

锦纶纺织龙头，布局 PA66 和再生 PA6 迎高成长

2022 年 06 月 23 日

► **锦纶全产业链纺织企业龙头，业绩增长表现亮眼。**自 2001 年创建以来，公司始终深耕锦纶产业，并逐渐向上下游产业链延伸，已成为国内少数拥有锦纶纺丝、织造、染色及后整理一体的、拥有完整产业链的化纤纺织企业。公司主要产品为锦纶长丝、坯布和功能性成品面料，凭借多年来的产品开发及质量优势，公司与迪卡侬、安踏、森马、海澜之家、乔丹等国内外知名品牌建立了稳定的合作关系。2021 年公司实现营收 42.57 亿元，同比增长 70.19%；实现归母净利润 4.64 亿元，同比增长 287.26%。

► **PA66 和再生 PA6 行业迎来快速发展机遇。**1) **尼龙 66**：尼龙 66 长期受制于上游己二腈瓶颈，因而产能释放缓慢，近年来受益于国内己二腈生产工艺的突破，尼龙 66 价格有望降低，加之下游市场如瑜伽服、内衣等需求的拉动，尼龙 66 纺织面料细分领域将实现快速增长。2) **再生锦纶**：国际巨头像 Aquafil、Nylstar 等纷纷验证了可再生锦纶的经济性和可持续性，具有一定的示范作用；国内政府环保再生政策的持续加码也为再生市场提供了有利的政策环境。公司拥有行业前沿的化学法锦纶回收工艺，并将其应用于淮安新项目再生锦纶的建设中，我们认为随着淮安新项目的陆续投产，公司再生锦纶业务未来发展空间较大。

► **产业一体化布局，新项目打开公司成长空间。**(1) **一体化布局**：公司是国内少数集锦纶纺丝、织造、染色及后整理全产业链的化纤纺织企业，全产业链优势能够有效实现资源共享，降低生产及管理成本。(2) **技术创新体系**：公司建立了完善的技术攻关和产业研一体化的技术创新体系，研发投入逐年稳步上升。(3) **产能持续扩张**：为紧抓行业机遇，公司积极推进淮安台华绿色多功能锦纶新材料一体化项目建设，该项目全面达产后，公司锦纶年总产能规模将达到 60.5 万吨，将扩大公司的差异化产品竞争优势，也有利于进一步提升公司整体的市场份额。

► **投资建议**：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.57、8.16、10.57 亿元，EPS 分别为 0.64、0.94、1.22 元，现价 (2022/6/23) 对应 PE 分别为 21X、14X、11X。可比公司现价 (2022/6/23) 对应 2022 年 PE 均值为 15X，台华新材 PE 为 21X，高于可比公司 PE 均值。我们认为主要是因为公司未来 3 年归母净利润增速更高，台华新材 2022-2024 年年均利润增速为 37.70%，而可比公司伟星股份、安利股份、聚合顺未来三年年均利润增速分别为 20.69%、12.39% 和 28.31%。公司拥有行业独特的锦纶产业链一体化优势，并且差异化产品持续建设投产，受益于未来锦纶行业国产替代空间，我们持续看好公司未来成长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示**：行业竞争加剧的风险；己二腈等原材料价格波动的风险；项目建设不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4257	5017	6430	7645
增长率 (%)	70.2	17.9	28.2	18.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	464	557	816	1057
增长率 (%)	287.3	20.2	46.5	29.4
每股收益 (元)	0.53	0.64	0.94	1.22
PE	25	21	14	11
PB	3.1	2.7	2.3	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 6 月 23 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

13.2 元



分析师：刘海荣

执业证号：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

目录

1 台华新材：锦纶纺织龙头，业绩稳健增长	3
2 己二腈国产工艺突破，PA66 下游民用丝受益	5
2.1 锦纶民用纤维受益下游需求持续增长	5
2.2 己二腈国产工艺突破，PA66 市场格局扭转在即	6
2.3 下游市场拉动需求，PA66 民用丝市场潜力较大	11
3 再生尼龙新趋势，新政利好行业发展	13
3.1 再生尼龙介绍	13
3.2 头部企业示范+环保政策利好，再生尼龙市场空间大	13
3.3 公司紧抓行业机遇，提前布局可再生项目	15
4 产业一体化布局，新项目打开公司成长空间	16
4.1 全产业链布局优势，研发实力强劲	16
4.2 业内首创化学法回收技术，新项目打开公司发展新空间	16
5 盈利预测与投资建议	18
5.1 盈利预测假设与业务拆分	18
5.2 估值分析与投资建议	19
5.3 投资建议	20
6 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 台华新材：锦纶纺织龙头，业绩稳健增长

锦纶全产业链布局，行业龙头企业。自 2021 年成立起，公司一直深耕锦纶制造业务，同时也在逐渐向锦纶上下游产业链进行延伸，目前已形成锦纶纺丝、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，能够为全球客户定制、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。凭借多年的产品开发及质量优势，公司已与迪卡侬、安踏、森马、海澜之家、乔丹等国内外知名品牌建立了稳定的合作关系。

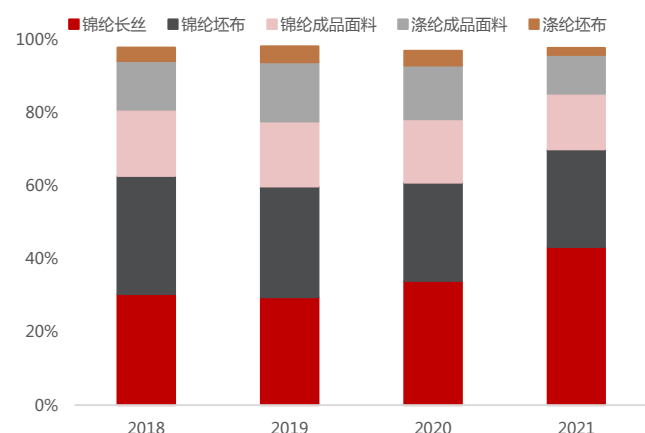
图 1：公司所处的行业产业链



资料来源：公司 2021 年年报，民生证券研究院

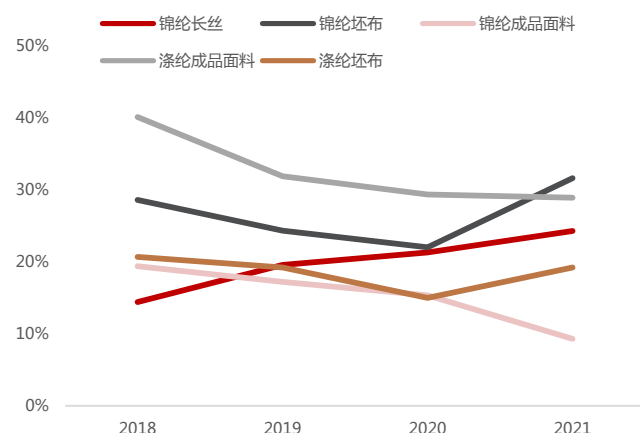
产品差异化布局，毛利率水平稳步提升。公司主要产品为锦纶长丝、坯布和功能性成品面料。其中锦纶长丝是公司的主要产品，2018-2021 年收入占比均占首位，2021 年收入占比达到 43.28%。公司在做大做强锦纶织造业务的同时，也着力打造公司的差异化优势。据公告，已投产的嘉华项目及在建的淮安新项目均在重点布局差异化产品的产能，这也使得公司产品结构得到了进一步的优化。2018-2021 年公司产品毛利率稳步提升，锦纶长丝的毛利率水平由 2018 年的 14.41% 上涨至 2021 年的 24.25%。

图 2：公司各产品收入占比



资料来源：公司 2018-2021 年年报，民生证券研究院

图 3：公司毛利率情况

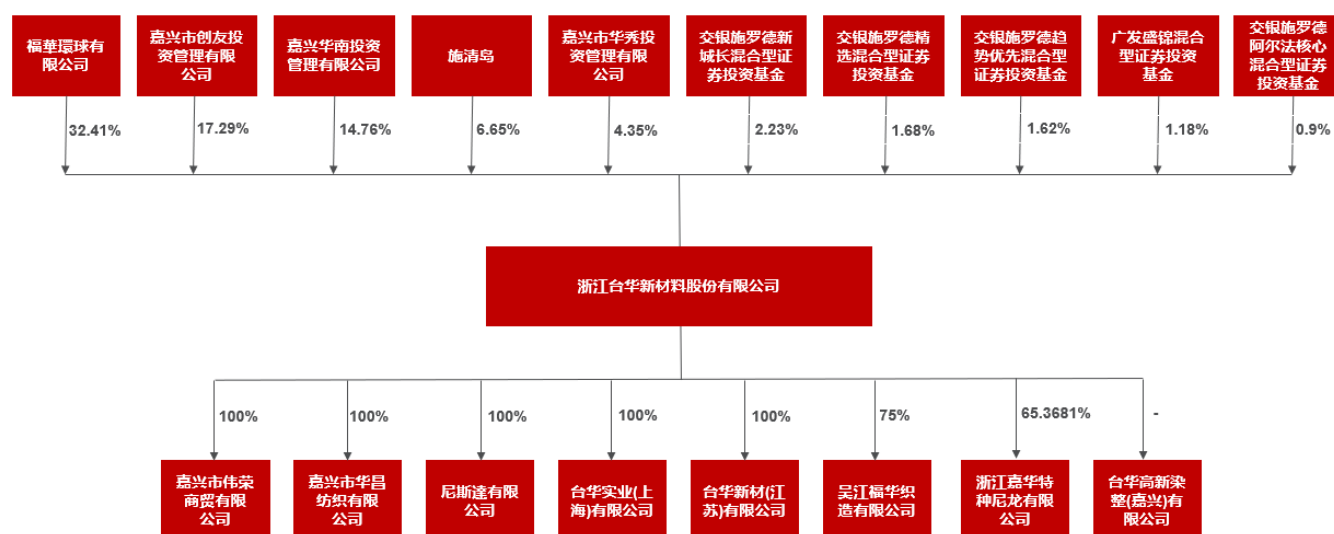


资料来源：公司 2018-2021 年年报，民生证券研究院

实际控制人为施秀幼、施清岛姐弟，员工激励充分。截止到 2022Q1，公司董

事长施清岛先生持有公司 6.65%的股权，公司控股股东福华环球由施清岛先生之妻冯建英和施清岛先生之姐施秀幼控股，而冯建英已将福华环球的投票权让渡给施清岛先生，所以施清岛合计控制公司股权 39.06%，控股比例相对较大，有利于公司的长期稳定。此外，公司重视员工激励，2021 年公司顺利完成了对 105 位中高层管理人员的 639.9 万股限制性股票股权激励计划授予工作，充分调动了员工的工作积极性。

图 4：公司股权穿透图（截至 2022Q1）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 己二腈国产工艺突破，PA66 下游民用丝受益

2.1 锦纶民用纤维受益下游需求持续增长

锦纶纤维化学名称为聚酰胺（PA），俗称尼龙，按照分子结构可以分为 PA6、PA66、PA11、PA610 等。从全球生产角度来看，PA6 和 PA66 是最主要的锦纶纤维，产能、产量占比均达到 95% 左右。

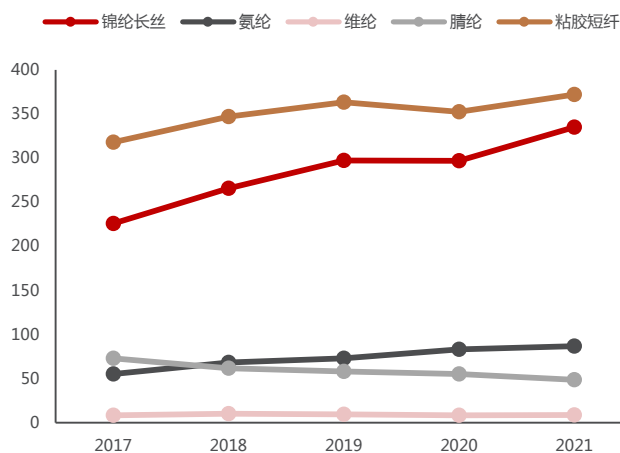
表 1：锦纶按照不同的分类标准有多种分类

合成纤维分类	具体类别	说明
分子结构	锦纶 6、锦纶 66、锦纶 11、锦纶 610 等	以锦纶 6 和锦纶 66 应用最为广泛，产量约占锦纶总产量的 98%；锦纶 66 性能上较锦纶 6 更优，纤维价格也更高一些；我国锦纶 6 和锦纶 66 比例大约为 85:15。
纤维长短	锦纶长丝、锦纶短纤	以锦纶长丝为主，作为机织或针织原料等；少量锦纶短纤主要用于和棉、毛或其它化纤混纺。我国锦纶长丝占锦纶总产量 95%，短纤占比 5%。
用途	民用锦纶、产业用锦纶	民用方面，锦纶主要用于服装面料、内衣、袜子、床上用品以及箱、包、伞、绳、窗帘布、家具装饰和地毯等；产业用锦纶主要指用于轮胎帘子线、传送带、安全带、工业用呢毯以及帐篷、渔网等。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

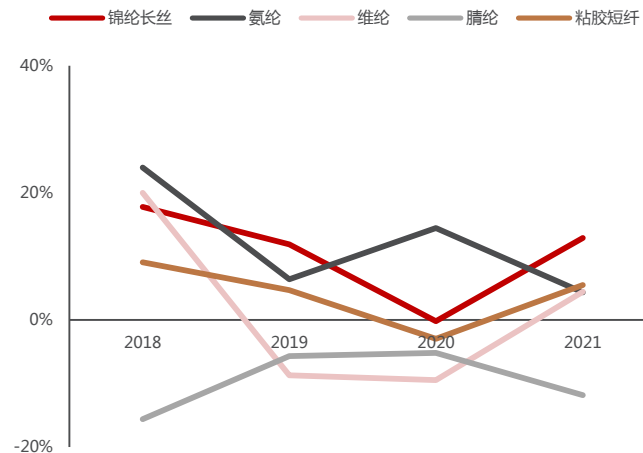
锦纶民用丝需求持续稳健增长。与其他化学纤维相比，锦纶在强度和耐磨性、吸湿性等方面具有突出特点，因而锦纶面料在户外、运动、防寒、休闲服装等领域具有较大优势。据华经产业研究院数据统计，2020 年中国及全球户外用品营收规模分别达到 1693.27 亿元、1599.54 亿美元，同比增速分别为 6.4% 和 28.3%，预计到 2025 年，国内外户外运动市场年均增速均保持在 7% 以上。受益于下游市场的拉动，锦纶民用丝消费量也保持了较高的增长。从国内消费量来看，2021 年锦纶长丝（民用用途）产量达到 335 万吨，同比增长 13%，2017-2021 年复合增速为 10%，成为同期所有合成纤维中增速仅次于氨纶的品种。

图 5：锦纶长丝消费量稳健增长（单位：万吨）



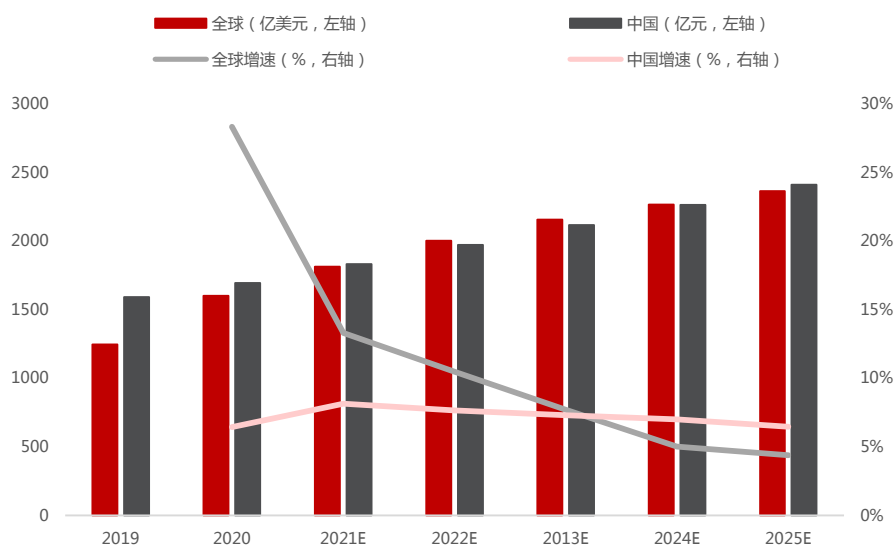
资料来源：卓创资讯，观研报告网，民生证券研究院

图 6：锦纶长丝增速仅次于氨纶（单位：%）



资料来源：卓创资讯，观研报告网，民生证券研究院

图 7：全球及中国户外运动市场营收规模逐步扩大



资料来源：Statista，中国钓鱼网，华经产业研究院，民生证券研究院

2.2 己二腈国产工艺突破，PA66 市场格局扭转在即

尼龙 66 是户外、运动、防寒、休闲等服饰领域的最佳选择。尼龙 66 又称 PA66，为半透明或不透明的乳白色结晶聚合物，一般是由己二酸和己二胺缩聚制成的。尼龙 66 的应用在服装市场上更为明显，尼龙 66 具备熔点较高且手感滑腻、弹性轻柔又不易变形，同时还具有良好的耐低温性能，因而尼龙 66 制成的服装可以满足消费者健身运动、户外出行绝大部分生活场景的需求，是户外、运动、防寒、休闲等服饰领域的最佳选择。

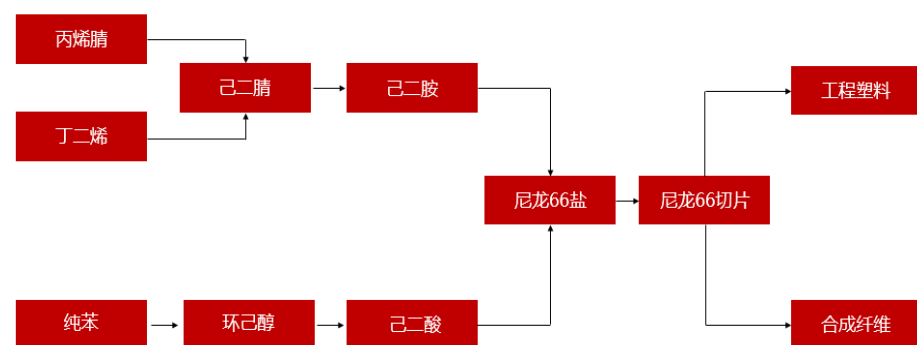
表 2：尼龙 66 性能优越

性能	PA6	PA66	PA612	PA11	PA12	PA1212
密度 (g/cm ³)	1.14	1.14	1.07	1.04	1.02	1.02
熔点 (°C)	220	260	212	185	177	184
吸水性[水中 24h (%)]	1.8	1.2	0.25	0.3	0.3	0.2
吸水性[平衡 (%)]	10.7	8.5	3	1.8	1.6	1.4
拉伸强度 (MPa)	74	80	62	58	51	55
断裂伸长率 (23°C, %)	180	60	100	330	200	270
断裂伸长率 (-40°C, %)	15	15	10	40	100	239
弯曲模量 (MPa)	2900	2880	2070	994	1330	1330
洛氏硬度 (R)	120	121	114	108	105	105
热变形温度 (0.46MPa, °C)	190	235	180	150	150	150
热变形温度 (1.86MPa, °C)	70	90	90	55	55	52

资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

己二腈是生产尼龙 66 的关键原料，生产技术高度垄断。己二腈是合成尼龙 66 的重要原料，占据一半的物料构成，而它又是由己二腈加氢后获得的，这决定了己二腈的价格波动将极大影响尼龙 66 的成本。在国产化工艺突破前，己二腈的生产技术尚处于高度垄断状态，一直被国际大厂控制，再加上不可抗力因素也经常使得国内己二腈生产受限，导致我国尼龙 66 行业规模长期受到约束。

图 8：尼龙 66 产业链



资料来源：观研报告网，民生证券研究院

丁二烯法是目前己二腈合成的主流技术。目前全球生产己二腈的方法主要有三种，即丙烯腈 (AN) 电解二聚法、己二酸(ADA)催化氨化法和丁二烯(BD)法。其中丁二烯法直接氨化法生产成本比己二酸催化氨化法低 40%，比丙烯腈二聚法低 20%，加之原材料价格低廉、反应条件温和，是目前三种技术里面最成熟的技术。但由于技术壁垒高，且要求配套原料氢氰酸生产装置，对初始投资与生产规模

要求都比较高，目前全球仅有英威达和巴斯夫实现了大规模的工业化。

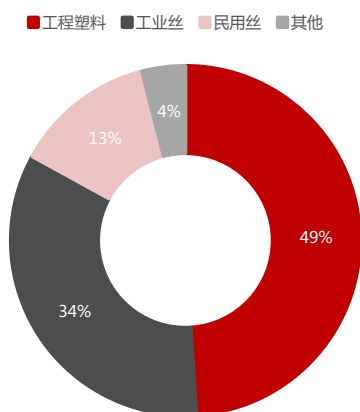
表 3：丁二烯法是目前最成熟的己二腈生产工艺

对比	丙烯腈法		丁二烯法		己二酸法	
	隔膜法	无隔膜法	氯化氰化法	直接氯化法	液相法	气相法
原料来源	广泛	广泛	广泛	广泛	广泛	广泛
原料成本	高	高	高	低	高	高
工艺过程	一般	一般	复杂	一般	复杂	复杂
能耗	高	较低	高	较低	一般	一般
规模生产	规模小	规模小	规模大	规模大	规模适中	规模适中
产品质量	一般	高	一般	高	一般	一般
收率	较低	高	较高	高	较低	较低
环保	污染大	污染大	严重污染	污染一般	污染一般	污染一般
投资	较高	较高	高	较低	较低	较低

资料来源：马源、禹保卫、张海岩著《己二腈生产工艺比较》，民生证券研究院

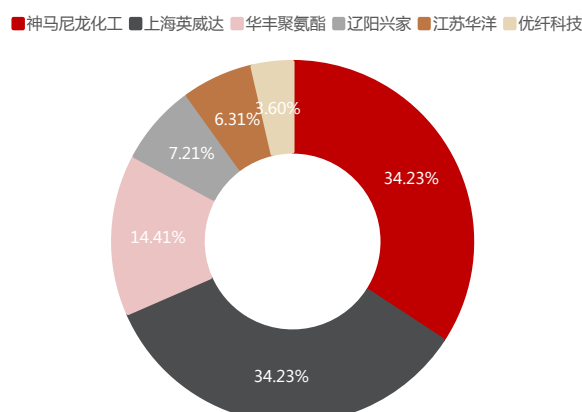
中国化学己二腈技术取得突破性进展，未来行业格局将迎来改变。目前国内 PA66 市场产能较低，神马尼龙化工和上海英威达占比合计超过 70%，呈现典型的寡头垄断特点。面对己二腈国外垄断的局面，国内很早就开始引进和研发己二腈的技术，但并不顺利，这也在一定程度上限制了其在下stream民用丝领域的应用，占比仅有 13%。直到 2019 年，中国化学旗下的天辰工程攻关团队成功研发“丁二烯法己二腈专有技术”，并积极建设 200 万吨尼龙新材料基地，国内才得以成功突破己二腈生产技术。该技术的突破有利于国内己二腈工艺的持续推进，也将有力改变未来国内尼龙 66 的行业竞争格局。

图 9：PA66 民用丝下游占比 13%(截至今年 6 月中旬)



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图 10：国内 PA66 市场竞争格局（截至今年 6 月中旬）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

表 4：国内己二腈技术发展历程曲折

时间	企业/机构	里程碑
1970s	中石油辽阳石化	引进法国罗纳普朗克己二酸氨化法生产工艺，建设 2 万吨装置，但能耗高、流程长、副反应多，于 2002 年停产
2010 年	神马股份	自 2010 年开始公司开始研究己二腈的合成技术，虽取得一定进展但并没有最终攻克
2011 年	山东润兴化工	公司电合成己二腈及其产业化、非光气法 HDI 技术及产业化两项科技成果通过省级鉴定
2015 年	山东润兴化工	公司投资建设的 10 万吨己二腈装置试生产，后因装置爆炸而停产
2015 年	中国化学	由天辰工程有限公司等单位共同开发的丁二烯直接氢氰化合成己二腈技术通过科技成果鉴定
2016 年	石化联合会	己二腈生产技术被列为十三五规划重点突破的关键技术和高端产品
2018 年	重庆紫光化工	500 吨装置中试已经建成，后续进展无公开信息
2019 年	天辰新材料	中国化学和齐翔腾达合资设立天辰齐翔新材料有限公司，建设己二腈及尼龙项目，首期己二腈 20 万吨

资料来源：CNKI，石化联合会，立鼎产业研究网，民生证券研究院

国内己二腈及 PA66 产能加速扩张，PA66 价格下降有望推动下游需求增长。

随着中国化学首次突破己二腈国产化生产技术，行业内其他企业也在着力布局己二腈和 PA66 的生产。据中国化工报数据统计，截止到 2022 年 2 月下旬，国内企业包括神马化工、华峰聚氨酯等己二腈（胺）和 PA66 在建拟建产能分别为 234.5 万吨和 530.25 万吨。我们预计未来随以上项目逐步落地，将进一步降低尼龙 66 切片的生产成本，从而降低下游尼龙 66 纺丝领域的成本，更有利于尼龙民用纺丝领域的拓展。

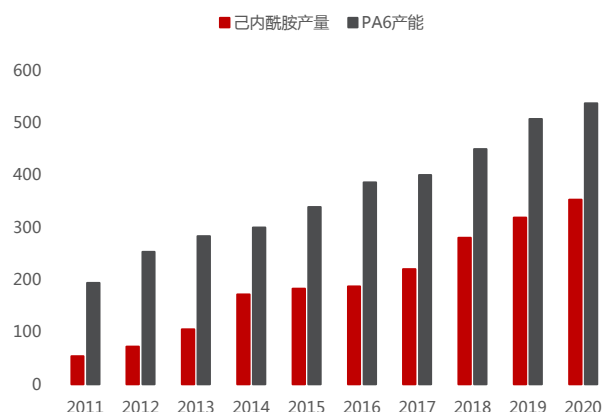
表 5：截至 2022 年 2 月下旬中国己二腈（胺）及 PA66 在建拟建产能统计（单位：万吨）

