

## 新凤鸣 (603225.SH)

2024年01月15日

## Q4 需求淡季不淡，看好长丝迎来产能大周期

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

龚道琳（分析师）

蒋跨越（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

jiangkuayue@kysec.cn

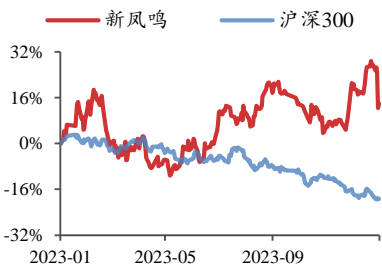
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522010001

证书编号：S0790523120001

日期	2024/1/12
当前股价(元)	12.77
一年最高最低(元)	14.54/9.75
总市值(亿元)	195.31
流通市值(亿元)	195.31
总股本(亿股)	15.29
流通股本(亿股)	15.29
近3个月换手率(%)	37.9

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《Q3 业绩继续改善，涤纶长丝或迎来长周期向上拐点——公司信息更新报告》-2023.10.30

《Q2 延续修复趋势，坚定看好盈利弹性和炼化成长——公司信息更新报告》-2023.8.25

《印尼炼化项目正式启动，长丝龙头开启新征程——公司信息更新报告》-2023.6.26

● **2023 年业绩扭亏为盈，看好长丝弹性与炼化项目成长性，维持“买入”评级**  
公司发布 2023 年业绩预盈公告，预计 2023 年实现归母净利润 10.3-11.3 亿元，同比扭亏为盈，实现归母扣非净利润 8.5-9.5 亿元。剔除 2023 年前三季度，预计 2023Q4 公司实现归母净利润 1.43-2.43 亿元，环比下降 40.28%-64.82%，同比扭亏为盈。根据业绩预告，我们下调公司 2023 年并维持 2024-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 10.80 (-2.85)、20.53、25.36 亿元，EPS 为 0.71 (-0.18)、1.34、1.66 元，当前股价对应 PE 为 18.1、9.5、7.7 倍。我们看好公司长丝盈利弹性与印尼炼化项目带来的远期成长性，维持“买入”评级。

● **2023Q4 长丝需求淡季不淡，PTA 盈利继续承压**

据百川盈孚数据，2023Q4 POY 平均价差（即期，未考虑库存周期，下同）为 1080 元/吨，较 2023Q3（平均价差 1152 元/吨）环比下降 6.25%。尽管 Q4 为长丝传统需求淡季，但受益于冬装及保暖面料需求的释放，长丝价差与盈利依旧表现尚可。同时，2023Q4 PTA 平均价差为 155 元/吨，较 2023Q3（平均价差 145 元/吨）环比增长 6.87%，虽然 PTA 价差有所修复，但整体盈利依然承压。

● **公司长丝扩产不改行业短期供给格局，看好长丝行业迎来产能大周期**

根据公司公告，公司拟投资建设年产 250 万吨差别化聚酯纤维材料、10 万吨聚酯膜材料项目，其中一期项目规划长丝产能 65 万吨，建设周期 3 年，二期项目尚未规划。结合一期项目产能规划及建设周期，我们认为其对长丝行业短期供给格局并无显著改变。根据我们的统计，预计 2024 年长丝行业新增产能 90 万吨，若考虑到现有部分产能搬迁、落后产能进一步出清等情况，则预计 2024 年实际净新增产能或为负数。2025 年及以后，尽管长丝行业规划产能较多，但具有明确落地时间节点产能相对较少，多数规划产能落地仍存不确定性。在此背景下，我们认为未来长丝行业供给格局有望显著改善，后续伴随内需与直接出口的稳步增长以及终端纺织出口的边际改善，龙头企业有望充分享受长丝价格弹性。另外，公司积极推动印尼北加炼化项目，未来也有望为自身打开长期成长空间。

● **风险提示：**油价大幅波动、下游需求疲软、产能投放不及预期、其他风险详见第三页标注。<sup>1</sup>

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,770	50,787	59,272	65,130	68,680
YOY(%)	21.1	13.4	16.7	9.9	5.5
归母净利润(百万元)	2,254	-205	1,080	2,053	2,536
YOY(%)	273.8	-109.1	626.9	90.1	23.5
毛利率(%)	10.5	3.7	5.7	7.2	8.3
净利率(%)	5.0	-0.4	1.8	3.2	3.7
ROE(%)	13.7	-1.3	6.4	11.0	12.1
EPS(摊薄/元)	1.47	-0.13	0.71	1.34	1.66
P/E(倍)	8.7	-95.2	18.1	9.5	7.7
P/B(倍)	1.2	1.3	1.2	1.1	0.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10954	11909	48695	20698	54273
现金	5647	6290	6744	7897	8216
应收票据及应收账款	535	576	10201	4273	10990
其他应收款	36	18	456	65	484
预付账款	408	501	9378	0	11447
存货	3222	3719	21112	7658	22331
其他流动资产	1106	805	805	805	805
<b>非流动资产</b>	26555	29399	28767	27789	26594
长期投资	273	327	417	480	565
固定资产	20101	22615	21587	20479	19302
无形资产	1637	1745	1977	2200	2411
其他非流动资产	4544	4711	4786	4630	4316
<b>资产总计</b>	37508	41308	77463	48487	80867
<b>流动负债</b>	11754	15196	52060	23025	54879
短期借款	6190	8491	38818	12728	39415
应付票据及应付账款	3461	3854	10113	7149	12229
其他流动负债	2102	2850	3129	3148	3235
<b>非流动负债</b>	9330	10408	8619	6805	4971
长期借款	8816	9749	7959	6145	4311
其他非流动负债	515	660	660	660	660
<b>负债合计</b>	21084	25604	60679	29830	59850
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1530	1529	1529	1529	1529
资本公积	5710	5714	5714	5714	5714
留存收益	8980	8435	9352	11197	13520
<b>归属母公司股东权益</b>	16425	15704	16784	18657	21018
<b>负债和股东权益</b>	37508	41308	77463	48487	80867

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3143	3185	-26269	31006	-22489
净利润	2254	-205	1080	2053	2536
折旧摊销	2279	2541	2140	2244	2350
财务费用	520	549	588	604	845
投资损失	-4	-22	-50	-58	-80
营运资金变动	-2064	227	-30028	26162	-28140
其他经营现金流	158	96	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-6154	-5414	-1459	-1208	-1075
资本支出	6293	5377	1419	1203	1070
长期投资	20	-22	-90	-63	-85
其他投资现金流	120	-16	50	58	80
<b>筹资活动现金流</b>	4813	3006	-10336	-2505	-2754
短期借款	375	2301	30327	-26090	26687
长期借款	3105	933	-1790	-1814	-1834
普通股增加	133	-0	0	0	0
资本公积增加	2296	3	0	0	0
其他筹资现金流	-1096	-231	-38873	25399	-27607
<b>现金净增加额</b>	1813	816	-38064	27293	-26318

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	44770	50787	59272	65130	68680
营业成本	40067	48904	55870	60418	62978
营业税金及附加	100	90	129	140	150
营业费用	73	84	89	95	100
管理费用	527	652	622	684	783
研发费用	915	1078	1044	1100	1200
财务费用	520	549	588	604	845
资产减值损失	-18	-165	0	0	0
其他收益	103	209	292	269	280
公允价值变动收益	-1	-21	0	0	0
投资净收益	4	22	50	58	80
资产处置收益	-4	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2651	-529	1271	2416	2984
营业外收入	38	73	0	0	0
营业外支出	17	9	0	0	0
<b>利润总额</b>	2673	-466	1271	2416	2984
所得税	419	-260	191	362	448
<b>净利润</b>	2254	-205	1080	2053	2536
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	2254	-205	1080	2053	2536
EBITDA	5740	3045	4947	6241	6850
EPS(元)	1.47	-0.13	0.71	1.34	1.66

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.1	13.4	16.7	9.9	5.5
营业利润(%)	362.2	-120.0	340.2	90.1	23.5
归属于母公司净利润(%)	273.8	-109.1	626.9	90.1	23.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.5	3.7	5.7	7.2	8.3
净利率(%)	5.0	-0.4	1.8	3.2	3.7
ROE(%)	13.7	-1.3	6.4	11.0	12.1
ROIC(%)	9.0	0.6	3.6	8.5	5.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.2	62.0	78.3	61.5	74.0
净负债比率(%)	63.3	91.1	254.0	73.0	181.7
流动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.6	0.5	0.3	0.5	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.3	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	91.8	91.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	19.1	19.9	42.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.47	-0.13	0.71	1.34	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	2.05	2.08	-17.18	20.27	-14.70
每股净资产(最新摊薄)	10.56	10.09	10.80	12.02	13.57
<b>估值比率</b>					
P/E	8.7	-95.2	18.1	9.5	7.7
P/B	1.2	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.2	11.1	12.6	5.3	8.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

<sup>1</sup> 根据新凤鸣 2023 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 6.41% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn