

周期见底，公司进入高速发展期

- ❖ **二十年跨越式发展，化纤之乡成长的涤纶长丝龙头。**公司前身为成立于2000年的中恒化纤，位于国内化纤之乡浙江省桐乡市，地处江浙织造核心地带。经过20年跨越式发展，公司拥有430万吨涤纶长丝产能和220万PTA产能，长丝产能位列全国前三。作为新晋长丝龙头企业，公司核心竞争优势体现在长丝产线投建时间较晚，技术水平先进，单吨加工非原料成本比行业龙头有100元优势。公司产品差异化程度和附加值较高，常年保持满产满销状态，POY、FDY、DTY不含税售价较同类产品均价有100-500溢价。
- ❖ **涤纶在产业链中地位偏低，龙头基本实现原料高度自给。**在长丝-成衣生产-品牌商-零售商这个产业链中，无论是毛利率还是净利率，长丝企业都是产业链中偏低的，背后主要原因在于长丝单厂投资小，进入门槛低，使该环节有超额利润容易受到新进入者压制。从产业发展历史而言，近40年长丝企业基本围绕一体化和智能化进行产业升级，一体化主要是沿着核心原料PTA-PX-炼油厂不断上溯，目前长丝龙头企业PTA自给率基本都超过70%；智能化方面主要是通过应用5G等信息技术降低非原料成本，按照4年为尺度，近4年均值相对上4年均值下降52元/吨。
- ❖ **周期见底，龙头地位优势明显。**在经历了二次库存累积后，随着海外订单的缓慢恢复，纺服产业链已经有了复苏的苗头。在经历了疫情的洗礼后，中小产能的被动离场使得有望使得复苏的斜率更加陡峭。作为长丝产业龙头企业之一，公司绝大多数熔体直纺生产线都是2010年以后的装置，拥有更加节省的物耗能耗优势，根据2019年数据测算，单吨非原料成本较桐昆便宜97元。随着独山能源440万吨PTA的投产，公司PTA自给率将超过100%，即实现了核心原料的完全自给。该PTA项目采用英国BP公司最新PTA工艺技术和专利设备，单吨加工成本不到340元，位于行业成本曲线最左侧。
- ❖ **逆周期扩张，公司发布大笔资本开支计划。**化纤行业本质上赚的是加工价差。对于产业巨头来说，行情下行期可凭借成本优势和产业协同优势保持高开工率，单品价差只要不低于其加工成本就会持续开工生产，受损的多为产线规模较小、成本较高的中小装置。行业下行期更看重市占率提升，直到落后产能永久性出清，供需结构改善，产品单价上升，产业巨头即可获得量价齐升的超额利润，这是行业巨头逆周期扩张的重要逻辑。根据公司资本开支计划，未来5年公司投资240亿新建400万吨PTA、310万吨长丝、200万吨短纤和30万吨薄膜，在聚酯领域深耕细作，拓展产品品类。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.67元/股、1.22元/股和1.60元/股，对其2022业绩按照周期股常规的估值水平10倍PE进行定价，公司合理市值为223亿元，考虑到公司存续的21.5亿元可转债，公司正股目标市值为201.5亿元，折每股股价14.40元/股，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**纺织产业链复苏不及预期，独立长丝企业在产业格局受制于人。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	34,148	34,490	45,765	53,033
同比增速(%)	4.6%	1.0%	32.7%	15.9%
归母净利润(百万)	1,355	942	1,701	2,230
同比增速(%)	-4.8%	-30.4%	80.5%	31.1%
每股盈利(元)	0.97	0.67	1.22	1.60
市盈率(倍)	11.5	16.5	9.1	7.0
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为20年10月15日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：张文龙

电话：010-66500983

邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com

执业编号：S0360520050003

公司基本数据

总股本(万股)	139,610
已上市流通股(万股)	117,997
总市值(亿元)	155.11
流通市值(亿元)	131.09
资产负债率(%)	56.6
每股净资产(元)	8.4
12个月内最高/最低价	12.73/9.41

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

重新梳理产业逻辑，挖掘公司优势。对于整个化纤产业链来说，无论是 PTA 还是聚酯，本质上都是赚价差的行业。原油价格短期大幅波动对于公司的影响更多体现为一次性减值损失，其余时间各产品价格多随原料端上下波动，整体影响偏中性。下游纺织服装属于刚需商品，疫情对于短期需求影响很大，拉长时间轴看需求终将会恢复。对于公司来说，长丝产线较新，单吨非原料成本较行业龙头有 100 元优势；原料端通过自建 PTA 产线不断提升 PTA 自给率，无论是生产成本还是运输成本原料端还有进一步下降空间。

投资逻辑

未来两年短期逻辑为长丝产能扩张以量补价，3-5 年的中长期逻辑为行业集中度提升，预计龙头获取超额利润。公司目前坐拥 430 万吨长丝产能，2020 年底预计增至 500 万吨。按照目前投资规划，2021-2025 年长丝年化新增产能超 100 万吨。在上游 MEG 产能过剩和 PTA 自给率提高的情况下，考虑到受疫情影响下游需求减少，假设长丝净利润在 2019 年的基础上下降 50 元/吨，新凤鸣长丝端 2022 年可贡献 15.6 亿净利，较 2019 年增厚 30%，实现以量补价。以更长时间维度来看，预计未来两年将是整个化纤行业加速洗牌的阶段，落后产能退出，行业集中度提升，供需结构改善，产品单价回升，龙头企业有望在行业景气期获得超额利润。PTA 与长丝年产值超 5000 亿，新凤鸣目前市值仅 150 亿，PB 为 1.4 倍，均为上市以来最低区间，中长期看具有投资价值。

关键假设、估值与盈利预测

本报告的核心假设在于 PTA 外销比例、长丝价格和投产进度。本报告假设公司 PTA 外销比例为 30%，未来三年净利维持在 150 元/吨。长丝价格假设 5250 元/吨，2020-2022 年依次增加产量规模为 64 万吨、100 万吨和 100 万吨。假设中石科技和中友化纤 400 万吨 PTA、540 万吨聚酯项目建设 2025 年完成后，按 PTA 净利 200 元/吨和聚酯 200 元/吨概算，新投建项目完全满产年利润预计为 19 亿元。经测算，公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.67 元/股、1.22 元/股和 1.60 元/股。

目录

一、简介：二十年跨越式发展，化纤之乡成长的涤纶长丝龙头.....	5
二、行业：涤纶在产业链中地位偏低，龙头基本实现原料高度自给.....	6
（一）产业链中化纤较为弱势，外迁问题无须担忧.....	6
（二）原料高度自给+集中度提升趋势显著.....	8
（三）疫情加速行业洗牌，龙头企业凭借产业配套和规模优势的抢占更多市场份额.....	10
三、公司：质提量增，市值有望迈上新台阶.....	11
（一）PTA：产业链上溯，独山能源单吨加工成本处于行业最低区间.....	11
（二）涤纶长丝：原料成本持续优化，非原料成本优势显著.....	13
（三）逆周期扩张：240亿元打造两大生产基地，公司发布大笔资本开支计划.....	14
四、风险提示.....	15

