

业绩持续上行, 成长属性强化

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 半年度业绩预盈公告, 2021H1 预计实现归母净利润 13.0-13.5 亿元, 同比增长 549.0%-574.0%, 环比增长 224.2%-236.7%。2021Q2 单季预计实现归母净利润 8.0-8.5 亿元, 同比增长 459.4%-494.4%, 对应环比为增长 61.0%-71.0%。
- **行业良性竞争格局形成, 高价差带来良好业绩。** 涤纶长丝行业产能集中于龙头企业, 百川数据显示截止 2021 年 6 月, 涤纶长丝 CR5 达到 55.6%。行业龙头采取减产, 适当控制促销节奏等措施支撑涤纶长丝价格, 即使在纺织业淡季涤纶长丝价格仍然实现上涨, 华东地区二季度 POY、FDY、DTY 均价分别达到 7375.8、7546.8、8768.2 元/吨, 环比上行 6.8%、7.2%、1.9%。价差方面, 涤纶长丝 POY 二季度平均价差达到 1634.4 元/吨, 同比+41.6%, 环比+5.8%。涤纶长丝较高的价差带动公司业绩大幅上行。
- **终端需求持续向好, 未来即将进入补库存阶段。** 疫情过后需求释放刺激纺织服装等非耐用品消费, 5 月国内纺织服装社零累计同比高达 39.1%, 终端较旺盛的需求带动纺服产成品库存下降, 5 月规模以上纺服企业产成品库存在 1696.3 亿元, 低于 2018-2020 同期水平。海外需求方面, 美国纺织服装批发商库存大幅度下行, 2020 年 6 月以来, 美国批发商服装库存已连续 10 个月下跌, 终端纺服未来将进入补库存阶段, 良好的需求表现有望带动涤纶长丝景气度持续。
- **产能如期投产, 成长属性强化。** 中跃化纤二期 HCP7 装置、独山能源 60 万吨装置分别于 4 月、7 月投产, 共计新增涤纶长丝设计产能 90 万吨, 实际新增产能 100 万吨, 已完成 2020 年报中提及的 2021 年新增长丝产能目标。公司涤纶实际产能超过 600 万吨, 根据百川数据, 新凤鸣产能市占率将达到 14.4%。随着公司已有规划项目逐渐投产, 预计 2025 年公司 PTA 及聚酯产能将双双突破 1000 万吨。有序的产能投放以及涤纶长丝行业持续的高景气状态, 公司成长属性进一步得到强化。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.90 元、2.55 元、2.97 元。2021 年可比公司平均 PE 为 12 倍, 考虑到公司产业链一体化布局与未来发展空间, 我们给予 2021 年 15 倍估值, 对应目标价 28.50 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、产品价格下降、在建项目不及预期等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	36984.10	41170.59	50710.51	60405.58
增长率	8.30%	11.32%	23.17%	19.12%
归属母公司净利润(百万元)	603.04	2667.17	3575.44	4160.19
增长率	-55.48%	342.28%	34.05%	16.35%
每股收益EPS(元)	0.43	1.90	2.55	2.97
净资产收益率 ROE	5.01%	18.84%	10.78%	20.15%
PE	52	12	9	8
PB	2.61	2.22	1.83	1.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.02
流通 A 股(亿股)	13.73
52 周内股价区间(元)	9.99-22.99
总市值(亿元)	314.69
总资产(亿元)	305.40
每股净资产(元)	8.72

相关研究

目 录

1 二十年风雨兼程，涤纶长丝龙头实现跨越式增长	1
1.1 深耕聚酯产品，三年成功再造新凤鸣	1
1.2 股权结构清晰，下设多家子公司精细化管理.....	3
1.3 业绩触底回升，Q2 高位维持	4
1.4 成本把控、议价能力优秀，盈利能力有望快速回升.....	5
2 盈利预测与估值	9
2.1 业务分拆.....	9
2.2 相对估值.....	10
3 风险提示	10

图 目 录

图 1: 新凤鸣发展历程	1
图 2: 新凤鸣业务范围	2
图 3: 新凤鸣股权结构	4
图 4: 营收变动	5
图 5: 净利润及增速	5
图 6: 2020 营收构成	5
图 7: 长丝贡献主要营收及利润	5
图 8: 2016-2021Q1 可比公司 ROE 对比	6
图 9: 2016-2021Q1 可比公司权益乘数	6
图 10: 2016-202Q1 可比公司销售净利率	7
图 11: 2016-202Q1 可比公司总资产周转率	7
图 12: 2016-202Q1 可比公司期间费用率	8
图 13: 2016-202Q1 可比公司财务费用率	8
图 14: 2016-202Q1 可比公司销售费用率	8
图 15: 剔除研发费用后管理费用率	8
图 16: 2016-2020 可比公司应收占比	9
图 17: 2016-2020 可比公司应付占比	9

表 目 录

表 1: 新凤鸣主要产品	2
表 2: 当前主要产品产能及总体规划（截至 2021 年 7 月）	3
表 3: 分业务收入及毛利率	9
表 4: 可比公司估值（7 月 14 日股价）	10
附表: 财务预测与估值	11

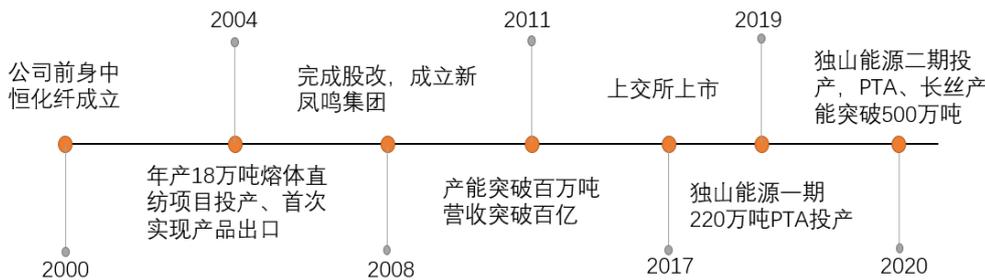
二十年风雨兼程，涤纶长丝龙头实现跨越式增长

1.1 深耕聚酯产品，三年成功再造新凤鸣

新凤鸣集团股份有限公司前身为成立于 2000 年的桐乡市中恒化纤有限公司（简称中恒化纤），经过多次股权变动后，2008 年公司整体变更为新凤鸣集团股份有限公司。公司于 2017 年 4 月登陆上交所上市。

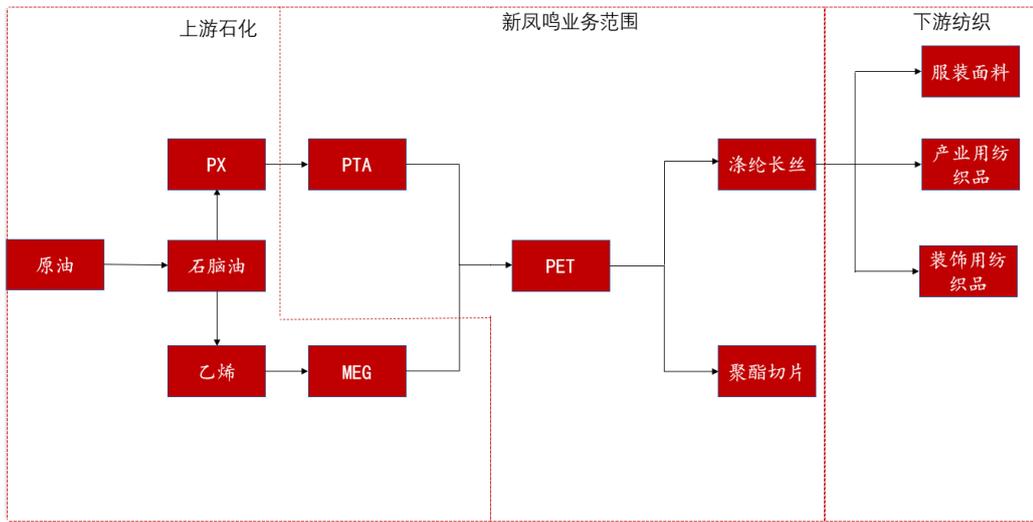
公司位于浙江省桐乡市，地处制造业核心区域，上下游企业集中，交通便利。2002 年公司投资 4.5 亿元布局 18 万吨熔体直纺项目，生产工艺大幅改善。同年子公司中维化纤技改项目投产，首次引入日本 TMT 公司 FDY 设备进行生产，新增 FDY 产品。子公司独山能源 PTA 项目一期 2019 年投产，公司正式进入涤纶上游原材料生产环节。2020 年底随着独山能源二期投产，新凤鸣官方宣布 PTA、涤纶长丝产能双双突破 500 万吨，PTA 和民用长丝产能规模位列全球行业前三，长丝产能从 2017 年 273 万吨提升至 482 万吨，PTA 产能从无到有，基本实现上市后提出的“三年再造一个新凤鸣”目标。

图 1：新凤鸣发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司目前已完成 PTA-聚酯（俗称涤纶）产业链布局，聚酯方面主要经营 POY、FDY、DTY、复合有色丝等涤纶长丝、聚酯切片等产品，同时公司为客户提供阻燃纤维、中空保暖纤维、吸湿排汗纤维等差别化、功能化纤维（DTY、FDY）。2019 年独山能源一期 220 万吨 PTA 产能投产后，公司新增加 PTA 产品，将产业链向上游延伸。随着中跃化纤 HCP7 项目、独山能源 60 万吨长丝项目分别于 4 月、7 月投产，公司目前涤纶长丝设计产能已达 572 万吨，实际产能达 600 万吨。根据百川数据，截止 2021 年 6 月全国涤纶长丝产能在 4178 万吨，新凤鸣产能市占率 14.4%，位居全国第三，PTA 实际产能 500 万吨，市占率 7.4%，居全国第五，基本现长丝原材料自给。PTA 主要作为聚酯原料内部使用，少部分对外销售。

图 2：新凤鸣业务范围


数据来源：公司官网，西南证券整理

表 1：新凤鸣主要产品

主要产品	规格	主要用途	图示
POY	75D-300D、36F-288F 半消光系列 23 种 75D-450D、36F-192F 有光系列 13 种	主要用于后加工生产，例如生产 DTY、DT、ATY；也适用于加工成高质量的低弹丝、网络丝、空气变形丝和缝纫线	
FDY	40D-200D、24F-96F 半消光系列 10 种 40D-1000D、36F-192F 有光系列 17 种	主要用于制作高端服装，可用于生产牛津布、西装里料、鞋用材料、绒类织物、雨披、伞面、包覆纱等	
DTY	75D-300D、36F-288F 半消光系列 21 种 100D-900D、36F-288F 有光系列 9 种	主要用于制作低弹性的面料，适宜制作服装面料、床上用品及装饰用品等	
复合丝	50D+50D、50D+100D、68D+100D、 75D+100D、100D+100D、125D+100D	根据下游需求将不同规格的长丝进行混合，用于下游特定目的织造	
有色丝	68D—350D 等上百种不同颜色品种	无需二次着色，主要运用于家纺制品、产业纺织品、服饰纺织品	
聚酯切片	半消光聚酯切片、大有光聚酯切片	主要用于瓶级聚酯(广泛用于各种饮料尤其是碳酸饮料的包装)、聚酯薄膜(主要用于包装材料、胶片和磁带等)以及化纤用涤纶	

数据来源：公司官网，西南证券整理

2021年公司将新增长丝产能130万吨，目前90万吨产能已落地，截止2021年7月，新凤鸣共有聚酯长丝设计产能572万吨，POY、FDY、DTY设计产能分别为460万吨、80万吨、32万吨，实际产能超过600万吨。目前共规划有430万吨聚酯长丝产能，规划产能逐步投产后，远期长丝总产能将突破1000万吨。

独山能源二期2020年10月投产后，PTA设计产能共计440万吨，实际产能将达到500万吨，新一期扩产400万吨项目已于2020年9月开工建设，项目建设周期4年，预计远期PTA设计产能将达到840万吨，目前独山能源PTA设备的产能利用率达到115%，远期的PTA实际产量将达到1000万吨。同时公司未来还规划了涤纶短纤、聚酯薄膜产能，将进一步拓展聚酯产品种类，利用自身聚酯产业优势创造新增长点。

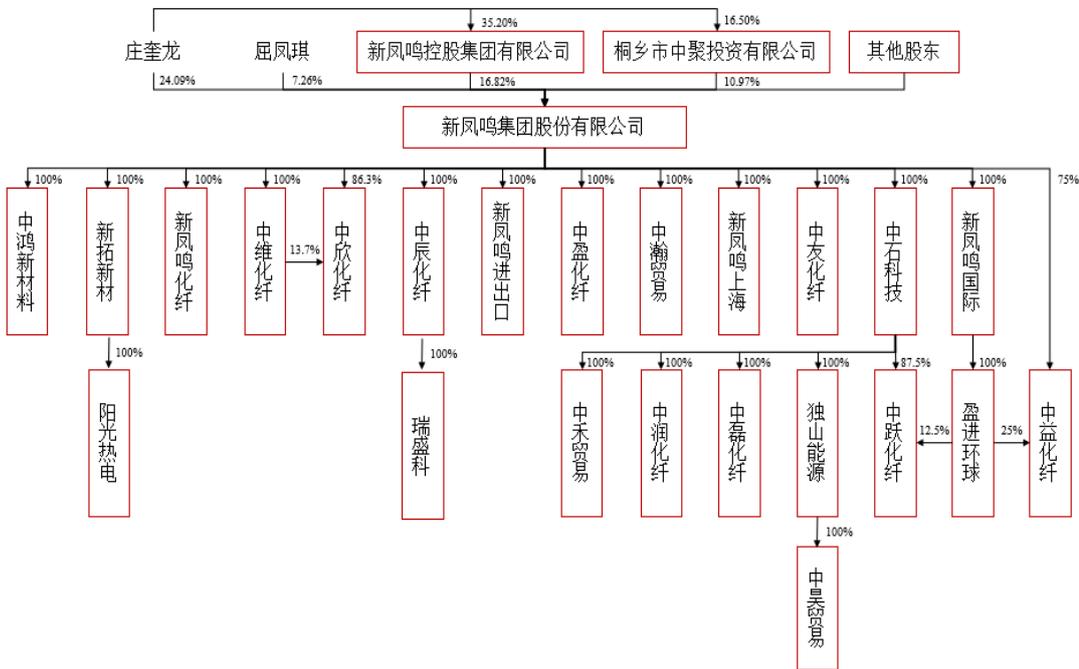
表 2：当前主要产品产能及总体规划（截至 2021 年 7 月）

产品	现有产能（万吨）	新增产能规划（万吨）	预计投产时间/状态
POY	460	430	2021年已投产100万吨，年底将再投产30万吨，2022年预计投产100万吨
FDY	80		
DTY	32		
PTA	500（设计440）	400	预计2023-2024投产
涤纶短纤	0	260	2021预计投产60万吨
聚酯薄膜	0	30	待定

数据来源：公司年报，公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构清晰，下设多家子公司精细化管理

公司实际控制人为庄奎龙家族，其通过新凤鸣控股、中聚投资直接或间接持有上市主体31.8%的股权。上市主体下设多家子公司及二级子公司，均实现100%控股。其中中盈化纤、中维化纤、中欣化纤等子公司为聚酯长丝生产主体，前期子公司对应管理20万吨左右产能，随管理能力提升，后期设立子公司管理规模逐渐扩大，中跃、中石、中友等主体下设有或规划产能均超过100万吨，精细化管理提升生产效率。中石科技旗下子公司独山能源为PTA生产主体，新凤鸣国际、中瀚贸易、中鸿新材料等公司则为协同产业发展主体，主要负责集团产品进出口销售以及协同产业开发。

