

新凤鸣 (603225.SH)

业绩扭亏为盈，涤纶长丝供需边际改善

买入

核心观点

公司2023年业绩扭亏为盈。公司发布2023年年度报告，2023年营收614.7亿元（同比+21.0%），归母净利润10.9亿元（同比扭亏为盈），扣非归母净利润9.0亿元（同比扭亏为盈）；其中2023Q4单季度营收172.7亿元（同比+34.5%，环比+7.8%），归母净利润2.0亿元（同比扭亏为盈，环比-51.0%），扣非归母净利润1.6亿元（同比扭亏为盈，环比-55.8%）。2023Q4销售毛利率为4.5%（同比+5.0pct，环比-3.1pct），销售净利率为1.2%（同比+5.0pct，环比-1.4pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为0.2%、1.1%、1.8%、0.6%，总费用率3.6%（同比-0.8pct，环比-1.1pct）。

公司主营产品涤纶长丝产销提升。2023年公司POY/FDY/DTY产量分别为464.95/141.08/74.07万吨（同比+20%/+18%/+13%），销量分别为462.90/142.08/76.58万吨（同比+19%/+20%/+24%）。其中2023四季度POY/FDY/DTY产量分别为128.67/37.05/19.55万吨（同比+53%/+21%/+13%，环比+6%/+2%/-1%）；销量分别为132.60/37.89/22.21万吨（同比+34%/+13%/+14%，环比+14%/+5%/+17%）。2023年公司产能扩张，涤纶长丝产销提升。目前公司拥有涤纶长丝产能740万吨，国内市占率超过12%，今年预计新增40万吨长丝产能。

涤纶长丝盈利修复。2023年公司POY/FDY/DTY不含税平均售价分别为6796/7675/8499元/吨（同比-3%/-0.2%/-2%），毛利率4.91%/11.18%/5.49%（同比+2.17/+4.55/+2.42pct）；同时，主要原材料价格同比下降，PTA/MEG/PX的不含税平均进价为5190/3595/7449元/吨（同比-5%/-11%/-1%）。涤纶长丝行业供给增速放缓，产能集中度进一步提升，下游需求回暖助力长丝盈利修复，看好今年价差同比提升，头部企业盈利回暖。

PTA为产业链一体化中重要一环，短期盈利承压。公司PTA产能500万吨，大部分作为原料自供。2023年公司PTA毛利率-0.36%（同比-1.94pct），PTA供给过剩之下盈利水平偏低，毛利下滑，总体亏损。未来PTA上游PX产能提升，PTA落后产能出清，格局优化，低成本PTA龙头企业盈利将得以回升。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司涤纶长丝业务规模逐步扩大，具备较强的市场竞争力和成本控制能力，我们维持公司2024-2025年归母净利润，新增2026年盈利预测，即2024-2026年归母净利润预测为15.43/22.23/24.68亿元，同比增速+42.1%/+44.0%/+11.0%，对应EPS为1.01/1.45/1.61元，当前股价对应PE为13.7/9.5/8.6X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,787	61,469	65,690	70,223	73,822
(+/-%)	13.4%	21.0%	6.9%	6.9%	5.1%
归母净利润(百万元)	-205	1086	1543	2223	2468
(+/-%)	-109.1%	-629.7%	42.1%	44.0%	11.0%
每股收益(元)	-0.13	0.71	1.01	1.45	1.61
EBIT Margin	-0.0%	2.3%	3.6%	4.4%	4.4%
净资产收益率(ROE)	-1.3%	6.5%	8.6%	11.4%	11.7%
市盈率(PE)	-103.0	19.4	13.7	9.5	8.6
EV/EBITDA	18.7	11.6	9.7	8.5	8.3
市净率(PB)	1.35	1.26	1.18	1.09	1.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学纤维

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

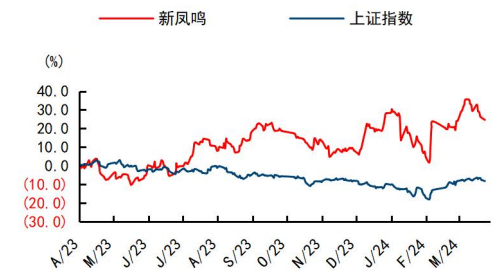
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		13.81元
总市值/流通市值		21122/21122百万元
52周最高价/最低价		15.49/9.75元
近3个月日均成交额		150.17百万元

