

尼龙 66 价差继续收窄，上半年 EPS0.68 元

——神马股份(600810.SH) 2019 年半年报点评

公司简报

◆**事件：**公司公告 2019 半年报和上半年经营数据：报告期内实现营收 64.99 亿元，同增 13.10%；实现归母净利 3.00 亿元，同减 21.26%；扣非后 2.97 亿元，同减 23.60%；经营性净现金流 8.75 亿元，同增 59.01%，EPS0.68 元，ROE8.98%，同比减少 4.95pct。公司单 Q2 实现营收 30.20 亿元，环比减少 13.18%，实现归母净利 1.14 亿元，环比减少 38.93%。

◆**点评：**2019 年上半年受汽车等终端市场需求低迷影响，PA66 价格从 2018 年的景气高点大幅下滑，2019 上半年切片市场均价 30617 元/吨，相比 2018 年下半年下滑 17.6%。海关数据显示原料进口己二腈价格在寡头垄断下相比 2018 年有所上涨。尽管公司经营数据显示 19 年上半年工业丝/帘子布/尼龙 66 切片平均同比分别上涨 26.54%、17.01%和 4.05%，但原料尼龙 66 盐平均采购价同比上涨 30.79%。从分产品销量来看，工业丝维持稳定，帘子布和尼龙 66 切片分别下滑 15.5%和 8.8%。切片市场景气下滑，神马工程塑料实现净利 1.217 亿元，同时联营企业尼龙化工实现净利 2.127 亿元，投资收益有所提升。从成本控制来看，期间费用率 6.28%，同比减少 0.43pct，基本保持稳定。

◆**在建项目进展顺利：**报告期内神马帘子布公司差异化工业丝项目一期工程（2 万吨）主体设备安装基本完成；河南神马锦纶年产 10 万吨锦纶 6 民用丝项目一期工程（年产 4 万吨纺丝项目）主体设备安装中；中平神马江苏年产 3 万吨尼龙 66 切片项目主体设备已陆续到货并安装。

◆**盈利预测、估值与评级：**基于 PA66 相比 2018 年高点有所下滑，且原料尼龙 66 盐价格有所上调，下调 2019~2021 年盈利预测，预计净利分别为 4.92/5.39/6.40 亿元（前值为 7.09/7.99/8.45 亿元）；EPS 分别为 0.86、0.94 和 1.11 元，对应最新收盘价 PE 为 9 倍、8 倍和 7 倍，下游汽车等终端需求低迷短期难以改善并影响尼龙 66 景气，调降为“增持”评级。

◆**风险提示：**海外巨头价格策略发生变化；己二腈供给紧张影响产量。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,685	11,153	12,539	12,790	12,917
营业收入增长率	6.42%	4.38%	12.42%	2.00%	1.00%
净利润(百万元)	67	650	492	539	640
净利润增长率	-20.93%	867.68%	-24.28%	9.58%	18.73%
EPS(元)	0.12	1.13	0.86	0.94	1.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.65%	20.43%	14.17%	13.92%	14.63%
P/E	67	7	9	8	7
P/B	1.8	1.4	1.3	1.2	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 23 日

增持(调降)

当前价：7.86 元

分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)

021-52523535

giuxf@ebsec.com

赵启超 (执业证书编号：S0930518050002)

010-58452072

zhaogc@ebsec.com

陈冠雄 (执业证书编号：S0930517058003)

021-52523810

chenguanxiong@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：5.75

总市值(亿元)：45.19

一年最低/最高(元)：7.32/14.73

近 3 月换手率：90.43%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.43	-24.98	-59.41
绝对	-8.39	-20.28	-43.91

资料来源：Wind

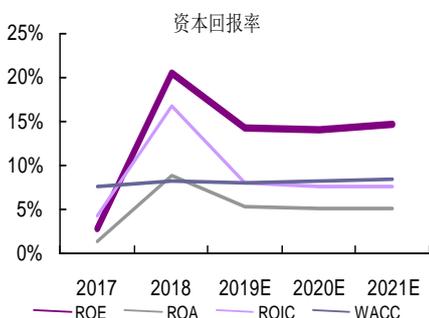
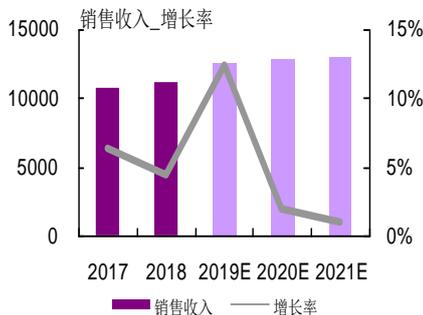
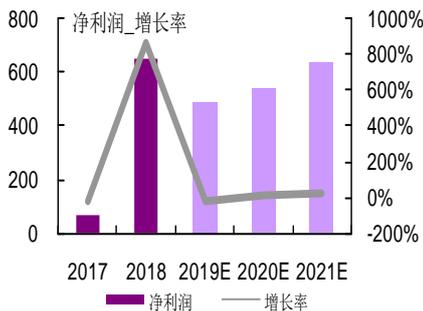
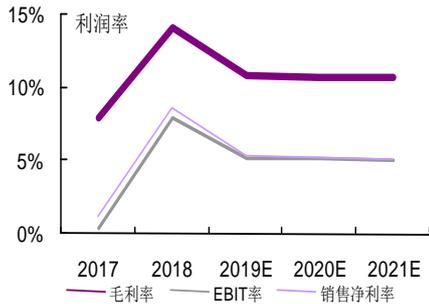
相关研报

