

新凤鸣 (603225.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

聚酯需求承压或迎关键拐点!

业绩简评

新凤鸣于2023年1月30日发布公司2022年年度业绩预告,公司预计2022年全年实现归母净利润-2.3~-1.5亿元,同比减少110.20%~106.65%;实现扣非归母净利润-4.0~-3.2亿元,同比减少118.43%~114.75%。

经营分析

原油价格下跌带动产品库存损失。2022年四季度以来原油价格环比下跌,四季度均价为88.63美元/桶,环比降低16.92%。原油是PTA-聚酯-长丝产业链的直接上游,布伦特原油的环比下跌带动终端产品持续跌价,2022年第四季度涤纶POY平均价格为6500元/吨,环比下降8%,库存损失或导致业绩承压。

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。

公司聚焦产能建设,盈利修复成长性值得期待。公司拟募资不超过10亿元投资年产540吨PTA的项目建设,在目前总产能500吨的基础上可以大幅度提高原料自给,提高利润空间。同时随着疫情管控的取消以及提振内销政策的推行,涤纶长丝的库存天数持续改善,涤纶产业链利润有望好转。

盈利预测

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,公司投资年产540万吨PTA项目,提高长丝上游原料自给,盈利空间有望修复。我们预计公司2022-2024年净利润为-1.94/10.60/12.15亿元,对应EPS分别为-0.13/0.69/0.79元,对应PE为n.a/15.67X/13.68X,维持“买入”评级。

风险提示

1.地缘政治扰乱全球原油市场;2.疫情爆发扰乱需求;3.美国持续释放战略库存;4.美联储加息可能性;5.原油价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划;6.卫星定位、油轮跟踪数据和第三方数据误差;7.模型拟合误差等。

石油化工组

分析师:许隽逸(执业S1130519040001)

xujunyi@gjzq.com.cn

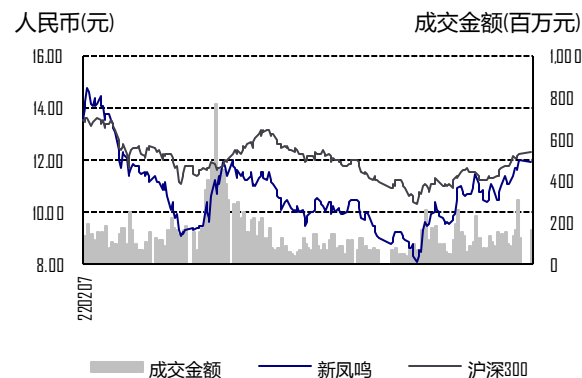
分析师:陈律楼(执业S1130522060004)

chenlvlu@gjzq.com.cn

市价(人民币):11.90元

相关报告:

- 1.《周期底部,期待修复!-新凤鸣三季报点评》,2022.10.28
- 2.《短期业绩承压,聚焦长期布局-新凤鸣中报点评》,2022.8.29
- 3.《景气低点展现龙头成本优势!-新凤鸣2022Q1业绩点评》,2022.4.29



公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	36,984	44,770	50,186	57,222	68,388
营业收入增长率	8.30%	21.05%	12.10%	14.02%	19.51%
归母净利润(百万元)	603	2,254	-194	1,060	1,215
归母净利润增长率	-55.48%	273.77%	N/A	N/A	14.59%
摊薄每股收益(元)	0.432	1.474	-0.127	0.693	0.794
每股经营性现金流净额	2.28	2.05	0.66	5.43	5.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.01%	13.72%	-1.21%	6.26%	6.76%
P/E	32.18	10.08	N/A	15.70	13.70
P/B	1.61	1.38	1.04	0.98	0.93

来源:公司年报、国金证券研究所

1、原油环比下跌+市场景气不足，价格传导不顺畅导致价差收窄

新凤鸣于 2023 年 1 月 30 日发布 2022 年度业绩预亏公告，公司 2022 年全年实现实现归母净利润-2.3~-1.5 亿元，同比减少 110.20%~106.65%，实现扣非归母净利润-4~-3.2 亿元，同比减少 118.43%~114.75%。公司本期业绩预亏的主要原因系公司原料成本大幅上涨且国内疫情影响市场需求发生阶段性萎缩。

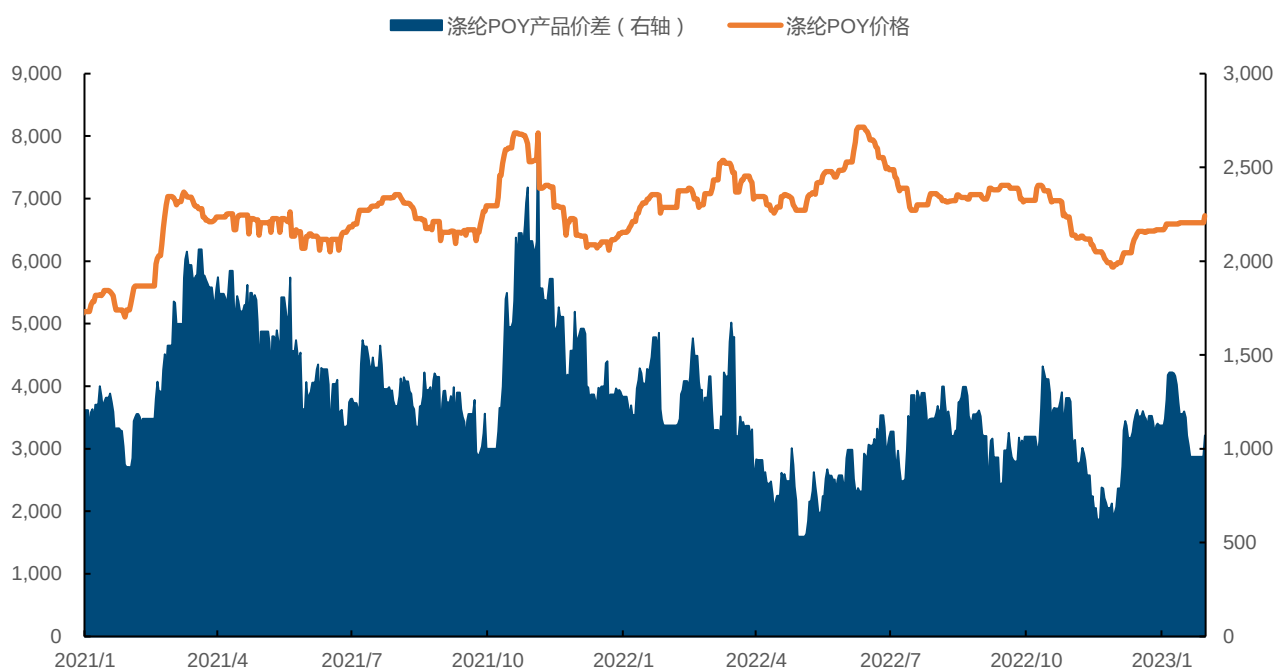
受疫情持续影响，2022 年第四季度以来，布伦特原油价格持续环比下降，下游织机需求持续低迷，从而导致涤纶长丝环节利润受损，库存水平持续维持高位，2022 年涤纶长丝平均库存水平为 28.5 天，远超同期水平。同时，上下游产品价格传导不顺畅造成价差收窄，2022 年涤纶 POY 均价差为 1060 元/吨，同比 2021 年减少 27.38%。2022 年第四季度涤纶 POY 平均价格为 6500 元/吨，环比下降 8%，均价差约为 1029 元/吨，环比下降 6%，公司业绩持续承受压力。

图表1：四季度以来布伦特原油价格持续走低



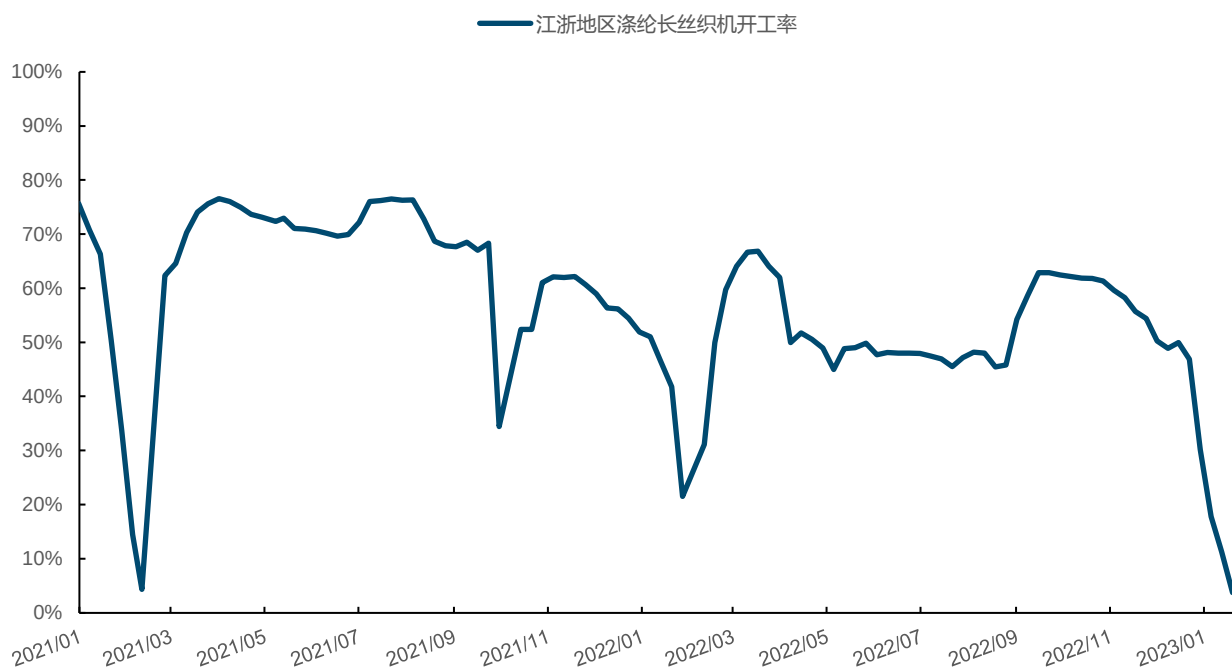
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：涤纶长丝POY 价格及价差（元/吨）



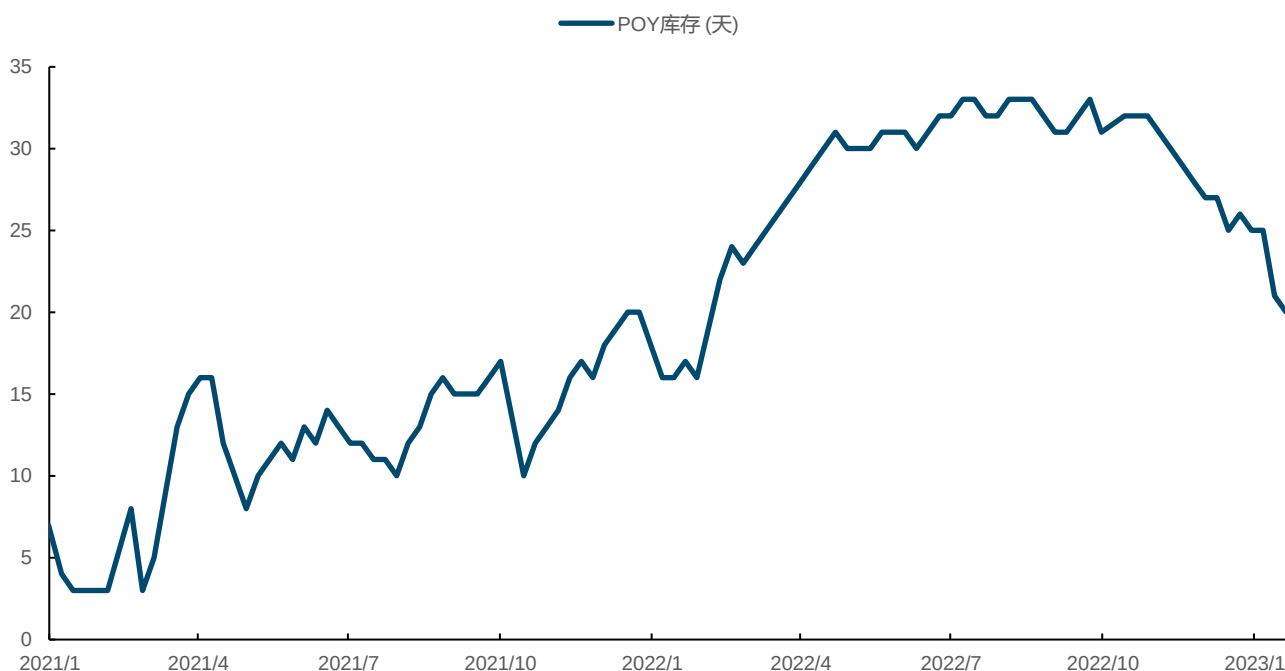
来源：Wind, iFinD, 国金证券研究所

图表3：江浙地区涤纶长丝织机开工率低于往年同期水平



来源：Wind, 国金证券研究所

图表4：涤纶长丝库存天数



来源：CCFEI，国金证券研究所

公司拟募资不超过 10 亿元投资年产 540 吨 PTA 的项目建设，在目前总产能 500 吨的基础上可以大幅度提高原料自给，提高利润空间。同时随着疫情管控的取消以及提振内销政策的推行，涤纶长丝的库存天数持续改善，涤纶产业链的价差也有所回升，公司的盈利或逐渐修复，随着新建产能的逐渐释放，公司具有较好的成长性。

2、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 疫情爆发扰乱需求：当前奥密克戎对全球原油需求端影响已逐步减弱，但新型变种的出现存在对全球原油需求产生负面影响可能性；
- 3 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。
- 4 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。
- 5 原油价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划：全球原油供应短缺担忧叠加俄乌冲突推动原油价格快速上涨，如果原油价格持续维持高位，油气公司存在修改当前资本开支计划可能性；
- 6 卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响：卫星数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差。
- 7 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。
- 8 模型拟合误差对结果产生影响：由于数据体量较大，且数据并非完美，而模型也无法做到完美捕捉数据本身，从而导致误差。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	34,148	36,984	44,770	50,186	57,222	68,388
增长率		8.3%	21.1%	12.1%	14.0%	19.5%
主营业务成本	-31,240	-35,148	-40,067	-47,805	-52,836	-63,513
%销售收入	91.5%	95.0%	89.5%	95.3%	92.3%	92.9%
毛利	2,909	1,836	4,703	2,381	4,386	4,875
%销售收入	8.5%	5.0%	10.5%	4.7%	7.7%	7.1%
营业税金及附加	-54	-48	-100	-75	-86	-103
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-154	-67	-73	-80	-92	-109
%销售收入	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-286	-374	-527	-502	-572	-684
%销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
研发费用	-682	-602	-915	-853	-973	-1,163
%销售收入	2.0%	1.6%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	1,733	745	3,089	870	2,664	2,817
%销售收入	5.1%	2.0%	6.9%	1.7%	4.7%	4.1%
财务费用	-276	-362	-520	-1,099	-1,417	-1,388
%销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	2.2%	2.5%	2.0%
资产减值损失	-6	-22	-19	0	0	0
公允价值变动收益	9	-13	-1	0	0	0
投资收益	11	95	4	0	0	0
%税前利润	0.7%	14.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,587	574	2,651	-229	1,247	1,429
营业利润率	4.6%	1.6%	5.9%	n.a	2.2%	2.1%
营业外收支	6	68	22	0	0	0
税前利润	1,593	642	2,673	-229	1,247	1,429
利润率	4.7%	1.7%	6.0%	n.a	2.2%	2.1%
所得税	-239	-39	-419	34	-187	-214
所得税率	15.0%	6.0%	15.7%	n.a	15.0%	15.0%
净利润	1,355	603	2,254	-194	1,060	1,215
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,355	603	2,254	-194	1,060	1,215
净利率	4.0%	1.6%	5.0%	n.a	1.9%	1.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,355	603	2,254	-194	1,060	1,215
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,139	1,750	2,298	3,007	4,023	4,785
非经营收益	322	305	653	1,061	1,589	1,538
营运资金变动	-992	526	-2,062	-2,862	1,635	223
经营活动现金净流	1,825	3,183	3,143	1,012	8,307	7,760
资本开支	-5,205	-5,971	-6,271	-9,087	-6,942	-5,415
投资	-473	571	-94	-141	0	0
其他	107	-152	211	0	0	0
投资活动现金净流	-5,571	-5,552	-6,154	-9,228	-6,942	-5,415
股权募资	2,212	0	0	-192	0	0
债权募资	1,892	4,041	5,821	10,998	-1,993	301
其他	-305	-623	-1,007	-1,296	-1,748	-1,721
筹资活动现金净流	3,799	3,419	4,813	9,511	-3,741	-1,420
现金净流量	79	1,014	1,813	1,295	-2,376	925

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,301	3,379	5,647	6,941	4,565	5,490
应收款项	719	932	1,174	1,368	1,043	1,246
存货	1,453	1,673	3,222	6,025	5,501	5,394
其他流动资产	1,588	538	911	1,186	1,247	1,375
流动资产	6,062	6,521	10,954	15,520	12,355	13,505
%总资产	26.5%	23.0%	29.2%	32.2%	25.7%	27.1%
长期投资	97	101	273	305	305	305
固定资产	15,621	18,633	22,589	28,620	31,439	31,980
%总资产	68.2%	65.6%	60.2%	59.3%	65.5%	64.2%
无形资产	940	1,285	1,709	1,871	1,971	2,061
非流动资产	16,838	21,882	26,555	32,745	35,665	36,296
%总资产	73.5%	77.0%	70.8%	67.8%	74.3%	72.9%
资产总计	22,901	28,403	37,508	48,266	48,020	49,801
短期借款	4,065	6,329	6,862	18,227	16,234	16,535
应付款项	2,365	3,063	3,583	4,702	5,197	5,612
其他流动负债	641	804	1,309	490	841	874
流动负债	7,071	10,197	11,754	23,419	22,272	23,021
长期贷款	1,939	3,715	6,527	6,527	6,527	6,527
其他长期负债	2,230	2,449	2,803	2,288	2,288	2,288
负债	11,240	16,361	21,084	32,235	31,088	31,836
普通股股东权益	11,660	12,042	16,425	16,031	16,932	17,964
其中：股本	1,400	1,396	1,530	1,530	1,530	1,530
未分配利润	6,273	6,673	8,700	8,506	9,407	10,439
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	22,901	28,403	37,508	48,266	48,020	49,801

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.968	0.432	1.474	-0.127	0.693	0.794
每股净资产	8.331	8.626	10.738	10.481	11.070	11.746
每股经营现金净流	1.304	2.280	2.055	0.661	5.431	5.074
每股股利	0.130	0.130	0.225	0.000	0.104	0.119
回报率						
净资产收益率	11.62%	5.01%	13.72%	-1.21%	6.26%	6.76%
总资产收益率	5.92%	2.12%	6.01%	-0.40%	2.21%	2.44%
投入资本收益率	7.51%	2.89%	8.08%	1.72%	5.39%	5.53%
增长率						
主营业务收入增长率	4.56%	8.30%	21.05%	12.10%	14.02%	19.51%
EBIT 增长率	-10.90%	-57.02%	314.71%	-71.82%	206.06%	5.74%
净利润增长率	-4.80%	-55.48%	273.77%	N/A	N/A	14.59%
总资产增长率	33.38%	24.03%	32.06%	28.68%	-0.51%	3.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.8	3.7	4.0	5.8	2.5	2.5
存货周转天数	16.9	16.2	22.3	46.0	38.0	31.0
应付账款周转天数	14.7	18.1	19.1	22.0	22.0	22.0
固定资产周转天数	133.8	170.5	163.9	188.7	191.1	159.2
偿债能力						
净负债/股东权益	47.98%	71.75%	61.07%	124.71%	120.33%	109.94%
EBIT 利息保障倍数	6.3	2.1	5.9	0.8	1.9	2.0
资产负债率	49.08%	57.60%	56.21%	66.79%	64.74%	63.93%

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

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：北京市东城区建国内大街 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