

新凤鸣 (603225.SH) 买入 (维持评级)

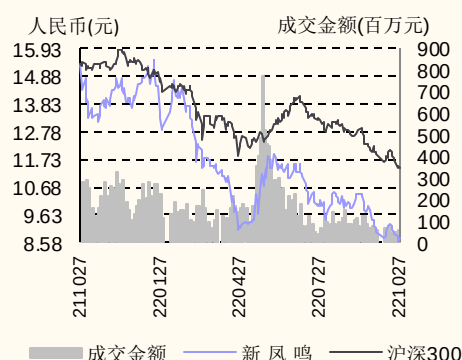
公司点评

市场价格 (人民币): 8.72 元

周期底部，期待修复！

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	15.29
已上市流通 A 股(亿股)	15.09
总市值(亿元)	133.37
年内股价最高最低(元)	15.49/8.58
沪深 300 指数	3631
上证指数	2983



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	49,425	60,240	71,875
营业收入增长率	8.30%	21.05%	10.40%	21.88%	19.32%
归母净利润(百万元)	603	2,254	480	1,053	1,209
归母净利润增长率	-55.48%	273.77%	-78.72%	119.65%	14.81%
摊薄每股收益(元)	0.432	1.474	0.314	0.689	0.791
每股经营性现金流净额	2.28	2.05	1.24	5.19	5.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.01%	13.72%	2.88%	6.01%	6.52%
P/E	32.18	10.08	27.81	12.66	11.03
P/B	1.61	1.38	0.80	0.76	0.72

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 新凤鸣于 10 月 27 日发布三季报，公司 2022 年前三季度实现营收 379.4 亿元，同比 2021 年同期增长 3.76%，实现扣非净利润 1.78 亿元，同比减少 90.4%；单三季度实现营收 142.3 亿元，同比增长 10.4%，单季度扣非归母净利润-2 亿元，同比减少 136%。

经营分析

- **原油持续单边下跌，库存损失拖累业绩：**2022 年三季度布伦特原油从 6 月平均 117.5 美元/桶下跌至 9 月平均 90.57 美元/桶，而原油是 PTA-聚酯-长丝产业链的直接上游，布伦特原油的持续单边下跌带动终端产品持续跌价，库存损失持续拖累业绩。
- **下游需求不振导致持续累库：**与此同时，受夏季高温及限电等因素影响，下游织机活跃度持续维持历史低位，从而导致长丝库存天数持续增长，参考行业数据涤纶长丝库存天数在三季度持续维持 30 天左右，远高于去年同期及年初水平。原油价格持续单边下跌带动产业链产品价格持续下挫，终端需求不景气促使终端产品库存天数持续维持高位，累库叠加库存跌价导致库存损失拖累新凤鸣三季度业绩。
- **产能建设持续推进，聚焦主营看好公司成长性：**公司积极布局上游 PTA 产能，400 万吨新增 PTA 产能预计于 24-25 年达产，总产能将达到 900 万吨，可基本实现聚酯原材料自给，提升公司盈利韧性。年产 270 万吨聚酯新材料一体化项目也将在 23-26 年陆续达产。当前终端景气度略有好转且公司持续聚焦 PTA-聚酯产业链，伴随新建产能逐步释放看好公司未来成长性。

投资建议

- 在全球能源供需偏紧情景下，上游原油价格中枢有望维持高位，涤纶长丝毛利或持续承压。我们下调了公司 2022 年盈利预测，相比前值下调了 44%。预计公司 2022-2024 年净利润为 4.8/10.5/12.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.31 元/0.69 元/0.79 元，对应 PE 为 27.8X/12.7X/11.0X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1.原材料价格波动风险；2.疫情反复影响公司产销量以及终端需求不及预期；3.项目进度不及预期；4.美元汇率波动风险；5.其他不可抗力影响。

相关报告

- 1.《短期业绩承压，聚焦长期布局-新凤鸣中报点评》，2022.8.29
- 2.《景气低点展现龙头成本优势！-新凤鸣 2022Q1 业绩点评》，2022.4.29
- 3.《持续高成长的化纤龙头！-新凤鸣三季报点评》，2021.10.29

许隽逸 分析师 SAC 执业编号：S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

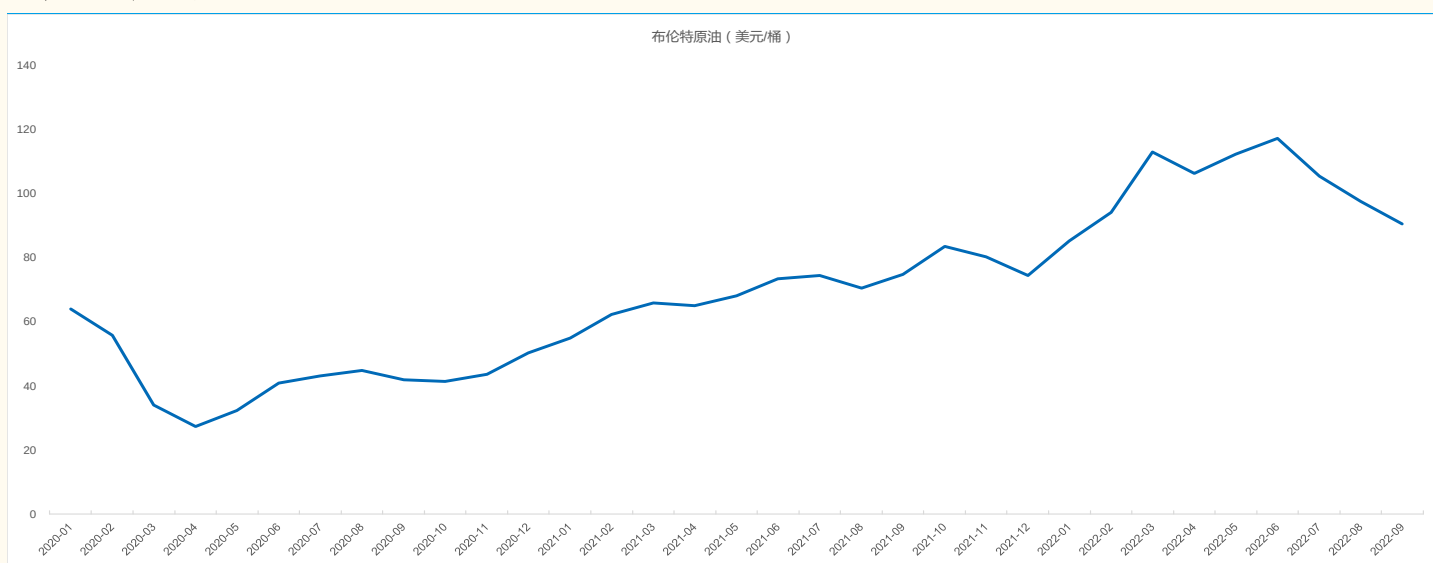
陈律楼 分析师 SAC 执业编号：S1130522060004
chenlvlu@gjzq.com.cn

1、原油单边下跌+终端需求不旺，库存损失拖累业绩

新凤鸣于 10 月 17 日发布三季报，公司 2022 年前三季度实现营收 379.4 亿元，同比 2021 年同期增长 3.76%，实现扣非净利润 1.78 亿元，同比减少 90.4%；单三季度实现营收 142.3 亿元，同比增长 10.4%，单季度扣非归母净利润-2 亿元，同比减少 136%。

2022 年三季度布伦特原油出现持续单边下跌趋势，原油价格持续下跌带动终端产品持续跌价。与此同时，受夏季高温及限电等因素影响，下游织机活跃度持续维持历史低位，从而导致长丝库存天数持续增长，参考行业数据涤纶长丝库存天数在三季度持续维持 30 天左右，远高于去年同期及年初水平。原油价格持续单边下跌带动产业链产品价格持续下挫，终端需求不景气促使终端产品库存天数持续维持高位，累库叠加库存跌价导致库存损失拖累新凤鸣三季度业绩。

图表 1：布伦特原油价格（美元/桶）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：江浙地区涤纶长丝织机负荷率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：涤纶长丝 POY 行业库存天数



来源：CCFEI，国金证券研究所

公司积极布局上游 PTA 产能，400 万吨新增 PTA 产能预计于 24-25 年达产，总产能将达到 900 万吨，可基本实现聚酯原材料自给，提升公司盈利韧性。年产 270 万吨聚酯新材料一体化项目也将在 23-26 年陆续达产。当前终端景气度略有好转且公司持续聚焦 PTA-聚酯产业链，伴随新建产能逐步释放看好公司未来成长性。

2、风险提示

1. 原材料价格波动风险；
2. 疫情反复影响公司产销量以及终端需求不及预期；
3. 项目进度不及预期；
4. 美元汇率波动风险；
5. 其他不可抗力影响。

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	49,425	60,240	71,875
增长率		8.3%	21.1%	10.4%	21.9%	19.3%
主营业务成本	-31,240	-35,148	-40,067	-46,303	-55,811	-66,924
%销售收入	91.5%	95.0%	89.5%	93.7%	92.6%	93.1%
毛利	2,909	1,836	4,703	3,122	4,429	4,951
%销售收入	8.5%	5.0%	10.5%	6.3%	7.4%	6.9%
营业税金及附加	-54	-48	-100	-74	-90	-108
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-154	-67	-73	-79	-96	-115
%销售收入	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-286	-374	-527	-494	-602	-719
%销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
研发费用	-682	-602	-915	-840	-1,024	-1,222
%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	1,635	2,616	2,788
%销售收入	5.1%	2.0%	6.9%	3.3%	4.3%	3.9%
财务费用	-276	-362	-520	-1,070	-1,376	-1,365
%销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	2.2%	2.3%	1.9%
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	564	1,239	1,423
营业利润率	4.6%	1.6%	5.9%	1.1%	2.1%	2.0%
营业外收支	6	68	22	0	0	0
税前利润	1,593	642	2,673	564	1,239	1,423
利润率	4.7%	1.7%	6.0%	1.1%	2.1%	2.0%
所得税	-239	-39	-419	-85	-186	-213
所得税率	15.0%	6.0%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,355	603	2,254	480	1,053	1,209
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	480	1,053	1,209
净利率	4.0%	1.6%	5.0%	1.0%	1.7%	1.7%

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	480	1,053	1,209
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	1,029	1,550	1,525
营运资金变动	-992	526	-2,062	-2,615	1,311	243
经营活动现金净流	1,825	3,183	3,143	1,901	7,937	7,762
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	9,938	-1,176	325
其他	-305	-623	-1,007	-1,336	-1,708	-1,706
筹资活动现金净流	3,799	3,419	4,813	8,410	-2,884	-1,381
现金净流量	79	1,014	1,813	1,084	-1,889	966

来源：公司年报、国金证券研究所

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	6,730	4,841	5,806
应收款项	719	932	1,174	1,347	1,098	1,310
存货	1,453	1,673	3,222	5,835	5,810	5,684
其他流动资产	1,588	538	911	1,168	1,282	1,416
流动资产	6,062	6,521	10,954	15,081	13,031	14,216
%总资产	26.5%	23.0%	29.2%	31.5%	26.8%	28.1%
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%	59.8%	64.6%	63.3%
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%	68.5%	73.2%	71.9%
资产总计	22,901	28,403	37,508	47,827	48,696	50,511
短期借款	4,065	6,329	6,862	17,167	15,991	16,316
应付款项	2,365	3,063	3,583	4,555	5,490	5,914
其他流动负债	641	804	1,309	657	871	910
流动负债	7,071	10,197	11,754	22,378	22,352	23,140
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	31,194	31,168	31,955
普通股股东权益	11,660	12,042	16,425	16,633	17,528	18,556
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	9,108	10,003	11,031
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	47,827	48,696	50,511

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.968	0.432	1.474	0.314	0.689	0.791
每股净资产	8.331	8.626	10.738	10.875	11.460	12.132
每股经营现金净流	1.304	2.280	2.055	1.243	5.189	5.074
每股股利	0.130	0.130	0.225	0.047	0.103	0.119
回报率						
净资产收益率	11.62%	5.01%	13.72%	2.88%	6.01%	6.52%
总资产收益率	5.92%	2.12%	6.01%	1.00%	2.16%	2.39%
投入资本收益率	7.51%	2.89%	8.08%	3.26%	5.25%	5.42%
增长率						
主营业务收入增长率	4.56%	8.30%	21.05%	10.40%	21.88%	19.32%
EBIT增长率	-10.90%	-57.02%	314.71%	-47.08%	60.03%	6.57%
净利润增长率	-4.80%	-55.48%	273.77%	-78.72%	119.65%	14.81%
总资产增长率	33.38%	24.03%	32.06%	27.51%	1.82%	3.73%
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	191.6	181.5	151.5
偿债能力						
净负债/股东权益	47.98%	71.75%	61.07%	115.09%	113.28%	103.55%
EBIT利息保障倍数	6.3	2.1	5.9	1.5	1.9	2.0
资产负债率	49.08%	57.60%	56.21%	65.22%	64.01%	63.26%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	2	20	24	55
增持	0	0	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.13	1.11	1.00

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

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

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402