

涤纶

海利得 (002206.SZ)

增持-B(首次)

全球差异化涤纶工业丝领军者，光伏反射膜空间广阔

2023年5月27日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2023年5月26日

收盘价(元):	5.35
总股本(亿股):	11.68
流通股本(亿股):	9.12
流通市值(亿元):	48.77

基础数据：2023年3月31日

每股净资产(元):	3.07
每股资本公积(元):	0.62
每股未分配利润(元):	1.13

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

研究助理：

冀泳洁 博士

邮箱：jiyongjie@sxzq.com

王锐

邮箱：wangruil@sxzq.com

投资要点：

➢ 全球差异化涤纶工业丝领军者，光伏反射膜有望加快落地。公司经过二十余年发展积累，形成了涤纶工业丝、塑胶材料和涤纶帘子布三大产品线，依托现有PVC膜业务积累，公司战略性布局可增强双面光伏组件发电效能的光伏反射膜，有望成为未来增量利润来源。

➢ 公司先行迈向差异化发展战略，主营车用涤纶工业丝和帘子布。涤纶工业丝性能优异，下游应用涉及土工材料、汽车、轮胎帘子布、输送带和广告灯箱布等领域，受宏观经济影响大，预计2022-2030年全球复合增速为5.1%。供给方面，涤纶工业丝产能集中度高，普通丝同质化严重，而差异化丝壁垒较高，议价能力强。公司上市后稳步推进差异化战略，重点布局以车用丝为主的差异化丝市场，目前占据全球30%的安全带丝市场份额，以及超过60%的涤纶安全气囊丝市场份额，帘子布已获得米其林等全球轮胎巨头长期认证。伴随国内外宏观经济边际改善带来的汽车消费提振，我们预计未来公司车用丝和帘子布业务有望稳健回暖。

➢ 越南产能进入收获期，形成“成本优势+积极应对反倾销+国际化布局”三大壁垒。2018年5月，公司通过了在越南投资成立子公司暨实施年产11万吨差别化涤纶工业长丝（一期）项目的议案，根据2022年年报，已投产7.9万吨。目前尚未有公开报道其他国内企业布局越南，考虑到涤纶工业丝产能建设期通常需要两年以上以及较长的认证周期，我们认为中期内海利得有望形成如下三大优势：1）利用税收优惠和劳动力红利，越南产能的建成将进一步降低成本，提升利润空间；2）中国作为全球最大的涤纶出口国长期面临反倾销调查，公司在越南投建产能，并且通过将部分之前由国内面向海外销售的部分向越南产能转移，相较竞争对手有望显著降低贸易摩擦风险；3）越南产能投产有助于提升国际化运营水平，更多承接差异化丝需求，从而进一步拉大公司与竞争对手的差距。

➢ 全球首创光伏反射膜，市场空间广阔。公司基于PVC膜的研发经验和生产能力，已研发出可增强双面光伏组件发电效能的光伏反射膜，发电增益高达10.32%，且随产品迭代仍有提升空间，可广泛应用于国内外的沙漠戈壁等地貌，国内方面在西北地区风光大基地具备应用可行性，国外方面已在阿曼等国的光伏项目落地，客户反馈良好。与光伏跟踪支架相比，光伏反射膜具备更低的运维成本和更高的经济性，我们认为光伏反射膜在大规模量产后的渗透率提升空间较为广阔。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**我们预测 2023 年至 2025 年，公司分别实现营收 58.4/63.78/69.85 亿元，同比增长 5.96%/9.21%/9.50%；实现归母净利润 4.01/4.96/6.32 亿元，同比增长 20.76%/23.63%/27.46%，对应 EPS 分别为 0.34/0.42/0.54 元，PE 为 15.58/12.60/9.89 倍，首次覆盖给予“增持-B”评级。

风险提示：

➤ **宏观环境风险：**当前国内经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，地缘政治冲突不断，可能导致上游供货不稳定、原材料价格上涨，下游需求降低，进而对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响。

➤ **行业内部竞争风险：**中国的制造业面临产能过剩，公司化纤产品所处的化纤制造行业同样充满竞争。公司以技术品质优势领先同行，差别化产品和服务是公司的核心竞争能力，但是激烈的市场竞争还是可能导致公司产品利润率下降的风险。

➤ **光伏反射膜推广不及预期的风险：**目前公司光伏反射膜已经在海外项目落地，且在持续推进国内项目导入，由于光伏反射膜属于新兴技术，客户前期接受度存在不确定性，如果推进项目进度推迟，可能影响未来中期的推广效果。

➤ **汇率波动的风险：**公司出口销售主要以美元和欧元作为结算货币，且海外业务处于持续增长中，因此汇率的波动，可能影响公司的盈利能力。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,067	5,512	5,840	6,378	6,985
YoY(%)	44.3	8.8	6.0	9.2	9.5
净利润(百万元)	575	332	401	496	632
YoY(%)	128.5	-42.2	20.8	23.6	27.5
毛利率(%)	21.4	16.6	17.8	19.1	20.0
EPS(摊薄/元)	0.49	0.28	0.34	0.42	0.54
ROE(%)	17.8	9.5	10.8	12.2	14.0
P/E(倍)	10.9	18.8	15.6	12.6	9.9
P/B(倍)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
净利率(%)	11.3	6.0	6.9	7.8	9.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 差异化成长，车用涤纶工业丝及帘子布领军者.....	7
1.1 深耕涤纶工业丝二十余年，产业链较完整.....	7
1.2 差异化战略布局，三大业务稳健成长.....	8
2. 车用丝与帘子布行业门槛高，越南产能有望构筑“成本优势+积极应对反倾销+国际化布局”三大竞争壁垒....	12
2.1 涤纶工业丝：产业纺织用材料，价格受能源驱动.....	12
2.2 车用丝与帘子布：与汽车行业景气度相关，品质要求较高.....	17
2.2.1 车用丝产品获得主流客户多年认证，产品性能优异，市占率高.....	20
2.2.2 越南产能进入收获期，形成“成本优势+积极应对反倾销+国际化布局”三大壁垒.....	24
2.3 塑胶膜材与地板业务：下游需求确定性强，石塑地板未来可期.....	26
3. 全球首创光伏反射膜，市场空间广阔.....	29
4. 财务预测与估值.....	34
风险提示：.....	36

图表目录

图 1： 公司股权结构与子公司情况.....	7
图 2： 公司产品所处产业链.....	8
图 3： 公司营收增长稳健.....	9
图 4： 公司归母净利润表现长期向好.....	9
图 5： 公司围绕涤纶工业丝产业发展多项新业务.....	10
图 6： 公司各业务板块营收增速.....	10
图 7： 公司各业务板块毛利率情况.....	10
图 8： 公司费用率得到优化.....	11

图 9: 公司毛利率与净利率情况.....	11
图 10: 公司海外营收占比长期高于 50%.....	11
图 11: 涤纶工业丝所属产业链.....	12
图 12: 中国涤纶工业丝下游应用领域占比.....	13
图 13: 涤纶工业丝产量增速与工业增加值波动接近.....	13
图 14: 我国涤纶工业丝产能持续增长, 产能利用率有所下滑.....	14
图 15: 我国涤纶工业丝产能集中度较高.....	14
图 16: 差别化涤纶工业丝认证流程.....	14
图 17: 涤纶工业丝价格与原油波动相关.....	15
图 18: 涤纶工业丝毛利及库存情况.....	15
图 19: 我国 PX 产量持续上升, 进口依存度下降.....	16
图 20: 我国 PX 产能集中度较高.....	16
图 21: 我国 PTA 产能整体上升, 消费量持续增长.....	16
图 22: 我国 MEG 产能逐年上升.....	17
图 23: 我国 MEG 年度表观消费量稳步上升.....	17
图 24: 全球汽车产量及同比增速.....	18
图 25: 国内汽车产量及同比增速.....	18
图 26: 公司涤纶工业丝产销量情况.....	19
图 27: 公司涤纶工业丝单吨价格、成本及毛利情况.....	19
图 28: 公司帘子布产销量情况.....	20
图 29: 公司帘子布单吨价格、成本及毛利情况.....	20
图 30: 海利得车用丝产品主要客户.....	21
图 31: 2020 年后我国安全带出口增速高于全球汽车产量增速.....	21



图 32: 增加配置安全气囊数量提升保护能力.....	22
图 33: 涤纶工业丝明显低于尼龙 66 工业丝价格.....	22
图 34: 中国子午线轮胎产量及子午化率情况.....	24
图 35: 全球轮胎销量及增速.....	24
图 36: 2023 年以来我国半钢胎开工率与轮胎出口量均有显著回暖.....	24
图 37: 海利得越南厂区距离胡志明市较近, 厂区面积约 33 万平方米.....	26
图 38: 灯箱广告材料单层基布结构图.....	27
图 39: 双膜沼气储气柜结构.....	27
图 40: 污水处理池加盖&围栏结构.....	27
图 41: 海利得建筑膜材应用于体育场馆、工业仓储气膜和移动方舱实验室.....	28
图 42: 石塑地板工艺流程.....	29
图 43: 2017-2022 年我国 PVC 地板出口情况.....	29
图 44: 凭借零甲醛、防水、防滑、B1 级防火阻燃特性, 海利得石塑地板可应用于各类公共场所中.....	29
图 45: 双面光伏组件原理.....	30
图 46: 海利得专利披露的柔性反射材料具备更高的漫反射率.....	31
图 47: 光伏反射膜示意图.....	32
图 48: 光伏反射膜在双玻光伏板的应用示意图.....	32
图 49: 海利得光伏反射膜的工艺流程(红色代表工艺, 黑色代表材料).....	32
图 50: 国内荒漠化土地主要分布在西北地区.....	33
图 51: 阿曼伊卜里光伏项目.....	33
图 52: 全球及中国光伏跟踪支架渗透率.....	34
表 1: 涤纶工业丝分类、定义与应用领域.....	13



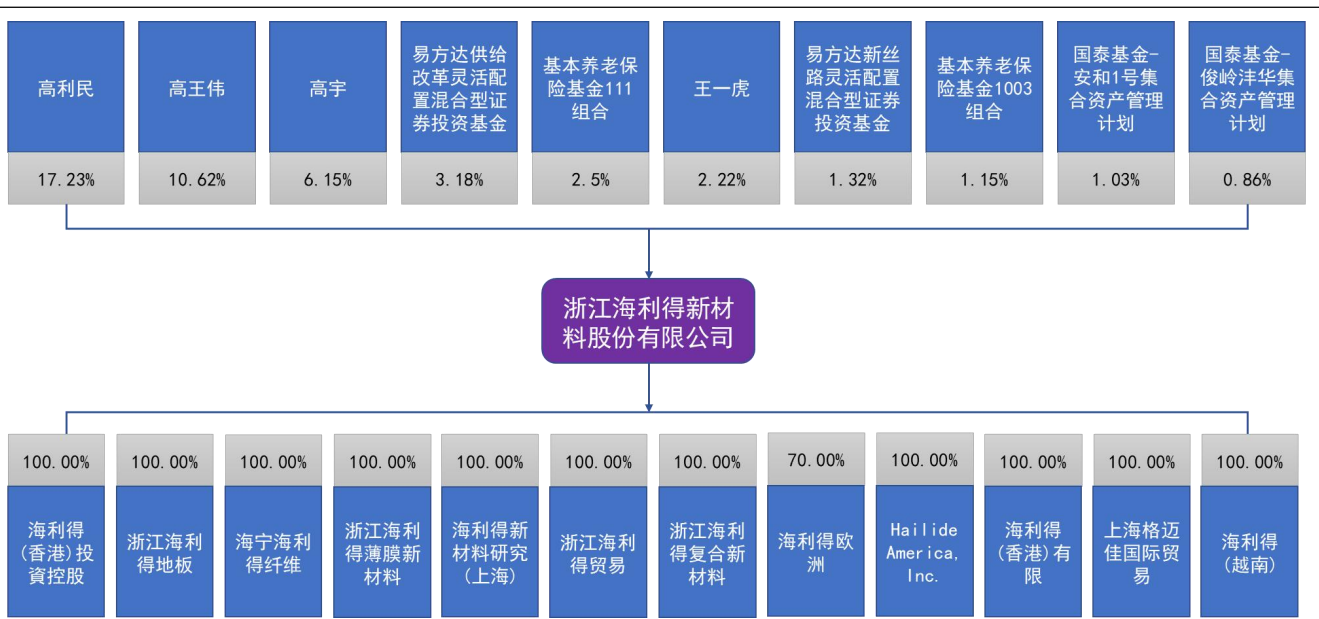
表 2: 公司产能情况.....	19
表 3: 斜交胎和子午胎的差异.....	23
表 4: 各类型地板性能比较.....	28
表 5: 海利得光伏反射膜的主要产品优势.....	31
表 6: 公司分产品预测.....	35
表 7: 可比公司情况.....	36
表 8: 可比公司估值情况.....	36

1. 差异化成长，车用涤纶工业丝及帘子布领军者

1.1 深耕涤纶工业丝二十余年，产业链较完整

浙江海利得新材料股份有限公司成立于 2001 年，2008 年 1 月在深交所上市，公司总部位于浙江海宁，经过二十余年的发展和积累，公司已发展成在涤纶工业丝、塑胶材料和帘子布三大产品均具有相对完整产业链的国家重点高新技术企业。截至 2022 年年末，董事长高利民及其一致行动人持有公司 34% 的股份。

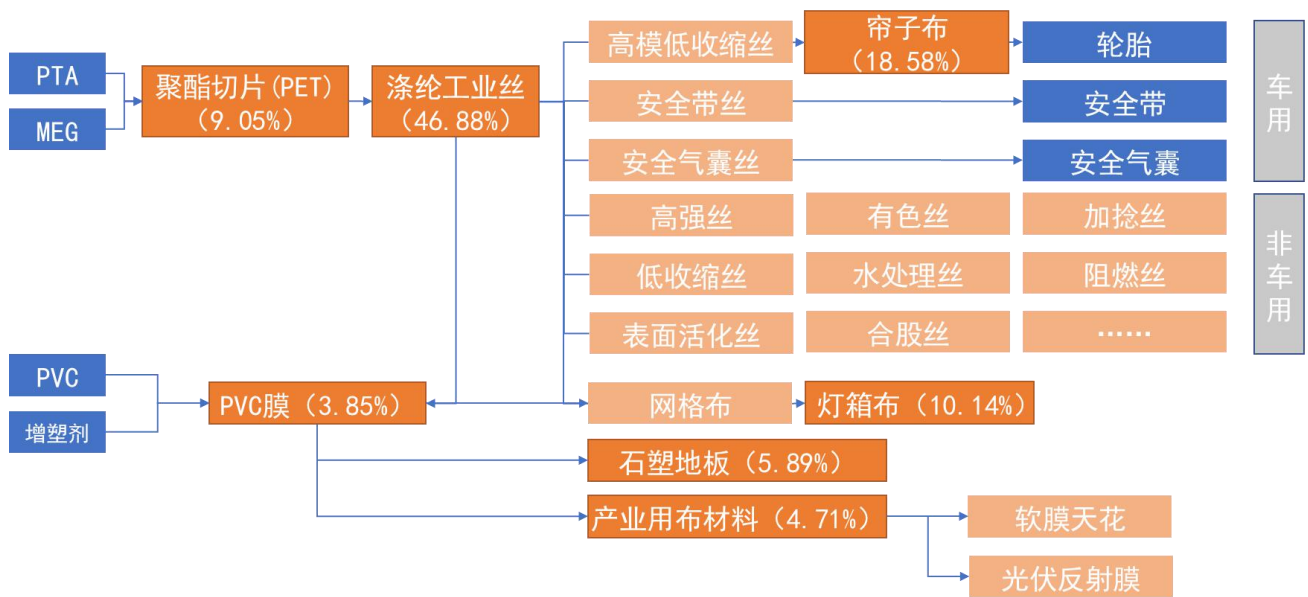
图 1：公司股权结构与子公司情况



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

公司主要生产涤纶工业丝、塑胶材料和涤纶帘子布三大产品，其突出产品分别为具有较高技术壁垒的涤纶高模低收缩丝（下游应用为轮胎帘子布）、涤纶安全带丝（下游应用为安全带）以及涤纶气囊丝（下游应用为安全气囊）三大车用丝，在业界范围内享有很高的美誉度，产品性能优于国外同行，达到国际先进水平。公司也生产宽幅灯箱布、蓬盖布以及天花膜、石塑地板等塑胶和装饰材料，以及以自产高品质高模低收缩丝为原丝的高端轮胎涤纶帘子布。公司基于 PVC 膜业务优势和技术积累，战略性布局光伏反射材料产品，主要用于增强光伏背板发电效能，并且已经于 2021 年 6 月份取得第一个订单，目前国内外市场正在积极推进中，有望成为公司新的成长驱动力。

图 2：公司产品所处产业链



注释：蓝色表示需要外购，括号数字表示2022年营收占比

资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

1.2 差异化战略布局，三大业务稳健成长

差异化布局带动公司营收和业绩持续增长，23Q1 业绩环比改善。公司上市以来营收年均复合增速为 12.81%，归母净利润复合增速为 19.67%。2008 年公司募投的差异化工业丝项目投产带动营收增长 22.16%。2009 年，由于国际原油价格处于低位，聚酯切片和工业涤纶丝价格较低，当年营收同比下降 8.09%，但由于公司产品差异化程度较高，高毛利带动净利润增长 53.11%。2010-2011 年期间公司扩产速度加快，聚酯切片和新增差异化工业丝项目完工投产，分别同比增长 70.17%和 42.36%。2011 年公司在差异化丝路线上进一步迈进，通过非公开发行 8.82 亿元股票投入建设 3 万吨高模低收缩涤纶浸胶帘子布技改项目。2012 年，国内宏观经济形势疲弱和欧债危机等因素影响了海内外的工业涤纶丝需求，而国内企业扩产导致供过于求，公司业绩受到影响，当年净利率下降 4.06%；2013-2018 年期间，公司涤纶丝差异化水平持续提升，帘子布进入全球一线轮胎厂商供应链，带动净利润持续双位数增长；2016 年公司正式销售石塑地板；2019 年受中美贸易冲突影响，公司盈利能力有所下降，毛利率下降 2.09%；2020 年受原材料价格下跌以及全球新冠疫情的影响，公司营收同比下降 12.48%。2021 年受益于国内供应链修复早于海外，下游需求旺盛，公司营收和净利润迅速增长，营收同比增长 44.27%，归母净利润同比增长 128.53%。2022 年受能源、电力和大宗原

材料价格上涨、美元汇率持续上涨导致越南公司汇兑损失和财务费用提升等影响，公司实现营业收入 55.12 亿元，同比增长 8.77%；实现归母净利润 3.32 亿元，同比减少 42.24%。2023 年一季度，公司实现营收 13.51 亿元，同比下降 6.08%，环比+4.10%；实现归母净利润 0.67 亿元，同比-45.08%，环比+31.22%，较四季度均有明显改善。

图 3：公司营收增长稳健

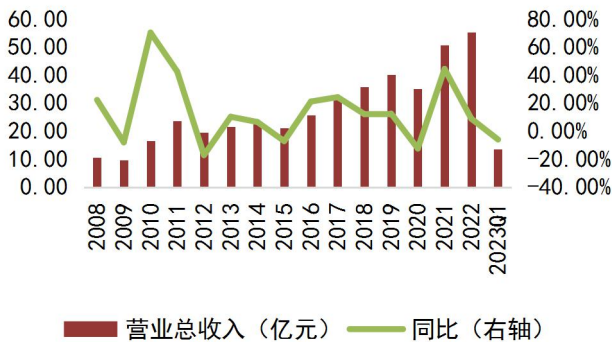
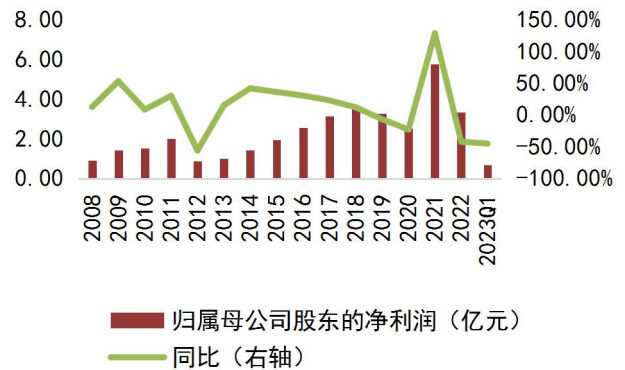


图 4：公司归母净利润表现长期向好



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

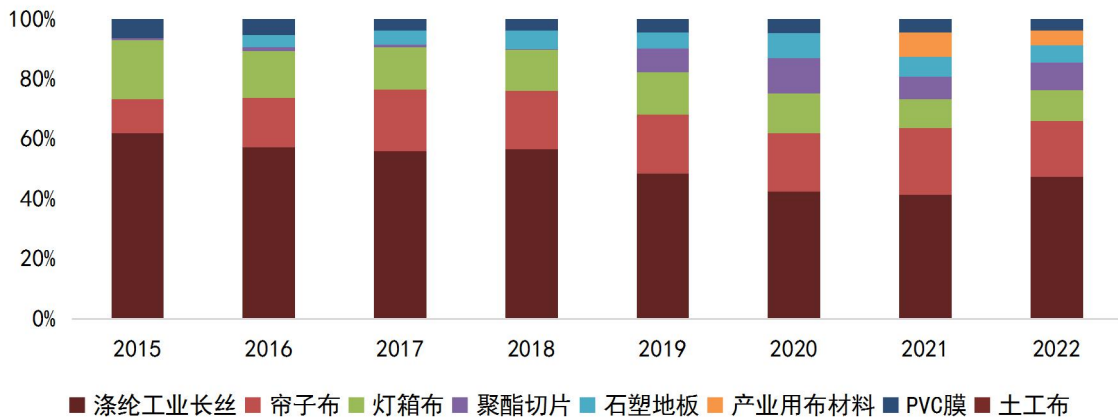
公司以车用涤纶工业丝和帘子布为基础，进行多元化布局，开拓石塑地板和产业用布等新业务。

涤纶工业丝：公司国内涤纶工业丝产能合计 21 万吨，其中 2/3 为车用丝产能，涉及安全气囊，安全带和轮胎等下游应用，越南产能现有 7.9 万吨，设计产能 11 万吨。相比普通工业丝，车用工业丝的竞争壁垒较高，客户结构也更加稳定，毛利率水平和价差相对平稳。2014 年以来，公司涤纶工业丝毛利率长期高于 20%。2021 年受原材料价格上涨，毛利率有所下滑。2022 年，公司涤纶工业丝业务营收为 25.84 亿元，占总营收的 46.88%，同比增长 24.5%；毛利率为 16.3%，较 2021 年下降 5.7 pct，受大宗商品价格抬升进一步影响所致。

涤纶帘子布：2011 年，公司通过非公开发行 8.82 亿元股票投入建设 3 万吨高模低收缩涤纶浸胶帘子布技改项目，意味着公司依托在高模低收缩丝的生产优势进入下游的涤纶帘子布市场，2015 至 2022 年期间营收复合增速为 23.4%。2021 年全球汽车消费明显反弹，全球帘子布供不应求，公司涤纶帘子布处于满产状态，毛利率高达 35.22%，较 2020 年上升 13.89pct，保持满负荷生产。2022 年公司涤纶帘子布业务实现营收 10.24 亿元，同比下降 8.74%，毛利率为 26.7%，较 2021 年下降 8.5 pct，主要受全球经济走弱带来涤纶帘子布量价下滑所致。

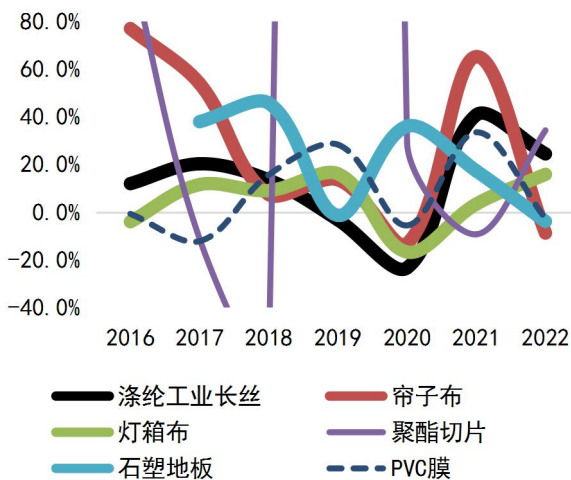
塑胶产品：公司塑胶产品业务包括灯箱布、石塑地板以及 PVC 膜等板块。灯箱布业务方面，2022 年实现营收 5.59 亿元，同比增长 15.9%，占总营收的 10.14%。2016 年公司正式销售石塑地板，2022 年实现营收 3.38 亿元，同比下降 3.9%，占总营收的 5.89%。

图 5：公司围绕涤纶工业丝产业发展多项新业务



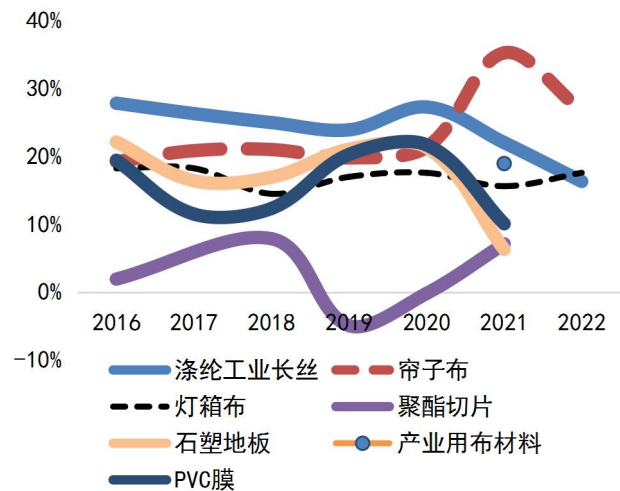
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：公司各业务板块营收增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

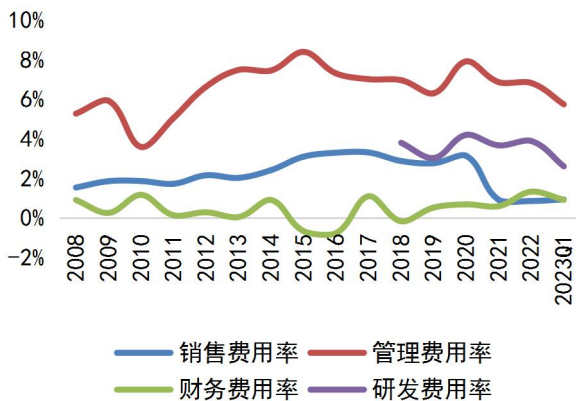
图 7：公司各业务板块毛利率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

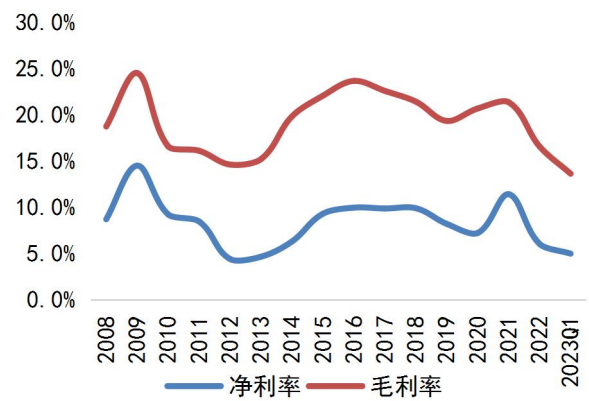
公司期间费用率变化较为平稳，2022 年毛利率和净利率有所下滑。受原料与能源价格上涨以及疫情对需求的影响，公司 2022 年销售毛利率为 16.60%，较 2021 年下降 4.79pct；销售净利率为 6.06%，较 2021 年下滑 5.38 pct。2023 年一季度公司销售毛利率和净利率分别为 13.66%和 5.01%。2022 年公司销售费用率为 0.86%，较 2021 年下降 0.06 pct；管理费用率为 6.82%，较 2021 年下降 0.04 pct；财务费用率为 1.33%，较 2021 年提升 0.73 pct，主要系利息支出及汇兑损失增加所致；研发费用率为 3.89%，较 2021 年提升 0.22 pct。

图 8：公司费用率得到优化



资料来源：Wind，山西证券研究所

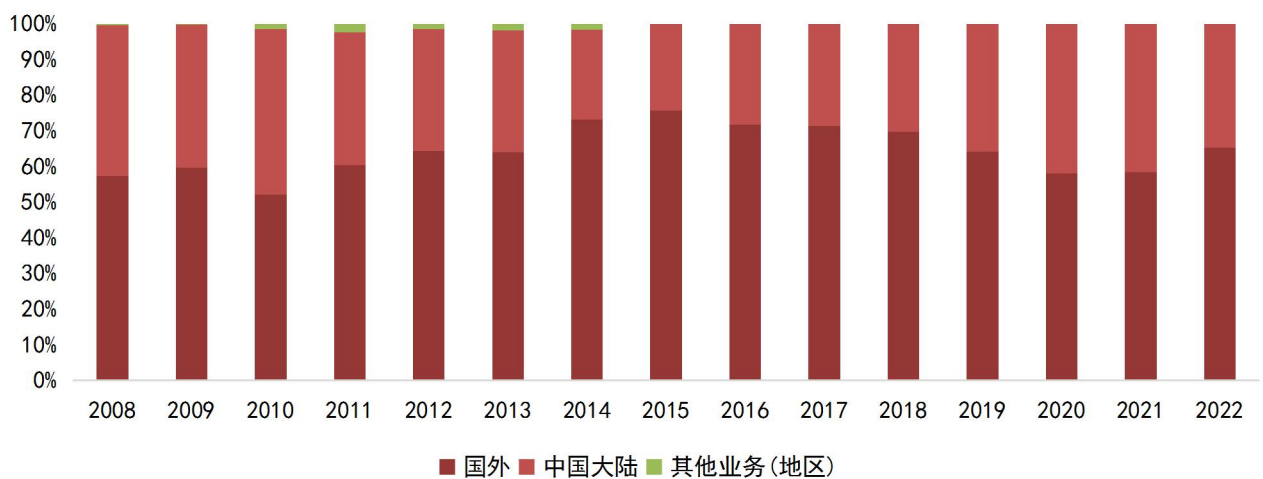
图 9：公司毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

