

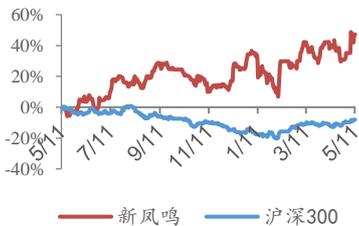
新凤鸣深度：行业供需改善弹性凸显，低成本扩张叠加一体化程度加深

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-05-14

收盘价（元）	14.93
近12个月最高/最低（元）	15.72/9.95
总股本（百万股）	1,525
流通股本（百万股）	1,525
5 流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	228
流通市值（亿元）	228

公司价格与沪深300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 涤纶长丝行业供需改善，产业链利润向两端集中

供给端：新增产能增速大幅放缓，行业竞争趋于理性。我国涤纶长丝产业稳居全球第一，产量占全球70%以上，炼化-芳烃-化纤-织造产业链完善。根据百川盈孚的数据显示，2023年涤纶长丝总产能为4316万吨。我国涤纶长丝行业已形成集中度较高的格局，涤纶长丝CR6目前已达到81.5%，集中度高。目前涤纶长丝投产高峰期已经结束，预测未来国内涤纶长丝产量将会有序扩张，预计2024年新增产能115万吨左右，2025年95万吨，增速较过去几年大幅放缓，供给格局改善明显。

需求端：下游需求刚性，看好2024下半年海内外需求共振。涤纶长丝下游制造行业相对分散，终端主要集中在服装和家纺领域，其中服装行业占涤纶长丝下游需求比重为52%，家纺行业占比33%，下游服装家纺需求偏刚性，增速稳定，预计金九银十将迎来国内需求旺季。同时，涤纶长丝是我国重要出口原料品种，尽管直接出口量占消费比值仅为10%左右，但更多的将通过下游织造产业链形成间接出口，2022年我国服装出口总额占全球份额的30%左右。2024年海外纺服有望迎来补库，涤纶长丝充分受益。

产业链：PX-PTA-聚酯盈利逐渐向两端集中。从未来几年的新增产能来看，民营炼化投产告一段落，聚酯端新增产能增长趋于理性，产业链两端供需趋于改善。PTA产能尽管有所收缩，但供应仍相对宽松。因此，我们认为产业链盈利将逐渐向两端集中，聚酯端将充分受益。

● 新凤鸣：规模及差异化率提升，成本优势显著

涤纶长丝：规模优势明显，产品结构不断优化。从毛利率水平来看，新凤鸣在涤纶长丝同业企业中处于前列。这得益于公司规模优势的扩大，产品结构的优化，差别化率的不断提升，以及精益的管理能力。

PTA：后发优势明显，新凤鸣成本领先。行业大部分新增PTA装置均采用INVISTA技术，技术的迭代带来单耗和综合能耗的下降，新装置有很明显的后发优势。公司目前拥有PTA 500万吨/年产能，原料单耗、综合能耗、吨投资均领先行业，成本优势明显。未来公司还规划540万吨PTA项目，届时公司PTA产能将达到1000万吨以上，为后续涤纶长丝的扩张提供充足的原料保障。

● 积极推动印尼炼化项目，布局炼化成长可期

2023年6月，新凤鸣发布公告，新凤鸣与桐昆股份拟共同设立泰昆石

化（印尼）有限公司，项目规模为 1600 万吨/年炼油，对二甲苯（PX）产能 520 万吨/年，乙烯 80 万吨/年。新凤鸣是唯一没有上游炼化一体化产业布局的企业，此次泰昆石化印尼炼化一体化项目有助于公司弥补产业链短板，对二甲苯（PX）、醋酸等产品运往中国后可作为公司的产品原料，加深一体化程度，稳定原料供应量及采购价格。目前该项目正在相关部门进行报批，远期投产后将提供充足的成长性。

● 投资建议

我们认为涤纶行业供给端改善，未来行业投产趋于理智，需求端来看，作为性价比高的化学纤维材料，涤纶长丝有望受益于国内外需求共振。新凤鸣的规模优势和成本控制在全行业保持领先，盈利情况超市场平均水平，未来成长空间广阔。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 18.32、22.93、27.32 亿元，对应 PE 分别为 12.47、9.96、8.36 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

项目建设不及预期；
 印尼项目未获得审批；
 产品及原料价格大幅波动；
 涤纶长丝、短纤及 PTA 行业竞争加剧；
 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	61469	66493	71458	76443
收入同比 (%)	21.0%	8.2%	7.5%	7.0%
归属母公司净利润	1086	1832	2293	2732
净利润同比 (%)	628.4%	68.7%	25.2%	19.2%
毛利率 (%)	5.8%	7.5%	8.0%	8.3%
ROE (%)	6.5%	9.8%	11.0%	11.6%
每股收益 (元)	0.72	1.20	1.50	1.79
P/E	19.72	12.47	9.96	8.36
P/B	1.29	1.23	1.09	0.97
EV/EBITDA	7.97	6.47	5.45	4.57

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 涤纶长丝行业供需改善，产业链利润向两端集中	5
1.1 供给端：新增产能增速大幅放缓，行业竞争趋于理性	6
1.2 需求端：下游需求刚性，看好 2024 下半年海内外需求共振	8
1.3 产业链：PX-PTA-聚酯盈利逐渐向两端集中	10
2 新凤鸣：规模及差异化率提升，成本优势显著	14
2.1 涤纶长丝：规模优势明显，产品结构不断优化	14
2.2 PTA：后发优势明显，新凤鸣成本领先	17
2.3 积极推进印尼北加炼化一体化项目，弥补产业链短板	18
3 盈利预测	19
风险提示：	20
财务报表与盈利预测	21

图表目录

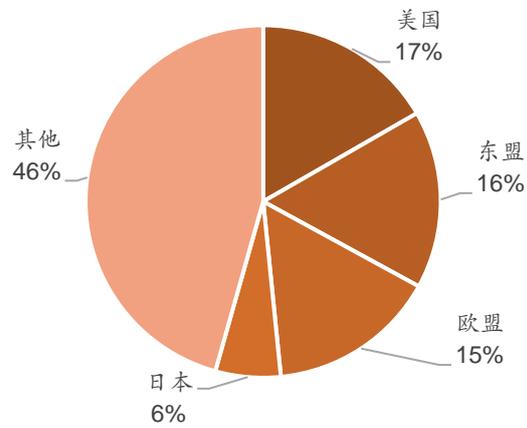
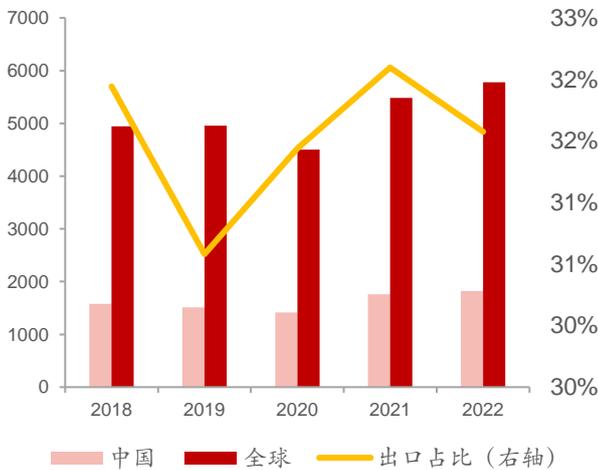
图表 1 我国纺织服装出口占比 (亿美元)	5
图表 2 中国服装出口国家占比	5
图表 3 化学纤维简介	5
图表 4 涤纶长丝历年产能情况	6
图表 5 涤纶长丝行业集中度 (单位: 万吨)	6
图表 6 涤纶长丝近两年产能情况	6
图表 7 涤纶长丝新增产能情况 (单位: 万吨/年)	7
图表 8 涤纶长丝退出产能 (单位: 万吨/年)	8
图表 9 涤纶长丝种类及相互关系	8
图表 10 涤纶长丝下游需求占比	8
图表 11 涤纶长丝库存情况 (单位: 万吨)	9
图表 12 织造企业开工率 (单位: %)	9
图表 13 涤纶长丝出口量	9
图表 14 涤纶长丝出口量占消费量情况	9
图表 15 中国纺织品服装出口额	10
图表 16 中国家纺出口额	10
图表 17 美国纺织品进口额	10
图表 18 美国服装行业库销比月度变化情况	10
图表 19 涤纶长丝完整产业链 (炼化环节选取典型流程)	11
图表 20 炼油炼化技术演变	11
图表 21 PX 进口依存度	12
图表 22 PX 市场供给格局	12
图表 23 PX 各流程图示	12
图表 24 亚洲 PX 各流程产能占比	12
图表 25 PX-MX 及 MX-石脑油价差图 (元/吨)	13
图表 26 PTA 产能与消费情况 (单位: 万吨/年)	13
图表 27 PTA 市场供给格局	13
图表 28 同业公司毛利率水平比较	14
图表 29 新凤鸣产能演变 (单位: 万吨/年)	15
图表 30 近年来新凤鸣投产项目统计	15
图表 31 桐昆股份 POY/FDY/DTY 毛利率情况	16
图表 32 新凤鸣 POY/FDY/DTY 毛利率情况	16
图表 33 桐昆股份产量结构	16
图表 34 新凤鸣产量结构	16
图表 35 近年来新凤鸣投产项目产品结构	16
图表 36 同业企业费用率 (三项费用总计) 比较	17
图表 37 PTA 项目具体情况比较	17
图表 38 PTA 同业企业毛利率比较	18
图表 39 项目股权结构	19
图表 40 关键假设	19

1 涤纶长丝行业供需改善，产业链利润向两端集中

我国是全球纺织产业链上游主要原料供应国家，也是全球最大的消费国。纺织业是我国国民经济的传统支柱型产业和重要的民生产业，且在国际间竞争优势明显。根据 WTO 数据，2022 年我国服装出口总额占全球份额的 30% 左右，主要出口美国、欧盟、东盟、日本等地。纺织服装产业链各环节主要包括原材料供应、纺纱、织布、印染、后整理、成衣生产、品牌管理等。其中，我国在大部分环节都占据领先地位，尤其是原材料供应环节，由于我国工业基础相对完善，上游原料制造业发达，聚集效应好，因此稳居世界之首。据中国纺织工业联合会数据，2013-2022 年，中国纤维加工总量从 4850 万吨提升到超 6000 万吨，占世界纤维加工总量 50% 以上。

图表 1 我国纺织服装出口占比 (亿美元)

图表 2 中国服装出口国家占比



资料来源: WTO, 华安证券研究所

资料来源: 海关总署, 华安证券研究所

化学纤维是用天然或合成的高聚物为原料，经过化学和机械方法加工制造出来的纺织纤维，包含合成纤维、无机纤维和再生纤维等种类。其中合成纤维是以石油、煤和天然气等为原料制成的化学纤维，是最重要的化学纤维品类，主要包含涤纶、锦纶、腈纶、维纶、丙纶等。我国化纤产量占全球 70% 以上，化纤约占我国纺织纤维加工总量的 85%。从品类来看，涤纶长丝是占比最大的品类。

图表 3 化学纤维简介

化学纤维种类	具体品种	性能	应用
合成纤维	涤纶	强度高，弹性好，抗皱性强	广泛用于普通服饰面料
	锦纶	具有良好的耐磨、耐寒、耐蛀、耐腐蚀、吸湿性能。锦纶织物具有质轻、防皱性优良、透气性好等特点	被广泛用于高端服饰面料及工业、产业等领域
	腈纶	强度高、质轻、防蛀、防霉	广泛用于普通服饰面料
	维纶	吸湿性能好	帆布、渔网、外科手术缝线
	丙纶	强度大，弹性好，耐腐蚀	工业滤布、工程土工布、汽车等工业领域
	氯纶	氯纶耐酸碱性强，难燃，还有良好的保暖性和耐光性	--

氨纶	弹性较好	内衣、运动服、紧身衣、牛仔裤、泳装和舞台服装等。
人造纤维	比较常见的是粘胶纤维，通常被称为人造棉、人造丝。性能与棉相似，易于染色，吸湿性能好。	适用于做内衣、外衣以及各种装饰织物

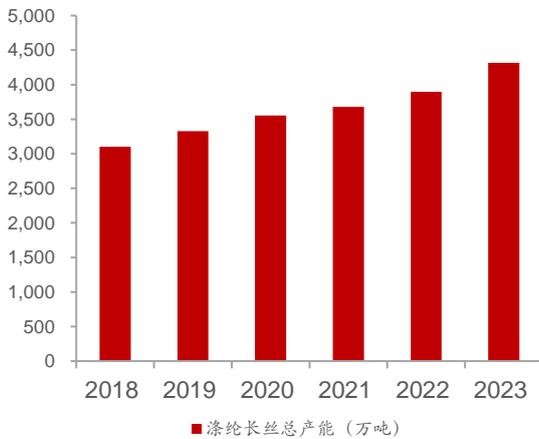
资料来源：台华新材招股书，华安证券研究所

我国涤纶长丝产业稳居全球第一，产量占全球 70% 以上，炼化-芳烃-化纤-织造产业链完善。涤纶长丝是合成纤维中的一个重要品种，是聚酯纤维的商品名称。凭借着其良好的强度和染色性能、耐磨性和耐久性等一系列优点，涤纶被广泛应用于衣用纤维和工业制品，是所有化学纤维中需求量最大的品类。纺织业常将涤纶与各种纤维混纺或交织，制成如棉涤、毛涤等产品。

1.1 供给端：新增产能增速大幅放缓，行业竞争趋于理性

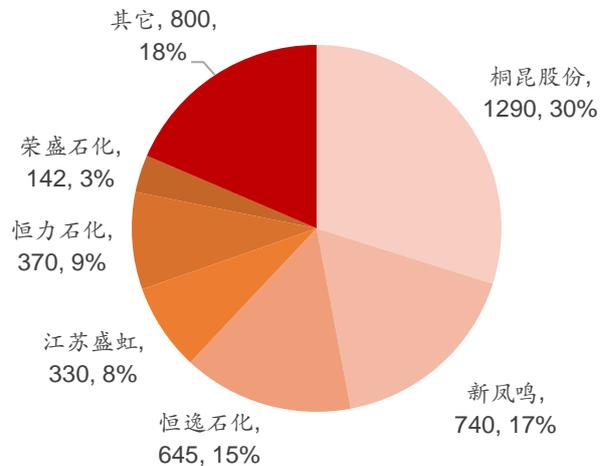
新增产能集中在头部企业，行业竞争趋于理性。根据百川盈孚的数据显示，2023 年涤纶长丝总产能为 4316 万吨，同比增长 10.75%，产量 3215 万吨，同比增长 13.58%。我国涤纶长丝行业已形成集中度较高的格局，涤纶长丝 CR 6（桐昆股份、新凤鸣、盛虹集团、恒逸石化、恒力石化、荣盛石化）目前已达到 81.5%，集中度高。

图表 4 涤纶长丝历年产能情况



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 5 涤纶长丝行业集中度 (单位: 万吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

产能向头部企业集中，行业集中度持续提升。从近两年产能新增情况来看，所有的新增产能均来自于 CR6 头部企业，且中小产能不断退出市场。在上轮产能高峰期中，中小企业逐渐退出，而头部企业逆势扩张，凭借规模优势、一体化优势、成本精益管控优势建立成本优势，行业集中度持续提升。

图表 6 涤纶长丝近两年产能情况

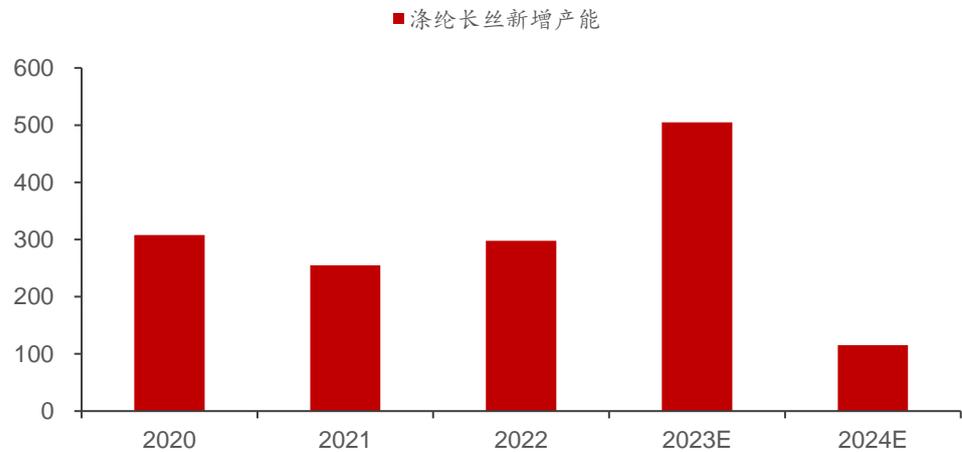
公司	新增产能 (万吨/年)
桐昆股份	300
新凤鸣	80

恒逸石化	20
恒力石化	25
东方盛虹	50
新疆宇欣	30
2023 年新增总计	505
桐昆股份	30
新凤鸣	40
荣盛石化	50
2024 年新增总计	120
新凤鸣	65
桐昆股份	30
2025 年新增总计	95

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

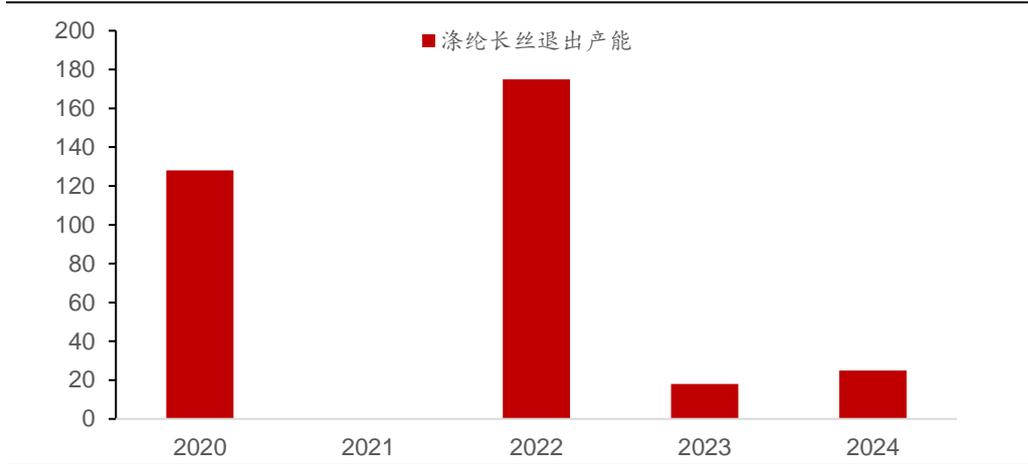
新增产能增速大幅放缓，供给端显著边际改善。近年来，国内涤纶长丝一直处于高产能阶段，2023 年更是产能迅猛增加的一年。根据百川盈孚的数据，全国 2023 年新增涤纶长丝产能 505 万吨，新增产能同比增长 69.5%。目前涤纶长丝投产高峰期已经结束，预测未来国内涤纶长丝产量将会有序扩张，预计 2024 年新增产能 115 万吨左右，2025 年 95 万吨，增速较过去几年大幅放缓，供给格局改善明显。

图表 7 涤纶长丝新增产能情况 (单位：万吨/年)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 8 涤纶长丝退出产能 (单位: 万吨/年)



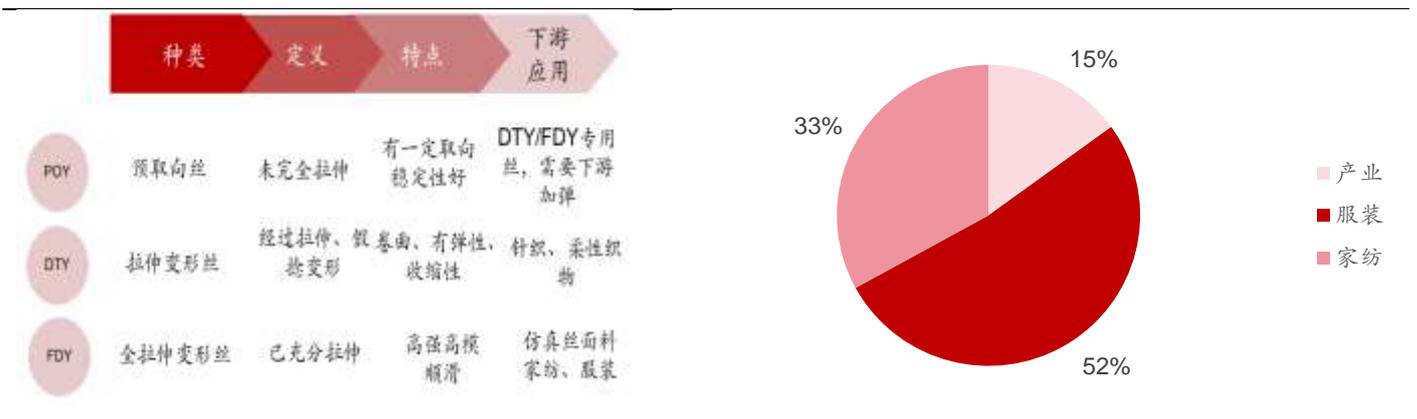
资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

1.2 需求端: 下游需求刚性, 看好 2024 下半年海内外需求共振

下游纺服家纺需求偏刚性, 增速稳定。涤纶长丝主要分为 POY、DTY 和 FDY 三种品类, 其中 POY 处于初级拉伸状态, 一般作为原丝使用。DTY 是指直纺长丝, 在 DTY 的制造过程中, POY 经过拉伸和热定型处理, 使其获得更高的强度和弹性。其具有良好的柔软性和耐久性, 适用于各种纺织品制造。FDY 是指全定向纱, 在其制造过程中聚酯原料经过更程度的拉伸和热定型处理, 使其具有更高的强度和更好的弹性。FDY 具有光滑的表面和良好的染色性能, 适用于高档纺织品制造, 涤纶长丝下游制造行业由于历史原因以及壁垒较低而相对分散, 终端主要集中在服装和家纺领域, 其中服装行业占涤纶长丝下游需求比重为 52%, 家纺行业占比 33%, 下游服装家纺需求偏刚性, 增速稳定。

图表 9 涤纶长丝种类及相互关系

图表 10 涤纶长丝下游需求占比



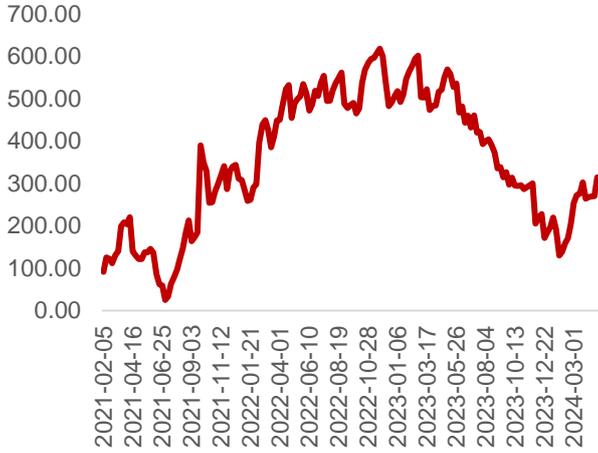
资料来源: 华安证券研究所整理

资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

国内需求拐点向上, 盈利弹性显现。2023 年下半年开始, 随着国内外消费旺季的到来, 织造企业开工率显著提升, 涤纶长丝库存量显著下降。根据百川盈孚的数据显示, 4 月 26 日最新涤纶长丝库存量为 314.32 万吨, 同比减少 42.97%, 达

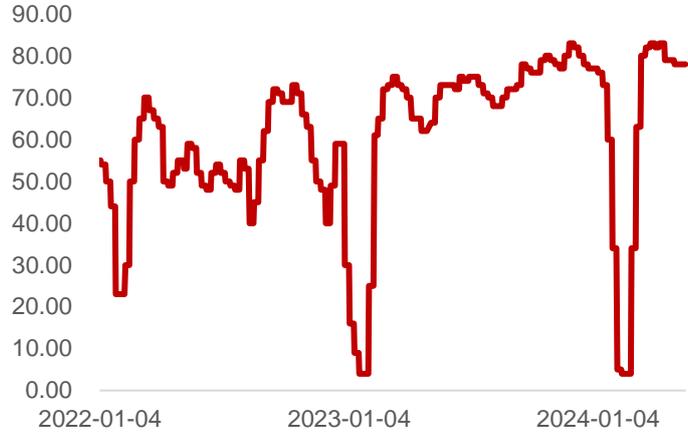
到近年来的低点，这表明市场对涤纶长丝的需求大幅增加使生产和销售之间的供需平衡得到改善；对于整个涤纶长丝行业来说，库存的减少有助于推动市场价格的稳定甚至上涨，提升行业的盈利能力，涤纶生产企业也面临着更多的订单和市场机会。

图表 11 涤纶长丝库存情况 (单位: 万吨)



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

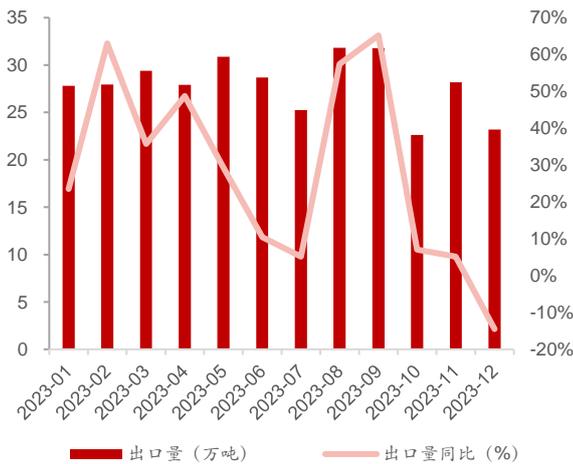
图表 12 织造企业开工率 (单位: %)



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

涤纶长丝是我国重要出口原料品种。涤纶长丝作为一种重要的纺织原料，在国际市场上广泛应用于纺织、服装、家居用品等领域。根据百川盈孚的数据显示，2023 年国内涤纶长丝出口量为 335.41 万吨，处于历史高位。2023 涤纶长丝直接出口量占消费比值为 10.46%，虽然涤纶长丝出口量占产量比率较低，但我国涤纶长丝出口方式分为直接出口和间接出口，在间接出口过程中，涤纶长丝会被制成布料服装等纺织品出口全球。根据海关总署的数据显示，我国 2023 年纺织品服装出口额为 1430.80 亿美元，主要出口国家为美国、日本、欧盟、东盟等，这表明我国涤纶长丝在国际市场上的需求持续旺盛。

图表 13 涤纶长丝出口量



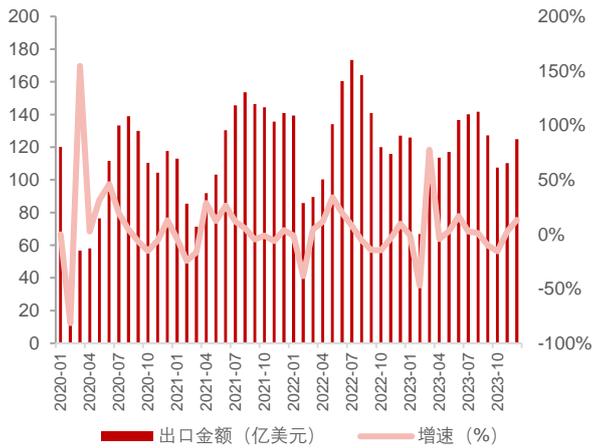
资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 14 涤纶长丝出口量占消费量情况



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 15 中国纺织品服装出口额



图表 16 中国家纺出口额



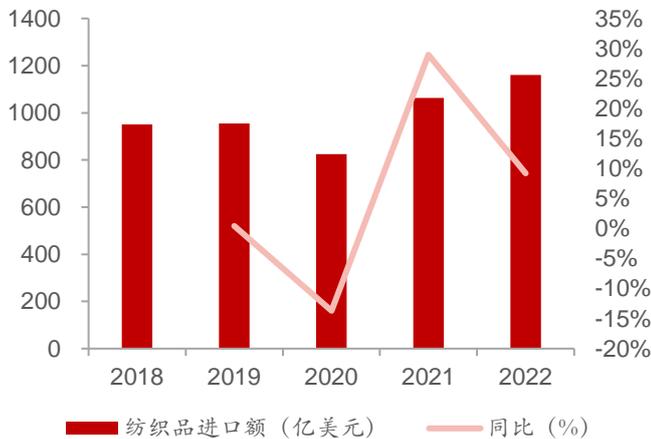
资料来源：海关总署，华安证券研究所

资料来源：海关总署，华安证券研究所

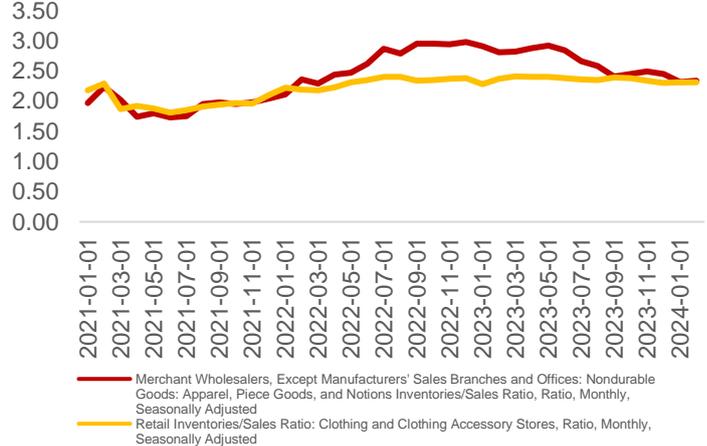
2024 年海外纺服有望迎来补库，涤纶长丝充分受益。

美国经济韧性强，库销比处于低位，有望迎来补库周期。美国是我国纺织品最大出口市场。美国纺织服装行业的零售额在疫情期间出现了较大幅度的下滑，其库存销售比也从 2.30-2.50 区间跃升至最高点 18.31，疫情过后，行业呈现着复苏趋势，服装服饰店零售额也在逐渐恢复。2022 年美国进口纺织品服装金额达到 1160.58 亿美元，同比增长 9.19%，处于历史高位。截至 2024 年 2 月，美国服装服饰店零售额已到达 264.62 亿美元，处于历史较高水平。与此同时，美国服装服饰店库销比处于历史偏低水平，有望在 2024 年迎来补库周期。

图表 17 美国纺织品进口额



图表 18 美国服装行业库销比月度变化情况



资料来源：FRED，华安证券研究所

资料来源：FRED，华安证券研究所

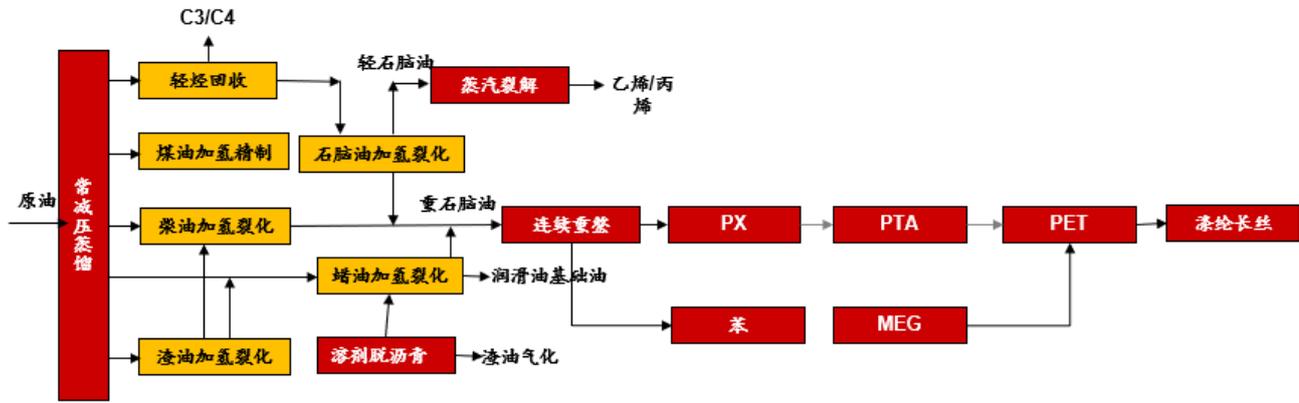
1.3 产业链：PX-PTA-聚酯盈利逐渐向两端集中

我国涤纶长丝上游产业链基础强。涤纶长丝产业链环节较多，产业链较长。无论是熔体直纺工艺还是切片纺丝工艺制备涤纶长丝，其原料均通过 PX-PTA (MEG)

-PET 路径得到。其中上游的 PX 原料主要来自于炼油炼化工艺。

近年来，炼油炼化技术逐渐演变，民营炼化降油增化、多产芳烃类产品为涤纶长丝生产提供原料。原油最大化生产化工原料总体上分为芳烃和低碳烯烃两条路线。对于以生产苯-甲苯-二甲苯 (BTX) 为主的工艺路线，渣油加氢裂化和溶剂脱沥青是核心技术；对于以生产低碳烯烃为主的工艺路线，催化裂解是核心技术。当前包括恒力石化、浙江石化都选择增加加氢裂化装置，最大化重石脑油出产并用于重整装置，同时放大重整装置规模，结果为多产芳烃，兼顾烯烃。随着民营炼化一体化装置的逐步投产，我国 PX 自给率得到了提升。截止 2023 年，PX 进口依存度已经下降到 22%。

图表 19 涤纶长丝完整产业链（炼化环节选取典型流程）



资料来源：华安证券研究所整理

图表 20 炼油炼化技术演变

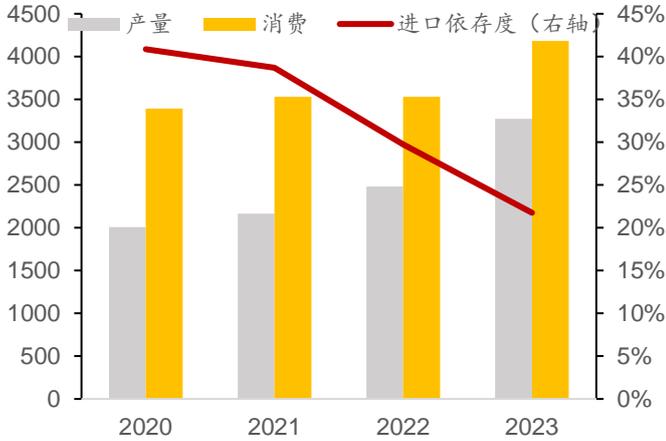
实践主体	工艺方案	石脑油收率	优缺点
传统炼厂	催化重整+蒸汽裂解	一体化 17%-20%， 非一体化 8%	油化比高
国内几家民营企业	催化重整+蒸汽裂解+渣油/蜡油/柴油加氢裂化	40%	为芳烃生产单元提供最大化的重石脑油原料
埃克森美孚	原油直接加氢裂化+蒸汽裂解	化工品收率 80%	对原料油轻质化要求高

资料来源：CNKI，华安证券研究所

PX 行业集中度相对较高，民营炼化成为主角。截止 2023 年底，PX 产能达到 4402 万吨，其中民营炼化占比达到 44.53%，近十年新增 PX 产能均由民营炼化贡献。其背后原因主要来源于民营炼化企业均是传统 PTA-聚酯领先企业，其上马大炼化的动力源于向上一体化延伸，以加强成本端的优势，并借此继续扩大 PTA 和聚酯端的规模优势。其持续的市场份额提升依靠一体化降本及规模优势。由于降油

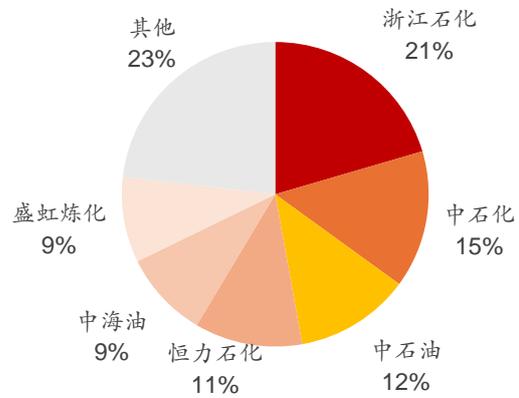
增化的趋势，炼厂倾向于多产烯烃并增大联产芳烃的重整装置为加氢裂化装置供氢，民营炼化企业自身也有扩产进一步扩大市占率的动力，因而近年来 PX 随着炼化产能增加进入产能扩张期。

图表 21 PX 进口依存度



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

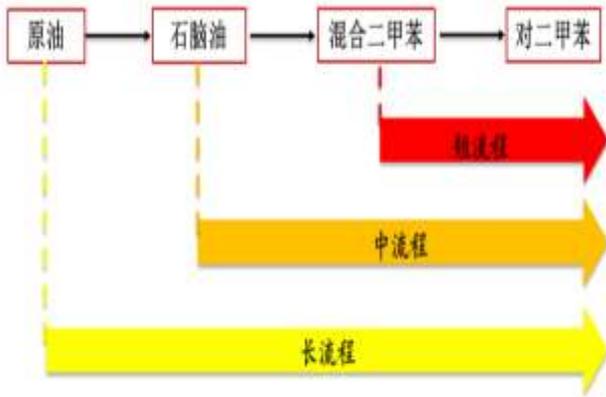
图表 22 PX 市场供给格局



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

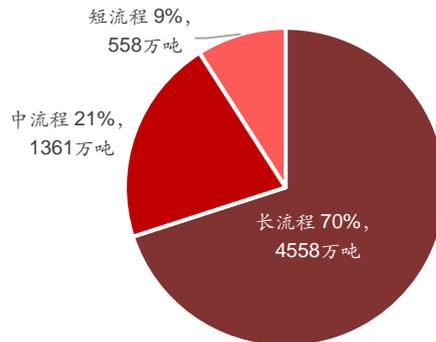
PX 分为中流程、短流程、长流程，实际是描绘了一体化的程度。近年来长流程比例增高，民营炼化以长流程为主，向上一体化的成本优势明显。目前亚洲 PX 装置中，中长流程占比 91%，短流程装置只占比 9%；中国中长流程 PX 装置占比达 94%，短流程仅占 6%。当前 PX-MX 价差持续较差，短流程很难盈利。中短流程维持盈利微薄，即使在中短流程全线亏损的情况下长流程能够依赖前端原油-石脑油盈利。

图表 23 PX 各流程图示



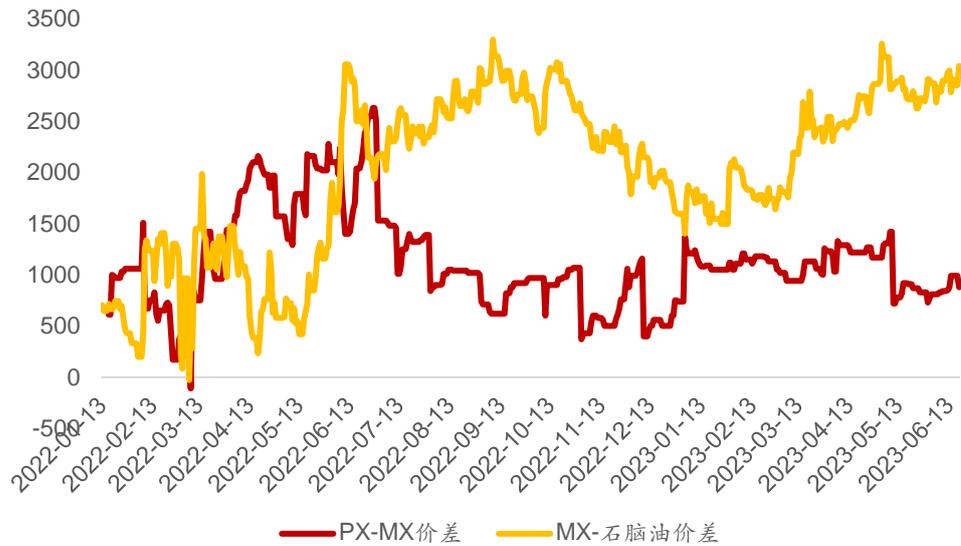
资料来源：华安证券研究所整理

图表 24 亚洲 PX 各流程产能占比



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

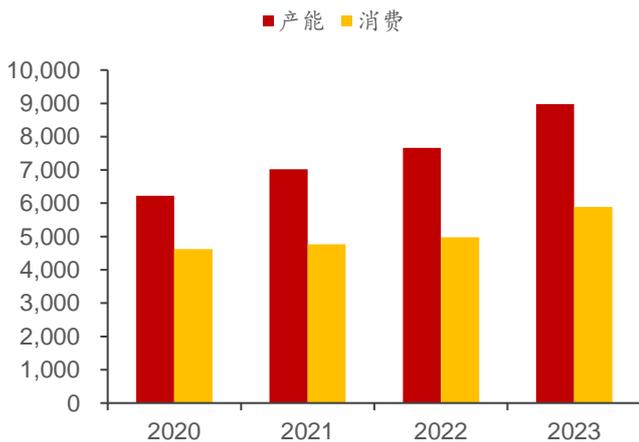
图表 25 PX-MX 及 MX-石脑油价差图 (元/吨)



资料来源: iFinD, Wind, 华安证券研究所

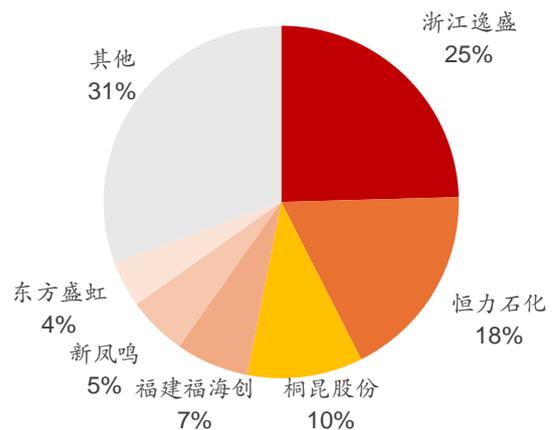
PTA 较 PX 更早实现国内自给, 2012 年以后即实现由进口转向出口, 企业扩产动力主要来自于下游聚酯企业向上一体化保证原料供应的诉求。随着近年来供给侧的持续扩张, PTA 的市场竞争日趋激烈。由于民营大炼化企业均是聚酯企业出身, 其规划的炼化项目均会凭借产业链优势配套 PTA-聚酯装置, 因而近年来市占率不断提升。同时, 行业新增装置几乎均为 PX-PTA-聚酯一体化的设计。除了民营大炼化这些企业上马 PTA, 其余没有办法上 PX 装置的聚酯企业 (如福建百宏、新凤鸣) 也会向上延伸产业链增加 PTA 装置, 这也使得 PTA 的供给端扩产较多。随着供给增加, PTA 成本端的竞争也趋于白热化, 行业加工费微薄。行业核心成本竞争力在于技术迭代和规模优势, 中小企业将持续出清。

图表 26 PTA 产能与消费情况 (单位: 万吨/年)



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

图表 27 PTA 市场供给格局



资料来源: 百川盈孚, 华安证券研究所

PX-PTA-聚酯盈利逐渐向两端集中。从未来几年的新增产能来看, 民营炼化投产告一段落, 聚酯端新增产能增长趋于理性, 产业链两端供需趋于改善。PTA 产能尽管有所收缩, 预计 2024 年/2025 年仍将新增 690 万吨/1220 万吨, 同比增长 7.7%/12.63%, 供应相对宽松。因此, 我们认为产业链盈利将逐渐向两端集中, 聚

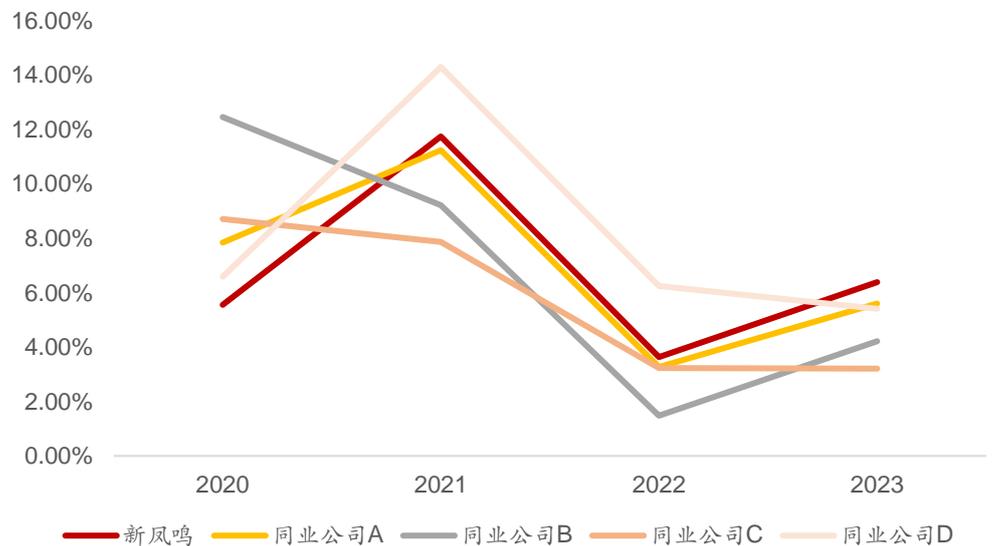
酯端将充分受益。

2 新凤鸣：规模及差异化率提升，成本优势显著

2.1 涤纶长丝：规模优势明显，产品结构不断优化

新凤鸣盈利能力领先行业。从毛利率水平来看，新凤鸣在涤纶长丝同业企业中处于前列。这得益于公司规模优势的扩大，产品结构的优化，差异化率的不断提升，以及精益的管理能力。

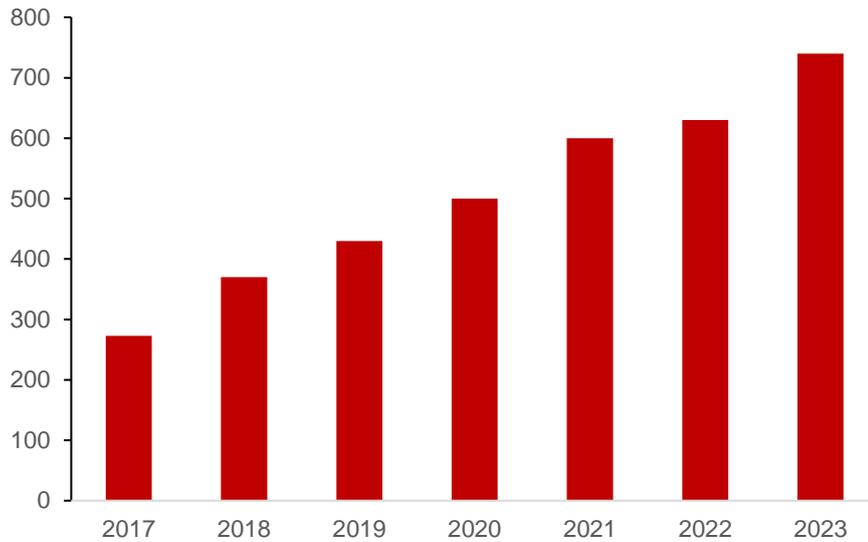
图表 28 同业公司毛利率水平比较



注：新凤鸣为涤纶长丝综合毛利率数据，其余公司为化纤行业综合毛利率数据
资料来源：Wind，华安证券研究所

优势一：低成本扩张，规模优势逐步凸显。新凤鸣深耕行业，依赖成本优势低成本扩张，目前产能 740 万吨/年，已成为国内涤纶长丝产能规模第二的企业，仅次于桐昆股份，规模优势凸显，有助于摊薄公用工程等成本。2024 年 1 月 9 日，公司公告拟投资约 200 亿元规划年产 250 万吨差别化聚酯纤维材料、10 万吨聚酯膜材料项目，项目将逐步实施，规模优势继续扩大。

图表 29 新凤鸣产能演变 (单位: 万吨/年)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

优势二: 产品差异化率快速提升。多年以前, 国内涤纶长丝呈现出品种单一, 产品同质化严重的问题, 而随着服装、家纺面料需求的多元化, 差异化品种是大势所趋。为提高涤纶长丝产品的差异化率, 相关协会予以了积极的引导。2016年9月, 中国化学纤维工业协会发布《化纤工业“十三五”发展指导意见》, 提出了“十三五”期间纺织工业科技进步的重点任务, 明确提出化学纤维十三五发展目标: 到2020年, 化纤差别化率提高到65%。

同时, 随着头部企业生产技术的不断提高, 开发出多种多样的差别化长丝品种。而由于这些差别化品类的附加值相对较高, 竞争压力较小, 提高产品差异化率成为提升公司盈利能力的关键。从公司近年来投产项目的统计来看, 公司新建项目大多为功能性、差别化品种, 产品矩阵不断丰富。

图表 30 近年来新凤鸣投产项目统计

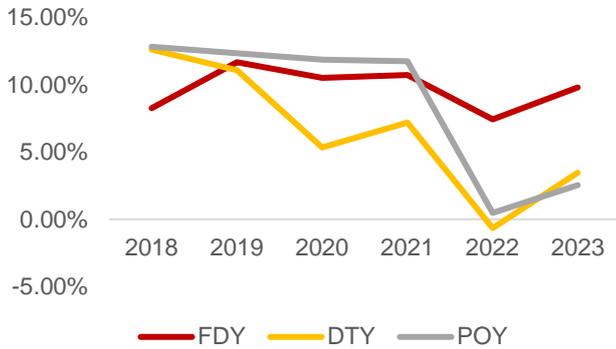
投产时间	主体	项目
Nov-19	中跃化纤	年产 56 万吨差别化功能性纤维新材料项目
Nov-20	中益化纤	年产 60 万吨智能化、低碳差别化纤维项目
Apr-21	中跃化纤	年产 30 万吨差别化、功能性纤维新材料项目
Jul-21	独山能源	年产 60 万吨智能化、功能性差别化聚酯纤维项目
Feb-22	独山能源	年产 30 万吨智能化、功能性差别化聚酯纤维项目
Feb-23	中磊化纤	年产 30 万吨超仿真差别化纤维项目
Feb-23	江苏新拓	年产 36 万吨低碳环保新材料智能制造项目
Aug-23	江苏新拓	年产 60 万吨差别化功能性纤维项目一期

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

优势三: 公司积极调整优化产品结构, 提升盈利稳定性。从各品种盈利情况来看, 近两年, FDY 相对较高, POY 及 DTY 由于 POY 以及下游加弹快速投产的原因整体毛利率呈现下行态势, 近两年 DTY 略高于 POY。新凤鸣在努力提升产品差别化率的前提下积极调整产品结构, 提升盈利稳定性。我们选取了公司新规划项目

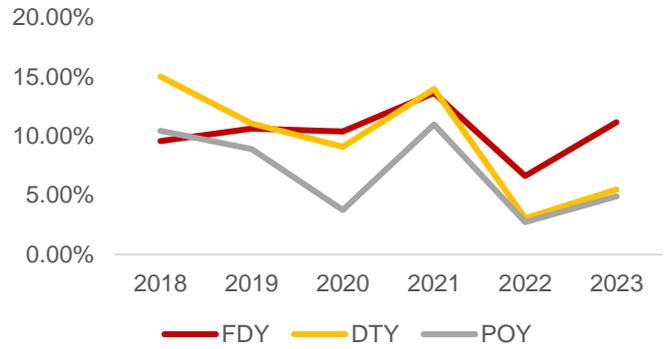
的产品结构规划, 公司 FDY 和 DTY 产品占比提高, 未来公司产品结构将得到进一步的优化。

图表 31 桐昆股份 POY/FDY/DTY 毛利率情况



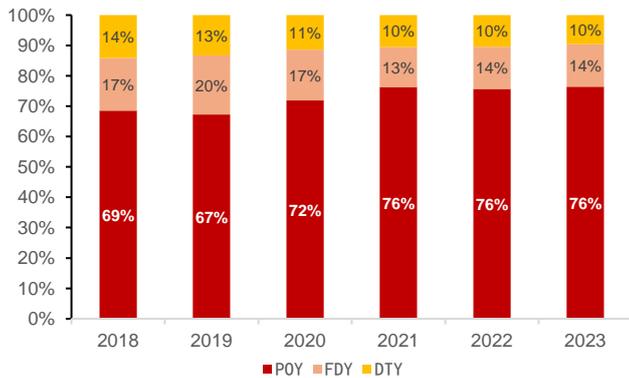
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 32 新凤鸣 POY/FDY/DTY 毛利率情况



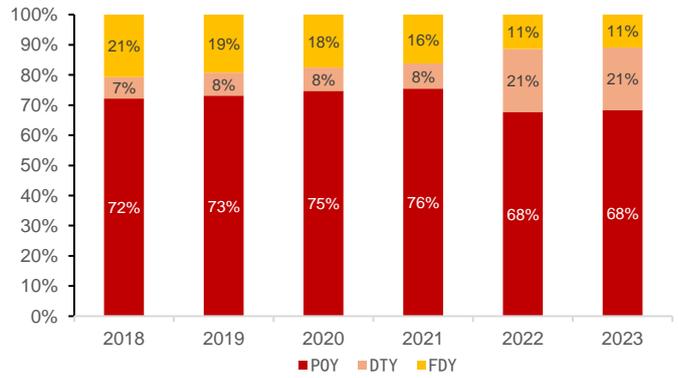
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 33 桐昆股份产量结构



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 34 新凤鸣产量结构



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

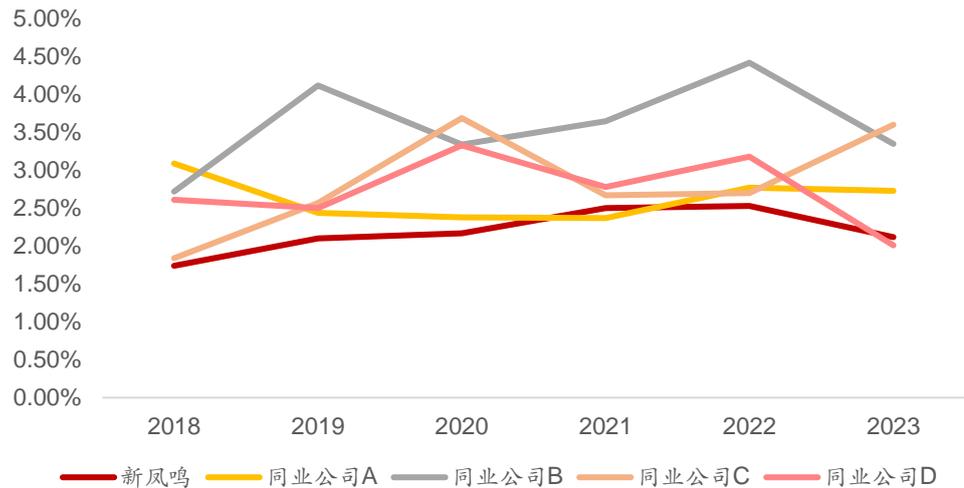
图表 35 近年来新凤鸣投产项目产品结构

	江苏新拓年产 60 万吨差别化功能性纤维项目	江苏新拓年产 36 万吨低碳环保新材料及年产 12 万吨功能性纤维扩建项目
投产时间	2023.8 一期投产	2023.2 投产
POY	36	17
FDY	8	9
DTY	16	7
POY 百分比	60%	52%
FDY 百分比	13%	27%
DTY 百分比	27%	21%

资料来源: 公司环评报告, 华安证券研究所

优势四: 费用端持续降本增效。从行业同业公司来看, 新凤鸣三费维持较低水平, 体现了公司卓越的费用管理能力。

图表 36 同业企业费用率 (三项费用总计) 比较



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2.2 PTA：后发优势明显，新凤鸣成本领先

从技术角度来看，除新凤鸣独山能源一期、二期使用 BP 的技术授权之外，新增 PTA 装置均采用 INVISTA 技术，技术的迭代带来单耗和综合能耗的下降，新装置有很明显的后发优势。领先企业能够靠新增装置来自我迭代，降低平均成本。从规模角度来看，由于新增装置均是头部企业，前期公用工程等完善，新增装置的边际投资成本极低，同时能够通过新增装置来降低公用工程的分摊成本。

公司目前拥有 PTA 500 万吨/年产能，原料单耗、综合能耗、吨投资均领先行业，成本优势明显。未来公司还规划 540 万吨 PTA 项目，届时公司 PTA 产能将达到 1000 万吨以上，为后续涤纶长丝的扩张提供充足的原料保障。

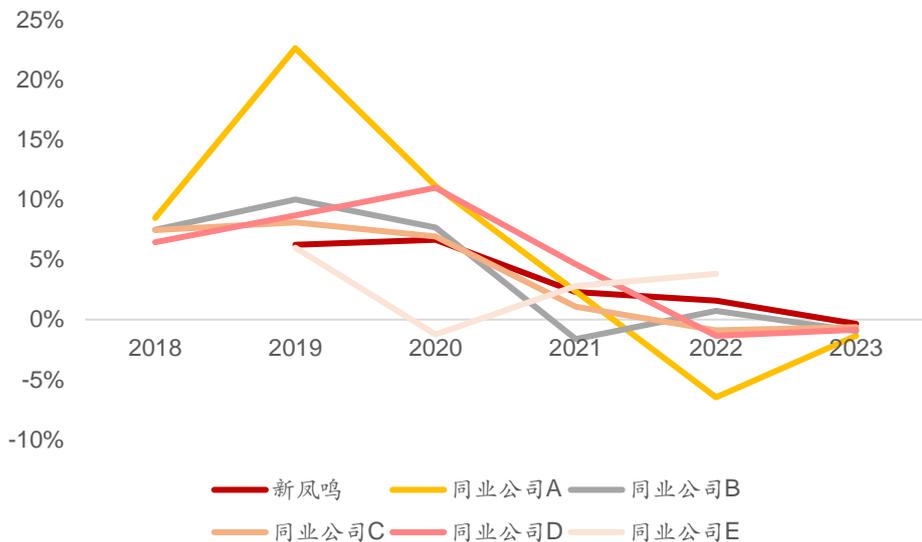
图表 37 PTA 项目具体情况比较

项目	投产时间	规模 (万吨/年)	技术标准	建设吨投资 (万元/吨)	原料消耗		
					PX 消耗 (kg/tPTA)	综合能耗 (千克标油/tPTA)	醋酸消耗 (kg/tPTA)
嘉兴石化一期	2012	180	INVISTA-P7	0.233	654.45	90	35.8
嘉兴石化二期	2017 年底	220	INVISTA-P8	0.138	652	60	33
嘉通能源一期	2024	500	INVISTA-P8+	/	648	54.68	28

独山能源一期	2019 年底	220	BP	0.182	652	63	34.84
独山能源二期	2020Q3	220	BP	0.145	649	33	32
独山能源三期 (综合)	/	540	INVISTA-P8++	0.099	648	54.58	28
恒力石化#5	2020Q2	250	INVISTA-P8	0.119	650	89.8	29
恒力石化 (惠州)	2023Q3	500	INVISTA-P8	0.23	/	/	/

资料来源：环评公告，华安证券研究所

图表 38 PTA 同业企业毛利率比较



资料来源：Wind，华安证券研究所

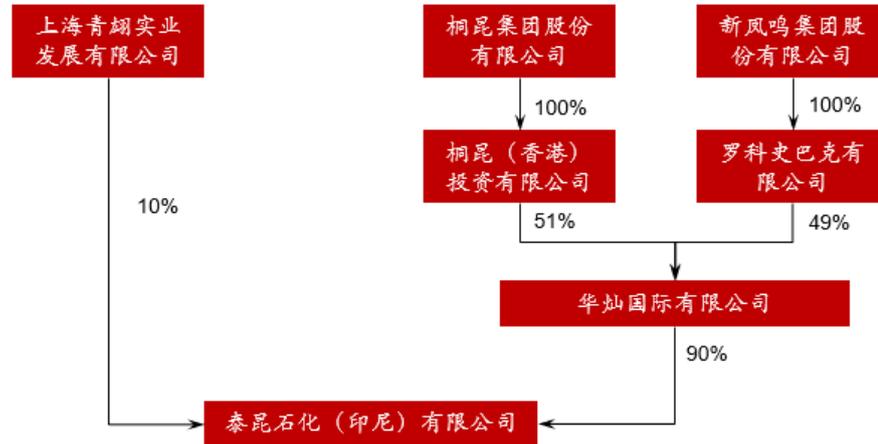
2.3 积极推进印尼北加炼化一体化项目，弥补产业链短板

2023 年 6 月，新凤鸣发布公告，新凤鸣与桐昆股份拟共同设立泰昆石化（印尼）有限公司，其中桐昆股份最终持股 45.9%，新凤鸣最终持股 44.1%，上海青翔实业持股 10%。泰昆石化（印尼）有限公司将作为实施主体投资建设印尼北加炼化一体化项目。项目选址于印度尼西亚北加里曼丹省北加里曼丹工业园区，项目占地 898 公顷（其中炼化项目 773 公顷、光伏发电 125 公顷），报批总投资 86.24 亿美元。

项目建设内容包括炼油及芳烃工艺装置、乙烯及下游装置和相关配套设施。项目规模为 1600 万吨/年炼油，对二甲苯（PX）产能 520 万吨/年，乙烯 80 万吨/年。规划产品包括成品油 430 万吨/年、对二甲苯（PX）485 万吨/年、醋酸 52 万吨/年、

苯 170 万吨/年、硫磺 45 万吨/年、丙烷 70 万吨/年、正丁烷 72 万吨/年、聚乙烯 FDPE50 万吨/年、EVA (光伏级) 37 万吨/年、聚丙烯 24 万吨/年等。其中，成品油、硫磺等 467 万吨/年由印尼国内市场消化，对二甲苯、醋酸、苯、丙烷等 847 万吨/年由中国国内市场消化、聚乙烯 FDPE、EVA、聚丙烯等 118 万吨/年由中国、印尼及东盟市场共同消化。

图表 39 项目股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

新凤鸣是唯一没有上游炼化一体化产业布局的企业，此次泰昆石化印尼炼化一体化项目有助于公司弥补产业链短板，对二甲苯 (PX)、醋酸等产品运往中国后可作为公司的产品原料，加深一体化程度，稳定原料供应量及采购价格。目前该项目正在相关部门进行报批，远期投产后将提供充足的成长性。

3 盈利预测

我们对公司主要盈利假设如下：

2024-2026 年公司相关产能根据百川盈孚统计的产能规划进行假设，产量根据预计投产时间预计。2024-2026 涤纶长丝供需改善，预计价格小幅提升，叠加成本优势扩大，毛利率稳中有升；短纤和 PTA 价格预计维持稳定，短纤毛利率维持稳定，PTA 规模优势扩大，毛利率稳中有升。

图表 40 关键假设

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
涤纶长丝							
产能 (万吨)	500.00	600.00	630.00	740.00	805.00	830.00	870.00
产量 (万吨)	455.83	544.14	573.47	680.10	708.40	763.60	800.40
销量 (万吨)	453.01	535.12	569.17	681.56	708.4	763.6	800.4
均价 (不含税, 元)	5189.03	6868.90	7325.45	7170.47	7477.88	7522.12	7566.37
毛利率	5.56%	11.74%	3.63%	6.39%	8.40%	8.94%	9.47%
涤纶短纤							

产能 (万吨)		60	90	120	120	120	120
产量 (万吨)		1.84	51.23	117.31	120	120	120
销量 (万吨)		0.67	46.8	116.62	120	120	120
均价 (不含税, 元)		5930.33	6761.79	6523.72	6637.17	6637.17	6637.17
毛利率		-3.19%	2.13%	2.37%	2.32%	2.32%	2.32%
PTA							
产能 (万吨)	440	440	440	440	440	710	980
产量 (万吨) -外销	166.13	97.27	33.86	49.07	35.576	50.104	90.456
销量 (万吨) -外销	164.04	95.37	36.88	49.43	35.576	50.104	90.456
均价 (不含税, 元)	4350.44	5496.46	6351.33	6031.86	6093.81	6093.81	6093.81
毛利率	6.7%	2.3%	1.6%	-0.4%	2.8%	3.0%	3.1%

资料来源：华安证券研究所整理

我们认为涤纶行业供给端改善，未来行业投产趋于理智，需求端来看，作为性价比高的化学纤维材料，涤纶长丝有望受益于国内外需求共振。新凤鸣的规模优势和成本控制在全行业保持领先，盈利情况超市场平均水平，未来成长空间广阔。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 18.32、22.93、27.32 亿元，对应 PE 分别为 12.47、9.96、8.36 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：

项目建设不及预期；
 印尼项目未获得审批；
 产品及原料价格大幅波动；
 涤纶长丝、短纤及 PTA 行业竞争加剧；
 宏观经济下行。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	14549	16612	20272	23952	
现金	8111	9642	13124	16422	
应收账款	965	864	954	1071	
其他应收款	143	77	92	122	
预付账款	354	544	553	546	
存货	4309	4734	4987	5308	
其他流动资产	667	749	564	482	
非流动资产	30591	32628	34013	34794	
长期投资	374	465	530	597	
固定资产	25016	27165	28926	30322	
无形资产	1737	1907	1997	2081	
其他非流动资产	3464	3091	2561	1795	
资产总计	45140	49240	54286	58746	
流动负债	16786	18672	20556	21788	
短期借款	9202	10708	12213	13454	
应付账款	2633	3206	3333	3464	
其他流动负债	4951	4759	5010	4870	
非流动负债	11557	11942	12812	13377	
长期借款	7879	8555	9231	9857	
其他非流动负债	3677	3386	3581	3520	
负债合计	28343	30614	33368	35164	
少数股东权益	1	1	1	1	
股本	1529	1529	1529	1529	
资本公积	5710	5710	5710	5710	
留存收益	9556	11385	13677	16341	
归属母公司股东权益	16796	18624	20916	23580	
负债和股东权益	45140	49240	54286	58746	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3659	6249	6554	7684	
净利润	1086	1832	2293	2732	
折旧摊销	2858	3074	3436	3795	
财务费用	794	937	1036	1128	
投资损失	-46	-24	-31	-34	
营运资金变动	-1040	359	-57	64	
其他经营现金流	2133	1545	2227	2668	
投资活动现金流	-3422	-5155	-4684	-4552	
资本支出	-3277	-4941	-4785	-4860	
长期投资	14	-92	-65	-60	
其他投资现金流	-159	-123	165	369	
筹资活动现金流	565	437	1612	166	
短期借款	711	1506	1506	1241	
长期借款	524	676	676	625	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-3	0	0	0	
其他筹资现金流	-666	-1744	-570	-1700	
现金净增加额	862	1531	3481	3298	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	61469	66493	71458	76443	
营业成本	57881	61513	65771	70083	
营业税金及附加	176	152	165	190	
销售费用	101	109	118	126	
管理费用	693	795	859	898	
财务费用	510	876	957	1008	
资产减值损失	-83	0	0	0	
公允价值变动收益	40	0	0	0	
投资净收益	33	24	31	34	
营业利润	1116	1933	2422	2900	
营业外收入	61	58	64	61	
营业外支出	3	10	7	7	
利润总额	1174	1981	2479	2954	
所得税	88	149	186	222	
净利润	1086	1832	2293	2732	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	1086	1832	2293	2732	
EBITDA	4412	5642	6525	7405	
EPS (元)	0.72	1.20	1.50	1.79	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	21.0%	8.2%	7.5%	7.0%
营业利润	310.7%	73.2%	25.3%	19.7%
归属于母公司净利	628.4%	68.7%	25.2%	19.2%
获利能力				
毛利率 (%)	5.8%	7.5%	8.0%	8.3%
净利率 (%)	1.8%	2.8%	3.2%	3.6%
ROE (%)	6.5%	9.8%	11.0%	11.6%
ROIC (%)	3.7%	5.7%	6.1%	6.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	62.8%	62.2%	61.5%	59.9%
净负债比率 (%)	168.7%	164.4%	159.5%	149.1%
流动比率	0.87	0.89	0.99	1.10
速动比率	0.59	0.61	0.72	0.83
营运能力				
总资产周转率	1.36	1.35	1.32	1.30
应收账款周转率	63.69	76.93	74.92	71.35
应付账款周转率	21.98	19.19	19.73	20.23
每股指标 (元)				
每股收益	0.72	1.20	1.50	1.79
每股经营现金流	2.39	4.09	4.28	5.02
每股净资产	10.98	12.18	13.68	15.42
估值比率				
P/E	19.72	12.47	9.96	8.36
P/B	1.29	1.23	1.09	0.97
EV/EBITDA	7.97	6.47	5.45	4.57

资料来源:公司公告, 华安证券研究

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。