

市场价格 (人民币): 21.40 元

目标价格 (人民币): 30.80 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	15.30
已上市流通 A 股(亿股)	15.05
总市值(亿元)	327.33
年内股价最高最低(元)	23.90/9.92
沪深 300 指数	4992
上证指数	3715



持续高成长的长丝龙头

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,148	36,984	65,096	76,086	84,416
营业收入增长率	4.56%	8.30%	76.01%	16.88%	10.95%
归母净利润(百万元)	1,355	603	2,740	3,622	4,524
归母净利润增长率	-4.80%	-55.48%	354.36%	32.18%	24.92%
摊薄每股收益(元)	0.968	0.432	1.791	2.368	2.958
每股经营性现金流净额	1.30	2.25	3.29	5.12	6.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.62%	5.01%	20.08%	22.39%	23.39%
P/E	12.76	32.18	11.95	9.04	7.23
P/B	1.48	1.61	2.40	2.02	1.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

根据我们测算, 新凤鸣具备 2023 年获取超 45 亿元利润的能力, 当前行业景气度有望持续, 且上游大体量产能仍处于景气底部, 伴随新建产能投产节奏放缓以及老旧产能出清, 从中长期而言行业景气度有望持续稳中有升, 同当前市场普遍预期存在显著预期差, 我们认为当前市值存在低估, 根据我们的测算, 新凤鸣市值应达 470 亿以上。

- **现有产能盈利能力确定性强。**截至半年报, 新凤鸣实现 13.24 亿元归母净利润, 新凤鸣当前具有 500 万吨 PTA 产能, 600 万吨涤纶长丝产能, 预计年底涤纶长丝产能将增长至 630 万吨, 新增 60 万吨短纤产能。由于当前 PTA-涤纶行业集中度较高, 龙头企业具有较为显著议价权, 叠加自备 PTA 产能, 新凤鸣现有产能盈利能力确定性强。
- **我们认为新凤鸣伴随强 alpha (存在显著超额收益) 产能持续投产, 业绩有望持续成长。**新凤鸣当前规划新增产能有约 400 万吨规模 PTA, 300 万吨涤纶长丝以及 200 万吨短纤产能, 新凤鸣新建产能后发技术以及规模优势显著, 将持续贡献显著成长性, 仅考虑 2023 年可以满产产能, 新凤鸣两年复合增速有望超 28%, 成长性确定性强。
- **PX-PTA-聚酯产业链行业景气度有望稳中向上:** PX-PTA 环节由于当前仍有超 2000 万吨产能陆续投产, 价差持续处于历史景气底部, 而非市场误以为的景气高点, 从中长期而言, PTA 供需格局有望逐步平衡, 推动 PX-PTA 价差回暖, 公司将迎来巨大业绩弹性。与此同时, 由于长丝行业集中度持续上升, 叠加海外设备厂商供应瓶颈, 龙头公司议价能力持续提高, PTA-聚酯长丝环节价差持续稳定确定性强, 推动 PX-PTA-聚酯产业链景气度稳中向上。

投资建议

- 我们看好新凤鸣技术迭代带来的显著超额收益以及新建产能逐步投产带来的显著成长性, 预计公司 2021-2023 年净利润为 27/36/45 亿元, 对应 EPS 为 1.79/2.37/2.96 元, 对应 PE 为 11.95X/9.04X/7.23X, 给予新凤鸣 2022 年净利预测 13 倍市盈率, 公司市值有望达 470 亿元, 目标价 30.8 元, 给予公司“买入”评级。

风险提示

- 1.原油单向大规模下跌风险; 2.大股东减持风险; 3.项目进度不及预期; 4.美元汇率大幅波动风险; 5.其他不可抗力影响。

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 联系人
chenlvlu@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

- (1) 新凤鸣现有规划项目持续推进，PTA、长丝及短纤项目投产时间符合预期。
- (2) 疫情对行业负面影响仅为 2020 年全年，对 2021 年影响可以基本忽略。
- (3) 公司聚酯业务在 2020 年受海外疫情影响显著，对 PX-PTA-聚酯环节利润产生挤压，2021 年影响基本消除。

■ 我们区别于市场的观点

市场一致观点认为板块盈利能力当前处于景气度相对高点，伴随各大厂商产能的持续投产，行业景气度存在回落的可能性，在一定程度上影响新凤鸣盈利能力，但市场并未完全认识到当前 PX-PTA 环节景气度持续维持历史景气底部，与此同时，PTA-长丝环节当前景气度有望成为行业长期中枢，且从中长期而言，PTA-长丝产业链周期性逐步弱化。

我们的观点：

2020 年遭遇疫情和油价的历史性大级别波动，PTA-聚酯长丝从行业平均角度看，处于历史亏损最严重的状态，新建产能持续投产，而终端需求持续低迷，新凤鸣由于后发优势及规模优势存在较为显著的超额收益。

当前虽然行业景气度回暖，但上游大体量 PX-PTA 环节持续处于行业景气历史百分位底部，伴随新建产能投产速度放缓以及老旧产能持续出清，上游大体量产能盈利中枢在中长期存在上抬可能性；与此同时，PTA-聚酯长丝环节当前行业景气度伴随终端消费恢复而逐步回暖，行业景气度持续处于相对高位，但我们要指出的是，涤纶长丝产能受限于投产设备的限制，新建产能投产节奏相对受限，当前涤纶长丝行业景气度有望成为行业长期景气中枢。我们认为当前新凤鸣作为聚酯龙头公司由于产能的强 alpha 属性，盈利确定性较强，伴随上游大体量产能景气度回暖以及新凤鸣新建产能逐步投产，新凤鸣盈利弹性以及业绩成长性确定性较强。

■ 股价上涨的催化因素

公司股价的上涨催化因素主要包含以下几个可能因素：

1、新凤鸣强 Alpha 产能持续投产；2、由于 2021 年全球终端消费持续回暖，原油价格逐步恢复理性区间叠加终端产品涨幅大于原油涨幅。

■ 估值和目标价格

我们看好新凤鸣技术迭代带来的显著超额收益以及新建产能逐步投产带来的显著成长性，预计公司 2021-2023 年净利润为 27/36/45 亿元，对应 EPS 为 1.79/2.37/2.96 元，对应 PE 为 11.95X/9.04X/7.23X，我们看好 PTA-聚酯环节价差长期稳定性以及中长期 PX-PTA 价差走阔的可能性，参考行业历史 PE 水平，给予新凤鸣 2022 年净利预测 13 倍市盈率，公司市值有望达 470 亿元，目标价 30.8 元，给予公司“买入”评级。

■ 投资风险

1.原油大规模波动风险；2.大股东减持风险；3.项目进度不及预期；4.美元汇率大幅波动风险；5.其他不可抗力影响。

内容目录

投资要件	2
1、 先进产能持续投产推动强 Alpha 持续成长	4
1.1、 先进 PTA 装置行业超额收益明显	4
1.2、 聚酯行业集中度提高，差异化产品有望成为业绩新增长点	6
2、 PX-PTA-聚酯长丝中长期行业景气有望稳中向上	8
3、 历史沿革	11
3.1、 新凤鸣的诞生	11
3.2、 深耕民用涤纶长丝领域，全力打造规模优势	11
3.3、 深化布局 PTA，持续发展上游产业	12
3.4、 投建涤纶短纤及聚酯薄膜，扩展产品矩阵	12
4、 投资建议与估值	13
4.1、 盈利预测关键假设	13
4.2、 投资建议及估值	14
5、 风险提示	14

