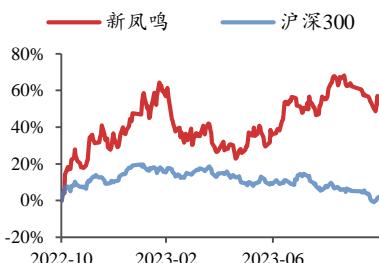


新凤鸣 (603225.SH)

2023 年 10 月 30 日

Q3 业绩继续改善，涤纶长丝或迎来长周期向上拐点
——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）

日期	2023/10/30
当前股价(元)	12.36
一年最高最低(元)	13.79/8.07
总市值(亿元)	189.04
流通市值(亿元)	189.04
总股本(亿股)	15.29
流通股本(亿股)	15.29
近 3 个月换手率(%)	33.35

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 延续修复趋势，坚定看好盈利弹性和炼化成长——公司信息更新报告》
-2023.8.25

《印尼炼化项目正式启动，长丝龙头开启新征程——公司信息更新报告》
-2023.6.26

《Q1 业绩超预期，实现扭亏为盈，看好长丝向上弹性——公司信息更新报告》-2023.5.2

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

龚道琳（分析师）

gongdaolin@kysec.cn

证书编号：S0790522010001

蒋跨跃（联系人）

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790122010041

● 2023Q3 业绩继续环比改善，看好长丝弹性和炼化成长性，维持“买入”评级

公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 442.00 亿元，同比增长 16.49%，实现归母净利润 8.87 亿元，同比增长 212.19%。其中，2023Q3 公司实现营收 160.17 亿元，环比增长 2.19%，实现归母净利润 4.07 亿元，环比增长 40.60%。公司业绩符合预期，我们维持公司盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 13.65、20.53、25.36 亿元，对应 EPS 分别为 0.89、1.34、1.66 元，当前股价对应 PE 分别为 13.8、9.2、7.5 倍。我们看好公司长丝盈利弹性与印尼炼化项目带来的长期成长性，维持“买入”评级。

● 2023Q3 涤纶长丝与短纤盈利继续改善，PTA 有所承压

根据经营数据，2023Q3 公司 POY、FDY、DTY 销量为 116.31、36.19、18.99 万吨，较 Q2 环比-7.66%、-1.01%、-4.09%；销售均价为 6,996、7,843、8,703 元/吨，较 Q2 环比+3.04%、+2.64%、+3.65%。根据 Wind 数据，2023Q3 POY 价差均价为 1152 元/吨，环比 Q2 增长 9.74%，涤纶长丝盈利继续改善。与此同时，2023Q3 公司涤纶短纤销量达到 33.06 万吨，环比增长 12.64%，销售均价 6612 元/吨，环比上涨 2.06%。伴随产能利用率的提升及产品价格上涨，公司涤纶短纤盈利水平也或有改善。另外，根据 Wind 数据，2023Q3 PTA 价差均价为 145 元/吨，环比 Q2 下降 51.16%，PTA 盈利整体有所承压。

● 涤纶长丝投产高峰将过，有望迎来长周期向上拐点

根据我们的统计，2023 年为涤纶长丝行业投产大年，预计涤纶长丝全年净新增产能 446 万吨/年。但从 2024 年开始，行业扩产速度或将明显放缓，预计全年新增产能 210 万吨。若考虑到部分规划产能投产存在不确定性与落后产能的进一步出清，则 2024 年实际净新增产能或将更少。我们认为本轮投产高峰过后，涤纶长丝供给格局将逐步改善，未来伴随需求的稳步增长，公司有望充分享受价格弹性。此外，公司积极推动泰昆石化印尼北加炼化项目，未来也有望为自身打开长期成长空间。

● 风险提示：油价大幅波动、下游需求持续萎靡、产能释放不达预期、其他风险详见第三页标注。¹

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,770	50,787	59,633	65,130	68,680
YOY(%)	21.1	13.4	17.4	9.2	5.5
归母净利润(百万元)	2,254	-205	1,365	2,053	2,536
YOY(%)	273.8	-109.1	765.7	50.4	23.5
毛利率(%)	10.5	3.7	6.3	7.2	8.3
净利率(%)	5.0	-0.4	2.3	3.2	3.7
ROE(%)	13.7	-1.3	8.0	10.8	11.9
EPS(摊薄/元)	1.47	-0.13	0.89	1.34	1.66
P/E(倍)	8.4	-92.2	13.8	9.2	7.5
P/B(倍)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10954	11909	48865	20629	54342	营业收入	44770	50787	59633	65130	68680
现金	5647	6290	6785	7897	8216	营业成本	40067	48904	55870	60418	62978
应收票据及应收账款	535	576	10266	4207	11055	营业税金及附加	100	90	130	140	150
其他应收款	36	18	459	62	487	营业费用	73	84	90	95	100
预付账款	408	501	9438	0	11447	管理费用	527	652	650	700	800
存货	3222	3719	21112	7658	22331	研发费用	915	1078	1050	1100	1200
其他流动资产	1106	805	805	805	805	财务费用	520	549	579	590	828
非流动资产	26555	29399	28792	27792	26597	资产减值损失	-18	-165	0	0	0
长期投资	273	327	417	482	567	其他收益	103	209	292	269	280
固定资产	20101	22615	21592	20483	19305	公允价值变动收益	-1	-21	0	0	0
无形资产	1637	1745	1977	2200	2411	投资净收益	4	22	50	60	80
其他非流动资产	4544	4711	4806	4627	4314	资产处置收益	-4	0	0	0	0
资产总计	37508	41308	77657	48421	80939	营业利润	2651	-529	1606	2416	2984
流动负债	11754	15196	51970	22675	54665	营业外收入	38	73	0	0	0
短期借款	6190	8491	38727	12378	39202	营业外支出	17	9	0	0	0
应付票据及应付账款	3461	3854	10113	7149	12229	利润总额	2673	-466	1606	2416	2984
其他流动负债	2102	2850	3129	3148	3235	所得税	419	-260	241	362	448
非流动负债	9330	10408	8619	6805	4971	净利润	2254	-205	1365	2053	2536
长期借款	8816	9749	7959	6145	4311	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	515	660	660	660	660	归属母公司净利润	2254	-205	1365	2053	2536
负债合计	21084	25604	60588	29480	59637	EBITDA	5740	3045	5279	6227	6833
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.47	-0.13	0.89	1.34	1.66
股本	1530	1529	1529	1529	1529	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	5710	5714	5714	5714	5714	成长能力					
留存收益	8980	8435	9594	11439	13761	营业收入(%)	21.1	13.4	17.4	9.2	5.5
归属母公司股东权益	16425	15704	17069	18941	21302	营业利润(%)	362.2	-120.0	403.5	50.4	23.5
负债和股东权益	37508	41308	77657	48421	80939	归属于母公司净利润(%)	273.8	-109.1	765.7	50.4	23.5
						盈利能力					
						毛利率(%)	10.5	3.7	6.3	7.2	8.3
						净利率(%)	5.0	-0.4	2.3	3.2	3.7
						ROE(%)	13.7	-1.3	8.0	10.8	11.9
						ROIC(%)	9.0	0.6	4.0	8.4	5.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	56.2	62.0	78.0	60.9	73.7
						净负债比率(%)	63.3	91.1	249.0	70.0	178.3
						流动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
						速动比率	0.6	0.5	0.3	0.5	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	1.4	1.3	1.0	1.0	1.1
						应收账款周转率	91.8	91.4	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	19.1	19.9	42.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.47	-0.13	0.89	1.34	1.66
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.05	2.08	-17.08	20.39	-14.80
						每股净资产(最新摊薄)	10.56	10.09	10.98	12.21	13.75
						估值比率					
						P/E	8.4	-92.2	13.8	9.2	7.5
						P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	5.1	10.9	11.6	5.2	8.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2023 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 6.41% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn