

新凤鸣 (603225.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

印尼炼化助力二次成长曲线

事件

2023年6月26日新凤鸣公告拟启动泰坤石化(印尼)有限公司印尼北加炼化一体化项目,项目包含年产430万吨成品油,520万吨PX,80万吨乙烯及聚乙烯、EVA、聚丙烯等产品。项目预计投资额86.2亿美元,建设期共为4年,每年投资额约为21.56亿美元,项目建成后原油加工量将达到1600万吨/年。

事件点评

新规划项目完善公司全产业链一体化布局:海外炼化项目积极布局炼油及芳烃工艺装置、乙烯及下游装置和相关配套设施,有助于公司产业链价值链供应链一体化建设,项目规模为1600万吨/年炼油,520万吨/年PX以及80万吨/年乙烯。其中,PX产品将运回国内供桐昆股份、新凤鸣聚酯生产基地使用,加快发展下游PTA聚酯纺丝产业。

重芳烃轻烯烃布局有望打开业绩二次成长曲线:公司侧重芳烃布局,印尼炼化一体化项目规划了430万吨/年成品油,520万吨/年PX,80万吨/年乙烯产能,整体规划重芳烃轻烯烃。伴随全球“双碳”政策的推进,海外老旧炼厂持续出清,推动成品油-原油价差走阔。通过回溯2021年至今新加坡柴油汽油价差,柴油/汽油平均价差为20.73美元/桶和14.84美元/桶,而PX的原料可作为调油组分,PX-原油价差持续维持较高水平,2021年至今PX-原油平均价差达2635.14元/吨以上,伴随着“双碳”持续推进,成品油及PX环节价差有望维持中高位,重芳烃轻烯烃布局有望打开业绩二次成长曲线。

长丝价差持续修复有望获得显著业绩弹性:当前涤纶长丝进入消费旺季,开工率提升的同时伴随产品持续去库,长丝价差持续得到修复。截至6月26日,聚酯开工率和下游织机开工率分别为87.4%和62.56%,POY/FDY/DTY实物库存水平分别为14/18/25天,相较于5月平均库存水平下降5.25/1.75/3.5天。POY在4-6月产品价差均值分别为929元/1169元/1281元/吨,FDY在4-6月价差均值分别为1429元/1687元/1834元/吨,DTY在4-6月份价差均值分别为2141元/2332元/2500元/吨,长丝价差环比持续改善,伴随终端需求持续修复有望获得业绩弹性。

盈利预测、估值与评级

我们看好海外炼化项目对公司未来业绩的提振效果,以及需求回暖时长丝产业存在的业绩弹性,但当前炼化项目还未正式批准,长丝恢复仍在初期,因此我们维持2023-2025年的盈利预测。我们预计公司2023-2025年归母净利润为8亿/20亿/30亿元,对应EPS分别为0.53/1.33/1.97元,对应PE为19.5X/7.8X/5.2X,维持“买入”评级。

风险提示

(1) 审批不通过或审批时间过长风险;(2) 油价单向大幅波动风险;(3) 疫情反复扰乱终端产品销售及运输;(4) 终端需求严重需求恶化;(5) 地缘政治风险;(6) 项目建设进度不及预期;(7) 美元汇率大幅波动风险;(8) 其他不可抗力影响。

石油化工组

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师:陈律楼(执业S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价(人民币):10.67元

相关报告:

- 《新凤鸣公司点评:长丝龙头扭亏为盈!》,2023.4.29
- 《新凤鸣公司点评:需求见底,未来可期!》,2023.3.30
- 《新凤鸣公司点评:聚酯需求承压或迎关键拐点!》,2023.1.31



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,770	50,787	80,194	89,266	105,971
营业收入增长率	21.05%	13.44%	57.90%	11.31%	18.71%
归母净利润(百万元)	2,254	-205	805	2,029	3,017
归母净利润增长率	273.77%	-109.10%	N/A	151.94%	48.66%
摊薄每股收益(元)	1.474	-0.134	0.527	1.327	1.973
每股经营性现金流净额	2.05	2.08	3.61	4.96	5.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.72%	-1.31%	5.01%	11.47%	15.00%
P/E	10.08	-81.15	19.54	7.76	5.22
P/B	1.38	1.06	0.98	0.89	0.78

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	36,984	44,770	50,787	80,194	89,266	105,971	货币资金	3,379	5,647	6,289	7,487	9,810	12,596
增长率	21.1%	13.4%	57.9%	11.3%	18.7%		应收款项	932	1,174	848	1,747	1,944	2,308
主营业务成本	-35,148	-40,067	-48,904	-75,547	-82,700	-97,592	存货	1,673	3,222	3,719	4,868	5,329	6,289
%销售收入	95.0%	89.5%	96.3%	94.2%	92.6%	92.1%	其他流动资产	538	911	1,049	1,304	1,375	1,524
毛利	1,836	4,703	1,884	4,646	6,566	8,379	流动资产	6,521	10,954	11,905	15,405	18,459	22,717
%销售收入	5.0%	10.5%	3.7%	5.8%	7.4%	7.9%	%总资产	23.0%	29.2%	28.8%	31.9%	35.0%	39.1%
营业税金及附加	-48	-100	-90	-120	-134	-159	长期投资	101	273	340	350	350	350
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	18,633	22,589	25,678	29,249	30,542	31,405
销售费用	-67	-73	-84	-128	-143	-170	%总资产	65.6%	60.2%	62.2%	60.6%	57.9%	54.1%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	1,285	1,709	1,811	1,976	2,138	2,296
管理费用	-374	-527	-652	-802	-893	-1,060	非流动资产	21,882	26,555	29,399	32,877	34,331	35,353
%销售收入	1.0%	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	%总资产	77.0%	70.8%	71.2%	68.1%	65.0%	60.9%
研发费用	-602	-915	-1,078	-1,363	-1,518	-1,802	资产总计	28,403	37,508	41,304	48,282	52,790	58,069
%销售收入	1.6%	2.0%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	短期借款	6,329	6,862	10,248	12,726	14,774	16,089
息税前利润 (EBIT)	745	3,089	-21	2,232	3,879	5,189	应付款项	3,063	3,583	3,963	6,055	6,628	7,822
%销售收入	2.0%	6.9%	n.a	2.8%	4.3%	4.9%	其他流动负债	804	1,309	985	1,412	1,674	2,032
财务费用	-362	-520	-549	-1,230	-1,527	-1,665	流动负债	10,197	11,754	15,196	20,192	23,077	25,942
%销售收入	1.0%	1.2%	1.1%	1.5%	1.7%	1.6%	长期贷款	3,715	6,527	7,356	8,856	8,856	8,856
资产减值损失	-22	-19	-170	-99	-9	-20	其他长期负债	2,449	2,803	3,053	3,159	3,159	3,159
公允价值变动收益	-13	-1	-21	0	0	0	负债	16,361	21,084	25,604	32,207	35,092	37,957
投资收益	95	4	22	15	15	15	普通股股东权益	12,042	16,425	15,700	16,075	17,698	20,112
%税前利润	14.8%	0.2%	-4.8%	1.6%	0.6%	0.4%	其中：股本	1,396	1,530	1,529	1,529	1,529	1,529
营业利润	574	2,651	-529	918	2,357	3,519	未分配利润	6,673	8,700	8,092	8,736	10,359	12,773
营业利润率	1.6%	5.9%	n.a	1.1%	2.6%	3.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	68	22	64	30	30	30	负债股东权益合计	28,403	37,508	41,304	48,282	52,790	58,069
税前利润	642	2,673	-466	948	2,387	3,549	比率分析						
利润率	1.7%	6.0%	n.a	1.2%	2.7%	3.3%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-39	-419	260	-142	-358	-532	每股指标						
所得税率	6.0%	15.7%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.432	1.474	-0.134	0.527	1.327	1.973
净利润	603	2,254	-205	805	2,029	3,017	每股净资产	8.626	10.738	10.265	10.510	11.572	13.150
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.280	2.055	2.083	3.610	4.956	5.938
归属于母公司的净利润	603	2,254	-205	805	2,029	3,017	每股股利	0.130	0.225	0.000	0.105	0.265	0.395
净利率	1.6%	5.0%	n.a	1.0%	2.3%	2.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.01%	13.72%	-1.31%	5.01%	11.47%	15.00%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	2.12%	6.01%	-0.50%	1.67%	3.84%	5.20%
净利润	603	2,254	-205	805	2,029	3,017	投入资本收益率	2.89%	8.08%	-0.03%	4.72%	7.52%	9.27%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,750	2,298	2,711	3,335	4,001	4,443	主营业务收入增长率	8.30%	21.05%	13.44%	57.90%	11.31%	18.71%
非经营收益	305	653	456	1,263	1,453	1,563	EBIT 增长率	-57.02%	314.71%	-100.69%	-10551.29%	73.75%	33.79%
营运资金变动	526	-2,062	224	117	97	59	净利润增长率	-55.48%	273.77%	-109.10%	N/A	151.94%	48.66%
经营活动现金净流	3,183	3,143	3,185	5,521	7,580	9,083	总资产增长率	24.03%	32.06%	10.12%	16.89%	9.34%	10.00%
资本开支	-5,971	-6,271	-5,370	-6,659	-5,415	-5,415	资产管理能力						
投资	571	-94	-22	-10	0	0	应收账款周转天数	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
其他	-152	211	-23	15	15	15	存货周转天数	16.2	22.3	25.9	24.0	24.0	24.0
投资活动现金净流	-5,552	-6,154	-5,414	-6,654	-5,400	-5,400	应付账款周转天数	18.1	19.1	18.4	19.0	19.0	19.0
股权募资	0	0	0	-269	0	0	固定资产周转天数	170.5	163.9	162.5	124.6	114.5	90.3
其他	-623	-1,007	-1,182	-1,464	-1,904	-2,212	偿债能力						
筹资活动现金净流	3,419	4,813	3,006	2,331	145	-897	净负债/股东权益	71.75%	61.07%	87.22%	102.79%	91.81%	73.48%
现金净流量	1,014	1,813	816	1,198	2,324	2,785	EBIT 利息保障倍数	2.1	5.9	0.0	1.8	2.5	3.1
							资产负债率	57.60%	56.21%	61.99%	66.71%	66.47%	65.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-09-14	买入	21.40	30.80~30.80
2	2021-10-29	买入	14.78	30.80~30.80
3	2022-04-29	买入	9.31	N/A
4	2022-08-29	买入	9.99	N/A
5	2022-10-28	买入	8.72	N/A
6	2023-01-31	买入	11.90	N/A
7	2023-03-30	买入	10.56	N/A
8	2023-04-29	买入	10.29	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806