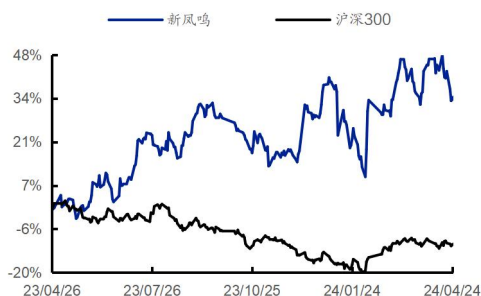


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

涤纶长丝价差修复，2024Q1 归母净利润同环比高增

——新凤鸣（603225）2024 年一季报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/25		
表现		1M	3M	12M
新凤鸣		0.1%	7.8%	33.9%
沪深 300		0.1%	5.6%	-10.9%

市场数据		2024/04/25
当前价格(元)		13.82
52 周价格区间(元)		9.75-15.49
总市值(百万)		21,137.28
流通市值(百万)		21,137.28
总股本(万股)		152,947.00
流通股本(万股)		152,947.00
日均成交额(百万)		114.37
近一月换手(%)		0.78

相关报告

《新凤鸣（603225）2023 年年报点评报告：2023 年业绩同比高增，看好涤纶长丝景气延续（买入）*化学纤维*李永磊，董伯骏》——2024-03-26
 《新凤鸣（603225）点评报告：公告新项目优化产品结构，涤纶长丝供需维持偏紧格局（买入）*化学纤维*李永磊，董伯骏》——2024-01-12
 《新凤鸣（603225）2023 年三季报点评：涤纶长丝景气修复，三季度业绩同环比改善（买入）*化学纤维*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-10-31

事件：

2024 年 4 月 25 日，新凤鸣发布 2024 年一季报，2024Q1 实现营业收入 144.52 亿元，同比 15.5%，环比-16.3%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比+45.3%，环比+38.0%；销售毛利率为 5.9%，同比上升 0.5 个 pct，环比上升 1.38 个 pct；销售净利率为 1.9%，同比上升 0.4 个 pct，环比上升 0.7 个 pct。经营活动现金流净额为-17.12 亿元。

投资要点：

■ 涤纶长丝价差修复，2024Q1 归母净利润同环比高增

2024Q1 公司实现营业收入 144.52 亿元，同比 15.5%，环比-16.3%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比+45.3%，环比+38.0%，环比+0.76 亿元，实现毛利润 8.53 亿元，环比+0.72 亿元，研发费用 2.61 亿元，环比-0.56 亿元，财务费用 1.65 亿元，环比+0.63 亿元，其他收益 1.20 亿元，同比+0.70 亿元，所得税 0.33 亿元，环比+0.52 亿元。2024Q1 公司涤纶长丝产品较去年同期差价增大，总体盈利能力增强。据 Wind，2024Q1，POY 价格 7687 元/吨，环比+181 元/吨；POY-MEG/PTA 价差为 1133 元/吨，环比+5 元/吨。2024 年 1-3 月，公司 POY 销量 129.20 万吨，同比+22.90%，POY 均价 6856.04 元/吨，同比+2.39%；FDY 销量 32.72 万吨，同比+4.07%，FDY 均价 7814.97 元/吨，同比+4.47%；DTY 销量 16.91 万吨，同比+8.54%，DTY 均价 8727.10 元/吨，同比+4.65%。

2024 年一季度，涤纶长丝需求端基本面较 2023 年同期大幅改善。据百川盈孚，2024 年 3 月底，江浙地区化纤织造综合开机率为 82.01%，开机率处于较高水平，去年同期江浙地区化纤织造综合开机率仅为 62%，部分织造企业存在减产停车，下游需求较弱。进入一季度末，随着纺织企业补货节点的到来，涤纶长丝企业日产销高达 600%以上，去库效果显著。据 Wind，截至 2024 年 4 月 25 日，4 月 POY 平均价格 7691 元/吨；POY-MEG/PTA 价差为 1093 元/吨。据卓创资讯，截至 2024 年 4 月 25 日，涤纶长丝周度库存天数为 30.4 天，环比+2.4 天，随着气温回升，夏季订单下达速度或有加快，织造库存得以消化，预计五一节前存有集中采购预期。

《新凤鸣（603225）2023年中报点评：二季度业绩持续改善，看好涤纶长丝景气上行（买入）*化学纤维*李永磊，董伯骏》——2023-08-29

《新凤鸣(603225.SH)2022年报点评：高成本致业绩承压，涤丝龙头向化工新材料进军（买入）*化学纤维*董伯骏，李永磊》——2023-04-02

■ 提质增效优化产品结构，低成本后发优势突出

截止 2023 年底，我国涤纶长丝产能 4286 万吨，同比+9.98%。行业 CR6 产能占全国总产能近 7 成。未来，大型龙头企业将凭借其规模和技术优势持续扩张，行业集中度也将逐步提升，涤纶长丝行业有望进入强者恒强的发展阶段。根据百川盈孚数据，2024、2025 年涤纶长丝新增产能规划分别为 265 万吨/年、285 万吨/年，未来两年扩张速度明显放缓，有助行业竞争格局的改善。

