新凤鸣（603225.SH）

2020 年 10 月 29 日

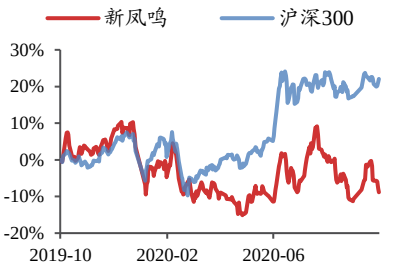
业绩符合预期，看好景气度上行带动公司业绩回暖

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/29
当前股价(元)	10.27
一年最高最低(元)	12.90/9.41
总市值(亿元)	143.38
流通市值(亿元)	121.18
总股本(亿股)	13.96
流通股本(亿股)	11.80
近 3 个月换手率(%)	24.22

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-深耕细作稳扩张，长丝龙头将启航》-2020.9.9

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

吉金（联系人）
jijin@kysec.cn
证书编号：S0790120030003

张晓锋（联系人）
zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790120080059

● **业绩符合预期，公司纵向和横向产业链布局日益完善，维持“买入”评级**

10 月 28 日，公司发布《2020 年第三季度报告》，前三季度公司实现营收 230.58 亿元（同比-6.16%），归母净利润 2.60 亿元（同比-76.51%）。Q3 涤纶长丝价差缩窄对公司业绩有所拖累，但“银十”行情如期而至，涤纶长丝价差持续修复，我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 5.44 亿元、17.70 亿元、23.33 亿元，EPS 分别为 0.39、1.26、1.67 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 26.4、8.1、6.2 倍。**我们认为，公司成长动能充足且具有较强的后发优势，产业链纵向延伸和产品结构横向发展相结合，将助力公司增强盈利能力，维持“买入”评级。**

● **涤纶长丝价差缩窄拖累公司业绩，行业景气度持续提振将带动业绩回暖**

Q3 单季度公司实现营业收入 94.92 亿元（环比+11.66%），归母净利润 5,950.18 万元（环比-58.04%）。分产品来看，涤纶长丝产品实现营收 58.73 亿元（环比-7.39%），主要是由于销量和均价下滑所致；PTA 实现营收 17.77 亿元（环比+67.76%），主要是由于 PTA 外销量环比大幅增长 66.17%所致。据 Wind 数据，Q3 涤纶长丝 POY 平均价差为 844 元/吨，较 Q2 约下降 340 元/吨，涤纶长丝价差缩窄对公司盈利能力造成拖累。**但进入 10 月以来，受益于“双十一”订单下达、印度订单转移以及冷冬预期，涤纶长丝产销两旺，价差持续修复，截至目前价差已反弹至 1337 元/吨，我们看好随行业景气度修复，公司业绩将同步回暖。**

● **产业链纵向延伸和产品结构横向发展相结合，助力长丝龙头再度腾飞**

10 月 19 日公司发布公告，子公司独山能源二期 220 万吨 PTA 项目正式投产，**至此公司 PTA 总产能达 500 万吨，跃居行业第三位，可满足现阶段 PTA 原料的自给自足。**我们预计于 2020 年底前，公司将再释放 30 万吨长丝产能；2021-2022 年公司计划新增 160 万吨长丝产能，届时公司涤纶长丝总产能将达 660 万吨。据公司公告，公司将横向扩张，建设 200 万吨涤纶短纤产能，剑指涤纶短纤龙头地位。公司产业链纵向延伸和产品结构横向发展相结合，将助力长丝龙头再度腾飞。

● **风险提示：**油价大幅下跌；环保督察不及预期；下游需求疲软；经济下行。[1]

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	32,659	34,148	33,244	46,767	57,273
YOY(%)	42.2	4.6	-2.6	40.7	22.5
归母净利润(百万元)	1,423	1,355	544	1,770	2,333
YOY(%)	-4.9	-4.8	-59.9	225.4	31.8
毛利率(%)	9.1	8.5	6.5	9.1	9.5
净利率(%)	4.4	4.0	1.6	3.8	4.1
ROE(%)	17.3	11.6	4.5	13.0	14.9
EPS(摊薄/元)	1.02	0.97	0.39	1.26	1.67
P/E(倍)	10.1	10.6	26.4	8.1	6.2
P/B(倍)	1.8	1.3	1.2	1.1	0.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5593	6062	6584	8131	9178
现金	2497	2301	2988	3098	3317
应收票据及应收账款	614	314	517	652	984
其他应收款	112	46	123	113	690
预付账款	193	288	79	499	422
存货	1438	1453	1656	1745	1711
其他流动资产	738	1660	1221	2023	2054
非流动资产	11577	16838	21294	24324	26942
长期投资	81	97	129	155	184
固定资产	7725	12516	16904	19796	22250
无形资产	596	903	1187	1473	1762
其他非流动资产	3175	3322	3074	2900	2746
资产总计	17169	22901	27877	32455	36120
流动负债	6610	7071	9399	10708	11117
短期借款	3060	3985	6289	7040	7534
应付票据及应付账款	2080	2252	2190	2061	2259
其他流动负债	1471	835	920	1607	1324
非流动负债	2317	4169	6456	8173	9295
长期借款	2076	3830	3897	4004	4231
其他非流动负债	240	338	2559	4168	5063
负债合计	8927	11240	15855	18880	20412
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	851	1400	1400	1400	1400
资本公积	1778	3437	3437	3437	3437
留存收益	5287	6488	6967	8510	10553
归属母公司股东权益	8242	11660	12022	13575	15709
负债和股东权益	17169	22901	27877	32455	36120

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	979	1825	2193	3374	4527
净利润	1423	1355	544	1770	2333
折旧摊销	895	1133	1372	1833	2247
财务费用	246	276	473	724	962
投资损失	-26	-11	-18	-14	-16
营运资金变动	-1645	-1017	-164	-939	-993
其他经营现金流	86	88	-12	2	-5
投资活动现金流	-3376	-5571	-5816	-4841	-4848
资本支出	3636	5209	4457	2988	2597
长期投资	331	-473	-32	-27	-29
其他投资现金流	591	-834	-1390	-1881	-2279
筹资活动现金流	3104	3799	4309	1577	539
短期借款	1512	925	2304	751	494
长期借款	1254	1754	67	107	227
普通股增加	249	549	0	0	0
资本公积增加	-159	1658	0	0	0
其他筹资现金流	248	-1087	1938	720	-182
现金净增加额	720	79	686	111	219

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	32659	34148	33244	46767	57273
营业成本	29693	31240	31091	42508	51841
营业税金及附加	50	54	52	73	89
营业费用	102	154	96	210	258
管理费用	223	286	299	398	458
研发费用	645	682	662	772	853
财务费用	246	276	473	724	962
资产减值损失	78	-7	28	47	32
其他收益	54	117	71	81	90
公允价值变动收益	-9	9	-0	4	2
投资净收益	26	11	18	14	16
资产处置收益	1	-0	-1	-0	-0
营业利润	1693	1587	633	2135	2888
营业外收入	29	37	35	36	35
营业外支出	6	31	23	26	25
利润总额	1716	1593	644	2145	2898
所得税	293	239	101	375	565
净利润	1423	1355	544	1770	2333
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1423	1355	544	1770	2333
EBITDA	2858	3152	2375	4421	5626
EPS(元)	1.02	0.97	0.39	1.26	1.67

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	42.2	4.6	-2.6	40.7	22.5
营业利润(%)	-11.7	-6.3	-60.1	237.5	35.2
归属于母公司净利润(%)	-4.9	-4.8	-59.9	225.4	31.8
获利能力					
毛利率(%)	9.1	8.5	6.5	9.1	9.5
净利率(%)	4.4	4.0	1.6	3.8	4.1
ROE(%)	17.3	11.6	4.5	13.0	14.9
ROIC(%)	11.4	8.7	3.4	7.3	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	52.0	49.1	56.9	58.2	56.5
净负债比率(%)	43.5	50.2	84.3	92.4	89.3
流动比率	0.8	0.9	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	2.3	1.7	1.3	1.6	1.7
应收账款周转率	64.6	73.5	80.0	80.0	70.0
应付账款周转率	19.5	14.4	14.0	20.0	24.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	0.97	0.39	1.26	1.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	1.30	1.57	2.41	3.23
每股净资产(最新摊薄)	5.59	8.04	8.30	9.40	10.93
估值比率					
P/E	10.1	10.6	26.4	8.1	6.2
P/B	1.8	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.3	6.4	10.3	6.1	5.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

[1]根据新凤鸣 2020 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 8.43%的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn