10.54 亿元，对应 EPS 0.44 元、0.87 元、1.26 元，PE 23、12、8 倍。考虑公司为尼龙 66 龙头，“己二腈-己二胺-尼龙 66”全产业链布局，BOPA 薄膜、己二醇、PC 等多个在建项目促成长，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，产品价格大幅波动，在建项目投产进度不及预期，安全环保。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13022	11241	14598	16738
(+/-%)	15.7%	-13.7%	29.9%	14.7%
净利润(百万元)	419	371	729	1054
(+/-%)	-35.7%	-11.5%	96.4%	44.7%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.44	0.87	1.26
市盈率(PE)	15.8	22.8	11.6	8.0

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

表：盈利预测和财务指标

利润表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13022	11241	14598	16738
营业成本	11855	10110	12977	14657
毛利	1167	1130	1621	2081
%营业收入	9%	10%	11%	12%
税金及附加	49	43	55	63
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	135	116	151	173
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	326	282	366	419
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	188	163	211	242
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	249	154	54	32
%营业收入	2%	1%	0%	0%
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	3	0	0	0
其他收益	26	16	16	16
投资收益	274	18	18	18
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	518	408	818	1184
%营业收入	4%	4%	6%	7%
营业外收支	32	4	4	4
利润总额	550	412	822	1189
%营业收入	4%	4%	6%	7%
所得税费用	44	42	78	113
净利润	506	370	744	1076
归属于母公司的净利润	419	371	729	1054
少数股东损益	87	-1	15	22
EPS（元/股）	0.50	0.44	0.87	1.26

现金流量表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	1653	-410	844	1115
投资	0	0	0	0
资本性支出	-112	-112	-66	-72
其他	-795	18	18	18
投资活动现金流净额	-906	-93	-48	-54
债权融资	0	0	0	0
股权融资	35	0	2470	0
银行贷款增加（减少）	1951	-3459	-638	0
筹资资本	-457	-160	-58	-42
其他	-709	0	0	0
筹资活动现金流净额	821	-3619	1774	-42
现金净流量	1568	-4123	2570	1020

资料来源：Wind, 太平洋研证券院

资产负债表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4123	0	2570	3590
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1212	1336	1735	1989
存货	1182	950	1219	1377
预付账款	198	169	217	245
其他流动资产	84	97	105	110
流动资产合计	6799	2552	5846	7310
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	2844	2844	2844	2844
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2554	2520	2506	2486
无形资产	299	299	299	299
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	15	15	15	15
其他非流动资产	916	1031	1102	1178
资产总计	13427	9261	12612	14133
短期借款	4097	638	0	0
应付票据及应付账款	3444	2454	3150	3558
预收账款	175	151	196	225
应付职工薪酬	57	49	63	71
应交税费	31	27	35	40
其他流动负债	567	551	577	593
流动负债合计	8371	3870	4021	4486
长期借款	1188	1188	1188	1188
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	12	12	12	12
其他非流动负债	85	85	85	85
负债合计	9658	5156	5307	5772
归属于母公司的所有者权益	3370	3742	6940	7994
少数股东权益	876	875	890	912
股东权益	4247	4617	7830	8906
负债及股东权益	13904	9773	13137	14678

基本指标

	EPS	B/P/S	PE	PEG	PB	EV/EBITDA	ROE
EPS	0.50	0.44	0.87	1.26			
B/P/S	4.03	4.47	8.29	9.55			
PE	15.8	22.8	11.6	8.0			
PEG	—	—	0.12	0.18			
PB	1.96	2.26	1.22	1.06			
EV/EBITDA	8.54	15.35	7.43	4.40			
ROE	12%	10%	11%	13%			

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
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weihjt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafli@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

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

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。