

新凤鸣 (603225.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

长丝需求持续修复，未来可期！

业绩简评

新凤鸣于2023年10月26日发布公司2023年三季度报告，2023年前三季度实现营业收入442.00亿元，同比增加16.49%；实现归母净利润8.87亿元，同比增加212.19%。其中，2023Q3公司实现营业收入160.17亿元，同比增加12.57%，环比增加2.19%；实现归母净利润4.07亿元，同比增加470%，环比增加40.34%，公司业绩持续修复，整体符合预期。

经营分析

涤纶长丝价差持续修复支撑公司Q3业绩：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，2023Q3 POY/FDY/DTY-PTA/MEG环节价差均值约为1086元/1632元/2415元/吨，环比分别-3.19%/-0.92%/+3.93%。伴随涤纶长丝行业旺季临近，需求回暖价差修复，涤纶长丝价差维持稳健支撑公司Q3业绩。

长丝产销情况好转，涤纶长丝行业景气度回升：2023Q3涤纶长丝开工负荷均值为87.52%，环比+2.50pct，涤纶长丝开工负荷维持在高水平。与此同时，涤纶长丝产品库存持续去库，2023Q3 POY/FDY/DTY库存分别为11.92天/17.69天/23.15天，分别环比减少5.46天/2.92天/2.15天。涤纶长丝产销情况持续好转，行业景气度持续回升。

涤纶长丝终端消费回暖，公司业绩有望进一步修复：2023Q3下游织机开工率均值达到64.12%，同比+12.16pct，终端需求回暖带动涤纶长丝消费提升，2023Q3涤纶长丝表观消费量达1047.87万吨，同比增加20.28%，环比增加6.26%，伴随涤纶长丝进入“金九银十”的传统旺季，需求好转或将带动涤纶长丝价差持续修复，公司业绩有望进一步得到修复。

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11亿/20亿/30亿元，对应EPS分别为0.69/1.34/1.98元，对应PE为17.76X/9.19X/6.19X，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)

chenloulou@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 12.26元

相关报告：

- 《新凤鸣公司点评：长丝景气修复，龙头扭亏为盈！》，2023.8.25
- 《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



公司基本情况 (人民币)

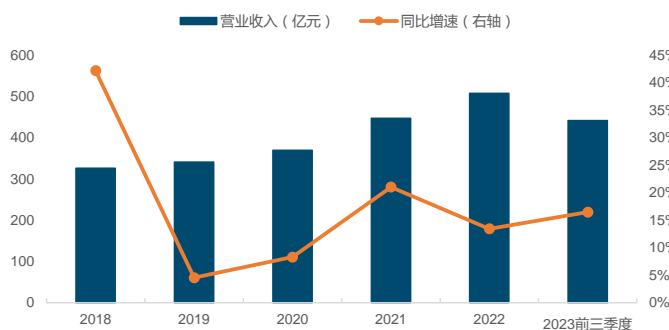
项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,770	50,787	80,439	89,266	105,971
营业收入增长率	21.05%	13.44%	58.38%	10.97%	18.71%
归母净利润(百万元)	2,254	-205	1,056	2,041	3,029
归母净利润增长率	273.77%	-109.10%	N/A	93.38%	48.38%
摊薄每股收益(元)	1.474	-0.134	0.690	1.335	1.980
每股经营性现金流净额	2.05	2.08	3.78	4.94	5.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.72%	-1.31%	6.49%	11.40%	14.90%
P/E	10.08	-81.15	17.76	9.19	6.19
P/B	1.38	1.06	1.15	1.05	0.92

来源：公司年报、国金证券研究所

1. 价差修复+产销好转，公司 Q3 业绩符合预期

新凤鸣于 2023 年 10 月 26 日发布公司 2023 年三季度报告，2023 年前三季度实现营业收入 442.00 亿元，同比增加 16.49%；实现归母净利润 8.87 亿元，同比增加 212.19%。其中，2023Q3 公司实现营业收入 160.17 亿元，同比增加 12.57%，环比增加 2.19%；实现归母净利润 4.07 亿元，同比增加 470%，环比增加 40.34%，公司业绩持续修复，整体符合预期。

图表1：2023 前三季度公司营业收入同比增加 16.49%



图表2：2023 前三季度归母净利润同比增加 212.19%

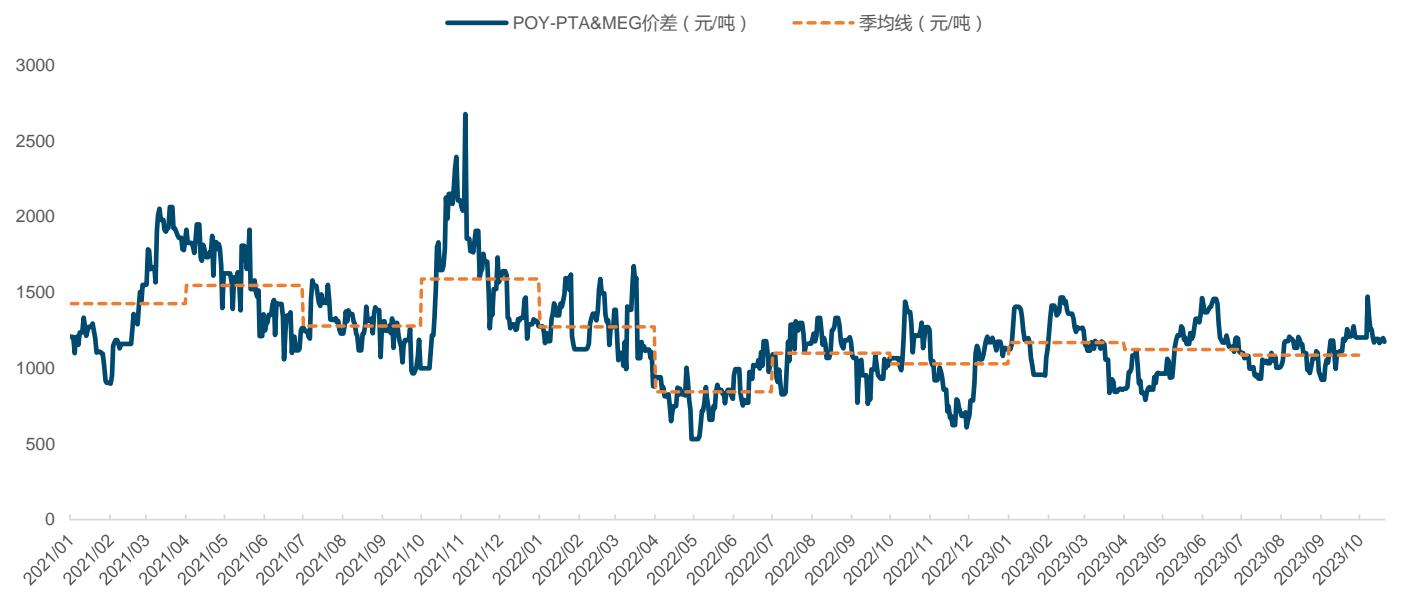


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

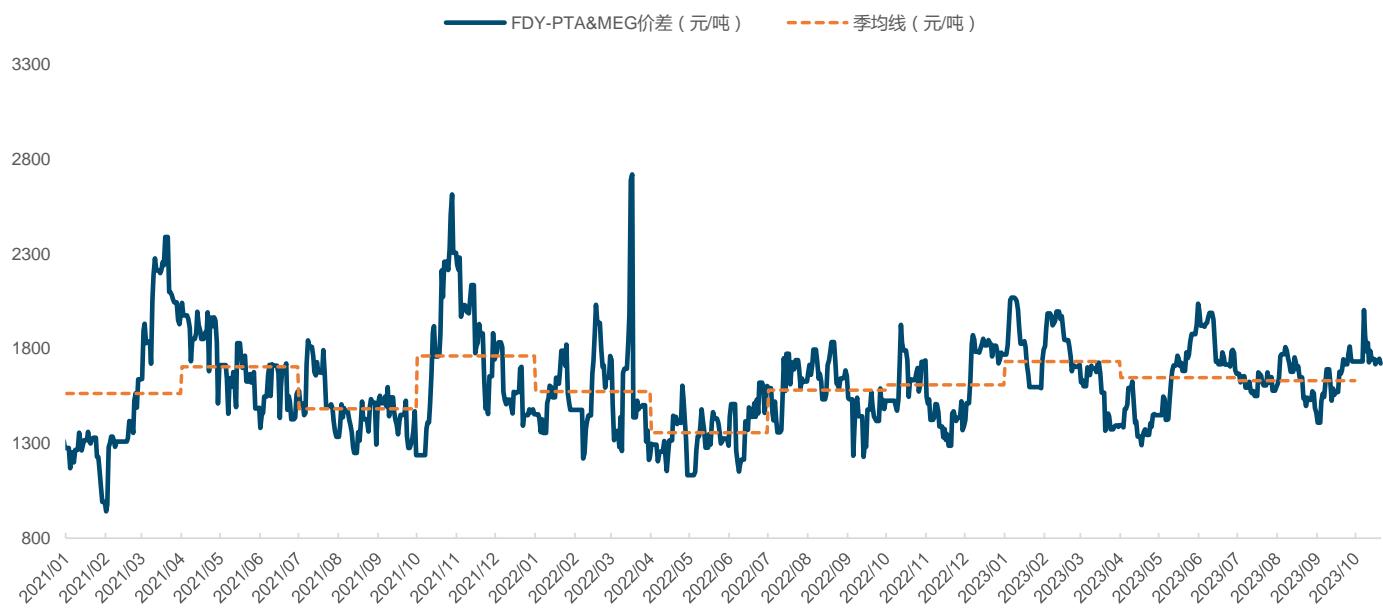
伴随涤纶长丝行业周期性回暖，涤纶长丝产品价差有望得到进一步修复，2023Q3 POY/FDY/DTY-PTA/MEG 环节价差均值约为 1086 元/1632 元/2415 元/吨，环比分别-3.19%/-0.92%/+3.93%，涤纶长丝价差维持稳健支撑公司 Q3 业绩。

