

稳健成长穿越行业周期，越南项目打开发展空间

公司深度

● 国内车用涤纶工业丝龙头企业

公司拥有涤纶工业丝产能21万吨，其中车用丝约14万吨，分为安全带丝约4万吨，气囊丝约3万吨，高模低收缩丝约7万吨，同时还拥有帘子布产能4.5万吨，主要客户包括TRW、JOYSON等海外汽车安全总成厂商以及米其林、普利司通等知名轮胎企业，公司海外业务占比近7成。

● 产品差异化是公司核心优势

公司车用丝面向四大总成厂，产品品质已达国际领先水平，有较高的认证壁垒，定价采用成本加成模式，考虑行业短期内没有新进入者，加工费相对稳定，产品差异化率已达70%，同时未来公司进一步拓展高模低收缩丝下游帘子布市场，产品附加值将持续提升，成长穿越周期。

● 石塑地板、帘子布业务重回正轨

公司石塑地板、帘子布业务受美国加征关税影响，出口美国订单大幅减少。目前石塑地板已有部分型号豁免关税，500万平产能已逐步释放。随着中美贸易谈判顺利进行，未来关税将逐步取消，同时公司积极开拓其他区域客户，相关业务将重回正轨。

● 越南项目打破公司发展瓶颈

公司越南项目规划11万吨涤纶工业丝，其中高强丝4万多吨，低收缩丝5万多吨，高模低收缩丝1万吨，新的车用丝工厂需下游验证，公司配套聚酯切片原料，有望在3-6个月内完成验证，产业链一体化优势明显，完全达产后预计实现收入2.13亿美元，利润3171万美元。

涤纶工业丝属于高耗能产业，国内扩产政府审批难度较大，越南项目打破公司产能瓶颈，规避潜在的贸易摩擦风险，同时当地基础设施基本完善，叠加税收及人工、能源等诸多优势，未来盈利有望超越市场预期。

● 稳健成长穿越行业周期，首次覆盖给予“推荐”评级

我们预计公司2019-2021年净利润分别为3.25、3.68、4.48亿，短期全球汽车产业低迷，但我们认为公司坚持差异化战略，客户认证壁垒较高，越南项目建成后，公司在2-3年内将保持稳步增长，我们按PEG=1-1.1计算，给予公司2020年业绩13-15倍估值，对应目标价3.91-4.51元，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：贸易摩擦延续，市场开拓低于预期，全球汽车需求大幅下降

财务摘要和估值指标(日期)

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,186	3,569	4,014	3,980	4,415
增长率(%)	24.1	12.0	12.5	-0.9	10.9
净利润(百万元)	314	351	325	368	448
增长率(%)	23.0	11.9	-7.5	13.2	21.9
毛利率(%)	22.6	21.5	19.7	21.9	22.9
净利率(%)	9.8	9.8	8.1	9.2	10.1
ROE(%)	11.0	12.1	10.8	12.2	14.1
EPS(摊薄/元)	0.26	0.29	0.27	0.30	0.37
P/E	14.1	12.6	13.6	12.0	9.9
P/B	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年3月31日

推荐(首次评级)

程磊(分析师)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号：S0280517080001

李啸(联系人)

lixiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280118070022

市场数据

时间 2020.04.01

收盘价(元):	3.48
一年最低/最高(元):	3.43/5.35
总股本(亿股):	12.23
总市值(亿元):	42.56
流通股本(亿股):	9.71
流通市值(亿元):	33.81
近3月换手率:	97.69%

股价一年走势



相关报告

《业绩符合预期，汇兑损益影响盈利水平》2017-10-27

投资要件

关键假设

1. 全球汽车销量将在疫情后复苏
2. 公司帘子布现有产能 4.5 万吨，随着市场开拓以及贸易摩擦缓和，产销量将恢复增长，预计 2020-2021 年销量分别为 3.5、4 万吨
3. 2020 年公司越南项目 1.3 万吨气囊丝将建成投产，预计公司越南工厂将如期通过下游客户验厂

我们区别于市场的观点

1. 市场一些观点认为，由于新增产能的出现，市场担心涤纶工业丝景气回落拖累公司业绩

我们认为公司以车用丝为主，尽管产品价格仍随原材料价格波动，但实际价差基本稳定在 7000-8000 元/吨，公司盈利能力强劲

2. 市场一些观点认为，公司业绩下滑已失去成长基因

受外部环境冲击，公司近几年成长速度放缓，以帘子布为例，公司失去了美国市场近 4000 吨/年的销量，也使得新投产 1.5 万吨产能未能及时释放，我们认为目前国际贸易形势已出现明显改善，公司自身通过新开发客户也缓解了外部诸多不利因素，核心竞争力不减，未来将重回增长

3. 市场一些观点对公司越南项目表示担忧

越南当地已有诸多中国公司建厂，经商环境有较大提升，公司越南项目不仅将打破公司产能瓶颈，利用公司自有原料同时利用当地税收、土地等优势，项目盈利将超市场预期。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 3.25、3.68、4.48 亿，短期全球汽车产业低迷，但我们认为公司坚持差异化战略，客户认证壁垒较高，越南项目建成后，公司在 2-3 年内将保持稳步增长，我们按 PEG=1-1.1 计算，给予公司 2020 年业绩 13-15 倍估值，对应目标价 3.91-4.51 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

股价上涨的催化因素

越南项目投产进度超预期，公司帘子布、地板新客户开发加速

投资风险

贸易摩擦延续，市场开拓低于预期，全球汽车需求大幅下降

公司收入历史、预测的详细拆分

公司工业丝均以 PET 切片为原料，目前公司 PET 切片已经实现全部自给，长丝产品 PET 切片吨耗基本为 1: 1，盈利主要受产品与 PET 切片的价差变动影响，考虑公司目前生产工艺相对成熟，假设各加工成本不变，我们预计公司各主要产品价差如下（均为不含增值税价格）：