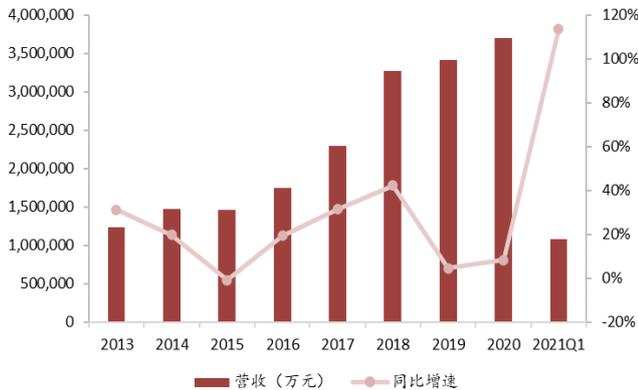
图 3：新凤鸣股权结构


数据来源：wind，西南证券整理 注：股权数据截至 2021-7-15

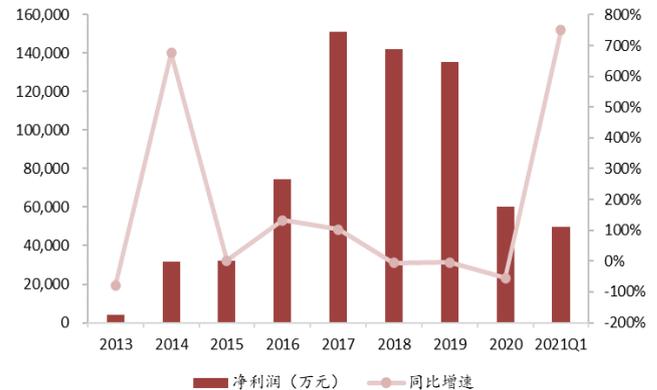
1.3 业绩触底回升，Q2 高位维持

2013-2018 年期间，公司营收高速增长，年化复合增长率高达 21.5%，但受制于行业景气度下行，2019 年增速大幅下滑至 4.6%，营收为 341.5 亿元。在疫情冲击下 2020 年上半年营收同比大幅下滑 16.9%，后受下游需求逐渐复苏带动，公司业绩逐渐走出低谷，2020 前三季度营收同比下降幅度缩小为 6.1%，**2020 全年营收达到 369.8 亿元，实现逆势增长，增幅达 8.3%**。净利润方面，受益于涤纶长丝行业结构调整，大量中小企业退出市场，公司在 2014-2017 年期间净利润保持高速增长，年化复合增长率达 68.4%。但随着行业景气度下行，2018 年后公司利润下滑明显，2020 受疫情冲击，前三季度净利润同比下行 76.5%，仅为 2.6 亿元，**2020Q4 单季度实现扣非归母净利润 3.2 亿元，同比+32.8%，环比实现扭亏为盈。**

2021H1 延续上行态势，Q1 单季实现营收 108.2 亿元，同比+113.6%，归母净利润 4.9 亿元，相当于 2020 全年净利润的 82.4%，同比环比增长 749.9%、44.9%。公司于 7 月 13 日发布 2021 上半年度预盈公告，预计实现归母净利润 13.0-13.5 亿元，同比增长 549.0%-574.0%，环比增长 224.2%-236.7%。对应 2021Q2 单季归母净利润 8.0-8.5 亿元，同比增长 459.4%-494.4%，对应环比为增长 61.0%-71.0%。营收及盈利情况持续好转。我们认为随着新冠疫苗的投放及下游需求复苏，将带动市场对涤纶长丝需求，拉高涤纶长丝价差，涤纶长丝较高的价差将为业绩奠定基础，公司利润表现已得到快速恢复。

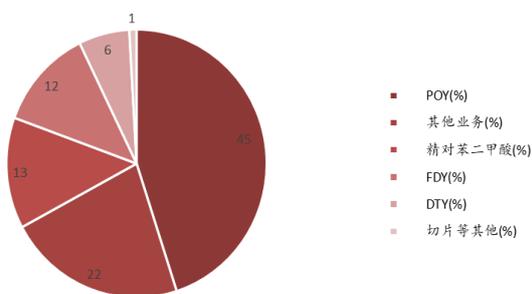
图 4：营收变动


数据来源：Wind, 西南证券整理

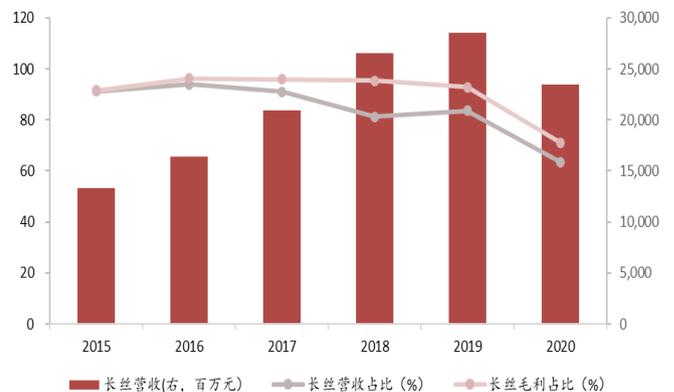
图 5：净利润及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

营收结构上，涤纶长丝贡献大部分营收：2017 年以前，长丝产品贡献绝大部分营收及毛利，均在 90%以上，2018 年进入行业下行周期，涤纶长丝价格走低，公司选择利用聚酯产能转产切片，涤纶长丝营收占比有所下降。2020 年受疫情冲击、产品价格下行以及推出 PTA 新产品的影响，长丝业务营收及毛利占比进一步下降，2020 年涤纶长丝营收占比为 63.55%，较去年同期下滑 20.1 个百分点，其中 POY 占比 45.0%，FDY 占比 12.2%，DTY 占比 6.3%。聚酯长丝毛利率占比为 71.1%，较上年下行 21.7 个百分点，虽毛利占比有所下滑，但聚酯长丝仍是公司的核心利润来源。2019 年 10 月独山能源一期投产，产能顺利释放，2020 年该项目产能利用率达 115.3%，为公司拓展新的收入来源，2020 年 PTA 营收占 13.4%，较上年同比增加 9.9 个百分点，PTA 产品毛利占比达 18.0%。

图 6：2020 营收构成


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：长丝贡献主要营收及利润


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.4 成本把控、议价能力优秀，盈利能力有望快速回升

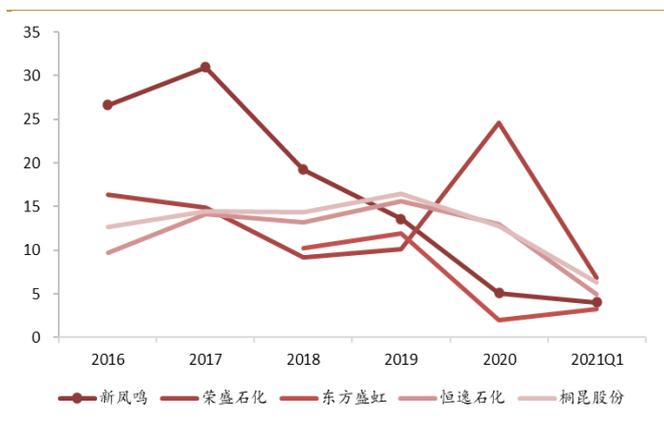
本节从财务指标的角度将新凤鸣与荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份等可比公司进行同业对比分析，初步判断新凤鸣在可比公司中的优势。考虑到东方盛虹于 2018 年借壳上市，前后主营业务范围发生较大改变，故本节只将东方盛虹 2018 年后的财务数据纳入对比分析。

2019 年以前,新凤鸣 ROA、ROE 均处于行业领先水平,反映了新凤鸣较强的盈利能力。但受到疫情冲击,新凤鸣由于产品结构较单一,涤纶长丝营收占比较高,受到下游需求萎缩的冲击较大,盈利能力迅速下行,并且下行幅度大于同行业公司,2020 年新凤鸣、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份 ROE 分别为 5.1%、24.6%、2.0%、13.0%、12.7%; ROA 分别为 3.7%、9.4%、1.8%、7.0%、7.7%。**2021Q1 受产品价格大幅上行、总资产周转率下行影响,新凤鸣 ROE 下行幅度放缓,为 4.0%,与可比公司差距逐步缩小。**

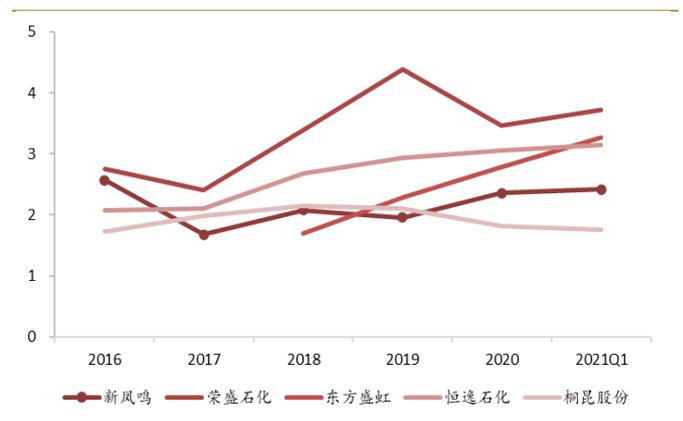
运用杜邦分析对 ROE 进行拆分分析,可以发现 ROE 的差异主要来自于销售净利率与总资产周转率的变动。新凤鸣、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份销售净利率 2020 年分别为 1.6%、12.5%、1.4%、4.4%、6.2%,疫情冲击下东方盛虹、新凤鸣、恒逸石化三家公司销售净利率出现下降,其余企业变动不大,甚至出现增长。2021Q1 由于长丝价格上行,各可比企业销售净利率均出现不同程度上行,其中新凤鸣销售净利率上行 3 个百分点至 4.6%。

由于下游需求的萎缩,各公司的总资产周转率均出现了下降,2020 年五家公司分别为 1.4、0.5、0.5、1.0、1.1。新凤鸣近年来总资产周转率均处于行业第一,反应了其较强的销售能力及稳定的分销渠道。进入 2021Q1 由于长丝价格较高,下游纺织企业抵触心理较重,仅维持刚需拿货,同时一月、二月由于邻近年关,属于纺织业淡季,下游需求不振,带动总资产周转率下行,新凤鸣一季度总资产周转率仅为 0.4。

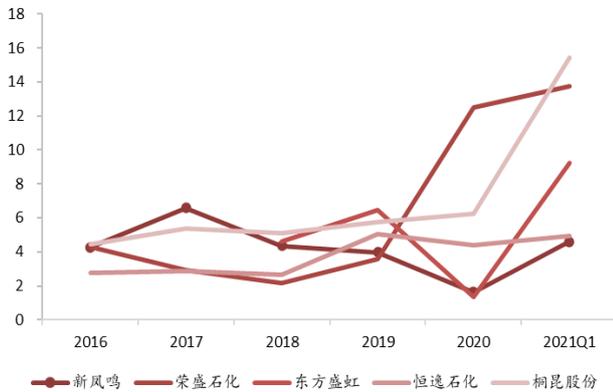
同时对销售净利率变动差异的成因进行分析,可以发现,产业链一体化程度较高的荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份销售净利率受疫情负面冲击较小。随着未来新凤鸣 PTA、聚酯短纤、聚酯薄膜等新产品、产能继续投放,产业链一体化布局进一步完善,叠加行业景气度回升,公司有望凭借其产品溢价优势、技术优势、销售渠道优势重新提振盈利能力。

图 8: 2016-2021Q1 可比公司 ROE 对比


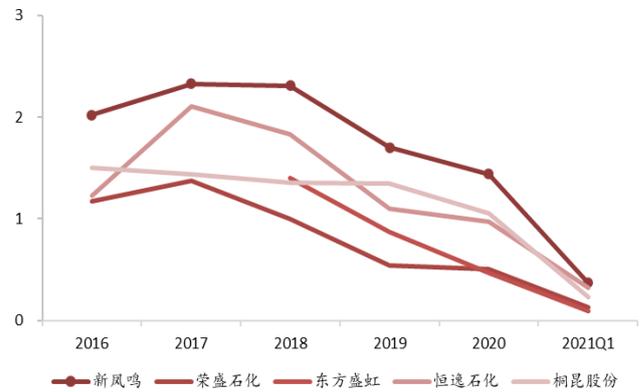
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 9: 2016-2021Q1 可比公司权益乘数


