

# 底部推行股权激励计划, 彰显长远发展信心

## 事件

公司发布第一期限限制性股票激励计划（草案），本激励计划授予的激励对象总人数为 219 人（占总人数 2.34%），包括本激励计划草案公告当日在公司任职的公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员（含控股子公司），计划授予的 805 万股限制性股票，授予价格为 10.77 元/股，所募集资金为 8,669.85 万元用于补充公司流动资金。

## 简评

**高度重视人才，让核心中高层和技术人员分享公司未来成长：**在 IPO 之前公司中高层管理层和核心骨干等 102 人通过持股平台（恒聚、中聚、尚聚和诚聚投资）持有上市公司股票，每年分红都能为管理人员带来不菲回报，核心管理层全心全意致力于公司当下和长远发展，公司长丝毛利率在同类型公司中领先与此密不可分。上市一年多再度推出股权激励计划，再度有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，形成“着眼未来、利益共享、风险共担”的利益共同体，提升公司市场竞争力，有利于吸引和保留优秀的管理人才和业务骨干，满足公司对核心人才的巨大需求，让核心管理人员分享公司未来成长。

**行权条件未来三年业绩相对 16-18 年利润均值不低于 20%，35 和 60%：**16、17 年实现归母净利润 7.32、14.97 亿元，预计 18 年实现净利润为 19.5 亿元，三年预计平均值（基数）在 13.9 亿元（预计值），股权激励行权条件为 2019、2020 和 2021 年实现归母净利润相对基数分别增长率不低于 20%，35%和 60%，2019、2020 和 2021 对应归母净利润为不低于 16.7、18.8 和 22.3（均为预计值）。19 年行权条件净利润不低于 16.7 亿元，2019 年公司预计实现长丝的销量在 400 万吨，对应长丝的单吨净利润为 420 元/吨，公司在 18 年前三季度实现长丝单吨净利润为 720 元/吨，基于未来长丝良好的供需格局和公司往上游 PTA 的扩张，我们认为行权是大概率事件。18、19、20 和 21 年预计摊销期权费分别为 448、5150、2498 和 1127，合计为 9225 万元，四年合计期权费约为 2020 年净利润的 5%。

## 新凤鸣 (603225)

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821600

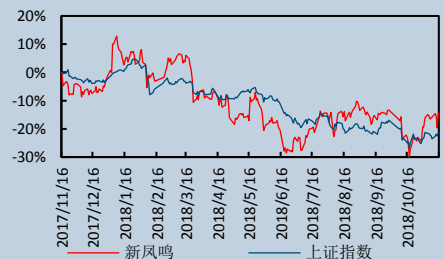
执业证书编号：S1440518030004

发布日期：2018 年 11 月 16 日

当前股价：22.23 元

**主要数据**
**股票价格绝对/相对市场表现 (%)**

	1 个月	3 个月	12 个月
10.05/6.15	10.05/6.15	1.6/3.62	-16.42/5.17
12 月最高/最低价 (元)			42.51/17.79
总股本 (万股)			84,280.0
流通 A 股 (万股)			11,900.0
总市值 (亿元)			187.35
流通市值 (亿元)			26.45
近 3 月日均成交量 (万)			255.21
主要股东			
庄奎龙			26.84%

**股价表现**

**相关研究报告**

18.10.30	【中信建投化工】新凤鸣(603225):三季度业绩再创新高, 19 年进入产能投放爆发期
18.10.24	非公开发行点评: 进军 PTA, 进一步巩固长丝龙头地位
18.08.15	【中信建投化工】新凤鸣 (603225) 半年报点评: 中报持续中高速增长, 下半年有望量价齐升 20180815

**明年长丝供给仍旧有序，公司加速往上游 PTA 发展：**18 年下半年 PTA 和长丝经历了暴涨暴跌行业，叠加中美贸易战的不断升级，对我国下游面料-服装产业带了及其不利影响。展望明年油价逐步企稳，较低的产品价格更好利好“长丝-面料-服装”产业发展。涤纶长丝逐步形成寡头垄断格局，特别是 POY 行业集中度将继续提升（2018 年为 65%左右，19 年预计达到 70%以上），新增产能受到核心纺丝设备卷绕头限制目前主要是新凤鸣和桐昆两家龙头投放（19 年新增恒逸扩产），产能扩张有序，龙头企业议价能力提升，有望持续保持较高水平盈利。公司涤纶长丝市占率稳步提高，随着中欣化纤年产 28 万吨改性纤维整合提升项目已于 10 日上午成功开车当前公司年产涤纶长丝的产能规模提升至 370 万吨，实现日产万吨。公司 18 年新增长丝产能 90 万吨，达到 360 万吨产能；19 和 20 年新增长丝产能 100 万吨，市占率稳步提高。历经下半年 PTA 暴涨暴跌，加速公司往上游 PTA 进军决心。公司拟募集资金不超过 37 亿元，用于 220 万吨 PTA 项目（实际 250 万吨）和 56 万吨差别化、功能化长丝项目，项目投产后合计为公司带来极润贡献预计在 10.5 亿元。进军上游 PTA 有望保证长丝原材料的稳定供应和产品质量得到有力保障，PTA 项目最快有望在明年下半年投产。

**国内大量 PX、MEG 产能即将投放，“PX→PTA、乙二醇→聚酯”产业链利润有望向中下游 PTA 和聚酯转移：**未来 2 年上游 PX 产能将加速扩张，19 年以后有大量 PX 产能（预计有 1000 万吨以上）将投产，我国 PX 进口依赖度大幅度下降；2018 年乙二醇投产的产能将近 400 万吨，国内乙二醇产能将增加五成左右，总产能达到 1300 万吨，19-20 年仍有大量煤制乙二醇投产。2018-2019 年聚酯产业链产能结构日趋合理，供需结构也趋于良性疏导，产业链上下游价格传导更加顺畅，产业利润有望下移。

**盈利预测与估值：**公司 2018、2019 和 2020 年归母净利润至 19.50、25.85 和 36.3 亿元，EPS 2.31、3.06 元和 4.31，PE 9.6X、7.3X 和 5.2，维持“买入”评级。

**图表1： 预测和比率**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	17,476.99	22,963.28	27,976.86	36,647.99	45,222.29
主营收入增长率	19.38%	31.39%	21.83%	30.99%	23.40%
EBITDA（百万元）	1,873.34	2,852.07	3,560.97	4,764.42	6,549.84
EBITDA 增长率	69.75%	52.24%	24.86%	33.80%	37.47%
净利润（百万元）	731.56	1,496.59	1,950.46	2,575.72	3,630.66
净利润增长率	140.26%	104.57%	30.33%	32.06%	40.96%
ROE	23.54%	22.81%	23.35%	23.91%	25.48%
EPS（元）	1.390	2.600	2.314	3.055	4.307
P/E	22.39	11.97	9.61	7.28	5.16
P/B	3.75	2.04	2.24	1.74	1.32

资料来源：中信建投证券研究发展部

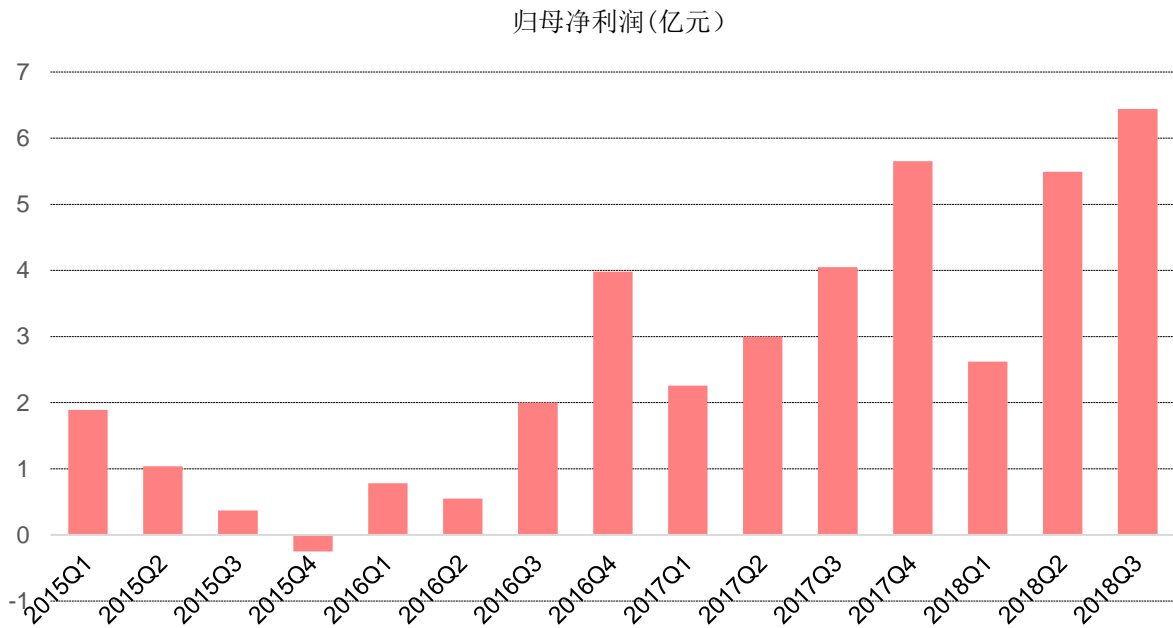
**图表2： PTA、涤纶长丝价格价差季度变动（市场价格）**

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018年 10月
PTA 价格(元/吨)	4,337	4,622	4,600	4,870	5,305	4,774	5,163	5,423	5,711	5,664	7,563	7410
PTA 价差(元/吨)	455	493	334	513	430	234	833	829	834	661	1,468	280

	2016Q1	2016Q2	2106Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018年 10月
POY 价格(元/吨)	6,560	6,623	6,955	7,786	8,569	7,699	8,369	8,770	8,809	9,123	10,830	10782
POY 价差(元/吨)	1,111	925	1,241	1,447	1,485	1,467	1,444	1,590	1,289	1,724	1,760	1980
FDY 价格(元/吨)	7,029	7,311	7,606	8,409	8,969	8,019	8,967	9,140	9,255	9,581	10,862	11080
FDY 价差(元/吨)	1,580	1,614	1,891	2,069	1,885	1,787	2,042	1,959	1,735	2,183	1,791	2278
DTY 价格(元/吨)	7,987	8,234	8,559	9,413	10,192	9,340	9,861	10,313	10,261	10,735	12,192	12412
DTY 价差(元/吨)	2,538	2,536	2,845	3,073	3,108	3,108	2,936	3,132	2,740	3,336	3,122	3610

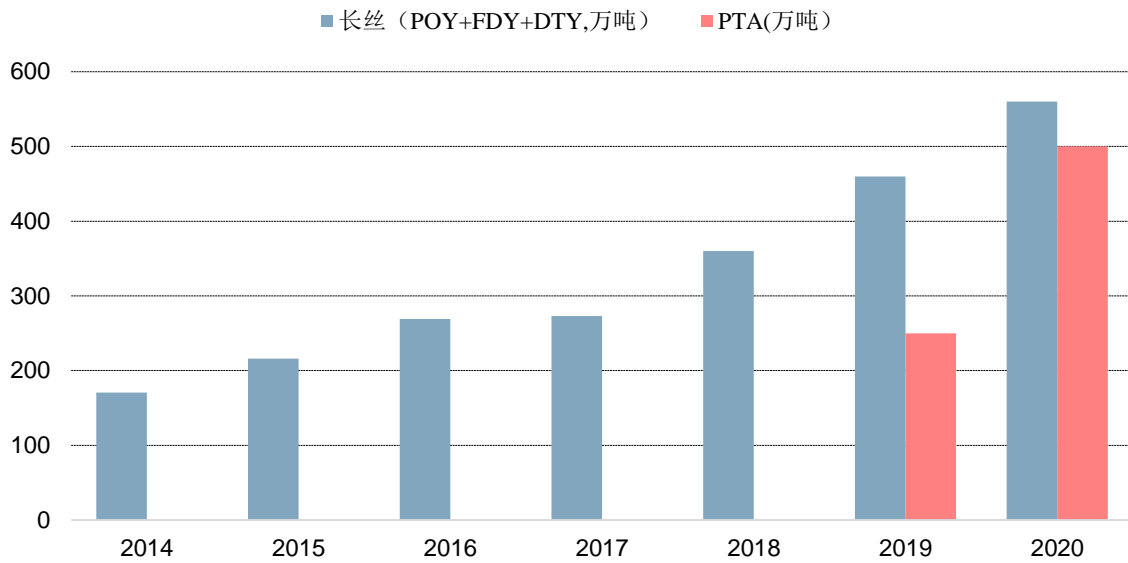
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表3: 公司 2018 年 Q3 业绩创单季度历史新高



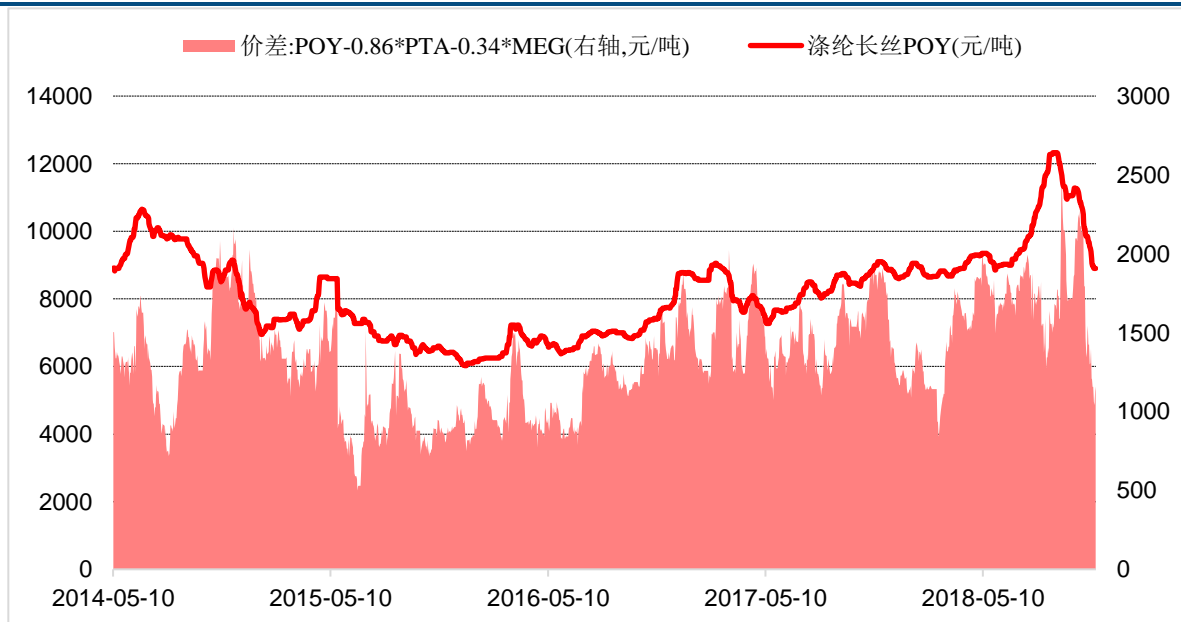
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表4： 公司产能稳步扩张



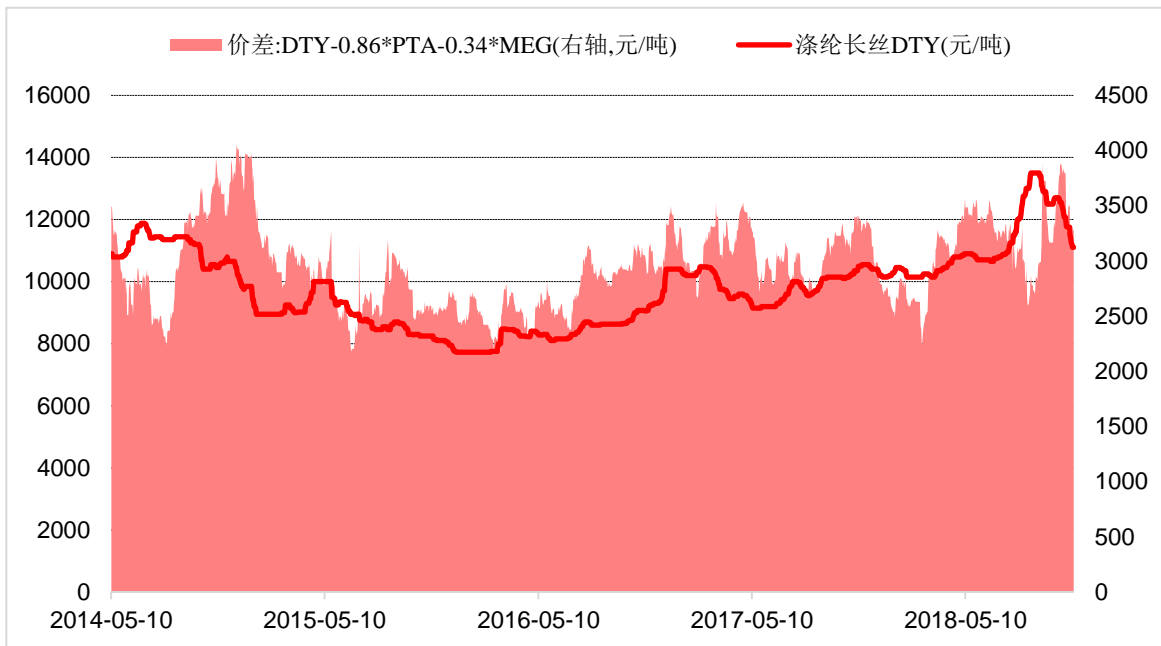
资料来源:Wind, 中信建投证券研究发展部

图表5： POY 价格及价差变动情况



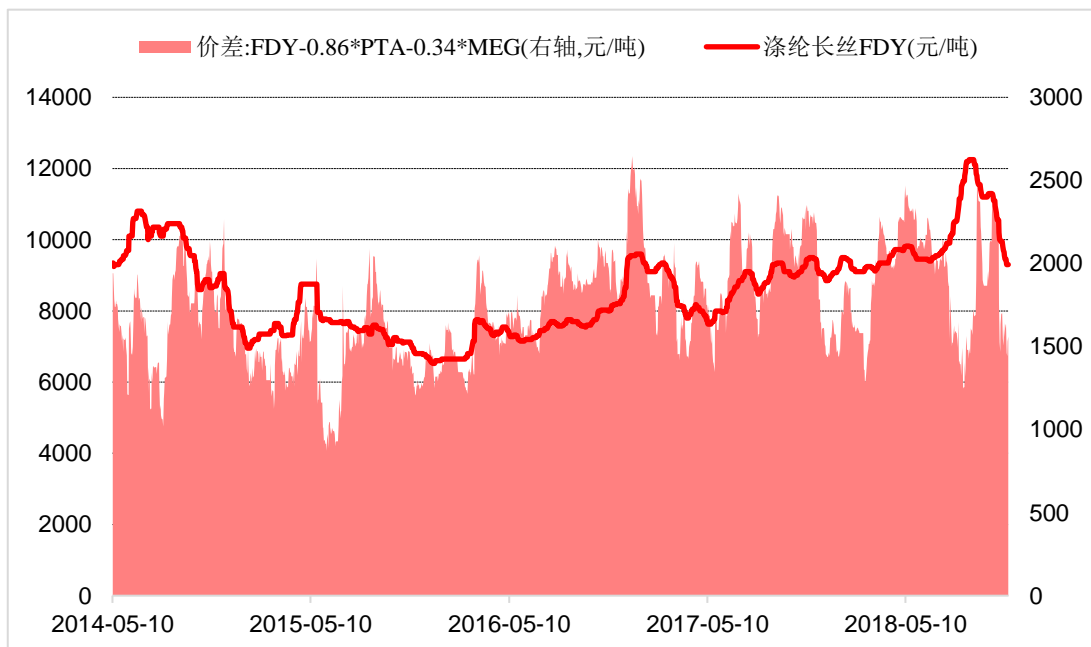
资料来源:Wind, 中信建投证券研究发展部

图表6: DTY 价格及价差变动情况



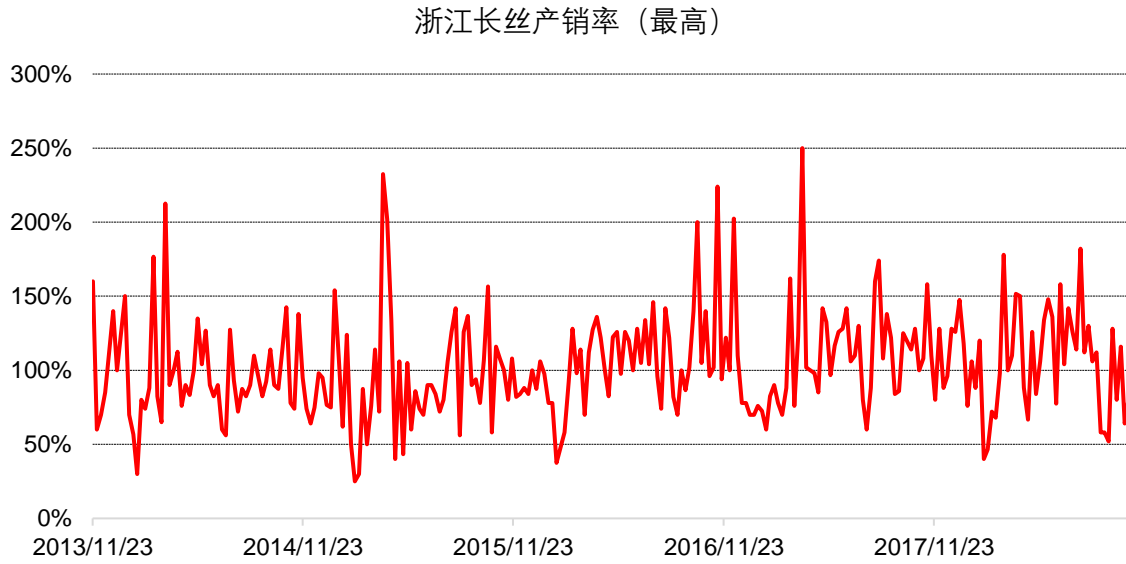
资料来源:Wind, 中信建投证券研究发展部

图表7: FDY 价格及价差变动情况



资料来源:Wind, 中信建投证券研究发展部

图表8：长丝产销率变动情况



资料来源:Wind, 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**邓胜：**CFA，华东理工大学材料学博士，《德国应用化学》等国际期刊发表论文 10 余篇，3 年化工行研经验，曾任职于浙商证券研究所，18 年 1 月加入中信建投化工组。

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859