

2024 年 03 月 27 日

新凤鸣（603225.SH）

2023 年扭亏为盈，看好长丝持续回升

投资要点

- ◆ **事件：** 新凤鸣发布 2023 年报，2023 年实现收入 614.69 亿元，同比增长 21.03%；归母净利润 10.86 亿元，扭亏为盈同比增长 629.7%（调整前）；扣非归母净利润 9.01 亿元，同比增长 337.4%；2023 年毛利率 5.84%，同比提升 2.13pct。其中，2023Q4 实现收入 172.69 亿元，同比增长 34.5%；归母净利润 1.99 亿元，扭亏为盈同比增长 140.8%；扣非归母净利润 1.63 亿元，同比增长 129.2%；毛利率 4.52%，同比提升 4.98pct。
- ◆ **产能释放叠加价差改善，长丝量率齐升业绩扭亏为盈。** 2022 年受原料成本大幅上涨以及宏观经济下行影响，市场需求发生阶段性萎缩，公司产销与价差受到拖累。2023 年随着国内稳增长政策的持续发力，行业供需边际明显改善，公司产销与价差有所扩大，景气度提升。得益于产能释放，产品销量显著增长。销量方面：2023 年涤纶长丝销量 681.6 万吨同比增长 19.8%，其中 POY/FDY/DTY 销量分别为 462.9/142.1/76.6 万吨，分别同比增长 18.9%/20.3%/24.3%，短纤销量 116.6 万吨同比增长 149.2%。价格方面：2023 年公司 POY/FDY/DTY/短纤产品均价分别为 6795.8/7675.3/8498.6/6523.7 元/吨（不含税），分别同比变动 -2.9%/-0.2%/-2.0%/-3.5%；同期主要原料 PTA/MEG 价格分别为 5190.4/3595.0 元/吨（不含税），分别同比变动 -4.7%/-11.1%。毛利率方面：原料降幅大于产品降幅，价差扩大，毛利率提升，2023 年公司 POY/FDY/DTY/短纤毛利率分别为 4.9%/11.2%/5.5%/2.4%，分别同比提升 2.17pct/4.55pct/2.42pct/0.25pct。
- ◆ **涤纶长丝供给放缓，盈利有望持续修复。** 据百川数据，涤纶长丝行业产能从 2017 年的 2246 万吨稳步增长至 2022 年 3897 万吨，2023 年迎来投产大年，新增投产达到 447 万吨其中上半年投产 317 万吨，预计 2024 年新增仅 145 万吨其中 115 万吨在下半年陆续投放，预计 2025 年新增 305 万吨其中 240 万吨集中在四季度投放。投产高峰已过，未来尤其 2025 年上半年前新增产能显著放缓，杭州逸璟 75 万吨产能关停搬迁也将在一段时间内影响行业供需，行业供给进一步收紧。行业 CR5 占比 59%，新增产能主要集中在大厂，集中度进一步提升，供需格局优化，盈利有望持续修复。
- ◆ **稳步扩张，深化一体化布局。** 公司已形成“PTA—聚酯—纺丝—加弹”产业链一体化和规模化的经营格局，成为全国化纤行业的龙头企业之一。截至目前公司涤纶长丝产能达到 740 万吨，市场占有率超 12%，国内民用涤纶长丝行业第二。公司预计将在 2024 年新增 40 万吨涤纶长丝，2025 年新增 65 万吨差别化长丝，未来长丝产能规划指标清晰，建设要素充足，公司的长丝综合竞争力有望得到进一步的提升；涤纶短纤 120 万吨，国内涤纶短纤产量位居第一，短纤效益也在销售市场逐步开拓以

公司分析

石油石化 | 其他石化III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2024-03-26)

13.58 元

交易数据

总市值（百万元）	20,770.20
流通市值（百万元）	20,770.20
总股本（百万股）	1,529.47
流通股本（百万股）	1,529.47
12 个月价格区间	14.80/10.05

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.05	-4.48	38.21
绝对收益	1.57	2.11	26.21

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001

luohongyong@huajinsec.cn

相关报告



及产能逐步释放、工艺技术的不断改进中稳步提升，后续公司将利用原材料自供、设备后发优势以及基地化规模等优势进一步提升短纤效益，以巩固和提高化纤行业地位。纵向发展方面，目前公司 PTA 实际总产能已达到 500 万吨，公司在有效自供 PTA 原料的基础上灵活把握部分 PTA 对外销售的量。PTA 基地正在建设发展成 PTA-聚酯一体化基地，从而将进一步降低公司涤纶长丝的生产成本。规划了 540 万吨的 PTA 项目，引进 KTS 公司 PTA P8++ 技术，在成本、能耗、产品性能等方面具有较强的技术优势，更优于作为纺丝用聚酯原料，有利于后续聚酯化纤产品向高档差别化纤维发展。预计到 2026 年上半年，公司 PTA 产能将达到 1000 万吨。

◆ **投资建议：**2023 年下半年起涤纶长丝行业新增供给放缓，且新增主要集中在大厂，行业集中度逐步提高，供需格局优化，盈利有望持续改善。新凤鸣作为龙头企业之一，有望受益涤纶长丝景气回升带来业绩弹性。预计公司 2024-2026 年收入分别为 680.39/734.56/773.38 亿元，同比增长 10.7%/8.0%/5.3%，归母净利润分别为 20.13/25.03/29.52 亿元，同比增长 85.3%/24.4%/17.9%，对应 PE 分别为 10.3x/8.3x/7.0x；首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**新增扩产超预期；下游需求不及预期；原材料大幅波动；项目建设不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,787	61,469	68,039	73,456	77,338
YoY(%)	13.4	21.0	10.7	8.0	5.3
归母净利润(百万元)	-205	1,086	2,013	2,503	2,952
YoY(%)	-109.1	629.7	85.3	24.4	17.9
毛利率(%)	3.7	5.8	8.0	8.9	9.6
EPS(摊薄/元)	-0.13	0.71	1.32	1.64	1.93
ROE(%)	-1.3	6.5	10.7	11.8	12.3
P/E(倍)	-101.3	19.1	10.3	8.3	7.0
P/B(倍)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
净利率(%)	-0.4	1.8	3.0	3.4	3.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

长丝：公司涤纶长丝产能 740 万吨，预计 2024-2025 年分别新增 40/65 万吨产能，预计 2024-2026 年长丝销量分别为 750/800 /830 万吨，假设 POY/FDY/DTY 销量占长丝比与 2023 年保持一致。毛利率因行业供需格局改善有所提升，预计 2024-2026 年 POY 毛利率分别为 7.86%/9.03%/9.76%，FDY 毛利率分别为 13.46%/14.38%/15.34%，DTY 毛利率分别为 7.56%/8.52%/9.50%。

短纤：公司短纤产能 120 万吨，暂未看到明确扩产计划，预计 2024-2026 年短纤销量为 120/120/120 万吨，毛利率分别为 2.50%/2.54%/2.55%。

PTA：公司当前 PTA 产能 500 万吨，规划了 540 万吨产能项目，预计 2026 上半年 PTA 产能达 1000 万吨。PTA 主要用于自用，并灵活采购和外售，因行业仍在扩产盈利承压，预计毛利率低位波动。预计 2024-2026 年 PTA 外销量为 50/50/50 万吨，毛利率分别为 0.96%/1.05%/1.13%。

表 1：公司业务分拆和预测

新凤鸣	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计					
收入（百万元）	50787.33	61468.60	68038.52	73455.52	77338.04
YoY(%)	13.44%	21.03%	10.69%	7.96%	5.29%
毛利率(%)	3.71%	5.84%	7.96%	8.92%	9.64%
POY					
收入（百万元）	27264.45	31457.97	35700.00	39168.00	41652.72
YoY(%)	2.18%	15.38%	13.48%	9.71%	6.34%
毛利率(%)	2.74%	4.91%	7.86%	9.03%	9.76%
FDY					
收入（百万元）	9086.45	10904.93	12285.00	13440.00	14205.45
YoY(%)	45.22%	20.01%	12.66%	9.40%	5.70%
毛利率(%)	6.63%	11.18%	13.46%	14.38%	15.34%
DTY					
收入（百万元）	5343.40	6508.01	7095.00	7744.00	8171.35
YoY(%)	40.03%	21.80%	9.02%	9.15%	5.52%
毛利率(%)	3.07%	5.49%	7.56%	8.52%	9.50%
短纤					
收入（百万元）	3164.41	7608.07	7920.00	8040.00	8220.00
YoY(%)	7826.16%	140.43%	4.10%	1.52%	2.24%
毛利率(%)	2.12%	2.37%	2.50%	2.54%	2.55%
PTA					
收入（百万元）	1939.19	2551.10	2600.00	2625.00	2650.00
YoY(%)	-50.80%	31.55%	1.92%	0.96%	0.95%
毛利率(%)	1.58%	-0.36%	0.96%	1.05%	1.13%
其他					
收入（百万元）	3989.43	2438.52	2438.52	2438.52	2438.52
YoY(%)	-1.06%	-38.88%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	6.80%	12.10%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、估值对比

我们选择涤纶长丝行业桐昆股份、恒逸石化、东方盛虹、恒力石化、荣盛石化作为可比公司，2023-2025 可比公司平均 PE 分别为 39.1x/13.9x/9.6x，新凤鸣对应 PE 分别为 19.1x/10.3x/8.3x。公司为国内涤纶长丝龙头之一，受益于行业景气回升，当前估值较有吸引力。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601233.SH	桐昆股份	13.28	320	0.58	1.54	2.18	23.0	8.6	6.1
000703.SZ	恒逸石化	6.48	238	0.10	0.28	0.42	66.5	23.6	15.3
000301.SZ	东方盛虹	10.05	664	0.44	0.85	1.21	23.0	11.9	8.3
600346.SH	恒力石化	13.43	945	1.10	1.54	1.89	12.2	8.7	7.1
002493.SZ	荣盛石化	10.97	1,111	0.15	0.65	0.97	71.0	16.9	11.3
平均值							39.1	13.9	9.6
603225.SH	新凤鸣	13.58	208	0.71	1.32	1.64	19.1	10.3	8.3

资料来源：数据截止 2024 年 3 月 26 日，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

注：新凤鸣 2023 年数据为披露数据，可比公司未发 2023 年报采用市场一致预期

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11905	14549	18539	19530	21780	营业收入	50787	61469	68039	73456	77338
现金	6289	8111	12130	12274	14795	营业成本	48904	57881	62625	66901	69884
应收票据及应收账款	576	965	741	1101	838	营业税金及附加	90	176	139	164	172
预付账款	501	354	593	429	647	营业费用	84	101	115	122	129
存货	3719	4309	4377	4902	4791	管理费用	652	693	782	845	889
其他流动资产	820	810	699	824	709	研发费用	1078	1198	1317	1479	1547
非流动资产	29399	30591	32936	36831	39329	财务费用	549	510	499	563	590
长期投资	327	374	449	528	615	资产减值损失	-170	-79	-96	-119	-148
固定资产	22615	25016	27001	30136	32097	公允价值变动收益	-21	40	1	5	6
无形资产	1745	1737	1902	2043	2155	投资净收益	22	33	39	24	30
其他非流动资产	4711	3464	3585	4124	4462	营业利润	-529	1116	2504	3294	4014
资产总计	41304	45140	51475	56361	61108	营业外收入	73	61	62	59	64
流动负债	15196	16786	21004	22785	24302	营业外支出	9	3	9	9	8
短期借款	8491	9202	12500	13000	13500	利润总额	-466	1174	2557	3343	4070
应付票据及应付账款	3854	4454	4535	5067	4964	所得税	-260	88	544	839	1118
其他流动负债	2850	3131	3969	4718	5838	税后利润	-205	1086	2013	2503	2952
非流动负债	10408	11557	11661	12399	12797	少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
长期借款	9749	10376	10481	11218	11616	归属母公司净利润	-205	1086	2013	2503	2952
其他非流动负债	660	1180	1180	1180	1180	EBITDA	2984	4966	5963	7316	8606
负债合计	25604	28343	32665	35184	37098	主要财务比率					
少数股东权益	0	1	1	1	1	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1529	1529	1529	1529	1529	成长能力					
资本公积	5709	5710	5710	5710	5710	营业收入(%)	13.4	21.0	10.7	8.0	5.3
留存收益	8435	9521	11305	13642	16462	营业利润(%)	-120.0	310.9	124.4	31.5	21.9
归属母公司股东权益	15700	16796	18808	21176	24008	归属于母公司净利润(%)	-109.1	629.7	85.3	24.4	17.9
负债和股东权益	41304	45140	51475	56361	61108	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	3.7	5.8	8.0	8.9	9.6
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率(%)	-0.4	1.8	3.0	3.4	3.8
经营活动现金流	3185	3659	5266	5602	7312	ROE(%)	-1.3	6.5	10.7	11.8	12.3
净利润	-205	1086	2013	2503	2952	ROIC(%)	0.5	4.9	6.0	6.5	6.8
折旧摊销	2541	2858	2499	2970	3482	偿债能力					
财务费用	549	510	499	563	590	资产负债率(%)	62.0	62.8	63.5	62.4	60.7
投资损失	-22	-33	-39	-24	-30	流动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
营运资金变动	227	-1049	294	-406	324	速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
其他经营现金流	96	287	-1	-5	-6	营运能力					
投资活动现金流	-5414	-3422	-4804	-6836	-5944	总资产周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3
筹资活动现金流	3006	565	3557	1379	1153	应收账款周转率	91.4	79.8	79.8	79.8	79.8
每股指标(元)						应付账款周转率	13.4	13.9	13.9	13.9	13.9
每股收益(最新摊薄)	-0.13	0.71	1.32	1.64	1.93	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	2.39	3.44	3.66	4.78	P/E	-101.3	19.1	10.3	8.3	7.0
每股净资产(最新摊薄)	10.09	10.81	12.12	13.67	15.52	P/B	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	11.8	7.1	5.9	5.1	4.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn