

603225.SH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 9.90

板块评级: 强于大市

新风鸣

涤纶长丝优质标的, 产业链一体化成长可期

新风鸣是涤纶长丝行业龙头企业之一, 看好涤纶长丝行业景气度修复, 以及公司布局炼化一体化业务的发展模式, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 新风鸣是国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一, 实控人为庄奎龙先生, 截至2024年半年报, 公司拥有860万吨/年的聚酯产能(长短丝), 其中涤纶长丝产能达740万吨, 国内市场占有率超12%, 公司的产业布局集中于“两洲两湖”四大基地, 2012-2023年, 公司营业收入从94.48亿元增长至614.69亿元, 复合增长率达18.56%。2024年上半年公司实现营业收入312.72亿元, 同比增长10.96%, 归母净利润6.05亿元, 同比增长26.17%。
- 涤纶长丝扩产压力减缓, 行业景气度逐步提升。供应端, 新增产能明显减少, 根据百川盈孚统计数据, 2024年行业新增产能预计90万吨, 仅为2023年新增产能的18.87%, 同时, 行业的落后产能正在出清, 隆众资讯预期2024-2025年涤纶长丝淘汰产能将在200-250万吨之间。需求端, 内需方面, 我国人均衣着消费显著低于发达国家, 随着我国经济高质量发展以及人民生活水平提高, 我国纺织服装消费需求仍有增长空间。外需方面, 随着全球经济复苏, 同时海外纺织服装去库存拐点临近, 涤纶长丝出口有望增长。随着供需关系改善, 长丝行业盈利有望逐步修复。公司产能规模位居行业前列, 业绩弹性较大。以2023年末产能推算, 长丝价差提升100元/吨, 公司利润将增加5.55亿元, 随着新产能释放以及在建产能投产, 公司的业绩弹性有望进一步增大。
- 产品矩阵丰富, 产业链一体化可期。公司现有涤纶短纤产能120万吨, 有效丰富公司涤纶产品结构, 并在独山能源500万吨PTA产能基础上又合理规划了540万吨PTA产能, 依托新产能的技术后发优势以及原材料配套优势, 具有较强的行业竞争力。此外, 公司坚定向上游产业链扩展, 与桐昆股份计划在印尼合资建设炼化一体化项目。随着公司新产品产能释放, 业绩稳定性逐步增强, 一体化的发展模式未来可期。

估值

- 预测公司2024-2026年归母净利润为15.38亿元、19.65亿元、26.16亿元, 对应EPS(摊薄)为1.01元、1.29元、1.72元, 对应市盈率为9.8倍、7.7倍、5.8倍, 每股净资产分别为11.7元、12.5元和13.6元, 对应市净率分别为0.8倍、0.8倍、0.7倍。看好涤纶长丝行业景气度修复, 以及炼化一体化发展方向, 首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 全球经济增长不及预期、原材料价格大幅波动、汇率大幅波动、环保和安全监管风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	50,787	61,469	65,805	69,795	73,485
增长率(%)	13.4	21.0	7.1	6.1	5.3
EBITDA(人民币 百万)	2,350	4,198	5,221	5,877	6,857
归母净利润(人民币 百万)	(205)	1,086	1,538	1,965	2,616
增长率(%)	(109.1)	(629.7)	41.6	27.8	33.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.13)	0.71	1.01	1.29	1.72
市盈率(倍)	(73.6)	13.9	9.8	7.7	5.8
市净率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(倍)	12.9	8.4	5.1	4.1	3.0
股息率(%)	0.0	1.8	3.6	4.7	6.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(30.4)	(14.4)	(34.4)	(27.4)
相对上证综指	(22.8)	(8.9)	(25.0)	(14.9)

发行股数(百万)	1,524.76
流通股(百万)	1,524.76
总市值(人民币 百万)	15,095.17
3个月日均交易额(人民币 百万)	137.56
主要股东	
庄奎龙	22.14

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年9月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 化学纤维

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524050001

目录

深耕产业二十余年，涤纶产能全球领先	5
股权结构：庄奎龙先生为公司的实际控制人	6
营业收入持续增长，涤纶长丝贡献公司核心盈利	6
聚焦传统主业，涤纶长丝优势巩固	8
涤纶长丝价格波动上涨，价差逐步修复	8
行业扩产压力减缓，景气度有望提升	9
需求端：国内需求稳定增长，海外库存加快去化	11
公司产能规模扩张，管理优势凸显	12
开拓涤纶短纤，完善产品品类	14
短纤产能稳步增长，行业集中度逐步提升	14
公司深耕涤纶产业，产品结构丰富	16
产业链向上游扩张，打造国际化炼化一体化企业	17
PTA 行业产能扩张，新技术掌握后发优势	17
独山能源技术领先，成本优势突出	19
公司着眼海外市场，布局炼化一体化项目	19
盈利预测与估值	21
风险提示	23

图表目录

股价表现	1
投资摘要	1
图表 1. 公司发展历程	5
图表 2. 公司产品产业链	5
图表 3. 公司股权结构	6
图表 4. 公司营业收入 (2012-2024H1)	6
图表 5. 公司归母净利润 (2012-2024H1)	6
图表 6. 分产品营业收入 (2015-2024H1)	7
图表 7. 分产品毛利率 (2015-2023)	7
图表 8. 公司三费率 (2012-2024H1)	7
图表 9. 公司资产负债率 (2012-2024H1)	7
图表 10. 涤纶长丝产业链	8
图表 11. 涤纶长丝产品	8
图表 12. FDY 价格及价差 (2015-2024H1)	9
图表 13. POY 价格及价差 (2016-2024H1)	9
图表 14. DTY 价格及价差 (2016-2024H1)	9
图表 15. 涤纶长丝库存天数变化 (2021-2024H1)	9
图表 16. 涤纶长丝新扩产能及增速	10
图表 17. 涤纶长丝行业产能分布 (CR6) (2023)	10
图表 18. 2023 年涤纶长丝新增产能	10
图表 19. 2024 年涤纶长丝预计新增产能	10
图表 20. 涤纶长丝行业部分淘汰产能 (2021-2024)	11
图表 21. 涤纶长丝表观消费量	11
图表 22. 涤纶长丝出口数量	11
图表 23. 纺织服装、服装业出口额	12
图表 24. 国内服装鞋帽、针、纺织品零售额	12
图表 25. 美国服装及服装配饰店零售库存额及库存销售比	12
图表 26. 美国服装及服装面料批发商库存	12
图表 27. 公司涤纶长丝产能(2014-2024E)	13
图表 28. 公司涤纶长丝产量(2014-2024H1)	13
图表 29. 公司涤纶长丝销量(2014-2024H1)	13
图表 30. 公司涤纶长丝毛利率(2015-2024H1)	13
图表 31. 公司涤纶长丝盈利弹性 (亿元)	13
图表 32. 涤纶短纤产业链	14
图表 33. 涤纶短纤分类	14
图表 34. 涤纶短纤表观消费量	15

图表 35. 涤纶短纤出口量	15
图表 36. 2023 年涤纶短纤新增产能	15
图表 37. 涤纶短纤部分淘汰产能 (2021-2023)	15
图表 39. 2019-2023 年 PTA 新增产能	17
图表 40. 2024-2026 年 PTA 预计新增产能	17
图表 41. PTA 需求量 (聚酯行业)	18
图表 42. PTA 出口量	18
图表 43. PTA 价格及价差	18
图表 44. PTA 开工率	18
图表 45. PTA 生产技术及代表性装置	18
图表 46. PTA 投资成本变化	19
图表 47. 独山能源一期 PTA 项目原材料及能耗指标	19
图表 48. 泰昆石化 (印尼) 有限公司印尼北加炼化一体化项目股权结构	20
图表 49. 泰昆石化炼化一体化项目主要产品规划	20
图表 50. 板块经营数据预测 (2022-2026E)	21
图表 51. 可比公司估值对比	22
利润表(人民币 百万)	24
现金流量表(人民币 百万)	24
财务指标	24
资产负债表(人民币 百万)	24

深耕产业二十余年，涤纶产能全球领先

新凤鸣公司创办于 2000 年 2 月，深耕化纤行业二十余年，2017 年 4 月在上交所成功上市。公司业务集 PTA、聚酯、涤纶纺丝、长丝/短纤、加弹、进出口贸易于一体，是中国企业 500 强之一，2023 年位居《财富》中国上市公司 500 强排行榜第 253 名。

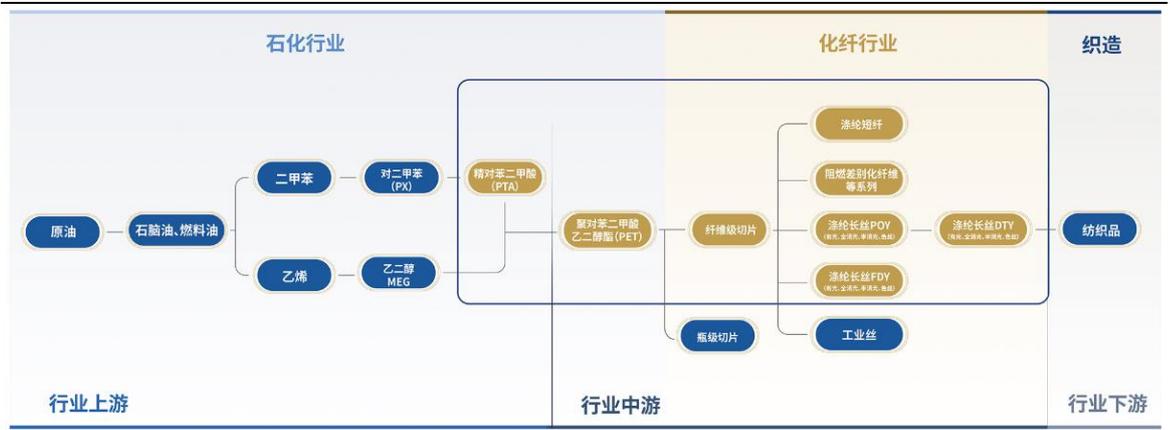
图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

产业规模持续扩张，一体化雏形凸显。公司的主要产品为各类民用涤纶长丝、涤纶短纤以及其原材料 PTA，包括以 POY、FDY、DTY 为主的涤纶长丝和棉型、水刺、涡流纺、三维中空、彩纤等类型的涤纶短纤。截至 2023 年末，公司拥有 500 万吨/年的 PTA 产能和 860 万吨/年的聚酯产能（长短丝），涤纶长丝产能达 740 万吨，国内市场占有率超 12%，是国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一。同时，涤纶短纤产能达 120 万吨。此外，公司注重提高原料自给率，预计 2026 年 PTA 产能将增长至 1000 万吨，有望实现 PTA 自给。未来随着公司产业链向上开拓，一体化优势或持续巩固。

图表 2. 公司产品产业链



资料来源：公司官网，中银证券

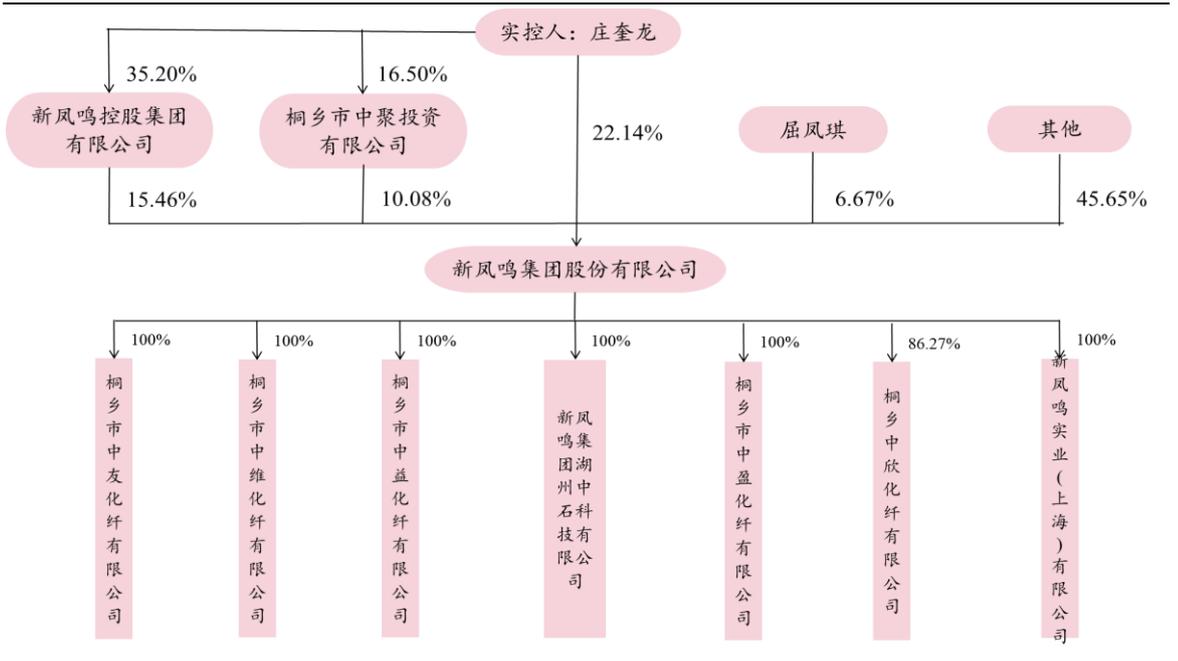
围绕“两洲两湖”四大基地，集中产业布局。“两洲两湖”即桐乡洲泉、湖州东林、平湖独山、徐州新沂这四大基地，其中。桐乡洲泉基地和湖州东林基地全部为聚酯纤维生产基地，合计聚酯产能超 600 万吨；平湖独山主要为 PTA 生产基地，截至 2023 年年报，PTA 产能已达到 500 万吨，旨在推动公司产业链向上延伸，同时独山聚酯项目完成落地，2021 年 7 月和 2022 年 2 月公司分别投产了 60 万吨、30 万吨智能化、功能性差别化聚酯纤维，填补平湖地区聚酯纤维的空白；徐州新沂基地 2021 年 5 月正式开工建设，截至 2023 年年报，该基地拥有 60 万吨短纤、80 万吨长丝产能，同时该基地拥有近 60 万吨标煤的能耗指标。

股权结构：庄奎龙先生为公司的实际控制人

庄奎龙先生曾担任公司董事长，现担任公司董事。截至 2024 年半年报，庄奎龙先生直接持有新凤鸣集团 22.14% 的股份，并通过新凤鸣控股集团有限公司、中聚投资有限公司间接持有新凤鸣集团 25.54% 的股份。此外，妻子屈凤琪女士持有新凤鸣公司股份 6.67%。

公司拥有中维化纤有限公司、中友化纤有限公司、中盈化纤有限公司、中欣化纤有限公司、中石科技有限公司等子公司，其中中石科技有限公司子公司独山能源有限公司主要生产 PTA，其余各厂主要生产各种规格的涤纶长丝。

图表 3. 公司股权结构

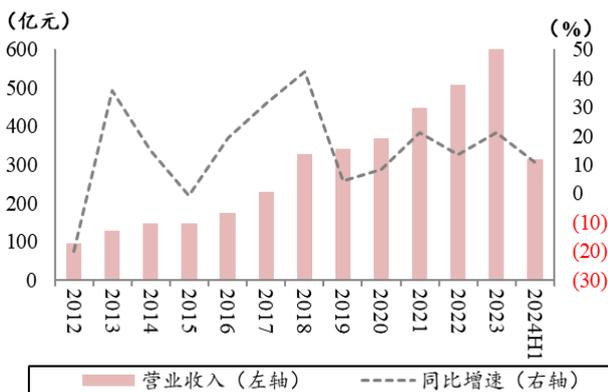


资料来源：公司公告，中银证券
注：股权结构数据截至 2024 年 6 月 30 日。

营业收入持续增长，涤纶长丝贡献公司核心盈利

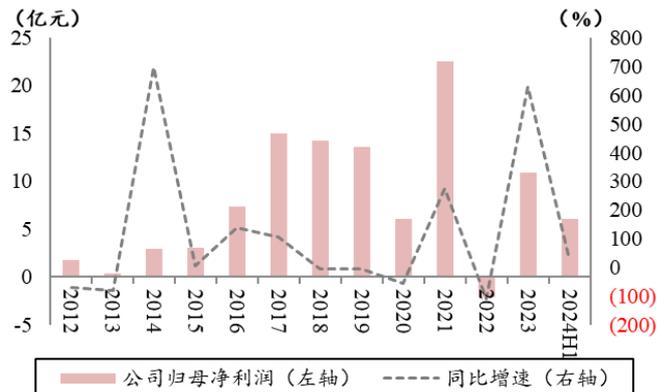
营业收入持续增长，归母净利润修复回升。2012-2023 年，公司营业收入从 94.48 亿元增长至 614.69 亿元，复合增长率达 18.56%。2023 年公司实现扭亏转盈，归母净利润达到 10.86 亿元，同比增长 629.68%。2023 年营业收入达 614.69 亿元，同比增长 21.03%。2024 年上半年公司实现营业收入 312.72 亿元，同比增长 10.96%，归母净利润 6.05 亿元，同比增长 26.17%。

图表 4. 公司营业收入 (2012-2024H1)



资料来源：Wind，中银证券

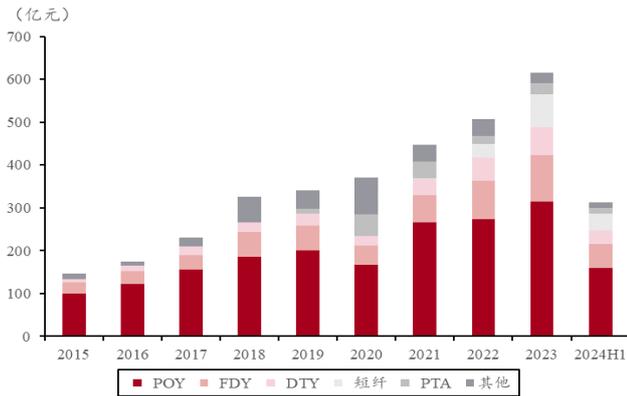
图表 5. 公司归母净利润 (2012-2024H1)



资料来源：Wind，中银证券

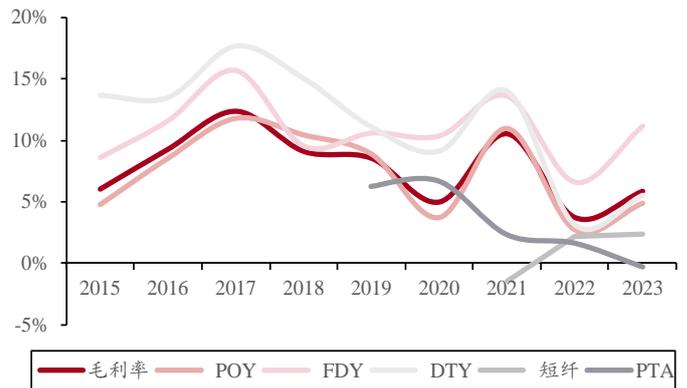
2023 年产品毛利率略有修复。涤纶长丝贡献主要营收，2023 年公司长丝新增产能超百万吨，产品盈利能力略有修复。2023 年 2 月，中磊化纤 HCP08 装置投产，新增长丝产能 30 万吨，江苏新拓 XCP01 装置投产，新增长丝产能 36 万吨。2023 年 8 月，江苏新拓 XCP02 装置投产，新增长丝产能 36 万吨；2023 年公司 POY、FDY、DTY 的毛利率分别提高至 4.91%、11.18%、5.49%。2024 年随着国内需求复苏，原料价格企稳，长丝行业盈利有望继续修复。2024 年上半年，涤纶长丝依然贡献主要营收及利润，其中 POY、FDY、DTY 的营业收入占比分别为 51.23%、17.43%、10.14%，2024 年上半年公司综合销售毛利为 6.01%，同比提升 0.39pct。

图表 6. 分产品营业收入 (2015-2024H1)



资料来源: Wind, 中银证券

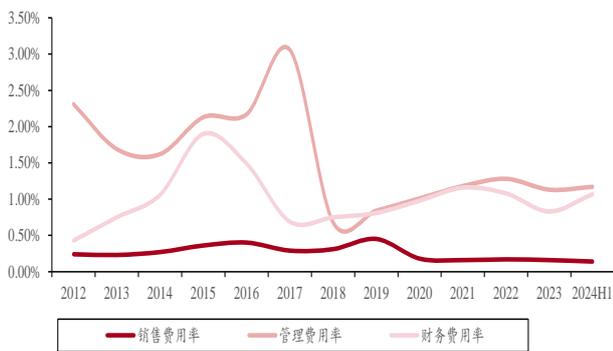
图表 7. 分产品毛利率 (2015-2023)



资料来源: Wind, 中银证券

公司三费占比维持低位，资产负债率小幅走高。2012-2024 年，公司三费费用率稳定低于 4%。2024 年 Q1，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.14%、1.17%、1.07%。随着产能持续扩张，公司资产负债率逐步提升，截至 2024 年上半年末，公司资产负债率为 69.21%。

图表 8. 公司三费率 (2012-2024H1)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. 公司资产负债率 (2012-2024H1)

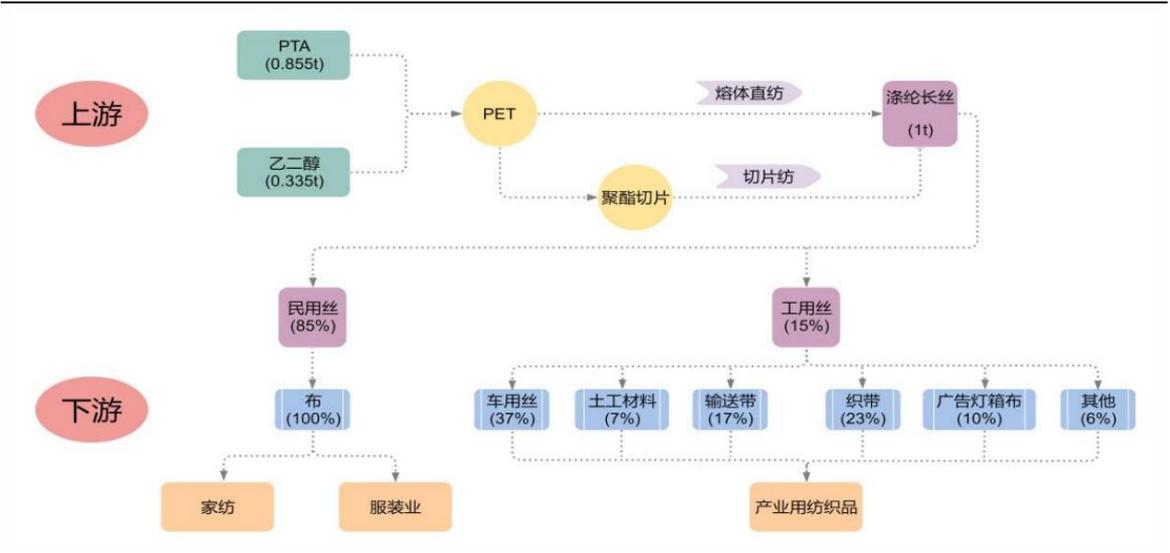


资料来源: Wind, 中银证券

聚焦传统主业，涤纶长丝优势巩固

涤纶长丝是合成纤维的一个重要品种，指长度为千米以上的丝，以精对苯二甲酸(PTA)和乙二醇(MEG)为原料，通过酯化或酯交换和缩聚反应而制得高聚物——聚对苯二甲酸乙二醇酯(PET)，再经纺丝和后处理制成纤维。涤纶长丝具有结实耐用、弹性好、耐腐蚀、耐光性好、易洗快干等特点，用途非常广泛，不仅可以纯纺，还可以与各种纤维混纺或交织。纺织服装业、家纺和产业用纺织是涤纶长丝的主要下游，根据隆众资讯数据统计，2023年下游服装业占比49%，家纺占比34%，产业用纺织占比17%。

图表 10. 涤纶长丝产业链



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 11. 涤纶长丝产品

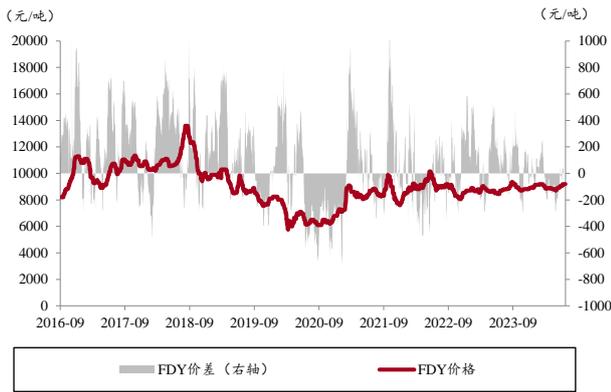
分类	介绍	特点	用途
POY	经高速纺丝获得的取向度在未取向丝和拉伸丝之间的未完全拉伸的涤纶长丝	强度高、丝筒成形好、产品均匀性好的特点，使得产品在后加工时加工速度快、断头率低、退绕完全、消耗小、染色均匀。	适用于加工成高质量的低弹丝、网络丝、空气变形丝、缝纫线，主要用于生产各种仿丝、仿毛类服装面料，织造沙发面料、窗帘和汽车内部装饰布等，其织物悬垂性好、手感丰满、细腻
DTY	拉伸变形丝，又称涤纶加弹丝，是利用POY为原丝，进行拉伸和假捻变形加工制成，往往有一定的弹性及收缩性	具有一定的弹性及收缩性，是针织（纬编、经编）或机织加工的理想原料	主要适宜制作服装面料（如西装、衬衫）、床上用品（如被面、床罩、蚊帐）及装饰用品（如窗帘布、沙发布、贴墙布、汽车内装饰布）等
FDY	全拉伸丝，又称涤纶牵引丝，是采用纺丝拉伸工艺进一步制得的合成纤维长丝，纤维已经充分拉伸，可以直接用纺织加工	具有强度高、毛丝断头少，染色均匀性好的特点，使产品在后加工时断头率低、退绕完全、消耗小、织物疵点少、染色均匀。	主要适用于机织和针织加工，生产网眼布、涤塔夫、牛津布、雪克、西装里料、鞋用材料，并可用于生产各种绒类织物、雨披、伞面以及包覆纱等

资料来源：新凤鸣招股说明书，中银证券

涤纶长丝价格波动上涨，价差逐步修复

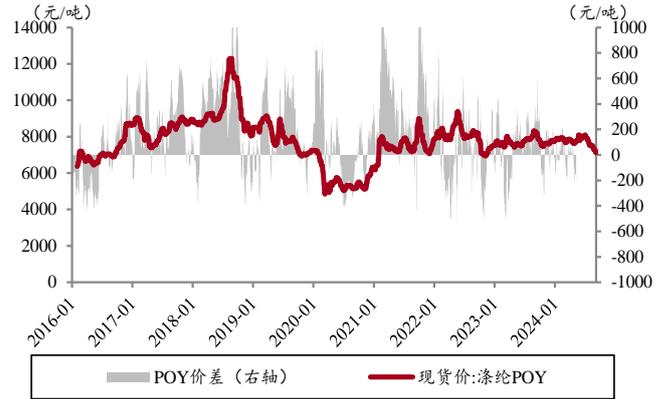
2024年上半年涤纶长丝价格呈现“N”字型的波动上涨。一季度在成本驱动以及低库存环境下，涤纶长丝价格持续上涨，价差实现较快修复。4月份及5月份，受原油价格波动、2023年新产能集中释放、去库节奏不及预期等因素共同影响，价格及价差阶段性回落，6月份，受供应端扰动以及行业自律行为影响，价格及价差快速修复，截至6月30日，POY、FDY、DTY等主流长丝品种价格均提升至年内新高。未来涤纶长丝产能放缓，下游需求增加，持续去库化，供需结构恢复平衡，涤纶长丝价格及价差有望继续修复。

图表 12. FDY 价格及价差 (2015-2024H1)



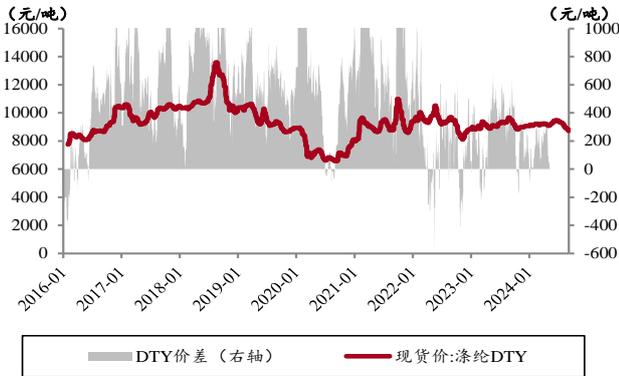
资料来源: 百川盈孚, 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 13. POY 价格及价差 (2016-2024H1)



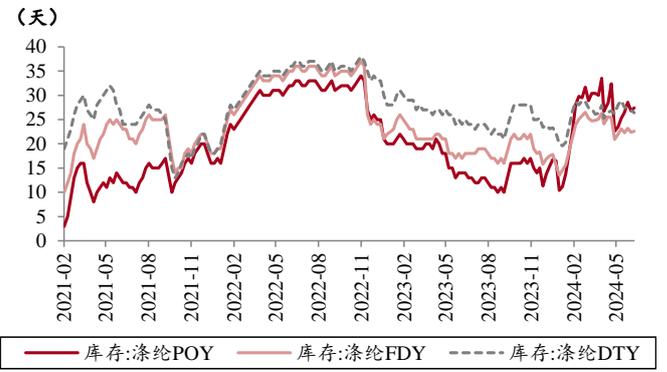
资料来源: 百川盈孚, 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 14. DTY 价格及价差 (2016-2024H1)



资料来源: 百川盈孚, 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 15. 涤纶长丝库存天数变化 (2021-2024H1)



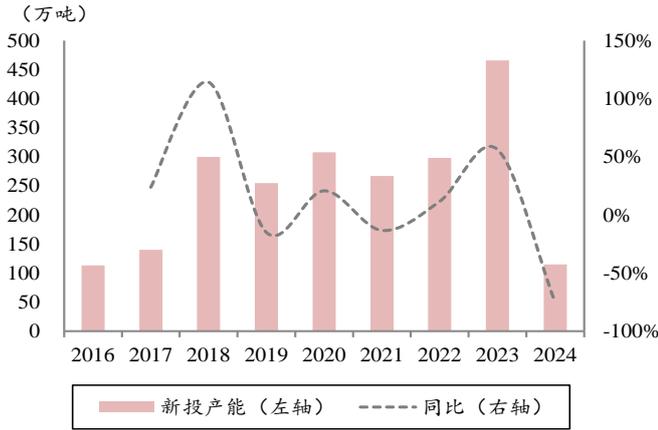
资料来源: 隆众资讯, 百川盈孚, 中银证券

行业扩产压力减缓, 景气度有望提升

供给端: 产能扩张有望放缓, 竞争格局逐步优化

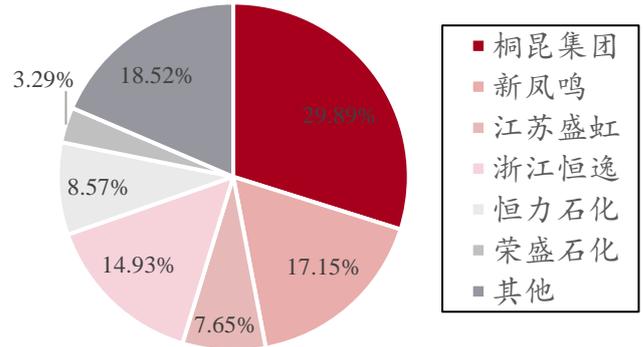
行业内产能有望见顶, 未来扩产节奏放缓。根据百川盈孚的统计数据, 2023 年涤纶长丝行业总产能达到 4316 万吨, 较 2022 年增长 10.75%, 其中 2023 年新增总产能达到 477 万吨, 主要集中于国家鼓励发展化纤及纺织品行业的浙江、江苏两省。2024 年, 涤纶长丝的高速扩产或将结束, 新增产能明显减少。结合百川盈孚统计数据, 2024 年行业新增产能预计 90 万吨, 仅为 2023 年新增产能的 18.87%。同时, 行业的落后产能正在出清, 根据卓创资讯统计数据, 2021-2023 年内行业内已淘汰落后产能达 313 万吨, 未来老旧装置的落后产能或加速淘汰, 隆众资讯预期 2024-2025 年涤纶长丝淘汰产能将在 200-250 万吨之间。

图表 16. 涤纶长丝新扩产能及增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 17. 涤纶长丝行业产能分布 (CR6) (2023)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

行业集中度持续提升, CR6 占比超 83%。龙头企业依托规模优势及管理优势, 市占率逐步提升。根据百川盈孚统计数据, 前六家企业的产能占总产能的 83.12%。当前, 涤纶长丝的价差仍处于历史低位, 中小企业生存空间被进一步挤压, 落后产能或陆续退出市场。未来随着行业格局进一步优化, 头部企业的品牌优势及盈利能力有望扩大。

图表 18. 2023 年涤纶长丝新增产能

企业	地址	产能 (万吨)	实际投产时间
新凤鸣江苏新拓新材有限公司	江苏省	40	2023-02
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	江苏省	30	2023-02
桐昆集团股份有限公司	浙江省	30	2023-03
新疆宇欣新材料有限公司	新疆维吾尔自治区	30	2023-03
绍兴柯桥恒鸣化纤有限公司	浙江省	20	2023-03
江苏新视界先进功能纤维创新中心有限公司	江苏省	2	2023-03
桐昆集团股份有限公司	浙江省	60	2023-03
江苏国望高科纤维有限公司	江苏省	20	2023-04
江苏恒力化纤股份有限公司	江苏省	25	2023-04
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	江苏省	30	2023-05
桐昆集团股份有限公司	浙江省	30	2023-06
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	江苏省	30	2023-07
新凤鸣江苏新拓新材有限公司	江苏省	40	2023-08
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	江苏省	30	2023-09
桐昆集团股份有限公司	浙江省	30	2023-11
桐昆集团股份有限公司	浙江省	30	2023-12
总计		477	

资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 19. 2024 年涤纶长丝预计新增产能

企业	地址	产能 (万吨)	预计投产时间
荣盛石化股份有限公司	浙江省	50	2024-11
新凤鸣江苏新拓新材有限公司	江苏省	40	2024-10
总计		90	

资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 20. 涤纶长丝行业部分淘汰产能 (2021-2024)

企业	地址	产能 (万吨)	实际淘汰时间
吴江新民化纤有限公司	江苏省	40	2021-01
江苏鹰翔化纤股份有限公司	江苏省	40	2021-01
太仓振辉化纤有限公司	江苏省	40	2021-01
江苏长乐纤维科技有限公司	江苏省	25	2022-07
杭州华成聚合纤有限公司	浙江省	20	2022-07
浙江绿宇环保有限公司	浙江省	10	2022-07
浙江天圣化纤有限公司	浙江省	80	2022-09
华祥(中国)高纤有限公司	浙江省	40	2022-12
浙江金鑫化纤有限公司	浙江省	18	2023-04
总计		313	

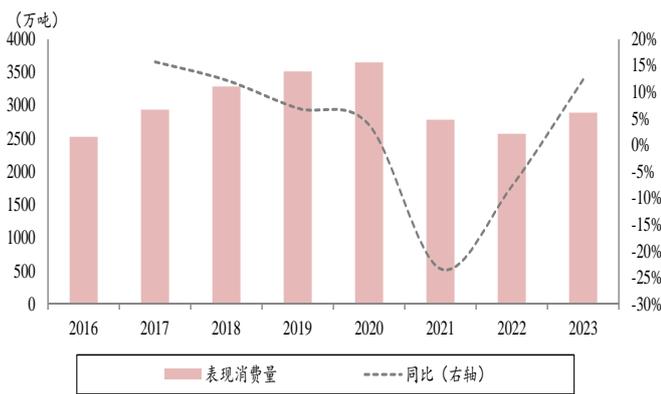
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

需求端: 国内需求稳定增长, 海外库存加快去化

我国人均衣着消费支出存在提升空间。根据 Statista 的预测, 2025 年全球消费者在服装和鞋类上的支出有望达到 25,719.39 亿美元, 较 2021 年增长 26.55%。根据经济日报的统计数据, 2023 年我国居民年人均衣着消费支出为 1200 元至 1450 元, 美国居民年人均衣着消费支出为 700 美元至 800 美元, 日韩工薪家庭衣着消费支出折合人民币为每年 2500 元至 4000 元。全球的服装消费市场仍有较大增长空间, 且未来随着经济高质量发展, 我国人均衣着消费价值也有望提升。

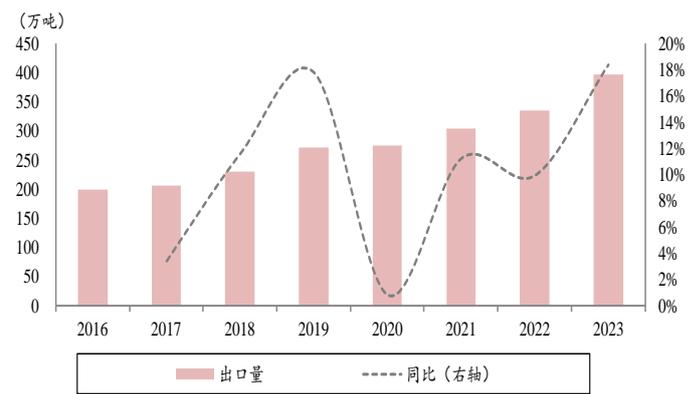
国内需求稳步增长。根据百川盈孚统计数据, 2020 年我国涤纶长丝表观消费量达到 3642.42 万吨, 此后两年受公共卫生事件影响, 表观消费量略有下滑。2023 年, 随着下游纺织行业消费逐渐复苏, 终端订单增加, 中国涤纶长丝表观消费量达到 2884.82 万吨, 同比上涨 12.33%。截至 2024 年 7 月份, 中国涤纶长丝表观消费量为 1951.60 万吨, 同比增长 27%。根据国家统计局数据, 2023 年中国社会消费品零售总额 471495 亿元, 同比增速 7.20%, 其中限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额 14095 亿元、同比增长 12.9%。2024 年 1-8 月中国社会消费品零售总额 312452.0 亿元、同比增速 3.4%, 其中限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额 9046.0 亿元、同比增长 0.3%。2023 年四季度以及 2024 年一季度国内有较多加弹、织机机械订单下达, 预计下半年将陆续交付并投入生产, 同时季节性需求旺季即将来临, 涤纶长丝的国内消费需求有望稳步增长。

图表 21. 涤纶长丝表观消费量



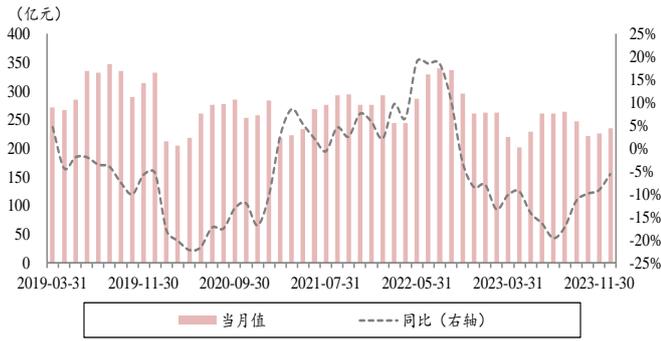
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 22. 涤纶长丝出口数量



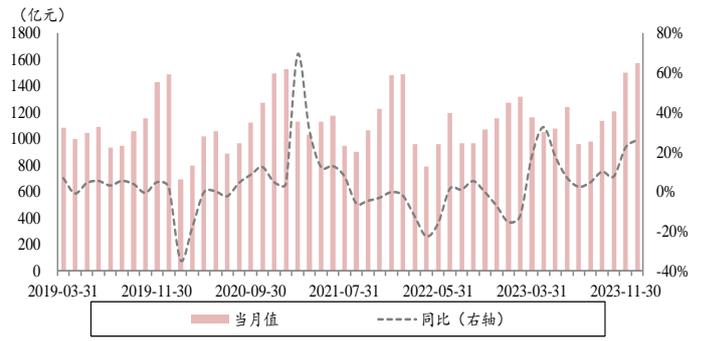
资料来源: 海关总署, 中银证券

图表 23. 纺织服装、服装业出口额



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 24. 国内服装鞋帽、针、纺织品零售额

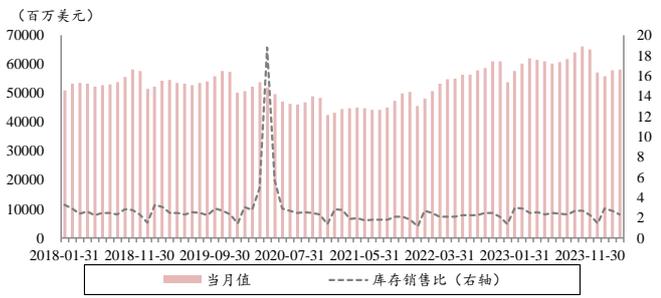


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

长丝出口有望持续放量。涤纶长丝出口整体保持较快增长，根据中国海关总署统计数据，2023 年中国涤纶长丝出口达 397 万吨，同比上涨 18.38%，2024 年受海运成本高涨以及贸易摩擦加剧等因素影响，涤纶长丝出口同比下滑，但仍维持较高水平，根据中国海关总署数据，2024 年 1-5 月直纺长丝出口量达到 161.26 万吨，同比下降 7.37%。短期来看，部分下游企业出于关税、环保政策、产业转型升级、劳动力成本等多方考量，将订单转移到东南亚国家，东南亚地区有望带来出口增量；长期来看，海外纺织服装的终端需求存在提升空间。

海外纺服库存去化，拐点即将临近。2022 年起，美国零售和批发商服装库存大幅度增长。2023 年四季度以来美国纺服库存逐步去化，截至 2024 年 5 月，美国批发商服装库存为 287.44 亿美元，同比大幅降低 20.68%。随着海外纺服去库走向尾声，补库需求或将释放，涤纶长丝海外市场的终端需求有望增长。

图表 25. 美国服装及服装配饰店零售库存额及库存销售比



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 26. 美国服装及服装面料批发商库存

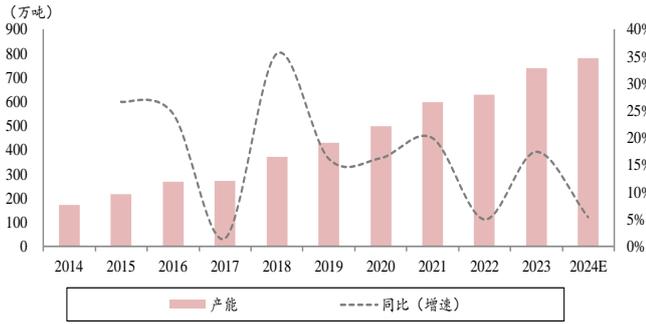


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

公司产能规模扩张，管理优势凸显

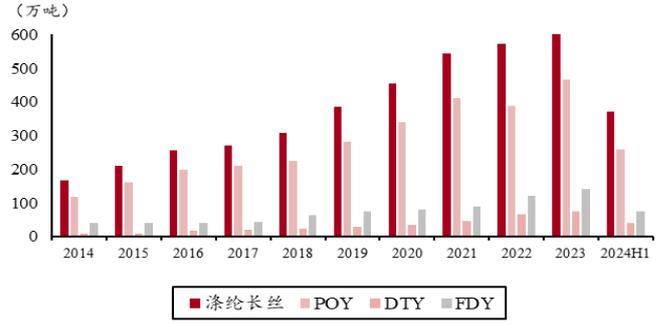
生产设备先进，管理优势凸显。设备方面，公司物耗、能耗、电耗指标达到业内领先，截至 2023 年末，公司拥有 26 套熔体直纺生产线，其中 24 套熔体直纺生产线为 2010 年后投产。公司聚酯设备采用当今国际先进的杜邦工艺—美国康泰斯技术及装备，纺丝设备主要采用德国巴马格技术及装备，丝饼搬运和产品包装主要采用智能化控制的自动络筒和自动包装设备。2021 年 7 月公司新投产的独山能源 60 万吨长丝项目是公司首套一头两尾熔体直纺装置，采用低温、精细化、柔性化五釜熔体直纺流程工艺技术，引进世界先进水平的高速 POY、FDY 卷绕机，配备一流的自动络筒、自动包装、立体库等智能制造设施。

图表 27. 公司涤纶长丝产能(2014-2024E)



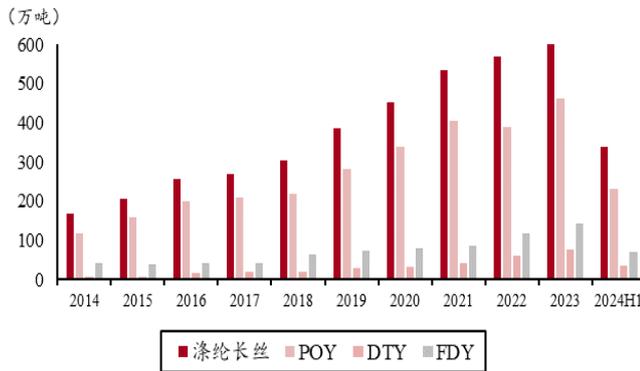
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 28. 公司涤纶长丝产量(2014-2024H1)



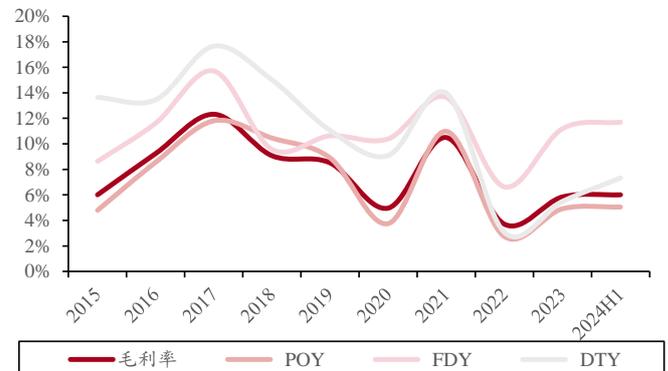
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 29. 公司涤纶长丝销量(2014-2024H1)



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 30. 公司涤纶长丝毛利率(2015-2024H1)



资料来源: 同花顺, 中银证券

根据公司公告, 2023 年公司涤纶长丝产能为 740 万吨, 同比增加高达 17.46%, 国内市占率超 12%。2014-2023 年公司涤纶长丝产能 CAGR 达 17.72%, 公司常年稳居国内民用涤纶长丝行业第二。根据公司 2023 年年报, 预计 2024 年公司新增涤纶长丝产能 40 万吨, 2024 年公司的长丝总产能有望接近 780 万吨, 2025 年规划新增 65 万吨差别化长丝。2023 年公司涤纶长丝产量 680.10 万吨, 销量 681.56 万吨, POY、FDY、DTY 毛利率分别为 4.91%、11.18%、5.49%, 较 2022 年分别增长 2.17pct、4.55pct、2.42pct, 待国内需求复苏, 原料价格企稳, 长丝行业盈利有望持续提升。

图表 31. 公司涤纶长丝盈利弹性 (亿元)

产能 (万吨) \ 吨利修复 (元/吨)	50	100	150	200	250	300
740	2.78	5.55	8.33	11.10	13.88	16.65
780	2.93	5.85	8.78	11.70	14.63	17.55
820	3.08	6.15	9.23	12.30	15.38	18.45
860	3.23	6.45	9.68	12.90	16.13	19.35
900	3.38	6.75	10.13	13.50	16.88	20.25

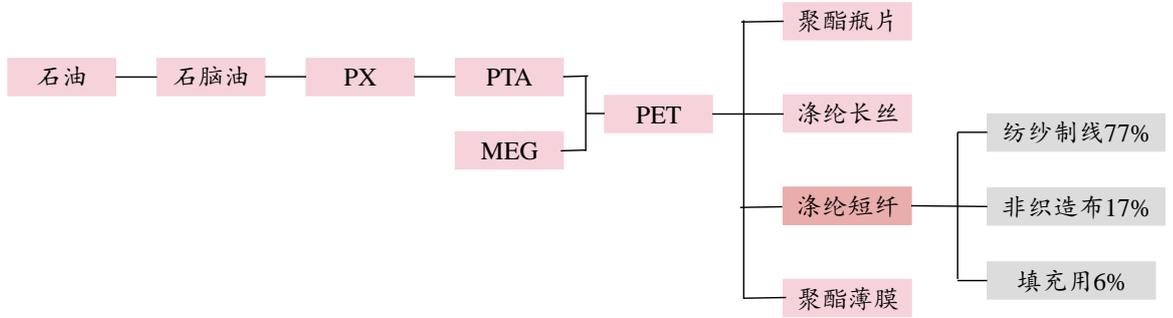
资料来源: 中银证券

注: 所得税按照 25% 计算, 未考虑增值税影响。

开拓涤纶短纤，完善产品品类

涤纶纤维主要分为短纤和长丝两大类。涤纶长丝长度可达几千米，不需经过纺纱可直接用于织布。而涤纶短纤是外观类似棉花的短纤维，长度为几十毫米，可经纺纱或者无纺布工艺制成布料。

图表 32. 涤纶短纤产业链



资料来源：百川盈孚，中银证券

短纤产能稳步增长，行业集中度逐步提升

涤纶短纤主要应用于棉纺行业，可单独纺纱或与棉、粘胶纤维、麻、毛、维纶等混纺，所得纱线主要用于服装织布，还可用于家装面料，包装用布，填充料和保暖材料等。按生产工艺的不同，原生纺丝可分为熔体直纺和间歇纺，熔体直纺是将 PTA 和乙二醇聚合后生成的聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），在熔融状态下，不经生产聚酯切片的工序，直接纺丝、切断生成短纤，该工艺一体化生产，单位成本相对较少，目前国内短纤生产多使用熔体直纺工艺。间歇纺又称为切片纺，是以 PET 切片为原料生产纤维的工艺。与熔体直纺工艺相比，间歇纺减少了聚酯装置，增加了切片的干燥和熔融装置，有效避免纺丝过程中出现品质波动。

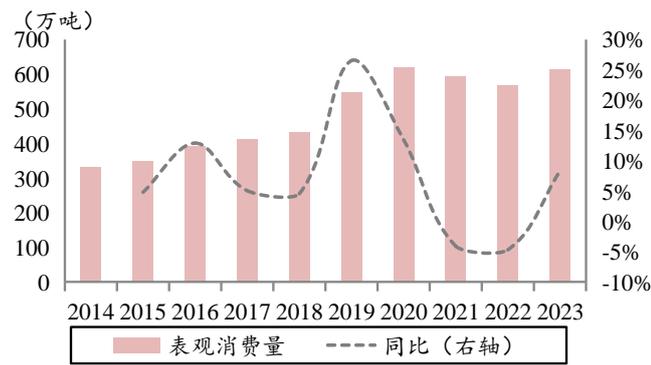
图表 33. 涤纶短纤分类

分类标准	短纤分类
原料	原生、再生
生产工艺	熔体直纺、间歇纺
横截面	普通实心、异形
光泽	有光、半消光
粗细	棉型、中长型、毛型
用途	纺纱制线用、填充用、非织造用

资料来源：郑州商品交易所，中银证券

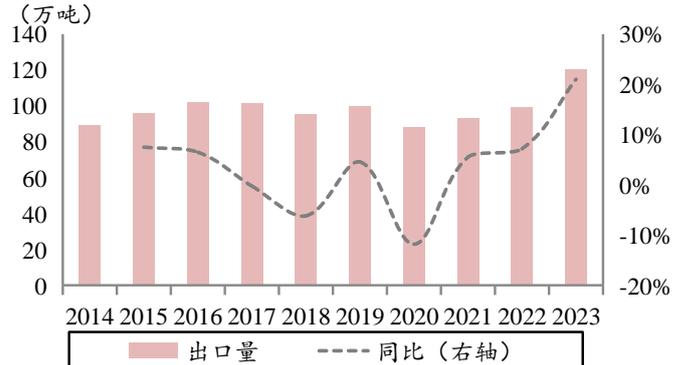
需求端：根据百川盈孚数据统计，2023 年涤纶短纤表观消费量回升至 613.66 万吨，同比增加 8.30%，随着汽车内饰、家用纺织等下游需求提升，涤纶短纤的国内消费量不断提升。2023 年涤纶短纤出口量达 120.55 万吨，同比增加 21.05%，创历史新高，主要受益于东南亚地区纺织终端集群的建立，且当地纺织纤维供不应求，带动国内对东南亚地区涤纶短纤出口明显增加。在内需提升和出口增长的带动下，短纤消费量仍将继续提升。

图表 34. 涤纶短纤表观消费量



资料来源：同花顺，中银证券

图表 35. 涤纶短纤出口量



资料来源：同花顺，中银证券

供应端：根据卓创资讯数据统计，2023 年涤纶短纤年度总产能 1003 万吨，其中有效产能达 943 万吨，常停产能达 60 万吨，2023 年内新增产能达 103 万吨，淘汰产能达 56.5 万吨，2023 年涤纶短纤产能净增长 46.5 万吨，较 2022 年增长 5.42%。2023 年，89% 的新增产能来自于头部企业，涤纶短纤行业 CR4 为 50.81%，较 2022 年（46.16%）增长 4.65 个百分点。

图表 36. 2023 年涤纶短纤新增产能

企业	地址	产能 (万吨)	投产时间
山东诚汇金	山东省	5	2023 年 4 月
宿迁逸达	江苏省	30	2023 年 5 月
新凤鸣新拓新材	江苏省	30	2023 年 8 月
仪征化纤	江苏省	10	2023 年 9 月
仪征化纤	江苏省	13	2023 年 11 月
富威尔珠海	广东省	20	2023 年 11 月
四川吉兴	四川省	20	2023 年 12 月
总计		128	

资料来源：卓创资讯，中银证券

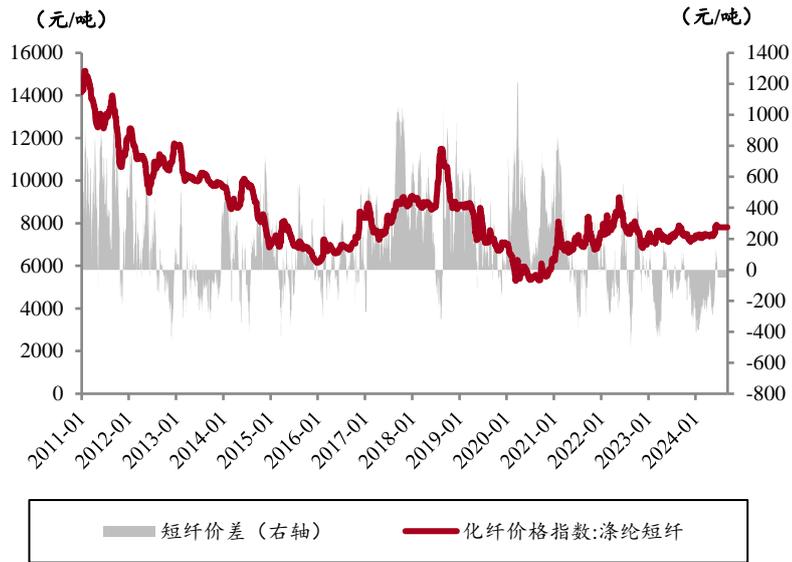
图表 37. 涤纶短纤部分淘汰产能 (2021-2023)

企业	地址	产能 (万吨)	实际淘汰时间
恒鸣化纤	浙江省	18	2021 年 12 月
上海石化	上海市	5	2022 年 2 月
常盛化纤	江苏省	12	2022 年 8 月
德赛化纤	江苏省	20	2023 年 11 月
中石化洛阳分公司	河南	10	2023 年 11 月
中石化天津分公司	天津市	10	2023 年 11 月
总计		75	

资料来源：百川盈孚，中银证券

涤纶短纤产能扩张，行业供过于求。根据百川盈孚数据统计，2024 年新增产能仍有望超过 100 万吨，我们预计未来几年，短纤行业新产能投放与落后产能出清的局面仍将同时存在，行业竞争或进一步加剧。涤纶短纤当前价格及价差处于周期底部，未来随着下游需求提升，行业竞争格局优化，涤纶短纤的价格及价差有望修复。

图表 38. 涤纶短纤价格及价差



资料来源: 同花顺, 中银证券

公司深耕涤纶产业，产品结构丰富

公司现有涤纶短纤产能 120 万吨，和长丝产品形成有效补充。全资子公司湖州市中磊化纤有限公司投资建设的年产 60 万吨功能柔性定制化短纤项目分两期建设，一期年产 30 万吨短纤项目于 2021 年 11 月 25 日正式投产；二期 30 万吨短纤项目于 2022 年 6 月投产。2022 年 8 月，新凤鸣全资子公司新凤鸣江苏新拓新材有限公司投资建设的年产 60 万吨绿色功能性短纤纤维项目顺利投产，助力公司进一步开拓苏北市场。

短期来看，受制于新产能集中投放，海运费上涨等因素制约，短纤行业盈利依旧承压。长期来看，随着落后产能出清，竞争格局优化，以及终端需求增长，行业景气度有望修复。公司短纤产能已位居行业前列，依托新产能的技术优势以及原材料一体化优势，具有较强的竞争优势，未来随着行业景气度修复，有望成为公司新的业务增长点。

产业链向上游扩张，打造国际化炼化一体化企业

近年来，向 PTA、石化等上游产业发展，打造一体化产业链，已成为涤纶长丝行业重要发展方向。对于外购 PTA 的涤纶长丝企业而言，原油价格波动、产业链不平衡发展或意外事故都可能导致 PTA 供应紧张，价格大幅波动，进而对企业盈利能力造成不利影响。基于此，行业龙头主动向产业链上游延伸，加快 PTA 产能建设，注重提高原材料自给率。

PTA 行业产能扩张，新技术掌握后发优势

PTA，常温下为白色粉末，是聚酯生产的主要原材料。PTA 以 PX 为原料，每生产 1 吨 PTA 约需要 0.66 吨 PX。每生产 1 吨涤纶长丝或涤纶短纤约需要 0.86 吨 PTA 和 0.34 吨 MEG（乙二醇）。

图表 39. 2019-2023 年 PTA 新增产能

企业	项目	产能（万吨）	投产时间
海南逸盛石化有限公司	海南逸盛石化有限公司二期项目	250	2023 年 11 月
恒力石化(惠州)有限公司	惠州 2×250 万吨/年 PTA 项目	250	2023 年 7 月
江苏嘉通能源有限公司	PTA 聚酯一体化项目	250	2023 年 4 月
恒力石化(惠州)有限公司	惠州 2×250 万吨/年 PTA 项目	250	2023 年 3 月
江苏嘉通能源有限公司	PTA 聚酯一体化项目	250	2022 年 12 月
东营威联化学有限公司	东营威联化学 250 万吨/年 PTA 项目	250	2022 年 12 月
浙江逸盛新材料有限公司	年产 600 万吨 PTA 工程	330	2022 年 1 月
浙江逸盛新材料有限公司	年产 600 万吨 PTA 工程 一期	330	2021 年 6 月
福建百宏石化有限公司	福建百宏石化有限公司 PTA 项目	250	2021 年 1 月
江苏虹港石化有限公司	江苏虹港石化 2 期	240	2021 年 2 月
浙江独山能源有限公司	独山能源 2 期 PTA 项目	220	2020 年 10 月
恒力石化(大连)炼化有限公司	恒力石化 PTA 五期项目	250	2020 年 6 月
恒力石化(大连)炼化有限公司	恒力石化 PTA 四期项目	250	2020 年 1 月
新疆库尔勒中泰石化有限责任公司	新疆库尔勒中泰石化有限责任公司年产 120 万吨/年 PTA 项目	120	2019 年 12 月
浙江独山能源有限公司	新凤鸣集团股份有限公司	220	2019 年 10 月
四川能投化学新材料有限公司	四川能投化学新材料有限责任公司	100	2019 年 5 月
总计		3,810	

资料来源：百川盈孚，中银证券

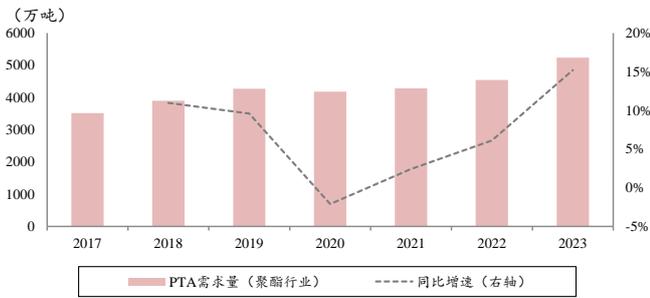
图表 40. 2024-2026 年 PTA 预计新增产能

企业	地址	产能（万吨）	预计投产时间
桐昆集团股份有限公司	桐昆钦州绿色化工基地一期化工新材料项目	300	2026 年 12 月
浙江独山能源有限公司	新凤鸣独山能源新材料一体化项目 3 期	600	2025 年 12 月
福建福海创石油化工有限公司	年产 300 万吨 PTA 扩建项目	300	2025 年 12 月
江苏三房巷聚材股份有限公司	三房巷三期 PTA 项目	320	2025 年 6 月
江苏虹港石化有限公司	江苏虹港石化有限公司 240 万吨/年精对苯二甲酸（PTA）三期项目	240	2024 年 12 月
台化兴业(宁波)有限公司	台化兴业（宁波）有限公司	150	2024 年 3 月
中国石化仪征化纤有限责任公司	中国石化仪征化纤有限责任公司年产 300 万吨 PTA 项目	300	2024 年 4 月
总计		2,210	

资料来源：百川盈孚，中银证券

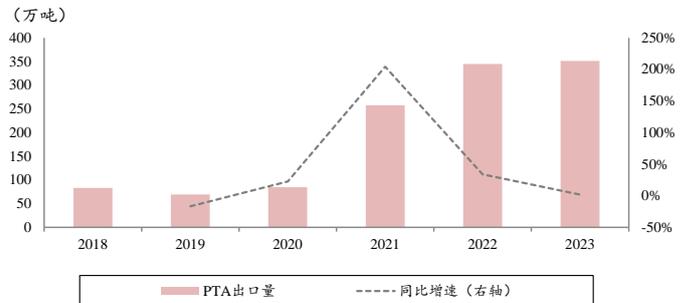
PTA 新产能不断涌现，落后产能竞争乏力。根据百川盈孚统计数据，2023 年国内 PTA 总产能为 8973.5 万吨/年，与 2022 年底相比增加 17.09%，其中 2023 年新增 PTA 产能达 1000 万吨，投产规模创历年最高，2024 年仍有 690 万吨/年 PTA 装置即将投产，行业总产能有望突破 9500 万吨/年，预计到 2026 年，国内 PTA 总产能有望突破 11000 万吨。根据百川盈孚数据，2023 年 PTA 下游需求量达 5239.23 万吨，同比增长 15.22%。根据海关总署统计数据，2023 年 PTA 出口量为 350.94 万吨，同比增加 1.82%。在充分竞争的市场环境下，缺乏竞争力的 PTA 产能或逐步退出。

图表 41. PTA 需求量 (聚酯行业)



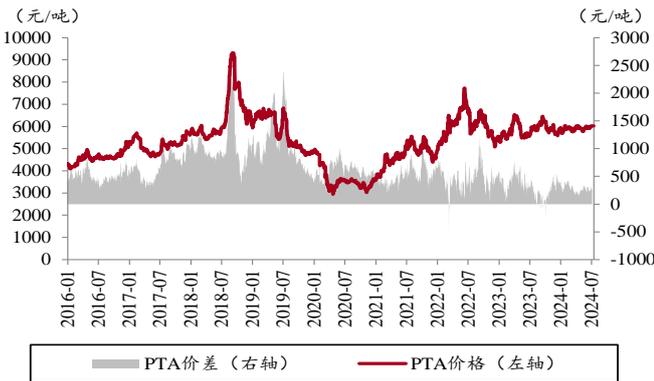
资料来源: Wind, 中银证券

图表 42. PTA 出口量



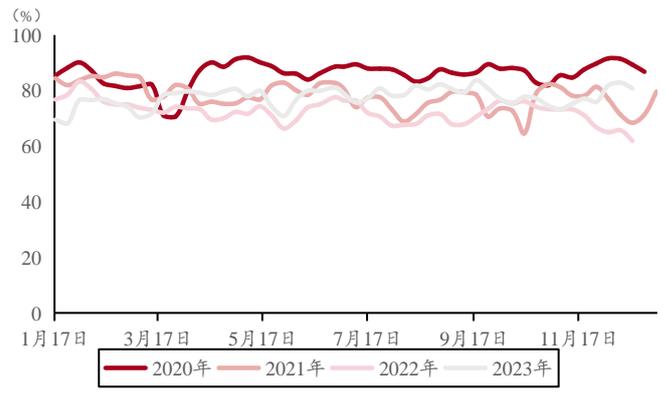
资料来源: Wind, 中银证券

图表 43. PTA 价格及价差



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 44. PTA 开工率



资料来源: Wind, 中银证券

PTA 为后发优势行业，不同装置间技术差异显著。PTA 行业具有典型的后发优势特征，随着工艺技术不断升级和装置生产规模的扩大，后期投产的装置具有更低的成本。2000 年以来，中国 PTA 装置的生产工艺经历了四代变革，PTA 新装置的单吨投资成本从超 5000 元/吨低至 2000 元/吨以下。在充分竞争的市场环境下，缺乏竞争力的 PTA 产能或逐步退出。

图表 45. PTA 生产技术及代表性装置

	单装置产能 (万吨/年)	代表性装置 (万吨)
第一代	60	浙江逸盛 1#2# (60+60)、汉邦石化 1# (60)、扬子石化 3# (65)
第二代	90-125	海伦石化 (120)、蓬威石化 (90)、晟达石化 (100)
第三代	140-150 和部分 200-225	恒力 1#2#3# (660)、虹港石化 1# (150)
第四代	220+	恒力 4#5# (250+250)、桐昆嘉兴石化 2# (220)、新凤鸣独山能源 (220)

资料来源: 卓创资讯, 中银证券

图表 46. PTA 投资成本变化

项目	时间	产能 (万吨)	投资额 (亿元)	单吨投资额 (元/吨)	技术
恒力大连#1.#2.#3	2010-2014	660	340	5,151.52	英威达 P7
汉邦石化二期	2015	220	65.5	2,977.27	英威达
桐昆嘉兴石化一期	2015	120	30.4	2,533.33	英威达
桐昆嘉兴石化二期	2017	200	30.4	1,520.00	英威达 P8
新风鸣独山能源	2019	220	40	1,818.18	BP
恒力大连#4.#5	2019-2021	500	58.95	1,178.90	英威达 P8
恒力惠州	2021-2022	500	99.00	1,979.98	英威达 P8
逸盛新材料	2022-2024	600	67.31	1,121.83	逸盛

资料来源：卓创资讯，中银证券

独山能源技术领先，成本优势突出

截至 2023 年末，公司子公司独山能源公司拥有 PTA 产能 500 万吨，其中，PTA 一期投资 40 亿元，于 2019 年投产运行，二期投资 32 亿元，于 2020 年投产运行。独山能源的 PTA 一、二期项目选用英国 BP 公司最新一代 PTA 工艺技术和专利设备，同传统 PTA 技术相比可减少 95% 固废，65% 温室气体及 75% 的废水排放。2021 年 8 月，中国石油和化学工业联合会公布 2020 年底石油和化工行业重点耗能产品能效“领跑者”标杆企业对于 PTA 能耗指标的排名，其中独山能源 PTA 装置能耗与电耗指标最优，位列行业第一。此外，公司还规划了 540 万吨的 PTA 项目，项目引进 KTS 公司 PTA P8++ 技术，在成本、能耗、产品性能等方面具有更强的技术优势，是目前国际最先进的 PTA 技术水平代表之一，预计到 2026 年上半年，公司 PTA 产能将超过 1,000 万吨。

图表 47. 独山能源一期 PTA 项目原材料及能耗指标

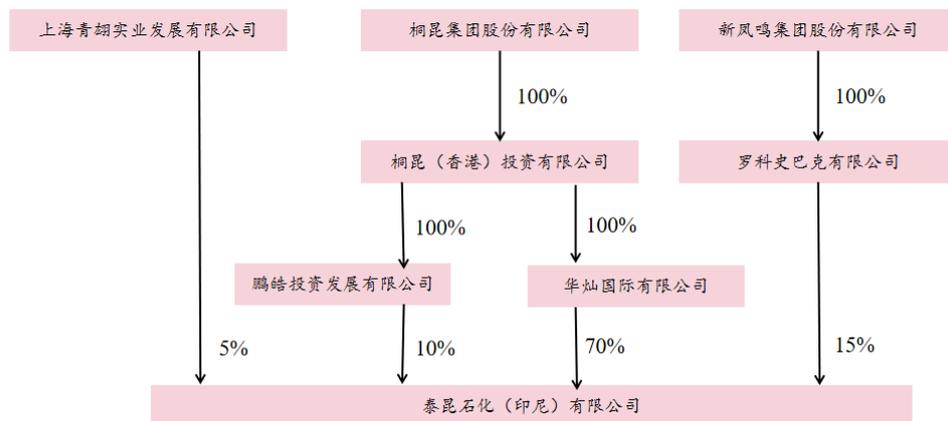
分类	产品	单位	数量
原料	PX	kg/t PTA	647
溶剂	醋酸 (HAC)	kg/t PTA	32
催化剂	HBr	kg/t PTA	0.238
	醋酸钴	kg/t PTA	0.01
	醋酸锰	kg/t PTA	0.005
公用工程	原水耗	m ³ /t PTA	5.5
	耗电量	Kwh/t PTA	59.55
	蒸汽耗用	t/T PTA	0.5
	氮气	Nm ³ /t PTA	3.64

资料来源：环评报告，中银证券

公司着眼海外市场，布局炼化一体化项目

2023 年 6 月公司为优化各项资源配置，提升持续盈利能力，结合延链、补链、强链的发展需求，计划启动泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目，正式向炼化上游展开业务布局。

图表 48. 泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

2024年5月25日，公司公告调整泰昆石化（印尼）有限公司印尼北加炼化一体化项目股权架构、投资金额及项目规模。根据调整后的方案，炼化一体化项目实施主体为泰昆石化（印尼）有限公司，新凤鸣全资子公司罗科史巴克有限公司认缴泰昆石化150万美元新增注册资本，持股比例为15%，一体化项目计划总投资59.48亿美元，在印度尼西亚北加里曼丹省北加里曼丹工业园区，建设1000万吨/年常减压蒸馏装置、200万吨/年对二甲苯（PX）产能、120万吨/年乙烯裂解装置及下游装置和相关配套设施。

图表 49. 泰昆石化炼化一体化项目主要产品规划

产品	产能（万吨/年）	目标市场
成品油	418	印尼
对二甲苯（PX）	200	国内
苯	72	国内
硫磺	26	印尼
液化气	42（其中异丁烷37万吨/年）	印尼
聚丙烯	50	印尼和东盟
聚乙烯 FDPE	40	印尼和东盟
高密度聚乙烯 HDPE	40	印尼和东盟
线型低密度聚乙烯 LLDPE	40	印尼和东盟

资料来源：公司公告，中银证券

根据公告规划，项目主要产品中，成品油、硫磺、苯、液化气等558万吨/年由印尼国内市场消化，对二甲苯200万吨/年运回中国国内市场消化，全密度聚乙烯FDPE、高密度聚乙烯HDPE、线型低密度聚乙烯LLDPE、聚丙烯PP等170万吨/年由印尼及东盟市场共同消化。

印加炼化一体化项目有助于公司与桐昆股份共同构建跨境产业链、价值链、供应链，实现两集团一体化产业链目标，保障PTA—聚酯产业链原料供应，预计到“十四五”末，两集团将拥有超2000万吨PTA、2500万吨涤纶长丝年生产能力，对上游大宗原料对二甲苯（PX）的年需求量达1300万吨，充足的上游大宗原料PX，可保障两集团在化纤行业的长远发展。

盈利预测与估值

假设 1. 公司涤纶长丝新产能有序释放，我们预测，未来三年（2024-2026 年）公司产量分别达到 715 万吨、747 万吨、780 万吨；

假设 2. 涤纶长丝需求提升，行业景气度修复，盈利能力逐步提升，长丝业务毛利率分别为 7.44%、7.83%、8.93%；

假设 3. 涤纶短纤行业供需格局改善，公司短纤产能完全释放，短纤业务毛利率底部修复，分别为 3.00%、4.00%、4.00%；

图表 50. 板块经营数据预测（2022-2026E）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
化纤业务					
营业收入（亿元）	455.98	573.48	615.80	644.50	671.15
营业成本（亿元）	440.17	540.38	574.15	597.77	616.00
毛利润（亿元）	15.81	33.10	41.65	46.72	55.15
毛利率（%）	3.47	5.77	6.76	7.25	8.22
石化业务					
营业收入（亿元）	19.39	25.51	26.25	37.45	47.70
营业成本（亿元）	19.09	25.60	26.28	37.26	47.46
毛利润（亿元）	0.31	(0.09)	(0.03)	0.19	0.24
毛利率（%）	1.58	(0.36)	(0.10)	0.50	0.50
其他业务收入					
营业收入（亿元）	32.50	15.69	16.00	16.00	16.00
营业成本（亿元）	29.78	12.82	13.12	13.28	13.28
毛利润（亿元）	2.72	2.87	2.88	2.72	2.72
毛利率（%）	18.37	18.28	18.00	17.00	17.00
总业务					
总营业收入（亿元）	507.87	614.69	658.05	697.95	734.85
总营业成本（亿元）	489.04	578.81	613.54	648.31	676.74
总毛利润（亿元）	18.83	35.88	44.50	49.63	58.11
毛利率（%）	3.71	5.84	6.76	7.11	7.91

资料来源：公司公告，中银证券

注：化纤业务包括涤纶长丝+涤纶短纤+切片，石化业务包括精对苯二甲酸（PTA）

在上述假设符合预期的情况下，预测公司 2024-2026 年归母净利润为 15.38 亿元、19.65 亿元、26.16 亿元，对应 EPS(摊薄)为 1.01 元、1.29 元、1.72 元，对应市盈率为 9.8 倍、7.7 倍、5.8 倍，每股净资产分别为 11.7 元、12.5 元和 13.6 元，对应市净率分别为 0.8 倍、0.8 倍、0.7 倍。

东方盛虹、恒力石化、恒逸石化、荣盛石化均为涤纶长丝行业优秀企业，且已完成产业链的向上扩张，升级为民营大炼化代表性标的。桐昆股份和新凤鸣均为涤纶长丝行业头部企业，主营业务结构高度重合，炼化一体化也是其未来业务发展的主要方向。相比于炼化一体化企业，新凤鸣和桐昆股份的 PB 估值仍然低于行业均值水平，未来随着炼化业务落地，估值存在较大的提升空间。看好涤纶长丝行业景气度修复，以及炼化一体化产能布局，首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 51. 可比公司估值对比

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股净资产(元/股)			市净率(x)		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000301.SZ	东方盛虹	买入	7.18	474.7	5.2	5.7	6.1	1.4	1.3	1.2
002493.SZ	荣盛石化	买入	8.5	860.7	4.4	4.6	5.1	1.9	1.8	1.7
600346.SH	恒力石化	买入	12.63	889.0	8.5	9.2	10	1.5	1.4	1.3
000703.SZ	恒逸石化	未有评级	5.55	203.5	6.6	6.9	7.2	0.8	0.8	0.8
	民营炼化行业平均				6.2	6.6	7.1	1.4	1.3	1.2
601233.SH	桐昆股份	买入	10.54	254.1	14.7	15.8	17.3	0.7	0.7	0.6
603225.SH	新凤鸣	买入	9.9	151.0	11.0	11.7	12.5	0.9	0.8	0.8
	涤纶长丝行业平均				12.9	13.7	14.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至日2024年9月19日，未有评级标的盈利预测取自万得一致预期。

风险提示

全球经济增长不及预期

宏观经济环境变化对民用涤纶长丝行业有一定的影响。随着经济全球化、一体化的加速，如果未来全球经济发生较大波动，我国的经济增速持续放缓，则公司的经营业绩也可能会随着民用涤纶长丝行业的调整而出现下降的风险

原材料价格大幅波动

若 PX、MEG 等原材料价格大幅波动，公司的库存和采购管理、产品的市场价格调整不能有效降低或消化原材料价格波动影响，将对公司的生产经营产生不利影响。

汇率大幅波动

公司存在一定比例的出口销售，且上游原材料 PX 采购国内外结合，国外采购主要向日韩企业进口，若人民币汇率持续大幅波动，可能对公司经营产生一定影响。

环保和安全监管风险

随着环保意识的增强及政府环保要求趋严，若因人为操作失误或意外原因等导致环保事故或安全生产事故，可能影响公司的正常经营活动。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	50,787	61,469	65,805	69,795	73,485
营业收入	50,787	61,469	65,805	69,795	73,485
营业成本	48,904	57,881	61,354	64,831	67,674
营业税金及附加	90	176	184	195	206
销售费用	84	101	112	119	125
管理费用	652	693	742	787	828
研发费用	1,078	1,198	1,250	1,312	1,382
财务费用	549	510	619	522	502
其他收益	209	214	200	200	200
资产减值损失	(165)	(83)	(80)	(80)	(80)
信用减值损失	(5)	3	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	0	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	(21)	40	0	0	0
投资收益	22	33	30	30	30
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(529)	1,116	1,688	2,173	2,913
营业外收入	73	61	65	65	65
营业外支出	9	3	5	5	5
利润总额	(466)	1,174	1,748	2,233	2,973
所得税	(260)	88	210	268	357
净利润	(205)	1,086	1,538	1,965	2,616
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	(205)	1,086	1,538	1,965	2,616
EBITDA	2,350	4,198	5,221	5,877	6,857
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.13)	0.71	1.01	1.29	1.72

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,905	14,549	15,339	16,427	21,133
货币资金	6,289	8,111	9,213	9,771	14,697
应收账款	576	965	680	871	803
应收票据	0	0	0	0	0
存货	3,719	4,309	4,201	4,444	4,204
预付账款	501	354	430	435	565
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	820	810	816	907	864
非流动资产	29,399	30,591	29,380	28,010	26,325
长期投资	327	374	374	374	374
固定资产	22,615	25,016	23,908	22,459	20,766
无形资产	1,745	1,737	1,666	1,594	1,522
其他长期资产	4,711	3,464	3,433	3,582	3,663
资产合计	41,304	45,140	44,719	44,437	47,458
流动负债	15,196	16,786	17,832	17,819	19,212
短期借款	8,491	9,202	10,535	10,296	11,700
应付账款	2,661	2,633	2,514	2,637	2,627
其他流动负债	4,044	4,951	4,784	4,887	4,886
非流动负债	10,408	11,557	9,109	7,580	7,531
长期借款	7,356	7,879	5,626	4,000	4,000
其他长期负债	3,053	3,677	3,483	3,580	3,531
负债合计	25,604	28,343	26,941	25,399	26,744
股本	1,529	1,529	1,525	1,525	1,525
少数股东权益	0	1	1	1	1
归属母公司股东权益	15,700	16,796	17,777	19,036	20,713
负债和股东权益合计	41,304	45,140	44,719	44,437	47,458

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(205)	1,086	1,538	1,965	2,616
折旧摊销	2,541	2,858	3,144	3,412	3,672
营运资金变动	(261)	(125)	129	(356)	235
其他	1,110	(160)	519	527	455
经营活动现金流	3,185	3,659	5,330	5,548	6,978
资本支出	(5,377)	(3,349)	(2,005)	(2,005)	(2,005)
投资变动	(80)	(20)	0	0	0
其他	43	(53)	30	30	30
投资活动现金流	(5,414)	(3,422)	(1,975)	(1,975)	(1,975)
银行借款	3,130	1,234	(920)	(1,865)	1,404
股权融资	(765)	(473)	(557)	(706)	(939)
其他	641	(196)	(776)	(443)	(541)
筹资活动现金流	3,006	565	(2,253)	(3,015)	(77)
净现金流	777	802	1,102	559	4,926

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	13.4	21.0	7.1	6.1	5.3
营业利润增长率(%)	(120.0)	(310.9)	51.2	28.8	34.0
归属于母公司净利润增长率(%)	(109.1)	(629.7)	41.6	27.8	33.1
息税前利润增长率(%)	(106.2)	(801.6)	55.0	18.7	29.2
息税折旧前利润增长率(%)	(56.1)	78.6	24.4	12.6	16.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(109.1)	(629.7)	41.6	27.8	33.1
获利能力					
息税前利润率(%)	(0.4)	2.2	3.2	3.5	4.3
营业利润率(%)	(1.0)	1.8	2.6	3.1	4.0
毛利率(%)	3.7	5.8	6.8	7.1	7.9
归母净利润率(%)	(0.4)	1.8	2.3	2.8	3.6
ROE(%)	(1.3)	6.5	8.7	10.3	12.6
ROIC(%)	(0.2)	3.2	4.8	5.8	6.9
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.9	0.8	0.6	0.5	0.3
流动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	91.4	79.8	80.0	90.0	87.8
应付账款周转率	20.6	23.2	25.6	27.1	27.9
费用率					
销售费用率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
管理费用率(%)	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
研发费用率(%)	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9
财务费用率(%)	1.1	0.8	0.9	0.7	0.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.1)	0.7	1.0	1.3	1.7
每股经营现金流(最新摊薄)	2.1	2.4	3.5	3.6	4.6
每股净资产(最新摊薄)	10.3	11.0	11.7	12.5	13.6
每股股息	0.0	0.3	0.4	0.5	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	(73.6)	13.9	9.8	7.7	5.8
P/B(最新摊薄)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.9	8.4	5.1	4.1	3.0
价格/现金流(倍)	4.7	4.1	2.8	2.7	2.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371