

6050

台华新材（603055）：锦纶垂直一体化龙头，产能扩张强化行业地位

2022年3月8日

推荐/首次

台华新材

公司报告

台华新材布局差异化的锦纶产品，行业内优势地位明显，获下游优质客户认可。公司创建于2001年，定位聚焦高档功能性面料的研发与生产，目前形成锦纶纺丝、织造、染色及后整理一体的完整产业链。公司专注于尼龙6、尼龙66及尼龙环保再生系列产品及其他化纤产品的研发和生产，为全球客户定制、开发环保健康、户外运动、特种防护等多系列高档功能性面料，是全球绿色多功能锦纶丝及高档功能性面料领航者。公司的主要产品为锦纶长丝、坯布和功能性成品面料，占到收入的80%，此外还生产部分少量涤纶产品。

锦纶纤维受益于运动服饰景气，锦纶66、再生锦纶成为趋势。锦纶需求端以民用和军用的运动服饰类产品为主，受益于运动服饰的流行以及锦纶切片的国产化，锦纶纤维的产量持续增长，同时锦纶产量占化纤的比重保持上升态势。2020年锦纶纤维产量占化纤比重为6%左右，相比于全球9%的水平有提升空间。随着国内户外运动的流行，锦纶占比仍有望提升。**锦纶66和再生锦纶是长期趋势。**1) **锦纶66的发展：**锦纶66在主要性能上均强于当前主流的锦纶6，是更好的运动服饰材料，平均售价也远高于锦纶6。PA66上游必需原材料己二腈的生产工艺复杂，近年刚打破海外厂商垄断，产能在国内正在释放，掌握锦纶66生产工艺的企业有望能充分受益于该产品升级机会。2) **再生锦纶的发展：**再生锦纶原料全部来自于生产中或使用后的尼龙废料，经物理或化学法聚合再生而成。随着环保理念的深入人心，各大品牌对于再生材料纷纷响应。目前，国内化纤的化学法回收技术尚处于起步阶段，台华具备一定先发优势。

垂直一体化布局，扩大优质客户合作。台华新材是行业内少有的锦纶丝到面料垂直一体化布局的企业。垂直一体化的难点在于：纵向来看，纺织服装产业链各生产环节资源禀赋和核心竞争要素不尽相同。垂直一体化的意义在于：对于品牌公司来说，可提高采购的效率，降低了采购成本。对于垂直一体化公司来说，全产业链布局节约生产成本，赚取产业链上的更多利润。公司近年来毛利率呈上升态势，在高毛利和稳定性方面都优于锦纶长丝行业其他竞争对手。公司通过垂直一体化布局和差异化的产品，近年来持续获得优质客户的认可，目前迪卡侬、超盈等前五大客户占比约20%，未来与优衣库、安踏等品牌的合作量将明显扩大，支撑公司订单增长。

扩产打开长期增长空间，战略布局锦纶66产能。目前，公司长丝产能为原有的6.5万吨及正在释放产能的12万吨，坯布产能约60000万米，面料染色产能16000万米，面料后整理产能6000万米。从产能明细看，公司未来差异化和功能化产品占比将进一步提升。未来项目规划上，绿色多功能锦纶新材料一体化项目分为四期，拟总投资120亿元，跨时5年。一期项目预计在2023年落地，随着项目的推进，公司在行业内的优势地位将得以夯实。

盈利预测及投资评级：预计公司2021-2023年实现营收42.05/51.61/66.81

公司简介：

公司拥有完整的研发、纺丝、织造、染整及销售一体的产业链，能够研发、生产环保健康、户外运动、特种防护等三大系列、多种高档功能性锦纶面料，是国内少有的能够生产高档尼龙66和再生尼龙产品的“国家火炬计划重点高新技术企业”。

资料来源：公司公告、WIND

未来3-6个月重大事项提示：

2022-4-27 年报预披露

发债及交叉持股介绍：无交易数据

52周股价区间（元）	5.61-21.05
总市值（亿元）	126
流通市值（亿元）	117
总股本/流通A股（万股）	83,250/76,785
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	8.57

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

亿元，归母净利润为 4.60/6.00/9.01 亿元，对应的 PE 分别为 26.25x/20.12x/13.41x。基于公司在锦纶行业的优势地位和未来潜力，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

风险提示：疫情反复需求不及预期，上游切片行业往下游延伸，管理层变动。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,690.57	2,501.12	4,204.75	5,161.18	6,681.28
增长率（%）	-9.54%	-7.04%	68.11%	22.75%	29.45%
归母净利润（百万元）	195.89	119.74	460.00	600.25	900.57
增长率（%）	-43.15%	-38.87%	284.17%	30.49%	50.03%
净资产收益率（%）	7.38%	3.99%	13.87%	17.69%	24.20%
每股收益（元）	0.26	0.16	0.53	0.69	1.04
PE	53.46	86.88	26.25	20.12	13.41
PB	4.01	3.85	3.64	3.56	3.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

1. 台华新材：垂直一体化锦纶制造商	4
2. 锦纶纤维受益于运动服饰景气，锦纶 66、再生锦纶成为趋势	6
2.1 民用锦纶受益于下游运动服饰景气	6
2.2 锦纶 6 切片国产化完成，周期波动渐趋平稳	7
2.3 锦纶 66 和再生锦纶是长期趋势	9
3. 垂直一体化布局&产品差异化，拓品牌客户获成长	10
3.1 产业链上的垂直一体化布局	10
3.2 主要客户份额提升可期，新客户开拓顺利	12
4. 扩产打开长期增长空间，战略布局锦纶 66 产能	13
4.1 目前产能状况	13
4.2 未来产能释放&规划	15
5. 盈利预测与投资评级	16
5.1 盈利预测	16
5.2 投资评级	17
6. 风险提示	17

插图目录

图 1：收入以锦纶产品为主	4
图 2：面料有更高的毛利率水平	4
图 3：台华新材采用垂直一体化布局	5
图 4：公司股权结构（截至 2021Q3）	6
图 5：国内锦纶纤维产量稳步提升	6
图 6：锦纶纤维占化纤的比重保持增势	6
图 7：锦纶切片对外依存度下降	7
图 8：锦纶 FDY 价格指数走势（单位：元/吨）	9
图 9：锦纶 FDY 与切片差价（单位：元/吨）	9
图 10：锦纶 6 切片与锦纶 66 切片进口价格对比	9
图 11：全球锦纶 66 产能占比显著高于国内（单位：万吨）	9
图 12：公司各项产品产能情况（吨、万米）	13
图 13：公司锦纶长丝产量与产能利用率	14
图 14：公司坯布产量与产能利用率	14
图 15：公司面料染色产量与产能利用率	14
图 16：公司面料后整理产量与产能利用率	14

表格目录

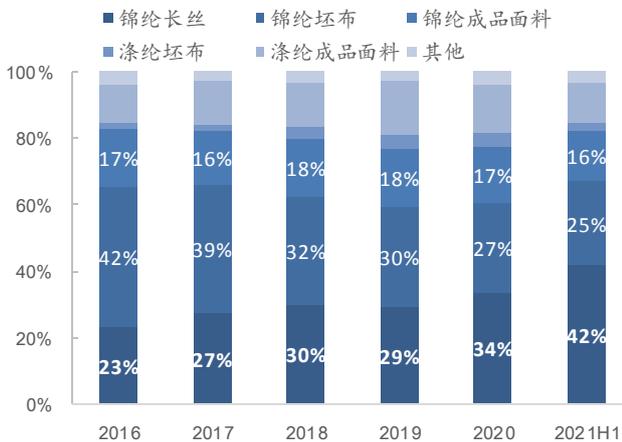
表 1: 2020 年锦纶 6 切片主要企业（年产 8 万吨以上）产能.....	7
表 2: 2020 年中国锦纶民用长丝产量排名名单（不含 DTY）.....	8
表 3: 国际服装品牌再生纤维时间表.....	10
表 4: 智能化年产 12 万吨高性能环保锦纶纤维项目概况.....	15
表 5: 绿色多功能锦纶新材料一体化项目概况.....	15
表 6: 盈利预测表.....	16

1. 台华新材：垂直一体化锦纶制造商

台华新材于 2001 年成立，经过多年的布局，逐步拥有完整的研发、纺丝、织造、染整及销售一体的化纤纺织产业链，于 2017 年在上交所上市，是国内少有的能够生产高档尼龙 66 和再生尼龙产品的“国家火炬计划重点高新技术企业”。

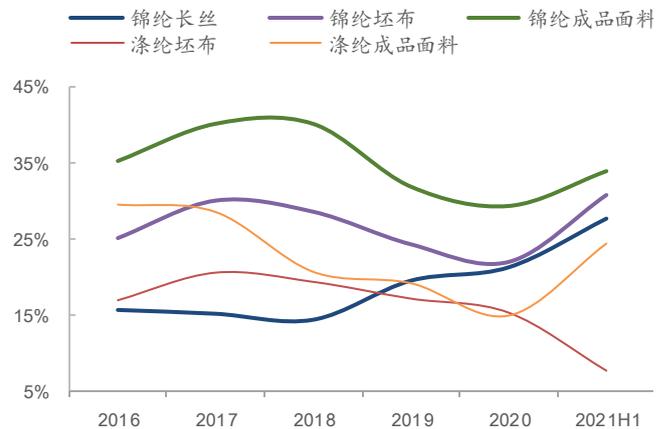
锦纶产品为主要产品，锦纶长丝毛利率持续提升。 产品构成上：公司锦纶产品占收入的比重在 80% 以上，包括锦纶长丝（FDY、ATY、DTY）、锦纶坯布、锦纶面料，是公司的主要收入来源；为满足大客户全方位需求，公司也生产销售部分涤纶产品，占比较低。毛利率方面：锦纶长丝近年来呈上升态势，主要是得益于公司工艺的持续优化以及差异化、差异化产品占比的提高；锦纶坯布及面料附加值高于长丝，利润率变化走势与锦纶价格呈现正相关性。

图1：收入以锦纶产品为主



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：面料有更高的毛利率水平

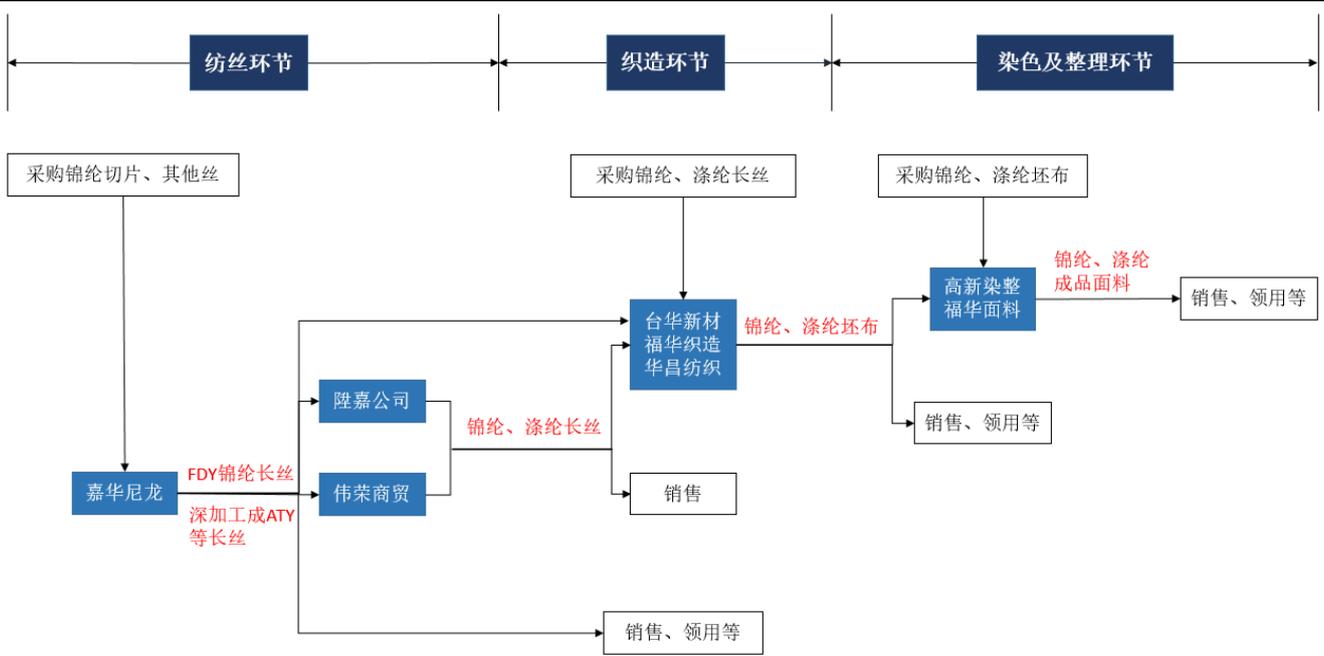


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

业务构成上，垂直一体化布局，差异化产品为主。

- 公司在锦纶产品上，已实现垂直一体化布局。公司涉及纺丝、织造、染色及整理多个产业链环节，公司采购锦纶切片，从锦纶长丝到锦纶坯布再到成品面料，公司均实现自主生产，长丝和坯布部分用于自供，部分用于外销。涤纶方面，公司采购长丝，自主生产坯布和面料。公司借助垂直一体化布局，降低成本，提高供应链响应能力，与终端品牌客户建立更高粘性的合作。
- 目前公司是少数能实现锦纶 66 生产的公司。公司产品以锦纶 6 为主，同时在差异化高端产品上积极布局，2020 年，免染彩锦纱、再生环保纱、尼龙 66 纱等差异化产品销售同比增长 68%。对于锦纶 6 产品，公司不断改善工艺，实现以高附加值的差异化功能性产品为主。差异化锦纶产品以长丝为关键，指通过采用化学高分子聚合改性和纺丝过程中进行改性或物理工序后，具有了特殊性能的锦纶长丝。公司产品线布局丰富，凉感丝、抗菌丝、吸湿排汗丝等功能性产品均可自主生产，在超细旦丝等高难度产品上保持产品质量优势，能够对下游应用场景有更强的适配性，以此实现有更高的毛利率和客户粘性。

图3: 台华新材采用垂直一体化布局



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

公司的产能规模逐年增加, 但是收入利润随锦纶价格呈现一定波动性; 2021年在锦纶价格回升和产能投放下实现高增。2020年公司实现收入25.01亿元, 归母净利润1.2亿元; 2016-2020年期间, 公司的收入和利润出现冲高回落的波动性, 主要系公司随产能稳步释放但是锦纶价格自2018年景气度回落, 其中利润的波动性较收入端更大。根据2021年业绩预告, 公司全年归母净利润4.6亿元, 同比+284%, 实现高增, 主要因为: 1) 在下游需求带动下, 锦纶价格出现回升, 公司收入及毛利率提高; 2) “年产12万吨高性能锦纶纤维项目”投产, 收入提升, 同时项目带来锦纶66产能提高, 推升整体毛利率。

图4: 营业收入持续提高 (单位: 亿元)

图5: 归母净利润呈升势 (单位: 亿元)



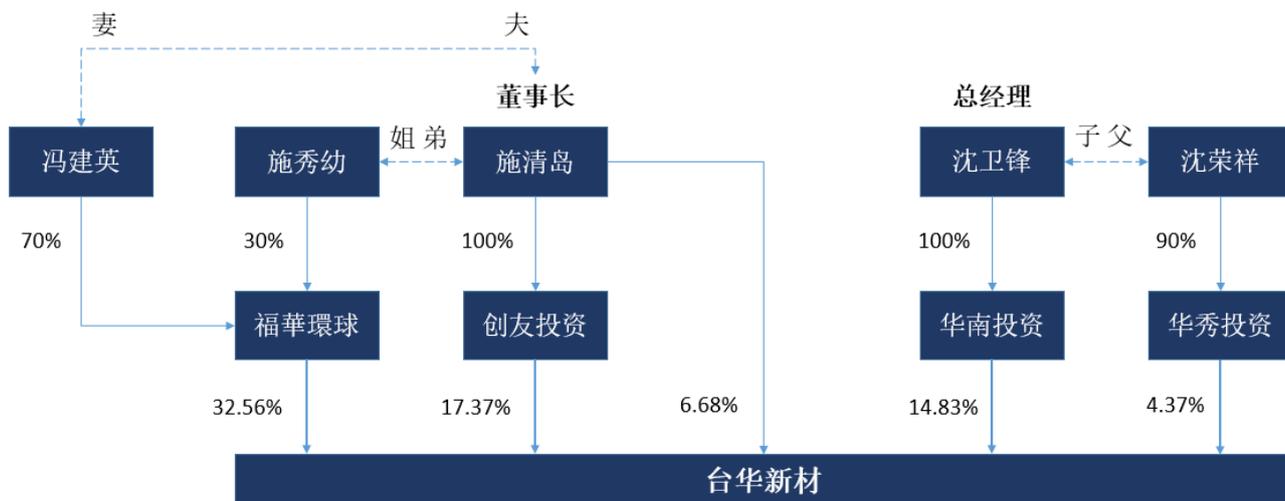
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司控股权集中, 员工激励充分。公司董事长施清岛先生持股合计24.05%。公司第一大股东福华环球由施清岛的姐姐施秀幼女士和配偶冯建英女士控股, 冯建英已将福华环球的投票权委托施清岛行使。因此施清岛合

计控制股权 56.61%，控制权较为稳定。此外，公司总经理沈卫锋先生持股合计 19.20%。公司在 2021 年执行股权激励计划，涉及高管及骨干 106 人，确保核心队伍稳定，增加工作积极性。

图6：公司股权结构（截至 2021Q3）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 锦纶纤维受益于运动服饰景气，锦纶 66、再生锦纶成为趋势

2.1 民用锦纶受益于下游运动服饰景气

锦纶纤维占化纤比重保持升势。锦纶需求端以民用和军用的运动服饰类产品为主，受益于运动服饰的流行以及锦纶切片的国产化，锦纶纤维的产量持续增长，同时锦纶产量占化纤的比重保持上升态势。2020 年锦纶纤维产量占化纤比重为 6% 左右，相比于全球 9% 的水平有提升空间。随着国内户外运动的流行，锦纶占比仍有望提升。

图7：国内锦纶纤维产量稳步提升



资料来源：中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

图8：锦纶纤维占化纤的比重保持增势



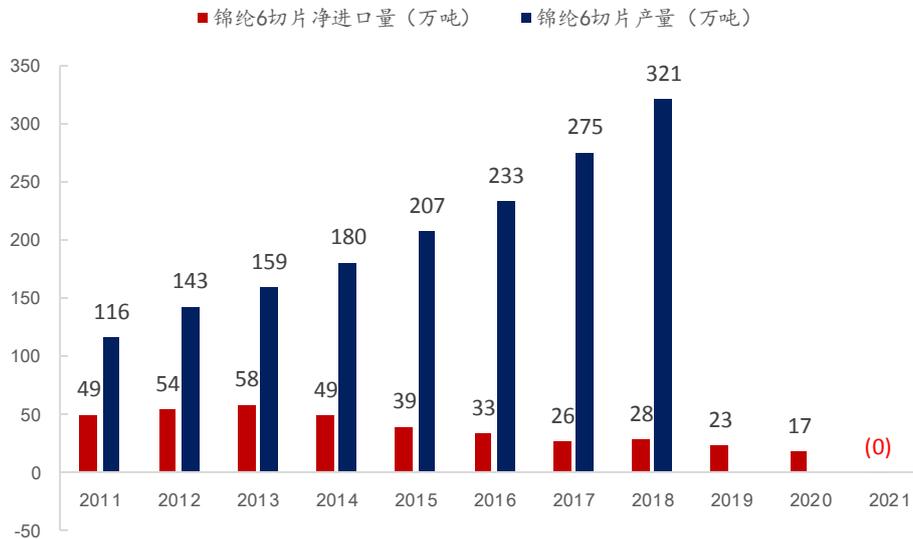
资料来源：中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

冰雪产业潜力大, 冬奥会召开点燃热情。北京冬奥会在北京成功举办, 普通民众的冰雪运动热情也被冬奥会点燃。中国旅游研究院发布的《中国冰雪旅游发展报告(2022)》数据显示, 全国冰雪休闲旅游人数从2016-2017冰雪季的1.7亿人次增加2020-2021冰雪季的2.54亿人次, 预计2021-2022冰雪季我国冰雪休闲游人数将达到3.05亿人次, 冰雪休闲旅游收入有望达到3233亿元, 我国正在从冰雪旅游体验阶段进入冰雪旅游刚性生活需求阶段。

2.2 锦纶6切片国产化完成, 周期波动渐趋平稳

锦纶6切片逐渐完成国产替代。近年来, 受益于锦纶6原料己内酰胺国产供应的瓶颈被打破, 锦纶6切片自给率大幅提高。根据中化协和海关总署数据, 锦纶6切片净进口量自2011年来持续下降, 到2021年甚至已实现净出口。同时国内产能大幅提升, 使得进口依赖度在2018年就已经由2011年的30%降至8%, 目前基本实现锦纶6切片的国产替代。

图9: 锦纶切片对外依存度下降



资料来源: 中国化学纤维工业协会, 海关总署, 东兴证券研究所

注: 2019-2021 锦纶6切片产量未披露

锦纶切片行业格局呈现集中度提升趋势。2018年, 锦纶切片主要企业(年产8万吨以上)为18家, 产能合计274万吨; 到2020年, 锦纶主要企业为21家, 产能合计417万吨。从数据看, 行业内主要玩家变化不大, 主要玩家产能两年增速远高于锦纶行业整体, 行业集中度明显提升。近年来随着切片国产化进程的逐渐完成, 前列企业积极进行扩产, 是行业格局存在集中趋势的主要原因。后续头部化工企业如恒逸集团、鲁西化工等仍积极扩张产能, 行业集中度或将继续提升。

表1: 2020年锦纶6切片主要企业(年产8万吨以上)产能

排名	公司名称	年产能(万吨)	排名	公司名称	年产能(万吨)
1	恒逸石化锦纶	44	12	恒申合纤	15
2	鲁西化工	40	13	长安高分子	15
3	永荣锦江	35	14	永通新材料	15

4	中锦新材料	31	15	中仑新材料	14
5	海阳化纤	30.5	16	潞宝兴海新材料	10
6	聚合顺	30	17	巴斯夫	10
7	美达锦纶	20	18	阳煤化工	10
8	弘盛新材料	20	19	瑞美福	8.8
9	方圆新材料	18.5	20	海力新材料	8.5
10	力恒锦纶	18	21	聚禾新材料	8
11	岳阳石化	16			

资料来源：中国化纤工业协会，中商情报网，东兴证券研究所

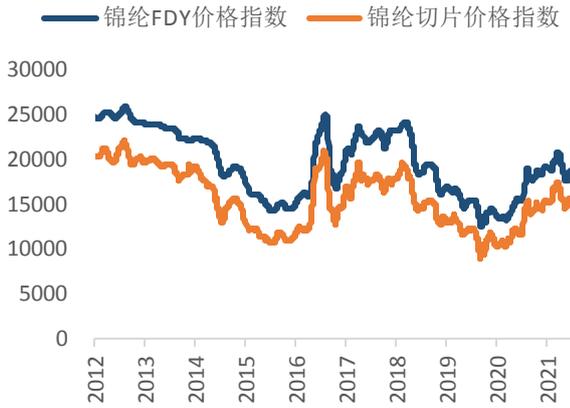
民用锦纶长丝行业格局稳定。根据中化协发布的锦纶民用长丝产量排名，排名第一的永荣锦江年产能约 50 万吨，假设满产，则产量占国内锦纶丝总产量约 12%，行业 CR2 约在 20% 以上。排名前两位的公司产能优势较大，均为垂直一体化企业，切片以自产为主。目前台华新材锦纶民用长丝的产能在业内排名第 6，占国内锦纶丝总产量约 2%。近年来，前列企业排名较为稳定，格局较为稳定。

表2：2020 年中国锦纶民用长丝产量排名名单（不含 DTY）

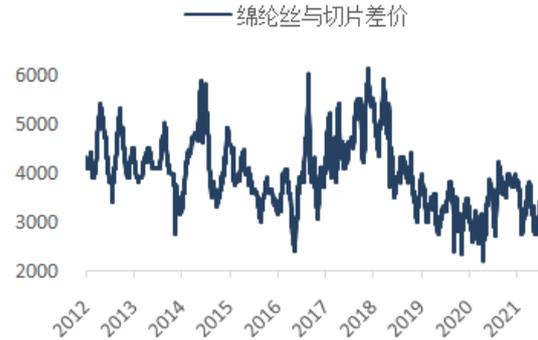
排名	公司名称	2020 年产量
1	福建永荣锦江股份有限公司	约 50 万吨（假设满产）
2	恒申控股集团有限公司	约 47 万吨（假设满产）
3	义乌华鼎锦纶股份有限公司	12.43 万吨
4	广东新会美达锦纶股份有限公司	7.96 万吨
5	福建凯邦锦纶科技有限公司	
6	浙江嘉华特种尼龙有限公司（台华新材）	7.71 万吨
7	福建鑫森合纤科技有限公司	
8	福建锦程高科实业有限公司	
9	福建万鸿纺织有限公司	
10	江苏文凤化纤集团有限公司	

资料来源：中国化学纤维工业协会，东兴证券研究所

锦纶价格呈现周期波动，目前处于景气位置。我们选取 FDY 价格作为锦纶丝的代表，价格呈现明显的周期性波动。自 2012 年起，伴随着切片的国产化推进，可观测到锦纶产品的价格中枢呈现下移态势。2020 年末起，石油化工产品价格开始上涨；在疫情影响下，户外运动需求持续提升，因此在成本和需求双重推动下，锦纶价格开始回升。从锦纶丝与上游切片的差价（反映锦纶丝工厂的毛利润）走势可看出，差价与锦纶丝价格呈现正相关性，随着 20 年下半年切片与长丝价格的反弹，锦纶长丝企业的毛利处在景气位置。

图10：锦纶 FDY 价格指数走势（单位：元/吨）


资料来源：WIND，中纤网，东兴证券研究所

图11：锦纶 FDY 与切片差价（单位：元/吨）


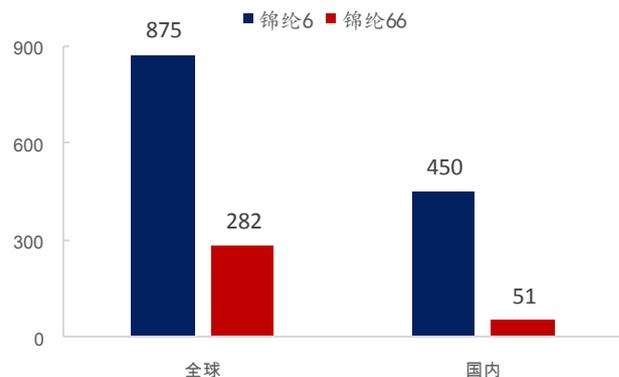
资料来源：WIND，中纤网，东兴证券研究所

2.3 锦纶 66 和再生锦纶是长期趋势

未来发展趋势一：锦纶 66 的发展。锦纶 66 在主要性能上均强于当前主流的锦纶 6，是更好的运动服饰材料。但其上游必需原材料己二腈的生产工艺复杂，且一度被海外厂商垄断，因此锦纶 66 产能持续紧张且价格高于锦纶 6。锦纶 66 需求向好，但因为产能受限，与锦纶 6 的价差还有持续扩大的趋势。从 2018 年数据来看，全球锦纶 66 产能 282 万吨，占比约 24%；而国内锦纶 66 产能仅 51 万吨，占比仅约 10%，锦纶 66 的产能主要被海外企业掌控。近年来，我国企业在己二腈生产技术上取得突破，产能陆续开始投建；国外厂商也开始在我国布局产能。未来随己二腈产能的陆续投产，锦纶 66 在我国有望实现产能的增长和价格的下降，逐步替代锦纶 6 并增加应用场景，推动锦纶产业均价的提升。掌握锦纶 66 生产工艺的企业有望能充分受益于该产品升级机会。

