

新凤鸣 (603225.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩持续复苏的长丝龙头!

业绩简评

新凤鸣于 2024 年 4 月 25 日发布公司 2024 年第一季度报告，2024Q1 公司实现营业收入 144.52 亿元，同比增加 15.53%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比增加 45.25%。公司业绩符合预期。

经营分析

长丝下游消费需求恢复良好，长丝开工负荷维持较高水平：

2024Q1 下游织机开工率均值达到 54.95%，同比+15.15pct，尤其为春节后下游织机开工率迅速回升，相较于 2023 年年初显著改善。2024 年以来涤纶长丝开工负荷维持在较高水平。2024Q1 涤纶长丝开工负荷均值为 86.76%，同比+13.31pct。

产品销售情况良好，长丝库存维持合理水平：公司 2024Q1 涤纶长丝产品销量达 157.82 万吨，同比增加 8.80%，涤纶长丝产品销售收入达 114.50 亿元，同比增加 19.96%产品销售情况良好。与此同时，涤纶长丝库存维持合理水平，2024Q1 POY/FDY/DTY 库存水平平均值分别为 20 天/20.5 天/25 天，分别环比增加 4.67 天/增加 0.71 天/减少 1.33 天，整体维持合理库存水平，伴随行业景气持续回升，公司生产经营活动有望保持平稳运行。

长丝价差水平维持稳定，伴随行业供需改善公司有望获得显著业绩弹性：2024Q1 POY/FDY/DTY 产品价差均值分别为 1007 元/1581 元/2170 元/吨，分别环比减少 1.55%/0.55%/2.19%。2024 年涤纶长丝市场新投放产能有限，行业拐点临近，公司现有 740 万吨涤纶长丝产能，2024 年新投放产能预计 40 万吨。伴随终端消费需求回暖，行业供需边际明显改善，涤纶长丝产品价差有望进一步修复，公司有望获得显著业绩弹性。

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，但是当前涤纶长丝价差仍在持续修复中，因此我们下调 2024 年盈利预测，下调比例为 11%。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 18 亿元/30 亿元/40 亿元，对应 EPS 分别为 1.18 元/1.97 元/2.61 元，对应 PE 为 11.7X/7.0X/5.3X，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

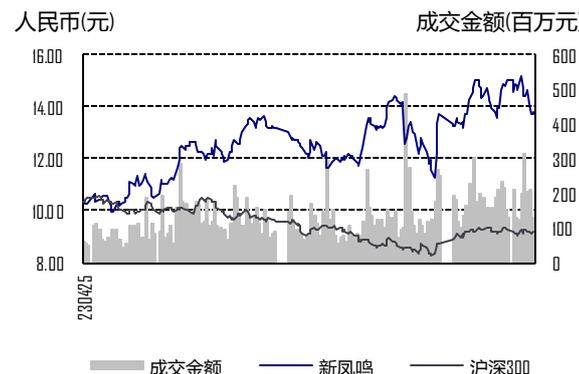
分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.82 元

相关报告：

- 《新凤鸣公司点评：业绩有望持续回暖！》，2024.3.25
- 《新凤鸣公司点评：长丝龙头蓄势待发！！》，2024.1.13
- 《新凤鸣公司点评：长丝需求持续修复，未来可期！》，2023.10.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,787	61,469	89,335	105,036	132,290
营业收入增长率	13.44%	21.03%	45.33%	17.58%	25.95%
归母净利润(百万元)	-205	1,086	1,804	3,007	4,002
归母净利润增长率	-109.10%	-629.68%	66.09%	66.67%	33.10%
摊薄每股收益(元)	-0.134	0.710	1.179	1.966	2.617
每股经营性现金流净额	2.08	2.39	4.04	5.55	7.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	-1.31%	6.47%	10.09%	15.28%	17.92%
P/E	-81.15	20.00	11.72	7.03	5.28
P/B	1.06	1.29	1.18	1.07	0.95

来源：公司年报、国金证券研究所

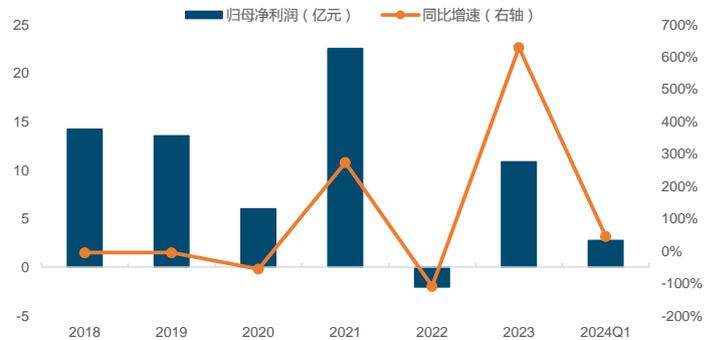
1、业绩有望持续回暖，Q1 业绩基本符合预期

新凤鸣于 2024 年 4 月 25 日发布公司 2024 年第一季度报告，2024Q1 公司实现营业收入 144.52 亿元，同比增加 15.53%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比增加 45.25%。公司业绩符合预期。

图表 1: 2024Q1 公司营业收入同比增加 15.53%



图表 2: 2024Q1 公司归母净利润同比增加 45.25%



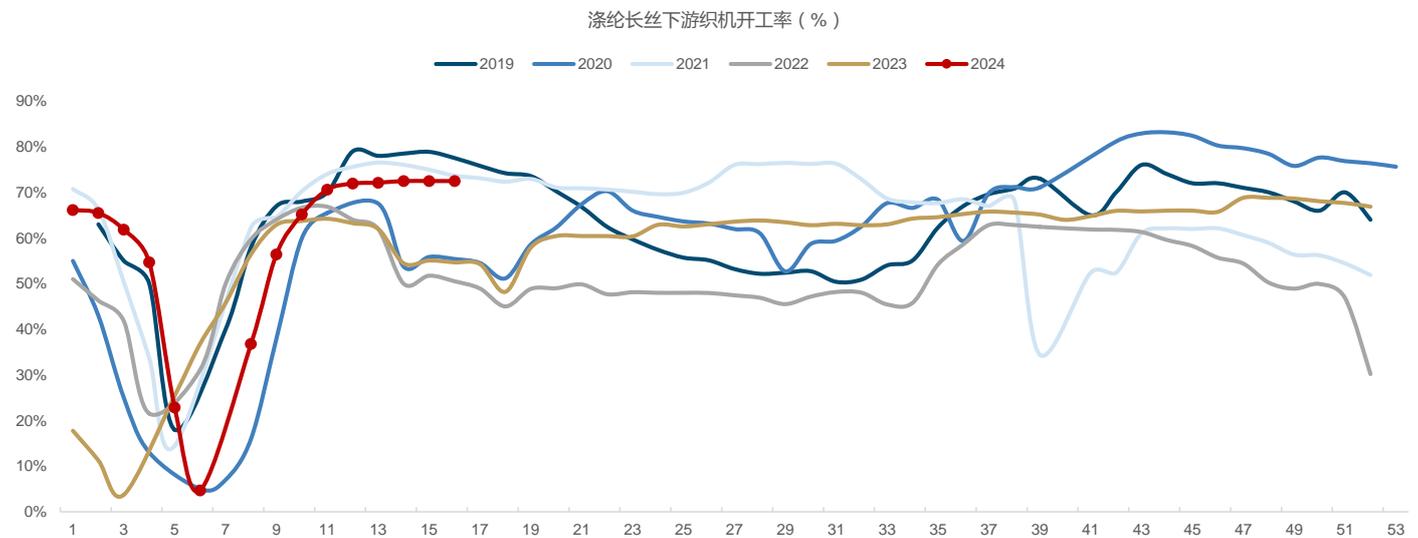
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

涤纶长丝下游消费需求良好修复，2024Q1 下游织机开工率均值达到 54.95%，同比+15.15pct，尤其为春节后下游织机开工率迅速回升，相较于 2023 年年初显著改善。

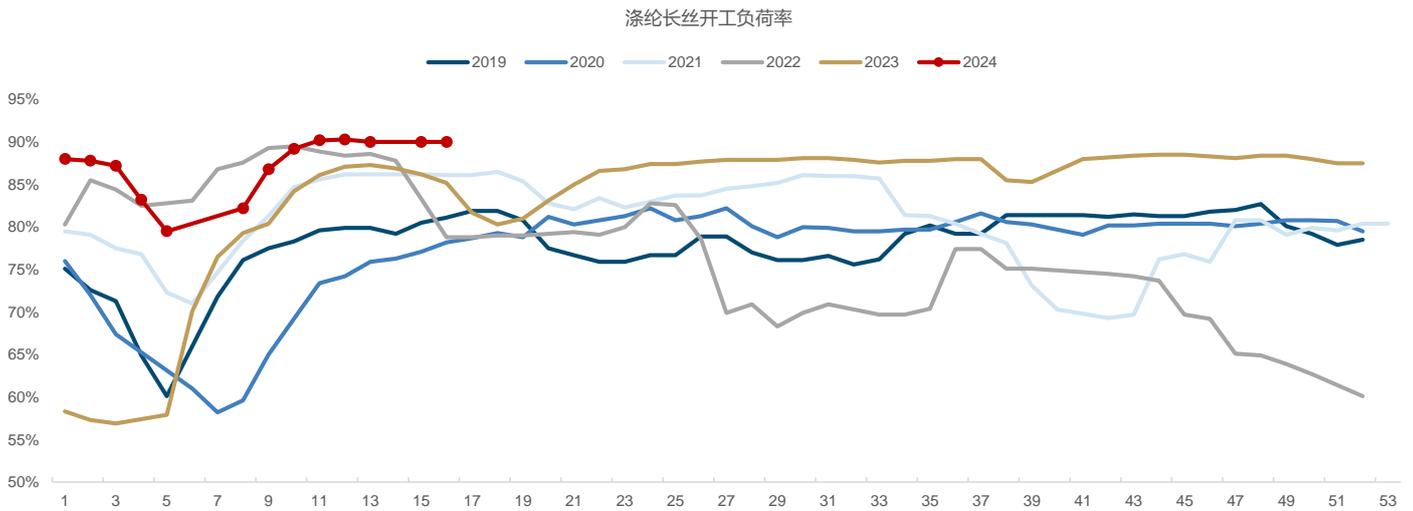
2024 年以来涤纶长丝开工负荷维持在较高水平。2024Q1 涤纶长丝开工负荷均值为 86.76%，同比+13.31pct。

图表 3: 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

图表4：涤纶长丝开工负荷持续维持在较高水平

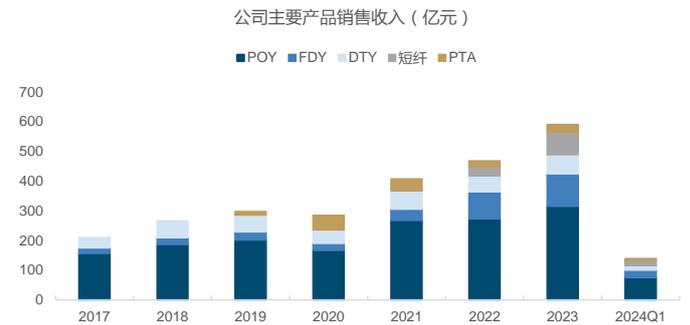
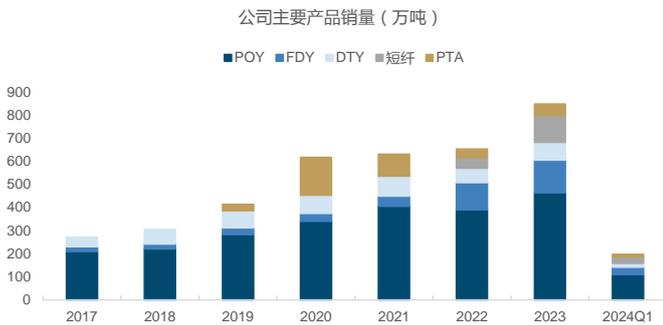


来源：中纤网,国金证券研究所

公司 2024Q1 涤纶长丝产品销量达 157.82 万吨，同比增加 8.80%，涤纶长丝产品销售收入达 114.50 亿元，同比增加 19.96%；短纤产品销量达 28.75 万吨，同比增加 42.54%，短纤产品销售收入达 18.78 亿元，同比增加 46.22%；PTA 产品外销销量达 11.07 万吨，同比减少 19.67%，PTA 产品外销销售收入达 5.75 亿元，同比减少 17.21%。公司产品销售情况良好。

图表5：公司 24Q1 长丝产品销售量同比增加 8.80%

图表6：公司 24Q1 长丝产品销售收入同比增加 19.96%



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

与此同时，涤纶长丝库存维持合理水平，2024Q1 POY/FDY/DTY 库存水平均值分别为 20 天/20.5 天/25 天，分别环比增加 4.67 天/增加 0.71 天/减少 1.33 天，整体维持合理库存水平，伴随行业景气持续回升，公司生产经营活动有望保持平稳运行。

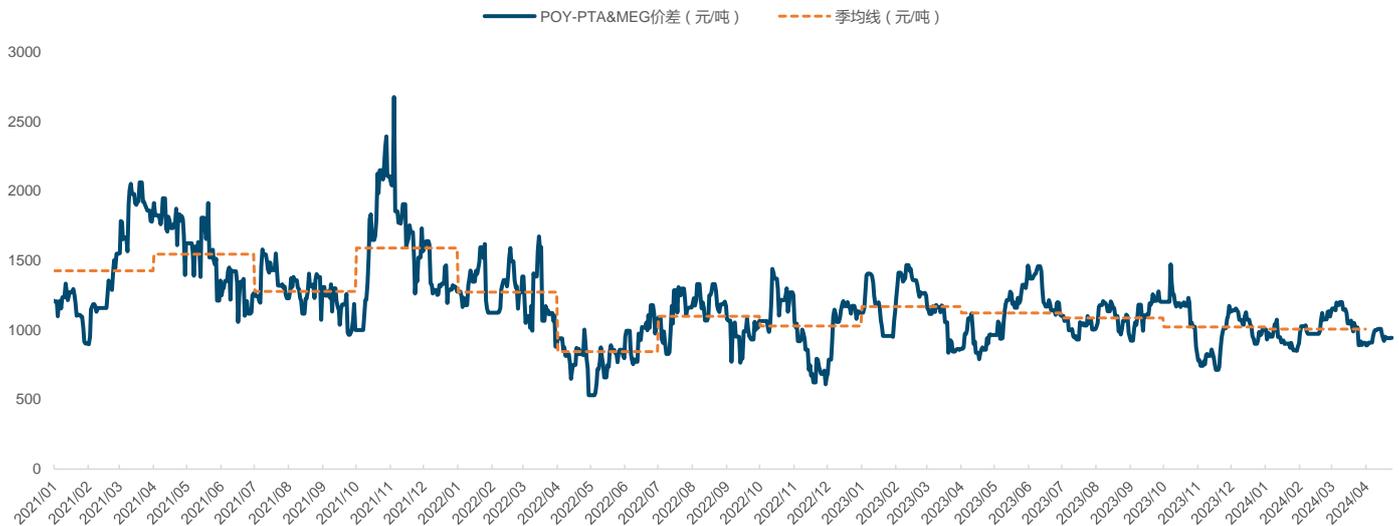
图表7: 2024Q1 涤纶长丝行业库存持续维持中低水平



来源: 中纤网, 国金证券研究所

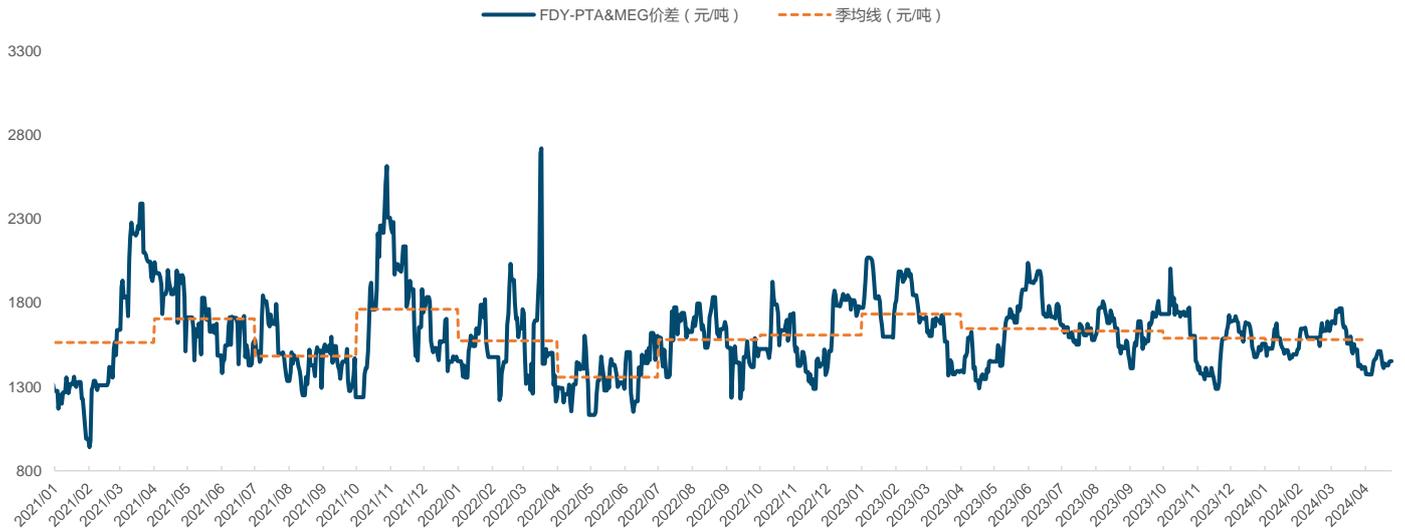
2024 年以来涤纶长丝价差水平维持稳定, 2024Q1 POY/FDY/DTY 产品价差均值分别为 1007 元/1581 元/2170 元/吨, 分别环比减少 1.55%/0.55%/2.19%。2024 年涤纶长丝市场新投放产能有限, 行业拐点临近, 公司现有 740 万吨涤纶长丝产能, 2024 年新投放产能预计 40 万吨。伴随终端消费需求回暖, 行业供需边际明显改善, 涤纶长丝产品价差有望进一步修复, 公司有望获得显著业绩弹性。

图表8: POY-PTA 价差水平 (元/吨)



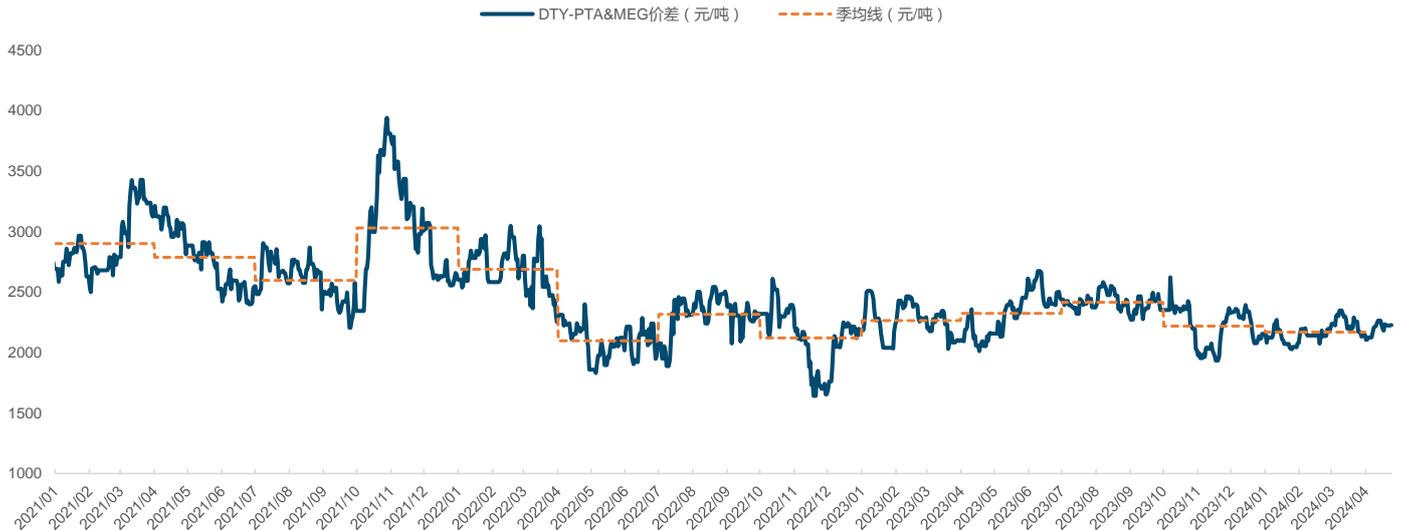
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: FDY-PTA 价差水平 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: DTY-PTA 价差水平 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

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, 终端销售包括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)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	44,770	50,787	61,469	89,335	105,036	132,290	货币资金	5,647	6,289	8,111	15,759	18,360	23,195
增长率		13.4%	21.0%	45.3%	17.6%	25.9%	应收款项	1,174	848	1,468	1,548	1,820	2,292
主营业务成本	-40,067	-48,904	-57,881	-82,851	-96,308	-121,234	存货	3,222	3,719	4,309	5,561	6,465	7,487
%销售收入	89.5%	96.3%	94.2%	92.7%	91.7%	91.6%	其他流动资产	911	1,049	661	1,136	1,270	1,520
毛利	4,703	1,884	3,588	6,484	8,728	11,056	流动资产	10,954	11,905	14,549	24,004	27,915	34,494
%销售收入	10.5%	3.7%	5.8%	7.3%	8.3%	8.4%	%总资产	29.2%	28.8%	32.2%	42.4%	44.3%	47.7%
营业税金及附加	-100	-90	-176	-179	-210	-265	长期投资	273	340	374	374	374	374
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	22,589	25,678	26,707	28,601	30,835	33,404
销售费用	-73	-84	-101	-152	-179	-225	%总资产	60.2%	62.2%	59.2%	50.5%	49.0%	46.2%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	1,709	1,811	1,795	1,965	2,132	2,295
管理费用	-527	-652	-693	-1,001	-1,176	-1,482	非流动资产	26,555	29,399	30,591	32,656	35,057	37,789
%销售收入	1.2%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	%总资产	70.8%	71.2%	67.8%	57.6%	55.7%	52.3%
研发费用	-915	-1,078	-1,198	-1,608	-1,891	-2,381	资产总计	37,508	41,304	45,140	56,660	62,972	72,283
%销售收入	2.0%	2.1%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	短期借款	6,862	10,248	11,168	20,069	23,323	27,794
息税前利润 (EBIT)	3,089	-21	1,419	3,545	5,273	6,704	应付款项	3,583	3,963	4,559	5,936	6,900	8,686
%销售收入	6.9%	n.a	2.3%	4.0%	5.0%	5.1%	其他流动负债	1,309	985	1,059	1,220	1,515	1,915
财务费用	-520	-549	-510	-1,354	-1,762	-2,020	流动负债	11,754	15,196	16,786	27,224	31,737	38,395
%销售收入	1.2%	1.1%	0.8%	1.5%	1.7%	1.5%	长期贷款	6,527	7,356	7,879	7,879	7,879	7,879
资产减值损失	-19	-170	-79	-113	-18	-21	其他长期负债	2,803	3,053	3,677	3,677	3,677	3,677
公允价值变动收益	-1	-21	40	0	0	0	负债	21,084	25,604	28,343	38,781	43,294	49,951
投资收益	4	22	33	15	15	15	普通股股东权益	16,425	15,700	16,796	17,878	19,676	22,330
%税前利润	0.2%	-4.8%	2.8%	0.7%	0.4%	0.3%	其中：股本	1,530	1,529	1,529	1,529	1,529	1,529
营业利润	2,651	-529	1,116	2,092	3,507	4,678	未分配利润	8,700	8,092	9,151	10,233	12,037	14,439
营业利润率	5.9%	n.a	1.8%	2.3%	3.3%	3.5%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1
营业外收支	22	64	58	30	30	30	负债股东权益合计	37,508	41,304	45,140	56,660	62,972	72,283
税前利润	2,673	-466	1,174	2,122	3,537	4,708	比率分析						
利润率	6.0%	n.a	1.9%	2.4%	3.4%	3.6%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-419	260	-88	-318	-531	-706	每股指标						
所得税率	15.7%	n.a	7.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.474	-0.134	0.710	1.179	1.966	2.617
净利润	2,254	-205	1,086	1,804	3,007	4,002	每股净资产	10.738	10.265	10.981	11.689	12.865	14.600
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.055	2.083	2.393	4.044	5.546	7.043
归属于母公司的净利润	2,254	-205	1,086	1,804	3,007	4,002	每股股利	0.225	0.000	0.000	0.472	0.786	1.047
净利率	5.0%	n.a	1.8%	2.0%	2.9%	3.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.72%	-1.31%	6.47%	10.09%	15.28%	17.92%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	6.01%	-0.50%	2.41%	3.18%	4.77%	5.54%
净利润	2,254	-205	1,086	1,804	3,007	4,002	投入资本收益率	8.08%	-0.03%	3.42%	6.22%	8.38%	9.40%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	2,298	2,711	2,937	3,278	3,683	4,232	主营业务收入增长率	21.05%	13.44%	21.03%	45.33%	17.58%	25.95%
非经营收益	653	456	676	1,487	1,862	2,116	EBIT 增长率	314.71%	-100.69%	-6745.01%	149.79%	48.72%	27.14%
营运资金变动	-2,062	224	-1,040	-384	-69	422	净利润增长率	273.77%	-109.10%	-629.68%	66.09%	66.67%	33.10%
经营活动现金净流	3,143	3,185	3,659	6,185	8,482	10,772	总资产增长率	32.06%	10.12%	9.29%	25.52%	11.14%	14.79%
资本开支	-6,271	-5,370	-3,277	-5,199	-6,035	-6,913	资产管理能力						
投资	-94	-22	14	0	0	0	应收账款周转天数	4.0	4.0	4.6	4.0	4.0	4.0
其他	211	-23	-159	15	15	15	存货周转天数	22.3	25.9	25.3	25.0	25.0	23.0
投资活动现金净流	-6,154	-5,414	-3,422	-5,184	-6,020	-6,898	应付账款周转天数	19.1	18.4	16.7	17.0	17.0	17.0
股权募资	0	0	1	0	-6	253	固定资产周转天数	163.9	162.5	148.5	106.8	93.5	76.7
债权募资	5,821	4,188	1,364	8,901	3,254	4,471	偿债能力						
其他	-1,007	-1,182	-800	-2,253	-3,110	-3,762	净负债/股东权益	61.07%	87.22%	79.95%	82.12%	77.94%	67.04%
筹资活动现金净流	4,813	3,006	565	6,648	138	962	EBIT 利息保障倍数	5.9	0.0	2.8	2.6	3.0	3.3
现金净流量	1,813	816	862	7,648	2,600	4,836	资产负债率	56.21%	61.99%	62.79%	68.44%	68.75%	69.11%

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
买入	1	24	27	31	84
增持	0	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.07	1.06	1.00

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	2023-01-31	买入	11.90	N/A
2	2023-03-30	买入	10.56	N/A
3	2023-04-29	买入	10.29	N/A
4	2023-06-27	买入	10.67	N/A
5	2023-08-25	买入	12.50	N/A
6	2023-10-27	买入	12.26	N/A
7	2024-01-13	买入	12.77	N/A
8	2024-03-25	买入	13.94	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。

任何形式的复制、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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806