

新凤鸣(603225)

## 涤纶长丝价格企稳，弹性龙头金秋唱主角

## 新凤鸣深度研究报告

	孙羲昱(分析师)	黄振华(分析师)
	021-38677369	021-38675853
	sunxiyu@gtjas.com	huangzhenhua@gtjas.com
证书编号	S0880517090003	S0880520080006

## 本报告导读:

产业链格局重塑下长丝议价能力增强，行业扩产集中在头部企业，龙头竞争优势进一步扩大。

## 投资要点:

- **维持“增持”评级及盈利预测，上调目标价。**我们维持公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.89/1.33/1.62 元，增速为-8%、+49%、+22%，对应 PE 为 12.2/8.2/6.7 倍。公司未来长丝投放速度为每年两套或每两年五套，同时横向拓展短纤、薄膜积聚发展潜力；PTA 一期项目满额生产，二期项目预计三季度投产。综合可比公司 PE、PB 估值，上调目标价至 14.65 元。维持“增持”评级。
- **长丝议价能力增强。**产业链上游扩张速度加快，长丝环节受限卷绕头设备扩能有限，格局重塑下长丝环节更为收益。2019 年 6 家涤纶长丝大厂直纺产能合计市占率达到 60%，未来扩产集中在龙头企业，行业集中度提升带来龙头议价能力增强。
- **精细化降本竞争优势扩大。**公司通过机器换人达到“黑灯车间”等手段进行降本，吨加工费用逐年下降，长丝吨盈利较行业平均水平高约 250 元/吨，企业盈利差距扩大加速行业落后产能出清。PTA 采用 BP 公司最新的 PTA 工艺技术和专利设备，能耗物耗水平进一步改善，设备后发优势明显，我们预计独山能源 PTA 不含税加工费低于 300 元/吨，远低于行业平均成本 500 元/吨。
- **催化剂：涤纶长丝价格上涨，价差扩大。**截止 2020 年 6 月底，公司长丝产能 460 万吨，市场占有率近 11%，公司涤纶长丝业绩/市值弹性大，涤纶长丝价差扩大 100 元/吨，对应公司净利润增加 3 亿元。
- **风险提示。**原油价格大幅波动风险，项目进展不及预期风险。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	32,659	34,148	33,478	41,481	51,469
(+/-)%	42%	5%	-2%	24%	24%
经营利润(EBIT)	1,945	1,733	1,581	2,351	2,868
(+/-)%	-3%	-11%	-9%	49%	22%
净利润(归母)	1,423	1,355	1,243	1,854	2,264
(+/-)%	-5%	-5%	-8%	49%	22%
每股净收益(元)	1.02	0.97	0.89	1.33	1.62
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	6.0%	5.1%	4.7%	5.7%	5.6%
净资产收益率(%)	17.3%	11.6%	9.6%	12.6%	13.3%
投入资本回报率(%)	11.4%	7.5%	5.5%	6.7%	6.9%
EV/EBITDA	6.81	7.98	7.47	6.49	6.04
市盈率	10.63	11.17	12.18	8.16	6.68
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **14.65**

上次预测: 14.56

当前价格: 10.84

2020.09.20

## 交易数据

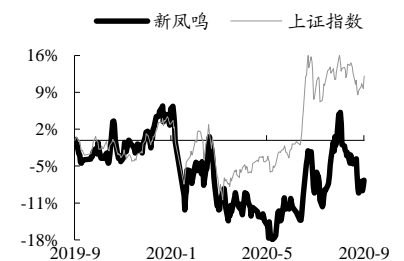
52 周内股价区间(元)	9.56-12.59
总市值(百万元)	15,134
总股本/流通 A 股(百万股)	1,396/1,180
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	85%
日均成交量(百万股)	5.05
日均成交值(百万元)	56.35

## 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	11,682
每股净资产	8.37
市净率	1.3
净负债率	70.88%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.19	0.04
Q2	0.23	0.10
Q3	0.37	0.50
Q4	0.18	0.25
全年	0.97	0.89

## 52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-11%	5%	-7%
相对指数	-8%	-9%	-19%

## 相关报告

业绩符合预期，PTA 二期预计三季度投产  
2020.08.28

需求预期修复、涤纶盈利扩张 2019.04.17

模型更新时间: 2020.09.20

**股票研究**

原材料  
基础化工

**新风鸣(603225)**

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **14.65**

上次预测: 14.56

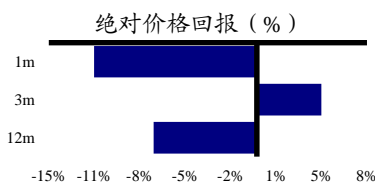
**当前价格:** 10.84

公司网址

www.xfmgroup.com

**公司简介**

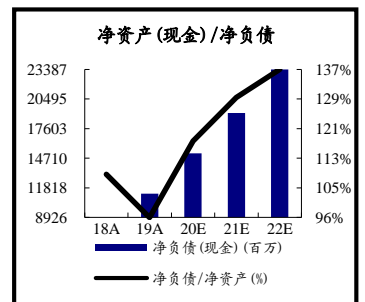
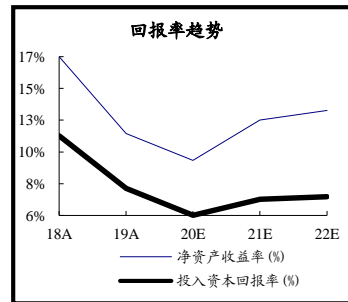
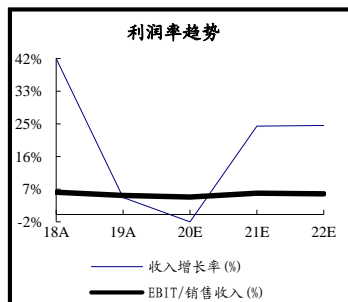
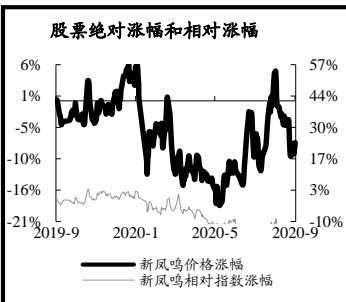
公司创办于2000年, 现已发展成为集聚酯、涤纶纺丝、加弹、进出口贸易为一体的现代大型股份制企业, 下设中欣化纤、中驰化纤、中辰化纤、进出口公司等多家子公司, 拥有省级技术研究院——浙江新风鸣化纤研究院、院士工作站等科研机构。经过多年的努力, 公司进一步完善了销售网络, 销售区域已覆盖浙江、江苏、上海、广东、福建等十多个省市, 另外“凤鸣”牌涤纶长丝还远销土耳其、埃及、韩国等多个国家和地区。



