

公司研究

需求承压 Q3 业绩下滑，在建项目稳步扩张成长可期

——新凤鸣（603225.SH）2022年三季度报告点评

要点

事件：公司发布2022年三季度报告，2022年前三季度公司实现营业收入379亿元，同比增长4%；实现归母净利润2.8亿元，同比-85%。其中Q3单季度公司实现营收142亿元，同比增长10%，环比增长9%；实现归母净利润-1.1亿元，同比下降7.21亿元，环比下降2.19亿元。

点评：

需求疲软主营产品销量同比下滑，Q3业绩承压下滑：22年Q3，公司主要产品价格环比均有所下降，PTA、POY、涤丝短纤均价分别为6305元/吨、8131元/吨、7749元/吨，同比分别+23%、+7%、+10%，环比分别-6%、-4%、-6%；价差分别为617元/吨、1135元/吨、797元/吨，同比分别+56元/吨、-65元/吨、+38元/吨，环比分别+257元/吨、+205元/吨、+33元/吨；Q3公司PTA、POY销量分别为8万吨、107万吨，同比分别-67%、-0.3%。22年Q3下游需求疲软导致公司下游开工率下滑，公司主营产品销量同比大幅下滑，公司Q3业绩承压下滑。

公司聚酯、PTA产能稳步扩张，打造一体化产业链优势：公司是国内聚酯龙头企业，横向拓展布局短纤市场，纵向延伸布局上游原材料，打造一体化产业链优势。聚酯业务方面，公司平湖独山基地21年7月和22年2月分别投产60万吨、30万吨智能化、功能性差别化聚酯纤维；2022年8月27日，徐州基地XCPD01/02装置一期年产30万吨绿色功能性短纤维项目在新沂顺利投入运行，投产后公司聚酯产能达720万吨，其中涤纶长丝产能达630万吨，短纤产能达90万吨。PTA方面，截至22年Q3，公司PTA产能500万吨，随着公司PTA三期、四期各250万吨产能加快筹备，产能释放后有望带动公司业绩增长，预计到2025年，公司PTA产能将达到1000万吨。公司“两洲两湖”四大基地建设不断推进，产能稳步释放，未来有望持续增厚业绩。

盈利预测、估值与评级：需求疲软致公司主营产品盈利下滑，因此我们下调公司2022-2024年盈利预测，预计公司2022-2024年的净利润分别为3.87（下调73%）/11.50（下调57%）/20.21（下调42%）亿元，对应EPS分别为0.25/0.75/1.32元。公司在建项目有序推进，成长动能充足，我们依然看好公司未来发展，因此维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨风险；下游需求复苏不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	36,984	44,770	59,107	58,638	61,603
营业收入增长率	8.30%	21.05%	32.02%	-0.79%	5.06%
净利润（百万元）	603	2,254	387	1,150	2,021
净利润增长率	-55.48%	273.77%	-82.84%	197.28%	75.74%
EPS（元）	0.43	1.47	0.25	0.75	1.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.01%	13.72%	2.35%	6.55%	10.42%
P/E	20	6	34	11	6
P/B	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-02注：公司总股本2020年末为13.96亿股，2021年为15.30亿股，2022年及以后为15.29亿股

买入（维持）

当前价：8.50元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.29
总市值(亿元)	130.01
一年最低/最高(元)	8.07/15.64
近3月换手率	31.17%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.59	-2.10	-16.17
绝对	-2.75	-12.55	-39.03

资料来源：Wind

相关研报

涤丝价差收窄 Q2 业绩下滑，PTA、聚酯产能稳步扩张——新凤鸣（603225.SH）2022年半年度报告点评（2022-08-30）

涤丝价差收窄 Q1 业绩下滑，新产能投放有序提供成长动能——新凤鸣（603225.SH）2022年一季报点评（2022-04-28）

“双限”政策致 Q4 业绩环比下滑，产能稳步扩张成长可期——新凤鸣（603225.SH）21 年业绩预增公告点评（2022-01-21）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	36,984	44,770	59,107	58,638	61,603
营业成本	35,148	40,067	56,212	54,817	56,580
折旧和摊销	1,715	2,266	1,980	2,168	2,387
税金及附加	48	100	100	102	116
销售费用	67	73	157	119	130
管理费用	374	527	695	690	725
研发费用	602	915	1,208	1,199	1,259
财务费用	362	520	496	558	597
投资收益	95	4	4	4	4
营业利润	574	2,651	427	1,323	2,365
利润总额	642	2,673	459	1,364	2,397
所得税	39	419	72	214	376
净利润	603	2,254	387	1,150	2,021
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	603	2,254	387	1,150	2,021
EPS(元)	0.43	1.47	0.25	0.75	1.32

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,183	3,143	2,965	3,700	4,660
净利润	603	2,254	387	1,150	2,021
折旧摊销	1,715	2,266	1,980	2,168	2,387
净营运资金增加	-1,204	1,941	1,184	130	640
其他	2,069	-3,319	-585	253	-388
投资活动产生现金流	-5,552	-6,154	-5,598	-5,626	-5,599
净资本支出	-5,971	-6,271	-5,600	-5,600	-5,600
长期投资变化	101	273	0	0	0
其他资产变化	318	-155	2	-26	1
融资活动现金流	3,419	4,813	2,897	1,879	1,235
股本变化	-3	133	0	0	0
债务净变化	4,144	3,638	3,737	2,496	2,008
无息负债变化	976	1,085	1,088	-68	271
净现金流	1,014	1,813	264	-47	297

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	5.0%	10.5%	4.9%	6.5%	8.2%
EBITDA 率	7.1%	12.3%	4.9%	6.9%	8.7%
EBIT 率	2.4%	7.2%	1.6%	3.2%	4.8%
税前净利润率	1.7%	6.0%	0.8%	2.3%	3.9%
归母净利润率	1.6%	5.0%	0.7%	2.0%	3.3%
ROA	2.1%	6.0%	0.9%	2.5%	4.0%
ROE (摊薄)	5.0%	13.7%	2.3%	6.5%	10.4%
经营性 ROIC	3.5%	8.8%	2.2%	4.1%	5.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58%	56%	61%	62%	61%
流动比率	0.64	0.93	0.84	0.83	0.88
速动比率	0.48	0.66	0.61	0.60	0.63
归母权益/有息债务	1.00	1.05	0.85	0.80	0.81
有形资产/有息债务	2.24	2.28	2.08	2.00	2.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	28,403	37,508	42,376	45,896	50,020
货币资金	3,379	5,647	5,911	5,864	6,160
交易性金融资产	21	1	1	1	1
应收账款	440	535	652	682	711
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	87	36	89	91	79
存货	1,673	3,222	3,273	3,404	3,786
其他流动资产	751	1,105	1,822	1,798	1,947
流动资产合计	6,521	10,954	12,201	12,263	13,174
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	101	273	273	273	273
固定资产	17,279	20,101	20,798	21,865	23,132
在建工程	1,274	2,468	4,686	6,349	7,597
无形资产	1,230	1,637	1,802	1,964	2,123
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,768	1,913	1,913	1,913	1,913
非流动资产合计	21,882	26,555	30,175	33,632	36,846
总负债	16,361	21,084	25,909	28,337	30,616
短期借款	5,815	6,190	7,768	8,103	7,951
应付账款	1,929	2,261	3,016	3,014	3,113
应付票据	989	1,200	1,508	1,552	1,605
预收账款	0	0	201	66	93
其他流动负债	51	68	68	68	68
流动负债合计	10,197	11,754	14,565	14,833	14,951
长期借款	3,715	6,527	8,687	10,847	13,007
应付债券	1,995	2,288	2,288	2,288	2,288
其他非流动负债	347	367	367	367	367
非流动负债合计	6,164	9,330	11,345	13,505	15,665
股东权益	12,042	16,425	16,467	17,558	19,404
股本	1,396	1,530	1,529	1,529	1,529
公积金	3,649	5,991	6,029	6,144	6,347
未分配利润	6,673	8,700	8,704	9,680	11,323
归属母公司权益	12,042	16,425	16,467	17,558	19,404
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.18%	0.16%	0.27%	0.20%	0.21%
管理费用率	1.01%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%
财务费用率	0.98%	1.16%	0.84%	0.95%	0.97%
研发费用率	1.63%	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%
所得税率	6%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.13	0.23	0.04	0.11	0.20
每股经营现金流	2.28	2.05	1.94	2.42	3.05
每股净资产	8.63	10.74	10.77	11.48	12.69
每股销售收入	26.49	29.27	38.65	38.34	40.28

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	20	6	34	11	6
PB	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.2	5.0	11.1	8.5	6.8
股息率	1.5%	2.6%	0.5%	1.4%	2.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE