证券研究报告

公司研究

点评报告

新凤鸣(603225.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

陈淑娴，CFA 石化行业首席分析师
执业编号：S1500519080001
联系电话：+86 21 61678597
邮　箱：chenshuxian@cindasc.com

相关研究

《扩张节奏加快，打造低成本龙头》2021.6.30

《60 万吨聚酯投产，成长性持续强化》2021.7.5

《单季度业绩创新高，验证龙头盈利弹性》2021.7.14

《2 季度公司业绩高增，持续布局产能扩张》2021.8.18

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

尽显龙头成本优势，扩张产能迎投产大年

2021 年 11 月 2 日

事件：2021 年 10 月 28 日，新凤鸣发布《2021 年第三季度报告》，2021 年前三季度，公司实现营业收入 365.69 亿元，同比增加 58.60%；归母净利润为 19.34 亿元，同比增加 644.84%；实现基本每股收益 1.37 元。其中 2021 年第 3 季度实现营业收入 128.89 亿元，同比增加 35.77%，环比上升 0.19%；实现归母净利润 6.11 亿元，同比增加 926.26%，环比下降 26.03%，实现扣非后归属母公司股东净利润 5.58 亿元，环比下降 30.42%，实现基本每股收益 0.42 元。与公司 2021 年 10 月 15 日发布的《2021 年三季度业绩预增公告》相比，2021 年三季度业绩符合预期。

点评：

- **成本优势明显，盈利能力远超行业水平。**2021 年第 3 季度，公司 POY、FDY 和 DTY 生产量分别为 107.00、23.08 和 11.79 万吨，合计生产涤纶长丝 141.87 万吨；销售量分别为 107.15、22.91 和 11.93 万吨，合计销售涤纶长丝 141.99 万吨，产销率达到 100.08%，环比下降 10.92pct。2021 年第 3 季度，公司涤纶长丝销售价格同比大幅上升，POY、FDY 和 DTY 售价（不含税）分别为 6834.52 元/吨、7468.10 元/吨和 9029.38 元/吨，同比增加 48.74%、38.05%和 40.74%。3 季度长丝行业虽然由于煤炭等能源成本上涨，叠加海运导致纺服出口恢复较慢，金九银十旺季不旺，长丝景气度有所回落，价差收窄。从行业平均水平来看，2021 年 3 季度，POY、FDY 和 DTY 行业单吨净利润分别为 162.80、48.81 和 287.42 元/吨，分别环比下降 54.62%、78.02 和 32.85%。根据我们的测算，公司 3 季度长丝单吨净利润约 400 元/吨左右，环比 2 季度 500-550 元/吨下降约 25%左右，但下降速度远小于行业降幅。公司凭借 PTA 和涤纶长丝装置技术、管理能力、产品成本和差异化方面的优势实现远高于行业平均水准的盈利能力，维持可观的利润水平。

- **双控限产逐渐放松，长丝价差触底回升。**2021 年 10 月，长丝和织布企业受到限电限产影响，开工率均创下年内新低，但这也加快了织布企业去坯布库存的速度，从 9 月最高点 40 天降到了 28 天。受益于 10 月原油等能源价格上涨，长丝价格成本端支撑明显，且受限产影响市场供应减少，长丝价格大幅上涨，扭亏为盈后盈利持续扩大，2021 年 10 月 POY、FDY 和 DTY 行业单吨净利润分别为 290、118 和 454 元/吨，相比今年 3 局均值分别增长 7%、142%和 58%。随着双控限产逐渐放松，以及海运缓解带动纺服出口需求边际改善，我们认为公司第四季度盈利能力将有所恢复。

- **布局“两洲两湖”生产基地，产能进一步扩张。**公司布局桐乡洲泉、湖州东林、平湖独山、徐州新沂四大基地，目前共有聚酯产能 600 万吨，PTA 产能 500 万吨。其中洲泉基地和湖州基地为主要涤纶长丝生产基地，合计最大产能近 540 万吨。平湖独山基地在 500 万吨/年 PTA 基

础上投产了 60 万吨/年聚酯纤维产能，还新增长丝产能 30 万吨，未来将逐步打造成 PTA 产能 1200 万吨，聚酯产能 210 万吨的一体化基地。至 2022 年公司预计新投产短纤 120 万吨，至 2024 年公司预计 PTA 产能达到 1200 万吨，长丝产能达 1000 万吨，短纤产能达 200 万吨，实现中下游产能翻倍，未来成长性和盈利可期。

- **“新凤转债”提前赎回，“凤 21 转债”进入转股期。**“新凤转债”是公司于 2018 年 4 月发行的 21.53 亿可转债，2018 年 11 月 5 日“新凤转债”进入转股期，2021 年 7 月触发提前强制赎回，截止 2021 年 8 月 31 日，已有 21.4648 亿的“新凤转债”已转换为公司股票，占发行总额的 99.6972%，新增股数约为 1.37 亿股，占转股前公司总股本的 9.88%。“凤 21 转债”是公司于 2021 年 4 月发行的 25 亿可转债，2021 年 10 月 14 日进入转股期。转债转股后一方面将减轻公司财务费用，另一方面短期内有一定收益摊薄压力。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 26.44、34.09 和 39.68 亿元，归母净利润增速分别为 338.4%、29.0%和 16.4%，EPS（摊薄）分别为 1.73 元/股、2.23 元/股和 2.59 元/股，对应 2021 年 11 月 1 日的收盘价，PE 分别为 8.72 倍、6.76 倍和 5.81 倍。我们看好公司聚酯产能扩张加速，叠加聚酯景气度复苏向上，公司未来仍有较高成长性，我们维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**上游原材料价格上涨的风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	34,148	36,984	45,149	55,558	64,471
增长率 YoY %	4.6%	8.3%	22.1%	23.1%	16.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,353	603	2,644	3,410	3,968
增长率 YoY%	-4.9%	-55.4%	338.4%	29.0%	16.4%
毛利率%	8.5%	5.0%	10.4%	10.4%	10.1%
净资产收益率ROE%	11.6%	5.0%	17.8%	18.7%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	0.88	0.39	1.73	2.23	2.59
市盈率 P/E(倍)	13.96	35.26	8.72	6.76	5.81
市净率 P/B(倍)	1.62	1.77	1.56	1.26	1.04

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 11 月 1 日收盘价

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,062	6,521	10,106	15,330	22,458
货币资金	2,301	3,379	6,568	11,155	17,727
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	314	440	537	661	767
预付账款	288	171	197	242	282
存货	1,453	1,673	1,926	2,370	2,758
其他	1,706	859	878	902	923
非流动资产	16,838	21,882	23,844	23,039	20,764
长期股权投	97	101	101	101	101
固定资产	12,516	17,279	19,643	18,512	15,911
无形资产	903	1,230	1,556	1,882	2,208
其他	3,322	3,272	2,543	2,543	2,543
资产总计	22,901	28,403	33,950	38,369	43,222
流动负债	7,071	10,197	10,782	11,792	12,676
短期借款	3,985	5,815	5,815	5,815	5,815
应付票据	699	989	1,139	1,401	1,631
应付账款	1,552	1,929	2,221	2,732	3,181
其他	835	1,464	1,607	1,843	2,049
非流动负债	4,169	6,164	8,349	8,349	8,349
长期借款	1,939	3,715	3,715	3,715	3,715
其他	2,230	2,449	4,634	4,634	4,634
负债合计	11,240	16,361	19,130	20,140	21,024
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	11,660	12,042	14,819	18,229	22,197
负债和股东权益	22,901	28,403	33,950	38,369	43,222

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	34,148	36,984	45,149	55,558	64,471
同比（%）	4.6%	8.3%	22.1%	23.1%	16.0%
归属母公司净利润	1,353	603	2,644	3,410	3,968
同比（%）	-4.9%	-55.4%	338.4	29.0%	16.4%
毛利率（%）	8.5%	5.0%	10.4%	10.4%	10.1%
ROE%	11.6%	5.0%	17.8%	18.7%	17.9%
EPS (摊薄)(元)	0.88	0.39	1.73	2.23	2.59
P/E	13.96	35.26	8.72	6.76	5.81
P/B	1.62	1.77	1.56	1.26	1.04
EV/EBITDA	7.99	11.35	4.69	3.08	1.87

利润表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	34,14	36,984	45,149	55,558	64,471
营业成本	31,24	35,148	40,474	49,796	57,965
营业税金及	54	48	58	72	83
销售费用	154	67	143	138	182
管理费用	286	374	417	537	610
研发费用	684	602	844	1,019	1,146
财务费用	276	362	464	498	475
减值损失合	-7	-19	0	0	0
投资净收益	11	95	116	142	165
其他	126	115	163	200	232
营业利润	1,585	574	3,028	3,840	4,408
营业外收支	6	68	0	0	0
利润总额	1,592	642	3,028	3,840	4,408
所得税	238	39	384	431	440
净利润	1,353	603	2,644	3,409	3,968
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	1,353	603	2,644	3,409	3,968
EBITDA	2,864	2,473	6,541	8,469	10,429
EPS (当年)(元)	0.88	0.39	1.73	2.23	2.59

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,825	3,183	6,525	8,643	10,605
净利润	1,355	603	2,644	3,410	3,968
折旧摊销	1,133	1,728	3,328	4,473	5,943
财务费用	291	395	481	530	530
投资损失	-15	-95	-116	-142	-165
营运资金变	-992	526	189	373	329
其它	52	27	0	0	0
投资活动现	-5,571	-5,552	-5,173	-3,526	-3,503
资本支出	-5,205	-5,971	-5,289	-3,668	-3,668
长期投资	-473	571	0	0	0
其他	107	-152	116	142	165
筹资活动现	3,799	3,419	1,838	-530	-530
吸收投资	2,212	0	133	0	0
借款	1,892	4,041	0	0	0
支付利息或股息	-436	-550	-481	-530	-530
现金流净增加额	79	1,014	3,190	4,587	6,572

研究团队简介

陈淑娴，CFA，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。入围 2020 年第 18 届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获 2020 年第 2 届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，2020 年第 8 届 Wind“金牌分析师”石化行业第四名，2020 年“21 世纪金牌分析师评选”能源与材料领域最佳产业研究报告，2019 年第 7 届 Wind“金牌分析师”石化行业第二名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。