

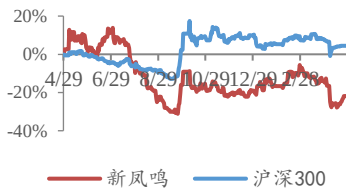
产销稳步提升, PTA 项目投产一体化程度加深

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2025-05-05

收盘价 (元)	10.84
近 12 个月最高/最低 (元)	15.86/9.59
总股本 (百万股)	1,525
流通股本 (百万股)	1,512
流通股比例 (%)	99.15
总市值 (亿元)	165
流通市值 (亿元)	164

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 王强峰

执业证书号: S0010522110002

电话: 13621792701

邮箱: wangqf@hazq.com

分析师: 潘宁馨

执业证书号: S0010524070002

电话: 13816562460

邮箱: pannx@hazq.com

相关报告

1. Q3 成本端拖累业绩, 在建产能逐步投产 2024-10-29
2. Q2 业绩环比提升, 行业供需持续改善 2024-08-28
3. 行业供需改善弹性凸显, 低成本扩张叠加一体化程度加深 2024-05-14

主要观点:

● 事件描述

事件一: 4 月 24 日, 新凤鸣发布 2024 年报, 全年实现营收 670.91 亿元, 同比+9.15%, 实现归母净利润 11.00 亿元, 同比+1.32%; 实现扣非净利润 9.64 亿元, 同比+7.05%。Q4 单季度实现营收 178.94 亿元, 同比/环比 +3.62%/-0.17%; 实现归母净利润 3.55 亿元, 同比/环比 +77.92%/+151.84%; 实现扣非净利润 3.26 亿元, 同比/环比 +100.42%/+232.89%。

事件二: 4 月 28 日, 公司发布 2025 年一季报, Q1 单季度实现营收 145.57 亿元, 同比/环比+0.73%/-18.65%; 实现归母净利润 3.06 亿元, 同比/环比 +11.35%/-13.66%; 实现扣非净利润 2.60 亿元, 同比/环比 +13.13%/-20.34%。

● 2024 全年经营稳健, 四季度盈利改善明显, 25Q1 业绩符合预期

2024 全年经营稳健。全年 POY/FDY/DTY/短纤/PTA 销量实现 524.7/149.9/80.8/130.4/48.5 万吨, 同比+13.4%/+5.5%/+5.6%/11.8%/-1.9%, 除 PTA 外均实现增长。盈利指标方面, POY/FDY/DTY/短纤/PTA 毛利率 4.34%/10.86%/7.75%/2.77%/-1.25%, 同比-0.57/-0.32/+2.27/+0.40/-0.89pct。

产销提升, 四季度公司盈利同比环比改善明显。销量方面, 24Q4 POY/FDY/DTY/短纤/PTA 销量分别为 144.1/41.1/24.5/37.4/14.8 万吨, 环比-2.6%/+5.8%/+20.8%/+21.8%/+33.7%, 产销提升得益于 2024 年 9 月投放 36 万吨聚酯装置以及 2024 年底投放的 PTA 三期装置。价格方面, 24Q4 POY/FDY/DTY/短纤/PTA 均价环比-5.8%/-7.1%/+2.6%/-2.3%/-9.6%。四季度金九银十需求不及预期叠加原油价格回落, 企业库存重压下被迫进行优惠促销, 价格下跌。季度后期, 企业修复现金流意愿增强, 逐步收紧优惠幅度, 长丝市场重心有所回升。

春节因素影响销量, 一季度整体盈利符合预期。销量方面, 25Q1 POY/FDY/DTY/短纤/PTA 销量分别为 97.1/27.1/18.5/29.4/49.3 万吨, 环比-32.6%/-34.1%/-24.3%/-21.5%/+233.9%, 聚酯长丝销量下降主要由于春节因素, PTA 产能释放销量大幅提升。价格方面, 25Q1 POY/FDY/DTY/短纤/PTA 均价环比+1.4%/-2.7%/-6.8%/-2.7%/+1.6%。一季度, 长丝供需矛盾仍较为严重, 但公司价格维持相对稳定, 有效抵抗市场压力。

● 涤纶长丝行业中长期行业竞争趋于理性, 公司产能稳步增长

目前涤纶长丝投产高峰期已经结束, 预测未来国内涤纶长丝产量将会有序扩张。2024-2025 年行业增速较过去几年大幅放缓, 供给格局改善明显。公司新产能有序投放, 截止目前公司已拥有民用涤纶长丝产能 805

万吨, 2025 下半年公司预计新增 40 万吨长丝产能。同时, 近期密集政策引导下经济有望企稳复苏, 带动涤纶长丝需求回暖。

● PTA 项目投产, 一体化程度加深

2024 年, 公司 PTA 一二期年度产量目标超额达成, 优等率同比提升, 醋酸耗用等指标持续下降, 行业领先, 整体生产更加稳定; PTA 三期也于 2024 年年底开始试生产, PTA 产能再创新高, 目前公司 PTA 产能已达到 770 万吨, 为公司聚酯生产提供了强有力的稳定的原材料供应。PTA 三期项目采用 KTS 公司 PTAP8++ 技术, 在成本、能耗、产品性能等方面具有较强的技术优势。预计到 2025 年年底, 公司 PTA 产能将突破 1,000 万吨, 公司独山能源 PTA 基地也将成为规模性的 PTA-聚酯一体化基地, 大大提升了公司资源配置效率和效益。

● 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.44、18.45、22.34 亿元 (2025-2026 原值为 13.97、18.08 亿元), 对应 PE 分别为 12.30、8.96、7.40 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设不及预期;
- (2) 产品及原料价格大幅波动;
- (3) 涤纶长丝、短纤及 PTA 行业竞争加剧;
- (4) 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67091	73437	79984	81610
收入同比 (%)	9.1%	9.5%	8.9%	2.0%
归属母公司净利润	1100	1344	1845	2234
净利润同比 (%)	1.3%	22.1%	37.3%	21.1%
毛利率 (%)	5.6%	6.5%	7.0%	7.5%
ROE (%)	6.4%	7.2%	9.0%	9.9%
每股收益 (元)	0.73	0.88	1.21	1.47
P/E	15.25	12.30	8.96	7.40
P/B	0.98	0.89	0.81	0.73
EV/EBITDA	6.79	6.43	5.42	4.61

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16764	17440	20788	24951	营业收入	67091	73437	79984	81610
现金	10173	10027	12879	17024	营业成本	63314	68694	74422	75502
应收账款	1073	1054	1228	1243	营业税金及附加	189	183	218	218
其他应收款	67	90	122	102	销售费用	106	120	129	131
预付账款	270	473	428	426	管理费用	711	850	892	906
存货	4452	5056	5417	5454	财务费用	623	1027	1139	1237
其他流动资产	728	741	715	703	资产减值损失	-110	0	0	0
非流动资产	36282	38668	41134	42372	公允价值变动收益	-6	0	0	0
长期投资	426	477	527	578	投资净收益	63	47	56	62
固定资产	25121	27077	28572	29469	营业利润	1204	1477	2051	2496
无形资产	1816	1876	1920	1981	营业外收入	63	66	63	64
其他非流动资产	8918	9237	10115	10344	营业外支出	10	7	7	8
资产总计	53046	56108	61922	67323	利润总额	1257	1535	2108	2552
流动负债	25123	27328	31373	35394	所得税	157	191	262	318
短期借款	14548	17576	20604	24405	净利润	1100	1344	1845	2234
应付账款	3375	3508	3718	3884	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	7201	6244	7051	7105	归属母公司净利润	1100	1344	1845	2234
非流动负债	10648	10172	10093	9309	EBITDA	4764	5442	6448	7303
长期借款	6736	6426	6116	5528	EPS (元)	0.73	0.88	1.21	1.47
其他非流动负债	3912	3746	3977	3781					
负债合计	35771	37500	41466	44703					
少数股东权益	19	19	18	18					
股本	1525	1525	1525	1525					
资本公积	5618	5618	5618	5618					
留存收益	10114	11446	13294	15458					
归属母公司股东权益	17257	18589	20437	22601					
负债和股东权益	53046	56108	61922	67323					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6790	3871	7105	8199	成长能力				
净利润	1100	1344	1845	2234	营业收入	9.1%	9.5%	8.9%	2.0%
折旧摊销	2994	3289	3647	3991	营业利润	7.9%	22.6%	38.9%	21.7%
财务费用	892	1104	1214	1333	归属于母公司净利	1.3%	22.1%	37.3%	21.1%
投资损失	-71	-47	-56	-62	获利能力				
营运资金变动	1726	-1756	515	699	毛利率 (%)	5.6%	6.5%	7.0%	7.5%
其他经营现金流	-476	3037	1269	1540	净利率 (%)	1.6%	1.8%	2.3%	2.7%
投资活动现金流	-6873	-5583	-5985	-5195	ROE (%)	6.4%	7.2%	9.0%	9.9%
资本支出	-6970	-6030	-5921	-5562	ROIC (%)	3.6%	4.0%	4.7%	5.1%
长期投资	-10	-50	-45	-52	偿债能力				
其他投资现金流	108	497	-19	418	资产负债率 (%)	67.4%	66.8%	67.0%	66.4%
筹资活动现金流	1764	1566	1732	1141	净负债比率 (%)	207.1%	201.5%	202.7%	197.6%
短期借款	5346	3028	3028	3801	流动比率	0.67	0.64	0.66	0.70
长期借款	-1144	-310	-310	-588	速动比率	0.48	0.44	0.48	0.54
普通股增加	-5	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-92	0	0	0	总资产周转率	1.26	1.31	1.29	1.21
其他筹资现金流	-2342	-1153	-986	-2072	应收账款周转率	62.51	69.70	65.15	65.66
现金净增加额	1611	-146	2852	4145	应付账款周转率	18.76	19.58	20.02	19.44

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.73	0.88	1.21	1.47	P/E	15.25	12.30	8.96	7.40
每股经营现金流薄)	4.45	2.54	4.66	5.38	P/B	0.98	0.89	0.81	0.73
每股净资产	11.32	12.19	13.40	14.82	EV/EBITDA	6.79	6.43	5.42	4.61

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。