

神马实业 (600810)

评级: 买入

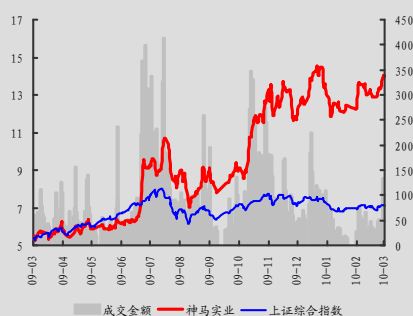
化工行业研究员

祖广平

010-88086830-693

zugp@rxzq.com.cn

600810 与上证指数走势对比



神马实业 (600810): 尼龙 66 价格连续上调, 业绩空间巨大

■ 尼龙 66: 市场需求迅速增长的工程塑料。

➤ **尼龙 66: 最重要的工程塑料品种。**尼龙 66 材料的综合性能好, 而且其生产原料易得, 成本低, 因而广泛应用到工业、服装、装饰、工程等各种领域。

➤ **需求增长预测: 年均增速 15%。**由于各下游行业的强劲复苏, 预期对尼龙 66 的需求量将明显提升。预计 09 年-11 年尼龙 66 产品的年均需求增长将保持在 15% 的水平上, 09 年-11 年对尼龙 66 切片的需求量可分别达 40.73 万吨、46.84 万吨、53.87 万吨。

■ 反倾销: 利好国内企业。

➤ **尼龙 66 切片: 反倾销实施期 5 年。**2009 年 10 月 12 日, 商务部公平贸易局正式发出裁定, 决定对原产于美国、意大利、英国等企业的进口聚酰胺-6,6 切片征收反倾销税, 比例在 5.3% 到 37.5% 不等, 2009 年 10 月 13 日开始生效, 实施期 5 年。

➤ **利好国内企业。**反倾销税的实施, 利于国内企业打开销路, 提升开工率; 同时也给国内产品带来一定的价格优势, 利于相关企业提升经营业绩。

■ 尼龙 66 价格: 有望长期保持高位。

➤ **近期尼龙 66 价格连续上涨。**09 年下半年以来, 国内尼龙 66 产品价格出现连续上涨态势, 原因如下。首先是商务部反倾销的影响; 其次是下游各行业对尼龙 66 产品的需求量不断上升; 第三, 尼龙 66 的主要生产原料己二酸, 价格也出现了较快的上涨。

➤ **有望长期保持较高价格水平。**由于国内产能难以满足需求, 以及反倾销税率等因素存在, 预期国内尼龙 66 产品有望在较长时期内保持较高的价格水平。

■ 神马实业 (600810): 09 年度扭亏为盈, 业绩空间巨大。

目前国内尼龙 66 的最大生产企业为神马实业 (600810), 公司尼龙 66 工业丝产能为 10 万吨, 其中帘子布产能 4 万吨。

未来公司业绩增长点在于: 1、产品价格回升、销量增长; 2、公司新建氯碱项目将扩大烧碱、PVC 产能近 1 倍; 3、公司目前正在进行或准备进行一系列化纤技改、扩产项目, 未来将带来新的利润增长点。

预计公司 09 年-11 年业绩分别为 0.03 元、0.85 元、0.97 元。按照 3 月 23 日收盘价 13.98 元计算, 对应 10 年、11 年 PE 分别为 16.45 倍、14.43 倍。此估值在化纤类上市公司中属于较低水平, 且 10 年公司业绩空间巨大, 给予“买入”评级。

1、尼龙 66：市场需求迅速增长的工程塑料。

1.1、尼龙 66：最重要的工程塑料品种

尼龙 66 又称 PA66，其生产原料为己二酸和己二胺，主要用于生产尼龙 66 纤维和尼龙 66 工程塑料。尼龙 66 材料的综合性能好，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；而且其生产原料易得，成本低，因而广泛应用到工业、服装、装饰、工程等各种领域，目前尼龙 66 已经成为一种最重要的工程塑料品种。

