

## 差异化 FDY 长丝龙头

### 投资要点:

- **FDY 龙头：产能扩张进入快车道**  
公司主营差异化 FDY 涤纶长丝、丝绸和仿丝绸面料以及印染加工；FDY 老权益产能约 6 万吨，增发的 20 万吨差异化 FDY 长丝已于今年 9 月满产；后续 30 万吨熔体直纺长丝定位做精品，将分别是 10 万吨阳离子和 20 万吨超细旦，先配 20 万吨纺丝其余 10 万吨切片将于明年 9 月满产；公司权益产能从去年的 6 万吨到现在的 26 万吨、明后年的 56 万吨，成为差异化 FDY 的龙头，产能增加 9 倍。
- **涤纶长丝下游需求稳定增长、产能扩张受明显约束**  
国内涤纶长丝高端卷绕设备受制于德日 2 家设备商的供给限制，这有利于涤纶长丝产能的有序投放；德日 2 家设备商的 80% 产能供给中国，将为国内提供新增产能在 200-250 万吨；正如我们之前预期的那样，国内产能扩张太快会面临进口设备延期交货而产能投放延后的情况，这在今年三季度已有所体现，同时，涤纶长丝下游需求的多元化，除了传统纺织服装业，不断向家纺和工业纺织用品拓展，将使涤纶长丝下游需求的增长稳中有升；我们预计未来几年涤纶长丝消费维持 15% 以上的增速将基本消化新增产能。
- **公司瞄准差异化发展方向，全消光产品领先、有意进军天丝**  
公司拥有国内唯一一套直熔全消光 FDY，目前 26 万吨产能中全消光产品约 7 万吨。全消光 FDY 原料成本比普通半消光高 800 元/吨，但售价高 3000 元，毛利率 20-25%，而半消光只有 12-15%。另外，公司还有意进军天丝项目。
- **公司产能释放正当时、业绩迎拐点**  
公司 2 季度为 20 万吨产能投产而采购了较多高位 PTA 原料，而上半年 FDY 由于集中产能投放较多而盈利较差，2 季度效益最差；随着新产能调试完毕，下半年 FDY 相对旺季，公司业绩迎来拐点。
- 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.28、0.80 和 1.09 元，维持“推荐”评级，给予 2012 年 15 倍 PE，目标价值区间 10-12 元。

### 主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1280	1742	3315	6295	9202
收入增长率%	-9%	36%	90%	90%	46%
EBITDA(百万元)	151	306	358	752	900
净利润(百万元)	74	178	158	436	527
摊薄 EPS(元)	0.13	0.31	0.28	0.80	1.01
PE	48.3	20.3	22.2	7.8	6.2
PB	5.1	2.6	2.4	2.0	1.6

资料来源：中国银河证券研究部

## 新民科技 (002127.SZ)

**推荐** 维持评级

### 分析师

袁孝锋

✉: qixiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511050001

王强

✉: wangqiang\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080002

特此鸣谢

胡昂

✉: huang@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间 2011.10.23

A 股收盘价(元)	6.26
A 股一年内最高价(元)	16.76
A 股一年内最低价(元)	6.18
上证指数	2317
市净率	2.5
总股本(万股)	44646
实际流通 A 股(万股)	29932
限售的流通 A 股(万股)	14714
流通 A 股市值(亿元)	18.74

### 相对上证综指表现图



## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

#### 1、FDY 龙头：产能扩张进入快车道

公司主营差别化 FDY 涤纶长丝、丝绸和仿丝绸面料以及印染加工；FDY 老权益产能约 6 万吨，增发的 20 万吨差别化 FDY 长丝已于今年 9 月满产；后续 30 万吨熔体直纺长丝定位做精品，将分别是 10 万吨阳离子和 20 万吨超细旦，先配 20 万吨纺丝其余 10 万吨切片将于明年 9 月满产；公司权益产能从去年的 6 万吨到现在的 26 万吨、明后年的 56 万吨，成为差别化 FDY 的龙头，产能增加 9 倍。

公司 9 月满产的 20 万吨产能，1 季度基本没有贡献产量，2 季度贡献产量约 2.4 万吨，3 季度贡献约 3 万吨，4 季度新装置开满后，预计新装置单季度产量为 4.8 万吨聚酯，其中 4.3-4.4 万吨丝、约 0.5 万吨切片；今年全年权益产量在 16 万吨左右；预计 2012 年 FDY 长丝权益产量在 25 万吨，切片在 5 万吨产量。

#### 2、涤纶长丝下游需求稳定增长、产能扩张受明显约束

国内涤纶长丝高端卷绕设备受制于德日 2 家设备商的供给限制，这有利于涤纶长丝产能的有序投放；德日 2 家设备商的 80% 产能供给中国，将为国内提供新增产能在 200-250 万吨；正如我们之前预期的那样，国内产能扩张太快会面临进口设备延期交货而产能投放延后的情况，这在今年三季度已有所体现，同时，涤纶长丝下游需求的多元化，除了传统纺织服装业，不断向家纺和工业纺织用品拓展，将使涤纶长丝下游需求的增长稳中有升；我们预计未来几年涤纶长丝消费维持 15% 以上的增速将基本消化新增产能。

#### 3、公司瞄准差别化发展方向，全消光产品领先、有意进军天丝

公司拥有国内唯一一套直熔全消光 FDY，目前 26 万吨产能中全消光产品约 7 万吨。全消光 FDY 原料成本比普通半消光高 800 元/吨，但售价高 3000 元。

全消光按目前 20000 元/吨（含税）除税 17000 的价格，目前原料 10000 多，扣制造费用和染料后 3000 多元，毛利率约 20%-25% 的毛利，扣掉费用之后吨税前利润约 2800 元/吨。半消光按目前 17000 元/吨（含税）除税 14500 的价格，扣制造费用和染料后 2000 多元，毛利率在 12-15%，即单位毛利在 2000 元；扣掉费用之后吨税前利润约 1500 元/吨。

另外，公司还有意进军天丝项目。天丝的核心技术被奥地利的兰精公司所垄断，专利 20 年已到期。目前全球天丝产能就兰精公司的 15 万吨，而中国每年要从其进口约 4 万吨，仍不够用。公司有意进军天丝项目，天丝目前 4 万元，乐观的话毛利将有 30% 以上。

#### 4、公司产能释放正当时、业绩迎拐点

公司 2 季度为 20 万吨产能投产而采购了较多高位 PTA 原料，而上半年 FDY 由于集中产能投放较多而盈利较差，2 季度效益最差；随着新产能调试完毕，下半年 FDY 相对旺季，公司业绩迎来拐点。

### 我们与市场不同的观点:

公司 FDY 价格下半年迎来旺季行情。

### 估值与投资建议:

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.28、0.80 和 1.09 元，维持“推荐”评级，给予 2012 年 15 倍 PE，目标价值区间 10-12 元。

### 股价表现的催化剂:

(1) 下半年需求旺季，涤纶 FDY 长丝价格上行；(2) 主要原料 PTA 价格下行。

### 主要风险因素:

下游需求疲软、棉花价格下跌

## 目 录

一、FDY 龙头：产能扩张进入快车道 .....	4
二、涤纶长丝下游需求稳定增长、产能扩张受明显约束.....	5
（一）、我国涤纶长丝行业集中度逐年提高 .....	5
（二）、涤纶长丝下游需求稳定增长，产能利用率逐步提高.....	6
（三）、涤纶长丝进口设备交货延期，新增产能供给面临明显约束 .....	7
（四）、PTA 大扩容、上游成本压制减弱 .....	7
三、涤纶长丝的周期性较弱，年内波动相对较大.....	8
四、新民科技：瞄准差异化发展方向.....	10
（一）、全消光领先 .....	11
（二）、发展超细旦、阳离子长丝.....	11
（三）、高收缩丝、海岛纤维 .....	12
（四）、新民差异化 FDY 价格略高.....	12
五、新民科技：有意进军天丝，前景不错.....	13
六、投资建议.....	13

## 图 目 录

图 1: 新民科技权益 FDY 产能 .....	4
图 2: 化学纤维分类 .....	5
图 3: 涤纶长丝产品的不同性能 .....	5
图 4: 五年来涤纶长丝表观消费量及增速 .....	6
图 5: 五年来国内涤纶长丝产能利用率逐步提高 .....	6
图 6: 涤纶长丝产业链 .....	8
图 7: 5 年多来涤纶长丝与原料价差情况 .....	9
图 8: 涤纶长丝熔体直纺工艺流程 .....	10
图 9: 新民科技 FDY 价格走势 (万元) .....	12

## 表 目 录

表 1: 近几年我国涤纶长丝表观消费量情况 .....	6
表 2: 国内涤纶长丝集中度逐年提高 .....	6
表 3: 2011 年我国涤纶长丝新增产能投放情况 .....	7
表 4: 未来 5 年我国 PTA 新增产能投放情况 .....	7
表 5: 五年来涤纶长丝价差 .....	9
表 6: 新民和桐昆的 FDY 生产经营指标比较 .....	13

## 一、FDY 龙头：产能扩张进入快车道

新民科技主营差别化 FDY 涤纶长丝、丝绸和仿丝绸面料以及印染加工，是江苏省高新技术企业；在国内纺织工业协会组织的全行业竞争力综合测评中，公司曾经连续五年入选“中国丝绸行业竞争力十强”。随着公司未来两年 50 万吨涤纶 FDY 长丝的投产，公司将转型为国内差别化 FDY 企业的龙头。

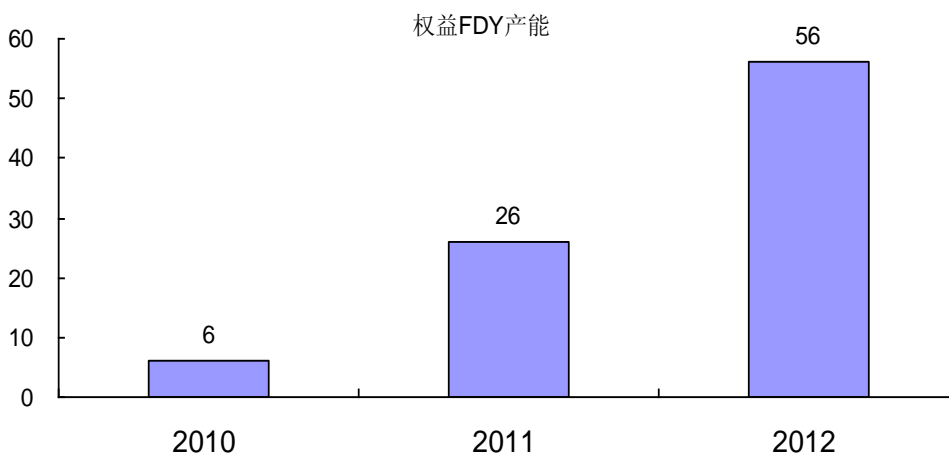
2010 年公司具有 FDY 长丝老产能约 10 万吨、实际约 8 万吨，由持股 75% 的两家子公司吴江新民高纤有限公司和吴江新民化纤有限公司生产，即公司 FDY 老产能的权益产能为 6 万吨。

目前，公司 FDY 产能扩张进入快车道。去年公司非公开增发的 20 万吨差别化 FDY 长丝项目，新产能 20 万吨聚酯装置 1 月份建成后，后接 14 万吨半消光+6 万吨全消光 FDY 涤纶长丝纺丝生产线，今年 6 月份投产了一期的 10 万吨，到 9 月下旬开始 20 万吨满产；满产之后估计贡献产量为 16 万吨长丝和 4 万吨切片，由于各型号粗细不同，而长丝的卷绕速度固定，相同负荷下产量不同，产量可以有些调节。

公司后续 30 万吨熔体直纺长丝项目，公司定位做精品，将分别是 10 万吨阳离子和 20 万吨超细旦。纺丝先只配 20 万吨，其余 10 万吨则先做切片；20 万吨的 10 条线是明年 4 月份聚酯装置投产，纺丝则将从明年 4 月份开始到 9 月份逐步开好 9 条线。另 1 条线的 2 万吨采用的是日本最先进的 24 头纺丝设备，明年 7 月份开始中试，预计到 2013 年 2 月投产；若这条线投产顺利的话，其余未配纺丝的 10 万吨以后都将采用这个设备。

最近 3 年是公司 FDY 产量快速增长的阶段。从产能来看，2011 年增加权益产能 20 万吨，2012 年增加权益产能 30 万吨(其中长丝 20 万吨)，公司权益产能将从去年的 6 万吨增长到 2013 年的 56 万吨，成为差别化 FDY 的龙头，产能增加 9 倍。

图 1：新民科技权益 FDY 产能



资料来源：中国银河证券研究部

从产量增长来看，今年 9 月满产的 20 万吨产能，1 季度基本没有贡献产量，2 季度贡献产量约 2.4 万吨、加老装置合计权益产量 3.9 万吨；3 季度新装置产量约 3 万吨、加老装置合计权益产量约 4.5 万吨；4 季度新装置开满后，预计新装置单季度产量为 4.8 万吨聚酯，其中 4.3-4.4 万吨丝、约 0.5 万吨切片；今年全年权益产量在 16 万吨左右；预计 2012 年 FDY 长丝权益产量在 25 万吨，切片在 5 万吨产量。

公司 2 季度为 20 万吨产能投产而采购了较多高位 PTA 原料，而上半年 FDY 由于集中产能投放较多而盈利较差，2 季度效益最差；随着新产能调试完毕，下半年 FDY 相对旺季，公

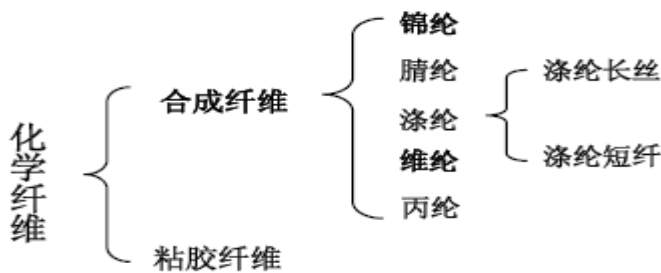
司业绩迎来拐点。

## 二、涤纶长丝下游需求稳定增长、产能扩张受明显约束

### (一)、我国涤纶长丝行业集中度逐年提高

涤纶具有强度高、弹性好、耐热性好、耐磨性佳等性能特点，是合成纤维中应用最广，总量最大的品种，2010年涤纶产量占合成纤维比重超过88%、占化学纤维比重超过81%。涤纶的用途主要有三方面：第一、服装，如服装面料、里料、内衣、袜子、服装填充物等；第二、家纺，如窗帘、窗纱、浴帘、床被、桌布、装璜材料等；第三，工业，如轮胎帘子布、输送带、灯箱布、三角皮带、车辆安全带等。

图 2：化学纤维分类



资料来源：中国化学纤维工业协会，中国银河证券研究部

依据丝的长度，涤纶可分为涤纶短纤和涤纶长丝，其中涤纶长丝产量较高、应用较为广泛。涤纶长丝是长度为千米以上的丝，长丝卷绕成团；涤纶短纤是几厘米至十几厘米的短纤维。其中涤纶长丝产量较高、应用较为广泛。目前，涤纶长丝产量占国内涤纶总产量的60%以上，并占化学纤维总产量的50%以上；2010年我国涤纶长丝产能达到约2050万吨。

依据应用领域，涤纶长丝可以分为民用涤纶长丝和工业用涤纶长丝；民用涤纶长丝在整个涤纶长丝产业中处于主导地位。依据生产工艺和性能的区别，涤纶长丝产品主要分为POY、DTY和FDY三类，该三类涤纶长丝的具体情况如下：

图 3：涤纶长丝产品的不同性能

名称	产品标准	定义	产品特性	主要用途
POY	FZ/T 54003-2004	经高速纺丝获得的取向度在未取向丝和拉伸丝之间的未完全拉伸的化纤长丝	具有强度高、丝筒成形好、产品均匀性好的特点，使得产品在后加工时加工速度快、断头率低、退绕完全、消耗小、染色均匀。	适用于加工成高质量的低弹网络丝、空气变形丝、缝纫线用于生产各种仿丝、仿毛类面料，织造沙发面料、窗帘和车内部装饰布等，其织物悬垂好、手感丰满、细腻。
DTY	GB/T 14460-2008	利用 POY 做原丝，进行拉伸和假捻变形加工制成的化纤长丝。	具有一定的弹性及收缩性	是针织（纬编、经编）或机织的理想原料，适宜制作服装料（如西装、衬衫）、床上用品（如被面、床罩、蚊帐）及装饰布（如窗帘布、沙发布、贴墙布、汽车内装饰布）等。
FDY	GB/T 8960-2008	利用 POY 纺丝拉伸进一步制成的化纤长丝	具有强度高、丝筒成形好、染色均匀的特点，使产品在后加工时断头率低、退绕完全、消耗小、织物疵点少、染色均匀。	适用于机织和针织加工，生产眼布、涤塔夫、牛津布、雪纺、西装里料、鞋用材料，并可生产各种绒类织物、雨披、以及包覆纱等。

资料来源：中国银河证券研究部

表 1: 近几年我国涤纶长丝表观消费量情况

	产量	出口量	进口量	表观消费量	出口占比
2006	991	40	27	978	4.09%
2007	1218	63	25	1180	5.34%
2008	1283	80	18	1221	6.27%
2009	1475	57	16	1433	3.90%
2010	1700	75	15	1640	4.44%

资料来源: 中国银河证券研究部

经近 20 年的发展, 我国已成为世界上涤纶产量最大的国家。目前我国涤纶产量占国内化纤产量的 80% 以上, 占世界涤纶产量的 60% 以上。虽然我国涤纶长丝工业发展很快, 但部分高端涤纶长丝产品仍需依赖进口。

我国涤纶长丝产业通过技术改造和行业整合, 显著提高了企业规模和经济效益, 增强了竞争能力。涤纶长丝生产企业群向江浙地区集中, 产业基础的加强, 又极大促进了技术进步。以大容量、高起点、低成本国产化聚酯工程与技术 (从 300 吨/天到 900 吨/天) 以及切片纺、熔体直纺涤纶长丝国产化技术与装备的开发与广泛应用为代表, 我国涤纶长丝产业技术全面升级, 真正具备了国内、国际两个市场的竞争力。

表 2: 国内涤纶长丝集中度逐年提高

公司	2008 年占比 (1-11 月)	2009 年占比	2010 年占比 (1-11)
桐昆集团	6.70%	7.36%	9.4%
恒力集团	4.88%	4.98%	5.7%
荣盛集团	4.88%	4.16%	4.2%
恒逸集团	3.82%	3.11%	3.8%
盛虹集团	4.08%	4.43%	3.6%
前 5 大企业合计	24.36%	24.04%	26.70%

资料来源: 中国银河证券研究部

## (二)、涤纶长丝下游需求稳定增长, 产能利用率逐步提高

涤纶长丝主要下游是服装和家纺行业, 下游需求的稳步增长是涤纶长丝行业发展的基础; 近五年来, 除了金融危机的 2008 年, 涤纶长丝的表观消费量增速都在 15% 以上; 随着行业内落后产能的淘汰、行业龙头集中度的提高, 涤纶长丝行业的产能利用率逐步提高, 从 2006 年的 67% 提高到 2010 年的 82%。

图 4: 五年来涤纶长丝表观消费量及增速

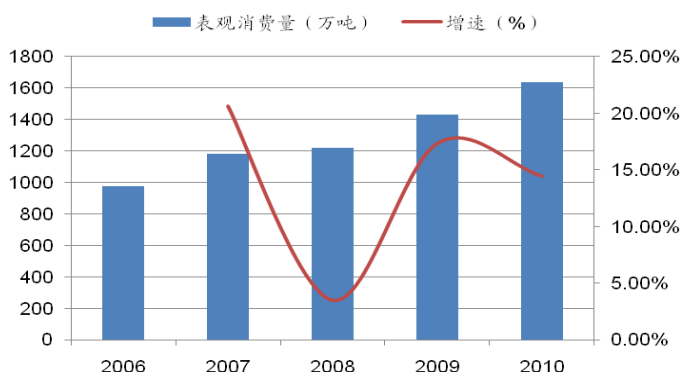
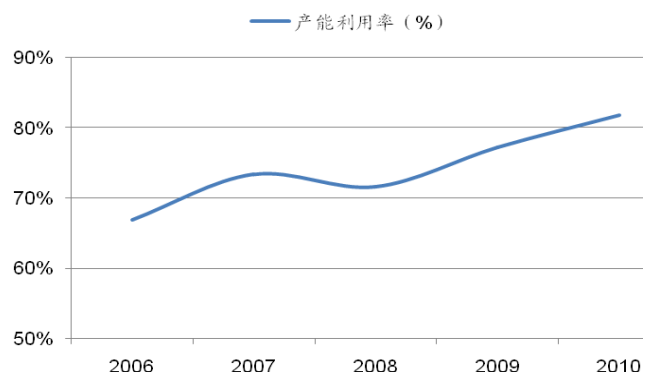


图 5: 五年来国内涤纶长丝产能利用率逐步提高



资料来源: CCFEI, 中国银河证券研究部

近年来,服装和家纺行业产业结构的升级推动着涤纶长丝行业朝高新技术纤维及差别化纤维的技术效益型方向发展。

### (三)、涤纶长丝进口设备交货延期,新增产能供给面临明显约束

由于2010-2011年新增产能投放较多,市场普遍担心涤纶长丝行业去年四季度高峰之后的景气下滑;但考虑到下游需求的稳步增长和纺丝设备供给的限制,我们认为涤纶长丝产能扩张不必过于担忧。

国内涤纶长丝高端卷绕设备受制于德日2家设备商的供给限制,这一原因近年来一直有利于涤纶长丝产能的有序投放;德日2家设备商的产能能提供新增产能在250-300万吨,而这两家企业目前暂时没有扩产计划;若80%供给中国,那将为国内提供新增产能在200-250万吨;正如我们之前预期的那样,如果国内产能扩张太快,许多厂商势必会面临进口设备延期交货而产能投放延后的情况,这个因素在今年三季度已经有所体现,我们认为原定于今年年底投放的新增产能也有相当一部分将延后到明年。

另一方面原因是:去年四季度是化纤十年来最疯狂的时点,当时很多企业大家都想抢着上项目扩产能,特别是去年年底到今年一季度;但到今年三季度开始投资热情又下来了,特别是随着资金面的紧缩,好多准备新建的聚合装置取消掉了、一些准备新建的长丝项目甚至1000多万的订金都不要了;因此综合来看,涤纶长丝新增产能的实际投放低于预期的可能性较大。

同时,涤纶长丝下游需求的多元化,除了传统的纺织服装业,不断向家纺和工业纺织用品拓展,将使涤纶长丝下游需求的增长稳中有升;我们预计未来几年涤纶长丝的消费量增速维持在15%以上的可能性较大;因此涤纶长丝下游需求的增长将基本能消化新增产能。

表 3: 2011 年我国涤纶长丝新增产能投放情况

厂家	产地	新增产能(万吨)	投放时间	产品结构
吴江恒力	江苏吴江	20	2011年1月	20万吨FDY和POY
新民科技	江苏吴江	20	2011年1月	20万吨FDY和POY
宿迁恒力	江苏宿迁	20	2011年4月	20万吨FDY和POY
新凤鸣	浙江桐乡	20	2011年4月	20万吨长丝
欣欣化纤	江苏张家港	15	2011年4月	15万吨FDY
桐昆集团	浙江桐乡	30	2011年6月	30万吨FDY
常熟恒意	江苏常熟	16	2011年上半年	16万吨FDY
天圣化纤	浙江绍兴	40	2011年7月	40万吨差别化长丝
盛虹化纤	江苏吴江	50	2011年底	40万吨(FDY和POY各20万吨)
盛泽立新	江苏吴江	20	2011年底	20万吨FDY和POY
龙栖湾化纤	辽宁锦州	40	2011年底	40万吨差别化长丝
合计		291		

资料来源:中国银河证券研究部

### (四)、PTA 大扩容、上游成本压制减弱

作为聚酯涤纶最基础的原料的PTA,2011年下半年到2012年将迎来产能的大幅扩张;目前国内PTA尚有约30%的缺口,到2012年国内PTA产能将达到3000万吨左右,较2010年增长约80%;从目前国内PTA产能投放的情况来看,从2011年下半年开始国内PTA供需紧张的局面将得到缓解,未来2年PTA的供给将会较为充裕,这有利于涤纶长丝产品降低成本。

表 4: 未来 5 年我国 PTA 新增产能投放情况

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015年后
辽阳石化	80					
逸盛大化	150	75				



江苏恒力					200	400
天津石化	35					
济南正昊	10					
洛阳石化	32.5					
扬子石化	130					
仪征石化	92.5					
江阴汉邦	60				125	
海伦石化		90				
远东仪征					200	
亚东石化	45					90
上海石化	40					
宁波逸盛	125	180				
宁波三菱	60					200
远东石化	180					
宁波台化	100			150		
桐昆集团			80			
翔鹭石化	160		200			
石狮佳龙	60			130		
BP 珠海	143	20		125		125
蓬威石化	90					
乌鲁木齐石化	9					
逸盛海南			200			
中国化学						100
合计	1602	365	480	405	525	915

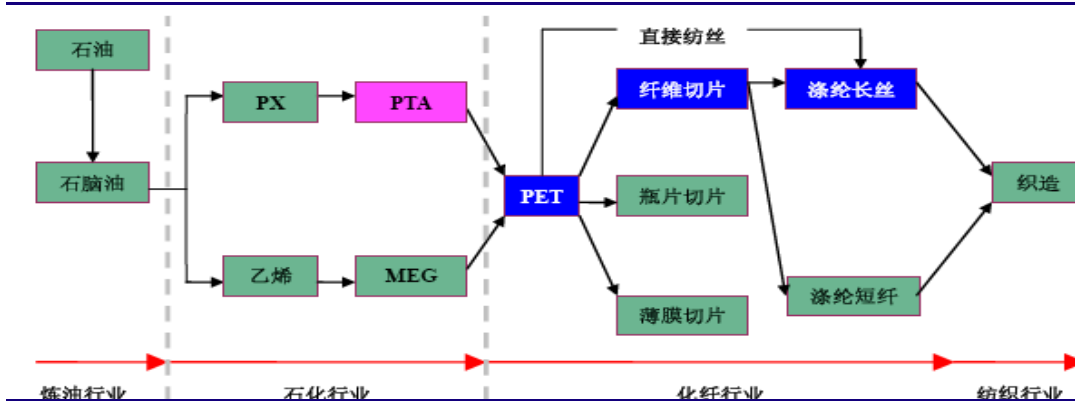
资料来源：中国银河证券研究部

### 三、涤纶长丝的周期性较弱，年内波动相对较大

由于涤纶长丝的生产成本构成中，主要原材料 PTA、MEG 和 PET 约占 85% 左右，而 PTA 又占了原料成本的约 75% 左右，因此涤纶长丝行业利润水平受上游主要原料 PTA 的影响较大。

从历史数据看，往年棉花价格上涨带来的涤纶价格上涨很快会传到到上游的 PTA，以致于涤纶价格的上涨并不能带来涤纶行业盈利状况的改观；我们主要主要是由于上游 PTA 行业相对属于资本密集型行业、而且项目审批流程较长，往年国内还一直存在很大的供需缺口，因此涤纶长丝向上游 PTA 的议价能力较弱；而目前从涤纶长丝与 PTA 两个上下游行业的产能扩张来看，涤纶长丝价格下行压力要明显小于 PTA。

图 6：涤纶长丝产业链



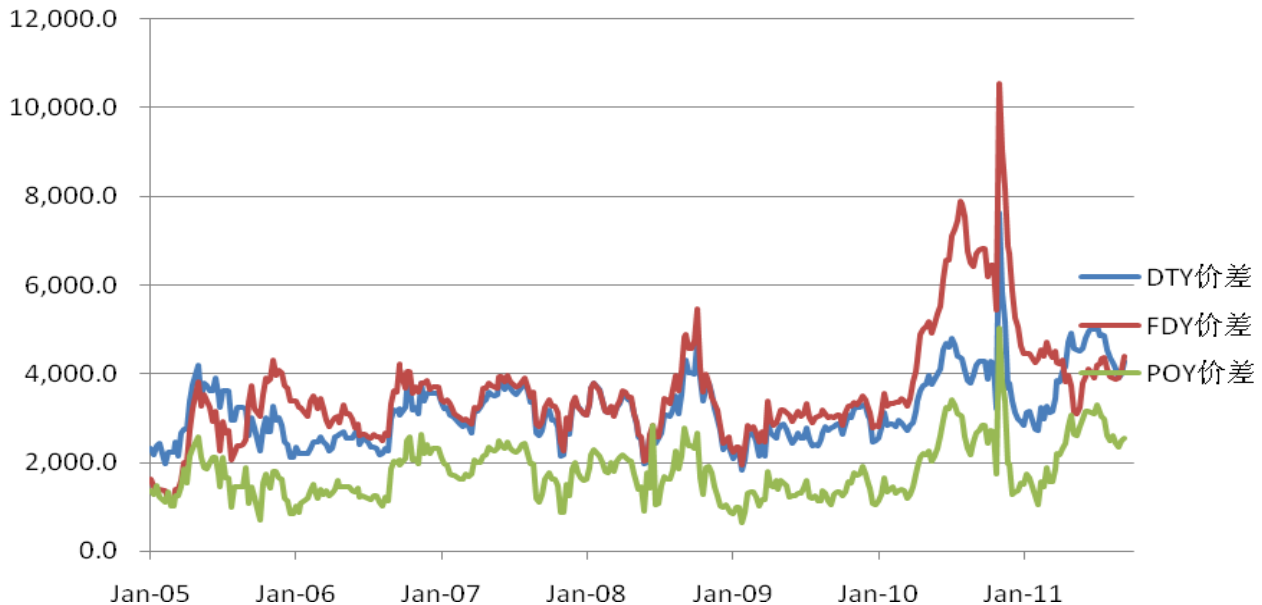
资料来源：中国银河证券研究部

在 POY 生产过程中，生产 1 吨 PET 大致需要 0.855 吨 PTA 和 0.335 吨 MEG，模拟 PET 加权成本=PTA 价格×0.855+MEG 价格×0.335，因此

单吨涤纶盈利=涤纶价格-(PTA 价格×0.855+MEG 价格×0.335+制造费用)

我们可以用涤纶产品价差(涤纶价格-PTA 价格×0.855-MEG 价格)来跟踪盈利状况。

图 7: 5 年多来涤纶长丝与原料价差情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

我们研究了自 2005 年以来的涤纶长丝的价格周期和盈利周期，总的来说，每年均有涤纶长丝的景气波动，当然年度之间的均值还是波动的，但并不如年内之间的波动明显。

表 5: 五年来涤纶长丝价差

	DTY	FDY	POY
2005 年平均	2,958.2	2,736.7	1,545.4
2006 年平均	2,744.4	3,237.7	1,568.9
2007 年平均	3,215.4	3,363.4	1,890.4
2008 年平均	3,239.5	3,413.8	1,816.6
2009 年平均	2,659.2	2,953.0	1,315.5
2010 年平均	3,774.5	5,507.5	2,203.7
五年来平均	<b>3,098.5</b>	<b>3,535.4</b>	<b>1,723.4</b>
2011 年 H1	<b>3,767.7</b>	<b>4,136.4</b>	<b>2,123.9</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

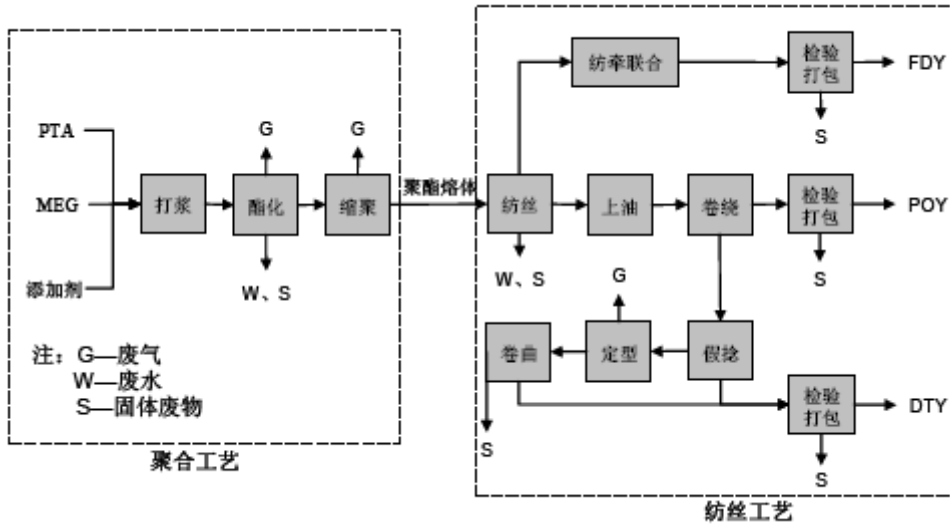
从民用涤纶长丝价差的历史数据来看，2010 年下半年特别是四季度受棉花价格上涨和下游服装需求旺盛的影响，涤纶长丝的价差创了历史新高；其他年份，涤纶长丝的年度盈利状况相对比较稳定。

涤纶长丝价差的年内波动有时甚至大于年度间的波动。涤纶长丝一年中一般有 2 次行情：一次是上半年 4-5 月启动，另一次是下半年 9-11 月启动；但每年启动时间和持续时间有所不同。

今年公司情况有些不一样，波动性很大：前一波启动较晚，5 月 20 日才开始共 4 个月，化纤需求一直不错；下半年这波也比往年晚，估计会在 11 月启动。

今年POY盈利一直比较好主要是下游加弹机近两年增长明显,POY增长速度不及加弹机,POY供不应求。而上半年FDY的产能集中投放比较大,下半年随着FDY的需求季节性旺季的到来,FDY价格和盈利状况明显好转,这从8月份以来的情况已经有所表现。

图 8: 涤纶长丝熔体直纺工艺流程



资料来源: 中国银河证券研究部

## 四、新民科技: 瞄准差别化发展方向

涤纶纤维产品的市场竞争已日趋激烈。从世界涤纶生产的发展趋势来看,美国、西欧和日本的生产呈现下降的趋势,最主要是因为他们放弃了产量高、附加价值低、生产过程中环境污染严重的大宗货产品的生产,继而转向高层次、高技术及高附加价值产品的开发与生产。而把技术含量较低的常规品种生产技术转嫁给了中国大陆、台湾、韩国及东南亚各国,呈现出聚酯生产能力东移的现象。目前,亚洲已成为世界聚酯生产的中心。

依据性能的不同,涤纶长丝又可以分为常规丝和差别化丝。差别化丝主要有形态(细旦、异型截面等)、高性能(高强、高模、低缩等)、高功能(高感性、吸湿性、透湿防水性、抗静电及导电性、离子交换性和抗菌性等)几大改性的方向。目前市场上应用较为广泛的有以下品种:

### 细旦

细旦纶长丝主要的差别化品种,产品细旦化(包括单丝纤度和总纤度)已成为涤纶长丝生产的一个趋势。主要规格有 24D/28F、50D/72F、50D/144F、75D/72F、75D/144F、75D/288F、150D/576F、150D/144F、150D/288F 等。其中 576F 的产品由二块喷丝板抽丝,在卷绕时进行合股。

### 异型截面丝。

目前涤纶长丝异型截面丝的热点是吸湿排汗纤维,它在纤维表面形成沟槽,截面呈十字型或五叶型等,具有导湿快干、蓬松透气、轻便柔软不贴身等特点,在衬衫、夹克、运动衣、内衣等领域得到广泛应用。

### 全消光、大有光等异光泽度纤维

这些纤维的改性方法都是在聚酯中添加一些添加剂,基本由切片纺企业生产,目前熔体直纺企业也开始开发这些产品。

### 复合丝

复合丝是利用复合纺丝技术制得的超细或极细纤维,单丝线密度达到 0.05dtex,织物具有

柔软爽滑的特色，广泛应用于服饰、家纺及高级擦拭布。复合纺以涤锦复合为主，有桔瓣型、米字型等异型截面，具有良好的吸湿性，主要应用于清洁用品，家纺用品等。

我国涤纶行业的差别化率在过去几年有了很大提高，不仅在数量上已达 36%，在发展水平上也有重大提升。国外现有的大部分差别化纤维品种我国已经生产，目前有 27 大类新产品已转入批量生产，超细旦、高收缩、阳离子染料可染聚酯、多功能混纤复合长丝等发展迅速。我国在超细纤维纺丝技术、各种截面纤维纺丝技术、微小粒子混合纺丝技术、聚合物改性技术、复合纤维技术、热处理技术和化学处理技术等新合纤开发的关键技术攻关方面都取得了较大的突破。

客观而言，我国差别化涤纶的质量和品种与发达国家相比还有较大差距，特别是化学改性的品种总体偏少，生产企业的品种开发多以仿制为主，创新能力不强，品种局限性大。在产品结构上，表现为原料体系趋同，纺丝技术与装备趋同、市场趋同。

目前，涤纶产品向差别化、功能化方向发展如细旦多孔、异型、异收缩、弹性、高吸湿、抗静电、抗辐射、阻燃、抗紫外、远红外、抗菌、导电等纤维。

## （一）、全消光领先

**新民科技公司瞄准差别化发展方向，将成为差别化 FDY 的龙头，特别是在全消光 FDY 方面国内领先。**公司拥有国内唯一一套直熔全消光 FDY，盛虹有一套全消光是 POY。

由于化学纤维表面光滑，具有一定透明度，所以在光线照射下，因为反射光强度很大而产生极光，使纤维具有肉眼看起来很不愉快的强烈的光泽，若在纤维中添加少量折射率不同的物质，则光线向不同方向进行漫射，纤维光泽就变暗，这种方法称为消光，加入的物质称为消光剂。通常采用的消光剂为二氧化钛，因为二氧化钛的折射率与涤纶的相差较大，二氧化钛比常见的合成纤维树脂的折射率高近 2 倍，其消光原理主要利用了它的高折射率，两者的折射率之差越大消光效果越好（锐钛型二氧化钛：2.55；聚酯：1.725），二氧化钛同时还具有化学稳定性高，不溶于水，在高温下不起变化，在后处理过程中不会消失等优点。大有光（也称其为“超有光”）聚酯切片中的二氧化钛含量为零；“有光”聚酯切片中的二氧化钛含量为 0.10% 左右；“半消光”聚酯切片中的二氧化钛含量为  $(0.32 \pm 0.03)\%$ ；“全消光”聚酯切片中的二氧化钛含量为 2.4%~2.5%。全消光纤维，在纤维中加入大量消光剂后，消除了常规涤纶的极光，增加了纤维的悬垂度，并使手感干爽。

新民科技公司的产品分为全消光和半消光，老权益产能中有 3 万吨为全消光，新线 20 万吨中，14 万吨为半消光，6 万吨是全消光。由于下游市场容量等问题（国内全消光 FDY 约 30 万吨），公司全消光产品实际估计为 7 万吨（老产能全消光 3 万多吨，新装置 3 万多吨）。

全消光 FDY 原料成本比普通半消光高 800 元/吨，但售价高 3000 元/吨。全消光按目前 20000 元/吨（含税）除税 17000 的价格，目前原料 10000 多，扣制造费用和染料后 3000 多元，毛利率约 20%-25% 的毛利，扣掉费用之后吨税前利润约 2800 元/吨。半消光按目前 17000 元/吨（含税）除税 14500 的价格，扣制造费用和染料后 2000 多元，毛利率在 12-15%，即单位毛利在 2000 元；扣掉费用之后吨税前利润约 1500 元/吨。

## （二）、发展超细旦、阳离子长丝

由于聚酯分子链紧密致集，结晶度和取向度高，分子间没有容纳染料分子的空隙，染料分子不易进入纤维内部，又缺乏亲水性，因而染色不如锦纶容易。在生产聚酯时，除原料 PTA 和 EG 外，加入少量 3,5-间苯二甲酸二甲酯磺酸钠（SIPM）作为第三单体共聚可得阳离子染料可染聚酯（CDP）；加入少量的第四单体——聚乙二醇即能获得可在常压条件下沸染的阳离子染料易染聚酯（ECDP）；阳离子长丝可用来生产高档仿真、仿毛面料，不但在外观上具有光泽、滑爽的手感，吸湿、透气、抗静电性能也有一定提高。

超细纤维，又称超细旦。（旦是纤维的纤度单位，一克重 9000 米长的丝为旦，蚕丝的纤

度单位为 1.1 旦)。因为它比传统的纤维细,所以比一般纤维更具蓬松、柔软的触感,且能克服天然纤维的易皱、人造纤维不透气的缺点。此外,它还具有保暖、不发霉、无虫驻、质轻、防水等许多无可替代的优良特性。

新民科技公司后续的 30 万吨熔体直纺长丝定位做精品,10 万吨阳离子、20 万吨超细旦,卷绕设备和纺丝设备全是日本 TMT。目前配纺丝的 20 万吨产能中,有 1 条线的 2 万吨采用日本最先进的 24 头纺丝设备,明年 7 月份开始中试,到 2013 年 2 月投产;顺利的话未配纺丝的 10 万吨以后都上这个设备;这个设备能够节约能源 35%,约节约 400 度电,每吨节约电力成本 250 元。

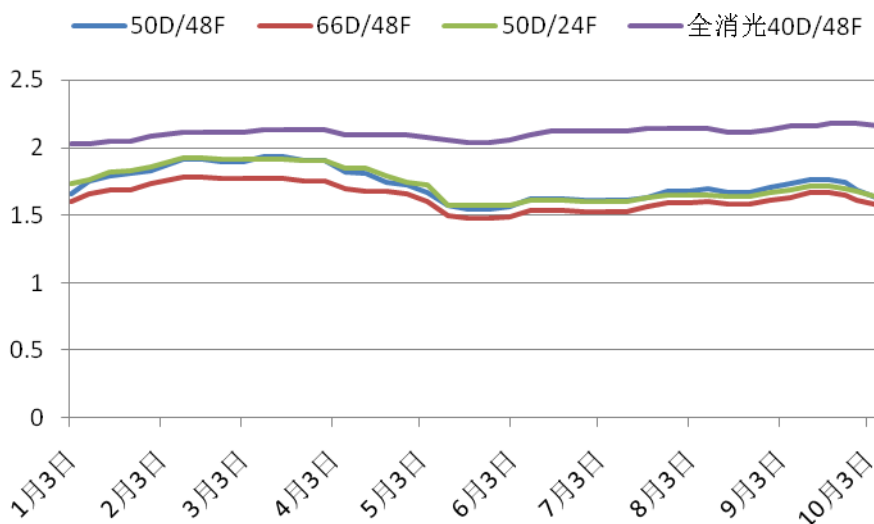
### (三)、高收缩丝、海岛纤维

高收缩纤维的沸水收缩率高于 15% 的化学纤维。根据其热收缩程度的不同,可以得到不同风格及性能的最终产品。热收缩率在 15%-25% 的高收缩涤纶,可用于织制各种绉类、凹凸、提花织物;收缩率为 15%-35% 的高收缩涤纶纤维,可用于膨体毛线、毛毯、人造毛皮等等;收缩率为 35%-50% 的高收缩涤纶,用于合成革、人造麂皮等等。它一般用来与其他纤维复合,由于其收缩使另一纤维浮在布面上从而得到好的毛感、绒感、凹凸感等等。高弹丝主要体现丝的回弹性,使织物具有一定的弹力,穿着舒服。高弹丝加热后的缩率是常规缩率为 2~7%。

海岛纤维是利用复合纺丝技术制得的超细或极细纤维,单丝线密度达到 0.05dtex,织物具有柔软爽滑的特色,广泛应用于服饰、家纺及高级擦拭布。通常指 PA/COPET 复合。1998 年日本海岛 20 年专利到期,由喷丝板企业向我国推荐海岛组件,之前长丝面料加工已经由韩国、台湾引入中国。2001 年我国第一套海岛长丝生产线开始建设,由此海岛长丝在我国爆炸式发展。

新民科技公司的 75% 控股子公司吴江新民高纤进口日本最先进的 TMT 20 头卷绕机和 6 台德国巴马格加弹机,从 2004 年 3 月正式投产。生产半消光、消光、大有光及阳离子化纤 FDY 长丝之外,还生产海岛化纤 FDY、DTY 长丝、涤锦复合 DTY 长丝、高收缩涤纶长丝。

图 9: 新民科技 FDY 价格走势 (万元)



资料来源: 中国银河证券研究部

### (四)、新民差别化 FDY 价格略高

新民差别化 FDY 价格比一般 FDY 要高一些,特别是全消光的价格普遍在 2 万以上(含税),售价比普通半消光高 3000 元/吨;从近三年情况来看,新民的 FDY 实现均价比桐昆要高 15-20% (不含税)。但新民的制造费用也相对高一点,这里面有两方面因素:(1)统计口径问题,

新民的制造费用中包含了 400 元左右的包装费、而桐昆则不包含；（2）新民的部分差别化丝特别是全消光丝的制造费用要比半消光的高，全消光 FDY 原料成本也比普通半消光高 800 元/吨。因此新民 FDY 的单位毛利也比桐昆的 FDY 高。

表 6: 新民和桐昆的 FDY 生产经营指标比较

FDY	桐昆			新民		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
FDY 平均售价	9,941	8,691	10,583	11,582	10,273	13,785
FDY 单位成本	9,284	7,769	9,120	10,863	9,077	10,817
FDY 制造费用	657	922	1,463	2,186	1,845	1,875
FDY 单位毛利	657	922	1,463	719	1,197	2,968

资料来源：中国银河证券研究部

## 五、新民科技：有意进军天丝，前景不错

天丝（TENCEL）是众多再生纤维（纤维素纤维）中的第一个绿色纤维品牌，隶属奥地利兰精公司。天丝是英国人花了 60 年时间研究出来的，其生产工艺采用纯物理法（NMMO 溶剂技术）代替原有粘胶纤维（俗称人棉）的化学法（强碱，强酸，CS2 等），把纤维素合成短纤维（后来又有了长纤维 LYOCCELL 等系列产品）。

它有两个大大好处：其一、纤维本身横切面近乎椭圆形，手感滑爽；织造的面料色泽好，强力高，缩水率小于粘胶纤维（俗称人棉）。其二、其生产原料是植物纤维素（木浆，棉浆，草浆等等），生产环节成本低，还清洁节能。

由于其核心技术被兰精垄断，所以其他有意者只能按照这个基本原理找各自的方法探寻自己的路子。目前，在中国，这方面如东华大学和中纺（上海），山东海龙（潍坊），保定天鹅都在探索。

天丝的核心技术被奥地利的兰精公司所垄断，专利 20 年已到期。目前全球天丝产能就兰精公司的 15 万吨，而中国每年要从其进口约 4 万吨，仍不够用。公司有意进军天丝项目，天丝目前 4 万元，乐观的话毛利将有 30% 以上。

## 六、投资建议

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.28 元、0.80 元和 1.01 元，维持公司“推荐”评级；给予 2012 年 15 倍 PE，合理估值区间 10-12 元。

表 7: 新民财务报表预测

**资产负债表**

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	442	457	913	1066	1636	2819
现金	215	183	497	445	571	1242
交易性投资	0	0	0	0	0	0
应收票据	2	7	34	65	124	181
应收款项	53	40	49	92	174	255
其它应收款	5	5	25	3	6	9
存货	137	161	184	289	543	808
其他	30	60	123	173	217	323
<b>非流动资产</b>	636	628	1241	1785	2248	2183
长期股权投资	20	20	20	20	20	20
固定资产	564	547	517	1032	2071	1988
无形资产	45	54	108	127	145	163
其他	7	7	596	606	12	12
<b>资产总计</b>	<b>1077</b>	<b>1085</b>	<b>2154</b>	<b>2851</b>	<b>3884</b>	<b>5002</b>
<b>流动负债</b>	480	423	750	1109	1624	2160
短期借款	267	312	309	400	400	400
应付账款	110	51	356	434	814	1213
预收账款	31	22	58	119	224	333
其他	71	38	27	158	186	214
<b>长期负债</b>	11	16	177	376	576	776
长期借款	10	0	160	360	560	760
其他	1	16	17	16	16	16
<b>负债合计</b>	<b>490</b>	<b>439</b>	<b>927</b>	<b>1485</b>	<b>2200</b>	<b>2936</b>
股本	152	183	372	372	372	372
资本公积金	184	154	377	377	377	377
留存收益	0	0	339	427	679	994
少数股东权益	82	99	139	171	210	250
归属于母公司所有者权益	505	547	1089	1176	1428	1743
<b>负债及权益合计</b>	<b>1077</b>	<b>1085</b>	<b>2154</b>	<b>2853</b>	<b>3886</b>	<b>5004</b>

**利润表**

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	1403	1280	1742	3315	6295	9202
营业成本	1259	1108	1395	2892	5427	8085
营业税金及附加	2	2	3	3	6	9
营业费用	35	36	39	76	126	184
管理费用	35	43	65	106	189	276
财务费用	36	13	25	55	60	50
资产减值损失	4	4	1	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	(0)	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	33	75	216	182	486	598
营业外收入	3	4	2	10	0	0
营业外支出	1	0	1	2	0	0
<b>利润总额</b>	35	78	217	190	486	598
所得税	3	4	39	32	88	108

净利润	32	74	178	158	399	490
少数股东损益	4	16	40	32	40	39
归属于母公司净利润	28	58	137	126	359	451
EPS (元)	0.06	0.13	0.31	0.28	0.80	1.01

**现金流量表**

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	140	116	236	273	728	809
净利润		58	137	126	359	451
折旧摊销		0	0	96	168	197
财务费用		0	0	55	60	50
投资收益		0	0	0	0	0
营运资金变动		0	0	(38)	70	23
其它		58	98	26	44	43
<b>投资活动现金流</b>	(67)	(214)	(457)	(630)	(631)	(132)
资本支出		0	0	(630)	(631)	(132)
其他投资		(214)	(457)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(76)	(5)	531	305	30	(6)
借款变动		0	0	391	200	200
普通股增加		0	0	0	0	0
资本公积增加		0	0	(0)	0	0
股利分配		0	0	(38)	(108)	(135)
其他		(5)	531	(41)	(53)	(61)
<b>现金净增加额</b>	(3)	(103)	309	(53)	126	671

资料来源: 中国银河证券研究部



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**裘孝锋、王强，石油化工行业证券分析师。**2人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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而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、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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。银河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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

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

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究部**  
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**  
北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：于淼 021-20257811 [yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)