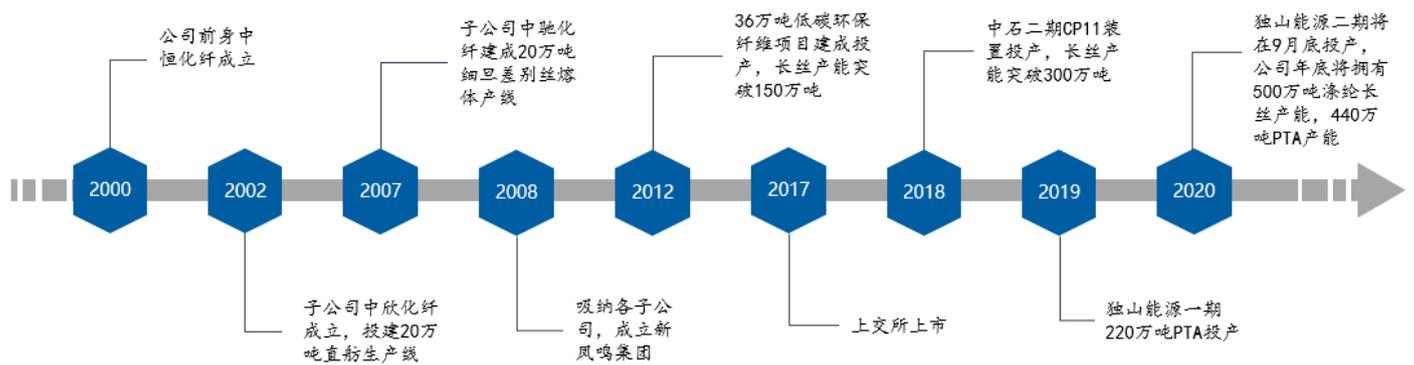
图表目录

图表 1 公司发展历史.....	5
图表 2 股权结构及下属子公司.....	5
图表 3 2019 年营收结构.....	6
图表 4 2019 年毛利结构.....	6
图表 5 2016-2019 涤纶长丝毛利率.....	6
图表 6 可比公司资产负债率.....	6
图表 7 纺织服装产业已经完成深度专业化分工.....	7
图表 8 纺织服装产业链国内龙头企业毛利率.....	7
图表 9 纺织服装产业链国内龙头企业净利率.....	7
图表 10 聚酯产业链各环节.....	8
图表 11 中国化纤行业发展的历史进程.....	8
图表 12 截至 2019 年底，主要聚酯企业 PX-PTA 自给率.....	9
图表 13 部分石化企业重要在建工程情况.....	9
图表 14 我国是全球纺织服装的制造中心.....	10
图表 15 涤纶加权生产利润走势.....	10
图表 16 主要长丝企业单季度净利率走势.....	10
图表 17 2016-2020 江浙织机负荷率.....	11
图表 18 江浙长丝产销率走势.....	11
图表 19 涤纶长丝库存天数.....	11
图表 20 2016-2020 织造企业库存天数.....	11
图表 21 2019 年主要企业 PTA 单吨加工成本拆分.....	12
图表 22 PTA 行业折算加工利润（元/吨）.....	12
图表 23 2020-2022 年 PTA 新增产能.....	12
图表 24 2019 年原材料采购情况.....	13
图表 25 新凤鸣主要生产基地.....	13
图表 26 POY 单吨营收结构.....	13
图表 27 桐昆、新凤鸣涤纶长丝营收结构对比.....	14
图表 28 桐昆、新凤鸣长丝产品结构对比.....	14
图表 29 POY 市场价和新凤鸣 POY 售价对比.....	14
图表 30 新凤鸣涤纶长丝产销情况.....	14
图表 31 公司在建产能.....	15

一、简介：二十年跨越式发展，化纤之乡成长的涤纶长丝龙头

新凤鸣前身为成立于 2000 年的中恒化纤有限公司，2008 年吸纳整合各家子公司组建新凤鸣集团，2017 年在上交所成功上市。公司位于化纤之乡浙江省桐乡市，地处江浙织造核心地带，交通便利，上下游企业集中。公司主要产品为各类民用涤纶长丝，包括涤纶 POY、涤纶 FDY、涤纶 DTY 等，覆盖了涤纶长丝产品的全系列，市占率由 2013 年的 5.01% 提升至 2019 年 10.32%，发展迅猛。截至 2019 年末，公司拥有 430 万吨涤纶长丝产能和 220 万吨 PTA 产能，长丝产能居于行业前三。

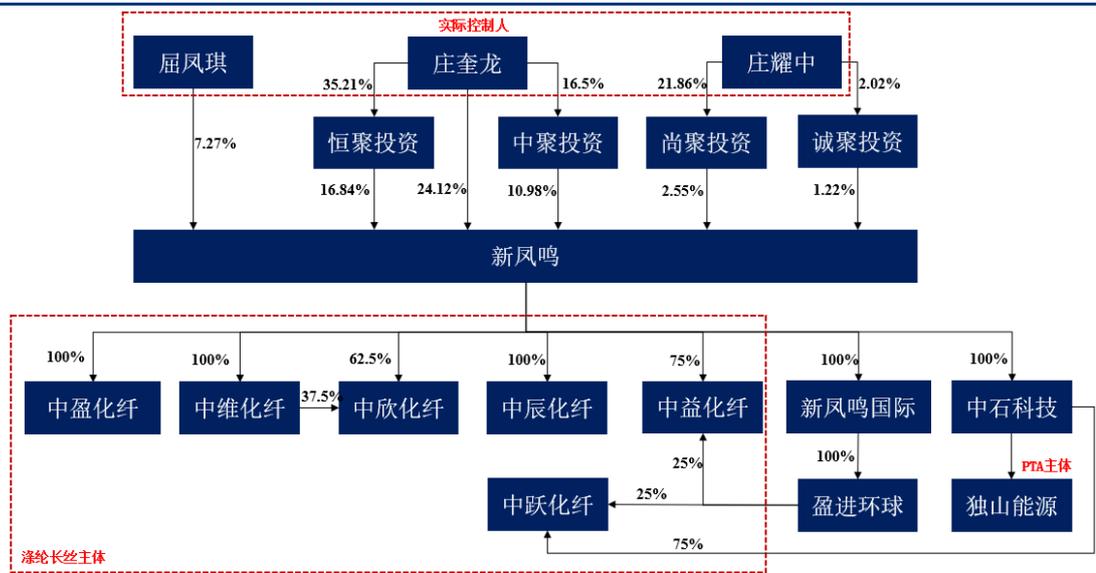
图表 1 公司发展历史



资料来源: wind、华创证券

从股权结构的角度看，公司实际控制人为庄奎龙家族，通过直接或间接方式控制上市公司 62.98% 的股权。中盈、中维、中欣、中辰、中益和中跃等化纤公司是涤纶长丝生产主体，中石科技是 PTA 生产主体，公司均实现 100% 控股。

图表 2 股权结构及下属子公司

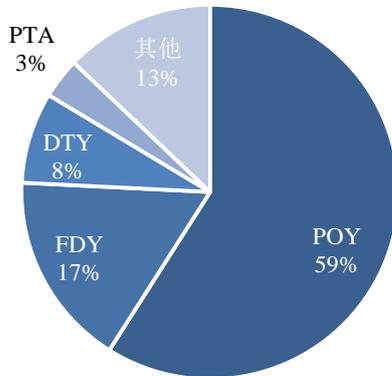


资料来源: 公司公告，华创证券

在营收结构上，2019 年 84% 的营收来自于涤纶长丝，其中 POY（预取向丝）占 64%，FDY（牵引丝）占 17%，DTY（加弹丝）占 8%。PTA 贡献较小，主要因为独山石化 220 万吨产线在 2019 年 Q4 投产，产出较少。毛利方面，长丝端 2019 年贡献超 9 成，POY 为关键变量。毛利率方面，2017 年涤纶长丝需求旺盛，产品价格与毛利率同步上

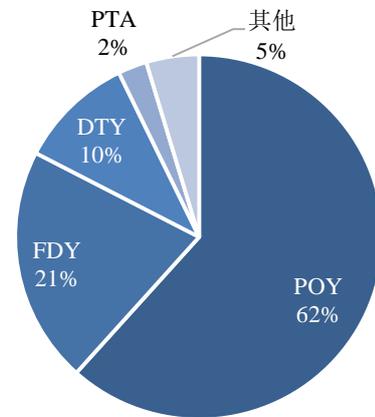
升，2018 年受上游原材料大幅上涨影响，毛利率下滑，2019 年行业景气度下降，产品价格与毛利率保持在较低水平。

图表 3 2019 年营收结构



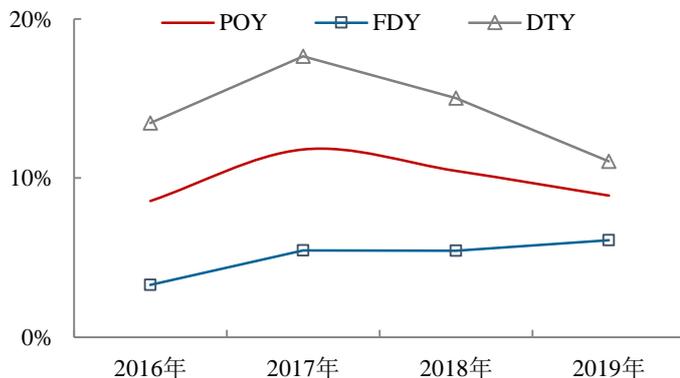
资料来源：wind、华创证券

图表 4 2019 年毛利结构



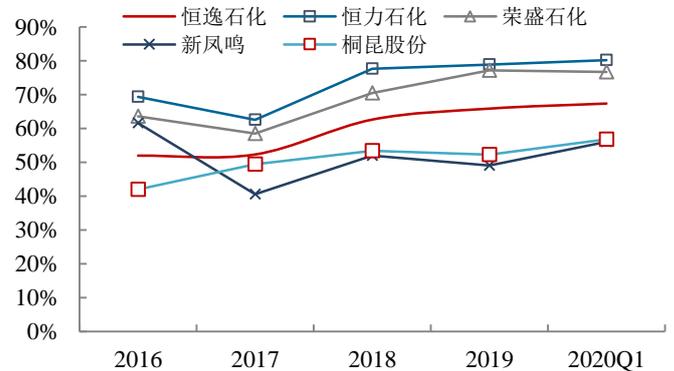
资料来源：wind、华创证券

图表 5 2016-2019 涤纶长丝毛利率



资料来源：wind、华创证券

图表 6 可比公司资产负债率



资料来源：wind、华创证券

二、行业：涤纶在产业链中地位偏低，龙头基本实现原料高度自给

（一）产业链中化纤较为弱势，外迁问题无须担忧

长丝作为化工纤维中最大的一支，与天然动植物纤维共同作为织布工业的原料。在当前，纺丝环节桐昆股份、新凤鸣和恒逸石化三足鼎立，织布成衣环节申洲国际一家独大，品牌商则是内外品牌商共存，零售则以单品牌门店模式的滔博引领。

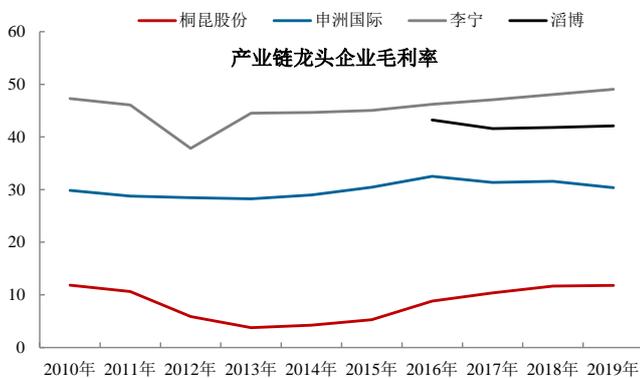
图表 7 纺织服装产业已经完成深度专业化分工



资料来源：华创证券整理

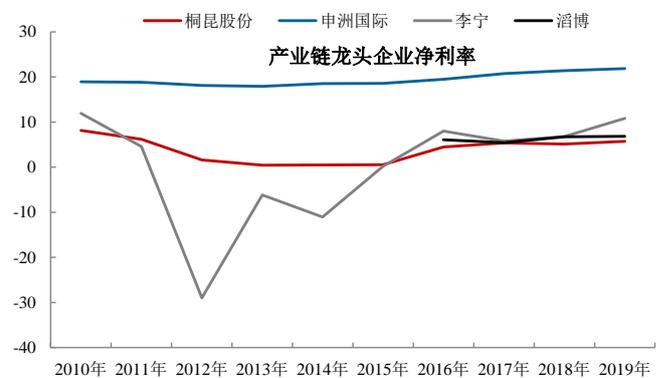
从产业链利润分配的角度，桐昆股份、申洲国际、李宁和滔博四家企业作为国内各环节的龙头，其 2019 财年毛利率排序依次为李宁>滔博>申洲国际>桐昆股份，净利率排序为申洲国际>李宁>滔博>桐昆股份，费率排序为李宁>滔博>申洲国际>桐昆股份。申洲国际凭借规模效应从相对中性的毛利率中沉淀出最为丰厚的净利率，而李宁和滔博则是通过高毛利率来保障相对中性的净利率水平，而桐昆股份则是在低毛利率的条件下通过经营能力保障中性偏低的净利率水平，这意味着产业链中化纤当下是处于最为弱势的地位中的。

图表 8 纺织服装产业链国内龙头企业毛利率



资料来源：wind、华创证券

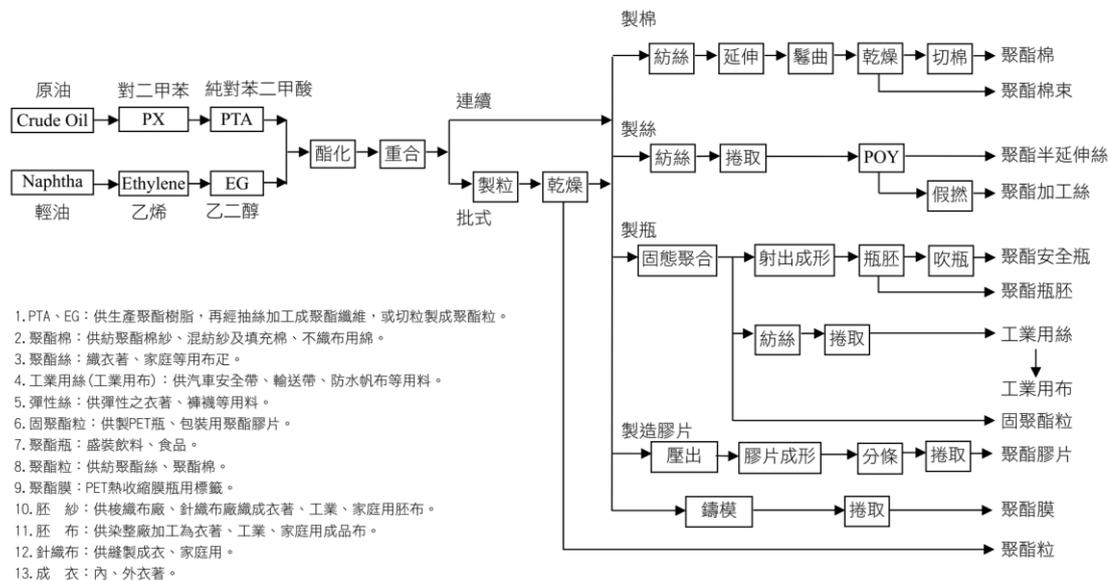
图表 9 纺织服装产业链国内龙头企业净利率



资料来源：wind、华创证券

长丝在纺织服装产业链中地位弱势，究其原因在于其进入壁垒相对偏低，下游客户较为分散。以一座 30 万吨长丝厂为例，12 亿左右的初始投资，配置 400 个工人，便可以形成一个年收入 2 亿元的中型企业，一般 10-15 年可以收回投资。作为长丝生产设备的核心部件，稳定优质的卷绕头基本在海外企业 TMT 和巴马格手中，但是由于国内低端纺织品需求的存在，超额利润容易吸引大量采用国产低端卷绕头的新进入者。

图表 10 聚酯产业链各环节



1. PTA、EG：供生產聚酯樹脂，再經抽絲加工成聚酯纖維，或切粒製成聚酯粒。
2. 聚酯棉：供紡聚酯棉紗、混紡紗及填充棉、不織布用綿。
3. 聚酯絲：織衣者、家庭等用布疋。
4. 工業用絲(工業用布)：供汽車安全帶、輸送帶、防水帆布等用料。
5. 彈性絲：供彈性之衣著、褲襠等用料。
6. 固聚酯粒：供製PET瓶、包裝用聚酯膠片。
7. 聚酯瓶：盛裝飲料、食品。
8. 聚酯粒：供紡聚酯絲、聚酯棉。
9. 聚酯膜：PET熱收縮膜瓶用標籤。
10. 胚 紗：供梭織布廠、針織布廠織成衣著、工業、家庭用胚布。
11. 胚 布：供染整廠加工為衣著、工業、家庭用成品布。
12. 針織布：供縫製成衣、家庭用。
13. 成 衣：內、外衣著。

资料来源：公司公告、华创证券

在长丝的成本结构中，长丝生产的直接人工成本占比持续低于2%，与下游成衣代工企业的20%有者天壤之别，这意味着长丝不是“劳动密集型”产业，不存在刘易斯拐点后人工成本上升的剧烈冲击，换言之，即无需向东南亚或者我国中西部地区进行产业转移。这同时意味着，长丝企业之间的竞争核心在于规模优势附带的原材料优势和公用设施共享，与此同时区位优势带来的物流费率优化和客户粘性也至为关键。

(二) 原料高度自给+集中度提升趋势显著

从发展的角度而言，我国长丝产业作为化纤行业最重要的一支，近40年最重要的两个变化在于经营主体民营化和技术装备升级，前者使其在“原料自给”这条路上从PTA→PX→炼油厂不断上溯，暂时PTA自给率偏低的新凤鸣随着独山能源一期PTA产能的投放也将升至70%以上，PX自给率提升则主要是靠自建炼油厂。

技术装备升级则主要集中在智能制造领域，不断应用新装备和5G、工业互联网等新技术，以压低非原料成本，使得2016-2019年吨POY非原料成本均值从2012-2015年的920元/吨下降至868元/吨。

图表 11 中国化纤行业发展的历史进程



资料来源：季柳炎《技术革新推动中国化纤70年变迁》，华创证券整理

图表 12 截至 2019 年底，主要聚酯企业 PX-PTA 自给率

主要聚酯企业	PX(设计年产能)	产量 (PTA)	产量 (聚酯)	PX 自给率	PTA 自给率
荣盛石化	600	555	226	179%	284%
恒逸石化	150	503	563	49%	103%
恒力股份	450	706	266	105%	306%
桐昆股份	-	358	568		73%
新凤鸣	-	29	390		9%
东方盛虹	-	151	182		96%

资料来源：公司公告、华创证券

在实现原料高度自给的同时，长丝龙头市占率预计将持续提升。按照 2019 年全国 5023 万吨聚酯产量计算，桐昆+恒逸+新凤鸣三家的市场份额为 30%。按照 2019 年全国 3117 万吨聚酯长丝产量计算，桐昆+恒逸+新凤鸣三家市场份额为 44%，且未来新投放产能也基本集中在前三家手中

图表 13 部分石化企业重要在建工程情况

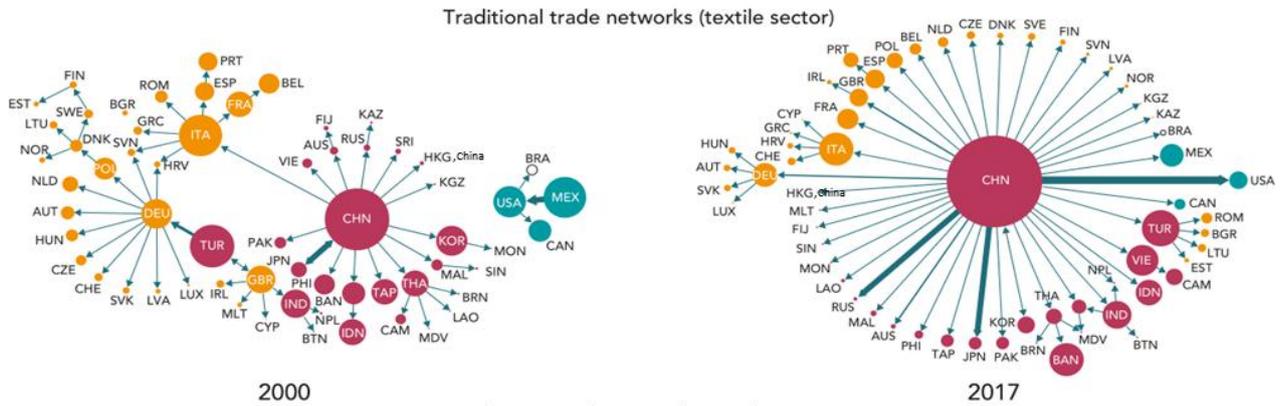
企业名称	项目名称	总投资	项目进展
荣盛石化	浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目一期	901.56 亿元	全面投产
	浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目二期	829.29 亿元	建设中
	逸盛新材料投资建设年产 600 万吨 PTA 工程	67.31 亿元	建设中
	100 万吨多功能聚酯切片项目	25.20 亿元	建设中
恒逸石化	文莱 PMB 石油化工项目	34.50 亿美元	一期全面投产，二期筹备中
	年产 50 万吨差别化功能性纤维提升改造项目	22.72 亿元	已投产
	海宁新材料年产 100 万吨差别化环保功能性纤维建设项目	63.60 亿元	第一套 25 万吨于 2020 年 2 月投产
	逸盛新材料投资建设年产 600 万吨 PTA 工程	67.31 亿元	建设中
	福建逸盛新型年产 35 万吨功能性纤维项目	15.88 亿元	建设中
	海南逸盛年产 50 万吨多功能新型材料项目	8.36 亿元	建设中
恒力石化	年产 135 万吨多功能高品质纺织新材料项目	123.00 亿元	计划 2020 年投产（分批投产）
	年产 250 万吨 PTA-4 项目	29.00 亿元	2020 年 1 月投产
	年产 250 万吨 PTA-5 项目	29.00 亿元	2020 年 6 月投产
	恒力化工 150 万吨乙烯项目	240 亿元	2020 年 6 月投产
桐昆股份	年产 38 万吨 DTY 差别化纤维项目	12.70 亿元	计划 2021 年投产
	恒超化纤年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目	17.98 亿元	计划 2020 年三季度投产
	嘉通能源年产 500 万吨 PTA、240 万吨新型功能性纤维及 10000 吨苯甲酸、5600 吨乙醛石化聚酯一体化项目	170.00 亿元	建设中
新凤鸣	独山能源年产 220 万吨 PTA 项目（二期）	32.00 亿元	计划 2020 年三季度投产
	中益化纤年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目	18.97 亿元	ZCP11 30 万吨已于 2020 年 4 月投产
	中跃化纤年产 30 万吨功能性、差别化纤维新材料项目	9.94 亿元	计划 2021 年一季度投产
	嘉兴年产 400 万吨 PTA 和 210 万吨差别化功能性纤维项目	130 亿元	建设中
	桐乡年产 200 万吨功能柔性定制化短纤新材料、100 万吨功能性差别化纤维、30 万吨薄膜项目	110 亿元	建设中

资料来源：相关公司公告、华创证券

（三）疫情加速行业洗牌，龙头企业凭借产业配套和规模优势的抢占更多市场份额

按照远东新的统计，截至 2019 年，中国大陆长丝产量高达 3117 万吨，占全球产量的 77%，与之类似，我国也是全球纺织物的供应中心。

图表 14 我国是全球纺织服装的制造中心

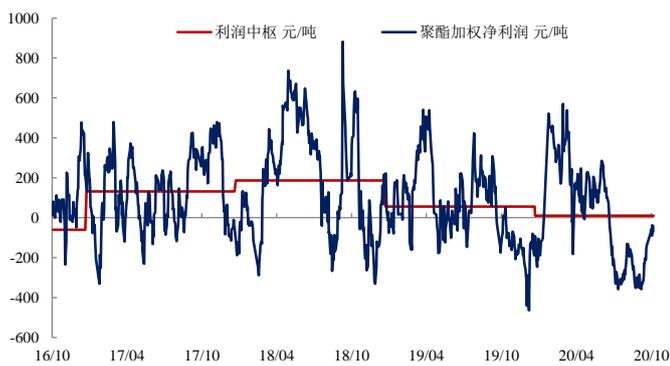


资料来源: Xin Li, Bo Meng, and Zhi Wang, "Recent patterns of global production and GVC participation", in World Bank and WTO,

Global Value Chain Development Report 2019, 华创证券

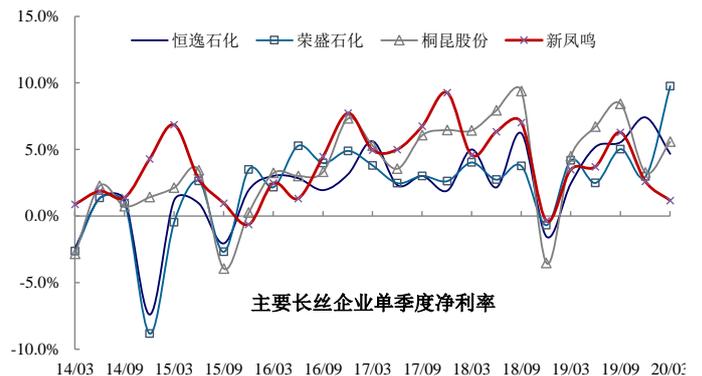
在疫情和贸易摩擦的背景下，纺织服装产业需求端遭遇外贸和内需双杀。2020Q1 作为一种极端的压力测试，江浙地区长丝产销率均值只有 50%，导致生产企业库存大幅积压，部分企业出现一半产量积压在仓库里的极端情形，这种情形下长丝价格随着原油价格剧烈下跌 2400 元/吨。在这样极端的情形下，桐昆靠浙石化的投资实现了 4 亿元的归母净利润，新凤鸣靠 PTA 的成本优势实现了 0.6 亿元的净利，恒逸石化则依托海外炼厂实现了 8 亿元的净利，新凤鸣业绩稳定性十分亮眼，彰显了业务结构的合理性和管理层应对风险的能力。

图表 15 涤纶加权生产利润走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 16 主要长丝企业单季度净利率走势



资料来源: wind, 华创证券

随着国内疫情的好转+海外疫情的持续恶化，内需驱动国内纺织服装产业复苏，防护服等防疫物资驱动纺织品出口额大幅增长，长丝企业库存经过 4-5 月持续去化，6 月基本已经处于正常的水平区间。进入 7 月后，海外疫情持续爆发，聚酯产业链企业强开工并未得到需求的有效承接，导致产业链库存出现二次累积，长丝企业生存仍然面临挑战，“大考”尚未结束。疫情加速行业洗牌，预计龙头可凭借产业链配套和规模优势带来的低运营成本保持高市占率，中小产能将被永久性挤出市场。

图表 17 2016-2020 江浙织机负荷率



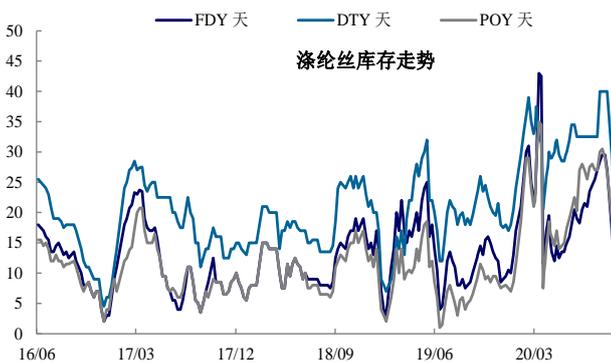
资料来源: wind, 华创证券

图表 18 江浙长丝产销率走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 19 涤纶长丝库存天数



资料来源: wind, 华创证券

图表 20 2016-2020 织造企业库存天数



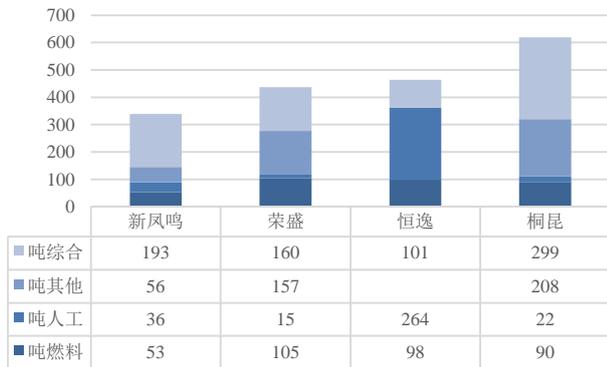
资料来源: wind, 华创证券

三、公司：质提量增，市值有望迈上新台阶

(一) PTA：产业链上溯，独山能源单吨加工成本处于行业最低区间

生产长丝的主要原料是 PTA 和 MEG，生产单吨 POY 需要消耗 0.855 吨 PTA 和 0.335 吨 MEG，二者合占长丝生产成本的 85% 左右。PTA 与 MEG 的价格与原油价格关联度较高，价格大幅波动的情况下容易挤压长丝生产企业的毛利率水平。公司为了平抑原材料价格波动的影响，向上延伸产业链，2016 年底成立独山能源投建 PTA 产线。一期 220 万吨装置于 2018 年 2 月开工，2019 年 10 月建成投产，11 月、12 月 PTA 产量为 28.86 万吨。2020 年一季度，公司 PTA 产量为 50.74 万吨，产能利用率达 92.25%，原材料 PTA 自给率达 51%。二期 220 万吨 PTA 项目已于 2019 年 3 月开工建设，预计于 2020 年 9 月建成投产。按 2020 年底 500 万吨长丝产能计算，满产情况下年耗 427.5 万吨 PTA，公司 PTA 自给率达到 103%。

独山能源成本端优势显著。单条产线规模越大，产线投建时间越近，吨加工费越少，中小装置吨加工成本在 700 元以上，大企业可以做到 400-500 元之间。独山能源 PTA 项目选用行业领先的英国 BP 公司最新 PTA 工艺技术和专利设备，能耗方面优势明显。根据我们测算，独山能源一期 PTA 吨加工成本仅有 339 元，属于行业内最低水平。独山能源二期 220 万吨 PTA 项目已于 2019 年 3 月开工建设，预计于 2020 年 9 月底投产。投产后单吨人工和其他制造费用将被进一步摊薄，加工成本有望继续下探。

图表 21 2019 年主要企业 PTA 单吨加工成本拆分


资料来源：公司公告、华创证券（吨综合按公司整体费率简单折算，不是直接公布的数据；恒逸石化将其他项纳入了人工）

图表 22 PTA 行业折算加工利润（元/吨）


资料来源：wind、华创证券

PTA 行业未来两年将进入供大求阶段，龙头企业可凭借规模优势和产业协同优势保持高开工率获取更多市场份额。行业拐点在 2019 年底已现端倪，新凤鸣 220 万吨和新疆众泰 120 万吨装置投产后，PTA 价差快速走低，价格快速达到盈亏平衡点。2020-2022 年新建产能年复合增速 20%，即使没有疫情，未来两年供给端也呈宽松状态，聚酯端需求难以匹配，机器开工率下降和开工率下降将成为常态。新凤鸣 PTA 产能以自用为主，外销为辅，如果长丝销路顺畅，独山能源装置开工率就不会下降太多。更何况其加工成本位于行业内最低区间，在满足自用需求的情况下，预计将尽可能的凭借成本优势扩大市场份额。我们以 2020 年至今 PTA-PX 原料价差 600 元/吨进行取值，整体费率参考 2019 年取 5%，即便不考虑独山能源二期投产后的成本优化，公司的 PTA 单吨净利润约 155 元。假设 440 万吨 PTA 产能全部达产，在开工率为 90% 的情况下可贡献 6 亿元净利。

图表 23 2020-2022 年 PTA 新增产能

公司	产能（万吨/年）	投产时间
恒力石化 4#	250	2020 年 1 月
恒力石化 5#	250	2020 年 7 月
新凤鸣 2#	220	2020 年 9 月
福建百宏	250	2020 年底
中金石化	300	2020 年底
2020 年合计	1270	
逸盛新材料	600	2021 年
虹港石化	250	2021 年
华彬石化	220	2021 年
海南逸盛	250	2021 年
宝塔石化	120	2021 年
2021 年合计	1440	
仪征化纤	220	2022 年
宁波台化	300	2022 年
蓝山屯河	120	2022 年
桐昆股份	500	2022 年

公司	产能（万吨/年）	投产时间
2022 年合计	1140	

资料来源：隆众石化，华创证券

（二）涤纶长丝：原料成本持续优化，非原料成本优势显著

2019 年之前，PTA 与 MEG 全部外采，PTA 供应商主要位于大连和珠海。独山能源位于嘉兴市独山港，距离公司两大长丝生产基地洲泉新凤鸣和湖州新凤鸣只有不到 150 千米的距离。单就运费而言，采用独山能源生产的 PTA 比外采便宜 70 元/吨，体现在长丝成本端，每吨可节省 60 元原料成本。考虑到 PTA 自给率提升，长丝原料端成本进一步下降，产品毛利率将持续改善。

图表 24 2019 年原材料采购情况

原材料	采购模式	采购量（万吨）	供货方
PX	合约、现货	21.32	三菱商事株式会社、ITOCHU Corporation、S-OIL Corporation、道达尔贸易亚洲有限公司、青岛丽东化工有限公司。
PTA	合约、现货	337.64	珠海碧辟化工有限公司、逸盛大化石化有限公司、恒力石化（大连）有限公司
MEG	合约、现货	126.31	中国石化、环球乙二醇有限公司、沙伯亚太有限公司

资料来源：公司公告，华创证券

图表 25 新凤鸣主要生产基地



资料来源：百度地图，华创证券

图表 26 POY 单吨营收结构

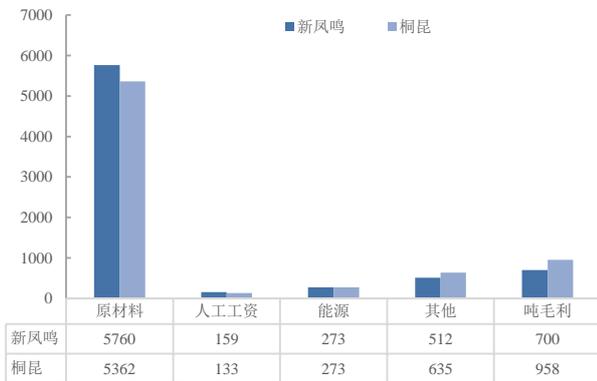


资料来源：wind，华创证券

与行业龙头桐昆股份比较，二者产品结构相似，新凤鸣的优势在于非原料成本，劣势为原料采购价格。新凤鸣共有 15 套熔体直纺生产线，其中 13 套产线在 2010 年后投产，物耗能耗方面优势明显，根据 2019 年数据测算，单吨非原料成本较桐昆便宜 97 元。

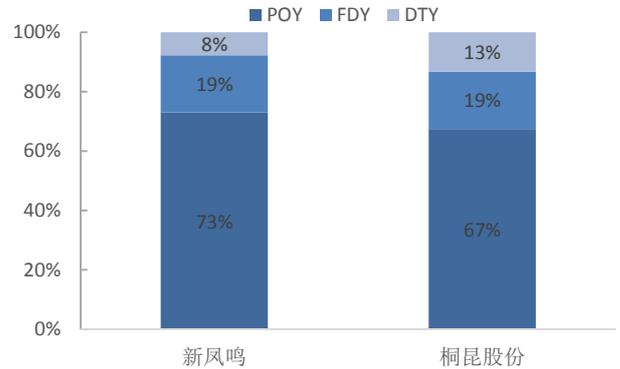
公司长丝产线技术水平先进，可产出附加值高、差异化程度高产品。公司 POY 不含税售价较同期 POY(150D/48F) 市场价溢价率在 130-330 元/吨间，FDY 与 DTY 较同期 FDY(150D/96F) 和 DTY(150D/48F) 溢价率在 300 和 500 元以上。长丝产能利用率和产品产销率常年保持满产满销状态。

图表 27 桐昆、新凤鸣涤纶长丝营收结构对比



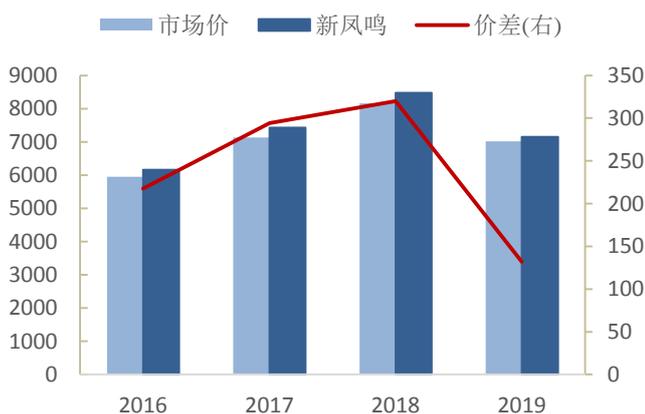
资料来源: wind、华创证券 (注: POY+FDY+DTY 口径)

图表 28 桐昆、新凤鸣长丝产品结构对比



资料来源: wind、华创证券

图表 29 POY 市场价和新凤鸣 POY 售价对比



资料来源: wind、公司公告、华创证券 (注: POY 市场价选用 POY(150D/48F)进行不含税价格处理)

图表 30 新凤鸣涤纶长丝产销情况



资料来源: 公司公告、华创证券

(三) 逆周期扩张: 240 亿元打造两大生产基地, 公司发布大笔资本开支计划

未来两年短期逻辑为长丝产能扩张以量补价, 3-5 年的中长期逻辑为行业集中度提升, 预计龙头获取超额利润。对于整个化纤产业链来说, 无论是 PTA 还是聚酯长丝, 本质上都是赚取加工价差的行业。原油价格短期大幅波动对于公司的影响更多体现为一次性减值损失, 其余时间各产品价格多随原料端上下波动, 整体影响偏中性。下游纺织服装属于刚需商品, 疫情对于短期需求影响很大, 拉长时间轴看需求终将会恢复。对于产业巨头来说, 行情下行期可凭借成本优势和产业协同优势保持高开工率, 单品价差只要不低于其加工成本就会持续开工生产, 受损的多为产线规模较小、成本较高的中小装置。行业下行期更看重市占率提升, 直到落后产能永久性出清, 供需结构改善, 企业盈利上升, 产业巨头即可获得量价齐升的超额利润, 这是行业巨头逆周期扩张的重要逻辑。从更长维度看, 化纤行业集中度提升是必然之举, 疫情只不过加速了这一进程。新凤鸣在 2020 年上半年抛出总投资 240 亿元投资计划。2020 年 3 月, 公司子公司中石科技与浙江独山港经济开发区签订《项目投资协议书》, 拟建设年产 400 万吨 PTA 和 210 万吨差别化功能性纤维项目, 总投资 130 亿元, 项目将在取得土地后 6 个月内开工建设、开工后 24 个月内完成项目建设并投入生产。2020 年 6 月, 子公司中友化纤将在未来 5 年内建设年产 200 万吨功能柔性定制化短纤、100 万吨功能性差别化纤维及 30 万吨聚酯薄膜新材料项目, 总投资 110 亿元。截至 2025 年年底, 预计公司将拥有 840

万吨 PTA、840 万吨长丝、200 万吨短纤和 30 万吨薄膜产能，较目前产能总量翻番。

根据目前投产计划，公司 2020 年底长丝产能接近 500 万吨，2021 年底接近 600 万吨。在上游 MEG 产能过剩和 PTA 自给率提高的情况下，考虑到受疫情影响下游需求减少，假设长丝净利润在 2019 年的基础上下降 50 元/吨，新凤鸣长丝端 2022 年可贡献 15.6 亿净利，较 2019 年增厚 30%，以量补价得以实现。中长期看，中石科技和中友化纤 400 万吨 PTA、540 万吨聚酯项目建设完成后，若按照 PTA 净利 200 元/吨聚酯 200 元/吨进行概算，新投建项目完全满产年利润预计为 19 亿元。

图表 31 公司在建产能

项目名称	总投资 (亿)	2020 年 Q1 已投(亿)	计划投资			预计投产时间
			2020 年	2021 年	2022 年	
独山能源年产 220 万吨 PTA 项目	32	18.39	17.75	2.88	0.1	2020 年 Q3
中益化纤年产 60 万吨差别化纤维项目	18.97	11.03	11.64	2.38	-	2020 年 Q2&Q4
中跃化纤年产 30 万吨功能性差别化纤维项目	9.94	1.52	3.59	4.3	0.92	2021 年 Q1
独山能源 400 万吨 PTA、210 万吨纤维项目	130.8	-	10	25	25	2021-2025 年
中友化纤 200 万吨短纤、100 万吨纤维、30 万吨薄膜	110	-	-	-	-	2021-2025 年
合计	301.7	30.94	42.98	34.56	26.02	

资料来源：公司公告、华创证券

荣盛和桐昆共同投建浙江石化进军上游炼厂，恒逸也有文莱 PMB 炼化项目，新凤鸣未来几年新增产能主要以 PTA 和聚酯为主，没有涉及炼厂业务，我们认为有以下几点考量：首先，炼厂单体投资规模大建设周期长，一个 2000 万吨的炼厂需要投入 800-1000 亿，建设周期为 3-4 年，不确定性较大。其次，国内炼制品油产能已经过剩，成品油销售渠道主要掌握在中石油、中石化手中，民营炼厂更多只能作为区域性补充。炼厂另一个方向是加氢催化生产各类化工品，技术难度较大。最后，公司选择在横向领域深耕细作，涤纶短纤和聚酯薄膜与公司现有技术原理相似，生产设备相似，更容易发挥自身优势。对于国内 PTA 和聚酯行业来说，二者年产值超 5000 亿，市场空间足以容纳几家市值千亿的上市公司。新凤鸣目前市值近 150 亿，PB 为 1.4 倍，均为上市以来最低区间，中长期看极具配置价值。

四、风险提示

纺织产业链复苏不及预期，独立长丝企业在产业格局受制于人。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,301	4,712	6,041	8,158
应收票据	0	0	0	0
应收账款	314	317	421	488
预付账款	288	294	386	445
存货	1,453	1,476	1,942	2,235
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,706	1,767	2,339	2,692
流动资产合计	6,062	8,566	11,129	14,018
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	97	97	97	97
固定资产	12,516	16,450	19,856	22,829
在建工程	3,033	3,533	4,033	4,533
无形资产	903	813	732	659
其他非流动资产	290	273	268	266
非流动资产合计	16,839	21,166	24,986	28,384
资产合计	22,901	29,732	36,115	42,402
短期借款	3,985	7,235	8,160	9,085
应付票据	699	713	939	1,081
应付账款	1,552	1,583	2,084	2,398
预收款项	348	352	467	541
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	113	78	101	98
一年内到期的非流动负债	80	397	409	295
其他流动负债	295	395	495	619
流动负债合计	7,072	10,753	12,655	14,117
长期借款	1,939	4,939	7,939	10,939
应付债券	1,891	1,891	1,891	1,891
其他非流动负债	339	296	305	313
非流动负债合计	4,169	7,126	10,135	13,143
负债合计	11,241	17,879	22,790	27,260
归属母公司所有者权益	11,660	11,853	13,325	15,142
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	11,660	11,853	13,325	15,142
负债和股东权益	22,901	29,732	36,115	42,402

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,825	2,817	3,649	4,768
现金收益	2,764	2,872	4,063	5,031
存货影响	-15	-22	-466	-293
经营性应收影响	212	-2	-190	-119
经营性应付影响	304	14	864	527
其他影响	-1,440	-44	-621	-378
投资活动现金流	-5,571	-5,800	-5,700	-5,640
资本支出	-6,269	-5,807	-5,706	-5,645
股权投资	-16	0	0	0
其他长期资产变化	714	7	6	5
融资活动现金流	3,799	5,394	3,380	2,989
借款增加	2,011	6,567	3,936	3,812
股利及利息支付	-436	-691	-889	-1,108
股东融资	2,212	1,430	1,243	1,628
其他影响	12	-1,912	-910	-1,343

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	34,148	34,490	45,765	53,033
营业成本	31,240	31,865	41,937	48,270
税金及附加	54	54	72	83
销售费用	154	155	206	239
管理费用	286	289	292	338
研发费用	682	689	915	1,060
财务费用	276	466	480	557
信用减值损失	1	0	0	0
资产减值损失	-7	-7	-7	-7
公允价值变动收益	9	9	9	9
投资收益	11	11	11	11
其他收益	117	117	117	117
营业利润	1,587	1,102	1,994	2,616
营业外收入	37	37	38	37
营业外支出	31	31	31	31
利润总额	1,593	1,108	2,001	2,622
所得税	238	166	300	392
净利润	1,355	942	1,701	2,230
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,355	942	1,701	2,230
NOPLAT	1,590	1,339	2,109	2,704
EPS(摊薄) (元)	0.97	0.67	1.22	1.60

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	4.6%	1.0%	32.7%	15.9%
EBIT 增长率	-4.7%	-15.8%	57.5%	28.2%
归母净利润增长率	-4.8%	-30.4%	80.5%	31.1%
获利能力				
毛利率	8.5%	7.6%	8.4%	9.0%
净利率	4.0%	2.7%	3.7%	4.2%
ROE	11.6%	8.0%	12.8%	14.7%
ROIC	9.3%	5.9%	7.7%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	49.1%	60.1%	63.1%	64.3%
债务权益比	70.6%	124.5%	140.4%	148.8%
流动比率	85.7%	79.7%	87.9%	99.3%
速动比率	65.2%	65.9%	72.6%	83.5%
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.2	1.3	1.3
应收账款周转天数	4	3	3	3
应付账款周转天数	14	18	16	17
存货周转天数	17	17	15	16
每股指标(元)				
每股收益	0.97	0.67	1.22	1.60
每股经营现金流	1.31	2.02	2.61	3.42
每股净资产	8.35	8.49	9.54	10.85
估值比率				
P/E	11.5	16.5	9.1	7.0
P/B	1.3	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	19.3	19.1	13.3	10.7

煤炭石化团队介绍

组长、高级分析师：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：冯昱祺

伯明翰大学金融工程硕士，曾就职于神华集团，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500