

# 底部已过，景气复苏； 产能扩张，成长可期

## 核心观点：

2022Q4 需求低迷，长丝价格价差下行，公司业绩承压。展望 2023 年，随着宏观经济的逐步复苏，长丝盈利有望边际好转。经过 2022 年冲击后，行业集中度进一步提升，龙头企业逆势扩张，公司当前长丝产能 630 万吨、短纤 90 万吨，2023 年底达到 700 万吨长丝、120 万吨短纤产能。随着长丝景气回暖和公司产能的持续扩张，业绩有望反弹，快速增长。

## 事件

公司发布 2022 年年报。

2022 年公司实现营收 507.87 亿元，同比增长 13.44%；实现归母净利润-2.05 亿元，同比减少 109.10%。对应 Q1、Q2、Q3、Q4 营收分别为 106.02、131.13、142.28、128.44 亿元，归母净利润分别为 2.85、1.09、-1.10、-4.89 亿元。

## 简评

### Q4 长丝价格价差下滑导致业绩短期承压，需求有望边际复苏

2022 年，受原油价格上涨以及国内疫情影响需求，长丝整体承压。2022 年，公司 POY、FDY、DTY 平均价格分别为 7001、7694、8672 元/吨，同比上涨 6.22%、6.78%、-1.30%，原材料采购方面，PTA、MEG 价格分别为 5447、4041 元/吨，同比分别+27.64%、-13.51%。价差分别为 942、2613、1635 元/吨，同比下降 390、915、311 元/吨。量方面，2022 年 POY、FDY、DTY 销量分别为 389.45、118.10、61.62 万吨，同比分别-3.80%、+36.00%、+41.88%。2022 年，成本承压下叠加需求不佳背景下，公司实现归母净利润-2.05 亿元，同比减少 109.10%。

2022 年第四季度，公司 POY、FDY、DTY 平均价格分别为 6488、7285、8070 元/吨，环比分别-8.72%、-6.51%、-7.37%，销量分别为 98.87、33.39、19.50 万吨，环比分别-7.43%、-5.81%、+20.74%。价差方面，据 Wind，POY、FDY、DTY 价差分别为 941、1655、2263 元/吨，环比分别-19.30%、-3.50%、-7.48%，长丝价格价差下跌背景下，受库存损失影响公司亏损环比加剧。

自 2022 年底疫情放开以来，且同时随着宏观经济的复苏，长丝景气已边际改善，据 Wind，2023 一季度 POY、FDY、DTY 均价分别为 7430、8094、8732 元/吨，环比+3.63%、+7.58%、+6.89%，价差分别为 1117、1780、2419 元/吨，环比+18.65%、+7.58%、+6.89%。随着需求逐步修复，公司业绩有望触底反弹。

## 新凤鸣(603225)

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号：S1440518030004

发布日期：2023 年 04 月 04 日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-5.56/-4.86	-12.55/-6.81	-39.03/-24.7
12 月最高/最低价 (元)			15.94/8.07
总股本 (万股)			152,946.98
流通 A 股 (万股)			150,863.64
总市值 (亿元)			130.0
流通市值 (亿元)			128.23
近 3 月日均成交量 (万股)			774.11
主要股东			
庄奎龙			22.07%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 22.05.06 【中信建投化工及能源开采】新凤鸣(603225):21 年长丝景气，业绩高增；产能稳步扩张，看好长期成长
- 21.08.18 【中信建投化学纤维】新凤鸣(603225):长丝行情持续走好，公司业绩增长 561%
- 21.07.14 【中信建投化学纤维】新凤鸣(603225):长丝行业景气向好，公司盈利迎来高速增长长期

### 行业集中度提升，“PTA-长丝-短纤-聚酯薄膜”产业链持续完善

2022 年受到地缘政治因素、全球通胀等影响，原油价格维持在高位运行，长丝企业盈利不佳，加剧小企业被淘汰的速度，未来大型龙头企业凭借规模和技术优势持续扩张，行业集中度也将逐步提升，涤纶长丝行业将进入强者恒强的发展阶段。

截至 2022 年底，公司已拥有民用涤纶长丝产能 630 万吨，国内市场占有率超过 12%，涤纶短纤产能 90 万吨。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 万吨的涤纶长丝产能和 30 万吨的涤纶短纤产能。即 2023 年底将拥有涤纶长丝产能 700 万吨，涤纶短纤产能 120 万吨。PTA 方面公司产能已达到 500 万吨，同时规划 540 万吨 PTA 项目，此项目公司引进的是 KTS 公司 PTA P8++ 技术，在成本、能耗、产品性能等方面具有较强的技术优势。按照公司计划，未来 2-3 年公司 will 实现长丝产能 1000 万吨，PTA 产能 1040 万吨，短纤产能 210 万吨，聚酯薄膜产能 30 万吨，产业链持续完善，成长可期。

2023 年，公司拟非公开发行 1.14 亿股，募集资金 10 亿元，用于 540 万吨 PTA 扩产项目，大股东全额认购，彰显长期发展信心。

**盈利预测与估值：**短期来看，受原油价格高企与疫情冲击需求影响，长丝行业盈利空间触底，静待需求复苏。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.49 亿元、15.85 亿元和 18.87 亿元，EPS 分别为 0.69 元、1.04 元和 1.23 元，PE 分别为 15.4X、10.2X 和 8.6X，维持“买入”评级。

**风险提示：**原油价格持续上涨（原油价格与国际政治经济形势高度关联且具波动较大，如果原油价格进一步上涨，进一步增加公司成本压力，进而影响公司盈利能力）；行业竞争加剧（国内长丝企业众多，各企业均有不同规模的扩产计划，进而加剧行业竞争，影响盈利空间）；宏观经济环境变化（宏观经济环境变化对民用涤纶长丝行业有一定的影响，随着经济全球化、一体化的加速，如果未来全球经济发生较大波动，我国的经济增速持续放缓，下游对涤纶长丝的需求下降，则有可能对公司的经营业绩产生不利影响）。

**图表1： 预测和比率**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	44770.03	50787.33	56852.61	65539.93	77839.49
增长率(%)	21.05	13.44	11.94	15.28	18.77
净利润(百万元)	2253.98	-205.06	1048.81	1585.34	1887.03
增长率(%)	273.77	-109.10	-611.47	51.16	19.03
ROE(%)	13.72	-1.31	6.26	8.74	9.50
EPS(摊薄/元)	1.47	-0.13	0.69	1.04	1.23
P/E(倍)	7.36	-80.93	15.82	10.47	8.79
P/B(倍)	1.01	1.06	0.99	0.91	0.84

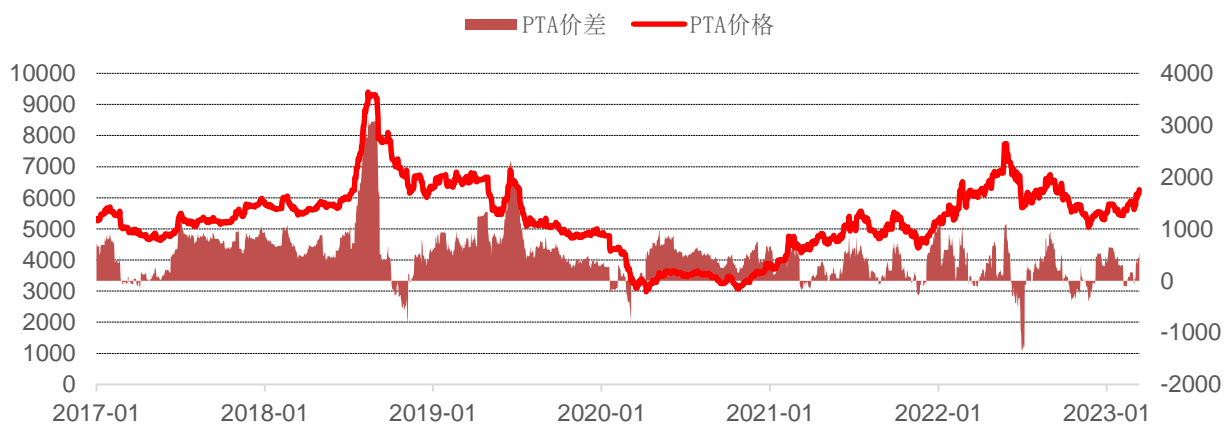
资料来源: Wind, 中信建投

图表2：炼化价格价差（元/吨）

	2019	2020	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
PTA（元/吨）	5753	3626	4147	4647	5077	4912	5612	6655	6219	5670	8138
PTA 价差（元/吨）	886	590	266	435	553	561	384	337	536	358	666
MEG（元/吨）	4750	3839	5156	4966	5356	5575	5172	4888	4196	3984	4154
涤纶长丝 POY（元/吨）	7936	5607	6867	7381	7525	7757	7859	8334	7934	7170	7430
涤纶长丝 POY 价差（元/吨）	1373	1184	1548	1702	1338	1637	1286	956	1166	941	1117
涤纶长丝 FDY（元/吨）	8349	5975	6993	7547	7745	7932	8168	8815	8483	7884	8094
涤纶长丝 FDY 价差（元/吨）	1786	1550	1674	1867	1558	1812	1595	1438	1715	1655	1780
涤纶长丝 DTY（元/吨）	9542	7166	8554	8769	9025	9449	9414	9593	9214	8492	8732
涤纶长丝 DTY 价差（元/吨）	2979	2742	3235	3090	2838	3330	2840	2215	2446	2263	2419
美元兑人民币汇率	6.91	6.90	6.48	6.46	6.47	6.39	6.35	6.61	6.85	7.11	6.84

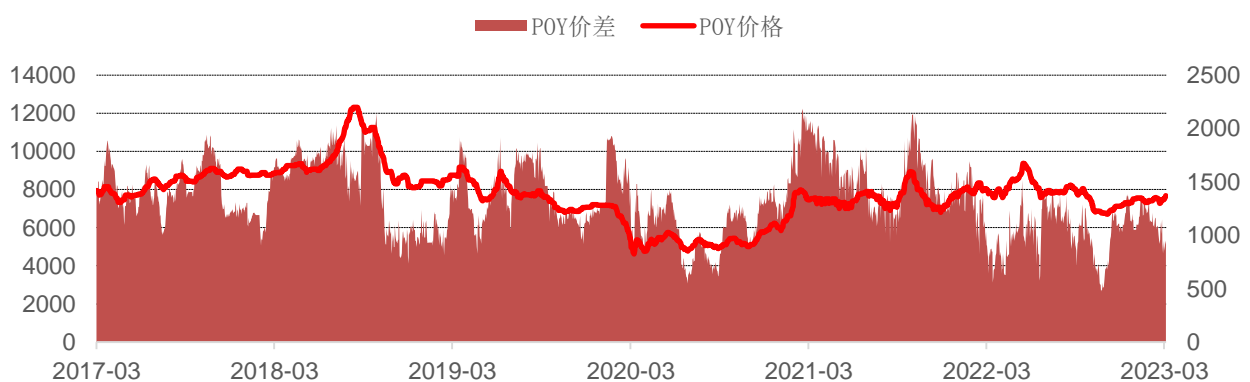
资料来源：Wind，中信建投

图表3：PTA 价格及价差（元/吨）



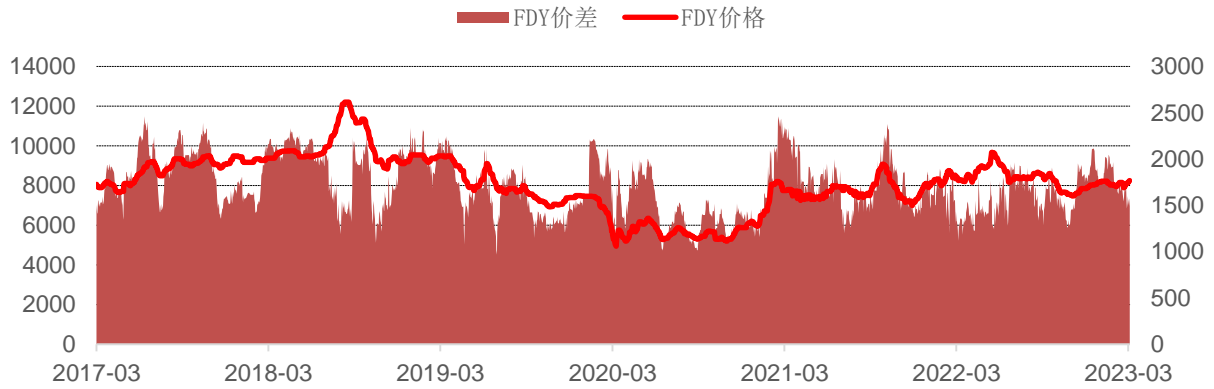
资料来源：Wind，中信建投

图表4：POY 价格及价差变动（元/吨）



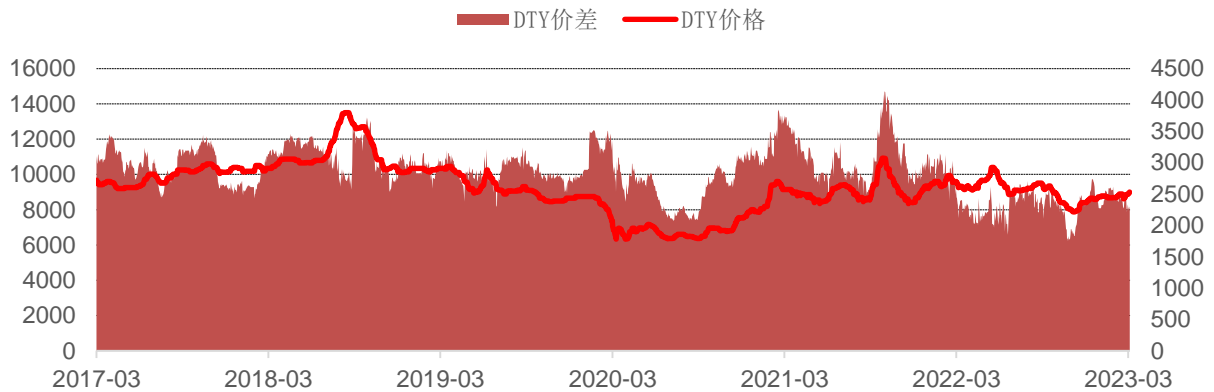
资料来源：Wind，中信建投

图表5: FDY 价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: Wind, 中信建投

图表6: DTY 价格及价差变动 (元/吨)



资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

**邓胜：**能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
电话: (8610) 8513-0588  
联系人: 李祉瑶  
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
电话: (8621) 6882-1600  
联系人: 翁起帆  
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
电话: (86755) 8252-1369  
联系人: 曹莹  
邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话: (852) 3465-5600  
联系人: 刘泓麟  
邮箱: charleneliu@csci.hk