图12：锦纶 6 切片与锦纶 66 切片进口价格对比


资料来源：海关总署，东兴证券研究所

图13：全球锦纶 66 产能占比显著高于国内（单位：万吨）


资料来源：继望网，东兴证券研究所

未来发展趋势二：再生锦纶。再生锦纶原料全部来自于生产中或使用后的尼龙废料，经物理或化学法聚合再生而成。伴随着环境保护及资源循环利用在全世界范围倍受瞩目，很多领域开始将回收材料的使用作为一项考核指标及强制要求。Aquafil 集团是纺织行业合成纤维的领先制造商，2011 年其创立了创建了 ECONYL，

被全球 1000 多个品牌使用，引领了再生锦纶在服装品牌领域的应用。随着环保理念的深入人心，各大品牌对于再生材料纷纷响应。大型品牌纷纷提出使用再生纤维的时间进度表，其对于再生材料的认可与宣传，有望推动再生锦纶的快速发展与普及。

表3：国际服装品牌再生纤维时间表

品牌类别	品牌	再生纤维计划表
奢侈品牌	Prada	2019 年启用再生锦纶系列，目标是在 2021 年底前将所有原生尼龙转为再生尼龙；
	LV	计划将在 2025 年实现 100%原料负责任采购并在 2030 年彻底弃用一次性塑料。
快时尚品牌	ZARA	到 2025 年实现原材料 100%可持续性；
	H&M 集团	提出到 2030 年 100%使用再生或其他可持续材料的目标。
运动品牌	Adidas	提出到 2024 年将 100%使用可再生聚酯纤维。
	Nike	到 2025 年，从垃圾填埋场转移 99%的鞋类制造废物

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前，国内化纤的化学法回收技术尚处于起步阶段，台华具备一定优势。截至十三五末，我国再生锦纶产量约为 5000 吨/年，主要采用物理回收法生产。由于尼龙特征官能团反应活性高，采用物理法会产生严重的热降解，物理法再生尼龙产品性能无法达到纤维级要求。台华新材采用的化学法循环再生尼龙材料项目采用业界首创的针对锦纶面料（尼龙）的万吨级以上化学法再生尼龙系统解决方案，将锦纶生产过程中的废丝、废料块、边角料等经过化学法解聚得到己内酰胺单体，利用己内酰胺重新聚合得到高品质纺丝级切片，后经熔融纺丝制备各种规格再生锦纶纤维，真正意义上实现锦纶纤维重复使用的闭环循环。

3. 垂直一体化布局&产品差异化，拓品牌客户获成长

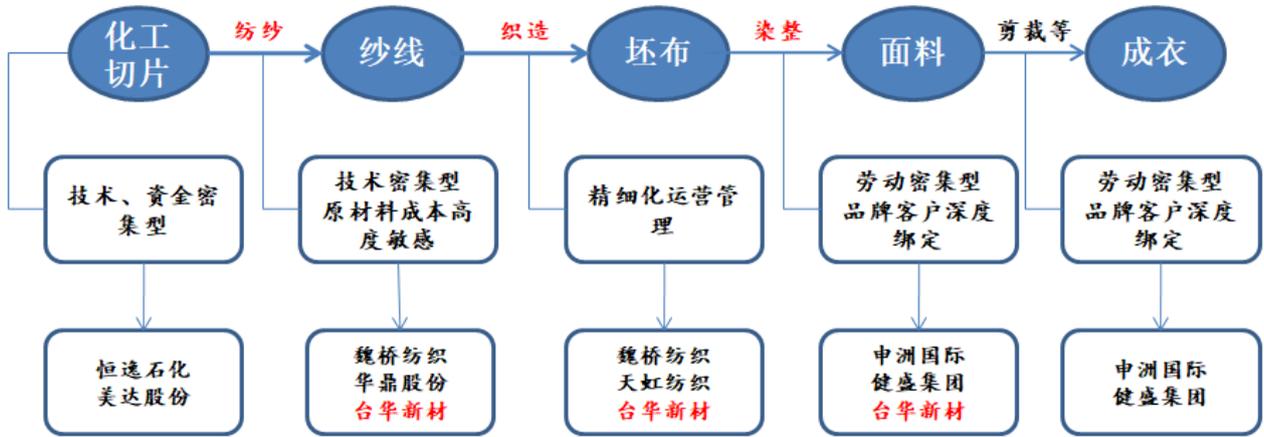
3.1 产业链上的垂直一体化布局

台华新材是行业内少有的锦纶丝到面料垂直一体化布局的企业。在锦纶行业中，有少量实力较强的企业（以日资、台资企业为主）如日本东丽、福懋兴业和台华新材等建立了从纺丝、织造到染色、后整理完整的产业链，从事一体化的生产经营，能够提供全产业链各个环节包括化纤丝、坯布及成品面料在内的所有产品。

垂直一体化的难点？纵向来看，纺织服装产业链各生产环节资源禀赋和核心竞争要素不尽相同。

- 纺纱：资金密集型，除了依靠规模效应形成成本优势，也需要研发能力提升和技术改造。
- 坯布织造：精细化运营管理，效率、良率、订单饱和率较为关键。
- 面料染整：技术含量高，污染重。染整企业因所需电力、排污等配套设施，产业集群优势明显。
- 成衣：劳动力密集型，效率与成本最为关键，与下游品牌绑定深。

图 1：纺织行业产业链各环节的竞争要素及参与者



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

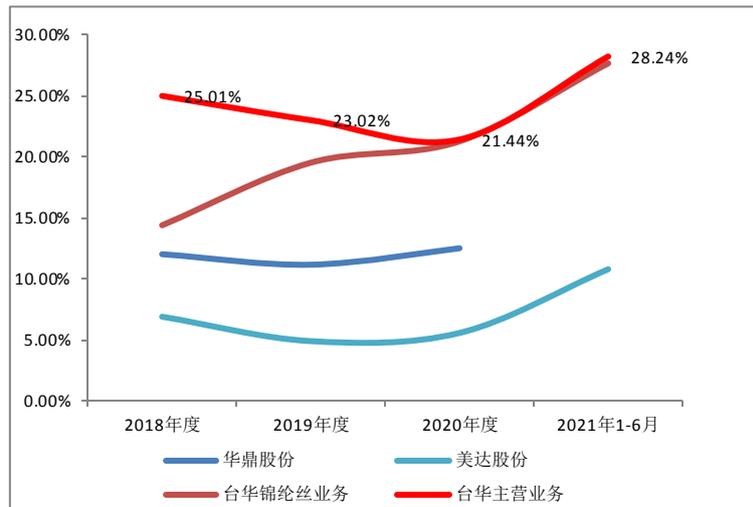
垂直一体化的必要性？ 对于品牌公司来说：垂直一体化提高了品牌商采购的效率，降低了采购成本，提高了供应链快速反应的能力。对于垂直一体化公司来说：全产业链布局节约生产成本，赚取产业链上的更多利润。所以垂直一体化对供应商和品牌商是 win-win 局面。

垂直一体化对公司价值提升？ 公司在品牌、产品质量、成本等方面独特的一体化优势。体现为，公司在客户开拓方面赢得更多品牌客户的认可。在盈利能力方面，公司通过垂直一体化带来盈利能力的优化。

1) 开拓客户。 公司下游客户以服装企业为主，服装行业属于充分竞争市场，要求对时尚和市场潮流做出快速反应，目前服装行业已经逐步形成小批量、多批次的市场供货模式，相应的服装企业对其原材料供应商如面料企业也提出了对应的要求。尤其是近年来服装行业发展迅速，个性化趋势增强，服装企业与供应商之间的交易凸显出“短交期、多品种、小批量、多批次”的特点，进一步提高了对供应商快速反应能力的要求。

2) 盈利能力。 与行业内其他锦纶长丝公司华鼎与美达相比（华鼎股份主要经营锦纶丝业务、美达股份经营锦纶切片和锦纶丝业务），台华新材经营锦纶丝、锦纶坯布、锦纶成品面料业务，整体毛利率比另外两家明显要高，同时毛利率的稳定性也比业务单一的公司要好。

图 2：纺织行业产业链各环节的盈利能力



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

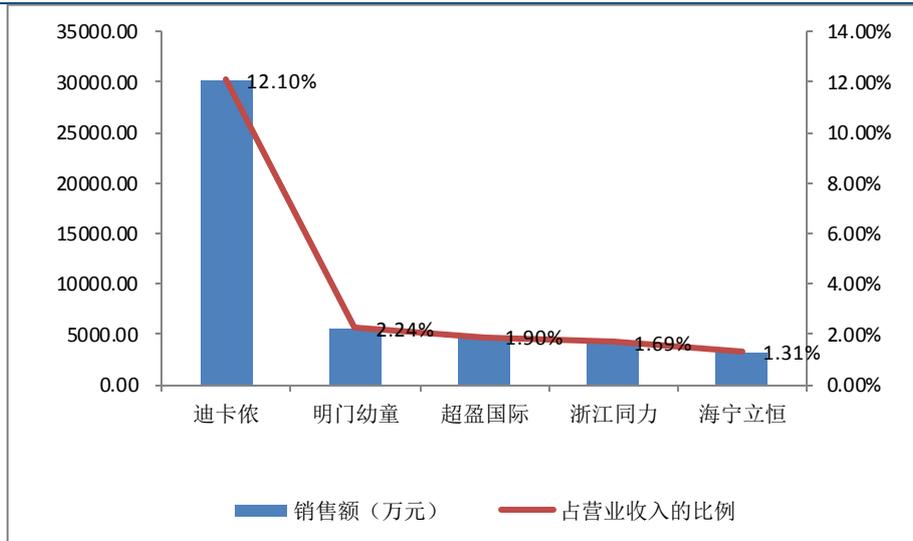
3.2 主要客户份额提升可期，新客户开拓顺利

产品差异化和垂直一体化，赢得高端品牌客户认可。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。近年来公司凭借产品开发优势、技术优势、产业链优势和产品质量优势，赢得了如迪卡侬、安踏、探路者、美国维克罗、C&A、海澜之家、乔丹等国内外知名品牌客户的信任，并与之建立了稳定的合作关系。

- **产品差异化：**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。
- **垂直一体化：**拥有小批量锦纶纺丝、小批量整经设备及织造、染色、后整理一体化的小样实验设备，以快速、准确的服务来满足客户需求，使得客户的采购周期大为缩短。公司在产业链各个环节实施全程的品质控制，产业链后端在对前端产品的使用过程中能够快速、及时地验证、反馈，以提高前端工序质量，从而确保全产业链产品品质。

从客户结构看：公司通过一体化布局，由与纺织企业合作转变为与品牌服装客户合作。公司的前五大客户占比仍有提升空间，迪卡侬一直是公司的第一大客户。公司与迪卡侬的合作历史悠久，一直为公司第一大客户，2020年占比为12.1%。其次为超盈国际，基本稳定为公司第二大客户，份额约为2%。超盈国际是Lululemon的核心供应商，台华的PA66 DTY产品部分供应超盈，随着产能释放未来合作量扩大可期。

图3：2021H1公司前五大客户收入及占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

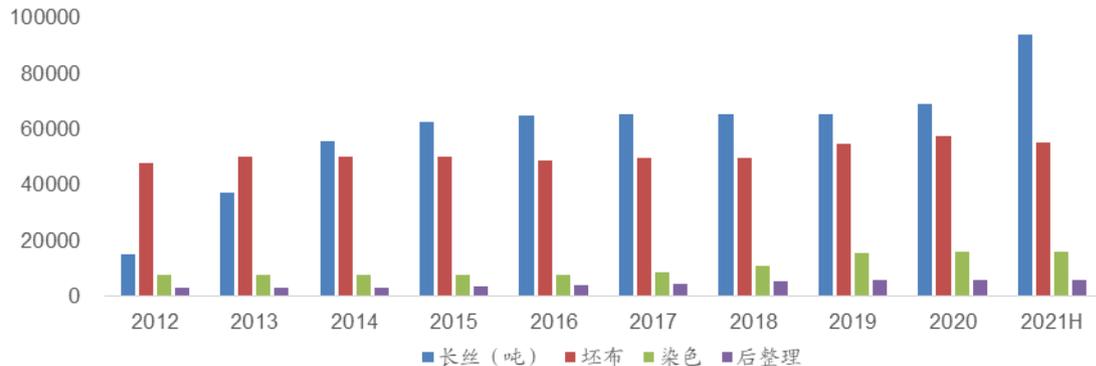
台华加大新客户开拓，提升大客户采购份额。公司加大新品牌客户的开发，同时挖掘现有大客户订单的深度，进一步优化客户结构。随着公司品牌形象的日益提升与市场开拓的不断深入，品牌客户群体也不断增加（2020年全年新增品牌客户 10 家）。在潜力客户方面：我们认为超盈国际、远纺等将受益于 Lululemon 品牌的良好发展，未来采购份额将进一步提升；其次，对于再生锦纶有强烈诉求的国际品牌，对于公司的采购将扩大，如优衣库；国内品牌方面，安踏近年来发展迅速并计划在未来持续扩张。

4. 扩产打开长期增长空间，战略布局锦纶 66 产能

4.1 目前产能状况

产业链一体化产能布局逐步完善，需求驱动下持续扩产。2012 年以来，随着 5 万吨长丝项目、8000 万米染色项目、3450 万米后整理项目等陆续投产，公司锦纶长丝的自给率大幅提升，面料产量明显增长，产业链一体化程度进一步加深。2018 年以来，为响应下游需求的快速增长，突破产能制约，公司陆续投资建设 7600 万米坯布项目和 12 万吨长丝项目（在建）。目前，公司长丝产能为原有的 6.5 万吨及刚完成投产的 12 万吨项目，坯布产能约 60000 万米，面料染色产能 16000 万米，面料后整理产能 6000 万米。产能明细看，公司未来差异化和功能化产品占比将进一步提升。

图14：公司各项产品产能情况（吨、万米）



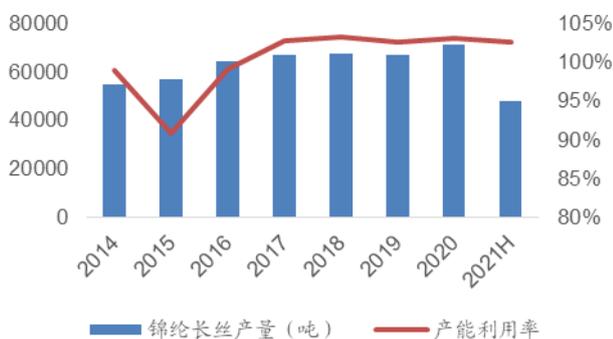
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

（注：长丝标准产能产量以将锦纶切片生产成 FDY 计算，以 70D/48F 为标准产品进行折合；坯布生产设备可同时生产锦纶、涤纶坯布，标准产能产量以纬密 31.5 梭/cm 的锦纶坯布为标准产品进行折合；面料生产设备可同时生产锦纶、涤纶面料，标准产能产量根据特定折合系数折合。）

长丝与坯布产能满产运行，面料产能利用率仍有提升空间：

- **锦纶长丝**：公司约 40-50% 的锦纶长丝产量用于内部加工，覆盖了锦纶坯布的大部分原材料需求（2019 年覆盖比例约 80%），其余产量则用于外销。近年来公司锦纶长丝的产能利用率维持在 100% 以上，即便 2019 年以来行业整体遭遇中美贸易摩擦、宏观环境波动、新冠疫情等挑战，公司在锦纶长丝产能大幅增加的情况下，产能利用率依然处于饱和状态。我们认为这体现了公司差异化锦纶纤维的旺盛需求。
- **坯布**：公司坯布产量的 20-35% 用于内部加工，基本满足了成品面料的原材料需求，其余产量则用于对外销售。2019 年以来，在行业整体遭遇挑战、公司坯布产能有所扩张的情况下，公司坯布产能利用率有所下滑和波动，但在 2021 年上半年仍然接近于满产状态。

图15：公司锦纶长丝产量与产能利用率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图16：公司坯布产量与产能利用率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **面料**：2017 年以来，随着 IPO 募投的面料染整项目逐步投产，公司的面料产能有较大幅度提升。但是受到行业整体需求承压的影响，公司面料产量的提升速度落后于产能释放速度，因而产能利用率相对较低。2021 年上半年，公司成品面料染色、后整理的产能利用率分别为 75.72%、87.67%，未来仍有提升空间。

图17：公司面料染色产量与产能利用率

图18：公司面料后整理产量与产能利用率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 未来产能释放&规划

扩产突破锦纶长丝产能瓶颈，产品结构或将进一步优化。根据目前在建和规划的项目，公司未来将主要扩大锦纶长丝产能。从产能释放节奏看：2022年，12万吨项目的效率和产品良率进一步提升；2023年，绿色多功能锦纶新材料一体化项目一期，即10万吨PA+6万吨PA66项目将有部分投产；2024年，一期项目的产能爬坡及二期项目的进行建设。从产品结构看：在建和规划项目投产后，公司长丝产能中高附加值的锦纶66、再生锦纶产品占比预计超过1/3，助力公司盈利能力提升。

- 智能化年产12万吨高性能环保锦纶纤维项目：**项目主要生产FDY、ATY、DTY等差异化锦纶6或锦纶66纤维，除去部分产量用于内部加弹等工艺和ATY纤维的生产，每年产量约8.23万吨，其中锦纶66产品的占比预计超过12%。项目于2019年开工建设，目前已基本建设完成，部分生产线已经投产，预计将于2022年完全投产。

表4：智能化年产12万吨高性能环保锦纶纤维项目概况

项目名称	产品名称	预计销量 (吨)	建设情况
智能化年产12万吨高性能环保锦纶纤维项目	FDY 差异化锦纶纤维 (PA6)	41,938.00	2021年达产率约60%-70%
	FDY 差异化锦纶纤维 (PA66)	2,568.00	
	ATY 差异化锦纶纤维	19,704.00	
	DTY 差异化锦纶纤维 (PA6)	10,803.00	
	DTY 差异化锦纶纤维 (PA66)	7,240.00	
	合计	82,253.00	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- 绿色多功能锦纶新材料一体化项目：**项目分为四期，计划5年内建成。目前已确定实施的是一期和二期的锦纶长丝产能建设项目，其中一期16万吨产能（10万吨锦纶6长丝、6万吨锦纶66长丝）预计于2022年初开工、2023年底完工，二期6万吨产能（锦纶66长丝）预计于2023年初开工、2024年底开工。此外，另有20万吨锦纶6长丝产能、6亿米锦纶坯布产能、2亿米染整产能、20万吨锦纶6聚合产能根据实际情况决定是否建设。

表5：绿色多功能锦纶新材料一体化项目概况

分期	项目名称	产品与产能 (吨、万平米)	计划开	计划完
----	------	---------------	-----	-----

	锦纶聚合	锦纶长丝	锦纶坯布	面料染整		
一期	年产 10 万吨再生差别化锦纶丝项目 /6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目	100000 (PA6) 60000 (PA66)			2022.01	2023.12
二期	年产 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目	60000 (PA66)			2023.01	2024.12
二期	3 亿米锦纶坯布项目/1 亿米染整项目		30000	10000		
三期	年产 20 万吨 PA6 差别化锦纶丝项目 /3 亿米锦纶坯布项目/1 亿米染整项目	200000 (PA6)	30000	10000		
四期	年产 20 万吨 PA6 差别化聚合项目	200000 (PA6)				
合计		200000	420000	60000	20000	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

收入假设：

纱线：2021 年 12 万吨项目投产率 70%，2022 年 100%达产且产品良率进一步提升至成熟水平，2023 年绿色多功能锦纶新材料一体化项目一期少部分投产。坯布和面料的产能利用率进一步提升。

毛利率：PA6 差别化产品、PA66 和再生锦纶的占比提升，带动毛利率上行。

费用率：公司与大客户合作稳定，公司受认可度高，销售费用率平稳。

收入&净利润：预计公司 2021-2023 年实现营收 42.05/51.61/66.81 亿元，归母净利润为 4.60/6.00/9.01 亿元。

表6：盈利预测表

项目	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
营业收入 (万元)					
锦纶长丝	15.00	84112.96	208323.36	263848.70	373930.17
锦纶坯布	80755.40	66639.39	102450.60	124954.97	161021.52
锦纶成品面料	47254.41	42707.73	50288.68	60346.41	63363.74
涤纶坯布	11479.32	10153.17	15399.96	16169.96	16978.46
涤纶成品面料	43169.20	36415.44	33928.72	40714.46	42750.19
其他	4692.72	7214.93	7214.93	7214.93	7214.93
非主营业务	3251.50	2868.74	2868.74	2868.74	2868.74
合计营业收入	269056.84	250112.37	420474.99	516118.18	668127.74
产/销售量 (内+外)					
锦纶长丝	71245	76388	103800	123500	148500
锦纶坯布	22286	21797	25817	28399	29819
锦纶成品面料	3482	3639	5045	6053	6356

涤纶坯布	7864	7538	6550	6878	7222
涤纶成品面料	4404	3836	3935	4722	4958
产品单价 (万元/吨; 元/米)					
锦纶长丝	2.21	1.98	2.01	2.14	2.52
锦纶坯布	4.34	3.81	3.97	4.40	5.40
锦纶成品面料	14.00	11.86	9.97	9.97	9.97
涤纶坯布	3.25	2.95	2.35	2.35	2.35
涤纶成品面料	10.22	9.55	8.62	8.62	8.62
毛利率					
锦纶长丝	19.54%	21.29%	28.06%	27.74%	29.21%
锦纶坯布	24.30%	22.00%	28.00%	28.00%	28.00%
锦纶成品面料	31.86%	29.34%	30.00%	30.00%	30.00%
涤纶坯布	17.18%	15.34%	7.73%	7.73%	7.73%
涤纶成品面料	19.20%	14.96%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	19.64%	12.72%	13.02%	13.02%	13.02%
非主营业务	55.60%	51.46%	22.54%	22.54%	22.54%
合计毛利率		21.79%	26.59%	26.59%	27.65%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5.2 投资评级

台华新材所在的锦纶行业存在着大的发展机会, 从总量上受益于运动服饰的景气, 从结构上锦纶 66 和再生锦纶对于传统锦纶材料的替代持续。台华深耕锦纶长丝行业, 技术积累扎实, 扩产能将助力公司抓住行业发展机会。目前公司市值对应 2022 年业绩 20 倍, 我们认为公司未来体现出良好的成长性, 盈利的稳定性也将优化, 公司业绩增长和估值都具备提升潜力, 首次覆盖公司, 给与“推荐”评级。

6. 风险提示

疫情反复需求不及预期, 上游切片行业往下游延伸, 管理层变动。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元						利润表				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	2082	2184	2844	3502	4435	营业收入	2691	2501	4205	5161	6681
货币资金	354	311	538	651	849	营业成本	2061	1956	3087	3789	4834
应收账款	435	496	757	976	1233	营业税金及附加	14	19	27	36	45
其他应收款	1	2	3	3	4	营业费用	57	35	57	84	100
预付款项	30	45	59	82	86	管理费用	145	141	211	274	345
存货	915	964	1446	1821	2294	财务费用	44	54	70	85	110
其他流动资产	62	78	-40	-113	-113	研发费用	147	139	213	246	286
非流动资产合计	2510	3269	3211	3130	3064	资产减值损失	-31.22	-55.48	-43.35	-21.42	-41.42
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	1.03	1.25	1.14	0.00	0.00
固定资产	1846	2682	2468	2253	2038	投资净收益	10.34	4.65	7.50	6.07	6.79
无形资产	172	219	210	203	196	加:其他收益	18.74	25.90	22.32	0.00	0.00
其他非流动资产	127	93	110	101	106	营业利润	222	130	519	673	1010
资产总计	4592	5453	6055	6632	7499	营业外收入	0.65	2.82	3.15	0.00	0.00
流动负债合计	1358	1374	2044	2543	3081	营业外支出	2.82	5.09	7.00	0.00	0.00
短期借款	518	275	610	732	867	利润总额	219	128	516	673	1010
应付账款	483	608	829	1089	1344	所得税	24	14	56	73	109
预收款项	19	1	-11	-37	-30	净利润	196	114	460	600	901
一年内到期的非流	0	35	35	35	35	少数股东损益	0	-6	0	0	0
非流动负债合计	579	1077	636	636	636	归属母公司净利润	196	120	460	600	901
长期借款	84	609	609	609	609	主要财务比率					
应付债券	476	441	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1937	2451	2680	3179	3717	成长能力					
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-1	营业收入增长	-9.54%	-7.04%	68.11%	22.75%	29.45%
实收资本(或股本)	767	832	869	869	869	营业利润增长	-46.01%	-41.21%	298.80%	29.57%	50.00%
资本公积	502	796	796	796	796	归属于母公司净利	-43.15%	-38.87%	284.17%	30.49%	50.03%
未分配利润	1242	1297	1566	1635	1949	获利能力					
归属母公司股东权	2655	3003	3316	3394	3722	毛利率(%)	23.42%	21.79%	26.59%	26.59%	27.65%
负债和所有者权益	4592	5453	6055	6632	7499	净利率(%)	7.28%	4.56%	10.94%	11.63%	13.48%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.27%	2.20%	7.60%	9.05%	12.01%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	7.38%	3.99%	13.87%	17.69%	24.20%
经营活动现金流	341	486	486	718	857	偿债能力					
净利润	196	114	460	600	901	资产负债率(%)	42%	45%	44%	48%	50%
折旧摊销	195.62	234.42	228.83	228.17	227.57	流动比率		1.59	1.39	1.38	1.44
财务费用	44	54	70	85	110	速动比率		0.89	0.68	0.66	0.69
应收账款减少	-74	-61	-261	-220	-257	营运能力					
预收帐款增加	4	-18	-12	-26	7	总资产周转率	0.60	0.50	0.73	0.81	0.95
投资活动现金流	-946	-991	4	-119	-111	应收账款周转率	7	5	7	6	6
公允价值变动收益	1	1	1	0	0	应付账款周转率	5.31	4.59	5.85	5.38	5.49
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	10	5	7	6	7	每股收益(最新摊	0.26	0.16	0.53	0.69	1.04
筹资活动现金流	20	440	-263	-485	-548	每股净现金流(最新	-0.76	-0.08	0.26	0.13	0.23
应付债券增加	22	-35	-441	0	0	每股净资产(最新摊	3.46	3.61	3.82	3.91	4.28
长期借款增加	84	525	0	0	0	估值比率					
普通股增加	219	65	37	0	0	P/E	53.46	86.88	26.25	20.12	13.41
资本公积增加	-219	294	0	0	0	P/B	4.01	3.85	3.64	3.56	3.24
现金净增加额	-585	-64	227	113	198	EV/EBITDA	25.00	30.47	15.67	12.99	9.46

资料来源:公司财报、东兴证券研究

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

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、未来也将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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

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（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526