图表3：POY-PTA 价差水平 (元/吨)



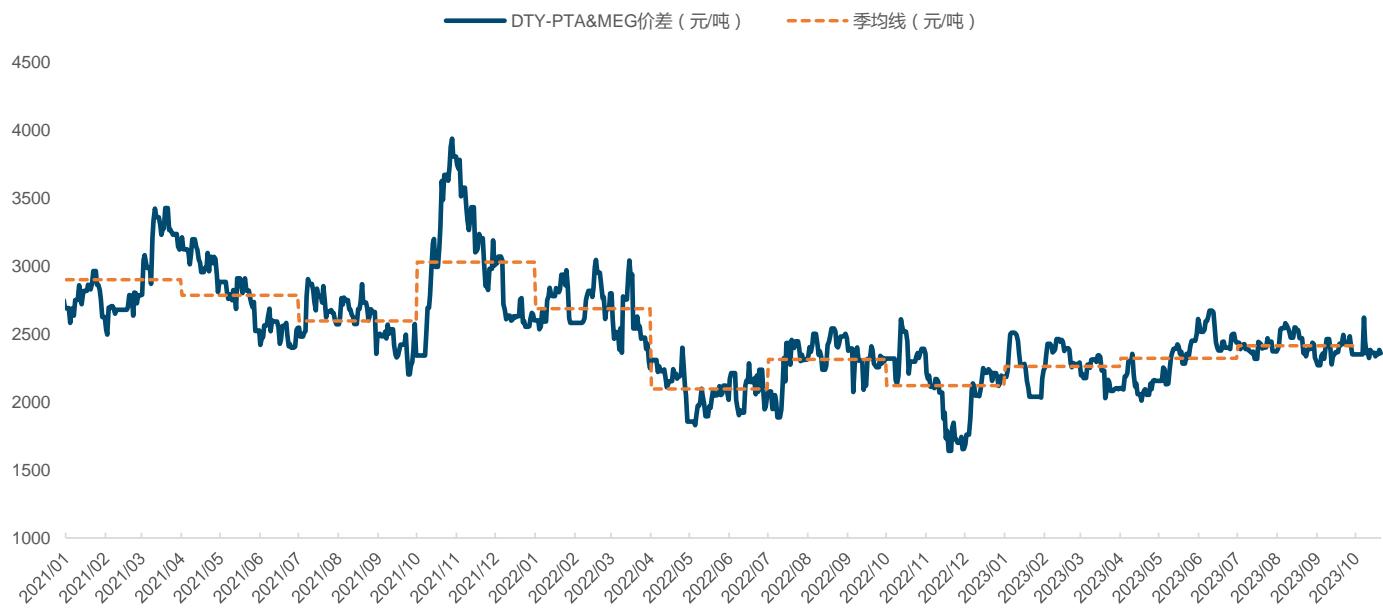
来源：Wind，国金证券研究所

图表4: FDY-PTA 价差水平 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表5: DTY-PTA 价差水平 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

2023Q3 涤纶长丝开工负荷均价为 87.52%，环比+2.50pct，涤纶长丝开工负荷维持在中高水平。与此同时，涤纶长丝产品库存持续去库，2023Q3 POY/FDY/DTY 库存分别为 11.92 天/17.69 天/23.15 天，分别环比减少 5.46 天/2.92 天/2.15 天。涤纶长丝产销情况持续好转有望支撑公司未来业绩进一步修复。

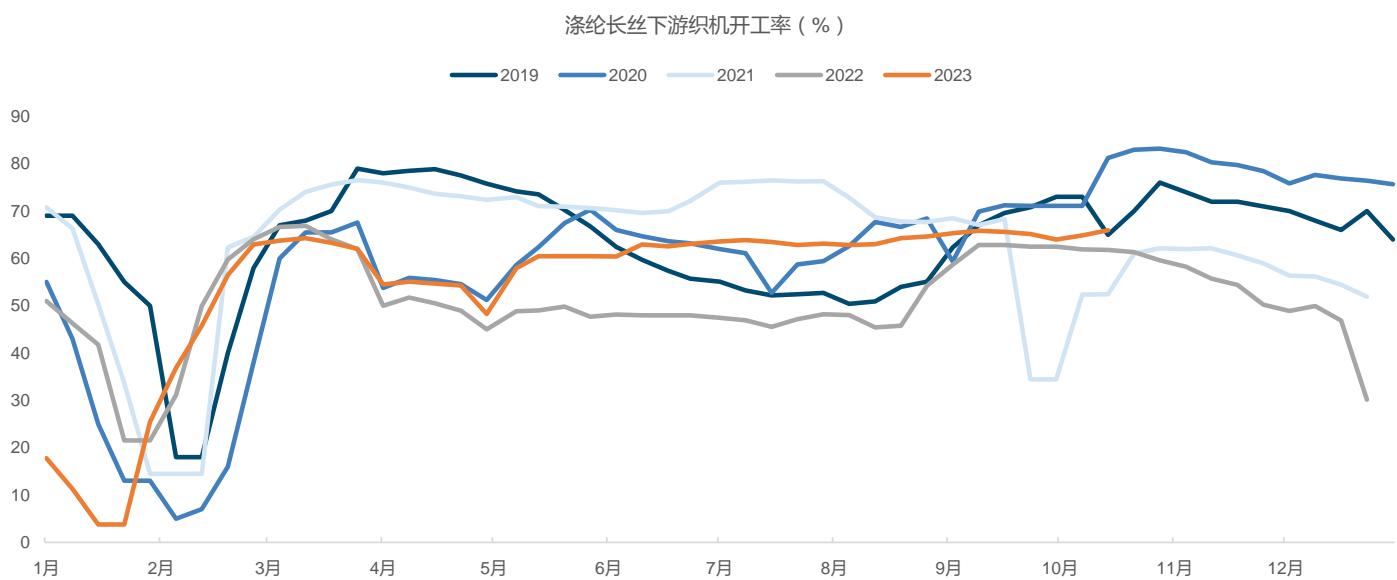
图表6: 涤纶长丝开工负荷持续维持在中高水平



图表7: 2023Q3 涤纶长丝持续去库



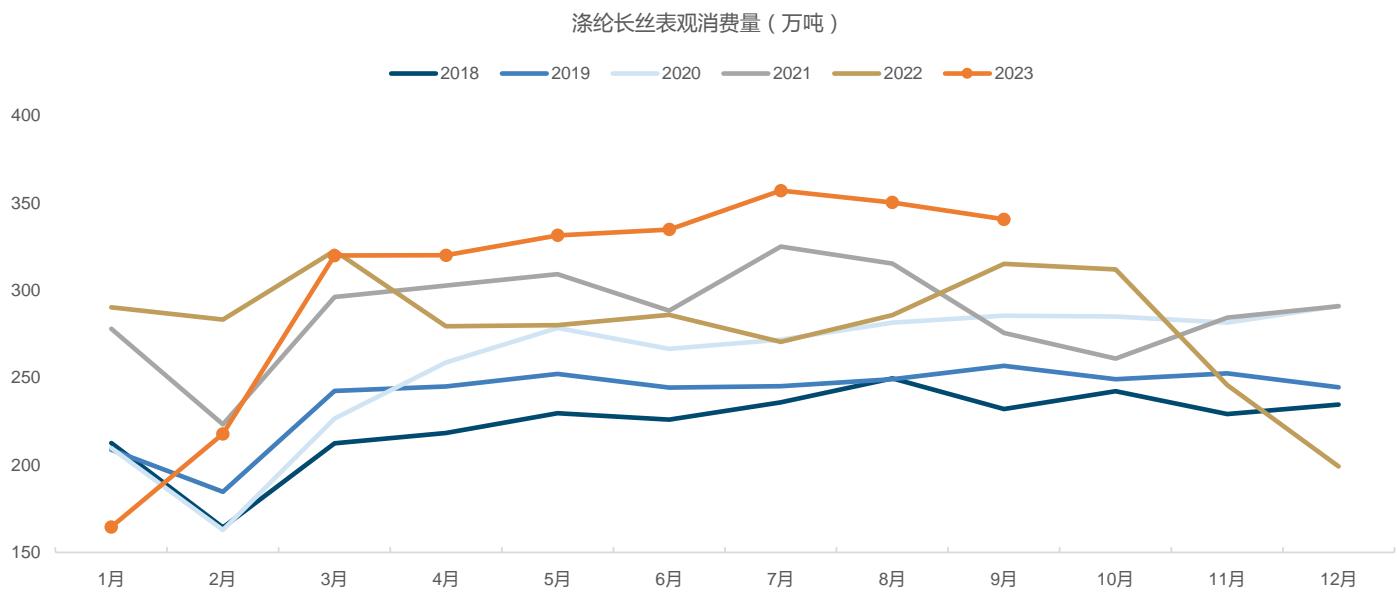
图表8：涤纶长丝下游织机开工率持续维持在中高水平



来源：Wind，国金证券研究所

涤纶长丝下游需求旺盛带动涤纶长丝消费回暖，2023Q3 涤纶长丝表观消费量达 1047.87 万吨，同比增加 20.28%，环比增加 6.26%，伴随涤纶长丝进入“金九银十”的传统旺季，需求好转或将带动涤纶长丝价差持续修复，公司业绩有望进一步得到修复。

图表9：2023Q3 涤纶长丝表观消费量环比增加 6.26%



来源：卓创资讯，国金证券研究所

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，终端销售包含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)							
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
增长率	36,984	44,770	50,787	80,439	89,266	105,971	应收账款	3,379	5,647	6,289	7,487	9,811	12,596	
主营业务成本	-35,148	-40,067	-48,904	-75,498	-82,700	-97,592	存货	932	1,174	848	1,752	1,944	2,308	
%销售收入	95.0%	89.5%	96.3%	93.9%	92.6%	92.1%	其他流动资产	1,673	3,222	3,719	4,865	5,329	6,289	
毛利	1,836	4,703	1,884	4,940	6,566	8,379	流动资产	538	911	1,049	1,303	1,375	1,524	
%销售收入	5.0%	10.5%	3.7%	6.1%	7.4%	7.9%	%总资产	6,521	10,954	11,905	15,407	18,459	22,717	
营业税金及附加	-48	-100	-90	-121	-134	-159	长期投资	23.0%	29.2%	28.8%	31.9%	35.0%	39.1%	
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	101	273	340	350	350	350	
销售费用	-67	-73	-84	-129	-143	-170	%总资产	18,633	22,589	25,678	29,249	30,542	31,405	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	65.6%	60.2%	62.2%	60.6%	57.9%	54.1%	
管理费用	-374	-527	-652	-804	-893	-1,060	非流动资产	1,285	1,709	1,811	1,976	2,138	2,296	
%销售收入	1.0%	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	%总资产	21,882	26,555	29,399	32,877	34,331	35,353	
研发费用	-602	-915	-1,078	-1,367	-1,518	-1,802	资产总计	77.0%	70.8%	71.2%	68.1%	65.0%	60.9%	
%销售收入	1.6%	2.0%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	短期借款	28,403	37,508	41,304	48,284	52,790	58,070	
息税前利润 (EBIT)	745	3,089	-21	2,519	3,879	5,189	应付款项	6,329	6,862	10,248	12,502	14,563	15,868	
%销售收入	2.0%	6.9%	n.a	3.1%	4.3%	4.9%	其他流动负债	3,063	3,583	3,963	6,051	6,628	7,822	
财务费用	-362	-520	-549	-1,223	-1,513	-1,651	流动负债	804	1,309	985	1,441	1,676	2,033	
%销售收入	1.0%	1.2%	1.1%	1.5%	1.7%	1.6%	长期贷款	10,197	11,754	15,196	19,994	22,867	25,723	
资产减值损失	-22	-19	-170	-99	-9	-20	其他长期负债	3,715	6,527	7,356	8,856	8,856	8,856	
公允价值变动收益	-13	-1	-21	0	0	0	负债	2,449	2,803	3,053	3,159	3,159	3,159	
投资收益	95	4	22	15	15	15	普通股股东权益	16,361	21,084	25,604	32,009	34,882	37,738	
%税前利润	14.8%	0.2%	-4.8%	1.2%	0.6%	0.4%	其中：股本	12,042	16,425	15,700	16,275	17,908	20,331	
营业利润	574	2,651	-529	1,212	2,372	3,534	未分配利润	1,396	1,530	1,529	1,529	1,529	1,529	
营业利润率	1.6%	5.9%	n.a	1.5%	2.7%	3.3%	少数股东权益	6,673	8,700	8,092	8,936	10,569	12,992	
营业外收支	68	22	64	30	30	负债股东权益合计	0	0	0	0	0	0		
税前利润	642	2,673	-466	1,242	2,402	3,564		28,403	37,508	41,304	48,284	52,790	58,070	
利润率	1.7%	6.0%	n.a	1.5%	2.7%	3.4%								
所得税	-39	-419	260	-186	-360	-535								
所得税率	6.0%	15.7%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%								
净利润	603	2,254	-205	1,056	2,041	3,029								
少数股东损益	0	0	0	0	0	0								
归属母公司净利润	603	2,254	-205	1,056	2,041	3,029								
净利率	1.6%	5.0%	n.a	1.3%	2.3%	2.9%								
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析							
净利润	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	每股指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
净利润	603	2,254	-205	1,056	2,041	3,029	每股收益	0.432	1.474	-0.134	0.690	1.335	1.980	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	8.626	10.738	10.265	10.641	11.709	13.293	
非现金支出	1,750	2,298	2,711	3,335	4,001	4,443	每股经营现金流	2.280	2.055	2.083	3.784	4.940	5.937	
非经营收益	305	653	456	1,256	1,439	1,549	每股股利	0.130	0.225	0.000	0.138	0.267	0.396	
营运资金变动	526	-2,062	224	141	74	59	回报率							
经营活动现金净流	3,183	3,143	3,185	5,787	7,555	9,080	净资产收益率	5.01%	13.72%	-1.31%	6.49%	11.40%	14.90%	
资本开支	-5,971	-6,271	-5,370	-6,659	-5,415	-5,415	总资产收益率	2.12%	6.01%	-0.50%	2.19%	3.87%	5.22%	
投资	571	-94	-22	-10	0	0	投入资本收益率	2.89%	8.08%	-0.03%	5.33%	7.52%	9.27%	
其他	-152	211	-23	15	15	15	增长率	主营业务收入增长率	8.30%	21.05%	13.44%	58.38%	10.97%	18.71%
投资活动现金净流	-5,552	-6,154	-5,414	-6,654	-5,400	-5,400	EBIT增长率	-57.02%	314.71%	-100.69%	11894.56%	53.96%	33.79%	
股权募资	0	0	0	-269	0	0								
债权募资	4,041	5,821	4,188	3,841	2,061	1,305	净利润增长率	-55.48%	273.77%	-109.10%	N/A	93.38%	48.38%	
其他	-623	-1,007	-1,182	-1,507	-1,892	-2,200	总资产增长率	24.03%	32.06%	10.12%	16.90%	9.33%	10.00%	
筹资活动现金净流	3,419	4,813	3,006	2,065	169	-895	资产管理能力							
现金净流量	1,014	1,813	816	1,198	2,324	2,785	应收账款周转天数	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	
							存货周转天数	16.2	22.3	25.9	24.0	24.0	24.0	
							应付账款周转天数	18.1	19.1	18.4	19.0	19.0	19.0	
							固定资产周转天数	170.5	163.9	162.5	124.2	114.5	90.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	71.75%	61.07%	87.22%	100.15%	89.55%	71.60%	
							EBIT利息保障倍数	2.1	5.9	0.0	2.1	2.6	3.1	
							资产负债率	57.60%	56.21%	61.99%	66.29%	66.08%	64.99%	

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	2022-04-29	买入	9.31	N/A
2	2022-08-29	买入	9.99	N/A
3	2022-10-28	买入	8.72	N/A
4	2023-01-31	买入	11.90	N/A
5	2023-03-30	买入	10.56	N/A
6	2023-04-29	买入	10.29	N/A
7	2023-06-27	买入	10.67	N/A
8	2023-08-25	买入	12.50	N/A

来源：国金证券研究所

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


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。

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认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

电话: 021-80234211
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话: 010-85950438
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100005
地址: 北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806