

行业深度

化学纤维

行业量变到质变，竞争格局改善有望提振利润

涤纶长丝行业深度

2024年08月09日

评级 领先大市

评级变动: 首次

行业涨跌幅比较



周策 分析师

执业证书编号:S0530519020001
zhouce67@hncshasing.com

相关报告

- 1 2024年基础化工策略报告：行业底部复苏，重视供需格局 2024-01-03
- 2 2023年基础化工策略报告：行业严冬褪去，静待企业花开 2023-01-03
- 3 财信证券湘股化工行业专题报告：上游原材料高景气，化工业绩表现亮眼 2022-09-21

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
桐昆股份	0.33	39.45	1.12	11.62	1.78	7.33	买入
新凤鸣	0.71	17.72	1.40	9.04	1.94	6.49	增持

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 国内涤纶行业经过30多年的迅猛发展，技术、工艺已趋成熟，产业水平和规模已领先全球。涤纶丝以其低廉的价格成为化纤品类中的主导，2023年涤纶长丝、涤纶短纤的用量占到全部化纤用量的70%以上。目前我国涤纶长丝已形成较为集中的行业格局，且行业集中度不断提升。涤纶长丝CR6目前已达到81.5%，相比2017年提升了41.5%。在经历了过去龙头企业快速扩产，行业集中度大幅提升后，产业链溢价能力已经实现质的提升。龙头企业的综合竞争力已经与中小企业拉开较大差距，行业竞争将进入寡头竞争阶段。行业未来有望进入行业产能有序扩张的时期，新增产能规模逐渐下降，行业利润向上修复。
- 涤纶长丝行业竞争格局改善基于三方面原因：1) 过去20多年，涤纶长丝市场竞争非常激烈，行业鲜有超额利润，长期利润水平相对较低。加上涤纶长丝下游行业需求波动较小，涤纶长丝的长期回报率较为平稳，对短期资本和潜在竞争者的吸引力不高，反而为行业竞争格局的逐渐改善提供了稳定的环境，避免了行业竞争环境恶化。2) 近些年涤纶长丝行业资本开支门槛的不断提高成为小企业难以跨越的障碍，中小企业由于规模劣势下成本较高、资本开支投入不足，难以适应市场变化和满足环保要求，最终只能离场。3) 近年来涤纶行业龙头企业主动布局，加速了行业的整合和升级。2017年以来，龙头公司一方面延展产业链，实现原材料的自给自足；另一方面快速扩张涤纶长丝产能，抢占存量市场，建立产业链上的议价能力。
- 市场集中度的提升意义最终需要在利润水平上兑现。对比市场集中度较高染料和钛白粉行业来说，涤纶长丝的毛利率相对较低。在2016年-2023年期间，染料和钛白粉行业龙头企业的毛利率水平基本维持在15-45%的高水平，而涤纶龙头企业的毛利率水平大部分时间低于10%。在经历过去几年行业竞争格局的改善，涤纶长丝的利润水平有望向高集中度行业的水平靠近。
- 2010-2023年我国涤纶长丝表观消费量从1565万吨增长至3748万吨，年均复合增速为6.94%，整体增速高于化学纤维行业增速，行业用量占比不断提升。涤纶长丝相对低廉的生产成本以及改性涤纶使用场景的扩大成为保障涤纶长丝未来需求长期增长的重要动力。

- **投资建议。**随着行业集中度实现了质的提升，行业龙头企业在产业链上的议价能力逐步提升，企业的竞争策略将逐渐从保市场份额转变为保行业利润。龙头企业在过去几年不断的资本扩张强化了一体化优势，在行业景气上行阶段企业将展现出更强的业绩弹性，给予行业“领先大市”评级，建议关注：桐昆股份、新凤鸣。
- **风险提示：**受全球经济大环境影响，下游需求不及预期；原油价格出现大幅波动，扰动产业链利润水平；头部企业竞争策略变动，行业陷入新一轮价格竞争中。

内容目录

1 涤纶行业的快速发展	5
1.1 涤纶是第一大化纤材料.....	5
1.2 市场集中度快速提升.....	6
2 行业多方原因助力竞争格局改善	7
2.1 行业利润波动小，超额利润低.....	7
2.2 长期回报率相对平稳.....	8
2.3 行业资本开支门槛提升，小企业逐渐被淘汰.....	10
2.4 行业龙头主动整合格局.....	11
3 相比其他集中高的市场，涤纶利润水平有提升空间	12
4 长期需求持续增长	14
4.1 消费量稳步提升.....	14
4.2 产量增速高于整体纤维增速.....	14
5 投资建议	17
5.1 桐昆股份.....	17
5.2 新凤鸣.....	17
6 风险提示	17

图表目录

图 1：2019-2023 年主流化纤丝有效产能（万吨）.....	6
图 2：2019-2023 年主流化纤丝总产量（万吨）.....	6
图 3：2014-2023 年涤纶长丝与化学纤维产量（万吨）.....	6
图 4：2023 年涤纶长丝竞争格局.....	6
图 5：涤纶长丝行业新增产能.....	7
图 6：2023 年各企业新增产能.....	7
图 7：涤纶长丝加工价差数据.....	8
图 8：行业毛利率水平测算数据.....	8
图 9：2014-2023 年涤纶长丝 CR3 的 ROE 水平（%）.....	8
图 10：2014-2023 年涤纶长丝 CR3 的毛利率水平（%）.....	8
图 11：2014-2023 年期间不同行业 ROE 方差和毛利率方差对比.....	9
图 12：2014-2024 年 PX-PTA-POY 产业链各环节价差情况.....	9
图 13：构建固定、无形和长期资产支付的现金.....	10
图 14：涤纶企业产业链一体化路径.....	11
图 15：2014-2023 年染料行业龙头企业 ROE（%）.....	13
图 16：2014-2023 年钛白粉龙头企业 ROE（%）.....	13
图 17：2014-2023 年染料行业龙头企业销售毛利率（%）.....	13
图 18：2014-2023 年钛白粉龙头企业销售毛利率（%）.....	13
图 19：2014-2023 年涤纶行业龙头企业 ROE.....	13
图 20：2014-2023 年涤纶行业龙头企业销售毛利率.....	13
图 21：涤纶长丝 2010-2023 年表观消费量（万吨）变化及均价（元/吨）变化.....	14
图 22：涤纶长丝 2017-2023 年涤纶长丝产量（万吨）及增速（%）.....	15
图 23：2014-2023 年主流化纤产量对比（万吨）.....	15
图 24：主流化纤 2017-2023 年国内产量复合增速（%）.....	15

图 25：主流化纤价格走势（元/吨） 16

表 1：涤纶长丝投资门槛上升..... 10

1 涤纶行业的快速发展

国内聚酯涤纶行业经过 30 多年的迅猛发展，技术、工艺已趋成熟，产业水平和规模已领先全球。回顾聚酯涤纶过去 30 多年的发展历程，行业经历了三个发展阶段，20 世纪 90 年代，沿海地区民营资本进入化纤行业，国民需求的快速增长推动了聚酯涤纶市场的发展壮大。但上游原材料 PX 和 PTA 基本掌握在日韩手中，产业链利润大部分被上游拿走。2011 年开始，国内 PTA 技术日渐成熟，叠加棉花价格大幅上涨同时带动了涤纶需求的增长，民营企业开始加大资本开支投资 PTA 产能，国内 PTA 的自给率快速上升，但随着供应的大幅增加，PTA 环节的利润被压缩。2015 年政策放开石油炼化市场，化纤产业链上的民企开始向上游延伸，一方面为了完善 PX-PTA-PET 整条产业链，另一方面也希望能分享到炼化行业的政策红利，国内进入炼化产能和 PX 产能建设高峰期。随着 2019 年恒力石化和浙江石化陆续投产，行业进入产业链一体化阶段。

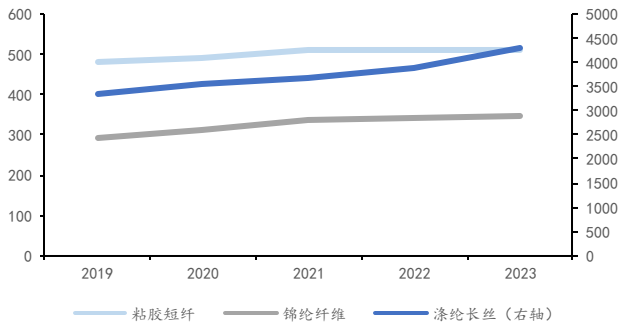
现阶段，产业链龙头企业已完成一体化布局，重要原材料基本可以实现自给自足。产业链的发展从向上延伸转变为向下延伸，各大龙头企业在各自细分赛道上抢占市场。而聚酯涤纶环节已率先完成市场集中度的提升，绝大部分市场掌握在 3-4 家头部企业手中。龙头企业已经完善自身产业链供需结构，与中小涤纶企业的差距被进一步拉大。在强者恒强的铁律之下，中小涤纶长丝企业想实现对龙头企业的追赶已经非常困难。

1.1 涤纶是第一大化纤材料

化纤材料因其较高的经济效益，在过去几十年逐步取代天然纤维成为下游纺织服装行业最主要的原材料，2023 年我国化学纤维已占国内纺织纤维用量的约 85%。而涤纶丝以其低廉的价格成为化纤品类中的主导，涤纶长丝、涤纶短纤的用量占到全部化纤用量的 70% 以上。

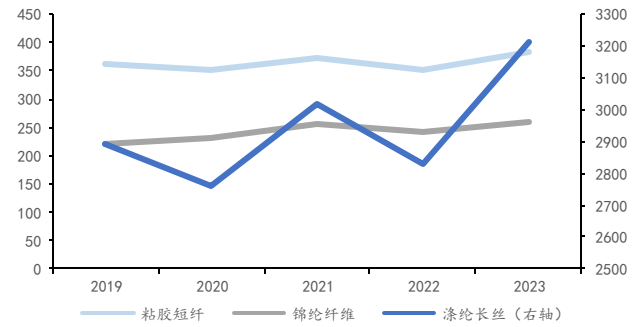
近几年涤纶长丝有效产能及产量增长稳定、总体稳步提升。2019 年涤纶长丝有效产能为 3328 万吨，到 2023 年增至 4316 万吨，年均复合增长 5.3%；同期其他主流化纤有效产能的年均复合增长率分别为锦纶纤维（3.5%）、粘胶短纤（1.2%），涤纶长丝增势相对更加明显。产量方面涤纶长丝总体稳步增长，2019-2023 年期间主流化纤总产量年均复合增长率分别为涤纶长丝（2.1%）锦纶纤维（3.3%）、粘胶短纤（1.1%）。除此之外，根据中国化纤工业协会数据，自 2014 年以来涤纶长丝在全部化学纤维产量中的占比也有所提高，从 2014 年的 59.7% 增至 2023 年的 65.6%。

图 1：2019-2023 年主流化纤丝有效产能（万吨）



资料来源：百川盈孚，财信证券

图 2：2019-2023 年主流化纤丝总产量（万吨）

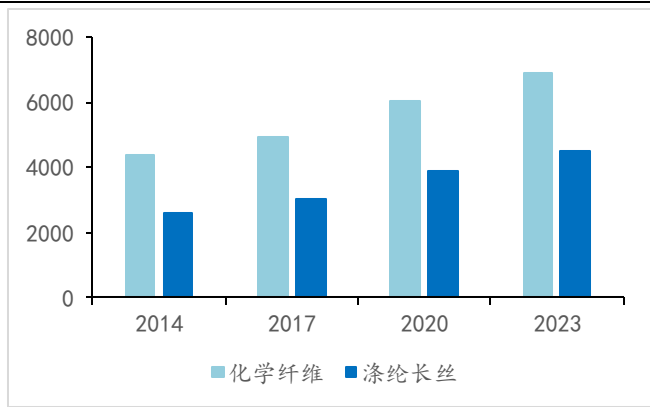


资料来源：百川盈孚，财信证券

1.2 市场集中度快速提升

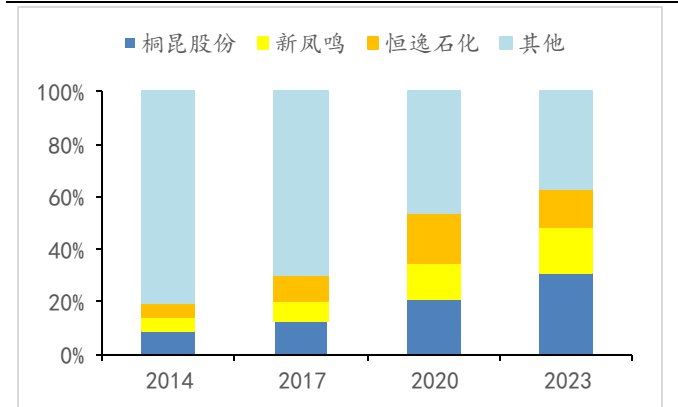
根据中国化纤工业协会的数据，2023 年化学纤维总产量为 6872 万吨，其中涤纶长丝产量 4509 万吨，同比增长 5.73%。目前我国涤纶长丝已形成较为集中的行业格局，且行业集中度不断提升。涤纶长丝 CR6（桐昆股份、新凤鸣、盛虹集团、恒逸石化、恒力石化、荣盛石化）目前已达到 81.5%，相比 2017 年的 41%，提升了 41.5%。截止 2023 年，行业市占率前六企业分别为桐昆股份（30%）、新凤鸣（17%）、恒逸石化（15%）、江苏盛虹（8%）、恒力石化（9%）、荣盛石化（3%）。龙头公司已逐渐形成了对价格的把控能力，同时也加强了涤纶长丝环节在产业链上的议价能力。

图 3：2014-2023 年涤纶长丝与化学纤维产量（万吨）



资料来源：中国化纤工业协会，财信证券

图 4：2014-2023 年涤纶长丝竞争格局



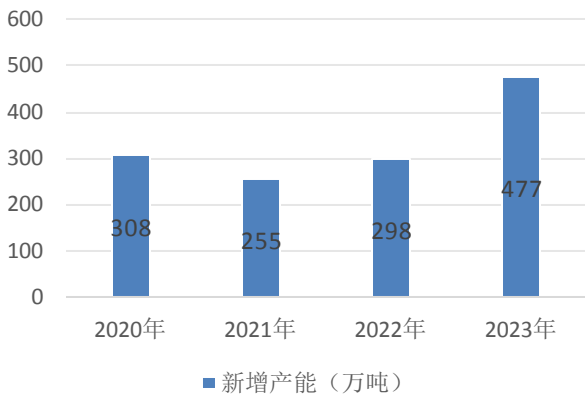
资料来源：iFinD，财信证券

新增产能增速放缓，产能逐渐向头部企业集中。近几年，涤纶长丝产业经历了一段快速扩张的时期，特别是在 2023 年，产能的增长尤为迅猛。依据百川盈孚所提供的数据，2023 年全国涤纶长丝产能新增了 475 万吨，与上一年相比，增幅达到了 12.37%。新增产能主要集中在几家龙头企业，龙头企业通过不断扩大规模和提高技术水平，增强了自身的市场竞争力。而 2024 年以后，新增产能投放速度放缓，预计 2024 年、2025 年规划投

产的产能分别为 90 万吨、125 万吨，相比 2020-2023 年的新增产能规模有大幅减少。

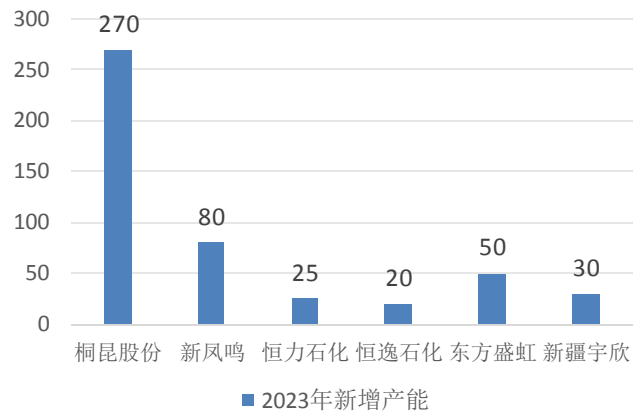
在经历了过去龙头企业快速扩产，行业集中度大幅提升后，CR3 占比超过 60%，产业链溢价能力已经实现质的提升。龙头企业的综合竞争力已经与中小企业拉开较大差距，小企业已经难以与龙头企业争抢市场份额，行业竞争将进入寡头竞争阶段。由于龙头企业之间在产品和成本上均比较接近，难以形成差异化的竞争优势，从而促使龙头企业的竞争策略发生变化，通过降低行业市场的争夺，转向一同维护行业利润水平。因此，行业未来有望进入行业产能有序扩张的时期，新增产能规模逐渐下降，行业利润向上修复。

图 5：涤纶长丝行业新增产能



资料来源：百川盈孚，财信证券

图 6：2023 年各企业新增产能



资料来源：百川盈孚，财信证券

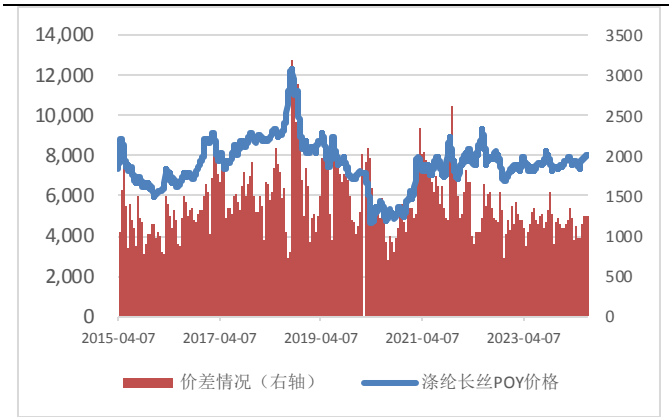
2 行业多方原因助力竞争格局改善

2.1 行业利润波动小，超额利润低

在过去 30 年的市场化发展中，涤纶长丝的生产技术相对成熟，行业进入门槛不高，在这样的市场环境下，涤纶长丝市场竞争非常充分。不同企业的产品质量差异不大，更多的是品类数量和规模上的竞争，企业之间的差异化优势不明显，因此行业鲜有超额利润出现，对新进入的资本吸引力小，避免了行业竞争环境恶化。

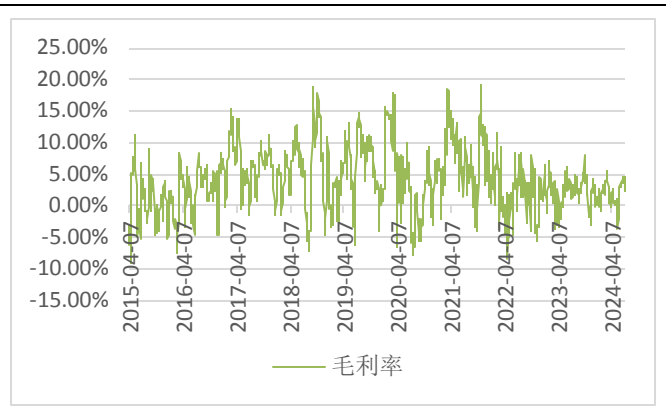
涤纶长丝的主要原材料是 PTA 和 MEG，在生产过程中原材料成本占比 80% 以上。原材料价格的波动对涤纶长丝的生产成本有直接影响，原材料市场的定价公开透明，各企业采购成本差异不大。同时涤纶长丝的生产技术已经相对成熟，行业内企业普遍采用相似的生产工艺和设备。这使得各企业在生产过程中的效率和成本控制比较接近，减少了成本差异。2015 年以来，涤纶长丝行业平均价差数据大约为 1226 元/吨，价差维持在 900-1700 元/吨的窄幅区间波动，占比达到 70%。以企业加工成本 900 元/吨做测算，行业平均毛利率为 4%，70% 的时间毛利率保持在 -1%-9% 之间。

图 7：涤纶长丝加工价差数据



资料来源：iFinD，财信证券

图 8：行业毛利率水平测算数据



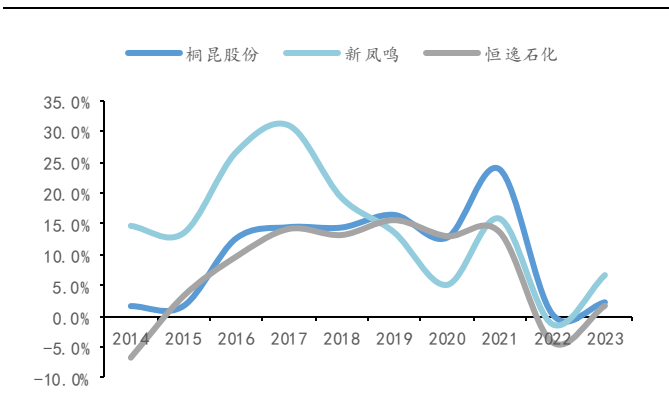
资料来源：iFinD，财信证券

2.2 长期回报率相对平稳

涤纶长丝作为纺织行业的主要原料，其需求与下游纺织服装、家纺等行业的发展密切相关。由于下游行业需求波动较小，加上行业竞争相对充分，使得涤纶长丝的长期回报率较为平稳，对潜在资本和短期资本的吸引力不高，反而为行业竞争格局的逐渐改善提供了稳定的环境。

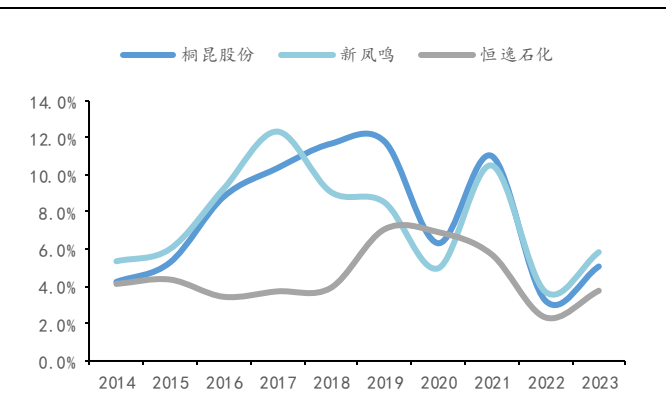
涤纶长丝龙头企业的 ROE 及毛利率水平长期稳定。涤纶长丝 CR3（桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化）10 年来的 ROE 一直围绕 15% 上下小幅波动。以方差代表波动率，可以发现 2014-2023 年期间涤纶长丝 CR3 的毛利率水平一直在 7% 左右，头部企业桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化毛利率的波动率分别为 9.9、6.9、2.1，远低于锦纶龙头企业神马股份（44.6）、粘胶短纤龙头企业南京化纤（71.2）、氯碱龙头企业中泰化学（54.9），与纯碱龙头企业三友化工（9.0）持平。无论是 ROE 水平还是毛利率水平，都体现出涤纶长丝的长期回报率保持稳定。