表1：公司涤纶工业丝产品价差及制造成本假设（单位：元/吨）

项目	2018	2019	2020	2021
PET 切片单价	6800	6250	4424	4424
高模低收缩丝价差	4000	4000	4000	4000
高模低收缩丝单位制造成本	1500	1500	1500	1500
安全带丝价差	8300	8300	8300	8300
安全带丝单位制造成本	4300	4300	4300	4300
气囊丝价差	9400	9400	9400	9400
气囊丝单位制造成本	4500	4500	4500	4500
普通丝价差	3000	2300	2000	2000
普通丝单位制造成本	1000	1000	1000	1000

资料来源：新时代证券研究所

PET 切片价格受原油价格下跌影响，我们预计将大幅下降，而公司车用丝价差将保持稳定，普通丝由于行业景气下降，价差将收窄。

表2：海利得盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
高模低收缩丝销量（万吨）	3	4	4	5
高模低收缩丝单价（元/吨）	10800	10250	8424	8424
高模低收缩丝单位成本（元/吨）	8300	7750	5924	5924
高模低收缩丝营收（亿元）	3.24	4.10	3.37	4.21
高模低收缩丝成本（亿元）	2.49	3.10	2.37	2.96
安全带丝销量（万吨）	4	4	4	4.5
安全带丝单价（元/吨）	15100	14550	12724	12724
安全带丝单位成本（元/吨）	11100	10550	8724	8724
安全带丝营收（亿元）	6.04	5.82	5.09	5.73
安全带丝成本（亿元）	4.44	4.22	3.49	3.93
气囊丝销量（万吨）	2.3	2.6	3.5	5
气囊丝单价（元/吨）	16200	15650	13824	13824
气囊丝单位成本（元/吨）	11300	10750	8924	8924
气囊丝营收（亿元）	3.73	4.07	4.84	6.91
气囊丝成本（亿元）	2.60	2.80	3.12	4.46
非车用丝销量（万吨）	7	8	8.5	8
非车用丝单价（元/吨）	9800	8550	6424	6424
非车用丝单位成本（元/吨）	7800	7250	5424	5424
非车用丝营收（亿元）	6.86	6.84	5.46	5.14
非车用丝成本（亿元）	5.46	5.80	4.61	4.34
涤纶工业丝总收入（亿元）	19.87	20.83	18.76	21.99
涤纶工业丝总成本（亿元）	14.99	15.92	13.59	15.69
帘子布销量（万吨）	2.8	3	3.5	4
帘子布单价（元/吨）	24571	24000	22500	22500
帘子布单位成本（元/吨）	19429	19000	17500	17500

	2018A	2019E	2020E	2021E
帘子布收入 (元/吨)	6.88	7.20	7.88	9.00
帘子布成本 (亿元)	5.44	5.70	6.13	7.00
石塑地板销量 (万平方米)	333	350	500	500
石塑地板单价 (元/平米)	64	70	70	70
石塑地板成本 (元/平米)	53	58	55	55
石塑地板收入 (亿元)	2.14	2.45	3.50	3.50
石塑地板成本 (亿元)	1.76	2.03	2.75	2.75
灯箱布等其他业务收入 (亿元)	6.82	9.66	9.66	9.66
灯箱布等其他业务毛利 (亿元)	5.93	8.60	8.60	8.60
总营收 (亿元)	35.69	40.14	39.79	44.15
总成本 (亿元)	28.04	32.24	31.07	34.04
费用及其他 (亿元)	3.52	4.07	4.4	4.84
总净利 (亿元)	3.51	3.25	3.68	4.48

资料来源：新时代证券研究所

目 录

1、 全球涤纶车用丝领军企业.....	6
2、 车用丝将是涤纶工业丝未来主要增长点.....	7
2.1、 涤纶工业丝下游应用广泛.....	7
2.2、 通用涤纶工业丝景气度有所下滑.....	8
2.3、 涤纶车用丝性价比高，市占率将不断提升.....	9
3、 稳健成长穿越行业周期，越南项目打开成长空间.....	10
3.1、 回顾 2013-2017：公司稳健成长穿越行业周期：.....	10
3.2、 产品差异化是公司核心优势：.....	11
3.3、 石塑地板、帘子布业务重回正轨.....	12
3.4、 越南项目打破公司发展瓶颈.....	13
4、 估值分析.....	14
5、 风险分析.....	15
财务预测摘要.....	16

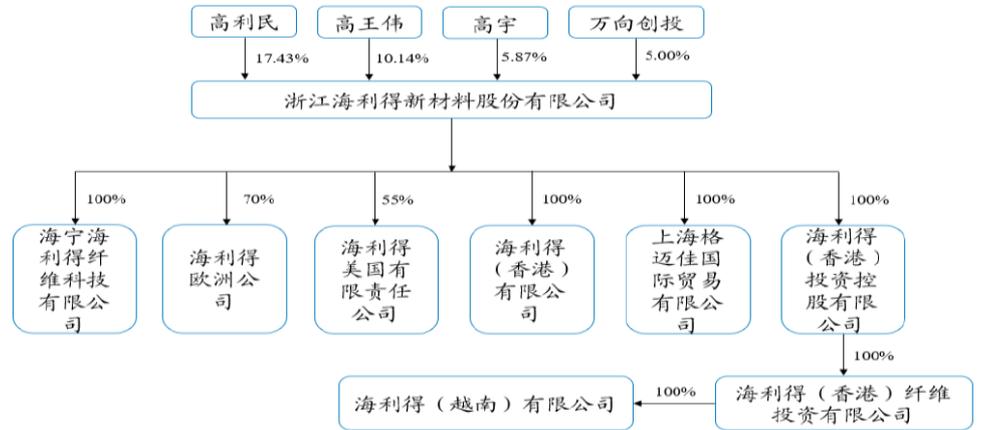
图表目录

图 1： 高氏家族为公司实际控制人.....	6
图 2： 涤纶工业丝是公司主营业务.....	6
图 3： 公司业务主要面向海外.....	6
图 4： 2012-2018 年公司利润稳健增长.....	7
图 5： 2012-2016 年公司保持高分红.....	7
图 6： 涤纶工业丝波特五力分析.....	7
图 7： 我国涤纶工业丝整体供需较为稳定.....	8
图 8： 车用丝下游需求约 4 成.....	8
图 9： 我国是涤纶工业丝主要出口国.....	9
图 10： 普通丝盈利周期性波动.....	9
图 11： 全球汽车销量平稳.....	10
图 12： 全球轮胎产量略有增长.....	10
图 13： 2013-2016 年公司盈利逆周期改善.....	11
图 14： 公司 ROE 稳步提升.....	11
图 15： 公司目前产品以车用丝为主.....	12
图 16： 公司历史估值变化.....	14
表 1： 公司涤纶工业丝产品价差及制造成本假设（单位：元/吨）.....	3
表 2： 海利得盈利预测.....	3
表 3： 涤纶工业丝种类丰富.....	7
表 4： 涤纶工业丝主要生产企业.....	8
表 5： 涤纶帘子布主要用于半钢子午胎.....	10
表 6： 公司车用丝产能占比逐步提升（单位：万吨）.....	11
表 7： 海利得与同行保持差异化竞争.....	12
表 8： 中美贸易摩擦出现缓和迹象.....	12
表 9： 越南项目规划总产量 11 万吨.....	13
表 10： 越南项目优势众多.....	13
表 11： 可比公司估值.....	14

1、全球涤纶车用丝领军企业

浙江海利得新材料股份有限公司成立于2001年，于2008年1月在深交所上市，公司主要生产基地位于浙江海宁，分为马桥厂区和尖山厂区。公司实际控制人为高利民，为现任董事长，与一致行动人高王伟、高宇合计持股33.44%，高王伟为公司现任副董事长、总经理。

图1：高氏家族为公司实际控制人

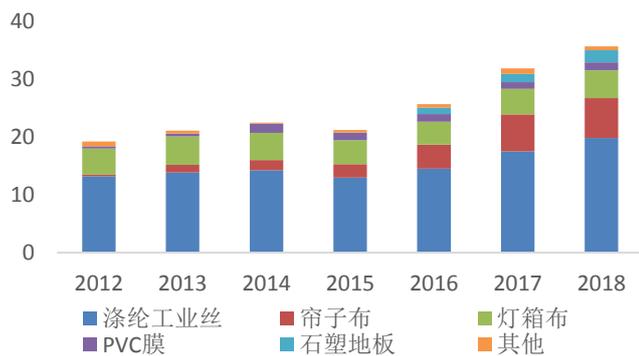


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司目前主要有涤纶工业丝、塑胶材料、涤纶帘子布三大产品。突出产品有具有较高技术壁垒的涤纶高模低收缩丝、涤纶安全带丝、涤纶气囊丝三大车用丝，同时有以自产高模低收缩丝为原丝的高端涤纶帘子布。

公司自上市以来就以海外业务为主，致力于与全球知名轮胎厂商和汽车安全总成厂商达成战略合作。公司车用丝在业界享有很高的美誉度，是全球涤纶气囊丝的主要生产企业。在帘子布产品上，以开发了韩泰、住友、米其林等一线轮胎制造商成为公司长期客户。同时公司近几年新开发的石塑地板产品也主要面向欧美市场。

图2：涤纶工业丝是公司主营业务



资料来源：wind，新时代证券研究所

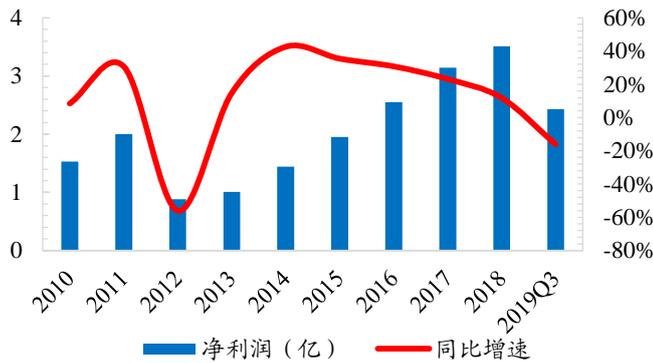
图3：公司业务主要面向海外



资料来源：wind，新时代证券研究所

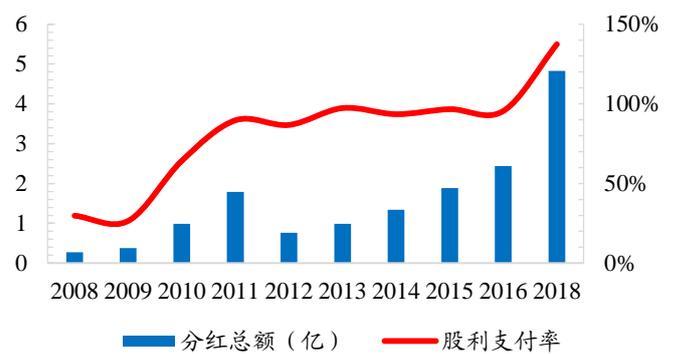
2011年上市以后，公司便积极推动差异化战略，不断加码涤纶车用丝行业，2012-2018年公司利润稳步增长，年化增长率25.93%，同时公司现金流优秀，始终保持高分红，分红率超90%。2018年第四季度开始，受中美贸易摩擦的影响，公司出口美国产品大幅减少，帘子布、石塑地板业务均受影响，使得公司2019年业绩出现下滑。

