CMS 招商证券

审慎推荐-A（首次）

目标估值： - 元
当前股价：37.4 元
2017 年 10 月 28 日

新凤鸣 603225.SH

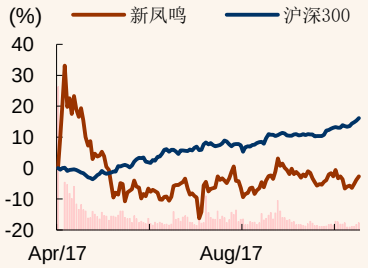
涤纶长丝量价齐升，业绩高增长

基础数据

上证综指	3417
总股本（万股）	60200
已上市流通股（万股）	7730
总市值（亿元）	225
流通市值（亿元）	29
每股净资产（MRQ）	10.0
ROE（TTM）	22.2
资产负债率	42.9%
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	3	-17	40
相对表现	-2	-34	20



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《新凤鸣（603225）—长丝景气回升产能释放，业绩高增长》2017-08-09

王强
wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

石亮
shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

王亮
S1090517080005

研究助理
李舜
lishun2@cmschina.com.cn

事件：

公司发布 2017 年三季报，报告期内实现营业收入 168.65 亿元，同比增长 37.71%，实现归属于上市公司股东的净利润 9.32 亿元，同比增长 179.11%，实现归属于上市公司股东的扣非后的净利润 8.99 亿元，同比增长 184.43%，实现 EPS 1.64 元；其中 Q3 实现营业收入 60.87 亿元，同比增长 34.14%，环比下降 0.73%，实现净利润 4.05 亿元，同比增长 102.59%，环比增长 35.05%。

评论：

1、涤纶长丝景气回升，量价齐升促公司业绩高增长，略超预期

公司 2017 前三季度公司实现营业收入 168.65 亿元，同比增长 37.71%，实现归属于上市公司股东的净利润达到 9.32 亿元，同比增长 179.11%，公司业绩略超预期。

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；2017 年 1-9 月公司涤纶长丝产量和销量分别达到 201.81 和 202.56 万吨，按公司 269 万吨的年产能看，开工率和产销率都达到 100%以上。

公司净利润同比大幅增长主要有两方面的原因，一方面是公司涤纶长丝产销量的增长，中盈化纤 45 万吨产能二期 2016 年 4 月份才投产，2016 年 1-9 月贡献营收和利润较少，2017 年 1-9 月产能充分释放，公司涤纶长丝产销量大幅增长，另一方面是涤纶长丝盈利改善，2016 年以来行业景气回升明显，2017 年 1-9 月涤纶长丝 POY、FDY 和 DTY 的平均价差分别达到 1444、1934 和 3015 元/吨，同比去年的 1125、1703 和 2595 元/吨，分别增加了 319、231 和 421 元/吨，价差的扩大使得涤纶长丝盈利同比大幅改善。从季度价差看，涤纶长丝 POY、FDY 和 DTY Q3 的平均价差达到 1453、2070 和 2918 元/吨，其中 POY 和 FDY 价差环比提升 56 和 245 元/吨，改善明显，DTY 价差下降 116 元/吨，Q3 价差扩大导致公司业绩环比改善。

2017 年 1-9 月公司 POY、DTY 和 FDY 的销量分别为 155.48、14.91 和 31.42 万吨，不含税销售价格分别为 7296、9518 和 8156 元/吨，同比分别增长 23.25%、22.36%和 24.93%；而原材料 PTA 和 MEG 的采购均价分别为 4379 和 6050 元/吨，同比分别增长了 12.88%和 37.46%，由于 PTA 的涨幅较小，公司涤纶长丝盈利改善。

2017Q3 公司 POY、FDY 和 DTY 的销售量分别为 54.45、10.48 和 4.79 万吨，总销售量为 69.72 万吨，环比 Q2 下降 9.23 万吨，但由于价差同比扩大，而且产品价格处于上涨通道，公司 Q3 业绩环比大幅提升。

2017 年 1-9 月公司整体毛利率达到 10.99%，同比增加了 3.64pct，改善明显；公司财务费用率仅 0.77%，同比下降 0.78pct，主要得益于公司 IPO 募集资金到位；公司销售费用率保持稳定，管理费用率增加了 0.59pct，主要是技术开发费用增加所致。

表 1：2017 年前三季度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
2016Q3	407	355	1,223	1,937	2,859
2016Q4	371	667	1,513	2,223	3,150
2017Q1	383	349	1,481	1,907	3,094
2017Q2	372	265	1,397	1,825	3,034
2017Q3	357	819	1,453	2,070	2,918
2016Q1-3	411	456	1,125	1,703	2,595
2017Q1-3	371	477	1,444	1,934	3,015
Q1-3 同比 YOY	-9.71%	4.67%	28.34%	13.56%	16.21%

资料来源：Wind、招商证券

表 2：2017 年前三季度公司主要经营数据

时间	项目	单位	POY	FDY	DTY
2017 1-9	产量	万吨	155.48	31.42	14.91
	销量	万吨	156.73	31.31	14.52
2017 1-9	销售均价	元/吨（不含税）	7296.49	8156.59	9517.89
2016 1-9	销售均价	元/吨（不含税）	5919.86	6528.99	7778.43
	售价 YOY		243.25%	24.93%	22.36%

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。

目前公司可转换公司债券的反馈回复已经上报中国证监会，正在等待证监会的批准。

表 3：公司募集可转换公司债券的用途

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 年处于景气高点，2008 年受全球金融危机影响，行业的景气度快速回落， 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，持续到 2011 年三季度末，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逐步回升。

根据我们的统计，2017~2019 年我国涤纶长丝的新增产能仅约 335 万吨，行业复产产能约 120 万吨，合计 455 万吨，占 2016 年我国涤纶长丝名义产能 3527 万吨的 12.90%，产能复合增速仅 4.13%；而行业的需求增速在 5~8%，产能增速低于需求增速，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	20	2017 年 2 月投产
桐昆股份恒邦二期	30	2017 年 4 月投产
桐昆恒邦厂区技改	20	2017 年 8 月投产
福建山力	30	2017
福建经纬	20	2017
合计	**120**	

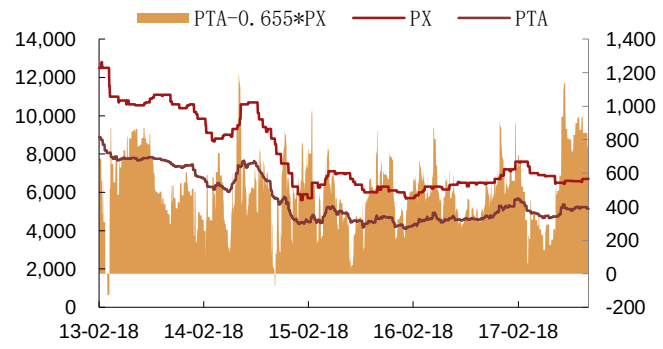
资料来源：招商证券

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
张家港欣欣	20		2018 年初
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		2019
合计	**215**		

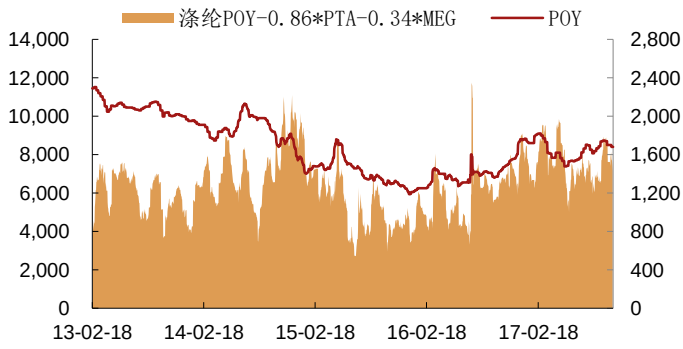
资料来源：招商证券

图 1：PTA 价格及差价情况



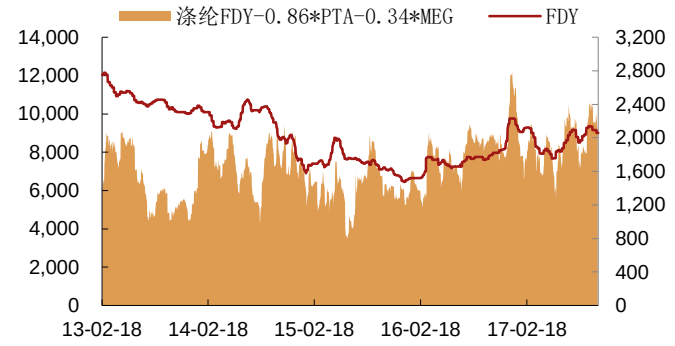
资料来源：Wind、招商证券

图 2：涤纶 POY 价格及价差情况



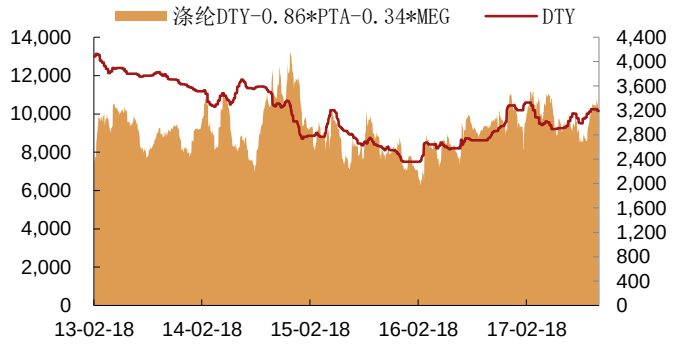
资料来源：Wind、招商证券

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



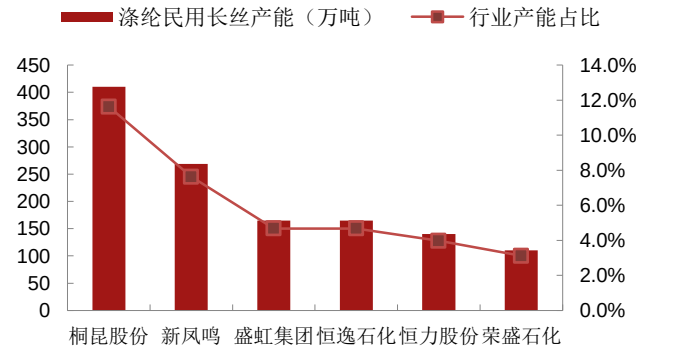
资料来源：Wind、招商证券

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名义产能 3527 万吨，CR6 产能占比仅 35.7%，可以说行业集中度较低，但行业集中度一直在逐步提升，2009 年 CR6 产能占比仅 25.59%，在 6 年间提升了近 10 个百分点。

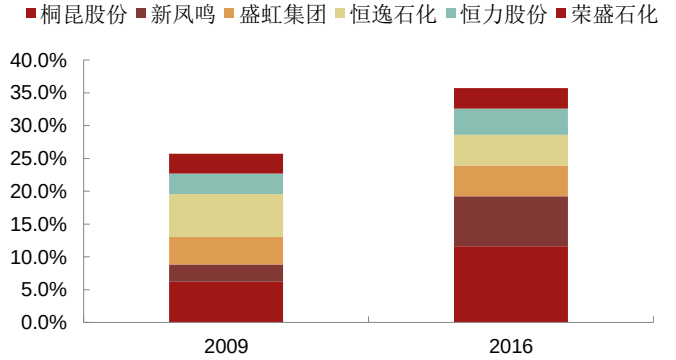
展望未来，我们认为行业集中度继续提升的趋势不会改变，因为涤纶长丝具有一定的规模经济，大型企业的平均制造成本比行业平均水平低 400~500 元/吨，而这个差距是非常大的，因为对于龙头企业来说，500 元/吨的盈利水平是一个不错的情况，这对落后产能非常不利，没有好的盈利能力，扩产无异于雪上加霜，因此我们认为未来有能力扩产的还将是盈利较好的龙头企业，这必将进一步提升涤纶长丝行业的集中度，进而提升行业盈利中枢。

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



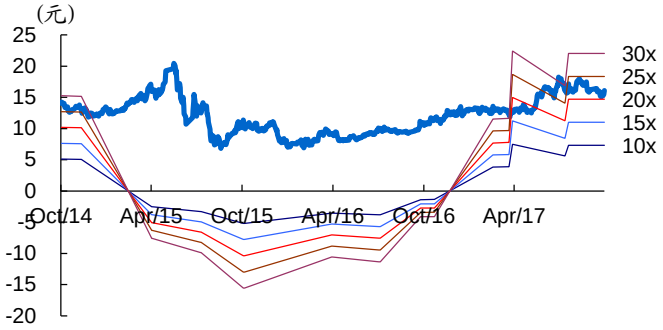
资料来源：招商证券

5、投资建议

预计公司 2017~2019 年净利润分别为 12.70、15.51、19.48 亿元，对应 EPS 分别为 2.11、2.58、3.24 元，当前股价 37.40 元，对应 PE 分别为 17.7、14.5 和 11.6 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，首次给予“审慎推荐”评级。

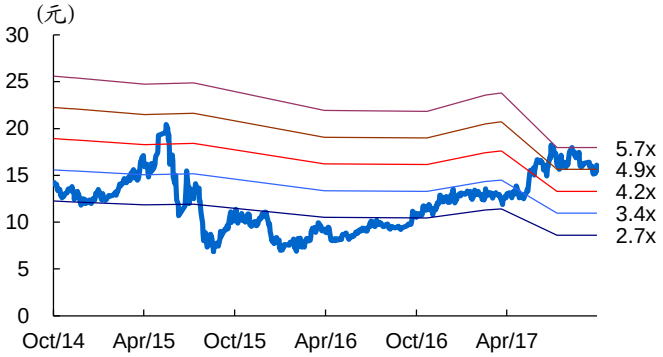
风险提示：国际原油价格大幅下跌；在建项目进展低于预期。

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	3536	4473	5785
现金	515	497	1676	2120	3002
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	45	82	109	138	163
应收款项	245	203	260	328	388
其它应收款	37	31	65	83	98
存货	662	671	819	1037	1226
其他	651	486	607	767	908
非流动资产	6533	6651	8168	9176	9555
长期股权投资	23	25	25	25	25
固定资产	5792	6041	7598	8665	9100
无形资产	255	310	289	260	234
其他	463	276	257	227	197
资产总计	**8688**	**8621**	**11704**	**13648**	**15340**
流动负债	3904	3774	4424	5198	5407
短期借款	1698	1210	1743	1853	1488
应付账款	910	741	905	1146	1355
预收账款	45	231	282	357	422
其他	1251	1592	1495	1842	2142
长期负债	2170	1498	931	931	931
长期借款	1890	1285	885	885	885
其他	280	212	45	45	45
负债合计	**6074**	**5271**	**5355**	**6129**	**6338**
股本	525	525	602	602	602
资本公积金	32	32	1937	1937	1937
留存收益	1829	2550	3820	4990	6473
少数股东权益	227	242	(0)	(0)	(0)
归属于母公司所有者权益	2387	3108	6350	7520	9003
负债及权益合计	**8688**	**8621**	**11704**	**13648**	**15340**

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	693	1702	2304	2863	3318
净利润	304	732	1270	1551	1948
折旧摊销	590	736	803	993	1121
财务费用	270	247	170	158	116
投资收益	(28)	(6)	(17)	(10)	(10)
营运资金变动	(364)	15	9	171	143
其它	(78)	(21)	69	1	0
投资活动现金流	(930)	(746)	(2592)	(2000)	(1500)
资本支出	(1127)	(819)	(2310)	(2000)	(1500)
其他投资	197	73	(282)	0	0
筹资活动现金流	340	(881)	1477	(418)	(936)
借款变动	459	(542)	(199)	110	(365)
普通股增加	286	0	77	0	0
资本公积增加	(112)	0	1905	0	0
股利分配	0	0	0	(381)	(465)
其他	(294)	(339)	(306)	(148)	(106)
现金净增加额	81	78	1179	445	882

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	14640	17477	21793	27512	32572
营业成本	13760	15861	19368	24534	29006
营业税金及附加	10	29	22	28	33
营业费用	53	70	78	99	117
管理费用	312	379	588	743	847
财务费用	278	261	170	158	116
资产减值损失	16	2	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	(3)	5	0	0
投资收益	28	6	12	10	10
营业利润	237	879	1583	1961	2463
营业外收入	163	63	30	0	0
营业外支出	18	13	9	0	0
利润总额	383	929	1604	1961	2463
所得税	62	183	334	410	515
净利润	321	746	1270	1551	1948
少数股东损益	16	14	0	0	0
归属于母公司净利润	304	732	1270	1551	1948
EPS（元）	0.58	1.39	2.11	2.58	3.24

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-1%	19%	25%	26%	18%
营业利润	-35%	271%	80%	24%	26%
净利润	4%	140%	74%	22%	26%
获利能力					
毛利率	6.0%	9.2%	11.1%	10.8%	10.9%
净利率	2.1%	4.2%	5.8%	5.6%	6.0%
ROE	12.8%	23.5%	20.0%	20.6%	21.6%
ROIC	6.7%	14.8%	15.4%	16.3%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	69.9%	61.1%	45.8%	44.9%	41.3%
净负债比率	43.4%	32.8%	22.5%	20.1%	15.5%
流动比率	0.6	0.5	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.4	0.3	0.6	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	1.7	2.0	1.9	2.0	2.1
存货周转率	23.5	23.8	26.0	26.4	25.6
应收帐款周转率	84.5	78.1	94.2	93.7	91.0
应付帐款周转率	18.8	19.2	23.5	23.9	23.2
每股资料（元）					
每股收益	0.58	1.39	2.11	2.58	3.24
每股经营现金	1.32	3.24	3.83	4.76	5.51
每股净资产	4.55	5.92	10.55	12.49	14.95
每股股利	0.00	0.00	0.63	0.77	0.97
估值比率					
PE	64.4	26.8	17.7	14.5	11.6
PB	8.2	6.3	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	23.2	13.7	10.0	8.2	6.9

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，意大利管理硕士；2 年石化企业运营经验、7 年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017 年 2 月加入招商证券。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，2012-2015 年连续 4 年获得水晶球石油化工行业第 1 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。

王亮，石化行业分析师，硕士、高工。清华大学、中科院 6 年能源化工实业经验，2 年证券研究经验，曾就职于太平洋证券研究院，2017 年 8 月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6 年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016 年 5 月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

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。