

新凤鸣 (603225.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

长丝龙头蓄势待发!!

业绩简评

新凤鸣于2024年1月12日发布公司2023年年度业绩预盈公告,2023年全年实现归母净利润10.3~11.3亿元,同比增加602.44%~651.22%,其中2023Q4实现归母净利润1.44~2.44亿元,同比增加129.45%~149.90%,环比减少64.62%~40.05%,公司业绩整体符合预期。

经营分析

涤纶长丝行业周期性回暖,涤纶长丝产品价差有所修复。2023年全年POY/FDY/DTY产品价差均值分别为1100元/1650元/2306元/吨,分别同比增加3.68%/7.79%/0.07%。其中2023Q4 POY/FDY/DTY产品价差均值分别为1023元/1589元/2219元/吨,分别环比收窄5.87%/2.59%/8.14%,受季节性转淡影响,长丝价差环比有所收窄,伴随终端消费需求恢复,长丝价差有望进一步得到修复。

长丝产销持续向好,2024年业绩有望进一步修复。2023Q4长丝开工负荷均值为88.15%,环比+0.63pct,涤纶长丝开工负荷持续维持在较高水平。与此同时,2023Q4 POY/FDY/DTY库存分别为15.33天/19.83天/26.33天,环比增加3.41天/2.14天/3.18天,整体上涤纶长丝产品库存仍维持在中低水平,涤纶长丝产销情况持续好转。此外,涤纶长丝下游消费需求维持较好水平,2023Q4下游织机开工率均值达到66.73%,同比+12.77pct,环比+2.62pct。伴随行业景气回升,公司未来业绩有望得到进一步修复。

投资新项目不改行业供需格局,龙头企业有望获得中长期弹性:2024年1月11日,公司发布公告称投资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。项目共分为两期,其中一期项目投资35亿元,建设年产合计65万吨的聚酯生产装置,建设周期3年,二期项目投资尚未规划。当前涤纶长丝行业产能约为4850万吨/年,2024年新增产能约为116万吨,其中,新凤鸣拥有740万吨涤纶长丝产能,2024年新增产能约为36万吨,而中鸿新材料250万吨项目目前已规划产能仅有65万吨,且建设周期为三年,并不能实质上改变当前涤纶长丝新增产能放缓的趋势,伴随涤纶长丝消费需求持续增长,公司作为涤纶长丝龙头企业有望获得盈利弹性。

盈利预测、估值与评级

公司有望在终端需求持续增长下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0.70/1.34/1.98元,对应PE为20.16X/10.63X/7.17X,维持“买入”评级。

风险提示

(1) 地缘政治风险;(2) 终端需求恢复不及预期风险;(3) 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响;(4) 审批不通过或审批时间过长风险;(5) 其他不可抗力影响。

石油化工组

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

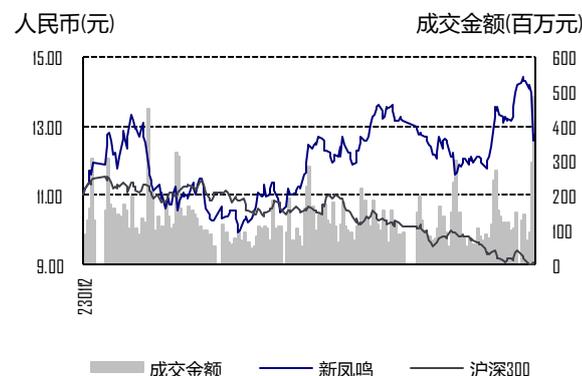
分析师:陈律楼(执业S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价(人民币):12.77元

相关报告:

- 《新凤鸣公司点评:长丝需求持续修复,未来可期!》, 2023.10.27
- 《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



公司基本情况(人民币)

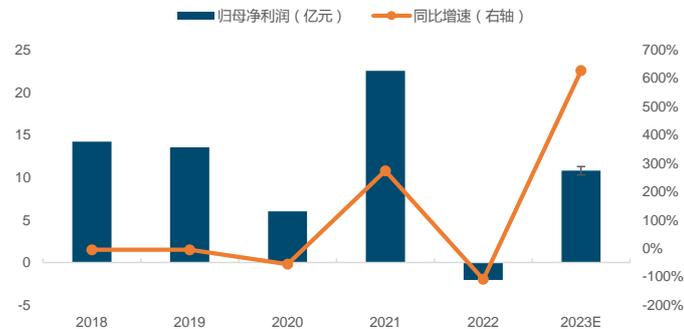
项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,770	50,787	80,439	89,266	105,971
营业收入增长率	21.05%	13.44%	58.38%	10.97%	18.71%
归母净利润(百万元)	2,254	-205	1,077	2,042	3,030
归母净利润增长率	273.77%	-109.10%	N/A	89.63%	48.35%
摊薄每股收益(元)	1.474	-0.134	0.704	1.335	1.981
每股经营性现金流净额	2.05	2.08	3.80	4.94	5.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.72%	-1.31%	6.61%	11.39%	14.89%
P/E	10.08	-81.15	20.16	10.63	7.17
P/B	1.38	1.06	1.33	1.21	1.07

来源:公司年报、国金证券研究所

1、涤纶长丝需求季节性转淡，Q4 业绩符合预期

新凤鸣于 2024 年 1 月 12 日发布公司 2023 年年度业绩预盈公告，2023 年全年实现归母净利润 10.3~11.3 亿元，同比增加 602.44%~651.22%，其中 2023Q4 实现归母净利润 1.44~2.44 亿元，同比增加 129.45%~149.90%，环比减少 64.62%~40.05%，公司业绩整体符合预期。

图表 1: 2023 年归母净利润同比增加 602%~651%



图表 2: 2023Q4 归母净利润同比增加 129%~150%

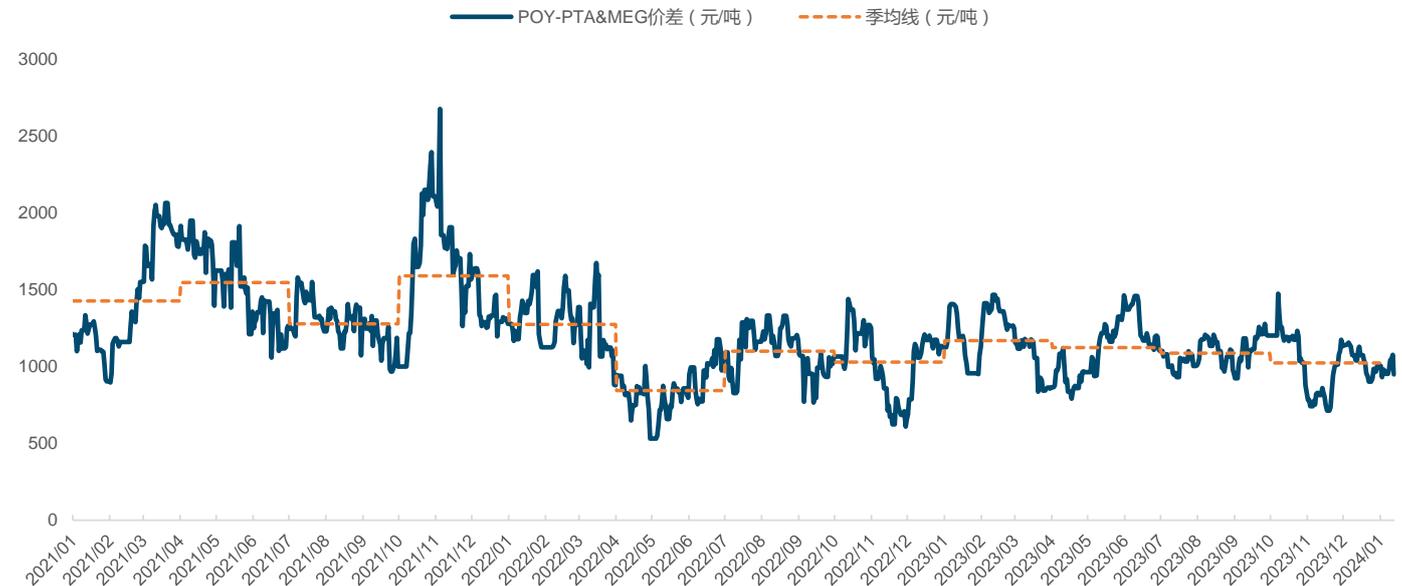


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

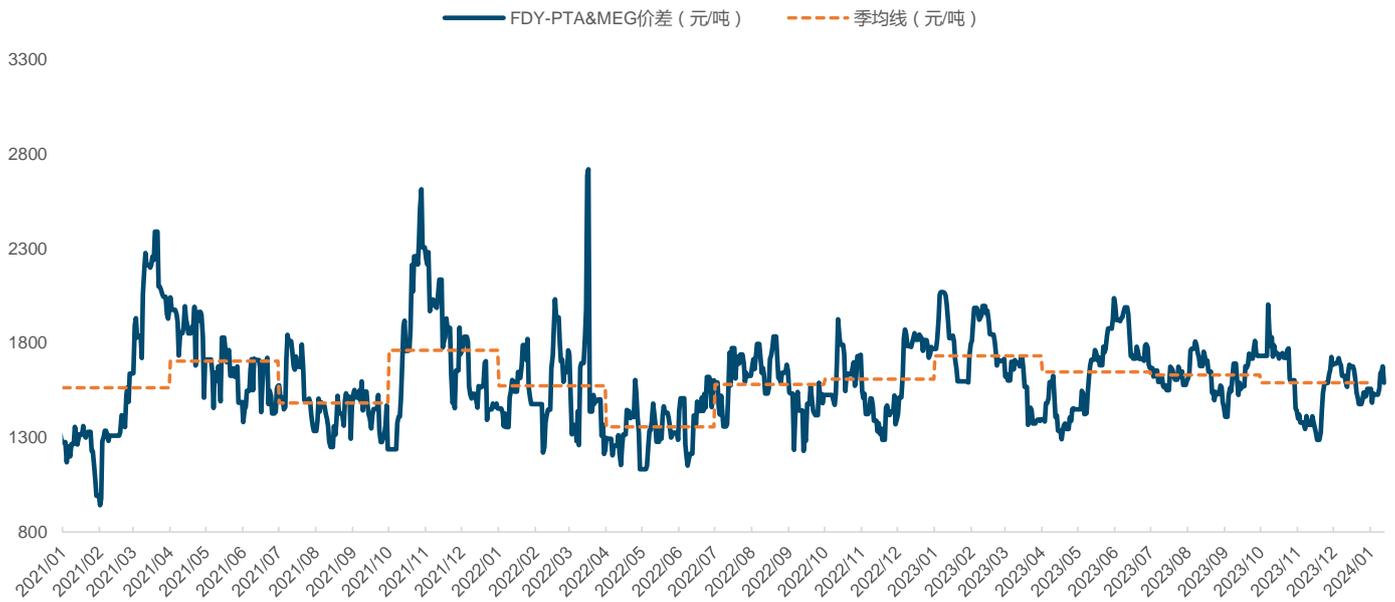
2023 年涤纶长丝行业周期性回暖，涤纶长丝产品价差有所修复。2023 年全年 POY/FDY/DTY 产品价差均值分别为 1100 元/1650 元/2306 元/吨，分别同比增加 3.68%/7.79%/0.07%。其中 2023Q4 POY/FDY/DTY 产品价差均值分别为 1023 元/1589 元/2219 元/吨，分别环比收窄 5.87%/2.59%/8.14%，受季节性转淡影响，长丝价差环比有所收窄，伴随终端消费需求持续增长，长丝价差有望进一步得到修复。

图表 3: POY-PTA 价差水平 (元/吨)



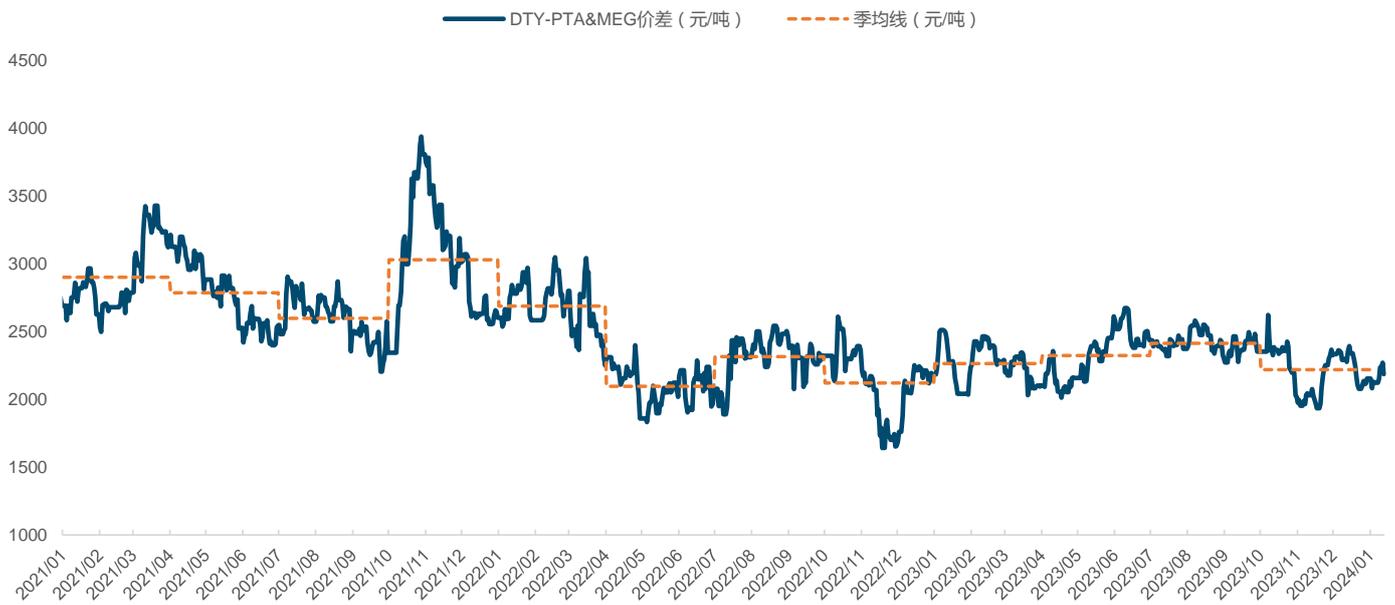
来源：Wind，国金证券研究所

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

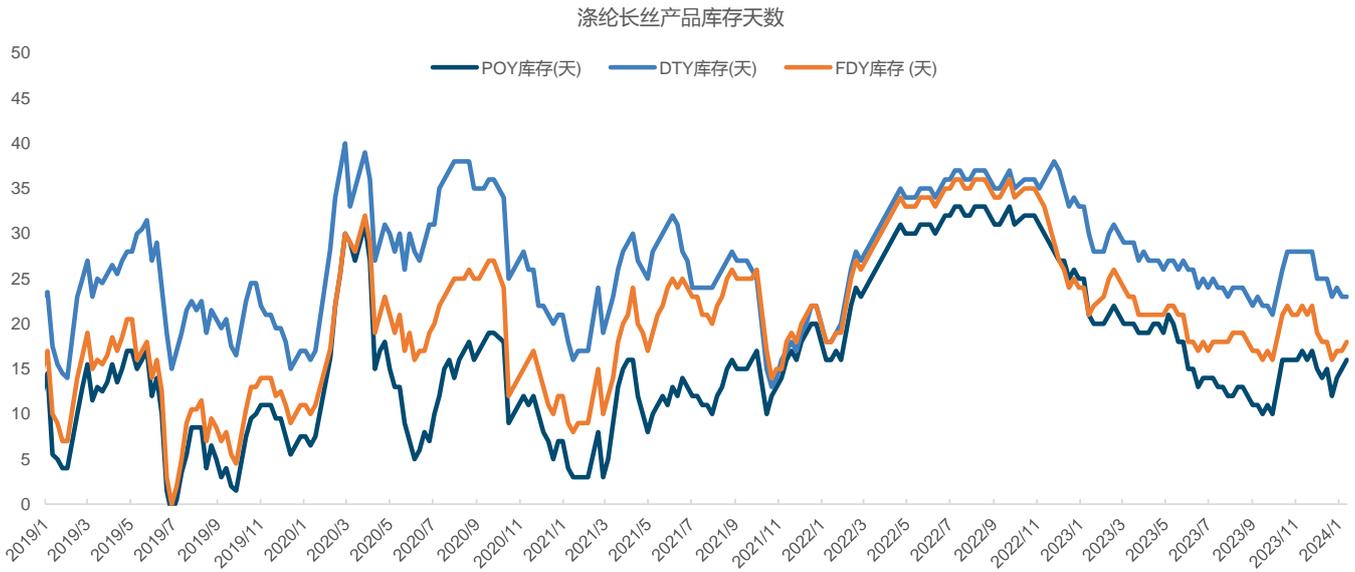
2023 年全年涤纶长丝开工负荷均值为 83.65%，同比+7.00pct，全年维持较高开工负荷水平，其中 Q4 开工负荷均值为 88.15%，环比+0.63pct，涤纶长丝开工负荷持续维持在较高水平。与此同时，2023Q4 POY/FDY/DTY 库存分别为 15.33 天/19.83 天/26.33 天，环比增加 3.41 天/2.14 天/3.18 天，整体上涤纶长丝产品库存仍维持在中低水平。涤纶长丝产销情况持续好转，伴随行业景气回升，公司未来业绩有望得到进一步修复。

图表6: 涤纶长丝开工负荷持续维持在中高水平



来源: 中纤网, 国金证券研究所

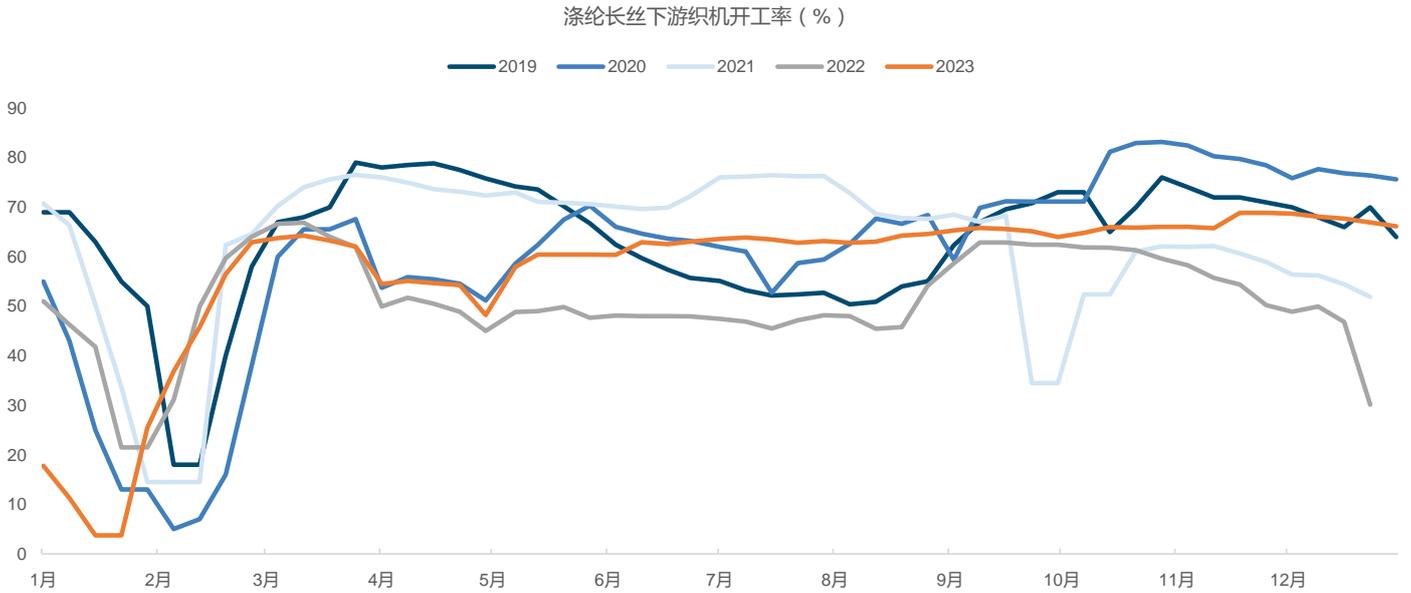
图表7: 2023Q4 涤纶长丝库存持续维持中低水平



来源: 中纤网, 国金证券研究所

涤纶长丝下游消费需求维持较好水平, 2023Q4 下游织机开工率均值达到 66.73%, 同比+12.77pct, 环比+2.62pct。伴随 2024 年长丝消费需求有望持续增长, 公司业绩有望继续修复。

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

2024年1月11日，公司发布公告称公司全资子公司桐乡市中鸿新材料拟以自有资金或自筹资金投资建设新材料项目，总投资200亿元人民币，项目包括年产250万吨差别化聚酯纤维材料、10万吨聚酯薄膜材料。项目共分为两期，其中一期项目投资35亿元，建设周期3年，包括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，二期项目投资尚未规划。

当前涤纶长丝行业产能约为4850万吨/年，2024年新增产能约为116万吨，其中，新凤鸣拥有740万吨涤纶长丝产能，2024年新增产能约为36万吨，而中鸿新材料250万吨项目目前已规划产能仅有65万吨，且建设周期为三年，并不能实质上改变当前涤纶长丝新增产能放缓的趋势，伴随涤纶长丝消费需求回暖，公司作为涤纶长丝龙头企业有望获得盈利弹性。

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) 终端需求恢复不及预期风险：涤纶长丝行业产品多数为中间产品，受制于产业链的供求关系存在超预期变动可能，在考虑油价的同时，下游消费、包装、汽车、基建等宏观经济需求也会对长丝产品的需求造成影响；
- 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) 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；
- 5) 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	7,485	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	-75,474	-82,700	-97,592	存货	1,673	3,222	3,719	4,863	5,329	6,289
%销售收入	95.0%	89.5%	96.3%	93.8%	92.6%	92.1%	其他流动资产	538	911	1,049	1,303	1,375	1,524
毛利	1,836	4,703	1,884	4,965	6,566	8,379	流动资产	6,521	10,954	11,905	15,403	18,459	22,717
%销售收入	5.0%	10.5%	3.7%	6.2%	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	资产总计	28,403	37,508	41,304	48,280	52,790	58,070
%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	12,481	14,545	15,849
息税前利润 (EBIT)	745	3,089	-21	2,544	3,879	5,189	应付款项	3,063	3,583	3,963	6,049	6,628	7,822
%销售收入	2.0%	6.9%	n.a	3.2%	4.3%	4.9%	其他流动负债	804	1,309	985	1,443	1,676	2,033
财务费用	-362	-520	-549	-1,222	-1,511	-1,650	流动负债	10,197	11,754	15,196	19,973	22,849	25,704
%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	-10	-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	其他	16,361	21,084	25,604	31,988	34,864	37,719
投资收益	95	4	22	15	15	15	普通股股东权益	12,042	16,425	15,700	16,292	17,926	20,350
%税前利润	14.8%	0.2%	-4.8%	1.2%	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	1,237	2,373	3,535	未分配利润	6,673	8,700	8,092	8,953	10,587	13,011
营业利润率	1.6%	5.9%	n.a	1.5%	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	负债股东权益合计	28,403	37,508	41,304	48,280	52,790	58,070
税前利润	642	2,673	-466	1,267	2,403	3,565	比率分析						
利润率	1.7%	6.0%	n.a	1.6%	2.7%	3.4%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-39	-419	260	-190	-360	-535	每股指标						
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	0.704	1.335	1.981
净利润	603	2,254	-205	1,077	2,042	3,030	每股净资产	8.626	10.738	10.265	10.652	11.721	13.305
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	3.799	4.938	5.937
归属于母公司的净利润	603	2,254	-205	1,077	2,042	3,030	每股股利	0.130	0.225	0.000	0.141	0.267	0.396
净利率	1.6%	5.0%	n.a	1.3%	2.3%	2.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.01%	13.72%	-1.31%	6.61%	11.39%	14.89%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	2.12%	6.01%	-0.50%	2.23%	3.87%	5.22%
净利润	603	2,254	-205	1,077	2,042	3,030	投入资本收益率	2.89%	8.08%	-0.03%	5.39%	7.52%	9.27%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
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	1,255	1,437	1,548	EBIT 增长率	-57.02%	314.71%	-100.69%	-12009.38%	52.48%	33.79%
营运资金变动	526	-2,062	224	143	73	59	净利润增长率	-55.48%	273.77%	-109.10%	N/A	89.63%	48.35%
经营活动现金净流	3,183	3,143	3,185	5,810	7,553	9,080	总资产增长率	24.03%	32.06%	10.12%	16.89%	9.34%	10.00%
资本开支	-5,971	-6,271	-5,370	-6,659	-5,415	-5,415	资产管理能力						
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
投资活动现金净流	-5,552	-6,154	-5,414	-6,654	-5,400	-5,400	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
其他	-623	-1,007	-1,182	-1,510	-1,891	-2,199	偿债能力						
筹资活动现金净流	3,419	4,813	3,006	2,040	173	-895	净负债/股东权益	71.75%	61.07%	87.22%	99.93%	89.36%	71.44%
现金净流量	1,014	1,813	816	1,196	2,326	2,785	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%	66.25%	66.04%	64.96%

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	2022-08-29	买入	9.99	N/A
2	2022-10-28	买入	8.72	N/A
3	2023-01-31	买入	11.90	N/A
4	2023-03-30	买入	10.56	N/A
5	2023-04-29	买入	10.29	N/A
6	2023-06-27	买入	10.67	N/A
7	2023-08-25	买入	12.50	N/A
8	2023-10-27	买入	12.26	N/A

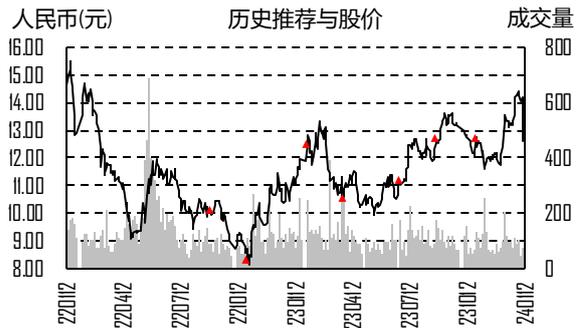
来源：国金证券研究所

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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