截至 2023 年底，公司涤纶长丝产能为 740 万吨，涤纶长丝的国内市场占有率超过 12%，是国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一；涤纶短纤产能为 120 万吨，是目前国内短纤产量最大的制造企业。2023 年公司完成 ZCP11 全消光改造，增加在线添加、仿棉、超细旦 DTY、32 头 ITY、全消光 ITY、特黑/军绿/灰色丝等品种实现量产，全年长丝差别化率大幅提升。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。同时公司在独山能源 500 万吨 PTA 产能的基础上又合理规划了 540 万吨 PTA 产能，预计到 2026 年上半年，公司 PTA 产能将达到 1000 万吨。公司 PTA 新装置区位优势明显，运距短、成本低，设备后发优势较为突出，且公司 PTA 基地正在建设发展成 PTA-聚酯一体化基地，在 PTA 基地配套相应的涤纶长丝生产，从而将进一步降低公司涤纶长丝的生产成本，有效提升综合竞争力。

■ 2023 年度分红比例达 35.35%，重视股东回报投资价值凸显

根据公司未来三年股东回报规划（2023-2025），公司在足额预留法定公积金、盈余公积金以后，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的 10%，未来三年以现金方式累计分配的利润不少于未来三年实现的年均可分配利润的 30%。每年现金分红不低于当期利润分配总额的 20%。

2023 年度，公司实现的归属于上市公司股东的净利润 10.86 亿元，拟向全体股东每股派发现金红利 0.255 元（含税），合计拟派发现金红利 3.84 亿元（含税），2023 年度公司现金分红比例为 35.35%。

■ 向上布局印尼炼化项目，支撑公司中长期成长

2023 年 6 月 27 日，公司发布关于启动泰昆石化（印尼）印尼北加炼化一体化项目的公告，继续向上游扩张。泰昆石化拟投资 86.24 亿美元建设 1600 万吨/年炼化产能，实产成品油 430 万吨/年、对二甲苯 485 万吨/年、醋酸 52 万吨/年、苯 170 万吨/年、硫磺 45 万吨/年、丙烷 70 万吨/年、正丁烷 72 万吨/年、聚乙烯 50 万吨/年、EVA（光伏级）37 万吨/年、聚丙烯 24 万吨/年等。项目股权方面，新凤鸣持有华灿国际 49% 股权，华灿国际持有泰昆石化 90% 股权。据公司公告测算，项目建成后，该项目可实现年均营业收入 104.38 亿美元，年均税后利润 13.28 亿美元，泰昆石化项目的落地有望支撑公司中长期成长。

- 盈利预测和投资评级** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 670.01、708.54、774.78 亿元，归母净利润分别为 18.45、23.78、27.00 亿元，当前股价对应 PE 分别 11、9、8 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

- 风险提示** 原油及其他原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、行业竞争加剧、行业政策风险、汇率波动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	61469	67001	70854	77478
增长率(%)	21	9	6	9
归母净利润（百万元）	1086	1845	2378	2700
增长率(%)	628	70	29	14
摊薄每股收益（元）	0.71	1.21	1.55	1.77
ROE(%)	6	10	11	11
P/E	19.72	11.46	8.90	7.84
P/B	1.29	1.14	1.01	0.89
P/S	0.35	0.32	0.30	0.27
EV/EBITDA	7.97	6.56	4.81	4.16

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

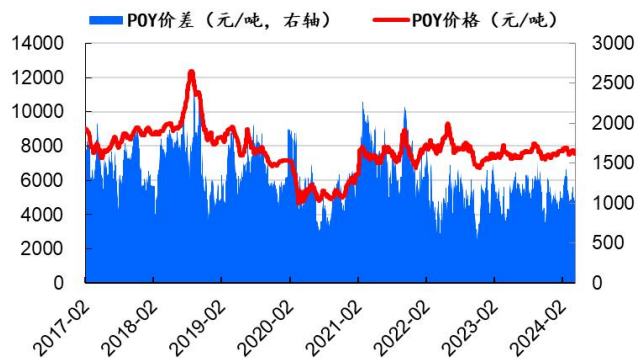
表 1: 新凤鸣主要产品季度经营数据

产品/项目	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2023	2022	2024Q1 同比	2024Q1 环比	
POY	销量 (万吨)	108.19	132.60	116.31	125.96	88.03	98.87	106.81	95.36	88.41	462.90	389.45	22.90%	-18.41%
	营收 (亿元)	74.18	88.74	81.37	85.52	58.95	64.14	75.93	71.07	61.50	314.57	272.64	25.84%	-16.41%
	均价 (元/吨, 不含税)	6856.04	6692.22	6995.87	6789.22	6695.80	6487.62	7108.43	7452.43	6856.67	6795.80	7000.72	2.39%	2.45%
FDY	销量 (万吨)	32.72	37.89	36.19	36.56	31.44	33.39	35.45	27.88	21.38	142.08	118.10	4.07%	-13.64%
	营收 (亿元)	25.57	29.21	28.38	27.94	23.51	24.32	27.62	22.74	16.18	109.04	90.86	8.74%	-12.45%
	均价 (元/吨, 不含税)	7814.97	7708.30	7842.65	7641.08	7480.28	7284.41	7791.85	8154.95	7568.77	7675.31	7693.70	4.47%	1.38%
DTY	销量 (万吨)	16.91	22.21	18.99	19.80	15.58	19.50	16.15	14.19	11.78	76.58	61.62	8.54%	-23.86%
	营收 (亿元)	14.76	18.93	16.53	16.63	12.99	12.74	14.07	13.12	10.50	65.08	50.43	13.57%	-22.05%
	均价 (元/吨, 不含税)	8727.1	8524.16	8703.31	8396.64	8339.39	6533.90	8714.55	9248.14	8917.04	8498.59	8671.98	4.65%	2.38%
PTA	销量 (万吨)	11.07	13.23	12.47	9.95	13.78	10.03	7.93	9.39	9.53	49.43	36.88	-19.67%	-16.33%
	营收 (亿元)	5.75	6.83	6.57	5.17	6.94	5.02	4.34	5.38	4.65	25.51	19.39	-17.21%	-15.84%
	均价 (元/吨, 不含税)	5193.15	5161.88	5270.51	5192.55	5038.36	5007.87	5475.03	5728.72	4876.77	5161.14	5258.33	3.07%	0.61%
营业收入 (亿元)	144.52	172.69	160.17	156.73	125.09	128.44	142.28	131.13	106.02	614.69	507.87	15.53%	-16.31%	
毛利润 (亿元)	8.53	5.80	12.24	9.05	6.78	-0.59	3.16	7.30	8.97	33.87	18.84	25.68%	47.10%	
毛利率	5.90%	3.36%	7.64%	5.78%	5.42%	-0.46%	2.22%	5.56%	8.46%	5.51%	3.71%	0.48 pct	2.54 pct	
净利润 (亿元)	2.75	1.99	4.07	2.90	1.89	-4.89	-1.10	1.09	2.85	10.86	-2.05	44.94%	37.76%	
净利率	1.90%	1.15%	2.54%	1.85%	1.51%	-3.81%	-0.77%	0.83%	2.69%	1.77%	-0.40%	0.39 pct	0.75 pct	

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

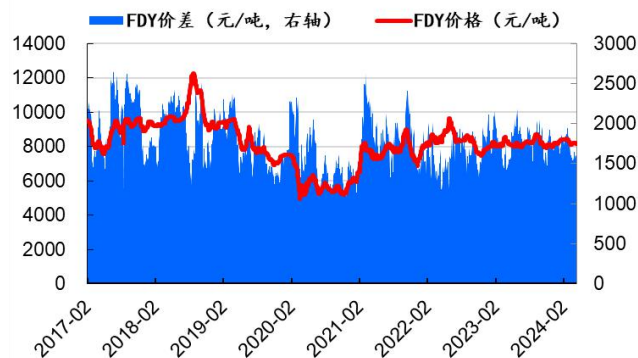
2、主要产品价格价差情况

图 1: POY 价格及价差数据



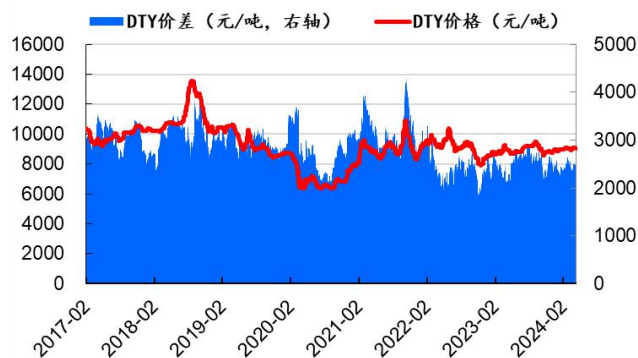
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: FDY 价格及价差数据



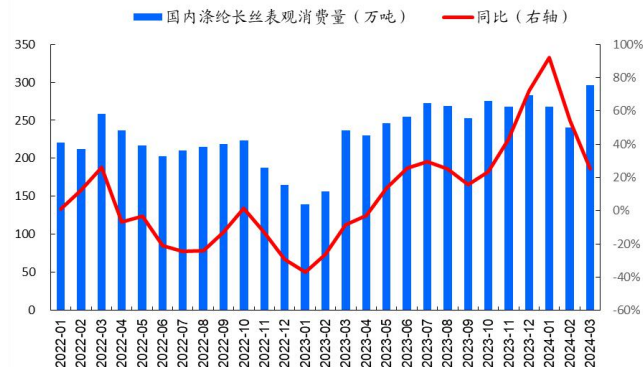
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: DTY 价格及价差数据



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 国内涤纶长丝表观消费量



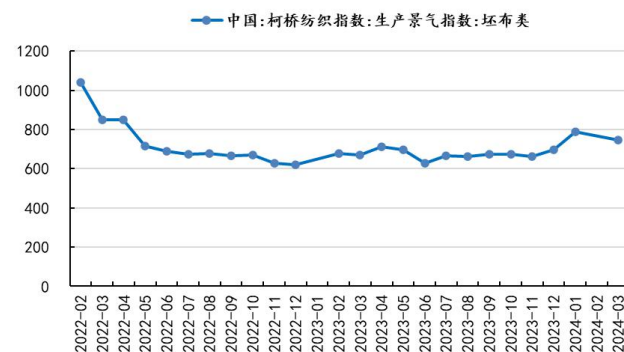
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 江浙织机开工率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 坯布生产景气指数波动上行



资料来源: wind, 国海证券研究所

3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 670.01、708.54、774.78 亿元，归母净利润分别为 18.45、23.78、27.00 亿元，当前股价对应 PE 分别 11、9、8 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

4、风险提示

原油及其他原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、行业竞争加剧、行业政策风险、汇率波动风险。

附表：新凤鸣盈利预测表

证券代码:	603225				股价:	13.82	投资评级:	买入	日期:	2024/04/25
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	6%	10%	11%	11%	EPS	0.72	1.21	1.55	1.77	
毛利率	6%	6%	6%	6%	BVPS	10.98	12.18	13.74	15.50	
期间费率	2%	2%	2%	2%	估值					
销售净利率	2%	3%	3%	3%	P/E	19.72	11.46	8.90	7.84	
成长能力					P/B	1.29	1.14	1.01	0.89	
收入增长率	21%	9%	6%	9%	P/S	0.35	0.32	0.30	0.27	
利润增长率	628%	70%	29%	14%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	1.42	1.43	1.42	1.46	营业收入	61469	67001	70854	77478	
应收账款周转率	79.77	69.32	72.60	79.36	营业成本	57881	62990	66307	72474	
存货周转率	14.42	14.81	16.07	17.94	营业税金及附加	176	121	128	139	
偿债能力					销售费用	101	101	106	116	
资产负债率	63%	62%	59%	57%	管理费用	693	603	638	697	
流动比	0.87	0.86	0.97	1.10	财务费用	510	793	825	833	
速动比	0.57	0.58	0.69	0.84	其他费用/(-收入)	1198	804	779	852	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	1116	1913	2480	2822	
现金及现金等价物	8114	8679	11146	14213	营业外净收支	58	50	50	50	
应收款项	965	968	984	968	利润总额	1174	1963	2530	2872	
存货净额	4309	4199	4052	4026	所得税费用	88	118	152	172	
其他流动资产	1161	1571	1499	1617	净利润	1086	1845	2378	2700	
流动资产合计	14549	15417	17681	20824	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	25016	26955	27845	28573	归属于母公司净利润	1086	1845	2378	2700	
在建工程	1692	1418	1065	403	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	3510	4147	4262	4373	经营活动现金流	3659	4793	6929	7301	
长期股权投资	374	499	575	657	净利润	1086	1845	2378	2700	
资产总计	45140	48437	51428	54830	少数股东损益	0	0	0	0	
短期借款	9202	9702	10202	10702	折旧摊销	2858	2670	3689	3855	
应付款项	4454	4374	4273	4328	公允价值变动	-40	0	0	0	
合同负债	486	436	461	504	营运资金变动	-1040	-423	129	38	
其他流动负债	2645	3380	3382	3398	投资活动现金流	-3422	-4923	-4241	-3880	
流动负债合计	16786	17891	18317	18932	资本支出	-3277	-4392	-4299	-3989	
长期借款及应付债券	10376	10726	10976	11126	长期投资	14	-125	-75	-82	
其他长期负债	1180	1186	1124	1062	其他	-159	-406	134	192	
长期负债合计	11557	11912	12100	12188	筹资活动现金流	565	710	-222	-354	
负债合计	28343	29804	30417	31120	债务融资	1364	1550	740	640	
股本	1529	1529	1529	1529	权益融资	1	0	0	0	
股东权益	16797	18633	21011	23710	其它	-800	-839	-962	-994	
负债和股东权益总计	45140	48437	51428	54830	现金净增加额	862	565	2467	3067	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。