CMS 招商证券

无评级-A（首次）

目标估值： - 元
当前股价：36.84 元
2017 年 08 月 08 日

新凤鸣 603225.SH

长丝景气回升产能释放，业绩高增长

基础数据

上证综指	3279
总股本（万股）	60200
已上市流通股（万股）	7730
总市值（亿元）	232
流通市值（亿元）	30
每股净资产（MRQ）	5.5
ROE（TTM）	26.6
资产负债率	63.7%
主要股东	庄奎龙
主要股东持股比例	26.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	42	42
相对表现	2	32	26

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

王强
wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

石亮
shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

顾正阳
S1090513030001

研究助理
李舜
lishun2@cmschina.com.cn

事件：

公司发布 2017 年半年报，报告期内实现营业收入 107.78 亿元，同比增长 39.81%，实现归属于上市公司股东的净利润 5.26 亿元，同比增长 293.6%，实现归属于上市公司股东的扣非后的净利润 5.12 亿元，同比增长 305.04%，实现 EPS 0.96 元；其中 Q2 实现净利润 3.0 亿元，同比增长 441.29%，环比增长 32.69%。

同时，公司公告拟发行 22.3 亿元可转换公司债券的预案，募集资金主要用于中欣化纤年产 28 万吨改性纤维整合提升等 4 个项目。

评论：

1、涤纶长丝行业景气回升叠加新产能释放助推公司业绩高速增长

公司 2017H1 实现营业收入 107.78 亿元，同比增长 39.81%，实现归属于上市公司股东的净利润达到 5.26 亿元，同比增长 293.6%，我们认为公司营收增长主要来自新投产产能充分释放后带来的产销量的增长和产品销售价格的同比上涨；公司净利润增长主要有两方面的原因，一方面是公司中盈化纤 45 万吨产能二期 2016 年 4 月份才投产，2016H1 贡献营收和利润较少，2017H1 产能充分释放带动了公司业绩的增长，另一方面是涤纶长丝产能释放增速下降，2016 年以来行业景气回升比较明显，2017H1 行业景气度比 2016H1 好，涤纶长丝的整体盈利能力较好，从我们跟踪的涤纶长丝 POY、FDY 和 DTY 的价差看，2017H1 平均价差分别达到 1439、1866 和 3064 元/吨，同比去年的 1040、1601 和 2464 元/吨，分别增加了 399、265 和 600 元/吨，从价差看，2017H1 涤纶长丝行业的景气度明显好于 2016H1，推动了公司的业绩增长。

2017H1 公司 POY、DTY 和 FDY 的销量分别为 102.28、9.73 和 20.83 万吨，不含税销售价格分别为 7199、9424 和 7971 元/吨，同比均增长 24%左右；而原材料 PTA 的采购均价为 4368 元/吨，同比仅增长了 13.53%，MEG 的采购均价为 5925 元/吨，同比增长 35.27%。

2017H1 公司整体毛利率达到 9.98%，同比增加了 3.6pct，改善非常明显；公司财务费用率仅 0.86%，同比下降 0.63pct，主要得益于公司 IPO 募集资金到位；公司管理费用率和销售费用率保持稳定。

分产品看，2017H1 公司 POY、FDY 和 DTY 的毛利率分别为 9%、13.62%和 14.26%，相比 2016 年，分别提升了 0.44pct、2pct 和 0.8pct。

表 1：2017 年上半年涤纶长丝产业链主要价差情况

单位：元/吨	PX 价差（美元/吨）	PTA 价差	POY 价差	FDY 价差	DTY 价差
2016H1	403	497	1040	1601	2464
2016H2	397	443	1348	1972	2956
2017H1	378	307	1439	1866	3064

资料来源：Wind、招商证券

表 2：2017 年上半年公司主要经营数据

时间	项目	单位	POY	FDY	DTY
2017H1	产量	万吨	102.46	20.71	9.87
	销量	万吨	102.28	20.83	9.73
	销售均价	元/吨（不含税）	7199.43	7971.70	9424.06
2016H1	销售均价	元/吨（不含税）	5792.54	6388.80	7595.23
	售价 YOY		24.29%	24.78%	24.08%

资料来源：Wind、招商证券

2、公司通过发行可转换债券，抓住行业机遇进一步扩大产能

公司拟发行不超过 22.3 亿元的可转换公司债券，扣除发行费用后，投资的项目主要为中欣化纤年产 28 万吨改性纤维整合提升项目、中维化纤锅炉超低排放节能改造项目、年产 4 万吨差别化纤维柔性智能化生产试验项目和中石科技年产 26 万吨差别化纤维深加工技改项目。公司此次发行可转债募集的资金主要用于长丝产能的扩产，2016 年公司长丝产量在国内的市占率大约 9.04%，位于行业第二位，这些项目投产后，公司 POY 和 DTY 产能将分别增加 27 万吨/年和 30 万吨/年，产能规模进一步扩大。

表 3：2017 年上半年公司主要经营数据

项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元））	主要产品
中欣化纤年产 28 万吨改性纤维整合提升项目	98,700	74,039	新增 24 万吨 POY 4 万吨 DTY
中维化纤锅炉超低排放节能改造项目	35,000	32,953	
年产 4 万吨差别化纤维柔性智能化生产试验项目	53,315	46,966	新增 1 万吨 FDY 3 万吨 POY
中石科技年产 26 万吨差别化纤维深加工技改项目	105,000	67,412	新增 26 万吨 DTY

资料来源：Wind、招商证券

3、涤纶长丝产能增速放缓，景气复苏有望持续 2-3 年

涤纶长丝行业 2007 年处于行业波峰，2008 年由于受全球金融危机影响，行业的景气度迅速回落，至 2009 年一季度达到谷底，2009 年二季度起，随着下游需求的复苏，涤纶长丝行业的景气度不断回升。2011 年前三季度，下游需求旺盛，涤纶长丝行业的景气度仍处于较高位置，2011 年四季度起涤纶长丝行业的景气度逐步回落，整个行业进入了结构性的深度调整期，至 2013 年到达谷底，之后受行业短期供需影响有所波动，总体处于低位徘徊；2016 年以来，行业供需格局得以改善，涤纶长丝行业景气度有所回升。

展望 2017~2019 年新增产能仅 360 万吨左右，加上关停产能的复产，产能增速仅 3.6%左右，低于行业 5~8%的需求增长，预计这轮行业景气复苏将持续 2-3 年。

表 4：2017 年预计投产的涤纶长丝产能（万吨）

企业名称	新增产能	预计投产时间
泗阳海欣	25	2017.2.15（已经投产）
桐昆股份恒邦二期	30	2017.4（已经投产）
桐昆恒邦厂区技改	20	2017Q3
福建山力	20	2017
福建经纬	20	2017
合计	**115**	

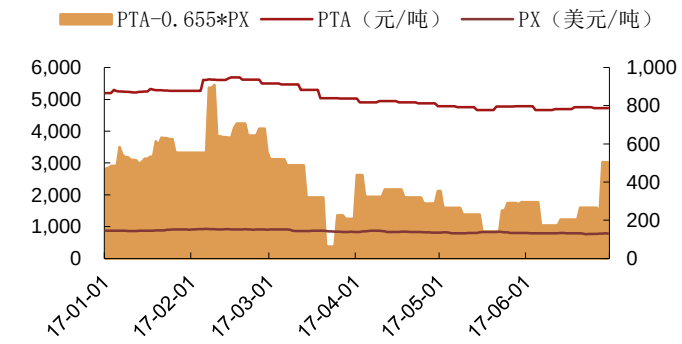
资料来源：招商证券

表 5：2018~2019 年预计投产的涤纶长丝产能（万吨）

企业名称	产能	产品结构	预计投产时间
桐昆嘉兴石化一期	30	FDY	2018Q1
盛虹国塑高科	50	POY	2018
新凤鸣湖州中石	45	FDY/POY	2018Q2
桐昆嘉兴石化二期	30	POY	2019
桐昆恒腾三期	60	FDY/POY	2019
荣盛盛元化纤	30	未定	2018~2019
合计	**245**		

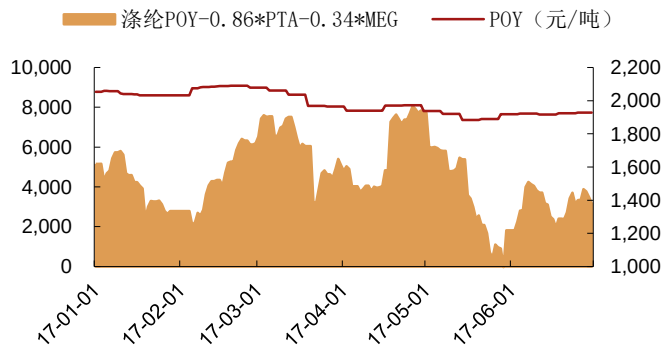
资料来源：招商证券

图 1：PTA 价格及差价情况



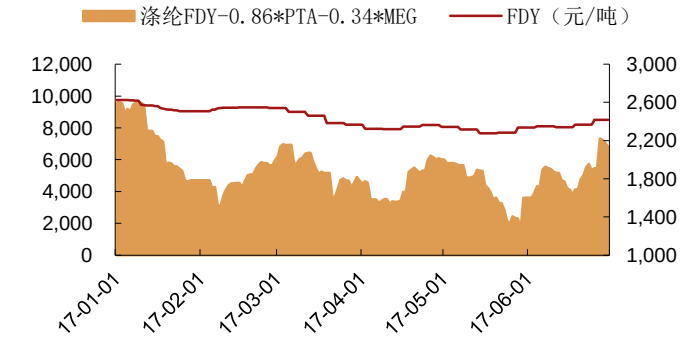
资料来源：Wind、招商证券

图 2：涤纶 POY 价格及价差情况



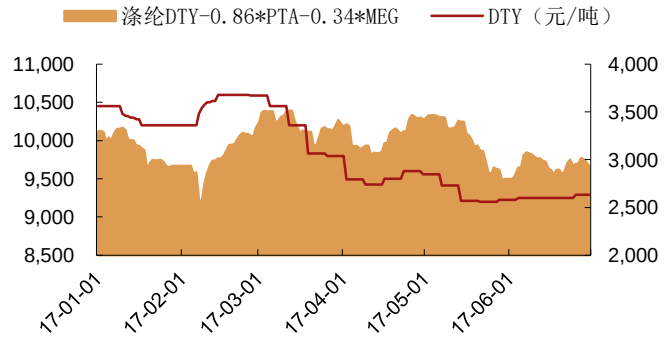
资料来源：Wind、招商证券

图 3：涤纶 FDY 价格及价差情况



资料来源：Wind、招商证券

图 4：涤纶 DTY 价格及价差情况



资料来源：Wind、招商证券

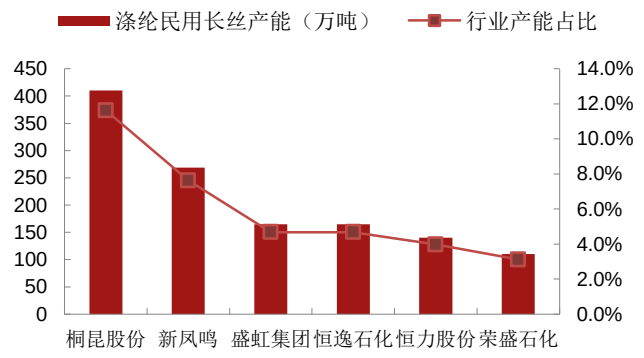
4、未来我国涤纶长丝行业集中度将进一步提升

2016 年我国涤纶长丝行业产能达到 3527 万吨，公司作为最大的涤纶长丝生产企业，产能也仅为 410 万吨，占比仅 11.62%，前 6 大企业合计产能仅占 35.7%，可以说行业集中度比较低，但我们也可以看到一个发展趋势，就是行业的集中度在逐步提升，2009 年行业前六大企业的产能占比仅 25.59%，在 6 年间提升了近 10 个百分点。我们认为行业集中度的提升有利于改善行业竞争格局，从而提升行业盈利中枢。

展望未来，我们认为行业集中度继续提升的趋势不会改变，因为涤纶长丝具有一定的规模经济，大型企业的平均制造成本比行业平均水平低 400~500 元/吨，而这个差距是非常大的，因为对于龙头企业来说，500 元/吨的盈利水平是一个不错的情况，这对落后产能非常不利，没有好的盈利能力，扩产无异于雪上加霜，因此我们认为未来有能力扩差的还将是盈利较好的行业龙头企业，这必将进一步提升涤纶长丝行业的集中度，进而提升行业盈利中枢。

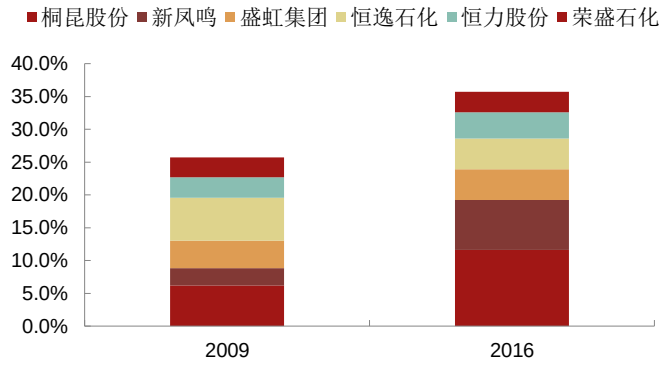
从六大企业的扩产情况看，桐昆股份的扩产速度最快，从 2009 年的 110 万吨扩产至 2016 年 410 万吨，行业产能占比从 6.23%提升至 11.62%，其次为新凤鸣，产能从 50 万吨扩大至 269 万吨。我们认为公司之所以能够做到扩产速度最快，一方面是公司技术实力雄厚，另一方面是公司战略的聚焦，从公司成立至今，一直专注于涤纶长丝这个产品，而其主要竞争对手多实施多元化发展战略。

图 5：涤纶长丝行业前六大企业产能占比



资料来源：招商证券

图 6：2009 和 2016 年前六大企业产能占比情况



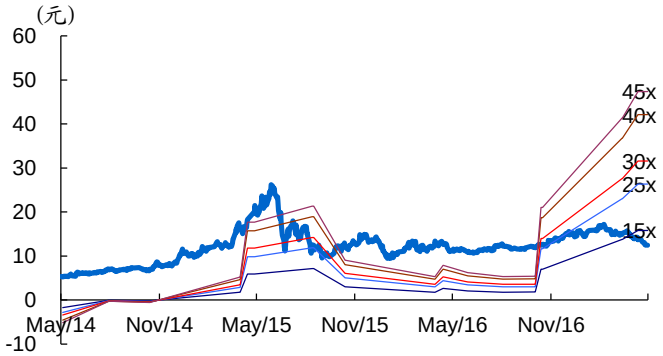
资料来源：招商证券

5、投资建议

预计公司 2017~2019 年净利润分别为 10.95、13.58、16.67 亿元，对应 EPS 分别为 1.82、2.26、2.77 元，当前股价 36.84 元，对应 PE 分别为 20.2、16.3 和 13.3 倍，考虑到公司刚上市不久，目前的估值水平相较同行业上市公司偏高，首次覆盖，暂不给予评级。

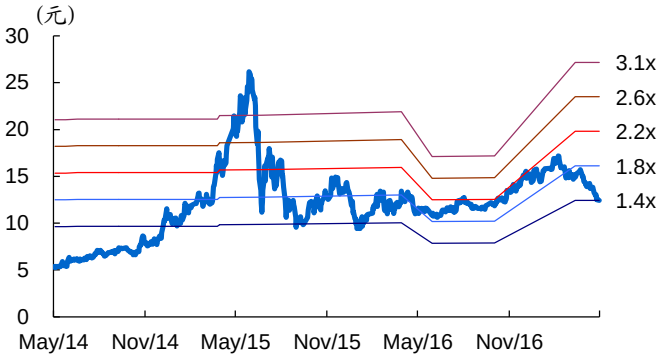
风险提示：国际原油价格大幅下跌；在建项目进展低于预期。

图 7：新凤鸣历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 8：新凤鸣历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2154	1970	3456	4359	5649
现金	515	497	1683	2125	3010
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	45	82	101	128	151
应收款项	245	203	227	287	340
其它应收款	37	31	38	48	57
存货	662	671	809	1019	1201
其他	651	486	597	752	890
非流动资产	6533	6651	9369	13248	14159
长期股权投资	23	25	25	25	25
固定资产	5792	6041	8791	12700	13637
无形资产	255	310	279	251	226
其他	463	276	274	273	272
资产总计	**8688**	**8621**	**12824**	**17607**	**19808**
流动负债	3904	3774	4856	8796	9920
短期借款	1698	1210	2173	5471	6036
应付账款	910	741	905	1139	1343
预收账款	45	231	282	355	418
其他	1251	1592	1496	1832	2123
长期负债	2170	1498	3698	3498	3298
长期借款	1890	1285	1285	1285	1285
其他	280	212	2412	2212	2012
负债合计	**6074**	**5271**	**8553**	**12294**	**13218**
股本	525	525	602	602	602
资本公积金	32	32	32	32	32
留存收益	1829	2550	3383	4412	5671
少数股东权益	227	242	253	266	283
归属于母公司所有者权益	2386	3107	4017	5046	6306
负债及权益合计	**8687**	**8620**	**12823**	**17606**	**19807**

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	693	1702	2212	2976	3837
净利润	304	732	1095	1358	1667
折旧摊销	590	736	775	1109	1587
财务费用	270	247	202	333	440
投资收益	(28)	(6)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(441)	(61)	147	173	147
其它	(2)	55	23	33	27
投资活动现金流	(930)	(746)	(3470)	(4970)	(2470)
资本支出	(1127)	(819)	(3500)	(5000)	(2500)
其他投资	197	73	30	30	30
筹资活动现金流	340	(881)	2444	2436	(482)
借款变动	5356	(276)	631	3297	565
普通股增加	(439)	0	77	0	0
资本公积增加	(2761)	0	0	0	0
股利分配	(482)	(262)	(262)	(329)	(407)
其他	(1334)	(342)	1998	(533)	(640)
现金净增加额	103	75	1186	442	885

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	14640	17477	21490	27123	32115
营业成本	13760	15861	19376	24386	28741
营业税金及附加	10	29	35	44	52
营业费用	53	70	86	108	128
管理费用	312	379	494	624	739
财务费用	278	261	202	333	440
资产减值损失	16	2	4	3	2
公允价值变动收益	(1)	(3)	0	0	0
投资收益	28	6	30	30	30
营业利润	237	879	1323	1654	2043
营业外收入	163	63	63	63	63
营业外支出	18	13	13	13	13
利润总额	383	929	1373	1704	2093
所得税	62	183	267	333	410
净利润	321	746	1107	1371	1683
少数股东损益	16	14	11	14	17
归属于母公司净利润	304	732	1095	1358	1667
EPS（元）	0.58	1.39	1.82	2.26	2.77

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率	-42%	19%	23%	26%	18%
营业收入	136%	271%	51%	25%	24%
营业利润	172%	140%	50%	24%	23%
净利润					
获利能力	6.0%	9.2%	9.8%	10.1%	10.5%
毛利率	2.1%	4.2%	5.1%	5.0%	5.2%
净利率	12.8%	23.5%	27.3%	26.9%	26.4%
ROE	6.7%	14.8%	15.8%	13.2%	14.3%
ROIC					
偿债能力	69.9%	61.1%	66.7%	69.8%	66.7%
资产负债率	43.4%	32.8%	27.0%	38.4%	37.0%
净负债比率	0.6	0.5	0.7	0.5	0.6
流动比率	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4
速动比率					
营运能力	1.7	2.0	1.7	1.5	1.6
资产周转率	11.1	23.8	26.2	26.7	25.9
存货周转率	64.9	78.1	99.9	105.5	102.5
应收帐款周转率	9.6	19.2	23.5	23.9	23.2
应付帐款周转率					
每股资料（元）	0.58	1.39	1.82	2.26	2.77
每股收益	1.32	3.24	3.67	4.94	6.37
每股经营现金	4.55	5.92	6.67	8.38	10.47
每股净资产	0.50	0.50	0.55	0.68	0.83
每股股利					
估值比率	63.5	26.4	20.2	16.3	13.3
PE	8.1	6.2	5.5	4.4	3.5
PB	18.9	11.1	9.0	6.7	5.1
EV/EBITDA	-42%	19%	23%	26%	18%

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王　强，招商证券研发中心董事、石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，2 年石化企业运营经验、8 年证券研究经验。曾就职于银河证券、中信建投证券研究部，2017 年 2 月加盟招商证券。

所在团队 2011-2016 年获得新财富石油化工行业 3 年第 1 名、3 年第 2 名，2012-2016 年获得水晶球石油化工行业连续 4 年第 1 名、1 年第 2 名。

石　亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4 年化工实业经验，4 年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017 年 6 月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李　舜，石化行业研究员。清华大学工程管理硕士，2016 年 5 月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性: 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避: 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。