

# 新凤鸣 (603225.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 长丝景气修复，龙头扭亏为盈！

### 业绩简评

新凤鸣于2023年8月24日发布公司2023年半年度报告，1H23实现营业收入281.83亿元，同比增加18.84%；实现归母净利润4.79亿元，同比增加21.77%。其中，2023Q2公司实现营业收入156.74亿元，同比增加19.53%，环比增加25.3%；实现归母净利润2.9亿元，同比增加166.06%，环比增加50.44%。公司1H23业绩扭亏为盈。

### 经营分析

**长丝价差持续修复，公司业绩有望进一步修复：**1H23公司产品单吨加权平均价差为2416.51元/吨，相较于1H22的2249.74元/吨同比增加7.41%。2023Q2长丝行业POY/FDY/DTY-PTA/MEG环节平均价差约为1122.28元/吨、1646.88元/吨、2324.12元/吨，较2023Q1分别-4.26%/-5.17%/+2.54%；7月至今长丝行业POY/FDY/DTY-PTA/MEG环节平均价差约为1070.80元/吨、1653.77元/吨、2340.27元/吨，较2023Q2分别-4.59%/+0.42%/+5%；伴随涤纶长丝行业旺季临近，长丝价差有望伴随需求恢复逐步修复，公司业绩有望进一步环比修复。

**下游市场织机负荷、长丝开工率双增，行业景气有望向上：**2023年Q2下游织机开工率约为59.49%，环比Q1增长18.44%，长丝开工率平均83.74%，环比Q1增长10.29%，POY/FDY/DTY持续去库，2023Q2库存天数为16.32/26.76/20.58，环比Q1分别-4.3天/-2.6天/-2.6天。截至8月18日，下游织机开工率为63.02%，长丝开工率为85.95%，POY/FDY/DTY库存天数分别为13天/24天/18天。下游织机负荷与长丝开工率持续恢复，行业库存进一步去库，伴随行业旺季临近，景气度有望进一步向上。

**印尼炼化项目启动，完善公司全产业链一体化布局：**公司2023年6月26日发布公告拟启动印尼北加炼化一体化项目，该项目积极布局炼油及芳烃工艺装置、乙烯及下游装置和相关配套设施，有助于公司产业链价值链供应链一体化建设，项目规模为1600万吨/年炼油，520万吨/年PX以及80万吨/年乙烯。其中，PX产品将运回国内供桐昆股份、新凤鸣聚酯生产基地使用。此外，江苏新拓年产60万吨差别化功能性纤维项目一期已于2023年8月19日正式投产，该项目有助于公司扩大产能优势，丰富产品种类。伴随长丝下游需求的持续恢复，公司未来业绩成长性有望进一步增强。

### 盈利预测、估值与评级

公司有望在终端需求回暖后获得较为显著的业绩弹性，但是当前炼化项目还未正式批准，以及当前长丝行业仍处于恢复初期，因此我们维持当前盈利预测。我们预计公司2023-2025年归母净利润为10亿/20亿/30亿元，对应EPS分别为0.66/1.33/1.98元，对应PE为18.88X/9.37X/6.32X，维持“买入”评级。

### 风险提示

(1) 地缘政治扰乱全球原油市场；(2) 美联储加息或抑制终端需求；(3) 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响；(4) 模型拟合误差对结果产生影响；(5) 项目建设进度不及预期，在建项目审批不通过或审批时间较长(6) 其他不可抗力风险。

石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.50 元

相关报告：

- 《新凤鸣公司点评：印尼炼化助力二次成长曲线》，2023.6.27
- 《新凤鸣公司点评：长丝龙头扭亏为盈！》，2023.4.29
- 《新凤鸣公司点评：需求见底，未来可期！》，2023.3.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,770	50,787	80,439	89,266	105,971
营业收入增长率	21.05%	13.44%	58.38%	10.97%	18.71%
归母净利润(百万元)	2,254	-205	1,013	2,039	3,027
归母净利润增长率	273.77%	-109.10%	N/A	101.36%	48.43%
摊薄每股收益(元)	1.474	-0.134	0.662	1.333	1.979
每股经营性现金流净额	2.05	2.08	3.75	4.94	5.94
ROE(归属母公司) (摊薄)	13.72%	-1.31%	6.24%	11.41%	14.92%
P/E	10.08	-81.15	18.88	9.37	6.32
P/B	1.38	1.06	1.18	1.07	0.94