公司注重海外市场开发，海外业务收入占比长期高于 50%。公司为出口导向型企业，海外业务占比长期较高，2018-2020 年期间受中美贸易冲突影响，公司积极推动国内客户开发，海外业务占比从 2018 年的 69.78% 下降至 2020 年的 58.10%；2021 年以来由于国内供应链修复快于海外，公司承接更多海外订单；2022 年海外业务营收占比上升至 65.21%，较 2021 年上升 8.72%。

图 10：公司海外营收占比长期高于 50%



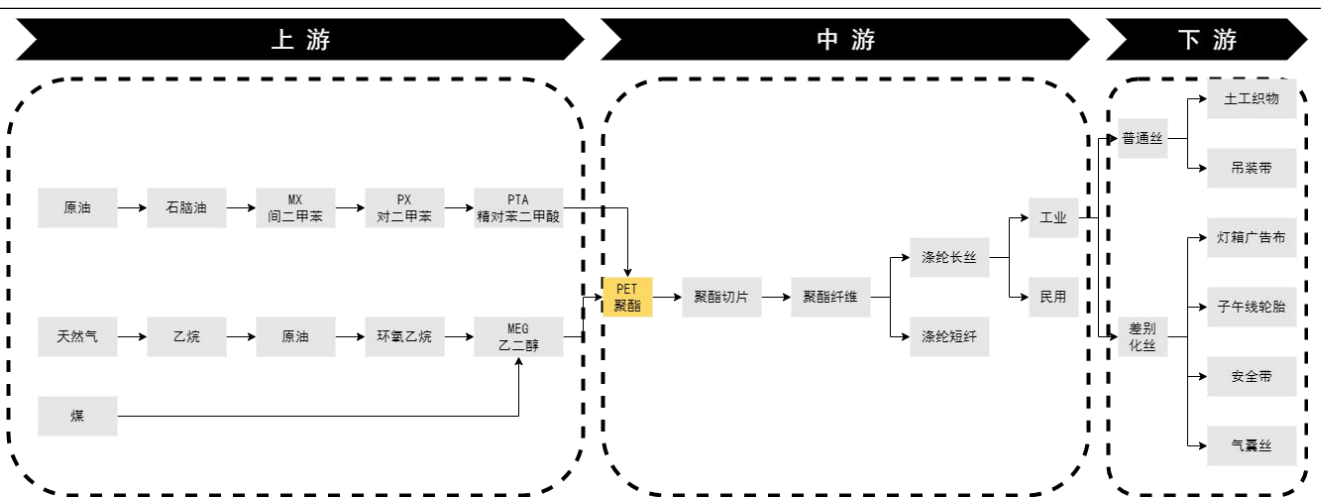
资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 车用丝与帘子布行业门槛高，越南产能有望构筑“成本优势+积极应对反倾销+国际化布局”三大竞争壁垒

2.1 涤纶工业丝：产业纺织用材料，价格受能源驱动

涤纶工业丝性能优异，下游应用涉及土工材料、汽车、轮胎帘子布、输送带和广告灯箱布等领域。涤纶即聚酯纤维，是合成纤维中的重要品种之一，性能优良，断裂强度和弹性模量较高，热定型优异，回弹性好，耐热性和耐光性高超，是世界产量最大、应用最广泛的合成纤维品种，目前涤纶占世界合成纤维产量的60%以上，大量用于衣料、床上用品、各种装饰布料、国防军工特殊织物等纺织品及其他工业用纤维制品。涤纶是以对苯二甲酸（PTA）和乙二醇（MEG）为原料经酯化或酯交换和缩聚反应而制得的聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），经熔融纺丝和后处理制成的纤维，可分为涤纶短纤和涤纶长丝，而涤纶工业丝即工业用途的涤纶长丝，与民用丝相对，技术门槛较高，常规的熔融缩聚只能将PET特性黏度提升至0.65dl/g左右，只可用于纺制民用涤纶纤维，而生产涤纶工业丝所需的聚酯原料则必须通过“后加固相缩聚”工序才能达到黏度要求。涤纶工业丝的特点是高强粗旦，纤度不小于550detx，具有强度高、模量大、抗老化、耐冲击性好等特点，广泛应用于土工材料、汽车、轮胎帘子布、输送带、广告灯箱布等领域。根据华经情报网，我国聚酯产品总产量中涤纶工业丝占比约4%。

图 11：涤纶工业丝所属产业链



资料来源：亿渡数据，山西证券研究所

涤纶工业丝可分为高强类、低收缩类以及高模低收缩类三种。高强丝也称作普通丝，具有低伸长和高收缩的特性。低收缩丝和高模低收缩类丝统称为差异化丝。低收缩丝具有高伸长和低收缩的特性，可用于风帆布、安全带、箱包布等领域；高模低收缩类丝具备高模量、低身伸长和低收缩的特性，可作为子午线

轮胎帘子布、三角带硬线绳和高档土工格栅的材料。

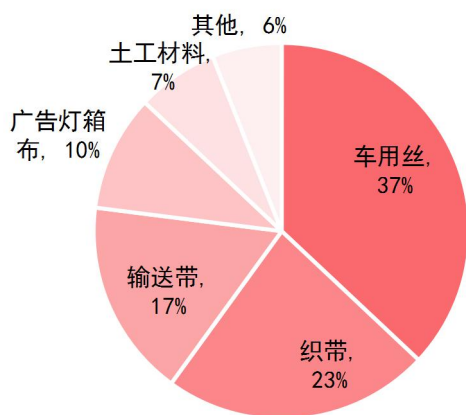
表 1：涤纶工业丝分类、定义与应用领域

分类	细分类型	定义	应用领域
高强类	超高强型	断裂强度 $\geq 8.20\text{cN/dtex}$	吊装带、牵引带、消防水带、鱼网、缆绳、土工织物
	高强型	断裂强度 $\geq 7.40\text{cN/dtex}$	V 型带、气囊
	高强中收缩型	断裂强度 $\geq 7.40\text{cN/dtex}$ ； $6.0\% \geq \text{干热收缩率} > 4.0\%$	运输带、三角皮带、传送带、水龙带、气垫、涂层织物(广告灯箱布)、输送带纬线
	高强低收缩型	断裂强度 $\geq 6.60\text{cN/dtex}$ ；干热收缩率 $\leq 2.5\%$	
低收缩类	中低收缩型	断裂强度 $\geq 6.40\text{cN/dtex}$ ； $6.0\% \geq \text{干热收缩率} > 4.0\%$	风帆布、安全带、空气安全袋、箱包布、涂层布料、篷盖布、缝纫线、过滤织物、防水布
	低收缩型	断裂强度 $\geq 6.20\text{cN/dtex}$ ； $4.0\% \geq \text{干热收缩率} > 3.0\%$	
	超低收缩型	断裂强度 $\geq 6.00\text{cN/dtex}$ ；干热收缩率 $\leq 3.0\%$	
高模低收缩类	高模低收缩型	尺寸稳定性指数 ≤ 10	子午线轮胎、输送带帘布、三角带硬线绳、高档土工格栅
	高强高模低收缩型	断裂强度 $\geq 7.40\text{cN/dtex}$ ；尺寸稳定性指数 ≤ 10	

资料来源：公司公告，国家知识产权局，山西证券研究所

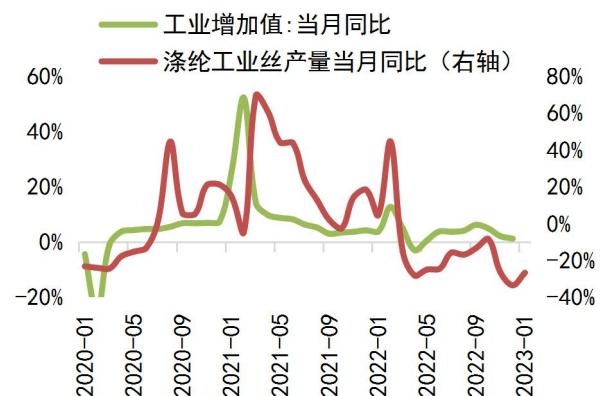
需求端：涤纶工业丝下游需求受宏观经济影响大，预计 2022-2030 年全球复合增速为 5.1%。根据亿渡数据，我国中国涤纶工业丝下游前五大应用分别为车用丝（37%）、织带（23%）、输送带（17%）、广告灯箱布（10%）和土工材料（7%），因此与宏观经济整体需求相关性较强，也体现为我国涤纶工业丝产量增速与工业增加值增速的变动趋势相关性较高。2021 年我国涤纶工业丝表观消费量为 185.31 万吨，较 2017 年增长 48.21%，期间复合增长率为 10.34%。**Data Intelo 预测 2022-2030 年期间全球涤纶工业丝需求复合增速为 5.1%。**

图 12：中国涤纶工业丝下游应用领域占比



资料来源：亿渡数据，山西证券研究所

图 13：涤纶工业丝产量增速与工业增加值波动接近

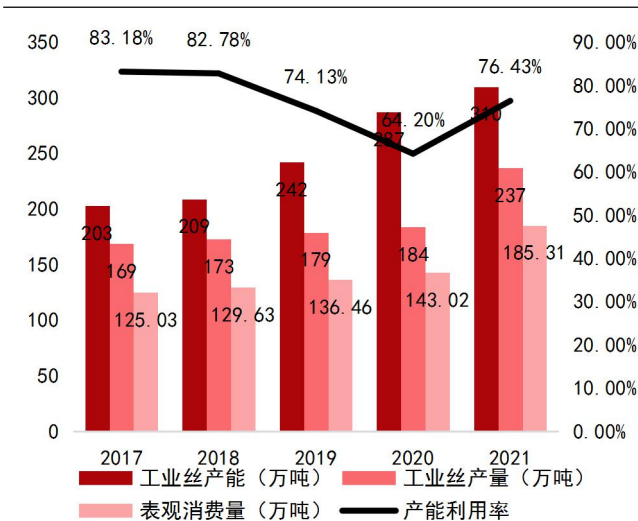


资料来源：Wind，百川盈孚，山西证券研究所

供给端：涤纶工业丝产能集中度高，普通丝同质化竞争，差异化丝议价能力强。根据亿渡数据，2021

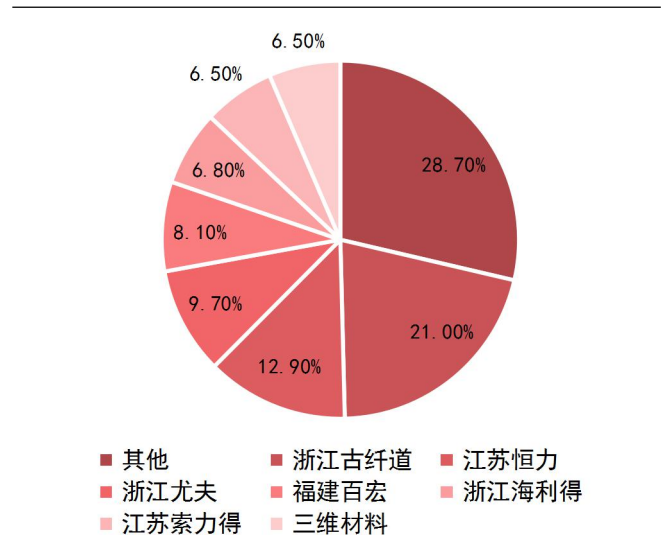
年我国涤纶工业丝产能约 310 万吨，较 2017 年增长 34.5%。根据浙江省纺织协会统计，我国是全球最大的涤纶工业丝生产国，占据全球约 70% 产能。前五大企业古纤道、恒力石化、尤夫股份、福建百宏及海利得产能合计约 181 万吨，CR5 为 58.5%；根据贝哲斯咨询，涤纶工业丝行业排名前十产能占比从 2014 年的 64.1% 上升至 2018 年的 70.3%，行业集中度较高且头部化趋势更加明显，尾部落后产能逐渐出清。普通丝产品由于工艺简单因此同质化较为严重，产品价格通常随行就市，行业盈利周期性较强，缺乏壁垒。但以车用丝为代表的差别化工业丝具有较高的客户认证要求以通过安全性和质量要求，通常按照成本价加成加工费的模式来销售产品。当企业进入到以外资企业为主的全球整车、轮胎以及汽车安全总成厂商的供应链体系后，盈利稳定性将显著提升，因此进军以车用丝为代表的差异化丝是当前涤纶工业丝行业参与者的主要战略目标。

图 14：我国涤纶工业丝产能持续增长，产能利用率有所下滑



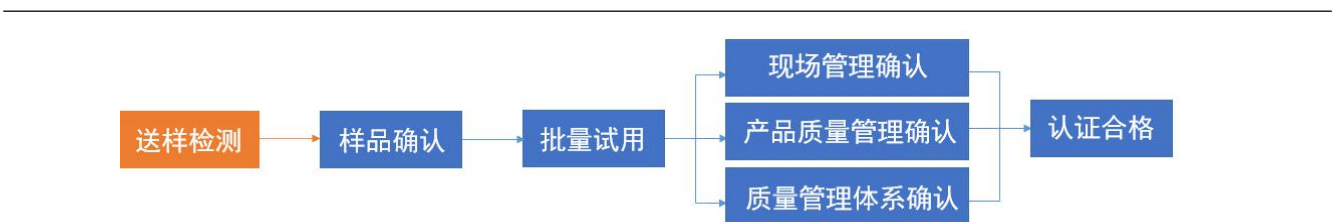
资料来源：亿渡数据，山西证券研究所

图 15：我国涤纶工业丝产能集中度较高



资料来源：亿渡数据，山西证券研究所

图 16：差别化涤纶工业丝认证流程

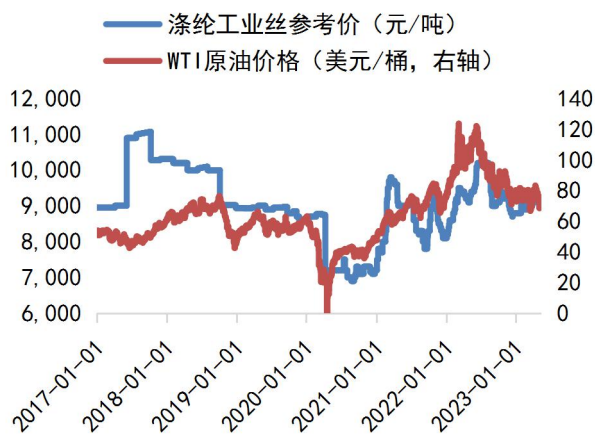


资料来源：招股说明书，山西证券研究所

成本端：涤纶工业丝上游材料由 PTA 及 MEG 构成，成本主要受原油波动影响，行业库存持续消化。

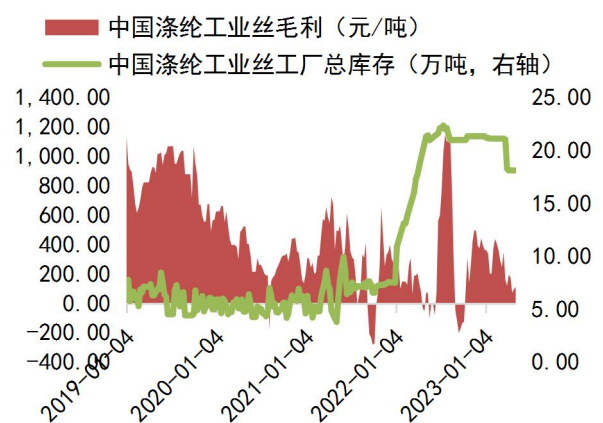
涤纶工业丝由 PET 切片经过固相聚合、纺丝、拉伸、卷绕等工艺制成，而 PET 是 PTA 和 MEG 的酯化聚合产物。生产 1 吨 PET 通常需要 0.85-0.86 吨的 PTA 和 0.33-0.34 吨的 MEG，两者占到聚酯原料成本的 90% 以上。PTA 即精对苯二甲酸，是产量最大的二元羧酸，也是重要的大宗有机原料之一，广泛应用于化学纤维、轻工、电子、建筑等领域。PX 由原油经由一次加工——常减压蒸馏得到石脑油，石脑油经过催化重整根据馏分不同，分为高辛烷值汽油与芳烃，其中芳烃再经过抽提得到纯苯、甲苯、二甲苯，其中二甲苯进行芳烃异构化得到对二甲苯。对二甲苯应用于 PTA 生产，PTA 又与乙二醇聚合得到 PET。MEG 即乙二醇，主要用途为生产聚酯纤维、润滑剂、涂料及油墨等。整体看涤纶工业丝价格与原油波动相关。2023 年以来伴随下游需求好转和原油价格回落，涤纶工业丝行业整体库存持续消化，毛利情况出现改观迹象，我们认为涤纶工业丝行业有望迎来底部反转行情。