图表目录

图表 1: PTA 价差逐步恢复	4
图表 2: PTA 行业集中度近 60%	4
图表 3: 部分其他产能装置状态	5
图表 4: 不同设备、工艺水平 PTA 装置成本比较	5
图表 5: 不同设备、工艺水平 PTA 装置利润水平（元/吨）	6
图表 6: 截至 2021 年 8 月涤纶长丝行业集中度，CR6 达 60%	6
图表 7: POY 毛利与库存走势	7
图表 8: 近期 POY 毛利与库存走势	7
图表 9: PX-PTA-涤纶长丝环节价差历史百分位	8
图表 10: 中国涤纶长丝产能及产能增速	9
图表 11: 2020 年龙头公司产能增量	9
图表 12: 新凤鸣湖州中磊化纤设备规划	9
图表 13: GDP 及服装鞋帽零售额半年度同比增速	10
图表 14: 涤纶长丝下游消费市场	10
图表 15: 涤纶长丝表观消费量增速	11
图表 16: 新凤鸣盈利预测重点产品毛利预测假设	13
图表 17: 可比公司估值比较（市盈率法）	14

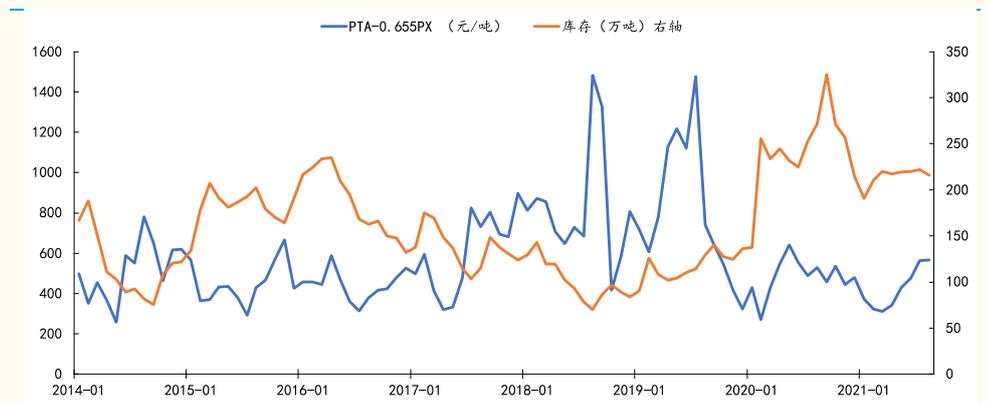
1、 先进产能持续投产推动强 Alpha 持续成长

1.1、 先进 PTA 装置行业超额收益明显

PTA 行业正进行大规模洗牌，产业集中度将进一步提高。当前，PTA 库存持续积累，行业处于大面积亏损状态。对比上一个累库存、低价差阶段，我们发现这种情况出现的根本原因均是在先进产能批量上线的同时落后产能尚未退出市场导致的 PTA 阶段性、结构性产能过剩。与此同时，大炼化龙头公司先进产能持续投放，在建 PTA 先进产能达 2290 万吨/年，在当前极端环境以及未来可能出现的景气低点，大炼化龙头公司利用先进设备工艺及规模效益带来的成本优势以及产业链一体化的抗风险能力可保持较好盈利能力，建立起坚实的行业壁垒。而其竞争对手落后产能和无上下游配套产能将逐步停车，失去市场份额，产业集中度必将进一步提升，随着落后产能的退出，行业供需关系逐步修正，在实现产能升级的同时，环节利润也有望实现稳步上升。

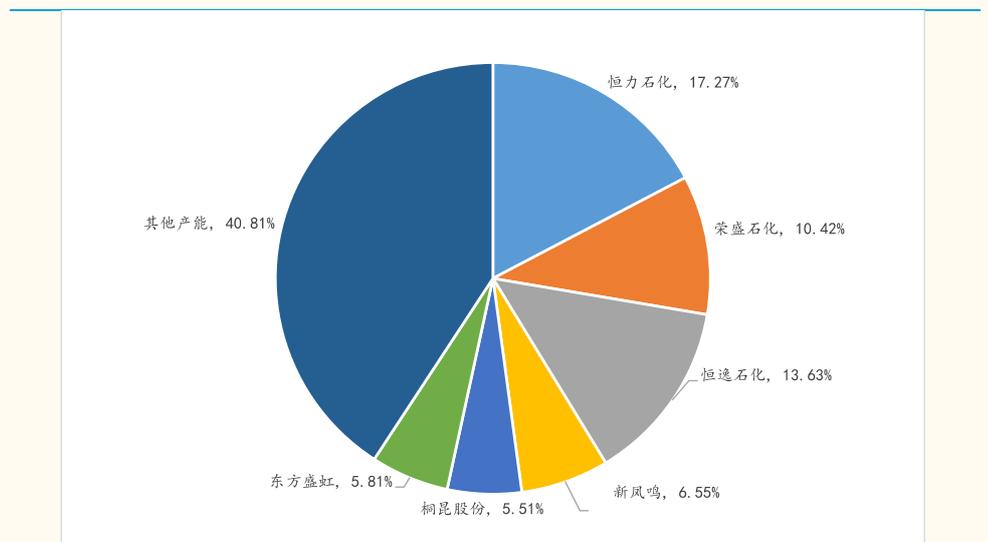
回溯 2014-至今 PTA 价差，PX-PTA 价差在 260 元-1500 元区间波动，且近期极端景气底部出现于 2020 年初疫情负面影响叠加原油价格极端波动情境下，当前 PX-PTA 价差约为 570 元，考虑加工费后的利润，当前 PX-PTA 价差依然处于盈亏平衡线附近，持续处于景气较低水平，伴随新产能的投产节奏放缓以及老旧产能的停车推出，从中长期而言 PX-PTA 环节价差有望稳步上升。

图表 1: PTA 价差逐步恢复



来源: CCFEI, WIND, 国金证券研究所

图表 2: PTA 行业集中度近 60%



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 3: 部分其他产能装置状态

	装置产能 (万吨)	状态	停车时间
扬子石化	35	停车, 装置开始拆除	2014年11月
	35	停车	2020年11月
	60	正常运行	
华彬石化	60	停车	2013年7月
	60	停车	2014年9月
	60	停车	2015年3月
	140	重启延期	2021年3月
蓬威石化	90	停车检修, 重启时间未定	2020年3月
汉邦石化	220	停车	2021年1月
	70	停车	2020年5月
上海石化	40	停车, 暂无重启计划	2021年2月
福建佳龙	60	停车	2019年8月
天津石化	45	停车	2020年4月
乌石化	9.6	停车检修, 重启时间未定	2021年4月

来源: CCFEI, 国金证券研究所

PTA 先进设备、工艺成本优势超 700 元/吨。与 PX 环节主要依靠规模化获得成本优势不同的是, PTA 设备工艺的迭代总能带来可观成本优势, 刺激公司投放先进产能。我们测算显示, 应用最新设备、工艺的 PTA 装置 (2018 年水平) 完全成本较一般装置 (2012 年水平) 低 281 元/吨, 较落后、老旧装置 (2008 年水平) 低 758 元/吨, 成本优势十分明显。

图表 4: 不同设备、工艺水平 PTA 装置成本比较

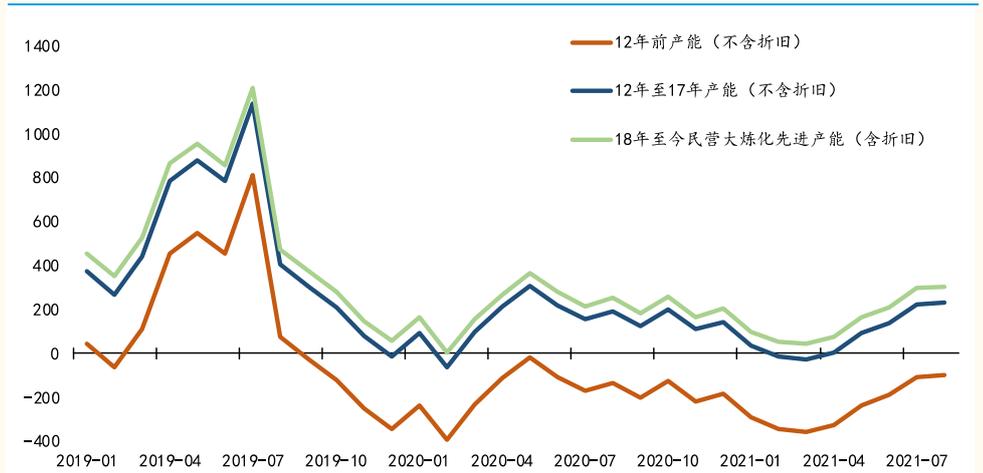
单位: 元/吨	08 年装置	12 年装置	19 年装置
现金加工成本	3,551	3,545	3,510
折旧摊销	652	328	296
完全成本	362	213	84
	4,564	4,087	3,806

来源: 中海石油环评, 嘉兴石化一期及二期环评, WIND, 国金证券研究所

注: 现金加工成本=除 PX 外原料费+燃料动力费

我们认为, 本次洗牌将大概率实现 **2012 年之前落后产能的大比例淘汰**。2019 年中统计显示, 国内约有 1490 万吨/年的落后产能, 考虑落后产能仅会在产品价格等于现金成本 (不含折旧摊销) 时选择停车, 彼时这部分产能仍能通过生产获利。然而, 自 2019 年 9 月份以来, 即便不考虑折旧摊销, 2012 年之前建成的落后产能也已一直处于亏损状态。就目前统计显示, 全国在建的先进 PTA 产能就达 2300 万吨/年以上, 按 90% 兑现测算, 这部分先进产能增量也足以实现对落后产能的替代。

图表 5: 不同设备、工艺水平 PTA 装置利润水平 (元/吨)



来源: WIND, 国金证券研究所

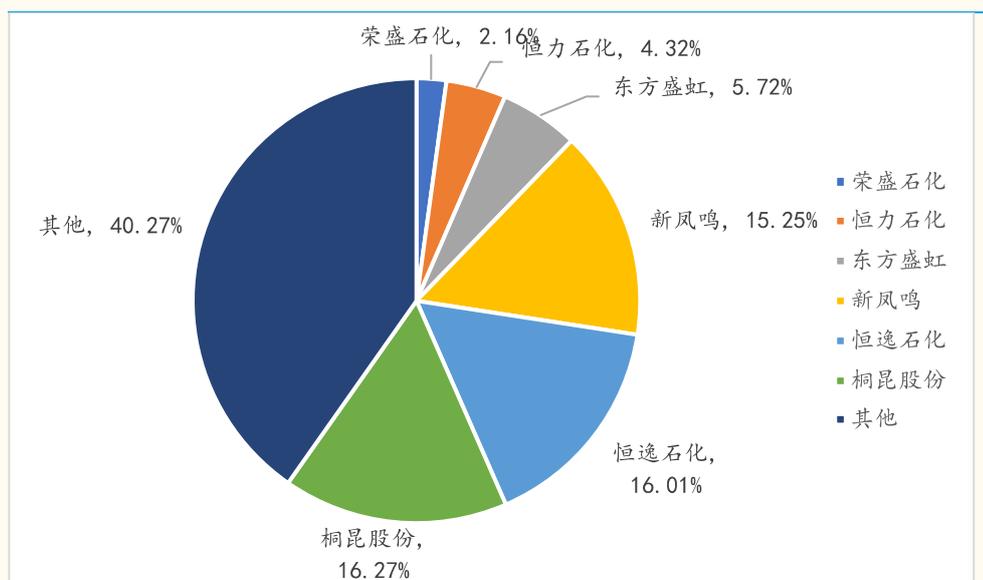
注: 盈利水平 = PTA 单价 - 工艺 PX 单耗 * PX 单价 - 现金加工成本 (-折旧摊销)

新凤鸣现有 500 万吨先进装置, 以及独山能源规划 400 万吨 BP 技术 PTA 产能, 在不考虑新建产能投产的情况下, 相较于 2012 年以前装置, 新凤鸣 PTA 环节拥有近 14.05 亿元超额利润, 随着新建 PTA 产能投产, 预计新凤鸣超额收益有望达 28.29 亿元。

1.2、聚酯行业集中度提高, 差异化产品有望成为业绩新增长点

相比于正在进行深度洗牌的 PX 和 PTA 产业, 涤纶长丝产业已基本完成整合升级, 头部公司竞争力持续趋强, CR6 产能占我国涤纶长丝总产能的 60%。当前已披露的扩产信息显示, 新增产能全部来自头部公司, 随着大炼化龙头公司二期项目的扩建, 头部公司原料成本优势将继续放大, 加之规模化带来的成本优势, 聚酯长丝产业已建立起较高的行业壁垒, 且将愈发难以撼动。

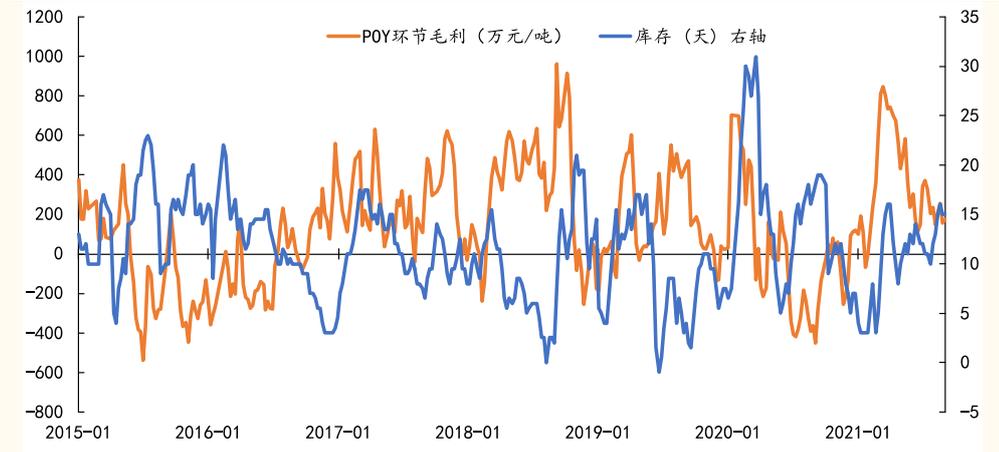
图表 6: 截至 2021 年 8 月涤纶长丝行业集中度, CR6 达 60%



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

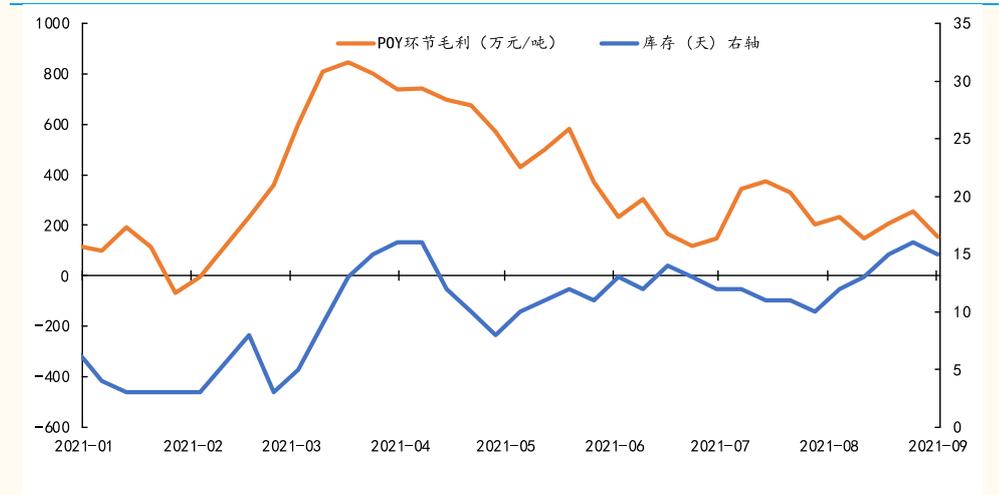
高集中度带来高议价权。相比于分散化特征明显的下游纺织公司，长丝公司高集中度特征使其可采取更多有效手段保障自身利益。以 POY 作为指标进行分析，今年 Q1 以来，伴随下游终端需求的持续回暖，POY 库存天数持续回落，持续维持较为稳定区间，与此同时，从今年 4 月以来，毛利环节持续维持相对稳定，在一定程度上说明了高集中度带来的议价权显著。

图表 7: POY 毛利与库存走势



来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表 8: 近期 POY 毛利与库存走势



来源: CCFEI, 国金证券研究所

我们认为大炼化龙头公司不同涤纶长丝成本优势还体现在以下方面:

POY: 同样生产 POY 长丝的公司规模, 效率, 设备能耗方面可以有约 100-200 元/吨的差别。

FDY: 考虑到 FDY 环节用压缩空气比较多, 压缩空气机组可以用蒸汽透平驱动, 也可以用电动机驱动, 所以能耗是主要成本, 如果空压不用电或者工厂有自备电厂则可节省成本 150-250 元/吨。

DTY: POY-DTY 环节一体化的公司相比外购 POY 进行加弹流程的公司, 由于其动力消耗与包装占比达到了 DTY 加工非原料成本的 40%左右, 通过配套公用工程系统 (自备电厂/蒸汽) 与自产包装材料 (包括纸管, 泡沫板, 纸箱, 木

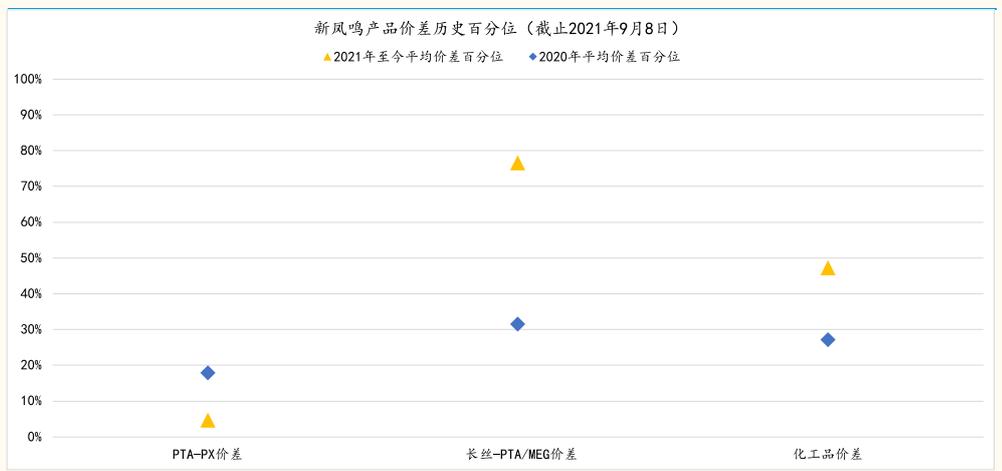
架回用等)可节省成本约为 150-250 元/吨。而加弹新旧设备的效率差异,包括车速,电耗,单机台效率等根据长丝种类可以节省成本 150-1000 元/吨。

新凤鸣目前有近 600 万吨聚酯产能,年底聚酯产能有望达 690 万吨(630 万吨长丝,60 万吨短纤),现有超 500 万吨聚酯产能规划(独山能源 150 万吨长丝,中磊化纤 90 万吨长丝,中益化纤 60 万吨长丝,超 200 万吨短纤产能规划),预计在 2022 年及以后分批投产,新凤鸣现有聚酯产能超额收益达 9 亿元,在计划产能投产后,超额收益有望达上升至 17.67 亿元。

2、 PX-PTA-聚酯长丝中长期行业景气有望稳中向上

当前从行业景气度而言,PX-PTA 环节持续处于行业景气底部,当前仍有超 2500 万吨 PTA 产能预计在 2021-2023 年陆续投产,PTA 环节供需平衡近期或维持宽松,伴随后续 PTA 产能投产节奏将大幅放缓,老旧产能逐步出清,PTA 供需结构有望逐步趋于平衡,推动 PX-PTA 环节价差中枢逐步上抬。

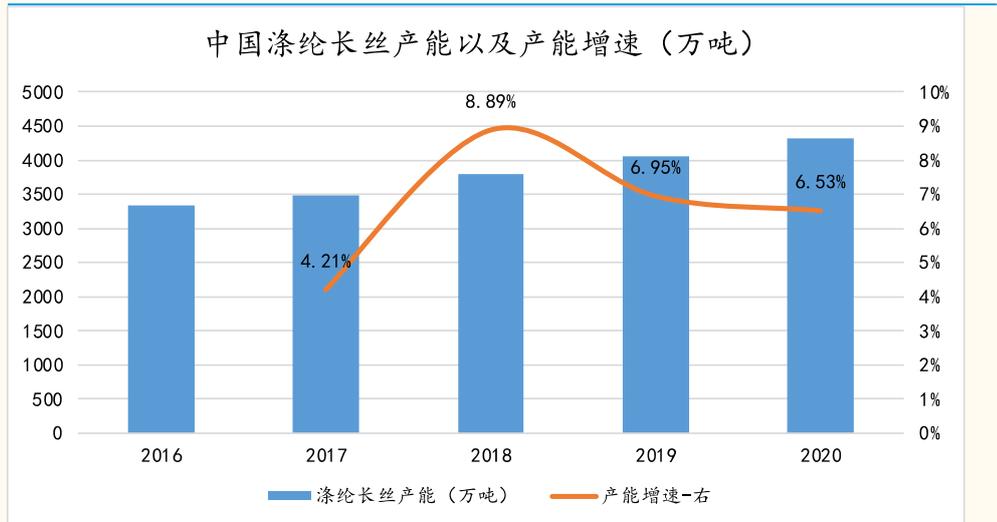
图表 9: PX-PTA-涤纶长丝环节价差历史百分位



来源: wind,国金证券研究所

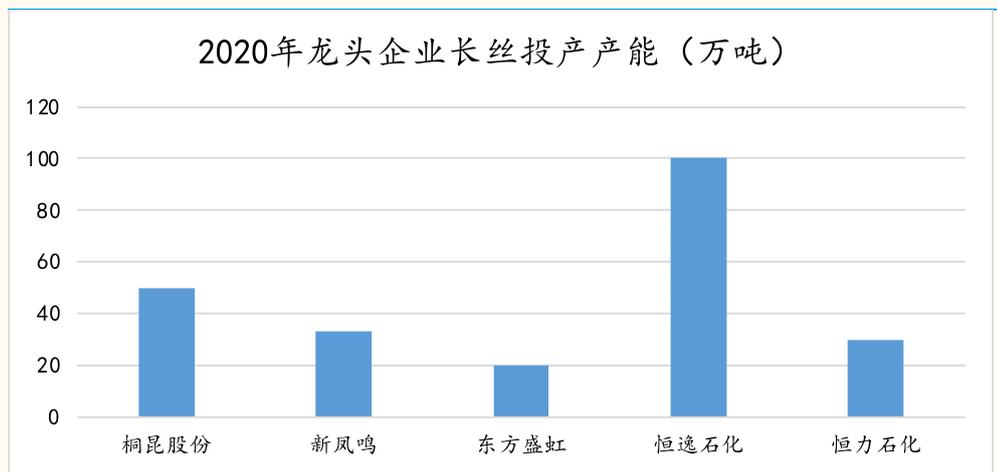
与此同时,通过对中国涤纶长丝产能的梳理,我们可以显著发现聚酯长丝的产能增速持续稳定,目前龙头公司基本采用日本 TMT 和德国巴马格设备,而海外设备商存在显著的产能瓶颈,通常而言,约 2700 个卷绕头对应 10 万吨涤纶长丝产能,FDY 对卷绕头需求量更高,参考 2020 年涤纶长丝龙头公司投产产能,高端涤纶长丝进口设备存在 200-250 万吨/年的产能瓶颈,该设备国产替代短期可能性较小。

图表 10: 中国涤纶长丝产能及产能增速



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 11: 2020 年龙头公司产能增量



来源: 公司公告, 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 12: 新凤鸣湖州中磊化纤设备规划

车间	产品	产能 (万吨)	卷绕头总头数
1	POY	15	4032
	FDY	15	8064
2	POY	30	8064
3	POY	30	8064

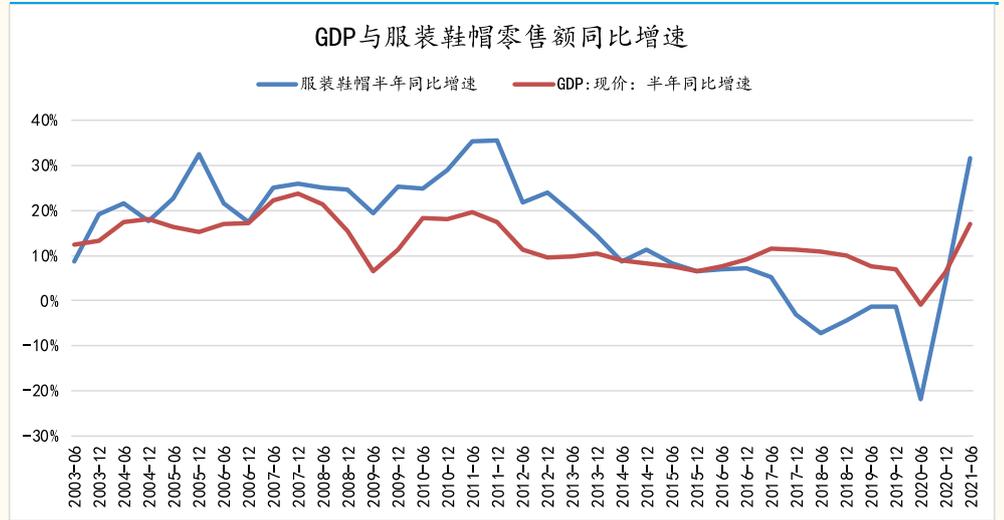
来源: 中磊化纤环评, 国金证券研究所

注: 并未包含备用设备需求

与此同时, 我们通过拟合中国纺织服装社零增速与 GDP 增速可以发现, 纺服社零增速与 GDP 存在显著的正相关, 除 2020 年疫情负面影响, 出行受限导致纺服相关需求持续低迷, 通常纺服社零增速约为 GDP 的 1.1-1.2 倍, 而纺服是涤纶长丝最大下游消费市场, 纺服社零增速在一定程度上决定了涤纶长丝需求增速, 假设中国 GDP 维持 5-7% 同比增速, 涤纶长丝需求增速约为 5.5%-8.4%,

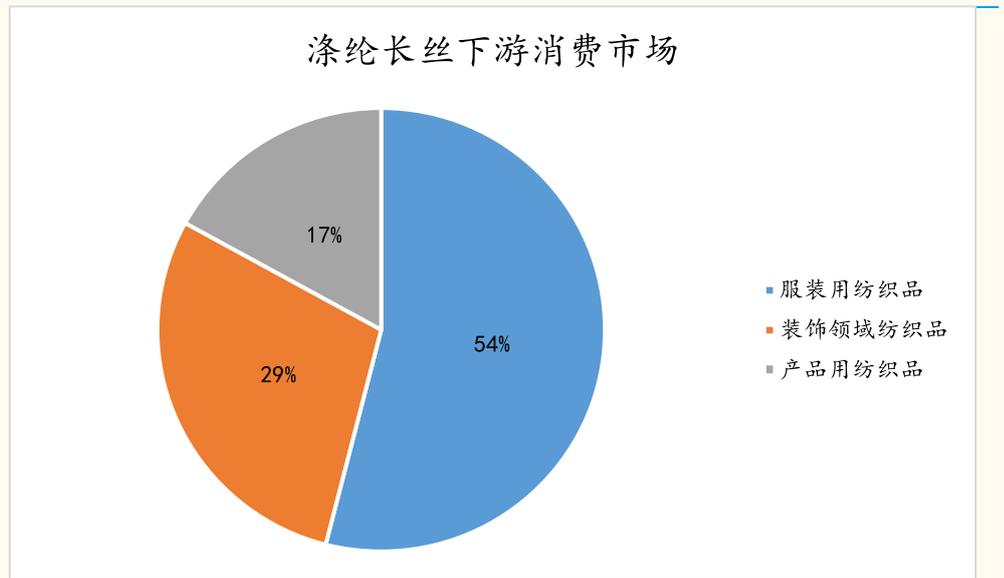
假设涤纶长丝终端消费增速维持在 6.5%，2022-2024 年新增需求折合 182/194/206 万吨，而受制于进口设备限制，龙头公司高端产能增速约为 200-250 万吨/年，从涤纶长丝环节供需增速而言，新增需求有望完全覆盖新建产能，中长期存在出现供需缺口可能性，当前 PTA-涤纶长丝环节价差有望维持，因此，我们认为从中长期而言，PX-PTA-聚酯产业链行业景气度有望稳中向上。

图表 13: GDP 及服装鞋帽零售额半年度同比增速



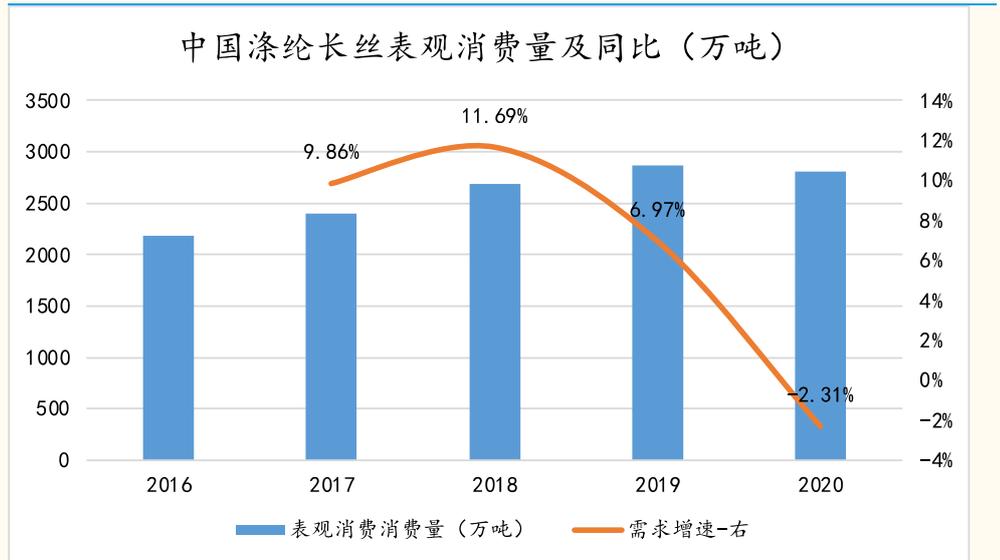
来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 涤纶长丝下游消费市场



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 15: 涤纶长丝表观消费量增速



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

3、 历史沿革

3.1、 新凤鸣的诞生

新凤鸣前身为中恒化纤, 创办于 2000 年 2 月 22 日, 坐落在中国化纤名镇桐乡洲泉。2001 年, 公司创办桐乡首家公司园区——新凤鸣中驰化纤工业园, 第一次让公司看到了规模扩张所带来的发展契机。同年, 公司成立中维子公司, 通过 FDY 技改项目实现了初步的产能飞跃。随后, 在 2006 年和 2009 年分别组建中驰化纤有限公司和中辰化纤有限公司, 目前新凤鸣集已拥有新凤鸣、中山科技、独山能源、中跃化纤、中欣化纤、中维化纤和中益化纤等子公司, 并于 2017 年上市。

新凤鸣十分注重技术与革新, 并将其视为公司发展的根本动力。2002 年公司投资 4.5 亿元引进美国杜邦和日本 TMT 全自动聚酯纺丝生产设备, 并启动年产 20 万吨的熔体直纺生产线; 2006 年 6 月投资 5 亿元引进美国杜邦和德国巴马格聚酯熔体直纺生产技术; 2009 年 13 亿元投建年产 36 万吨差别化功能性纤维项目, 引进世界最先进的美国杜邦工艺聚合设备及德国巴马格 WINGS 纺丝设备, 这一系列投资与技术引进使得公司形成了较强的行业技术研发能力, 已逐渐发展为业内领先公司。

目前, 公司主要业务为民用涤纶长丝及其主要原材料 PTA 的研发、生产与销售, 其中涤纶长丝的主要产品为 POY (预取向丝)、FDY (全拉伸丝) 和 DTY (拉伸变形丝), 覆盖 400 余个规格品种, 主要应用于服装、家纺和产业用纺织品领域, 稳居国内民用涤纶长丝行业前三。公司已连续多年跻身中国民企 500 强, 多项新产品及技术被列入国家火炬计划等国家及省部级计划。

3.2、 深耕民用涤纶长丝领域, 全力打造规模优势

自 2000 年新凤鸣成立以来, 公司一直专注于民用涤纶长丝领域, 涤纶长丝也是公司营业收入和毛利的主要来源。

2004 年, 20 万吨/年的聚酯熔体直纺项目投产, 公司跨入年产值 30 亿元的大型规模公司行列。

2006 年 8 月, 新凤鸣中驰子公司纺丝生产线投产, 公司年产能由此跨上 50 万吨的新台阶。

2007 年 8 月, 新凤鸣二期 20 万吨/年聚合装置投产。

2009年，新凤鸣 36 万吨/年差别化功能性纤维项目投产。

2011年，新凤鸣熔体四期年产 36 万吨差别化功能性纤维项目顺利投产，公司整体产能突破 100 万吨，产值规模步入百亿公司行列。

2014年公司实现涤纶长丝产量 167.40 万吨，位居国内民用涤纶长丝行业第二位。

2015年3月投产年产 48 万吨低碳超仿真涤纶纤维项目，随后建成投产 45 万吨功能性、共聚共混改性纤维项目，6 月中石 CP10 聚酯投产，新凤鸣整体产能突破 230 万吨。

2019年7月，中跃 HCP05 项目投产，新凤鸣整体产能规模突破 400 万吨。

2020年11月，子公司中益化纤年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目全面投产。截至 2020 年 12 月，新凤鸣涤纶长丝产能 500 万吨，其中 POY 产能为 375 万吨，FDY 产能为 85 万吨，DTY 产能为 40 万吨。

2021年4月，中跃化纤二期 HCP7 装置投产，新增产能 30 万吨/年；7 月子公司独山能源 60 万吨/年聚酯纤维项目投产。

截至 2021 年 6 月，新凤鸣民用涤纶长丝产能已超 600 万吨，市场占有率近 12%，预计至年底还将新增约 30 万吨的长丝产能和 60 万吨的涤纶短纤产能。

3.3、深化布局 PTA，持续发展上游产业

近年来，向上游 PTA 石化产业发展并打造 PTA-聚酯一体化产业链已成为新凤鸣的主要发展趋势。公司于 2019 年首次投产 PTA 项目，并将子公司独山能源作为 PTA 生产主体，投产全球单系列产能最大的 220 万吨/年产能的 PTA 装置，由此新凤鸣跃居 PTA 行业第八位，公司迈出了产业链整合的新步伐。

2020年10月，子公司独山能源二期 220 万吨/年绿色智能化 PTA 项目投产。该项目引进了英国 BP 公司最新的绿色化、智能化 PTA 生产工艺技术，具有节能降耗、生产成本低、自动化程度高的特点，同传统 PTA 技术相比可减少 95%固废、65%温室气体及 75%废水排放，在单套装置规模、物耗及能耗方面具有较强竞争优势。

截至 2021 年 6 月，公司 PTA 实际产能为 500 万吨，能够满足现阶段涤纶长丝生产的需求，预计到 2024 年 PTA 产能将达 1000 万吨。新凤鸣向上延伸产业链的布局保障了公司原料供应稳定，并能有效支撑公司聚酯板块的产能扩张。

3.4、投建涤纶短纤及聚酯薄膜，扩展产品矩阵

新凤鸣在逐渐稳固涤纶长丝和 PTA 市场后，也在积极寻求新增长点并扩展产品矩阵。

涤纶短纤是由聚酯再纺成丝束并切断后得到的纤维，所需设备与涤纶长丝设备大体相同且均采用熔体直纺技术，因此得益于公司涤纶长丝的现存设备及技术，新凤鸣在涤纶短纤领域具有较大发展潜力。2020 年国内涤纶短纤的纺纱需求因疫情受到压制，但随着疫情缓解有望得到恢复，而疫情本身导致的卫生产品需求增加也从另一方面促进了涤纶短纤需求的稳定增长。2021 年我国预计新增涤纶短纤产能 159 万吨，产能增幅达 18.9%，且装置负荷率均值较高，具有成本优势的新凤鸣拥有提升市占率的良好契机。同时，聚酯薄膜这一辅料的投产也将进一步提升新凤鸣成本优势。