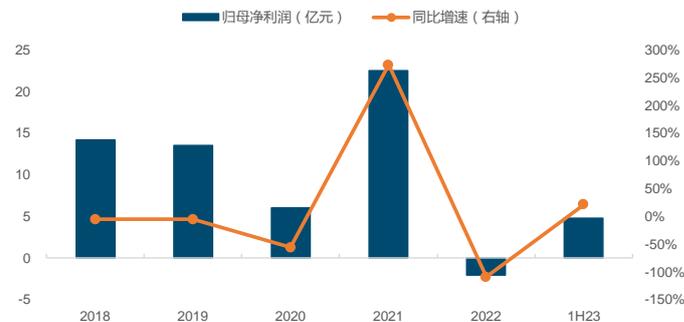
来源：公司年报、国金证券研究所

## 1、长丝需求持续恢复，公司业绩底部回升

新凤鸣于 2023 年 8 月 24 日发布公司 2023 年半年度报告，1H23 实现营业收入 281.83 亿元，同比增加 18.84%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比增加 21.77%。其中，2023Q2 公司实现营业收入 156.74 亿元，同比增加 19.53%，环比增加 25.3%；实现归母净利润 2.9 亿元，同比增加 166.06%，环比增加 50.44%。公司业绩环比修复显著，1H23 业绩扭亏为盈。

图表 1：1H23 公司营业收入同比增加 18.84%

图表 2：1H23 公司归母净利润同比增加 21.77%



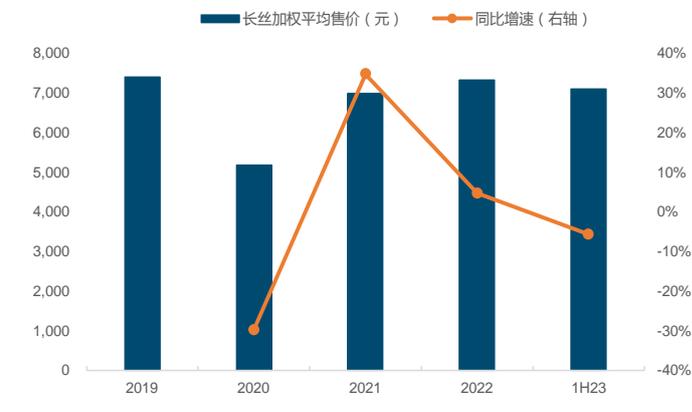
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

伴随聚酯行业周期性修复，终端市场需求回暖，公司 1H23 长丝板块实现营收 225.53 亿元。其中，1H23 公司长丝产品加权平均售价为 7106.18 元/吨，相较于 1H22 的 7533.5 元/吨，同比减少 5.67%；公司长丝产品加权平均价差为 2416.51 元/吨，同比增加 7.41%。伴随江苏新拓年产 60 万吨差别化功能性纤维项目一期投产，公司长丝产能达到 740 万吨/年，涤纶长丝价差走阔支撑公司业绩显著修复。

图表 3：长丝加权平均售价同比减少 5.67%

图表 4：长丝加权平均价差同比增加 7.41%

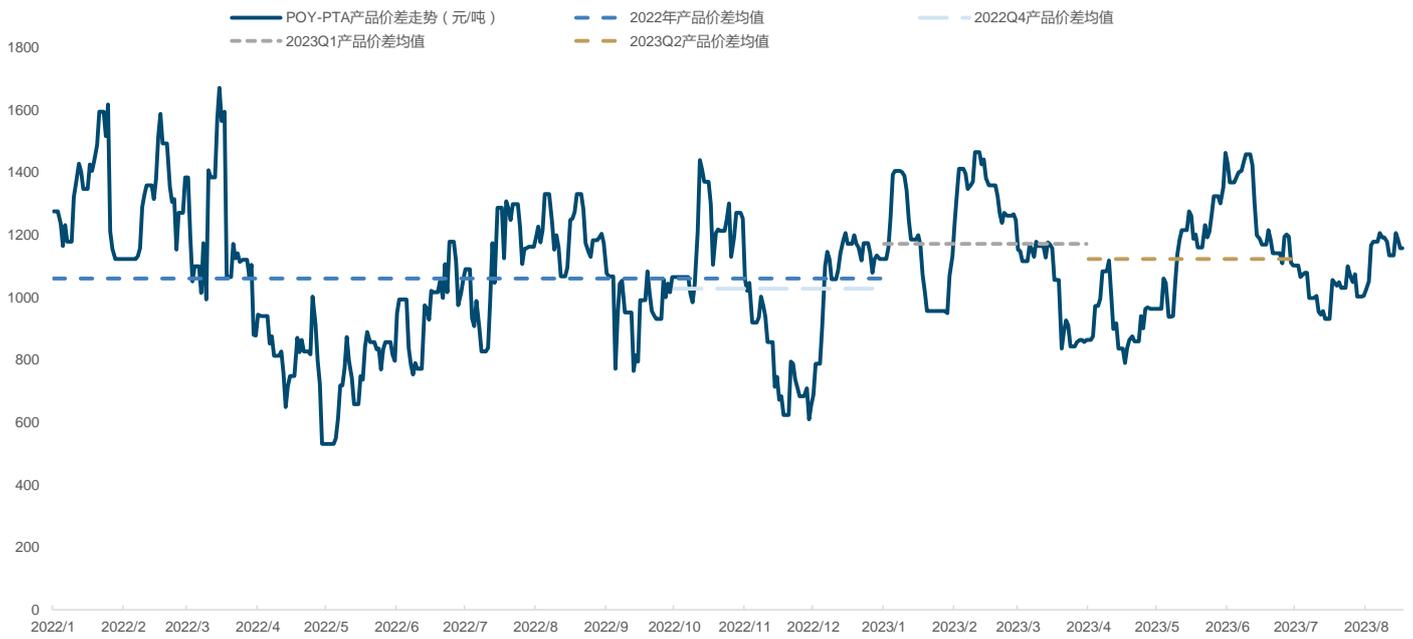


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

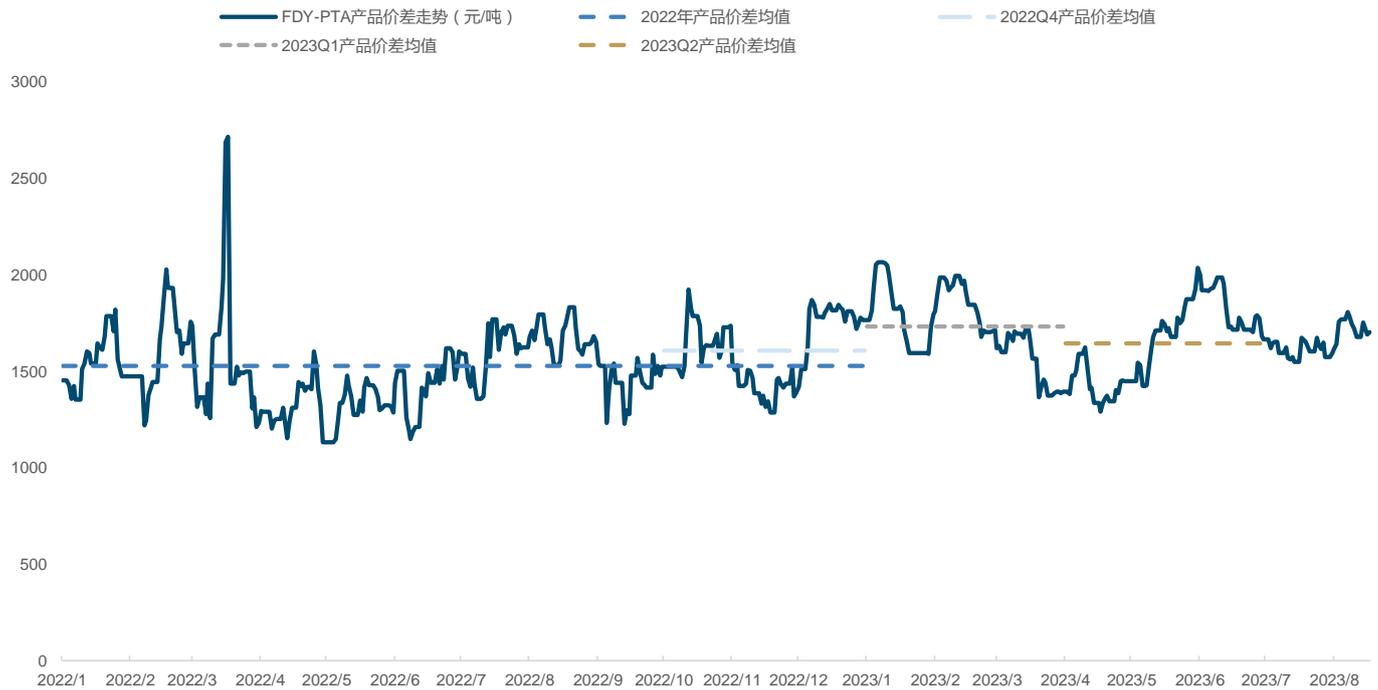
伴随涤纶长丝行业周期性回暖，涤纶长丝产品价差有望得到进一步修复，2023Q2 涤纶长丝行业价差持续修复，POY/FDY/DTY-PTA/MEG 环节平均价差约为 1122.28 元/吨、1646.88 元/吨、2324.12 元/吨，环比分别-4.26%/-5.17%/+2.54%；7 月至今长丝行业 POY/FDY/DTY-PTA/MEG 环节平均价差约为 1070.8 元/吨、1653.77 元/吨、2340.27 元/吨，较 2023Q2 价差均值分别-4.59%/+0.42%/+5.00%。伴随涤纶长丝行业旺季临近，长丝价差有望伴随需求恢复逐步修复，公司业绩有望进一步得到改善。

**图表5: 1H23POY-PTA 市场价差有所修复**



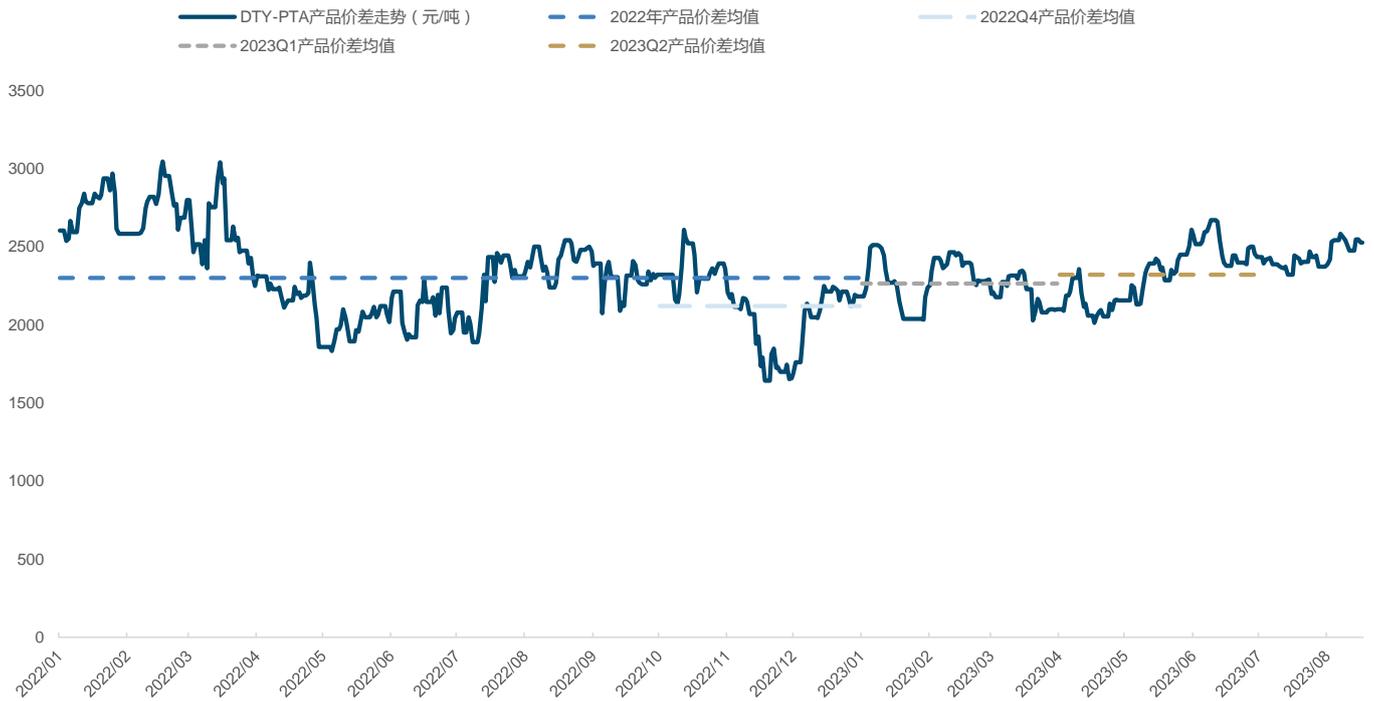
来源: Wind, 国金证券研究所

**图表6: 1H23FDY-PTA 市场价差有所修复**



来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 1H23 DTY-PTA 市场价差有所修复



来源: Wind, 国金证券研究所

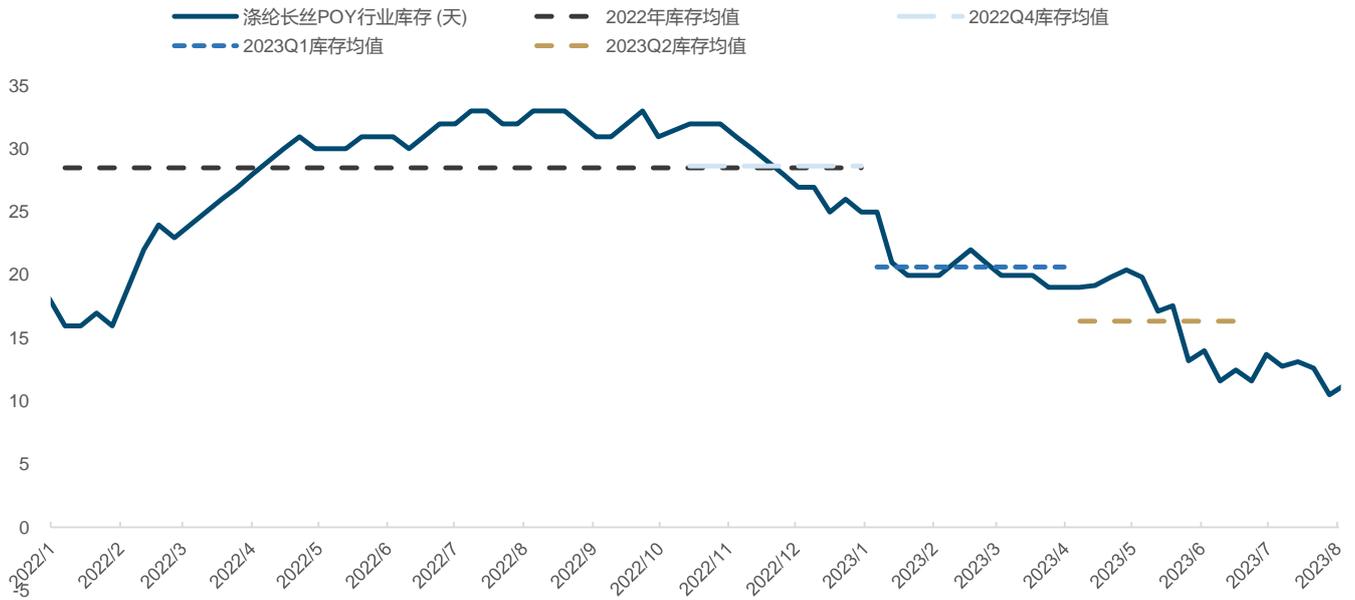
伴随涤纶长丝行业周期性回暖, 2023 年 Q2 下游织机开工率约为 59.49%, 环比 Q1 增长 18.44%, 长丝开工率平均 83.74%, 环比 Q1 增长 10.29%, POY/FDY/DTY 持续去库, 2023Q2 库存天数为 16.32/26.76/20.58, 环比 Q1 分别-4.3 天/-2.6 天/-2.6 天。当前涤纶长丝行业处于恢复初期, 叠加长丝价差水平持续修复, 涤纶长丝行业产销情况逐步好转, 截至 8 月 18 日, 下游织机开工率 63.02%, 长丝开工率为 85.95%, POY/FDY/DTY 库存天数分别为 13 天/24 天/18 天。下游织机负荷与长丝开工率持续恢复, 行业库存进一步去库, 伴随行业旺季临近, 行业景气度有望进一步提升。

图表8: 1H23 涤纶长丝下游织机开工率持续回暖



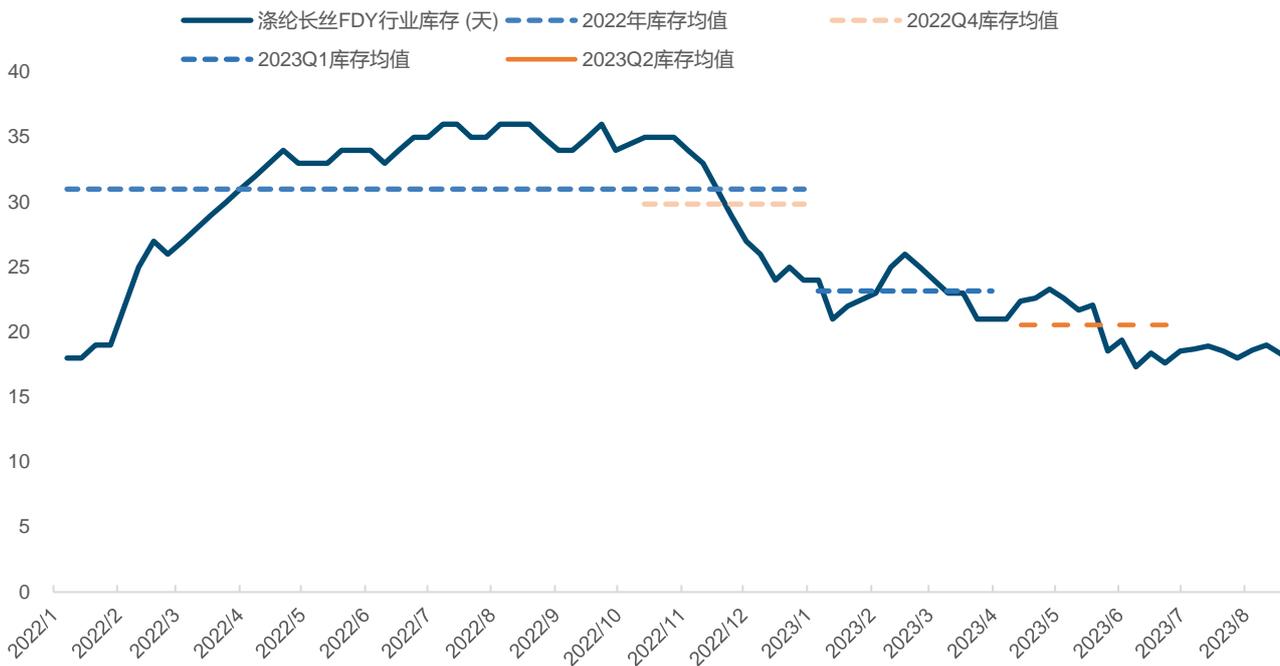
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 1H23 涤纶长丝POY持续去库