图4: 2012-2018年公司利润稳健增长



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图5: 2012-2016年公司保持高分红



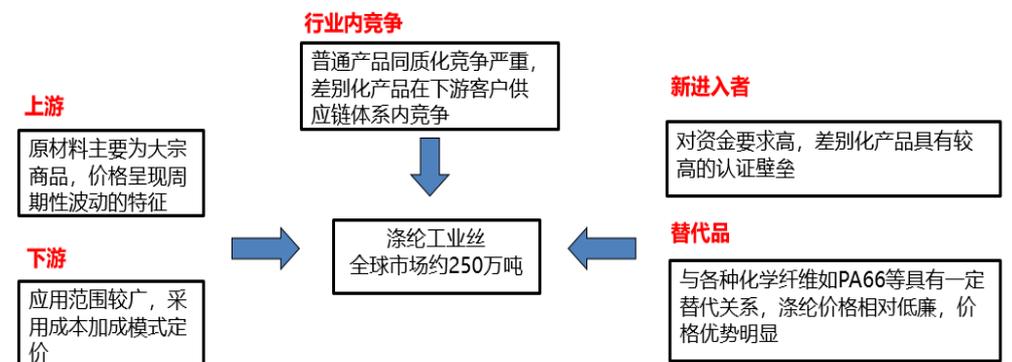
资料来源: wind, 新时代证券研究所

2、车用丝将是涤纶工业丝未来主要增长点

2.1、涤纶工业丝下游应用广泛

涤纶工业丝是以PTA、MEG为原料,经聚合、切粒、增粘、熔融、纺丝等工艺流程后得到的化学纤维。涤纶工业丝品种繁多,差异化丝性能优秀,同时价格低廉,可应用于蓬盖布、灯箱广告布、传输带、安全带、帘子布等领域,是目前运用最广泛的化学纤维之一。

图6: 涤纶工业丝波特五力分析



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

在普通丝领域,产品同质化竞争较为严重,以价格竞争为主,行业盈利呈周期性波动,但在高端领域(如车用丝),具有较高的客户认证壁垒,特别是进入主要跨国企业供应链体系后,整体盈利稳定性大幅提升。

涤纶是目前价格最低的化学纤维之一,随着工艺的进步,涤纶的性能正不断提升,未来有望在部分应用领域替代高价化学纤维,如锦纶等。

表3: 涤纶工业丝种类丰富

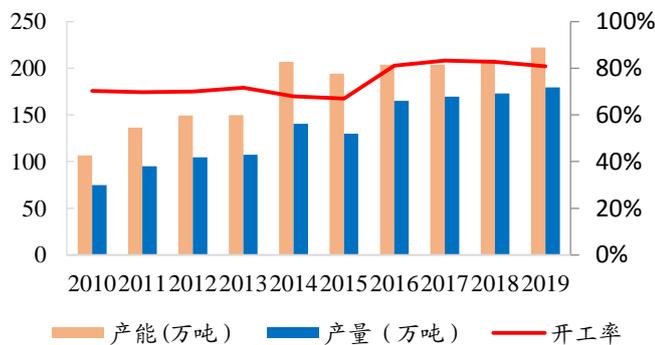
产品分类	产品种类	性能特点	主要应用领域
高强度工业丝	普通型	高强度、伸长较低	吊装带、传送带、土工布等
	低伸长型	伸长低	土工布、堤坝防护等
低缩/超低收缩	低收缩型	高强度、低收缩	灯箱广告布、帆布、蓬盖布、膜结构涂层植物等
	超低收缩型		

产品分类	产品种类	性能特点	主要应用领域
车用丝	高模低缩	高强度、高模量	轮胎帘子线、土工格栅、三角带、安全带、 车用气囊
	气囊丝	高强度、高伸长	
	安全带丝	高强度、耐摩擦	
功能型丝	海洋缆绳用丝	高强度、耐腐蚀	钻井平台固定缆绳、系泊用丝等；输送带、 胶管、高档防水涂层布等
	活化型	高强度、与橡胶粘合好	
	抗芯吸	防水	

资料来源：新时代证券研究所

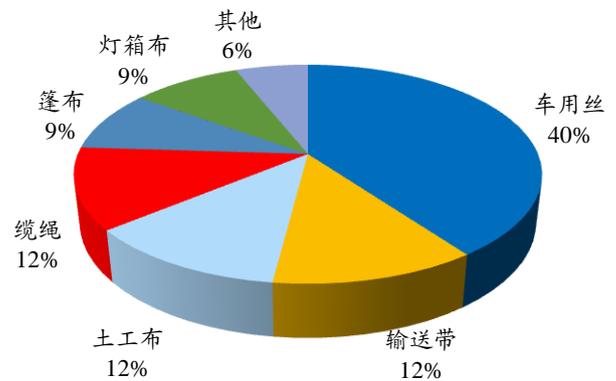
我国已经成为全球最大涤纶工业丝生产国，产能占全球的 2/3，近几年行业整体供需格局较为稳定，行业开工率维持在 80%左右，从下游需求来看，车用丝占比约 40%，也是未来需求端的主要增量，整体而言预计全球涤纶工业丝需求与全球 GDP 增长正相关，每年约 2%。

图7：我国涤纶工业丝整体供需较为稳定



资料来源：wind，新时代证券研究所

图8：车用丝下游需求约 4 成



资料来源：wind，新时代证券研究所

2.2、通用涤纶工业丝景气度有所下滑

从供应端来看，我国已经成为全球最大涤纶工业丝生产国，产能占全球的 2/3，国内龙头企业已具备较大的规模优势，而工业丝本身属于资金、能源密集型产业，新进入者较少，主要扩产计划均由大企业主导。

表4：涤纶工业丝主要生产企业

企业	产能 (万吨/年)
浙江古纤道	60
浙江尤夫	30
恒力化纤	20
海利得	19.7
浙江三维	15
江苏华亚	8
浙江晓星	6.2
苏州亚东	6.2

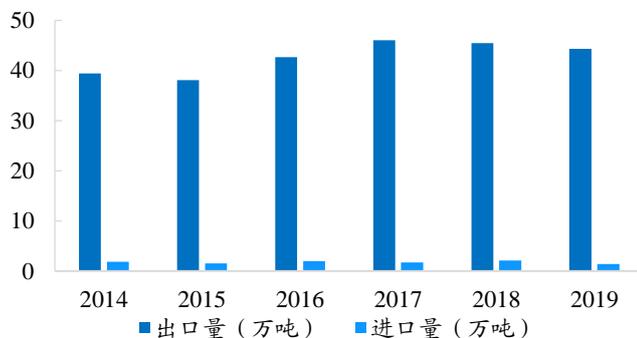
企业	产能 (万吨/年)
山东华纶	5
上海温龙	5
联新	4.2
无锡太极	3.8
地丰涤纶	3.7
常熟涤纶	3.5
吴江宏达	3
其他企业	15.2
合计	208.5

资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

我国企业在全球市场内已具有较强的竞争力，每年涤纶工业丝出口超 40 万吨，由于 2018 年涤纶工业丝被美国加征关税导致出口美国数量下降，整体涤纶工业丝出口略有下滑。

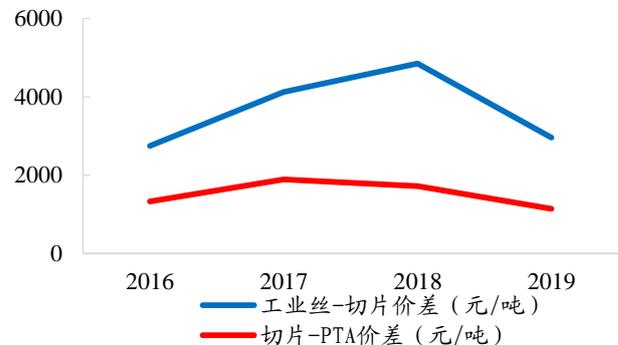
回顾我国涤纶工业丝行业发展，2014 大规模新增产能之后，行业景气度大幅下降，此后几乎没有大的新增产能，经过 2014-2016 年行业低谷，2017-2019 年上半年行业迎来景气周期，整体上通用的涤纶工业丝盈利呈周期性波动。

图9：我国是涤纶工业丝主要出口国



资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

图10：普通丝盈利周期性波动



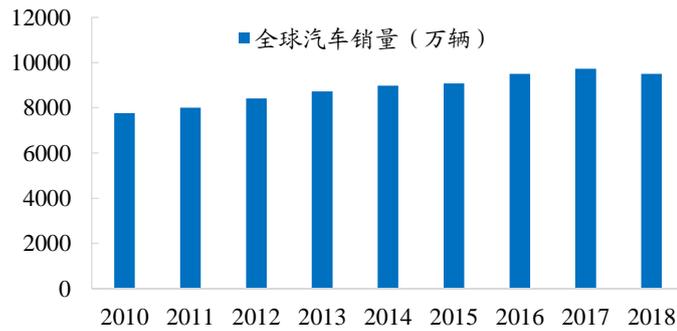
资料来源：卓创资讯，新时代证券研究所

2019 年下半年，随着恒力扩产 20 万吨工业丝，行业景气度开始下滑，2020 年百宏实业 25 万吨工业丝产能计划投产，而工业丝需求每年增速仅保持 4-6%，新增产能对行业的冲击或将持续。

2.3、涤纶车用丝性价比高，市占率将不断提升

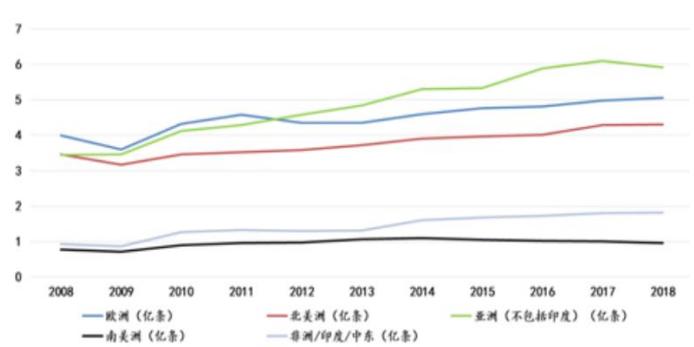
涤纶工业丝在汽车行业的应用主要包括安全带丝、气囊丝以及轮胎帘子布。安全带丝、气囊丝需求与全球新车销量正相关，近几年全球新车销量趋于稳定。涤纶帘子布主要用于半子午胎制造，随着全球汽车保有量的不断提升，全球轮胎产量略有增长，2008-2018 年年复合增长率约 3.7%。

图11: 全球汽车销量平稳



资料来源: 搜狐汽车, 新时代证券研究所

图12: 全球轮胎产量略有增长



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

安全带整体需求与汽车销量正相关, 目前以涤纶工业丝为主, 按每辆车配备 20 米安全带, 每米安全带约 300 克估算, 全球每年安全带丝需求量约 54 吨, 目前公司市占率约 7.4%, 未来仍有提升空间。

气囊丝目前有涤纶及锦纶两种, 过去一直以锦纶为主, 随着涤纶性能的提升, 加之涤纶本身的价格优势, 锦纶正逐步被替代, 同时随着人们对汽车安全性能要求的提高, 单车的安全气囊数目也逐步提升, 未来气囊丝需求将持续提高。

帘子布目前有三种材料, 钢丝帘子布主要用于全钢子午胎, 锦纶帘子布分为锦纶 6 和锦纶 66 帘子布, 其中锦纶 6 帘子布多用于农用车、工程车等慢速车胎上; 锦纶 66 帘子布用于乘用车轮胎的冠带层, 涤纶帘子布用于轮胎的胎体层。

表5: 涤纶帘子布主要用于半钢子午胎

帘子布分类	优缺点	主要应用领域
涤纶帘子布	强度和初始模量高, 耐热性好, 耐疲劳性优。结构稳定, 帘子布与橡胶粘性强, 轮胎具有使用寿命长, 抓地性能与减震效果好的特点; 但制成的子午胎侧向稳定性, 胎侧易裂口, 制造工艺复杂, 难度大	半钢子午胎
锦纶帘子布	强度较高, 轮胎耐冲击、抗疲劳性能较好, 胎温上升少; 但具有热收缩性能, 胎体容易变形	斜交胎, 工程胎
钢丝帘子布	强度高, 轮胎耐冲击、耐磨性能好, 但由于刚性大, 容易损伤车辆底座	全钢子午胎

资料来源: 全球纺织网, 新时代证券研究所

3、稳健成长穿越行业周期, 越南项目打开成长空间

3.1、回顾 2013-2017: 公司稳健成长穿越行业周期:

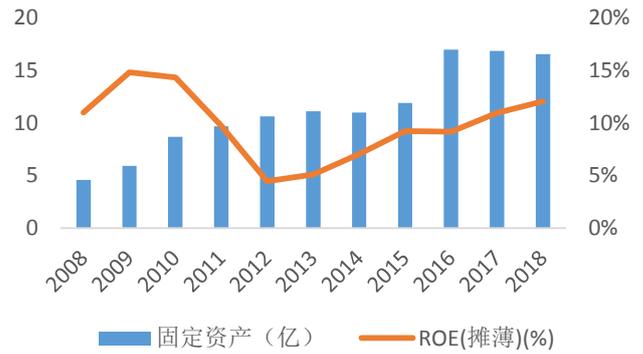
2012-2016 年涤纶工业丝行业景气始终处于低位, 而公司却实现了逆周期成长, 其产品毛利率逐步提升并大幅高于行业, 随着 2017 年涤纶工业丝景气回升, 行业其他企业毛利率与公司基本持平。

图13: 2013-2016 年公司盈利逆周期改善



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图14: 公司 ROE 稳步提升



资料来源: wind, 新时代证券研究所

我们认为公司能实现逆周期成长的核心原因在于车用丝占比的逐步提高, 2008年上市以后, 公司便将发展重心放在高端车用涤纶工业丝领域, 2012-2017年, 公司一方面不断扩产车用丝产能, 并将部分非车用丝产线技改为车用丝, 车用丝产能占比由 40% 提升至 70% 以上。

表6: 公司车用丝产能占比逐步提升 (单位: 万吨)

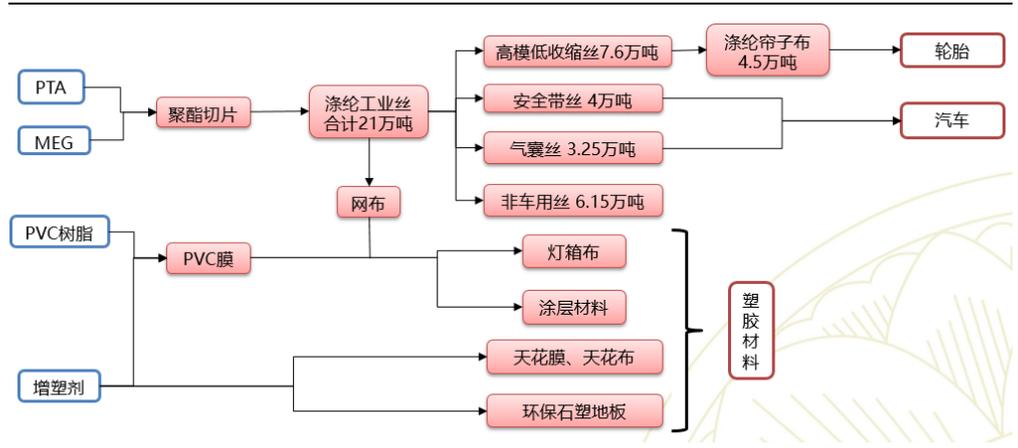
项目	产品	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
非车用丝	高强丝	4	4	4					
	低收缩	3.5	3	3	约 6.15				
	有色丝	0.1	0.1	0.1					
车用丝	高模低收缩	2.6	2.6	4.1	4.1	4.1	5.6	5.6	7.6
	安全带丝	1.5	1.5	1.5	2	2	4	4	4
	气囊丝	0.3	0.8	0.8	1.25	1.25	3.25	3.25	3.25
合计产能 (万吨)		12	12	13.5	13.5	13.5	19	19	21
车用丝占比		36.67%	41.67%	47.41%	54.44%	54.44%	67.63%	67.63%	70.71%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

由于车用丝需要下游客户验证, 并且是按订单生产, 所以作为供应商, 公司产能通常会提前布局, 在车用丝订单不饱和的情况下, 一般生产出的产品可以按高端非车用丝外卖。在一轮资本开支之后, 随着公司销量逐步提升, 车用丝占比的提高, 公司盈利仍将保持 2-3 年的稳步增长。

3.2、产品差异化是公司核心优势:

公司现有涤纶工业丝产能 21 万吨, 其中差别化的车用丝约 14 万吨, 差别化率已超 70%。随着产品差异化, 一方面公司规避了同行业间直接的价格竞争, 打入高端客户供应链, 盈利能力有保障, 同时产品附加值也不断提升, 产品单价及盈利能力也远高于普通丝产品。这是公司过去十年宝贵的成功经验, 未来也将推动公司进一步发展。

图15: 公司目前产品以车用丝为主

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所, 红色表示公司产品

公司利用已自产的 7.6 万吨高模低缩丝为原料, 进一步生产帘子布产品, 目前已拥有三条产线, 合计 4.5 万吨帘子布产能, 成功开拓韩泰、住友、米其林、耐克森等国际一线轮胎品牌为公司长期客户, 并积极拓展国内高端客户, 进一步提升了公司产品附加值。

表7: 海利得与同行保持差异化竞争

企业	产能 (万吨)	简介
浙江古纤道	60	以普通工业丝为主, 与尤夫股份同质化竞争, 目前拟注入金浦钛业
浙江尤夫	30	以普通工业丝为主, 与古纤道同质化竞争, 因卷入民间借贷被施加风险警示, 目前工业丝业务正常
恒力化纤	20	有比较稳定的客户群体, 主要分布在国内
海利得	19.7	以差异化的车用丝为主, 主要面向海外市场, 与其他三家直接竞争较少

资料来源: 各公司公告, 新时代证券研究所

3.3、石塑地板、帘子布业务重回正轨

2018 年美国对我国 2000 亿产品加征 10% 关税, 而公司所有产品均在加征之列, 美国业务约占公司总收入的 20%, 使得公司 2018 年第四季度业绩增速同比大幅放缓, 环比甚至下滑超 40%。帘子布及石塑地板业务受影响较大, 为此公司帘子布业务加大开发新客户, 也开辟了国内市场, 未来将重回增长。

2019 年下半年公司部分石塑地板豁免关税, 公司 500 万平石塑地板产能逐步满产, 将重新贡献利润, 未来公司还有 1200 万平米石塑地板的扩产计划, 未来若市场需求进一步提升, 公司相关业务盈利将持续上行。

表8: 中美贸易摩擦出现缓和迹象

时间	事件	对公司影响
2018.9.24	美国对 2000 亿中国产品加征 10% 关税	公司所有产品都涉及, 2018 年第四季度公司业绩下滑

时间	事件	对公司影响
2019.5.10	美国将关税提高到 25%	公司帘子布对美出口全面暂停
2019 下半年	公司部分石塑地板豁免关税	石塑地板对美出口量逐步增加
2020.1.16	中美签署第一阶段贸易协定	关税有望逐步取消, 公司经营环境改善

资料来源: 中国商务部, 新时代证券研究所

3.4、越南项目打破公司发展瓶颈

公司越南项目位于越南福工业园区, 该园区内已有福建百宏、赛轮轮胎等多家中国企业, 运输、水电等基础设施配套已相对完善。同时近几年汽车产业链在越南布局加速, 普利司通、锦湖轮胎等企业均已在越南建厂, 公司在越南建厂符合产业发展趋势。

表9: 越南项目规划总产量 11 万吨

产品	产能	预计收益
高强丝 (安全带丝)	4.5 万吨	
低收缩丝 (气囊丝)	5.5 万吨	总投资 1.55 亿美元, 预计全部达产后实现营业收入 2.13 亿美元, 利润 3171 万美元
高模低收缩丝	1 万吨	

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2019 年公司 20 万吨聚酯切片顺利投产, 实现聚酯切片完全自给, 由于车用丝需要客户验厂, 新进入者通常要 2-3 年, 而公司技术水平已受到客户认可, 原材料保证下, 公司有望在 3-6 个月内通过验证, 而在验证期产品可作为普通丝销售。

表10: 越南项目优势众多

项目	越南	中国
出口关税	和主要国家享受低关税或 0 关税, 如欧盟 10%, 日本 0%	目前美国对华关税暂未完全取消
企业所得税	20%, 公司享受二免四减半 (从盈利年开始计算)	25%, 高新技术企业 15%
增值税	10%	13%
政府审批	鼓励招商引资	工业丝生产能耗较高, 新批项目难度较大

项目	越南	中国
能源	电价便宜，可以用煤	用煤指标有限制

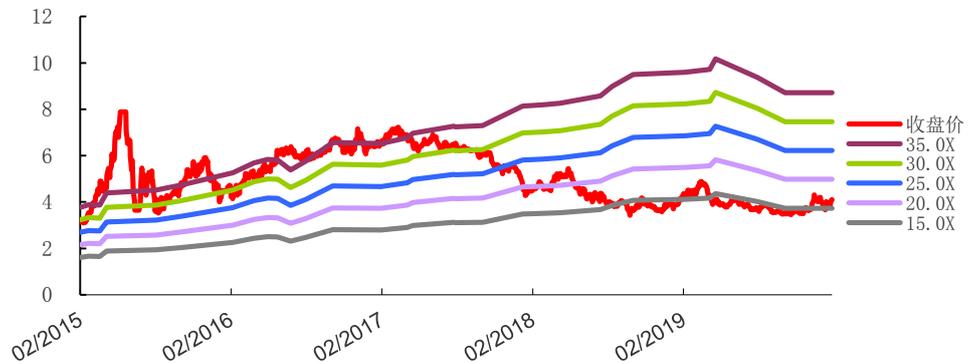
资料来源：新时代证券研究所

越南较低的土地、人工、能源价格均低于国内，同时公司享受企业所得税优惠，较国内有明显的成本优势。公司国际上的竞争对手韩国晓星也于2018年在越南投资建厂，越南项目的实施将帮助公司规避贸易摩擦的风险，在国际竞争中重获优势。

4、估值分析

2011-2017年公司稳健成长，估值中枢约在30倍PE左右，2018年以后，公司业绩受中美贸易摩擦影响下滑，估值已回落至15倍PE附近，我们认为随着公司越南项目的投产，公司重回成长轨道，估值也将迎来修复。

图16：公司历史估值变化



资料来源：wind，新时代证券研究所

桐昆股份、新风鸣盈利及估值具有明显的周期性，在周期景气高点估值过高，我们认为公司成长可以穿越行业周期，理应享受更高的估值。

表11：可比公司估值

代码	股票名称	总市值 (亿元)	净利润 (亿)			PE (倍)			ROE
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A
002258.SZ	海利得	42	3.51	3.25	3.68	12	13	11	12.05%
601233.SH	桐昆股份	216	21.2	29.47	36.52	10	7	6	13.19%
603225.SH	新风鸣	144	14.23	15.19	22.95	10	9	6	17.26%
-	古纤道	56	6.64	4.63	6.1	8	12	9	-

资料来源：桐昆股份、新风鸣为wind一致预测，古纤道为承诺利润，新时代证券研究所，市场数据为2020年3月31日

我们预计公司2019-2021年净利润分别为3.25、3.68、4.48亿，短期全球汽车产业低迷，但我们认为公司坚持差异化战略，客户认证壁垒较高，越南项目建成后，公司在2-3年内将保持稳步增长，我们按PEG=1-1.1计算，给予公司2020年业绩13-15倍估值，对应目标价3.91-4.51元，首次覆盖给予“推荐”评级。

5、风险分析

贸易摩擦延续，市场开拓低于预期，全球汽车需求大幅下降

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1917	1957	1884	1840	2332	营业收入	3186	3569	4014	3980	4415
现金	563	604	476	495	652	营业成本	2465	2804	3225	3107	3404
应收票据及应收账款合计	571	588	593	639	725	营业税金及附加	16	15	18	20	21
其他应收款	28	23	64	13	65	营业费用	105	103	120	127	132
预付账款	78	49	94	48	110	管理费用	223	113	126	139	155
存货	503	691	652	642	776	研发费用	0	136	120	127	132
其他流动资产	174	2	5	3	3	财务费用	35	-6	30	27	40
非流动资产	2467	2853	2977	2902	2901	资产减值损失	10	12	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-7	-1	1	-0	-2
固定资产	1686	1657	1863	1942	1975	其他收益	16	18	8	2	0
无形资产	187	276	289	307	330	投资净收益	4	2	2	2	2
其他非流动资产	594	920	825	653	596	营业利润	364	413	385	436	531
资产总计	4384	4810	4861	4742	5233	营业外收入	3	1	0	0	0
流动负债	1467	1829	1799	1653	1992	营业外支出	4	1	0	0	0
短期借款	539	823	698	687	736	利润总额	364	413	385	436	531
应付票据及应付账款合计	763	814	891	803	1024	所得税	48	58	58	65	80
其他流动负债	165	192	210	164	231	净利润	315	354	327	370	451
非流动负债	41	46	45	44	45	少数股东损益	2	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	314	351	325	368	448
其他非流动负债	41	46	45	44	45	EBITDA	594	668	614	699	825
负债合计	1508	1875	1844	1697	2036	EPS(元)	0.26	0.29	0.27	0.30	0.37
少数股东权益	15	19	22	24	28						
股本	1223	1223	1223	1223	1223	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	880	883	883	883	883	成长能力					
留存收益	758	865	978	1135	1369	营业收入(%)	24.1	12.0	12.5	-0.9	10.9
归属母公司股东权益	2862	2915	2995	3021	3169	营业利润(%)	23.5	13.4	-6.7	13.1	21.9
负债和股东权益	4384	4810	4861	4742	5233	归属于母公司净利润(%)	23.0	11.9	-7.5	13.2	21.9
						获利能力					
						毛利率(%)	22.6	21.5	19.7	21.9	22.9
						净利率(%)	9.8	9.8	8.1	9.2	10.1
						ROE(%)	11.0	12.1	10.8	12.2	14.1
						ROIC(%)	11.5	12.0	10.9	12.1	14.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	34.4	39.0	37.9	35.8	38.9
						净负债比率(%)	0.6	9.0	8.9	7.7	4.0
						流动比率	1.3	1.1	1.0	1.1	1.2
						速动比率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
						应收账款周转率	6.4	6.2	6.8	6.5	6.5
						应付账款周转率	4.0	3.6	3.8	3.7	3.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.26	0.29	0.27	0.30	0.37
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.53	0.49	0.46	0.58
						每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.38	2.45	2.47	2.59
						估值比率					
						P/E	14.1	12.6	13.6	12.0	9.9
						P/B	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
						EV/EBITDA	7.5	7.1	7.7	6.7	5.6

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	449	525	599	559	713
净利润	315	354	327	370	451
折旧摊销	214	223	199	236	268
财务费用	35	-6	30	27	40
投资损失	-4	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-114	-62	42	-73	-46
其他经营现金流	3	18	2	-0	1
投资活动现金流	67	-405	-327	-158	-267
资本支出	453	601	115	-67	-3
长期投资	425	170	0	0	0
其他投资现金流	944	366	-211	-225	-269
筹资活动现金流	-402	-46	-401	-382	-289
短期借款	-194	284	-125	-11	49
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	736	0	0	0	0
资本公积增加	-723	3	0	0	0
其他筹资现金流	-221	-333	-276	-371	-339
现金净增加额	100	80	-128	19	157

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>