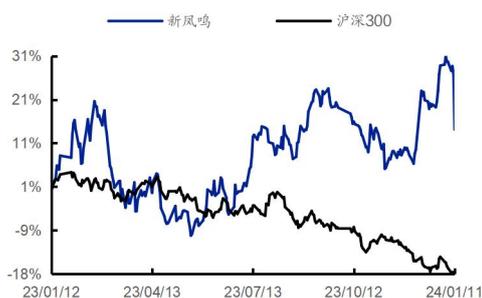


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

公告新项目优化产品结构，涤纶长丝供需维持偏紧格局

——新凤鸣（603225）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

	2024/01/11		
表现	1M	3M	12M
新凤鸣	-5.0%	-1.2%	14.0%
沪深300	-3.6%	-10.1%	-17.8%

市场数据

	2024/01/11
当前价格(元)	12.60
52周价格区间(元)	9.75-14.54
总市值(百万)	19,271.32
流通市值(百万)	19,271.32
总股本(万股)	152,947.00
流通股本(万股)	152,947.00
日均成交额(百万)	294.32
近一月换手(%)	0.58

相关报告

- 《新凤鸣(603225)2023年三季度报点评：涤纶长丝景气修复，三季度业绩同环比改善(买入)*化学纤维*李永磊,董伯骏,汤永俊》——2023-10-31
- 《新凤鸣(603225)2023年中报点评：二季度业绩持续改善，看好涤纶长丝景气上行(买入)*化学纤维*李永磊,董伯骏》——2023-08-29
- 《新凤鸣(603225.SH)2022年报点评：高成本致业绩承压，涤纶龙头向化工新材料进军(买入)*化学纤维*董伯骏,李永磊》——2023-04-02
- 《新凤鸣(603225)点评报告：Q3业绩短期承

事件：

2024年1月10日，新凤鸣发布全资子公司投资建设新材料项目的公告及补充公告，公司拟投资200亿元人民币建设年产250万吨差别化聚酯纤维材料、10万吨聚酯膜材料项目。项目分两期实施，一期投资约35亿元人民币，主要以自筹资金为主，同时结合银行贷款，控制资产负债率保持在68%以内，涉及用地约240亩，建设周期为3年，建设25万吨/年聚酯生产装置(阳离子纤维产品)1套、40万吨/年聚酯生产装置(差别化纤维产品)1套，二期投资尚未规划。

投资要点：

2024、2025年产量投放整体稳定可控，长丝供需偏紧逻辑维持

供给端，长丝高扩产周期渐去。据百川盈孚，2023年国内涤纶长丝产能4316万吨，同比+10.75%。根据我们不完全统计，预计2024年，涤纶长丝产能增量约150万吨，其中新凤鸣增加40万吨、桐昆股份增加30万吨、荣盛石化增加50万吨、东方盛虹增加25万吨。2025年，新凤鸣新材料项目一期投产，叠加桐昆股份部分装置投产，预计当年产能增长约150万吨。以当前行业总产能4316万吨计，预计2024/2025年产能增速分别为3.48%/3.36%。此外，据隆众资讯，由于涤纶长丝现金流持续压缩，中小型、品种单一企业生产积极性不高，2020-2024年预计全国聚酯退出(预退出)项目共计357万吨，其中涤纶长丝退出项目261万吨。2023年12月，萧山恒逸石化约75万吨/年长丝停车装置搬迁，头部具有成本优势的企业将进一步受益。2023年以来，新凤鸣已新投产110万吨涤纶长丝产能、30万吨涤纶短纤产能，2023年末公司长丝产能达到740万吨。2024年，预计投产40万吨长丝产能，2025年，伴随公司新材料项目一期投产，将释放部分长丝产量，与国内涤纶长丝总产能规模相比，公司新增产能投放适度，释放节奏整体可控，有利于维持自身市占率水平。

需求端，消费降级看好涤纶长丝出口。据百川盈孚，2023年11月份我国涤纶长丝表观消费量约为268.14万吨，同比+42.91%。出口量方面，2023年11月，涤纶长丝出口量28.17万吨，同比+5.16%，

压,长丝价差逐渐修复(买入)*化学纤维*李永磊,董伯骏》——2022-10-30

《新凤鸣(603225)2022年中报点评:涤纶龙头持续扩张,行业景气逐步修复(买入)*化学纤维*董伯骏,李永磊》——2022-09-02

2023年1-11月涤纶长丝出口量312.22万吨,较2022年全年出口量268.40万吨显著增加。

拟建设项目有利于优化产品结构,增强产品综合竞争力

公司主要生产PTA和聚酯POY、FDY、DTY、短纤等各类规格差别化产品,经过二十余年的发展,已形成“PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局。本次项目新增产品为公司主营业务产品与现有各基地聚酯纤维产品属同一大类产品,但产品规格有所不同,新增各类具有阻燃、吸湿排汗、仿棉、抗静电、抗紫外线、抗菌、原液着色等差别化功能性化学纤维。2023Q3,公司POY/FDY/DTY销量分别为116/36/19万吨,均价为6996/7843/8703元/吨,伴随2025年新建项目陆续投产,将进一步优化产品结构,增强产品综合竞争力。此外,一期项目投资约35亿元人民币,主要以自筹资金为主,同时结合银行贷款,控制资产负债率保持在68%以内,公司负债端压力较弱。

向上布局印尼炼化项目,支撑公司中长期成长

2023年6月27日,公司发布关于启动泰昆石化(印尼)印尼北加炼化一体化项目的公告,继续向上游扩张。泰昆石化拟投资86.24亿美元建设1600万吨/年炼化产能,实产成品油430万吨/年、对二甲苯485万吨/年、醋酸52万吨/年、苯170万吨/年、硫磺45万吨/年、丙烷70万吨/年、正丁烷72万吨/年、聚乙烯50万吨/年、EVA(光伏级)37万吨/年、聚丙烯24万吨/年等。项目股权方面,新凤鸣持有华灿国际49%股权,华灿国际持有泰昆石化90%股权。据公司公告测算,项目建成后,该项目可实现年均营业收入104.38亿美元,年均税后利润13.28亿美元,泰昆石化项目的落地有望支撑公司中长期成长。

聚酯行业边际改善,库存保持合理水平

据百川盈孚,截止2024年1月10日,POY/FDY/DTY价格分别为7550/8200/8875元/吨,价差分别为1161/1811/2486元/吨。据卓创资讯,截至2024年1月4日,中国涤纶长丝周度库存天数18.6天。临近春节,下游织机开工负荷下降,当前长丝整体库存压力较往年减轻,销售压力相应弱化,看好公司全年业绩增长。

盈利预测和投资评级 考虑到原材料价格及长丝价差波动,我们适度调整公司业绩预期,预计2023/2024/2025年归母净利润分别为10.40、19.38、27.80亿元,EPS为0.68、1.27、1.82元/股,对应PE为19、10、7倍。公司是国内涤纶长丝龙头,设备后发与成本管理优势显著,维持“买入”评级。

风险提示 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业

绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	50787	58613	66903	73530
增长率(%)	13	15	14	10
归母净利润（百万元）	-205	1040	1938	2780
增长率(%)	-109	607	86	43
摊薄每股收益（元）	-0.13	0.68	1.27	1.82
ROE(%)	-1	6	10	13
P/E	—	18.53	9.94	6.93
P/B	1.06	1.15	1.03	0.90
P/S	0.33	0.33	0.29	0.26
EV/EBITDA	11.86	7.94	5.68	4.59

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：新凤鸣盈利预测表

证券代码:	603225				股价:	12.60	投资评级:	买入	日期:	2024/01/11
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E	
盈利能力					每股指标					
ROE	-1%	6%	10%	13%	EPS	-0.14	0.68	1.27	1.82	
毛利率	4%	6%	7%	8%	BVPS	10.27	10.95	12.21	14.03	
期间费率	3%	2%	2%	2%	估值					
销售净利率	0%	2%	3%	4%	P/E	—	18.53	9.94	6.93	
成长能力					P/B	1.06	1.15	1.03	0.90	
收入增长率	13%	15%	14%	10%	P/S	0.33	0.33	0.29	0.26	
利润增长率	-109%	607%	86%	43%						
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	
总资产周转率	1.23	1.35	1.36	1.42	营业收入	50787	58613	66903	73530	
应收账款周转率	88.17	115.07	76.26	118.43	营业成本	48904	55365	62401	67997	
存货周转率	13.66	28.83	11.90	26.93	营业税金及附加	90	117	134	147	
偿债能力					销售费用	84	88	100	110	
资产负债率	62%	62%	62%	59%	管理费用	652	528	602	662	
流动比	0.78	0.66	0.69	0.72	财务费用	549	595	641	708	
速动比	0.47	0.48	0.36	0.52	其他费用/(-收入)	1078	850	903	956	
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	-529	1224	2280	3271	
现金及现金等价物	6303	6670	5739	9208	营业外净收支	64	0	0	0	
应收款项	576	509	877	621	利润总额	-466	1224	2280	3271	
存货净额	3719	2033	5621	2730	所得税费用	-260	184	342	491	
其他流动资产	1308	1635	1821	1815	净利润	-205	1040	1938	2780	
流动资产合计	11905	10847	14058	14374	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	22615	24748	26163	27341	归属于母公司净利润	-205	1040	1938	2780	
在建工程	3063	3510	4229	4809	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	
无形资产及其他	3394	3979	4351	4710	经营活动现金流	3185	5538	4525	8308	
长期股权投资	327	436	548	640	净利润	-205	1040	1938	2780	
资产总计	41304	43521	49348	51873	少数股东损益	0	0	0	0	
短期借款	8491	9691	10983	12581	折旧摊销	2541	2444	3448	3637	
应付款项	3854	3376	5763	3907	公允价值变动	21	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	224	1402	-1545	1299	
其他流动负债	2850	3305	3515	3518	投资活动现金流	-5414	-5712	-6040	-5672	
流动负债合计	15196	16373	20261	20006	资本支出	-5370	-5611	-5949	-5749	
长期借款及应付债券	9749	9749	9749	9749	长期投资	-22	-113	-118	-99	
其他长期负债	660	660	660	660	其他	-23	12	27	176	
长期负债合计	10408	10408	10408	10408	筹资活动现金流	3006	542	584	832	
负债合计	25604	26781	30670	30414	债务融资	4188	1200	1292	1598	
股本	1529	1529	1529	1529	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	15700	16740	18678	21458	其它	-1182	-658	-708	-766	
负债和股东权益总计	41304	43521	49348	51873	现金净增加额	816	367	-931	3469	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工组首席分析师。天津大学应用化学硕士，7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验，曾就职于液化空气集团、中国化工集团、中信建投证券、方正证券。实业经验丰富，从事过生产、咨询、规划、采购等方面的工作，善于把握行业中长期趋势，致力于挖掘具有真正竞争力的优质标的。2023年新财富化工行业第三名、2023年WIND金牌分析师基础化工第一名、2023年新浪财经金麒麟最佳证券分析师基础化工第三名，2022年新财富化工行业第四名、2022年WIND金牌分析师基础化工第一名、2022年新浪财经金麒麟最佳证券分析师基础化工第三名，2022卖方分析师水晶球奖公募榜基础化工第三名、总榜基础化工第四名。2020/2019年新财富化工行业入围、2017年新财富基础化工行业入围。2020年水晶球公募榜基础化工第二名、水晶球总榜基础化工第四名 2020年新浪金麒麟化工最佳分析师第五名。2020年21世纪金牌分析师能源与材料领域最佳产业研究报告。2019年新浪金麒麟化工新锐第一名 IAMAC 最受欢迎卖方分析师第三名，WIND最佳分析师第五名。

董伯骏，国海化工联席首席分析师、国海新材料研究中心副总经理清华大学化工学士、硕士。6年化工行业研究经验，2年上市公司资本运作经验。善于通过细节数据分析和国际巨头研究来判断公司和行业变化趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质标的。荣获2023年新财富最佳分析师化工行业第三名、2022年新财富最佳分析师化工行业第四名；荣获2023年以及2022年Wind金牌分析师基础化工第一名；荣获金麒麟最佳证券分析师、分析师水晶球奖、上证报最佳分析师、分析师金牛奖等荣誉；荣获2022年度Wind最佳路演榜路演新势力分析师。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客

户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。