

➤ **事件：**2023 年 8 月 24 日，公司发布 2023 年半年度报告。2023 年上半年度，公司实现营业收入 281.83 亿元，同比增长 18.84%；归属于上市公司股东的净利润为 4.79 亿元，同比增长 21.77%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 3.68 亿元，同比下滑 2.86%。其中，非经常性损益的 1.11 亿元中，政府补助占比最高，23H1 实现 0.88 亿元。

➤ **23Q2 业绩迎来拐点。**23Q2，公司营业收入为 156.73 亿元，同比增长 19.53%，环比增长 25.29%；归母净利润为 2.90 亿元，同比增长 166.35%，环比增长 52.95%；扣非归母净利润为 2.55 亿元，同比增长 282.36%，环比增长 124.94%。

➤ **受成本升高与 POY 业绩增长缓慢拖累，公司 H1 业绩承压。**23H1，公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 实现产量 214.53/67.65/34.68 万吨，同比变化 +5.01%/+17.73%/10.38%；实现销量 213.99/68.00/35.38 万吨，同比变化 +16.44%/+38.04%/+36.23%。从价差来看，23H1，POY/FDY/DTY 价差分别为 1127/1942/2747 元/吨，同比变化 +28.61%/24.27%/-0.51%。

➤ **聚酯产业链开工率回升。**7 月以来聚酯产业开工率明显回升，截至 8 月 25 日，PTA 开工率为 84.23%，聚酯开工率为 90.52%，下游织造业开工率为 72.00%，明显高于去年同期三个环节的开工率水平 74.49%、81.11%、55.00%。

➤ **龙头公司份额持续扩张，一体化布局逐步完善。**2020-2022 年，国内面临 PX、PTA、乙二醇的产能投放高峰，产能增速超 20%，聚酯纤维增速约 10%，随着产能快速扩张，市场竞争加剧，以及环保政策趋严，小规模企业将逐步被淘汰，行业集中度将逐步提升，截至 2021 年底中国涤纶长丝产能 3521 万吨，CR4 产能占全国总产能 60%以上。在此背景下，公司围绕“两洲两湖”基地和纵向一体化目标稳步发展，目前已形成从上游 PTA 对下游涤纶长丝较为垂直的供应体系，拥有民用涤纶长丝产能 740 万吨、涤纶短纤产能 120 万吨，且公司已在独山能源 500 万吨 PTA 产能的基础上又规划了 540 万吨 PTA 产能，不断向上开拓一体化布局，预计到 2026 上半年，公司 PTA 产能将达到 1000 万吨。

➤ **投资建议：**随着国内需求逐步回暖，长丝价差有望迎来底部反转，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.26/13.87/16.50 亿元，EPS 分别为 0.54/0.91/1.08 元/股，对应 2023 年 8 月 25 日的 PE 分别为 23 倍、14 倍、12 倍，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**原油价格波动的风险；疫情扰动影响下游需求的风险；新增产能投放速度较慢的风险。

谨慎推荐
维持评级
当前价格：
12.69 元

分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

1. 新凤鸣 (603225.SH) 2023 年一季报点评：
23Q1 业绩承压，需求压力逐步缓解-2023/04/29

2. 新凤鸣 (603225.SH) 2022 年年度报告点评：成本高涨拖累业绩，需求复苏或将迎来业绩拐点-2023/03/30

3. 新凤鸣 (603225.SH) 2022 年三季报点评：
价差收窄，Q3 业绩承压-2022/10/30

4. 新凤鸣 (603225.SH) 2022 年半年报点评：
22H1 业绩承压，横纵延伸布局产业一体-2022/08/30

5. 新凤鸣 (603225.SH) 2021 年度业绩预增公告点评：Q4 业绩承压，看好公司产能投放下的公司成长性-2022/01/22

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	50787	61595	70124	76529
增长率（%）	13.4	21.3	13.8	9.1
归属母公司股东净利润（百万元）	-205	826	1387	1650
增长率（%）	-109.1	503.0	67.9	18.9
每股收益（元）	-0.13	0.54	0.91	1.08
PE	/	23	14	12
PB	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	50787	61595	70124	76529
营业成本	48904	58039	65620	71508
营业税金及附加	90	111	130	146
销售费用	84	99	115	125
管理费用	652	727	813	880
研发费用	1078	1244	1402	1492
EBIT	18	1554	2238	2589
财务费用	549	638	668	709
资产减值损失	-165	-15	-18	-19
投资收益	22	12	14	15
营业利润	-529	909	1562	1870
营业外收支	64	34	24	25
利润总额	-466	943	1586	1895
所得税	-260	116	198	245
净利润	-205	826	1387	1650
归属于母公司净利润	-205	826	1387	1650
EBITDA	2559	4245	5121	5670

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6289	7303	8246	9299
应收账款及票据	576	641	732	802
预付款项	501	479	547	616
存货	3719	3023	3497	3861
其他流动资产	820	1440	1623	1768
流动资产合计	11905	12886	14644	16346
长期股权投资	327	340	354	369
固定资产	22615	25488	28324	31154
无形资产	1745	1745	1742	1740
非流动资产合计	29399	31002	32824	34641
资产合计	41304	43887	47468	50986
短期借款	8491	8691	9191	9991
应付账款及票据	3854	4343	4965	5425
其他流动负债	2850	2831	3127	3345
流动负债合计	15196	15865	17283	18761
长期借款	7356	7856	8656	9156
其他长期负债	3053	3630	3730	3830
非流动负债合计	10408	11486	12386	12986
负债合计	25604	27351	29669	31747
股本	1529	1529	1529	1529
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	15700	16536	17799	19239
负债和股东权益合计	41304	43887	47468	50986

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.44	21.28	13.85	9.13
EBIT 增长率	-99.43	8452.41	44.07	15.65
净利润增长率	-109.10	502.98	67.90	18.91
盈利能力 (%)				
毛利率	3.71	5.77	6.42	6.56
净利润率	-0.40	1.34	1.98	2.16
总资产收益率 ROA	-0.50	1.88	2.92	3.24
净资产收益率 ROE	-1.31	5.00	7.79	8.58
偿债能力				
流动比率	0.78	0.81	0.85	0.87
速动比率	0.47	0.55	0.58	0.60
现金比率	0.41	0.46	0.48	0.50
资产负债率 (%)	61.99	62.32	62.50	62.27
经营效率				
应收账款周转天数	4.14	3.81	3.82	3.84
存货周转天数	27.76	19.11	19.55	19.81
总资产周转率	1.29	1.45	1.54	1.55
每股指标 (元)				
每股收益	-0.13	0.54	0.91	1.08
每股净资产	10.27	10.81	11.64	12.58
每股经营现金流	2.08	3.55	3.35	3.63
每股股利	0.00	0.08	0.14	0.16
估值分析				
PE	/	23	14	12
PB	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	13.22	7.97	6.61	5.97
股息收益率 (%)	0.00	0.64	1.08	1.28
现金流量表 (百万元)				
净利润	-205	826	1387	1650
折旧和摊销	2541	2691	2883	3081
营运资金变动	224	1215	82	8
经营活动现金流	3185	5427	5117	5559
资本开支	-5370	-4511	-4673	-4864
投资	-22	0	0	0
投资活动现金流	-5414	-4213	-4673	-4864
股权募资	0	0	0	0
债务募资	4188	484	1400	1400
筹资活动现金流	3006	-200	498	358
现金净流量	816	1014	943	1054

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026