

行业景气度已起，公司未来发展可期

神马股份 (600810)

事件

事件 1: 公司发布 2020 年年度报告, 2020 年公司实现营收 89.12 亿元, 同比 2019 年 110.48 亿元 (调整后) 减少 19.3%。实现归母净利润 3.71 亿元, 同比 2019 年 6.51 亿元 (调整后) 减少 43.1%; 实现扣非归母净利润 1.26 亿元, 同比 2019 年 4.09 亿元 (调整后) 减少 69.3%。2020 年 Q1、Q2、Q3 和 Q4 公司分别实现营收 25.14 亿元、24.71 亿元、28.80 亿元和 10.47 亿元; 分别实现归母净利润 53 百万元、2.49 百万元、79.0 百万元和 236 百万元。

事件 2: 公司发布 2021 年一季度报告, 公司 2021 年 Q1 实现营收为 30.0 亿元, 同比 2019 年一季度 25.1 亿元 (调整后) 增加 19.2%; 实现归母净利润 3.46 亿元, 同比 2019 年一季度 (调整后) 0.53 亿元大幅增加 551.8%; 实现扣非后归母净利润 3.25 亿元, 同比 2019 年一季度 0.49 亿元 (调整后) 大幅增加 566.0%。

简评

2020 年公司主营产品价格承压, 营业收入有所下滑。公司主要从事尼龙 66 工业丝、帘子布、切片、己二酸等产品的生产与销售, 下游主要为轮胎、汽车等行业。由于突入其来的新冠疫情, 据工信部数据, 2020 年我国汽车产销分别为 2522.5 万辆和 2531.1 万辆, 同比分别下降 2% 和 1.9%。公司通过加大对国内市场的开发, 不断扩大市场份额, 自 2020H1 主营产品销量逐步提升, 但公司 2020 年产品价格均出现不同程度的下滑。2020 年公司实现营收 89.12 亿元, 同比 2019 年 110.48 亿元 (调整后) 减少 19.3%。分产品来看, **工业丝 (销量与同期持平, 价格下滑):** 2020 年公司尼龙 66 工业丝实现收入 12.2 亿元, 较 2019 年 (14.5 亿元) 同比下降 15.9%; 2020 年销量为 4.9 万吨, 与 2019 年销量基本持平 (4.9 万吨); 2020 年平均售价为 2.5 万元/吨, 价格同比 2019 年下降 12.6%。**帘子布 (销量上升、价格略有下滑):** 公司 2020 年帘子布实现收入 20.2 亿元, 较 2019 年 (21.9 亿元) 减少 7.8%; 其中 2020 年销量为 6.7 万吨, 较 2019 年 (6.4 万吨) 同比增加 4.7%; 2020 年平均售价为 3.0 万元/吨, 价格同比 2019 年下降 3.2%。**尼龙 66 切片 (销量上升、价格下滑):** 2020 年公司尼龙 66 切片实现收入 24.1 亿元, 较 2019 年 (31.0 亿元) 减少 22.3%; 2020 年销量为 16.5 万吨, 较 2019 年 (15.3 万吨) 增加 7.8%; 2020 年平

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号: S1440518030004

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执证编号: S1440518100005

发布日期: 2021 年 04 月 25 日

当前股价: 11.53 元

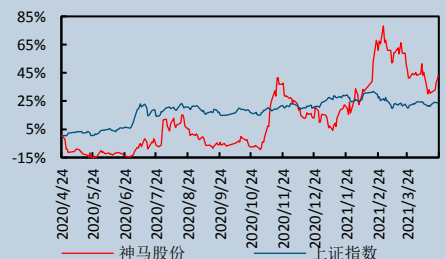
目标价格 6 个月: 17.16 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.26/-7.1	17.06/20.73	45.62/23.23
12 月最高/最低价 (元)		14.51/7.0
总股本 (万股)		91,945.51
流通 A 股 (万股)		57,496.4
总市值 (亿元)		106.01
流通市值 (亿元)		66.29
近 3 月日均成交量 (万股)		1,898.59
主要股东		
中国平煤神马能源化工集团有限 责任公司		59.35%

股价表现



相关研究报告

【中信建投石油化工】神马股份 (600810):2018 年年报及 2019 年一季报
 19.04.28 点评: 18 年全年业绩大爆发, 19 年 Q1

均售价为 1.8 万元/吨，价格同比 2019 年下降 12.4%。**精己二酸（销量增加，价格下滑）：**公司 2020 年精己二酸实现收入 7.9 亿元，其中销量为 18.7 万吨，较 2019 年增加 16.3%；平均售价为 5455 元/吨，价格同比 2019 年下降 22.6%。**下游需求快速恢复，公司 2021Q1 业绩创新高：**后疫情时代我国汽车产业链全面复苏，据工信部数据 2021Q1 我国汽车产销分别完成 635.2 万辆和 648.4 万辆，同比分别增长 81.7% 和 75.6%，公司得益于下游强劲的需求 2021Q1 实现营收 29.97 亿元，同比 2019 年（调整后）25.14 亿元增加 19.9%，实现归母净利润 3.46 亿元，同比 2019 年一季度（调整后）0.53 亿元大幅增加 551.8%。公司 2021Q1 各产品情况分别如下：**工业丝：**尼龙 66 工业丝实现收入 3.5 亿元，销量为 1.38 万吨，平均售价为 2.5 万元/吨，同比增加 1.6%，环比增加 14.3%。**帘子布：**帘子布实现收入 6.1 亿元，销量为 2.0 万吨，平均售价为 3.1 万元/吨，同比减少 0.2%，环比增加 9.9%。**尼龙 66 切片：**尼龙 66 切片实现收入 9.1 亿元，销量为 4.0 万吨，平均售价为 2.7 万元/吨，同比增加 39.8%，环比增加 34.0%。**精己二酸：**精己二酸实现收入 3.1 亿元，销量为 5.0 万吨，平均售价为 7934 元/吨，同比增加 14.7%，环比增加 25.0%。

完成重大资产重组，尼龙 66 全产业链布局：公司主要产品为尼龙 66 切片、帘子布以及工业丝等，尼龙化工主要生产尼龙 66 盐及中间体己二酸、己二胺、环己烷等，己二酸为尼龙化工对外销售的主导产品。2020 年公司先后通过发行股份和可转债的方式购买中国平煤神马集团持有的尼龙化工 37.72% 股权，现金收购河南平煤神马集团产业转型发展基金（有限合伙）持有的尼龙化工 26.04% 股权，使得公司实现对尼龙化工的 100% 控股，形成了以尼龙 66 盐和尼龙 66 盐中间产品、尼龙 66 切片、改性工程塑料、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，进而成为国内尼龙 66 行业中少数具备规模化和上游原材料一体化生产能力的市场龙头企业。公司现有己二酸产能 29 万吨、尼龙 66 切片产能 21 万吨、工业丝产能 13 万吨、帘子布产能 8 万吨、锦纶长丝产能 3 万吨。公司 2020 年己二酸开工率为 90%，销量为 18.7 万吨，较 2019 年增加 16.3%，未来随着汽车产业链的全面复苏以及汽车轻量化趋势的拉动，以及国内己二酸的相继投产，应用于汽车业的工程塑料将成为拉动尼龙 66 切片需求的主要动力。下游传统 PA66、PA6 行业新一轮的高速增长叠加 PBAT 等新兴行业需求陆续提高，己二酸需求有望大幅增加。预计到 2025 年国内己二酸需求将达 190 万吨，其中鞋底原液、PU 浆料、尼龙 66 及盐需求占比分别为 18%、16%、22%。

项目建设与产品创新齐头并进，打造国际一流尼龙产业集群：公司依托现有产业链优势，不断推进新项目建设以实现完全意义的全产业链布局。公司 4 万吨尼龙 66 差异化工业丝一期 2 万吨项目已建成投产，增强了公司差异化高品质工业丝的生产能力。此外公司 40 万吨 PC（一期 10 万吨）项目、2.5 万吨 BOPA 薄膜项目、40 万吨产业配套煤制氢氨项目、3 万吨 1,6-己二醇项目、5 万吨己二腈项目等也在全面推进中。虽然近年来国内尼龙 66 切片产能有较大幅度增长，但我国尼龙 66 高端产品进口依赖度依然很高，公司针对行业现状不断加大研发投入并明确了差异化、精细化、高端化的发展方向，2019、2020 年公司研发费用分别为 4.13 亿元、3.52 亿元，营收占比分别为 3.7%、3.9%。公司有望通过产品创新实现国产替代，进而形成新的利润增长点，**尼龙 66 特种纤维：**当前特种尼龙 66 纤维主要依赖进口，产品价格较通粗且丝售价高 1 万元/吨，目前公司尼龙 66 纤维的开发处于中试阶段；**芳纶胎圈：**公司正致力于突破国内填补力车胎胎唇骨架材料的空白，以开发出替代钢丝圈和进口产品的芳纶胎圈，当前公司已具备芳纶胎圈小批量试制能力；**航胎专用特高强尼龙 66 骨架材料：**基于现有技术基础，开发具有自主知识产权的高性能飞机轮胎用特高强尼龙 66 骨架材料，公司远期规划建立 2000 吨/年特高强工业丝及航胎专用特高强尼龙 66 浸胶帘子布骨架材料。公司通过新项目的持续推进以及产品高端化、差异化的研发，致力于打造世界上规模最大、产业链最完整、聚集效应最明显、竞争力最强的国际一流尼龙产业集群，成为世界一流的尼龙产业链价值创造者。

盈利预测与估值：预计公司 2021 年、2022 年和 2023 年归母净利润分别为 13.15 亿元、14.38 亿元和 15.57 亿元，EPS 分别为 1.43 元、1.56 元和 1.70 元，对应 PE 分别为 8.1X、7.4X 和 6.8X。基于 2021 年盈利预测给予 12 倍 PE 估值，目标价 17.16 元，维持“买入评级”。

