

新凤鸣（603225.SH）

国内聚酯纤维龙头企业，持续打造全产业链优势

国内涤纶长丝产业规模稳步增长，行业供需有望底部边际改善；涤纶短纤行业供给增速有所放缓，近期盈利水平有所回升；公司是国内聚酯化纤领先企业，不断加强产业链一体化优势。

- 国内涤纶长丝产业规模稳步增长，行业供需有望底部边际改善。近几年我国涤纶长丝行业产能规模持续增长，当前行业投产高峰期已过，同时随着多年来的行业竞争，落后产能持续退出，供给压力大幅降低。我国涤纶长丝行业集中度较高，前五大企业合计产能占比达 75.1%，龙头企业市场控制力不断增强。目前纺织服装及服饰业景气度基本处于近几年来底部水平，逐步呈现企稳向好趋势，近期国内密集出台多项房地产支持政策，目前多地房地产市场预期进一步改善，有助改善家纺业需求。今年前 10 月国内涤纶长丝表观消费量同比大幅增长，预计涤纶长丝行业供需关系有望逐步底部改善。
- 涤纶短纤行业供给增速有所放缓，近期盈利水平有所回升。近几年国内涤纶短纤行业生产规模不断提升，导致行业供需压力较大，供给压力最大阶段基本过去。我国涤纶短纤行业集中不高，前三大企业合计产能占比约 38.5%，随着落后产能退出，未来集中度有望进一步提高。当前涤纶短纤价格处于近几年中位数水平，随着新增产能逐步放缓，下游市场需求有所复苏，价差自年初以来逐季扩大，行业盈利水平有所回升。
- 公司是国内聚酯化纤龙头企业，不断加强产业链一体化优势。经过二十年的发展积累，公司已形成“PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局，成为全国化纤行业的龙头企业之一。截至 2024 年 6 月底，公司涤纶长丝产能 740 万吨，是国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一；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。公司独山能源 PTA 现有产能 500 万吨，大部分自用生产涤纶长丝，同时新规划了 540 万吨 PTA 项目。此外，公司参股泰昆石化（印尼）炼化一体化项目，进一步加强产业链上游原材料配套，同时有助于增厚公司业绩。
- 给予“增持”投资评级。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.5 亿、15.4 亿、20.4 亿元，EPS 分别为 0.62、1.01、1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 18、11、8 倍。首次覆盖，给予“增持”投资评级。
- 风险提示：下游市场需求不足、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	50787	61469	66732	70918	78287
同比增长	13%	21%	9%	6%	10%
营业利润(百万元)	(529)	1116	968	1607	2153
同比增长	-120%	-311%	-13%	66%	34%
归母净利润(百万元)	(205)	1086	950	1539	2043
同比增长	-109%	-630%	-13%	62%	33%
每股收益(元)	-0.13	0.71	0.62	1.01	1.34
PE	-81.0	15.3	17.5	10.8	8.1
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

周期/化工

目标估值：NA

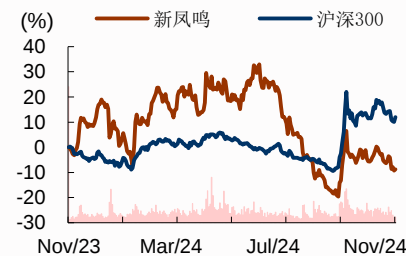
当前股价：10.89 元

基础数据

总股本（百万股）	1525
已上市流通股（百万股）	1512
总市值（十亿元）	16.6
流通市值（十亿元）	16.5
每股净资产（MRQ）	11.1
ROE（TTM）	5.6
资产负债率	68.3%
主要股东	庄奎龙
主要股东持股比例	22.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-28	-7
相对表现	-3	-35	-19



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

周铮

S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安

S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

正文目录

一、 公司总体概况.....	5
1、 国内聚酯纤维领先企业，拥有产业链一体化优势.....	5
2、 近年经营规模稳步增长，盈利水平有所波动.....	5
3、 公司股权结构稳定，新凤鸣控股为母公司.....	6
二、 国内 PTA 供给充足，乙二醇进口依赖度降低.....	7
1、 PTA 行业产能增长较快，盈利能力处于较低水平.....	7
2、 煤制乙二醇快速发展，乙二醇自给率大幅提高.....	9
三、 涤纶短纤供给增速有所放缓，行业盈利有所回升.....	10
四、 涤纶长丝规模稳步增长，行业供需有望底部改善.....	13
1、 供给和需求规模稳步增长，行业集中度较高.....	13
2、 下游行业处于底部区域，需求有望逐步迎来复苏.....	14
3、 行业库存处于较低水平，景气度有望逐步企稳向好.....	16
五、 持续打造产业链一体化，巩固自身行业领先地位.....	17
六、 关键假设及盈利预测.....	19
1、 关键假设.....	19
2、 盈利预测.....	19
七、 风险提示.....	20

图表目录

图 1：公司聚酯纤维上下游产业链图.....	5
图 2：近几年公司营业收入及增速.....	6
图 3：近几年公司归母净利润及增速.....	6
图 4：近几年公司主要化纤产品销量（万吨）.....	6
图 5：近几年公司主要化纤产品销售均价（元/吨）.....	6
图 6：公司股权结构图.....	7
图 7：国内 PTA 有效产能及产量.....	7
图 8：国内 PTA 行业集中度.....	7
图 9：国内 PTA 表观消费量及增速.....	8
图 10：我国 PTA 进出口量.....	8

图 11: 国际原油与 PX 价格走势	8
图 12: PTA 价格及价差走势	8
图 13: 国内乙二醇有效产能及产量	9
图 14: 国内乙二醇行业集中度	9
图 15: 国内乙二醇表观消费量及增速	9
图 16: 我国乙二醇进出口量	9
图 17: 国际原油与乙烯价格走势	10
图 18: 乙二醇价格及价差走势	10
图 19: 国内涤纶短纤有效产能及产量	11
图 20: 涤纶短纤行业集中度	11
图 21: 国内涤纶短纤表观消费量及增速	11
图 22: 涤纶短纤进出口量情况	11
图 23: 涤纶短纤工厂周度库存量	12
图 24: 涤纶短纤江浙织机库存天数	12
图 25: 涤纶短纤价格及价差走势 (元/吨)	12
图 26: 国内涤纶长丝有效产能及产量	13
图 27: 涤纶长丝行业集中度 (企业产能占比)	13
图 28: 国内涤纶长丝表观消费量及增速	13
图 29: 涤纶长丝进出口量情况	13
图 30: 涤纶长丝下游应用领域分布	15
图 31: 涤纶长丝下游主要产品分布	15
图 32: 纺织服装、服饰业营业收入	15
图 33: 纺织服装、服饰业利润总额	15
图 34: 中国出口交货值纺织服装、服饰业	15
图 35: 中国纺织服装、服饰业产成品存货	15
图 36: 中国商品房销售面积情况	16
图 37: 中国商品房待售面积情况	16
图 38: 中国房屋施工面积情况	16
图 39: 中国房屋新开工面积情况	16
图 40: 涤纶长丝工厂周度库存量	17
图 41: 涤纶长丝江浙织机库存天数	17

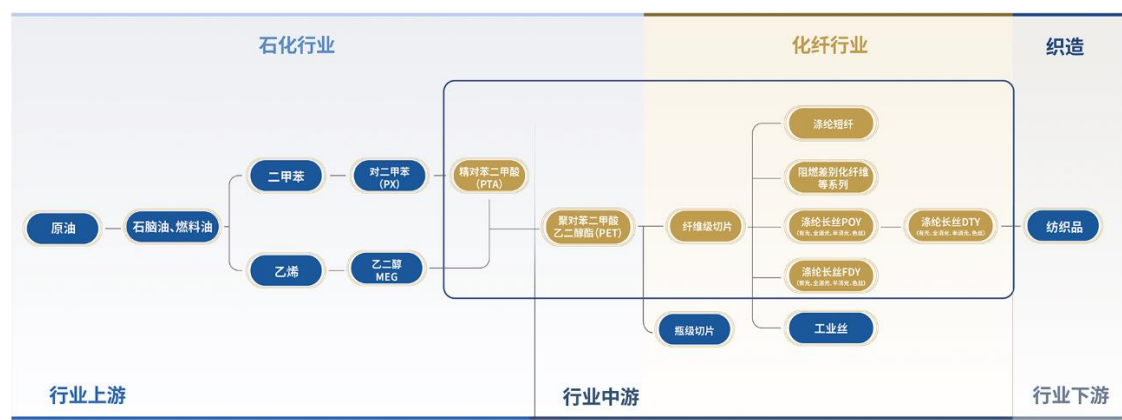
图 42: 涤纶长丝华东市场价格走势 (元/吨)	17
图 43: 涤纶长丝 POY 价格及价差走势 (元/吨)	17
图 44: 泰昆石化主体结构股权架构图	19
图 45: 新洋丰历史 PE Band	20
图 46: 新洋丰历史 PB Band	20
表 1: 公司主要产品及产能情况 (截至 2024 年中报数据)	5
表 2: 2024-2026 年我国 PTA 行业新增产能计划	8
表 3: 2024-2026 年我国乙二醇行业新增产能计划	10
表 4: 2021 年以来我国涤纶短纤淘汰产能	11
表 5: 2024-2026 年我国涤纶短纤规划产能	12
表 6: 2021 年以来我国涤纶长丝淘汰产能	14
表 7: 2024-2026 年我国涤纶长丝规划产能	14
表 8: 公司主要产品产能及生产基地 (截至 2024 年 6 月底)	18
表 9: 公司各主营业务收入及盈利预测	19
附: 财务预测表	21

