



Research and
Development Center

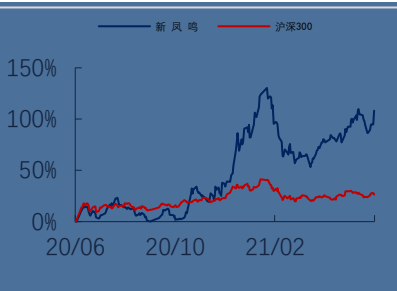
扩张节奏加快，打造低成本龙头

— 新凤鸣（603225）首次覆盖报告

2021年6月30日

陈淑娴 首席分析师
S1500519080001
+86 21 61678597
chenshuxian@cindasc.com

曹熠 研究助理
+86 21 61678597
caoyi@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
新凤鸣 (603225. SH)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	20.79
52 周内股价波动区间 (元)	22.99-9.98
最近一月涨跌幅 (%)	8.17
总股本 (亿股)	14.01
流通 A 股比例 (%)	98.00
总市值 (亿元)	291.31

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

扩张节奏加快，打造低成本龙头

2021年6月30日

本期内容提要：

◆**聚酯产能规模加速扩张。**截止 2020 年底，公司 PTA 实际产能达到 500 万吨，民用涤纶长丝实际产能 500 万吨。2021 年 4 月 13 日，中跃化纤二期新增产能 30 万吨。2021 年全年，公司预计新增 100 万吨长丝产能、60 万吨涤纶短纤产能。目前公司规划产能包括独山能源 400 万吨 PTA 和 210 万吨聚酯；中友化纤 200 万吨短纤、100 万吨聚酯及 30 万吨聚脂薄膜；中磊化纤 180 万吨聚酯纤维；新沂基地 270 万吨聚酯材料一体化项目。预计到 2025 年之前，公司 PTA 实际产能将达到 1000 万吨，未来公司涤纶长丝产能将突破 1000 万吨，实现中下游产能翻倍。

◆**公司先进 PTA 技术有效控成本。**公司目前长丝实际产能 500 万吨/年，公司聚酯产业链已经实现原料自给。未来公司还将以独山能源布局 400 万吨/年 PTA 装置，2025 年公司 PTA 实际总产能预计将达到 1000 万吨，能够支持公司下游规模扩张至 1170 万吨。由于公司的 2 套 PTA 装置均为英国 BP 公司最新一代技术，2020 年新凤鸣非原料成本为 212.99 元/吨。根据 CCFEI 的数据，PTA 行业平均加工成本为 500 元/吨左右，公司加工成本远低于行业平均水平。综合来看，先进技术为龙头企业带来了成本控制优势。

◆**长丝景气修复，旺季业绩可期。**自 2018 年开始，纺服行业增速放缓，随着产能向外转移和出清，纺服产品持续去库存。我们预计随着 2020 年纺服需求触底，2021 年-2023 年纺服行业将迎来新一轮补库存周期。我们预计纺服需求增速将反弹至 5% 左右，从下游带动涤纶长丝需求。从复苏的周期来看，主要是两个方面：一个方面是回升至 2019 年疫情前的同期水平；另一个方面是终端需求进入补库存周期的复合增速，两方面加总得到未来涤纶长丝终端需求的增长空间。

◆**增加短纤品种，业绩贡献可观。**2020 年受疫情影响，涤纶短纤的产量和表观消费量同比增速均有大幅下滑。但 2020 年全年涤纶短纤开工率上行，且下半年短纤期货上市后，受卫生方面无纺布需求增加的推动和原料价格走低，涤纶短纤迎来期现货市场的旺季。长期来看，由于疫情长时间存在和国内消费者对卫生用品需求的逐年增加，短纤需求端好于 2020 年以前水平。新凤鸣 2021 年计划新增 60 万吨/年短纤产能，考虑公司拥有 PTA 原料产能和进口工艺的先进性，公司涤纶短纤有竞争力优势。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预测 2021 年-2023 年公司 EPS（摊薄）分别为 1.72 元、2.02 元和 2.14 元。对应动态市盈率（以 2021 年 6 月 29 日收盘价计算）分别为分别为 12.10 倍、10.28 倍和 9.70 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**聚酯行业景气度上升，公司产品价格持续上涨；全球经济进入复苏周期。

◆**风险因素：**上游原材料价格上涨的风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	34,148	36,984	40,340	47,949	51,998
增长率 YoY %	4.6%	8.3%	9.1%	18.9%	8.4%
归属母公司净利润 (百万元)	1,355	603	2,408	2,833	3,004
增长率 YoY%	-4.8%	-55.5%	299.3%	17.7%	6.0%
毛利率%	8.5%	5.0%	10.6%	10.3%	9.9%
净资产收益率ROE%	11.6%	5.0%	16.7%	16.4%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.97	0.43	1.72	2.02	2.14
市盈率 P/E(倍)	12.77	32.30	12.10	10.28	9.70
市净率 P/B(倍)	1.48	1.62	2.02	1.69	1.44

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年06月29日收盘价

目 录

投资聚焦	6
深耕聚酯产业，产能规模加速扩张	8
一、“一洲两湖”布局中下游，新沂基地开工	8
二、主营 POY 业务，维持长丝高产销率	11
上游原材料产能扩张，产业链利润向下转移	12
一、大炼化逐步投产，推进 PX 产能扩张	12
二、PTA 结构性过剩，先进技术带来低成本优势	14
纺服补库存+长丝景气修复，聚酯行业弹性良好	17
一、疫情修复，纺服或将开启补库存周期	18
二、景气周期修复向上，三季度旺季业绩可期	19
三、进入短纤赛道，卫生用品带动短纤需求	22
盈利预测、估值与投资评级	24
重要假设	24
盈利预测、估值及投资评级	24
风险因素	25

表 目 录

表 1: 公司产能分布	9
表 2: 新凤鸣重大资本开支计划	10
表 3: 截止 2020 年底中国大陆主要 PX 已建产能	13
表 4: 2021 年及之后中国大陆 PX 拟建和未投产产能	14
表 5: 2021 及以后中国大陆拟建和未投产 PTA 产能	15
表 6: 中国 2021 年拟新增涤纶长丝产能	21
表 7: 中国 2021 年拟新增涤纶短纤产能	23
表 8: 可比上市公司相对估值	24

图 目 录

图 1: 新凤鸣股权结构	8
图 2: 新凤鸣部分业务子公司权益情况	9
图 3: 新凤鸣“一洲两湖”基地	9
图 4: 2016 年-2020 年营业收入和同比增速 (亿元, %)	11
图 5: 2016 年-2020 年归母净利润和同比增速 (亿元, %)	11
图 6: 2020 年各业务营收占比情况 (%)	11
图 7: 2020 年各业务毛利占比情况 (%)	11
图 8: 2016 年-2020 年各产品毛利率 (%)	12
图 9: 2016 年-2020 年毛利率和净利率 (%)	12
图 10: 2016 年-2020 年费用率情况 (%)	12
图 11: 2017 年-2020 年各产品产销率 (%)	12
图 12: 中国 PX 产量、进口量和进口依赖度 (万吨, 万吨, %)	13
图 13: 2020 年中国 PX 进口来源国家及地区 (%)	13
图 14: 2020 年全球 PX 产能分布 (%)	13
图 15: 2020 年中国十大 PTA 企业的产能和占比 (万吨, %)	15
图 16: 2019 年至今 PX、PTA 价格和 PTA 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	16
图 17: 2019 年至今 PTA 开工率 (%)	16
图 18: 2019 年至今 PTA 流通库存 (万吨)	16
图 19: 2010 年-2019 年 PTA 产能及表观消费量 (万吨)	16
图 20: 2017-2022E 公司 PTA 需求量及 PTA 产量* (万吨, 万吨)	17
图 21: 2019-2020 年公司 PTA 两年平均成本构成 (%)	17
图 22: 2019-2020 年公司 PTA 成本构成 (元/吨)	17
图 23: 2016-2020 年桐昆股份 PTA 成本构成 (元/吨)	17
图 25: 2015-2021 年社会消费品零售额和服装鞋帽零售额同比增速 (%)	18
图 26: 2015-2021 年纺织品出口累计同比和化学纤维长丝出口累计同比 (%)	18
图 27: 2018-2021 年柯桥纺织价格指数	19
图 28: 2015-2021 年 4 月纺服行业利润总额及同比增速 (% , %)	19
图 29: 2015 年-2020 年纺织服装产成品库存 (亿元)	19
图 30: 2015-2020 年涤纶长丝开工率 (%)	20
图 31: 2016-至今年 POY 价格及 POY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	20
图 32: 2016-至今 FDY 价格及 FDY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	20
图 33: 2016-至今 DTY 价格及 DTY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	20

图 34: 2016-至今盛泽地区开工率 (%)	20
图 35: 2016-至今盛泽地区坯布库存天数 (天)	20
图 36: 2015 年-2020 年涤纶长丝产量、表观消费量和同比增速 (万吨, %)	21
图 37: 2020 年涤纶长丝产能及占比 (%)	21
图 38: 2016-至今涤纶短纤开工率 (%)	22
图 39: 2016 年-2020 年涤纶短纤产量、表观消费量和同比增速 (万吨, %)	22
图 40: 2016-至今涤纶短纤价格及单吨净利润 (元/吨, 元/吨)	23
图 41: 2016-至今涤纶短纤产销率 (%)	23
图 42: 2016-至今涤纶短纤库存天数 (天)	23

投资聚焦

核心观点/投资逻辑:

聚酯产能规模加速扩张。截止 2020 年底, 公司 PTA 实际产能达到 500 万吨, 民用涤纶长丝实际产能 500 万吨。2021 年 4 月 13 日, 中跃化纤二期新增产能 30 万吨。2021 年全年, 公司预计新增 100 万吨长丝产能、60 万吨涤纶短纤产能。目前公司规划产能包括独山能源 400 万吨 PTA 和 210 万吨聚酯; 中友化纤 200 万吨短纤、100 万吨聚酯及 30 万吨聚脂薄膜; 中磊化纤 180 万吨聚酯纤维; 新沂基地 270 万吨聚酯材料一体化项目。预计到 2025 年之前, 公司 PTA 实际产能将达到 1000 万吨, 未来公司涤纶长丝产能将突破 1000 万吨, 实现中下游产能翻倍。

公司先进 PTA 技术有效控成本。公司目前长丝实际产能 500 万吨/年, 公司聚酯产业链已经实现原料自给。未来公司还将以独山能源布局 400 万吨/年 PTA 装置, 2025 年公司 PTA 实际总产能预计将达到 1000 万吨, 能够支持公司下游规模扩张至 1170 万吨。由于公司的 2 套 PTA 装置均为英国 BP 公司最新一代技术, 2020 年新凤鸣非原料成本为 212.99 元/吨。根据 CCFEI 的数据, PTA 行业平均加工成本为 500 元/吨左右, 公司加工成本远低于行业平均水平。综合来看, 先进技术为龙头企业带来了成本控制优势。

长丝景气修复, 旺季业绩可期。自 2018 年开始, 纺服行业增速放缓, 随着产能向外转移和出清, 纺服产品持续去库存。我们预计随着 2020 年纺服需求触底, 2021 年-2023 年纺服行业将迎来新一轮补库存周期。我们预计纺服需求增速将反弹至 5% 左右, 从下游带动涤纶长丝需求。从复苏的周期来看, 主要是两个方面: 一个方面是回升至 2019 年疫情前的同期水平; 另一个方面是终端需求进入补库存周期的复合增速, 两方面加总得到未来涤纶长丝终端需求的增长空间。

增加短纤品种, 业绩贡献可观。2020 年受疫情影响, 涤纶短纤的产量和表观消费量同比增速均有大幅下滑。但 2020 年全年涤纶短纤开工率上行, 且下半年短纤期货上市后, 受卫生方面无纺布需求增加的推动和原料价格走低, 涤纶短纤迎来期现货市场的旺季。长期来看, 由于疫情长时间存在和国内消费者对卫生用品需求的逐年增加, 短纤需求端好于 2020 年以前水平。新凤鸣 2021 年计划新增 60 万吨/年短纤产能, 考虑公司拥有 PTA 原料产能和进口工艺的先进性, 公司涤纶短纤有竞争力优势。

与市场不同观点:

市场认为公司业务仅涵盖涤纶长丝和 PTA 业务, 成长性相较于大炼化企业较差。我们认为, 公司上市时间较短, 前期产能规模处于扩张和巩固阶段, 考虑到公司综合实力情况, 不贸然参与大炼化项目更有利于公司积攒实力, 为未来在聚酯产业链持续扩张做好充分准备。“十四五”期间, 公司已经规划大量扩产项目, 产能加速扩张拉开序幕, 且包括 PTA 和长丝卷绕头技术均采取全球最先进的技术, 成本端在行业中拥有绝对优势, 看好公司在聚酯产业链的盈利能力和成长性。

盈利预测与投资评级:

我们预测 2021 年-2023 年公司 EPS (摊薄) 分别为 1.72 元、2.02 元和 2.14 元。对应动态市盈率 (以 2021 年 6 月 29 日收盘价计算) 分别为 12.10 倍、10.28 倍和 9.70 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

股价催化剂:

聚酯行业景气度上升, 公司产品价格持续上涨; 全球经济进入复苏周期。

风险因素:

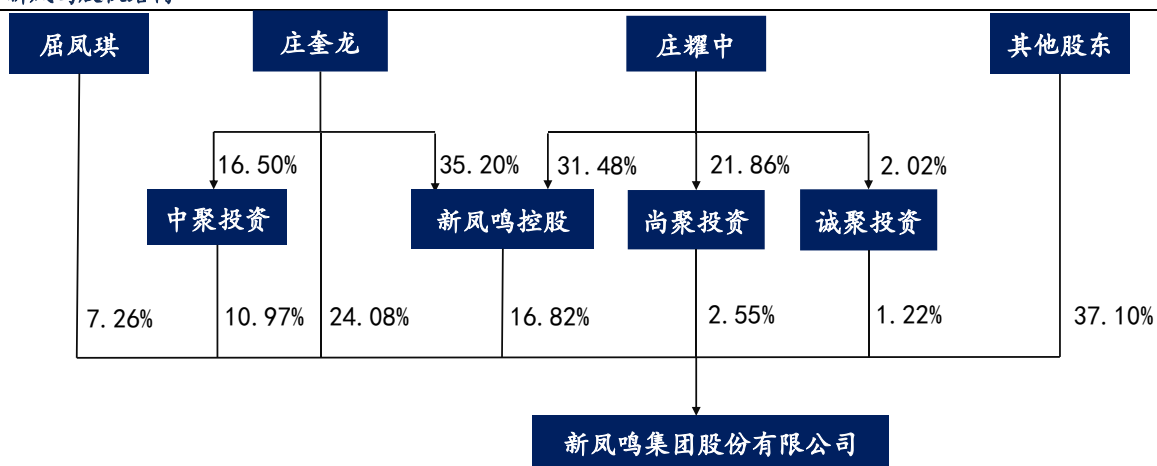
上游原材料价格上涨的风险；公司新建产能投产不及预期的风险；下游需求修复不及预期的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险。

深耕聚酯产业，产能规模加速扩张

一、“一洲两湖”布局中下游，新沂基地开工

新凤鸣集团股份有限公司前身为桐乡市中恒化纤有限公司，成立于 2000 年 2 月 22 日，于 2017 年 4 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市。公司控股股东为新凤鸣控股集团有限公司，庄奎龙直接持有公司 24.08% 的股份，并通过新凤鸣控股、中聚投资间接控制新凤鸣 27.79% 的股份；屈凤琪为庄奎龙妻子，直接持有新凤鸣 7.26% 的股份；庄奎龙之子庄耀中通过新凤鸣控股、尚聚投资和诚聚投资间接持有公司 5.88% 股份。庄奎龙、屈凤琪和庄耀中为公司实际控制人，公司实际控制人及其一致行动人共持有公司股份比例为 62.90%。

图 1：新凤鸣股权结构

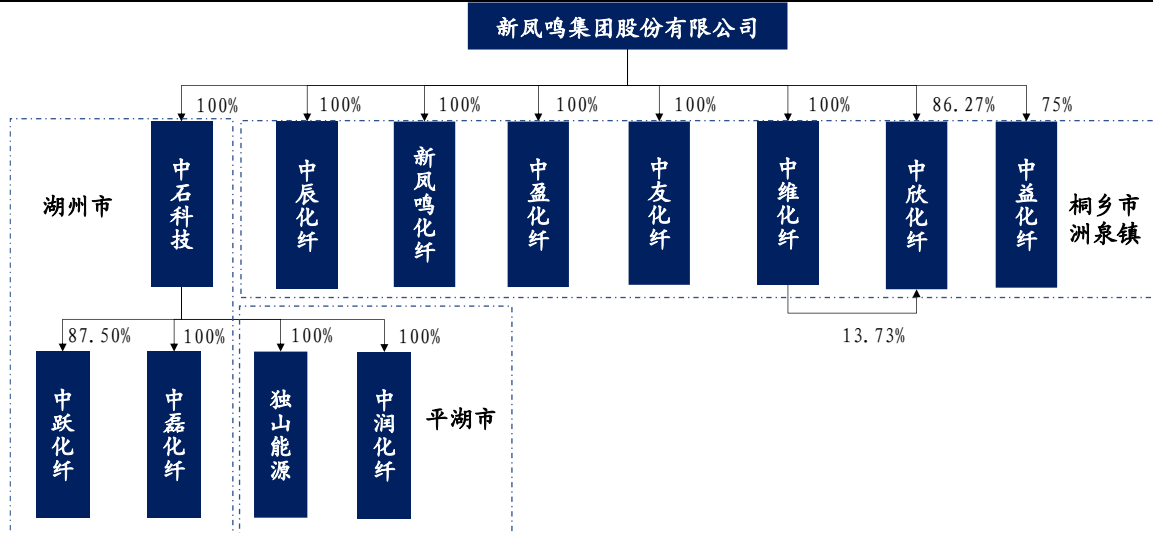


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司已经发展为集聚酯、涤纶纺丝、加弹、进出口贸易为一体的聚酯行业龙头，主营业务为民用涤纶长丝及原材料 PTA 的研发、生产和销售。涤纶长丝产品涵盖 POY、FDY 和 DTY，主要应用于服装、家纺和产业用纺织品等领域。随着独山能源 PTA 产能投产，公司通过 BP 最新一代 PTA 工艺技术应用，公司拥有了从上游 PTA 对下游涤纶长丝较为垂直、完善的供应体系，保证公司稳定的原材料供应，完善公司产业结构，降低原材料价格波动对公司生产经营的影响。目前公司的产业结构，主要分为 PTA 和长丝两大板块：

(1) **PTA**：公司以全资孙公司独山能源为主体建设 PTA 产能，两期设计产能均为 220 万吨/年，采用 BP 最新一代的 PTA 工艺技术，分别于 2018 年 2 月和 2019 年 3 月开工建设，并分别于 2019 年 4 季度和 2020 年 4 季度投产，目前公司 PTA 实际总产能已达到 500 万吨，实现从无到有，从原料外采到 PTA 原料完全自给。

(2) **涤纶长丝**：公司重点布局“一洲两湖”生产基地，在浙江省洲泉镇、湖州市、平湖市通过多个子公司铺开长丝产能。截至 2020 年底，公司已拥有民用涤纶长丝实际产能 500 万吨。2014 年至 2020 年，公司涤纶长丝产能从 170 万吨增加至 500 万吨，年均复合增速达到 19.70%，平均每年新增 55 万吨产能。2021 年 4 月 13 日，中跃化纤二期 HCP7 装置投产，后道配套长丝装置预计于 7 月份满产，新增产能 30 万吨。

图 2: 新凤鸣部分业务子公司权益情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 新凤鸣“一洲两湖”基地


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从开工负荷上来看, 尽管 2020 年受疫情影响, 长丝行业景气度大幅下滑, 但公司除 2020 年新增产能外, 开工率均保持在 90% 以上, 部分产能超负荷运行。2020 年公司 PTA 产销率为 98.74%, 涤纶长丝产销率为 99.38%, 疫情对全年的产销影响有限。2020 年疫情冲击下, 公司库存管控能力有效缓解了长丝景气度底部带来的压力, 体现了龙头企业运营的抗风险能力。

表 1: 公司产能分布

主要厂区或项目	设计产能	2020 年产能使用率 (%)	在建产能	在建产能已投资额 (万元)	在建产能预计完工时间
中欣化纤	20 万吨	92.48	已投产		
中欣化纤	20 万吨	98.80	已投产		

中辰化纤	50 万吨	107.67	已投产	
中维化纤	55 万吨	99.61	已投产	
中盈化纤	62 万吨	100.88	已投产	
中石科技一期	62 万吨	102.25	已投产	
中石科技二期	65 万吨	99.10	已投产	
中欣化纤二期	28 万吨	117.00	已投产	
中跃化纤一期	56 万吨	115.14	已投产	
独山能源一期 PTA	220 万吨	115.26	已投产	
新风鸣化纤	4 万吨	77.92	已投产	
中益化纤一期 ZCP11 项目	30 万吨	76.61	已投产	2020 年 4 月中益化纤一期 ZCP11 装置投产,后道配套长丝装置 7 月份满产
中益化纤一期 ZCP12 项目	30 万吨	9.23	已投产	2020 年 11 月中益化纤一期 ZCP12 装置投产,后道配套长丝装置 2021 年 4 月满产
中跃化纤二期 HCP7 项目	30 万吨		已投产	2021 年 4 月 13 日,中跃化纤二期 HCP7 装置投产,后道配套长丝装置预计于 7 月份满产
独山能源二期 PTA 项目	220 万吨	21.8	已投产	2020 年 4 季度投产
中磊化纤短纤项目	60 万吨		在建	18097.65 预计 2021 年投产

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

产能规划方面,公司重点布局“一洲两湖”三大基地的同时开拓第四生产基地。2020 年 3 月,公司全资子公司中石科技与浙江独山港经济开发区管委会签订《项目投资协议书》,拟投资 130 亿元在独山港建设 400 万吨 PTA 和 210 万吨差别化、功能性纤维产能。同年 6 月,全资子公司中友化纤拟投资 110 亿元在洲泉基地建设 200 万吨功能柔性定制化短纤、100 万吨功能性差别化纤维及 30 万吨聚酯薄膜新材料项目。中磊化纤拟投资 70 亿元在湖州基地建设 180 万吨功能性、超仿真差别化纤维项目。2021 年 5 月 22 日,新风鸣新沂产业基地开工,该项目为建设形成年产 270 万吨聚酯材料的一体化项目,预计总投资为 180 亿元,项目计划于 2022 年 10 月底开始陆续建成投产。根据公司公告,2021 年内,公司预计新增 100 万吨长丝产能、60 万吨涤纶短纤产能,2021 年底公司将拥有涤纶长丝产能 600 万吨、涤纶短纤产能 60 万吨。预计到 2025 年之前,公司 PTA 产能将达到 1000 万吨。

表 2: 新风鸣重大资本开支计划

项目主体	产能情况	投资总额	建设进度*
中石科技 (平湖基地)	400 万吨 PTA, 总投资 53 亿元, 固定投资 50 亿元; 210 万吨差别化、功能性纤维, 总投资 77 亿元, 固定投资 75 亿元。	130 亿元	一期 60 万吨功能性差别化纤维项目已完成投入约 8 亿元, 累计投入比例为 36.56%。
中友化纤 (洲泉基地)	200 万吨功能柔性定制化短纤, 总投资 65.50 亿元; 100 万吨功能性差别化纤维, 总投资 30 亿元; 30 万吨聚酯薄膜新材料, 总投资 14.50 亿元。	110 亿元	暂无进度, 预计建设周期 5 年。
中磊化纤 (湖州基地)	90 万吨涤纶长丝产能; 30 万吨加弹产能; 60 万吨定制化短纤产能, 总投资 19.42 亿元。	70 亿元	60 万吨短纤已完成投入 1.81 亿元, 累积投入比例为 9.32%。
新风鸣 (新沂聚酯新材料一体化项目)	270 万吨/年聚酯产能(包含长丝、短纤、薄膜、切片等)。配套 500 台加弹机、10000 台织机、配套后道染整及公共热能中心。	180 亿元	于 2021 年 5 月 22 日开工

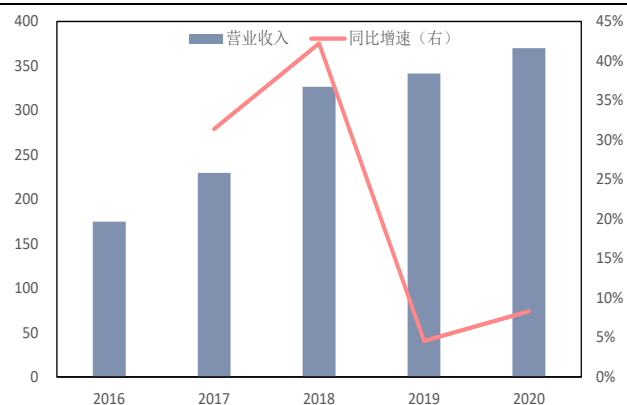
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

*注:截止 2020 年年报数据

二、主营 POY 业务，维持长丝高产销率

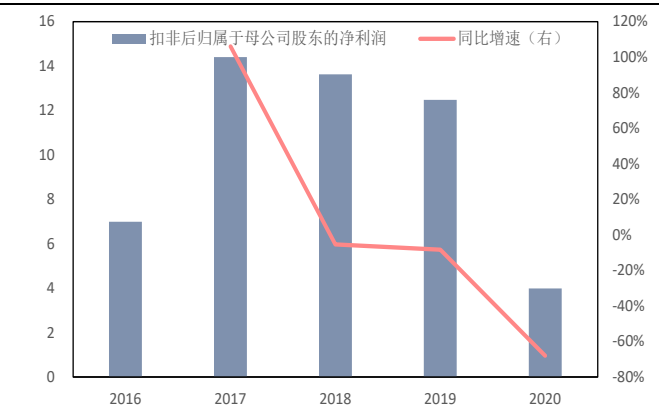
产能持续扩张推动公司营收持续增长。2014 年-2020 年，公司产能从 170 万吨增加至 500 万吨，公司营业收入从 175 亿元上升至 370 亿元。从匹配景气周期的角度来看，2018 年涤纶长丝行业处于景气高点，当年公司营收同比增速为 42.22%，2019 年和 2020 年长丝景气周期下行，公司产能增加带来的营收增速明显收窄。受景气周期下行影响，涤纶长丝行业单吨净利润自 2018 年短暂上行后持续下滑。2016 年-2020 年公司归母净利润 CAGR 为-13.13%。2020 年疫情冲击长丝行业，景气周期跌入底部，公司实现归母净利润 3.98 亿元，同比下降 68.11%。

图 4：2016 年-2020 年营业收入和同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

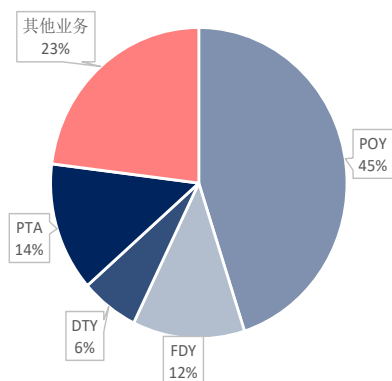
图 5：2016 年-2020 年归母净利润和同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

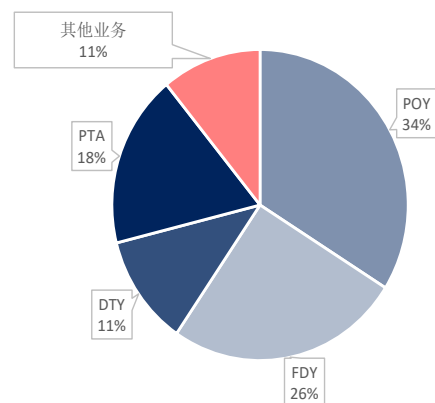
POY 贡献近半营收。2020 年涤纶长丝业务占公司总营业收入比例为 63%，毛利占比超七成，是公司最主要的业绩来源。其中 POY 是公司主力长丝产品，2020 年营收占比 45%，毛利贡献超过三分之一。而近两年陆续投产的 PTA 业务毛利从 0.74 亿元增长至 3.31 亿元，占总毛利的 18%。鉴于独山能源 PTA 二期项目在 2020 年末贡献全部收益，即使在目前 PTA 行业产能过剩的情况下，2021 年公司 PTA 产能仍将贡献部分业绩增量。

图 6：2020 年各业务营收占比情况 (%)



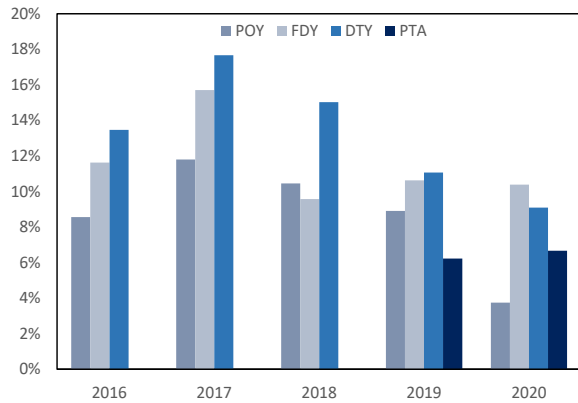
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：2020 年各业务毛利占比情况 (%)

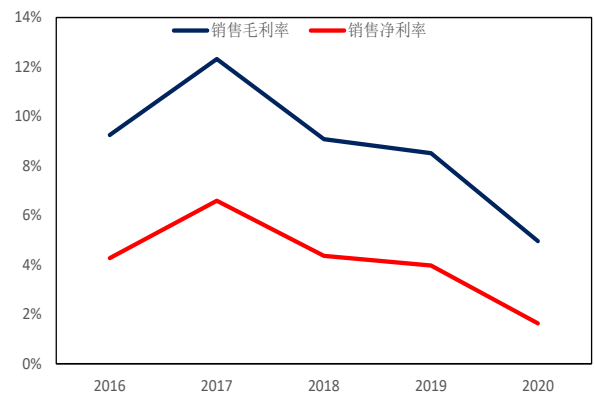


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司盈利能力主要受行业景气度影响。2018 年长丝行业景气度处于周期高位，公司毛利率和净利率同比均有上升。2018 年下半年开始，行业景气度转而下行，并且在 2020 年受疫情影响触底。从各产品毛利率情况来看，公司高端化长丝 FDY 和 DTY 毛利率景气底部能够维持 10% 左右水平。POY 毛利率受景气周期影响较大，2020 年毛利率跌至 3.75%。公司 PTA 产能投产后，毛利率稳定在 6% 左右的水平。

图 8：2016 年-2020 年各产品毛利率（%）


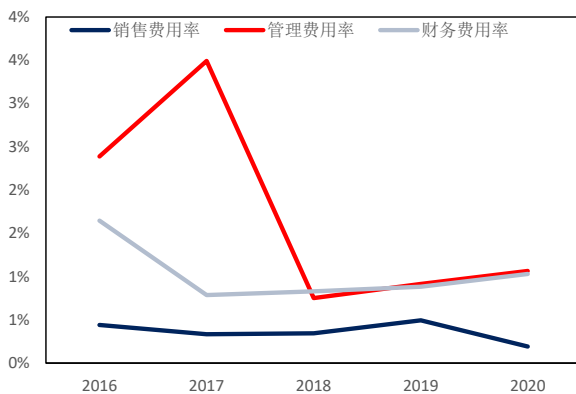
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：2016 年-2020 年毛利率和净利率（%）


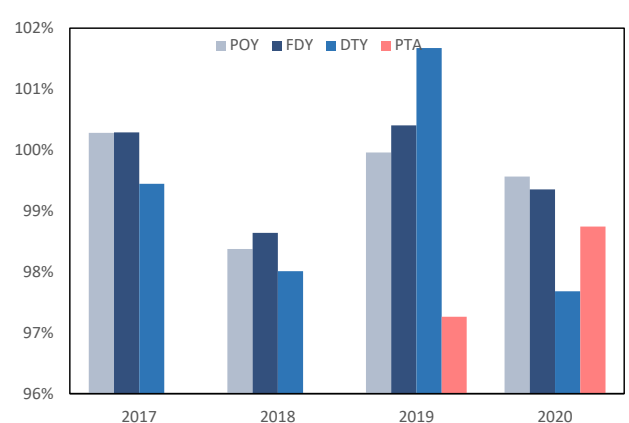
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三费率维持较低水平。2018 年因剔除研发支出，公司管理费用率下降至 0.75%。公司 2017 年上市后，三费率均有所上升，但整体维持 1%左右的较低水平。2020 年公司的销售费用率下降至 0.19%，主要是因为会计计量方法改变，运杂费计入主营业务成本中。2020 年公司管理费用率和财务费用率分别为 1.06%和 1.03%，

景气底部仍然维持高产销。2017 年-2020 年公司各产品产销率均维持 95%以上的高水平。作为涤纶长丝龙头企业，公司始终坚持低库存运营，通常情况下长丝原材料 PTA、MEG 的库存保持在 10 天以内的消耗量，库存商品保持 5-7 天的销量。涤纶长丝库存量占生产量的 2.32%，同比上升 0.31pct，略低于 2018 年-2020 年三年平均水平 2.35%。2020 年涤纶长丝产销率为 99.38%，PTA 产销率为 98.74%，同比小幅下降，但略高于 2018 年，公司销售能力在景气周期底部的抗压能力足以体现龙头企业的水准。

图 10：2016 年-2020 年费用率情况（%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：2017 年-2020 年各产品产销率（%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

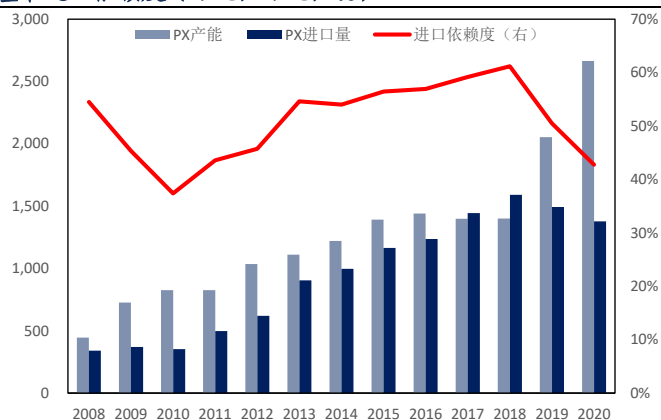
上游原材料产能扩张，产业链利润向下转移

一、大炼化逐步投产，推进 PX 产能扩张

中国是全球最大的 PX 需求国，尤其是下游 PTA 行业快速发展导致 PX 需求快速扩张，国内 PX-PTA-聚酯板块的产能存在错配。国内 PTA 和聚酯产能大量投放并实现了国产替代进口，然而国内民众对 PX 的错误认识以及社会舆论的压制，导致国内 PX 产能建设缓慢。截止 2018 年底，中国共有 PX 产能约 1400 万吨/年，进口 PX 约 1590 万吨/年，PX 进口依赖度

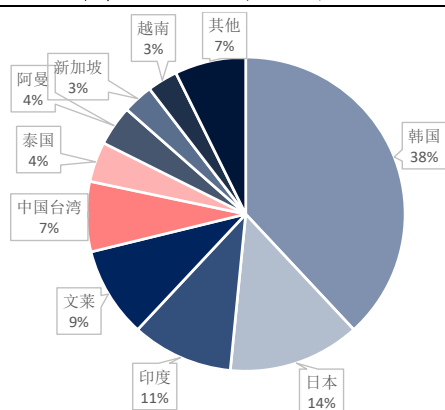
达到峰值的 61.17%。每年仍然需要从邻近的日韩台湾等地区进口，形成了以日韩为主导的卖方市场。另外，PX 的生产主要为国际石化巨头所垄断，导致我国企业在 PX 采购方面议价能力不强，直接加大了采购成本。

图 12: 中国 PX 产量、进口量和进口依赖度 (万吨, 万吨, %)



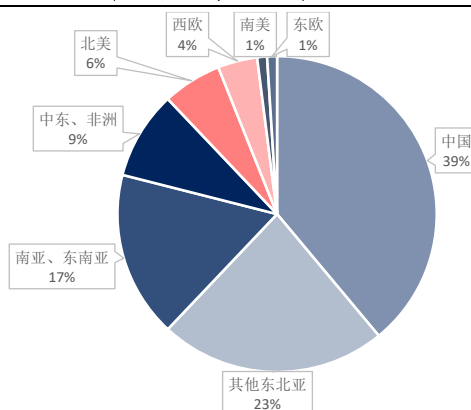
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 2020 年中国 PX 进口来源国家及地区 (%)



资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

图 14: 2020 年全球 PX 产能分布 (%)



资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

截止 2020 年末的统计数据, 我国 PX 产能合计 2891.6 万吨/年 (包含恒逸文莱项目), 2020 年 PX 项目仅有中化泉州及威联化学合计投产 180 万吨/年新产能, PX 产能增长主要来源于 2019 年民营炼化一体化项目的集中投产, 三家 (浙石化、恒力、恒逸) 合计新增 PX 产能 1000 万吨/年。2020 年我国 PX 产能远超其他东北亚地区, 占全球 PX 产能比例 39%, 促进我国 PX 供需由高进口依赖度切换至进口替代加速的新格局。根据 CCFEI 的数据, 截止 2020 年我国 PX 进口依赖度 42.75%, 同比下降 7.75 个百分点。

民营炼化一体化项目投产前, 我国 PX 产能集中于“三桶油”及其子公司, 截止 2020 年末, 中石化 PX 总产能约 626 万吨/年; 中石油 PX 总产能约 289 万吨/年; 中海油 80 万吨/年; 中化集团 150 万吨/年, 合计 1145 万吨/年。根据对已披露数据的统计, 2021 年及之后我国拟建及未投产 PX 产能还有 1980 万吨/年, 其中浙石化二期 400 万吨/年、裕龙岛 300 万吨/年和盛虹炼化 280 万吨/年大炼化芳烃产能推进有序, 将逐步投产。PX 市场供应面逐渐转变为民营企业与国有企业各撑起半边天的格局, 国内 PX 进口替代持续推进, 且 2020 年中国与东亚各国签订 RCEP, 未来从韩国进口 PX 的税率将从最惠国 2% 关税逐渐降低至 0, 议价能力大幅提升。

表 3: 截止 2020 年底中国大陆主要 PX 已建产能

企业名称	产能 (万吨/年)	所在地
------	-----------	-----

镇海炼化	65	浙江宁波
扬子石化	80	江苏南京
天津石化	41	天津
金陵石化	60	江苏南京
洛阳石化	22	河南洛阳
北京燕山	3	北京
齐鲁石化	8	山东淄博
吉林石化	12	吉林省吉林市
上海石化	100	上海
海南炼化	165	海南洋浦
福建炼化	82	福建泉州
乌鲁木齐石化	106.6	新疆乌鲁木齐
辽阳石化	95	辽宁辽阳
彭州石化	75	四川彭州
青岛丽东	100	山东青岛
中海油惠州	80	广东惠州
福佳大化	150	大连大孤山
福海创芳烃（原腾龙芳烃，已复产）	160	福建漳州
中金石化	160	浙江宁波
恒力石化	450	辽宁大连
中化弘润	70	山东青州
恒逸文莱*	150	文莱
浙江石化	400	浙江舟山
联合石化	77	福建泉州
中化泉州	80	福建泉州
威联化学	100	山东东营
已建产能合计（万吨）	2891.6	

资料来源：CCFEI，百川盈孚，信达证券研发中心

（*注：恒逸文莱PX产品运回国内加工）

表 4：2021 年及之后中国大陆 PX 拟建和未投产产能

企业名称	产能（万吨/年）	拟投产时间
浙江石化二期	400	2021 年
盛虹炼化	280	2021 年
广东石化	260	2022 年
大榭石化	160	2022 年
九江石化	90	2022 年
威联化学	100	2022 年
中海油惠州二期	150	2022 年
裕龙岛项目一期	300	2023 年
汉邦石化	160	-
宁夏宝塔	80	-
产能合计（万吨）	1980	

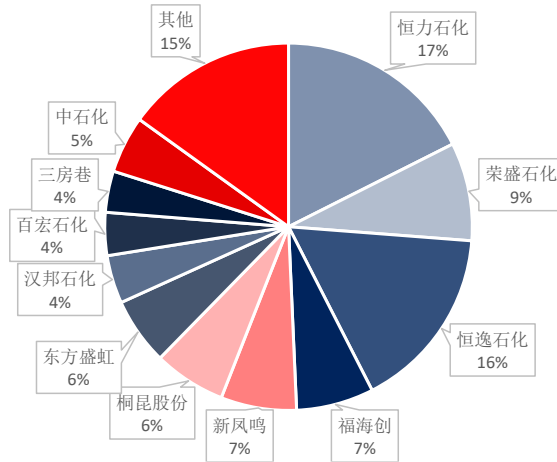
资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

二、PTA 结构性过剩，先进技术带来低成本优势

经过近几年 PTA 行业产能结构的调整，我国 PTA 行业逐步形成了寡头垄断的格局。截止 2021 年 2 季度，我国 PTA 行业产能，不包含停运和已拆除产能，约为 6602 万吨/年。国内 PTA 产能排名前十的企业产能合计 5275 万吨/年，占比达到 80%，中石化系子公司合计拥

有 333 万吨/年产能，占比达到 5%，剩余其他产能占比约 15%。大炼化和聚酯龙头企业（荣盛、恒逸、恒力、桐昆、新凤鸣、东方盛虹）PTA 产能合计占比 61.42%，PTA 行业已充分形成寡头垄断的格局，龙头逐渐掌握 PTA 的定价权。

图 15：2020 年中国十大 PTA 企业的产能和占比（万吨，%）



资料来源：CCFEI，百川盈孚，信达证券研发中心

2018 年，福海创（原翔鹭石化）450 万吨/年和华彬石化（原远东石化）140 万吨/年这两家大型 PTA 企业经历多年破产重组后复产。2020 年，新凤鸣独山能源二期 220 万吨/年、恒力石化 4# 和 5# 合计 500 万吨/年装置投产，近三年 PTA 投产装置基本为大型装置，PTA 供应端压力攀升。根据各公司披露的 PTA 增产计划，未来以恒力石化、逸盛新材料、桐昆股份、新凤鸣等龙头企业为代表，我国仍有 3630 万吨/年 PTA 拟建产能，且建设规模均在百万吨以上。我国 PTA 供给侧呈现出明显的：大型 PTA 生产装置不断扩产，落后 PTA 产能淘汰进度缓慢的结构性能过剩格局。

表 5：2021 及以后中国大陆拟建和未投产 PTA 产能

企业名称	产能 (万吨/年)	拟投产时间
逸盛宁波	660	一期 330 万吨/年 5 月试车，二期 330 万吨预计 2021 年
逸盛海南	220	2021 年
虹港石化	240	已投产
宁夏宝塔	120	2021 年
2021 年小计	1490	
恒力石化（惠州）	500	2022 年
仪征化纤	220	2022 年
桐昆股份（如东）	500	2022 年
蓝山屯河	120	2022 年
威联化学	250	2022 年
新凤鸣（独山能源）	400	2025 年之前
台化宁波	300	-
佳龙石化二期	200	-
2022 年及以后小计	2320	
拟建和未投产产能合计 (万吨)	3810	

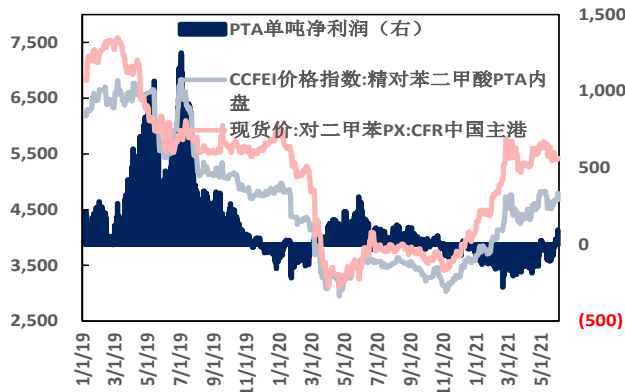
资料来源：CCFEI，百川盈孚，信达证券研发中心

2019 年开始，得益于国内大炼化项目密集投产，国内 PX 进口依赖度大幅下降，PX 价格自 2019 年 3 月中下旬开始暴跌，截止 2019 年底 PX 价格跌去超过 200 美元/吨。2020 年由于国际油价暴跌，PX 价格出现断崖式下挫。尽管目前 PX 价格回升至 2019 年同期水平，但产

能投建压力仍然较大，PX 进口替代同时大幅增加供给量。未来 PX 环节利润向下游 PTA 及聚酯转移成为产业链结构性大趋势，但是转移幅度和速度还与 PX 产能释放进度、PTA 自身供给增速和下游终端需求增速有关。

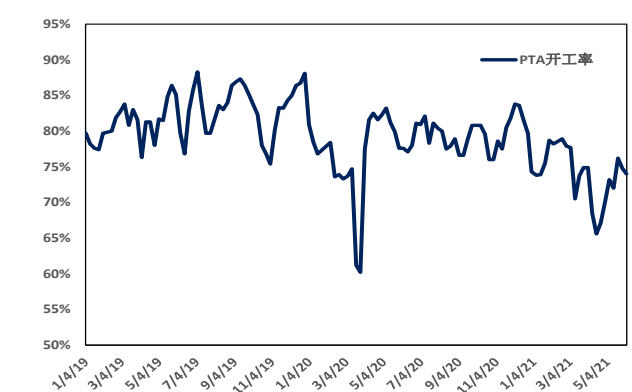
PTA 价格走势与原料 PX 相关性较强，利润方面，近两年来 PTA 产能大量投放，国际油价腰斩导致 PTA 成本端坍塌，叠加终端需求因疫情大幅减少，PTA 价格处于历史低位，2020 年 3 季度以来，PTA 单吨利润持续处于亏损状态。2021 年 1 季度末至今，由于行业现金流持续亏损，PTA 装置开工率下滑至 75% 左右，4 月最低时仅有 66%，终端流通库存仍然处于同比较高位置。近期国际原油价格涨破 70 美金，带动 PTA 涨价，PTA 行业利润明显修复。但长期来看，在原油价格平稳运行的时段，由于行业产能过剩，下游聚酯及终端织造的景气度成为制约 PTA 反弹的重要因素。

图 16: 2019 年至今 PX、PTA 价格和 PTA 单吨净利润(元/吨, 元/吨)



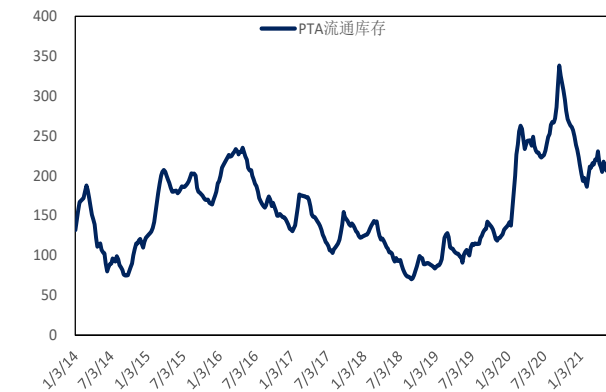
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 2019 年至今 PTA 开工率 (%)



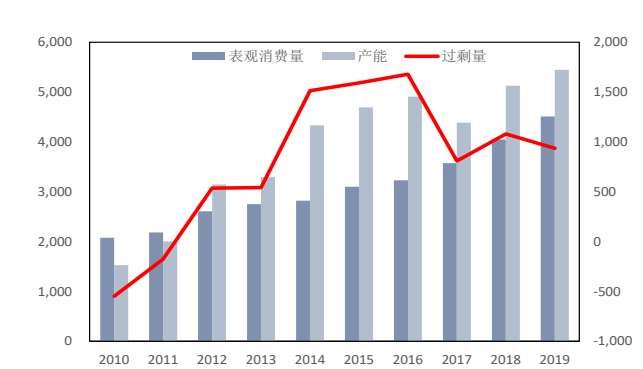
资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

图 18: 2019 年至今 PTA 流通库存 (万吨)



资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

图 19: 2010 年-2019 年 PTA 产能及表观消费量 (万吨)



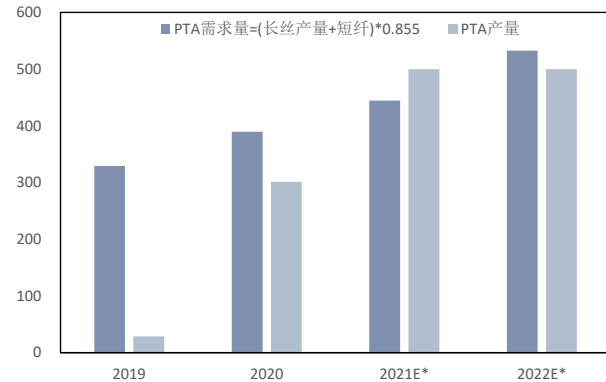
资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

根据生产 1 吨长丝需要 0.855 吨 PTA 的投料产出比，公司实际 500 万吨/年 PTA 产能能够满足 585 万吨/年长丝的原料需求。公司目前长丝产能 530 万吨/年，公司聚酯产业已经实现原料自给，并且富余 47 万吨/年 PTA 产能，能够支持公司再扩大 55 万吨/年的长丝产能。根据公司年报披露，2021 年公司还将新增 100 万吨长丝和 60 万吨短纤产能，计划产能全部满产后，公司仍需外购部分 PTA。未来公司还将以独山能源布局 400 万吨/年 PTA 装置，到 2025 年之前公司 PTA 实际总产能预计将达到 1000 万吨左右，能够支持公司下游规模扩张至 1170 万吨。

自 2017 年以来，国内长丝行业龙头加大力度建设 PTA 新产能，随着技术的先进性不断提升，国内龙头目前采用的 PTA 最新生产工艺主要为英伟达 P8 和英国 BP 的最新工艺，其中

桐昆股份在 2017 年的第二套 200 万吨/年 PTA 装置采用英伟达 P8 技术，而新凤鸣选择与 BP 合作技术。分析公司 PTA 成本构成可以看出，原料成本占比超过 90%，非原料成本方面分为燃料动力、直接人工及其他成本。2020 年非原料成本占比提升至 7.64%，燃料动力成本占比 2.8%，直接人工成本占比仅 0.53%，其他成本占比 4.31%。

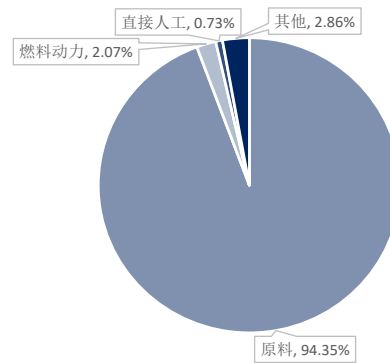
图 20: 2017-2022E 公司 PTA 需求量及 PTA 产量* (万吨, 万吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

*注: 2021 年和 2022 年为预测值, 按产量计算 (考虑产能利用率)

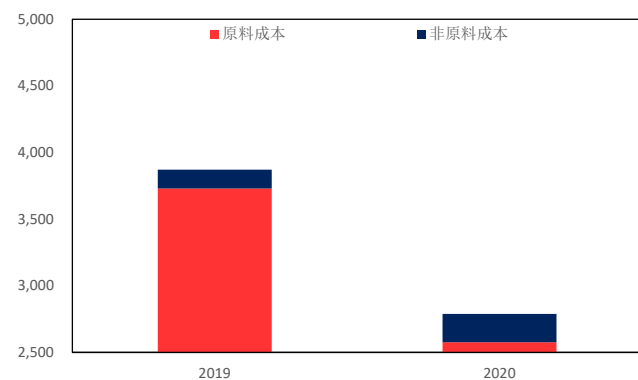
图 21: 2019-2020 年公司 PTA 两年平均成本构成 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

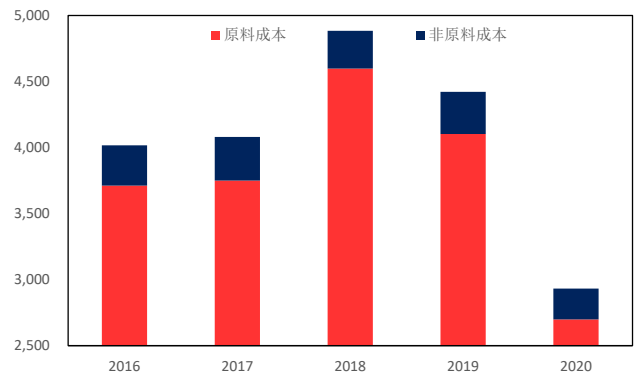
对比新凤鸣与桐昆股份的 PTA 成本结构, 桐昆股份 2016 年-2020 年的非原料成本平均为 294.93 元/吨, 2020 年新凤鸣非原料成本为 212.99 元/吨, 略低于桐昆股份。由于公司的 2 套 PTA 装置均为英国 BP 公司最新一代技术, 而桐昆股份 PTA 产能包含最新一套英威达 P8 技术及前期一套相对更早期的技术, 因此在非原料成本方面较新凤鸣稍高。根据 CCFEI 的数据, PTA 行业平均加工成本为 500 元/吨左右, 对于 PTA 产能均采用海外先进技术的桐昆股份和新凤鸣而言, PTA 的加工成本均低于行业平均水平。而 PTA 的原料成本方面, 公司有数据以来的单位原料成本也较桐昆略低。

图 22: 2019-2020 公司 PTA 成本构成 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 23: 2016-2020 年桐昆股份 PTA 成本构成 (元/吨)



资料来源: 桐昆股份公司公告, 信达证券研发中心

纺服补库存+长丝景气修复, 聚酯行业弹性良好

涤纶长丝所在的聚酯产业链, 上游原料简单, 主要受 PX、PTA、MEG 三种原料价格波动影响。由于生产原料均为石油化工及煤化工产品 (MEG), 对产业链影响最大的因素是原油价格, 且在价格传导上相对畅通。而产业链终端纺织服装为消费端产品, 受经济周期、产业转

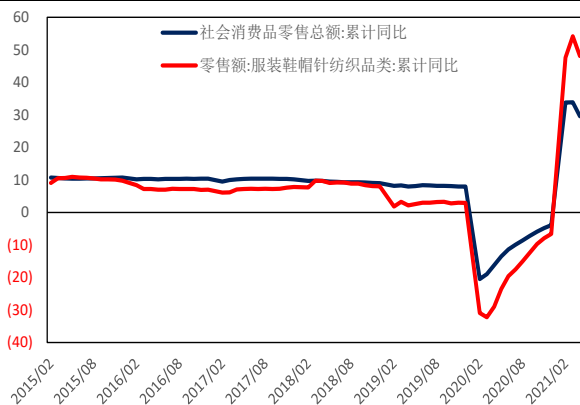
移、库存周期、季节性需求等因素影响，存在显著的中长期景气周期和短期淡旺季规律。因此在分析涤纶长丝行业时，选择自下而上的逻辑有更高的合理性和参考价值。

一、疫情修复，纺服或将开启补库存周期

我国纺织服装行业主要由服装、家用纺织品、和产业用纺织品构成，构成比例分别约为 80%、12%、8%，主要消费需求来源于服装。而随着城镇化进程加快，2013 年以来，亚太地区持续为全球最大的家纺市场，未来家纺需求存在较大成长空间。2020 年疫情影响下，我国纺织服装行业规模大幅下滑。2021 年疫情得到控制，国内消费市场复苏。2021 年 1-4 月我国社会消费品零售总额和服装鞋帽零售额同比增长 29.60%和 48.10%，尽管 2020 年低基数对同比数据影响较大，但较 2019 年同比增长 7.79%和 3.78%。整体来看，2015 年 4 月至 2021 年 4 月服装鞋帽零售额 CAGR 为 1.33%，在纺织业向国外转移的大背景下，国内纺服消费仍然保持小幅增长。

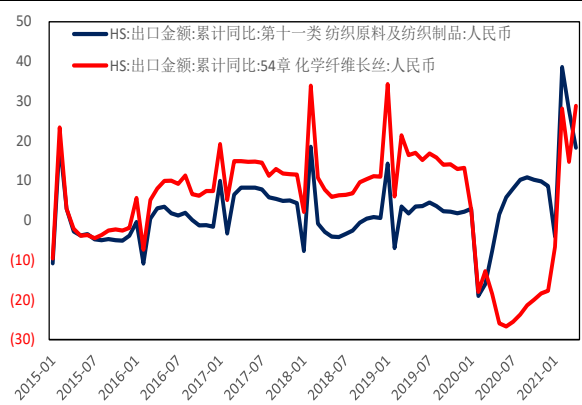
由于织造行业向国外转移至东南亚地区，近年来原材料长丝出口金额逐年增长，2016 年-2019 年的年均同比增速达到 10.78%。我国作为聚酯和纺服主要产出国，长丝和纺服出口常年维持较高相关性。2020 年受疫情影响，海外织造企业生产受限，长丝出口金额同比下降 17.7%。而部分东南亚生产订单因无法按时交货而转移至国内，国内纺织品出口增速与长丝出口增速分化，呈现明显的先降后升趋势。2 月国内因疫情封锁，纺织品出口增速最低跌至 -19%。2020 年 2 季度末开始纺织品出口情况有所好转，下半年海外疫情加重，国内纺服出口加速回升，全年同比增速达到 8.6%。

图 24: 2015-2021 年社会消费品零售额和服装鞋帽零售额同比增速 (%)



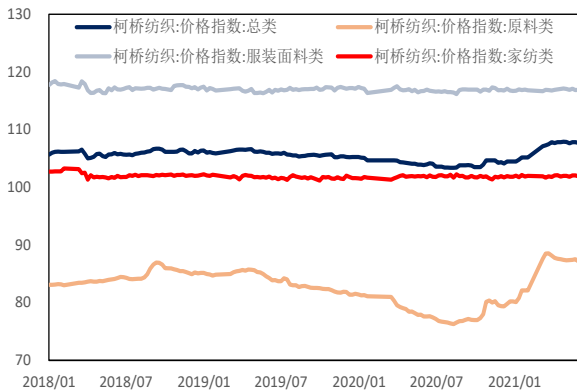
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 2015-2021 年纺织品出口累计同比和化学纤维长丝出口累积同比 (%)

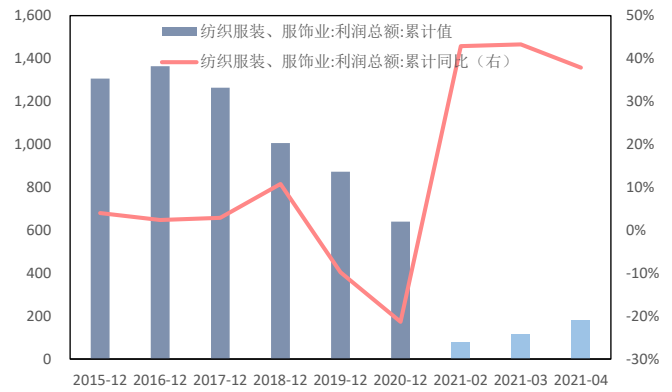


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

服装原料和家纺类产品价格指数长期稳定，纺织原料价格主导纺织品价格变动。2020 年柯桥纺织原料价格指数受疫情冲击下滑至 76.28，带动纺织品总价格指数较 2020 年初下滑 1.67%。2021 年，纺织原料端包括涤纶长丝受原材料上涨影响而价格上行，纺织原料带动纺织品总价格指数上行。从纺服企业利润总额来看，2016 年开始，由于供给侧改革、产能转移和国际贸易环境恶化等因素综合影响，纺服企业利润总额逐年递减。2018 年纺服企业利润增速开始回落，2020 年疫情下增速大幅下滑 21.30%。2021 年 1-4 月，疫情负面因素逐步消除，低基数下纺服企业利润总额增速达到 37.90%。

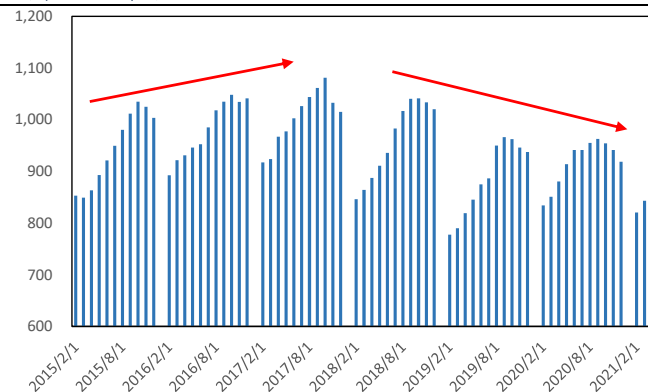
图 26: 2018-2021 年柯桥纺织价格指数


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 2015-2021 年 4 月纺服行业利润总额及同比增速(%,%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

纺服库存处于低位, 补库存周期开启在即。2015 年-2017 年, 纺服行业景气度尚可, 纺织服装产成品库存逐年累积。自 2018 年开始, 纺服行业增速放缓, 随着产能向外转移和出清, 纺服产品持续去库存。2020 年疫情中, 上半年累库存同比提前, 但 2020 年库存最高位水平和全年库存水平均未突破 2019 年高点。我们预计随着 2020 年纺服需求触底, 2021 年-2023 年纺服行业将迎来新一轮补库存周期。我们预计纺服需求增速将反弹至 5% 左右, 从下游带动涤纶长丝需求。

图 28: 2015 年-2020 年纺织服装产成品库存 (亿元)


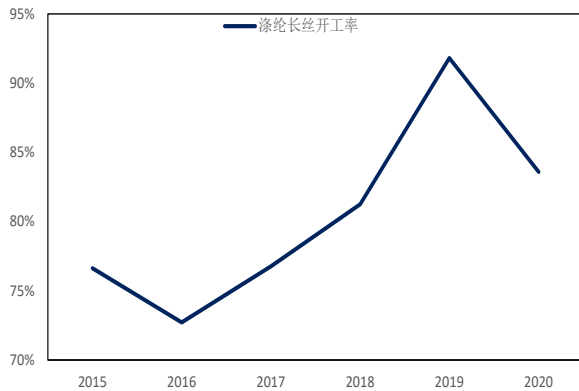
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、景气周期修复向上, 三季度旺季业绩可期

长丝景气周期开启, 三季度旺季值得期待。2020 年受新冠疫情影响, 在 3 季度期间, 由于终端订单减少, 织机开工率和坯布库存情况持续恶化, 叠加成本端油价攀升, 供需基本面恶化, 长丝价格维持低位, 单吨净利润跌入负值区间, 2020 年疫情无疑使长丝景气度跌入底部, 2020 年 7 月 15 日, POY 丝单吨净利润最低跌至-328 元/吨。4 季度开始, 国内疫情管控的突出差异使得长丝供给侧出现产能转移, 海外终端纺织订单转移至国内, 坯布去库存带动长丝价格和利润持续反弹。2021 年 1 季度, 成本端油价持续回升至 60 美元/桶上方, 春节假期后, 油价一度升至 70 美元/桶, 对涤纶长丝价格支撑非常大。下游坯布厂商在春节假期前和节后复工的时点提前囤货或者补充原料, 长丝大幅去库存, 库存天数回落至 2019 年同比稍高的水平, 是疫情以来的最低水平。受两方面因素推动, 长丝的价格和利润快速上涨, POY 丝单吨利润 2021 年 3 月最高回升至 747 元/吨, 截止 2021 年 6 月 21 日, POY 单吨净利润为 231.24 元/吨, 较去年 3 季度出现大幅回升。**疫苗加速落地的大背景下, 2021 年终端**

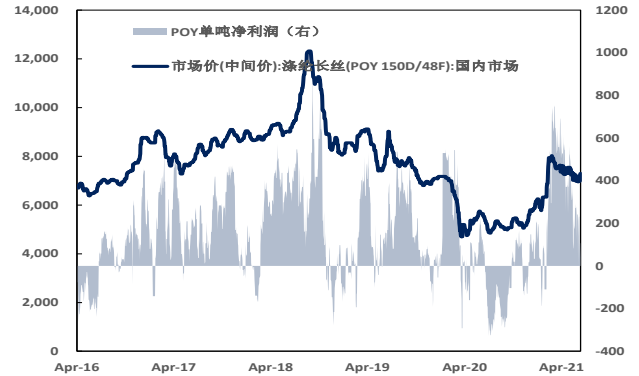
需求大概率持续回暖，长丝景气度将重回向上通道。

图 29: 2015-2020 年涤纶长丝开工率 (%)



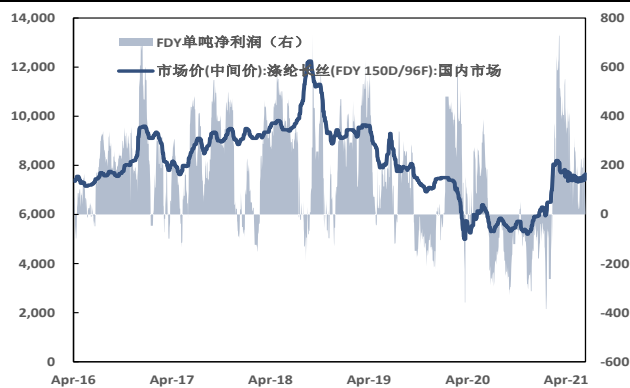
资料来源: CCFEI, 信达证券研发中心

图 30: 2016-至今年 POY 价格及 POY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 31: 2016-至今 FDY 价格及 FDY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)



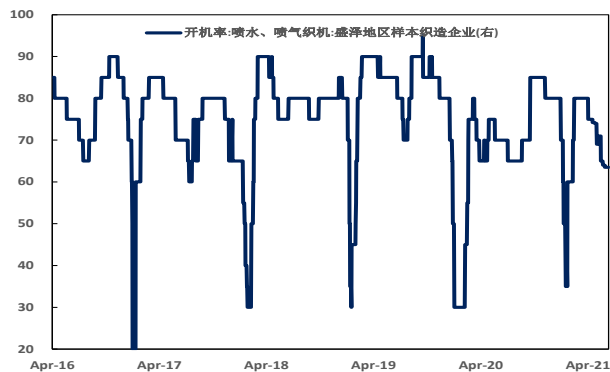
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 32: 2016-至今 DTY 价格及 DTY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)



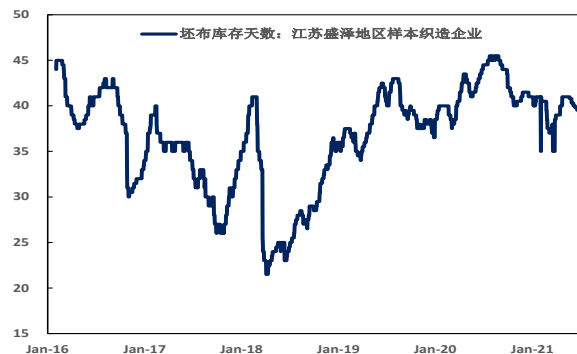
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 33: 2016-至今盛泽地区开工率 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 34: 2016-至今盛泽地区坯布库存天数 (天)



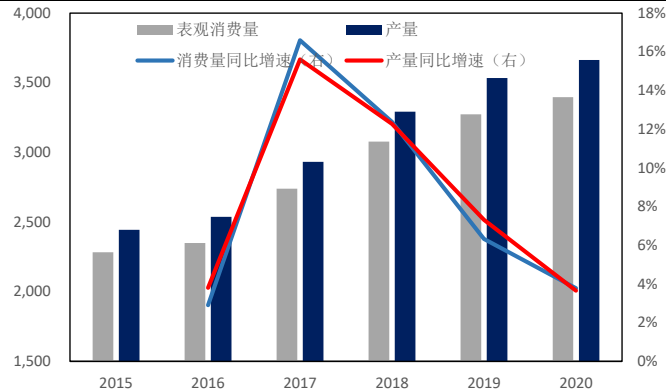
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

在经济复苏和疫苗加速落地的大背景下, 我们认为, 国际油价将维持稳中向上的走势, 终端需求大概率将跟随经济复苏节奏而持续回暖, 行业景气度在向上周期中持续修复, 长丝价格

在 2021-2022 年将保持平稳上行的态势。从复苏的周期来看，主要是两个方面：一个方面是回升至 2019 年疫情前的同期水平；另一个方面是终端需求进入补库存周期的复合增速，两方面加总得到未来涤纶长丝终端需求的增长空间。

截止 2020 年末，我国涤纶长丝产量为 3663 万吨，同比增长 3.65%。2016 年-2019 年，涤纶长丝产量增速维持在 5% 以上，由于涤纶长丝出口仅占产量 6% 左右，我国生产的长丝主要供给国内使用。2020 年由于疫情导致终端纺服需求减少，长丝需求增速回落。我们认为，从 2013 年-2018 年的数据来看，未来三年，涤纶长丝的需求将会与下游纺织服装匹配，疫情因素修复后，需求同比增速有望回升至 5% 以上。

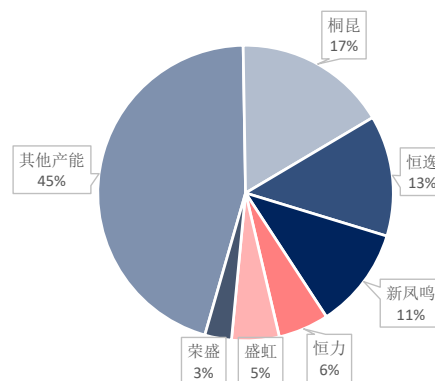
图 35: 2015 年-2020 年涤纶长丝产量、表观消费量和同比增速 (万吨, %)



资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

2020 年涤纶长丝行业全国共有 80 余家企业参与生产，总产能预计为 4423 万吨/年，根据 CCFEI 统计和各公司公布的投产计划，2020 年涤纶长丝新增产能主要来自于龙头企业，其中 CR6 (桐昆、恒逸、新凤鸣、恒力、盛虹、荣盛) 产能共计 2430 万吨，占到总产能的 55%，产业集中度进一步提高，新凤鸣占全国产能的比例为 11.31%。2021 年，以桐昆、恒逸、新凤鸣三家龙头企业为首，我国还将计划新增 405 万吨/年涤纶长丝产能。涤纶长丝正经历从普通丝逐渐向高端差异化丝升级，但受制于核心设备卷绕头的产能限制，目前高端差异化长丝必须采用日本 TMT 或者德国巴马格两家的设备，但设备存在 200-300 万吨/年左右的瓶颈，因为我们预计 2021 年新扩建产能计划中仅部分能投产，但长期来看，行业集中度将持续向龙头企业集中，长丝产品议价权逐渐由龙头企业掌控。

图 36: 2020 年涤纶长丝产能及占比 (%)



资料来源: CCFEI, 各公司公告, 信达证券研发中心

表 6: 中国 2021 年拟新增涤纶长丝产能

公司名称	产能 (万吨/年)	预计投产时间
恒科新材料	55	2021 年
恒逸逸锦	25	已投产

天龙新材料	20	2021 年
恒逸新材料	50	2021 年
荣盛盛元	50	2021 年
新风鸣平湖	60	2021 年
新风鸣中益	30	已投产
新疆中泰	25	2021 年底
桐昆南通	30	2021 年底
恒逸恒鸣	60	2021 年
2021 年涤纶长丝产能增加	405	

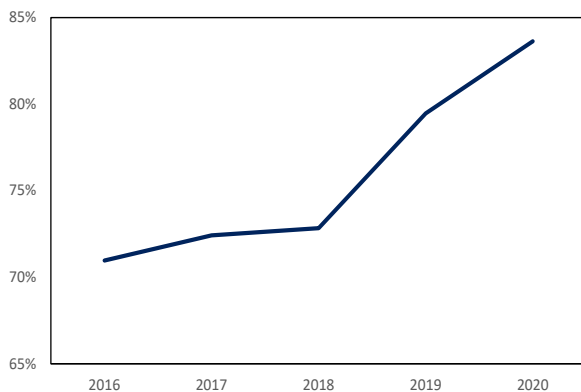
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

三、进入短纤赛道，卫生用品带动短纤需求

涤纶短纤是 PTA 和 MEG 聚合而成的聚酯，在熔融状态下，通过纺丝、拉伸并切断后得到的短纤维。其用途广泛、价格较低，是纺织、服装、家纺等行业的重要原材料，其主要替代品包括棉花和黏胶纤维。按照用途不同主要分为纺纱制线用、填充用、非织造用三大类。纺纱制线是短纤最主要的用途，包括棉纺和毛纺两方面。填充主要是短纤以填充物的形式，作为家装填充料和服装保暖材料，多为中空涤纶短纤。非织造是短纤用途的延伸，如水刺无纺布主要应用于湿巾、医疗等领域，土工布、革基布、油毡基布等主要用于工程领域。

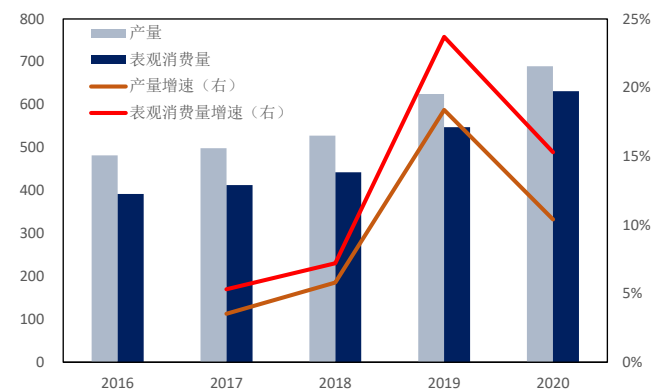
根据 CCFEI 统计，我国涤纶短纤开工率连续三年上升，2020 年我国涤纶短纤总产能 849 万吨，总产量约 690 万吨，较去年增加 65 万吨。2016 年-2020 年涤纶短纤年均出口量占国内总产量约为 17.65%。2020 年受疫情影响，涤纶短纤的产量和表观消费量同比增速均有大幅下滑。但 2020 年全年涤纶短纤开工率上行，且下半年短纤期货上市后，涤纶短纤迎来期现货市场的旺季，主要受几个方面因素推动：疫情下对卫生方面无纺布需求增加；PTA 和 MEG 原料价格走低，使得涤纶短纤相较于棉纺原料的低价替代优势；涤纶短纤厂家在高现金流低库存的环境下生产态度积极。

图 37：2016-至今涤纶短纤开工率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 38：2016 年-2020 年涤纶短纤产量、表观消费量和同比增速（万吨，%）



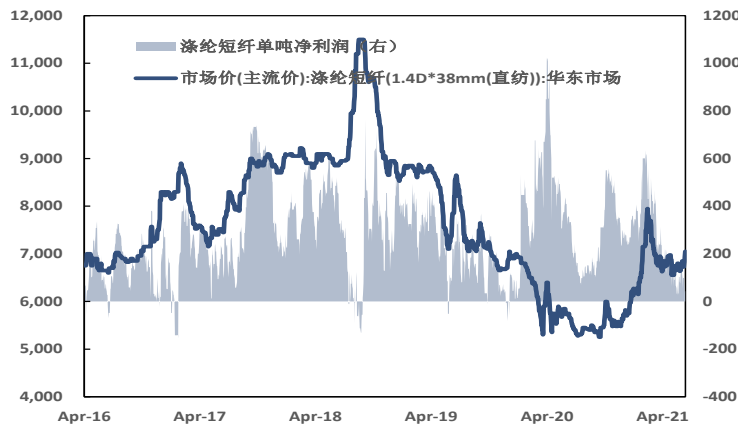
资料来源：万得，信达证券研发中心

1 吨涤纶短纤需要耗用约 0.86 吨 PTA 和 0.34 吨 MEG。根据 CCFEI 的数据，涤纶短纤的行业平均加工成本约为 900 元/吨。2020 年，由于医疗和卫生需求拉动，对短纤的需求集中爆发。尽管双原料价格下降使得短纤价格最低跌至 5250 元/吨左右，但供需关系持续向好，短纤行业净利润最高突破 1000 元/吨，即使在 2020 年三季度下游景气度低谷时期，短纤单吨净利润仍有 50-100 元/吨，同期涤纶长丝的单吨净利润已跌入负值。并且在 2020 年下半年到 2021 年 1 季度，由于海外对于卫生用品的需求和海外产能开工率下滑的影响，国内涤

纶短纤持续维持较好行情，短纤期现货综合库存最低达到-17.3天，2020年12月4日，产销率最高达到400%。短纤全年单吨净利维持在347元/吨，高于2017年-2019年的平均净利，行业盈利能力在疫情下表现优秀。

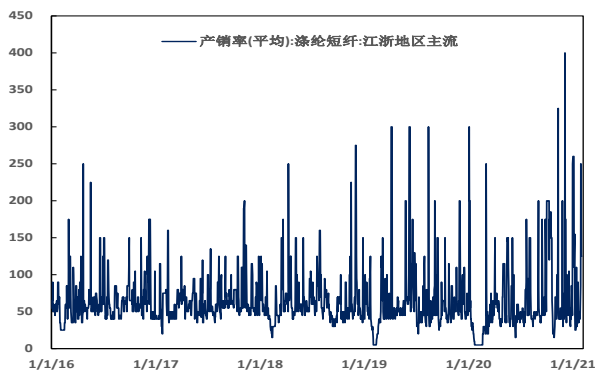
随着疫情的好转和原油价格上涨，2021年下游订单对卫生用品需求有所回落，且2季度末至“金九银十”前为纺服的传统淡季，短纤价格虽然随着原油价格有所上涨，但短纤产销率回落，2021年3月以来，短纤库存持续累积，利润逐步压缩至100-200元/吨水平。2021年至今为止，短纤平均净利润约300元/吨，“金九银十”旺季即将到来，下游订单带动短纤产销放量，短纤全年景气度仍值得期待。

图 39: 2016-至今涤纶短纤价格及单吨净利润 (元/吨, 元/吨)



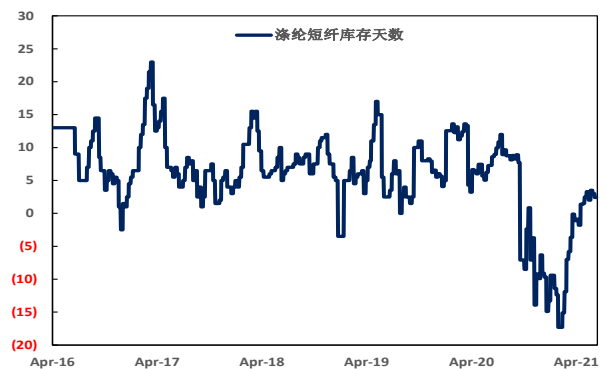
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 40: 2016-至今涤纶短纤产销率 (%)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 41: 2016-至今涤纶短纤库存天数 (天)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

长期来看，由于疫情长时间存在和国内消费者对卫生用品需求的逐年增加，短纤需求端好于2020年以前水平。供给端，2021年短纤计划建设产能175万吨，假设实际投产70%，则产能年增长约120万吨，2019年和2020年短纤产能增长约为40万吨/年。考虑供需两端均有增长，短纤供需大概率保持较为平稳的格局。新凤鸣2021年计划新增60万吨/年短纤产能，考虑公司拥有PTA原料产能和进口工艺的先进性，公司涤纶短纤有竞争力优势。

表 7: 中国 2021 年拟新增涤纶短纤产能

公司名称	产能 (万吨/年)	预计投产时间
宁波华星	15	2021 年
恒逸高新	5	2021 年

金寨新纶	3	2021 年
华西化纤	10	2021 年
宿迁逸达	30	2021 年
新凤鸣	60	2021 年
时代纤维	3	2021 年
优彩	15	2021 年
绿宇	6	2021 年
卓成	3	2021 年
新疆中泰	25	2021 年底或 2022 年
2021 年涤纶短纤产能增加	175	

资料来源：CCFEI，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

重要假设

- 1、由于公司过去 3 年化纤业务和过去 2 年 PTA 业务产能利用率的平均值在 99.26%和 107.26%，产销率平均值在 99.32%和 98.00%，假设公司 2021 年-2023 年的聚酯产品平均产能利用率和产销率为前 3 年的平均值，PTA 平均产能利用率和产销率为前 2 年的平均值；
- 2、假设 2021 年-2023 年公司原料采购价格均与市场价格一致，原料采购包括 PX、MEG 和 PTA。考虑 2020 年受疫情影响和 2021 年疫情缓解，我们假设自 2021 年开始聚酯产业链利润修复，并逐步回升至 2019 年及以前的正常水平。考虑到 PTA 产能过剩，利润空间较小。
- 3、整体来看，公司营业税金及附加率和三费（销售费用、管理费用和财务费用）费率近三年较为稳定，我们以过去 3 年费用率均值作为参考假设 2021 年、2022 年和 2023 年的销售费用和管理费用；考虑公司未来每年计划建设产能较多，公司财务费用同比有所提升。
- 4、根据公司披露，公司 2021 年将新增 100 万吨涤纶长丝产能，60 万吨涤纶短纤产能。根据公司产能建设计划，假设 2022 年新增 100 万吨涤纶长丝产能，30 万吨涤纶短纤产能。考虑到产能投放当年无法贡献全年业绩，我们对公司产能按照预计投产时间进行调整，按比例测算新增产能对当年产量和营收的贡献。

盈利预测、估值及投资评级

2021 年疫苗落地后疫情将逐步缓解，主营产品景气周期修复，公司毛利率将逐步回升。随着公司产能逐年扩张，每年将为公司贡献增量。根据我们的预计，新凤鸣 2021 年、2022 年、2023 年的营业收入将分别达到 403.40 亿元、479.49 亿元、519.98 亿元，同比增速 9.1%、18.9%和 8.4%；对应毛利率分别为 10.6%、10.3%和 9.9%。2021 年-2023 年公司归母净利润 24.08 亿元、28.33 亿元和 30.04 亿元，对应每股收益（摊薄）分别为 1.72 元、2.02 元和 2.14 元。

我们采用相对估值法对公司进行估值。可比公司主要为涤纶长丝龙头企业。

表 8：可比上市公司相对估值

代码	公司名称	股价	市值 (亿)	EPS				PE				PB
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E
平均								17.84**	11.13**	10.06	8.48	3.5
601233	桐昆股份	24.16	553	1.30	2.45	2.99	3.44	15.89	9.87	8.09	7.03	1.9

000301	东方盛虹	20.00	967	0.07	0.39	1.46	2.03	144.90	51.63	13.66	9.85	5.1
000703	恒逸石化	12.08	445	0.83	1.51	1.67	1.80	15.34	8.01	7.22	6.70	1.9
002493	荣盛石化	17.25	1747	1.08	1.14	1.54	1.73	25.50	15.11	11.17	9.97	4.5
600346	恒力石化	26.29	1851	1.91	2.28	2.59	2.97	14.63	11.54	10.14	8.85	4.1
603225	新风鸣	20.79	291	0.43	1.72*	2.02*	2.14*	32.30	12.10*	10.28*	9.70*	2.0*

资料来源：标*为信达证研发中心预测，其他引用 Wind 一致预期，注：股价为 2021/6/29 日收盘价

(**注：剔除东方盛虹)

2021 年-2023 年，公司独山能源 PTA 产能、200 万吨涤纶长丝产能和 90 万吨短纤产能投产逐步释放业绩。从可比公司未来三年的市盈率估值来看，根据 Wind 一致预期，2021 年、2022 年和 2023 年可比公司平均市盈率分别为 11 倍、10 倍和 8 倍，公司 2021 年市盈率略高于行业平均估值水平，但低于东方盛虹和荣盛石化的估值水平。

盈利预测与投资评级：我们预测 2021 年-2023 年公司 EPS（摊薄）分别为 1.72 元、2.02 元和 2.14 元。对应动态市盈率(以 2021 年 6 月 29 日收盘价计算)分别为分别为 12.10 倍、10.28 倍和 9.70 倍。公司聚酯产能扩张加速，叠加聚酯景气度复苏向上，公司未来仍有较高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素

- 1、上游原材料价格上涨的风险；
- 2、公司新建产能投产不及预期的风险；
- 3、下游需求修复不及预期的风险；
- 4、原油和产成品价格剧烈波动的风险。

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,062	6,521	9,574	13,965	19,660
货币资金	2,301	3,379	6,336	10,254	15,689
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	314	440	480	570	618
预付账款	288	171	176	209	228
存货	1,453	1,673	1,716	2,047	2,230
其他	1,706	859	866	884	894
非流动资产	16,838	21,882	23,844	23,039	20,764
长期股权投资	97	101	101	101	101
固定资产(合计)	12,516	17,279	19,643	18,512	15,911
无形资产	903	1,230	1,556	1,882	2,208
其他	3,322	3,272	2,543	2,543	2,543
资产总计	22,901	28,403	33,417	37,004	40,424
流动负债	7,071	10,197	10,303	11,057	11,472
短期借款	3,985	5,815	5,815	5,815	5,815
应付票据	699	989	1,014	1,210	1,318
应付账款	1,552	1,929	1,978	2,360	2,571
其他	835	1,464	1,496	1,671	1,768
非流动负债	4,169	6,164	8,664	8,664	8,664
长期借款	1,939	3,715	3,715	3,715	3,715
其他	2,230	2,449	4,949	4,949	4,949
负债合计	11,240	16,361	18,967	19,721	20,136
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	11,660	12,042	14,450	17,283	20,287
负债和股东权益	22,901	28,403	33,417	37,004	40,424

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	34,148	36,984	40,340	47,949	51,998
同比(%)	4.6%	8.3%	9.1%	18.9%	8.4%
归属母公司净利润	1,355	603	2,408	2,833	3,004
同比(%)	-4.8%	-55.5%	299.3%	17.7%	6.0%
毛利率(%)	8.5%	5.0%	10.6%	10.3%	9.9%
ROE%	11.6%	5.0%	16.7%	16.4%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.97	0.43	1.72	2.02	2.14
P/E	12.77	32.30	12.10	10.28	9.70
P/B	1.48	1.62	2.02	1.69	1.44
EV/EBITDA	7.98	11.35	5.90	4.23	2.95

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	34,148	36,984	40,340	47,949	51,998
营业成本	31,240	35,148	36,055	43,018	46,859
营业税金及附加	54	48	52	62	67
销售费用	154	67	127	119	147
管理费用	286	374	373	464	492
研发费用	682	602	753	878	923
财务费用	276	362	471	512	493
减值损失合计	-7	-19	0	0	0
投资净收益	11	95	103	123	133
其他	126	115	145	173	187
营业利润	1,587	574	2,758	3,191	3,337
营业外收支	6	68	0	0	0
利润总额	1,593	642	2,758	3,191	3,337
所得税	239	39	350	358	333
净利润	1,355	603	2,408	2,833	3,004
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,355	603	2,408	2,833	3,004
EBITDA	2,866	2,473	6,308	7,881	9,453
EPS(当年)(元)	0.97	0.43	1.72	2.02	2.14

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	1,825	3,183	6,131	8,007	9,514
净利润	1,355	603	2,408	2,833	3,004
折旧摊销	1,133	1,728	3,328	4,473	5,943
财务费用	291	395	488	544	544
投资损失	-15	-95	-103	-123	-133
营运资金变动	-992	526	11	280	156
其它	52	27	0	0	0
投资活动现金流	-5,571	-5,552	-5,186	-3,546	-3,535
资本支出	-5,205	-5,971	-5,289	-3,668	-3,668
长期投资	-473	571	0	0	0
其他	107	-152	103	123	133
筹资活动现金流	3,799	3,419	2,012	-544	-544
吸收投资	2,212	0	0	0	0
借款	1,892	4,041	0	0	0
支付利息或股息	-436	-550	-488	-544	-544
现金流净增加额	79	1,014	2,958	3,918	5,435

研究团队简介

陈淑娟，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。入围2020年第18届新财富能源开采行业最佳分析师，荣获2020年第2届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，2020年第8届Wind“金牌分析师”石化行业第四名，2020年“21世纪金牌分析师评选”能源与材料领域最佳产业研究报告，2019年第7届Wind“金牌分析师”石化行业第二名。担任财视中国“领遇智库”理事，对石化产业有深度专业研究，曾多次担任石化行业大型会议的特邀主题演讲人，并在多家石化行业权威媒体发表文章。

曹熠，石化行业研究助理。伦敦城市大学卡斯商学院金融学硕士，2020年7月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。