公司	己二腈（胺）规模	PA66 规模	状态
英威达	40	24.25	环评
天辰齐翔	20	20	一期 6 万吨在建
旭阳郅城	30	60	前期
旭阳唐山	30	30	前期
华峰重庆	10	40	在建（部分投产）
扬农宁夏瑞泰科技	2.5	6	在建
神马		24	2021 年 10 月 8 日开工
山西恒力新材料		12	环评
华鲁恒升		24	在建
山东东辰		24	前期
山东聚合顺		50	一期 8 万吨在建
华润烟台		4	启动
湖北三宁	10	20	环评
福建福化古田石化	20	40	环评
优纤科技		4	前期
洁达		4	在建
台湾嘉荣		4	前期，拟建嘉兴
福建永荣	32	60	前期
四川玖源	40	80	前期
总计	234.5	530.25	

资料来源：中国化工报，民生证券研究院

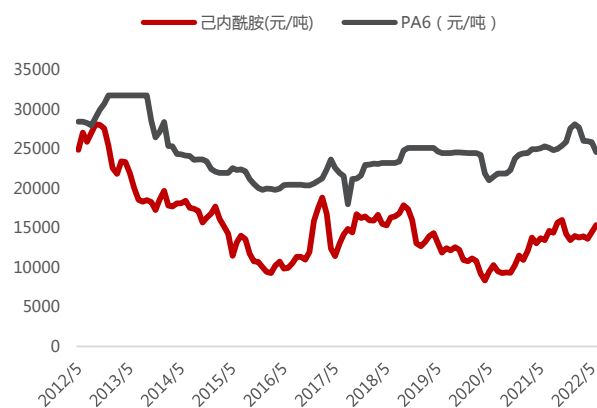
尼龙 6 国产化历程再现，未来 PA66 需求有望持续增长。过去尼龙 6 同样受制于上游原材料己内酰胺的供应，原料大量依靠进口，规模一直受限。随着己内酰胺国产化替代完成，国内己内酰胺、尼龙 6 的产能迅速扩张，尼龙 6 的价格也逐渐下降。具体来看，己内酰胺从 2011 年 54 万吨增长到 2020 年 353 万吨，对应的尼龙 6 聚合产能相应的从 2011 年的 194 万吨增长到 2020 年的 537 万吨，尼龙 6 的价格也从 2012 年的 2.9 万元下降到 2020 年的 2.2 万元。我们认为尼龙 66 的国产化替代路径将类似于尼龙 6，也就意味着未来随着国内己二腈持续放量，将使得我国尼龙 66 产量不断扩张，产品价格进入到下行通道，有利于带动尼龙纺织领域使用量的快速提升。

图 11：己内酰胺突破后，PA6 迅速放量（单位：万吨）



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图 12：己内酰胺、PA6 价格都有明显下降



资料来源：民生化工数据库，民生证券研究院

2.3 下游市场拉动需求，PA66 民用丝市场潜力较大

尼龙 66 比尼龙 6 综合性能更加优异，未来市场潜力较大。目前，国内民用服装尼龙 66 原料占比远低于欧洲等发达国家，受益于下游市场如瑜伽服、内衣、速干裤、皮肤衣、冲锋衣等的需求带动，以及上游己二腈国产化带来的 PA66 成本降低，尼龙 66 纺织面料细分领域未来发展潜力较大。

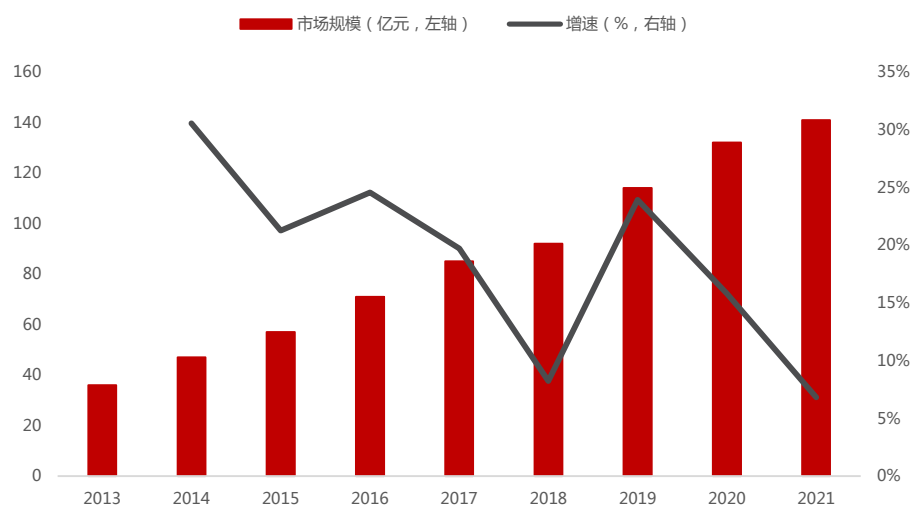
表 6：尼龙 66 综合性能显著优于尼龙 6

性能	PA66	PA6
结构单元	己二酸和己二胺缩聚	己内酰胺缩聚
熔点	260°C	220°C
耐热性	耐热性较好	耐温不理想
力学性能	刚性好、弹性模量也更好	韧性好，抗冲击和抗溶解性较好
其他性能	吸水率较低、耐化学品、耐磨和自润滑	
应用	工程塑料、汽车、电子、航空航天、军工、建筑业和包装等	

资料来源：江苏化工网，民生证券研究院

以主要下游应用瑜伽市场为例，据 36kr 援引自安全生产监督管理局的数据显示，中国瑜伽健身服饰的市场规模从 2013 年的 36 亿元增长至 2021 年的 141 亿元，年均复合增长率为 18.61%，预计到 2022 年，瑜伽服饰行业市场规模将达到 156 亿元。

图 13：下游国内瑜伽服饰需求旺盛



资料来源：安全生产监督管理局，青投智库，36Kr，民生证券研究院

3 再生尼龙新趋势，新政利好行业发展

3.1 再生尼龙介绍

三大合成纤维材料中尼龙材料回收价值更大。随着全世界对于环保问题的关注度的提升，高分子材料和纤维的回收愈发受到关注。在三大合成纤维原料中，聚丙烯腈无法解聚，因而无法回收。除聚丙烯腈以外，聚酯与尼龙均可解聚，但因尼龙材料原料价格较高，因而回收价值更大。

目前物理回收是我国废旧尼龙纤维的主要回收方法。目前主流的尼龙回收方式有三种，分别为能量回收、物理回收和化学回收。能量回收主要依靠焚烧的方式，但此方法增加了碳排放，会增加环境污染；物理法又可以分为初级机械回收和二级物理回收，两者之间的区别在于是否经过对废旧尼龙的分离及纯化，但即使是二级回收，方法中的每一轮循环都会造成尼龙降解，因此物理回收的次数是有限的；化学法涉及到尼龙的解聚，是一种可持续的回收模式。目前来看，物理回收仍是我国废旧尼龙纤维的主要回收方式，而化学回收尚处于研究阶段。

表 7：废旧尼龙回收的主要技术比较

回收方法		优点	缺点
物理法	能量回收	操作简单	会造成二次环境污染
	初级机械回收	操作简单	回收物品的质量无法保证
	二级物理回收	选择性无损恢复，工艺简单	添加剂去除困难，需要选择溶剂体系
化学法	水解	反应条件相对温和，反应速度快，催化效率高	易产生大量废水，催化剂不利于循环利用
	醇解	反应条件相对温和，反应速度快	产品复杂，应注意实验安全
	氨解	高纯度产品	需要高温高压，步骤复杂
	离子液体	反应条件温和，溶解度强，热稳定性好，易与产物分离，可回收	单体收率有待提高

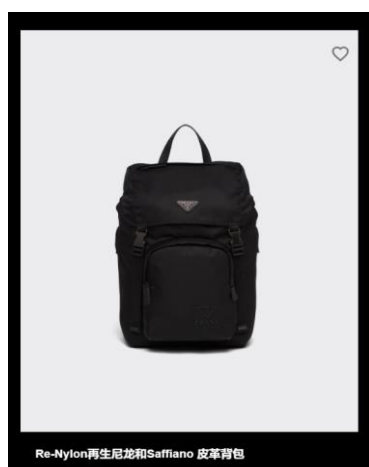
资料来源：徐千惠、胡红梅等著《废旧尼龙再生技术的研究进展》，民生证券研究院

3.2 头部企业示范+环保政策利好，再生尼龙市场空间大

头部企业不断推出再生尼龙产品，得到多重验证。Aquafil 是全球最主要的尼龙生产商之一，该公司利用 4 年时间研发出了 Econyl 再生尼龙纱线，这种新型纱线原料 100%是由垃圾填埋场和海洋中提取的废物支撑，现已通过 LEED 认证（领先能源与环境认证），并在 1000 多个品牌中得到了彻底的测试；Nylstar 推出的 Meryl 纱线能够同时实现为市场行业提供高质量产品以及促进环境管理，其原料便是来自于英威达的再生尼龙 66，目前该纱线已通过全球再生标准（CRS）认证。不仅如此，诸如美国杜邦公司、日本东丽公司等都对再生尼龙进行研究并

推出再生产品，致力于通过废物再生减少原料成本，来创造更大的价值。

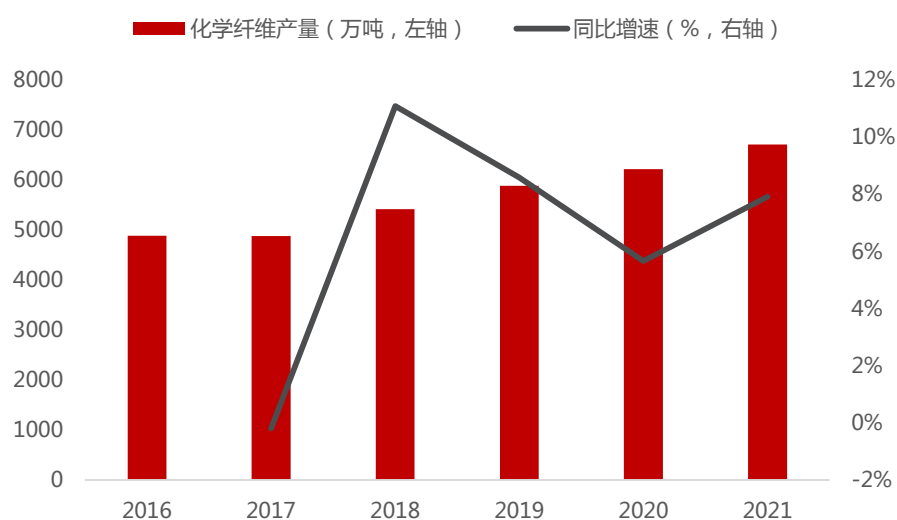
图 14：Prada 再生尼龙系列产品



资料来源：Prada 公司官网，民生证券研究院

纺织品新政策再加码，我国再生纤维市场空间较大。我国是世界化纤生产与应用大国，2021 年化纤总产量为 6708.5 万吨，因此发展循环再利用的化学纤维是我国化纤产业实现可持续发展的重要途径。4 月 11 日，国家发展改革委等三部门联合发布的《关于加快推进废旧纺织品循环利用的实施意见》中提出，到 2025 年，废旧纺织品循环利用率达到 25%，废旧纺织品再生纤维产量达到 200 万吨；到 2030 年，废旧纺织品循环利用率达到 30%，废旧纺织品再生纤维产量达到 300 万吨。该政策重大利好国内再生纤维市场，未来几年国内再生纤维市场发展空间较大。

图 15：中国化学纤维产量持续增长

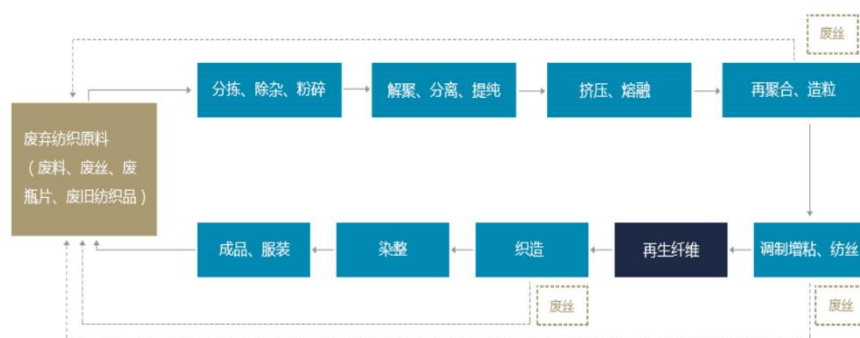


资料来源：国家统计局，wind，民生证券研究院

3.3 公司紧抓行业机遇，提前布局可再生项目

公司是国内少数能够生产再生尼龙面料的企业。公司以可持续发展为己任，重视绿色生产，2017 年公司回收锦纶纱线和面料通过全球纺织品回收标准 GRS 认证，成为国内少数能生产循环再生锦纶面料的企业。其中，具有代表性的产品有循环回收锦纶纱线及面料，该面料是以废弃纺织品及其制品为原料，利用物理-化学法回收技术制备而成的绿色纤维面料，真正实现了纤维—纤维的闭环循环，“让每一件纺织品生生不息”。此外，在淮安新项目中，公司积极布局 10 万吨再生差别化锦纶丝年产能，淮安新项目为实现公司继续实施差异化布局、提前把握可再生尼龙市场机会奠定了坚实的基础。

图 16：公司实现了纤维-纤维的闭环循环



资料来源：公司官网，民生证券研究院

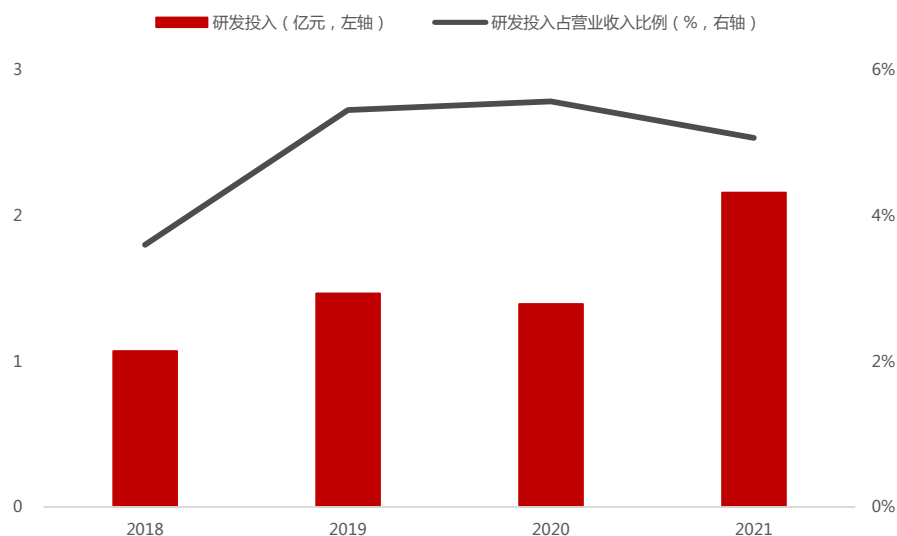
4 产业一体化布局，新项目打开公司成长空间

4.1 全产业链布局优势，研发实力强劲

国内少有的全产业链化纤纺织企业。锦纶行业中只有少量实力较强的企业(以日资、台资企业为主)，如日本东丽、福懋兴业以及公司等，成功建立了从纺丝、织造到染色、后整理完整的产业链。完整的产业链优势能够实现各环节的资源共享，并且能够显著降低公司的运营及管理成本，从而提升公司的盈利能力。作为国内少数集锦纶纺丝、织造、染色及后整理全产业链化纤纺织企业，公司已经成为锦纶纺织面料细分领域的龙头公司。

产品研发实力行业领先，公司积极拓展新客户。公司重视产品研发，已经建立了技术攻关和产学研一体化的技术创新体系，公司自主研发团队、研发设备覆盖公司业务的全产业链，同时公司的“产学研”合作优势也十分突出。公司 2021 年研发投入为 2.16 亿元，占营业收入比例为 5.07%。2018-2021 年公司研发投入稳步提升，2021 年研发投入较 2018 年提升达 201.53%。

图 17：公司研发投入逐年稳步提升



资料来源：公司 2018-2021 年年报，民生证券研究院

4.2 业内首创化学法回收技术，新项目打开公司发展新空间

淮安新项目采用业内首创的万吨级以上化学法锦纶回收技术，打开公司发展新空间。基于国际高端再生尼龙材料行业前沿发展趋势，公司采用业内首创的万吨级以上化学法锦纶回收技术，积极推动淮安台华绿色多功能锦纶新材料一体化项目的建设，真正意义上实现了锦纶纤维高值化循环使用的闭环回收。淮安新项目规划分四期建设，预计 2026 年之前建成。该项目重点布局了再生差异化锦纶丝、

PA66 差别化锦纶丝及 PA6 差别化聚合+锦纶丝，规划产能分别为 10 万吨、12 万吨和 20 万吨。该项目全面达产后，公司锦纶年总产能规模预计将达到约 60.5 万吨，将进一步扩大公司差异化产品竞争优势，同时提高公司整体的市场份额。我们认为，随着公司项目的陆续投产，PA66 和再生锦纶将作为公司新的业务增长点，为公司打开长期发展的新空间。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

假设 1：受益于上游己二腈国产工艺的突破及下游市场的拉动，尼龙 66 民用丝领域将迎来快速增长。公司作为国内锦纶全产业链纺织企业的龙头，PA66 未来发展空间较大。我们预计随着淮安一期项目于 23 年达产，公司 22-24 年收入将持续增加，其中 23 年收入增长将更为明显，毛利率则将保持相对稳定。22-24 年 PA66 的营收增速分别为 45%、98%、48%。

假设 2：公司拥有行业前沿的化学法锦纶回收工艺，并将其应用到淮安新项目以扩产再生锦纶产能。在国际大厂的持续验证及国内环保政策的持续收紧的背景下，公司再生尼龙产品即将迎来发展机遇。考虑到淮安一期项目的扩产节奏，以及再生尼龙产品较低的原始产销水平，我们预计 22 年再生尼龙 6 收入仍将继续保持平稳增长，真正大幅的业绩增长将出现在 23 年及以后，毛利率水平则将保持相对稳定。22-24 年再生 PA6 的营收增速分别为 25%、180%、71%。

假设 3：公司锦纶坯布、锦纶成品面料与上游锦纶行业相关，预计收入将保持小幅增长，而毛利率将保持基本稳定。

假设 4：公司 PA6 业务受制于行业供需关系，我们预计未来收入将保持平稳增长，而毛利率保持基本稳定。

假设 5：公司涤纶坯布与涤纶成品面料并非为公司主营业务，预计收入及毛利率将保持基本稳定。

表 8：公司盈利预测假设

		2021	2022E	2023E	2024E
PA6	销售收入（百万元）	1177	1501	1650	1733
	同比增长率%	40%	28%	10%	5%
	毛利率%	18%	18%	18%	18%
PA66	销售收入（百万元）	540	782	1551	2303
	同比增长率%	-	45%	98%	48%
	毛利率%	34%	35%	35%	35%
再生 PA6	销售收入（百万元）	80	100	280	480
	同比增长率%	-	25%	180%	71%
	毛利率%	50%	50%	50%	50%
锦纶坯布	销售收入（百万元）	1113	1113	1135	1158
	同比增长率%	67%	0%	2%	2%
	毛利率%	32%	32%	32%	32%
涤纶坯布	销售收入（百万元）	78	83	89	96

	同比增长率%	-23%	6%	8%	8%
	毛利率%	9%	9%	9%	9%
	销售收入（百万元）	631	736	944	1029
锦纶成品面料	同比增长率%	48%	17%	28%	9%
	毛利率%	29%	29%	29%	29%
	销售收入（百万元）	443	498	564	616
涤纶成品面料	同比增长率%	22%	12%	13%	9%
	毛利率%	19%	20%	20%	20%
	其他收入（百万元）	194	205	217	230
其他	同比增长率%	92%	6%	6%	6%
	毛利率%	22%	22%	22%	22%
	营业总收入（百万元）	4257	5017	6430	7645
营收总计	同比增长率%	68%	18%	29%	19%
	毛利率%	26%	26%	28%	29%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析与投资建议

可比公司：可比公司方面，我们根据公司的业务模式，选择了同为下游民用丝纺织服装领域的伟星股份、同样采用类似全产业链生产的安利股份及与同为尼龙新材料生产与销售竞争领域的聚合顺作为台华新材的可比公司。可比公司现价（2022/6/23）对应 2022 年 PE 均值为 15X，台华新材 PE 为 21X，高于可比公司 PE 均值。我们认为主要是因为公司未来 3 年归母净利润增速更高，台华新材 2022-2024 年年均利润增速为 37.70%，而可比公司伟星股份、安利股份、聚合顺未来三年年均利润增速分别为 20.69%、12.39%和 28.31%。

表 9：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002003.SZ	伟星股份	10.00	0.56	0.53	0.63	23	19	16
300218.SZ	安利股份	14.02	0.61	1.18	1.20	28	12	12
605166.SH	聚合顺	12.25	0.76	0.98	1.26	21	13	10
可比公司均值						24	15	13
603055.SH	台华新材	13.20	0.53	0.64	0.94	25	21	14

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 6 月 23 日

5.3 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.57、8.16、10.57 亿元，EPS 分别为 0.64、0.94、1.22 元，现价（2022/6/23）对应 PE 分别为 21X、14X、11X。公司拥有行业独特的锦纶产业链一体化优势，并且差异化产品持续建设投产。受益于未来锦纶行业国产替代空间，我们持续看好公司未来成长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。公司所处的锦纶纺织行业竞争较为充分，国内外品牌众多，市场集中度相对较低，各品牌之间竞争激烈。若公司未来不能继续保持在产品、新领域的研发优势，并进一步提升品牌影响力和竞争优势，市场竞争可能会影响本公司的盈利能力和持续增长能力。

2) 己二腈等原材料价格波动的风险。己二腈作为公司上游重要的原材料，虽然国内已经突破生产工艺，但其进口依存度仍然较高。如果未来疫情反复造成进口不顺，或者国内相关企业扩产不及需求，己二腈价格持续高位运行，可能会影响公司锦纶业务的盈利能力。

3) 项目建设不及预期的风险。公司新项目的建设技术投产可能会受到诸如政策、环保、技术等多方面的压力，导致项目建设进度低于预期，可能会影响公司的持续增长能力。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4257	5017	6430	7645
营业成本	3169	3701	4644	5435
营业税金及附加	20	29	39	43
销售费用	54	100	129	153
管理费用	200	300	385	472
研发费用	216	269	343	402
EBIT	562	653	937	1187
财务费用	45	36	28	14
资产减值损失	-57	-5	-7	-6
投资收益	6	12	12	14
营业利润	518	623	912	1180
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	517	623	912	1180
所得税	53	66	97	124
净利润	463	557	816	1056
归属于母公司净利润	464	557	816	1057
EBITDA	867	996	1319	1602

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	430	441	455	474
应收账款及票据	793	1145	1334	1450
预付款项	46	65	85	91
存货	1381	1754	2191	2223
其他流动资产	266	340	286	459
流动资产合计	2916	3745	4351	4697
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	2941	3313	3617	3886
无形资产	265	313	360	407
非流动资产合计	3512	3901	4250	4568
资产合计	6428	7647	8601	9265
短期借款	291	71	0	0
应付账款及票据	1162	1579	1929	1983
其他流动负债	421	446	514	552
流动负债合计	1873	2097	2443	2536
长期借款	632	632	512	117
其他长期负债	214	705	669	633
非流动负债合计	846	1337	1181	750
负债合计	2719	3434	3624	3285
股本	869	923	934	945
少数股东权益	-1	-2	-3	-4
股东权益合计	3709	4213	4977	5980
负债和股东权益合计	6428	7647	8601	9265

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	70.19	17.87	28.16	18.89
EBIT 增长率	194.15	16.31	43.42	26.71
净利润增长率	287.26	20.18	46.50	29.43
盈利能力 (%)				
毛利率	25.54	26.24	27.78	28.91
净利润率	10.89	11.11	12.70	13.82
总资产收益率 ROA	7.21	7.29	9.49	11.40
净资产收益率 ROE	12.50	13.22	16.40	17.66
偿债能力				
流动比率	1.56	1.79	1.78	1.85
速动比率	0.78	0.91	0.84	0.93
现金比率	0.23	0.21	0.19	0.19
资产负债率 (%)	42.31	44.90	42.14	35.46
经营效率				
应收账款周转天数	47.78	56.00	56.92	53.57
存货周转天数	133.22	152.47	152.88	146.19
总资产周转率	0.72	0.71	0.79	0.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.64	0.94	1.22
每股净资产	4.27	4.85	5.73	6.89
每股经营现金流	0.41	0.64	1.20	1.43
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	25	21	14	11
PB	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	14.28	12.69	9.41	7.46
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	463	557	816	1056
折旧和摊销	306	343	382	415
营运资金变动	-511	-375	-175	-235
经营活动现金流	354	555	1047	1244
资本开支	-501	-736	-737	-738
投资	41	-2	-2	-3
投资活动现金流	-454	-727	-727	-727
股权募资	20	0	0	0
债务募资	262	271	-226	-431
筹资活动现金流	190	183	-306	-498
现金净流量	88	12	14	19

插图目录

图 1：公司所处的行业产业链	3
图 2：公司各产品收入占比	3
图 3：公司毛利率情况	3
图 4：公司股权穿透图（截至 2022Q1）	4
图 5：锦纶长丝消费量稳健增长（单位：万吨）	6
图 6：锦纶长丝增速仅次于氨纶（单位：%）	6
图 7：全球及中国户外运动市场营收规模逐步扩大	6
图 8：尼龙 66 产业链	7
图 9：PA66 民用丝下游占比 13%（截至今年 6 月中旬）	8
图 10：国内 PA66 市场竞争格局（截至今年 6 月中旬）	8
图 11：己内酰胺突破后，PA6 迅速放量（单位：万吨）	11
图 12：己内酰胺、PA6 价格都有明显下降	11
图 13：下游国内瑜伽服饰需求旺盛	12
图 14：Prada 再生尼龙系列产品	14
图 15：中国化学纤维产量持续增长	14
图 16：公司实现了纤维-纤维的闭环循环	15
图 17：公司研发投入逐年稳步提升	16

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：锦纶按照不同的分类标准有多种分类	5
表 2：尼龙 66 性能优越	7
表 3：丁二烯法是目前最成熟的己二腈生产工艺	8
表 4：国内己二腈技术发展历程曲折	9
表 5：截至 2022 年 2 月下旬中国己二腈（胺）及 PA66 在建拟建产能统计（单位：万吨）	10
表 6：尼龙 66 综合性能显著优于尼龙 6	11
表 7：废旧尼龙回收的主要技术比较	13
表 8：公司盈利预测假设	18
表 9：可比公司 PE 数据对比	19
公司财务报表数据预测汇总	22

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001