市场走势



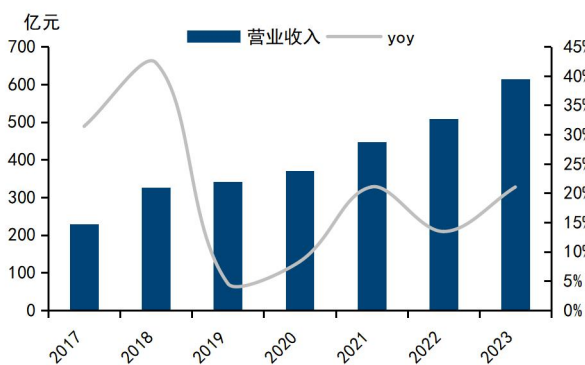
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《新凤鸣(603225.SH)-2023年净利润扭亏为盈，涤纶长丝行业供需边际改善》——2024-01-14
- 《新凤鸣(603225.SH)-2023Q2业绩显著提升，公司持续提质增效》——2023-08-25
- 《新凤鸣(603225.SH)-大股东定增强化信心，长丝景气持续修复》——2023-01-19

公司 2023 年业绩扭亏为盈。公司发布 2023 年年度报告，2023 年营收 614.7 亿元（同比+21.0%），归母净利润 10.9 亿元（同比扭亏为盈），扣非归母净利润 9.0 亿元（同比扭亏为盈）；其中 2023Q4 单季度营收 172.7 亿元（同比+34.5%，环比+7.8%），归母净利润 2.0 亿元（同比扭亏为盈，环比-51.0%），扣非归母净利润 1.6 亿元（同比扭亏为盈，环比-55.8%）。2023Q4 销售毛利率为 4.5%（同比+5.0pct，环比-3.1pct），销售净利率为 1.2%（同比+5.0pct，环比-1.4pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.2%、1.1%、1.8%、0.6%，总费用率 3.6%（同比-0.8pct，环比-1.1pct）。

图1: 新凤鸣营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



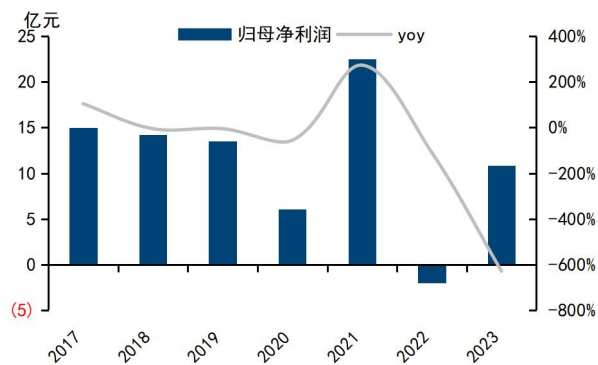
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 新凤鸣单季营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



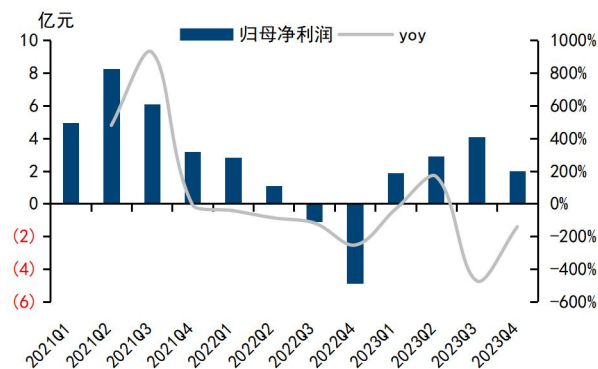
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 新凤鸣归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



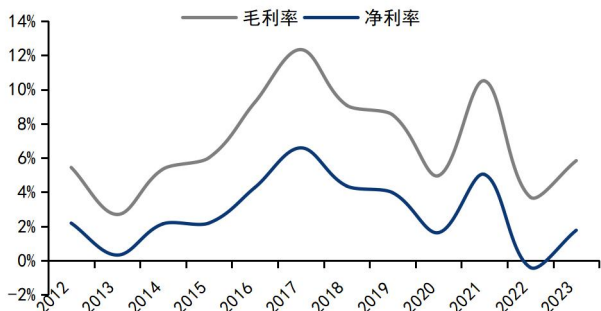
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 新凤鸣单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



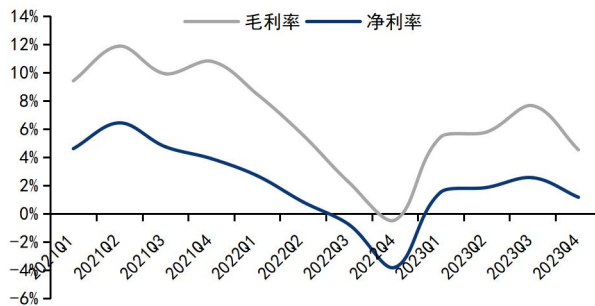
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 新凤鸣毛利率、净利率



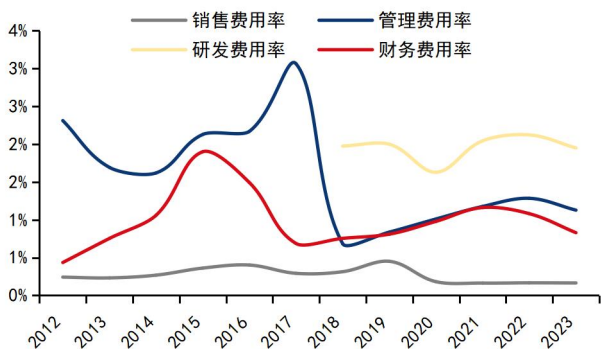
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 新凤鸣季度毛利率、净利率



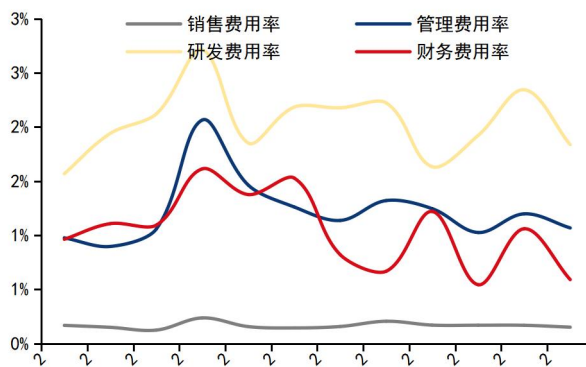
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 新凤鸣销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 新凤鸣季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

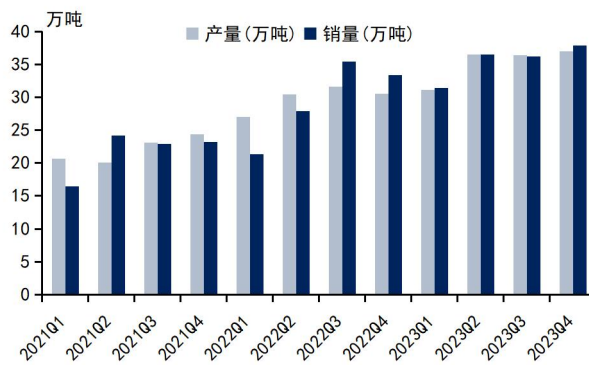
公司主营产品涤纶长丝产销量提升。2023 年公司 POY/FDY/DTY 产量分别为 464.95/141.08/74.07 万吨(同比+20%/+18%/+13%),销量分别为 462.90/142.08/76.58 万吨(同比+19%/+20%/+24%)。其中 2023 四季度 POY/FDY/DTY 产量分别为 128.67/37.05/19.55 万吨(同比+53%/+21%/+13%,环比+6%/+2%/-1%);销量分别为 132.60/37.89/22.21 万吨(同比+34%/+13%/+14%,环比+14%/+5%/+17%)。2023 年公司产能扩张,涤纶长丝产销量提升。目前公司拥有涤纶长丝产能 740 万吨,国内市占率超过 12%,今年预计新增 40 万吨长丝产能。

图9: 新凤鸣 POY 产销量 (万吨)



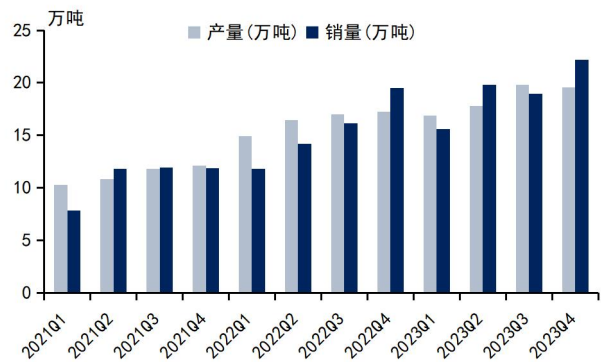
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 新凤鸣 FDY 产销量 (万吨)



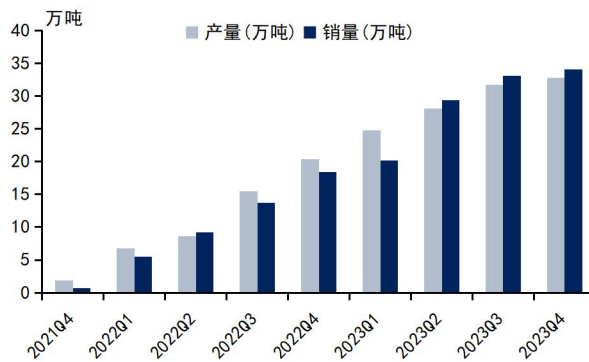
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 新凤鸣 DTY 产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 新凤鸣短纤产销量 (万吨)



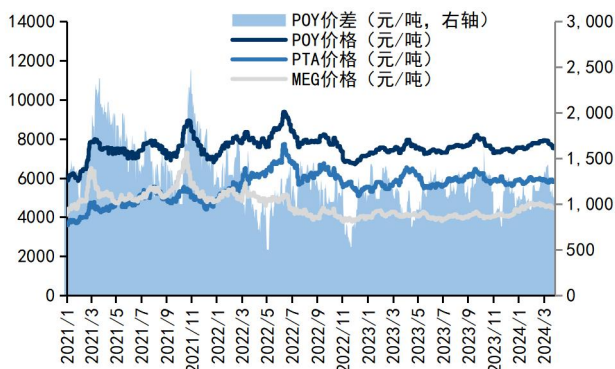
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

涤纶长丝盈利修复。2023 年公司 POY/FDY/DTY 不含税平均售价分别为 6796/7675/8499 元 / 吨 (同 比 -3%/-0.2%/-2%) , 毛 利 率 4.91%/11.18%/5.49% (同 比 +2.17%/+4.55%/+2.42pct) ; 同 时 , 主 要 原 材 料 价 格 同 比 下 降 , PTA/MEG/PX 的 不 含 税 平 均 进 价 为 5190/3595/7449 元 / 吨 (同 比 -5%/-11%/-1%) 。 涤 纶 长 丝 行 业 供 给 增 速 放 缓 , 产 能 集 中 度 进 一 步 提 升 , 下 游 需 求 回 暖 助 力 长 丝 盈 利 修 复 , 看 好 今 年 价 差 同 比 提 升 , 头 部 企 业 盈 利 回 暖 。

涤纶短纤盈利提升, 稳健发展。公司拥有涤纶短纤产能 120 万吨, 国内首位。2023 年短纤产量为 117.31 万吨 (同 比 +129%) , 销 量 为 116.62 万 吨 (同 比 +149%) , 售 价 为 6524 元 / 吨 (同 比 -4%) , 毛 利 率 2.37% (同 比 +0.25pct) , 产 销 量 及 毛 利 率 均 同 比 提 升 。

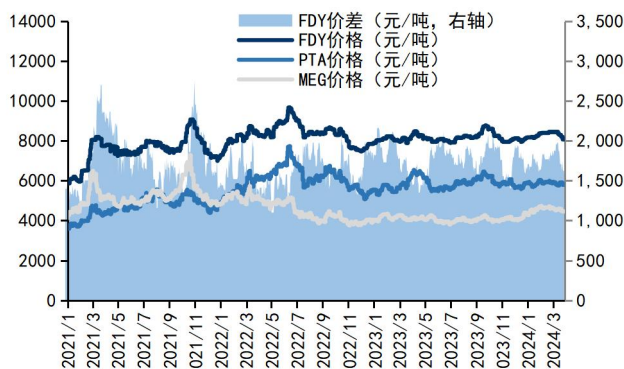
PTA 为产业链一体化中重要一环, 短期盈利承压。公司 PTA 产能 500 万吨, 大部分作为原料自供。2023 年 PTA 产量为 49.07 万吨 (同 比 +45%) , 销 量 为 49.43 万 吨 (同 比 +34%) , 售 价 为 5161 元 / 吨 (同 比 -2%) , 毛 利 率 -0.36% (同 比 -1.94pct) , PTA 供 给 过 剩 之 下 盈 利 水 平 偏 低 , 毛 利 下 滑 , 总 体 亏 损 。 未 来 随 着 国 内 大 炼 化 项 目 陆 续 投 产 , PTA 上 游 PX 产 能 将 提 升 , 减 少 对 外 依 赖 , 也 降 低 其 在 涤 纶 产 业 链 中 利 润 。 同 时 , PTA 行 业 产 能 过 剩 , 面 临 出 清 , 低 成 本 PTA 龙 头 企 业 将 增 加 市 场 份 额 , 行 业 集 中 度 继 续 提 升 , 预 期 盈 利 将 得 以 回 升 。

图13: 涤纶长丝 POY(150D/48F) 价格、价差 (元/吨)



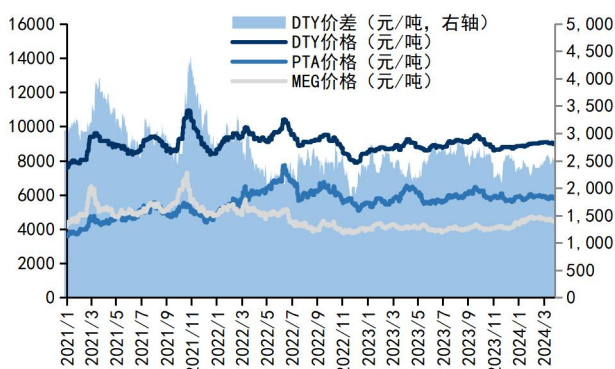
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 涤纶长丝 FDY(150D/96F) 价格、价差 (元/吨)



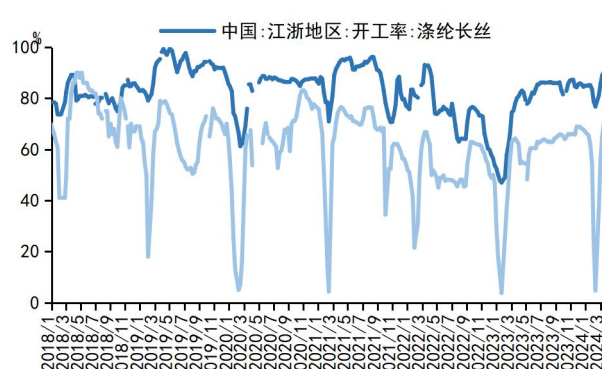
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 涤纶长丝 DTY(150D/48F) 价格、价差 (元/吨)



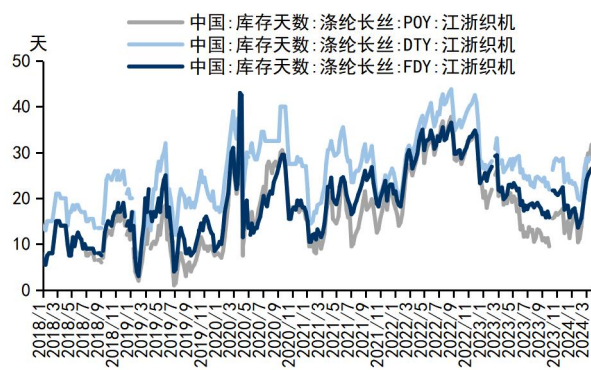
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 江浙地区涤纶长丝及下游织机开工率 (%)



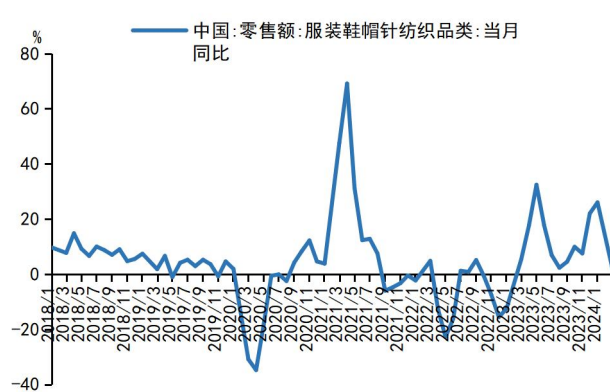
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 江浙织机涤纶长丝库存天数 (天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 中国服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：公司涤纶长丝业务规模逐步扩大，具备较强的市场竞争力和成本控制能力，我们维持公司 2024-2025 年归母净利润，新增 2026 年盈利预测，即 2024-2026 年归母净利润预测为 15.43/22.23/24.68 亿元，同比增速+42.1%/+44.0%/+11.0%，对应 EPS 为 1.01/1.45/1.61 元，当前股价对应 PE 为 13.7/9.5/8.6X，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB
					2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
601233.SH	桐昆股份	买入	13.28	32,019.67	0.1	0.7	1.6	265.6	20.1	8.4	0.9
000301.SZ	东方盛虹	买入	9.92	65,583.24	0.1	0.7	1.5	124.0	13.8	6.6	1.8
000703.SZ	恒逸石化	无评级	6.44	23,610.99	-0.3	0.1	0.3	-22.2	64.4	23.0	1.0
600346.SH	恒力石化	买入	13.23	93,127.29	0.3	1.0	1.2	40.1	13.5	11.5	1.6
603225.SH	新凤鸣	买入	13.81	21,121.98	-0.1	0.7	1.0	-106.2	19.5	13.7	1.3

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2024 年 3 月 25 日，无评级公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6289	8111	8768	13354	17499	营业收入	50787	61469	65690	70223	73822
应收款项	591	1108	929	1026	1151	营业成本	48904	57881	60959	64599	67932
存货净额	3719	4309	4733	4935	5189	营业税金及附加	90	176	151	162	184
其他流动资产	1292	1018	1660	1575	1581	销售费用	84	101	108	116	122
流动资产合计	11905	14549	16095	20897	25425	管理费用	652	693	789	843	864
固定资产	25678	26707	25686	23672	21616	研发费用	1078	1198	1339	1430	1483
无形资产及其他	1745	1737	1651	1564	1477	财务费用	549	510	513	434	338
投资性房地产	1649	1772	1772	1772	1772	投资收益	22	33	20	25	26
长期股权投资	327	374	465	530	597	资产减值及公允价值变动	(186)	(43)	(83)	(104)	(76)
资产总计	41304	45140	45670	48435	50888	其他收入	(873)	(982)	(1339)	(1430)	(1483)
短期借款及交易性金融负债	10248	11168	9426	10281	10292	营业利润	(529)	1116	1768	2559	2849
应付款项	3854	4454	4964	5131	5401	营业外净收支	64	58	48	57	54
其他流动负债	1093	1165	1603	1488	1577	利润总额	(466)	1174	1816	2615	2903
流动负债合计	15196	16786	15993	16899	17270	所得税费用	(260)	88	272	392	435
长期借款及应付债券	9749	10376	10376	10376	10376	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	660	1180	1423	1725	2081	归属于母公司净利润	(205)	1086	1543	2223	2468
长期负债合计	10408	11557	11799	12102	12457	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	25604	28343	27792	29001	29727	净利润	(205)	1086	1543	2223	2468
少数股东权益	0	1	1	1	1	资产减值准备	147	(82)	1	(5)	(7)
股东权益	15700	16796	17876	19432	21160	折旧摊销	2524	2841	2698	2840	2910
负债和股东权益总计	41304	45140	45670	48435	50888	公允价值变动损失	186	43	83	104	76
						财务费用	549	510	513	434	338
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	459	154	305	135	322
每股收益	(0.13)	0.71	1.01	1.45	1.61	其它	(147)	82	(1)	5	7
每股红利	0.67	0.52	0.30	0.44	0.48	经营活动现金流	2964	4123	4630	5302	5776
每股净资产	10.27	10.98	11.69	12.71	13.83	资本开支	0	(3673)	(1674)	(837)	(837)
ROIC	-0.66%	2.48%	4%	7%	8%	其它投资现金流	(12)	10	(3)	(2)	2
ROE	-1.31%	6.47%	9%	11%	12%	投资活动现金流	(67)	(3710)	(1768)	(903)	(903)
毛利率	4%	6%	7%	8%	8%	权益性融资	39	1	0	0	0
EBIT Margin	-0%	2%	4%	4%	4%	负债净变化	829	524	0	0	0
EBITDA Margin	5%	7%	8%	8%	8%	支付股利、利息	(1022)	(791)	(463)	(667)	(740)
收入增长	13%	21%	7%	7%	5%	其它融资现金流	(1907)	1941	(1742)	855	11
净利润增长率	-109%	-630%	42%	44%	11%	融资活动现金流	(2255)	1409	(2205)	188	(729)
资产负债率	62%	63%	61%	60%	58%	现金净变动	643	1822	656	4587	4144
股息率	4.8%	3.7%	2.2%	3.2%	3.5%	货币资金的期初余额	5647	6289	8111	8768	13354
P/E	(103.0)	19.4	13.7	9.5	8.6	货币资金的期末余额	6289	8111	8768	13354	17499
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	企业自由现金流	0	634	3321	4749	5147
EV/EBITDA	18.7	11.6	9.7	8.5	8.3	权益自由现金流	0	3099	1143	5234	4870

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032