一、公司总体概况

1、国内聚酯纤维龙头企业，拥有产业链一体化优势

公司专注于民用聚酯纤维领域，产品规格丰富。新凤鸣集团股份有限公司创办于2000年2月，是一家集PTA、聚酯、涤纶纺丝、加弹、短纤、进出口贸易为一体的现代大型股份制企业。公司拥有20余年的聚酯长丝研发和生产经验，主要采用熔体直纺生产技术，引进当今世界先进的聚酯装置和纺丝设备，专注于民用聚酯纤维领域，主要产品为各类民用涤纶长丝和涤纶短纤，包括了以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等多个中高端系列1000余个规格品种。

图 1：公司聚酯纤维上下游产业链图



资料来源：公司官网、招商证券

持续巩固提升行业竞争地位,加强产业链上游原材料配套。截至2024年6月底,公司涤纶长丝产能为740万吨,是国内规模最大的涤纶长丝制造企业之一;涤纶短纤产能为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产能的基础上又合理规划了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。

表 1：公司主要产品及产能情况（截至2024年中报数据）

主要产品	设计产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）	预计投产时间
涤纶长丝	740	36	2024年三季度
涤纶短纤	120	—	—
PTA	500	540	2025年底

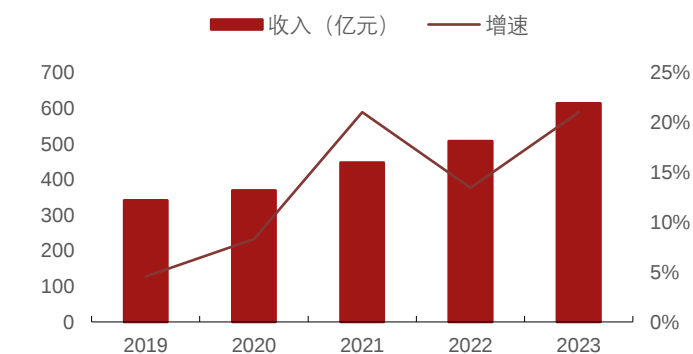
资料来源：公司公告、招商证券

2、近年经营规模稳步增长，盈利水平有所波动

近几年公司经营规模稳步增长，业绩受行业周期影响有所波动。2023年公司营业收入615亿元，同比增长21.0%，年均复合增长15.8%，归母净利润10.9亿元，同比扭亏为盈。2024年前三季度公司实现收入492亿元，同比增长11.3%，归母净利润7.46亿元，同比下降15.9%。涤纶长丝行业2021年下半年开始步

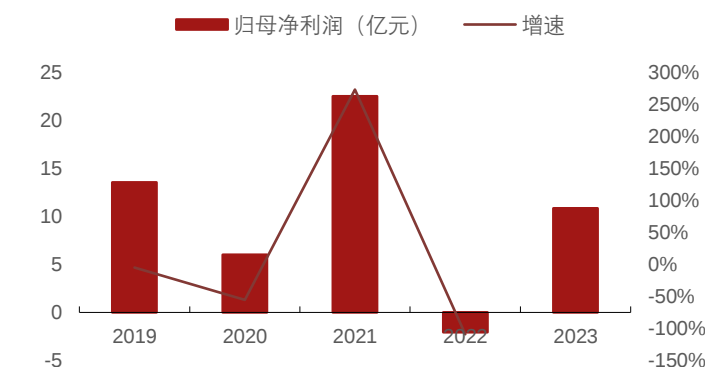
入调整期，期间国际原油价格大幅波动，下游市场需求短期难以消化新增供给，导致行业盈利受到较大影响。2023 年公司涤纶长丝销量 682 万吨，同比增长 19.8%，其中 POY 销量 463 万吨，占比约 68%；涤纶短纤销量 117 万吨，同比增长 149%。涤纶长丝和涤纶短纤价格主要受自身供需格局影响，同时受到国际原油价格及原材料成本影响，近三年公司销售均价基本保持平稳。

图 2：近几年公司营业收入及增速



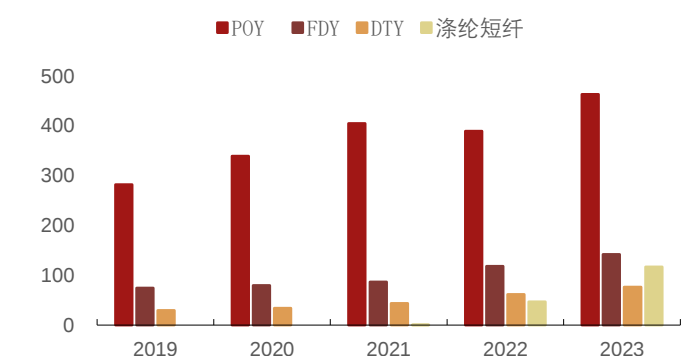
资料来源：Wind 资讯、招商证券

图 3：近几年公司归母净利润及增速



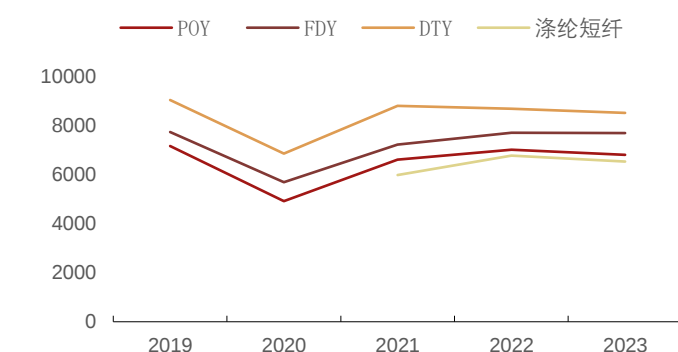
资料来源：Wind 资讯、招商证券

图 4：近几年公司主要化纤产品销量（万吨）



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：近几年公司主要化纤产品销售均价（元/吨）

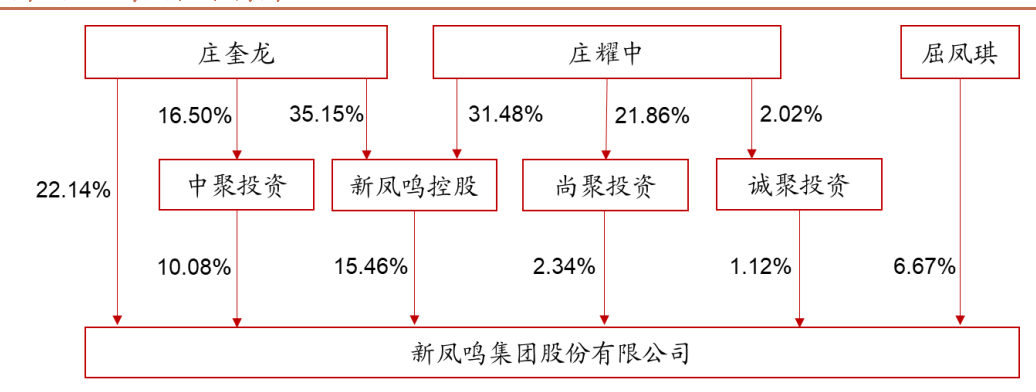


资料来源：公司公告、招商证券

3、公司股权结构稳定，新凤鸣控股为母公司

公司实际控制人是庄奎龙、屈凤琪和庄耀中。庄奎龙直接持有公司 22.14% 的股份，并通过新凤鸣控股、中聚投资间接控制公司 25.54% 的股份；屈凤琪为庄奎龙妻子，直接持有公司 6.67% 的股份；庄耀中为庄奎龙与屈凤琪之子，通过尚聚投资、诚聚投资间接控制公司 3.46% 的股份，公司实际控制人合计控制公司 57.81% 股份。公司实控人之一庄奎龙将直接持有的公司股份全部表决权委托给新凤鸣控股，因此新凤鸣控股为公司控股股东。

图 6：公司股权结构图



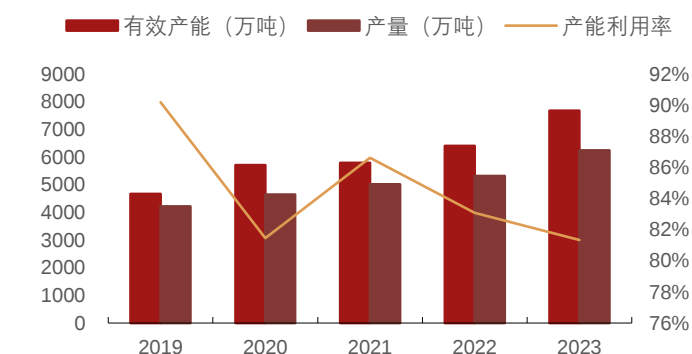
资料来源：公司公告、招商证券

二、国内 PTA 供给充足，乙二醇进口依赖度降低

1、PTA 行业产能增长较快，盈利能力处于较低水平

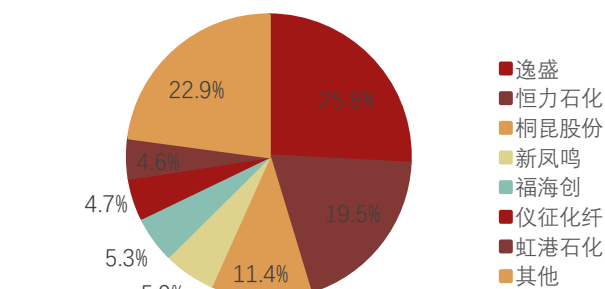
近几年国内 PTA 供给持续增长，行业产能集中度较高。2023 年我国 PTA 有效产能 7672 万吨/年，同比增长 19.9%，自 2019 年以来年均增长 13.2%；产量 6240 万吨，同比增长 17.4%，自 2019 年以来年均增长 10.3%；2023 年国内 PTA 产能利用率 81.3%，同比下降 1.8 pct。截至目前，我国 PTA 有效产能 8518 万吨/年，2024 年 1-10 月产量 5785 万吨，同比增长 12.7%，主要生产企业逸盛、恒力石化、桐昆股份、新凤鸣产能合计占比 62.6%。

图 7：国内 PTA 有效产能及产量



资料来源：百川盈孚、招商证券

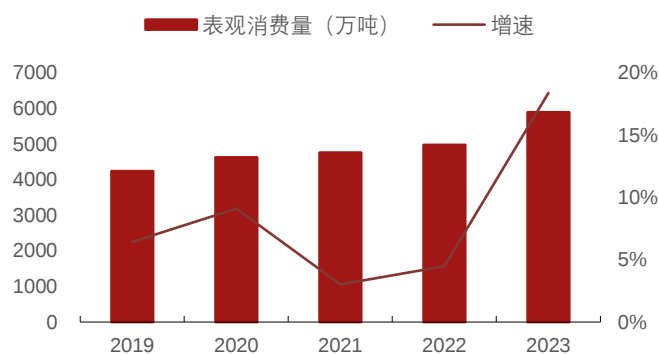
图 8：国内 PTA 行业集中度



资料来源：百川盈孚、招商证券

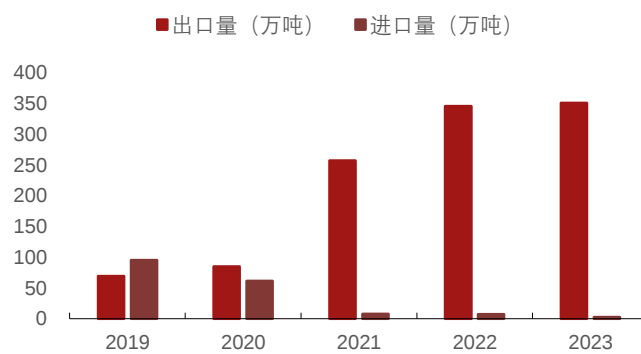
随着下游行业不断发展，我国 PTA 需求稳步增长。2023 年国内 PTA 表观消费量 5891 万吨，同比增长 18.4%，自 2019 年以来年均复合增长 8.6%。2024 年 1-10 月我国 PTA 表观消费量 5414 万吨，同比增长 12%。由于我国 PTA 产能持续投放，已经实现完全自给，同时部分用于出口，2023 年我国 PTA 出口量 351 万吨，自 2019 年以来大幅增加，2024 年 1-10 月我国 PTA 出口量 373 万吨，同比增长 23.4%。

图 9：国内 PTA 表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 10：我国 PTA 进出口量



资料来源：百川盈孚、招商证券

未来三年 PTA 供给仍有一定增量,对行业形成一定压制。2024-2026 年我国 PTA 规划产能达 2210 万吨/年,其中 2024 年已投产 450 万吨/年,部分企业 PTA 主要用于自身产业链配套。近几年由于 PTA 行业新增供给较多,供大于求的格局较为明显,行业整体盈利状况较差,新产能能否如期投产有待进一步观察。

表 2：2024-2026 年我国 PTA 行业新增产能计划

企业	产能 (万吨)	预计投产时间	实际投产时间
广西桐昆石化有限公司	300	2026-12	
浙江独山能源有限公司	600	2025-12	
福建福海创石油化工有限公司	300	2025-12	
江苏三房巷聚材股份有限公司	320	2025-06	
江苏虹港石化有限公司	240	2025-03	
中国石化仪征化纤有限责任公司	300	2024-04	2024-04
台化兴业(宁波)有限公司	150	2024-03	2024-03

资料来源：百川盈孚、招商证券

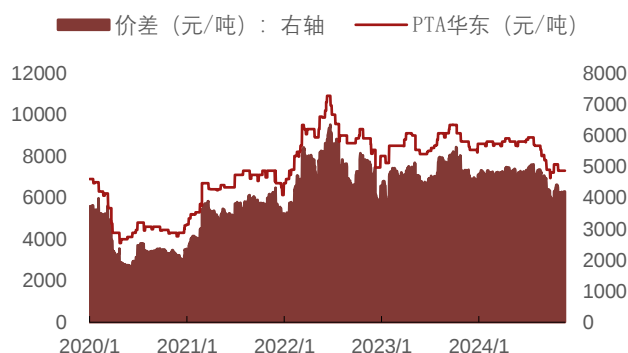
成本推动下 PTA 价格处于中位数偏高水平。PTA 的主要原料为 PX, PX 价格与原油价格保持着较强的一致性,因此 PTA 价格也间接受到原油市场影响。近几年随着国内大炼化项目陆续投产,我国 PX 进口依赖度大幅降低。由于国内 PTA 行业整体供给压力较大,同时近几年国际原油价格维持较高水平,因此 PTA 行业整体盈利较差,预计短期仍将维持偏弱状况。

图 11：国际原油与 PX 价格走势



资料来源：Wind 资讯、招商证券

图 12：PTA 价格及价差走势

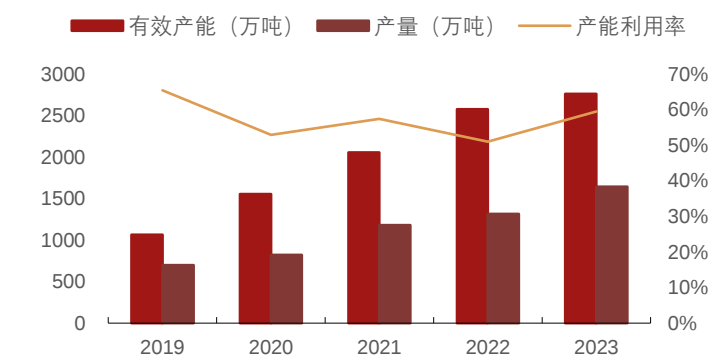


资料来源：Wind 资讯、招商证券

2、煤制乙二醇快速发展，己二醇自给率大幅提高

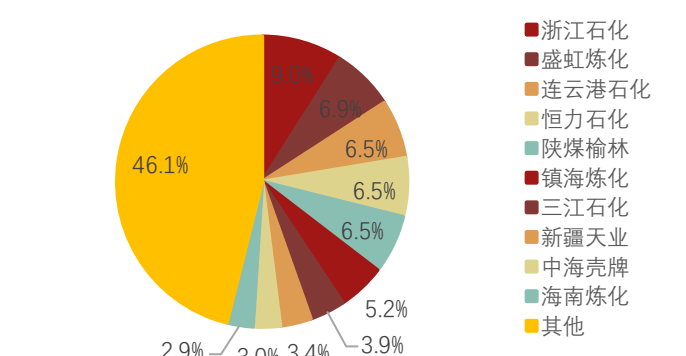
近几年国内乙二醇供给持续增长，行业产能集中度较低。2023 年我国乙二醇有效产能 2762 万吨/年，同比增长 7.2%，自 2019 年以来年均增长 26.9%；产量 1643 万吨，同比增长 25.0%，自 2019 年以来年均增长 23.9%；2023 年国内乙二醇产能利用率 59.5%，同比提高 8.5 pct。近几年国内煤制乙二醇快速发展，2024 年 1-10 月我国煤制乙二醇产量 527 万吨，同比增长 21.8%，占国内乙二醇总产量 35.1%，10 月国内煤制乙二醇开工率 60.2%。随着我国煤化工新项目的建设及工艺技术的不断进步，未来煤制乙二醇占比有望进一步提高。从行业集中度看，我国乙二醇产能较为分散，前五大企业产能占比 35.4%。

图 13：国内乙二醇有效产能及产量



资料来源：百川盈孚、招商证券

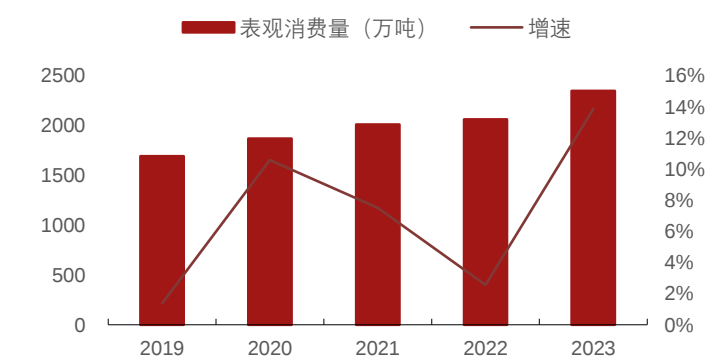
图 14：国内乙二醇行业集中度



资料来源：百川盈孚、招商证券

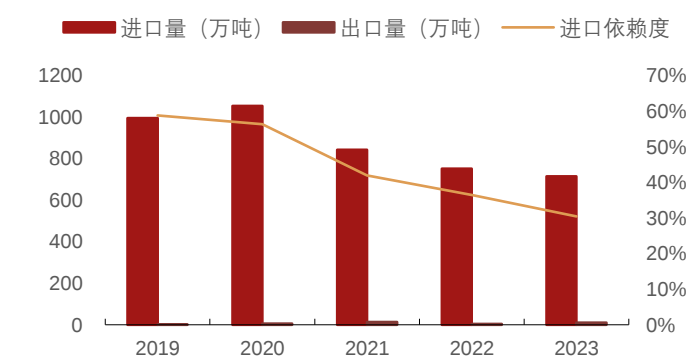
我国乙二醇需求稳步增长，进口依赖度有所降低。2023 年国内乙二醇表观消费量 2347 万吨，同比增长 13.9%，自 2019 年以来年均复合增长 8.5%。2024 年 1-10 月我国乙二醇表观消费量 2030 万吨，同比增长 5%。我国乙二醇下游消费中，涤纶长丝、聚酯瓶片、涤纶短纤、聚酯切片分别占比 50%、20%、11%、9%。过去我国乙二醇主要依赖进口，随着国内大炼化及煤制乙二醇项目投产，自给率大幅提高，2023 年我国乙二醇进口量 715 万吨，进口依赖度 35%。

图 15：国内乙二醇表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 16：我国乙二醇进出口量



资料来源：百川盈孚、招商证券

未来三年我国乙二醇供给持续增加，进口依赖度有望进一步降低。2024-2026 年我国乙二醇规划产能 590 万吨/年，其中 2024 年 10 月已投产 30 万吨/年。目前我国乙二醇进口依赖度仍较高，随着新项目的建成投产，我国乙二醇的进口依赖度有望进一步降低。

表 3：2024-2026 年我国乙二醇行业新增产能计划

企业	产能（万吨）	预计投产时间	实际投产时间
华锦阿美石油化工有限公司	40	2026-08	
内蒙古久泰新材料有限公司	100	2026-03	
中煤平朔集团有限公司	60	2025-08	
陕西华彬正开新能源科技有限公司	30	2025-06	
山东裕龙石化有限公司	160	2025-06	
宁夏宝丰能源集团股份有限公司	10	2025-06	
宁夏鲲鹏清洁能源有限公司	40	2025-05	
四川正达凯新材料有限公司	120	2025-03	
中化学(内蒙古)新材料有限责任公司	30	2024-10	2024-10

资料来源：百川盈孚、招商证券

国际油价对乙二醇市场影响明显，近期乙二醇价格维持平稳。从全球范围看，乙二醇工艺主要分为原油（石脑油）法、天然气法和煤制法三条路径，前两种工艺也称为乙烯法工艺，其中原油（石脑油）制乙二醇产能占据绝对优势，因此国际原油价格对乙二醇市场有着重要影响。近几年国际原油价格波动较大，乙烯法乙二醇成本大幅增加，煤制乙二醇工艺经过多年发展，技术水平、产品质量均取得了极大进步。随着国内煤制乙二醇行业的快速发展，未来国内乙二醇供应有望进一步宽松，利好涤纶长丝行业发展。

图 17：国际原油与乙烯价格走势



资料来源：Wind 资讯、招商证券

图 18：乙二醇价格及价差走势

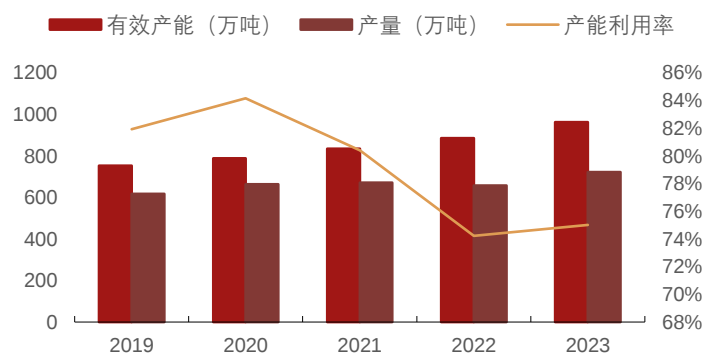


资料来源：Wind 资讯、招商证券

三、涤纶短纤供给增速有所放缓，行业盈利有所回升

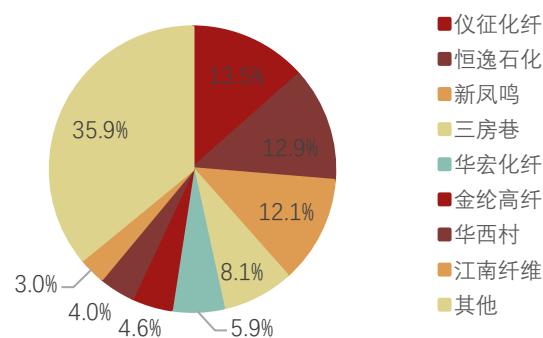
我国涤纶短纤产能规模持续增长，行业集中度总体不高。2023 年国内涤纶短纤有效产能 963 万吨/年，同比增长 8.8%，自 2019 年以来年均复合增长 6.3%；产量 722 万吨，同比增长 9.9%，自 2019 年以来年均复合增长 4.0%；2023 年行业产能利用率 75.0%，同比提高 0.8 pct。截至 2024 年 10 月，我国涤纶短纤产能 988 万吨，较去年底增长 2.6%，1-10 月涤纶短纤产量 657 万吨，同比增长 12.0%。我国涤纶短纤行业集中不高，前三大企业产能合计占比 38.5%。

图 19: 国内涤纶短纤有效产能及产量



资料来源: 百川盈孚、招商证券

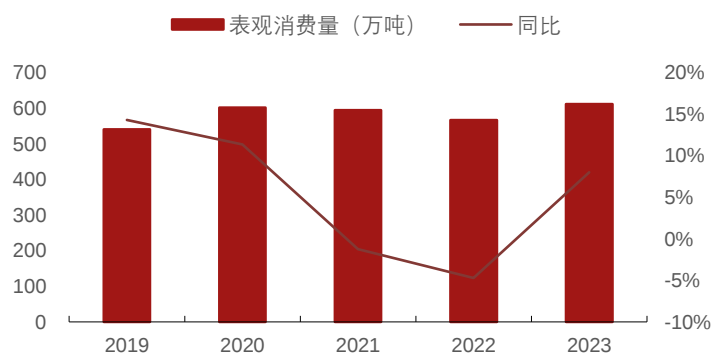
图 20: 国内涤纶短纤行业集中度



资料来源: 百川盈孚、招商证券

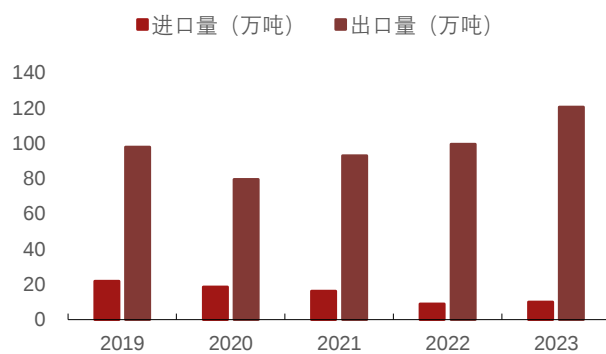
国内涤纶短纤需求稳步提升，出口量保持持续增长。2023 年我国涤纶短纤表观消费量 612 万吨，同比增长 8.0%，自 2019 年以来年均复合增长 3.1%，2024 年 1-10 月我国涤纶短纤表观消费量 558 万吨，同比增长 13%。涤纶短纤下游需求中纺纱制线（棉纺用）、非织造布（医疗卫生）、填充用（家纺）占比分别为 77%、17%、6%。2023 年我国涤纶短纤出口量 121 万吨，同比增长 21%。

图 21: 国内涤纶短纤表观消费量及增速



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 22: 涤纶短纤进出口量情况



资料来源: 百川盈孚、招商证券

涤纶短纤行业落后产能不断退出，未来三年产能增速小幅下降。随着多年来的行业竞争，涤纶短纤行业落后产能持续退出，2021 年以来，我国涤纶短纤行业累计淘汰落后产能 75 万吨/年。2024-2026 年我国涤纶短纤行业新增产能规划合计 173 万吨/年，年均复合增长 5.6%，增速较前几年有所降低，其中 2024 年已投产 25 万吨/年，2025、2026 年新增产能规划分别为 88 万吨、60 万吨/年。

表 4: 2021 年以来我国涤纶短纤淘汰产能

企业	产能 (万吨/年)	实际淘汰时间
中国石化天津分公司	10	2023-11
中国石化洛阳分公司	10	2023-11
江苏德赛化纤有限公司	20	2023-11
江阴常盛化纤有限公司	12	2022-08
上海石油化工有限公司	5	2022-02
绍兴柯桥恒鸣化纤有限公司	18	2021-12

资料来源: 百川盈孚、招商证券

表 5：2024-2026 年我国涤纶短纤规划产能

企业	产能（万吨/年）	预计投产时间	实际投产时间
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	60	2026-07	
宿迁逸达新材料有限公司	30	2025-10	
四川能投化学新材料有限公司	28	2025-10	
四川吉兴新材料有限公司	30	2025-07	
新疆中泰(集团)有限责任公司	25	2024-04	2024-04

资料来源：百川盈孚、招商证券

涤纶长丝工厂库存和下游库存水平较高。截至 2024 年 11 月，涤纶短纤工厂库存量 42 万吨，基本处于近五年最高水平。下游江浙织机涤纶短纤库存天数 13 天，处于近五年较高水平。

图 23：涤纶短纤工厂周度库存量



资料来源：Wind、招商证券

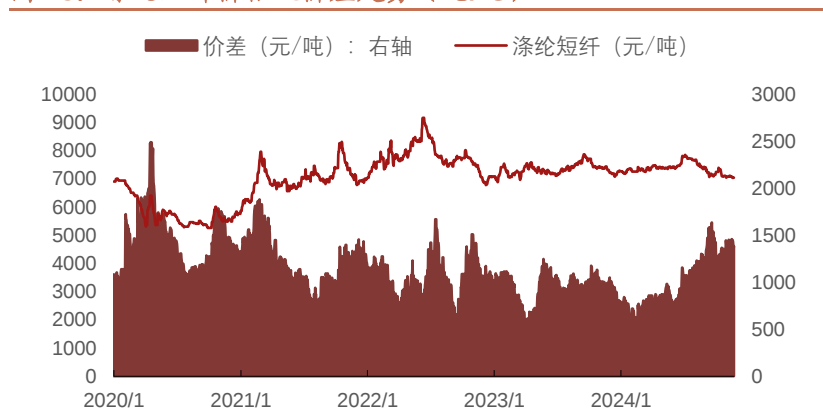
图 24：涤纶短纤江浙织机库存天数



资料来源：Wind、招商证券

涤纶短纤价格处于近几年中位数水平，行业盈利水平有所回升。2024 年涤纶短纤市场呈现先涨后跌的走势，上半年国际油价呈现震荡上涨，聚酯原料端给予涤纶短纤市场一定支撑，6 月份下游集中补库，涤纶短纤价格上涨至高点，下半年随着下游市场逐步进入淡季，国际原油市场大幅走弱，聚酯原料端支撑下降，涤纶短纤价格持续下跌。当前涤纶短纤价格处于近几年中位数水平，价差较年初以来逐季扩大，行业盈利水平有所回升。

图 25：涤纶短纤价格及价差走势（元/吨）



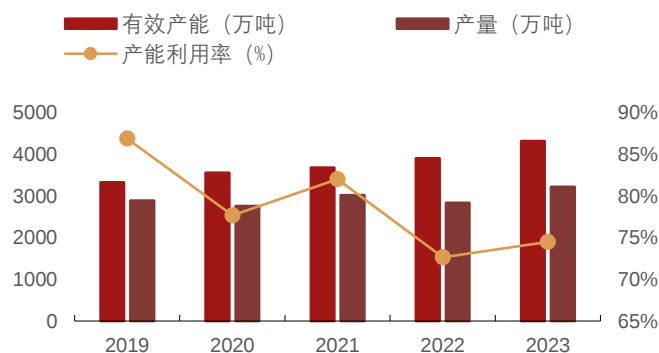
资料来源：Wind、招商证券

四、涤纶长丝规模稳步增长，行业供需有望底部改善

1、供给和需求规模稳步增长，行业集中度较高

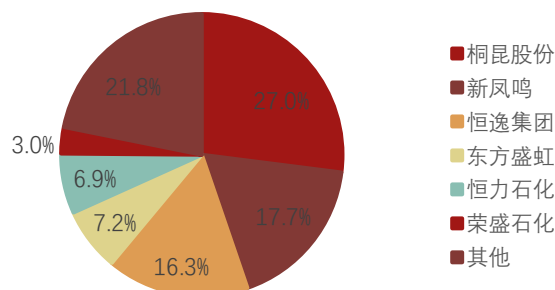
涤纶长丝行业供给端稳步增长，具有较高的行业集中度。2023 年国内涤纶长丝有效产能 4316 万吨/年，同比增长 10.8%，自 2019 年以来年均复合增长 6.7%；2023 年我国涤纶长丝产量 3215 万吨，同比增长 13.6%，自 2019 年以来年均复合增长 2.7%；2023 年行业产能利用率 74.5%，同比提高 1.85 pct。截至 2024 年 10 月，我国涤纶长丝产能 4295 万吨，部分落后产能被淘汰，1-10 月我国涤纶长丝产量 3061 万吨，同比增长 17.15%。我国涤纶长丝生产企业集中度较高，其中桐昆股份和新凤鸣为国内领先的两大龙头企业，目前国内前五大企业产能约占行业总产能 75.1%，具有较强的市场影响力。

图 26：国内涤纶长丝有效产能及产量



资料来源：百川盈孚、招商证券

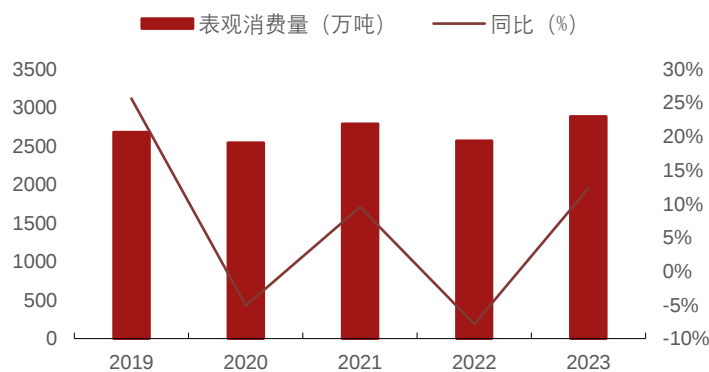
图 27：涤纶长丝行业集中度



资料来源：百川盈孚、招商证券

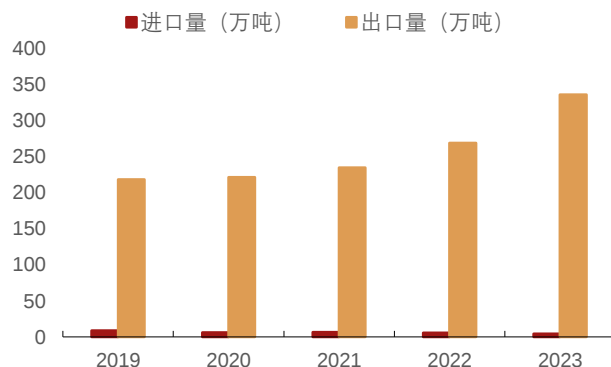
近两年国内涤纶长丝需求大幅提升，出口量总体稳步增长。2023 年我国涤纶长丝表观消费量 2885 万吨，同比增长 12.33%，自 2019 年以来年均复合增长 1.84%，2024 年 1-10 月我国涤纶长丝表观消费量 2806 万吨，同比增长 20%，下游市场需求大幅增长。由于国内涤纶长丝行业产能持续扩张及产品性能持续提升，我国涤纶长丝进口量较低，出口量总体保持较快增长，2023 年我国涤纶长丝出口量 335.4 万吨，同比增长 25.0%，2024 年 1-10 月出口量 259 万吨，同比下降 8.9%。随着我国涤纶长丝行业持续走向规模化、高端化，在国际市场的话语权也将不断提升。

图 28：国内涤纶长丝表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 29：涤纶长丝进出口量情况



资料来源：百川盈孚、招商证券

涤纶长丝行业落后产能不断退出，新规划产能投产具有不确定性。我国涤纶长丝生产企业众多，随着多年来的行业竞争，落后产能持续退出，2021 年以来，我国涤纶长丝行业累计淘汰落后产能 366 万吨/年。根据百川盈孚数据，2024-2026 年我国涤纶长丝行业新增产能规划合计 950 万吨/年，其中 2024 年投产 70 万吨/年，2025、2026 年新增产能规划分别为 325 万吨、555 万吨/年，部分产能处于规划阶段，实际建设及投产时间具有较大不确定性。

表 6：2021 年以来我国涤纶长丝淘汰产能

厂家名称	装置所在地	产能（万吨/年）	淘汰时间
浙江联达化纤有限公司	浙江省	18	2024-05
宁波金盛纤维科技有限	浙江省	10	2024-04
江苏宏泰纤维科技有限	江苏省	25	2024-02
浙江金鑫化纤有限公司	浙江省	18	2023-04
华祥(中国)高纤有限公司	浙江省	40	2022-12
浙江天圣化纤有限公司	浙江省	80	2022-09
江苏长乐纤维科技有限	江苏省	25	2022-07
杭州华成聚合纤有限公	浙江省	20	2022-07
浙江绿宇环保有限公司	浙江省	10	2022-07
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	江苏省	40	2021-01
太仓振辉化纤有限公司	江苏省	40	2021-01

资料来源：百川盈孚、招商证券

表 7：2024-2026 年我国涤纶长丝规划产能

企业	产能（万吨/年）	预计投产时间	实际投产时间	备注
江苏国望高科纤维有限公司	200	2026-12		
江苏桐昆恒阳化纤有限公司	120	2026-05		
新疆宇欣新材料有限公司	40	2026-05		
华祥(中国)高纤有限公司	40	2026-05		
桐昆集团股份有限公司	30	2026-03		
江苏恒力化纤股份有限公司	60	2026-03		
浙江古纤道绿色纤维有限公司	65	2026-03		
新疆宇欣新材料有限公司	30	2025-12		
安徽佑顺新材料有限公司	30	2025-12		
新凤鸣集团股份有限公司	40	2025-10		
新凤鸣集团股份有限公司	25	2025-03		
桐昆集团股份有限公司	200	2025-03		25 年一季度先投产 60 万吨
桐昆集团股份有限公司	20	2024-11	2024-11	三期规划共 60 万，先投产 20 万吨，后续计划未定
荣盛石化股份有限公司	10	2024-11	2024-11	盛元二期共规划 50 万吨，暂时先投产 10 万。
新凤鸣江苏新拓新材有限公司	40	2024-08	2024-08	

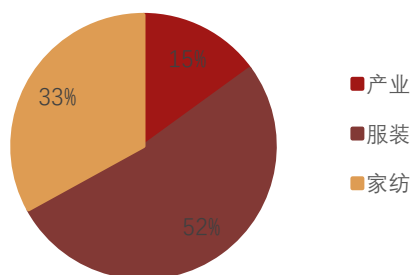
资料来源：百川盈孚、招商证券

2、下游行业处于底部区域，需求有望逐步迎来复苏

涤纶长丝主要用于家纺、服装和产业，其中以家纺和服装为主。涤纶长丝下游产业、服装和家纺，需求占比分别 15%、52%和 33%。涤纶长丝下游产品主要是民用丝和工业丝，其中民用丝主要用于服装家纺的布，约占涤纶长丝需求量的 85%；工业丝主要用于车用丝、输送带、织布，分别占涤纶长丝需求量的 5.6%、

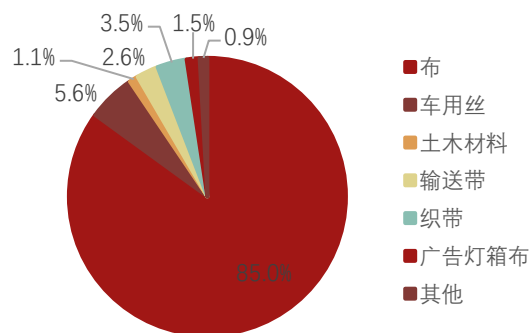
2.6%、3.5%，在产业用纺织品、建筑内饰、交通工具内装饰和防护服领域等领域有着广泛应用。

图 30：涤纶长丝下游应用领域分布



资料来源：百川盈孚、招商证券

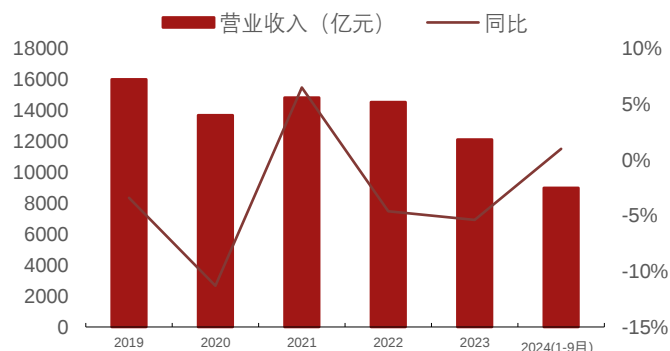
图 31：涤纶长丝下游主要产品分布



资料来源：百川盈孚、招商证券

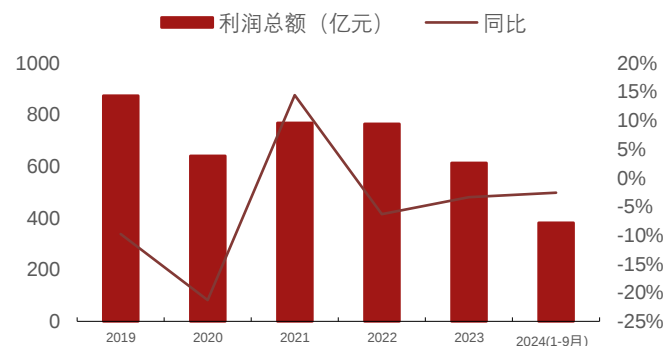
纺织服装及服饰业景气度处于底部，营收和出口同比有所改善。2024 年 1-9 月我国纺织服装、服饰业的营业收入 9000 亿元，同比增长 1.0%，开始有所改善，利润总额 318 亿元，同比下降 2.6%；1-10 月出口交货值为 2382 亿元，同比增长 3.6%，截至 9 月产成品存货 1050 亿元，处于近年来正常水平。

图 32：纺织服装、服饰业营业收入



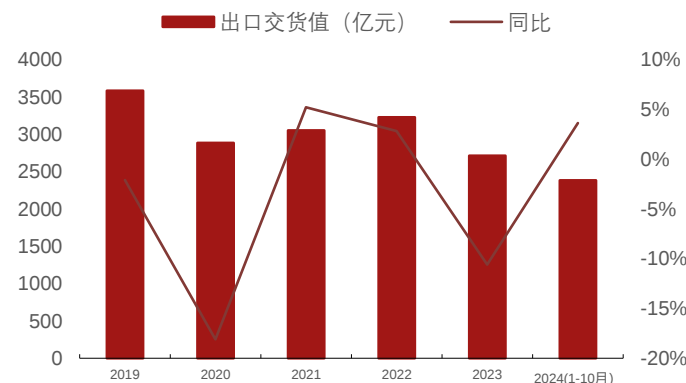
资料来源：wind、招商证券

图 33：纺织服装、服饰业利润总额



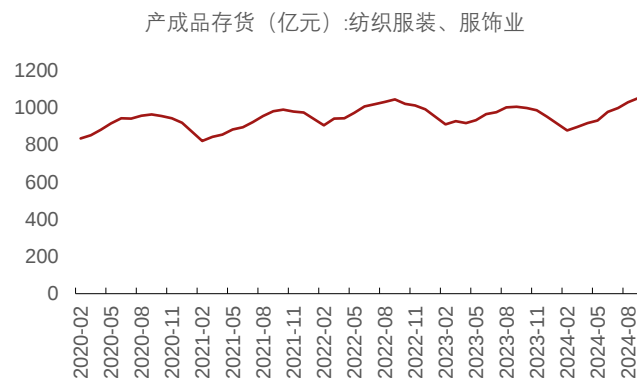
资料来源：wind、招商证券

图 34：中国出口交货值纺织服装、服饰业



资料来源：wind、招商证券

图 35：中国纺织服装、服饰业产成品存货

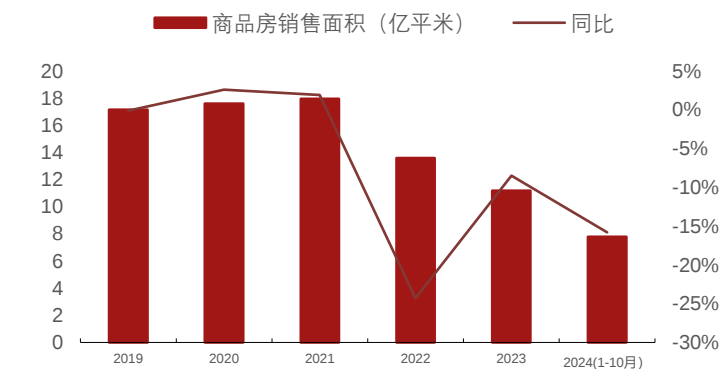


资料来源：wind、招商证券

国内房地产支持政策密集出台，有助改善家纺业需求。2024 年 1-10 月中国商品房销售面积、房屋施工面积和房屋新开工面积分别为 7.79 亿、72.1 亿和 6.1 亿

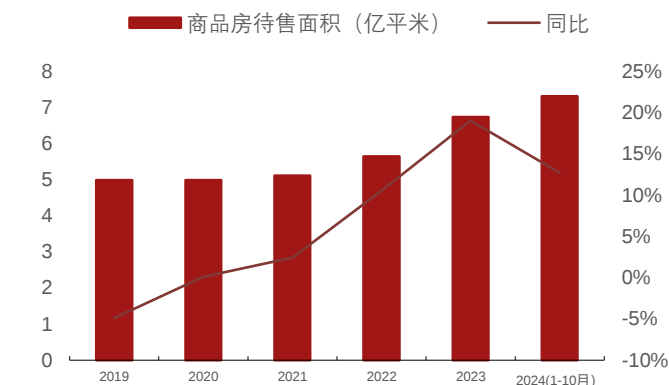
平方米，同比分别下降 15.8%、12.4%和 22.6%；中国商品房待售面积为 7.31 亿平方米，同比增长 12.7%。2024 年以来，国家和地方政府密集出台多项房地产支持政策，推动房地产市场止跌回稳。目前房地产一揽子政策措施效果逐步显现，多地房地产市场预期进一步改善，有助改善家纺业需求。

图 36：中国商品房销售面积情况



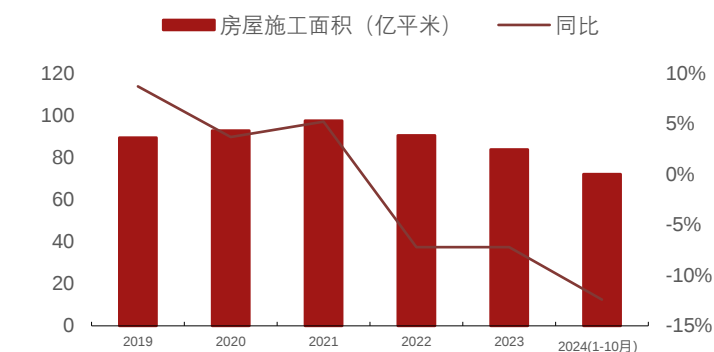
资料来源：wind、招商证券

图 37：中国商品房待售面积情况



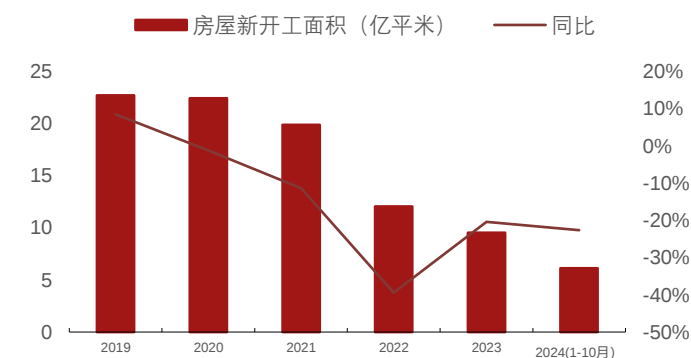
资料来源：wind、招商证券

图 38：中国房屋施工面积情况



资料来源：wind、招商证券

图 39：中国房屋新开工面积情况



资料来源：wind、招商证券

3、行业库存处于较低水平，景气度有望逐步企稳向好

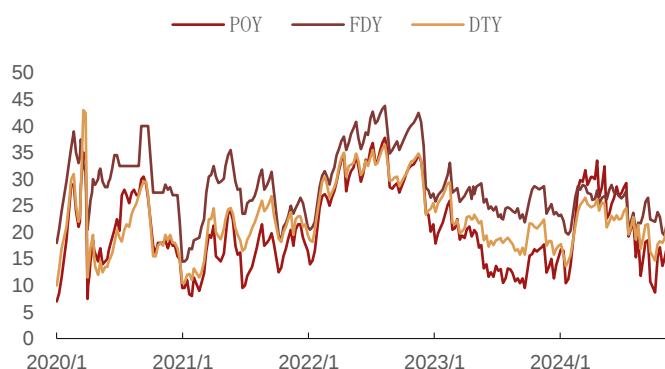
涤纶长丝工厂库存底部，下游库存处于近几年偏低水平。截至 2024 年 11 月中旬，涤纶长丝工厂库存量 173 万吨，10 月初以来库存量有所上升，但仍处于近五年底部水平。下游江浙织机 POY、FDY、DTY 库存天数分别为 17.6 天、22.3 天、21.3 天，自 10 月初以来库存天数有所增加，处于近五年中位数偏低水平。

图 40：涤纶长丝工厂周度库存量



资料来源：Wind、招商证券

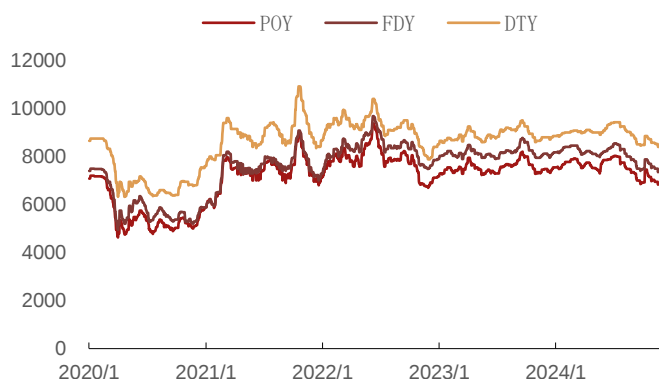
图 41：涤纶长丝江浙织机库存天数



资料来源：Wind、招商证券

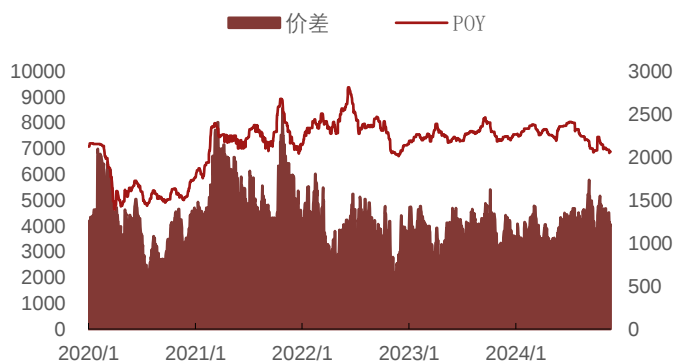
近期涤纶长丝价格有所回落，价差处于中位数偏低水平。2024 年涤纶长丝市场呈现先涨后跌的走势，前期随着成本支撑以及行业挺价推动涤纶长丝价格不断上行，但随着下游需求有所减弱，同时国际原油价格大幅下跌，近期涤纶长丝市场不断下行。在原材料成本端支撑下，当前涤纶长丝市场价处于近年来中位数水平，价差处于中位数偏低水平。2024 年行业新增产能较少，预计明年行业供需关系将有所改善，看好涤纶长丝行业景气度逐步向好。

图 42：涤纶长丝华东市场价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 43：涤纶长丝 POY 价格及价差走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、招商证券

五、持续打造产业链一体化，巩固自身行业领先地位

公司发展横纵一体化、战略规模化，努力完善上游产业链。经过二十年的发展积累，公司已形成“PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化和规模化的经营格局，成为全国化纤行业的龙头企业之一。目前公司位居国内民用涤纶长丝行业第二位，国内涤纶短纤产量位居第一。公司积极推进 PTA 项目建设，作为原材料自给项目，公司独山能源项目所生产的 PTA 产品大部分将自供给公司的涤纶长丝生产基地。公司 PTA 扩产项目也在持续推进中，目前已规划了 540 万吨的 PTA 项目，此项目公司引进的是 KTS 公司 PTA P8++ 技术，在成本、能耗、产品性能等方面具有较强的技术优势，更优于作为纺丝用聚酯原料，有利于后续聚酯化纤产品向高档差别化纤维发展。随着公司战略发展的清晰落实，公司将充分调动各基地存量资源，优化配置，打造横纵一体化、战略规模化的高质量发展企业。

公司围绕“两洲两湖”基地为主线，稳步推进主业发展。“两洲两湖”即桐乡洲泉、

湖州东林、平湖独山、徐州新沂四大基地。目前桐乡洲泉基地和湖州东林基地全部为聚酯纤维生产基地；平湖独山为 PTA 聚酯一体化生产基地，平湖独山聚酯项目依托已投产的独山能源 PTA 项目，不仅可以做到原料就地输送降低物流成本，还可以利用 PTA 装置余热发电优势，反向供电自用大大降低生产成本；徐州新沂基地 2021 年 5 月正式开工建设，以热电项目为排头兵，打造规划长丝、短纤、加弹、薄膜、印染、织造等大型一体化工业园区。

表 8：公司主要产品产能及生产基地（截至 2024 年 6 月底）

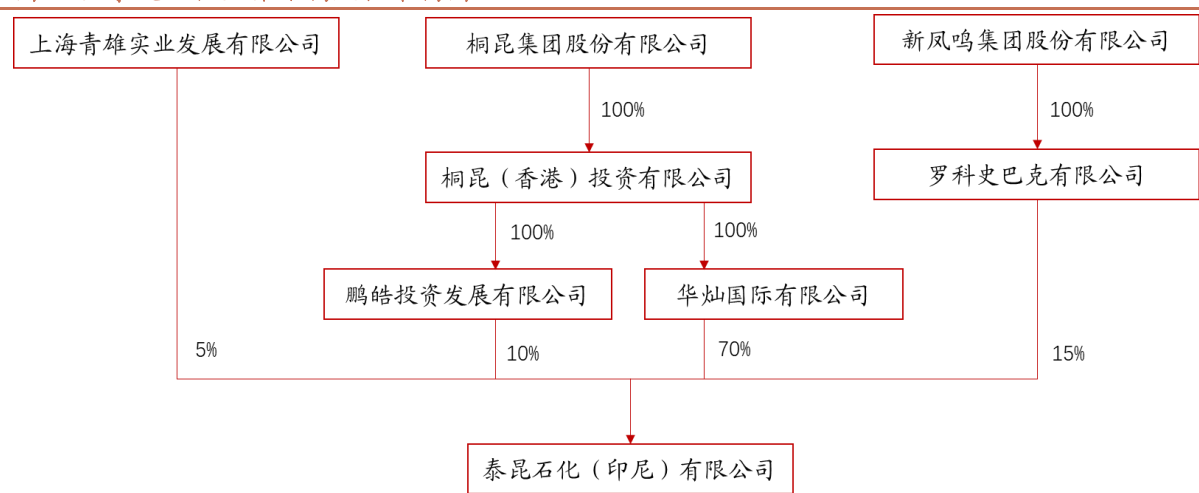
生产基地	产品类型	产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）
平湖基地	POY	43	540
	FDY	50	
	PTA	500	
洲泉基地	POY	237	
	FDY	52	
	DTY	25	
湖州基地	POY	176	36
	FDY	32	
	DTY	48	
新沂基地	POY	55	
	FDY	16	
	DTY	6	
合计	涤纶长丝	740	
新沂基地	涤纶短纤	60	
湖州基地	涤纶短纤	60	
合计	涤纶短纤	120	

资料来源：公司公告、招商证券

参股泰昆石化建设炼化一体化项目，进一步向上游产业链延伸。公司通过全资子公司罗科史巴克有限公司参股泰昆石化（印尼）有限公司 15% 股权。泰昆石化项目含增值税筹资额（报批总投资）59.48 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 1000 万吨/年炼油，对二甲苯（PX）产能 200 万吨/年，乙烯 120 万吨/年。根据现泰昆石化项目可研报告，按 2019-2023 年原料、产品均价测算，项目建成后，预计可实现年均营业收入 74.0 亿美元，年均税后利润 5.2 亿美元，税后财务内部收益率为 11.39%，税后投资回收期为 10.31 年（含建设期 4 年），有助增厚公司业绩。

泰昆石化主要产品包括：成品油 418 万吨/年、对二甲苯（PX）200 万吨/年、苯 72 万吨/年、硫磺 26 万吨/年、液化气 42 万吨/年（其中异丁烷 37 万吨/年）、全密度聚乙烯 FDPE 40 万吨/年、高密度聚乙烯 HDPE 40 万吨/年、线型低密度聚乙烯 LLDPE 40 万吨/年、聚丙烯 PP 50 万吨/年等。

图 44：泰昆石化主体结构股权架构图



资料来源：公司公告、招商证券

六、关键假设及盈利预测

1、关键假设

（一）公司化纤产品主要为涤纶长丝（POY、FDY、DTY）和涤纶短纤。假设 2024-2026 年，随着新产能不断释放，公司涤纶长丝销量逐步增加，2025-2026 年随着行业供需关系底部边际改善，涤纶长丝价格和毛利率逐步提高。

（1）假设 2024-2026 年 POY 销量分别为 530 万、560 万、595 万吨，销售均价分别为 6690、6750、6800 元/吨，毛利率分别为 4.7%、5.6%、6.2%。

（2）假设 2024-2026 年 FDY 销量分别为 150 万、160 万、170 万吨，销售均价分别为 7590 元、7660 元、7720 元/吨，毛利率分别为 11.0%、11.8%、12.4%。

（3）假设 2024-2026 年 DTY 销量分别为 76 万、80 万、85 万吨，销售均价分别为 8660 元、8740 元、8800 元/吨，毛利率分别为 5.3%、6.1%、6.7%。

（4）公司涤纶短纤暂无新的扩产计划，假设 2024-2026 年公司涤纶短纤销量维持 120 万吨，销售均价分别 6530 元、6560 元、6580 元/吨，毛利率分别为 0.8%、1.2%、1.5%，随着行业供需关系改善，价格和毛利率小幅回升。

（二）公司石化产品主要为 PTA。假设 2024-2026 年公司 PTA 销量分别为 45 万、45 万、100 万吨，预计 2025 年底 PTA 新产能有望投产，2026 年外销量有所增加；销售均价分别为 4900 元、4920 元、4930 元/吨，毛利率分别为 1.1%、1.5%、1.7%，经过多年调整后价格和毛利率小幅回升。

2、盈利预测

表 9：公司各主营业务收入及盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、化纤						
收入（亿元）	372.64	455.98	573.48	621.72	658.78	699.66
增速	56.3%	22.4%	25.8%	8.4%	6.0%	6.2%
成本（亿元）	329.46	440.17	540.38	588.31	618.07	651.87

敬请阅读末页的重要说明

毛利（亿元）	43.17	15.81	33.10	33.41	40.71	47.79
毛利率	11.6%	3.5%	5.8%	5.4%	6.2%	6.8%

二、石化

收入（亿元）	39.42	19.39	25.51	22.05	22.14	49.3
增速	-20.6%	-50.8%	31.6%	-13.6%	0.4%	122.7%
成本（亿元）	38.51	19.09	25.60	21.81	21.81	48.47
毛利（亿元）	0.90	0.31	-0.09	0.24	0.33	0.83
毛利率	2.3%	1.6%	-0.4%	1.1%	1.5%	1.7%

三、其他业务

收入（亿元）	35.64	32.50	15.70	23.55	28.26	33.91
增速	-56.4%	-8.8%	-51.7%	50.0%	20.0%	20.0%
成本（亿元）	32.70	29.78	12.83	20.72	24.87	29.84
毛利（亿元）	2.94	2.72	2.87	2.83	3.39	4.07
毛利率	8.2%	8.4%	18.3%	12.0%	12.0%	12.0%

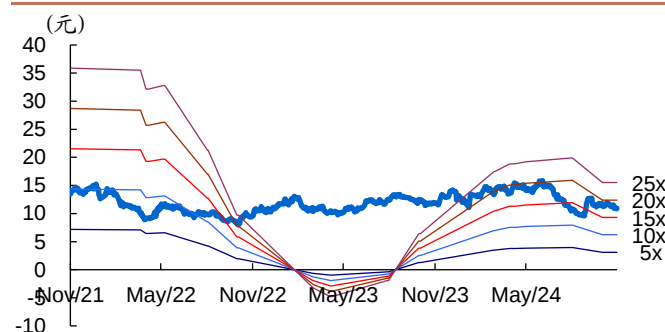
资料来源：公司公告、招商证券

盈利预测及估值：预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.5 亿、15.4 亿、20.4 亿元，EPS 分别为 0.62、1.01、1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 18、11、8 倍。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

七、风险提示

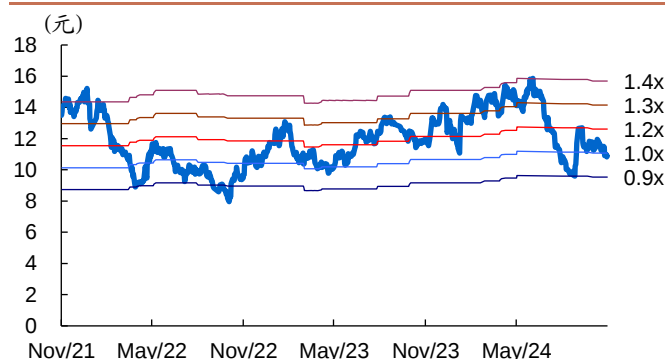
- 1、下游市场需求不足的风险。**涤纶长丝下游主要是服装和家纺，受到国内市场和出口市场的影响，如果下游市场需求不足，将不利于涤纶长丝行业复苏。
- 2、产品价格下跌的风险。**涤纶长丝为大宗商品，具有较强的周期属性，其价格受到国际原油价格、行业供需关系变化等多方面因素影响，如果产品价格下跌较多，将影响公司业绩。
- 3、新项目投产不及预期的风险。**新项目容易受审批、政策、调试等多方面因素影响，能否顺利投产存在一定的不确定性，若投产不及预期，将影响公司业绩。

图 45：新凤鸣历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 46：新凤鸣历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	11905	14549	12772	14323	15126
现金	6289	8111	5793	6952	7019
交易性投资	14	3	3	3	3
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	576	965	1027	1091	1204
其它应收款	15	143	155	165	182
存货	3719	4309	4687	4939	5425
其他	1292	1018	1106	1172	1292
非流动资产	29399	30591	32666	34497	36114
长期股权投资	327	374	374	374	374
固定资产	22615	25016	27275	29272	31036
无形资产商誉	1745	1737	1564	1407	1267
其他	4711	3464	3453	3443	3436
资产总计	41304	45140	45437	48819	51239
流动负债	15196	16786	16529	18657	19496
短期借款	8491	9202	10461	12296	12570
应付账款	3854	4454	4854	5115	5619
预收账款	563	486	529	558	613
其他	2287	2645	684	688	694
长期负债	10408	11557	11557	11557	11557
长期借款	7356	7879	7879	7879	7879
其他	3053	3677	3677	3677	3677
负债合计	25604	28343	28085	30213	31052
股本	1529	1529	1525	1525	1525
资本公积金	5732	5733	5733	5733	5733
留存收益	8439	9533	10093	11347	12928
少数股东权益	0	1	1	1	1
归属于母公司所有者权益	15700	16796	17350	18604	20186
负债及权益合计	41304	45140	45437	48819	51239

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3185	3659	4268	5106	5779
净利润	(205)	1086	950	1539	2043
折旧摊销	2541	2858	3094	3337	3552
财务费用	753	794	601	615	642
投资收益	(33)	(46)	(287)	(287)	(287)
营运资金变动	413	(999)	(94)	(101)	(175)
其它	(284)	(34)	3	3	4
投资活动现金流	(5414)	(3422)	(4883)	(4883)	(4883)
资本支出	(5377)	(3349)	(5169)	(5169)	(5169)
其他投资	(37)	(73)	287	287	287
筹资活动现金流	3006	565	(1703)	936	(829)
借款变动	3727	489	(707)	1835	274
普通股增加	(0)	0	(5)	0	0
资本公积增加	(170)	1	0	0	0
股利分配	(344)	0	(390)	(285)	(462)
其他	(206)	76	(601)	(615)	(642)
现金净增加额	777	802	(2318)	1159	67

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	50787	61469	66732	70918	78287
营业成本	48904	57881	63084	66474	73018
营业税金及附加	90	176	191	203	224
营业费用	84	101	93	99	110
管理费用	652	693	752	799	882
研发费用	1078	1198	1248	1326	1464
财务费用	549	510	601	615	642
资产减值损失	(169)	(80)	(80)	(80)	(80)
公允价值变动收益	(21)	40	40	40	40
其他收益	209	214	214	214	214
投资收益	22	33	33	33	33
营业利润	(529)	1116	968	1607	2153
营业外收入	73	61	61	61	61
营业外支出	9	3	3	3	3
利润总额	(466)	1174	1026	1665	2211
所得税	(260)	88	77	126	168
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	(205)	1086	950	1539	2043

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	13%	21%	9%	6%	10%
营业利润	-120%	-311%	-13%	66%	34%
归母净利润	-109%	-630%	-13%	62%	33%
获利能力					
毛利率	3.7%	5.8%	5.5%	6.3%	6.7%
净利率	-0.4%	1.8%	1.4%	2.2%	2.6%
ROE	-1.3%	6.7%	5.6%	8.6%	10.5%
ROIC	0.0%	4.3%	4.0%	5.5%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	62.0%	62.8%	61.8%	61.9%	60.6%
净负债比率	42.6%	42.2%	40.4%	41.3%	39.9%
流动比率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6
存货周转率	14.1	14.4	14.0	13.8	14.1
应收账款周转率	91.4	79.8	67.0	67.0	68.2
应付账款周转率	13.4	13.9	13.6	13.3	13.6
每股资料(元)					
EPS	-0.13	0.71	0.62	1.01	1.34
每股经营净现金	2.09	2.40	2.80	3.35	3.79
每股净资产	10.30	11.02	11.38	12.20	13.24
每股股利	0.00	0.26	0.19	0.30	0.40
估值比率					
PE	-81.0	15.3	17.5	10.8	8.1
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	15.7	8.9	8.3	7.0	6.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。