52周内价格范围 9.56-12.59  
市值(百万) 15,134

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	32,659	34,148	33,478	41,481	51,469
营业成本	29,693	31,240	30,864	37,853	47,011
税金及附加	50	54	55	67	83
销售费用	102	154	84	104	129
管理费用	223	286	261	325	407
EBIT	1,945	1,733	1,581	2,351	2,868
公允价值变动收益	-9	9	0	0	0
投资收益	26	11	22	23	28
财务费用	246	276	244	331	407
营业利润	1,693	1,587	1,445	2,156	2,633
所得税	293	239	202	302	369
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	1,423	1,355	1,243	1,854	2,264
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	2,499	2,301	2,500	2,700	3,100
其他流动资产	736	1,301	1,301	1,301	1,301
长期投资	81	97	97	97	97
固定资产合计	7,725	12,516	16,289	19,591	22,794
无形及其他资产	709	1,032	1,334	1,636	1,939
资产合计	17,169	22,901	28,071	33,882	40,407
流动负债	6,610	7,071	10,999	14,956	19,217
非流动负债	2,317	4,169	4,169	4,169	4,169
股东权益	8,242	11,660	12,903	14,757	17,021
投入资本(IC)	14,127	19,556	24,899	29,996	35,672
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	1,613	1,474	1,360	2,022	2,467
折旧与摊销	895	1,133	1,719	1,918	2,219
流动资金增量	-239	-472	258	-207	-231
资本支出	-3,630	-5,205	-6,605	-7,023	-7,725
自由现金流	-1,361	-3,071	-3,269	-3,289	-3,270
经营现金流	979	1,825	2,987	4,351	5,165
投资现金流	-3,376	-5,571	-6,583	-6,999	-7,697
融资现金流	3,104	3,799	3,796	2,848	2,932
现金流净增加额	707	53	199	200	400
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	42.2%	4.6%	-2.0%	23.9%	24.1%
EBIT增长率	-3.3%	-10.9%	-8.8%	48.7%	22.0%
净利润增长率	-4.9%	-4.8%	-8.3%	49.2%	22.1%
利润率					
毛利率	9.1%	8.5%	7.8%	8.7%	8.7%
EBIT率	6.0%	5.1%	4.7%	5.7%	5.6%
净利润率	4.4%	4.0%	3.7%	4.5%	4.4%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	17.3%	11.6%	9.6%	12.6%	13.3%
总资产收益率(ROA)	8.3%	5.9%	4.4%	5.5%	5.6%
投入资本回报率(ROIC)	11.4%	7.5%	5.5%	6.7%	6.9%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	17.7	17.0	16.7	17.0	16.9
应收账款周转天数	4.5	3.4	3.5	3.6	3.5
总资产周转率	191.9	244.8	306.0	298.1	286.5
净利润现金含量	0.7	1.3	2.4	2.3	2.3
资本支出/收入	11.1%	15.2%	19.7%	16.9%	15.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.0%	49.1%	54.0%	56.4%	57.9%
净负债率	108.3%	96.4%	117.6%	129.6%	137.4%
<b>估值比率</b>					
PE	10.63	11.17	12.18	8.16	6.68
PB	3.18	1.48	1.17	1.03	0.89
EV/EBITDA	6.81	7.98	7.47	6.49	6.04
P/S	0.28	0.44	0.45	0.37	0.29
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 目录

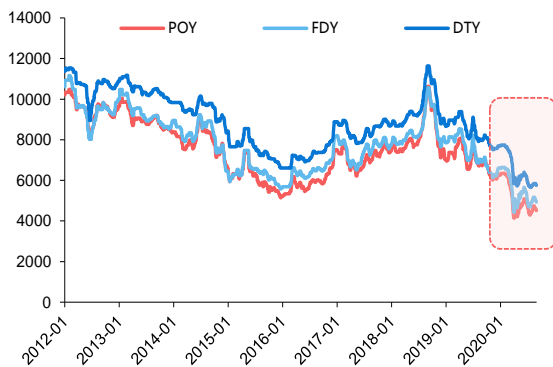
1. 涤纶长丝价格企稳，弹性龙头金秋唱主角 .....	4
1.1. 织造环比继续改善，长丝涨价通道有望开启 .....	4
1.2. 盈利能力领先行业，成长路径清晰 .....	6
1.2.1. 单位成本不断降低，盈利能力行业领先 .....	6
1.2.2. 横向拓展纵向延伸积聚发展潜力 .....	7
2. 行业集中度提升，公司产能持续扩张 .....	8
2.1. 公司是国内领先的民用涤纶长丝龙头企业 .....	8
2.2. 产能不断释放，经营业绩保持稳健 .....	10
2.3. 行业集中度不断提升，长丝议价能力增强 .....	11
3. 盈利预测与估值 .....	12
3.1. 盈利预测 .....	12
3.2. 估值 .....	13
4. 风险提示 .....	14

## 1. 涤纶长丝价格企稳，弹性龙头金秋唱主角

### 1.1. 织造环比继续改善，长丝涨价通道有望开启

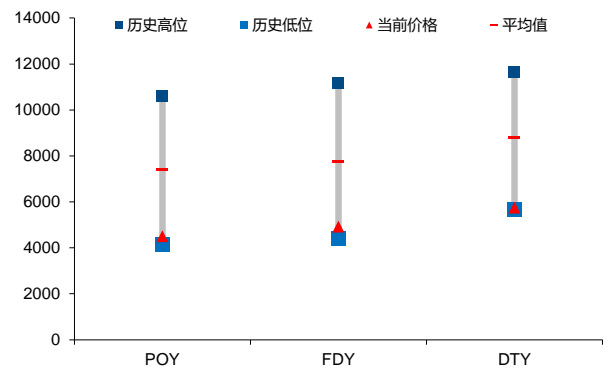
2020年，新冠肺炎疫情对全球经济发展和世界政经格局造成重大冲击，国内疫情爆发期涤纶生产企业长丝库存接近40天，达到历史最高水平。海外疫情恶化导致纺织品出口受到较大影响，且原油价格大幅下跌，传导至PTA、MEG和长丝端，长丝价格持续下跌。当前涤纶长丝价格处于2012年以来10%分位以下，常规品种POY价格5125元/吨。

图1 涤纶长丝价格处于历史底部(元/吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

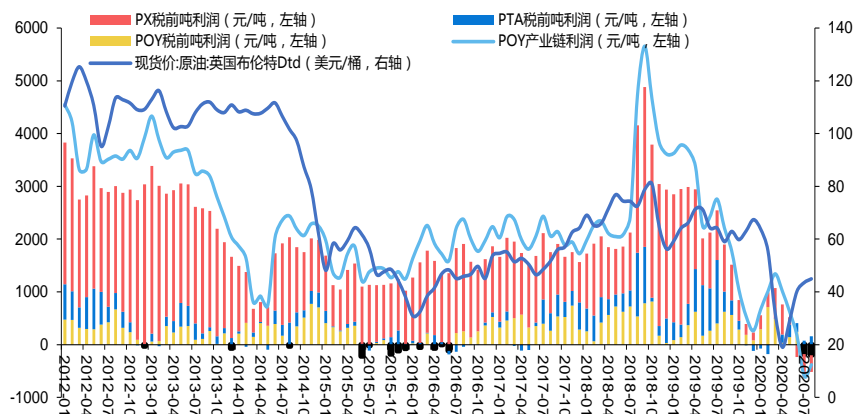
图2 当前涤纶长丝价格10%分位以下(元/吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

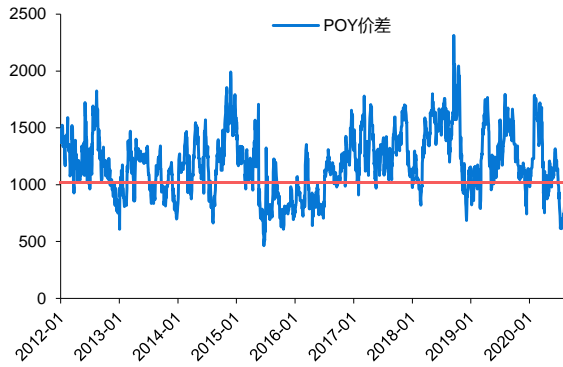
盈利水平看，上半年是涤纶产业链的至暗时刻，行业PTA-PX价差仅为482元/吨，POY-PTA-MEG价差1244.7元/吨，行业普遍亏损。由于库存影响，具备成本优势的龙头企业也出现亏损。当前常规POY品种价差跌至1000元/吨以下，价差为2012年以来的15%分位左右。若价差进一步缩窄，行业内老旧装置无法覆盖边际成本将选择停产甚至退出。

图3 上半年PTA-长丝总体利润下滑

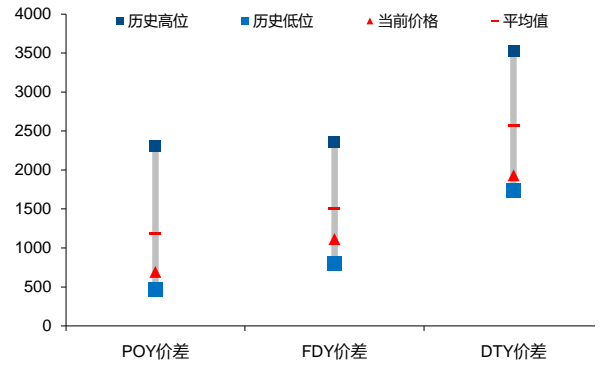


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图4 常规POY品种价差跌至1000以下(元/吨) 图5 当前POY价差15%分位左右(元/吨)



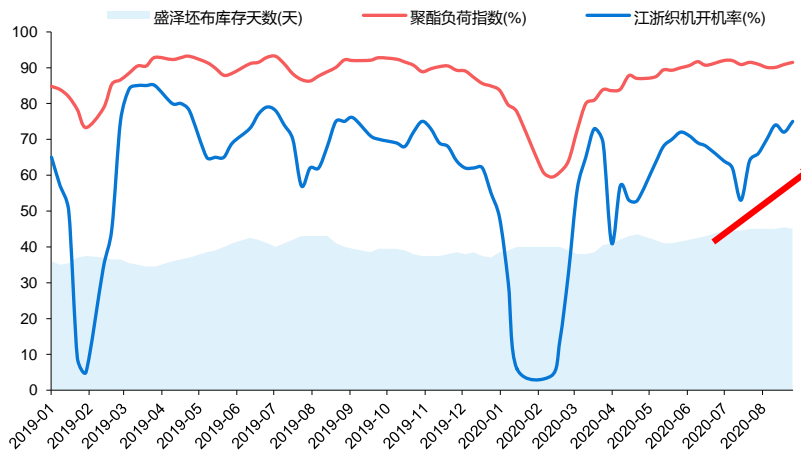
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

二季度以来,随着国内疫情逐步好转,化纤企业复工复产进程加快,国内纺织终端市场需求回升,国际油价震荡上行对化纤产品的成本面有一定支撑,涤纶长丝价格逐步企稳。当前长丝面临最大的问题是需求不足,但我们认为随着疫情得到控制,海内外市场需求将逐步复苏,长丝涨价通道有望开启。涤纶长丝主要应用于纺织服装,需求刚性。近期海外服装、家纺订单均有不同程度的恢复,织造负荷提升75%附近,聚酯负荷回升至92%附近,接近年内高点水平。市场走货出现好转,盛泽地区织造企业坯布库存小幅下降至44.5天。

图 6 聚酯负荷、织造负荷环比继续提升



数据来源: CCF, Wind, 国泰君安证券研究

新凤鸣作为市场上最为纯粹的涤纶长丝标的,业绩/市值弹性大。根据我们的测算,涤纶长丝价差扩大 100 元/吨,对应公司净利润增加 3 亿元。

表 1: 新凤鸣涤纶长丝产能/市值弹性最大

代码	公司	股价	市值	产能	产能/市值	价格上涨 100 元
			亿元	万吨	吨/万元	净利润增加 (亿元)
603225.SH	新凤鸣	11.19	156.61	460	2.94	3.05
601233.SH	桐昆股份	16.50	304.92	690	2.26	4.58
000703.SZ	恒逸石化	12.15	447.32	566	1.27	3.76
600346.SH	恒力石化	20.10	1414.86	400	0.28	2.65
002493.SZ	荣盛石化	19.33	1216.07	255	0.21	1.69

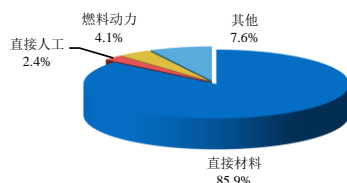
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 注: 股价/市值为 2020 年 9 月 3 日收盘值

## 1.2. 盈利能力领先行业，成长路径清晰

### 1.2.1. 单位成本不断降低，盈利能力行业领先

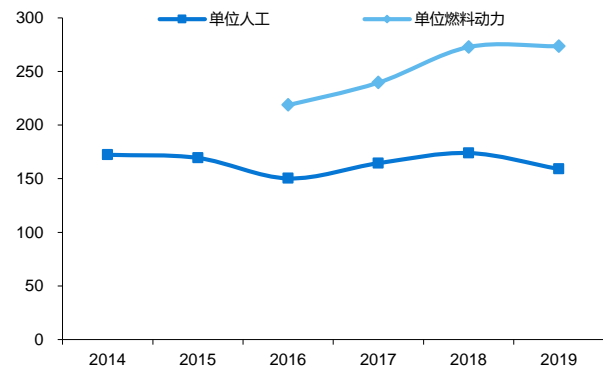
涤纶长丝成本主要为原材料 PTA、MEG，占比达到 85.9%；人工、燃料动力占比分别为 2.4%、4.1%。公司通过机器换人达到“黑灯车间”标准，叠加产能释放，单位人工成本不断降低，生产效率处于行业领先水平。2014 年至 2019 年，5 年间公司产能与产业链都有质与量的飞越，而员工数量仅从 6589 人增加至 10887 人，增幅仅为 65.23%。2019 年公司涤纶长丝单位人工成本约 159 元/吨，较 2018 年-14.8 元/吨。

图 7 涤纶长丝成本主要为原材料 PTA、MEG



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

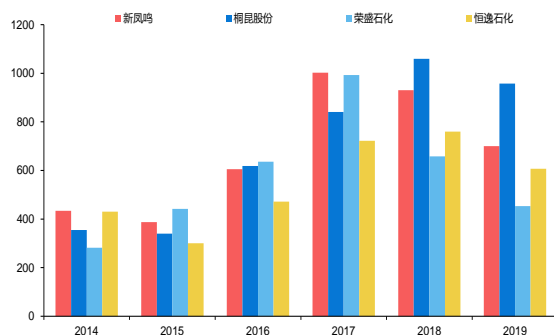
图 8 公司单位人工成本不断降低(元/吨)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

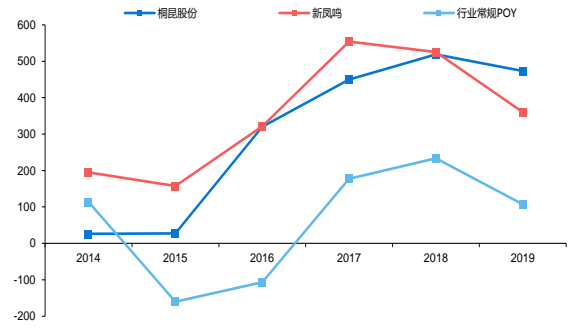
公司涤纶长丝吨盈利突出，若不考虑 PTA 一体化利润，新凤鸣长丝吨盈利高于桐昆股份。我们按照 POY 价差扣除 1150 元/吨加工费为行业 POY 吨净利，新凤鸣长丝吨盈利领先行业约 250 元/吨。

图 9 聚酯龙头中新凤鸣长丝吨盈利突出(元/吨)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

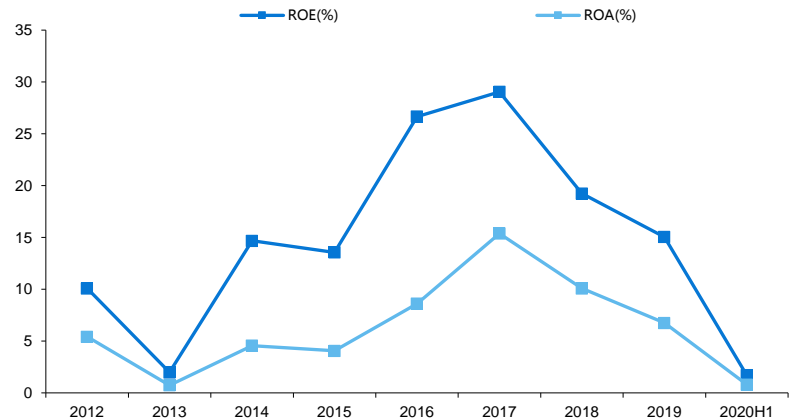
图 10 新凤鸣长丝吨净利领先行业(元/吨)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

注: 桐昆、恒逸、荣盛含 PTA 等一体化利润, 恒逸聚酯含短纤等, 行业吨净利为 POY 价差扣除 1150 元/吨加工费

图 11 公司 ROE 及 ROA 有望回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

PTA 方面, 独山能源 PTA 项目采用 BP 公司最新的 PTA 工艺技术和专利设备, 能耗物耗水平进一步改善, 设备后发优势明显。我们预计新凤鸣独山能源 PTA 不含税加工费低于 300 元/吨, 加工成本处于成本曲线最左端, 且二期项目投产后 PTA 加工费将进一步下降。

表 2: 新凤鸣 PTA 加工费用预计低于 300 元/吨 (不含税)

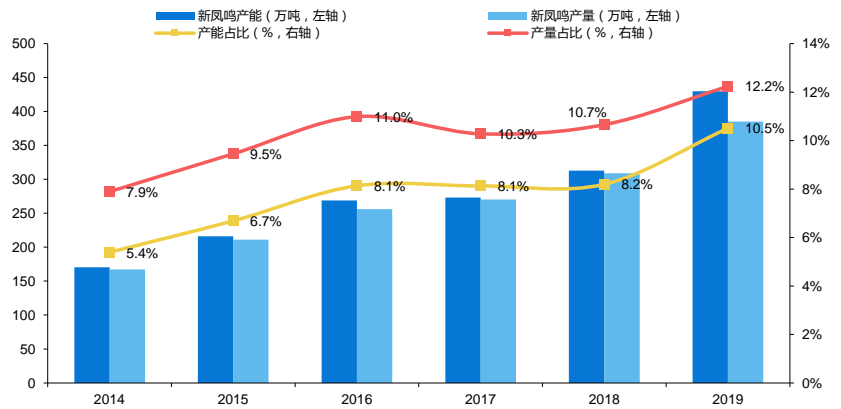
成本分类	构成	单位	装置产能(万吨)		
			< 140	150-220	> 220
原料成本	PX	吨/吨	0.66	0.655	0.648
	冰醋酸	吨/吨	0.04	0.035	0.029
	其他	元/吨	94	76	32
能源类		元/吨	270	181	115
人工费		元/吨	30	10	6
装置费用	装置折旧费	元/吨	240	100	80
	装置维护费	元/吨	30	20	15
三项费用		元/吨	130	92	74
包装费用		元/吨	45	45	45
加工费用合计	含能源	元/吨	745	448	335

数据来源: 卓创资讯, 国泰君安证券研究

### 1.2.2. 横向拓展纵向延伸积聚发展潜力

长丝产能有序扩张, 纵向延伸上马 PTA 项目, 未来五年实现“两个一千万吨”的建设目标。2014 年-2019 年, 公司涤纶长丝产能从 170 万吨增至 430 万吨, 市场占有率由 7.9% 提升至 12.2%。未来公司长丝扩产节奏将保持在每年两套或每两年五套 (每套 30 万吨), 不断提升长丝市场占有率。同时, 公司努力完善上游产业链, PTA 项目从无到有, 一期项目已实现满额达产, 二期项目预计三季度建成投产。未来三到五年, 公司还将继续上马 400 万吨 PTA 产能, 用于自身配套生产长丝。

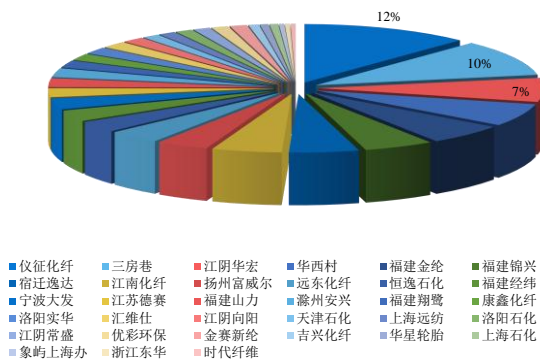
图 12 公司涤纶长丝市占率逐年提升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

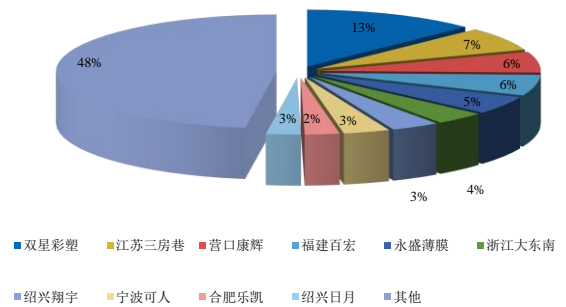
产业结构横向拓展, 布局短纤、薄膜差异化产品, 完善产业链结构。根据公司目前的规划, 未来将投资建设 200 万吨涤纶短纤、30 万吨聚酯薄膜产能。涤纶短纤、聚酯薄膜原料与长丝相同, 设备、工艺等与涤纶长丝设备大体相同, 市场空间大, 且行业集中度低。2019 年涤纶短纤表现消费量 688 万吨, 消费量稳步增长。原生涤纶短纤相对棉花、粘胶短纤及再生涤纶短纤在价格、数量上均具有一定优势, 终端消费应用比例不断扩大。目前涤纶短纤 CR3 不超过 20%, 仪征化纤产能最大仅为 97 万吨, 新凤鸣规划建设 200 万吨柔性化短纤, 规格 0.8-20D, 完全投产后将成为国内最大的短纤生产企业。2019 年国内聚酯薄膜市场规模 331.5 亿元, 聚酯薄膜行业呈现低端过剩、高端短缺的局面, 新凤鸣拟建设的聚酯薄膜产品规格为 5-250 $\mu$ 。

图 13 涤纶短纤市场集中度低



数据来源: 卓创资讯, 国泰君安证券研究

图 14 聚酯薄膜市场集中度低



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

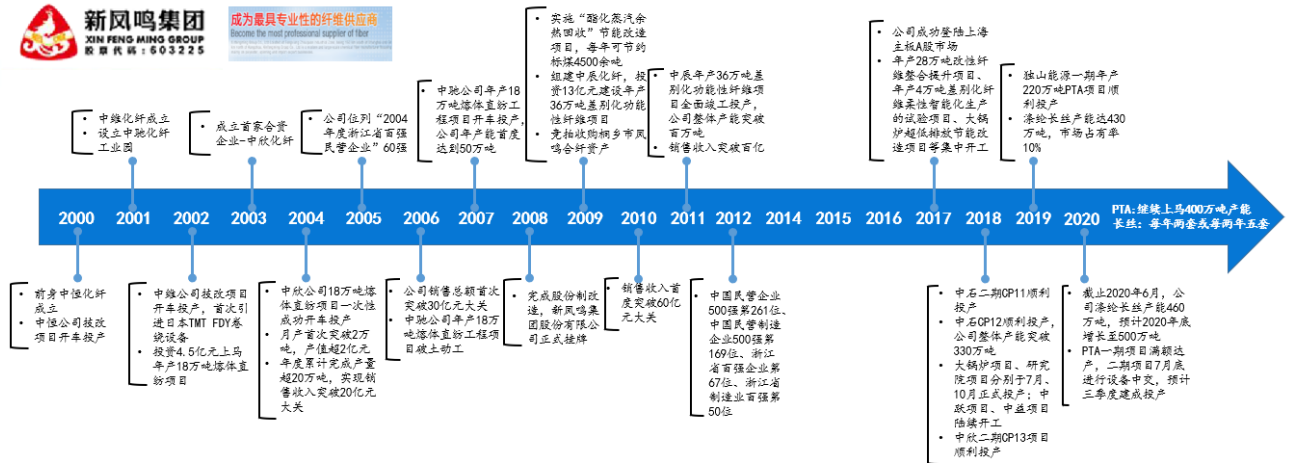
## 2. 行业集中度提升, 公司产能持续扩张

### 2.1. 公司是国内领先的民用涤纶长丝龙头企业

新凤鸣专注于民营涤纶长丝领域, 是国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一, 坐落于中国化纤名镇桐乡洲泉。公司成立于 2000 年, 2017 年在主板上市, 上市以来产能不断扩大, 产业链向上游延伸。截止 2020 年 6 月底, 公司涤纶长丝产能达到 460 万吨, PTA 产能 220 万吨。



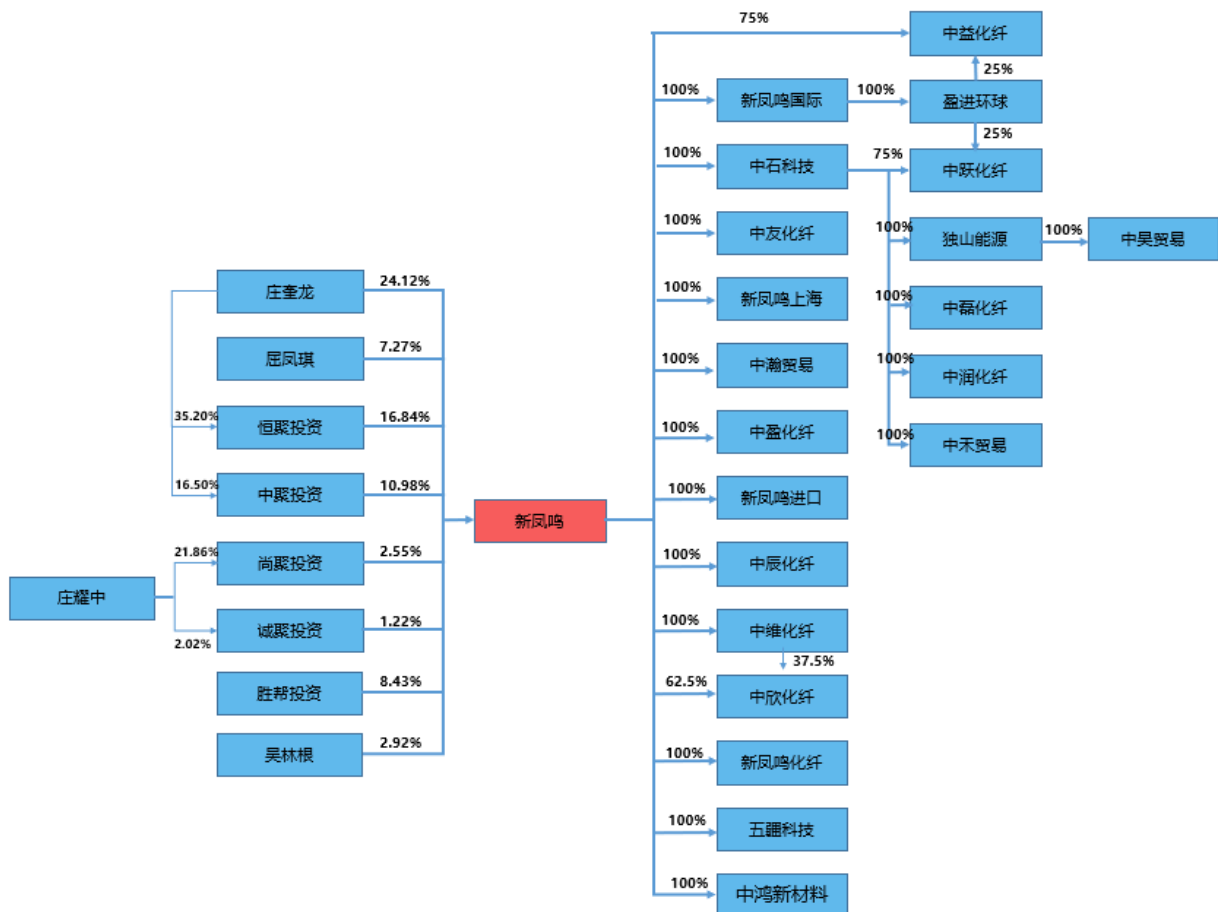
图 15 公司上市以来快速发展



数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

庄奎龙为公司控股股东, 直接持股比例为 24.12%, 庄奎龙、屈凤琪和庄耀中为公司实际控制人。子公司方面, 公司围绕“一洲两湖”进行布局, 打造产业集群。

图 16 庄奎龙、屈凤琪和庄耀中为公司实际控制人



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 注: 截止 2020 年中报

## 2.2. 产能不断释放，经营业绩保持稳健

公司业绩实现稳健增长。2019 年公司实现营业收入 341.5 亿元，同比+4.6%；归母净利润 13.6 亿元，同比-4.8%。2012 年-2019 年，公司营业收入复合增长率为 20%，净利润复合增长率达到 34%。2020H1 原油价格暴跌叠加疫情影响，产品价格下跌，长丝产销下滑，库存损失影响效益；上半年公司实现营业收入 135.65 亿元，同比-16.93%，归母净利润 2.02 亿元，同比-65.70%，其中 Q2 单季度归母净利润 1.43 亿元，环比大幅改善。

图 17 公司 2012-2019 年营收复合增长率为 20%

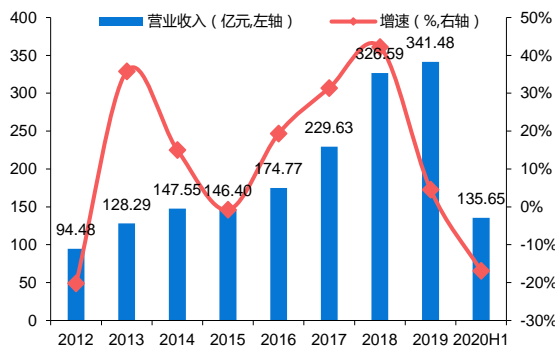
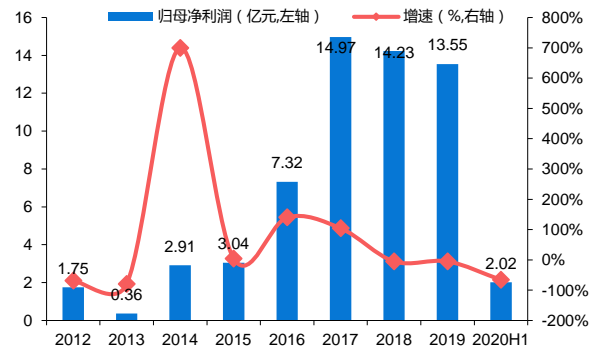


图 18 公司 2012-2019 年净利润复合增长率为 34%

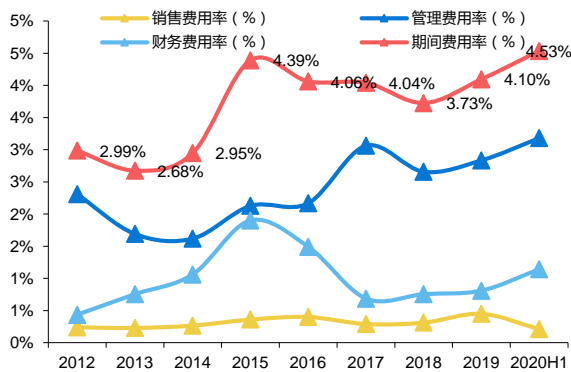


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

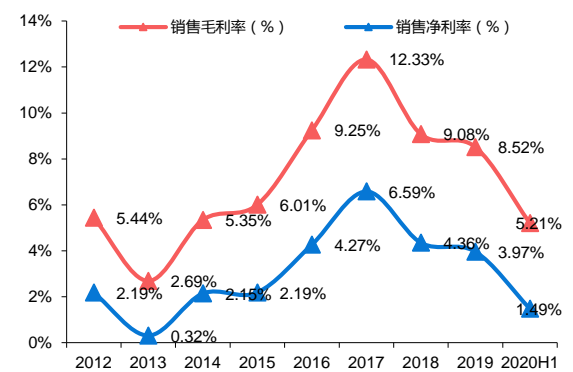
公司 2020H1 期间费用率略有上升，同比+0.33pct 至 4.53%；其中销售费用率、管理费用（含研发费用 2.56 亿元）率、财务费用率分别为 0.21%、3.18%、1.14%，同比-0.19pct、+0.27pct、+0.25pct。销售费用率下滑主要系执行新收入准则，发生的与合同相关的运杂费列报与主营成本所致，管理费用率增加主要系折旧摊销费及安全生产费增加所致，财务费用率增加主要是银行借款利息及可转债债券利息增加所致。销售毛利率、销售净利率分别为 5.21%、1.49%，同比-2.74pct、-2.11pct。随着终端需求逐步恢复，公司销售毛利率、销售净利率有望回升。

图 19 公司期间费用率保持平稳



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 20 公司毛利率、净利率有望回升

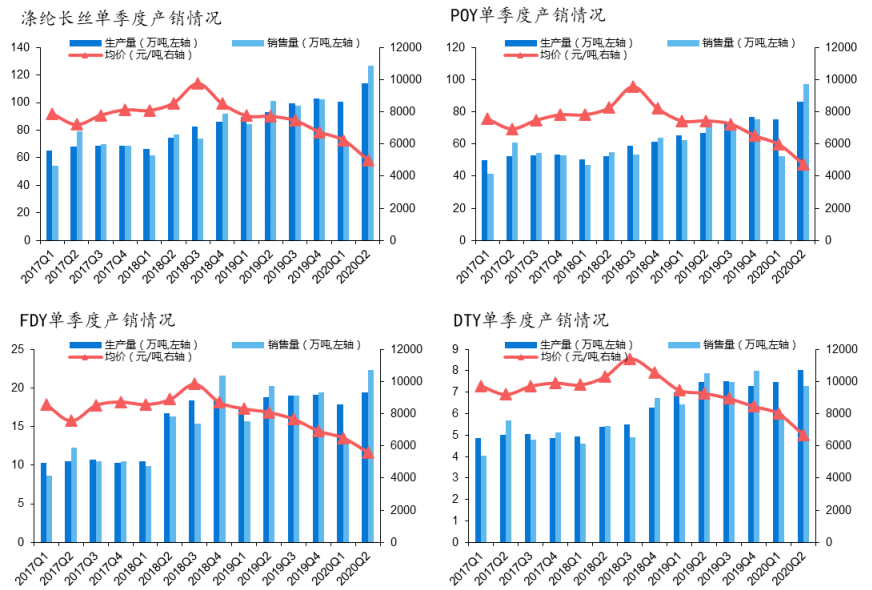


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

公司产能逐步释放，长丝产量逐季增长。2020H1 公司长丝产销量分别为

214.5/198.4 万吨，其中 Q2 产销量 113.7/126.9 万吨，二季度产销 112% 环比明显改善。

图 21 公司涤纶长丝产量逐季增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 2.3. 行业集中度不断提升，长丝议价能力增强

2020 年涤纶长丝产能投放较少，在上游扩产周期背景下议价能力增强。受限卷绕头扩能瓶颈，涤纶长丝产能投放增速低于 PX 及 PTA，预计 2020 年涤纶长丝产能增速 7.2%，PTA、PX 产能增速分别达到 17.2%、20.0%。

表 3: 涤纶供给格优于 PTA 和 PX

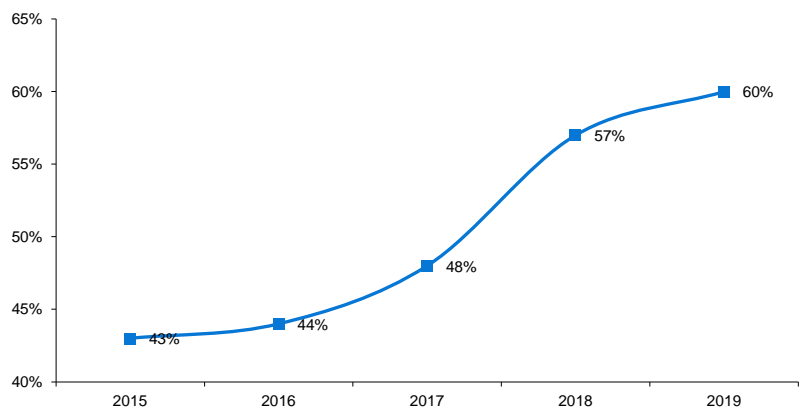
单位：万吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
聚酯表观消费量	2842	3097	3199	3597	3987	4394	4570
聚酯产能	4418	4515	4585	4800	5477	5832	6237
产能增速 (%)		2.20%	1.55%	4.69%	14.10%	6.48%	6.94%
聚酯产量	3268	3530	3680	4110	4575	5025	5238
聚酯有效产能增量							307
聚酯需求增量							213
聚酯出口	498	500	548	590	689	755	793
聚酯进口	72	67	67	77	101	124	125
聚酯开工率	74%	78%	80%	86%	84%	86%	84%
PTA 表观消费量	2888	3117	3291	3588	4084	4524	4711
PTA 产能	4348	4693	4613	4703	4578	4898	5738
产能增速 (%)		7.93%	-1.70%	1.95%	-2.66%	6.99%	17.15%
PTA 产量	2818	3104	3310	3586	4090	4470	4706
PTA 有效产能增量							652
PTA 需求增量							217
PTA 开工率	65%	66%	72%	76%	89%	91%	82%
PTA 进口	116	75	50	54.3	78.3	103.7	80

PTA 出口	46	62	69.4	52.3	84.2	69.2	75
PX 表观消费量	1932	2086	2221	2454	2699	2989	3145
PX 产能	1270	1440	1440	1463	1463	2903	3483
产能增速 (%)		13.39%	0.00%	1.60%	0.00%	98.43%	19.98%
PX 有效产能增量							714
涤纶长丝表观消费量	1969	2076	2144	2439	2685	2888	3032
涤纶长丝产能	3163	3230	3307	3358	3818	4090	4385
产能增速 (%)		2.12%	2.38%	1.54%	13.70%	7.12%	7.21%
涤纶长丝产量	2118	2234	2330	2630	2900	3146	3305
涤纶有效产能增量							307
涤纶长丝需求增量							159
产能利用率	67%	69%	70%	78%	76%	77%	75%
进口量	11	11	12	13	12	11	10
出口量	160	169	198	204	227	269	282

数据来源：CCF，国泰君安证券研究

行业集中度持续提升。涤纶长丝扩产主要集中在龙头企业，2019 年桐昆、恒逸、新凤鸣、盛虹、恒力、荣盛六家涤纶长丝大厂合计产能在直纺产能中权重达到 60%，产能前十占比在 70% 附近。

图 22 涤纶长丝行业集中度持续提升



数据来源：CCF，国泰君安证券研究

### 3. 盈利预测与估值

#### 3.1. 盈利预测

维持盈利预测。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.89/1.33/1.62 元，增速为 -8%、+49%、+22%，对应 PE 为 12.2/8.2/6.7 倍。

**核心假设：**

- ① 涤纶长丝未来保持每两年五套（30 万吨/套）的扩产节奏，装置维持满负荷生产。长丝价格 2020 年 9-12 月价格企稳上涨，2021-2022 年油价中枢上移，长丝价格上涨。单位人工成本、单位燃料动力费用伴随产能扩张未来三年仍有一定幅度下降。

- ② PTA 一期满额达产，下半年随着装置稳定运行，PTA 盈利改善。二期 PTA 项目三季度投产，2021 年初实现稳定运行，二期投产后 PTA 加工费继续下降。

**表 4: 公司盈利预测及业绩拆分表**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	326.59	341.48	334.78	414.81	514.69
营业成本(亿元)	296.93	312.40	308.64	378.53	470.11
税金及附加(亿元)	0.50	0.54	0.55	0.67	0.83
销售费用(亿元)	1.02	1.54	0.84	1.04	1.29
管理费用(亿元)	2.23	2.86	2.61	3.25	4.07
投资收益(亿元)	0.26	0.11	0.22	0.23	0.28
财务费用(亿元)	2.46	2.76	2.48	3.37	4.06
营业利润(亿元)	16.93	15.87	14.45	21.56	26.33
所得税(亿元)	2.93	2.39	2.02	3.02	3.69
归母净利润(亿元)	14.23	13.55	12.43	18.54	22.64
<b>涤纶长丝</b>					
收入(亿元)	265.62	285.68	282.11	351.62	438.86
YOY(%)	26.9%	7.5%	-1.2%	24.6%	24.8%
成本(亿元)	237.32	258.68	258.19	319.06	399.40
毛利(亿元)	28.31	27.00	23.92	32.55	39.46
销量(万吨)	304.14	385.80	455.00	530.00	630.00
销售均价(元/吨)	8733.64	7404.83	6200.26	6634.27	6965.99
毛利率(%)	10.7%	9.5%	8.5%	9.3%	9.0%
<b>其他主营业务:切片等</b>					
收入(亿元)	4.18	3.58	4.30	5.16	6.19
成本(亿元)	4.08	3.54	4.25	5.10	6.12
毛利(亿元)	0.09	0.04	0.05	0.06	0.07
毛利率(%)	2.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>其他业务</b>					
收入(亿元)	56.79	40.31	48.37	58.04	69.65
成本(亿元)	55.53	39.00	46.80	56.17	67.40
毛利(亿元)	1.26	1.30	1.56	1.87	2.25
毛利率(%)	2.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
<b>PTA: 内部抵消</b>					
收入(亿元)		11.92	83.55	164.94	195.37
销量(万吨)		20.00	218.00	396.00	440.00

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 3.2. 估值

维持“增持”评级，上调目标价。我们分别采用 PE 和 PB 两种估值方法：  
 PE 估值: 按照可比公司 2021 年 PE 中位值 11.17 倍，对应公司合理估值为 14.74 元；  
 PB 估值: 按照可比公司 PB 平均值 1.80，对应公司合理估值为 14.56 元。

公司作为国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一，产业链不断完善，设备后发优势和成本管理优势明显。综合 PE 和 PB 估值，取两者平均，上调目标价至 14.65 元。维持“增持”评级。

**表 5: 可比公司估值情况**

股票代码	公司名称	收盘价	市值(亿元)	EPS (元)			PE (x)			PB (MRQ)
				20E	21E	22E	20E	21E	22E	
002493.SZ	荣盛石化	18.94	1190.91	1.09	1.50	1.96	17.39	12.61	9.65	4.76
000703.SZ	恒逸石化	11.81	438.12	1.15	1.40	1.59	10.23	8.44	7.43	1.80
601233.SH	桐昆股份	15.51	286.62	1.57	2.20	2.57	9.88	7.07	6.04	1.48
000301.SZ	东方盛虹	6.25	305.08	0.23	0.34	1.06	27.26	18.24	5.90	1.77
600346.SH	恒力石化	20.35	1432.46	1.81	2.15	2.37	11.23	9.46	8.60	3.66
	中位值						15.20	11.17	7.52	2.69
	平均值						11.23	9.46	7.43	1.80
603225.SH	新凤鸣	10.84	151.34	0.89	1.33	1.62	12.18	8.16	6.68	1.34

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 注: 可比公司盈利采用 wind 一致盈利预测, 收盘价采用 9 月 18 日收盘价

#### 4. 风险提示

- ① **原油价格大幅波动风险。**原油价格大幅波动对涤纶产业链库存造成巨大波动,但原油价格二季度以来震荡上行,中长期油价在 OPEC 保持供给控制的同时,需求逐步复苏,中枢价格有望上移。
- ② **项目进展不及预期风险。**产能投放进度是决定公司产销量的因素之一,若未来行情持续低迷,不排除公司适当减慢产能投放进度,但我们认为涤纶长丝需求刚性,行业增速相对稳定,公司作为龙头企业现金流健康,短期的波动不会影响公司的长期发展规划。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		