

紧握优质客户资源 行业复苏乘势而上

——台华新材（603055）深度报告

2019年01月21日

强烈推荐/首次

台华新材 深度报告

报告摘要：

上游产能激增下游需求旺盛，行业复苏乘势而上。

- ◆ 主营业务坯布、成品面料价格主要受需求端影响，原料端 PA6 切片产能集中释放、原料采购支出下降成利好条件。
- ◆ 近年来大众回归理性消费，消费升级驱动导致性能优越著称的锦纶需求增加；户外用品市场蓬勃发展，冬奥会成功申办推动冰雪运动热潮，锦纶纺织品需求端形势大好。

全产业链布局优势明显，扩产项目投产在即。

- ◆ 产业链覆盖纺丝、织造、染色、后整理，一方面节省运输、包装成本、控制原料投入数量与质量，另一方面利于研发新兴产品、对客户端快速迭更的需求反应迅速。
- ◆ 截至 2018H1，公司 IPO 募投项目年 8000 万米染色与 3450 万米后整理分别完成 85% 与 75%；年 7600 万米高档锦纶坯布面料的可转债项目也提上日程。在建产能均处于高毛利环节，整体毛利率有望继续提升。

紧握优质客户，深耕军民用品市场。

- ◆ 民用市场拥有诸多优秀品牌客户，目前与迪卡侬有 8 年合作历史，成为迪卡侬全球最大的锦纶供应商，稳定掌握其锦纶梭织产品 50% 的订单；另外，公司与安踏研发色纺纱，为冬奥会提供冰雪服装，赢得安踏认可。
- ◆ 军用市场初次达成战略合作，与际华集团签订合作协议，携手开发军民用品高端产品。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2018-2020 年实现归属于上市公司股东净利润分别为 4.44 亿元、4.90 亿元和 5.72 亿元；每股收益分别为 0.81 元、0.89 元和 1.04 元，对应 PE 分别为 14.21 倍、12.88 倍和 11.03 倍。我们看好公司未来长期发展，首次覆盖，予以公司“强烈推荐”评级。

- ◆ **风险提示：**原料价格大幅波动，产能投放不及预期，下游需求不及预期。

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,243.82	2,728.53	3,068.10	3,344.40	3,554.78
增长率（%）	18.29%	21.60%	12.45%	9.01%	6.29%
净利润（百万元）	227.56	366.52	443.83	489.88	571.99
增长率（%）	449.71%	61.07%	21.09%	10.38%	16.76%
净资产收益率（%）	16.27%	16.06%	16.61%	15.79%	15.86%
每股收益（元）	0.47	0.74	0.81	0.89	1.04
PE	24.51	15.57	14.21	12.88	11.03
PB	3.95	2.76	2.36	2.03	1.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师

刘宇卓

010-66554030

liuy uzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

研究助理

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

洪翀

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

徐昆伦

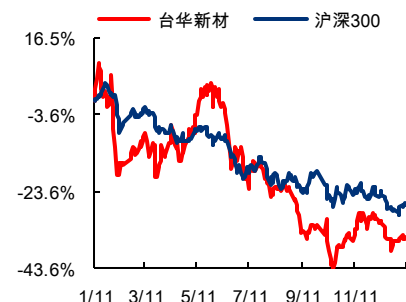
010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	10.72-16.64
总市值（亿元）	58.7
流通市值（亿元）	10.8
总股本/流通 A 股（万股）	54760/10078
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.15

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《基础化工行业 2018 半年度策略报：围绕油价、环保和需求三个维度优选周期子行业》2018-06-28
- 2、《基础化工行业 2019 年度策略报：精细化工迎来布局良机》2018-12-11

目 录

1. 公司实现锦纶全产业链布局	4
1.1 公司是国内锦纶行业龙头	4
1.2 公司技术领先坚持高端路线	5
1.3 全产业链布局优势显著	6
1.4 行业复苏叠加产能扩张带来业绩好转	7
2. 锦纶行业国内市场前景广阔	9
2.1 消费升级驱动锦纶纺织品需求增加	9
2.2 户外用品市场带来更多锦纶需求	11
3. 切片扩产利好坯布面料盈利	13
3.1 锦纶产业链价格传导顺畅	13
3.2 锦纶长丝价差中枢上升	14
3.3 原料切片进入扩产高峰利好下游业务盈利	14
4. 产品优势绑定客户，扩产迎来业绩高峰	15
4.1 推行差异化战略，产品毛利率逐步提高	15
4.2 绑定民用优秀品牌，重点客户采购比例逐年增长	17
4.3 开拓军用市场，行业龙头优势互补	18
4.4 公司产能即将迎来增长高峰期	18
5. 投资评级	19
6. 风险提示	20

表格目录

表 1：公司锦纶长丝市场占有率	4
表 2：我国冰雪产业及长丝产业相关政策	12
表 3：国内 PA6 切片新增产能	15
表 4：公司盈利预测表	21

插图目录

图 1：台华新材股权结构图	4
图 2：公司产业链一体化布局	5
图 3：2017 年主营收入构成	5
图 4：主营产品特点及其下游具体应用	6
图 5：台华新材公司及子公司主要业务流程图	6
图 6：营业总收入及变动 单位：万元	7
图 7：归属母公司所有者净利润及变动 单位：万元	7
图 8：营业收入构成 单位：元	8
图 9：毛利构成 单位：元	8

图 10：公司上下游毛利率变化	9
图 11：同行业综合毛利率对比	9
图 12：2014-2017 年全国居民、城镇居民人均衣着消费支出 单位：元	10
图 13：各类化学纤维占化纤总量比例变化 单位：百分之一	10
图 14：我国锦纶产量及化学纤维增速	11
图 15：全球锦纶主要生产地区的锦纶产量变化 单位：百万吨	11
图 16：我国户外用品品牌数量	11
图 17：2007-2017 年户外用品年度销售额	11
图 18：滑雪人次和滑雪场数量 单位：万人次、个	12
图 19：2010 年-2018 年锦纶产业链上游价格变化 单位：元/吨	13
图 20：己内酰胺及 PA6 产能 单位：千吨/年	13
图 21：锦纶切片、锦纶长丝价格变化 单位：元/吨	14
图 22：近三年锦纶切片、锦纶长丝价格变化 单位：元/吨	14
图 23：国内己内酰胺产能分布 单位：千吨	15
图 24：国内 PA6 切片产能分布 单位：千吨	15
图 25：营收结构比较	16
图 26：锦纶长丝毛利率比较	16
图 27：锦纶长丝营业收入、毛利比较	16
图 28：坯布、成品面料营业收入、毛利比较	16
图 29：台华新材、申洲国际、日本东丽主营收入对比 单位：万人民币	16
图 30：品牌客户图	17
图 31：迪卡侬中国门店数量	18
图 32：公司对迪卡侬销售额 单位：万元	18
图 33：台华新材产能扩张路线	19
图 34：上下游毛利率对比	19

1. 公司实现锦纶全产业链布局

1.1 公司是国内锦纶行业龙头

台华新材是国内为数不多的锦纶全产业链生产企业，主要从事锦纶长丝、锦纶坯布和锦纶成品面料的研发、生产和销售。2017 年公司锦纶长丝产量 6.62 万吨，坯布 2.78 亿米，锦纶长丝的市场占有率约为 3.12%。

2017 年公司被中国纺织工业联合会认证为我国锦纶面料细分领域的龙头企业，是国内少有的能够生产高档尼龙 66-FDY 产品的“国家火炬计划重点高新技术企业”。

表 1：公司锦纶长丝市场占有率

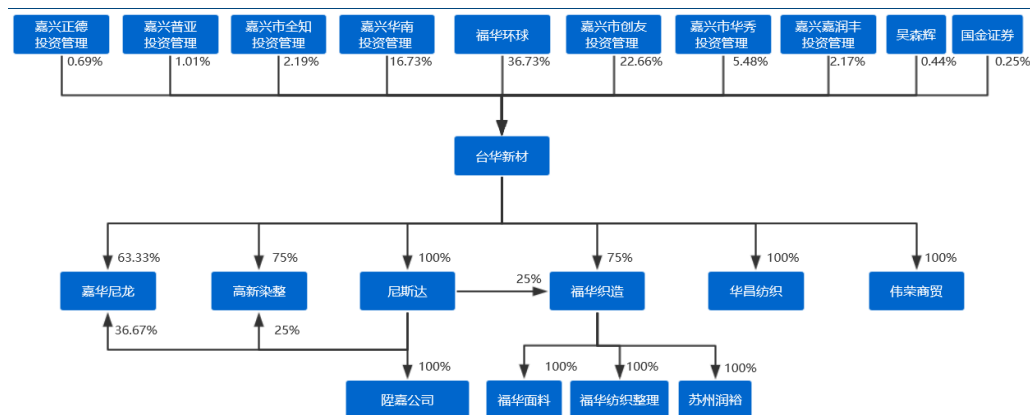
单位：千吨	2017	2016	2015	2014
锦纶长丝产能	3470	3380	3260	3050
锦纶长丝产量	2255.50	2163.00	2857.10	2150.00
锦纶长丝表观消费量	2121.86	2045.09	2858.48	2164.50
公司锦纶长丝产量	66.24	64.47	56.95	55.09
市场占有率 (%)	3.12%	3.15%	1.99%	2.55%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

系

公司主要的生产经营场所位于浙江嘉兴和江苏吴江，拥有浙江嘉华特种尼龙有限公司、台华高新染整(嘉兴)有限公司、吴江福华织造有限公司、嘉兴市华昌纺织有限公司、吴江福华面料有限公司、吴江市孵化纺织整理有限公司、嘉兴市伟荣商贸有限公司、尼斯达有限公司、陞嘉有限公司 9 家子公司，产业链布局合理。

图 1：台华新材股权结构图



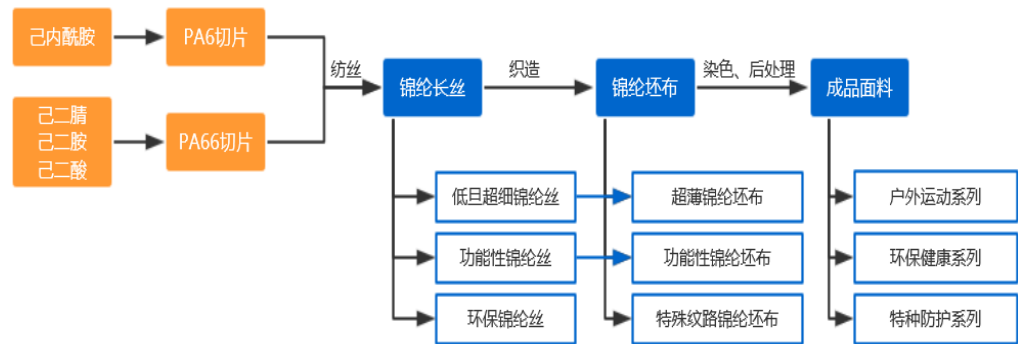
资料来源：公司资料、东兴证券研究所

公司股权集中度高，排名前十的股东持有 88.35% 的股权。控股股东是福华环球有限公司，占股 36.73%，实际控制人为施清岛、施秀友姐弟。

1.2 公司技术领先坚持高端路线

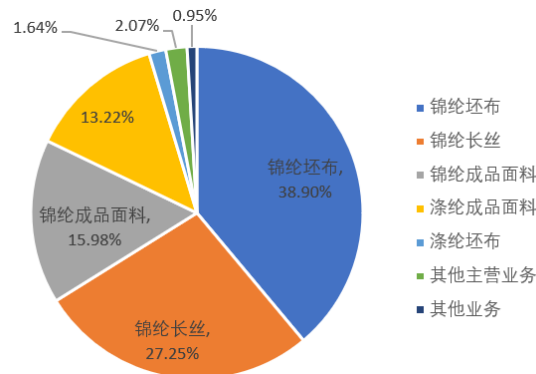
主营业务覆盖锦纶上下游。公司主要经营锦纶的纺丝、织造和染整，同时生产少量的涤纶产品。产业链上游为锦纶切片制造行业，下游为服装和其他相关产业，主要面向户外、运动服装行业。主要产品包括锦纶长丝、锦纶坯布和锦纶成品面料，2017 年锦纶产品合计占公司营业收入的 82.13%。

图 2：公司产业链一体化布局



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

图 3：2017 年主营收入构成

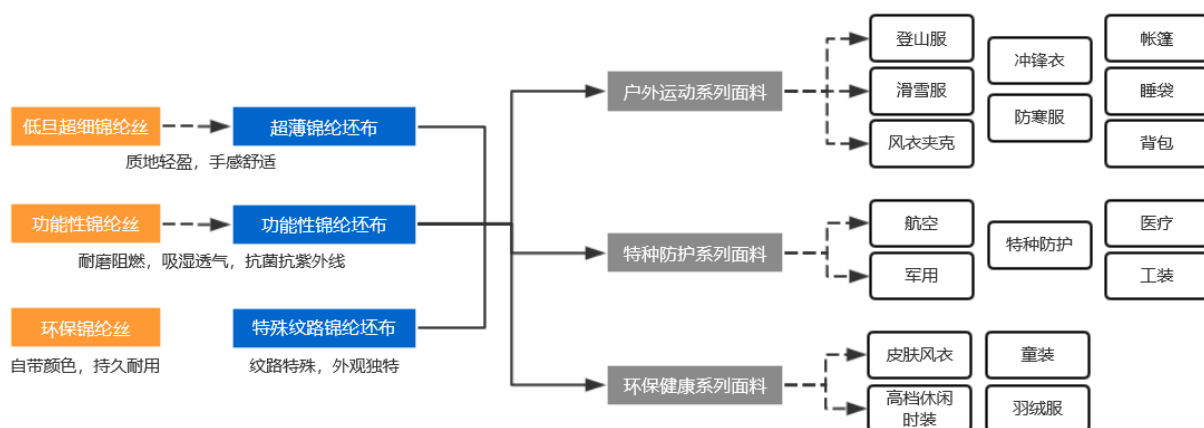


资料来源：Wind、东兴证券研究所

产品面向高端品牌市场。公司在锦纶面料产品开发过程中，坚持走高端产品路线，行业知名度较高，与许多知名品牌服装客户建立了合作关系。公司产品性能优势突出，被广泛应用于户外用品、军需、高档时装等领域。

- ◆ 公司生产的锦纶坯布在平整度、均匀性、质量稳定性等各方面均优于同行，满足高端客户需求。
- ◆ 公司较早开发出细旦高密锦纶制造技术，目前 10D 超细旦纱国内只有公司能量产。
- ◆ 公司通过引进海外先进设备保证了染整环节的先进性，实现产品耐磨抗菌等功能。公司锦纶面料凭其优越性能，获得众多客户信赖。

图 4：主营产品特点及其下游具体应用



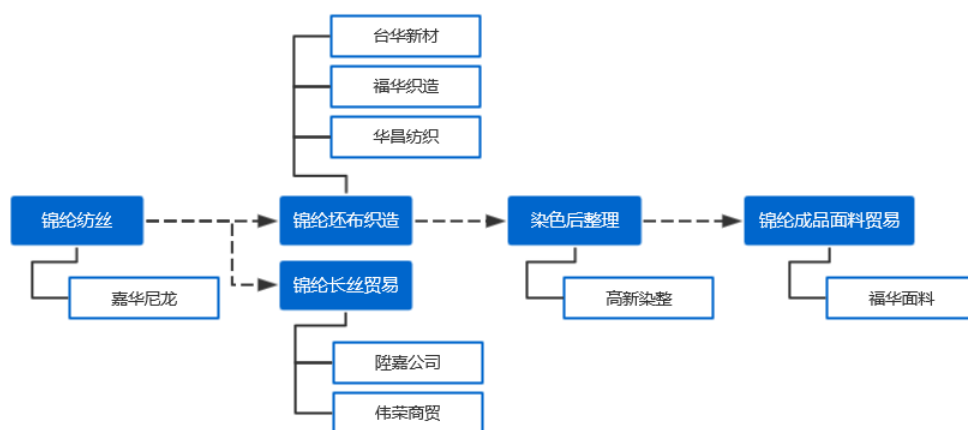
资料来源：公司资料、东兴证券研究所整理

公司未来将巩固、扩张产能，继续研发新型坯布和面料。截至 2018H1，公司 IPO 募投项目年 8000 万米染色与 3450 万米后整理分别完成 85%与 75%，年 7600 万米高档锦纶坯布面料项目正在筹备建设阶段。长远来看，公司将积极围绕产业链做整合，下游延伸至成衣领域，拓展公司在纺织服装高端领域的应用，做行业功能性面料的领头羊。

1.3 全产业链布局优势显著

公司产业链布局合理完整。目前，公司完成了上下游一体化的产业布局，在纺丝、织造和染整各个生产阶段与子公司实现资源共享。除了锦纶长丝的主要原材料锦纶切片大部分通过进料加工方式从海外采购，其他生产环节的原材料基本由内部提供。

图 5：台华新材公司及子公司主要业务流程图



资料来源：公司资料、东兴证券研究所整理

锦纶坯布的原料锦纶长丝由子公司嘉华尼龙供应，少部分对外采购；锦纶成品面料的原料锦纶坯布大部分由母公司台华新材及子公司福华织造等供应，少量对外采购。

一体化产业链的布局成为公司突出优势，从以下四个方面推动公司的发展：

- ◆ **有效降低成本。**公司产业链生产环节之间运输距离近，节约运输费用；产品在公司内部生产环节流转，减少包装费用；部分上游产品作为下游原料直接投放，运费和包装成本大大下降。
- ◆ **对客户需求反应迅速。**服装行业近年来个性化趋势增强，与供应商的交易突显“短交期、多品种、小批量、多批次”的要求。完整产业链可以确保客户的各类需求均能在要求的交期内满足，上游根据订单品质需求合理分类投料，差异化原料供应精准迅速，提高客户的满意度。
- ◆ **确保产品品质。**公司在产业链各个环节实施全程的品质控制，下游对上游产品迅速验证、反馈，提高前端工序质量，从而保证全产业链的产品质量。
- ◆ **提高抗风险能力。**公司产业链后端的坯布、面料具有较高的收入占比和较高的毛利率水平，与仅生产锦纶长丝的业务模式相比，公司拥有更高的抗行业风险能力与盈利能力，有效降低上游石化行业波动对公司业绩的影响。

1.4 行业复苏叠加产能扩张带来业绩好转

公司自成立以来生产经营情况良好，主要客户和供应商稳定，生产规模不断扩大。

2015 年起受益于行业复苏，公司营业收入不断增加。

- ◆ 自 2013 年第二季度起，公司年产 5 万吨差别化锦纶丝项目逐步投产，生产经营规模逐渐扩大。
- ◆ 2015 年受石油价格下降影响，锦纶长丝行业上下游需求放缓，公司为提高生产效率，适当控制产量，导致 15 年营业收入有所下降。
- ◆ 2016 年上市以来，公司积极布局上下游产能、深挖民用市场品牌客户、开拓军用市场，营收进一步增加。
- ◆ 到 2019-2020 年，公司将进入新增产能密集投放时期，公司营收规模有望进一步扩大。

图 6：营业总收入及变动 单位：万元

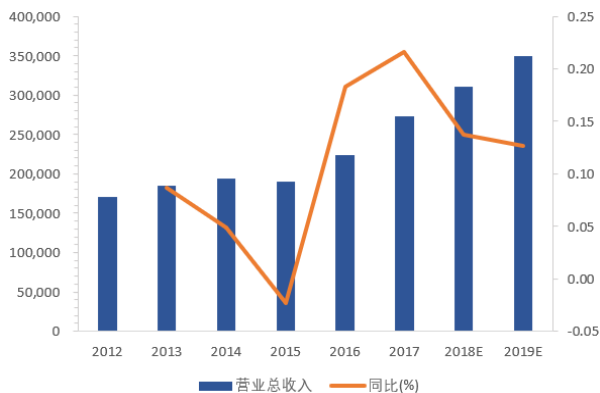
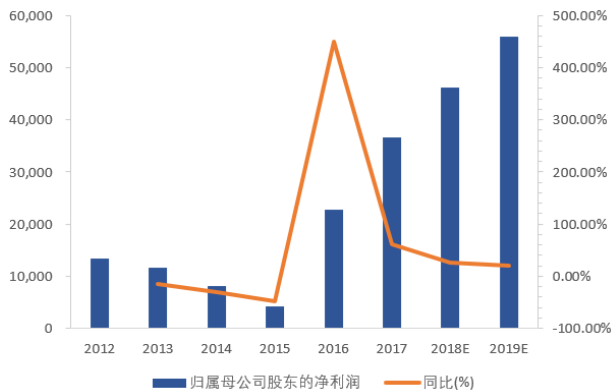


图 7：归属母公司所有者净利润及变动 单位：万元



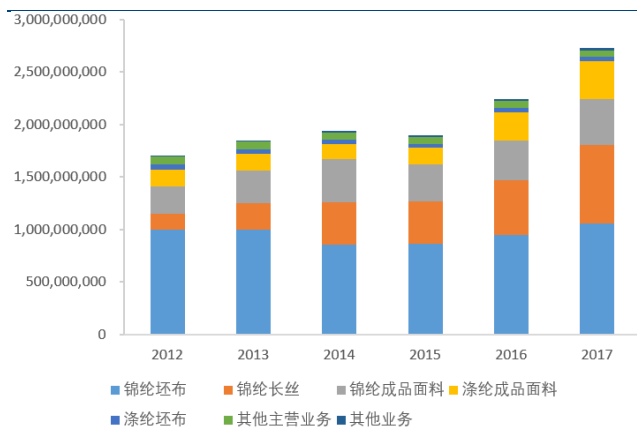
资料来源：wind、东兴证券研究所

资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

公司归母净利润保持高增速。2016 年以来国内锦纶行业回暖，公司归母净利润重回正增长，盈利能力逐渐提升。2017 年实现营收 27.29 亿元，同比增长 32.6%；归母净利润 3.67 亿元，同比大幅增长 61.07%。2018 年前三季度实现营业收入 22.61 亿元，同比增长 12.04%；归母净利润 3.39 亿元，同比增长 24.62%。预计 2018 年归母净利润将超过 4.4 亿元。

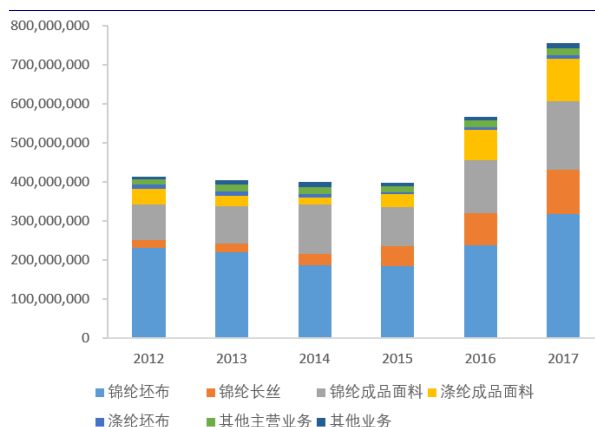
坯布和成品面料贡献主要业绩，长丝占比逐渐提升。公司业绩主要来源于锦纶业务，15-17 年间锦纶业务占总营收比例平均值为 83.37%，涤纶最多不超过 15%。其中，锦纶坯布是公司第一大业务，第二大业务是锦纶成品面料，两者占营业收入六成左右。另外锦纶长丝的业务规模和盈利能力一直在提升，锦纶长丝对毛利的贡献度由 5.4% 逐年上升至 14.96%，毛利率由 14 年的 7.19% 增加至 17 年的 15.2%。主要是因为 5 万吨长丝产线于 13 年 2 季度投产，15 年才达到理想状态，产能爬坡过程毛利率提升明显。

图 8：营业收入构成 单位：元



资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

图 9：毛利构成 单位：元



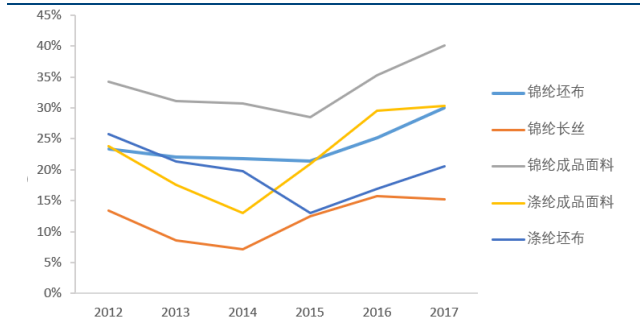
资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

产业链下游产能扩张，毛利率提升。2017 年公司毛利达到 7.55 亿元，其中锦纶坯布占 42.2%，锦纶成品面料占 23.16%，锦纶长丝占 14.96%，涤纶成品面料占 14.46%。得益于公司的一体化战略，近三年来所有生产环节毛利率维持明显的上升趋势。下游产品锦纶成品面料的毛利率达到 40.12%，涤纶成品面料和锦纶坯布毛利率也在 30% 以上。

- ◆ 随着 2019 年染色和后整理的新增产能达到理想状态，公司综合毛利率有望进一步提升。
- ◆ 至 2020 年，坯布配套产能陆续投产，一体化战略的优势将会更加明显。
- ◆ 另一方面，高端面料客户的占比有所提升，公司产品附加值增加也是综合毛利率提升的重要贡献因素。

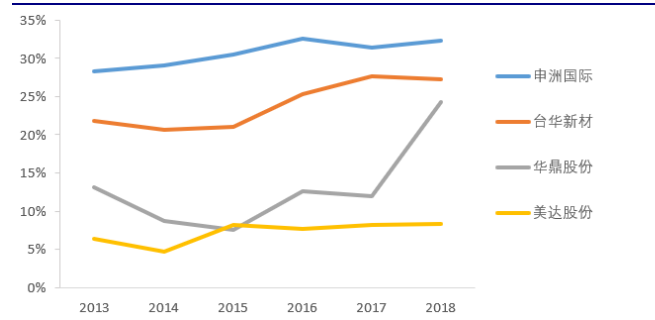
综合毛利率高于行业竞争者。与华鼎、美达相比，公司综合毛利率长期处于高水平，略低于纵向一体化针织制造商申洲国际。主要是因为公司主营业务中高毛利环节占比明显高于华鼎、美达，而申洲专注于生产成衣，产品附加值更高。

图 10：公司上下游毛利率变化



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 11：同行业综合毛利率对比



资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

2. 锦纶行业国内市场前景广阔

与其他的合成纤维相比，锦纶产品强度高、吸湿性好、轻便耐磨的特征十分突出。随着服装面料高端化、功能化的趋势越来越明显，锦纶行业的市场规模有望进一步扩大。

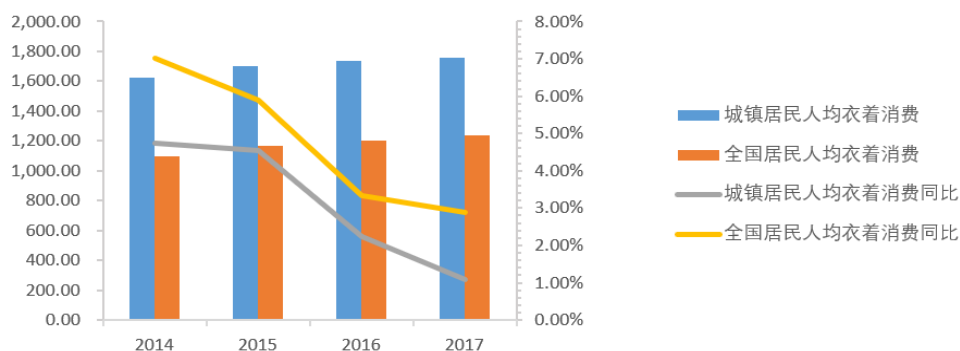
- ◆ **强度高、耐磨耐寒能力突出。**锦纶强度高，一般比羊毛高 3-4 倍，比棉花高 1-2 倍，比粘胶纤维高 3 倍；锦纶的耐磨性属化学纤维之首，达到棉花的 10 倍、羊毛的 20 倍；锦纶耐腐蚀性优良，有良好的抗菌、抗霉菌能力；锦纶 66 有良好的耐低温性能，在零下 40℃也能保持原有回弹性。因此锦纶成为制作户外运动服装的首选。
- ◆ **吸湿性良好。**锦纶公定回潮率为 4.5%，远高于涤纶 0.4%，因而制作的服装比涤纶服装穿着更为舒适。
- ◆ **面料轻质柔软，触感温和。**锦纶密度小，比棉花轻 35%，且质感柔韧，仿真丝效果强，因此适合制作束身衣、贴身运动衣、泳衣、衬衫、内衣等贴身织物。
- ◆ **混纺领域优势明显。**锦纶的弹性及回弹性极好，抗静电、抗起球、易染色、色牢度高，这使其在混纺应用方面，特别是棉与化纤的混纺领域具有其他化纤不可比拟的独特优势。
- ◆ **可制作超薄超轻、抗紫外线面料。**近年来超薄面料逐渐成为服装面料领域的新宠，但由于超细棉纱强度低，无法制成超薄面料，而 8.8dtex-22dtex 的超低旦、全消光锦纶长丝在触感、性能和视觉效果上与棉制品具有很高的相似度，可同时满足时尚和功能需求，是仿棉织物的首选原料，成为超细棉纱的完美替代。

2.1 消费升级驱动锦纶纺织品需求增加

近年来，随着居民可支配收入的稳步提高，年度人均衣着消费支出持续提升。虽然近三年增长率受宏观经济形势影响略有下行，但人均衣着消费依然呈现增长态势，逐渐

加强的消费升级趋势将会助力高档服饰消费扩张。而锦纶性能优异优势明显，被广泛应用于高档服饰材料当中，锦纶纺织品需求将受到消费升级进一步推动。

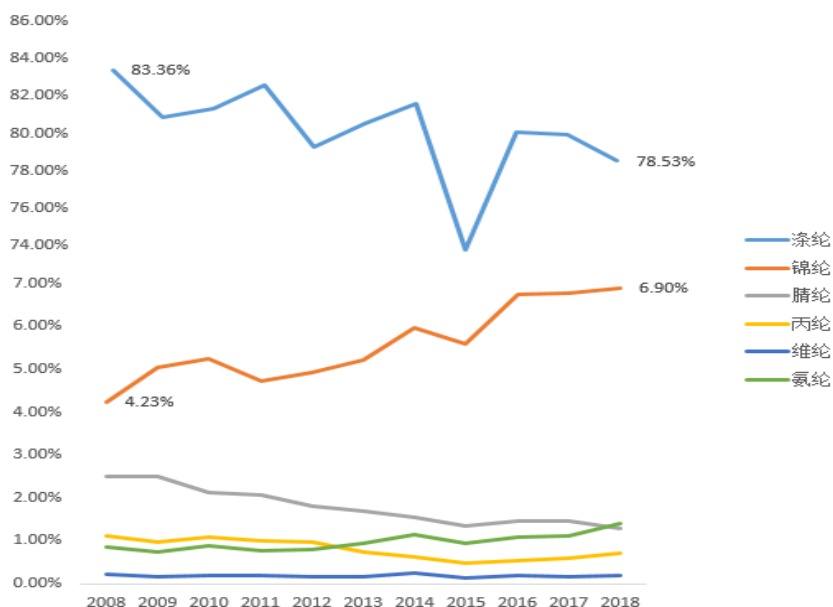
图 12：2014-2017 年全国居民、城镇居民人均衣着消费支出 单位：元



资料来源：Wind、东兴证券研究所

锦纶在化纤中占比不断提升。2008 年至 2017 年，我国锦纶纤维在化学纤维总量中的占比从 4.23% 增至 6.90%，而涤纶、腈纶、丙纶、维纶的占比均在下降。过去涤纶因价格低廉赢得生产厂家青睐，但随着人们生活水平的提高，人们对于衣物性能的要求提高，锦纶得以抢占部分涤纶市场。但与全球锦纶 7.36% 的平均添加比例水平相比，我国锦纶市场尚存提升空间。

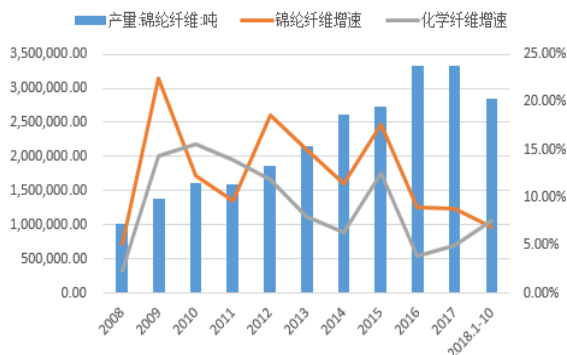
图 13：各类化学纤维占化纤总量比例变化 单位：百分之一



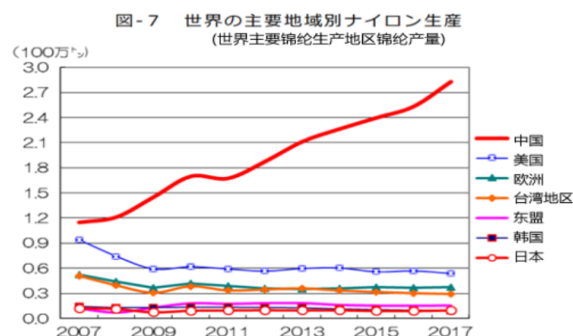
资料来源：Wind

全球锦纶增长重心在中国。2012 年至 2017 年，我国锦纶的复合增长率达 8.08%，2017 年增长率为 19.38%，远高于化学纤维 4.45% 的增速。过去十年，我国锦纶产

量总计增加约 146 万吨，而美国锦纶产量下降，欧洲、台湾地区、东盟、韩国产量基本不变，中国成为全球锦纶增量的主要贡献力量。

图 14：我国锦纶产量及化学纤维增速


资料来源：Wind、东兴证券研究所

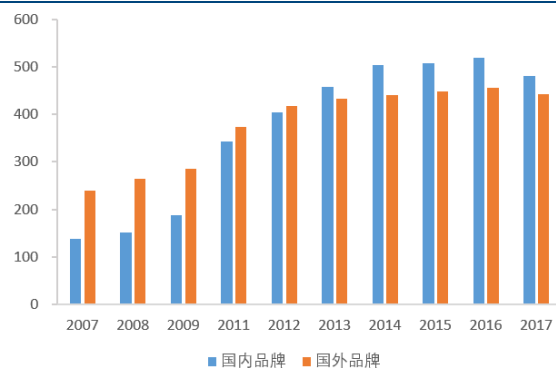
图 15：全球锦纶主要生产地区的锦纶产量变化 单位：百万吨


资料来源：日本化纤协会、东兴证券研究所

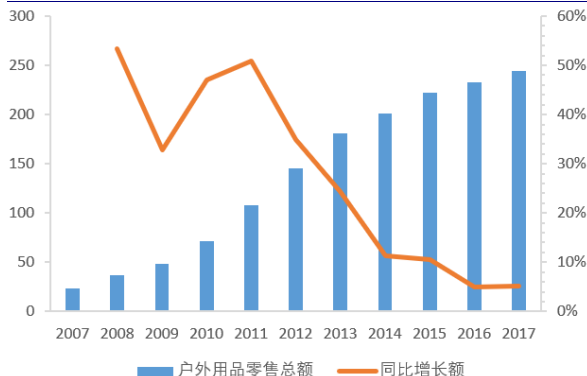
2.2 户外用品市场带来更多锦纶需求

随着户外运动市场的蓬勃兴起，我国近四年来国内户外用品品牌数量稳定维持在 400~500 之间小幅波动。户外用品年度销售额近十年来增幅巨大，受宏观经济因素影响这两年增速略有放缓，但依然处于上升趋势中。17 年我国户外用品零售总额达到 244.6 亿元，但人均消费额仍远低于成熟市场水平，不足欧美国家的 1/4，我国户外用品市场有很大的上升空间。

而锦纶因其强度高、耐磨、耐寒、吸湿的特点而成为户外、运动、防寒等服饰领域的首选，目前冲锋衣、登山衣等运动服饰面料基本上全部采用锦纶制作。户外用品行业的成长有望带动锦纶需求大幅增加。

图 16：我国户外用品品牌数量


资料来源：wind、东兴证券研究所

图 17：2007·2017 年户外用品年度销售额


资料来源：wind、东兴证券研究所

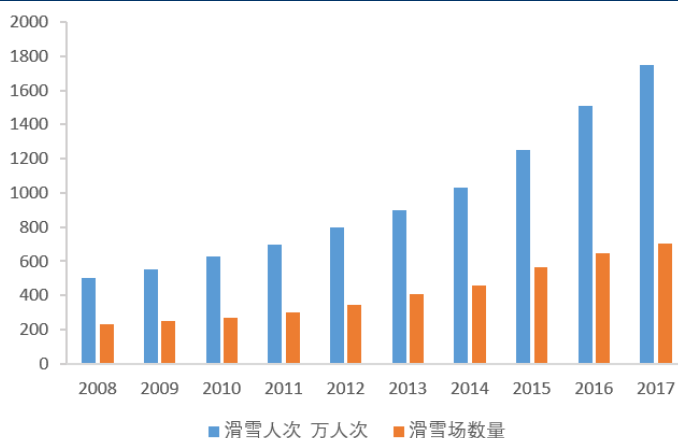
冬奥会成功申办将迎来锦纶热潮。2015 年 7 月，北京和张家口获得 2022 年第 24 届冬季奥林匹克运动会举办权，中国奥委会在申奥过程中曾提出申奥成功后要实现“三亿人参与冰雪运动”的目标。冬奥会的成功申办将极大地促进冰雪运动产业及户外用品产业发展，锦纶需求将借此契机迎来高速增长。

◆ 近几年滑雪浪潮兴起，2015-2016 年雪季约 1500 万人次到滑雪场参与滑雪活动，

比 2013-2014 年雪季增加 200 万人次。滑雪人群激增，已达到 1000 万人以上。

- ◆ 目前滑雪受众面集中于 25-35 岁人群，80% 的滑雪人群在 40 岁以下，消费能力处于增加阶段，且将会把滑雪爱好和习惯传递到下一代，积累潜在市场。
- ◆ 以参与冰雪运动的 3 亿人每人一套户外运动服、每套消耗 4 米面料估算，冰雪运动的浪潮会催生 12 亿米面料、13.2 亿米坯布、13.74 万吨锦纶长丝的潜在市场需求。按照成品面料 10.2 元/米、锦纶坯布 3.6 元/米、锦纶长丝 2 万元/吨计算，这将给锦纶行业带来近 200 亿的市场空间。

图 18：滑雪人次和滑雪场数量 单位：万人次、个



资料来源：Wind、东兴证券研究所

根据《2017 International Report on Snow & Mountain Tourism》报告显示，受冬奥申办成功影响，中国的滑雪场仅在 2016 年就新增 78 家，总数达到 646 家，但仅 25 家的配套设施达到了西方的标准。优质滑雪场地不足、游客集中，滑雪行业面临游客初体验不高、受培训程度低的问题，存在巨大的提升空间与待开发的广阔市场。在国家的政策支持下，待滑雪行业升级改造，锦纶的发展前景会更加优越。

表 2：我国冰雪产业及长丝产业相关政策

文件名称	内容	影响
《冰雪运动发展规划（2016-2025）》	2025 年带动 3 亿人参与冰雪运动，直接参与 5000 万人，冰雪产业总规模达到 10000 亿元 推行“百万青少年上冰雪”和“校园冰雪计划” 建立国家冰雪产业示范基地	多次提到鼓励和支持户外运动产业、冰雪运动相关内容，相关产业的发展将刺激和带动锦纶面料行业的发展。
《进一步促进体育消费的行动计划（2019-2020）》	提出到 2020 年，全国体育消费总规模达 1.5 万亿元。重点支持消费引领性强的健身休闲项目发展 持续实施“冰雪运动南展西扩东进”战略，促进冰雪器材装备等相关产业发展	利于公司锦纶长丝、特种锦纶面料业务的发展
《冰雪装备产业发展行动计划》	聚焦 2022 年冬奥会备战急需，研发冰雪装备，在重点地区打造冰雪装备特色产业园区	冰雪装备发展将刺激锦纶相关面料需求增长

“十三五”期间，规模以上纺织企业工业增加值年均增速保持

在 6%-7%

《纺织工业“十三五”
发展规划》

鼓励建设和完善纤维新材料、产业用纺织品、功能性服装家纺
等领域产业创新联盟，加强产业链上下游、生产和应用、军用
和民用之间的协作创新

为公司进入军用行业、深耕民用市
场提供政策支持，有利于公司与际
华、迪卡侬、安踏的合作创新。

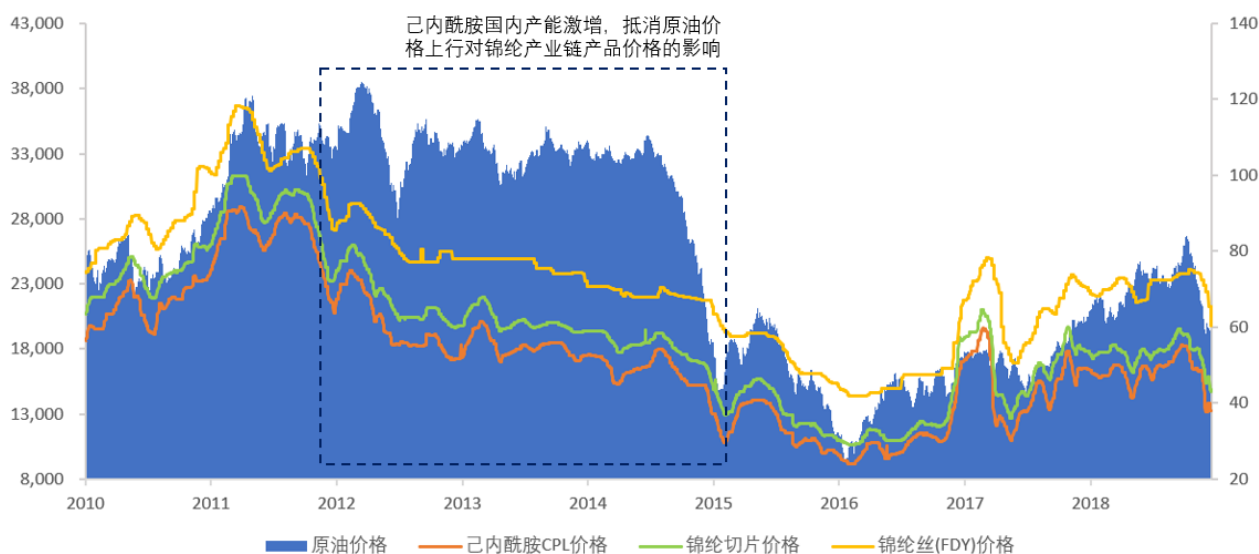
资料来源：WIND、东兴证券研究所

3. 切片扩产利好坯布面料盈利

3.1 锦纶产业链价格传导顺畅

原油-己内酰胺-PA6 切片-锦纶丝价格传导顺畅。公司的主要生产原料为 PA6 切片，PA6 切片的主要原料为己内酰胺。根据过去 8 年的数据显示，锦纶长丝上游价格传导十分顺畅：己内酰胺价格对原油价格变化和国内产能增加的反应十分迅速、直观，即己内酰胺、PA6 切片、锦纶长丝 FDY 价格有极为明显的关联性。

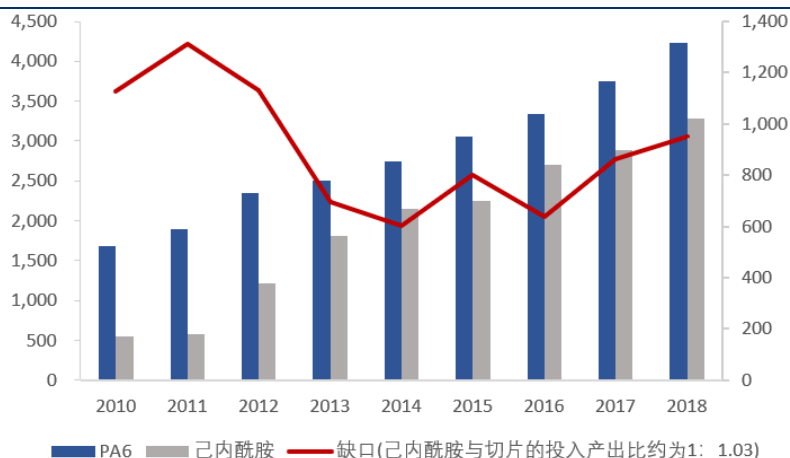
图 19：2010 年-2018 年锦纶产业链上游价格变化 单位：元/吨



资料来源：wind、公司资料、东兴证券研究所整理

锦纶产业链价格与原油价格高度相关。己内酰胺过去依赖进口，下游 PA6 产能受成本约束难以扩张。我国在 2003 年至 2008 年、2010 年和 2011 年分别启动了三次针对进口己内酰胺的反倾销制裁措施，以鼓励国内生产。2012 年我国己内酰胺产能爆发式增长，大大减小了对进口的依赖性，导致 2012 年-2015 年间原油价格高走而锦纶产业链价格一路下行的情况。除此之外，原油价格和锦纶产业链上下游价格一直保持着高度的相关性。

图 20：己内酰胺及 PA6 产能 单位：千吨/年

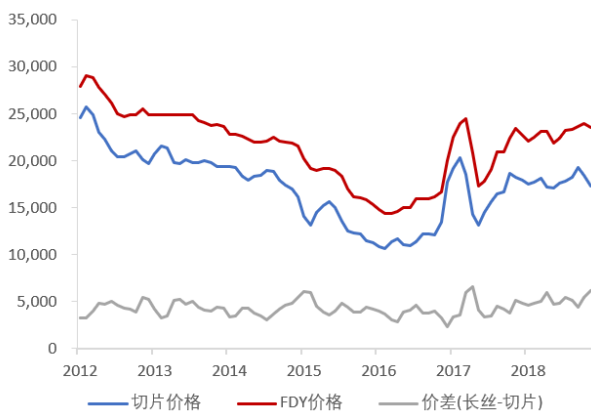


资料来源: 卓创资讯、东兴证券研究所

3.2 锦纶长丝价差中枢上升

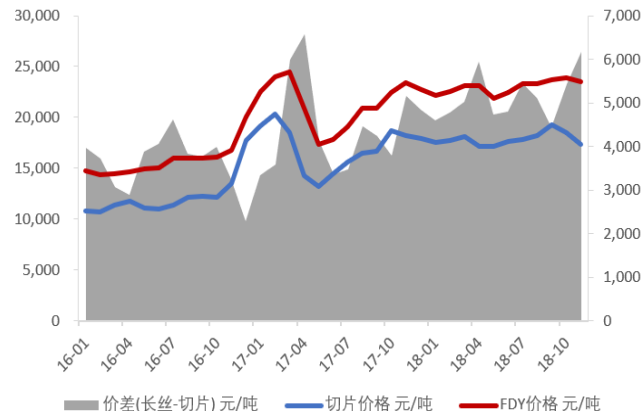
锦纶长丝价差长期稳定, 短期呈现上升趋势。长期来看, PA6 切片和长丝的价格几乎同步变化, 尽管由于库存和合同问题导致传导稍有滞后、产生价差的短期波动, 但在较长的期限内价差保持相对稳定的水平。但从短期来看, 近 3 年价差呈现缓慢爬升的态势, 对于公司锦纶长丝业务是利好因素。

图 21: 锦纶切片、锦纶长丝价格变化 单位: 元/吨



资料来源: wind、东兴证券研究所

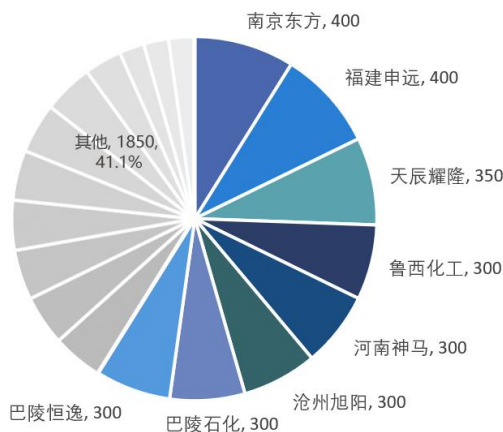
图 22: 近三年锦纶切片、锦纶长丝价格变化 单位: 元/吨



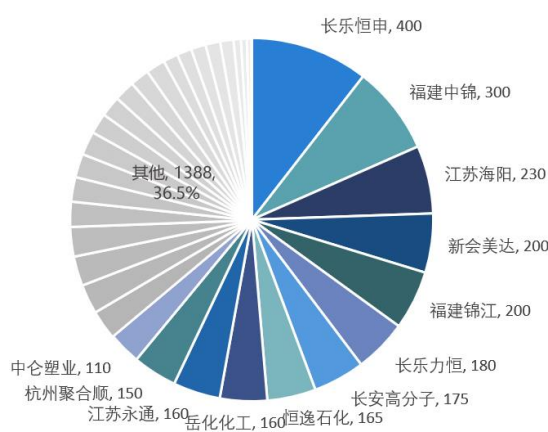
资料来源: wind、公司公告、东兴证券研究所

3.3 原料切片进入扩产高峰利好下游业务盈利

供给端呈现充分竞争格局。己内酰胺 2017 年的产业集中度为 39.19%, 产能略有过剩, 为 PA6 切片提供稳定的原料供应。而我国 PA6 切片随着己内酰胺产能激增也得到了快速发展, 成为世界增量的主要贡献力量。但目前行业依然比较分散, 2018 年的产业集中度 CR4 仅为 24.51%。长丝生产企业在原料采购当中的选择空间较大, 上游充分竞争的格局给予了下游较强的议价能力。

图 23：国内己内酰胺产能分布 单位:千吨


资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

图 24：国内 PA6 切片产能分布 单位:千吨


资料来源：wind、公司公告、东兴证券研究所

切片扩产导致成本降低。未来两年是 PA6 切片产能释放的高峰期，新增产能有望到达目前的三分之一，约为 140 万吨/年。稳定的己内酰胺供应、充分竞争的格局和即将到来的扩产高峰期弱化了 PA6 切片价格上行风险。而占公司营收 60%以上的坯布、功能性面料等主营业务主要受需求端影响，价格不会受原料端拖累，PA6 切片采购成本的降低有利于公司业绩提升。

表 3：国内 PA6 切片新增产能

时间	序号	企业	新增产能 (千吨/年)
2018	1	江苏海阳	120
	2	福建中锦	300
	3	杭州聚合顺	150
	4	恒逸集团	294
2019	5	鲁西化工	200
	6	福建锦江	150
	7	中仑塑业	225
2020	8	恒逸石化	294
2021	9	新会美达	200

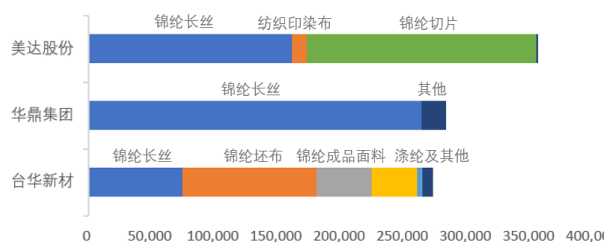
资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

4. 产品优势绑定客户，扩产迎来业绩高峰

4.1 推行差异化战略，产品毛利率逐步提高

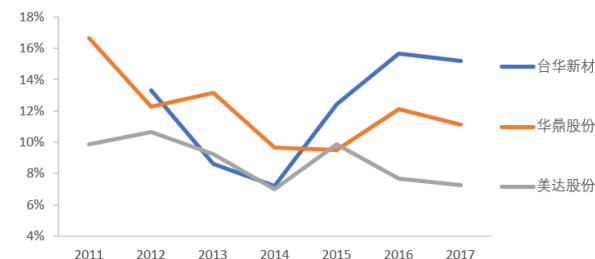
公司锦纶长丝毛利率领先同行竞争对手。目前已上市的锦纶长丝主营企业仅有美达股份、华鼎集团和台华新材，其中美达是国内唯一涵盖聚合、纺丝、针织和印染的企业，主营业务以锦纶切片、长丝为主；华鼎专营锦纶长丝，2017 年锦纶长丝营收占比达到 93.16%。而在共同业务中，公司锦纶长丝毛利率占有绝对优势。

图 25：营收结构比较



资料来源：Wind、东兴证券研究所

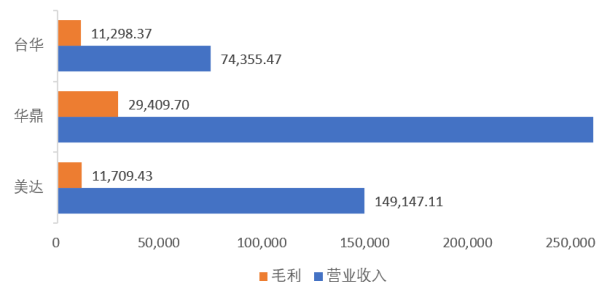
图 26：锦纶长丝毛利率比较



资料来源：Wind、东兴证券研究所

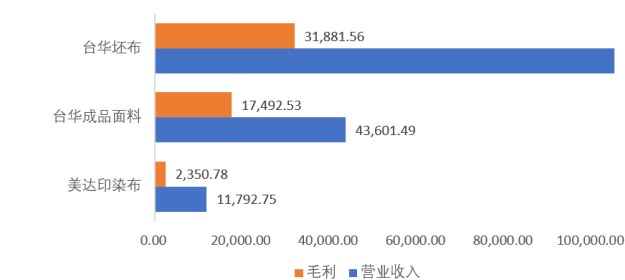
锦纶长丝功能优势明显。台华新材锦纶丝毛利率高于华鼎股份，主要原因是公司产品结构不同。华鼎主要做锦纶长丝的常规产品 FDY，公司除了 FDY 外还生产差异性产品，如 ATY、FDY66 等，其中 ATY 等差异化产品毛利率比常规 FDY 高几个百分点。目前公司差异化产品占比约 20%，但差异化产品市场容量有限，不宜过分扩产。

图 27：锦纶长丝营业收入、毛利比较



资料来源：Wind、东兴证券研究所

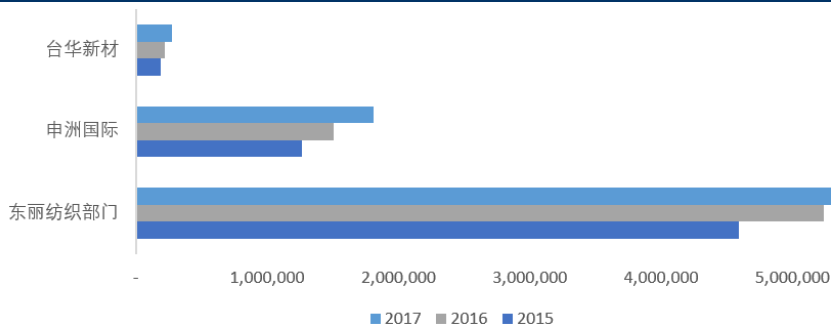
图 28：坯布、成品面料营业收入、毛利比较



资料来源：Wind、东兴证券研究所

长丝业务与美达毛利相当，下游规模明显占优。台华新材采用差异化战略，美达实行成本领先战略，导致两公司锦纶丝营业收入差距巨大，而毛利却非常接近。美达近年来也聚焦高附加值产品，先后开发了冰爽丝、抗菌吸湿排汗纤维等锦纶丝品种，还着力研制细旦高强聚酰胺纤维。但台华新材早已开发出超细旦纱，在功能性纤维上的产品质量与生产技术先进性远远领先于美达，目前拥有国内 10D 超细旦纱的生产垄断。而在纺织、印染环节，美达的生产规模和盈利规模远远不及台华新材。

图 29：台华新材、申洲国际、日本东丽主营收入对比 单位：万人民币



资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

近看申洲远看东丽。申洲国际的营业收入是公司的 6.6 倍，毛利是公司的 7.5 倍，其优势在于提供完整的 ODM 解决方案，从设计到织布、染整、印绣花、裁剪与缝制都在业务覆盖范围之内。公司未来也会涉足成衣领域，产业布局比申洲多出长丝环节，毛利率有望向申洲靠拢。

日本东丽是在全球范围的知名企业，一体化度高，覆盖从上游己内酰胺、锦纶切片到下游面料、成衣制作的全产业链生产环节。无论是纺丝还是面料，都走在技术研发的前端，高附加值带来了高盈利。目前公司尚未有向上游基础化工拓展的计划，会集中向下游扩张，日本东丽的规模与产业布局是公司的长期目标。

4.2 绑定民用优秀品牌，重点客户采购比例逐年增长

民用市场持续扩张。公司经过多年的积累，不断巩固、壮大运动和户外及休闲等民用市场，现拥有稳定的客户群，与迪卡侬、安踏、探路者、C&A、H&M、海澜之家、优衣库、乔丹、美国维克罗等国内外知名品牌建立了稳定的合作关系，包括直接合作和与其指定的加工企业合作，在客户中形成较高的声誉。目前公司雇有 4000 名员工，研发人员占 7.5%，致力于为不同的客户研发新型材料。

图 30：品牌客户图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

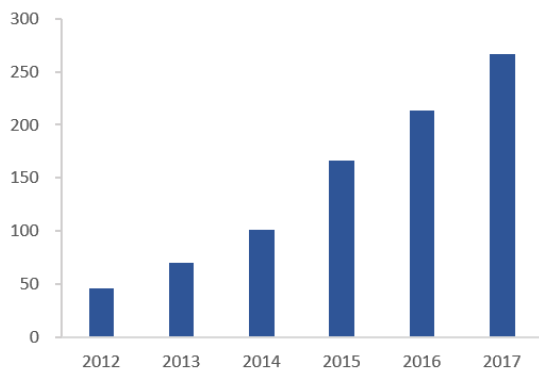
优质产品赢得安踏认可。在技术方面，公司和安踏开发了色纺纱，赢得了安踏的高度认可。在产品方面，公司在 2016 年里约奥运会上配合安踏赞助了中国代表团防蚊运动服，保护运动员免受寨卡蚊虫病毒困扰，又在 2018 年为平昌冬奥会提供了冰雪服面料，帮助安踏打响全球化战略的第一枪。作为 2022 年北京冬奥会和冬残奥会组委会的官方体育服装合作伙伴，安踏宣称要继续力臻完美，利用新技术、新科技，为中国奥运代表队提供完善的冰雪装备，这意味着公司和安踏进一步深入合作的机会，有望让公司的业绩再上一个台阶。

头号客户迪卡侬对公司依赖度高。迪卡侬是全球知名的综合体育用品生产和销售企业，其在中国的门店数量激增，在 5 年内门店从不足 50 家增至 267 家，并计划在 2020

年提升至 500 家。公司与迪卡侬已有八年合作历史，稳定的合作关系依赖于迪卡侬对公司全产业链优势的青睐。近四年，公司对迪卡侬销售额持续增长，2017 年对迪卡侬销售额达到 4.6 亿元，占公司主营收入的 17%。

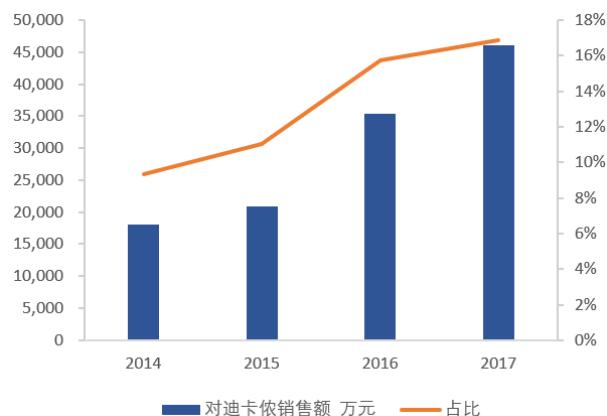
- ◆ 迪卡侬对上游供应商有着严格的管理和评估体系，其他公司进入其供应体系至少要 3 年。公司是迪卡侬开放研发平台唯一一个国内企业，能以绝对的优势占有迪卡侬的大量订单。
- ◆ 每逢迪卡侬推出新款服饰，必定需要新面料与之配套生产，而新面料的毛利率高达 40%，推出初期可为公司带来可观收益，待 3~5 年后毛利率下降至 20%，公司可转交由其他公司生产。
- ◆ 一般而言，行业内上游供应商的供应占比一般不会超过 15%，而迪卡侬约 50% 的梭织产品都由公司供应，公司是迪卡侬全球最大的锦纶供应商，高度的依赖关系有利于往后的稳定合作。

图 31：迪卡侬中国门店数量



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 32：公司对迪卡侬销售额 单位：万元



资料来源：Wind、东兴证券研究所

4.3 开拓军用市场，行业龙头优势互补

携手际华，开拓军用领域。际华集团拥有我国军需品 60% 左右的市场份额，以及公安司法、铁路交通等 15 个国家统一着装部门制服市场 10% 的份额，是国内少数几个面向国际军需品市场的销售、加工基地之一，主要从事军需轻工产品的开发、生产和销售，拥有职业装、纺织印染、职业鞋靴、防护装具四大制造业务板块。

2018 年 10 月际华集团与公司签署了战略合作协议，共同研发功能性化纤，主要集中在锦纶长纤产品上的合作。际华集团与台华为产业链上下游企业，有着极强的产业优势互补性。此次战略合作持续 5 年，双方将利用各自的优质行业资源发展、加强国内军用和特殊防护行业的市场核心竞争力。

4.4 公司产能即将迎来增长高峰期

IPO 募投项目投产指日可待。公司通过公开发行募集资金共计约 6.23 亿元，投资于年染色 8000 万米高档差别化功能性锦纶面料扩建项目、后整理加工 3450 万米高档特种功能性面料扩建项目和新型纤维与面料技术研发中心项目。截至 2018H1，年 8000 万米染色与 3450 万米后整理分别完成 85%与 75%

图 33：台华新材产能扩张路线

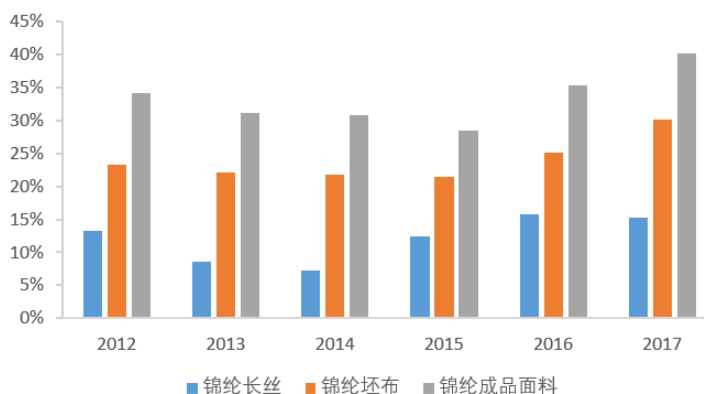


资料来源：公司公告、东兴证券研究所整理

可转债项目提上日程。公司于 2018 年 11 月 9 日获得中国证监会核准公开发行 5.33 亿元可转换债券，计划于 1 年内建成年产 7600 万米高档锦纶坯布面料项目。目前公司锦纶坯布的产能利用率接近甚至超过 100%，坯布的扩产有利于公司匹配上下游的产量，改善公司头重脚轻的产业布局。

目前公司锦纶坯布毛利率为 30.04%，成品面料毛利率为 40.12%，明显高于主营业务锦纶长丝 15.20%的毛利率。随着高毛利率环节的产能提升，公司的综合毛利率也会上升。

图 34：上下游毛利率对比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

5. 投资评级

公司是锦纶行业为数不多的具备一体化产业链布局的龙头企业，所生产的差异化锦纶产品性能优良、极具市场竞争力。随着中国经济的持续增长，消费需求不断升级将促成高档化纤织品的需求扩大，锦纶纺织品市场前景广阔。19 年起上游己内酰胺和锦

纶切片的产能扩张或将降低公司原材料采购成本，利好坯布面料盈利。公司绑定迪卡侬、安踏等民用优秀品牌，同时与际华集团合作进军军用领域。2018年起公司的IPO募投项目和可转债项目相继投产，进入产能投放高峰期，业绩有望实现高速增长。

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为30.68亿元、33.44亿元和35.54亿元，归属于上市公司股东净利润分别为4.44亿元、4.90亿元和5.72亿元；每股收益分别为0.81元、0.89元和1.04元，对应PE分别为14.21倍、12.88倍和11.03倍，远低于当前化学纤维行业平均PE17.01倍。我们看好公司未来长期发展，首次覆盖，予以公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

原料价格大幅波动，产能投放不及预期，下游需求不及预期。

表 4：公司盈利预测表

资产负债表						单位：百万元		利润表		单位：百万元			
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	1462.26	1747.74	2617.36	2970.19	3221.47	营业收入	2243.82	2728.53	3068.10	3344.40	3554.78		
货币资金	444.69	321.89	608.10	662.86	704.56	营业成本	1676.25	1973.08	2219.72	2396.93	2485.42		
应收账款	299.50	346.82	462.32	503.95	535.65	营业税金及附加	20.74	22.74	23.01	22.57	21.60		
其他应收款	1.91	1.97	2.21	2.41	2.56	营业费用	41.43	45.56	53.94	58.80	62.50		
预付款项	15.06	8.08	11.65	15.49	19.48	管理费用	151.16	210.20	221.53	241.47	256.67		
存货	597.34	676.69	881.81	952.20	987.36	财务费用	71.04	39.23	24.07	37.73	42.85		
其他流动资产	9.98	308.01	516.79	686.67	816.03	资产减值损失	18.15	9.73	2.00	5.00	5.00		
非流动资产合	1474.06	1558.69	1919.77	2328.79	2374.15	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	2.18	-0.94	8.60	3.00	3.00		
固定资产	1258.67	1217.00	1434.62	1733.91	1867.78	营业利润	267.23	436.21	532.44	584.89	683.76		
无形资产	117.33	123.75	122.56	121.43	120.36	营业外收入	9.82	9.60	3.00	9.00	9.00		
其他非流动资产	2.96	22.69	22.69	22.69	22.69	营业外支出	5.02	1.21	1.00	4.00	4.00		
资产总计	2936.31	3306.43	4537.13	5298.98	5595.62	利润总额	272.03	444.59	534.44	589.89	688.76		
流动负债合计	1512.74	1002.13	1406.54	1714.03	1483.81	所得税	44.47	78.07	90.61	100.01	116.77		
短期借款	869.31	446.65	734.66	1102.49	977.55	净利润	227.56	366.52	443.83	489.88	571.99		
应付账款	256.35	299.40	333.51	262.68	204.28	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
预收款项	19.14	16.07	21.00	27.45	35.67	归属母公司净利润	227.56	366.52	443.83	489.88	571.99		
一年内到期的非	80.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	518.08	653.73	793.47	944.79	1082.22		
非流动负债合	25.33	21.56	457.71	481.75	506.16	EPS（元）	0.47	0.74	0.81	0.89	1.04		
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
应付债券	0.00	0.00	436.15	460.19	484.60								
负债合计	1538.07	1023.69	1864.25	2195.78	1989.97	成长能力							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长	18.29%	21.60%	12.45%	9.01%	6.29%		
实收资本（或股	480.00	547.60	547.60	547.60	547.60	营业利润增长	527.57%	63.23%	22.06%	9.85%	16.90%		
资本公积	233.90	721.30	721.30	721.30	721.30	归属于母公司净利	21.09%	10.38%	21.09%	10.38%	16.76%		
未分配利润	673.13	992.56	1280.54	1632.48	2080.03	获利能力							
归属母公司股东	1398.24	2282.74	2672.88	3103.20	3605.65	毛利率(%)	0.00%	25.29%	27.69%	27.65%	28.33%		
负债和所有者	2936.31	3306.43	4537.13	5298.98	5595.62	净利率(%)	10.14%	13.43%	14.47%	14.65%	16.09%		
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润率(%)	7.75%	11.09%	9.78%	9.24%	10.22%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	16.27%	16.06%	16.61%	15.79%	15.86%		
经营活动现金	799.16	465.20	259.45	497.17	661.92	偿债能力							
净利润	227.56	366.52	443.83	489.88	571.99	资产负债率(%)	52%	31%	41%	41%	36%		
折旧摊销	179.81	178.29	239.76	325.96	359.94	流动比率	0.97	1.74	1.86	1.73	2.17		
财务费用	71.04	39.23	24.07	37.73	42.85	速动比率	0.57	1.07	1.23	1.18	1.51		
应付帐款的变化	0.00	0.00	-115.50	-41.63	-31.70	营运能力							
预收帐款的变化	0.00	0.00	4.93	6.45	8.22	总资产周转率	0.74	0.87	0.78	0.68	0.65		
投资活动现金	-56.45	-520.93	-619.03	-736.98	-407.30	应收账款周转率	7	8	8	7	7		
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	9.54	9.82	9.70	11.22	15.23		
长期股权投资减	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）							
投资收益	2.18	-0.94	8.60	3.00	3.00	每股收益(最新摊	0.47	0.74	0.81	0.89	1.04		
筹资活动现金	-611.85	24.32	645.78	294.58	-212.92	每股净现金流(最	0.27	-0.06	0.52	0.10	0.08		
应付债券增加	0.00	0.00	436.15	24.04	24.41	每股净资产(最新	2.91	4.17	4.88	5.67	6.58		
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率							
普通股增加	0.00	67.60	0.00	0.00	0.00	P/E	24.51	15.57	14.21	12.88	11.03		
资本公积增加	0.00	487.40	0.00	0.00	0.00	P/B	3.95	2.76	2.36	2.03	1.75		
现金净增加额	130.87	-31.41	286.21	54.76	41.70	EV/EBITDA	11.65	9.84	8.66	7.63	6.53		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士, CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部, 从事基础化工行业研究, 2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

张明烨

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士, 3 年化工实业经验, 2015 年起从事化工行业研究工作, 2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士, 美国俄亥俄州立大学化学工程博士, CFA 持证人, 3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人, 著有国内外专利 5 项, 国际一流学术期刊署名论文 10 余篇, 累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

洪翀

北京理工大学化学工程学士, 美国塔尔萨大学化学工程硕士, 4 年海外化工实业经验, 2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系, 曾就职于中石油石油化工研究院, 三年化工技术开发管理经验, 2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。