

成本高涨拖累业绩，需求复苏或将迎来业绩拐点

2023 年 03 月 30 日

► **事件：**2023 年 3 月 29 日，公司发布 2022 年年度报告。2022 年，公司实现营业收入 507.87 亿元，同比增长 13.44%；实现归母净利润-2.05 亿元，同比转亏；实现扣非归母净利润-3.79 亿元，同比转亏。其中，公司 2022 年非经常性损益为 1.74 亿元，主要是计入非经常性损益的政府补助达 1.80 亿元。

► **22Q4 营业收入同比增加，但业绩亏损程度加大。**2022 年第四季度，公司实现营业收入 128.44 亿元，同比增长 56.62%，环比下降 9.73%；归母净利润为-4.89 亿元，同比转亏，环比下滑 3.80 亿元；扣非归母净利润为-5.58 亿元，同比转亏，环比下滑 3.57 亿元。业绩亏损加大主要受上游原油价格波动影响，同时在经济承压背景下，下游开工率也受到较大抑制，尤其是第四季度，在疫情影响下生产活动出现短暂停滞，进而拖累公司的产销与价差。

► **新产能投放，长丝产量同比增长。**截至 2022 年末，公司涤纶长丝产能为 630 万吨/年，相比 2021 年增长 30 万吨/年，国内市场占有率超过 12%。2022 年，公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 产量分别为 388.17/119.64/65.66 万吨，同比变化分别为-5.53%/+35.66%/+45.75%；POY/FDY/DTY 的单位售价同比变化分别为+6.22%/-12.44%/+20.35%；然而，由于原油价格推涨，成本端大幅承压，导致公司的长丝价差盈利能力有所下滑，据公司披露的原材料价格计算，POY/FDY/DTY 的价差分别为 942.16/1635.14/2613.42 元/吨，同比变化分别为-29.29%/-53.65%/+34.24%。

► **短纤产量快速释放，盈利能力有所增强。**截至 2022 年末，公司已拥有 90 万吨/年的涤纶短纤产能，全年来看，公司短纤产量达到 46.80 万吨，同比增长 46.13 万吨，价差为 703.23 元/吨，同比 2021 年提高 4.70%。

► **2023 年主业产能继续上行，产业链延伸持续推进。**2023 年，公司将继续稳步投放涤纶长丝和涤纶短纤产能，预计新增约 70 万吨涤纶长丝产能和 30 万吨涤纶短纤产能。此外，公司 500 万吨 PTA 已满额达产，扩产项目在持续推进，目前已规划 540 万吨 PTA 项目。公司计划依托于独山能源 PTA 基地，到 2026 年将 PTA 产能扩大到 1000 万吨，并配套相应的涤纶长丝和短纤的生产，使其形成 PTA-聚酯一体化基地，从而提升上游原材料自给率，为聚酯的生产提供稳定的原料供应。

► **投资建议：**随着国内需求逐步回暖，长丝价差有望迎来底部反转，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.02/9.43/16.92 亿元，EPS 分别为 0.20/0.62/1.11 元/股，对应 2023 年 3 月 29 日的 PE 分别为 54 倍、17 倍、10 倍，维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**原油价格波动的风险；疫情扰动影响下游需求的风险；新增产能投放速度较慢的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	50,787	59,282	68,076	73,933
增长率 (%)	13.4	16.7	14.8	8.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	-205	302	943	1,692
增长率 (%)	-109.1	247.2	212.4	79.4
每股收益 (元)	-0.13	0.20	0.62	1.11
PE	/	54	17	10
PB	1.0	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 29 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

10.56 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

- 1.新凤鸣 (603225.SH) 2022 年三季报点评：价差收窄，Q3 业绩承压-2022/10/30
- 2.新凤鸣 (603225.SH) 2022 年半年报点评：22H1 业绩承压，纵横延伸布局产业一体-2022/08/30
- 3.新凤鸣 (603225.SH) 2021 年度业绩预增公告点评：Q4 业绩承压，看好公司产能投放下的公司成长性-2022/01/22
- 4.新凤鸣(603225):营收高增长，毛利率显著提升-2021/08/17
- 5.新凤鸣(603225)公司深度研究:产能扩张支撑公司持续成长-2021/08/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	50,787	59,282	68,076	73,933
营业成本	48,904	56,399	64,125	68,918
营业税金及附加	90	107	127	141
销售费用	84	95	112	120
管理费用	652	700	790	850
研发费用	1,078	1,197	1,362	1,442
EBIT	183	955	1,752	2,664
财务费用	549	638	689	736
资产减值损失	-165	-15	-17	-19
投资收益	22	12	14	15
营业利润	-529	310	1,054	1,918
营业外收支	64	34	24	25
利润总额	-466	344	1,078	1,943
所得税	-260	43	135	251
净利润	-205	302	943	1,692
归属于母公司净利润	-205	302	943	1,692
EBITDA	2,724	3,646	4,635	5,745

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,289	5,862	6,441	7,576
应收账款及票据	576	617	711	774
预付款项	501	465	534	593
存货	3,719	2,937	3,417	3,721
其他流动资产	820	1,409	1,594	1,731
流动资产合计	11,905	11,290	12,698	14,397
长期股权投资	327	339	353	368
固定资产	22,615	25,488	28,324	31,154
无形资产	1,745	1,745	1,742	1,740
非流动资产合计	29,399	31,261	33,082	34,899
资产合计	41,304	42,551	45,780	49,296
短期借款	8,491	8,691	9,191	9,991
应付账款及票据	3,854	4,220	4,852	5,228
其他流动负债	2,850	2,629	2,929	3,119
流动负债合计	15,196	15,541	16,972	18,338
长期借款	7,356	7,856	8,656	9,156
其他长期负债	3,053	3,153	3,253	3,353
非流动负债合计	10,408	11,008	11,908	12,508
负债合计	25,604	26,549	28,881	30,847
股本	1,529	1,529	1,529	1,529
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	15,700	16,002	16,899	18,449
负债和股东权益合计	41,304	42,551	45,780	49,296

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.44	16.73	14.83	8.60
EBIT 增长率	-94.23	421.49	83.42	52.05
净利润增长率	-109.10	247.20	212.39	79.44
盈利能力 (%)				
毛利率	3.71	4.86	5.80	6.78
净利率	-0.40	0.51	1.39	2.29
总资产收益率 ROA	-0.50	0.71	2.06	3.43
净资产收益率 ROE	-1.31	1.89	5.58	9.17
偿债能力				
流动比率	0.78	0.73	0.75	0.79
速动比率	0.47	0.47	0.48	0.51
现金比率	0.41	0.38	0.38	0.41
资产负债率 (%)	61.99	62.39	63.09	62.57
经营效率				
应收账款周转天数	4.14	3.81	3.82	3.84
存货周转天数	27.76	19.11	19.55	19.81
总资产周转率	1.29	1.41	1.54	1.56
每股指标 (元)				
每股收益	-0.13	0.20	0.62	1.11
每股净资产	10.27	10.46	11.05	12.06
每股经营现金流	2.08	3.20	3.06	3.64
每股股利	0.00	0.03	0.09	0.17
估值分析				
PE	/	54	17	10
PB	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.98	8.30	6.70	5.45
股息收益率 (%)	0.00	0.28	0.88	1.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-205	302	943	1,692
折旧和摊销	2,541	2,691	2,883	3,081
营运资金变动	224	1,195	84	-19
经营活动现金流	3,185	4,895	4,674	5,574
资本开支	-5,370	-4,511	-4,672	-4,864
投资	-22	0	0	0
投资活动现金流	-5,414	-4,511	-4,672	-4,864
股权募资	0	0	0	0
债务募资	4,188	-78	1,400	1,400
筹资活动现金流	3,006	-811	577	425
现金净流量	816	-427	579	1,135

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026