数据来源: wind, 西南证券整理

图 10：2016-2021Q1 可比公司销售净利率


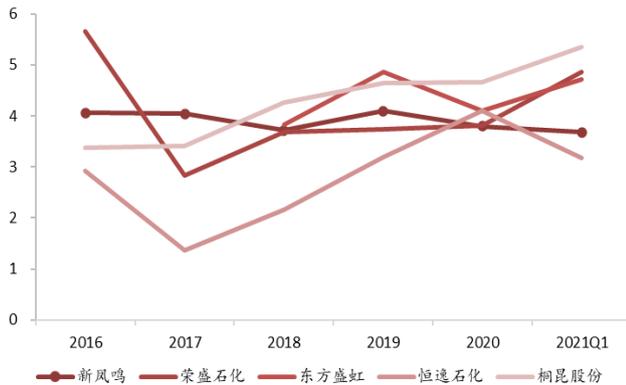
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：2016-2021Q1 可比公司总资产周转率


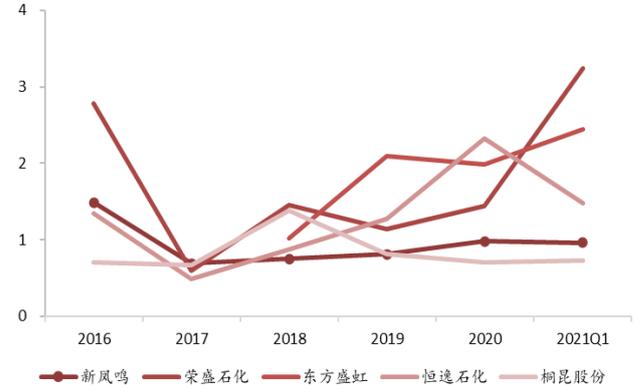
数据来源：wind, 西南证券整理

专注聚酯领域扩张，成本把控优秀：期间费用率是影响公司盈利能力的重要因素之一，因此我们对可比公司的期间费用率进行对比，特别的我们根据新会计准则，将 2018 年以前的管理费用中的研发费用剔除，进一步分析各企业的成本把控能力。2017 年以来各企业期间费用率均呈现一定上升趋势，2020 年新凤鸣、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份期间费用率分别为 3.8%、3.8%、4.1%、4.1%、4.7%，新凤鸣处于行业较低水平，充分反应了日常经营环节中的成本把控能力。各公司期间费用率的上升主要来自于财务费用率的增长，主要是因为近年来相关企业积极布局上游炼化环节或横向扩张聚酯产能，用于项目投资的贷款增加，从而使得财务费用率上行。

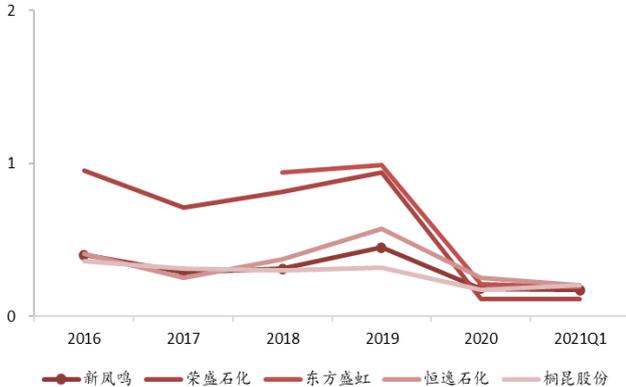
新凤鸣较低的期间费用率在财务费用、销售费用、管理费用等几个方面都有所体现。财务费用率方面 2020 年新凤鸣、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份分别为 1.0%、1.4%、2.0%、2.3%、0.7%，新凤鸣财务费用率较低的原因在于其专注于聚酯行业扩张，新项目投资成本上具有一定优势，单吨投资额较低，而其他企业纷纷布局上游大炼化环节，大炼化单体项目投资金额较高，所需资金较大，带动财务费用率上行。销售费用方面，由于各企业执行新收入准则，将原本纳入销售费用的货物运保费等费用划入营业成本，各企业销售费用均大幅度降低，2020 年新凤鸣、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份分别为 0.2%、0.1%、0.2%、0.3%、0.2%。新凤鸣销售费用率在行业中相对领先，其较低的销售费用率并不是因为下游客户较集中（2020 年前五大客户销售收入占比 9.4%），而是得益于其产品结构及较优异的营销能力。具体而言，新凤鸣产品以 POY 为主，而生产 POY 的设备投资额比生产 DTY 的加弹机高，行业内部分企业通过购买 POY 生产 DTY 以赚取差价，导致 POY 销售对于渠道的要求较低。管理费用率方面。2018 年新会计准则要求企业披露分项的研发费用率，而此前企业都将研发费用归入管理费用一项，为了更好的识别各个企业的管理成本，我们将 2018 年以前管理费用率中的研发费用剔除。2020 年剔除研发费用后管理费用率，新凤鸣、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份分别为 1.0%、0.4%、1.1%、1.1%、1.5%，新凤鸣同样处于可比公司中较领先水平。

图 12：2016-2021Q1 可比公司期间费用率


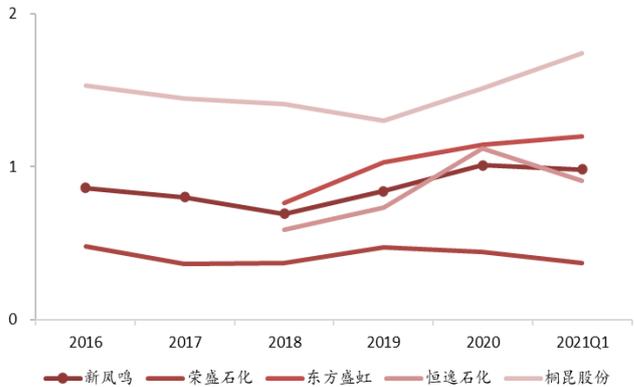
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 13：2016-2021Q1 可比公司财务费用率


