

新凤鸣（603225）

2023 年年报点评：净利润扭亏为盈，看好 24 年长丝供需格局改善

买入（维持）

2024 年 03 月 26 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	50,787	61,469	74,535	75,977	73,307
同比	13.44%	21.03%	21.26%	1.93%	-3.51%
归母净利润（百万元）	-205.54	1,086.15	2,017.39	2,531.45	2,756.00
同比	-109.12%	628.44%	85.74%	25.48%	8.87%
EPS-最新摊薄（元/股）	-0.13	0.71	1.32	1.66	1.80
P/E（现价&最新摊薄）	-	19.45	10.47	8.34	7.66

关键词：#一体化 #业绩符合预期

投资要点

■ **事件：**公司发布 2023 年年报，实现营业收入 615 亿元，同比+21%，归母净利润 10.9 亿元，同比扭亏为盈。其中 Q4 单季度，实现营业收入 173 亿元，同比+34%，环比+8%，归母净利润 2.0 亿元，同比扭亏为盈，环比-51%，业绩符合预期。

■ **23 年经营回顾：聚酯景气回升，PTA 承压运行。**1) **长丝：**2023 年公司实现长丝销售 682 万吨，同比+112 万吨，其中 POY/FDY/DTY 销量分别为 463/142/77 万吨，占比分别为 68%/21%/11%。价格方面，公司 POY/FDY/DTY 不含税售价分别为 6796/7675/8499 元/吨，同比-205/-18/-173 元/吨。按公告披露的产品和原材料价格测算（下同），23 年 POY/FDY/DTY 单吨价差为 1154/2033/2856 元/吨，同比+164/+351/+196 元/吨。2) **短纤：**2023 年公司实现短纤销售 117 万吨，同比+70 万吨，不含税售价为 6524 元/吨，同比-238 元/吨，较原材料价差为 882 元/吨，同比+131 元/吨。3) **PTA：**2023 年公司 PTA 不含税售价为 5161 元/吨，同比-97 元/吨，PX 原料进价为 7449 元/吨，同比-92 元/吨，PTA 较原材料价差为 282 元/吨，同比-37 元/吨。

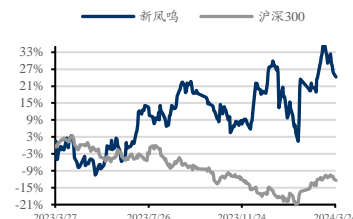
■ **长丝产能增长放缓，新项目建设不改供给格局。**1) 根据百川盈孚统计，截至 23 年底，我国涤纶长丝产能达 4316 万吨，较 22 年净增长 419 万吨，同比增长 10.8%。向后看，24/25 年行业新增产能预计分别为 90/155 万吨，同时考虑到落后产能退出，行业扩产速度将有明显放缓。2) 公司新项目建设不改供给格局。截至 23 年底，新凤鸣拥有涤纶长丝产能 740 万吨，24 年计划新增产能 40 万吨。同时根据中鸿项目公告，公司一期建设规模仅 65 万吨，预计将于 2025 年逐步落地，对于行业供给格局的冲击较小。

■ **行业开工率持续回升，出口回暖有望催化业绩弹性。**1) 根据 Wind 数据，截至 3 月 21 日，涤纶长丝行业开工率为 90.54%，下游织机行业开工率为 71.94%，均处于历史同期中高位。2) 出口方面，2024 年 1-2 月，国内服装出口金额累计同比增长 13.1%，纺织品出口金额累计同比增长 15.5%，均扭转了 2023 年的下滑态势。与此同时，海外服装去库进程良好。截至 2024 年 1 月，美国批发商服装库存金额同比下降 22%，库存增速已连续 8 月为负，库销比为 2.57，环比下降 0.16。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。

■ **盈利预测与投资评级：**综合考虑项目投产节奏，我们调整公司 2024-2025 年归母净利润为 20.2/25.3 亿元（此前为 21.5/27.0 亿元），同时新增 2026 年归母净利润为 27.6 亿，按照 3 月 25 日收盘价计算，对应 PE 为 10.5/8.3/7.7 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.81
一年最低/最高价	9.75/15.49
市净率(倍)	1.29
流通 A 股市值(百万元)	21,121.98
总市值(百万元)	21,121.98

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 年业绩预告点评：长丝扩产落下帷幕，业绩修复有望提速》

2024-01-15

《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

新凤鸣三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14,549	19,944	24,942	29,809	营业总收入	61,469	74,535	75,977	73,307
货币资金及交易性金融资产	8,114	11,455	16,221	21,259	营业成本(含金融类)	57,881	68,578	69,317	66,358
经营性应收款项	1,679	2,245	2,273	2,211	税金及附加	176	214	218	210
存货	4,309	5,637	5,697	5,454	销售费用	101	123	125	121
合同资产	0	0	0	0	管理费用	693	899	886	869
其他流动资产	447	608	751	885	研发费用	1,198	1,520	1,548	1,472
非流动资产	30,591	30,944	31,296	31,649	财务费用	510	765	875	977
长期股权投资	374	474	574	674	加:其他收益	214	246	276	266
固定资产及使用权资产	25,016	24,258	23,500	24,243	投资净收益	33	40	41	39
在建工程	1,692	2,692	3,692	3,192	公允价值变动	40	0	0	0
无形资产	1,737	1,730	1,723	1,715	减值损失	79	200	160	160
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	57	74	91	108	营业利润	1,116	2,522	3,164	3,445
其他非流动资产	1,715	1,716	1,716	1,717	营业外净收支	58	0	0	0
资产总计	45,140	50,888	56,239	61,458	利润总额	1,174	2,522	3,164	3,445
流动负债	16,786	18,061	18,425	18,432	减:所得税	88	504	633	689
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,168	11,168	11,168	11,168	净利润	1,086	2,017	2,531	2,756
经营性应付款项	4,454	5,277	5,334	5,106	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	486	575	582	557	归属母公司净利润	1,086	2,017	2,531	2,756
其他流动负债	679	1,041	1,341	1,601	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.71	1.32	1.66	1.80
非流动负债	11,557	14,357	17,157	19,957	EBIT	1,419	3,201	3,883	4,277
长期借款	7,879	10,679	13,479	16,279	EBITDA	4,277	6,028	6,709	7,103
应付债券	2,497	2,497	2,497	2,497	毛利率(%)	5.84	7.99	8.77	9.48
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	1.77	2.71	3.33	3.76
其他非流动负债	1,180	1,180	1,180	1,180	收入增长率(%)	21.03	21.26	1.93	(3.51)
负债合计	28,343	32,418	35,581	38,389	归母净利润增长率(%)	628.44	85.74	25.48	8.87
归属母公司股东权益	16,796	20,469	24,656	30,568					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	16,797	20,470	24,657	30,569					
负债和股东权益	45,140	52,888	60,239	68,958					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,659	4,750	6,261	6,660	每股净资产(元)	10.81	13.21	15.95	19.81
投资活动现金流	(3,422)	(3,269)	(3,278)	(3,280)	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	565	1,859	1,784	1,658	ROIC(%)	3.55	6.16	6.43	6.09
现金净增加额	862	3,341	4,766	5,038	ROE-摊薄(%)	6.47	9.86	10.27	9.02
折旧和摊销	2,858	2,826	2,826	2,826	资产负债率(%)	62.79	63.70	63.27	62.46
资本开支	(3,277)	(3,062)	(3,062)	(3,062)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.45	10.47	8.34	7.66
营运资本变动	(1,040)	(1,060)	(149)	(101)	P/B(现价)	1.28	1.05	0.87	0.70

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>