

新凤鸣 (603225.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

需求见底，未来可期！

业绩简评

新凤鸣于2023年3月29日发布公司2022年年度报告，全年实现营业收入507.89亿元，同比增加13.44%；实现归母净利润-2.05亿元，同比减少109.09%。其中，2022Q4公司实现营业收入128.44亿元，同比增加56.62%，环比减少9.73%；实现归母净利润-4.89亿元，同比减少252.81%，环比减少344.5%，公司业绩承压。

经营分析

1、22年终端需求持续低迷，利润收窄拖累业绩。受疫情反复及终端需求低迷等因素影响，下游织机开工率持续低迷，从而导致涤纶长丝库存水平持续维持高位，2022年涤纶长丝平均库存水平为28.5天，远超同期水平，与此同时终端需求低迷也导致长丝环节利润受损，2022年四季度POY环节价差约为1029元/吨，持续维持较低景气度，累库叠加利润收窄拖累新凤鸣全年业绩。

2、23年终端需求持续恢复，业绩或持续修复：伴随中国经济的逐步回暖，涤纶长丝下游需求持续恢复，截至2023年3月29日POY-PTA/MEG环节平均价差约为1179元/吨，环比2022年Q4增加14.54%，长丝持续去库，当前POY库存天数约为19天，相比2022年全年平均28.5天显著下滑，与此同时，长丝及下游织机开工率恢复至87.10%和63.27%，已达到往年同期较高水平，下游需求持续回暖叠加环节价差修复，公司业绩或持续修复。

3、持续推进产业链一体化配套建设：公司将募集不超过10亿元用于年产540万吨PTA项目，预计到2026年公司PTA产能将突破1000万吨，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，涤纶长丝产品可以大幅度提高原材料自给，提高利润空间，并减少原材料价格波动对涤纶长丝产品的负面影响，公司伴随新产能的逐渐释放，具有较高的成长性。

盈利预测、估值与评级

公司有望在终端需求回暖后获得较为显著的业绩弹性，同时，公司推进540万吨PTA项目建设，提高原料自给，盈利空间有望修复。我们看好经济回暖后公司业绩弹性，上调2023-2024年盈利预测，上调幅度分别为14%/97%。我们预计公司2023-2025年净利润为12.1亿/23.9亿/30.4亿元，对应EPS分别为0.79/1.56/1.99元，对应PE为13.3X/6.8X/5.3X，维持“买入”评级。

风险提示

(1) 地缘政治扰乱全球原油市场；(2) 美国持续释放战略库存增加边际供应；(3) 美联储加息或抑制终端需求；(4) 其他不可抗力风险。

石油化工组

分析师：许隽逸 (执业 S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

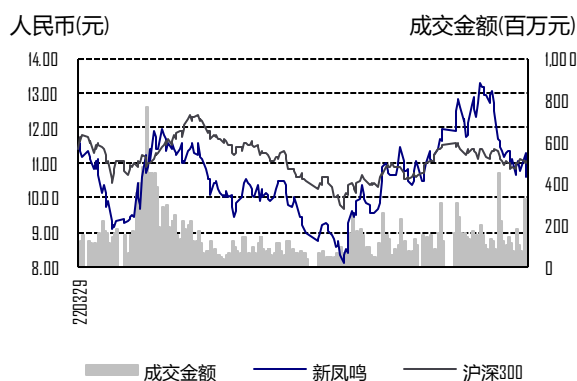
分析师：陈律楼 (执业 S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.56 元

相关报告：

- 《新凤鸣公司点评：聚酯需求承压或迎关键拐点！》，2023.1.31
- 《周期底部，期待修复！-新凤鸣三季报点评》，2022.10.28
- 《短期业绩承压，聚焦长期布局-新凤鸣中报点评》，2022.8.29



公司基本情况 (人民币)

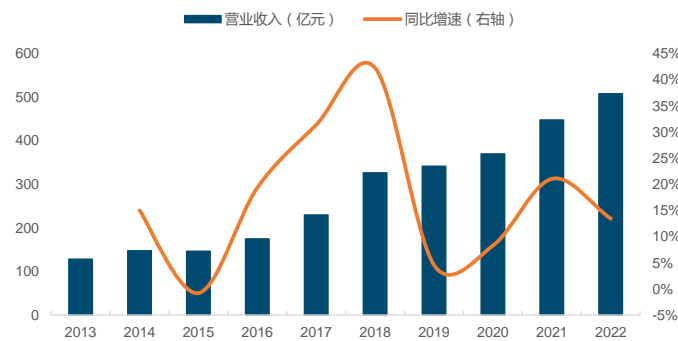
项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44,770	50,787	80,194	89,266	105,971
营业收入增长率	21.05%	13.44%	57.90%	11.31%	18.71%
归母净利润(百万元)	2,254	-205	1,210	2,392	3,043
归母净利润增长率	273.77%	-109.10%	N/A	97.61%	27.21%
摊薄每股收益(元)	1.474	-0.134	0.791	1.564	1.989
每股经营性现金流净额	2.05	2.08	4.09	5.37	6.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.72%	-1.31%	7.38%	13.41%	15.48%
P/E	10.08	-81.15	13.34	6.75	5.31
P/B	1.38	1.06	0.98	0.91	0.82

来源：公司年报、国金证券研究所

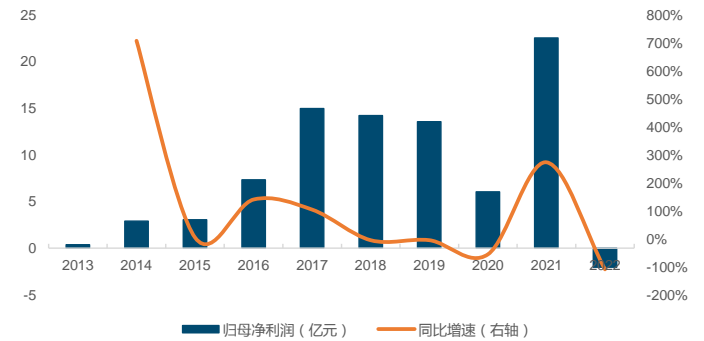
行业景气度周期底部，公司盈利能力存在较大修复空间

新凤鸣于 2023 年 3 月 30 日发布公司 2022 年年度报告，全年实现营业收入 507.89 亿元，同比增加 13.44%；实现归母净利润-2.05 亿元，同比减少 109.09%。其中，2022Q4 公司实现营业收入 128.44 亿元，同比增加 56.62%，环比减少 9.73%；实现归母净利润-4.89 亿元，同比减少 252.81%，环比减少 344.5%，公司 2022 年业绩承压。

图表1：2022 年公司营业收入同比增加 13.44%



图表2：2022 年公司归母净利润同比减少 109.09%

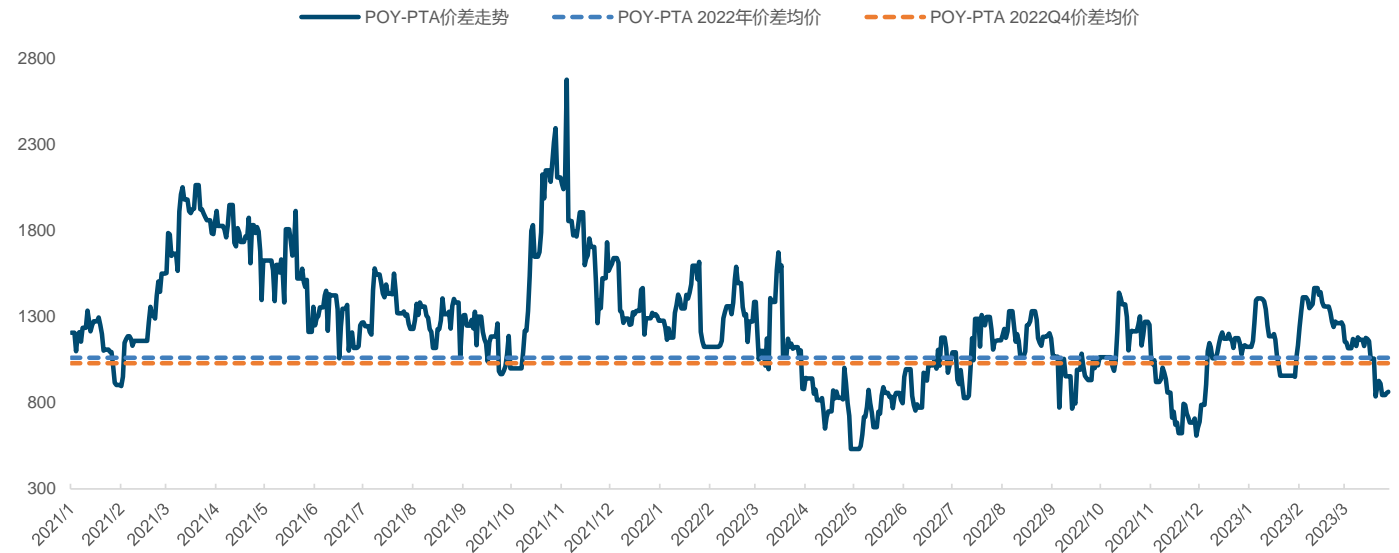


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

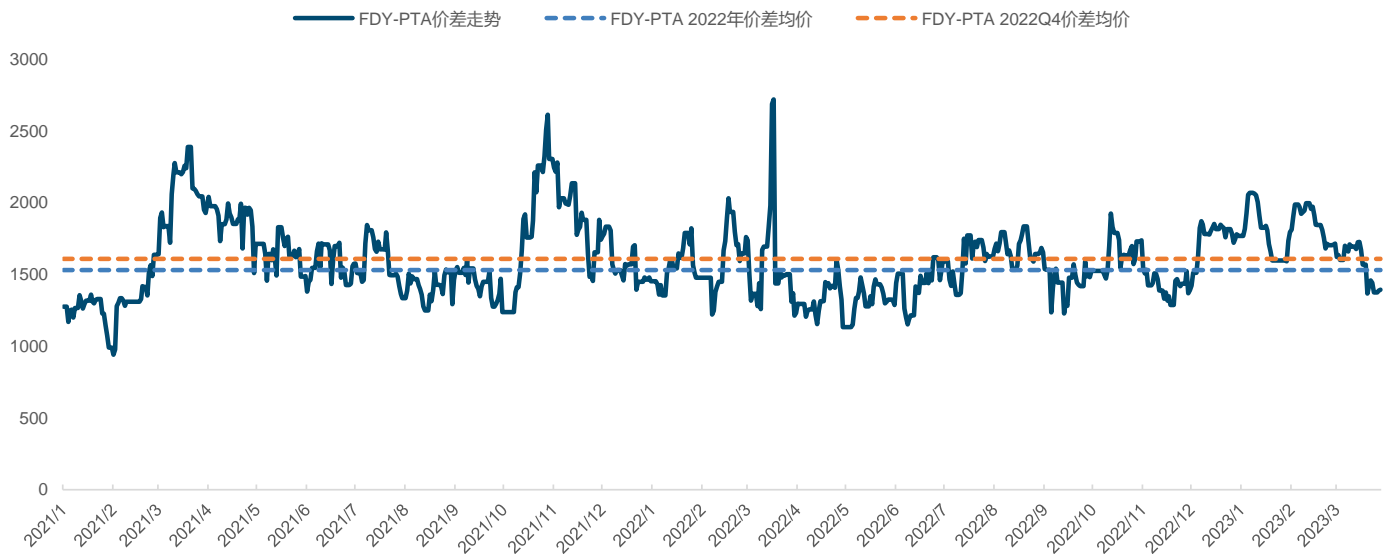
2022 年受到高油价影响，公司主要原料成本大幅上涨，叠加疫情反复导致终端市场需求不振，公司主营涤纶长丝产品毛利承压。2022 年 POY/FDY/DTY 产品价差均价分别约为 1061/1531/2304 元/吨，分别同比减少 27%/6%/19%；2022 年第四季度 POY/FDY/DTY 产品价差均价分别约为 1029/1609/2122 元/吨，分别同比减少 35%/9%/30%，聚酯行业正处于行业景气度周期底部，累库叠加利润收窄拖累新凤鸣全年业绩。2023 年伴随下游市场复苏，涤纶长丝产品价差或将有所修复。

图表3：POY-PTA 市场价差持续走弱



来源：Wind，国金证券研究所

图表4: FDY-PTA 市场价差持续走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

图表5: DTY-PTA 市场价差持续走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

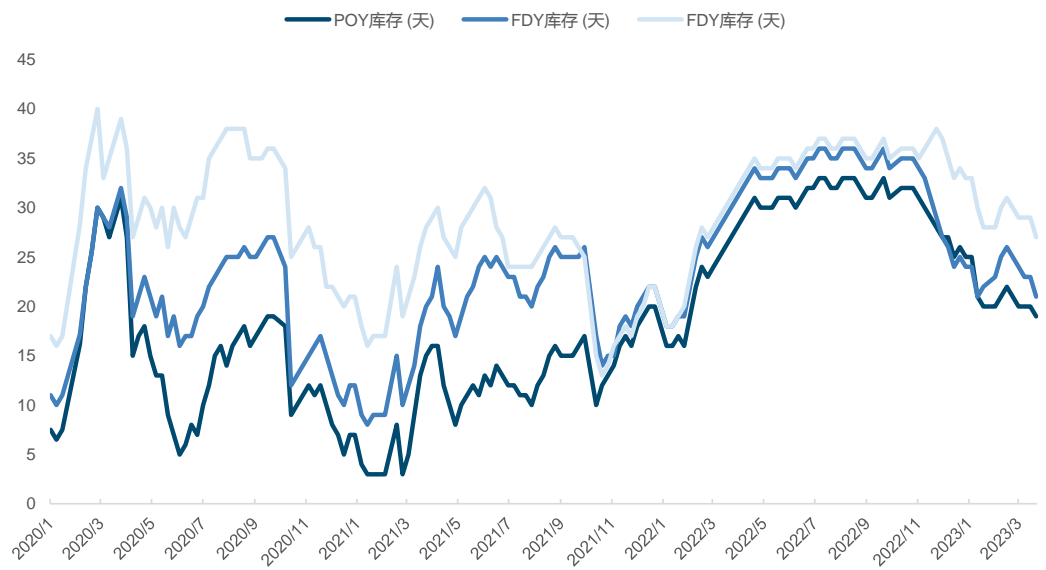
受疫情持续影响, 2022 年下游织机开工率低于往年同期水平, 下游织机需求不振导致涤纶长丝环节利润受损, 2023 年春节过后, 下游需求逐步回暖, 截至 2023 年 3 月 29 日 POY-PTA/MEG 环节平均价差约为 1179 元/吨, 环比 2022 年 Q4 增加 14.54%。截至 2023 年 3 月 24 日, 下游织机开工负荷率达到 63.27%, 已恢复至往年同期较高水平。伴随下游需求持续恢复叠加当前价差有所好转, 涤纶长丝持续去库, 开工率持续抬升, 截至 2023 年 3 月 24 日, 涤纶长丝 POY/FDY/DTY 库存分别为 19 天/21 天/27 天, 涤纶长丝开工率为 87.10%。下游市场消费需求持续回暖叠加环节价差修复或将为公司带来业绩弹性。

图表6: 下游织机开工率已恢复至较高水平



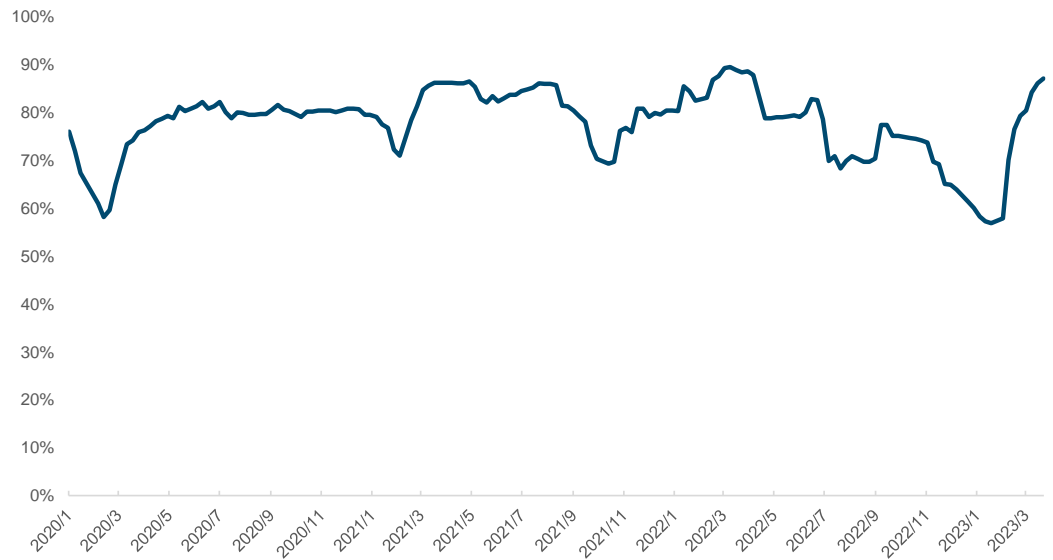
来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 当前涤纶长丝持续去库



来源: CCFEI, 国金证券研究所

图表8: 涤纶长丝开工率持续恢复



来源: CGFEI, 国金证券研究所

公司 2023 年 3 月 25 日股东大会已通过增发预案, 将募集不超过 10 亿元用于年产 540 万吨 PTA 项目, 预计到 2026 年公司 PTA 产能将突破 1000 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, 涤纶长丝产品可以大幅度提高原材料自给, 提高利润空间, 并减少原材料价格波动对涤纶长丝产品的负面影响, 公司伴随新产能的逐渐释放, 抵抗原材料价格波动的能力进一步提升。

风险提示

- 1 地缘政治扰乱全球原油市场: 俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性, 扰乱全球原油市场;
- 2 美国持续释放战略库存增加边际供应: 当前美国宣布释放 100 万桶/天战略原油库存, 供应端或带来增量, 后续如果美国持续增加战略库存释放量, 或对全球原油供需平衡有所改善。
- 3 美联储加息或抑制终端需求: 美联储加息或带动美元指数走强, 而美元指数与原油价格通常为负相关走势, 假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 4 其他不可抗力风险。

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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	36,984	44,770	50,787	80,194	89,266	105,971	货币资金	3,379	5,647	6,289	11,152	12,178	14,500
增长率		21.1%	13.4%	57.9%	11.3%	18.7%	应收款项	932	1,174	848	1,747	1,944	2,308
主营业务成本	-35,148	-40,067	-48,904	-74,956	-82,066	-97,366	存货	1,673	3,222	3,719	4,830	5,288	6,274
%销售收入	95.0%	89.5%	96.3%	93.5%	91.9%	91.9%	其他流动资产	538	911	1,049	1,298	1,369	1,522
毛利	1,836	4,703	1,884	5,237	7,200	8,605	流动资产	6,521	10,954	11,905	19,027	20,779	24,604
%销售收入	5.0%	10.5%	3.7%	6.5%	8.1%	8.1%	%总资产	23.0%	29.2%	28.8%	37.6%	38.6%	42.0%
营业税金及附加	-48	-100	-90	-120	-134	-159	长期投资	101	273	340	340	340	340
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	18,633	22,589	25,678	29,249	30,542	31,405
销售费用	-67	-73	-84	-128	-143	-170	%总资产	65.6%	60.2%	62.2%	57.8%	56.8%	53.6%
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	1,285	1,709	1,811	1,976	2,138	2,296
管理费用	-374	-527	-652	-802	-893	-1,060	非流动资产	21,882	26,555	29,399	31,565	33,019	34,041
%销售收入	1.0%	1.2%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	%总资产	77.0%	70.8%	71.2%	62.4%	61.4%	58.0%
研发费用	-602	-915	-1,078	-1,363	-1,518	-1,802	资产总计	28,403	37,508	41,304	50,592	53,798	58,646
%销售收入	1.6%	2.0%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	短期借款	6,329	6,862	10,248	17,041	17,984	19,456
息税前利润 (EBIT)	745	3,089	-21	2,823	4,513	5,415	应付款项	3,063	3,583	3,963	6,007	6,577	7,804
%销售收入	2.0%	6.9%	n.a	3.5%	5.1%	5.1%	其他流动负债	804	1,309	985	1,397	1,655	1,978
财务费用	-362	-520	-549	-1,346	-1,735	-1,860	流动负债	10,197	11,754	15,196	24,445	26,216	29,238
%销售收入	1.0%	1.2%	1.1%	1.7%	1.9%	1.8%	长期贷款	3,715	6,527	7,356	7,356	7,356	7,356
资产减值损失	-22	-19	-170	-99	-9	-20	其他长期负债	2,449	2,803	3,053	2,393	2,393	2,393
公允价值变动收益	-13	-1	-21	0	0	0	负债	16,361	21,084	25,604	34,193	35,965	38,986
投资收益	95	4	22	15	15	15	普通股股东权益	12,042	16,425	15,700	16,399	17,834	19,659
%税前利润	14.8%	0.2%	-4.8%	1.1%	0.5%	0.4%	其中：股本	1,396	1,530	1,529	1,529	1,529	1,529
营业利润	574	2,651	-529	1,394	2,784	3,550	未分配利润	6,673	8,700	8,092	8,818	10,253	12,079
营业利润率	1.6%	5.9%	n.a	1.7%	3.1%	3.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	68	22	64	30	30	30	负债股东权益合计	28,403	37,508	41,304	50,592	53,798	58,646
税前利润	642	2,673	-466	1,424	2,814	3,580	比率分析						
利润率	1.7%	6.0%	n.a	1.8%	3.2%	3.4%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-39	-419	260	-214	-422	-537	每股指标						
所得税率	6.0%	15.7%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.432	1.474	-0.134	0.791	1.564	1.989
净利润	603	2,254	-205	1,210	2,392	3,043	每股净资产	8.626	10.738	10.265	10.722	11.660	12.854
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.280	2.055	2.083	4.095	5.366	6.091
归属于母公司的净利润	603	2,254	-205	1,210	2,392	3,043	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.317	0.626	0.796
净利率	1.6%	5.0%	n.a	1.5%	2.7%	2.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.01%	13.72%	-1.31%	7.38%	13.41%	15.48%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	2.12%	6.01%	-0.50%	2.39%	4.45%	5.19%
净利润	603	2,254	-205	1,210	2,392	3,043	投入资本收益率	2.89%	8.08%	-0.03%	5.56%	8.42%	9.42%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,750	2,298	2,711	3,334	4,001	4,444	主营业务收入增长率	8.30%	21.05%	13.44%	57.90%	11.31%	18.71%
非经营收益	305	653	456	1,618	1,723	1,802	EBIT 增长率	-57.02%	314.71%	-100.69%	-13317.84%	59.85%	19.99%
营运资金变动	526	-2,062	224	100	92	27	净利润增长率	-55.48%	273.77%	-109.10%	N/A	97.61%	27.21%
经营活动现金净流	3,183	3,143	3,185	6,263	8,207	9,316	总资产增长率	24.03%	32.06%	10.12%	22.49%	6.34%	9.01%
资本开支	-5,971	-6,271	-5,370	-5,634	-5,415	-5,415	资产管理能力						
投资	571	-94	-22	0	0	0	应收账款周转天数	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
其他	-152	211	-23	15	15	15	存货周转天数	16.2	22.3	25.9	24.0	24.0	24.0
投资活动现金净流	-5,552	-6,154	-5,414	-5,619	-5,400	-5,400	应付账款周转天数	18.1	19.1	18.4	19.0	19.0	19.0
股权募资	0	0	0	-23	0	0	固定资产周转天数	170.5	163.9	162.5	124.6	114.5	90.3
其他	-623	-1,007	-1,182	-1,945	-2,725	-3,064	偿债能力						
筹资活动现金净流	3,419	4,813	3,006	4,219	-1,782	-1,593	净负债/股东权益	71.75%	61.07%	87.22%	95.27%	87.14%	74.72%
现金净流量	1,014	1,813	816	4,863	1,025	2,323	EBIT 利息保障倍数	2.1	5.9	0.0	2.1	2.6	2.9
							资产负债率	57.60%	56.21%	61.99%	67.59%	66.85%	66.48%

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

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	2021-09-14	买入	21.40	30.80~30.80
2	2021-10-29	买入	14.78	30.80~30.80
3	2022-04-29	买入	9.31	N/A
4	2022-08-29	买入	9.99	N/A
5	2022-10-28	买入	8.72	N/A
6	2023-01-31	买入	11.90	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402