2020年6月，公司在“一洲两湖”布局规划下投建 200 万吨/年产能的功能柔性定制化短纤、100 万吨/年产能的功能性差别化纤维及 30 万吨/年产能的聚酯薄膜新材料项目，累计将建设 7 套聚酯短纤装置，3 套聚酯装置及 1 套聚酯薄膜装置，其中第一批 60 万吨短纤产能有望于 2021 年底投产。

4、投资建议与估值

我们采用市盈率法对公司进行估值。

当前 PX-PTA 环节行业景气度持续维持历史百分位底部，在“双碳”政策下对各类项目审批收紧，PTA 产能投产节奏有望放缓，因而 PX-PTA 环节价差从中长期而言有望逐步上抬。

PTA-聚酯长丝环节伴随全球终端需求逐步回暖，行业景气度持续恢复，同时由于行业集中度持续上升，龙头公司对产品环节价差存在较为显著的议价权，PTA-长丝环节价差有望中长期维持较为稳定的状态。

截至 2021 年上半年，新凤鸣实现归母净利润 13.24 亿元，同比增长 561.2%。当前新凤鸣有超 400 万吨 PTA，600 万吨聚酯产能处于规划及建设中，新建产能持续投产有望进一步推动公司业绩上涨，考虑到 PX-PTA-聚酯产业链景气度有望稳中向上，新凤鸣 2021-2023 年复合增速有望超 28%，预计公司 2021-2023 年净利润为 27/36/45 亿元，对应 EPS 为 1.79/2.37/2.96 元，对应 PE 为 11.95X/9.04X/7.23X，给予新凤鸣 2022 年净利预测 13 倍市盈率，公司市值有望达 470 亿元，目标价 30.8 元，给予公司“买入”评级。

4.1、盈利预测关键假设

参考新凤鸣产能规划，当前约有 500 万吨 PTA 产能，预计年底约有 630 万吨涤纶长丝产能以及 60 万吨短纤产能，当前还有独山能源 400 万吨 PTA，独山能源 150 万吨长丝，中磊化纤 90 万吨长丝，中益化纤 60 万吨长丝，超 200 万吨短纤产能规划预计在 2022-2025 年逐年投产，其中 PTA 产能建设进度预计略晚于长丝投产进度，有望在未来贡献利润。

图表 16：新凤鸣盈利预测重点产品毛利预测假设

	产品	2021	2022	2023
售价 (元/吨)	PTA	4867.26	4967.26	5017.26
	POY	6814.16	6814.16	6864.16
	FDY	7699.12	7699.12	7699.12
	DTY	8230.09	8230.09	8230.09
	涤纶短纤	6283.19	6283.19	6283.19
销售量 (万吨)	产品	2021	2022	2023
	PTA	500.00	500.00	500.00
	POY	412.50	462.50	495.00
	FDY	48.00	75.00	99.00
	DTY	105.00	120.00	120.00
	涤纶短纤	5.00	65.00	125.00
毛利率	产品	2021	2022	2023
	PTA	8.17%	10.42%	12.51%
	POY	7.50%	8.15%	8.64%
	FDY	12.94%	12.87%	13.22%
	DTY	9.44%	9.37%	9.71%
	涤纶短纤	5.78%	5.85%	5.85%

来源：公司公告，国金证券研究所

当前 PX-PTA 环节行业景气度持续维持历史百分位底部，在“双碳”政策下对各类项目审批收紧，PTA 产能投产节奏有望放缓，因而 PX-PTA 环节价差从中长期而言有望逐步上抬，因此 2021 年 PTA 环节毛利维持景气底部预测，2022 年及 2023 年逐步上调环节毛利水平。

PTA-聚酯长丝环节伴随全球终端需求逐步回暖，行业景气度持续恢复，同时由于行业集中度持续上升，龙头公司对产品环节价差存在较为显著的议价权，PTA-长丝环节价差有望中长期维持较为稳定的状态，因而 2021-2023 年各类聚酯毛利维持 2021 年水平。

在仅考虑 2023 年可以满产的产能情况下，新凤鸣有望获得超 45 亿元净利，2021-2023 年年复合增长率超 28%。

4.2、投资建议及估值

当前 PX-PTA 环节行业景气度持续维持历史百分位底部，在“双碳”政策下对各类项目审批收紧，PTA 产能投产节奏有望放缓，因而 PX-PTA 环节价差从中长期而言有望逐步上抬。

PTA-聚酯长丝环节伴随全球终端需求逐步回暖，行业景气度持续恢复，同时由于行业集中度持续上升，龙头公司对产品环节价差存在较为显著的议价权，PTA-长丝环节价差有望中长期维持较为稳定的状态。

当前新凤鸣有超 400 万吨 PTA，600 万吨聚酯产能处于规划及建设中，新建产能持续投产有望进一步推动公司业绩上涨，考虑到 PX-PTA-聚酯产业链景气度有望稳中向上，新凤鸣 2021-2023 年复合增速有望超 28%，预计公司 2021-2023 年净利润为 27/36/45 亿元，对应 EPS 为 1.79/2.37/2.96 元，对应 PE 为 11.95X/9.04X/7.23X，给予新凤鸣 2022 年净利预测 13 倍市盈率，公司市值有望达 470 亿元，目标价 30.8 元，给予公司“买入”评级。

图表 17：可比公司估值比较（市盈率法）

PE 序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1	600346	恒力石化	30.16	2.39	2.74	3.17	12.63	11.03	9.51
2	002493	荣盛石化	22.3	1.32	1.72	1.95	16.92	12.98	11.42
3	601233	桐昆股份	27.31	3.41	3.93	4.38	8.02	6.94	6.24
4	000703	恒逸石化	12.53	1.44	1.64	1.82	8.72	7.65	6.89
		中位数					10.68	9.34	8.20
		平均数					11.58	9.65	8.51
	603225	新凤鸣	21.4	1.79	2.37	2.96	11.95	9.04	7.23

来源：Wind，国金证券研究所

5、风险提示

新凤鸣的原料上游为原油，公司盈利受制于原油价格与美元汇率价格大幅波动。

其中原油风险因素包含

(1) 全球原油需求超预期变化（包括但不限于全球经济出现重大增长或下滑，新能源领域取得重大突破，快速替代石化能源造成对石油需求下降，气候变化造成原油需求出现重大变化等）(2) 全球原油供应超预期变化（包括但不限于项目投产进度加快或延缓，产油国人为控制产量等）(3) 地缘政治事件（包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等）

原油价格单向大规模下跌将计提大量的存货损失且炼化产业链产品价格与原油价格存在较强的关联性，原油价格单向下跌将很大概率影响公司盈利水平。

其中美元汇率风险隐含以下风险

(1) 中美关系急剧恶化 (2) 中美宏观经济发生的重大变化（包括但不限于系统性金融危机，降息降准，其他财政以及货币宏观政策）(3) 中美经济数据的大幅波动。

技术迭代对超额收益的影响：

民营大炼化公司大多为 2018-2019 年建成投产的炼化装置，均采用最新的生产技术，相比两桶油和老旧产能存在明显的后发技术优势，而技术优势及规模优势也是新凤鸣的主要超额收益来源，通常情况下 PTA 行业的技术迭代周期约为 5 年，但如果技术迭代周期缩短，或对新凤鸣行业超额收益存在负面影响。

