

新凤鸣（603225）

2023 年业绩预告点评：长丝扩产落下帷幕，业绩修复有望提速

买入（维持）

2024 年 01 月 15 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

研究助理 何亦桢

执业证书：S0600123050015

heyzh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 50,787 | 66,106 | 71,014 | 73,222 |
| 同比 | 13% | 30% | 7% | 3% |
| 归属母公司净利润（百万元） | -205 | 1,091 | 2,146 | 2,703 |
| 同比 | -109% | 632% | 97% | 26% |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | -0.13 | 0.71 | 1.40 | 1.77 |
| P/E（现价&最新股本摊薄） | - | 17.90 | 9.10 | 7.23 |

关键词：#困境反转 #产品价格上涨

投资要点

- **事件 1:** 公司发布 2023 年业绩预告，预计实现归母净利润 10.3~11.3 亿元，实现扣非归母净利润 8.5~9.5 亿元，同比均扭亏为盈。其中 23Q4 单季度，预计实现归母净利润 1.43~2.43 亿元，同比扭亏为盈，环比下滑 40%~65%，实现扣非归母净利润 1.12~2.12 亿元，同比扭亏为盈，环比下滑 42%~70%，业绩整体符合预期。
- **事件 2:** 公司拟 200 亿元建设年产 250 万吨差别化聚酯纤维材料、10 万吨聚酯膜材料项目（下称“中鸿新材料”项目），项目分两期建设，其中一期投资约 35 亿元，建设 1 套 25 万吨/年阳离子纤维、1 套 40 万吨/年差别化纤维，建设周期为 3 年，投资资金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，二期投资目前尚未规划。
- **长丝价差同比改善，开工率显著抬升:** 1) 根据 Wind 统计，2023 年期间，POY/FDY/DTY 价差分为 1154/1781/2519 元/吨，较 22 年增加 26/144/50 元/吨，同时涤纶长丝年均开工率达到 79.5%，较 22 年增加 5.7pct，考虑到开工率提升带来的单吨固定成本摊薄，以及煤炭、天然气等能源成本回落，长丝单吨盈利改善明显。2) 具体到 23Q4 期间，受需求季节性转淡以及油价波动影响，长丝盈利呈现 V 型走势，但开工率始终维持高位。截至 12 月底，POY/FDY/DTY 价差分别为 1085/1710/2385 元/吨，长丝开工率为 84.9%。
- **纺服需求修复良好，产业链库存维持中低位:** 1) 根据百川盈孚统计，2023 年 1-11 月，国内涤纶长丝表观消费量为 2601 万吨，同比增长 8.2%，涤纶长丝出口量为 312 万吨，同比增长 29.4%。2) 下游方面，终端需求改善带动纺织行业整体回暖，其中 1-11 月期间，国内纺服零售额累计同比增长 11.5%，2023 年织机行业开工率均值较 22 年增加 6.8pct。其中 23Q4 期间，织机开工率达 66.7%，同比增长 13.5pct。3) 库存方面，截至 12 月末，POY/FDY/DTY 库存天数分别为 13.8/16.9/23.8 天，坯布库存天数为 34.7 天，处于近五年中等偏低水平。
- **长丝扩产落下帷幕，新项目建设不改供给格局:** 1) 根据百川盈孚统计，截至 23 年底，我国涤纶长丝产能达 4316 万吨，较 22 年净增长 419 万吨，同比增长 10.8%。但进入 24 年后，行业扩产力度明显放缓，预计全年仅有 115 万吨新产能投放，同时考虑到小产能退出、以及恒逸 75 万吨装置长停，行业产能净增量有望创下近年新低。2) **公司新项目建设不改供给格局。**截至 23 年底，新凤鸣拥有涤纶长丝产能 740 万吨，2024 年计划新增产能 40 万吨，而根据中鸿新材料项目公告，目前实际规划的产能仅 65 万吨，且项目建设周期较长，实际产能落地或在 2025 年及以后，对于行业供给格局冲击较小。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 12.77 |
| 一年最低/最高价 | 9.75/14.54 |
| 市净率(倍) | 1.20 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 19,531.33 |
| 总市值(百万元) | 19,531.33 |

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 10.68 |
| 资产负债率(%，LF) | 66.60 |
| 总股本(百万股) | 1,529.47 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,529.47 |

相关研究

《新凤鸣(603225): 2023 年三季报点评: Q3 业绩再增长, 看好长丝景气修复》

2023-10-26

《新凤鸣(603225): 2023 年半年报点评: 长丝量价齐升, 看好下半年旺季行情开启》

2023-08-24

- **纺服出口边际改善，海外去库有望进一步催化业绩弹性：**1) **纺服出口数据拐点已现。**2023年12月，国内服装出口金额同比下降1.6%（美元计价），降幅环比收窄2.8pct，其中以人民币计价的出口金额已恢复至去年同期水平。纺织品出口金额同比增长1.9%，增速自5月份以来首次回正，其中以人民币计价的出口金额同比增速为3.5%。2) **海外服装去库进程良好。**截至2023年11月，美国批发商服装库存金额同比下降23.3%，库存增速已连续6月为负，库销比水平为2.83，较5月份高点回落约0.43。向后看，随着海外服装去库推进，纺服出口有望持续改善，从而进一步催化长丝弹性。
- **印尼炼化项目有序推进，全产业链布局打开成长空间：**根据此前公告披露，公司拟携手桐昆股份在印尼布局1600万吨/年炼化一体化项目，该项目的布局有助于公司打通产业链的最后一环，也为公司开启大化工和新材料转型提供了平台基础。
- **盈利预测与投资评级：**综合考虑长丝景气修复，我们调整公司2023-2025年归母净利润为10.9/21.5/27.0亿元（此前为12.0/21.8/27.9亿元），按照1月12日收盘价计算，对应PE为17.9/9.1/7.2倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求复苏不及预期，项目审批不及预期，原材料价格波动

新凤鸣三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 11,905 | 21,583 | 25,613 | 30,209 | 营业总收入 | 50,787 | 66,106 | 71,014 | 73,222 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 6,303 | 11,823 | 15,248 | 19,506 | 营业成本(含金融类) | 48,904 | 61,660 | 64,850 | 66,195 |
| 经营性应收款项 | 1,334 | 2,318 | 2,432 | 2,482 | 税金及附加 | 90 | 118 | 126 | 130 |
| 存货 | 3,719 | 6,757 | 7,107 | 7,254 | 销售费用 | 84 | 109 | 118 | 121 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 652 | 813 | 893 | 911 |
| 其他流动资产 | 550 | 685 | 826 | 967 | 研发费用 | 1,078 | 1,277 | 1,444 | 1,486 |
| 非流动资产 | 29,399 | 33,685 | 38,237 | 43,054 | 财务费用 | 549 | 815 | 1,003 | 1,112 |
| 长期股权投资 | 327 | 427 | 527 | 627 | 加:其他收益 | 209 | 221 | 231 | 238 |
| 固定资产及使用权资产 | 22,615 | 26,103 | 29,856 | 33,874 | 投资净收益 | 22 | 29 | 31 | 32 |
| 在建工程 | 3,063 | 3,637 | 4,212 | 4,786 | 公允价值变动 | (21) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1,745 | 1,853 | 1,961 | 2,069 | 减值损失 | 170 | 200 | 160 | 160 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 66 | 83 | 100 | 117 | 营业利润 | (529) | 1,364 | 2,683 | 3,378 |
| 其他非流动资产 | 1,583 | 1,582 | 1,581 | 1,581 | 营业外净收支 | 64 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 41,304 | 55,269 | 63,850 | 73,263 | 利润总额 | (466) | 1,364 | 2,683 | 3,378 |
| 流动负债 | 15,196 | 22,704 | 23,313 | 23,738 | 减:所得税 | (260) | 273 | 537 | 676 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 10,248 | 16,248 | 16,248 | 16,248 | 净利润 | (205) | 1,091 | 2,146 | 2,703 |
| 经营性应付款项 | 3,854 | 4,860 | 5,111 | 5,217 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 563 | 710 | 747 | 763 | 归属母公司净利润 | (205) | 1,091 | 2,146 | 2,703 |
| 其他流动负债 | 530 | 886 | 1,207 | 1,510 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | (0.13) | 0.71 | 1.40 | 1.77 |
| 非流动负债 | 10,408 | 13,208 | 16,008 | 18,808 | EBIT | (21) | 2,129 | 3,584 | 4,380 |
| 长期借款 | 7,356 | 10,156 | 12,956 | 15,756 | EBITDA | 2,520 | 4,619 | 6,269 | 7,260 |
| 应付债券 | 2,393 | 2,393 | 2,393 | 2,393 | 毛利率(%) | 3.71 | 6.73 | 8.68 | 9.60 |
| 租赁负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | (0.40) | 1.65 | 3.02 | 3.69 |
| 其他非流动负债 | 660 | 660 | 660 | 660 | 收入增长率(%) | 13.44 | 30.16 | 7.42 | 3.11 |
| 负债合计 | 25,604 | 35,912 | 39,322 | 42,547 | 归母净利润增长率(%) | (109.10) | 632.15 | 96.69 | 25.92 |
| 归属母公司股东权益 | 15,700 | 19,356 | 24,528 | 30,716 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 15,700 | 19,356 | 24,528 | 30,716 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 41,304 | 55,269 | 63,850 | 73,263 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 3,185 | 1,669 | 5,747 | 6,705 | 每股净资产(元) | 10.09 | 12.48 | 15.86 | 19.91 |
| 投资活动现金流 | (5,414) | (3,968) | (3,976) | (3,975) | 最新发行在外股份(百万股) | 1,529 | 1,529 | 1,529 | 1,529 |
| 筹资活动现金流 | 3,006 | 7,819 | 1,653 | 1,527 | ROIC(%) | (0.03) | 4.06 | 5.50 | 5.78 |
| 现金净增加额 | 816 | 5,520 | 3,425 | 4,258 | ROE-摊薄(%) | (1.31) | 5.64 | 8.75 | 8.80 |
| 折旧和摊销 | 2,541 | 2,490 | 2,685 | 2,880 | 资产负债率(%) | 61.99 | 64.98 | 61.58 | 58.07 |
| 资本开支 | (5,370) | (3,750) | (3,750) | (3,750) | P/E (现价&最新股本摊薄) | - | 17.90 | 9.10 | 7.23 |
| 营运资本变动 | 224 | (2,929) | (275) | (193) | P/B (现价) | 1.27 | 1.02 | 0.81 | 0.64 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>