图 17：涤纶工业丝价格与原油波动相关



资料来源：Wind，百川盈孚，山西证券研究所

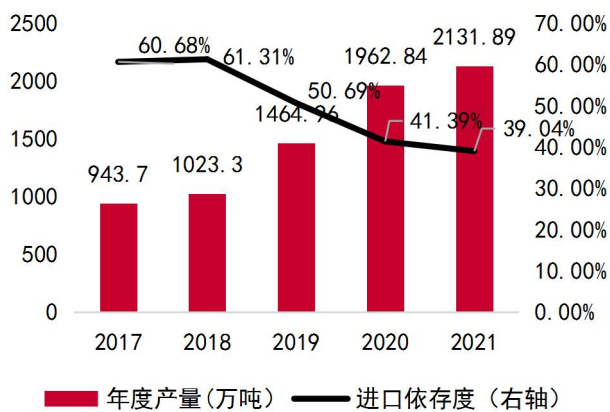
图 18：涤纶工业丝毛利及库存情况



资料来源：Wind，百川盈孚，山西证券研究所

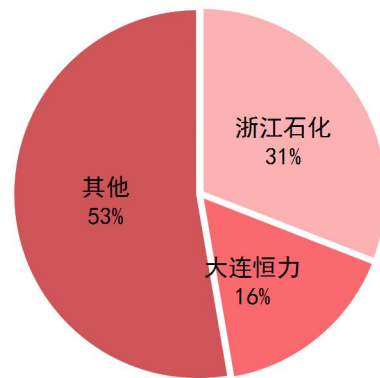
PX：进口依存度持续下降，供给明显提升。根据亿渡数据，PX 下游应用中 PTA 需求占比高达 98%，我国近年来 PX 进入快速发展期，PX 产量显著增长，进口依存度持续下降。根据亿渡数据，浙江石化和大连恒力分别占据 30.9%和 16.4%的 PX 产能。

图 19：我国 PX 产量持续上升，进口依存度下降



资料来源：亿渡数据，山西证券研究所

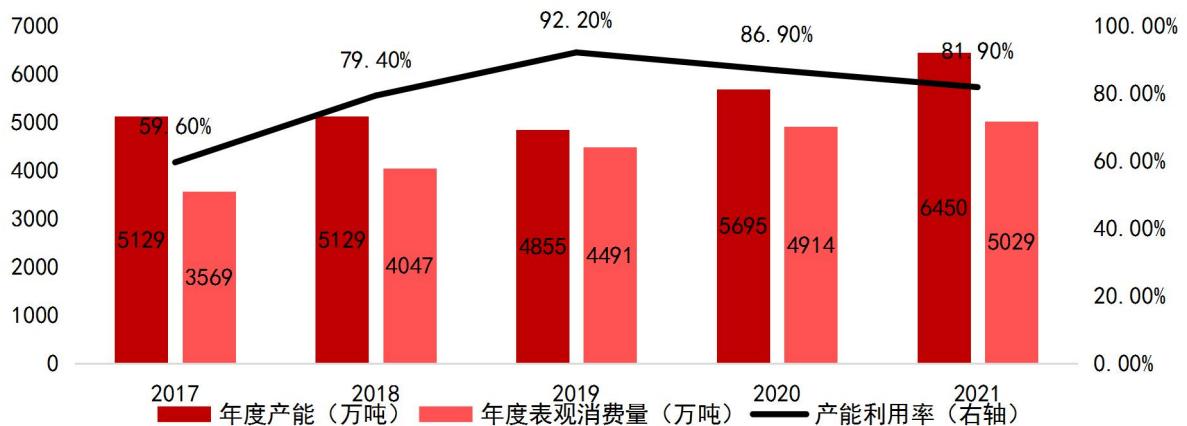
图 20：我国 PX 产能集中度较高



资料来源：亿渡数据，山西证券研究所

PTA：我国产能全球第一，供需紧平衡近年来有所缓解。目前中国是世界最大的 PTA 生产国与世界最大的聚酯消费国。2020 年以来我国 PTA 产能快速释放，供需紧平衡有所缓解。

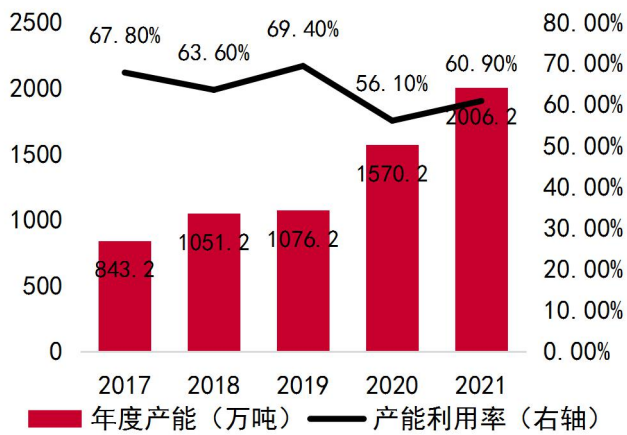
图 21：我国 PTA 产能整体上升，消费量持续增长



资料来源：亿渡数据，山西证券研究所

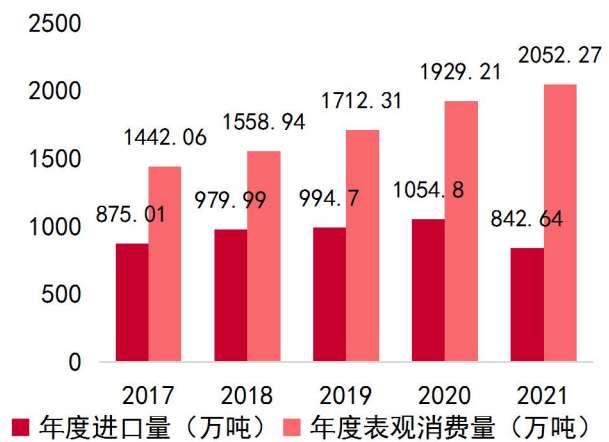
MEG：国内 MEG 产能快速释放，进口替代趋势明显。在我国聚酯产品占乙二醇下游消费的 90% 以上。随着新装置的投产，近年来国内 MEG 产能逐步释放，进口替代趋势明显。

图 22：我国 MEG 产能逐年上升



资料来源：亿渡数据，山西证券研究所

图 23：我国 MEG 年度表观消费量稳步上升



资料来源：亿渡数据，山西证券研究所

2.2 车用丝与帘子布：与汽车行业景气度相关，品质要求较高

车用丝是涤纶工业丝中的高端产品，与汽车行业景气关联度较高。根据亿渡数据，车用丝为涤纶工业丝第一大下游需求，占总需求的 37%。车用丝在汽车中的具体应用包括安全带丝、安全气囊丝及轮胎帘子布，因此车用丝需求主要受汽车保有量以及汽车产销量情况影响。2020 年后由于疫情影响导致公共交通受影响，开车出行需求增加带动全球汽车销售回暖，2021 年全球汽车产量为 8015.5 万辆，同比增长 3.26%，2022 年产量为 8501.67 万辆，同比增长 6.0%；2021 年和 2022 年国内汽车产量 2605.72 万辆和 2699.74 万辆，同比增长 3.52%和 3.61%，国内外汽车终端需求回暖推动安全气囊、安全带和轮胎配套需求改善，车用丝因此受益。根据易车网，2021 年我国每千人汽车拥有量仅为 160 辆，较美国（837 辆）、澳大利亚（747 辆）、意大利（670 辆）等发达国家仍有较大差距，长期看包括我国在内的全球汽车需求仍将稳健增长。TrendForce 预测 2023 年全球汽车销量同比增长 3.8%，实现正增长。

图 24：全球汽车产量及同比增速

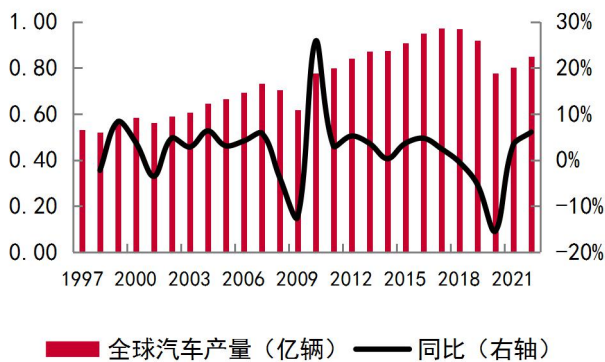
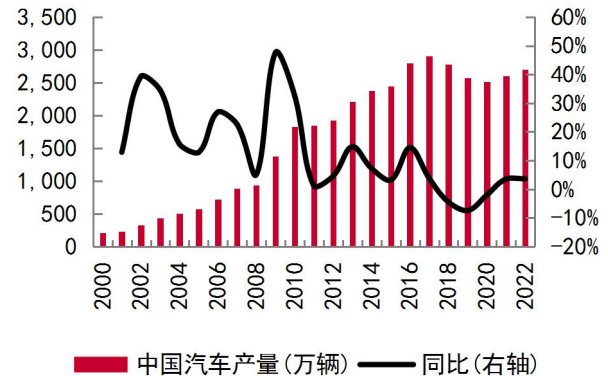


图 25：国内汽车产量及同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

竞争格局：车用丝高壁垒带来高集中度，国际参与者包括韩国晓星和联新（开平），国内包括海利得、恒力、尤夫、亚东等，海利得车用丝占比显著高于竞争对手。虽然车用丝占整车价值量较低，但其对汽车安全性能有重大影响，因此车用丝产业链各个环节的认证要求严格，行业进入壁垒较高，因此市场集中度较高。韩国晓星是韩国七大综合商社之一，晓星安全带用丝、安全气囊用丝市场占有率世界第一，轮胎帘子布产品主要供应给米其林、固特异、普利司通、马牌、韩泰等全球知名轮胎企业，全球轮胎帘子布市场占有率达 50%，其在嘉兴设有涤纶工业丝及帘子布生产基地。联新（开平）前身为开平霍尼韦尔工业聚合物有限公司，2015 年被 Indorama 收购，位于广东江门开平市，现有轮胎帘子布年产能约 6 万吨。恒力石化年产 40 万吨涤纶工业丝产能，其中包括 20 万吨高性能车用丝产能以及年产 3000 吨高模低收缩丝产能，已经打入丰田和 AUTOLIV 等企业供应链。尤夫股份现有 30 万吨工业丝产能，帘帆布产能 2.4 万吨。亚东为中国台湾远东集团在苏州独资公司，拥有 4 万吨涤纶工业丝产能和 1.5 万吨帘子布产能。与竞争对手相比，海利得拥有 28.9 万吨涤纶工业丝产能，其中车用丝产能约 2/3，且越南产能具备普通丝向车用丝产能转移能力，整体车用丝占比更高，产品已获得主流客户多年认证，产品性能优势明显，已经在国内涤纶工业丝行业形成显著的差异化优势，占据全球安全带丝 30% 的市场份额和超 60% 的涤纶安全气囊丝份额，加持越南产能释放，有望在国际市场竞争中取得更多增长空间。

公司产能情况如下：公司现有涤纶工业丝产能 28.9 万吨，其中国内产能 21 万吨，越南工业丝项目设计产能为 11 万吨，根据 2022 年年报披露，目前已投产 7.9 万吨，剩余 3.1 万吨产能视全球疫情恢复情况以及车用丝认证进度逐步投产。公司目前帘子布产能 6 万吨。公司塑胶材料产品种类丰富，其中石塑地板产品已经进入欧美知名品牌 OEM 供应体系，年产 1200 万平石塑地板项目已经于 2022 年末建成。

表 2：公司产能情况

产品	品种	现有产能	备注
涤纶工业丝	国内	21 万吨	越南公司 11 万吨工业丝项目已投产 7.9 万吨，剩余产能视产品认证情况逐步投产。
	越南	7.9 万吨	
帘子布		6 万吨	第四条生产线于 12 月试生产。
聚酯切片		30 万吨	主要为自产自销。

资料来源：公司 2022 年年报，山西证券研究所

公司涤纶工业丝产销量及价格分析：“疫情+地缘冲突”影响需求与成本，2023 年有望显著回暖。 2020-2022 年，公司涤纶工业丝产量分别为 19.28/26.46/24.59 万吨，销量分别为 14.65/19.36/20.18 万吨，产能利用率分别为 78.05%/91.57%/85.08%；产销率分别为 76.01%/73.14%/82.07%。2020-2022 年涤纶工业丝单价分别为 1.01/1.07/1.28 万元/吨，成本分别为 0.73/0.84/1.07 万元/吨。毛利分别为 0.27/0.24/0.21 万元/吨。2020 年受全球疫情影响，公司产能利用率偏低，原油价格下行致使单吨成本较低，为 0.73 万元/吨。2021 年伴随全球经济活动复苏及越南基地开工率提升，公司产销量大幅改善，但同时受到全行业产能扩张及原料价格上涨影响，公司毛利率小幅下滑。2022 年全球地缘政治冲突进一步抬升了原料成本致使涤纶工业丝单吨价格明显上涨，奥密克戎疫情反复影响了全球需求，公司涤纶工业丝产能利用率和单吨毛利有所下滑。伴随地缘政治冲突缓和、全球疫情消退及经济活动修复，我们预计公司涤纶工业丝成本端有望明显下行，毛利有望回升；越南产能投产及认证进度加快或推动公司整体产销情况明显改善。

图 26：公司涤纶工业丝产销量情况

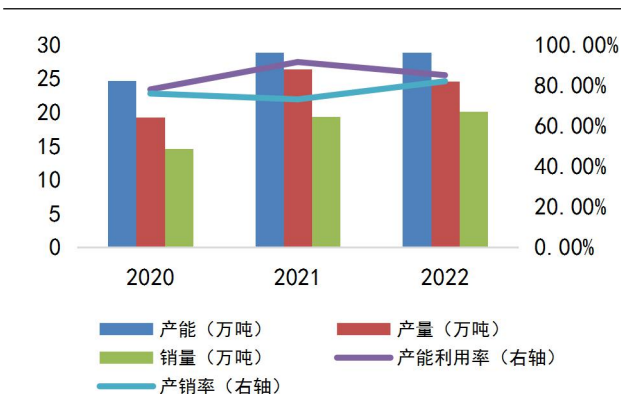
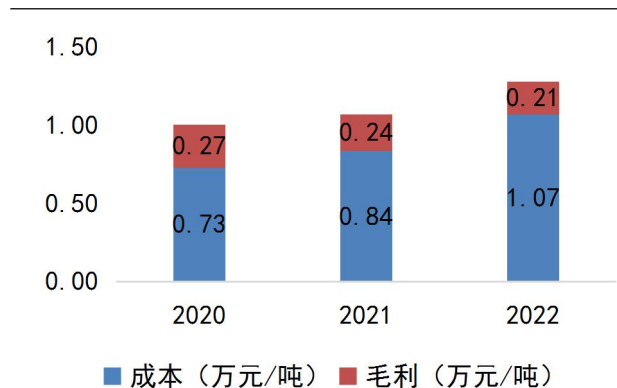


图 27：公司涤纶工业丝单吨价格、成本及毛利情况



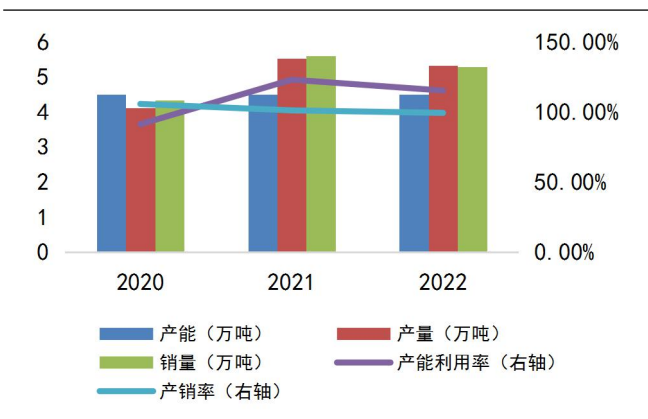
资料来源：公司公告，山西证券研究所

资料来源：公司公告，山西证券研究所

公司帘子布产销量及价格分析：供需错配推动 2021 年帘子布高景气，新产能落地有望助力产销量上行。 2020-2022 年，公司帘子布产量分别为 4.11/5.54/5.33 万吨，销量分别为 4.34/5.60/5.30 万吨，产能利用率分别为 91.28%/123.00%/115.26%；产销率分别为 105.70%/101.12%/99.35%。2020-2022 年帘子布单价分别为 1.56/2.00/1.93 万元/吨，成本分别为 1.30/1.31/1.41 万元/吨。毛利分别为 0.33/0.71/0.52 万元/吨。2021 年多重

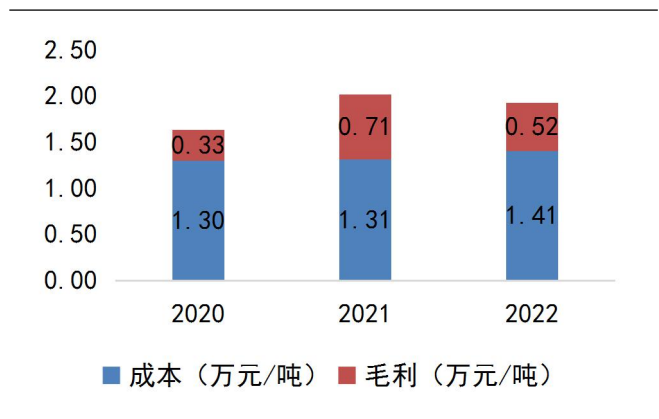
因素推动帘子布销量旺盛，下游轮胎厂产能扩大而帘子布产能未相应提升，全球经济修复带来的替换胎补库存需求，以及疫情对自驾车新需求的刺激作用使得帘子布 2021 年销量创公司成立以来之最，同比增长 34.75%；公司产能利用率高达 123%，单吨毛利达 0.71 万元；2022 年全球经济形势转弱使得需求有所降温，但公司产能利用率仍高达 115.26%，同时地缘冲突推动原油价格上涨也抬升了原材料涤纶工业丝的价格。2022 年四季度公司 1.5 万吨帘子布产能已进入调试状态，出货量提升或推动公司帘子布板块业绩持续好转。

图 28：公司帘子布产销量情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 29：公司帘子布单吨价格、成本及毛利情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.2.1 车用丝产品获得主流客户多年认证，产品性能优异，市占率高

公司车用丝产品性能全球领先，获得国际下游客户多年认证。公司生产的三大特色差异化车用涤纶工业丝，包括高模低收缩丝（轮胎用）、安全带丝（车用安全带用）以及安全气囊丝（车用安全气囊用），在业界范围内都享有很高的美誉度，产品性能优于国外同行，达到国际先进水平。公司向 AUTOLIV、TRW、JOYSON 等全球龙头安全总成厂商供应安全带丝和安全气囊丝。公司帘子布和高模低收缩丝客户包括米其林、普利司通、大陆、住友、韩泰、固铂、诺记、优科豪马、耐克森、锦湖及特瑞博格等全球知名轮胎企业。

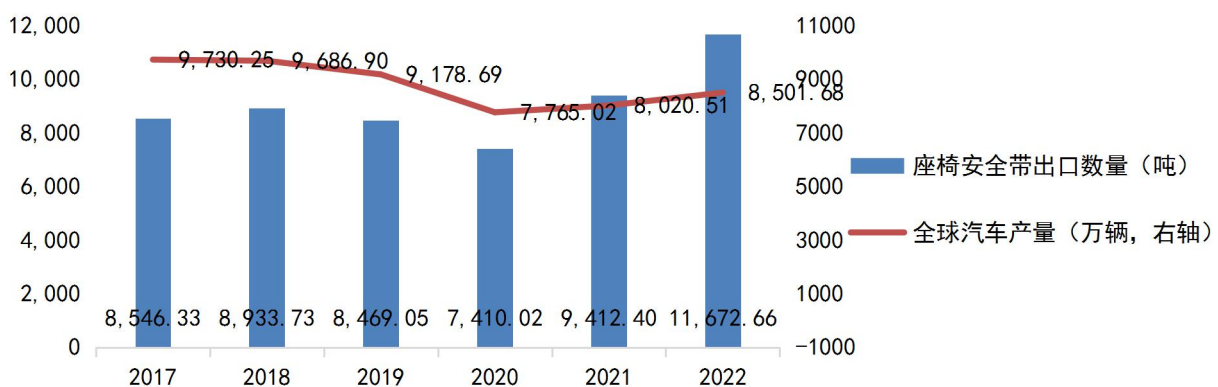
图 30：海利得车用丝产品主要客户



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

安全带丝是安全带的主要编织材料，需求与汽车产销同步，海利得占据全球约 30% 市场份额。安全带是为了在碰撞时对乘员进行约束以及避免碰撞时乘员与方向盘及仪表板等发生二次碰撞或避免碰撞时冲出车外导致死伤的安全装置，是公认的廉价切有效的安全装置。安全带丝对编织材料的抗拉强度、伸长率、能量吸收性和耐老化性能提出了较高的要求，一般选用抗拉强度较高、伸长率适中、不易变形的纤维原料，涤纶和锦纶。锦纶早期使用较多，但由于耐光性差，且伸长率更高以及成本更高，因此逐渐被涤纶取代。安全带主要用于新车配置，1 吨涤纶工业丝基本可以生产同样重量的安全带，因此安全带丝的需求与安全带的的需求基本接近，也与全球汽车产销量情况相关。我国安全带全球产品竞争力持续提升，2020-2022 年期间，我国座椅安全带出口数量从 7410 吨增长至 11672.66 吨，复合增长率为 25.51%，显著高于全球汽车产量同期复合增长率（4.64%）。2023 年后国内外宏观经济边际改善有望对汽车产销形成提振，带动安全带丝总需求稳健增长。根据官网信息，公司占据全球安全带丝 30% 的市场份额，我们预计公司市占率或伴随国内安全带竞争力提升及全球复苏进一步提升。

图 31：2020 年后我国安全带出口增速高于全球汽车产量增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

安全气囊丝用于制作安全气囊，整车配置气囊数量提升推动安全气囊丝需求增长。根据华经产业研究院数据，2009 年到 2019 年期间全球单车安全气囊平均安装量由 3.6 个上升至 5.8 个，6 个安全气囊成为中高级车型标配，部分车型配备 8 个安全气囊。随着配置安全气囊数量更多的新能源车渗透率提升，以及消费者安全意识的提升，安全气囊整车配置数量提升有望持续推动安全气囊整体需求增长，预计需求增速将高于汽车产销整体增速。

涤纶安全气囊丝主要优势为成本优势，有望对尼龙 66 安全气囊丝形成替代。自安全气囊发明以来，高强度锦纶 66 复丝（尼龙 66）为主要编制材料。锦纶具有初始模量低、断裂伸长适宜、弹性好、耐磨及热焓量高等特点，制成织物后其能量吸收性和耐冲击性好，耐热性优异，折叠性能良好。虽然锦纶整体性能较优，但涤纶具有成本低、减少产品单重和体积、免除上胶工艺、受湿度变化影响不明显、强度高、耐化学性好、保形性好和易回收利用等优点。2022 年以来尼龙 66 工业丝价格约 39000-30000 元/吨，而涤纶工业丝价格在 9000-12000 元/单吨区间，考虑到原材料占安全气囊成本端 70%，使用涤纶替代锦纶可使安全气囊生产成本显著降低。未来随着纤维改性技术和气囊织物整理技术的发展，涤纶安全气囊丝的性能还有较大的提升空间。目前涤纶在安全气囊丝中的市占率仅为 30%，恒力石化预测 2025 年有望提升至 50%，我们预计未来涤纶安全气囊进一步替代锦纶气囊仍有明显的上升空间。

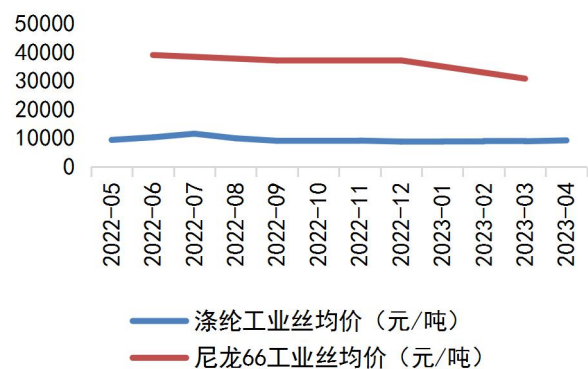
海利得全球涤纶安全气囊丝研发先行者，产品市场占有率超 60%。2007 年，海利得联合客户天合 (TRW) 成功研发出涤纶安全气囊丝，根据公司科研成果信息描述，涤纶安全气囊丝采用国产大有光聚酯切片，经连续式固相聚合进一步进行缩聚反应，使切片粘度增加分子量得到进一步提高。再经过熔体分配管、计量泵、纺丝组件（喷丝板）、冷却成形、上油、多级拉伸、多级定型、卷绕等多道工艺，最终制成汽车安全气囊用细旦涤纶工业丝。海利得是全球第一家使涤纶纤维在汽车安全气囊领域里商品化的企业，目前是全球最大的涤纶气囊丝供应商。根据纺织导报，截止 2021 年海利得在全球涤纶气囊丝的市场占有率已超过 60%。

图 32：增加配置安全气囊数量提升保护能力



资料来源：华懋科技招股说明书，山西证券研究所

图 33：涤纶工业丝明显低于尼龙 66 工业丝价格



资料来源：Wind，山西证券研究所

帘子布认证门槛高，受益于子午化率提升。高模低收缩丝主要用于制作帘子布。帘子布是轮胎外胎的骨架材料，其功能是承受汽车轮胎充气时的胎压，从而达到防止轮胎内部管内充气，保护管内的机械部件不受损伤的作用，同时还具有传递牵引力和制动力的作用。帘子布重量约占外胎总重量的10%~15%，成本约占轮胎生产成本的37%。按照材质，轮胎帘子布可以分为锦纶帘子布、涤纶帘子布和钢丝帘子布等。其中锦纶帘子布主要用于斜交胎、工程胎；涤纶帘子布主要用于半钢子午胎；钢丝帘子布主要用在全钢子午胎。而斜交线轮胎存在耗油量大、耐磨性低、寿命短等缺点，而子午线轮胎具有节能、高速行驶时安全性和舒适性好、耐用等优越性，因此现在生产的大部分乘用车轮胎为子午线轮胎。由于关系到生命安全，下游客户对差别化涤纶工业丝原料的认证时间通常达到1-2年，在符合条件的前提下才能与涤纶工业丝生产企业进行长期合作，因此帘子布市场头部客户的准入门槛较高。

表 3：斜交胎和子午胎的差异

分类	结构	优点	缺点	应用	所需帘子布类型	
斜交胎	帘布层数较多，按一定角度交叉排列	扭矩大、下沉量大，能满足载重量要求大的作业环境	能耗较高、性能较差	适用于港口码头叉车、沙漠用车、林业用车、工矿用车等	锦纶帘子布	
子午胎	帘布层数较少，按辐射方向排列，同时增加带束层	滚动阻力小、附着性能好、弹性大、缓冲力强、承载能力大、耐磨耐刺、使用寿命长、能耗低	制造技术相对复杂、成本较高	全钢子午胎	主要用于重型载重商用车，如中重型重卡车以及大型客车等	钢丝帘子布
				半钢子午胎	主要用于乘用车以及部分轻卡车	涤纶帘子布

资料来源：华经产业研究院，山西证券研究所

涤纶帘子布及高模低收缩丝的需求增长主要来自于轮胎子午化率提高、新车产销量以及存量汽车的替换胎需求。我国轮胎子午化率持续提升，2021年子午化率为94.26%，但相较欧美国家100%的子午化率仍有一定差异，因此伴随国内轮胎子午化率继续上升，帘子布仍有边际增量空间。在全球新车产销量温和恢复的情况下，配套胎市场依托于存量车规模的扩大有望持续提升。根据米其林公告，全球配套胎/替换胎之比从2011年的1:2.68上升至2022年上半年的1:3.09，配套胎占比持续提升。2021年以来随着全球疫情相对缓解，轮胎消费持续复苏。观察我国2023年半钢胎开工率数据及橡胶轮胎出口量数据，4月以来每周半钢胎开工率同比上升6%-20%左右，2023年各月轮胎出口量同比增长18%以上。我们认为2023年后伴随国内外宏观经济修复，轮胎消费有望进一步温和回升，从而带动涤纶帘子布需求稳健增长。

图 34：中国子午线轮胎产量及子午化率情况

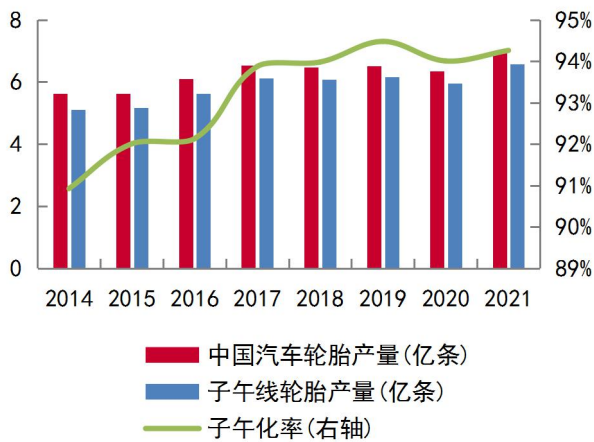
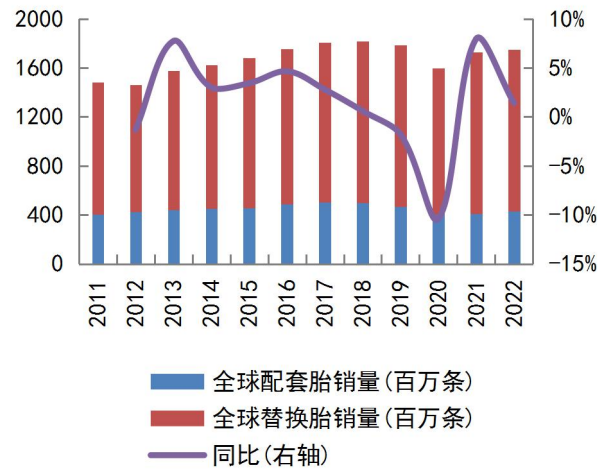


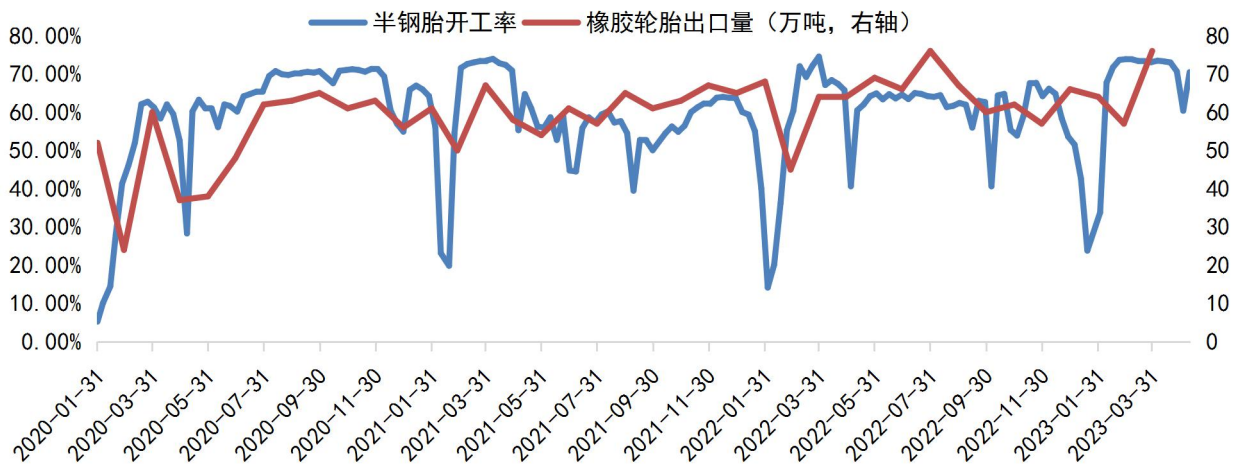
图 35：全球轮胎销量及增速



资料来源：中国橡胶工业协会，山西证券研究所

资料来源：米其林年报，山西证券研究所

图 36：2023 年以来我国半钢胎开工率与轮胎出口量均有显著回暖



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2.2 越南产能进入收获期，形成“成本优势+积极应对反倾销+国际化布局”三大壁垒

公司越南差异化产能进入收获期，形成“税收+国际化+差异化”三大优势。2018年5月，公司董事会会议通过了关于在《关于在越南投资成立子公司暨实施年产11万吨差别化涤纶工业长丝（一期）项目的议案》，拟在越南设立全资子公司，购置固相聚合装置、差别化涤纶工业长丝生产线等生产设备，以及纺丝等

配套设备、自动化成品立体仓库及水处理、变配电、制冷、供热等公用工程设备，形成年产 11 万吨差别化涤纶工业长丝的建设规模，厂区面积约 33 万平方米，注册资本为 8 千万美元；2020 年 8 月份，该项目部分产能顺利投料开车；2022 年 7 月，公司以自有资金通过海利得香港向海利得越南增资 5 千万美元。根据 2022 年年报，越南 11 万吨涤纶工业丝项目已投产 7.9 万吨，剩余产能视车用丝认证情况逐步进行投产。目前尚未有公开报道其他国内涤纶工业丝企业布局越南，考虑到涤纶工业丝产能建设期通常需要两年以上以及涤纶工业丝认证周期较长，我们认为中期内海利得有望在涤纶工业丝行业形成“成本优势+积极应对反倾销+国际化布局”三大竞争优势，并且进一步拉大与其他国内竞争对手的差距：

首先，越南产能的建成将充分利用税收优惠和劳动力红利，提升利润空间。税收优惠方面，根据越南相关法规规定，符合条件的企业连续 15 年享受 10%的企业所得税税率，并享受“四免九减半”的税收优惠。2020 年欧盟与越南签署新的自贸协定，双方约定在 10 年内逐步取消 99%的关税。劳动力成本方面，越南的年龄中位数为 32.1 岁，整体年龄层对比我国（38.4 岁）比较年轻，胡志明市纺织平均薪资约 450-500 美元/月，相较我国具备一定的成本优势。依托越南税收优惠和劳动力红利，公司涤纶工业丝产能成本有望进一步降低，费用率控制有望持续优化。

其次，中国作为全球最大的涤纶出口国长期面临反倾销调查，越南产能使公司更加积极应对，有望显著降低贸易摩擦风险。由于我国是全球涤纶的主要生产国，因此我国涤纶行业长期面临国外反倾销调查。2010 年包括海利得在内的我国涤纶企业曾面临欧盟的反倾销调查，最终裁决海利得和杭州华春反倾销税率为零，依托优质的产品品质，海利得获得市场经济地位，古纤道等企业税率为 5.1-5.5%，苏州东方及其他企业税率为 9.8%。2018 年美国、2021 年印度、墨西哥、巴西、巴基斯坦、2022 年秘鲁、欧盟等地曾对我国涤纶产品做出反倾销裁决。2022 年 6 月欧盟新发起两起关于聚酯高强度纱的反倾销调查，一起为对原关税措施进行期间复审的调查（公司由于零税率被排除在外），另一起则是针对公司的全新调查。2023 年 5 月 13 日，公司发布《欧盟对华聚酯高强度纱进行反倾销调查最终裁定的公告》，终裁结果显示，海利得出口欧盟的聚酯工业长丝产品自 2023 年 5 月 12 日起将要被征收 6.9%的反倾销税；根据日落复审和期中复审的最终裁决，中国其他相关企业被征收从 9.7%到 23.7%不等的反倾销税。我们认为公司在越南投建产能，并且通过将部分之前由国内面向海外销售的部分向越南产能转移，相较竞争对手有望显著降低贸易摩擦风险。

再者，越南产能投产有助于提升国际化运营水平，更多承接差异化丝需求，从而进一步拉大与其他国内对手在国际竞争中的差距。考虑到海外涤纶工业丝需求仍占全球的主要部分，越南产能投产有助于更好地对接海外需求。由于短期内竞争对手海外布局落地难度较大，公司有望在高端化竞争中抢占先机。根据公司公告，越南公司除生产车用丝以外将积极提升差异化水平，生产包括有色丝、阻燃丝、抗芯吸丝等在内的差异化产品，有助于公司加速渗透海外高附加值市场。2023 年 5 月 10 日，公司公告称拟在新加坡投资

设立全资子公司，依托新加坡子公司和越南产能，公司有望进一步加强与海外客户的深度合作。

图 37：海利得越南厂区距离胡志明市较近，厂区面积约 33 万平方米



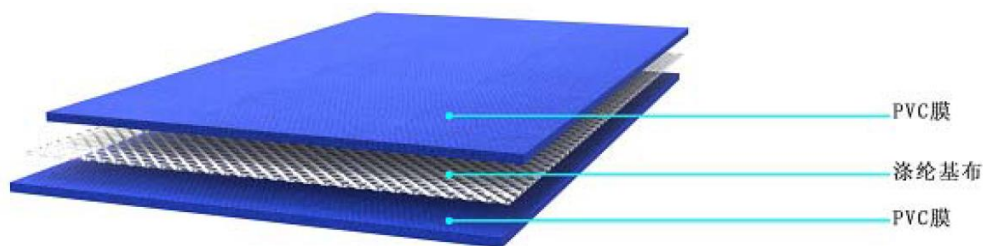
资料来源：海利得官网，山西证券研究所

布局高性能和生物基纤维的研发是公司应对向越南迁移后填补国内空余产能的手段之一。随着越南产能的加速落地，公司可能将部分过去在国内生产的外贸品迁移至越南生产，以提升整体的利润水平，为此公司也正积极布局未来国内空余产能规划。根据 2023 年 5 月 10 日公告，公司拟投资 1.32 亿元，利用马桥现有厂区进行改建新建研发楼及车间，购置高性能纤维、可降解纤维的研发设备，依托公司现有涤纶工业丝的纤维技术和研发经验，公司有望切入高性能纤维和生物基纤维市场，进一步扩大市占率，提升市场竞争力。

2.3 塑胶膜材与地板业务：下游需求确定性强，石塑地板未来可期

海利得塑胶膜材业务包含广告喷绘材料（灯箱布）、建筑膜材、环境材料、篷房材料、卡车篷布、充气船材料、储存材料、水池布、功能性材料等材料。灯箱布即广告喷绘材料，也称为灯箱广告材料，作为公司的传统业务，公司形成了从生产 PVC 膜和网格布到生产灯箱布产品的完整产业链。灯箱布由 PVC 材料和网装导光纤维组成，具有柔韧性好、透光均匀、便于分割、拼接、托运、户内外安装简单等特性，适合彩色喷绘。根据户外使用的要求，灯箱布可达到防水、抗霉变、阻燃、抗寒热、抗紫外线等功效。由于灯箱布的抗风能力较强，因此下游应用以户外广告为主。分众传媒预测 2021-2024 年我国户外广告市场复合增长率为 4.85%。灯箱布市场竞争较为充分，格局较为分散。除海利得以外，主要参与者包括华生科技、明士达和浙江港龙等企业。

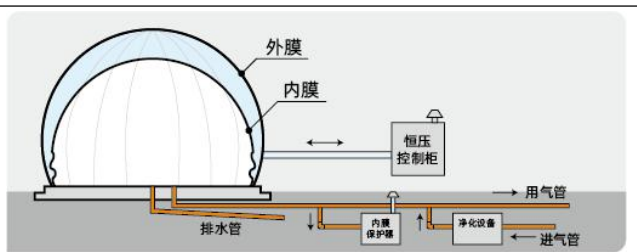
图 38：灯箱广告材料单层基布结构图



资料来源：华生科技招股书，山西证券研究所

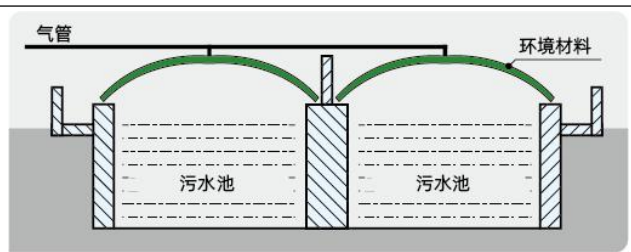
海利得环境材料主要用于双膜沼气储气柜和污水处理池加盖&围栏，具有低甲烷渗透、耐酸耐碱、高耐候等优异性能。环境材料为膜材料的重要应用之一。前瞻产业研究院统计 2021 年我国膜产品市场规模达 200 亿元，2016-2021 年 CAGR 达 22.21%。海利得环境材料主要用于双膜沼气储气柜和污水处理池加盖&围栏。**双膜沼气储气柜**：内、外膜双层结构形成压力调节室，保证内膜适用气压的恒压输出，并对内膜形成保护。海利得环境材料制成的内、外膜，具有低甲烷渗透、耐硫化氢气体腐蚀、抗紫外线及抗微生物霉菌等功能，具备优异的耐候性、抗氧抗老化、高拉伸、撕裂和高焊接牢度等特性，能完美应对各种风、雪等极端气候条件。**污水池加盖&围栏**：污水池上方增设环境材料隔离废气与空气，防护罩表面设置出气口、通风管道，由风机将废气吸入净化塔，若废气呈酸性则采用碱液循环吸取、若废气呈碱性则采用酸液循环喷淋吸收，使得气体排放达到国家相关标准。海利得环境材料制成的防护罩，具有优秀的耐酸、耐碱功能，经过酸碱腐蚀后仍能保持其优异的物性。

图 39：双膜沼气储气柜结构



资料来源：海利得塑胶，山西证券研究所

图 40：污水处理池加盖&围栏结构



资料来源：海利得塑胶，山西证券研究所

海利得建筑膜材广泛应用于大型体育场馆、停车场、仓储转运站、景观廊道、展览会场等建筑类型，具备抗菌防霉、耐候耐酸碱、自洁性、高强抗撕裂及防火阻燃等优异特性。前瞻产业研究院统计 2022 年我国建筑膜材需求量约为 496 亿平方米，2017-2022 年期间需求量 CAGR 为 4.3%。海利得拥有先进刀刮涂层生产线和海外涂层生产技术，建筑膜材产品在清洁防污、撕裂和拉伸强度、气候适应性及使用年限的延长上均具有先进性，迎合建筑行业对安全、高效、经济材料的需求，应用的建筑已涵盖体育场馆、工业仓储转运站、移动方舱实验室等多个类型。

图 41：海利得建筑膜材应用于体育场馆、工业仓储气膜和移动方舱实验室



资料来源：海利得塑胶，山西证券研究所

根据公司差异化经营战略，公司在传统塑胶材料基础上引入环保石塑地板产品。石塑地板（SPC）即 PVC 片材地板，主要由天然石粉和 PVC 材料混合，相比其他材质地板，石塑地板在安全性、耐用性、环保性、安装便利性、熟悉性和寿命等方面均具备明显的优势。

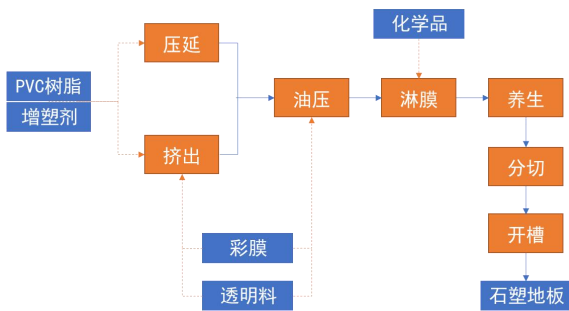
表 4：各类型地板性能比较

产品类型	实用耐用性	安全环保性	安装便利性	脚感舒适性	寿命	价格
地毯	耐磨易腐蚀、抗冲击性强	防滑但易燃、安全性低	安装简便	质地柔软、脚感舒适	短	高
木质地板	易磨易腐蚀、抗冲击性差	防滑但易燃、消耗木材多、安全性低	安装复杂	柔软舒适、冬暖夏凉	较长	高
石材地板	耐磨耐腐蚀、抗冲击性强	防滑性差、有放射性、安全性低	安装复杂	质地坚硬、脚感冰凉	长	高
瓷砖地板	耐磨耐腐蚀、抗冲击性强	防滑性差、生产能耗大、安全性低	安装复杂	质地坚硬、脚感冰凉	长	适中
石塑地板	耐磨耐腐蚀、抗冲击性强	防滑防火、无毒无害、安全性高	安装简便	质地柔软、脚感舒适	长	适中

资料来源：天振股份招股说明书，山西证券研究所

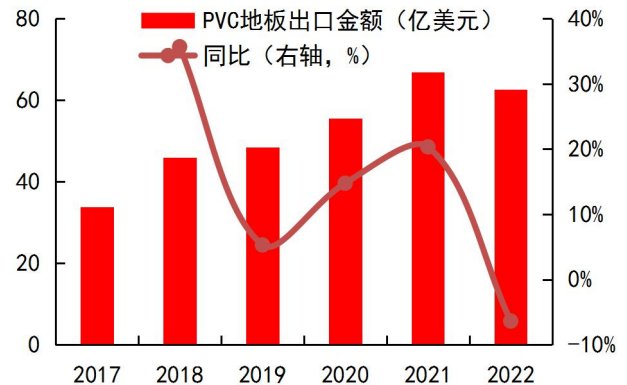
欧美地区是全球最大的石塑地板消费市场，然而供应主要依赖发展中国家。我国全球最大的石塑地板生产出口国，主要为境外大型地板品牌商和建材零售商等提供 OEM 和 ODM 地板产品。根据 Catalina Research 的相关数据统计，美国市场的石塑地板销售金额由 2016 年的 34.46 亿美元迅速增长至 2020 年的 64.35 亿美元，年均复合增长率达 16.90%。根据海关数据，2017-2022 年我国石塑地板出口复合增速为 13.12%，2022 年受全球经济景气程度下滑出口同比下降 6.39%，我们预计 2023 年全球石塑地板消费有望迎来环比修复。

图 42：石塑地板工艺流程



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 43：2017-2022 年我国 PVC 地板出口情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

海利得石塑地板具有零甲醛、防水、防滑、B1 级防火阻燃等特性，通过 FloorScore 和 GREENGUARD 等全球认证。根据公司公告，海利得石塑地板产品主要以出口为主，公司掌握了较为完善的石塑地板产品设计和生产工艺。2022 年公司成功量产了超轻质 PVC 石塑地板和 PP 环保地板等产品。超轻质 PVC 石塑地板进一步降低了产品的密度，可以有效降低运费和碳排放，同时具有良好的隔音效果。PP 环保地板实现了产品无卤化，采用食用级原料制作而成。公司石塑地板已通过了美国 GREENGUARD GOLD 认证、美国 FloorScore®质量标准认证、欧洲 CE、UKCA 等权威认证，已经进入欧美知名品牌 OEM 供应体系，未来公司将在逐步扩大欧美地区销售市场的同时积极开发国内石塑地板市场。

图 44：凭借零甲醛、防水、防滑、B1 级防火阻燃特性，海利得石塑地板可应用于各类公共场所中



资料来源：海利得豪华地板公众号，山西证券研究所

3. 全球首创光伏反射膜，市场空间广阔

光伏反射膜：创新型光伏增益产品，市场前景广阔。2021 年 6 月海利得光伏反射膜材料凭借优秀的光伏增益性能拿下首个海外订单，在本部分我们重点对光伏反射膜产品进行分析。

提升地面反射辐射量效率是提升进一步提升双面光伏组件整体效率的突破口。相对于单面光伏组件仅

能利用正面进行发电，双面光伏组件的背面也具有同样的发电能力。在同等条件下，与采用传统光伏组件相比，采用双面光伏组件可以有效提升光伏发电系统的发电量约 5%~25%。影响双面光伏组件发电量增益的主要因素包括双面光伏组件背面接收的地面反射辐射量和天空散射辐射量。根据《太阳能杂志》的研究，当双面光伏组件的安装倾角为 20 度时，背面接受的有效太阳辐射量几乎全部来自地面反射，当安装倾角调整为 40 度时，地面反射辐射量占比约 60-80%。因此，如果要进一步提升双面光伏组件的整体效率，提升地面反射辐射量是方向之一。

图 45：双面光伏组件原理



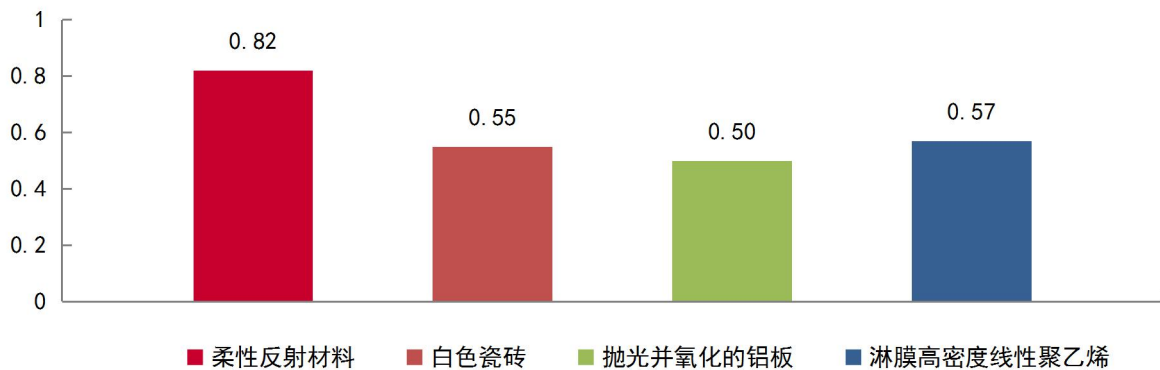
资料来源：天合光能，山西证券研究所

现有技术存在场景受限，漫反射效率差，容易升温等缺点，而光伏反射膜则有效避免。根据海利得专利描述，现有技术中，通常纯度为 99.5% 抛光并氧化的铝板漫反射也只能达到 0.50 左右，漫反射较好的白色瓷砖约在 0.55 左右；而且铝板和瓷砖都较坚硬，铺设的场景十分受限，并且实现无缝拼接操作繁琐十分浪费人工工时；另外，铝板和瓷砖镜面发射会使得光伏板的温度上升，进而影响光伏板的使用寿命。淋膜高密度线性聚乙烯是一种高性能材料，其漫反射率约在 0.56-0.58；同时，淋膜高密度线性聚乙烯物性强度较差，如果采用粗旦数和高密度的网布，表面经过多次流延依然很难平坦，主要由于模头的挤出量受限，这种制程方式需要往复多次流延涂覆，生产效率很低。

根据海利得公告，光伏反射膜将投射到地面未被有效利用的光线通过柔性反射材料的高效漫反射重新被双玻光伏组件利用，在 280nm-1100nm 波段下，可产生约 82% 的漫反射率，极大地增大双玻光伏板的上光率，发电增益可达 10.32%。根据海利得专利说明，光伏反射膜的制备方法主要包括防水、拉幅定型处理，打底涂覆 PVC 糊树脂浆料、罩面涂覆 PVC 糊树脂浆料处理，凝胶、烘干塑化处理，三道聚偏二氟乙烯凹版印刷表面处理，随后经压花、冷却定型处理等步骤，具有高反射率，耐候性好，且不会导致光伏板的温度

升高的特性；海利得光伏反射膜具备较好的拉伸强度、撕裂强度、耐候性和自清洁性能，易于施工和安装及维护，适用于包括荒漠化地区在内的各种场合的光伏安装使用需求。根据公司专利说明，实际制备的光伏反射膜能够为双玻光伏板提供高达 10.32% 的发电增益，这已经与跟踪支架的增益接近，伴随产品迭代升级，未来发电增益效率仍有进一步提升空间。

图 46：海利得专利披露的柔性反射材料具备更高的漫反射率



资料来源：国家知识产权局，山西证券研究所

表 5：海利得光伏反射膜的主要产品优势

优势	描述
高反射率	实际制备的光伏反射膜能够为双玻光伏板提供高达 10.32% 的发电增益。经过特殊的 PVC 糊树脂浆料打底和罩面，并经过多道聚偏二氟乙烯的表面处理，能够使得制备得到的柔性反射材料具有较高的漫反射率，同时不会导致升温。PVC 糊树脂浆料中使用到的纳米碳酸钙，能够和改性二氧化钛形成协同的高漫反射效应。PVC 糊树脂浆料中使用到的醋酸丁酸纤维素，可以改善纳米碳酸钙和改性二氧化钛的分布，进一步提供材料的反射能力。
自清洁性与环保性	基础网布经过轧车离子型防水剂处理、定型，具备抗芯吸功能，防止吸收脏污脏水等，且阳离子型防水剂不含全氟辛酸铵和全氟辛烷磺酰基化合物，不会对环境造成污染。本发明使用到的季戊四醇二亚磷酸双十八酯和粉体钙锌稳定剂毒性低，避免了传统的亚磷酸酯类抗氧化剂、液体钡锌稳定剂使用存在的壬基苯酚、双酚 A 和游离酚等物质产生的潜在毒性。
耐候性	聚偏二氟乙烯的键能为 485KJ/mol 高于 UVA 的 340KJ/mol 和 UVB 的 380KJ/mol，能提供卓越的耐候保护。用于打底和罩面的 PVC 糊树脂浆料，由申请人创造性提出。浆料中使用到的磷酸甲苯二苯酯具有优良的电绝缘性、耐低温性和耐水解性。PVC 糊树脂浆料中使用到的增塑剂 LINPLAST1012BP 具有耐高温性，能够避免以往使用到的偏苯三酸三辛酯等物质所存在的粘度较高、涂层时浆料粘度升高很快、开放时间短等不足；同时，增塑剂 LINPLAST1012BP 还具有耐低温性。
易于施工和维护	相比跟踪支架，光伏反射膜更好维护。柔性材料的特性使得光伏反射膜可以运用于各种地形，同时聚偏二氟乙烯的表面能较低，落沙等在材料表面是很容易被风吹走，脏污等在表面时可用轻易的被雨水冲刷带走，赋予反射材料极佳的自清洁性能。

资料来源：国家知识产权局，山西证券研究所

图 47：光伏反射膜示意图

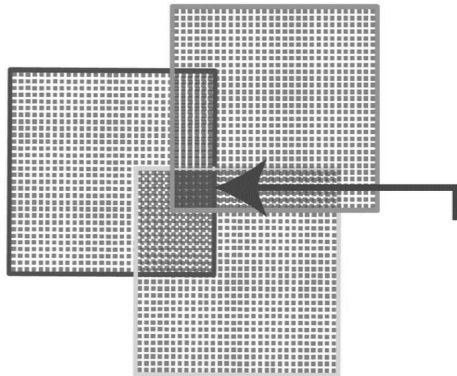
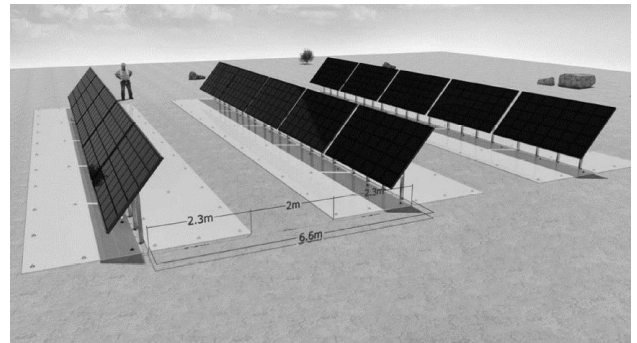


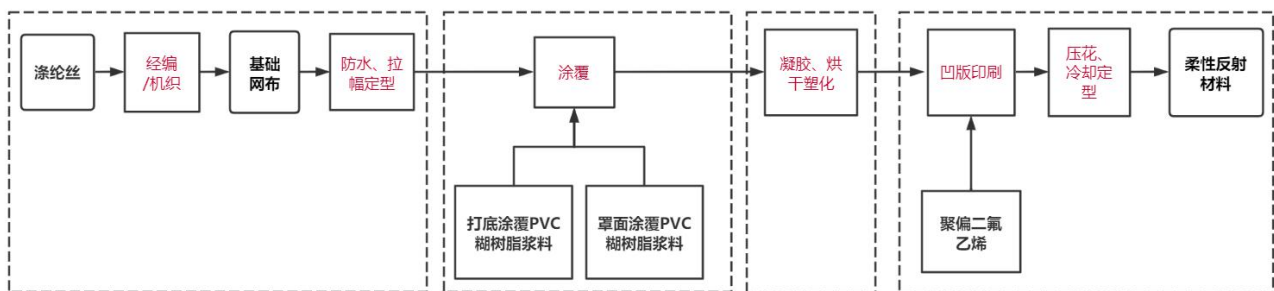
图 48：光伏反射膜在双玻光伏板的应用示意图



资料来源：国家知识产权局，山西证券研究所

资料来源：国家知识产权局，山西证券研究所

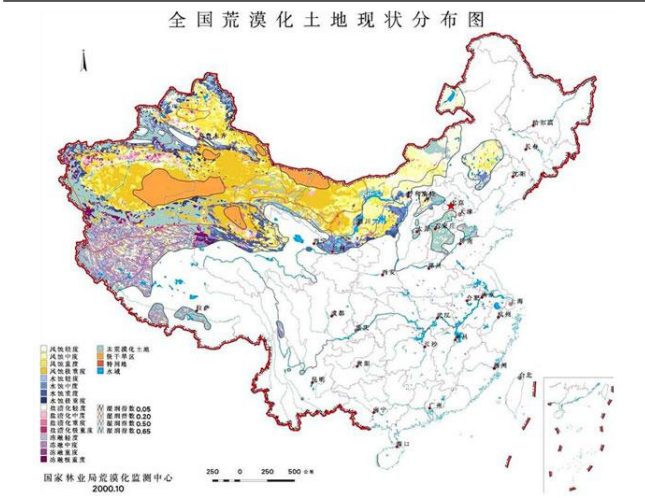
图 49：海利得光伏反射膜的工艺流程（红色代表工艺，黑色代表材料）



资料来源：国家知识产权局，山西证券研究所

光伏反射膜主要应用于沙漠戈壁地貌，目前在海外市场实现突破，国内客户推广进度良好。光伏反射膜由于需要覆盖在地表，因此主要运用于沙漠戈壁地区，在植被茂密或具有生态用途、工业用途、农业用途等土地的应用可行性不高，同时对于山地、丘陵、林光互补、农光互补、渔光互补等场景不太适用。考虑到我国荒漠化土地高达 261.13 万平方公里，占国土总面积的 27.2%，因此国内光伏反射膜的应用场景相当广阔，在西北地区风电光伏大基地项目具备运用可行性。根据国家发改委和能源局印发的《以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地规划布局方案》，到 2030 年，我国沙漠、戈壁及荒漠地区规划建设风光基地总装机约 4.55 亿千瓦。根据公司公告，公司持续推进国内客户测试工作。国外市场方面，公司光伏反射膜项目已经落地阿曼。根据中国电建，阿曼伊卜里 607MWp 光伏项目是阿曼目前最大的光伏项目，也是阿曼“国家能源计划”中最大的光伏项目，项目占地 1154 公顷，是世界首个组合使用“平单轴跟踪支架+N 型双面光伏组件+反光膜材料”发电模式的电站，该项目投产后年发电量 1598 千兆瓦时，可满足当地 5 万户家庭的年用电。此外，公司公告显示新增沙特客户反馈产品性能稳定。

图 50：国内荒漠化土地主要分布在西北地区



资料来源：合成盛世农业，山西证券研究所

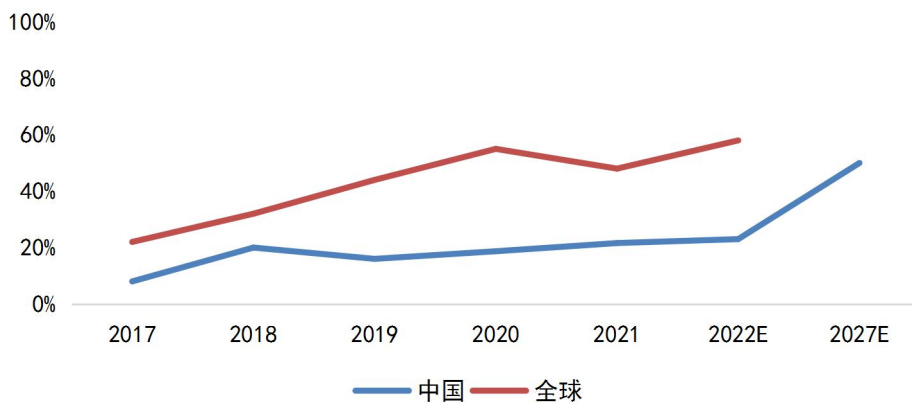
图 51：阿曼伊卜里光伏项目



资料来源：中国电建，山西证券研究所

参考光伏跟踪支架渗透率变化，光伏反射膜增量空间广阔。根据中国光伏产业协会(CPIA)的数据，2016年我国光伏跟踪支架市场渗透率仅为5.0%，2020年市场渗透率提升至18.7%，仍与发达国家有较大差距。据中国光伏产业协会预测，随着光伏发电平价时代的到来，2022年跟踪支架的国内市场渗透率有望达到30%，2027年将提升到50%以上。与跟踪支架相比，光伏反射膜的优势在于两点：1) 机械结构损坏的风险较小，因此运维难度低于跟踪支架。光伏跟踪支架主要由结构系统（可旋转支架）、驱动系统、控制系统（包括通讯控制箱、传感器、云平台、电控箱等部件）组成，由于跟踪支架具有较多的转动部件，因此维护成本相对较高。2) 经济性较高。另一方面，跟踪支架的前期投资较多，根据CPIA数据，跟踪支架在总系统成本中占比达到12.98%，占比仅次于组件成本和建安费用，因此前期投资较高。由于光伏跟踪支架与反射膜具备较为类似的功能，同时在维护性和投入成本上更具优势，类似光伏跟踪支架，我们预测光伏反射膜在大规模量产后的渗透率提升空间更为广阔。

图 52：全球及中国光伏跟踪支架渗透率及预测



资料来源：中商产业研究院，聚力资本，金属压力加工，山西证券研究所

4. 财务预测与估值

根据公司的基本面分析，结合市场供需和空间情况，我们认为原料成本、下游需求增速与产能释放是影响公司营收及利润的主要因素。我们将公司业务拆分成涤纶工业丝、帘子布、光伏反射膜以及其他业务，作出以下关键假设以预测公司未来业绩。

涤纶工业丝：我们认为 2023 年主要驱动因素为越南基地经营情况的改善。我们预计 2023-2025 年期间公司产能达到 32 万吨，越南产能订单或将持续落地，预计公司产能利用率分别为 87.40%、91.00%、93.34%。受全球地缘冲突缓和，原油价格已明显回落，公司涤纶工业丝单价或下行，2023-2025 年单吨价格分别为 1.15、1.13、1.11 万元；需求端看，2023 年以来海外汽车产销明显改善，国内汽车产销存一定压力，整体看全球车用丝市场需求或有回暖。考虑到公司越南产能相比竞争对手带来的显著的低反倾销税成本优势，我们预测未来公司产品在全球市场的竞争地位有望进一步提升，未来三年公司产销率将维持较高水平，假设 2023-2025 年期间分别为 83%、84%和 85%。另外，由于公司销售模式为“成本+加工费”，且壁垒较高，我们预测单吨毛利将较为稳定，分别为 0.21、0.24、0.25 万元；我们预测 2023-2025 年期间，公司涤纶工业丝业务实现营收 26.75、27.62、28.10 亿元，同比增长 3.52%、3.27%、1.72%，实现毛利 4.86、5.48、6.03 亿元，同比增长 18.30%、17.09%、9.48%。

帘子布：供给端看，公司最后一条帘子布产能已经于 2022 年末进入试生产阶段，未来公司帘子布产能由 4.5 万吨提升至 6 万吨，我们预测 2023-2025 年期间，公司产能利用率分别为 98.75%、105.00%、110.00%；涤纶工业丝价格回落以及供给增加将使得帘子布价格与成本回落，我们预测 2023-2025 年单吨价格分别为 1.74、1.65、1.60 万元，单吨毛利分别为 0.50、0.48、0.46 万元。需求端看，国内和国际汽车产销有望持续

温和修复，涤纶帘子布需求确定性较强，我们假设产销率分别为 100.00%、100.00%、100.00%。我们预测 2023-2025 年期间，公司帘子布业务实现营收 10.31、10.42、10.58 亿元，同比增长 0.69%、1.01%、1.62%，实现毛利 2.97、3.01、3.05 亿元，同比增长 8.57%、1.01%、1.62%。

光伏反射膜：光伏反射膜市场空间广阔，公司正与下游客户稳步推进光伏反射膜验证和落地工作。光伏反射膜主要配套新增双面装机组件使用，因此市场容量与全球光伏新增双面装机量有关，随着双面组件渗透率的持续提升，可安装光伏反射膜的容量较大，我们保守预测 2023、2024、2025 年全球光伏装机量分别为 45.83%、35%和 30%，双面光伏组件渗透率为 50%、55%和 60%。考虑到光伏反射膜的定制化属性强，且较适用于沙漠戈壁等地带，我们保守预测我们预测光伏反射膜在双面组件项目中的渗透率分别为 2%、5%和 7%，目前光伏反射膜公司研发进度全球领先，且已经取得兆瓦级别订单，因此我们对公司短期全球市占率较为乐观，但中期可能存在技术溢出，市占率或有下降空间。我们预测 2023-2025 年营收分别为 2.28、5.85、10.32 亿元，2024 年和 2025 年分别同比增长 157.02%、76.48%；实现毛利 0.23、0.94、1.86 亿元，2024 年和 2025 年分别同比增长 311.23%、98.55%。

表 6：公司分产品预测

产品分类	时间	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
涤纶工业丝	产能（万吨）	24.7	28.9	28.9	32	32	32
	产量（万吨）	19.28	26.46	24.59	27.97	29.12	29.87
	销量（万吨）	14.65	19.36	20.18	23.21	24.46	25.39
	产能利用率（右轴）	78.05%	91.57%	85.08%	87.40%	91.00%	93.34%
	产销率（右轴）	76.01%	73.14%	82.07%	83.00%	84.00%	85.00%
	单价（万元/吨）	1.01	1.07	1.28	1.15	1.13	1.11
	毛利（万元/吨）	0.27	0.24	0.21	0.21	0.24	0.25
	营收（亿元）	14.74	20.76	25.84	26.75	27.62	28.10
	YoY(%)	-23.31%	40.84%	24.47%	3.52%	3.27%	1.72%
	毛利（亿元）	4.02	4.57	4.21	4.98	5.83	6.38
	YoY(%)	-12.42%	13.68%	-7.88%	18.30%	17.09%	9.48%
帘子布	产能（万吨）	4.5	4.5	4.5	6	6	6
	产量（万吨）	4.1076	5.535	5.3308	5.925	6.3	6.6
	销量（万吨）	4.34	5.60	5.30	5.93	6.30	6.60
	产能利用率（右轴）	91.28%	123.00%	115.26%	98.75%	105.00%	110.00%
	产销率（右轴）	105.70%	101.12%	99.35%	100.00%	100.00%	100.00%
	单价（万元/吨）	1.56	2.00	1.93	1.74	1.65	1.60
	毛利（万元/吨）	0.33	0.71	0.52	0.50	0.48	0.46
	营收（亿元）	6.79	11.22	10.24	10.31	10.42	10.58
	YoY(%)	-13.17%	65.24%	-8.73%	0.69%	1.01%	1.62%
	毛利（亿元）	1.45	3.95	2.74	2.97	3.01	3.05
	YoY(%)	-5.84%	172.41%	-30.63%	8.57%	1.01%	1.62%

光伏反射膜	营收（亿元）				2.28	5.85	10.32
	YoY(%)					157.02%	76.48%
	毛利率				10.00%	16.00%	18.00%
	毛利（亿元）				0.23	0.94	1.86
	YoY(%)					311.23%	98.55%
其他业务	营收（亿元）	13.59	18.69	19.05	19.07	19.90	20.84
	毛利（亿元）	1.81	2.31	1.48	1.77	1.98	2.25

资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

公司主要从事涤纶工业丝、轮胎帘子布及塑胶产品生产，定位于车用丝差异化布局。我们主要参考同属化纤行业上市公司情况，选取桐昆股份、恒逸石化和恒力石化作为可比公司。

表 7：可比公司情况

2023/5/26	可比公司	市值（亿元）	主营业务
601233.SH	桐昆股份	293.92	涤纶
000703.SZ	恒逸石化	250.41	涤纶
600346.SH	恒力石化	1,080.50	工程塑料、涤纶
002206.SZ	海利得	62.48	涤纶工业丝、轮胎帘子布、塑胶产品

资料来源：Wind，山西证券研究所

我们预测 2023 年至 2025 年，公司分别实现营收 58.4/63.78/69.85 亿元，同比增长 5.96%/9.21%/9.50%；实现归母净利润 4.01/4.96/6.32 亿元，同比增长 20.76%/23.63%/27.46%，对应 EPS 分别为 0.34/0.42/0.54 元，PE 为 15.58/12.60/9.89 倍，首次覆盖给予“增持-B”评级。

表 8：可比公司估值情况

可比公司	股价		每股收益（EPS，元）				市盈率（PE，倍）			
	2023/5/26	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
桐昆股份	12.19	0.05	1.28	2.00	2.70	225.73	9.50	6.08	4.52	
恒逸石化	6.83	-0.29	0.57	0.80	0.95	-23.20	12.06	8.57	7.20	
恒力石化	15.35	0.33	1.22	1.73	2.14	46.61	12.63	8.87	7.17	
平均		0.03	1.02	1.51	1.93	83.05	11.40	7.84	6.30	
海利得	5.35	0.28	0.34	0.42	0.54	18.81	15.58	12.60	9.89	

资料来源：Wind 一致预期，山西证券研究所

风险提示：

宏观环境风险：当前国内经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，地缘政治冲突不断，可能导致上游供货不稳定、原材料价格上涨，下游需求降低，进而对公司未来业务发展和经营业绩带来不利

影响。

行业内部竞争风险：中国的制造业面临产能过剩，公司化纤产品所处的化纤制造行业同样充满竞争。公司以技术品质优势领先同行，差别化产品和服务是公司的核心竞争能力，但是激烈的市场竞争还是可能导致公司产品利润率下降的风险。

光伏反射膜推广不及预期的风险：目前公司光伏反射膜已经在海外项目落地，且在持续推进国内项目导入，由于光伏反射膜属于新兴技术，客户前期接受度存在不确定性，如果推进项目进度推迟，可能影响未来中期的推广效果。

汇率波动的风险：公司出口销售主要以美元和欧元作为结算货币，且海外业务处于持续增长中，因此汇率的波动，可能影响公司的盈利能力。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3157	3724	4254	4263	4893
现金	899	1670	1835	1840	2046
应收票据及应收账款	953	832	1060	1007	1256
预付账款	94	92	105	110	126
存货	1114	1091	1212	1262	1417
其他流动资产	96	39	42	44	48
非流动资产	3775	3761	3711	3760	3815
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2760	2880	2872	2944	3014
无形资产	258	254	258	247	238
其他非流动资产	758	627	581	568	564
资产总计	6932	7485	7965	8022	8709
流动负债	2952	3350	3710	3537	3868
短期借款	1642	2436	2436	2436	2436
应付票据及应付账款	824	600	888	710	1020
其他流动负债	485	314	387	391	413
非流动负债	725	611	501	391	281
长期借款	663	550	440	330	220
其他非流动负债	62	61	61	61	61
负债合计	3677	3961	4211	3929	4149
少数股东权益	4	6	10	14	20
股本	1223	1168	1168	1168	1168
资本公积	884	724	724	724	724
留存收益	1433	1648	1842	2063	2410
归属母公司股东权益	3251	3518	3744	4079	4540
负债和股东权益	6932	7485	7965	8022	8709

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	183	799	696	695	936
净利润	580	334	405	500	637
折旧摊销	322	358	320	357	403
财务费用	31	74	32	15	-5
投资损失	-15	-1	1	1	-4
营运资金变动	-793	-21	-61	-176	-93
其他经营现金流	59	54	-1	-1	-1
投资活动现金流	-449	-438	-269	-405	-454
筹资活动现金流	377	115	-262	-286	-276
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.28	0.34	0.42	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.68	0.60	0.60	0.80
每股净资产(最新摊薄)	2.78	3.01	3.21	3.49	3.89

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5067	5512	5840	6378	6985
营业成本	3983	4597	4801	5158	5585
营业税金及附加	19	28	48	73	80
营业费用	46	47	58	73	80
管理费用	161	162	191	209	221
研发费用	186	214	216	247	264
财务费用	31	74	32	15	-5
资产减值损失	-28	-44	-29	-32	-41
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
投资净收益	15	1	-1	-1	4
营业利润	643	385	465	572	723
营业外收入	2	2	1	1	1
营业外支出	2	7	3	3	4
利润总额	644	379	463	570	721
所得税	64	45	58	70	84
税后利润	580	334	405	500	637
少数股东损益	5	2	4	4	5
归属母公司净利润	575	332	401	496	632
EBITDA	1082	871	895	1033	1222

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	44.3	8.8	6.0	9.2	9.5
营业利润(%)	114.9	-40.2	20.8	23.1	26.4
归属于母公司净利润(%)	128.5	-42.2	20.8	23.6	27.5
获利能力					
毛利率(%)	21.4	16.6	17.8	19.1	20.0
净利率(%)	11.3	6.0	6.9	7.8	9.0
ROE(%)	17.8	9.5	10.8	12.2	14.0
ROIC(%)	11.9	6.9	7.5	8.5	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	53.0	52.9	52.9	49.0	47.6
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	6.6	6.2	6.2	6.2	6.2
应付账款周转率	4.9	6.5	6.5	6.5	6.5
估值比率					
P/E	10.9	18.8	15.6	12.6	9.9
P/B	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.3	8.8	8.3	7.1	5.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