2018 年业绩大幅增长，尼龙产业链继续延伸——神马股份(600810.SH) 2018 年报及 2019 年一季报点评

.....2019-04-29

产销下滑影响 Q3 业绩，PA66 行业维持景气——神马股份(600810.SH) 2018 年三季报点评

.....2018-10-31



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,685	11,153	12,539	12,790	12,917
营业成本	9,836	9,573	11,172	11,408	11,535
折旧和摊销	217	238	268	296	321
营业税费	54	61	63	64	65
销售费用	142	152	163	166	168
管理费用	395	302	476	486	491
财务费用	205	158	167	187	175
公允价值变动损益	3	-3	0	0	0
投资收益	97	312	312	312	312
营业利润	153	1,083	805	790	795
利润总额	154	1,080	802	787	792
少数股东损益	64	314	184	124	28
归属母公司净利润	67	650	492	539	640

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	9,932	10,965	12,645	13,115	13,181
流动资产	4,687	5,106	5,785	5,900	5,960
货币资金	2,089	1,837	2,065	2,106	2,127
交易型金融资产	3	0	0	0	0
应收帐款	957	1,227	1,380	1,407	1,421
应收票据	762	672	755	770	778
其他应收款	13	36	41	42	42
存货	655	1,005	1,174	1,199	1,213
可供出售投资	12	12	14	15	17
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,676	2,079	2,079	2,079	2,079
固定资产	2,517	2,597	2,771	2,940	3,134
无形资产	267	317	496	569	541
总负债	6,946	6,953	8,157	8,103	7,639
无息负债	2,739	3,199	3,610	3,671	3,704
有息负债	4,207	3,755	4,547	4,432	3,935
股东权益	2,986	4,011	4,488	5,012	5,542
股本	442	442	575	575	575
公积金	2,029	2,029	1,945	1,945	1,945
未分配利润	59	708	952	1,351	1,854
少数股东权益	456	832	1,016	1,140	1,168

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	209	692	767	822	846
净利润	67	650	492	539	640
折旧摊销	217	238	268	296	321
净营运资金增加	881	236	260	53	26
其他	-955	-432	-253	-66	-140
投资活动产生现金流	62	-320	-959	-338	-15
净资本支出	-47	227	1,000	600	301
长期投资变化	1,676	2,079	0	0	0
其他资产变化	-1,568	-2,626	-1,959	-938	-316
融资活动现金流	138	-1,043	420	-443	-810
股本变化	0	0	133	0	0
债务净变化	512	-452	793	-115	-497
无息负债变化	-584	460	411	61	33
净现金流	380	-670	228	41	21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.42%	4.38%	12.42%	2.00%	1.00%
净利润增长率	-20.93%	867.68%	-24.28%	9.58%	18.73%
EBITDA 增长率	2.67%	333.55%	-27.87%	3.50%	1.92%
EBIT 增长率	-26.37%	1938.84%	-37.08%	0.68%	-0.88%
估值指标					
PE	67	7	9	8	7
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	14	5	10	10	9
EV/EBIT	26	6	14	14	13
EV/NOPLAT	31	7	16	16	16
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	7.94%	14.17%	10.90%	10.80%	10.70%
EBITDA 率	2.44%	10.12%	7.40%	7.51%	7.58%
EBIT 率	0.41%	7.99%	5.26%	5.19%	5.10%
税前净利润率	1.44%	9.69%	6.40%	6.15%	6.13%
税后净利润率 (归属母公司)	0.63%	5.82%	3.92%	4.21%	4.95%
ROA	1.32%	8.79%	5.35%	5.06%	5.07%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.65%	20.43%	14.17%	13.92%	14.63%
经营性 ROIC	4.20%	16.68%	8.01%	7.62%	7.52%
偿债能力					
流动比率	0.80	0.82	0.98	1.21	1.35
速动比率	0.69	0.66	0.78	0.96	1.08
归属母公司权益/有息债务	0.60	0.85	0.76	0.87	1.11
有形资产/有息债务	2.29	2.83	2.67	2.82	3.21
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.12	1.13	0.86	0.94	1.11
每股红利	0.00	0.35	0.24	0.24	0.24
每股经营现金流	0.36	1.20	1.33	1.43	1.47
每股自由现金流(FCFF)	-0.69	1.27	-0.75	0.35	0.95
每股净资产	4.40	5.53	6.04	6.73	7.61
每股销售收入	18.58	19.40	21.81	22.24	22.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