

纺服免税组

台华新材(603055.SH) 买入(首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 10.66元

目标价格(人民币): 14.42元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	8.69
已上市流通A股(亿股)	8.63
总市值(亿元)	92.61
年内股价最高最低(元)	17.87/8.41
沪深300指数	3828
上证指数	3046
人民币(元)	成交金额(百万元)
17.86	350
16.51	300
15.16	250
13.81	200
12.46	150
11.11	100
9.76	50
8.41	0
210227	220327
220627	220927
■ 成交金额	——台华新材
——沪深300	

锦纶龙头壁垒深筑, 需求扩容催化成长

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,501	4,257	4,241	5,724	7,544
营业收入增长率	-7.04%	70.19%	-0.37%	34.99%	31.80%
归母净利润(百万元)	120	464	379	626	862
归母净利润增长率	-38.87%	287.26%	-18.36%	65.44%	37.55%
摊薄每股收益(元)	0.144	0.534	0.436	0.721	0.992
每股经营性现金流净额	0.58	0.41	0.71	1.02	1.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.99%	12.50%	8.01%	12.09%	15.21%
P/E	42.11	30.11	21.53	13.01	9.46
P/B	1.68	3.76	1.72	1.57	1.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高端锦纶龙头, 一体化全产业链布局。**公司2007年来通过收购逐步实现纺丝、织造、染整全产业链布局, 锦纶长丝/锦纶坯布/锦纶面料分别贡献43%/27%/15%收入。22年Q1-3受到疫情反复影响订单以及原材料成本走高等影响, 收入/归母净利分别下滑2%/21%, 短期业绩承压。2021年12月公司发行6亿元“台21转债”, 截至22年9.30累计转股数为3639股(占转股前总股本的0.0004%), 最新转股价16.7元/股。
- **供需同步催化, 锦纶行业扩容正当时。**近10年我国化纤产量复合增长7%, 其中锦纶占比6.5%, 其次我国民用锦纶66当前产量仅4万吨(占比10%), 锦纶66民用丝渗透率较全球仍有上升空间。需求端: 女子运动、户外赛道景气度高, 锦纶在亲肤、吸湿、回弹好的基础上兼具防风性, 可用于瑜伽裤、冲锋衣等单品, 中长期需求有望释放。供给侧: 2019年以来我国加速突破己二腈制备技术, 未来三年预计新增200万吨产能; 参考锦纶6, 己二腈进入集中投产阶段, 降价趋势从原材料向锦纶66制备环节传导, 锦纶6与锦纶661.5~3倍价差有望显著收窄。再生锦纶: 我国化学法制备可再生锦纶技术符合政策与品牌可持续理念方向, 发展空间广阔。
- **技术为核, 产能驱动, 竞争优势显著。**近年来公司把握需求趋势, 产能扩张计划明确, 2021年规划5年淮安项目, 差异化锦纶、再生锦纶等产能提升有望带动产品结构及盈利改善, 全部达产后预计贡献90亿元营收。锦纶66/再生锦纶制备流程壁垒较高, 而公司与三联虹普达成排他性合作, 且在切片及机器设备方面布局领先, 技术及梯度化产品矩阵构筑核心壁垒, 先发优势凸显。另外, 公司拥有锦纶全产业链稀缺产能, 盈利、按期交付好于同业, 协同优势下与迪卡侬、超盈国际(Lululemon供应商之一)等合作深厚。

投资建议及估值

- 公司作为我国锦纶一体化龙头, 技术壁垒深筑, 民用锦纶66产能放量在即, 且充分受益于上游技术突破带来的降价与需求释放, 带动业绩提速。预计22~24年公司实现归母净利3.79/6.26/8.62亿元, 同比-18.4%/+65.4%/+37.6%, 给予公司23年20倍PE, 对应目标价14.42元/股, 首次覆盖予以公司“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复导致需求下滑, 产能扩张放缓, 锦纶66需求增长不及预期, 原材料价格变动, 人民币汇率波动, 限售股解禁, 股东减持。

杨欣

分析师SAC执业编号: S1130522080010
yangxin1@gjzq.com.cn

内容目录

1、高端锦纶龙头，一体化全产业链布局	4
1.1、差异化、全链路布局，下游用途广泛	4
1.2、业绩复盘：长丝放量促规模增长，盈利能力受原料影响	5
1.3、成功发行可转债，募资用于扩产项目	7
2、供需同步催化，PA66 行业扩容正当时	7
2.1、行业概述：PA66 性能优越，渗透率提升空间大	7
2.2、瑜伽、户外景气上行，高端化趋势利好需求释放	9
2.3、供给侧突破在即，降价传导为扩容前置因素	12
3.4、再生锦纶趋势向好，环保属性突出	16
3、技术为核、产能驱动，竞争优势显著	17
3.1、前瞻性布局赛道，扩产规划明确	17
3.2、技术优势+梯度化产品构筑核心壁垒	19
3.3、纵向一体化延伸，效率、盈利能力领先	20
4、盈利预测与投资建议	21
4.1、盈利预测	21
4.2、可比估值	23
5、风险提示	23

图表目录

图表 1：公司业务包含锦纶纺丝、织造、染色及后整理环节	4
图表 2：公司锦纶产品功能特征及使用场景梳理	4
图表 3：2012~22Q1-3 公司总营收及增速（百万元，%）	5
图表 4：2012~22Q1-3 公司归母净利及增速（百万元，%）	5
图表 5：公司主要产品营收构成（百万元）	6
图表 6：公司主要产品营收增速（%）	6
图表 7：公司国内/海外营收（百万元）	6
图表 8：公司国内/海外市场营收增速（%）	6
图表 9：公司成本结构图	6
图表 10：原油期货价格与锦纶长丝及制品毛利率变动正相关（美元/桶，%）	6
图表 11：公司整体及分品类毛利率（%）	7
图表 12：公司锦纶长丝平均单吨售价及单吨材料成本变动基本同步（万元/吨）	7
图表 13：截至 1H22“台 21 转债”募资投入情况	7
图表 14：2011~21 年我国化纤产量及同比增速（万吨，%）	8
图表 15：2021 年我国化纤产量构成（%）	8
图表 16：全球化纤产量构成及增速（万吨，%）	8
图表 17：近年来我国锦纶产量增长快于化纤，且占比逐渐提升（%）	8

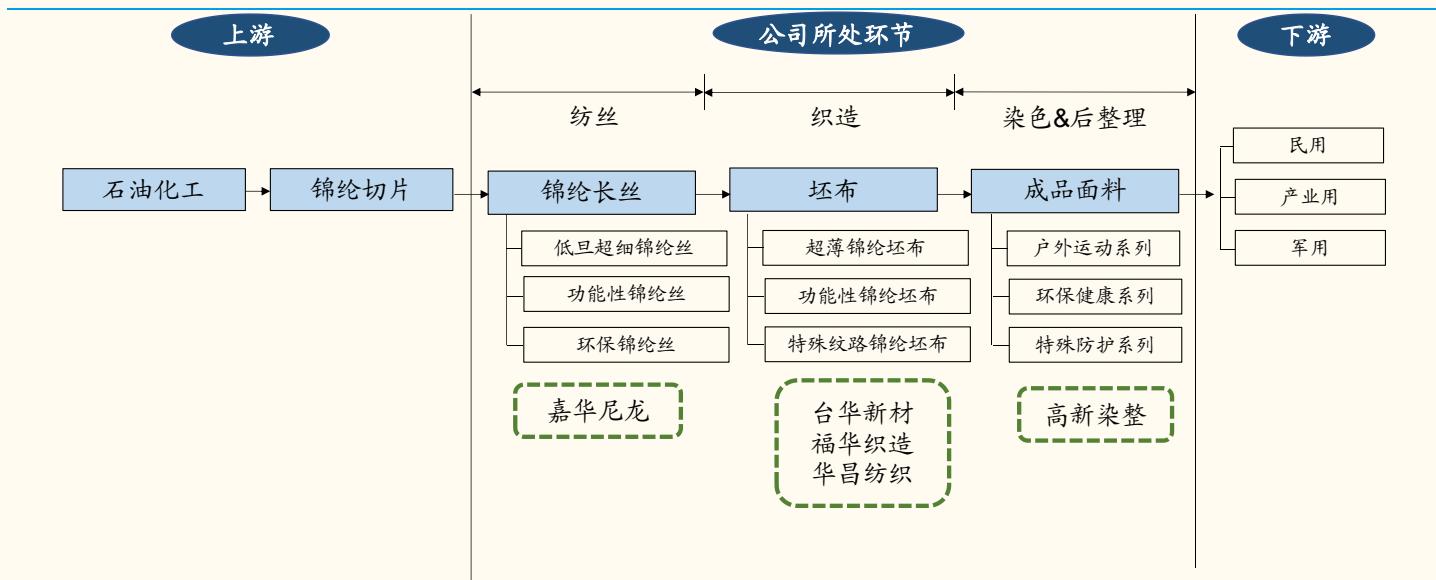
图表 18: PA6 与 PA66 结构及性能有所差异	9
图表 19: 我国 PA66 产量及民用率低于海外	9
图表 20: 我国瑜伽市场快速扩容 (亿元, %)	10
图表 21: 瑜伽成为最受女性群体欢迎的运动项目之一 (%)	10
图表 22: Lululemon 主营收入快速增长 (百万美元, %)	10
图表 23: 海外及国内运动品牌积极布局女子运动赛道	10
图表 24: 我国女性内衣市场规模稳健增长 (亿元, %)	11
图表 25: 内衣材质及舒适度为购买重要决策因素 (%)	11
图表 26: 疫情后我国户外用品市场发展提速 (亿美元, %)	12
图表 27: 我国滑雪人次恢复至疫情前水平 (万人, %)	12
图表 28: 安踏体育旗下其他品牌零售流水增速快于主品牌、FILA	12
图表 29: 锦纶 6 产业链	12
图表 30: 2011 年技术突破后己内酰胺产能、产量逐渐提升 (万吨, %)	13
图表 31: 己内酰胺进口依存度随着国产化生产推进显著下降 (%)	13
图表 32: 己内酰胺表观消费量随价格下降逐年提升 (元/吨, 万吨)	13
图表 33: 锦纶 6 产量与价格反向变动 (万元/吨, 万吨)	13
图表 34: 2021 年我国民用锦纶长丝 (不包括 DTY) 产能情况梳理	14
图表 35: 锦纶 66 制备流程图	14
图表 36: 2020 年全球己二腈产能高度集中 (%)	15
图表 37: 国内己二腈未来三年规划产能梳理 (万吨/年)	15
图表 38: 锦纶 66 产能、产量逐年提升 (万吨, %)	16
图表 39: 锦纶 66 产能释放带动进口依存度下降 (万吨, %)	16
图表 40: 我国锦纶 66 产能情况 (万吨, %)	16
图表 41: PA66 价格为 PA6 价格的 1.5~3 倍 (元)	16
图表 42: 物理法/化学法制备再生锦纶纤维流程	17
图表 43: 国内外知名品牌将再生纤维产品布局纳入未来战略规划	17
图表 44: 淮安项目梳理及满产后外销部分预计贡献收入	18
图表 45: 锦纶长丝新增产能预计于 23~27 年逐渐释放 (万吨, %)	18
图表 46: 锦纶坯布新增产能预计将在 2024 年以后集中释放 (亿米, %)	18
图表 47: 染色环节产能情况 (亿米, %)	19
图表 48: 后整理环节产能情况 (亿米, %)	19
图表 49: 锦纶 66 制备对各环节工艺要求较高	19
图表 50: 公司与三联虹普就差别化锦纶项目达成合作	19
图表 51: 日本 TMT 机械 FDY 纺丝设备主要成分及功能	20
图表 52: 公司纵向一体化产能布局较为稀缺	21
图表 53: 公司毛利率较稳定且高于同业水平 (%)	21
图表 54: 台华新材营收拆分	22
图表 55: 可比估值	23

1. 高端锦纶龙头，一体化全产业链布局

1.1、差异化、全链路布局，下游用途广泛

公司自 2001 年创立以来始终深耕锦纶产业，多年来专注于 PA6、PA66 以及可再生系列及其他化纤产品的研发和生产，当前主要产品包括锦纶长丝（包括锦纶 6 及锦纶 66，下同），坯布和功能性成品面料。2007 年开始公司陆续收购台华织造、福华织造，从而将业务向下游面料延伸；2011 年收购嘉华尼龙，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；2017 年公司于上交所上市。近年来公司自身产能不断提升，至 2021 年年产锦纶长丝达到 13.19 万吨、锦纶坯布达 2.89 亿米，且下游与户外品牌迪卡侬、Lululemon 及维密供应商超盈国际等合作深厚，2021 年前 5 大客户销售额占比 15%。

图表 1：公司业务包含锦纶纺丝、织造、染色及后整理环节



来源：公司公告，国金证券研究所

差异化布局高端锦纶产业链，下游用途广泛。公司主要生产锦纶长丝、锦纶坯布及对应功能性成品面料。公司生产锦纶长丝所用到的原材料为锦纶切片，其生产的超细锦纶丝质地轻盈、手感舒适，大部分供给公司其他子公司制造超薄锦纶坯布，产成品主要应用于高档羽绒面料、运动内衣等；另外，公司生产的功能性锦纶 6 具有高强度、耐磨、透气好等特点，且部分用于公司功能性锦纶坯布生产，产成品主要用于运动户外、军用、航天等领域。为满足客户需求，公司还拥有少部分涤纶产能，2021 年公司锦纶制品/涤纶制品收入占比分别为 85%、13%。

图表 2：公司锦纶产品功能特征及使用场景梳理

产品类别	锦纶长丝			锦纶坯布			锦纶成品面料			
	名称	低旦超细锦纶丝	功能性锦纶丝	环保锦纶丝	超薄锦纶坯布	功能性锦纶坯布	特殊纹路锦纶坯布	户外运动系列	环保健康系列	特种防护系列
功能特征	织物质地轻盈、手感舒适	强度高、耐磨、抗皱、吸湿透气好，且抗菌抗紫外线等	自带颜色，织物无需染色，持久耐用且环保，不褪色	自带颜色，织物无需染色，持久耐用且环保，不褪色	以低旦且超细锦纶丝织造，轻柔软、透气透湿、防绒环保	使用功能性纤维织造，高强度、耐磨抗静电，耐温范围广等	采用特殊设计和特殊工艺，坯布本身具有特殊纹路	防水透湿、高耐水压、耐寒抗冻	生产过程不添加胶料，减少耗能对环境影响，透气防风、轻盈舒适	抗菌防蚊虫、抗紫外线、防辐射、抗静电、防水透气、三防（油污水）等
主要用途	高档羽绒面料、皮肤风衣、	适用于运动户外、军用、航	对环保健康要求更高的高端	高档羽绒面料、皮肤风衣、	适用于运动户外、军用、航	适用于各类高档时尚服饰等	应用于登山服、滑雪服、防风衣、羽绒服、童装	应用于风衣、羽绒服、童装	应用于航空、军用、	

	运动内衣、轻便服饰及睡袋	航空航天等有特殊功能要求的领域	客户	运动内衣、轻便服饰及睡袋	航空航天等有特殊功能要求的领域	领域	寒服、冲锋衣等户外服饰及帐篷、睡袋等用品	以及高档休闲时装领域	疗、工装以及特殊防护等领域
--	--------------	-----------------	----	--------------	-----------------	----	----------------------	------------	---------------

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2、业绩复盘：长丝放量促规模增长，盈利能力受原料影响

2012~15 年受到下游需求放缓，叠加上游石油价格大幅下滑拖累，公司收入端增长放缓且利润端有所承压。2016~17 年伴随着终端需求回暖向上游传导，且公司上市募投项目陆续投产，期间公司收入端 2 年复合增长 19.9%；利润端受到油价上涨拉动以及费用改善，归母净利大幅提升至 3.7 亿元 (CAGR=198%)。2018~20 年国际贸易环境紧张及疫情爆发导致终端需求锐减，订单增长乏力，营收回落至 25.01 亿元；利润端来看，在原材料下行背景下，公司的高价储备库存拖累毛利率水平，叠加大幅计提资产减值损失，利润端大幅下滑至 1.2 亿元。

2021 年公司分别实现营收、归母净利 42.6 亿元、4.6 亿元，分别同增 70.2%、287.3%，业绩大幅回升。其中收入端受益于疫情好转终端消费复苏，叠加“智能化年产 12 万吨高性能环保锦纶纤维项目”陆续投产以匹配订单增长；而随着公司高价值锦纶长丝占比提升，毛利率修复带动业绩大幅回升。22 年 Q1-3 公司营收、归母净利分别同比下滑 1.9%、21.2% 至 30.1 亿元、3.0 亿元，业绩承压一方面受到国内疫情反复影响、订单出现下滑，另一方面系原材料、能源成本走高，叠加新项目处于建设阶段，管理及研发投入增加。

图表 3：2012~22Q1-3 公司总营收及增速 (百万元，%)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2012~22Q1-3 公司归母净利及增速 (百万元，%)



来源：公司公告，国金证券研究所

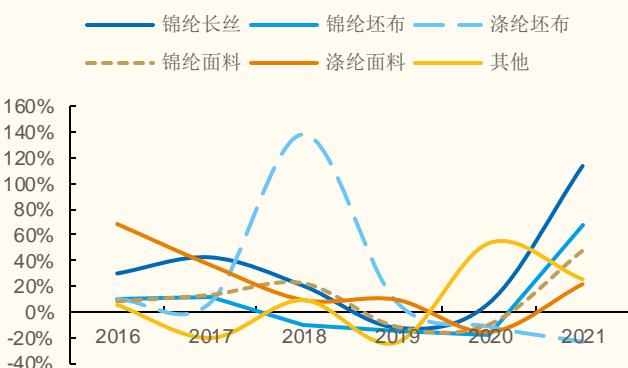
收入端来看，内销市场为主，锦纶长丝放量催化增长。分品类来看，公司每年锦纶制品贡献 80% 以上收入，2015~20 年期间锦纶长丝业务稳步增长、年复合增速达到 15.9%，占比提升 13 Pct 至 34%；锦纶坯布为公司起家业务，但近年来受到其他业务放量影响收入端有所收缩，且占比从 46% (2015 年) 下滑至 27% (2020 年)。2021 年以来随着新产能逐步投产，锦纶长丝/锦纶坯布/锦纶面料分别同增 114%/67%/48%，且分占总营收的 43% (+9 Pct) /27% (持平) /15% (-2 Pct)。分地区来看，2021 年公司对内/外销售分别同增 65.2%/+86.4% 至 35.5/6.0 亿元，85% 营收来自内销市场贡献。

图表 5: 公司主要产品营收构成 (百万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6: 公司主要产品营收增速 (%)



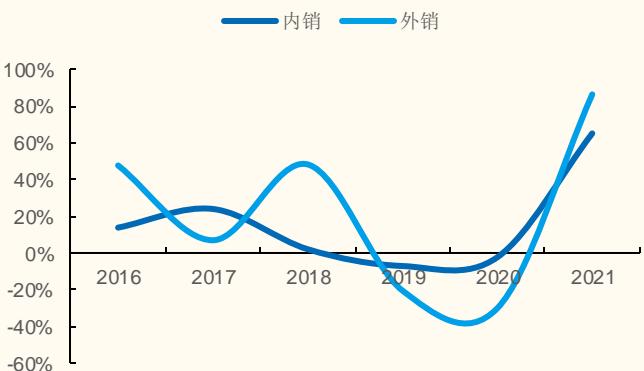
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7: 公司国内/海外营收 (百万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

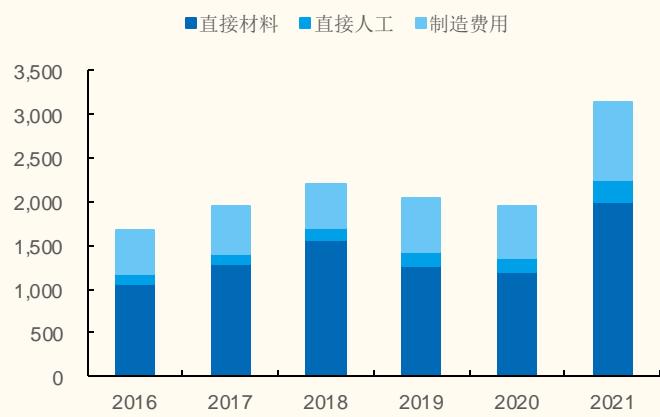
图表 8: 公司国内/海外市场营收增速 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

从成本端来看，公司的直接材料占比基本维持在 60%-70%，其中公司主营产品锦纶长丝（营收占比 43%，下同）的原材料锦纶切片由己内酰胺（锦纶 6 原材料）、己二腈（锦纶 66 原材料）等石油制品制成，其他产品锦纶坯布（27%）、锦纶面料（15%）由锦纶长丝制成，因此公司整体毛利率较大程度受到石油价格波动影响。公司主要采用成本加成对产品定价，成本顺利向下游传导，因此盈利能力与原油价格具有正向相关性；其中偏上游的长丝与切片价格变化直接相关，相对受成本影响较大，而坯布、面料位于产业链下游，毛利率受油价影响有限。

图表 9: 公司成本结构图



图表 10: 原油期货价格与锦纶长丝及制品毛利率变动正相关 (美元/桶, %)

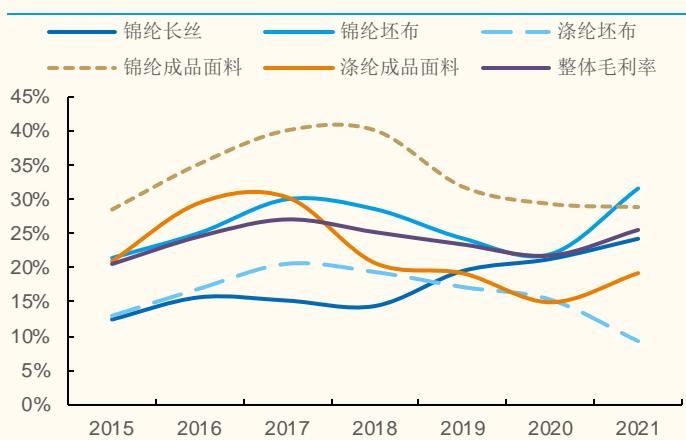
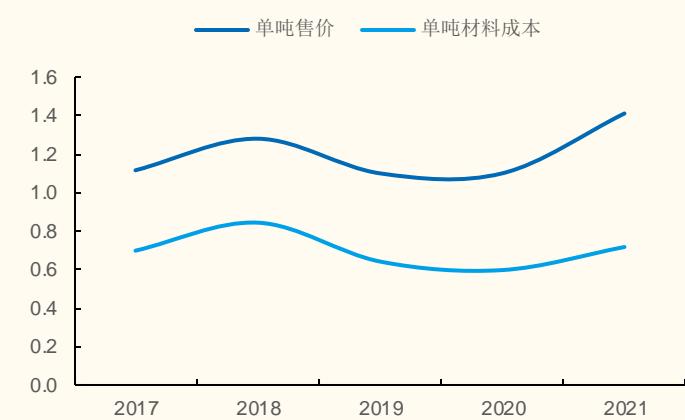


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：IPE，公司公告，国金证券研究所

公司整体毛利率在 20%~28% 区间内波动，大致变动趋势与油价走势正向相关，且受产品结构调整影响。2015~17 年公司毛利率提升 6.5 Pct 至 27.1%，其中锦纶长丝/坯布/面料毛利率受益于油价上行分别提升 2.8/8.6/11.6 Pct。

产品结构调整、锦纶长丝产能扩张利好毛利率提升。分段来看，2018~20 年虽然在价格战、疫情等因素影响下原油期货价格大幅降至阶段性低点 26.64 美元/桶，但得益于公司高附加值差异化锦纶长丝有所放量，带动锦纶长丝毛利率逆势提升 6.9 Pct 至 21.3%；2021 年在外部油价回升基础上，公司差异化锦纶长丝及对应制成品占比提升带动下，公司整体毛利率提升近 4 Pct 至 25.5%（其中锦纶长丝/坯布分别 +3/+9.6 Pct）。通过对比锦纶长丝单吨售价及材料成本，2019 年以前两者变动基本同步，2019 年以后受益于高附加值占比提升、叠加产能持续爬坡，单吨售价提升幅度大于单吨材料成本。

图表 11：公司整体及分品类毛利率（%）

图表 12：公司锦纶长丝平均单吨售价及单吨材料成本变动基本同步（万元/吨）


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、成功发行可转债，募资用于扩产项目

2021 年 12 月 29 日，公司成功发行 6 亿元可转换债券（“台 21 转债”），扣除发行成本后共募集 5.92 亿元，2022 年 1~6 月累计投入 5.38 亿元，其中 4.68 亿元用于投资“年产 12 万吨差别化锦纶丝”项目，较预期投入进度 88.4%；其余 0.7 亿元用于补充流动资金。

图表 13：截至 1H22 “台 21 转债” 募资投入情况

承诺投资项目	募资承诺投入总额（万元）	1H22 累计投入额（万元）	截至 1H22 投入进度
年产 12 万吨差别化锦纶丝项目	53000	46842.52	88.38%
补充流动资金	7000	7000	100%
合计	60000	53842.52	-

来源：公司公告，国金证券研究所

“台 21 转债”自 2022 年 7 月 5 日起可转换为公司股份，初始转股价格 16.87 元/股；2022 年 7 月 15 日以后因 2021 年度权益分配转股价格调整为 16.70 元/股。截至 22 年 9 月 30 日累计共有 6.1 万元“台 21 转债”转换为公司股票，累计转股数为 3639 股，占转股前公司总股本的 0.0004%，尚未转股的“台 21 转债”金额为 5.9994 亿元，占其发行总量的 99.99%。

2、供需同步催化，PA66 行业扩容正当时

2.1、行业概述：PA66 性能优越，渗透率提升空间大

化纤指的是以天然或人工合成的高分子化合物为原料，经制备纺丝原液、纺丝和后处理等工序制得的具有纺织性能的纤维。化纤中以木材、纸浆等含天然纤维素为原料、并经加聚、缩聚反应合成的有机高分子化合物为人造纤维，产品包括粘胶短纤、粘胶长丝和醋酸长丝；而以石油、天然气、煤为原料，并通过复杂化学反应合成的高分子聚合物为合成纤维，主要包括涤纶、锦纶（按不同分子结构分为锦纶 6、锦纶 66 等，下同）、腈纶和氨纶等。与天然纤维相比，化纤具有耐磨、耐光且易洗易干等特点，被广泛用于纺织业、交通、医疗等领域。

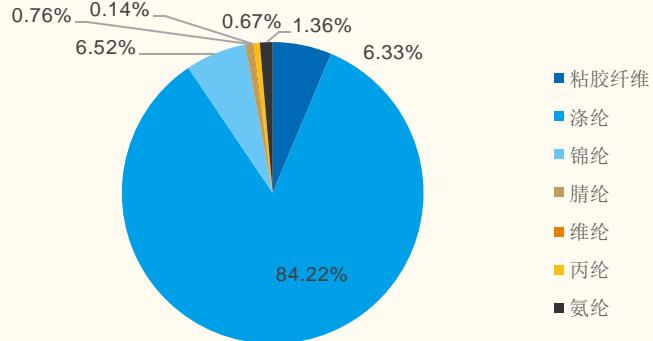
化纤行业快于下游需求增长，涤纶、锦纶占比领先。据中国化纤工业协会，2021 年我国化纤产量达 6524 万吨，近 10 年复合增长 6.9%，增速快于我国服装鞋帽零售额增长（3.8%）。从构成来看，涤纶凭借强度高、抗皱性强且高性价比优势成为化纤第一大品类，2021 年产量为 5363 万吨、占比 84.2%（长丝：短丝=8:2）；锦纶为第二大品类，占比 6.5%，其强度、耐磨性好于涤纶，且重量轻、染色性好，被广泛用于各类针织品及绳索、帐篷、降落伞、军用织物等工业领域。

图表 14：2011-21 年我国化纤产量及同比增速（万吨，%）



来源：中国化纤工业协会，国金证券研究所

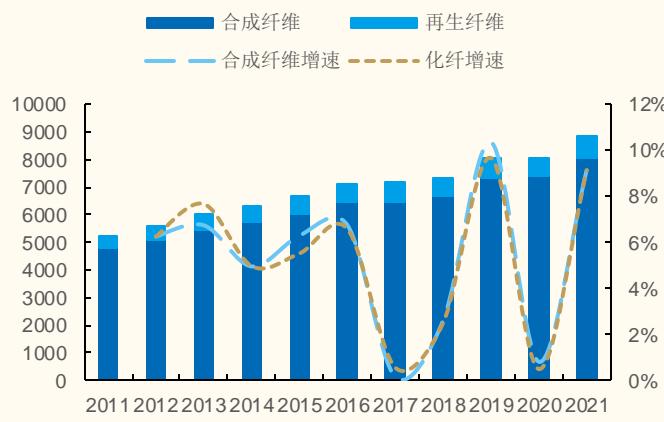
图表 15：2021 年我国化纤产量构成（%）



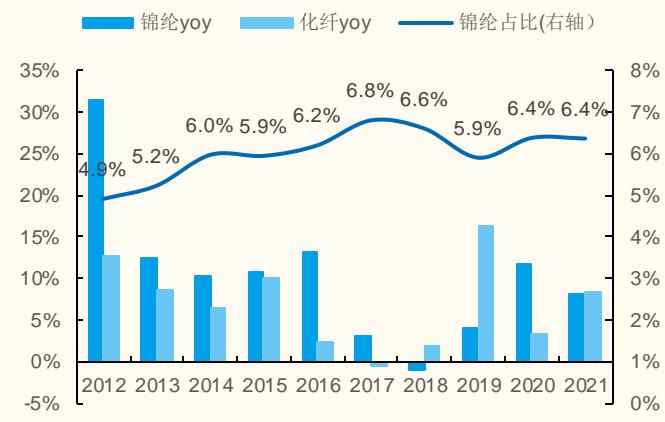
来源：中国化纤工业协会，国金证券研究所

锦纶产量快于化纤增长，且占比与全球相比仍有上行空间。根据 Statista，2011~21 年全球化纤产量稳步增长至 8830 万吨，近 10 年复合增速为 5.3%，占纺织纤维的 75%左右。中国为化纤的最大生产国，产量占比 74%，其次印度占比 7%、美国、欧洲地区产量分占 3%左右。当前全球锦纶产量占化纤总产量的比重约为 9%，而随着上游己内酰胺生产技术突破带动我国锦纶 6 产能端持续发展，近 10 年锦纶产量占化纤比重提升近 2 Pct 至 6.4%，渗透率与全球相比仍有上行空间；叠加锦纶产量 CAGR10 达 10.1%，增速快于化纤整体，锦纶凭借较突出的性能，下游端应用场景进一步拓宽。

图表 16：全球化纤产量构成及增速（万吨，%）



图表 17：近年来我国锦纶产量增长快于化纤，且占比逐渐提升（%）



来源: Statista, 国金证券研究所

来源: 中国化纤工业协会, 国金证券研究所

锦纶 66 性能优越, 产品附加价值高, 且民用占比与海外差距较大, 未来在高档运动户外服饰中的使用有望拓宽:

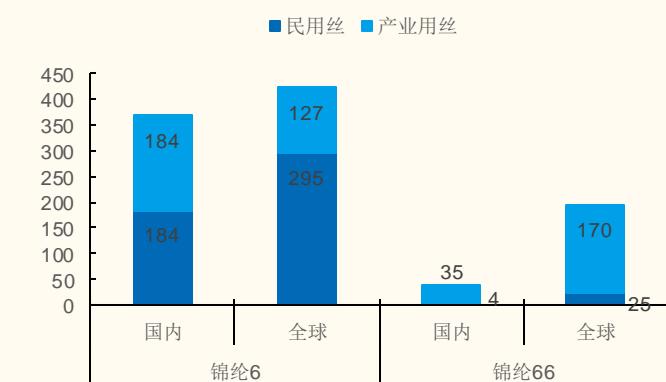
- 1) 从结构性能来看, 锦纶为半结晶晶体聚合物, 两者分子构成相似, 但锦纶 66 的原子排列规整度高于锦纶 6, 结构更加紧密有序, 且熔点更高, 因此在硬度、抗冲击、耐磨、耐热等性能方面优势更突出, 且手感密实而舒适。
- 2) 从使用场景来看, 锦纶被广泛用于产业及服饰制造环节。其中产业方面可制成机械设备上的传动部件如轴承、高压垫圈等, 受益于耐磨特性, 锦纶常被用来制造帘子线、工业用布、传送带、帐篷等。民用方面, 锦纶常用于服装面料、内衣、袜子、床上用品以及箱包、家具装饰和地毡等; 其中锦纶 66 由于舒适度、回弹性较好, 适用于高档内衣、无缝服饰及高档女子系列等, 而受益于其耐磨、高强度且耐高温低温特性, 锦纶 66 可用于高档户外运动服饰、冲锋衣、羽绒服以及户外装备如帐篷等。
- 3) 从产品附加值来看, 由于锦纶 66 着色难度较大, 从上游切片到纺丝及染色环节对制备工艺的要求远高于锦纶 6, 良品率较低对产线效益带来直接拖累。因此当前国内民用锦纶 66 产量仅达到 4 万吨左右, 占锦纶 66 总产量的 10%左右; 且单吨民用锦纶 66 售价是锦纶 6 的 2.5~3 倍, 制备难度提高供应门槛与产品附加值。

图表 18: PA6 与 PA66 结构及性能有所差异

	PA6	PA66
分子构成	己内酰胺头尾相接的方式开环聚合成聚酰胺	己二胺和己二酸交替形成聚酰胺
结构	结晶组织结构松散	结晶组织结构紧密
熔点	228°C	264°C
染色度	很容易染色	难以染色
耐磨度	较差	很好
弹性	纤维弹性较差	纤维具有较好弹性
手感	手感松软	手感密实

来源: 世界纺织网, 国金证券研究所

图表 19: 我国 PA66 产量及民用率低于海外



来源: 中国化纤工业协会, 华经产业研究院, 国金证券研究所

2.2、瑜伽、户外景气上行, 高端化趋势利好需求释放

锦纶在弹性亲肤、吸湿性、强度、回弹性方面表现好于其他面料, 干爽状态下耐磨性是棉纤维的十几倍且弹性较优、舒适度较好, 因此适用于瑜伽裤、女子运动等单品; 而锦纶布料在保持轻质的同时兼具防风性, 适用于冲锋衣等户外单品。

■ 女子运动: 市场高速增长, 品牌积极布局

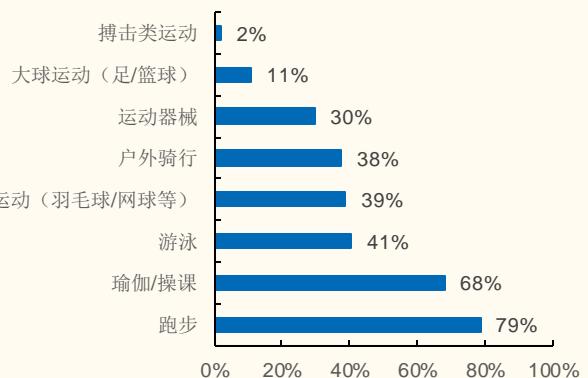
随着女性收入、社会地位提高, 以及对健康生活方式的追求, 瑜伽运动正在加速渗透。根据 Allied Market Research 发布的报告显示, 2020 年全球瑜伽服装行业产值达到 336.8 亿美元, 预计到 2030 年将达到 702.9 亿美元, 未来 10 年复合增速 7.63%。根据艾瑞咨询数据, 2020 年我国瑜伽行业整体规模已经达到 387 亿元, 其中用品市场规模达到 187 亿元, 同比增速达到 20%; 2023 年用品市场有望扩容至 218 亿元。随着我国女性收入水平提升、生活方式改善, 瑜伽已经成为中国女性第二大运动方式, 仅次于跑步。另外, 根据 CBNDATA 相关数据显示, 2020 年女性线上健身消费品类中, 瑜伽类称为最受欢迎的居家健身器械。

图表 20: 我国瑜伽市场快速扩容 (亿元, %)



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 21: 瑜伽成为最受女性群体欢迎的运动项目之一 (%)



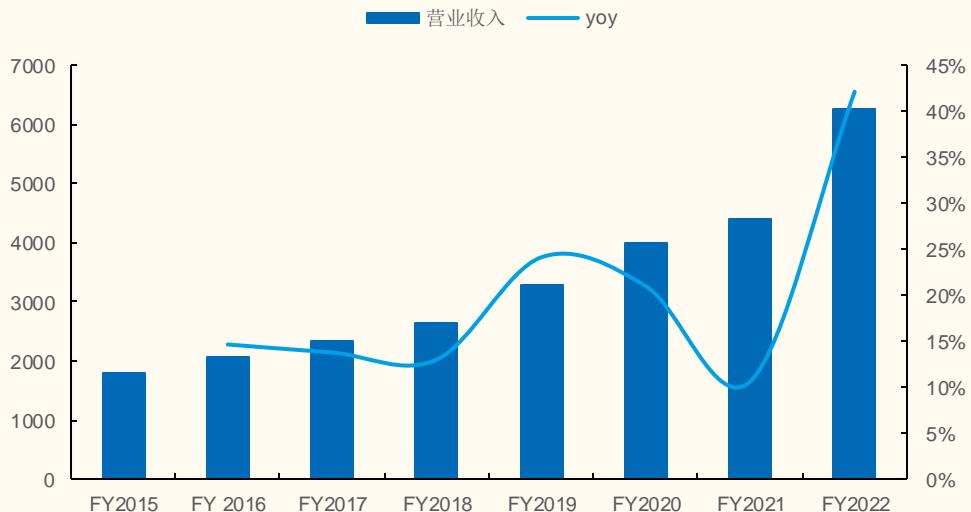
来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

Lululemon 打开高端瑜伽系列需求空间, 品牌积极入局女子运动赛道, 并推出锦纶 66 主打功能性面料。

近年来 lululemon 即使在疫情背景下依然不改增长趋势, FY2015~FY2022 营业收入复合增速近 20%, 增长领先于其他运动品牌。除此之外, 其他海外及国产品牌积极布局女子运动赛道, 并加入品牌中长期战略目标, 例如 Adidas 计划至 2025 年女子品类营收复合增速达中双位数, Puma 与 Pamela 推出女子运动联名系列, 国产品牌中安踏规划 2025 年女子品类实现 200 亿元流水目标。

各品牌推出高性能面料产品, 且从定价方面有所区隔, 促进大众对于锦纶 66 高端化的认知提升。例如, 李宁推出的柔柔裤、翘俏裤面料成分为 80% 超细尼龙 66 纱线和 20% 氨纶, 售价 438 元, 为李宁普通面料瑜伽裤的 3~3.5 倍; 其他品牌如 Ubras 的亲肤面料、暴走的萝莉的极光系列均采用优质锦纶面料。

图表 22: Lululemon 主营收入快速增长 (百万美元, %)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (FY2022 财年对应 2021/2/1~2022/1/30)

图表 23: 海外及国内运动品牌积极布局女子运动赛道

品牌名称		女子相关战略及产品推出情况
国际品牌	Nike	于 2017 年在旗下 5000 家专卖店布局运动女裤专卖区正式发力瑜伽市场; 2020 年推出 Nike Yoga 系列产品, 且 2022 年与法国设计师品牌 Jacquemus 合作推出专门面向女性运动时尚领域的联名

	Adidas	2015 年即把女子系列作为品牌 5 大核心战略之一；2020 年与高端品牌 Wolford 合作开发女性功能性无缝运动服饰；根据规划，2021~2025 年阿迪女子运动品类复合增速预计达到中双位数
	Puma	2022 年推出全新女子运动生活系列，满足从专业运动到生活休闲的多元穿搭需求；近日与品牌签约大使帕梅拉推出女子运动联名系列，包含运动内衣、紧身裤、运动外套等全套产品。10 月起开展 Puma 私教计划，为运动爱好者提供全方位、一站式运动私教服务。
国产品牌	李宁	2016 年李宁与艾康尼斯达成合作，获得旗下女子运动品牌 Danskin 在中国大陆及澳门地区的经营权；2020 年公司官宣钟楚曦为女子运动风尚大使，通过明星同款带动销量提升。产品方面，李宁先后推出柔踩裤、零感 bra 等大热单品，舒适感、专业性受到广泛好评。
	安踏	安踏先后推出 Anta Bra 系列和 PS 裤系列，围绕不同运动强度和女性“美腿、提臀、塑形”等需求进行设计。2021 年 7 月安踏品牌发布未来 5 年战略目标，提出将深度发展女子运动系列、推出兼具设计感、舒适度以及时尚感的新美学品类，2025 年安踏女子品类流水规模目标接近 200 亿元。
	FILA	在 2020 年首度推出 Athletics Yoga 运动系列，运动 bra 采用 Supplex、莱卡等不同韧性的专业纺织面料，设计低、中、高三级承托，满足不同运动场景下的多元化需求。除此之外，系列还推出了裸感瑜伽裤、莫代尔短袖等配套单品，实现功能与时尚的双重结合。

来源：各公司官网，品牌官方公众号，各公司公告，国金证券研究所

■ 女子内衣：“悦己”提高舒适度诉求，锦纶 66 场景有望拓宽

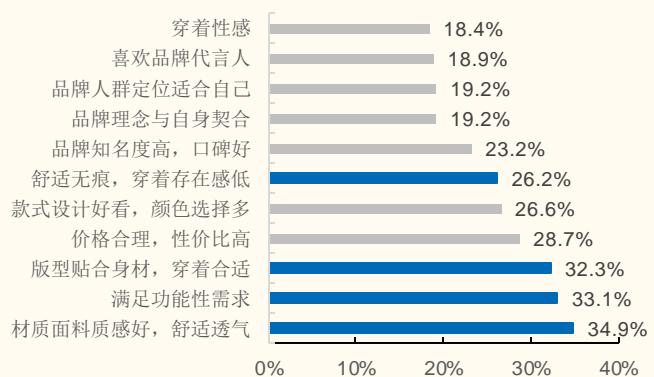
根据艾瑞咨询，2018~21 年我国女性内衣行业规模稳步增长至 1275 亿元，复合增速达 2.9%，且女性对于内衣舒适度需求日益提升，而内衣本身对耐磨性、弹性、吸湿性以及柔软度要求较高。目前更多品牌逐步推出锦纶 66 及优质锦纶 6 制成产品，而本身内衣属于易耗品，对标欧美国家来看，人均购买频次提升以及舒适类占比提升有望带动优质锦纶面料场景进一步拓宽。

图表 24：我国女性内衣市场规模稳健增长（亿元，%）



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 25：内衣材质及舒适度为购买重要决策因素（%）

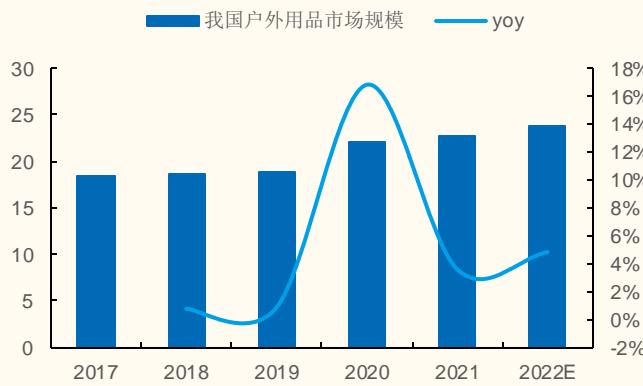


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

■ 户外运动：疫情后发展提速，政策助推空间广阔

我国户外行业在疫情后发展有所提速，据 Statista，近 2 年户外用品市场规模复合增长 10% 至 20.79 亿美元、较疫情前增速提升近 9 Pct，露营、房车旅行、自驾游、滑雪等户外休闲运动方式快速增长。政策方面，近日八部门联合出台的《户外运动产业发展规划（2022-25 年）》明确将持续增加户外运动设施，至 2025 年户外运动产业规模有望达 3 万亿元；相关政策红利不断释放有望成为行业扩容催化剂，助推户外运动赛道快速发展。另外，近年来在政策支持叠加国际赛事引导下，2021~22 雪季我国滑雪人次逐年提升至 2154 万人，超疫情前水平。

图表 26: 疫情后我国户外用品市场发展提速 (亿美元, %)



来源: Statista, 国金证券研究所

图表 27: 我国滑雪人次恢复至疫情前水平 (万人, %)



来源: 《中国滑雪产业白皮书》，国金证券研究所 (按照 4 月 1 日~次年 3.31 为一个雪年划分)

中高端户外品牌增速领先，锦纶 66 被广泛用于高端运动户外品牌，预计 will 充分受益。从安踏体育旗下各品牌增速来看，以高端户外运动品牌迪桑特、可隆及亚玛芬集团 (包含始祖鸟、Salmon、Wilson) 为主的其他品牌板块零售流水增速快于安踏主品牌、FILA，反映相关需求增长强劲。而锦纶 66 在耐磨损性、强度方面性能优越，且能够抵御极寒、酷热等极端环境，预计高端户外服饰及用品强劲增长将带动锦纶 66 民用需求不断攀升。

图表 28: 安踏体育旗下其他品牌零售流水增速快于主品牌、FILA

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
安踏品牌	40%-45%	35%-40%	低双位数	25%-30% 增长	10%-20% 高段	中单位数下滑	中单位数增长
FILA	75%-80%	30%-35%	中单位数增长	高单位数	中单位数增长	高单位数下滑	10%-20% 低段
其他品牌	115%-120%	70%-75%	35%-40%	30%-35%	40%-45%	20%-25% 增长	40%-45% 增长

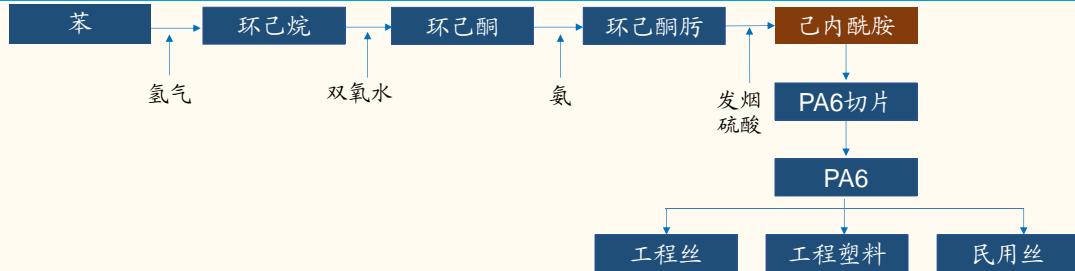
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3、供给侧突破在即，降价传导为扩容前置因素

2.3.1、复盘 PA6: 上游“松绑”带动下游降价与快速扩产

突破技术瓶颈后自主产能释放，进口依存度显著下降。己内酰胺生产为锦纶 6 生产的原材料，早期己内酰胺主要依赖进口，截至 2009 年末国内产能仅有 36 万吨，而进口依存度高达 60.2%；而随着中石化逐步完成技术突破，并于 2010~12 年用自主研发的“HSO+肟肟”制备工艺多次扩产，南京帝斯曼化工、巴陵化工等公司也逐步开始布局产能。2011~16 年之间我国己内酰胺产能/产量分别由 59/54 万吨提升至 242/187 万吨，近 5 年产量复合增长近 30%，且进口依存度降至 10.5%。

图表 29: 锦纶 6 产业链



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 30: 2011 年技术突破后己内酰胺产能、产量逐渐提升 (万吨, %)



来源: 隆众化工, 国金证券研究所

图表 31: 己内酰胺进口依存度随着国产化生产推进显著下降 (%)



来源: 隆众化工, 国金证券研究所

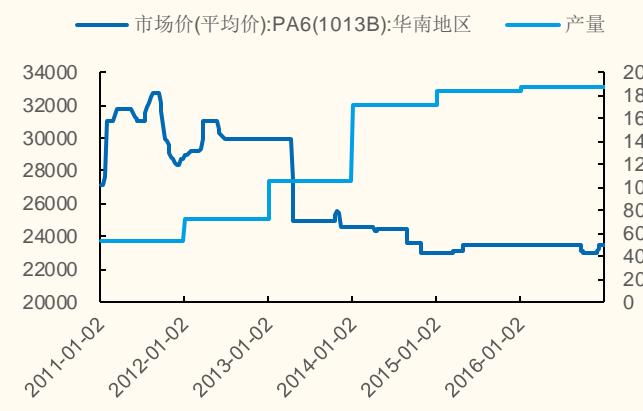
制备工艺成熟、大幅扩产带动锦纶 6 产业链各环节成本下降。2012~16 年己内酰胺价格从 2 万元/吨降至 1.1 万元/吨, 对应消费量从 115 万吨增至 209 万吨; 上游降价带动锦纶丝生产成本下降, 2012~16 年锦纶 6 价格从 2.2 万元/吨下滑至 1.3 万元/吨, 且对应产量提升至 187 万吨/年, 5 年复合增速达到 28%。2017 年~至今锦纶 6 价格受供需影响主要在 1.7 万元/吨~2.5 万元/吨区间内波动。

图表 32: 己内酰胺表观消费量随价格下降逐年提升 (元/吨, 万吨)



来源: 隆众化工, Wind, 国金证券研究所

图表 33: 锦纶 6 产量与价格反向变动 (万元/吨, 万吨)



来源: 隆众化工, 国金证券研究所

2021 年我国锦纶纤维总产能约 344 万吨, 民用、产业用丝分占 50% 左右, 且民用产能集中度较高, CR3、CR10 分别为 29%、51%; 其中排名前三的公司分别为永荣锦江、恒申集团以及华鼎锦纶, 台华新材子公司嘉华尼龙截至 21 年末锦纶 6 产能达到 16.5 万吨、实际年产量 11 万吨。头部企业中永荣锦江、恒申集团依托于纵向产业链延伸实现规模增长, 业务覆盖上游己内酰胺制造等环节, 产能规模具有领先优势; 而华鼎、嘉华以及鑫森等公司聚焦差异化高端产品的研发及生产, 以应对下游对于吸湿排汗、抗菌、抗紫外线等功能面料的需求。

图表 34: 2021 年我国民用锦纶长丝 (不包括 DTY) 产能情况梳理

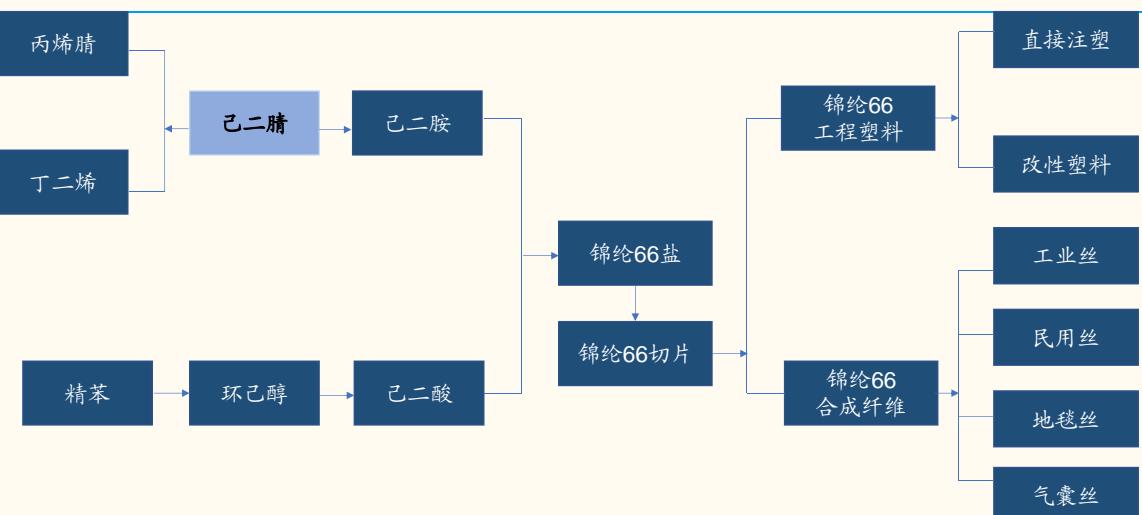
排名	公司名称	产能 (万吨)	主要产品
1	永荣锦江	40	以锦纶民用丝、锦纶 6 聚合切片等为核心, 打通“芳烯-己内酰胺-聚合-尼龙纤维”一体化全产业链
2	恒申集团	33	2018 年成为全球规模最大的己内酰胺生产集团, 产业链覆盖“环己酮-己内酰胺-聚酰胺-锦纶 6 纺丝-锦纶 6 加弹-整经-织造-染整”8 个环节
3	华鼎锦纶	28	主要从事高品质、差别化民用锦纶长丝的研发、生产和销售
4	嘉华尼龙 (台华新材)	16	主要从事高品质、差别化民用锦纶长丝的研发、生产和销售; “2019 年 12 万吨锦纶丝”项目于 2021 年正式建成投产
5	凯邦锦纶	15	主要产品为 PA6、FDY、HOY、POY、DTY、TTY、TDY, 特别在低旦多孔超细纤维、尼龙 6 阳离子纤维、深染型纤维的研发生产上处于国内领先水平。
6	鑫森合纤	12	集锦纶 6 研发、生产及销售为一体, 目前年产能 12 万吨, 当前在建 24 万吨差别化、功能性锦纶纤维产能
7	美达锦纶	11	集锦纶 6 聚合、纺丝、针织和印染为一体, 且年产锦纶切片 20 万吨可用于民用纺丝、工业纺丝、包装薄膜等
8	万鸿纺织	9	2017 年 10 月“差别化锦纶化纤项目”建成投产, 主要生产 DTY、FDY、HOY 以及包芯纱及加捻纱等产品
9	锦程高科	5	专业生产民用锦纶长丝
10	文凤化纤	5	主要生产锦纶切片, 锦纶 (尼龙) 6 单丝, 复丝, FDY, HOY, DTY (弹力丝), POY, 网络丝, 色丝, 加捻丝, 功能性纤维 (冰凉丝, 竹炭纤维, 抗辐射, 抗菌等)。锦纶涤纶包覆

来源: 中国化纤工业协会, 各公司公告, 各公司官网, CCFEI, 国金证券研究所

2.3.2、PA66: 国产化己二腈步入量产阶段, 降价有望带动需求提升

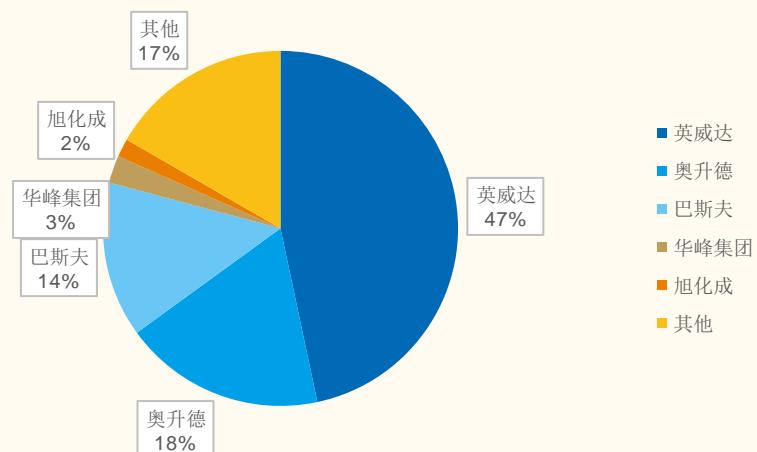
锦纶 66 原材料己二腈制备技术壁垒较高, 全球产能高度集中。锦纶 66 切片由己二胺和己二酸发生聚合反应得到, 而己二胺原材料己二腈当前有三种制备方式, 其中丁二烯法具有更高收率、更低成本且环境友好等显著优势, 但该技术在催化体系、反应器、分离提纯等环节中存在较高技术壁垒, 当前只有英威达、巴斯夫以该方式实现量产。2020 年全球己二腈产能合计达 180 万吨左右, 其中英威达 (104.3 万吨)、奥升德 (40 万吨)、巴斯夫 (26 万吨) 合计占比 80% 以上。

图表 35: 锦纶 66 制备流程图



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 36: 2020 年全球己二腈产能高度集中 (%)



来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

我国“己二腈”制备已突破技术瓶颈进入集中投产阶段, 未来三年预计新增近 200 万吨产能。2019 年华峰集团采用己二酸法建成我国首套产业化的 5 万吨/年己二腈生产设备, 实现国产化生产零的突破; 2021 年我国己二腈年产能达到 10 万吨左右, 实际年产量 6.5 万吨。另外, 齐翔腾达与中国化学合资公司天辰齐翔攻破己二腈合成技术, 其投入的 20 万吨己二腈生产设备于 22 年成功投产, 标志着当前我国已经掌握通过丁二烯法量产己二腈关键技术; 22 年 11 月 25 日英威达(上海)40 万吨己二腈生产基地正式落成上海化学工业区, 全面投产后产量可供给 80 万吨锦纶 66 生产。当前多家企业启动己二腈制备布局, 近 3 年为项目集中投产阶段, 预计 23/24 年分别新增 75/30 万吨产能, 为下游锦纶 66 提供充足原料供应。

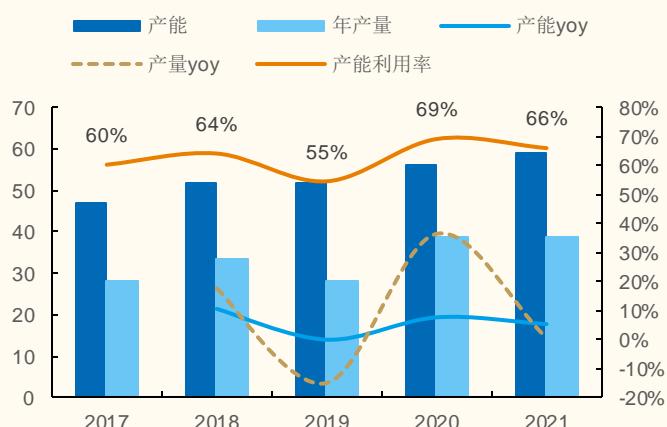
图表 37: 国内己二腈未来三年规划产能梳理 (万吨/年)

	英威达 (上海)	天辰齐翔	华峰集团	神马股份	唐山旭阳	湖北三宁	河南峡光	永荣控股	三宁化工	新增产能
2022E	40	20	15	5						80
2023E			10	10	30	10	5		10	75
2024E								30		30
公司合计新增产能	40	20	25	15	30	10	5	30	10	185

来源: 各公司官网, 公司公告, 国金证券研究所

参考突破原材料制备环节后锦纶 6 量产节奏, 我们预计伴随着己二腈国产化生产启动, 降价趋势从原材料向锦纶 66 制备环节传导, 从而带动下游成衣制造需求上升。从需求端来看, 2021 年我国锦纶 66 消费量为 51.6 万吨, 其中大部分用于工业, 近 10% 作为民用 (约 5 万吨)。从供给侧来看, 2021 年我国锦纶 66 产能水平近 60 万吨、产能利用率 66%, 且进口依存度近 50%, 产业链主要受到供给侧驱动; TOP3 锦纶 66 生产企业分别为神马股份 (占比 26%)、英威达(上海) (占比 22%)、华峰集团 (占比 14%), 主要用于工业用途; 台华新材、银珠集团、屹立(苏州) 分别年产 3 万吨 (占比 4%)、1.6 万吨 (占比 2%)、1.2 万吨 (占比 1%) 用于纺织制造, 根据台华新材扩产规划, 预计 23/24 年我国民用锦纶 66 产能分别达到 9/12 万吨。当前受制于原材料价格, 锦纶 66 均价为锦纶 6 的 1.5~3 倍, 预计伴随着上游突破, 两者价差有望收窄。

图表 38: 锦纶 66 产能、产量逐年提升 (万吨, %)



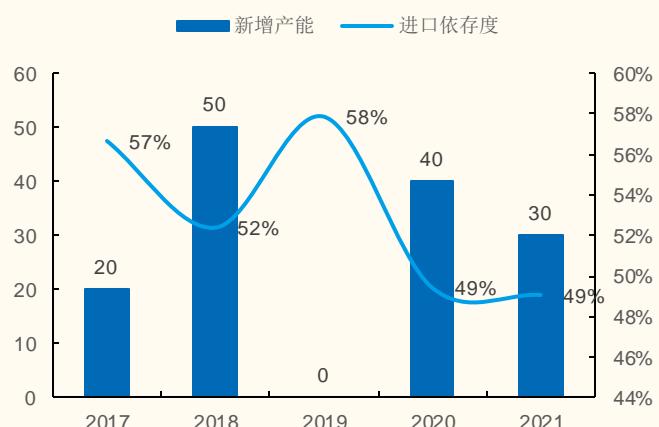
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 40: 我国锦纶 66 产能情况 (万吨, %)

公司名称	当前产能	占比	用途
神马股份	22	26%	工业
英威达上海	19	22%	工业
华峰集团	12	14%	工业
江苏华洋	5	6%	工业
辽阳兴家	4	5%	工业
宁夏瑞泰	4	5%	工业
台华新材	3	4%	民用
优纤科技	2	2%	工业
银珠集团	1.6	2%	民用
浙江新力	1.5	2%	工业
屹立苏州	1.2	1%	民用

来源: 卓创资讯, 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

图表 39: 锦纶 66 产能释放带动进口依存度下降 (万吨, %)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 41: PA66 价格为 PA6 价格的 1.5~3 倍 (元)



来源: Wind, 国金证券研究所

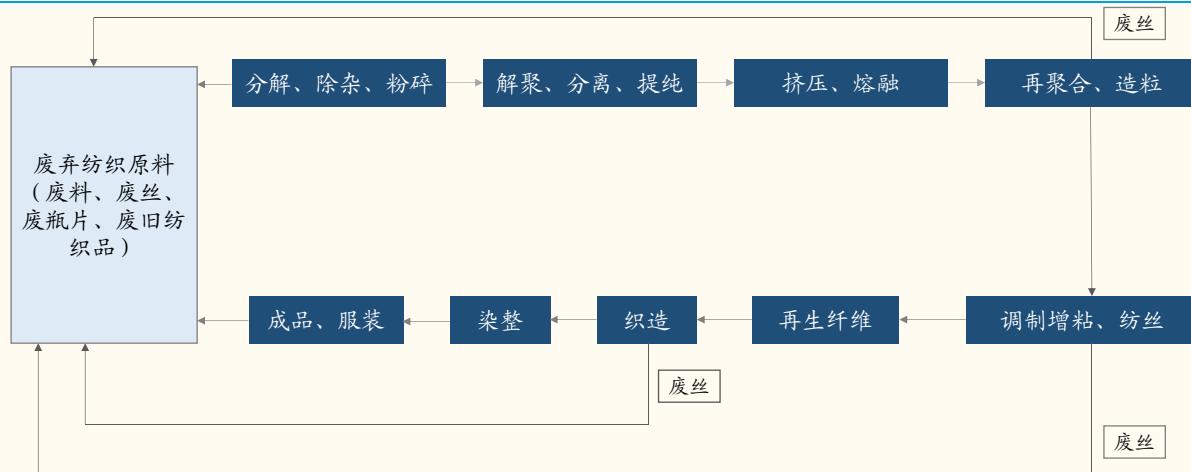
3.4、再生锦纶趋势向好，环保属性突出

锦纶消费量快速增长以及其不可生物降解的特性对土地、海洋带来污染，因此近年来再生锦纶工艺受关注度越来越高。制备再生锦纶可分为物理法和化学法：

1) 物理法主要将生产过程中的废丝、废块、边角料等废料熔融加工后再重新纺丝，这种方式对废料质量要求较高，且每轮循环会降解锦纶，因此物理法回收次数有限。

2) 化学法主要将广义废料（包括渔网、无色衣物、地毯等）经过解聚、分离、提纯后再重新聚合成切片并重新纺丝；该种方式对废料包容度高且可以无限次回收，但由于解聚、重聚合工艺全密闭，对溶剂和提纯技术要求较高。

图表 42：物理法/化学法制备再生锦纶纤维流程



来源：公司官网，国金证券研究所

当前我国主要采用物理法回收废旧锦纶纤维，永荣锦江、恒申集团、华鼎以及台华拥有少量对应产能。全球来看，巴斯夫、杜邦掌握化学制备技术，Aquafil 拥有少量化学法再生锦纶产能，其再生锦纶纱线 Econyl 通过领先能源和环境认证 (Leed 认证)，已被 Prada 等知名服饰品牌投入使用。

环保属性显著，政策、需求端反馈正面。与原生纤维相比，再生锦纶可反应回收，减少对石油等原材料消耗的同时制备过程污水排放、能源耗费较低，且工厂废料、地毯、消费后纺织品、渔网、救生圈等皆可作为材料来源，从而减少对土地和水源的污染。政策端来看，2022 年发改委、商务部、工业和信息化部联合发布《关于加快推进废旧纺织品循环利用的实施意见》，文件提出至 2025/2030 年废旧纺织品循环利用率分别达 25%/30%，废旧纺织品再生纤维产量分别达 200/300 万吨，基于环保要求指向性明确。从需求端来看，当前国内外多个品牌将可持续发展融入长期战略，并将切实提高可再生纤维使用占比。

图表 43：国内外知名品牌将再生纤维产品布局纳入未来战略规划

品牌	再生纤维产品未来规划
Adidas	至 2024 年全面使用再生聚酯纤维
Nike	2010 年起开始用再生聚酯纤维作为足球装备生产，2021 年再生聚酯纤维占据鞋类产品 38%
Puma	推出 RE: COLLECTION 系列产品均使用回收棉和聚酯纤维；至 2025 年 Puma 服饰计划 75% 聚酯纤维来自回收资源
安踏	2019 年推出“熳能科技”环保系列，采用废旧塑料瓶作为再生涤纶面料；规划至 2030 年将可持续产品比例提升至 50%
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 100% 使用再生或其他可持续来源的材料
优衣库	2020 年起部分摇粒绒面料中含有 30% 再生聚酯纤维成分；至 2030 年计划将全服装面料 50% 替换成环保再生面料
Gucci	2020 年推出首个可持续系列 Off The Grid
Prada	2020 年与 Aquafil 合作推出再生尼龙系列，该系列产品均使用 Econyl 再生尼龙纱线制成，原料为回收的废弃塑料

来源：各公司官网，国金证券研究所

3、技术为核、产能驱动，竞争优势显著

3.1、前瞻性布局赛道，扩产规划明确

产能为主要驱动力，把握需求趋势稳步扩张。公司主要产能集中于浙江嘉兴和江苏吴江等长江三角洲地区，化纤纺织产业链布局相对完备。近年来锦纶长丝及相关制品下游需求旺盛，公司近四年锦纶长丝、锦纶坯布及面料产销率基本位于 95%~105% 区间，需求旺盛叠加壁垒较高，扩产为行业扩容的主要驱动力。公司自上市之后把握需求趋势稳步扩张，2017 年投入 4.21 亿元 IPO 募集资金用于功能性锦纶面料染色与 3450 万米功能性面料后整理项目扩建；2019 年受制于产能瓶颈，公司启动建设 12 万吨高性能锦纶纤维项目，并于 2021 逐步释放产能。

2021 年规划 5 年淮安项目，全部达产后预计贡献 90 亿元营收。公司于 2021 年公告启动 5 年全产业链扩张项目，其中一期、二期分别投放 10 万吨可再生锦纶 6、12 万吨锦纶 66 产能，预计 2023~24 年投产；另外包括坯布、染整等配套项目尚在规划中。我们梳理了淮安项目投产规划，并对满产后预计产销情况进行测算：

- 1) 预计销量 = (产量 × 良品率) × 产销率，根据往年公司锦纶长丝产能利用率在 70%~110% 区间，满产后预计平均产能利用率 90% 以上；差异化锦纶 6/锦纶 66/坯布/染整良品率分别达到 85%/75%/95%/95%。
- 2) 根据各品类历史价格估算，预计可再生锦纶单价达到 3.1 万元/吨；己二腈国产化后降价带动锦纶 66 产品降价，参考锦纶切片从 2021 年 3 万元/吨降至 2.01 万元/吨（降幅 40% 左右），预计下游锦纶 66 价格回落至 3 万元/吨。参考往年锦纶坯布及锦纶成品面料价格，预计满产后两者均价分别 3.8 元/米、11.6 元/米。
- 3) 外销贡献收入 = 预计销量 × 单价 × 预计外销比例，参考历史外销比例预计 50%、65% 左右产量用于外销；生产坯布优先用于供应 1 亿米面料染整项目，外销占比 2/3；染整项目 100% 用于外销。

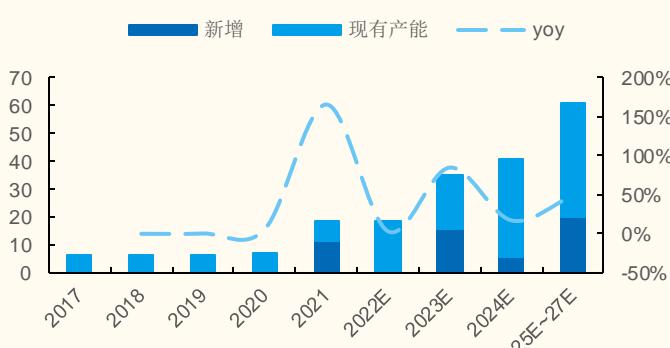
根据测算结果，若前三期项目全部满产，淮安项目外销部分有望贡献约 90 亿元营收。

图表 44：淮安项目梳理及满产后外销部分预计贡献收入

建设期	项目	产品类别	产能	预计投产时间	2023E		2024E		满产后		
					新增产能	新增产量	新增产能	新增产量	预计对外销量（万吨、亿米）	预计单价（万元/吨、元/米）	外销贡献收入（亿元）
一期	年产 10 万吨再生差别化锦纶项目	再生锦纶 6	10 万吨	2023.6	2	1	2	1.2	8.5	3.1	13.2
	年产 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目	锦纶 66	6 万吨	2023.6	6	1.6	0	2.9	4.5	3	8.8
二期	6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目	锦纶 66	6 万吨	2024.12	-	-	6	0.2	4.5	3	8.8
	3 亿米锦纶坯布项目	锦纶坯布	3 亿米	待定	-	-	-	-	2.9	3.8	7.3
三期	1 亿米染整项目	染整	1 亿米	待定	-	-	-	-	1.0	11.6	11.0
	年产 20 万吨 PA6 差别化锦纶丝项目	差别化锦纶 6	20 万吨	待定	-	-	-	-	17.0	2.5	21.3
四期	3 亿米锦纶坯布项目	锦纶坯布	3 亿米	待定	-	-	-	-	2.9	4.8	9.2
	1 亿米染整项目	染整	1 亿米	待定	-	-	-	-	1.0	11.7	11.1
合计			-		-	-	-	-	-	-	90.5

来源：公司公告，国金证券研究所预测（2023E~24E 新增产能为年末较年初新增的设计产能）

图表 45：锦纶长丝新增产能预计于 23~27 年逐渐释放（万吨，%）



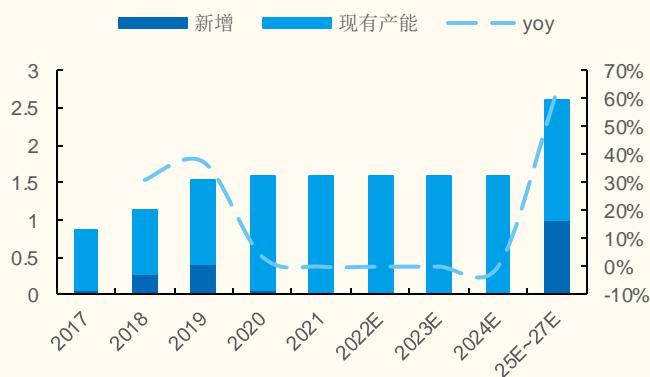
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：锦纶坯布新增产能预计将在 2024 年以后集中释放（亿米，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 47: 染色环节产能情况 (亿米, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 48: 后整理环节产能情况 (亿米, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2、技术优势+梯度化产品构筑核心壁垒

根据用途进行分类, 公司生产锦纶长丝包括常规锦纶丝、功能锦纶(凉感纱、抗菌纱等)以及可再生锦纶, 其中功能锦纶 6、锦纶 66 以及可再生锦纶下游需求旺盛, 当前受制于制备工艺复杂、原材料价格高等因素, 供应相对稀缺。公司在国内率先推出多功能丝产品矩阵、并前瞻性布局民用锦纶 66 的研发与生产, 截至 2021 年末锦纶 66 年产能达到 3 万吨, 在民用丝领域占比领先。

■ 锦纶 66: 工艺复杂, 对切片及机器要求高

1) 工艺: 锦纶 66 着色难度较大, 对制备环境要求较高。如制备时纺丝箱温度维持 320°C (±2°C), 锦纶 66 溶体热稳定性较差, 过高温会加剧熔体降解导致纺丝无法进行; 另外, 购买的锦纶 66 切片需经过干燥脱水处理、并在过程当中严格控制水分, 以保证符合纺丝要求。工艺环节复杂导致锦纶 66 制备良品率较低。公司于 2019 年与三联虹普就锦纶 66 项目达成合作, 首次采用三联虹普全新锦纶 66 切片干燥、调质技术, 湿度控制精度及能好指标处于世界领先水平, 助力公司良率提升。

图表 49: 锦纶 66 制备对各环节工艺要求较高

项目 (Item)	工艺参数 (Parameter)
物料相对粘度 (Mass relative viscosity)	69 ~ 70
纺丝箱温度 / °C (Spin manifold temp.)	320
组件压力 / MPa (Part assembly pressure)	12 ~ 25
T / °C	20
侧吹风 RH, %	65
Cross air blow 速度 / (m/s) (Velocity)	0.4
上油率, % (Oil pick up)	1.2 ~ 1.8
喷丝板规格 / mmxL (Spinneret)	0.23x (104 ~ 140)
长径比 (L/D)	1
牵伸辊温度 / °C (Drawing roll temp.)	65 ~ 75
1CD	200 ~ 215
2CD	200 ~ 210
3CD	5.39 ~ 5.64
拉伸倍数 (Draw ratio)	1790 ~ 2530
卷绕速度 / (m/min) (Winding velocity)	

来源: 《尼龙 66 工业丝生产工艺技术》, 国金证券研究所

图表 50: 公司与三联虹普就差别化锦纶项目达成合作

公告时间	合同内容	金额 (万元)
2019.04	差别化锦纶切片纺丝项目	7,128
2019.11	差别化尼龙 66 切片纺丝项目	1,920
2019.11	差别化尼龙 66 / 功能性尼龙 6 切片纺丝项目	1,666
2019.11	尼龙 66 切片干燥调质项目	2,700
2022.01	再生差别化锦纶 6 及差别化锦纶 66 一体化项目	49,221

来源: 公司公告, 三联虹普公司公告, 国金证券研究所

2) 原材料: 由于民用丝生产工艺特殊, 对原料切片的质量均一性、稳定性要求较高。例如切片粘度为衡量其质量一大指标, 若分子量太高、纺丝溶粘度大, 导致纺出的丝发僵、牵伸困难, 若分子量太低导致纺丝溶体粘度变小, 容易导致牵伸丝断裂强度较低。公司当前锦纶 66 切片主要由头部供应商英威达供应。英威达是全球最大的聚合物和纤维生产商之一, 今年 11 月其年产 40 万吨己二腈生产基地在上海落成, 且锦纶 66 切片扩产项目正式开工, 建成后英威达在我国形成集原材料

供应、应用研发到聚合物生产的完整锦纶 66 价值链，年产锦纶切片预计翻番至 40 万吨。

3) 机器设备：公司自 2006 年起陆续引入德国巴马格、日本 TMT 等纺丝设备，生产效率、纺丝质量领先。例如日本 TMT POY 纺丝设备具备世界首创的 12 头 x15 公斤 POY 卷绕机，达到优异生产性能的同时凭借新型卷件控制系统优化后加工退绕效果，且设备小型化节省水电及人力资源；另外，日本 TMT 供应的 FDY 纺丝设备除了常规单板还使用一个组件实现独立双板技术，侧吹风冷却系统为高质量纺丝创造较好的设备条件。

图表 51：日本 TMT 机械 FDY 纺丝设备主要成分及功能



来源：日本 TMT 机械会社官网，国金证券研究所

■ 再生锦纶：布局化学法产能，把握先发优势

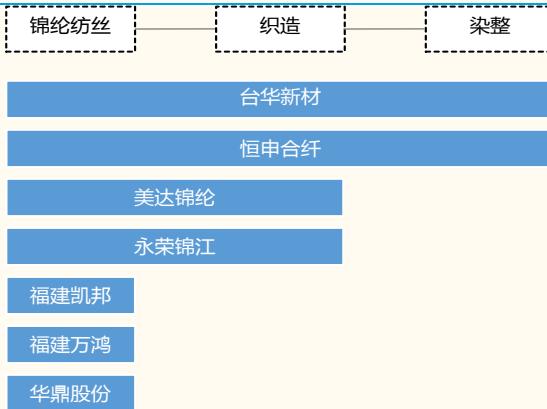
2021 年公司与三联虹普子公司 Ploymetrix 签订化学法循环再生合作研发项目，将锦纶生产过程中的废丝、废角料等通过化学法解聚得到己内酰胺单体，再重新聚合得到高品质纺丝级切片，后净熔融纺丝制备成为各种规格的再生锦纶纤维，实现真正意义上的锦纶纤维循环使用。公司在 5 年淮安项目中规划 10 万吨可再生锦纶丝项目，预计 2023 年 3 月初期 2 万吨将投产；另外，公司前瞻性收购渔网相关业务公司以满足未来可再生原料需求。若明年顺利投产，台华有望成为我国首个通过化学法制备并量产可再生锦纶丝的公司。

3.3、纵向一体化延伸，效率、盈利能力领先

打通锦纶产业链各环节，产能同步扩张。2001 年公司以坯布制造起家，并于 2007 年纳入台华织造、高新染整，产业链延伸至下游面料环节；2011 年收购嘉华尼龙，业务覆盖上游锦纶纺丝环节。截至 2021 年末，约 40% 锦纶长丝用于内部坯布生产；约 1/3 坯布用于覆盖下游面料生产（坯布:面料用量 $\approx 1:1$ ），其余用于对外销售；经过染整、后整理的面料全部对外销售。除此之外，公司 5 年淮安规划一二期优先布局可再生锦纶及锦纶 66 产能，三四期一方面将协同扩张下游坯布、染整环节产能，保证产业链同步性，另一方面将战略性布局锦纶 66 切片生产环节（差别化聚合），以达成“66 切片聚合 \rightarrow 纺丝 \rightarrow 织造 \rightarrow 染整”锦纶全链路布局，提高公司综合竞争力。

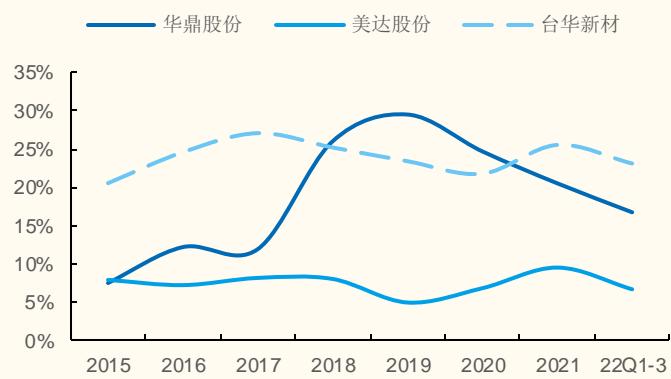
效率、盈利能力业内领先，产业链协同优势逐步显现。当前锦纶纺丝企业大部分仅布局纺丝环节，同业中仅公司、恒申合纤拥有下游织造、染整等环节产能，盈利能力相对稳定且高于同业；上游环节连通差异化锦纶研发与制备，满足客户定制化需求的同时提高各环节反应效率与交付速度，协同优势下客户粘性较高。公司与迪卡侬、超盈国际（lululemon、维秘面料供应商）合作超过 8 年，且近几年逐渐新增与 MAIA Active 等新兴瑜伽品牌以及安踏体育（安踏、FILA、始祖鸟）等国产品牌合作。

图表 52: 公司纵向一体化产能布局较为稀缺



来源: 各公司官网, 各公司公告, 国金证券研究所

图表 53: 公司毛利率较稳定且高于同业水平 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

预计公司 2022~24 年分别实现营收 42.41/57.24/75.44 亿元, 分别同比-0.4%/+35%/+31.8%; 毛利率分别为 25.8%/27.6%/29.1%。另外, 由于公司于 2021 年启动淮安产能建设项目, 包括再生锦纶、锦纶 66 等新建项目正处于探索阶段, 早期预计贡献收入有限但工厂运营、管理团队建设、技术研发投入等费用相对刚性, 预计 2023~24 年随订单规模增长销售费用率分别为 1.3%/1.5%, 管理费用率分别为 5.4%/6.5%, 研发费用率分别为 6%/6.1%。

分业务来看:

1) 锦纶长丝: 预计 22~24 年锦纶长丝业务分别实现营收 19.98/34.49/46.82 亿元, 分别同增 11.2%/72.6%/35.8%。

从量来看, 2021 年 12 万吨锦纶长丝产能逐步放量, 预计 22 年产能利用率有所提升; 淮安项目第一期 10 万吨再生锦纶及 6 万吨锦纶 66 项目预计于 23 年 6 月左右投产, 随着锦纶 66 制备工艺逐步完善, 23/24 年良品率从 70% 提升至 75%; 2022 年下游需求放缓背景下产销率约为 0.99, 随锦纶 66 制备成熟叠加需求回暖, 预计 23~24 年产销率回升至 1.02 左右。

从价来看, 由于锦纶长丝上游原材料制备与石油价格直接挂钩, 今年油价回落导致平均单价下降 12% 至 2.22 万元/吨; 随着 23~24 年油价逐步回升, 叠加锦纶 66 长丝占比提升部分冲淡己二腈国产化带来的锦纶 66 降价, 单价分别 +6%/+5%。

毛利率方面, 考虑到公司采用成本加成定价, 油价回落向下游传导导致锦纶长丝毛利率下滑至 24%; 随着油价回升、锦纶 66 占比提高叠加己二腈降价提升各环节盈利空间, 预计 23~24 年锦纶长丝毛利率分别为 24%/26.5%/28%。

2) 坯布: 预计 22~24 年坯布业务总收入分别实现 10.0/9.8/13.5 亿元, 分别同比-15.8%/-3.3%/+39%, 总产能 5.8 亿米。其中锦纶坯布销量预计稳健增长, 22 年单价 4.2 元/米、23~24 年锦纶长丝涨价向下传导, 带动锦纶坯布单价有所提升。毛利率方面, 预计 23~24 年锦纶坯布毛利率有所提升, 带动坯布业务毛利率分别达到 32%/34%。

3) 面料: 预计 22~24 年成品面料收入分别实现 10.25/10.7/12.55 亿元, 分别同比-4.8%/+3.3%/+0.1%。其中锦纶面料营收 22 年受到需求下降略有下滑, 23~24 年随着上游锦纶长丝放量分别同增 7%/11%。盈利方面, 预计 22~24 年面料毛利率分别实现 27.6%/29.6%/32.1%, 其中涤纶面料毛利率稳定在 19% 左右水平, 锦纶面料毛利率分别为 34%/36%/38%。

图表 54: 台华新材营收拆分

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	2974.33	2690.57	2501.12	4256.57	4240.64	5724.27	7544.44
yoy	9.0%	-9.5%	-7.0%	70.2%	-0.4%	35.0%	31.8%
毛利率	25.2%	23.4%	21.8%	25.5%	25.8%	27.6%	29.1%
锦纶长丝总收入 (百万元)	894.57	784.54	841.13	1797.40	1998.27	3449.07	4682.14
yoy	20.3%	-12.3%	7.2%	113.7%	11.2%	72.6%	35.8%
占比	30%	29%	34%	42%	47%	60%	62%
产能 (万吨)	6.5	6.5	6.9	18.3	18.9	26.9	32.9
产量 (万吨)	6.98	7.29	7.71	13.19	15.31	23.13	29.61
产能利用率	107%	112%	112%	72%	81%	86%	90%
良品率					85%	70%	75%
对外销量 (万吨)	3.7	3.5	4.3	7.1	9.0	14.7	19.0
yoy		-3.6%	19.9%	67.5%	26.3%	62.8%	29.3%
对外销量占比	53%	50%	56%	56%	60%	64%	64%
平均单价 (万元/吨)	2.43	2.21	1.98	2.52	2.22	2.35	2.47
单价yoy		-9.1%	-10.6%	27.6%	-12.0%	6.0%	5.0%
毛利率	14.41%	19.54%	21.29%	24.25%	24.0%	26.5%	28.0%
坯布总收入 (百万元)	1057.30	922.35	767.93	1191.13	1003.48	970.56	1348.89
yoy		-12.8%	-16.7%	55.1%	-15.8%	-3.3%	39.0%
占比	36%	34%	31%	28%	24%	17%	18%
毛利率	28%	23%	21%	30%	29%	32%	34%
产能 (亿米)	4.98	5.49	5.77	5.77	5.77	5.77	7.27
产能利用率	108%	99%	82%	98%	98%	88%	90%
锦纶坯布收入 (百万元)	950.76	807.55	666.39	1113.21	922.51	912.54	1284.66
yoy	-10%	-15%	-17%	67%	-17%	-1%	41%
产量 (亿米)	2.6	2.5	2.0	2.5	2.6	2.5	3.3
产量占比	79%	73%	70%	72%	75%	81%	83%
销量 (亿米)	2.5	2.2	2.2	3.0	2.7	2.6	3.6
平均单价 (万元/万米)	4.67	4.34	3.81	4.42	4.19	4.28	4.36
毛利率	28.6%	24.3%	22.0%	31.6%	31%	33%	35%
涤纶坯布收入 (百万元)	106.54	114.79	101.53	77.93	80.98	58.03	64.23
yoy		7.7%	-11.6%	-23.2%	3.9%	-28.3%	10.7%
对外销量	0.34	0.35	0.34	0.30	0.29	0.20	0.23
平均单价	3.10	3.25	2.95	2.61	2.81	2.96	2.84
毛利率	19.38%	17.18%	15.34%	9.27%	10%	9%	9%
成品面料收入 (百万元)	927.51	904.24	791.23	1074.01	1025.46	1069.86	1255.17
yoy		-2.5%	-12.5%	35.7%	-4.5%	4.3%	17.3%
占比	31%	34%	32%	25%	24%	19%	17%
毛利率	31.86%	25.82%	22.72%	24.90%	27.12%	29.31%	30.25%
染色产能 (亿米)	1.13	1.55	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
染色产量	1.13	1.33	1.04	1.12	1.20	1.09	1.28
染色产能利用率	100%	86%	65%	70%	75%	68%	80%
后整理产能 (亿米)	0.56	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
后整理产量 (亿米)	0.56	0.54	0.46	0.47	0.48	0.51	0.51
后整理产能利用率	100.91%	90.17%	77.43%	78.00%	80.00%	85.00%	85.00%
锦纶面料收入 (百万元)	533.50	472.54	427.08	631.03	584.63	648.54	743.11
yoy		-11.4%	-9.6%	47.8%	-7.4%	10.9%	14.6%
产量 (亿米)	0.41	0.35	0.35	0.39	0.44	0.42	0.51
产量占比	51%	37%	48%	50%	52%	54%	56%
销量 (亿米)	0.41	0.35	0.36	0.55	0.49	0.50	0.58
平均单价 (元/米)	13.11	13.57	11.73	11.47	12.05	13.01	12.75
yoy		3%	-14%	-2%	5%	8%	-2%
毛利率	40.1%	31.9%	29.3%	28.9%	34.0%	36.0%	38.0%
涤纶面料收入 (百万元)	394.01	431.69	364.15	442.98	440.82	421.33	512.06
yoy		9.57%	-15.64%	21.65%	-0.49%	-4.42%	21.53%
产量 (亿米)	0.37	0.45	0.39	0.40	0.41	0.35	0.40
销量 (亿米)	0.37	0.44	0.38	0.43	0.45	0.39	0.44
平均单价 (元/米)	10.59	9.80	9.49	10.36	9.84	10.83	11.69
毛利率	20.69%	19.20%	14.96%	19.22%	18%	19%	19%
其他 (百万元)	94.95	79.44	100.84	194.02	213.42	234.76	258.24
yoy		-16%	27%	92%	10%	10%	10%
占比	3%	3%	4%	5%	5%	4%	3%
毛利率	35%	34%	24%	13%	20%	20%	20%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2、可比估值

我们预计 2022~24 年公司实现归母净利润 3.79/6.26/8.62 亿元，分别同比 -18.36%/+65.44%/+37.55%，对应 EPS 分别为 0.44/0.72/0.99 元/股。

由于其他两家锦纶制造企业华鼎股份、美达股份均未有 wind 一致预期，我们选取同为上游的色纺纱龙头华孚时尚、辅料龙头伟星股份、面料制造商盛泰集团、运动产业链中游制鞋龙头华利集团以及产业链一体化服饰代工龙头申洲国际作为可比公司对台华新材进行估值。考虑到公司作为我国民用锦纶一体化龙头，技术壁垒深筑，民用锦纶 66 产能放量在即，预计将充分受益于上游卡脖子技术放开带来的降价与需求释放，带动业绩提速。综合来看，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标股价 14.42 元/股，较当前股价有 35% 上涨空间，首次覆盖予以公司“买入”评级。

图表 55：可比估值

股票名称	股价(元)	EPS					PE				
		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
华孚时尚	3.11	-0.29	0.34	0.26	0.41	0.53	NA	9	12	8	6
伟星股份	9.68	0.51	0.56	0.55	0.65	0.78	19	17	18	15	12
华利集团	58.85	1.79	2.37	2.77	3.13	3.79	33	25	21	19	16
盛泰集团	10.99	0.59	0.52	0.75	0.94	1.14	19	21	15	12	10
申洲国际	86.30	3.40	2.24	3.08	3.78	4.59	23	35	26	21	17
平均	-	-	-	-	-	-	23	21	18	15	12
台华新材	10.66	0.14	0.53	0.44	0.72	0.99	76	20	24	15	11

来源：Wind，国金证券研究所（华孚时尚、华利集团采用国金预测值，其余可比公司采用 wind 一致预期；股价采用 2022.12.23 收盘价）

5、风险提示

疫情反复导致需求下滑：公司主要产品锦纶长丝及面料主要用于运动、户外等服饰中，若疫情反复导致运动户外场景缺失，相关需求下滑传导至上游可能导致公司订单下降、影响公司的营收及产能利用率等指标。

产能扩张节奏放缓：2021 年淮安项目一共分为 4 期进行其中一期预计 23/24 年逐步投产，若因为市场或技术原因等导致项目建设放缓，可能影响公司产能爬坡规划及业绩增长。

锦纶 66 需求增长不及预期：我们预计己二腈生产国产化导致的锦纶 66 降价有望带动需求增长，但国内锦纶 66 产能投放过多可能导致供过于求或需求增幅放缓的情况，从而导致公司业绩表现不及预期。

原材料价格变动：公司主要产品锦纶长丝以及制成品（坯布、面料）与上游原油价格相关性高，若原油剧烈波动可能致使成本大幅上涨而传导至下游不及时，导致盈利能力受损。

人民币汇率波动：1H22 公司外销业务贡献 18% 营收，人民币汇率波动可能影响公司收入。

限售股解禁：2022 年 9 月 13 日 0.02 亿股股权激励限售股份解禁，本次解禁数量占解禁前流通股的 0.21%，解禁后流通股数达 8.64 亿股。

股东减持：1) 2022 年 3 月 21 日~9 月 20 日期间公司董监高通过集中竞价减持 45 万股公司股份，减持比例 0.0518%，减持总金额 536.21 万元；2) 2022 年 6 月 14 日~12 月 13 日期间公司持有 5% 以上股份股东华南投资合计卖出 1080 张“台华转债”。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,691	2,501	4,257	4,241	5,724	7,544
增长率	-7.0%	70.2%	-0.4%	35.0%	31.8%	
主营业务成本	-2,061	-1,956	-3,169	-3,146	-4,143	-5,347
%销售收入	76.6%	78.2%	74.5%	74.2%	72.4%	70.9%
毛利	630	545	1,087	1,094	1,581	2,198
%销售收入	23.4%	21.8%	25.5%	25.8%	27.6%	29.1%
营业税金及附加	-14	-19	-20	-34	-29	-38
%销售收入	0.5%	0.8%	0.5%	0.8%	0.5%	0.5%
销售费用	-57	-35	-54	-42	-74	-113
%销售收入	2.1%	1.4%	1.3%	1.0%	1.3%	1.5%
管理费用	-145	-141	-200	-246	-309	-490
%销售收入	5.4%	5.6%	4.7%	5.8%	5.4%	6.5%
研发费用	-147	-139	-216	-246	-341	-460
%销售收入	5.5%	5.6%	5.1%	5.8%	6.0%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	268	211	597	526	828	1,096
%销售收入	9.9%	8.4%	14.0%	12.4%	14.5%	14.5%
财务费用	-44	-54	-45	-136	-146	-154
%销售收入	1.6%	2.2%	1.1%	3.2%	2.6%	2.0%
资产减值损失	-32	-57	-57	-17	-13	-8
公允价值变动收益	1	1	1	1	1	1
投资收益	15	5	6	4	5	5
%税前利润	6.9%	3.6%	1.1%	0.9%	0.7%	0.5%
营业利润	222	130	518	427	705	970
营业利润率	8.2%	5.2%	12.2%	10.1%	12.3%	12.9%
营业外收支	-2	-2	-2	-2	-1	-2
税前利润	219	128	517	425	704	968
利润率	8.2%	5.1%	12.1%	10.0%	12.3%	12.8%
所得税	-24	-14	-53	-47	-77	-106
所得税率	10.7%	10.9%	10.3%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	196	114	463	379	626	862
少数股东损益	0	-6	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	196	120	464	379	626	862
净利率	7.3%	4.8%	10.9%	8.9%	10.9%	11.4%

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	354	311	430	636	771	743
应收账款	616	656	947	973	1,330	1,745
存货	915	964	1,381	1,681	1,990	2,525
其他流动资产	196	253	158	190	242	283
流动资产	2,082	2,184	2,916	3,480	4,333	5,296
%总资产	45.3%	40.1%	45.4%	44.6%	48.3%	51.1%
长期投资	41	37	46	55	68	79
固定资产	2,133	2,876	3,049	3,509	3,902	4,259
%总资产	46.4%	52.7%	47.4%	44.9%	43.5%	41.1%
无形资产	182	226	274	372	429	484
非流动资产	2,510	3,269	3,512	4,329	4,645	5,068
%总资产	54.7%	59.9%	54.6%	55.4%	51.7%	48.9%
资产总计	4,592	5,453	6,428	7,809	8,978	10,364
短期借款	518	310	530	275	245	282
应付账款	750	946	1,187	1,342	1,731	2,234
其他流动负债	91	117	156	144	203	264
流动负债	1,358	1,374	1,873	1,761	2,178	2,780
长期贷款	84	609	632	632	632	632
其他长期负债	495	468	214	691	990	1,290
负债	1,937	2,451	2,719	3,084	3,800	4,701
普通股股东权益	2,655	3,003	3,710	4,726	5,179	5,664
其中：股本	767	832	869	869	869	869
未分配利润	1,242	1,297	1,706	1,933	2,386	3,056
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-1	-1
负债股东权益合计	4,592	5,453	6,428	7,809	8,978	10,364

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.256	0.144	0.534	0.436	0.721	0.992
每股净资产	3.463	3.609	4.270	5.440	5.961	6.520
每股经营现金净流	0.444	0.584	0.407	0.706	1.016	1.167
每股股利	0.080	0.050	0.170	0.174	0.200	0.220
回报率						
净资产收益率	7.38%	3.99%	12.50%	8.01%	12.09%	15.21%
总资产收益率	4.27%	2.20%	7.21%	4.85%	6.98%	8.31%
投入资本收益率	6.40%	4.30%	10.59%	7.41%	10.46%	12.40%
增长率						
主营业务收入增长率	-9.54%	-7.04%	70.19%	-0.37%	34.99%	31.80%
EBIT增长率	-37.70%	-21.23%	183.28%	-11.84%	57.37%	32.38%
净利润增长率	-43.15%	-38.87%	287.26%	-18.36%	65.44%	37.55%
总资产增长率	6.11%	18.75%	17.88%	21.49%	14.97%	15.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.0	67.9	48.4	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	153.3	175.4	135.1	197.0	178.0	175.0
应付账款周转天数	89.8	101.7	68.4	66.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	250.5	391.4	252.2	249.7	178.2	128.3
偿债能力						
净负债/股东权益	23.49%	30.61%	22.30%	18.47%	19.46%	24.24%
EBIT利息保障倍数	6.1	3.9	13.3	3.9	5.7	7.1
资产负债率	42.19%	44.94%	42.31%	39.49%	42.33%	45.36%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	196	114	463	379	626	862
少数股东损益	0	-6	0	0	0	0
非现金支出	227	291	363	364	429	461
非经营收益	23	37	38	102	113	126
营运资金变动	-106	44	-511	-232	-285	-435
经营活动现金净流	341	486	354	613	883	1,014
资本开支	-857	-961	-501	-1,152	-716	-867
投资	-99	-30	41	-9	-12	-10
其他	11	0	6	4	5	5
投资活动现金净流	-946	-991	-454	-1,157	-723	-872
股权筹资	0	301	20	790	0	-185
债权筹资	102	316	262	226	270	337
其他	-83	-177	-92	-264	-295	-321
筹资活动现金净流	20	440	190	751	-25	-169
现金净流量	-586	-65	88	208	135	-28

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	12	34	39	82
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.06	1.05	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402