数据来源：wind, 西南证券整理

图 14：2016-2021Q1 可比公司销售费用率


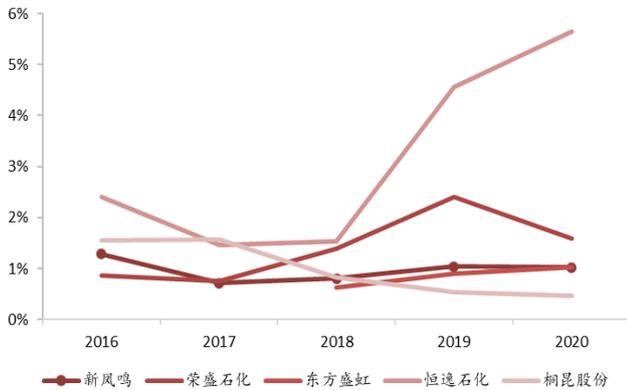
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 15：剔除研发费用后管理费用率


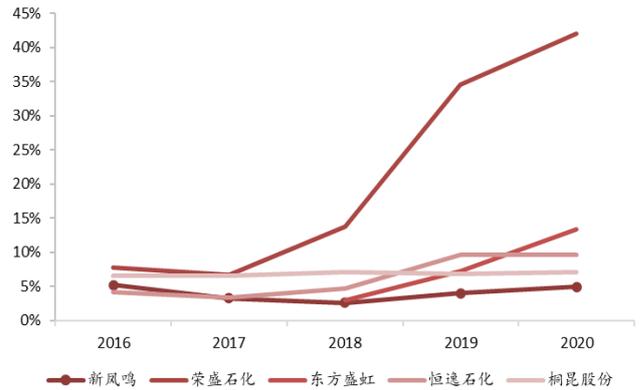
数据来源：wind, 西南证券整理

对下游议价能力优秀，对上游议价能力逐渐提升：对于涤纶这类处于行业中游的企业可以通过分析应收、应付账款占比判断其对上下游的议价能力。应收账款占营收比例越高，说明公司更多依靠赊销等方式拓展客户，下游对公司的资金占用比例较高，公司对于下游客户的议价能力较弱。而应付账款占营业成本比例反应了公司对上游企业资金占用的能力，该比例越高对上游的议价能力越强。

新凤鸣应收账款占比一直以来处于较低水平，2020 仅为 1.0%，荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份分别为 1.6%、1.0%、5.7%、0.5%，反应了新凤鸣对于下游客户有较强的议价能力。在产业链利润向聚酯环节转移的背景下，对下游较强的议价能力，意味着企业能够在该生产阶段留存更多的利润，在行业景气度反转的过程中，公司盈利能力将更快恢复。

图 16：2016-2020 可比公司应收占比


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 17：2016-2020 可比公司应付占比


数据来源：wind, 西南证券整理

新凤鸣应付账款比例在可比公司中较低，反应其对上游原材料生产企业的议价能力不足，反观其他已布局上游炼化的可比企业，其应付账款比重均较高。随着独山能源二期投产，新凤鸣产业一体化程度增加，对上游的议价能力也有所增强，应付账款占比由 2019 年的 4.0% 提升至 2020 的 5.0%，随着未来公司一体化程度加深，对上游议价能力有望进一步提升。

2 盈利预测与估值

2.1 业务分拆

关键假设：

假设 1: 随着中跃化纤、独山能源等项目投产，2021-2023 年分别新增涤纶长丝产能 130、100、100 万吨。疫情期间涤纶长丝价格下行，而进入 2021 年，原油价格上涨为长丝价格形成支撑。

假设 2: 独山能源二期投产，2021 年 PTA 产能达到 500 万吨，随着 2021-2023 年涤纶长丝产能增加，PTA 外售比例将有所减少。

假设 3: 中友化纤及中磊化纤短纤项目逐渐投放，2021-2023 年新增涤纶短纤产能按照 60、120、80 万吨估计，短纤项目收入按照中友化纤 200 万吨短纤项目投资项目备案信息表披露的数据估计，即 200 万吨产能投产后可形成销售收入 181.4 亿元，创利税 24.7 亿元。

假设 4: 切片等其他业务保持规模及盈利水平不变，2021-2023 年该项业务收入按照过往三年收入均值估计，盈利水平与 2020 年持平。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
涤纶长丝系列	收入	28,468.52	34332.6	37070.0	39509.1
	增速		20.6%	8.0%	6.6%
	成本	26832.3	30256.4	32634.4	35115.8
	毛利率	5.7%	11.9%	12.0%	11.1%
切片	收入	333.5	330.0	330.0	330.0

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	增速	-6.9%	-1.1%	0.0%	0.0%
	成本	325.0	321.5	321.5	321.5
	毛利率	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
短纤	收入		544.2	7346.7	14602.7
	增速			1250.0%	98.8%
	成本		470.1	6346.4	12614.4
	毛利率		13.6%	13.6%	13.6%
其他业务	收入	8182.1	5963.8	5963.8	5963.8
	增速	103.0%	-27.1%	0.0%	0.0%
	成本	7991.2	5824.8	5824.8	5824.8
	毛利率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
合计	收入	36984.1	41170.6	50710.5	60405.6
	增速	8.30%	11.32%	23.17%	19.12%
	成本	35148.4	36872.9	45127.1	53876.5
	毛利率	4.96%	10.44%	11.01%	10.81%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2021-2023 年营收分别为 411.7、507.1、604.1 亿元，归母净利润为 26.7、35.8、41.6 亿元，对应 EPS 为 1.90、2.55、2.97 元，对应 PE 为 12、9、8 倍。

2.2 相对估值

我们选取了行业中与新凤鸣业务最为相近的桐昆股份、荣盛石化、恒逸石化三家公司，三家公司 2020 年平均 PE 为 19 倍，2021 年平均 PE 为 12 倍。新凤鸣未来最大的看点有三个：**1) 在涤纶长丝行业下行周期提前布局，未来将成为涤纶长丝、涤纶短纤两大领域龙头；2) 与聚酯产能配套规划 PTA 产能，补足短板，公司抗风险能力将进一步增强；3) 产业链利润向聚酯段转移、终端需求好转，新凤鸣作为行业龙头有望获得更大收益。**我们看好公司 PTA+聚酯产业链一体化布局，后续发展空间较大，按照 15 倍 PE 进行估值，对应目标价 28.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值（7 月 14 日股价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
601233.SH	桐昆股份	26.4	1.3	2.52	3.08	3.44	16	10	9	8
002493.SZ	荣盛石化	18.84	1.08	1.14	1.54	1.73	26	17	12	11
000703.SZ	恒逸石化	13.26	0.83	1.51	1.67	1.8	15	9	8	7
平均值							19	12	10	9

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比企业估值采用万德一致预测数据

3 风险提示

原材料价格波动、产品价格下降、在建项目不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	36984.10	41170.59	50710.51	60405.58	净利润	603.04	2667.17	3575.44	4160.19
营业成本	35148.43	36872.90	45127.15	53876.55	折旧与摊销	1727.85	1921.13	2166.13	2440.12
营业税金及附加	47.79	58.64	71.21	84.10	财务费用	361.98	41.19	50.94	66.48
销售费用	67.07	120.69	143.07	162.49	资产减值损失	-18.54	0.00	0.00	0.00
管理费用	373.75	1152.78	1419.89	1691.36	经营营运资本变动	1474.07	-147.34	161.42	67.21
财务费用	361.98	41.19	50.94	66.48	其他	-965.03	-11.74	-29.25	-12.30
资产减值损失	-18.54	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3183.37	4470.40	5924.69	6721.70
投资收益	94.68	20.00	18.00	18.00	资本支出	-3330.66	-5157.00	-6957.00	-6000.00
公允价值变动损益	-12.84	0.00	0.00	0.00	其他	-2221.45	20.00	18.00	18.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5552.12	-5137.00	-6939.00	-5982.00
营业利润	573.62	2944.40	3916.26	4542.60	短期借款	1829.82	9.64	2552.67	1011.37
其他非经营损益	68.11	47.36	53.37	58.69	长期借款	1775.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	641.73	2991.76	3969.63	4601.28	股权融资	-25.25	0.00	0.00	0.00
所得税	38.69	324.60	394.18	441.09	支付股利	-181.94	-120.61	-533.43	-715.09
净利润	603.04	2667.17	3575.44	4160.19	其他	20.25	1515.87	-50.94	-66.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	3418.74	1404.90	1968.31	229.80
归属母公司股东净利润	603.04	2667.17	3575.44	4160.19	现金流量净额	1013.84	738.30	953.99	969.51
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3378.76	4117.06	5071.05	6040.56	成长能力				
应收和预付款项	698.02	778.39	929.29	1129.91	销售收入增长率	8.30%	11.32%	23.17%	19.12%
存货	1672.50	1648.73	2059.13	2535.99	营业利润增长率	-63.85%	413.30%	33.01%	15.99%
其他流动资产	771.52	405.90	495.17	585.88	净利润增长率	-55.48%	342.28%	34.05%	16.35%
长期股权投资	101.35	101.35	101.35	101.35	EBITDA 增长率	-11.12%	84.22%	25.00%	14.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	18552.57	21841.58	26685.60	30270.82	毛利率	4.96%	10.44%	11.01%	10.81%
无形资产和开发支出	1229.65	1204.30	1178.95	1153.60	三费率	2.17%	3.19%	3.18%	3.18%
其他非流动资产	1998.68	1970.89	1943.10	1943.10	净利率	1.63%	6.48%	7.05%	6.89%
资产总计	28403.07	32068.22	38463.63	43761.21	ROE	5.01%	18.84%	20.78%	20.15%
短期借款	5814.90	5824.54	8377.21	9388.58	ROA	2.12%	8.32%	9.30%	9.51%
应付和预收款项	3209.69	3195.95	3946.67	4734.76	ROIC	4.12%	10.98%	12.33%	12.25%
长期借款	3715.11	3715.11	3715.11	3715.11	EBITDA/销售收入	7.20%	11.92%	12.09%	11.67%
其他负债	3620.93	5172.21	5222.22	5275.24	营运能力				
负债合计	16360.64	17907.81	21261.22	23113.70	总资产周转率	1.44	1.36	1.44	1.47
股本	1396.10	1401.73	1401.73	1401.73	固定资产周转率	2.48	2.36	2.69	2.92
资本公积	3414.75	3409.12	3409.12	3409.12	应收账款周转率	97.37	91.15	99.30	97.11
留存收益	6907.85	9454.41	12496.42	15941.52	存货周转率	22.45	22.08	24.23	23.41
归属母公司股东权益	12042.43	14160.41	17202.42	20647.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.96%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	12042.43	14160.41	17202.42	20647.51	资产负债率	57.60%	55.84%	55.28%	52.82%
负债和股东权益合计	28403.07	32068.22	38463.63	43761.21	带息债务/总负债	70.45%	78.37%	78.02%	76.14%
					流动比率	0.64	0.75	0.68	0.71
					速动比率	0.48	0.57	0.52	0.54
					股利支付率	30.17%	4.52%	14.92%	17.19%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	2663.44	4906.71	6133.32	7049.20	每股收益	0.43	1.90	2.55	2.97
PE	52.18	11.80	8.80	7.56	每股净资产	8.59	10.10	12.27	14.73
PB	2.61	2.22	1.83	1.52	每股经营现金	2.27	3.19	4.23	4.80
PS	0.85	0.76	0.62	0.52	每股股利	0.13	0.09	0.38	0.51
EV/EBITDA	14.28	8.03	6.69	5.83					
股息率	0.58%	0.38%	1.70%	2.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn