

## 公司研究

## 拟泰国投建尼龙 66 工业丝项目，推进海外战略布局

——神马股份（600810.SH）公告点评

## 要点

**事件：**公司发布《关于在泰国投资新建生产基地的公告》，拟在泰国投资新建生产基地，建设 2 万吨/年尼龙 66 差异化纤维泰国项目（一期），总投资约 2.5 亿元。

## 点评：

**积极响应国家“一带一路”倡议，推进海外战略布局：**公司拟在泰国投资新建生产基地，建设 2 万吨/年尼龙 66 差异化纤维泰国项目（一期），形成 7000 吨/年尼龙 66 工业丝及 3000 吨/年尼龙 66 细旦丝合计 1 万吨/年尼龙 66 差异化纤维的建设规模。项目总投资约 2.5 亿元，建设期 15 个月，项目实施地位于泰国“东部经济走廊”。近年来，全球许多知名轮胎公司在泰国投资设立汽车轮胎加工基地，泰国已成为仅次于中国的全球第二大轮胎出口国家。目前已有 17 家轮胎公司（法国米其林、普利司通、固特异、玲珑轮胎、青岛森麒麟等），总产能已超 2 亿条/年，公司在泰国投建尼龙 66 工业丝项目，靠近下游客户，有利于降低销售成本，增强产品盈利能力。此外，公司可将尼龙 66 工业丝从泰国直接出口至美国，从而规避高额的反倾销税。此次在泰国投资新建生产基地，是公司实施海外战略布局的重要举措，有利于公司开拓海外市场，建立产品海外供应能力，提升全球范围内的销售能力，加大海外重点地区的辐射渗透力度。

**设立龙安化工子公司建设焦炉煤气项目，保障公司尼龙产业链原料供应：**2023 年 8 月 21 日，公司发布公告拟设立全资子公司河南神马龙安化工有限责任公司，筹建 40000Nm<sup>3</sup>/h 焦炉煤气综合利用项目，主要产品为液氮、液化天然气（LNG）、液体二氧化碳等。项目建设期为 18 个月，预计年均销售收入为 5.4 亿元。公司尼龙产业已初步形成尼龙 66 和尼龙 6 协同发展的大尼龙格局，产业发展对液氨、LNG 等原料的需求很大，所需的主要基础原料液氨、LNG 全部依靠外购。该项目建成后将减少公司煤炭消耗，补充天然气供应，提高尼龙产业链的原料保障能力，降低生产成本，并增加公司的产品种类，拓展发展空间。

**盈利预测、估值与评级：**公司在建项目稳步推进，积极响应国家号召推进海外战略布局，发展空间广阔，因此我们维持公司 2023-25 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.62/4.57/7.58 亿元，折合 EPS 为 0.15/0.44/0.73 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**新增产能投放不及预期；原材料价格波动；下游需求复苏不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	13,415	13,559	14,843	16,275	17,873
营业收入增长率	50.53%	1.07%	9.47%	9.65%	9.82%
净利润（百万元）	2,144	427	162	457	758
净利润增长率	478.56%	-80.10%	-62.15%	182.86%	65.94%
EPS（元）	2.05	0.41	0.15	0.44	0.73
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.80%	5.68%	2.14%	5.76%	8.87%
P/E	3	17	45	16	10
P/B	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-01-18

## 增持（维持）

当前价：6.93 元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	10.44
总市值(亿元)	72.36
一年最低/最高(元)	6.59/8.52
近 3 月换手率	32.37%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.16	-2.68	9.04
绝对	-8.94	-10.00	-10.56

资料来源：Wind

## 相关研报

PC 量价齐升，Q3 业绩环比显著改善——神马股份（600810.SH）2023 年三季度报点评（2023-10-13）

己二腈项目通过国家科技部验收，持续完善 PA66、PC 产业链布局——神马股份（600810.SH）事件点评（2023-03-27）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,415	13,559	14,843	16,275	17,873
营业成本	9,424	11,547	12,981	13,930	14,974
折旧和摊销	464	503	670	755	840
税金及附加	124	97	107	117	128
销售费用	79	81	89	98	107
管理费用	500	591	647	709	779
研发费用	495	384	420	461	506
财务费用	370	292	378	442	523
投资收益	67	-6	-6	-6	-6
营业利润	2,474	493	196	527	864
利润总额	2,460	493	196	527	865
所得税	297	53	21	57	93
净利润	2,163	440	175	471	772
少数股东损益	19	14	14	14	14
归属母公司净利润	2,144	427	162	457	758
EPS(元)	2.05	0.41	0.15	0.44	0.73

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,299	849	1,709	1,619	2,036
净利润	2,144	427	162	457	758
折旧摊销	464	503	670	755	840
净营运资金增加	2,620	1,778	291	914	1,064
其他	-3,929	-1,860	586	-507	-625
投资活动产生现金流	-2,411	-2,180	-2,052	-2,026	-2,026
净资本支出	-2,264	-2,198	-2,020	-2,020	-2,020
长期投资变化	1,135	1,135	0	0	0
其他资产变化	-1,281	-1,117	-32	-6	-6
融资活动现金流	3,572	2,022	-133	1,267	949
股本变化	207	0	0	0	0
债务净变化	2,521	1,203	374	1,755	1,609
无息负债变化	511	-1,783	425	192	220
净现金流	2,436	757	-476	859	959

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	29.8%	14.8%	12.5%	14.4%	16.2%
EBITDA 率	24.8%	10.8%	8.7%	10.7%	12.6%
EBIT 率	21.3%	7.0%	4.2%	6.1%	7.9%
税前净利润率	18.3%	3.6%	1.3%	3.2%	4.8%
归母净利润率	16.0%	3.1%	1.1%	2.8%	4.2%
ROA	8.4%	1.6%	0.6%	1.5%	2.3%
ROE (摊薄)	27.8%	5.7%	2.1%	5.8%	8.9%
经营性 ROIC	13.8%	3.9%	2.4%	3.4%	4.5%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	68%	62%	63%	65%	65%
流动比率	1.12	1.40	1.42	1.44	1.50
速动比率	1.04	1.25	1.25	1.28	1.33
归母权益/有息债务	0.60	0.54	0.52	0.49	0.48
有形资产/有息债务	1.95	1.86	1.87	1.82	1.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	25,897	27,354	28,193	30,556	33,012
货币资金	9,751	9,382	8,906	9,765	10,724
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,066	1,149	1,202	1,318	1,447
应收票据	2	0	1	1	1
其他应收款 (合计)	7	529	150	165	181
存货	1,079	1,435	1,532	1,651	1,781
其他流动资产	2,351	1,168	1,194	1,222	1,254
流动资产合计	14,418	13,780	13,243	14,341	15,617
其他权益工具	14	14	14	14	14
长期股权投资	1,135	1,135	1,135	1,135	1,135
固定资产	5,098	5,966	7,110	8,172	9,150
在建工程	3,728	4,160	4,170	4,177	4,183
无形资产	846	1,079	1,077	1,075	1,073
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	476	1,032	1,058	1,058	1,058
非流动资产合计	11,478	13,574	14,950	16,215	17,395
总负债	17,558	16,977	17,777	19,723	21,553
短期借款	6,950	5,734	4,775	5,197	5,472
应付账款	1,191	1,372	1,592	1,708	1,836
应付票据	1,283	453	519	557	599
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	10	22	34	49	65
流动负债合计	12,875	9,874	9,334	9,940	10,428
长期借款	4,428	6,670	8,004	9,337	10,670
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	145	128	135	142	150
非流动负债合计	4,682	7,103	8,443	9,783	11,125
股东权益	8,339	10,377	10,416	10,833	11,460
股本	1,044	1,044	1,044	1,044	1,044
公积金	3,166	3,184	3,201	3,225	3,225
未分配利润	3,502	3,272	3,282	3,660	4,274
归属母公司权益	7,712	7,511	7,536	7,939	8,553
少数股东权益	627	2,866	2,880	2,893	2,907

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.59%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	3.73%	4.36%	4.36%	4.36%	4.36%
财务费用率	2.76%	2.15%	2.55%	2.71%	2.93%
研发费用率	3.69%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%
所得税率	12%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.60	0.13	0.05	0.14	0.23
每股经营现金流	1.24	0.81	1.64	1.55	1.95
每股净资产	7.39	7.19	7.22	7.60	8.19
每股销售收入	12.85	12.99	14.22	15.59	17.12

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	3	17	45	16	10
PB	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.6	16.9	20.3	16.1	13.2
股息率	8.7%	1.9%	0.7%	2.0%	3.3%

## 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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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曾与，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。

## 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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP