

证券研究报告

公司研究

点评报告

新凤鸣(603225.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

相关研究

《首次覆盖报告: 扩张节奏加快, 打造低成本龙头》2021.6.30
《60万吨聚酯投产, 成长性持续强化》2021.7.5
《单季度业绩创新高, 验证龙头盈利弹性》2021.7.14
《2季度公司业绩高增, 持续布局产能扩张》2021.8.18
《尽显龙头成本优势, 扩张产能迎投产大年》2021.11.02
《新凤鸣: 22Q1公司业绩承压, 但扩能投产势头强劲》2022.5.12
《新凤鸣: 行业至暗时期将过, 长丝业务有望迎来反弹》2022.8.30

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

公司盈利改善明显, 价量齐升空间有望打开

2023年8月24日

事件: 2023年8月24日晚, 新凤鸣发布2023年半年度报告。2023年上半年公司实现营业收入281.83亿元, 同比增加18.84%; 归母净利润为4.79亿元, 同比增长21.77%; 实现基本每股收益0.32元, 同比增长23.08%。其中2023年第二季度实现营业收入156.73亿元, 同比增长19.53%, 环比增长25.29%; 实现归母净利润2.90亿元, 同比增长166.33%, 环比增长52.95%; 实现扣非后归属母公司股东净利润2.55亿元, 同比增长282.36%, 环比增长124.94%。

点评:

- **成本端及需求端双双改善, 公司盈利大幅好转。**成本端, 2023年上半年, 受OPEC减产政策延续、沙特阿拉伯与俄罗斯自愿减产等因素影响, 原油供给存有缩减预期, 但全球经济疲软、俄乌冲突影响边际减缓及市场对美联储加息的担忧限制油价上涨, 国际油价稳中有跌, 聚酯成本压力有所缓解, 2023年上半年, 布伦特原油均价79.94美元/桶, 同比变化-23.82%, 环比变化-14.26%。需求端, 自2023年初疫情防控政策优化以来, 终端需求持续改善, 截至2023年6月, 国内纺织服装零售额累计同比+12.80%, 累计值达到6834亿元, 超越2019年同期水平。从盈利角度看, 由于成本端和需求端改善, 长丝产品整体盈利水平提升, 上半年公司主要产品POY、DTY、FDY单吨净利润分别为68.50元/吨、70.11元/吨、213.03元/吨, 同比变化+74.15%、-58.72%、+185.84元/吨。
- **产销两旺叠加库存去化, 公司有望迎来价量齐升。**2022年下半年, 由于下游需求表现不佳, 涤纶长丝行业整体库存高企, 长丝行业开工负荷明显下降, 部分厂商采取降价促销等方式主动去库。进入2023年后, 伴随终端需求逐步回暖, 下游坯布库存逐步回落, 叠加织机开工率明显回升, 下游开启补库周期。2023年二季度, POY/FDY/DTY行业库存分别为17、21、27天, 较一季度分别下降4、3、1天; 二季度下游织机平均开工率达到58%, 环比提升15个pct。进入下半年后, 由于6-7月为聚酯行业传统淡季, 但涤纶长丝库存仍持续去化, 达到历史相对低位, 且长丝行业开工负荷提升至近三年高位水平, 在淡季背景下仍具有“产销两旺”特征。今年8月, 公司投产了60万吨差别化功能性纤维, 持续巩固公司龙头优势, 推动产量释放。我们认为, 未来伴随“金九银十”传统长丝旺季到来, 秋冬季订单陆续放量, 叠加当前行业处于库存低位, 公司有望迎来价量齐升空间。
- **加码海外炼化项目, 开创全新业绩增长极。**2023年6月, 公司公告, 启动泰昆石化(印尼)炼化项目, 公司持有泰昆石化44.1%的股权, 项目规模为1600万吨炼油产能, 其产品包含成品油430万吨/年、对二甲苯485万吨/年、聚乙烯FDPE50万吨/年、光伏级EVA37万吨/年、聚丙烯24万吨/年等。成品油、硫磺等467万吨/年产品由印尼市场消化, 对二甲苯、醋酸、苯、丙烷等847万吨/年由中国国内市场消化, 聚乙烯FDPE、EVA、聚丙烯等118万吨/年由中国、印尼及

东盟市场共同消化。我们认为，公司炼化项目投产后，将进一步完善公司石化产业一体化布局，打开公司第二成长曲线。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.89、17.50 和 21.18 亿元，归母净利润增速分别为 728.4%、35.8%和 21.0%，EPS（摊薄）分别为 0.84、1.14 和 1.38 元/股，对应 2023 年 8 月 24 日的收盘价，对应 2023-2025 年 PE 分别为 14.84、10.92 和 9.03 倍。我们看好公司聚酯产能扩张加速，伴随行业景气度回升，叠加公司产业链进一步延伸，公司未来仍有较高业绩增长空间，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**上游原材料价格上涨的风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险。

| 重要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 44,770 | 50,787 | 60,236 | 74,328 | 80,729 |
| 增长率 YoY % | 21.1% | 13.4% | 18.6% | 23.4% | 8.6% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 2,254 | -205 | 1,289 | 1,750 | 2,118 |
| 增长率 YoY% | 273.8% | -109.1% | 728.4% | 35.8% | 21.0% |
| 毛利率% | 10.5% | 3.7% | 7.3% | 8.0% | 8.8% |
| 净资产收益率 ROE% | 13.7% | -1.3% | 6.6% | 7.2% | 7.1% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.47 | -0.13 | 0.84 | 1.14 | 1.38 |
| 市盈率 P/E(倍) | 10.08 | — | 14.84 | 10.92 | 9.03 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.38 | 1.06 | 0.98 | 0.79 | 0.64 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 24 日收盘价

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 10,954 | 11,905 | 21,005 | 25,312 | 29,463 | 营业总收入 | 44,770 | 50,787 | 60,236 | 74,328 | 80,729 |
| 货币资金 | 5,647 | 6,289 | 12,156 | 14,726 | 18,138 | 营业成本 | 40,067 | 48,904 | 55,846 | 68,372 | 73,641 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 100 | 90 | 107 | 132 | 144 |
| 应收账款 | 535 | 576 | 990 | 1,222 | 1,327 | 销售费用 | 73 | 84 | 99 | 123 | 133 |
| 预付账款 | 408 | 501 | 572 | 701 | 755 | 管理费用 | 527 | 652 | 741 | 934 | 1,004 |
| 存货 | 3,222 | 3,719 | 6,120 | 7,493 | 8,070 | 研发费用 | 915 | 1,078 | 1,164 | 1,511 | 1,638 |
| 其他 | 1,143 | 820 | 1,167 | 1,171 | 1,173 | 财务费用 | 520 | 549 | 815 | 1,002 | 1,115 |
| 非流动资产 | 26,555 | 29,399 | 33,685 | 38,237 | 43,054 | 减值损失 | -18 | -165 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 273 | 327 | 427 | 527 | 627 | 合计 | | | | | |
| 固定资产(合) | 20,101 | 22,615 | 26,103 | 29,856 | 33,874 | 投资净收益 | 4 | 22 | 27 | 33 | 36 |
| 无形资产 | 1,637 | 1,745 | 1,853 | 1,961 | 2,069 | 其他 | 96 | 184 | 248 | 306 | 333 |
| 其他 | 4,544 | 4,711 | 5,302 | 5,893 | 6,484 | 营业利润 | 2,651 | -529 | 1,739 | 2,593 | 3,423 |
| 资产总计 | 37,508 | 41,304 | 54,691 | 63,550 | 72,517 | 营业外收支 | 22 | 64 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 11,754 | 15,196 | 21,928 | 23,212 | 23,776 | 利润总额 | 2,673 | -466 | 1,739 | 2,593 | 3,423 |
| 短期借款 | 6,190 | 8,491 | 14,491 | 14,491 | 14,491 | 所得税 | 419 | -260 | 450 | 843 | 1,304 |
| 应付票据 | 1,200 | 1,194 | 1,363 | 1,669 | 1,797 | 净利润 | 2,254 | -205 | 1,289 | 1,750 | 2,118 |
| 应付账款 | 2,261 | 2,661 | 3,038 | 3,720 | 4,007 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 2,102 | 2,850 | 3,035 | 3,332 | 3,481 | 归属母公司净利润 | 2,254 | -205 | 1,289 | 1,750 | 2,118 |
| 非流动负债 | 9,330 | 10,408 | 13,208 | 16,008 | 18,808 | EBITDA | 5,368 | 2,520 | 4,769 | 5,941 | 7,049 |
| 长期借款 | 6,527 | 7,356 | 10,156 | 12,956 | 15,756 | EPS(当年)(元) | 1.47 | -0.13 | 0.84 | 1.14 | 1.38 |
| 其他 | 2,803 | 3,053 | 3,053 | 3,053 | 3,053 | | | | | | |
| 负债合计 | 21,084 | 25,604 | 35,137 | 39,220 | 42,584 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 归属母公司股 | 16,425 | 15,700 | 19,554 | 24,329 | 29,933 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 37,508 | 41,304 | 54,691 | 63,550 | 72,517 | | | | | | |
| 益 | | | | | | | | | | | |

| 重要财务指标 | | | | | |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 44,770 | 50,787 | 60,236 | 74,328 | 80,729 |
| 同比(%) | 21.1% | 13.4% | 18.6% | 23.4% | 8.6% |
| 归属母公司净利润 | 2,254 | -205 | 1,289 | 1,750 | 2,118 |
| 同比(%) | 273.8% | -109.1% | 728.4% | 35.8% | 21.0% |
| 毛利率(%) | 10.5% | 3.7% | 7.3% | 8.0% | 8.8% |
| ROE% | 13.7% | -1.3% | 6.6% | 7.2% | 7.1% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.47 | -0.13 | 0.84 | 1.14 | 1.38 |
| P/E | 10.08 | — | 14.84 | 10.92 | 9.03 |
| P/B | 1.38 | 1.06 | 0.98 | 0.79 | 0.64 |
| EV/EBITDA | 6.10 | 12.04 | 7.50 | 6.06 | 5.02 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 3,143 | 3,185 | 2,088 | 5,001 | 5,966 |
| 净利润 | 2,254 | -205 | 1,289 | 1,750 | 2,118 |
| 折旧摊销 | 2,279 | 2,541 | 2,490 | 2,685 | 2,880 |
| 财务费用 | 582 | 753 | 846 | 1,062 | 1,188 |
| 投资损失 | -275 | -10 | -33 | -27 | -33 |
| 营运资金 | -2,062 | 224 | -2,510 | -463 | -185 |
| 其它 | 100 | -95 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动 | -6,154 | -5,414 | -3,841 | -3,834 | -3,832 |
| 资本支出 | -6,271 | -5,370 | -3,750 | -3,750 | -3,750 |
| 长期投资 | -94 | -22 | -100 | -100 | -100 |
| 其他 | 211 | -23 | 10 | 16 | 19 |
| 筹资活动 | 4,813 | 3,006 | 7,619 | 1,403 | 1,277 |
| 吸收投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 5,821 | 4,188 | 8,800 | 2,800 | 2,800 |
| 支付利息或股息 | -686 | -1,022 | -1,191 | -1,407 | -1,533 |
| 现金流净增加额 | 1,813 | 816 | 5,867 | 2,570 | 3,412 |

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，信达能源石化板块负责人，博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。