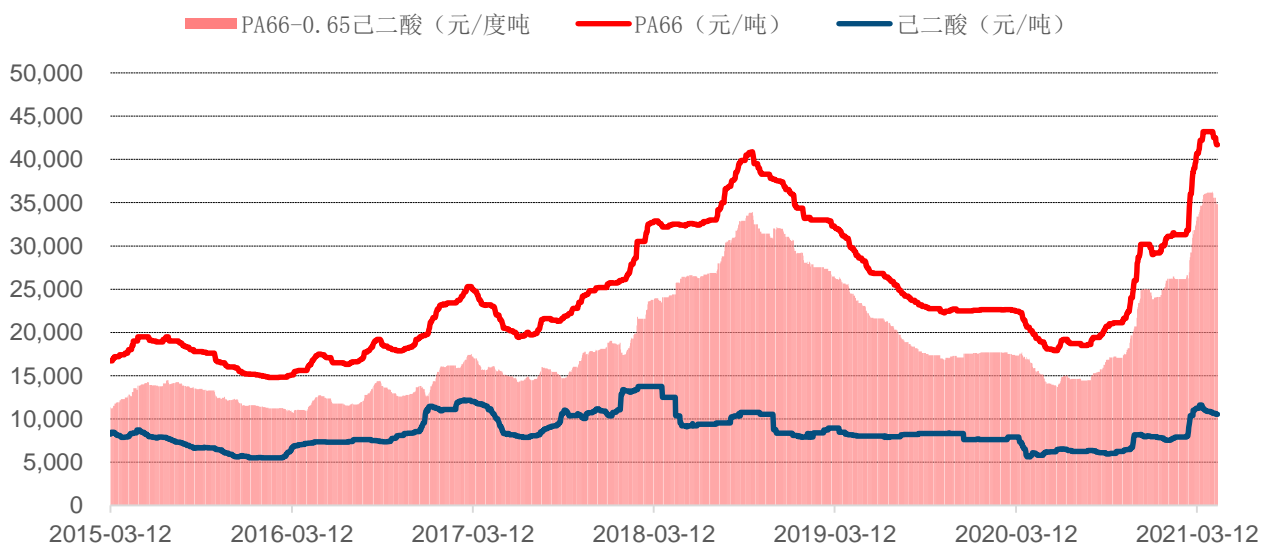
风险提示： 上游原材料价格大幅上涨；下游需求不及预期等。

图表1： 预测和比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	13,022.18	8,912.00	13,036.30	14,143.67	15,417.34
主营收入增长率	16.76%	-31.56%	46.28%	8.49%	9.01%
EBITDA（百万元）	774.01	1,119.50	2,248.78	2,419.82	2,578.02
EBITDA 增长率	-47.25%	44.64%	100.87%	7.61%	6.54%
净利润（百万元）	419.15	370.61	1,315.53	1,437.56	1,557.48
净利润增长率	-35.47%	-11.58%	254.97%	9.28%	8.34%
ROE	12.44%	7.54%	21.12%	18.75%	16.89%
EPS（元）	0.730	0.580	1.431	1.564	1.695
P/E	15.79	19.88	8.05	7.37	6.80
P/B	1.97	1.97	1.55	1.26	1.05
EV/EBITDA	10.66	11.90	5.14	3.84	2.77

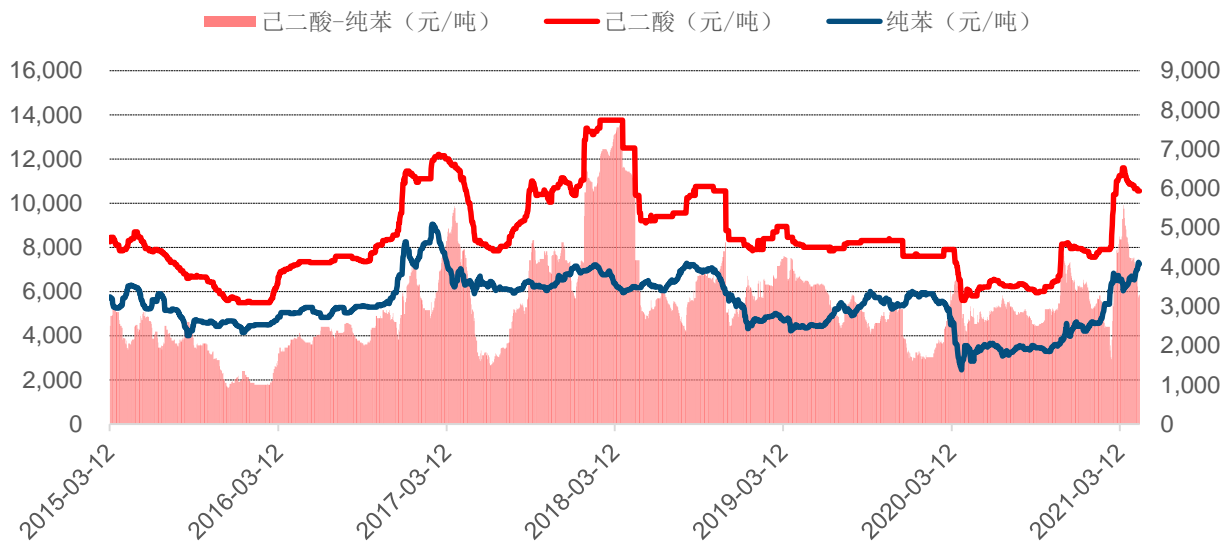
资料来源：Wind，中信建投

图表2： 尼龙 66 切片价格及(元/吨)



资料来源：Wind，中信建投

图表3: 己二酸价格及价差(元/吨)



资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

邓胜：化工行业，材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余，6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续 3 年万得金牌分析师第一名核心成员。

郑勇：石化&化工行业首席。北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，5 年基础化工研究经验。2018-2019 年万得金牌分析师第一名、2017-2019 中国证券分析师金翼奖第一名团队成员；2017 年新财富入围。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk