

2022年09月15日

锦纶一体化龙头，上游技术突破带来发展机遇

买入(首次)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,257	4,516	5,757	7,201
同比	70%	6%	27%	25%
归属母公司净利润(百万元)	464	509	761	1,014
同比	287%	10%	50%	33%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.53	0.59	0.88	1.17
P/E(现价&最新股本摊薄)	20.16	18.38	12.28	9.22

投资要点

- 锦纶行业领航者，一体化布局彰显龙头实力。**公司拥有纺丝、织造、染整全产业链，20余年发展中通过产业链延伸及产能扩张铸就锦纶一体化龙头地位，21年民用锦纶6/民用锦纶66产能规模位居国内第四/第一。以锦纶长丝为主导产品、内销为主、21收入分别占比42%、85%。受益于差异化锦纶长丝投产放量、21年业绩高增，22H1国内疫情对业绩有所扰动。
- 产品升级+循环再生成为锦纶行业发展趋势。**锦纶因其强度、耐磨耐寒、亲肤性突出、21年占化纤比重提升至6.4%，相较海外的9%仍有提升空间。从细分品类看：1) **锦纶6：**12年已内酰胺国产化打开发展空间，目前民用CR10约48%，差异化升级是方向。2) **锦纶66：**性能卓越，此前因上游己二腈被海外寡头高度垄断、成本高市场小。22年己二腈国产化进程开启，供给端卡脖子问题逐步得到解决，下游需求有望释放，锦纶66将迎来快速发展，我们测算未来4年锦纶66有望产能增加78%、价格下降48%。格局较为集中，台华新材为国内民用锦纶66龙头。3) **再生锦纶：**环保价值突出，符合政策鼓励方向及下游品牌可持续发展理念，成为行业发展趋势。
- 需求向好+产能扩张，供需两端驱动业绩增长。**1) **需求端：**锦纶因其性能优势适用于户外运动、瑜伽服等景气度较高领域，下游需求持续向好。对标海外，锦纶占化纤比重、锦纶66占锦纶比重、民用锦纶66占锦纶66比重，均有提升空间，21年我国锦纶/锦纶66/民用锦纶66产量分别是415/39/3.9万吨，综合考虑在各自细分领域的份额提升，三者未来空间有望分别同增45%/581%/922%，锦纶66尤其是民用锦纶66、上游供给瓶颈突破后前景广阔。2) **供给端：**22年公司启动锦纶新材料一体化项目，规划五年时间分四期扩张长丝、坯布、面料及上游切片。项目满产后，我们预计贡献营收超100亿元、21-30年收入CAGR17%，同时差异化高附加值产品占比提升+四期战略性布局上游切片、将促毛利率提升，利润端增速有望超越收入端、实现长期较快增长。
- 差异化产品布局+民用锦纶66先发优势，竞争壁垒凸显。**我们认为，台华新材通过产能扩张、有望率先受益于锦纶行业尤其是锦纶66瓶颈突破机遇，主要基于如下竞争优势：1) **行业地位突出：**锦纶6产能位居国内民用前五，且主要布局差异化高附加值产品；锦纶66为国内民用龙头，先发优势明显；目前为国内民用锦纶66唯一扩产企业、稀缺性有望维持。2) **垂直一体化优势：**生产管理效率高，成本优势突出，直接触达客户满足快反要求。3) **具有技术壁垒：**先进生产设备+技术积累，促公司锦纶66良品率领跑国内竞争对手、接近海外巨头良品率水平、对新进入者构成进入壁垒。
- 盈利预测与投资评级：**22年上游己二腈国产化进程开启，有望带来锦纶66历史性发展机遇。作为国内民用锦纶66龙头，公司深耕行业二十余年，21年提出五年全产业链产能扩张规划，凭借先发优势以及较强竞争壁垒，有望充分分享行业扩容空间，同时在锦纶6的差异化布局以及再生锦纶的拓展，将进一步巩固行业龙头地位。我们预计22-24年归母净利润分别同比+9.7%/+49.7%/+33.3%，对应PE为18/12/9倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**疫情反复、原材料价格大幅波动、产能及扩张不及预期、锦纶66市场扩容低于预期等。

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.76
一年最低/最高价	8.33/21.09
市净率(倍)	2.47
流通A股市值(百万元)	9,300.27
总市值(百万元)	9,347.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.35
资产负债率(% ,LF)	46.19
总股本(百万股)	868.75
流通A股(百万股)	864.34

内容目录

1. 公司概况：锦纶行业领航者，一体化布局彰显龙头实力	5
1.1. 公司简介：深耕锦纶行业二十年，打造一体化全产业链布局.....	5
1.2. 业绩纵览：长丝投产放量+差异化产品提升，21年业绩高增	8
1.3. 股权结构：股权较为集中，管理团队经验丰富	11
2. 锦纶行业：己二腈国产化进程启动，锦纶行业将迎来变局	12
2.1. 锦纶行业：化纤第二大品类，增长较快、空间广阔.....	12
2.2. 锦纶细分：锦纶6为主，锦纶66需求景气、供给瓶颈即将突破.....	14
2.2.1. 锦纶6：国产化打开发展空间，差异化升级成为未来发展方向.....	15
2.2.2. 锦纶66：供给瓶颈即将突破，下游需求有望迎来释放.....	17
2.2.3. 再生锦纶：环保价值突出，发展潜力较大.....	20
3. 增长驱动：需求向好+产能拓张，供需两端驱动业绩增长.....	22
3.1. 需求端：民用锦纶66发展前景广阔，台华新材充分分享行业发展红利.....	22
3.2. 供给端：五年规划扩张全产业链产能，打开公司成长空间.....	24
3.2.1. 产能扩张：全产业链产能有序扩张，五年规划打开业务空间.....	24
3.2.2. 空间测算：四期项目有望合计贡献100亿元以上收入增量，利润端增速超收入端、实现长期高增	27
4. 竞争优势：差异化布局+民用锦纶66先发优势，竞争壁垒凸显	29
4.1. 锦纶6长丝产能稳居行业前列，民用锦纶66先发优势明显.....	29
4.2. 垂直一体化布局规模优势凸显，全产业链直接触达下游客户	31
4.3. 先进生产设备+技术积累提升良品率，构筑公司技术壁垒	32
5. 盈利预测与投资评级	33
5.1. 盈利预测.....	33
5.2. 可比公司估值.....	34
6. 风险提示	35

图表目录

图 1: 台华新材锦纶全产业链布局情况.....	5
图 2: 2022H1 分产品营收占比.....	7
图 3: 2022H1 分地区营收占比.....	7
图 4: 公司合作客户群体较为广泛.....	7
图 5: 公司历年前五大客户销售占比.....	7
图 6: 台华新材发展历程.....	8
图 7: 2012-2022H1 公司营业收入&yyoy	9
图 8: 2012-2022H1 公司归母净利润&yyoy	9
图 9: 21 年锦纶长丝营收占比大幅提升 (亿元)	9
图 10: 公司 17-21 年分产品收入增长率	9
图 11: 21 年台华新材锦纶长丝产能大幅提升	10
图 12: 长期看公司锦纶产品毛利率变动趋势与油价变动趋势呈正相关	10
图 13: 公司历年毛利率、期间费用率及净利率情况.....	10
图 14: 公司股权结构 (截至 2022/9/13)	11
图 15: 我国化学纤维产量持续增长.....	13
图 16: 2021 年我国化学纤维分产品销量占比.....	13
图 17: 锦纶下游应用场景丰富	14
图 18: 13-21 年我国锦纶产量 CAGR 约 8.8%.....	14
图 19: 05-21 年我国锦纶占化纤产量比重有所提升	14
图 20: 锦纶 6 产业链.....	16
图 21: 2012 以来己内酰胺进口依存度显著降低.....	16
图 22: 国内己内酰胺及 PA6 切片价格走势 (元/吨)	16
图 23: 我国锦纶 6 价格逐渐下行、产量快速增长	17
图 24: 21 年民用锦纶 6 国内 CR10 生产商产能情况 (单位: 万吨)	17
图 25: 锦纶 66 产业链.....	18
图 26: 2020 年己二腈 CR5 占比达 80%	18
图 27: 锦纶 66 与锦纶 6 分子结构不同	19
图 28: 锦纶 66 较锦纶 6 性能更优	19
图 29: 目前 PA66 在工程塑料领域应用高于 PA6	19
图 30: 锦纶 66 与锦纶 6 价格对比	19
图 31: 台华新材是我国民用 PA66 生产龙头	20
图 32: 再生纤维生产流程	20
图 33: 2013 年起运动鞋服细分领域增速较快	22
图 34: 2007-2026E 中国运动鞋服行业市场规模及增速	22
图 35: 2007-2026E 中国内衣市场规模及 yyoy	23
图 36: 2016-23 年中国瑜伽用品市场规模 (亿元) 及 yyoy	23
图 37: 锦纶/锦纶 66/民用锦纶 66 细分领域占比与海外比较	23
图 38: 16-21 年 lululemon 营收持续较快增长	24
图 39: 21 年维密营收显著回升	24
图 40: 公司历年锦纶长丝产能情况	25
图 41: 公司历年坯布产能情况	25
图 42: 公司历年染色业务产能情况	25

图 43: 公司历年后整理业务产能情况.....	25
图 44: 公司锦纶长丝、面料产能利用率提升空间较大.....	26
图 45: 公司锦纶产品产销率维持高位.....	26
图 46: 新项目吨单价高于公司年度锦纶长丝均价..... (单位: 万元/吨)	28
图 47: 公司锦纶长丝产能结构预测.....	28
图 48: 锦纶长丝价格从高到低排序为 DTY、FDY、POY	30
图 49: 相较同业台华新材实现锦纶产品纵向一体化.....	32
图 50: 台华新材锦纶产品毛利率高于同业.....	32
图 51: 台华新材 ROE 高于同业.....	32
图 52: 18-21 年公司研发费用率高于同业	33

表 1: 公司主要锦纶产品一览.....	5
表 2: 台华新材锦纶长丝分类.....	6
表 3: 公司层面考核目标.....	12
表 4: 化纤主要品类及特点.....	13
表 5: 锦纶在各类型化纤产品中性能优势突出.....	14
表 6: 锦纶不同分类.....	15
表 7: 2012 年中国己内酰胺主要生产厂家产能及 2008-2011 年产量统计 (单位: 万吨)	16
表 8: 国内己二腈厂商布局情况.....	18
表 9: 截至 2022 年 7 月我国本土企业锦纶 66 产能分布.....	20
表 10: 再生锦纶生产工艺技术物理法 VS 化学法	21
表 11: 政策支持再生纤维发展.....	21
表 12: 国际品牌要求使用再生纤维原材料.....	22
表 13: 公司上市以来扩产进程.....	26
表 14: 淮安四期项目达产后业绩贡献情况.....	27
表 15: 公司淮安项目投资金额支付安排.....	28
表 16: 民用锦纶 6 生产企业产品布局及投产计划.....	29
表 17: 截至 2022 年 7 月我国锦纶 66 在建产能分布.....	31
表 18: 2022-2024 年台华新材收入预测	34
表 19: 台华新材与可比公司估值比较 (截至 2022/9/14)	35

1. 公司概况：锦纶行业领航者，一体化布局彰显龙头实力

1.1. 公司简介：深耕锦纶行业二十年，打造一体化全产业链布局

全产业链布局，锦纶行业一体化生产龙头。台华新材成立于 2001 年，深耕锦纶行业二十年，拥有完整的锦纶研发、纺丝、织造、染整及销售一体化产业链，2017 年于上交所上市，是国内锦纶行业一体化生产龙头。截至 21 年拥有年产锦纶长丝 18.5 万吨、坯布 5.6 亿米、染色加工面料 1.6 亿米的生产能力，为全球品类最为齐全的锦纶生产企业之一。

图1：台华新材锦纶全产业链布局情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

以锦纶为主，定位高端，差异化优势显著。公司产品可分为锦纶长丝、锦纶坯布、功能性成品面料和部分涤纶产品，其中：1) 锦纶长丝种类丰富，能够满足消费者抗菌、环保、阻燃、透气等不同需求，具有差异化优势；2) 锦纶坯布通过特殊设计和工艺织造，在平整度、均匀性、质量稳定性等各方面均优于同行，满足市场多元化需求；3) 锦纶面料产品覆盖环保健康、户外运动、特种防护三大系列，定制开发多种高档功能性面料；4) 为了满足国内外的优质客户（如迪卡侬、安踏、乔丹）的需求，公司根据订单生产少量涤纶产品，是锦纶产品之外的有益补充。

表1：公司主要锦纶产品一览

类别	名称	图例	产品特点及用途
锦纶长丝	低旦超细锦纶丝		丝束较细，织物质地轻盈飘逸，手感舒适，节约资源同时更赋予面料时尚效果。
	功能性锦纶丝		强度高、更耐磨、抗皱性更强、耐温范围更广、吸湿透气性更好、抗静电、抗菌、抗紫外，具备远红外、负离子、阻燃等功能。
	环保锦纶丝		此类纤维自带颜色，织物不需染色，持久耐用不褪色，环保节能。目前主要供应对环保健康要求更高的高端客户。
	超薄锦纶坯布		以低旦超细锦纶丝织造，轻盈、柔软、透气、透湿、防紫外线、环保。广泛应用于高档羽绒服、皮肤风衣、轻便服装、睡袋等面料领域。
	功能性锦纶坯布		使用功能性纤维织造，高强度、耐磨、抗静电、抗紫外线、耐温范围广、抗菌、远红外、负离子、阻燃。适用于户外、运动、航空、航天、休闲、探险、登山等领域。

特殊纹路锦纶布		通过特殊设计和特殊工艺织造，具有特殊纹路，能够形成更具立体感的不同外观风格，适用各类高档时尚服饰。
户外运动系列		防水透湿、高耐水压、耐寒抗冻，广泛应用于登山服、滑雪服、防寒服、风衣夹克、冲锋衣等户外运动服饰，及帐篷、睡袋、背包等户外运动装备等领域。
功能性成品面料	环保健康系列 	生产过程中不加注任何胶料，减少耗能耗材及对环境的影响，透气、防风、防线、轻盈舒适，布面有镜面、皮膜感、广泛用于皮肤风衣、羽绒服、童装、高档休闲时装等领域。
特种防护系列		抗菌防蚊虫、抗紫外线防辐射、抗静电、防水透气、三防（油、污、水），应用于航空、军用、医疗、工装、特种防护等领域。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

锦纶长丝品类丰富，产品应用广泛。1) 公司生产的锦纶长丝按其工艺主要分为前纺生产的全牵伸丝(FDY)、后纺加工的空变丝(ATY)和拉伸变形丝(DTY)，其中 ATY 由 FDY 进一步加工而成、DTY 由 POY(未完全拉伸的长丝)进一步加工而成；2) 按照原料类别的不同，可分为锦纶 6、锦纶 66 和再生环保锦纶，产品应用较为广泛，能够应用于针织/梭织成衣、家纺产品、羽绒服、户外轻量冲锋衣、贴身内衣、瑜伽服、军用纺织品等各种领域。

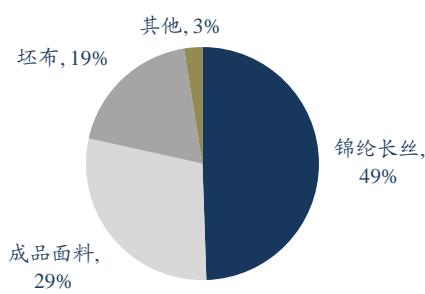
表2：台华新材锦纶长丝分类

类别	品类	投料来源	产品用途描述
锦纶 6 (PA6)	FDY 全牵伸丝	以 PA6 切片为原料	针织、梭织、家纺。
	ATY 空气变形丝	以 PA6 FDY 为原料	成品棉感细腻，手感舒软，适用于羽绒、(棉服、休闲、运动)户外轻量冲锋衣。
	DTY 拉伸变形丝	以 PA6 POY 为原料	弹力性能更加优异，应用于针织及梭织。
锦纶 66 (PA66)	FDY 全牵伸丝	以 PA66 切片为原料	较 PA6 更易高强化，适用于降落伞、军工等特殊领域。
	ATY 空气变形丝	以 PA66 FDY 为原料	仿棉高支高密风格，贴肤舒适，可用于针织、梭织等。
	DTY 拉伸变形丝	以 PA66 POY 为原料	针织、梭织、无缝等。
再生锦纶	FDY 全牵伸丝	以废丝、废布料为原料	工艺节能环保，有效减少水资源、能源和二氧化碳排放，应用于运动服饰、户外服饰、军工类产品和瑜伽服。
	ATY 空气变形丝		
	DTY 拉伸变形丝		

数据来源：嘉年华官网，东吴证券研究所

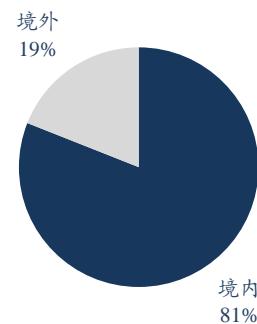
锦纶长丝、内销市场贡献主要收入。公司 21 年营收 42.57 亿元、归母净利 4.64 亿元。分产品看，21 年锦纶长丝/锦纶坯布/锦纶面料/涤纶产品/其他收入占比分别为 42%/27%/15%/13%/2%；分地区看，境内/境外收入分别占比 85%/15%。22H1 公司锦纶长丝/坯布(包括锦纶及涤纶)/成品面料(包括锦纶及涤纶)/其他收入占比分别为 49%/19%/29%/3%，境内/境外分别占比 81%/19%。

图2: 2022H1 分产品营收占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022H1 分地区营收占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

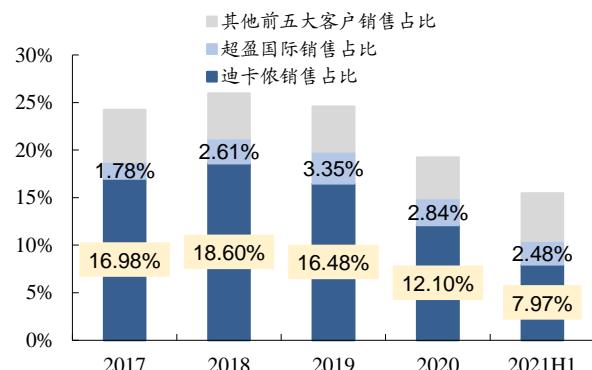
客户资源优质,与国内外知名品牌建立稳定合作关系。凭借产业链优势及差异化高端产品,公司在客户中形成较高美誉度,合作客户包括迪卡侬、探路者、C&A、H&M、乔丹、安踏等国内外知名品牌,其中:迪卡侬与公司保持良好合作关系、17年-21H1迪卡侬稳定为公司第一大客户;超盈国际作为Lululemon及维密的供应商,是公司前五大客户之一,21H1受益于内衣销售订单回升及运动服装销售订单持续增长,超盈国际收入同增47.6%、带动公司来自于超盈国际销售额同增276.6%。

图4: 公司合作客户群体较为广泛



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 公司历年前五大客户销售占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

20余年发展过程中,台华新材通过延伸产业链、扩张产能逐步巩固龙头地位。

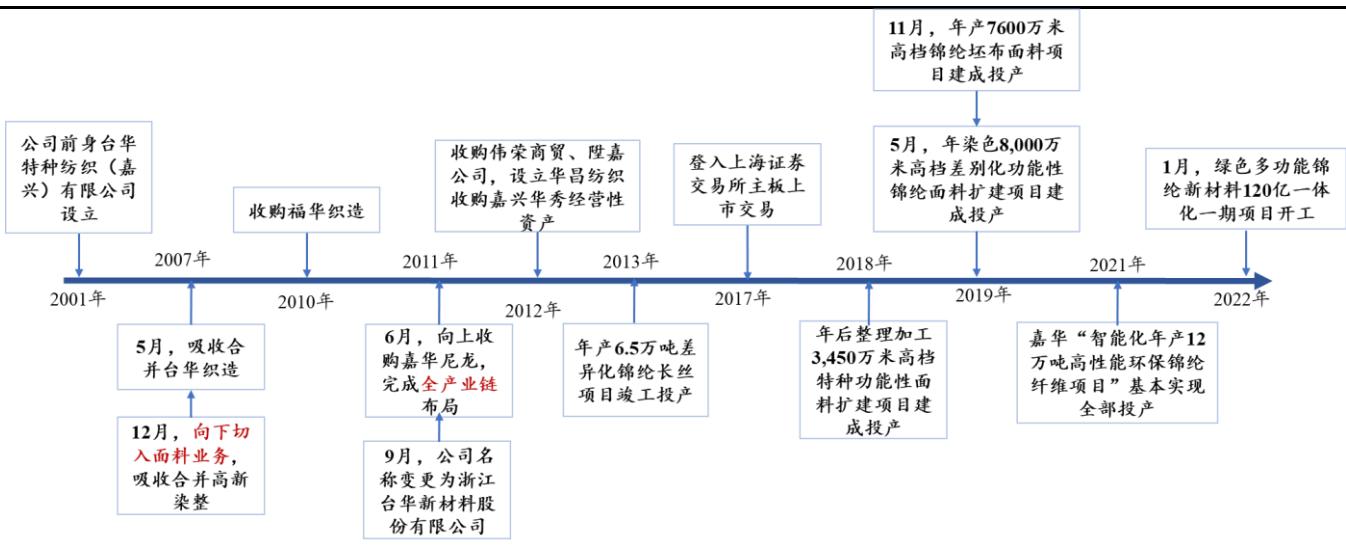
1) 2007-2012年:通过并购逐渐向上下游产业链进行延伸。2001年公司成立之初主要从事锦纶织造业务(产品为锦纶坯布),2007年5月合并台华织造进一步夯实织造业务、12月收购高新染整向下游切入染整业务,2010年收购从事锦纶坯布织造业务的福华织造,2011年6月收购嘉华尼龙后向上布局锦纶长丝生产,正式完成集锦纶长丝、纺织、染色及后整理为一体的全产业链布局,2012年收购伟荣商贸、陞嘉公司拓展锦纶长丝销售业务,并设立华昌纺织收购嘉兴华秀经营性资产、织造业务进一步扩张。

2) 2013-2015年:供需走弱,公司暂缓扩张脚步。2013年公司6.5万吨差异化锦纶

长丝投产，但受到欧债危机、国内经济增速放缓的影响，国内外纺织行业及需求端较为疲软。同时从 2014 年下半年开始，原油价格开始大幅下跌，供给端价格下降带动公司锦纶产品价格下行，公司暂缓产能扩展脚步。

3) 2016 年至今：产能扩张进一步巩固龙头地位。2016 年起锦纶市场需求回暖，2017 年公司 IPO 上市后，后整理、染色、坯布项目陆续建成投产，2021 年锦纶长丝项目投产，完成全产业链产能扩张。2022 年公司淮安基地绿色多功能锦纶新材料项目开工建设，如项目顺利进行，将会完成新一轮锦纶长丝、坯布、成品面料全产业链产能扩张，龙头地位进一步巩固。

图6：台华新材发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

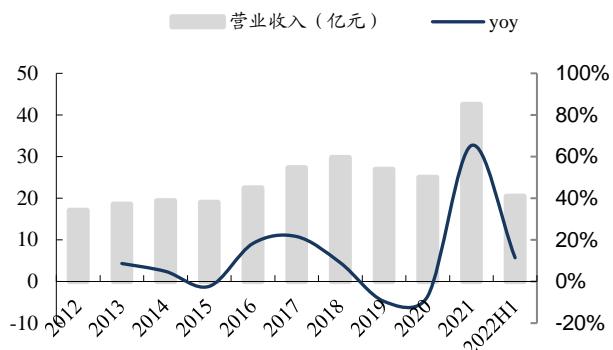
1.2. 业绩纵览：长丝投产放量+差异化产品提升，21年业绩高增

受益于锦纶长丝投产放量、差异化产品占比提升，公司 2021 年收入利润均实现高增。2012-2021 年公司营收/归母净利 CAGR 分别为 11%/15%，分阶段看：

- 1) 12-15 年国内纺织业及下游服装业需求下行、公司收入增速放缓，由于上游原材料石油价格大幅下跌拖累毛利率、归母净利逐年下滑。
- 2) 16-17 年公司募投项目逐渐投产、下游需求较为旺盛，收入端稳定增长，油价逐步回升叠加期间费用率优化、利润大幅提升。
- 3) 18 年由于 Q4 终端需求走弱、部分合作品牌冬装备货未翻单，收入增速回落，公司储备较多高成本原材料导致毛利率受损、叠加大幅计提资产减值损失，利润端受损较为严重。
- 4) 19-20 年受到疫情冲击导致公司订单减少、库存压力较大，短期业绩承压。
- 5) 21 年在下游需求回升、化纤产品价格上行、公司锦纶长丝产能逐步释放的带动下，公司业绩大幅增长，实现营收 42.57 亿元/yoY+70%、归母净利润 4.64 亿元/yoY+287%。
- 6) 22H1 营收 20.48 亿元/yoY+11%、归母净利润 2.39 亿元/yoY-8.35%，收入端增速

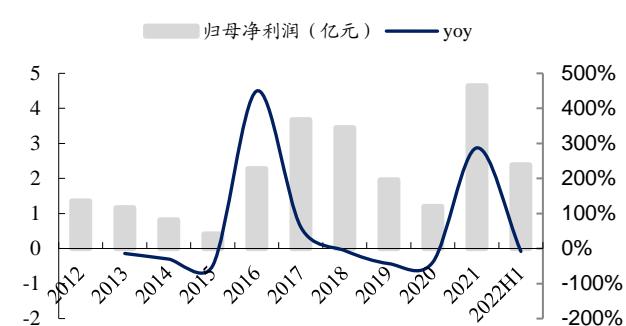
放缓主要由于 22Q2 国内疫情反复导致下游需求受到抑制, 利润端增速回落主因原材料、能源及物流成本高企、新项目建设期间管理及研发费用投入增加所致。

图7: 2012-2022H1 公司营业收入&oyy



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

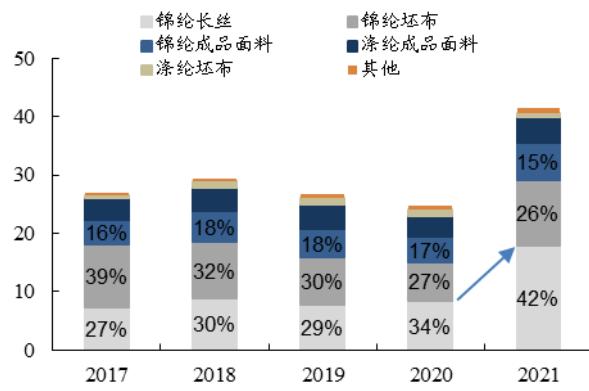
图8: 2012-2022H1 公司归母净利润&oyy



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

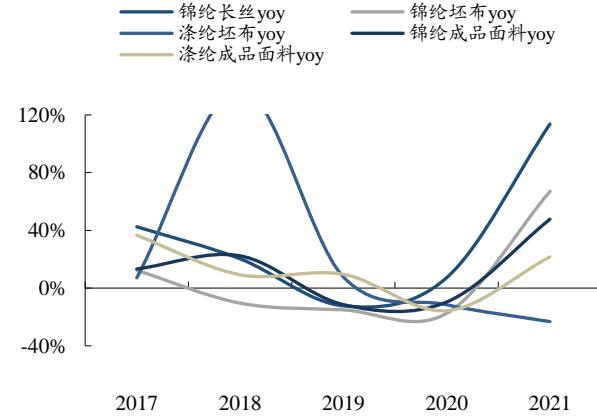
分产品看, 锦纶长丝增速靓丽, 贡献 21 年主要收入增量。21 年锦纶长丝/锦纶坯布/锦纶面料/涤纶坯布/涤纶面料收入分别同比 +113.69%/+67.05%/+47.76%/-23.25%/+21.65%, 收入占比分别为 42.22%/26.15%/14.82%/1.83%/10.41%。除涤纶坯布需求下行导致相关收入有所下滑外, 其他产品均实现双位数以上增长, 其中锦纶长丝受益于供需两旺(需求回升+产能释放), 收入翻番。22H1 锦纶长丝/坯布(包括锦纶+涤纶)/面料(包括锦纶+涤纶)收入分别为 10.1/3.9/5.9 亿元, 锦纶长丝收入占比继续提升至 49%、较 21 年底提升 7.25pp, 坯布业务受到需求下行影响、我们预计销售收入出现回落, 面料业务在产品升级带动下、我们预计收入同比回暖。

图9: 21 年锦纶长丝营收占比大幅提升(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

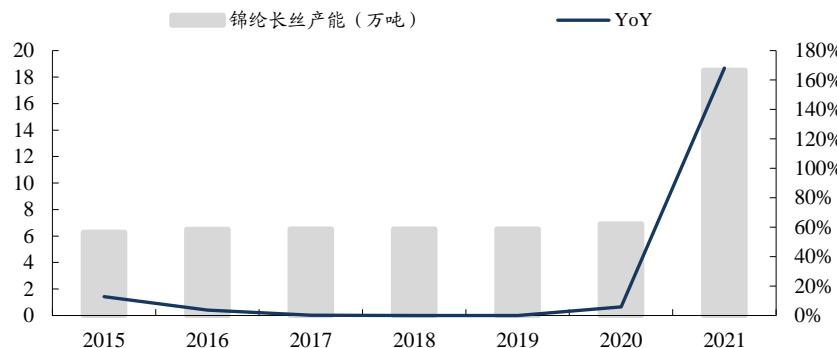
图10: 公司 17-21 年分产品收入增长率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2018 年涤纶坯布大幅增长系迪卡侬等客户需求增加所致。

图11: 21年台华新材锦纶长丝产能大幅提升

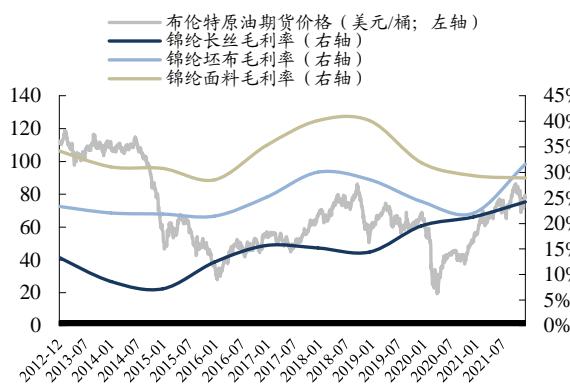


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

锦纶产品整体盈利水平与原油价格相关性较高。台华新材锦纶长丝原材料主要是己内酰胺、己二腈等石油制品制成的锦纶切片，直接材料成本占比近 70%，因此公司盈利水平受原材料价格影响较大。由于公司价格传导能力较强，因此盈利水平与原材料价格呈正相关关系。分产品看，不同环节产品毛利率（长丝、坯布、面料）对油价的反应不同，通常上游长丝毛利率受油价影响程度最大，坯布、面料毛利率受影响程度相对较小。

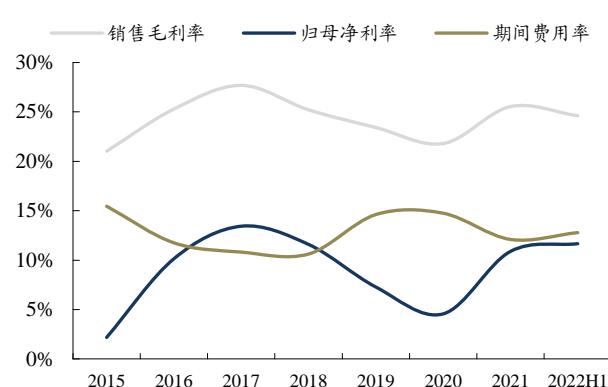
复盘来看，近年来公司产品毛利率变动除了原材料价格波动影响，同时还受到产品结构变化（差异化产品占比）影响：1) 2012-2015 年油价大幅下行，公司锦纶产品毛利率整体下滑，其中锦纶长丝影响程度大于锦纶坯布、面料；2) 2016-2017 年油价回升，锦纶产品毛利率上行，成品面料毛利率提升幅度大于坯布、长丝，主要为高附加值功能性面料占比提升所致；3) 2018-2020 年油价下跌，锦纶成品面料、坯布毛利率同比下滑，锦纶长丝毛利率逆势提升 7pp、主因高附加值差异化锦纶长丝占比提升；4) 2021 年油价上行，同时在锦纶长丝产能爬坡、高附加值产品占比增加带动下，公司整体毛利率同比+3.75pp 至 25.54%，其中锦纶长丝及锦纶坯布毛利率分别同比+2.96pp/+9.61pp，锦纶坯布毛利率改善较多、主因差异化产品占比提升，锦纶面料/涤纶坯布/涤纶面料毛利率分别同比-0.46pp/-6.07pp/+4.91pp。

图12: 长期看公司锦纶产品毛利率变动趋势与油价变动趋势呈正相关



数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

图13: 公司历年毛利率、期间费用率及净利率情况



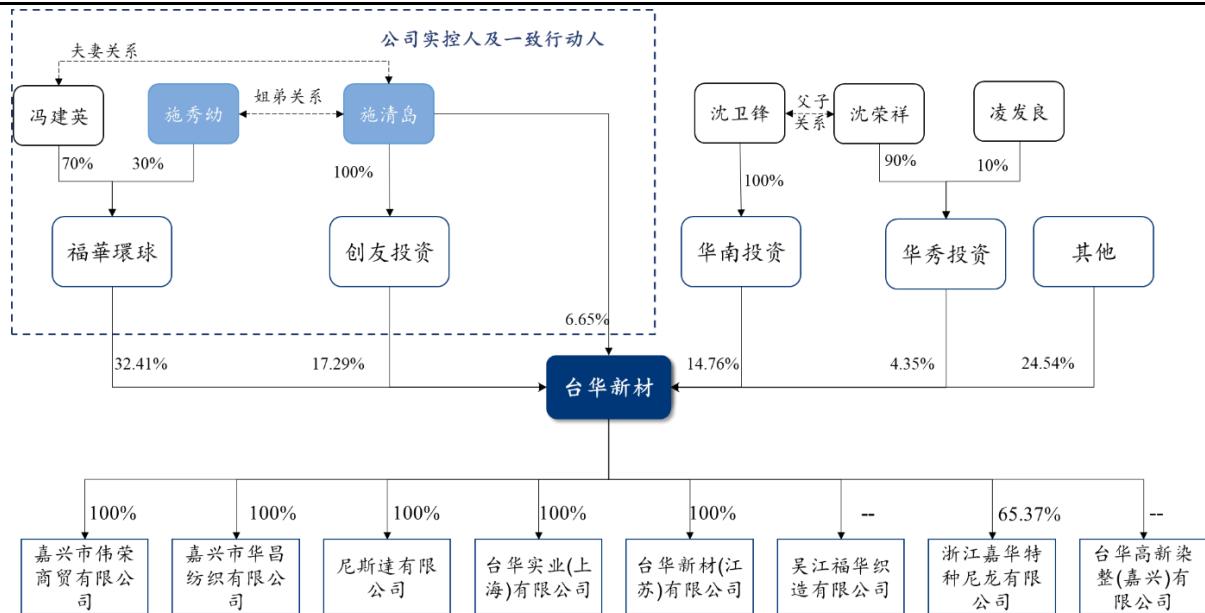
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

期间费用率较为稳定，22H1 盈利能力短期承压。12-20 年公司期间费用率较为稳定，整体位于 10%-15% 区间。21 年公司期间费用率为 12.09%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.27%/4.70%/1.05%/5.07%，分别同比-0.13pp/-0.93pp/-1.10pp/-0.50pp，收入端大增背景下期间费用率摊薄改善。毛利率提升、费用率下降共同带动下，21 年归母净利率同比+6.11pp 至 10.89%。22H1 归母净利率为 11.69%、同降 2.52pp，主因：1) 疫情反复影响下物流成本提升、原材料成本上涨及能源价格提升导致毛利率同降 3.55pp 至 24.61%；2) 期间费用率上升 1.57pp 至 13.09%，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别-0.21pp/+0.76pp/-0.15pp/+1.16pp，我们预计期间费用率增加主要由于淮安新项目建设导致职工薪酬增长及差异化产品研发投入增加所致。22H1 扣非后归母净利率同降 5.15pp 至 8.33%，降幅大于归母净利率主要系政府补助同增 0.8 亿元所致。

1.3. 股权结构：股权较为集中，管理团队经验丰富

公司股权较为集中，股权结构稳定。公司实际控制人为董事长施清岛先生与其姐姐施秀幼女士，合计持有 56.35% 的股份，控制权较为集中。此外，股东华南投资及其一致行动人华秀投资合计持股 19.11%，公司股权结构相对稳定。

图14：公司股权结构（截至 2022/9/13）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司管理团队行业经验丰富，激励机制完善。公司主要高级管理人员从事锦纶纺织行业多年且保持稳定，积累了丰富的生产和管理经验，具有良好的专业判断能力和市场洞察力。董事长施清岛先生和总经理沈卫锋先生均从事纺织行业 20 余年，管理经验和行业实践经验丰富。2021 年公司发布限制性股票激励计划，涉及到公司董事、副总经理、财务总监及 102 名核心骨干，将核心员工与公司利益绑定，有利于保障公司团队稳定、充分调动员工积极性。

表3：公司层面考核目标

考核年度	2020年	2021年	2022年	2023年
归母净利润考核目标值（亿元）	1.20	3.11	3.71	4.31
目标值 yoy		160%（已完成）	19%	16%
比例		88.7%（已授予）		11.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 锦纶行业：己二腈国产化进程启动，锦纶行业将迎来变局

锦纶为化学纤维中第二大类产品，进一步可细分为锦纶6、锦纶66等类型。锦纶制备工艺较为复杂，上游原材料（如锦纶6原材料己内酰胺、锦纶66原材料己二腈等）制备难度较高，过去主要掌握在海外龙头手中，因此国内生产放量一度受到较大限制。2012年国内己内酰胺生产技术逐渐成熟、产能大规模投放，己内酰胺依赖进口状况逐渐被打破、价格逐渐下滑，带动锦纶6产业迎来快速发展。2022/7/31 中国化学与齐翔腾达合资的天辰齐翔 20 万吨己二腈项目已经开车成功并产出己二腈优级产品，锦纶66原材料己二腈国产化进程已开启，我们认为锦纶66 产业有望复制锦纶6发展路径，从供需两端打开发展空间。台华新材作为国内民用锦纶66生产龙头，有望深度受益。

2.1. 锦纶行业：化纤第二大品类，增长较快、空间广阔

化纤为纺织行业上游主要原材料。纺织行业上游基础原材料包括天然纤维与化学纤维，其中天然纤维以丝毛棉麻为原材料、发展起源较早，化学纤维以天然或人工合成高分子物质为原料、生产技术大约在 1970 年代从海外引进中国。与天然纤维相比，化纤具有耐磨、耐光、易洗易干等特点，除纺织业外，还被广泛应用于交通、汽车、建筑、医疗等领域。根据原料不同，化学纤维分为合成纤维和人造纤维，其中合成纤维包含涤纶、锦纶、腈纶、维纶、丙纶、氯纶，人造纤维包含天丝、莫代尔、粘胶等。

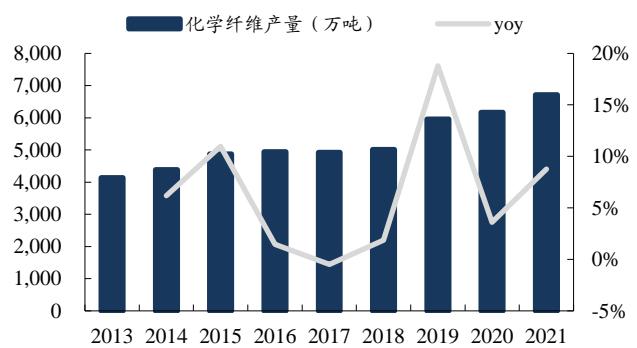
国内化纤行业稳健发展，涤纶、锦纶为前两大化纤品类。据中国化纤工业协会，21 年我国化纤产量为 6709 万吨，13-21 年产量 CAGR 为 6.2%，发展较为稳健。分品类看，涤纶是我国化纤行业中最大品类，21 年产量占化纤整体比重达 82%，涤纶具有强度高等特点、广泛应用于普通服饰面料；锦纶为第二大品类、占比约 6%，具有染色性好、耐磨性好、重量轻等特点，广泛应用于民用的户外运动服饰及军用的降落伞等安全物品。

表4：化纤主要品类及特点

分类	具体品种	产量占比	优点	缺点
合成纤维	涤纶	82%	强度高、抗皱性强	相对于锦纶在强度、耐磨性、回弹性、吸湿性等方面较差
	锦纶	6%	强度高、耐磨性好、重量轻、染色性好、耐碱性和耐还原剂作用好、耐低温	耐热性差、耐光性差、吸湿差、耐酸性差、易变形
	腈纶	1%	质轻、防蛀、防霉	不耐热、吸湿性差
	维纶	-	吸湿性能好	弹性、染色性能、耐热水性能较差、缩水率较大、尤其是用热水洗涤后易变形走样
	丙纶	1%	强度大、耐腐蚀	光热稳定性、染色性差
	氯纶	-	耐酸碱性强、难燃、良好的保暖性和耐日光性	耐热性差、染色困难、容易产生和保持静电
	氨纶	1%	弹性很好	吸湿性比较差、不耐氧化物、易使纤维变黄与强力降低
人造纤维	天丝	-	具有优良的吸湿性、良好透气透湿性能、手洗尺寸稳定性比较高	对温度敏感性强、原纤间结合较弱且没有弹性
	莫代尔	-	成衣效果好、形态稳定性强、具有天然的抗皱性和免烫性	少数过敏体质不适合
	粘胶	-	超强的抗静电性能、具有良好的透气性和调湿功能	不耐水洗、容易起皱

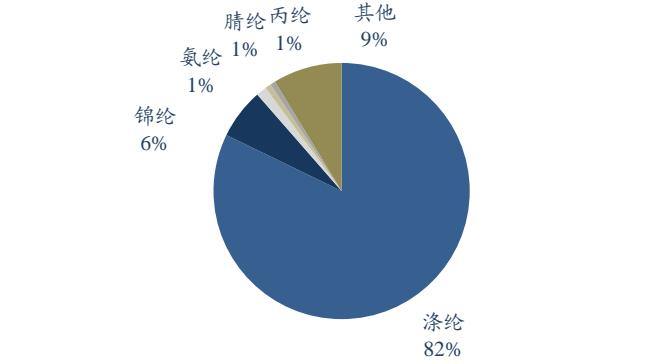
数据来源：中国化学纤维工业协会，东吴证券研究所

图15：我国化学纤维产量持续增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：2021年我国化学纤维分产品销量占比



数据来源：中国化学纤维工业协会，东吴证券研究所

锦纶性能优势突出，近年来发展较快、占化纤比重有所提升。锦纶（俗称尼龙，化学名称 PA）具有高强耐磨、耐低温、吸湿、耐腐蚀等突出性能，使得锦纶面料具备质量稳固、性能稳定等优势，成为制作高端贴身运动服饰、极端户外运动服的首选。13-21 年我国锦纶产量从 211 万吨增长至 415 万吨、CAGR 为 8.8%，锦纶产量占化纤行业比重亦从 05 年的 4.2% 提升至 21 年的 6.4%。据 Marketsand Markets 数据，2020 年全球锦纶市场规模 437.7 亿美元。

当前我国锦纶渗透率低于全球平均水平，未来有望保持较快增长。2021 年全球锦纶产量占化纤总产量的比率约为 9%，我国锦纶产量占化纤总产量的 6%，随着锦纶在功能性服饰、户外用品等民用领域需求逐渐替代涤纶产品、同时供给端突破限制，锦纶渗透率有望进一步提升，未来发展空间较大。

表5：锦纶在各类型化纤产品中性能优势突出

锦纶性能	性能优势
断裂强度	断裂强度位列合成纤维之首,且远高于各种天然纤维,同等条件下锦纶面料强度超过羊毛3-4倍、超棉花2倍
耐磨性	耐磨性极强,耐磨性相当于棉花10倍、羊毛20倍、粘胶纤维50倍
耐低温	耐低温性优良,以PA66为例,即使在低于-40℃的环境中,PA66仍然能够维持正常的回弹变化
吸湿性	吸湿性较好,锦纶的公定回潮率为4.5%,远高于涤纶0.4%的回潮率
耐腐蚀性	具备耐腐蚀性、面料皮肤触感温和、密度较小、仿真丝仿棉效果较强等优点

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图17：锦纶下游应用场景丰富



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图18：13-21年我国锦纶产量CAGR约8.8%



数据来源：中国化学纤维工业协会，东吴证券研究所

图19：05-21年我国锦纶占化纤产量比重有所提升



数据来源：中国化学纤维工业协会，东吴证券研究所

2.2. 锦纶细分：锦纶6为主，锦纶66需求景气、供给瓶颈即将突破

目前国内锦纶产业以锦纶6为主、锦纶66暂时受制于上游原材料技术瓶颈。锦纶根据不同标准分为多种品类：1) 按分子结构，可分为锦纶6、锦纶66，2021年我国两

者产能比例约为 91:9，其中锦纶 66 目前受制于上游原材料己二腈生产技术瓶颈、成本昂贵，对标全球两者产能比例 56:44，国内产能空间尚未打开。**2) 按纤维长短**，可分为锦纶长丝和锦纶短纤，其中以长丝为主，21 年锦纶长丝占锦纶总产量的 95%。**3) 按用途**，可分为产业用和民用锦纶，其中产业用主要用于汽车轮胎帘子布、传送带、帐篷等，民用主要用于服装面料，民用锦纶对精细度、染色均匀性等要求更高。21 年我国锦纶 6/锦纶 66 民用占锦纶整体比分别约为 50%/10%，全球该数据分别约为 50%/15%。

表6：锦纶不同分类

分类标准	具体类别	说明
分子结构	锦纶 6、锦纶 66、锦纶 11、锦纶 610 等	1) 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%。 2) 锦纶 66 性能上较锦纶 6 更优，纤维价格更贵。 3) 21 年全球锦纶 6:锦纶 66=56:44。 4) 21 年我国锦纶 6:锦纶 66=91:9。 5) 21 年我国锦纶 6/锦纶 66 均价分别为 1.54/3.83 万元/吨。
纤维长短	锦纶长丝、锦纶短纤	1) 以锦纶长丝为主，作为机织或针织原料等。 2) 少量锦纶短纤主要用于和棉、毛或其它化纤混纺。 3) 21 年我国锦纶长丝/短纤分别占锦纶总产量的 95%/5%。
用途	民用锦纶、产业用锦纶	1) 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。 2) 产业用锦纶主要指用于轮胎帘子线、传送带、安全带、工业用毡以及帐篷、渔网等。 3) 21 年我国锦纶 6 民用/产业用分别占比约为 50%/50%；锦纶 66 民用/产业用分别占比约为 10%/90%。 4) 21 年全球锦纶 6 民用/产业用分别占比约为 50%/50%；锦纶 66 民用/产业用分别占比约为 15%/85%。

数据来源：中国化学纤维工业协会，东吴证券研究所

下文将按常见的分子结构分类方式对主要锦纶品类（锦纶 6、锦纶 66）的市场状况及竞争格局进行梳理。此外，由于再生锦纶环保价值突出、发展潜力较大，为国家政策及下游服装品牌共同倡导的发展方向、也是台华新材未来较为重视的锦纶品类，因此对再生锦纶行业情况也进行分析。

2.2.1. 锦纶 6：国产化打开发展空间，差异化升级成为未来发展方向

➤ 己内酰胺国产化打开锦纶 6 增长空间

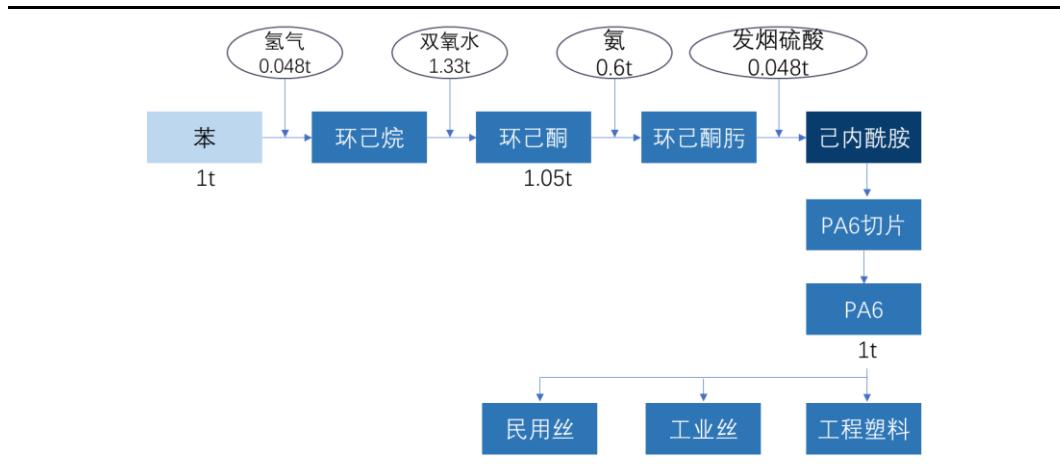
己内酰胺国产化前国内锦纶 6 发展受限。锦纶 6 上游重要原材料为己内酰胺，早期由于己内酰胺制备技术被国外龙头垄断，我国己内酰胺高度依赖进口、2005 年己内酰胺进口依存度达 70%。2002 年中石化与荷兰帝斯曼成立南京帝斯曼公司，推动国内 PA6 上游原材料己内酰胺产业发展，己内酰胺依赖进口的状况逐渐被打破。

己内酰胺 2012 年开始大幅投产。己内酰胺生产装置的上游必须配套有炼油装置，生产装置投资较大、生产工艺流程复杂，且技术难度高。2011 年之前国内己内酰胺产业布局不合理，国内尚未实现己内酰胺产能大规模投放。直到 2012 年，南京帝斯曼化工、巴陵石化、中石化石家庄化纤、巴陵恒逸和山东海力化工等公司开始大幅投产，国内己内酰胺产能开始释放。

伴随己内酰胺国产化技术成熟，国内己内酰胺产量快速释放、价格明显下滑。随己

内酰胺大幅投产，12-16 年己内酰胺价格从 2.0 万元/吨下滑至 1.1 万元/吨，促国内己内酰胺产量从 72 万吨增至 211 万吨、CAGR 达 31%，己内酰胺价格下行带动锦纶 6 价格下移、产量增长，12-16 年锦纶 6 价格从 2.2 万元/吨下滑至 1.3 万元/吨，锦纶 6 产量约从 168 万吨增至 300 万吨、CAGR 为 16%。

图20：锦纶 6 产业链



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

表7：2012 年中国己内酰胺主要生产厂家产能及 2008-2011 年产量统计（单位：万吨）

年份	2008 年产量	2009 年产量	2010 年产量	2011 年产量	2012 年产能
南京帝斯曼东方	8.55	14.1	18	20.79	20 (20 万吨在建)
巴陵石化	13.62	13.8	19.3	20.09	20.5 (10 万吨在建)
中石化石家庄化纤	5.63	4.82	10.5	10.96	16.5
巴陵恒逸	-	-	-	-	20
山东东方明	-	-	-	-	15
海力化工	-	-	-	-	10
合计	27.8	32.72	47.8	51.84	102

数据来源：嘉肯咨询，《东方纺织》，东吴证券研究所

图21：2012 以来己内酰胺进口依存度显著降低



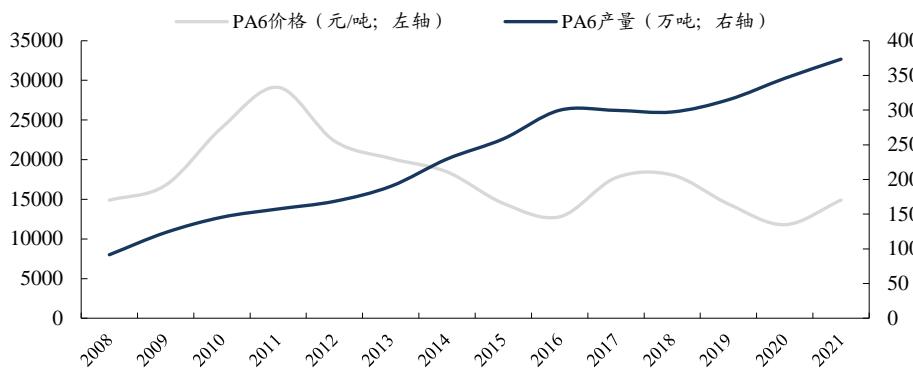
数据来源：Wind，卓创数据，东吴证券研究所

图22：国内己内酰胺及 PA6 切片价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：我国锦纶 6 价格逐渐下行、产量快速增长



数据来源：中国产业研究网，中国化学纤维工业协会，东吴证券研究所

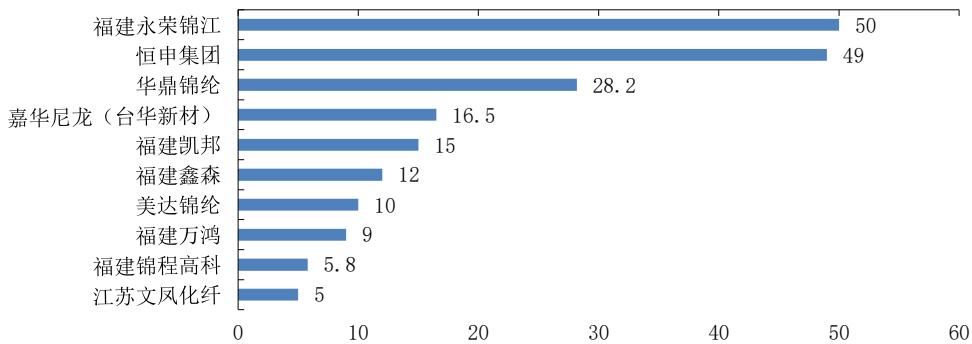
注：PA6 产量以全年锦纶产量 90% 进行估算。

➤ 锦纶 6 产能分布：国内民用 CR10 约 48%，差异化升级为未来发展方向

随己内酰胺国产技术突破，国内锦纶 6 生产商增多，截至 21 年我国民用锦纶 6 产能主要集中于福建、浙江和广东等省，以民营企业为主、CR 10 约 48%。随着国家环保要求趋严、行业落后产能逐渐被淘汰，锦纶行业集中度有望进一步提升。

近年来随着我国消费者生活品质不断提高，对于吸湿排汗、抗菌、抗紫外线等功能性及差异性的高端锦纶 6 产品需求快速增长，技术进步推动下超细旦、负离子等差异化产品不断涌现，锦纶 6 产品差异化率由 12 年的 55% 提升至 16 年的 61%。行业龙头如恒申集团、台华新材、福建鑫森等扩张差异化产品产能，生产高附加值、差异化、功能性锦纶 6 成为行业未来发展方向。

图24：21 年民用锦纶 6 国内 CR10 生产商产能情况（单位：万吨）



数据来源：各公司官网，中国化学纤维工业协会，东吴证券研究所

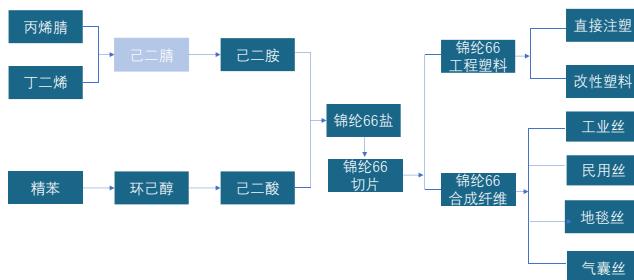
2.2.2. 锦纶 66：供给瓶颈即将突破，下游需求有望迎来释放

➤ 供给端：国内已突破己二腈技术、量产在即

锦纶 66 生产受限于原材料己二腈环节“卡脖子”、成本较高，产量较低。过去我国锦纶 66 产业链缺少原材料己二腈的生产工艺，“己二腈-己二胺-锦纶 66”产业链被海外

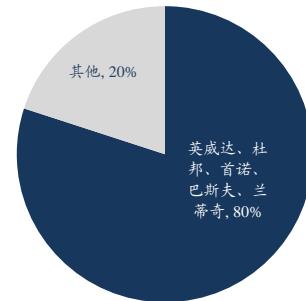
寡头高度垄断。2020 年己二腈全球供应商 CR5 达 80%，其中英威达占比 55%、是唯一对外大量出售己二腈的生产商。受限于高昂的己二腈进口成本，2020 年我国锦纶 66 产量约 38.7 万吨、约占全球锦纶 66 产量（约 317 万吨）的 12%。

图25：锦纶 66 产业链



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

图26：2020 年己二腈 CR5 占比达 80%



数据来源：《中国石油和化工》，东吴证券研究所

2015 年以来，国内自主己二腈技术加速突破。为解决己二腈生产“卡脖子”问题，国内企业多年来持续进行研发尝试。20 世纪 70 年代中石油辽阳分公司曾引进己二腈生产技术，但因成本过高于 2002 年停产。2015 年山东润兴化工采用丙烯腈电解法，在进行试生产时发生爆炸导致项目停滞。2019 年 7 月齐翔腾达公告由中国化学集团和齐翔腾达共同设立的天辰齐翔已攻破己二腈合成技术，开始投资年产 20 万吨的己二腈生产设备，工期 3 年、第 4 年正式运营。2019 年 2 月英威达亦与上海化学工业区合作启动年产 40 万吨己二腈生产基地、20 年开始建设。

2022 年 7 月，己二腈国产化进程开启。2022/7/31，中国化学与齐翔腾达公告，双方合资的天辰齐翔 20 万吨己二腈项目已经开车成功，并产出己二腈优级产品，标志由我国自主研发的、最为主流的丁二烯氧化法制备己二腈已经实现工业化装置的零突破、打破了我国锦纶 66 产业链被掣肘的局面。21 年我国己二腈需求量约 31 万吨，其中超 20 万吨依赖进口、进口依赖度超 65%。目前国内多家企业均已开始建设己二腈产能，截至 22 年在建和规划产能约 170 万吨，我们预计截至 22 年底可增加产能约 75 万吨。

表8：国内己二腈厂商布局情况

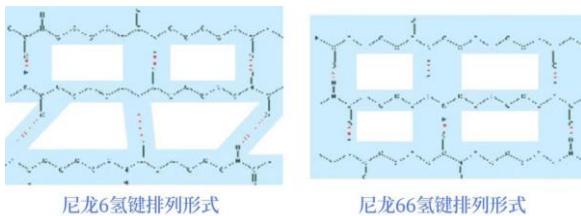
企业	投产时间	规划产能（万吨/年）
英威达上海	22 年下半年	40
天辰齐翔	22 年 7 月 31 日已投产	20
华峰集团（三期）	22 年 7 月底试投产	10
神马股份	22 年底	5
唐山旭阳	23 年	30
华峰集团（四期）	23 年	10
湖北三宁	23 年	10
河南峡光	23 年	5
永荣控股	24 年	30
新日恒力	24 年	10

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 需求端：锦纶 66 性能优越，随成本优化需求空间有望打开

锦纶 66 较锦纶 6 性能更优，应用领域广泛。由于分子结构差异，锦纶 66 除了具备锦纶多数优质特性外，在强伸性能、抗弯刚度、抗扭曲和热力学等性能上均优于锦纶 6，当前锦纶 66 在产业用领域（工程塑料）应用较为广泛。此外，由于锦纶 66 还具备柔而韧特性，因此在民用领域中的高端服饰、户外功能性服饰以及贴身衣物（如内衣、瑜伽服）等领域受欢迎程度较高。

图27：锦纶 66 与锦纶 6 分子结构不同



数据来源：尼龙产业链公众号，东吴证券研究所

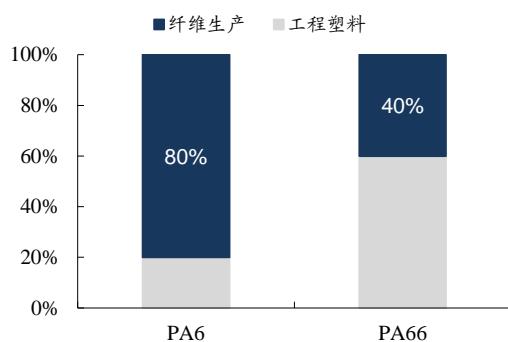
图28：锦纶 66 较锦纶 6 性能更优

原料	瑞士产 2.2tex 锦纶 66	烟台产 2.2tex 锦纶 6
颜色	浅色	深色
平量总长	44.5cm	44.5cm
袜筒直拉	120.0cm	116.0cm
口宽平量	8.0cm	7.5cm
上统拉宽	25.0cm	25.0cm
口横拉	27.0cm	25.0cm

数据来源：《浅谈锦纶 6 与锦纶 66 的不同》，东吴证券研究所

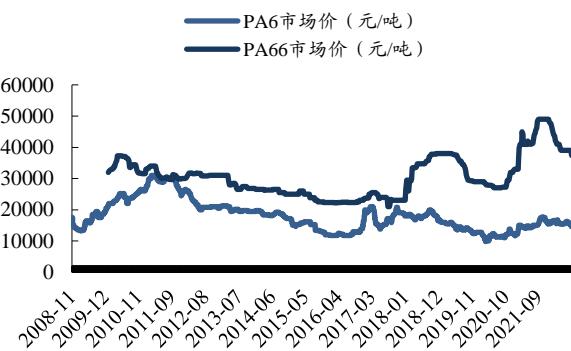
民用领域渗透率有望逐步提高，锦纶 66 迎来全新发展机遇。受限于供应紧张导致 PA66 价格高企，民用领域难以负担锦纶 66 昂贵成本（21 年锦纶 66 价格最高点 4.3 万元/吨、为锦纶 6 的 2.9 倍），锦纶 66 民用领域渗透率较低。根据 IHS 数据，22 年全球锦纶 66 消费中约 60% 应用于工程塑料领域、仅 40% 用于合成纤维，而锦纶 6 下游合成纤维生产占比达 80%。参考锦纶 6 国产化过程，随锦纶 66 生产技术不断成熟、供给放量，下游应用场景进一步丰富、需求得以释放，国内锦纶 66 行业有望迎来快速发展期。

图29：目前 PA66 在工程塑料领域应用高于 PA6



数据来源：《尼龙 66 产业的发展现状》，东吴研究所

图30：锦纶 66 与锦纶 6 价格对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

定量大致测算未来 4 年（2023-2026 年）己二腈成本优化下锦纶 66 市场打开情况：

产能方面：我们预计约助推 PA66 产能增加 78%。参考 2012-2016 年己内酰胺价格下行与锦纶 6 产量增长之间的关系：己内酰胺价格下降 1%、PA6 产量增加 1.7%，己二腈量产后大概率价格大幅下降，我们从己二腈价格入手，分析 PA66 产量打开的速度，假设 23-26 年己二腈价格降幅达 45%（根据 12-16 年己内酰胺价格从 2.0 万元/吨下滑至 1.1 万元/吨），我国 PA66 产量约增加 78%。

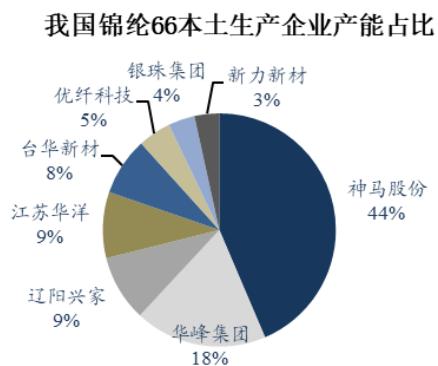
价格方面：我们预计约带动 PA66 价格下降 48%。参考 PA66 与 PA6 价格比例关

系：截至 2022H1，PA66 价格约为 3.65 万元/吨、与 PA6 价格之比约为 2.66，但在 2012 年己内酰胺量产、PA6 价格下行之前，PA66 与 PA6 价格之比仅为 1.34，我们假设 23-26 年己二腈量产、PA66 价格下行后，PA66 和 PA6 的价格之比回归至 1.34，如 PA6 价格维持 19-21 年的 1.4 万元/吨，则 PA66 价格或回落至 1.88 万元/吨、较当前降幅约为 48%。

➤ 产能分布：产能高度集中，台华为国内民用生产商龙头

2020 年全球锦纶 66 产能约 317 万吨（其中民用锦纶 66 约 48 万吨），主要集中于北美、东北亚、西欧，玩家仅 20 多家，CR5 超 80%，行业集中度较高。我国锦纶 66 生产企业多布局工业用丝，其中本土企业仅台华新材、银珠集团布局民用领域（产能分别为 3 万+/1.6 万吨），海外生产企业 Nilit（屹立）于苏州拥有约 1.2 万吨民用锦纶 66 产能。由于行业规模相对较小、原材料供给受限、良品率低等问题，行业玩家较少集中度较高、21 年产能 CR5 近 90%，其中神马集团工业用锦纶 66 占比 44%、排名第一，台华新材占比 8%、总产能排名第五、民用锦纶 66 排名第一。

图31：台华新材是我国民用 PA66 生产龙头



数据来源：中国化学纤维工业协会，东吴证券研究所
注：图为 2021 年国内 PA66 产能占比数据

表9：截至 2022 年 7 月我国本土企业锦纶 66 产能分布

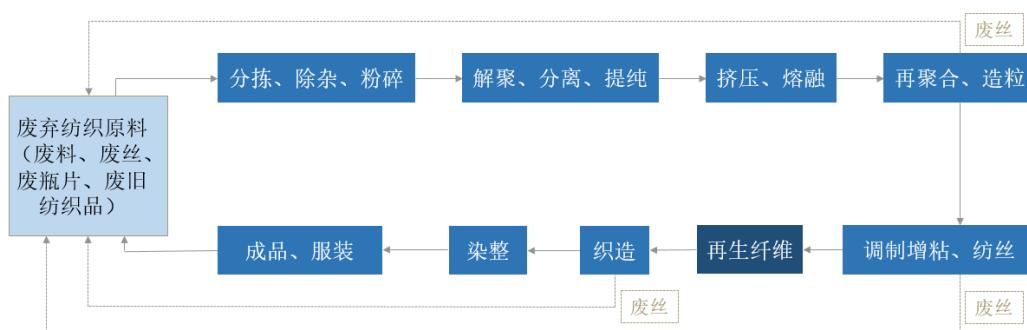
企业	地区	产能
神马股份	河南平顶山	19万吨工业用
华峰集团	浙江瑞安	8万吨工业用
辽阳兴家	辽宁沈阳	4万吨工业用
江苏华洋	江苏南通	4万吨工业用
台华新材	浙江嘉兴	3万+吨民用
优纤科技	辽宁丹东	2万吨工业用
银珠集团	辽宁营口	1.6万吨民用
新力新材	浙江温州	1.5万吨工业用

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2.3. 再生锦纶：环保价值突出，发展潜力较大

再生纤维具有可循环再生的环保特性，再生锦纶为其中的一类。再生纤维是以废弃纺织品及其制品为原料，利用物理或化学法回收技术制备而成的绿色纤维，再生锦纶为再生纤维的主要组成成分之一，再生纤维具有节能环保特点，实现了纤维-纤维的闭环循环。再生纤维的理化性能与原生纤维相当，回弹性、滑爽度等指标甚至超过原生纤维。

图32：再生纤维生产流程



数据来源：腾讯网，东吴证券研究所

再生锦纶的制备方法根据再生原理主要可分为物理法、化学法。物理法具有生产工艺简单、工艺流程较短且生产成本较低的特点，我国再生纤维 70%-80%产能均使用物理法，但是物理法随着加工次数增加，再生纤维的特性黏度、分子量分布和杂质含量都不断发生变化，最终无法回收。化学法能够解决物理法的技术困难，实现废弃纤维的完全循环再利用。由于技术水平要求较高，全球尚未形成大规模应用化学法的再生锦纶生产线，台华新材为国内首家应用化学法生产再生锦纶的企业，引领再生锦纶行业技术发展。

表10：再生锦纶生产工艺技术物理法 VS 化学法

类别	物理法	化学法
工艺要求	生产工艺简单	加工工艺复杂，技术水平要求高
原料来源	单向回收利用为主，即使是食品级瓶到瓶仍不能完全闭环回收利用	对废旧聚酯分拣、清洗要求低
质量品质	染色无法稳定，回收次数增多，会破坏纤维结构	完全循环再生利用，性能甚至可以超过原聚酯纤维
应用领域	非服装面料和家纺面料，如填充纤维、服装里衬、喷胶棉、打包带和工业用布等	服装废弃物等

数据来源：《东方纺织》，东吴证券研究所

再生纤维符合环保政策鼓励方向。我国作为世界最大的化纤生产和应用大国，化纤行业生产能耗较大，同时带来较为严重的废弃物污染问题。基于此国家发展改革委、商务部、工业和信息化部三部门 22 年联合发布《关于加快推进废旧纺织品循环利用的实施意见》提出，至 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；至 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。国内产业政策不断推出，指明未来化纤行业可循环再生的发展大方向。

表11：政策支持再生纤维发展

年份	政策	内容
2022	《关于加快推进废旧纺织品循环利用的实施意见》	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
2022	《关于产业用纺织品行业高质量发展的指导意见》	到 2025 年，循环再利用纤维及生物质纤维应用占比达到 15%，非织造布企业关键工序数控化率达到 70%，智能制造和绿色制造对行业提质增效作用明显，行业综合竞争力进一步提升。
2022	《关于化纤工业高质量发展的指导意见》	明确目标到 2025 年，绿色制造体系不断完善，绿色纤维占比提高到 25%以上，生物基化学纤维和可降解纤维材料产量年均增长 20%以上，废旧资源综合利用水平和规模进一步发展，行业碳排放强度明显降低。
2016	《化纤工业“十三五”发展指导意见》	提出了优化产能结构，每年提高百分之一的差别化率。常规纤维品种技术水平保持全球领先，高性能纤维及生物基化学纤维达到国际先进水平等目标。
2013	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》36 项修订	第 6 项明确将熔体直纺在线添加等连续化工艺生产差别化及功能性纤维（抗静电、抗紫外、有色纤维等）列入国家鼓励类产业项目，促进了差别化纤维及功能性纤维产品的发展。

数据来源：国家发展改革委、商务部、工业和信息化部，东吴证券研究所

下游品牌积极宣传可持续发展理念，再生材料成为新潮流。再生纤维在满足消费者对服饰使用需求的基础上，也符合绿色环保和可持续发展的理念。随着消费者对时尚环保要素重视度不断提升及 ESG 对环境因素监管力度不断加大，国际品牌如 Adidas、Nike、ZARA 和 Gucci 等大牌近年来陆续公开表明支持可持续发展态度，承诺未来可再生纤维使用占比将会大幅提升。再生纤维符合消费者及品牌需求，行业发展空间广阔，循环再

生逐渐成为行业发展新趋势。

表12：国际品牌要求使用再生纤维原材料

品牌	未来再生纤维产品规划布局
Adidas	2024年全面使用再生聚酯纤维。
ZARA	2025年之前，Zara、Pull&Bear、Massimo Dutti在内的集团所有品牌100%使用可持续布料。
H&M	2030年将实现100%使用再生或其他可持续来源的材料。
Gucci	推出环保新系列的Gucci off the Grid。
耐克	耐克发布的2021影响力报告：再生聚酯纤维占据鞋类产品38%。
Boohoo	推出含95%再生聚酯纤维的新服装系列，到2025年，旗下所有的聚酯纤维和棉花都将被回收或更具可持续性。
Nike、 Burberry、Gap	加入了由Ellen MacArthur Foundation基金会发起的循环时尚（Make Fashion Circular）计划，旨在通过回收原材料和产品来减少全球时尚产业的浪费现象。

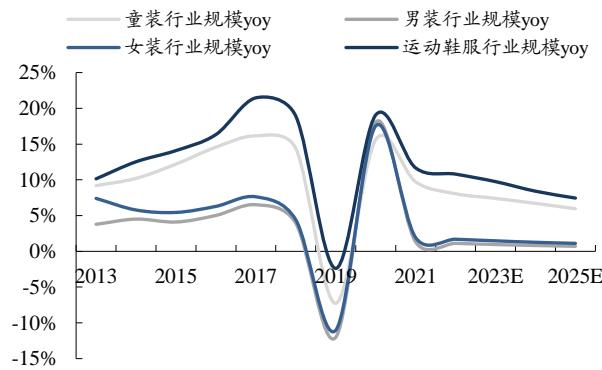
数据来源：腾讯网，东吴证券研究所

3. 增长驱动：需求向好+产能拓张，供需两端驱动业绩增长

3.1. 需求端：民用锦纶66发展前景广阔，台华新材充分分享行业发展红利

锦纶广泛应用于增速较快的运动鞋服领域，需求空间广阔。2021年中国运动市场规模为3718.2亿元，2016-2021年CAGR为14.32%。据欧睿预测，2026年中国运动鞋服市场规模将进一步增长至6644亿元，2021-2026年CAGR为12.31%。根据国务院2021年8月颁布的《全民健身计划（2021-2025年）》，到2025年，中国体育产业总规模将达到5万亿元。与其它服装细分领域市场规模相比，中国运动鞋服行业增速最快，为上游锦纶需求带来广阔空间。

图33：2013年起运动鞋服细分领域增速较快



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

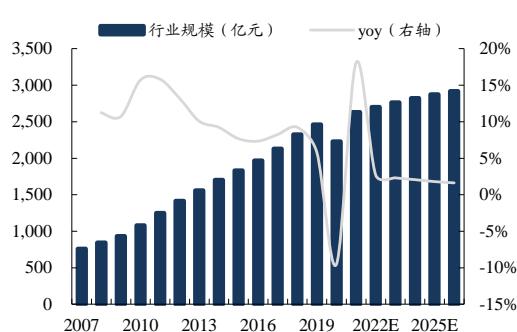
图34：2007-2026E 中国运动鞋服行业市场规模及增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

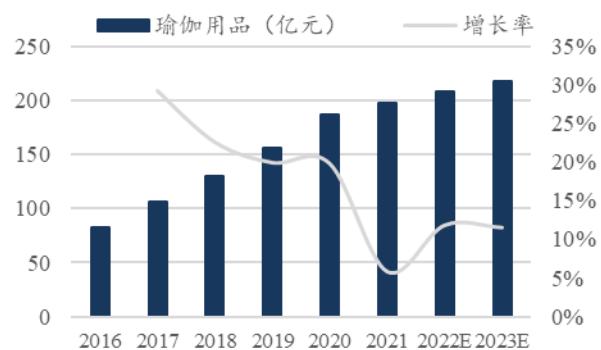
锦纶66性能优越，可应用于瑜伽服、内衣等贴身衣服领域。根据欧睿数据，2021年内衣/瑜伽行业规模分别为2630/449亿元，分别同比增长18.09%/16%，2017-2021年CAGR分别为5.43%/13.98%。根据艾瑞咨询数据，预计2023年内衣市场规模将达到343亿元，终端需求景气度较高。

图35：2007-2026E 中国内衣市场规模及 yoy



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图36：2016-23 年中国瑜伽用品市场规模(亿元)及 yoy



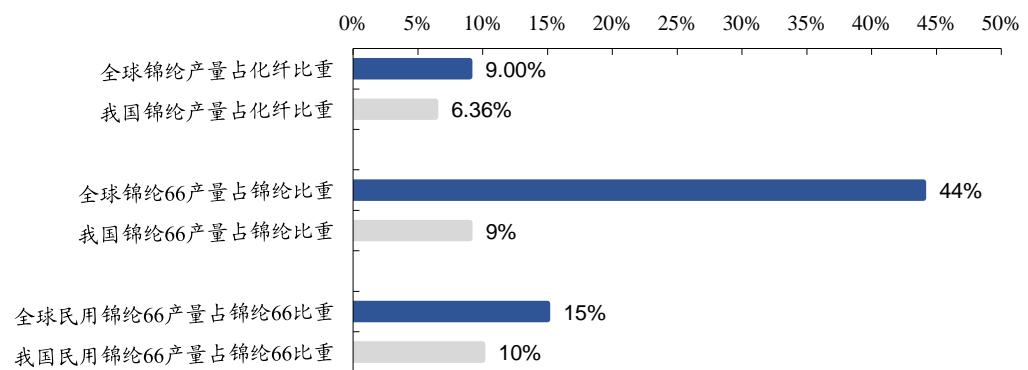
数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

相较海外，民用锦纶 66 发展空间广阔。2022 年前上游关键性原材料己二腈的供给有限，锦纶 66 价格高企，对下游需求形成一定限制。与锦纶 6 相比，当前国内锦纶 66 在民用领域使用较少、占比仅 10%（锦纶 6 民用丝占比达 50%）。随着 2022 年己二腈国产化生产放量、价格下行，有望带动锦纶 66 进入快速放量阶段、并有望在民用领域中得到广泛应用。

若仅考虑单一品类的份额提升：1) 锦纶：21 年我国化学纤维/锦纶产量分别为 6709/415 万吨，目前我国锦纶占化纤总产量比重仅为 6%，若以全球 9% 的比例测算，锦纶产量有望升至 604 万吨左右、较当前有 45% 的提升空间。2) 锦纶 66：海外锦纶 66 占锦纶总产量的比例约为 44%，目前我国锦纶 66 占比仅为 9%、约 39 万吨，参照国际经验，若锦纶 66 占比提升至 44%，锦纶 66 产量约达 182 万吨、较 21 年提升 3.68 倍。3) 民用锦纶 66：对标全球锦纶 66 民用丝占锦纶 66 比例 15%，假设未来中国民用锦纶 66 占锦纶 66 比重从目前的 10% 提升至 15%，民用锦纶 66 产量规模有望由 21 年 3.9 万吨提升至 5.9 万吨、较当前提升 0.5 倍。

整体来看，2021 年我国锦纶、锦纶 66、民用锦纶 66 的产量分别是 415、39、3.9 万吨，若综合考虑锦纶/锦纶 66/民用锦纶 66 在各自细分领域的份额提升，则锦纶/锦纶 66/民用锦纶 66 未来空间有望分别同比增长 45%/581%/922%，至 604/266/40 万吨。

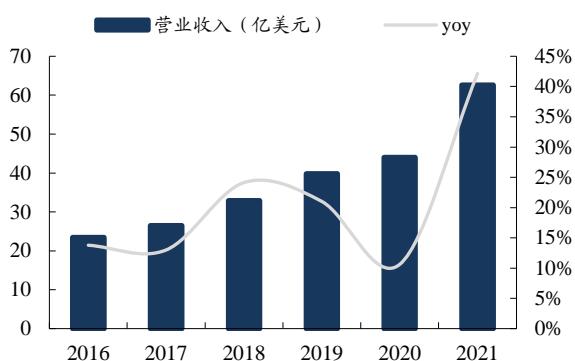
图37：锦纶/锦纶 66/民用锦纶 66 细分领域占比与海外比较



数据来源：化工在线，智研咨询，东吴证券研究所

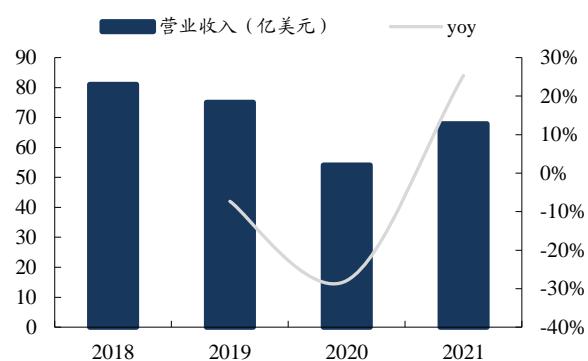
民用锦纶 66 在国内具有高度稀缺性，使得公司充分分享下游需求增长红利。台华新材为国内生产民用锦纶 66 的龙头企业，能够满足快速发展的运动品牌需求，有望分享瑜伽等功能性运动服饰及户外专项运动服饰快速发展的红利，携手品牌客户共同发展。公司终端客户包含国内外知名运动/内衣品牌如 Lululemon、维密、李宁、安踏等。1) 海外品牌：主要有 Lululemon、维密等，用于瑜伽服、高端内衣等产品。16-21 年在女子健身、瑜伽行业快速发展带动下，Lululemon 营收持续较快增长、CAGR 达 17%。维密经过 18-20 年调整、21 年恢复增长。2) 国内品牌：国内露营、瑜伽风潮盛行，李宁、安踏等国产品牌亦积极布局功能性运动服饰，开始开发使用锦纶 66 制成的高端瑜伽服。

图38：16-21 年 lululemon 营收持续较快增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39：21 年维密营收显著回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

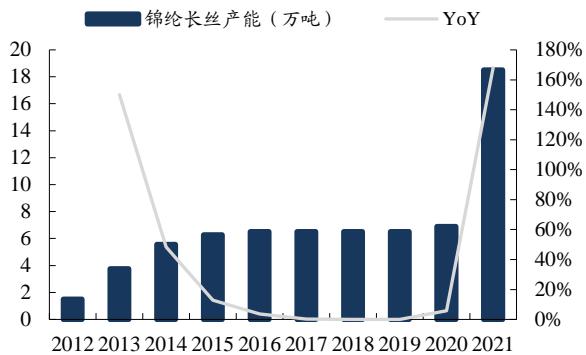
中小企业出清，公司有望优先受益行业需求增长。21 年锦纶切片原材料短期大幅提涨、涨幅超 30%，中小企业抗风险性较差、部分落后产能淘汰、行业加速出清。公司作为行业龙头具有突出的产能规模及生产工艺优势，锦纶 66 差异化产品得到市场验证，除了对接品牌代工厂，部分品牌方还指定公司作为锦纶长丝供应商。结合产能端扩张，公司有望优先受益行业需求增长、市占率进一步提升。

3.2. 供给端：五年规划扩张全产业链产能，打开公司成长空间

3.2.1. 产能扩张：全产业链产能有序扩张，五年规划打开业务空间

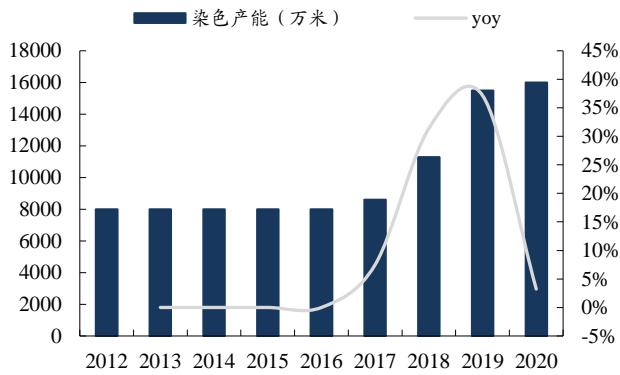
把握锦纶行业高景气度行情，全产业链产能扩张有序推进。公司主要产能均位于浙江嘉兴和江苏吴江等长三角地区化纤纺织产业集群带，市场拓展较为顺利。为满足市场需求，公司上市以来进行多轮锦纶面料、锦纶坯布业务产能扩张。由于锦纶长丝业务 2016 年开始受到产能瓶颈的制约，2019 年 7 月公司启动建设 12 万吨高性能锦纶纤维项目，并于 2021 年初产能逐步释放。2021 年公司拟投资不低于 120 亿建设淮安绿色多功能锦纶新材料一体化项目、计划 5 年内分四期进行全产业链产能扩张。截至 21 年公司锦纶长丝/坯布/染色/后整理产能分别为 18.5 万吨/5.6 亿米/1.6 亿米/0.6 亿米。

图40：公司历年锦纶长丝产能情况



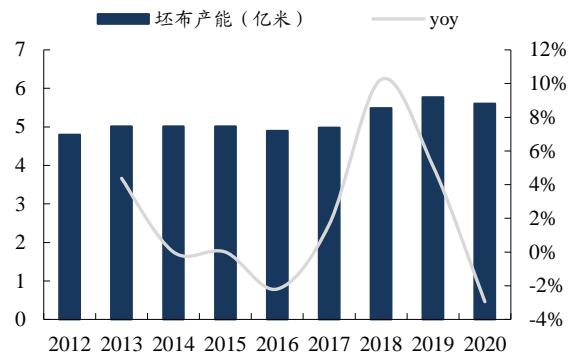
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图42：公司历年染色业务产能情况



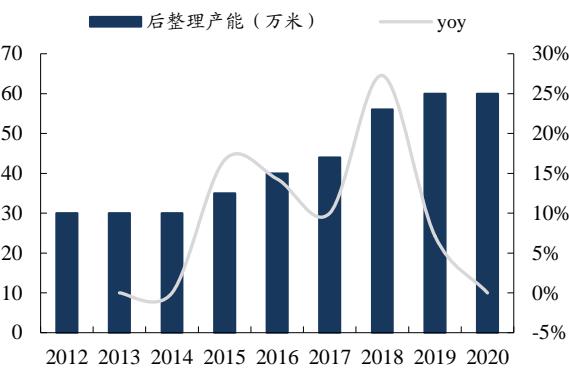
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图41：公司历年坯布产能情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图43：公司历年后整理业务产能情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5 年产能规划拉开序幕，打开公司增长空间。21 年 10 月公司公布淮安五年产能扩张项目，项目一共分四期建设，其中一期计划扩产 10 万吨再生锦纶长丝、6 万吨 PA66，预计 2023 年 6 月投产；二期计划扩产 6 万吨 PA66、预计 2024 年 12 月投产；其余包括坯布、染整、PA6 等产能建设尚未确定进展。据公司公告披露，四期项目共需投资约 144 亿元，其中公司计划 101 亿元来自银行借款，33 亿元自筹。

- **一二期项目落地有望带动公司业绩进一步增长。**伴随己二腈国产化、价格下移、锦纶 66 需求有望迎来释放。23 年公司 PA66 产能有望实现翻倍以上扩张、充分满足市场需求。此外，由于 PA66 及再生锦纶盈利水平较高，因此一二期项目落地有望带动公司盈利水平显著上行。
- **三四期项目延伸上下游，战略性布局上游锦纶 6 切片业务。**在上游锦纶长丝产能充分扩张后，公司计划在三期项目布局下游坯布及染整环节、四期项目战略性布局 PA6 差别化聚合项目（即锦纶 6 切片业务）。公司立足锦纶行业，纵向继续延伸至上游锦纶原材料业务、下游夯实与品牌端连接紧密的坯布面料环节，形成“锦纶聚合+纺丝+织造+染整”的一体化更加完整的锦纶产业链，进一步强化协同效应，持续提升公司的综合竞争力。

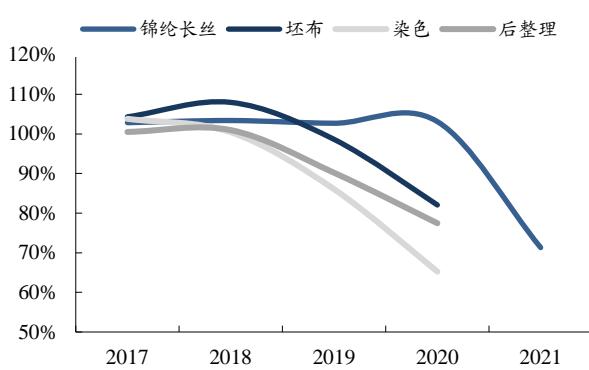
表13：公司上市以来扩产进程

项目启动时间	募资方式	投资项目	投产时间	产能	投资金额
2017	IPO	年染色 8000 万米高档差别化功能性锦纶面料扩建项目	2019M5	8000 万米	4.21 亿元
		年后整理加工 3450 万米高档特种纸功能性面料扩建项目	2018M10	3450 万米	0.83 亿元
2018	可转债	年产 7600 万米高档锦纶坯布面料项目	2019M11	7600 万米	5.22 亿元
2019		智能化 12 万吨高性能环保锦纶纤维项目	2021 年初	12 万吨	14.71 亿元
2021	自有资金/银行贷款	年产 10 万吨再生差别化锦纶丝项目	2023M6	10 万吨	144 亿元
		年产 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目	2023M6	6 万吨	
		年产 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目	2024M12	6 万吨	
		3 亿米锦纶坯布项目	待定	3 亿米	
		1 亿米染整项目	待定	1 亿米	
		年产 20 万吨 PA6 差别化锦纶丝项目	待定	20 万吨	
		3 亿米锦纶坯布项目	待定	3 亿米	
		1 亿米染整项目	待定	1 亿米	
		年产 20 万吨 PA6 差别化聚合项目	待定	20 万吨	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

锦纶长丝、面料业务产能利用率提升空间较大。17-21 年公司锦纶产品产销率接近 100%，下游在手订单充足、需求持续向好。1) 锦纶长丝：17-20 年长期处于满负荷生产状态，产能利用率均维持 100%以上，2021 年初公司 12 万吨锦纶长丝项目投产，产能爬坡期内公司锦纶长丝产能利用率下滑至 71%，随着新增产能逐渐释放，未来锦纶长丝产能利用率有较大提升空间。2) 锦纶坯布及面料：2019-2020 年公司锦纶坯布、锦纶面料受到下游市场需求低迷的影响，产能利用率连年大幅下滑。21 年下游需求回暖，公司坯布业务产能利用率率先触底反弹，产能利用率约恢复至 98%、接近 19 年疫情前水平，面料染色及后整理业务产能利用率约为 76%/88%，尚未达到 19 年 86%/90% 的水平。

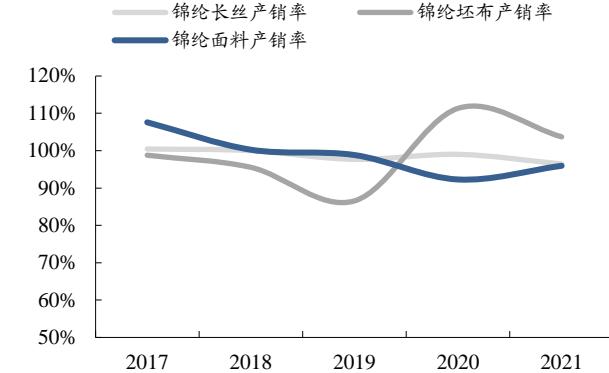
图44：公司锦纶长丝、面料产能利用率提升空间较大



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2021 年锦纶长丝产能利用率为东吴证券预测值

图45：公司锦纶产品产销率维持高位



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.2. 空间测算: 四期项目有望合计贡献 100 亿元以上收入增量, 利润端增速超收入端、实现长期高增

若淮安四期项目全部达到满产条件后, 我们预计项目贡献营收超 100 亿元:

1) 锦纶长丝项目: 销量方面, 根据公司锦纶长丝历史外销占比情况 (约 50%+), 考虑锦纶长丝将首先满足公司深加工需求且扩产规模较大, 我们假设 PA6、高端产品再生锦纶、PA66 外销比率为 60%。公司技术积累较为成熟, 我们预计再生锦纶及 PA6 良品率维持较高水平, PA66 良品率持续提升、接近海外巨头 (海外巨头良品率约为 80%)。价格方面, 根据公司对再生锦纶项目预测, 单价约为 3.2 万元/吨, 结合此前公司对差异化 PA6 项目预测, 我们预计三期生产的 PA6 均价约为 2.4 万元/吨, 随着 PA66 切片国产化进程稳步推进、原材料 PA66 切片价格回落, 我们预计 PA66 切片价格回落至 2 万元/吨、较 21 年 4 万元/吨回落 50%、则公司 PA66 售价约为 3 万元/吨。

2) 坯布项目: 销量方面, 由于公司锦纶坯布耗用:面料产出比率约为 1:1, 我们假设锦纶坯布首先满足面料 1 亿米内部耗用需求, 对外销售 2 亿米。受益于产品升级, 吨售价较 21 年略有提高。

3) 面料染整项目: 由于公司以锦纶业务发展为中心, 且锦纶面料较涤纶面料毛利率更高, 我们预计 1 亿米面料染整项目均用于锦纶面料业务扩张。因差异化占比提升, 公司锦纶面料售价较 21 年略上行。

表14: 淮安四期项目达产后业绩贡献情况

建设期	扩产产品	预计对外销量 (万吨; 亿米)	预计吨单价 (万元/吨; 元/米)	预计贡献营业收入金额 (亿元)
一期	10 万吨再生锦纶	5.6	3.2	17.92
	6 万吨 PA66	2.5	3.0	7.56
二期	6 万吨 PA66	2.5	3.0	7.56
	3 亿米锦纶坯布	2	4.7	9.36
	1 亿米染整	1	11.7	11.68
三期	20 万吨 PA6	11.2	2.4	26.82
	3 亿米锦纶坯布	2	4.7	9.36
	1 亿米染整	1	11.7	11.68
四期	20 万吨 PA6 差别化聚合	-	-	-
总计	-			101.94

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

注: 预计对外销量=产量*良品率*外销比率; 预计贡献营业收入金额=预计对外销量*预计吨单价

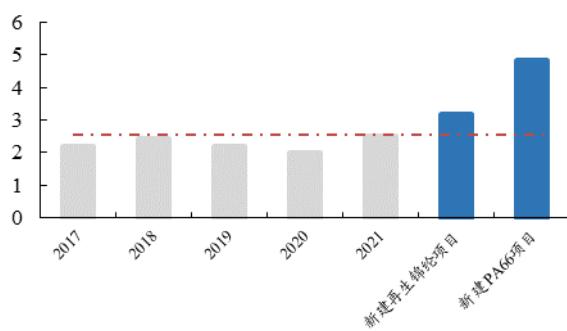
以 100 亿元收入增量计算, 若 2030 年达到满产状态, 21-30 年期间公司收入 CAGR 超 15%。根据公司淮安项目投资建设进度规划, 预计至 2027 年项目完全建成, 考虑到产能爬坡周期、我们预计项目至 2030 年达到满产状态, 在仅考虑淮安项目贡献的前提下, 21-30 年收入 CAGR 达 17%。

表15：公司淮安项目投资金额支付安排

建设期	项目内容	建设投资金额（亿元）						
		2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	合计
一期	年产 10 万吨再生锦纶/6 万吨 PA66	11.18	11.18	14.91				37.27
二期	年产 6 万吨 PA66/3 亿米锦纶坯布/1 亿米染整		12.36	12.36	16.48			41.21
三期	年产 20 万吨 PA6/3 亿米锦纶坯布/1 亿米染整			16.8	16.8	22.4		55.99
四期	年产 20 万吨 PA6 差别化聚合项目				2.91	2.91	3.88	9.7
合计		11.18	23.54	44.06	36.19	25.31	3.88	144.16

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司利润端增速有望超越收入端、实现长期高增。我们认为公司未来利润端增速将超过收入端，主要由于：①差异化高附加值产品投产放量、占比增加。淮安项目投产后，锦纶长丝产品结构进一步优化。根据公司公布的新增产能分布情况，一期项目拟分别新增再生差别化锦纶纤维和差异化锦纶 66 纤维 10 万吨/6 万吨。公司预计淮安一期项目投产后（2023-2024 年）再生锦纶和 PA66 产品吨售价分别为 3.19 万元/吨/4.83 万元/吨，较 2021 年公司锦纶长丝对外销售均价 2.53 万元/吨增长 26%/91%，我们预计项目投产后公司锦纶长丝单价有望大幅提高。第一二期项目完全投产后，公司高附加值锦纶长丝产品（包括锦纶 66/再生锦纶）占比将达到 65%，较 2021 年底提升 41pp，产品结构持续优化；四期项目全部投产后，锦纶长丝高附加值差异化产品（包括差异化锦纶 6/锦纶 66/再生锦纶）占比将超 75%，公司盈利空间进一步打开。②四期项目战略性布局上游锦纶 6 切片、锦纶产业链进一步拓宽，协同效应下公司毛利率有望进一步提升，利润端增速有望超越收入端、实现长期高增。

图46：新项目吨单价高于公司年度锦纶长丝均价
(单位：万元/吨)

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图47：公司锦纶长丝产能结构预测



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

4. 竞争优势：差异化布局+民用锦纶 66 先发优势，竞争壁垒凸显

4.1. 锦纶 6 长丝产能稳居行业前列，民用锦纶 66 先发优势明显

从产能规模上看，台华新材民用锦纶总产能位居国内第四、行业地位稳固。从民用锦纶总产能看，台华新材产能位居行业前五，21 年台华新材锦纶长丝 12 万吨项目建成投产后，锦纶产能达 16.5 万吨（包含锦纶 66 及再生锦纶），产能市占率明显提升、由 19 年约 1.86% 提升至 21 年 4.46%。若仅考虑锦纶 6，截至 21 年台华新材年产能达 12 万吨，仍处于国内行业产能 CR5。

从产品结构上看，台华新材锦纶 6 差异程度较高、差异化优势明显。对比民用锦纶 6 产能规模前五的生产企业，福建永荣锦江、华鼎锦纶、福建凯邦多布局常规锦纶 6 POY、FDY、DTY 等产品，台华新材及恒申集团产品矩阵更为丰富、功能性锦纶长丝差异化程度更高。由于功能性锦纶长丝及超细旦等工艺较为复杂、添加特殊材料、附加值较高，因此锦纶 6 长丝销售均价排序通常为超细旦/功能性锦纶丝（如抗菌、阻燃、负离子等）> 常规 DTY ≈ ATY > FDY > POY。台华新材主要布局功能性锦纶丝、色纱、超细旦等高附加值产品，以及单价较高的常规 DTY、ATY、FDY 产品，产品差异化优势突出。

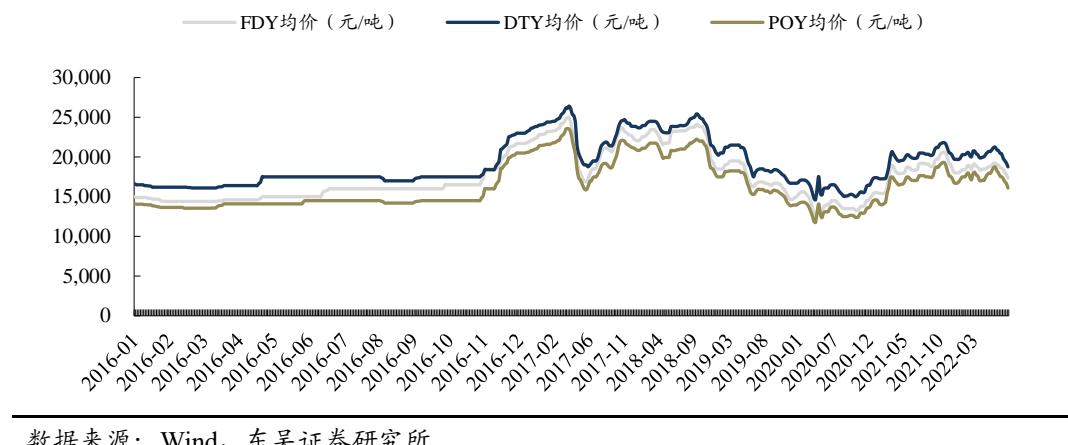
从扩产计划上看，CR10 中台华新材聚焦锦纶 6 差异化产品、扩产规模最大。目前锦纶行业产能 CR10 中仅恒申、台华、鑫森有明确产能扩张计划，其中台华锦纶 6 规划扩产 20 万吨、显著高于其他企业（恒申 7 万吨、鑫森 12 万吨），且品类聚焦差异化高附加值锦纶 6 产品，更好迎合市场需求。

表16：民用锦纶 6 生产企业产品布局及投产计划

公司名称	21 年产能 (万吨)	锦纶产品布局	扩产计划
福建永荣锦江	50	常规锦纶 6 POY、FDY、DTY 产品	暂无
恒申集团	49	常规锦纶 6 POY、FDY、DTY 产品，多孔细旦锦纶 6，再生锦纶 6，功能性锦纶 6 等	7 万吨
华鼎锦纶	28.2	常规锦纶 6 POY、HOY、DTY 产品，以及吸湿排汗、抗菌功能性锦纶 6	暂无
嘉华尼龙 (台华新材)	16.5	常规锦纶 6 FDY、DTY、ATY 产品，以及低旦超细锦纶丝，抗静电、抗菌、抗紫外、远红外、负离子、阻燃等功能性锦纶 6，环保锦纶丝	10 万吨再生锦纶/12 万吨锦纶 66/20 万吨差异化锦纶 6
福建凯邦	15	常规锦纶 6 POY、FDY、DTY、HOY、TTY、TDY 等产品，及超细旦、深染纤维	暂无
福建鑫森	12	常规锦纶 6 FDY、POY、DTY，环保色纱、功能纱线、再生纱线等	12 万吨差异化、功能性锦纶 6 长丝，项目拟于 2024 年 5 月建成投产
美达锦纶	10	常规锦纶 6 POY、FDY、DTY、HOY、TTY、TDY 等产品，及锦纶 6 高强纤维、吸湿排汗纤维、再生纤维等	暂无
福建万鸿	9	常规锦纶 6 FDY、DTY、HOY 等产品	暂无
福建锦程高科	5.8	常规锦纶 6 POY、FDY、DTY、HOY 产品	暂无
江苏文凤化纤	5	常规锦纶 6 POY、FDY、DTY、HOY 产品，及凉爽丝差异化产品	暂无

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

图48：锦纶长丝价格从高到低排序为 DTY、FDY、POY



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

台华新材作为国内民用锦纶 66 生产企业龙头，技术沉淀深厚、先发优势明显。相较于工业用锦纶 66，锦纶 66 民用丝更为关注产品本身的舒适性、纤维细度、染色均匀性等，因此对生产技术要求更为精细、需要长时间技术沉淀。高研发投入、高工艺技术要求构筑较高民用锦纶 66 进入壁垒，复盘银珠集团及台华新材民用锦纶 66 发展历程，两家公司通过不断生产实践、先发优势明显：

- 银珠化纺集团前身为营口化纤厂，1976 年建厂之初主要生产民用棉纶，由于产品同质化严重、品类单一，90 年代起连年亏损，至 2002 年资产负债率达 101%、濒临破产。同年在新厂长杜选带领下银珠集团开始进行技术改造，布局高附加值产品研发及生产，2004 年完成资产重组，并于 2005 年开始生产全消光民用锦纶 66，为国内首创。2010-2021 年银珠集团民用锦纶 66 产能维持 1.6 万吨，但定位较低端，且受限于良品率较低、整体产量较低。
- 台华新材子公司嘉华尼龙 2006 年成立，专注于生产差异化、高附加值锦纶产品，自 2008 年开始生产民用锦纶 66。截至 2021 年民用锦纶 66 产能达 4 万吨，不同于银珠集团仅布局锦纶长丝业务，台华新材拥有“长丝-坯布-面料”一体化布局，通过产品深加工拓宽下游应用领域，成为国内民用锦纶 66 生产龙头。

国内锦纶 66 扩产项目聚焦于工业，公司民用锦纶 66 稀缺性有望维持。随着上游己二腈国产化趋势不断推进，国内锦纶 66 行业迎来产能建设高峰期。但从锦纶 66 用途上看，由于民用锦纶 66 研发周期长、技术要求高，国内在建锦纶 66 项目集中于工业用，民用锦纶 66 仅台华新材扩产、稀缺性有望维持。截至 21 年公司民用锦纶 66 年产能约 4 万吨、淮安项目一二期扩产后民用锦纶产能达 16 万吨，将充分受益民用锦纶 66 快速发展机会、进一步巩固公司先发优势。

表17：截至2022年7月我国锦纶66在建产能分布

公司	用途	在建拟建产能(万吨)	状态
四川玖源	工业	80	前期
旭阳郓城	工业	60	前期
福建永荣	工业	60	前期
聚合顺	工业	50	一期8万吨在建
华峰重庆	工业	40	部分投产
福化古雷	工业	40	环评
旭阳唐山	工业	30	前期
英威达	工业	24	环评
神马股份	工业	24	去年10月开工
华鲁恒升	工业	24	在建
天辰齐翔	工业	20	一期6万吨在建
湖北三宁	工业	20	环评
恒力新材	工业	12	环评
台华新材	民用	12	一期6万吨在建
瑞泰科技	工业	6	在建
华润烟台	工业	4	启动
优纤科技	工业	4	前期
洁达	工业	4	在建
台湾嘉荣	工业	4	前期
总计	-	518.25	-

数据来源：中国化工报，东吴证券研究所

4.2. 垂直一体化布局规模优势凸显，全产业链直接触达下游客户

垂直一体化产业链提高生产及管理效率，公司成本优势突出。2011年以来公司已完成上下游一体化产业布局，覆盖产业链中锦纶纺丝、织造、染色和后整体业务，由此公司在各个生产环节均实现资源共享。2021年约30%锦纶长丝产品作为内部原材料，供应锦纶坯布产品生产，其余产品对外销售。坯布业务同样部分供应面料业务生产，其余对外销售。公司上游直接投料至下一产业链环节，节约运输、包装等费用，相较于同业上市公司华鼎股份（主营锦纶长丝业务）和美达股份（布局锦纶长丝、织造业务）成本优势明显。