聚酯产业链风险

新凤鸣作为聚酯一体化产业龙头公司，聚酯下游为坯布—面料—染整—纺织服

装。全球纺织服装的需求下滑对聚酯产业链有一定的影响，包括但不限于中美贸易战对中国出口纺服产品加税，东南亚国家对中国长丝进行反倾销调查等。

大股东减持风险

参考新风鸣 2021 年 9 月 10 日公告，共青城胜帮（持股约 7.71% 股东）计划于 2021 年 10 月 12 日至 2022 年 4 月 9 日，拟通过上交所系统以集中竞价交易方式减持，减持数量不超过 30,591,348 股，即不超过公司总股本的 2%，大股东减持或造成股价波动风险。

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	32,659	34,148	36,984	65,096	76,086	84,416	货币资金	2,497	2,301	3,379	5,338	4,780	5,216
增长率		4.6%	8.3%	76.0%	16.9%	10.9%	应收款项	727	719	932	1,186	1,386	1,538
主营业务成本	-29,693	-31,240	-35,148	-59,687	-69,021	-75,917	存货	1,438	1,453	1,673	3,271	3,782	4,160
%销售收入	90.9%	91.5%	95.0%	91.7%	90.7%	89.9%	其他流动资产	931	1,588	538	659	706	740
毛利	2,965	2,909	1,836	5,409	7,066	8,499	流动资产	5,593	6,062	6,521	10,454	10,654	11,655
%销售收入	9.1%	8.5%	5.0%	8.3%	9.3%	10.1%	%总资产	32.6%	26.5%	23.0%	29.0%	25.1%	25.0%
营业税金及附加	-50	-54	-48	-98	-114	-127	长期投资	81	97	101	103	103	103
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	10,733	15,621	18,633	23,861	29,786	32,501
销售费用	-102	-154	-67	-104	-122	-135	%总资产	62.5%	68.2%	65.6%	66.2%	70.0%	69.7%
%销售收入	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	610	940	1,285	1,644	1,978	2,353
管理费用	-223	-286	-374	-423	-495	-549	非流动资产	11,577	16,838	21,882	25,608	31,868	34,957
%销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	%总资产	67.4%	73.5%	77.0%	71.0%	74.9%	75.0%
研发费用	-645	-682	-602	-846	-989	-1,097	资产总计	17,169	22,901	28,403	36,061	42,522	46,612
%销售收入	2.0%	2.0%	1.6%	1.3%	1.3%	1.3%	短期借款	3,808	4,065	6,329	8,337	11,415	11,680
息税前利润 (EBIT)	1,945	1,733	745	3,938	5,346	6,591	应付款项	2,204	2,365	3,063	4,114	4,758	5,233
%销售收入	6.0%	5.1%	2.0%	6.0%	7.0%	7.8%	其他流动负债	598	641	804	929	1,133	1,315
财务费用	-246	-276	-362	-729	-1,085	-1,268	流动负债	6,610	7,071	10,197	13,380	17,305	18,228
%销售收入	0.8%	0.8%	1.0%	1.1%	1.4%	1.5%	长期贷款	292	1,939	3,715	4,512	4,512	4,512
资产减值损失	-78	6	22	0	0	0	其他长期负债	2,025	2,230	2,449	4,527	4,527	4,527
公允价值变动收益	-9	9	-13	0	0	0	负债	8,927	11,240	16,361	22,419	26,344	27,267
投资收益	26	11	95	0	0	0	普通股股东权益	8,242	11,660	12,042	13,642	16,178	19,345
%税前利润	1.5%	0.7%	14.8%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	851	1,400	1,396	1,530	1,530	1,530
营业利润	1,693	1,587	574	3,209	4,261	5,323	未分配利润	5,104	6,273	6,673	8,591	11,127	14,294
营业利润率	5.2%	4.6%	1.6%	4.9%	5.6%	6.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	23	6	68	15	0	0	负债股东权益合计	17,169	22,901	28,403	36,061	42,522	46,612
税前利润	1,716	1,593	642	3,224	4,261	5,323	比率分析						
利润率	5.3%	4.7%	1.7%	5.0%	5.6%	6.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-293	-239	-39	-484	-639	-798	每股指标						
所得税率	17.1%	15.0%	6.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.688	0.968	0.432	1.791	2.368	2.958
净利润	1,423	1,355	603	2,740	3,622	4,524	每股净资产	9.780	8.331	8.626	8.919	10.577	12.647
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.162	1.295	2.249	3.293	5.119	6.440
归属于母公司的净利润	1,423	1,355	603	2,740	3,622	4,524	每股股利	0.180	0.130	0.130	0.537	0.710	0.887
净利率	4.4%	4.0%	1.6%	4.2%	4.8%	5.4%	回报率						
							净资产收益率	17.26%	11.62%	5.01%	20.08%	22.39%	23.39%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.29%	5.92%	2.12%	7.60%	8.52%	9.71%
							投入资本收益率	11.39%	7.51%	2.89%	10.91%	12.52%	14.11%
净利润	1,423	1,355	603	2,740	3,622	4,524	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	42.22%	4.56%	8.30%	76.01%	16.88%	10.95%
非现金支出	972	1,127	1,706	2,332	3,090	4,102	EBIT增长率	-3.32%	-10.90%	-57.02%	428.69%	35.77%	23.29%
非经营收益	226	322	305	763	1,029	1,129	净利润增长率	-4.91%	-4.80%	-55.48%	354.36%	32.18%	24.92%
营运资金变动	-1,643	-992	526	-798	89	94	总资产增长率	55.36%	33.38%	24.03%	26.96%	17.92%	9.62%
经营活动现金净流	979	1,813	3,140	5,038	7,829	9,850	资产管理能力						
资本开支	-3,630	-5,205	-5,971	-6,135	-9,350	-7,192	应收账款周转天数	2.9	3.8	3.7	2.5	2.5	2.5
投资	331	-473	571	-2	0	0	存货周转天数	13.6	16.9	16.2	20.0	20.0	20.0
其他	-77	107	-152	0	0	0	应付账款周转天数	9.4	14.7	18.1	16.0	16.0	16.0
投资活动现金净流	-3,376	-5,571	-5,552	-6,137	-9,350	-7,192	固定资产周转天数	86.3	133.8	170.5	104.7	117.1	122.5
股权募资	87	2,212	0	-306	0	0	偿债能力						
债权募资	3,504	1,892	4,041	4,989	3,078	265	净负债/股东权益	41.07%	47.98%	71.75%	85.54%	94.61%	78.24%
其他	-475	-278	-659	-1,624	-2,115	-2,486	EBIT利息保障倍数	7.9	6.3	2.1	5.4	4.9	5.2
筹资活动现金净流	3,116	3,825	3,383	3,059	963	-2,221	资产负债率	51.99%	49.08%	57.60%	62.17%	61.95%	58.50%
现金净流量	720	67	970	1,959	-558	436							

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
买入	2	15	30	40	59
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.03	1.07	1.00

来源：聚源数据

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402