图 9：2014-2023 年涤纶长丝 CR3 的 ROE 水平 (%)



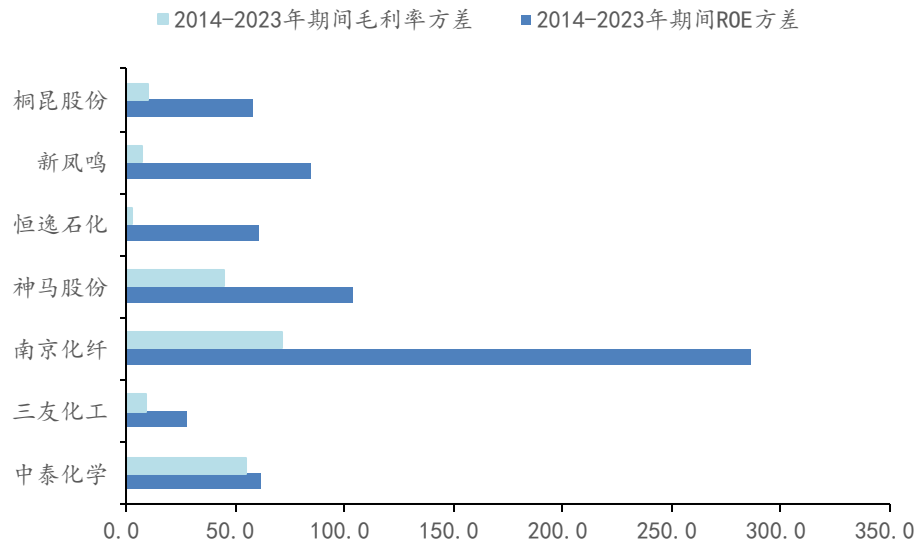
资料来源：iFinD，财信证券

图 10：2014-2023 年涤纶长丝 CR3 的毛利率水平 (%)



资料来源：iFinD，财信证券

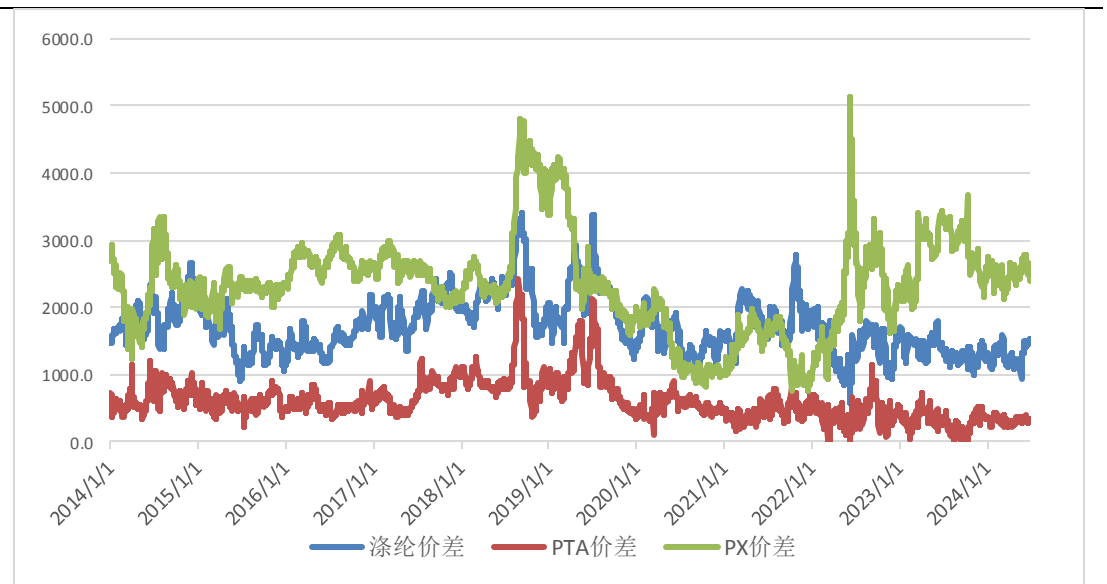
图 11：2014-2023 年期间不同行业 ROE 方差和毛利率方差对比



资料来源：iFinD，财信证券

而相比产业链上 PTA 和 PX，涤纶长丝与 PTA 的市场集中度均比较高，市场话语权主要掌握在行业巨头手中，龙头企业以更低的成本投资新项目，通过低成本产能扩大市场份额累积利润，这样的行业竞争模式也逐步压低了盈利水平的波动。而 PX 的集中度相对较低，头部企业控价能力不足，叠加受上游原油价格波动影响，PX 的利润波动幅度明显超过 PTA 和涤纶长丝环节。

图 12：2014-2024 年 PX-PTA-POY 产业链各环节价差情况

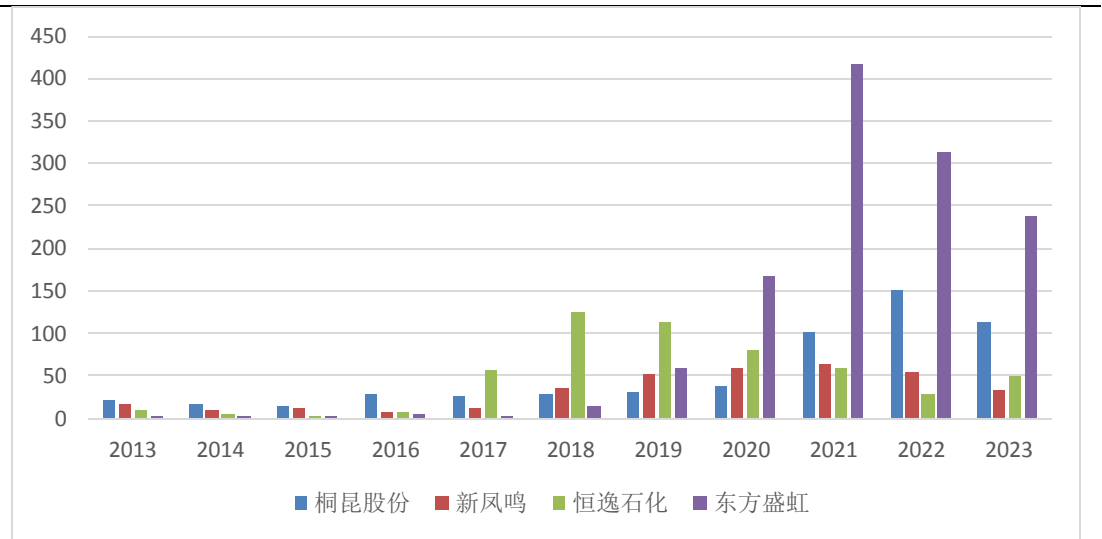


资料来源：iFinD，财信证券

2.3 行业资本开支门槛提升，小企业逐渐被淘汰

近些年涤纶长丝行业整合趋势明显，资本开支门槛的不断提高成为小企业难以跨越的障碍，大量小企业逐渐被淘汰出市场。国内油气改革开启后，涤纶龙头企业进行了大规模的产业链延伸布局，4家龙头企业的资本开支总额从2016年48.76亿元快速增长，在2021年达到巅峰的640.81亿元，五年时间资本开支增长超过10倍。背后反映的是一方面民营资本分享石化产业链改革的制度红利，另一方面是产业链竞争加剧，门槛快速提升的趋势。在这样的环境下，龙头企业延展了产业链利润来源，同时在各环节价格和利润大幅波动的情况下，具备了更稳定的利润水平。而中小企业由于规模劣势导致成本相对较高、资本开支投入不足，难以适应市场变化和满足环保要求，最终只能离场。2021年至2023年间，行业累计淘汰了超过400万吨的落后产能，其中包含众多小企业的身影。

图 13：构建固定、无形和长期资产支付的现金



资料来源：iFinD，财信证券

从项目投资规模来看，涤纶长丝相关项目的资本开支日益庞大。例如，新凤鸣子公司中鸿新材料项目一期65万吨产能的建设需要高达35亿的资本开支，这对于资金实力有限的小企业来说难以实现这个量级的投资。高额的资金壁垒，使得小企业在项目竞标和产能扩张上难以与大企业抗衡。

小型涤纶长丝生产企业由于资金短缺和技术落后，无法及时完成设备更新和环保改造，环保和单位成本上难以取得优势，在市场竞争中逐渐失去竞争力。而大型企业则通过持续的资金投入和技术创新，不仅巩固了市场地位，还进一步扩大了产能规模。

表 1：涤纶长丝投资门槛上升

公司	地点	金额	项目内容
桐昆股份	古雷	150 亿元	年产 200 万吨聚酯纤维项目
桐昆股份	沭阳	150 亿元	240 万吨长丝（短纤）、500 台加弹机、1 万台织机、配套染整及公共热能中心项目
新凤鸣	桐乡	200 亿元	建设年产 250 万吨差别化聚酯纤维材料、10 万吨聚酯膜材料

		项目		
东方盛虹	宿迁	28 亿元	年产 25 万吨再生差别化和功能性涤纶长丝及配套加弹项目	
东方盛虹	宿迁	36 亿元	年产 50 万吨超仿真功能性纤维项目	

资料来源: iFinD, 财信证券

2.4 行业龙头主动整合格局

近年来涤纶行业演化和格局的改善离不开龙头企业主动布局, 加速了行业的整合和升级。2017 年开始, 涤纶长丝龙头公司一方面延展产业链, 通过“PX-PTA-涤纶-纺织”产业链的快速扩展, 实现原材料的自给自足, 显著提升了成本控制能力和抗风险能力。另一方面快速扩张涤纶长丝产能, 抢占存量市场, 建立产业链上的议价能力。

产业链延伸的方式企业各有差别。桐昆股份通过参股浙江石化 20% 的股权来介入 PX 环节, 并且自建所需规模的 PTA 产能, 随着 PTA+涤纶长丝的产能不断增大, 参股部分的 PX 产能不足以满足公司的产业链一体化, 公司继续在东南亚规划炼化产能, 与新凤鸣联手建设新的炼化产能, 公司的思路是以涤纶产能为核心打造相应规模的上游配套产业链。而恒逸石化则先打造 PX-PTA 的产业链环节, 然后补齐涤纶长丝的产能规模。公司较早地在文莱规划了两期炼化产能, 2019 年投产 800 万吨炼化产能, 其中 PX 产能 150 万吨/年, 并且早期通过和荣盛石化合资参控股 PTA 产能达到 1111.5 万吨。而公司涤纶长丝产能的扩张主要从 2017 年后通过并购+自建完成。

图 14: 涤纶企业产业链一体化路径



资料来源: iFind, 财信证券

涤纶长丝环节的扩张则主要通过并购和自建完成。

并购+自建的模式: 恒逸石化从 2017 年开始通过并购+自建的方式, 实现了涤纶长丝产能的快速扩张。在 2017 年, 恒逸集团 6.23 亿收购红剑集团 75 万吨长丝, 成立杭州逸暎; 7.22 亿收购龙腾科技 20 万吨 FDY, 成立嘉兴逸鹏; 7.71 亿收购明辉化纤 25 万吨 POY, 成立太仓逸枫。2018 年, 恒逸石化通过发行股份方式购买恒逸集团所持有的杭州逸暎、

嘉兴逸鹏、太仓逸枫 100% 股权、购买富丽达集团和兴惠化纤持有的双兔新材料 100% 股权。2019 后，公司加大自建力度，新增产能多以具备高附加值、高品质化和差异化生产的先进制造工厂为主。截至 2023 年底，公司已实现参控股产能 633.5 万吨，位列行业前三。

自建多点布局：桐昆股份则以自建产能为主，公司一方面在嘉兴石化、嘉通能源 PTA 工厂附近布点长丝生产基地，实现“PTA-聚合-纺丝”一体化设计、集约智能化的生产模式，极大地降低了原料的物流成本、仓储成本、包装成本以及能耗损失。另一方面，公司在靠近下游纺织市场的基地快速扩张产能，包括桐乡总部、洲泉、嘉兴港区、湖州恒腾、江苏恒阳等基地产能均完成新产能建设，助推了公司降低运输成本、增强下游客户粘性。截至 2023 年，公司涤纶长丝产能达到 1350 万吨，稳居行业第一。

全产业链竞争进一步提升产业投资成本壁垒，产能的持续扩张和行业集中度的提升将使存量竞争的态势明显。小型企业进入市场风险提升，生产环节单一的企业竞争力较弱，面临的市场压力越来越大，行业份额向少数企业集中。

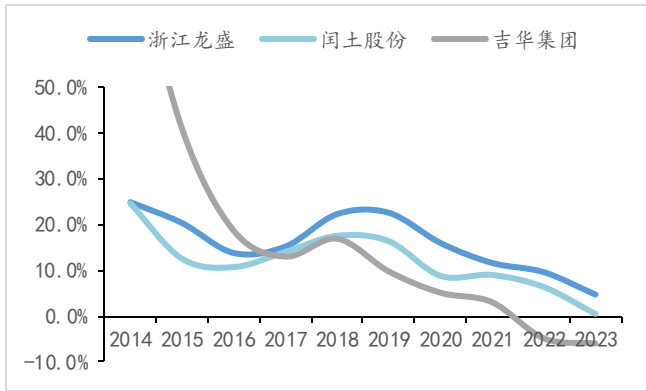
3 相比其他集中高的市场，涤纶利润水平有提升空间

市场集中度的提升意义最终需要在利润水平上兑现。对比其他市场集中度较高的化工产品可以发现，涤纶长丝的毛利率相对较低。在经历过去几年行业竞争格局的改善，涤纶长丝的利润水平有望向高集中度行业的水平靠近。

化工行业中高集中度市场代表有染料和钛白粉，与涤纶长丝市场相比，行业特征集中度高，竞争格局稳定外，还具备行业下游需求低增长，潜在竞争者少等相似点。染料行业内企业数量众多，达到 300 多家，但市场份额主要集中在几家大型企业手中。据中国染料工业协会数据显示，2023 年，中国染料年产量为 83.50 万吨，其中前三大生产企业（浙江龙盛、浙江闰土和吉华集团）的市场份额占比达到 56%，且市场份额保持相对稳定。钛白粉生产企业产量同样也是主要集中在少数几家大型企业。根据思瀚产业研究院数据，2023 年全球钛白粉产能在 981.9 万吨，产能增长主要为中国，目前中国产能占全球产能 55%。2023 年全球前五大钛白粉企业为龙佰集团/特诺/科慕/泛能拓/康诺斯，全球 CR5 为 51.5%。从国内产能分布来看，2023 年龙佰集团产能为 151 万吨，国内市占率为 29%，产能规模在中国与全球均居首位；中核钛白以 55 万吨产能排名第二，行业 CR5 为 54%。

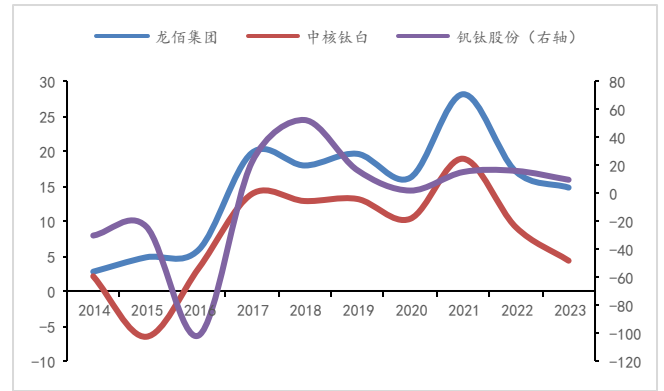
在 2016 年-2021 年经济运行平稳阶段，受益于行业竞争格局的良好，染料和钛白粉行业龙头企业的毛利率水平基本维持在 20-45% 的高水平。2021 年后，受下游需求疲软的影响，染料和钛白粉行业龙头的毛利率水平有所回落，但平均水平仍保持在 15% 左右，高于大部分其他化工产品。

图 15：2014-2023 年染料行业龙头企业 ROE (%)



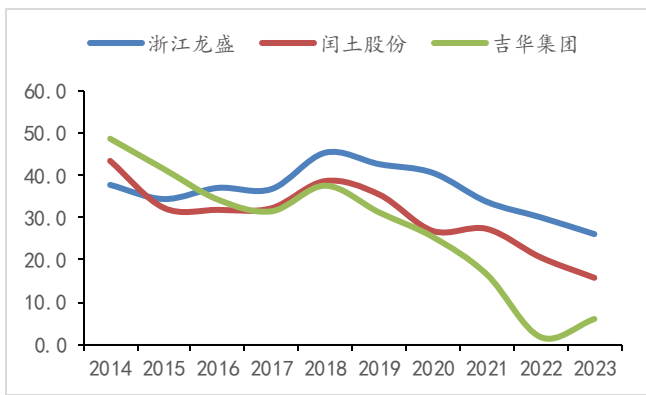
资料来源：iFinD，财信证券

图 16：2014-2023 年钛白粉龙头企业 ROE (%)



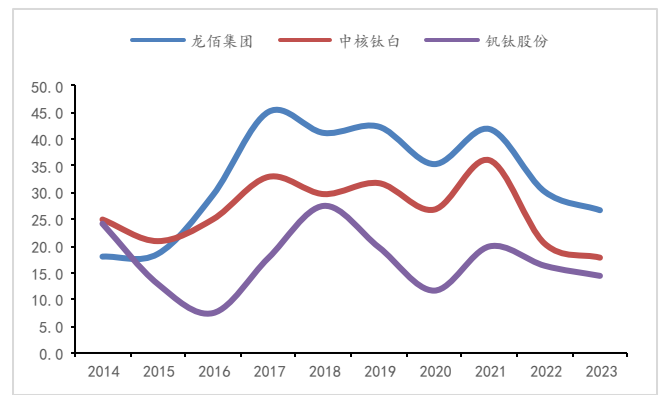
资料来源：iFinD，财信证券

图 17：2014-2023 年染料行业龙头企业销售毛利率 (%)



资料来源：iFinD，财信证券

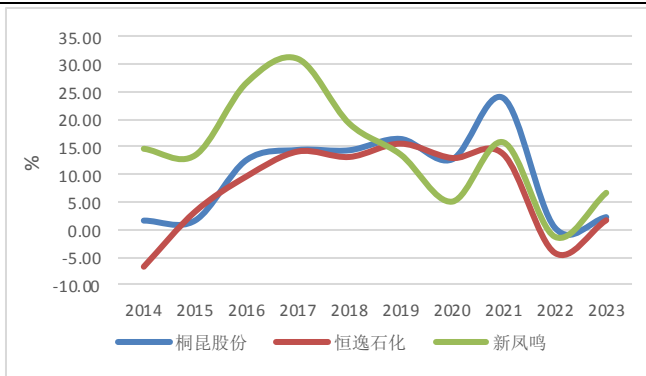
图 18：2014-2023 年钛白粉龙头企业销售毛利率 (%)



资料来源：iFinD，财信证券

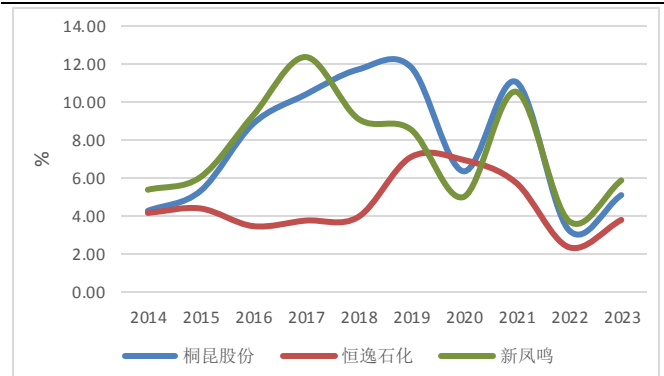
相比染料和钛白粉市场，涤纶长丝市场集中度已经在过去几年逐渐追上，但是从行业的利润水平来看，涤纶龙头企业的毛利率水平大部分时间低于10%，毛利率中枢在6-8%，相较染料和钛白粉市场有明显差距。我们认为随着整体行业进入寡头垄断的竞争格局，龙头企业议价能力有望提升在利润上兑现，可以期待涤纶长丝的利润中枢向染料和钛白粉靠近。

图 19：2014-2023 年涤纶行业龙头企业 ROE



资料来源：iFinD，财信证券

图 20：2014-2023 年涤纶行业龙头企业销售毛利率



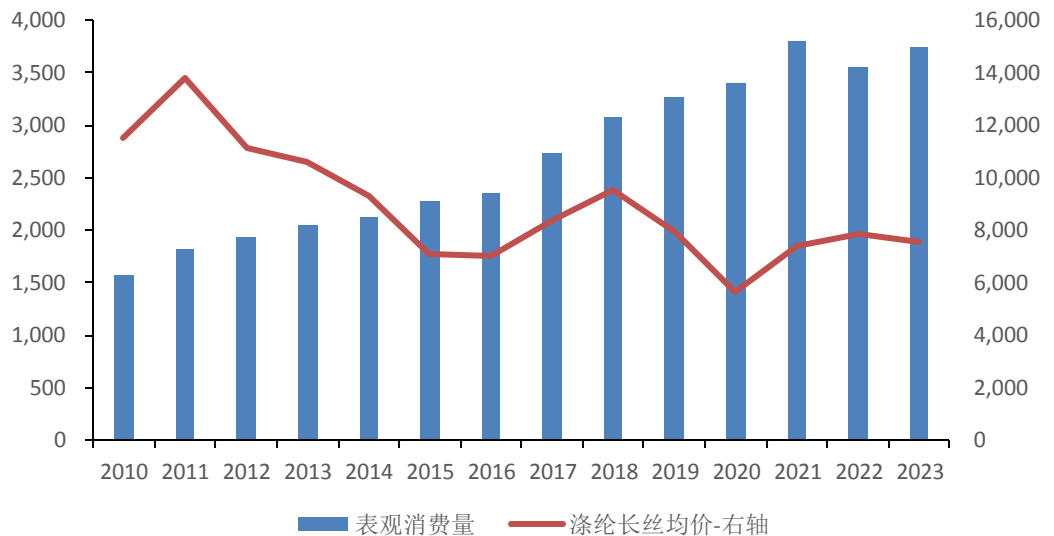
资料来源：iFinD，财信证券

4 长期需求持续增长

4.1 消费量稳步提升

2010-2023 年我国涤纶长丝表观消费量从 1565 万吨增长至 3748 万吨，年均复合增速为 6.94%。2022 年受下游纺织服装需求下滑影响，涤纶长丝消费量同比减少 6.7%，也是近 12 年来首次负增长。2023 年随着下游纺织服装行业需求复苏，涤纶长丝的需求增速也大幅回升，2023 年涤纶长丝表观消费量为 3748 万吨，同比增长 5.6%，数据显示出涤纶长丝消费量的稳步增长趋势。一方面，国内终端纺织服装和家纺市场的需求增长以及国外纺织订单回流等因素推动了涤纶长丝的消费需求提升。另一方面，人均可支配收入的提高也为涤纶长丝消费量的增长提供了支撑。预计随着经济的恢复和消费需求的回暖，涤纶长丝的消费量有望继续增长。

图 21：涤纶长丝 2010-2023 年表观消费量（万吨）变化及均价（元/吨）变化

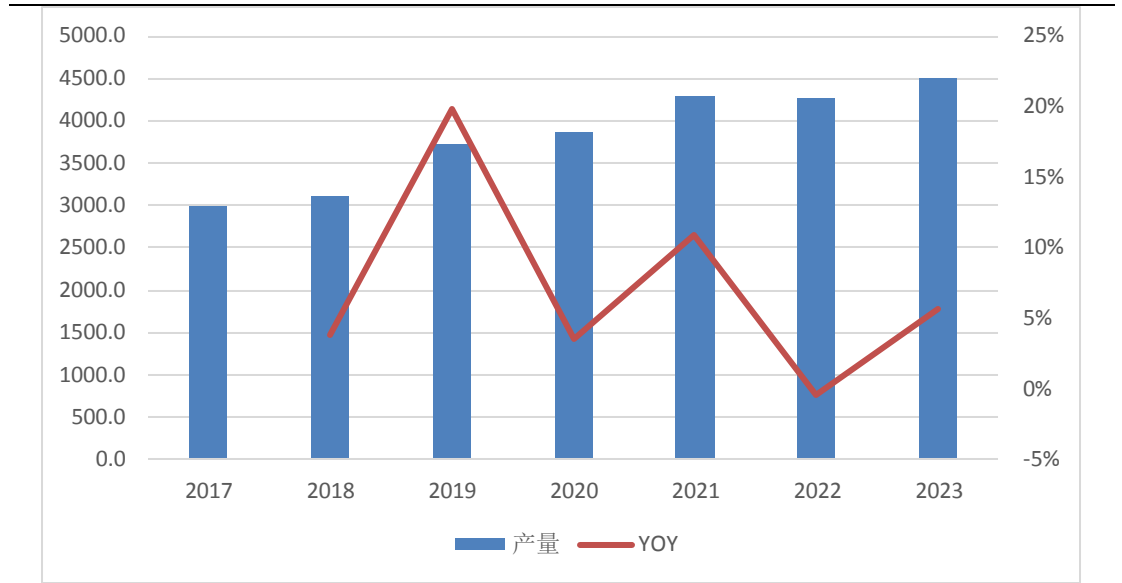


资料来源：中国化学纤维工业协会，财信证券

4.2 产量增速高于整体纤维增速

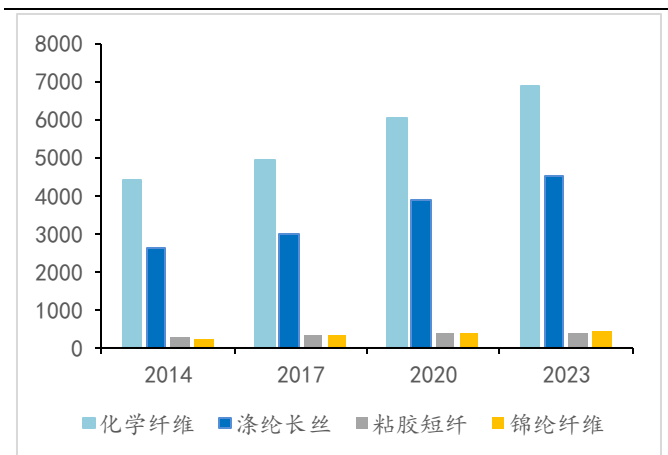
根据中国化学纤维工业协会统计，2017 到 2023 年，我国涤纶长丝供需持续增长，产量复合增速达 7.0%，需求复合增速达 6.9%。近 7 年来涤纶长丝的产量增速与化学纤维总产量保持同步，领先其他主流化纤。2017 年化学纤维的总产量为 4919.5 万吨，到了 2023 年增至 6872 万吨，产量大幅增长，年复合增速为 5.7%。而涤纶长丝的产量从 2017 年的 3009.3 万吨增至 2023 年 4509.0 万吨，年复合增速为 7.0%。整体来看，涤纶长丝产量增速高于化学纤维总量以及其他主流化纤，体现了涤纶长丝在下游应用中更强的泛用性。

图 22：涤纶长丝 2017-2023 年涤纶长丝产量（万吨）及增速（%）



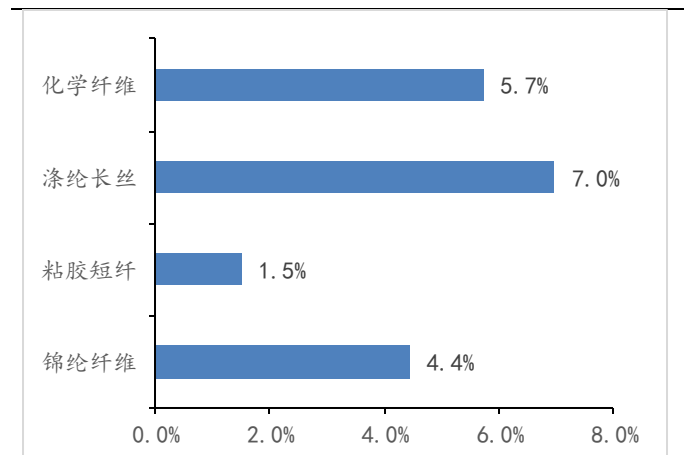
资料来源：中国化学纤维工业协会，财信证券

图 23：2014-2023 年主流化纤产量对比（万吨）



资料来源：中国化纤工业协会，财信证券

图 24：主流化纤 2017-2023 年国内产量复合增速（%）

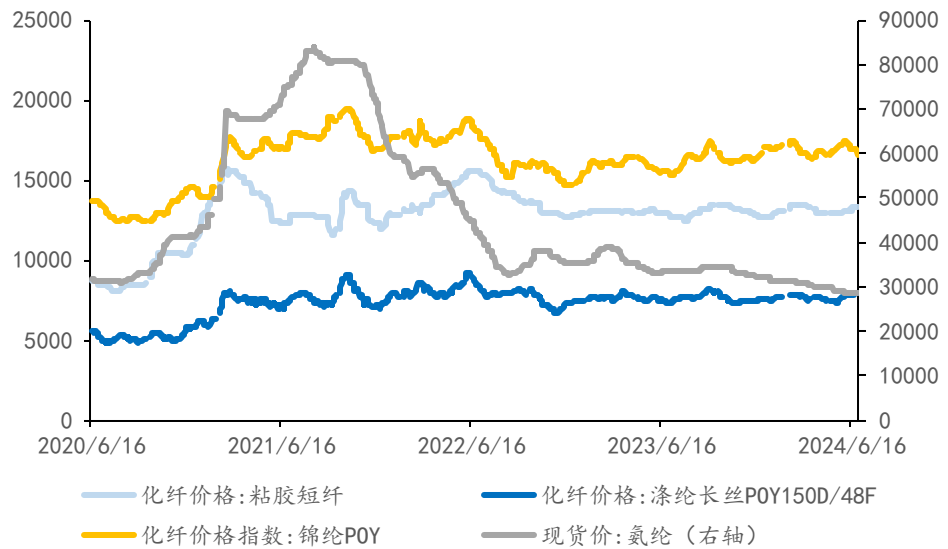


资料来源：中国化纤工业协会，财信证券

涤纶长丝在化学纤维用量中的占比已经从 2014 年的 59.7% 提升至 2023 年的 65.6%，预计未来用量占比仍将不断提升。涤纶长丝的主要应用领域包括服装、家纺和工业丝，其中服装行业占比约为 52%，家纺占比约为 33%，产业用纺织品占比约为 15%。此外，涤纶长丝也是我国重要的出口原料品种，2023 年涤纶长丝的直接出口量占消费比值为 10.46%。

涤纶长丝用量占比稳步提升的原因有二，首先是涤纶长丝成本低廉，作为纺织服饰的原材料具有最高的性价比。截止 2024 年 7 月 1 日，涤纶长丝 POY150D/48F 现货价为 8000 元/吨，低于锦纶 POY（16675 元/吨）、粘胶短纤（13420 元/吨）和氨纶（28500 元/吨）。从近 5 年价格走势来看，涤纶长丝 POY150D/48F 的价格一直大幅低于其他主流化纤（锦纶 POY、粘胶短纤及氨纶），价格方面呈现绝对优势，在市场方面具有更强的竞争力。此外，尽管氨纶价格自 2021 年下半年开始大幅下跌，但仍保持在较高水平。

图 25：主流化纤价格走势（元/吨）



资料来源：iFinD，财信证券

其次，改性涤纶正逐步满足其他领域各产品的需求。改性涤纶是通过化学改性和物理改性等方法对涤纶纤维进行改良，以改善其性能和功能。化学改性主要通过共聚和表面处理等方法，改善纤维的染色性、吸湿性、防污性、高收缩性等；物理改性则是通过改变纤维的形态结构来改善纤维性能，包括复合纺丝、共混纺丝、改变纤维加工条件、改变纤维形态及混纤、交织等方法，改善了涤纶染色性能、吸湿性、防静电性能、耐磨性等性能，具有广泛的应用前景。

在安全气囊领域，改性涤纶正逐步取代传统的锦纶材料。相较于锦纶，涤纶在气囊织物生产中的应用能够降低约 40% 的成本。尽管涤纶在耐高温与耐冲击性方面略逊于锦纶织物，但随着纤维改性技术的飞速进步，涤纶的性能潜力正逐步被深度挖掘。德国 PHP FIBERS 公司成功研发出一种添加剂改性涤纶，该材料所制成的气囊织物性能已可与锦纶 66 相媲美，特别是在耐热性方面实现了显著提升。此外，德国 Hoechst 公司研发的高韧性涤纶长丝，在严苛的环境模拟测试及汽车碰撞实验中均展现出了卓越的性能表现。涤纶由于回潮率低，吸湿后不易恢复到轧光前的纱线状态，在气囊使用寿命内能保持较低的透气性。因此，涤纶已成为开发人员日益关注的焦点，采用涤纶丝织造气囊织物的比重逐渐增加。

涤纶在运动服与户外装备领域也逐渐崭露头角。相比锦纶和腈纶等传统化纤，涤纶在受到外力作用后不易产生折痕，能够保持衣物的平整度和形态稳定性。这一特性对于追求运动自由度和便捷性的消费者而言至关重要，因此涤纶在运动服市场中逐渐取代了部分传统化纤材料，成为制作高性能运动服的首选之一。户外装备则需要面对各种恶劣的气候条件，如高温、低温、紫外线辐射等。涤纶纤维通过化学改性或添加特殊助剂，可以显著增强其耐候性，包括耐日晒、耐水洗、抗老化等性能。这种增强的耐候性使得涤纶面料在户外环境下能够保持稳定的性能和外观，不易褪色、变形或损坏，对于锦纶、

腈纶等具有较好的替代性。

5 投资建议

随着行业集中度实现了质的提升，行业龙头企业在产业链上的议价能力逐步提升，企业的竞争策略将逐渐从保市场份额转变为保行业利润。龙头企业在过去几年不断的资本扩张强化了一体化优势，在行业景气上行阶段企业将展现出更强的业绩弹性。给予行业“领先大市”评级，建议关注：桐昆股份、新凤鸣。

5.1 桐昆股份

公司在涤纶长丝生产领域持续保持行业领头羊地位，截至 2023 年底，公司已具备 1000 万吨原油加工权益量、1020 万吨 PTA、1300 万吨聚合、1350 万吨涤纶长丝年生产加工能力。此外，公司还积极构建上下游一体化的完整产业链，公司拟同新凤鸣一同设立合资公司，以控股股东的身份投资建设印尼北加炼化一体化项目，项目规模为 1000 万吨/年炼油，规划 418 万吨成品油、200 万吨 PX、120 万吨乙烯等产品。此举将帮助公司完成对上游布局炼化的布局，打开远期成长空间。

预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 919.02、1011.57、1113.83 亿元，实现归母净利润分别为 27.06、42.88、56.06 亿元，EPS 分别为 1.12、1.78、2.33 元，行业周期处于历史底部，给予公司 2024 年 12-15 倍 PE，对应股价区间为 13.44-16.8 元，维持“买入”评级。

5.2 新凤鸣

公司已拥有涤纶长丝产能 740 万吨，涤纶长丝的国内市场占有率超过 12%，是国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一。公司计划在 2024 年新增 40 万吨涤纶长丝，2025 年新增 65 万吨差别化长丝，未来长丝产能规划指标清晰，建设要素充足，公司的长丝综合竞争力有望得到进一步的提升；涤纶短纤产能 120 万吨，是目前国内短纤产量最大的制造企业。涤纶短纤的投产是公司在专注涤纶长丝的同时积极横向拓展，进入一个全新的发展阶段。同时公司在独山能源 500 万吨 PTA 产能的基础上又规划了 540 万吨 PTA 产能，不断向上开拓一体化布局，为公司聚酯生产提供了强有力的稳定的原材料供应。

预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 665.15，728.00，796.80 亿元，实现归母净利润分别为 21.30，29.63，37.15 亿元，EPS 分别为 1.40，1.94，2.44 元，给予公司 2024 年 10-13 倍 PE，对应股价区间为 14.0-18.2 元/股，维持“增持”评级。

6 风险提示

受全球经济大环境影响，下游需求不及预期；原油价格出现大幅波动，扰动产业链利润水平；头部企业竞争策略变动，行业陷入新一轮价格竞争中。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438