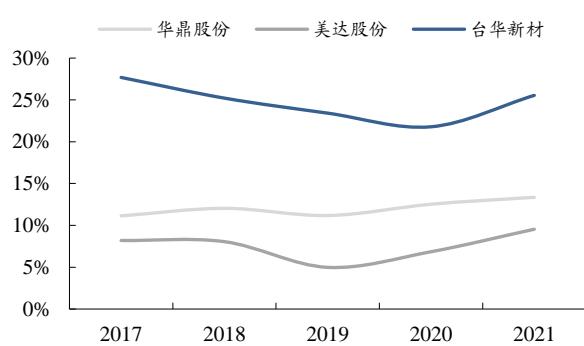
全产业链布局直接对接下游客户，满足客户快反需求、进一步提升差异化程度。随着服装行业个性化趋势逐渐增强，服装品牌企业对供应商快速反应能力提出更高要求，公司通过锦纶完整产业链可以确保客户的各类需求均能在要求的交期内得到满足，同时公司利用与锦纶产业链后端成品面料客户合作机会、精准捕捉终端客户需求，推动前端民用锦纶研究开发，从而生产出更加贴合客户需求的产品、进一步提升差异化程度。

图49：相较同业台华新材实现锦纶产品纵向一体化

	锦纶纺丝	织造	染整
台华新材	√	√	√
长乐恒申合纤科技	√	√	√
美达锦纶	√	√	
福建永荣锦江	√	√	
福建凯邦	√		
福建万鸿	√		
华鼎股份	√		

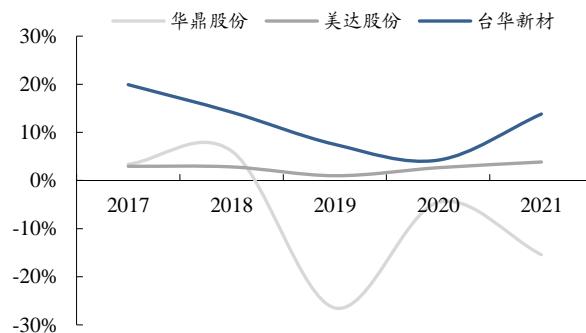
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图50：台华新材锦纶产品毛利率高于同业



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图51：台华新材 ROE 高于同业



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

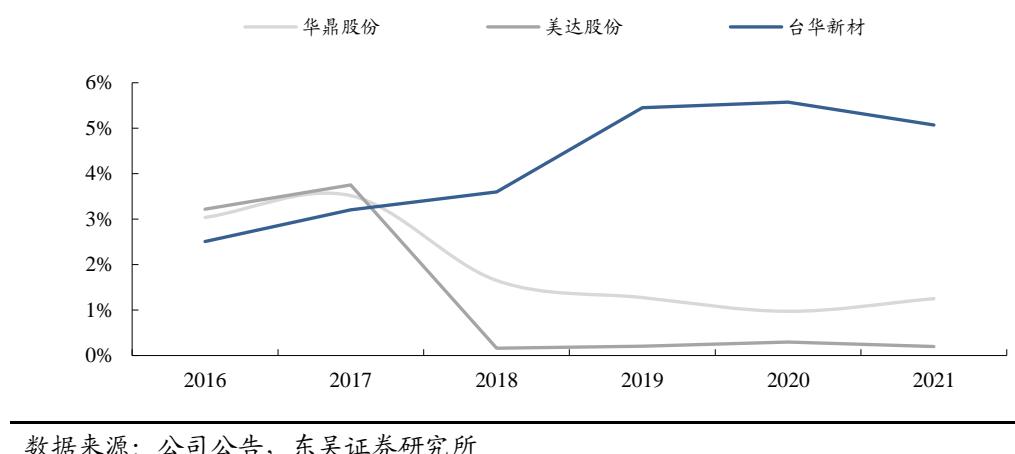
4.3. 先进生产设备+技术积累提升良品率，构筑公司技术壁垒

公司 2001 年成立时由台资企业台湾泛美独资设立，在锦纶生产设备及技术上拥有深厚的资源及先发优势，从而使得公司较早攻破锦纶 66 良品率问题、成为国内民用锦纶 66 龙头企业。

先进生产设备保障公司卓越产品品质。纺丝方面，公司从德国、日本、中国台湾等著名生产厂商引进锦纶 6、锦纶 66 民用丝生产线，在市场上较早推出了 15D/12F、10D/6F、锦纶 66 全消光 FDY20D/24F 等规格的超细旦复丝产品，生产设备极为紧缺，从预定至交货通常需要 1-2 年。先进的生产设备成为公司生产锦纶 66 民用丝的保障；织造方面，引进日本、欧洲等地先进设备并对设备进行更新改造，公司锦纶坯布性能优于同行；染色及后整理方面，从德国、日本、中国台湾等地区引进成套的染色、压光、涂层等后整理一体化作业设备，实现了产品的高牢度、高耐磨及抗菌、抗紫外、防蚊虫等多功能的特性；再生锦纶方面，公司旗下子公司浙江嘉华与三联虹普签署化学法循环再生尼龙材料项目，项目采用业界首创的针对锦纶面料的万吨级以上化学法再生尼龙纤维系统解决方案，真正意义上实现锦纶纤维高值化循环使用的闭环回收，有效减少 54%-58% 水资源消耗、71%-80% 能源消耗及 69%-76% 二氧化碳排放。

经验及人才储备丰富，解决民用锦纶 66 良品率问题。锦纶 66 由于：1) 自身化学成分较为活跃，对生产环境参数较为敏感，相关技术指标要求较为苛刻；2) 锦纶 66 生产环节繁多，随着制作环节增加、各环节均会出现损耗，因此锦纶 66 良品率通常较低、良品率成为民用锦纶 66 行业最大的进入壁垒。国内其他锦纶长丝生产企业缺乏相关工艺及技术积累，锦纶 66 良品率较低或无法生产出锦纶 66，项目长期处于盈亏平衡线之下因此放弃生产锦纶 66。台华新材自 2008 年起积累锦纶 66 相关制造工艺经验，17 年起加大研发费用投放比率、具备成熟技术储备和经验积累，当前公司锦纶 66 良品率远超国内同业水平、先发优势明显，并逐渐接近海外锦纶 66 生产龙头 Fulgar（从事锦纶 66 生产近 50 年、民用锦纶 66 良品率约 80%）、Nilit（1969 年专营锦纶 66 业务）良品率水平。

图 52：18-21 年公司研发费用率高于同业



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

从量上看，1) 产能方面，我们预计 2022 年底公司锦纶长丝/坯布/面料业务产能维持在 18.5 万吨/5.6 亿米/6000 万吨。随着 23/24 年公司淮安项目第一期逐渐建成投产，我们预计锦纶长丝业务产能分别为 24/30 万吨，坯布及面料业务 22-24 年并无新增产能投放。2) 产能利用率方面，公司锦纶长丝项目产能持续爬坡、我们预计锦纶长丝 2022-2024 年产能利用率为 82%/79%/81%，锦纶坯布及面料业务产能利用率维持高位。3) 需求端看，22 年下游需求受到疫情扰动、预计产销率略有回落，23/24 年逐渐回升。

从价上看，公司根据成本加成法进行产品报价，22H1 石油价格大幅上涨，22 年 7 月以来石油价格开始回落、同时受到下游需求放缓的影响，我们预计 22 年锦纶长丝/坯布/面料业务的单价同比分别-4%/-4%/持平。23/24 年下游需求修复，锦纶长丝/坯布/面料单价上行。从利润率上看，随着公司产品结构不断优化，我们预计毛利率将会持续提升，22-24 年锦纶长丝毛利率分别为 27%/29%/30%，坯布业务分别为 29%/30%/31%，面料业务分别为 24%/24%/25%。

基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营收分别 45.2/57.6/72.0 亿元，分别同比

+6.1%/+27.5%/+25.1%；归母净利润分别为5.1/7.6/10.1亿元，分别同比+9.7%/+49.7%/+33.3%。

表18：2022-2024年台华新材收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务按产品划分（百万元）				
锦纶长丝	1,797	2,136	3,100	4,367
YOY	114%	19%	45%	41%
占比	42%	47%	54%	61%
毛利率	24%	27%	29%	30%
产量（万吨）	13	15	19	24
yoy	71%	16%	25%	28%
单价（万元/吨）	2.53	2.44	2.78	2.99
yoy	28%	-4%	14%	8%
坯布	1,191	1,099	1,226	1,301
YOY	55%	-8%	12%	6%
占比	28%	24%	21%	18%
毛利率	30%	29%	30%	31%
产量（万米）	33,702	33,733	34,557	35,332
yoy	18%	0%	2%	2%
单价（元/米）	3.25	3.11	3.20	3.31
yoy	24%	-4%	3%	3%
面料	1,074	1,077	1,217	1,308
YOY	36%	0%	13%	7%
占比	25%	24%	21%	18%
毛利率	25%	24%	24%	25%
产量（万米）	10,083	10,132	10,571	10,811
yoy	29%	0%	4%	2%
单价（元/米）	10.99	11.03	11.62	12.21
yoy	4%	0%	5%	5%
其他业务（百万元）	195	204	215	225
营收合计（百万元）	4,257	4,516	5,757	7,201
yoy	70.19%	6.10%	27.47%	25.08%
归母净利润（百万元）	464	509	761	1,014
yoy	287.26%	9.68%	49.65%	33.27%
EPS	0.53	0.59	0.88	1.17

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

5.2. 可比公司估值

公司作为垂直一体化锦纶行业龙头，深耕锦纶行业二十余年，在产业链、技术方面壁垒高筑，21年提出五年全产业链产能扩张规划，匹配下游需求、充分分享品牌发展红利。

利，业绩增长提速。

由于国内锦纶同业上市公司华鼎股份及美达股份暂无盈利预测，我们选择2个维度进行同业对比：①锦纶产业链/再生领域相关可比公司：从事化纤纺丝业务的海外综合性化工集团日本东丽工业、同布局循环再生材料的龙头英科再生；②纺织制造龙头：一体化鞋履设计加工制造龙头华利集团、纵向一体化针织龙头申洲国际、国内服饰辅料拉链纽扣龙头伟星股份。

采用相对估值法，看好公司凭借差异化高附加值产品竞争优势进一步稳固，22年台华新材PEG低于可比公司平均估值水平，我们预计22-24年公司归母净利分别同比+9.7%/+49.7%/+33.3%至5.1/7.6/10.1亿元，EPS分别为0.59/0.88/1.17元/股，对应22年PEG为0.63X，考虑到公司产业链、技术壁垒高筑，锦纶行业龙头地位有望进一步巩固，同时面临上游技术突破带来的锦纶66发展机遇，成长性较高、估值较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

表19：台华新材与可比公司估值比较（截至2022/9/14）

类别	股票代码	股票名称	市值 (亿元)	EPS			PE			归母净利 22-24年 CAGR	PEG 22E
				22E	23E	24E	22E	23E	24E		
	603055.SH	台华新材	96.34	0.59	0.88	1.17	18.38	12.28	9.22	29.80%	0.63
可比公司平均估值							19.90	16.49	13.82	21.51%	0.97
锦纶产业链/再生领域	3402.T	东丽工业*	621.81	2.99	3.38	3.77	12.50	11.04	9.90	15.01%	1.03
	688087.SH	英科再生	67.57	2.24	2.82	3.43	22.23	17.66	14.49	24.44%	0.92
纺织制造龙头	300979.SZ	华利集团	642.78	2.91	3.52	4.21	18.75	15.53	12.96	21.12%	0.90
	2313.HK	申洲国际	1,006.6	3.01	3.65	4.46	21.69	17.87	14.63	25.78%	0.86
	002003.SZ	伟星股份	130.69	0.54	0.65	0.77	23.01	19.25	16.19	21.18%	1.10

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：东丽工业采用2022/9/14日元兑人民币中间价0.0048换算成人民币，申洲国际采用2022/9/14港币兑人民币中间价0.88换算。其中东丽工业*盈利预测采用彭博一致预期，其余盈利预测均来自东吴证券。

6. 风险提示

疫情反复导致需求不及预期。公司锦纶产品销售情况与下游服装业景气度关联程度较高，若国内疫情出现反复影响服装业终端需求，可能进而影响公司产品销售情况、导致产销率不及预期。

原材料价格大幅波动。公司锦纶产品盈利能力与原油价格相关性较高，原油大幅波动带来的原材料价格大幅波动为公司盈利带来不确定性。

产能扩张不及预期。淮安项目分为四期进行建设，公司根据市场情况进行调整，如建设进度不及预期，将影响公司产能规模和业绩增速。

锦纶66市场扩容低于预期。我们根据锦纶6国产化进程类推锦纶66，但如原材料己二腈国产化进程不及预期，将导致锦纶66市场扩展速度不及预期。

台华新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,916	2,873	3,952	4,861	营业总收入	4,257	4,516	5,757	7,201
货币资金及交易性金融资产	516	304	326	780	营业成本(含金融类)	3,169	3,331	4,144	5,138
经营性应收款项	991	1,048	1,507	1,692	税金及附加	20	23	29	36
存货	1,381	1,487	2,081	2,343	销售费用	54	63	81	101
合同资产	0	0	0	0	管理费用	200	248	315	392
其他流动资产	27	34	38	46	研发费用	216	248	305	374
非流动资产	3,512	3,766	3,993	4,198	财务费用	45	54	58	58
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	17	18	23	29
固定资产及使用权资产	2,945	3,146	3,322	3,474	投资净收益	6	6	8	9
在建工程	107	107	107	107	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	265	311	358	405	减值损失	-57	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	15	19	26	营业利润	518	572	856	1,140
其他非流动资产	183	183	183	183	营业外净收支	-2	-2	-3	-3
资产总计	6,428	6,639	7,945	9,059	利润总额	517	570	853	1,137
流动负债	1,873	1,571	2,111	2,206	减:所得税	53	62	92	123
短期借款及一年内到期的非流动负债	530	530	530	530	净利润	463	509	761	1,014
经营性应付款项	1,164	438	828	742	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	29	67	83	103	归属母公司净利润	464	509	761	1,014
其他流动负债	151	536	669	831	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.53	0.59	0.88	1.17
非流动负债	846	851	856	861	EBIT	562	621	907	1,189
长期借款	632	637	642	647	EBITDA	867	933	1,244	1,550
应付债券	181	181	181	181	毛利率(%)	25.54	26.24	28.02	28.65
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	10.89	11.26	13.22	14.09
其他非流动负债	30	30	30	30	收入增长率(%)	70.19	6.10	27.47	25.08
负债合计	2,719	2,422	2,966	3,067	归母净利润增长率(%)	287.26	9.68	49.65	33.27
归属母公司股东权益	3,710	4,218	4,979	5,994					
少数股东权益	-1	-1	-1	-1					
所有者权益合计	3,709	4,217	4,978	5,993					
负债和股东权益	6,428	6,639	7,945	9,059					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	354	405	638	1,072	每股净资产(元)	4.24	4.83	5.70	6.87
投资活动现金流	-454	-562	-560	-560	最新发行在外股份 (百万股)	869	869	869	869
筹资活动现金流	190	-56	-56	-56	ROIC(%)	10.70	10.42	13.59	15.49
现金净增加额	88	-212	22	455	ROE-摊薄(%)	12.50	12.06	15.29	16.92
折旧和摊销	306	312	337	362	资产负债率(%)	42.31	36.48	37.34	33.85
资本开支	-501	-562	-563	-563	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.16	18.38	12.28	9.22
营运资本变动	-511	-473	-517	-360	P/B (现价)	2.54	2.23	1.89	1.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>