汽车、电器、通讯、电子、机械等产业自身对产品高性能的要求越来越强烈，对尼龙 66 也提出了更高的要求，由此，尼龙 66 改性产品也得到了充分的发展。改性尼龙产品的主要用途有以下几个方面。

汽车等机械部件。高强度高刚性尼龙的市场需求量越来越大，新的增强材料如无机晶须增强、碳纤维增强尼龙将成为重要的品种，主要是用于汽车发动机部件，机械部件以及航空设备部件。

目前尼龙 66 的应用已由主要做轮胎帘子布发展到汽车零部件、电力和电子器件领域。现在德国生产的一部普通轿车，其机械部件所用尼龙 66 注塑件的重量达到 13 千克。中国一汽已经建立了尼龙 66 进气歧管的加工生产线，二汽也在筹建。随着汽车行业的技术进步，其他汽车厂也会相继采用尼龙 66 进气歧管。中国目前 80% 的尼龙 66 还是用于生产轮胎帘子布，未来尼龙 66 在汽车上的应用提升空间巨大。

尼龙合金化。通过掺混其他高聚物，可以改善尼龙的吸水性，提高制品的尺寸稳定性，以及低温脆性、耐热性和耐磨性。

例如，正在建设的温州至福州高速铁路系统中，70% 的专用尼龙 66 塑料扣件都采用了平煤神马能源化工集团旗下的华威塑胶工程公司的产品，这也是国产尼龙 66 工程塑料首次在国家高速铁路重点基础项目中得到应用。该产品具备高强度、耐冲击、高钢性等特性，这也体现尼龙 66 作为工程塑料的优越特性。

其它应用。纳米尼龙，优点在于其热性能、力学性能、阻燃性、阻隔性比纯尼龙高；用于电子、电气、电器的绿色化阻燃尼龙越来越受到市场的重视；抗静电、导电尼龙以及磁性尼龙等，适用于电子设备、矿山机械、纺织机械等方面。

1.2、需求增长预测：年均增速 15%。

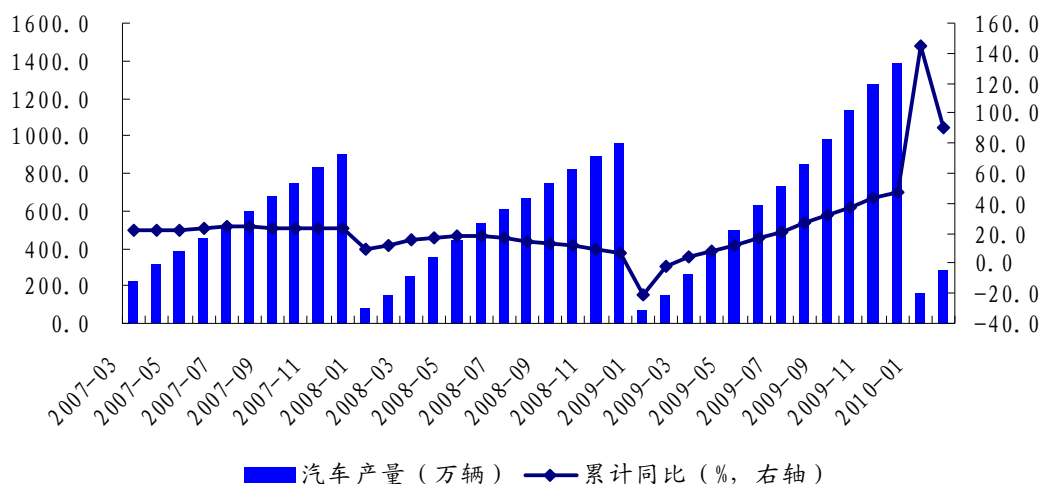
目前国内尼龙 66 需求量的 80% 为轮胎帘子布生产所用，其余需求量用于生产化纤、工程塑料、电子电器等产品。09 年以来国家实施了刺激消费的政策，对汽车实行购置税减半等一系列优惠措施，因此 09 年国内汽车产销量大增，相应地也拉动了轮胎产品的需求量。由图表 1 可见，09 年 1 月份国内汽车产量、同比增速均达近年来低点，之后由于相关产业政策的实施，汽车累计销量、同比增速迅速提升，09 年全年实现汽车产量同比增长 47%。

