

公司研究

资产重组完成，进一步向产业链上游延伸

——神马股份（600810.SH）完成配套融资募集公告点评

要点

事件：2021年3月26日，公司发布公告称已完成收购尼龙化工公司37.72%股权交易的配套融资募集工作，截至2021年3月24日，神马股份实际已向符合条件的特定投资者发行人民币普通股（A股）股票82,079,343股，扣除发行费用募集资金净额5.87亿元。

点评：

资产重组完成后，公司产业链布局进一步优化：公司先后于20年9月和21年3月完成了收购尼龙化工公司37.72%股权以及配套融资募集工作，公司配套募集近6亿元用于3万吨/年1,6乙二醇项目、尼龙化工产业配套氢氨项目以及上市公司偿还债务，此次配套融资募集完成标志着公司正式完成了本次资产重组的全部交易。尼龙化工主要从事尼龙66盐及其中间体的研发、生产及销售，本次重组完成后，上市公司主体进一步向尼龙66产业链上游延伸，有效降低采购和生产成本，提升盈利能力，形成良好的协同发展效应。本次收购尼龙化工公司股权完成，意味着公司成为了国内尼龙66行业中少数具备规模化生产能力和上游原材料一体化生产能力的龙头企业。

尼龙66行业景气度回暖，21年公司业绩有望大幅增长：2020年受新冠疫情影响，下游需求疲软，尼龙66行业景气度下滑。截至2020Q3，公司尼龙66产品售价大幅下跌，帘子布及工业丝销量也有所下滑，其中工业丝、帘子布、切片销量分别为3.28万吨、4.58万吨、11.7万吨，分别同比-11.1%、-4.0%、+13.6%；工业丝、帘子布、切片平均售价分别为24631元/吨、30799元/吨、17095元/吨，分别同比-18.9%、-11.2%、-25.7%。公司主营产品量价齐跌致业绩大幅下滑，截至2020Q3公司实现归母净利润1.3亿元，同比-76.6%。随着国内疫情受控，下游需求持续复苏，行业景气度逐渐回暖，截至2021年4月9日，尼龙66价格上涨至42150元/吨，较年初上涨43.4%，随着行业景气度持续回暖，尼龙66价格及价差有望持续上涨，公司21年业绩有望大幅增长。

盈利预测、估值与评级：受新冠疫情影响，20年尼龙66行业景气度下行，21年年初以来，随着下游需求复苏行业景气度持续回暖，公司盈利能力有望大幅改善，因此我们下调公司20年盈利预测，上调公司21-22年盈利预测，预计2020-2022年净利润分别为3.29（下调39%）/8.74（上调36%）/12.40（上调45%）亿元，折合EPS 0.39/0.95/1.31元，维持“增持”评级。

风险提示：己二腈供应紧张影响产量；下游需求复苏不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,153	13,022	12,142	13,901	15,808
营业收入增长率	4.38%	16.76%	-6.76%	14.49%	13.71%
净利润（百万元）	650	419	329	874	1,204
净利润增长率	867.68%	-35.47%	-21.54%	165.68%	37.83%
EPS（元）	1.47	0.73	0.39	0.95	1.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.43%	12.44%	8.57%	18.61%	21.20%
P/E	8	16	30	12	9
P/B	1.6	2.0	2.6	2.3	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-09 注：公司2018年末总股本为4.42亿，2019年末总股本为5.75亿，2020年末总股本为8.37亿，2021年及以后总股本为9.19亿

增持（维持）

当前价：11.70元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

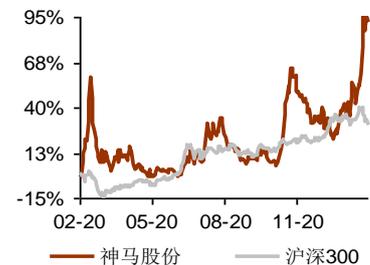
010-57378026

zhaond@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.19
总市值(亿元)	107.58
一年最低/最高(元)	7.00/14.94
近3月换手率	121.87%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.79	47.06	25.27
绝对	-4.49	39.60	58.03

资料来源：Wind

相关研报

尼龙化工景气度下滑，推进产业链整合和产品结构调整——神马股份（600810.SH）2019年报告点评（2020-04-12）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,153	13,022	12,142	13,901	15,808
营业成本	9,573	11,855	11,208	12,296	13,764
折旧和摊销	236	252	270	283	298
税金及附加	61	49	56	64	73
销售费用	152	135	146	167	190
管理费用	302	326	317	362	412
研发费用	131	188	159	182	207
财务费用	158	249	146	95	74
投资收益	312	274	293	284	289
营业利润	1,083	518	430	1,032	1,397
利润总额	1,080	550	462	1,064	1,429
所得税	117	44	44	100	135
净利润	964	506	419	964	1,294
少数股东损益	314	87	90	90	90
归属母公司净利润	650	419	329	874	1,204
EPS(元)	1.47	0.73	0.39	0.95	1.31

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	692	1,653	724	1,028	1,294
净利润	650	419	329	874	1,204
折旧摊销	236	252	270	283	298
净营运资金增加	258	-487	-368	400	484
其他	-451	1,470	493	-529	-693
投资活动产生现金流	-320	-906	24	-157	-123
净资本支出	-227	-474	-383	-440	-412
长期投资变化	2,079	2,844	0	0	0
其他资产变化	-2,173	-3,276	407	284	289
融资活动现金流	-1,043	821	-2,324	-502	-771
股本变化	0	133	262	82	0
债务净变化	-452	1,990	-2,316	-387	-470
无息负债变化	460	714	157	413	308
净现金流	-670	1,558	-1,575	369	400

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.2%	9.0%	7.7%	11.5%	12.9%
EBITDA 率	10.5%	5.7%	4.5%	8.2%	9.4%
EBIT 率	8.4%	3.8%	2.3%	6.1%	7.5%
税前净利润率	9.7%	4.2%	3.8%	7.7%	9.0%
归母净利润率	5.8%	3.2%	2.7%	6.3%	7.6%
ROA	8.8%	3.6%	3.4%	7.3%	9.1%
ROE (摊薄)	20.4%	12.4%	8.6%	18.6%	21.2%
经营性 ROIC	13.5%	7.9%	4.7%	13.0%	16.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	63%	69%	61%	57%	52%
流动比率	0.82	0.87	0.91	1.04	1.20
速动比率	0.66	0.73	0.75	0.85	0.98
归母权益/有息债务	0.85	0.59	1.12	1.54	2.21
有形资产/有息债务	2.83	2.36	3.49	4.25	5.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按各年度年末股本计算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	10,965	13,904	12,300	13,276	14,189
货币资金	1,837	4,123	2,548	2,917	3,317
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,227	877	1,085	1,241	1,306
应收票据	672	335	328	209	237
其他应收款 (合计)	36	11	22	27	24
存货	1,005	1,182	1,016	1,214	1,326
其他流动资产	93	550	463	637	825
流动资产合计	5,106	7,277	5,672	6,491	7,290
其他权益工具	0	14	14	14	14
长期股权投资	2,079	2,844	2,844	2,844	2,844
固定资产	2,597	2,551	2,571	2,610	2,638
在建工程	566	586	630	693	725
无形资产	317	299	313	327	340
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	188	302	191	191	191
非流动资产合计	5,858	6,628	6,628	6,785	6,898
总负债	6,953	9,658	7,499	7,524	7,363
短期借款	2,726	4,097	1,781	1,394	924
应付账款	384	357	446	451	489
应付票据	1,912	3,087	2,914	3,320	3,626
预收账款	113	175	145	164	196
其他流动负债	0	0	1	1	1
流动负债合计	6,214	8,371	6,210	6,241	6,086
长期借款	592	1,188	1,188	1,188	1,188
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	36	45	48	42	36
非流动负债合计	739	1,286	1,289	1,283	1,277
股东权益	4,011	4,247	4,801	5,752	6,826
股本	442	575	837	919	919
公积金	2,029	1,903	1,936	2,024	2,094
未分配利润	708	892	1,062	1,752	2,666
归属母公司权益	3,179	3,370	3,835	4,695	5,680
少数股东权益	832	876	966	1,056	1,146

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.37%	1.04%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用率	2.71%	2.51%	2.61%	2.61%	2.61%
财务费用率	1.41%	1.91%	1.21%	0.69%	0.47%
研发费用率	1.17%	1.45%	1.31%	1.31%	1.31%
所得税率	11%	8%	9%	9%	9%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.45	0.22	0.11	0.24	0.32
每股经营现金流	1.57	2.88	0.86	1.12	1.41
每股净资产	7.19	5.86	4.58	5.11	6.18
每股销售收入	25.22	22.65	14.50	15.12	17.19

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	8	16	30	12	9
PB	1.6	2.0	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	7.7	13.4	22.4	11.5	8.6
股息率	3.8%	1.9%	1.0%	2.0%	2.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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相一致的投资决策。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版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE