

## 新凤鸣（603225.SH）

2023 年 06 月 26 日

## 印尼炼化项目正式启动，长丝龙头开启新征程

### ——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

龚道琳（分析师）

杨占魁（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

yangzhankui@kysec.cn

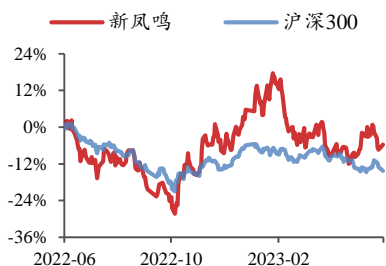
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522010001

证书编号：S0790122120028

日期	2023/6/26
当前股价(元)	10.67
一年最高最低(元)	13.40/8.07
总市值(亿元)	163.19
流通市值(亿元)	163.19
总股本(亿股)	15.29
流通股本(亿股)	15.29
近 3 个月换手率(%)	35.47

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《Q1 业绩超预期，实现扭亏为盈，看好长丝向上弹性——公司信息更新报告》-2023.5.2

《业绩低点已过，需求复苏和长期成长彰显业绩弹性——公司信息更新报告》-2023.3.30

《长丝行业低点已过，需求复苏将迎业绩拐点——公司信息更新报告》-2023.1.31

### ● 印尼炼化正式启动，长丝龙头向上延伸打开广阔空间，维持“买入”评级

6 月 26 日，公司发布启动泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目的公告，由泰昆石化为主体，待项目审批通过后拟建设 1,600 万吨/年炼油项目。公司在涤纶长丝领域精耕细作，此举向上延伸打通全产业链，将为公司打开广阔成长空间。我们维持 2023-2025 年盈利预测，预计实现归母净利润 9.05、18.05、25.36 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、1.18、1.66 元/股，当前股价对应 PE 分别为 18.0、9.0、6.4 倍。当前主业长丝行业低点已过，盈利状况持续修复，未来向上弹性可期，印尼炼化项目将助力公司盈利水平大幅提升，维持“买入”评级。

### ● 泰昆石化炼化项目由公司与桐昆股份等合资建设，建成后盈利能力再上台阶

根据公司公告，1,600 万吨炼化项目由泰昆石化为主体建设，新凤鸣持股比例为 44.1%，桐昆股份持股比例为 45.9%，上海青翊持股比例为 10%。该项目报批总投资 86.24 亿美元（投资主体按比例自筹共计 26.15 亿美元，国内外银团贷款 60.09 亿美元），选址于印尼加里曼丹省北加里曼丹工业园区，占地 898 公顷（炼化项目 773 公顷、光伏发电 125 公顷），建设周期为 4 年。产品包括成品油 430 万吨、PX 485 万吨、醋酸 52 万吨、苯 170 万吨、硫磺 45 万吨、丙烷 70 万吨、正丁烷 72 万吨、聚乙烯 FDPE 50 万吨、EVA（光伏级）37 万吨、聚丙烯 24 万吨等。项目建成后，预计实现年均营业收入 104.38 亿美元，年均税后利润 13.28 亿美元，税后财务内部收益率 16.68%，税后投资回收期 9 年（含建设期 4 年），公司盈利水平和营收规模将再上台阶。

● 公司作为长丝龙头，其主业涤纶长丝已经迎来拐点，随需求复苏，弹性可期据我们测算，2023Q2 至今 POY 平均价差为 1043 元/吨，较 Q1 降低 86 元/吨；PTA 平均价差为 303 元/吨，较 Q1 增长 67 元/吨。据 Wind 数据，截至 6 月 21 日，POY 库存为 12.5 天，维持低位；涤纶长丝开工率为 85.59%，保持高位运行。长丝低点已过，有望迎来复苏，公司布局印尼炼化项目，将迎来广阔全新征程。

● 风险提示：油价大幅波动、下游需求持续萎靡、项目审批和释放不达预期。<sup>1</sup>

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,770	50,787	51,953	61,808	68,337
YOY(%)	21.1	13.4	2.3	19.0	10.6
归母净利润(百万元)	2,254	-205	905	1,805	2,536
YOY(%)	273.8	-109.1	-541.1	99.5	40.5
毛利率(%)	10.5	3.7	6.4	8.0	9.0
净利率(%)	5.0	-0.4	1.7	2.9	3.7
ROE(%)	13.7	-1.3	5.4	9.9	12.3
EPS(摊薄/元)	1.47	-0.13	0.59	1.18	1.66
P/E(倍)	7.2	-79.6	18.0	9.0	6.4
P/B(倍)	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10954	11905	12841	15015	15596
现金	5647	6289	6945	7621	8918
应收票据及应收账款	535	576	558	793	700
其他应收款	36	15	62	13	78
预付账款	408	501	279	730	339
存货	3222	3719	3762	3821	3494
其他流动资产	1106	805	1235	2037	2068
<b>非流动资产</b>	26555	29399	31080	32153	33985
长期投资	273	327	415	526	648
固定资产	20101	22615	24015	25024	26605
无形资产	1637	1745	1975	2202	2427
其他非流动资产	4544	4711	4674	4401	4305
<b>资产总计</b>	37508	41304	43921	47168	49581
<b>流动负债</b>	11754	15196	14862	14914	14281
短期借款	6190	8491	8210	8005	7869
应付票据及应付账款	3461	3854	4250	4499	3791
其他流动负债	2102	2850	2401	2410	2621
<b>非流动负债</b>	9330	10408	12455	14017	14614
长期借款	8816	9749	9854	9839	9524
其他非流动负债	515	660	2601	4178	5090
<b>负债合计</b>	21084	25604	27317	28931	28894
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1530	1529	1529	1529	1529
资本公积	5710	5709	5709	5709	5709
留存收益	8980	8435	9271	11007	13397
<b>归属母公司股东权益</b>	16425	15700	16605	18237	20687
<b>负债和股东权益</b>	37508	41304	43921	47168	49581

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3143	3185	4357	3827	6557
净利润	2254	-205	905	1805	2536
折旧摊销	2279	2541	2408	2773	3180
财务费用	520	549	652	721	730
投资损失	-4	-22	-93	-59	-57
营运资金变动	-2064	227	330	-1360	118
其他经营现金流	158	96	156	-53	51
<b>投资活动现金流</b>	-6154	-5414	-4106	-3758	-4994
资本支出	6293	5377	1357	1085	1647
长期投资	20	-22	-88	-105	-122
其他投资现金流	160	-59	-2837	-2778	-3469
<b>筹资活动现金流</b>	4813	3006	405	607	-267
短期借款	375	2301	-281	-205	-136
长期借款	3105	933	105	-15	-315
普通股增加	133	-0	0	0	0
资本公积增加	2296	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-1096	-227	581	827	184
<b>现金净增加额</b>	1813	816	656	676	1296

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	44770	50787	51953	61808	68337
营业成本	40067	48904	48628	56872	62176
营业税金及附加	100	90	88	105	116
营业费用	73	84	94	107	121
管理费用	527	652	649	766	846
研发费用	915	1078	1091	1298	1503
财务费用	520	549	652	721	730
资产减值损失	-18	-165	-72	-104	-144
其他收益	103	209	120	52	67
公允价值变动收益	-1	-21	-11	-16	-14
投资净收益	4	22	93	59	57
资产处置收益	-4	0	-2	-2	-1
<b>营业利润</b>	2651	-529	1022	2133	3097
营业外收入	38	73	61	65	64
营业外支出	17	9	12	11	11
<b>利润总额</b>	2673	-466	1072	2188	3150
所得税	419	-260	167	383	614
<b>净利润</b>	2254	-205	905	1805	2536
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	2254	-205	905	1805	2536
EBITDA	5740	3045	4111	5558	6883
EPS(元)	1.47	-0.13	0.59	1.18	1.66

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.1	13.4	2.3	19.0	10.6
营业利润(%)	362.2	-120.0	293.1	108.7	45.2
归属于母公司净利润(%)	273.8	-109.1	-541.1	99.5	40.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.5	3.7	6.4	8.0	9.0
净利率(%)	5.0	-0.4	1.7	2.9	3.7
ROE(%)	13.7	-1.3	5.4	9.9	12.3
ROIC(%)	9.0	0.6	3.8	5.6	6.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.2	62.0	62.2	61.3	58.3
净负债比率(%)	63.3	91.2	88.6	85.2	71.5
流动比率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.4	1.4
应收账款周转率	91.8	91.4	91.6	91.5	91.6
应付账款周转率	12.6	13.4	12.0	13.0	15.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.47	-0.13	0.59	1.18	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	2.05	2.08	2.85	2.50	4.29
每股净资产(最新摊薄)	10.56	10.09	10.68	11.75	13.35
<b>估值比率</b>					
P/E	7.2	-79.6	18.0	9.0	6.4
P/B	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.7	10.1	7.5	5.7	4.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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。

<sup>1</sup> 根据新凤鸣 2023 年一季报，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 7.66% 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，属于商业秘密材料，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9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