汽车销量的迅速增长带动了轮胎产品产量的提升。09 年全年国内橡胶轮胎共生产 65464.1 万条，同比增长 18.1%，2010 年 2 月份这一增速达到了 40.3%，为历史最高增速，见图表 2。

除了汽车、轮胎这两个主要的下游行业，尼龙 66 的其它下游行业在 09 年也有较好的恢复。例如化学纤维布，其 09 年度产量同比增长 6.98%，已经接近正常年份的增长速度；且今年 2 月份产量累计同比增长 20.74%，

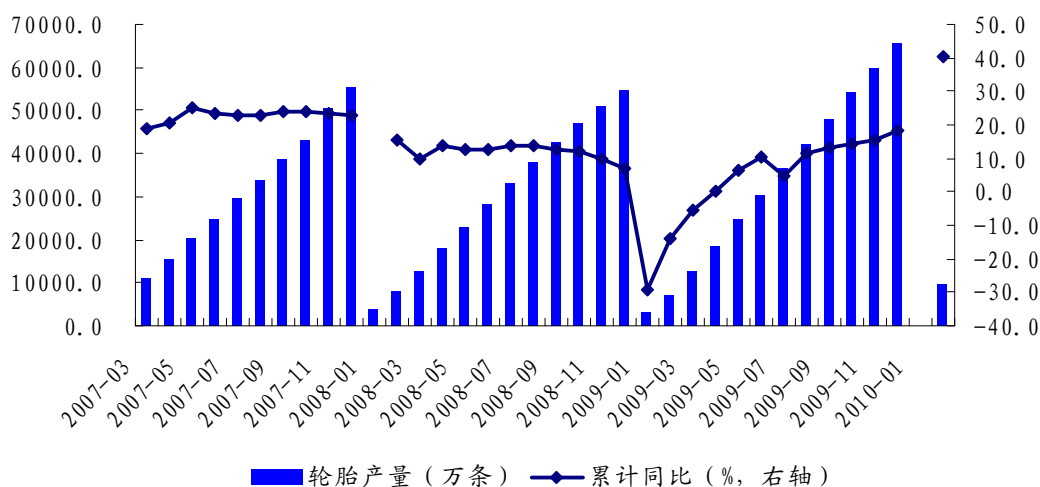
为近年来的新高。电子行业，今年前两个月集成电路产量同比增长 94.23%，显示出强大的复苏态势。

图表 1 国内汽车累计产量及同比增长情况



数据来源: WIND 资讯, 日信证券

图表 2 国内橡胶轮胎累计产量及同比增长情况

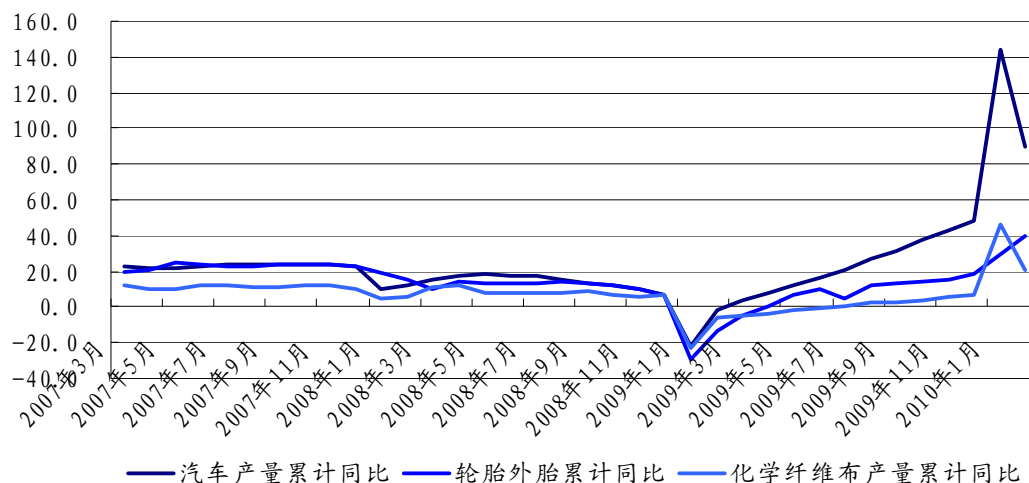


数据来源: WIND 资讯, 日信证券

由于各下游行业的强劲复苏, 预期对尼龙 66 的需求量将明显提升。按照汽车、轮胎、化学纤维布等几个行业在正常年份的平均增长速度来 (15% 左右, 见图表 3) 估测尼龙 66 的需求增速, 预计 09 年-11 年尼龙 66 产品的年均需求增长将保持在 15% 的水平上。

08 年国内尼龙 66 切片表观消费量 35.42 万吨, 预计 09 年-11 年对尼龙 66 切片的需求量可分别达 40.73 万吨、46.84 万吨、53.87 万吨。

图表 3 尼龙 66 几个主要下游行业产量同比增长情况



数据来源：WIND 资讯，日信证券

2、反倾销：利好国内企业。

2.1、尼龙 66 切片：反倾销实施期 5 年

海外产品对国内造成冲击。2005 年，进口尼龙 66 切片占全国市场份额的 36.92%，而 2008 年上半年为 48.42%，海外产品进口量猛增。除了进口量大幅增长外，海外厂商在中国销售尼龙 66 的价格比他们所在国、亚洲周边地区的价格更低，对国内尼龙行业造成了冲击。

反倾销实施期 5 年。根据《中华人民共和国反倾销条例》的规定，商务部于 2008 年 11 月 14 日发布立案公告，决定对原产于美国、意大利、英国、法国和台湾地区的进口聚酰胺-6,6 切片（即“尼龙 66 切片”）进行反倾销立案调查。

2009 年 10 月 12 日，商务部公平贸易局正式发出裁定，决定对原产于美国、意大利、英国等企业的进口聚酰胺-6,6 切片征收反倾销税，比例在 5.3%到 37.5%不等，2009 年 10 月 13 日开始生效，实施期 5 年。

2.2、利好国内企业

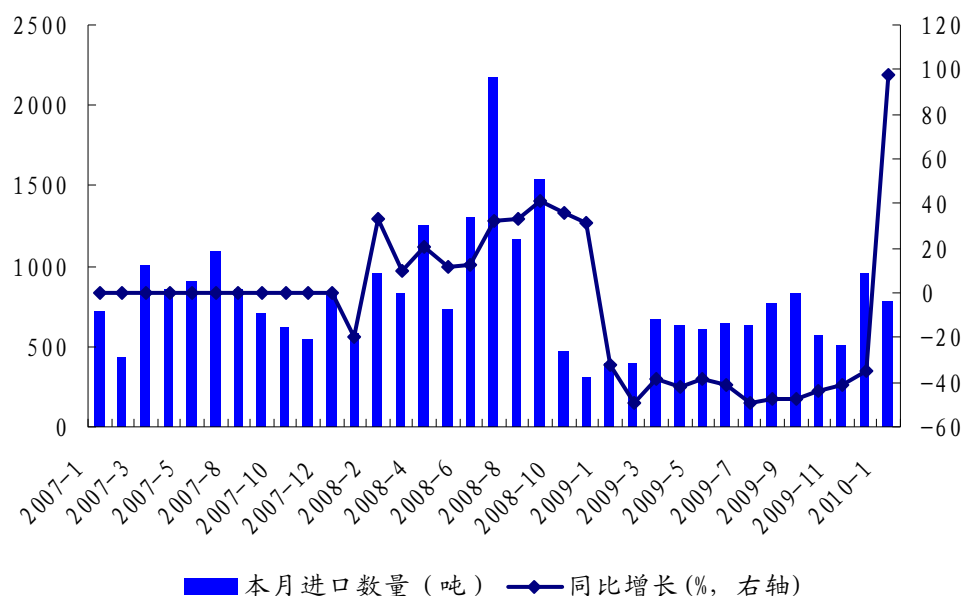
目前，全球尼龙 66 切片产能共计 250 万吨，主要生产厂家有罗地亚、英威达、SK、杜邦、巴斯夫、中平能化集团等十几家公司。

截至 2008 年底，国内尼龙 66 切片产能为 29.7 万吨；由于经济危机以及国外尼龙 66 切片产品的冲击，08 年国内尼龙 66 企业开工率较低，实际产量为 15 万吨，进口量 23 万吨，出口量 2.58 万吨，表观消费量 35.42 万吨。

由 08 年尼龙 66 的进出口数据分析可知，在反倾销税实施之前，国内尼龙 66 切片需求量的 65%由国外产品满足，而国内企业开工率仅为 51%。

反倾销税的实施在一定程度上降低了国外产品进口量。09 年 1 月份开始，国内尼龙进口量同比大幅下降 30%，09 年全年各月尼龙产品进口均保持了这一同比降幅，见图表 4。尼龙进口量大幅下滑，与国内经济不景气、下游需求情况差关系密切；但与商务部 08 年底展开的反倾销调查也有较高的关联度。反倾销调查的初裁决定：自 2009 年 6 月 26 日起，进口经营者在进口原产于美国、意大利、英国、法国和台湾地区的进口聚酰胺-6,6 切片时，应依据初裁决定所确定的各公司的倾销幅度向中华人民共和国海关提供相应的保证金。从图表 4 明显可见，2009 年 7 月份尼龙产品进口同比出现了更大的下滑幅度。这说明反倾销税的实施在一定程度上降低了国外产品的进口量。（2010 年初进口量同比大幅提升，是由于去年同期进口量过低，基数小所致）

图表 4 海关进口数据：未梳的尼龙或其它聚酰胺短纤



数据来源：海关数据，日信证券

国外产品价格优势丧失，利好国内企业。根据商务部的反倾销终裁公告，所涉及公司产品均被征收 5.3%–37.5% 的反倾销税率；其中大部分公司的税率都在 20% 以上。反倾销税率实施后，国外产品的价格优势基本丧失。以美国首诺公司 PA66 产品为例，2010 年 3 月 15 日其 50BWFS 报盘在 3600 美元/吨，按照汇率 6.8，30% 的反倾销税率估算，其人民币价格为 31824 元/吨；而同期国内企业的 PA66 产品价格为 28200 元/吨，明显低于国外进口产品价格。

反倾销税的实施，利于国内企业打开销路，提升开工率；同时也给国内产品带来一定的价格优势，利于相关企业提升经营业绩。

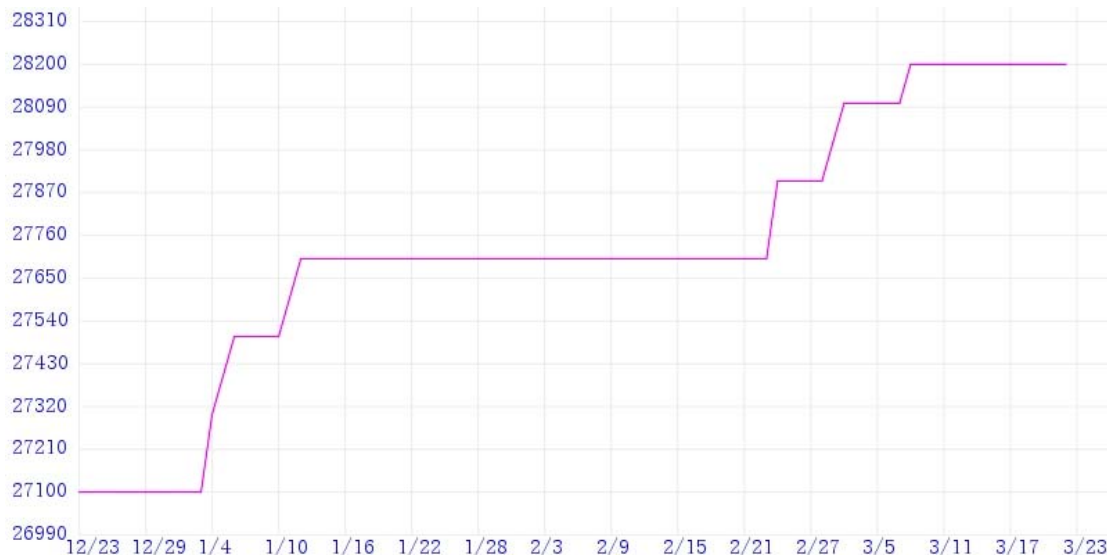
3、尼龙 66 价格：有望长期保持高位。

3.1、近期尼龙 66 价格连续上涨

09 年下半年以来，由于以下一些原因，国内尼龙 66 产品价格出现连续上涨态势。首先是商务部反倾销初裁公告之后，国内尼龙 66 产品价格在几天内涨幅达 26%；其次是下游各行业都已进入复苏阶段，对尼龙 66 产品的需求量不断上升，而相关企业在经历经济危机后，库存较低，短期内难以满足市场需求；第三，尼龙 66

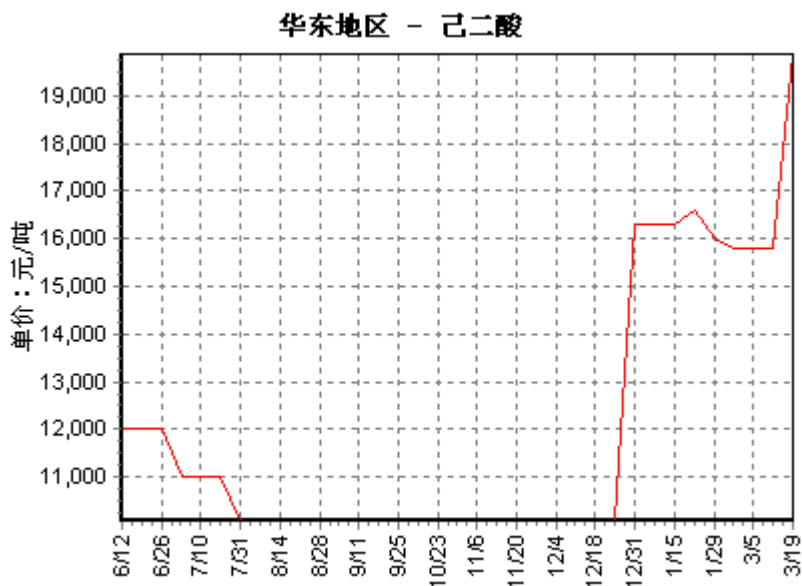
的主要生产原料己二酸，价格也出现了较快的上涨，由此推动尼龙 66 产品价格上涨。

图表 5 国内 PA66 产品价格走势（元/吨）



数据来源：日信证券

图表 6 国内己二酸产品价格走势（元/吨）



数据来源：中国化工信息周刊

3.2、有望长期保持较高价格水平

国内产能几年内难以满足需求。08 年底国内尼龙 66 切片产能为 29.7 万吨，09 年无产能扩张。目前拟新建和扩产的尼龙 66 项目约 20 万吨，预计将于 2010、年 2011 年陆续释放产能。考虑到行业开工率等因素，预计 2010 年、2011 年国内尼龙 66 切片产量分别达 30 万吨、40 万吨。根据前文预测的需求量，2010 年、2011

年分别可达 46.84 万吨、53.87 万吨，国内产能几年内难以满足需求。

反倾销限制了国外产品进口。反倾销税率的实施，一方面限制了国外产品大量涌入国内；另一方面也有利于产品价格保持在适当的高位。

下游新的需求领域不断出现。随着新型工程塑料的不断开发出来，尼龙的应用领域正在不断拓展。如果国内汽车厂商按照德国汽车制造标准，每辆汽车机械部件所用尼龙 66 注塑件的重量达到 13 千克，那么按 09 年国内汽车产量 1382.668 万辆计算，将产生 17.97 万吨的尼龙 66 需求量；这相当于目前国内产能的 61%。

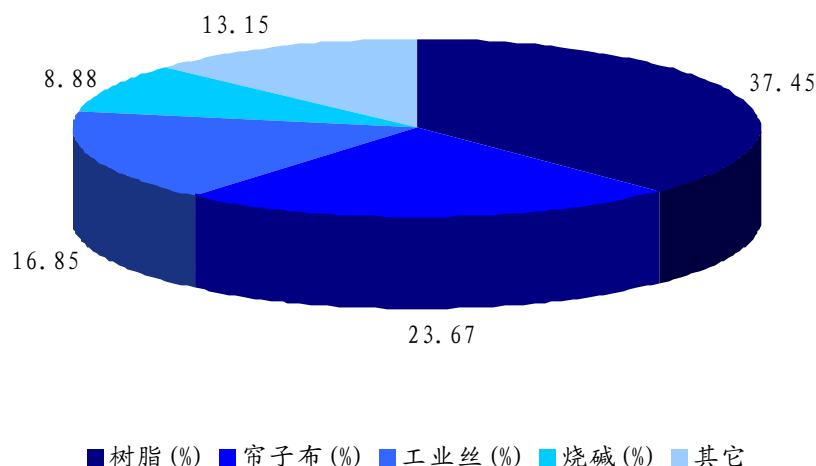
由于国内产能难以满足需求，以及反倾销税率等因素存在，预期国内尼龙 66 产品有望在较长时期内保持较高的价格水平。

4、神马实业（600810）：09 年度扭亏为盈，10 年度业绩空间巨大。

4.1、神马实业（600810）：国内尼龙 66 龙头企业

目前国内尼龙 66 的最大生产企业为神马实业（600810），公司尼龙 66 工业丝产能为 10 万吨，其中帘子布产能 4 万吨；另外公司的控股股东神马集团尼龙 66 盐产能为 10 万吨，公司控股子公司河南神马氯碱发展有限责任公司主要产品为烧碱和 PVC 树脂（产能各 25 万吨）。

图表 7 公司主营构成情况（2009 年中期）



数据来源：公司公告

4.2、09 年度扭亏为盈

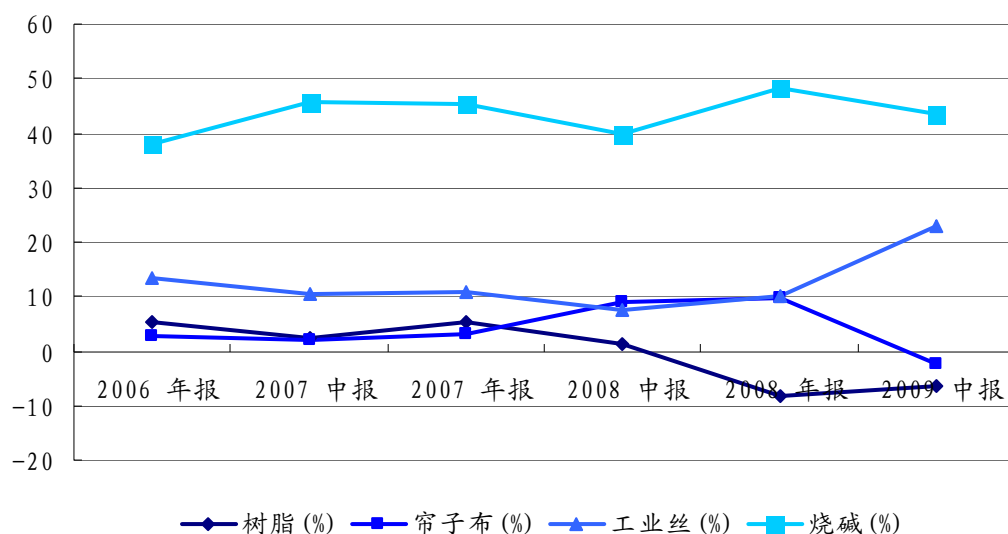
根据公司 09 年三季报，09 年三季度公司实现利润总额-5257 万元，归属于母公司所有者的净利润-4287 万元。根据公司近期公告，09 年度公司已实现扭亏为盈。

从单季度盈利情况分析，09 年公司经营呈现逐季好转的现象。09 年一、二、三季度，公司单

季度营业收入分别为 65612.15 万元、135248.44 万元、201775.25 万元，营业收入按季度快速上升。公司的单季度每股收益分别为-0.16 元、0、0.06 元，第三季度已经实现盈利。

公司 09 年度能够实现扭亏为盈，主要是由于经营出现了以下一系列好转。一是尼龙 66 产品价格快速回升，第三季度公司的尼龙 FDY、帘子布价格环比分别上涨了 24.2%、11.9%；二是下游需求回暖，各产品销量提升；三是公司烧碱、PVC 部分新增产能于三季度投产，也带来了利润的增长。

图表 8 公司各产品毛利率情况



数据来源：公司公告

4.3、10 年度业绩空间巨大

未来公司业绩增长点在于：1、尼龙 66 产品价格将保持较高水平；2、公司开工率提升，产品销量增加；3、公司原有烧碱、PVC 产能各 25 万吨，新建氯碱项目将扩大烧碱、PVC 产能近 1 倍；4、公司 3 万吨/年涤纶工业丝技改项目，1 万吨/年锦纶 66 中低旦工业丝技改项目，3 万吨/年涤纶帘、帆布技改项目目前正在进行或准备进行，未来将给公司带来新的利润增长点。

公司盈利预测假设条件、业绩预测见图表 9、图表 10。预计公司 09 年-11 年业绩分别为 0.03 元、0.85 元、0.97 元。按照 3 月 23 日收盘价 13.98 元计算，对应 10 年、11 年 PE 分别为 16.45 倍、14.43 倍。此估值在化纤类上市公司中属于较低水平，且 10 年公司业绩空间巨大，给予“买入”评级。

图表 9 公司盈利预测假设

		2010E	2011E
产量	树脂(万吨)	30	40
	帘子布(吨)	3.5	4
	工业丝(吨)	6	6
	烧碱(万吨)	36	48
毛利率	树脂	5%	5%
	帘子布	5%	5%
	工业丝	20%	20%
	烧碱	42%	42%
价格	树脂(元/吨)	8000	7800
	帘子布(万元/吨)	35000	34000
	工业丝(万元/吨)	28000	26000
	烧碱(元/吨)	2300	2300

数据来源：公司公告

图表 10 公司业绩预测（万元）

	2008 年报	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	454088.69	583821.97	681444.44	793777.78
营业收入	454088.69	583821.97	681444.44	793777.78
二、营业总成本	464259.34	584667.44	633503.50	738814.34
营业成本	418872.93	543397.09	585332.22	682702.22
营业税金及附加	1582.32	1010.48	1179.44	1373.87
销售费用	3679.41	4002.67	4671.96	5442.12
管理费用	23752.82	22393.23	26137.67	30446.36
财务费用	15639.61	13863.97	16182.20	18849.78
资产减值损失	732.25	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益				
投资净收益	-4190.23	3500.00	3500.00	3500.00
四、营业利润	-14360.88	2654.52	51440.94	58463.44
加：营业外收入	973.15	300.00	300.00	300.00
减：营业外支出	1399.12	300.00	300.00	300.00
五、利润总额	-14786.85	2654.52	51440.94	58463.44
减：所得税	1441.16	1000.00	12860.24	14615.86
六、净利润	-16228.01	1654.52	38580.71	43847.58
减：少数股东损益	-2124.05	486.92	1000.00	1000.00
归属于母公司所有者的净利润	-14103.97	1167.60	37580.71	42847.58
七、基本每股收益(元)	-0.32	0.03	0.85	0.97

数据来源：公司公告

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。