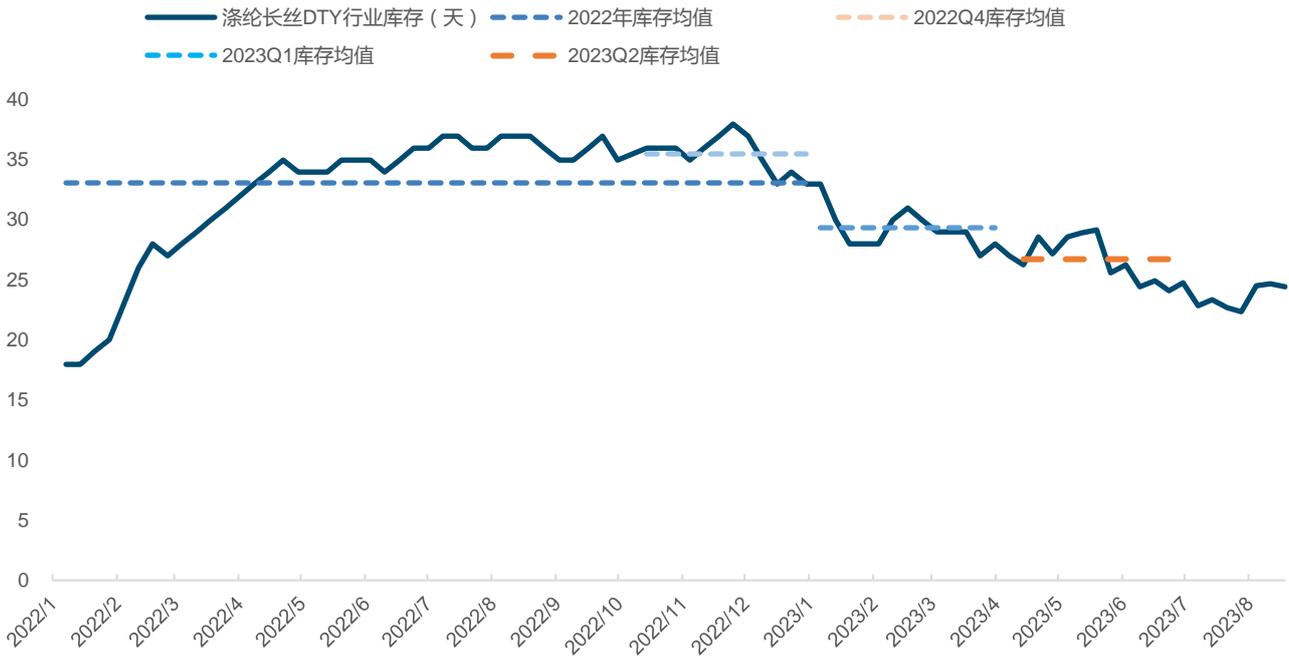
来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表10: 1H23 涤纶长丝FDY持续去库



来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表11: 1H23 涤纶长丝 DTY 持续去库



来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表12: 涤纶长丝开工负荷维持较高水平



来源: Wind, 国金证券研究所

2023年6月26日新凤鸣公告拟启动泰坤石化(印尼)有限公司印尼北加炼化一体化项目,项目包含年产430万吨成品油,520万吨PX,80万吨乙烯及聚乙烯、EVA、聚丙烯等产品,项目建成后原油加工量将达到1600万吨/年。其中,PX产品将运回国内供桐昆股份、新凤鸣聚酯生产基地使用,加快发展下游PTA聚酯纺丝产业。此外,江苏新拓年产60万吨差别化功能性纤维项目一期已于2023年8月19日正式投产,该项目有助于公司扩大产能优势,丰富产品种类。伴随长丝下游需求的持续恢复,公司该项目重芳烃轻烯烃布局有望打开业绩二次成长曲线,公司未来业绩成长性有望进一步增强。

## 2、风险提示

1) 地缘政治风险: 原料端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，终端销售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；

2) 美元汇率大幅波动风险：原油采购使用美元，而收入端结算以人民币为主，日常经营需要买入美元，卖出人民币，完成结算，美元汇率大幅波动或对涤纶长丝行业产生负面影响；

3) 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。

4) 模型拟合误差对结果产生影响：由于数据体量较大，且数据并非完美，而模型也无法做到完美捕捉数据本身，从而导致误差。

5) 审批不通过或审批时间过长风险：印尼炼化项目还没有获得中国政府相关有权部门正式批准，项目申报过程中可能存在审批流程较长等相关风险；

6) 其他不可抗力影响。

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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	36,984	44,770	50,787	80,439	89,266	105,971	货币资金	3,379	5,647	6,289	7,491	9,811	12,596
增长率		21.1%	13.4%	58.4%	11.0%	18.7%	应收款项	932	1,174	848	1,752	1,944	2,308
主营业务成本	-35,148	-40,067	-48,904	-75,547	-82,700	-97,592	存货	1,673	3,222	3,719	4,868	5,329	6,289
%销售收入	95.0%	89.5%	96.3%	93.9%	92.6%	92.1%	其他流动资产	538	911	1,049	1,304	1,375	1,524
毛利	1,836	4,703	1,884	4,891	6,566	8,379	流动资产	6,521	10,954	11,905	15,415	18,459	22,717
%销售收入	5.0%	10.5%	3.7%	6.1%	7.4%	7.9%	%总资产	23.0%	29.2%	28.8%	31.9%	35.0%	39.1%
营业税金及附加	-48	-100	-90	-121	-134	-159	长期投资	101	273	340	350	350	350
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	18,633	22,589	25,678	29,249	30,542	31,405
销售费用	-67	-73	-84	-129	-143	-170	%总资产	65.6%	60.2%	62.2%	60.6%	57.9%	54.1%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	1,285	1,709	1,811	1,976	2,138	2,296
管理费用	-374	-527	-652	-804	-893	-1,060	非流动资产	21,882	26,555	29,399	32,877	34,331	35,353
%销售收入	1.0%	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	%总资产	77.0%	70.8%	71.2%	68.1%	65.0%	60.9%
研发费用	-602	-915	-1,078	-1,367	-1,518	-1,802	<b>资产总计</b>	<b>28,403</b>	<b>37,508</b>	<b>41,304</b>	<b>48,292</b>	<b>52,790</b>	<b>58,070</b>
%销售收入	1.6%	2.0%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	短期借款	6,329	6,862	10,248	12,545	14,599	15,906
息税前利润 (EBIT)	745	3,089	-21	2,470	3,879	5,189	应付款项	3,063	3,583	3,963	6,055	6,628	7,822
%销售收入	2.0%	6.9%	n.a	3.1%	4.3%	4.9%	其他流动负债	804	1,309	985	1,436	1,675	2,033
财务费用	-362	-520	-549	-1,224	-1,515	-1,654	流动负债	10,197	11,754	15,196	20,036	22,903	25,761
%销售收入	1.0%	1.2%	1.1%	1.5%	1.7%	1.6%	长期贷款	3,715	6,527	7,356	8,856	8,856	8,856
资产减值损失	-22	-19	-170	-99	-9	-20	其他长期负债	2,449	2,803	3,053	3,159	3,159	3,159
公允价值变动收益	-13	-1	-21	0	0	0	负债	16,361	21,084	25,604	32,051	34,918	37,776
投资收益	95	4	22	15	15	15	<b>普通股股东权益</b>	<b>12,042</b>	<b>16,425</b>	<b>15,700</b>	<b>16,241</b>	<b>17,872</b>	<b>20,294</b>
%税前利润	14.8%	0.2%	-4.8%	1.3%	0.6%	0.4%	其中：股本	1,396	1,530	1,529	1,529	1,529	1,529
营业利润	574	2,651	-529	1,161	2,369	3,531	未分配利润	6,673	8,700	8,092	8,902	10,533	12,955
营业利润率	1.6%	5.9%	n.a	1.4%	2.7%	3.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	68	22	64	30	30	30	<b>负债股东权益合计</b>	<b>28,403</b>	<b>37,508</b>	<b>41,304</b>	<b>48,292</b>	<b>52,790</b>	<b>58,070</b>
税前利润	642	2,673	-466	1,191	2,399	3,561	<b>比率分析</b>						
利润率	1.7%	6.0%	n.a	1.5%	2.7%	3.4%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-39	-419	260	-179	-360	-534	<b>每股指标</b>						
所得税率	6.0%	15.7%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.432	1.474	-0.134	0.662	1.333	1.979
净利润	603	2,254	-205	1,013	2,039	3,027	每股净资产	8.626	10.738	10.265	10.619	11.685	13.269
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.280	2.055	2.083	3.754	4.943	5.937
归属于母公司的净利润	603	2,254	-205	1,013	2,039	3,027	每股股利	0.130	0.225	0.000	0.132	0.267	0.396
净利率	1.6%	5.0%	n.a	1.3%	2.3%	2.9%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	5.01%	13.72%	-1.31%	6.24%	11.41%	14.92%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	2.12%	6.01%	-0.50%	2.10%	3.86%	5.21%
净利润	603	2,254	-205	1,013	2,039	3,027	投入资本收益率	2.89%	8.08%	-0.03%	5.23%	7.52%	9.27%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,750	2,298	2,711	3,335	4,001	4,443	主营业务收入增长率	8.30%	21.05%	13.44%	58.38%	10.97%	18.71%
非经营收益	305	653	456	1,257	1,441	1,552	EBIT 增长率	-57.02%	314.71%	-100.69%	-11664.92%	57.02%	33.79%
营运资金变动	526	-2,062	224	137	78	59	净利润增长率	-55.48%	273.77%	-109.10%	N/A	101.36%	48.43%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,183</b>	<b>3,143</b>	<b>3,185</b>	<b>5,742</b>	<b>7,560</b>	<b>9,081</b>	总资产增长率	24.03%	32.06%	10.12%	16.92%	9.32%	10.00%
资本开支	-5,971	-6,271	-5,370	-6,659	-5,415	-5,415	<b>资产管理能力</b>						
投资	571	-94	-22	-10	0	0	应收账款周转天数	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
其他	-152	211	-23	15	15	15	存货周转天数	16.2	22.3	25.9	24.0	24.0	24.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5,552</b>	<b>-6,154</b>	<b>-5,414</b>	<b>-6,654</b>	<b>-5,400</b>	<b>-5,400</b>	应付账款周转天数	18.1	19.1	18.4	19.0	19.0	19.0
股权募资	0	0	0	-269	0	0	固定资产周转天数	170.5	163.9	162.5	124.2	114.5	90.3
债权募资	4,041	5,821	4,188	3,884	2,054	1,307	<b>偿债能力</b>						
其他	-623	-1,007	-1,182	-1,500	-1,894	-2,202	净负债/股东权益	71.75%	61.07%	87.22%	100.60%	89.94%	71.92%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>3,419</b>	<b>4,813</b>	<b>3,006</b>	<b>2,115</b>	<b>160</b>	<b>-895</b>	EBIT 利息保障倍数	2.1	5.9	0.0	2.0	2.6	3.1
<b>现金净流量</b>	<b>1,014</b>	<b>1,813</b>	<b>816</b>	<b>1,202</b>	<b>2,320</b>	<b>2,785</b>	资产负债率	57.60%	56.21%	61.99%	66.37%	66.14%	65.05%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-29	买入	14.78	30.80~30.80
2	2022-04-29	买入	9.31	N/A
3	2022-08-29	买入	9.99	N/A
4	2022-10-28	买入	8.72	N/A
5	2023-01-31	买入	11.90	N/A
6	2023-03-30	买入	10.56	N/A
7	2023-04-29	买入	10.29	N/A
8	2023-06-27	买入	10.67	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

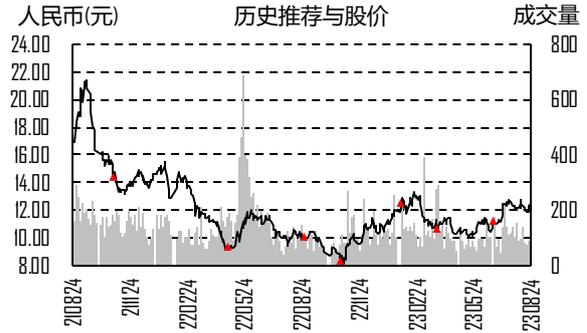
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

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



**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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806