

## 证券研究报告

## 公司研究

## 点评报告

新凤鸣(603225.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师  
执业编号: S1500518070001  
联系电话: 010-83326712  
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

刘奕麟 石化行业分析师  
执业编号: S1500524040001  
联系电话: 13261695353  
邮箱: liuyilin@cindasc.com

## 相关研究

《首次覆盖报告: 扩张节奏加快, 打造低成本龙头》2021.6.30  
《60万吨聚酯投产, 成长性持续强化》2021.7.5  
《单季度业绩创新高, 验证龙头盈利弹性》2021.7.14  
《2季度公司业绩高增, 持续布局产能扩张》2021.8.18  
《尽显龙头成本优势, 扩张产能迎投产大年》2021.11.02  
《新凤鸣: 22Q1公司业绩承压, 但扩能投产势头强劲》2022.5.12  
《新凤鸣: 行业至暗时期将过, 长丝业务有望迎来反弹》2022.8.30

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
邮编: 100031

## 淡季毛利收窄短期拖累业绩, 涤丝龙头盈利可期

2024年10月29日

**事件:** 2024年10月28日晚, 新凤鸣发布2024年三季度报告。2024年前三季度公司实现营业收入491.97亿元, 同比增长11.31%; 实现归母净利润7.46亿元, 同比下降15.91%; 实现扣非后归母净利润为6.37亿元, 同比下降13.60%; 实现基本每股收益0.50元, 同比下降15.25%。

其中, 2024年第三季度公司实现营业收入179.24亿元, 同比增长11.91%, 环比增长6.56%; 实现归母净利润1.41亿元, 同比下降65.41%, 环比下降57.23%; 实现扣非后归母净利润为0.98亿元, 同比下降73.41%, 环比下降68.23%; 实现基本每股收益0.09元, 同比下降65.32%。

**点评:**

- **淡季产品毛利收窄+库存贬值, 单季度盈利有所回落。油价端,** 2024年前三季度国际油价震荡运行, 上半年油价呈现冲高后回落企稳态势; 进入第三季度, 北半球驾驶旺季支撑国际油价上行, 随后石油需求季节性回落, 叠加全球宏观经济形势转弱、地缘担忧情绪放缓, 国际油价快速下行。2024年前三季度布伦特平均油价为81.6美元/桶, 与去年同期基本持平, 第三季度平均78.7美元/桶。2024年前三季度公司产品主要原料PTA、MEG、PX平均进价分别同比-2.28%、+11.71%、-1.75%, 成本中枢有所抬升。**需求端,** 根据国家统计局数据, 前三季度全国居民人均衣着消费支出同比增长5.1%; 前三季度我国限额以上服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长0.2%, 需求端偏稳运行。**从产业运行来看,** 7、8月为涤纶长丝传统淡季, 7月中旬长丝工厂在头部企业一口价政策下, 价格持稳运行, 7月下旬开始, 出于对库存压力释放的考虑, 叠加成本中枢下移, 大厂降价促销; 8-9月由于原料端价格下行, 涤丝继续促销出货, 叠加9月应季需求推迟兑现, 产品价格及毛利收窄, 并伴随一定库存贬值, 公司第三季度盈利有所回落。2024年前三季度公司产品毛利率为5.6%, 同比-1pct, 其中第三季度毛利率为4.9%, 同比-3pct, 环比-1pct。
- **产能增量整体放缓, 涤纶长丝盈利可期。** 根据我们测算, 第三季度新凤鸣新拓36万吨产能新增, 第四季度约50万吨产能待投, 从全年来看, 今年整体新增产能约110万吨, 而2023年全年新增约346万吨产能, 今年增量产能较去年明显缩减。进入10月以后, 库存方面, 根据我们测算, 经历三季度降价促销以后, 10月以来涤纶长丝行业平均库存为18天左右, 环比9月下降10%; 盈利方面, 根据我们测算, 10月以来POY、FDY、DTY产品单吨盈利较三季度平均分别变化+53、+23、+30元/吨, 产品盈利性有所改善; 下游方面, 根据CCF数据, 10月江浙织机开工率、加弹开机率平均分别为83%、93%, 相较9月月均环比+7pct、+1pct, 织机开工修复明显。考虑到“金九”传统旺季推迟, 下游开工负荷明显提升, 叠加行业产能供给增量明显放缓, 未来长丝盈利可期。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.09、14.64 和 17.62 亿元，归母净利润增速分别为-7.1%、45.0% 和 20.4%，EPS（摊薄）分别为 0.66、0.96 和 1.16 元/股，对应 2024 年 10 月 28 日的收盘价，2024-2026 年 PE 分别为 17.81、12.28 和 10.20 倍。我们看好公司长丝板块盈利修复，伴随行业供给扩能减缓，我们认为公司未来仍有较高业绩增长空间，我们维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**上游原材料价格上涨的风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	50,787	61,469	66,126	64,187	69,206
增长率 YoY %	13.4%	21.0%	7.6%	-2.9%	7.8%
归属母公司净利润 (百万元)	-206	1,086	1,009	1,464	1,762
增长率 YoY%	-109.1%	628.4%	-7.1%	45.0%	20.4%
毛利率%	3.7%	5.8%	5.9%	7.0%	7.1%
净资产收益率 ROE%	-1.3%	6.5%	5.7%	7.7%	8.5%
EPS(摊薄)(元)	-0.13	0.71	0.66	0.96	1.16
市盈率 P/E(倍)	—	16.55	17.81	12.28	10.20
市净率 P/B(倍)	1.14	1.07	1.02	0.94	0.86

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	11,909	14,549	18,460	22,191	25,467	<b>营业总收入</b>	50,787	61,469	66,126	64,187	69,206
货币资金	6,290	8,111	10,951	14,956	17,697	营业成本	48,904	57,881	62,251	59,690	64,276
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	90	176	165	160	173
应收账款	576	965	1,102	1,070	1,153	销售费用	84	101	99	103	110
预付账款	501	354	623	597	643	管理费用	652	693	661	730	753
存货	3,719	4,309	4,669	4,477	4,821	研发费用	1,078	1,198	1,323	1,299	1,378
其他	823	810	1,115	1,092	1,153	财务费用	549	510	569	571	491
<b>非流动资产</b>	29,399	30,591	29,866	29,278	28,449	减值损失	-165	-83	0	0	0
长期股权投资	327	374	374	374	374	合计					
固定资产(合)	22,615	25,016	24,667	24,079	23,250	投资净收益	22	33	23	28	31
无形资产	1,745	1,737	1,737	1,737	1,737	其他	183	256	216	232	239
其他	4,711	3,464	3,087	3,087	3,087	<b>营业利润</b>	-530	1,116	1,298	1,895	2,295
<b>资产总计</b>	41,308	45,140	48,326	51,469	53,917	营业外收支	64	58	48	57	54
<b>流动负债</b>	15,196	16,786	18,286	19,165	19,051	<b>利润总额</b>	-466	1,174	1,346	1,952	2,350
短期借款	8,491	9,202	10,702	11,807	11,239	所得税	-260	88	336	488	587
应付票据	1,194	1,820	1,902	1,824	1,964	<b>净利润</b>	-206	1,086	1,009	1,464	1,762
应付账款	2,661	2,633	2,767	2,653	2,857	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他	2,850	3,131	2,915	2,881	2,991	<b>归属母公司净利润</b>	-206	1,086	1,009	1,464	1,762
<b>非流动负债</b>	10,408	11,557	12,435	13,235	14,035	EBITDA	2,559	4,412	5,263	6,111	6,669
长期借款	7,356	7,879	8,679	9,479	10,279	EPS(当年)(元)	-0.14	0.72	0.66	0.96	1.16
其他	3,053	3,677	3,756	3,756	3,756						
<b>负债合计</b>	25,604	28,343	30,721	32,400	33,086						
少数股东权益	0	1	1	1	1						
归属母公司股	15,704	16,796	17,604	19,067	20,830						
<b>负债和股东权益</b>	41,308	45,140	48,326	51,469	53,917						
<b>重要财务指标</b>	单位:百万元										
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
营业总收入	50,787	61,469	66,126	64,187	69,206	<b>现金流量表</b>	单位:百万元				
同比(%)	13.4%	21.0%	7.6%	-2.9%	7.8%	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司净利润	-206	1,086	1,009	1,464	1,762	<b>经营活动现金流</b>	3,185	3,659	4,420	5,905	6,356
同比(%)	-109.1%	628.4%	-7.1%	45.0%	20.4%	净利润	-206	1,086	1,009	1,464	1,762
毛利率(%)	3.7%	5.8%	5.9%	7.0%	7.1%	折旧摊销	2,541	2,858	3,349	3,589	3,829
ROE%	-1.3%	6.5%	5.7%	7.7%	8.5%	财务费用	753	794	813	899	939
EPS(摊薄)(元)	-0.13	0.71	0.66	0.96	1.16	投资损失	-275	-32	-46	-23	-28
P/E	—	16.55	17.81	12.28	10.20	营运资金	224	-1,040	-635	38	-91
P/B	1.14	1.07	1.02	0.94	0.86	其它	-95	7	-92	-56	-53
EV/EBITDA	11.86	7.97	5.78	4.64	3.87	<b>投资活动</b>	-5,417	-3,422	-2,509	-2,916	-2,917
						资本支出	-5,370	-3,277	-2,954	-2,944	-2,947
						长期投资	-22	14	0	0	0
						其他	-25	-159	445	28	31
						<b>筹资活动</b>	3,009	565	1,000	1,016	-697
						吸收投资	1	1	-145	0	0
						借款	3,130	1,234	2,300	1,905	232
						支付利息或股息	-1,022	-791	-813	-899	-939
						<b>现金流净增加额</b>	816	862	2,840	4,005	2,742

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，北京大学博士，曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，从事能源转型、碳中和、石化产业发展研究等。曾牵头开展了能源消费中长期预测研究等多项研究，参与国家部委新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研发中心。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。