



## 买入（首次）

所属行业：石油石化/炼化及贸易  
当前价格(元)：11.93

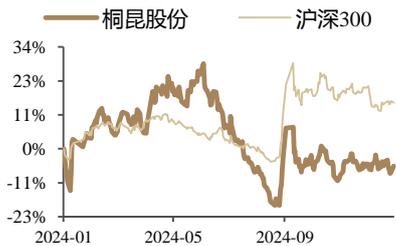
### 证券分析师

王华炳

资格编号：S0120524100001

邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.25	5.58	-1.24
相对涨幅(%)	4.53	6.18	2.28

资料来源：聚源数据，德邦研究所

### 相关研究

# 桐昆股份(601233.SH)：静待桐花映日开，方得昆玉照朝晖

## 投资要点

- **供需拐点库存见底，“静待桐花映日开”。**
- **①短期库存低位运行。**2024年12月以来，在外贸订单火热和下游积极备货下，长丝库存去化显著，目前已处于绝对底部区间。根据钢联，截至1月17日，POY、DTY、FDY库存5.8、17.3、12.6天，分别位于2014年来的13%、37%、20%分位。考虑到现阶段长丝装置陆续开启检修，根据隆众资讯，1月检修规模或超600万吨，有效缓解下游假期库存压力上行的风险，长丝有望在金三银四旺季来临时展现出更强的盈利弹性。
- **②长期供需格局向好。**长丝供给侧产能增速已显著放缓，CAGR由7.1%（2017-2023年）预计降低至1.5%（2024-2026年）。同时伴随小厂的持续出清和大厂的逆势扩张，行业洗牌已较为充分，CR6已由2018年的48%增长至2023年的66%，且未来新增产能由大厂主导，行业集中度预计进一步提高。此外，2024年末出台的行业高质量发展倡议书明确指出要加强行业自律，后续大厂有望通过联合降负等措施促进行业健康发展，保障长丝盈利。需求方面，政策刺激内需向好叠加出口端表现强劲，根据钢联，2024年1-11月涤纶长丝表需同比+19%，增速亮眼。向后展望，在2025年国内大力促消费预期与海外补库渐趋渐近的背景下，涤纶长丝有望内外需利好共振向上。据我们测算，2024-2026年我国涤纶长丝预计分别存在供需缺口23/29/74万吨，格局长期向好。
- **龙头精进炼化启航，“方得昆玉照朝晖”。**
- **①长丝龙头地位稳固。**桐昆股份前身是成立于1981年的桐乡县化学纤维厂，2011年于上交所上市。成立以来，公司通过技术改造升级和低成本扩张，不断做大做强化纤主业，2015-2023年，涤纶长丝产能由400万吨增长至1350万吨，CAGR为16.4%；营业收入由217.54亿元增长至826.40亿元，CAGR为18.2%。未来伴随福建恒海、安徽佑顺等项目长丝装置的投建，公司规模优势有望进一步扩大，行业龙头地位持续稳固。此外，公司涤纶长丝品种以POY为主，受益于近年加弹机规模的扩大（2024年新增约2000台），我们认为，2025年POY市场表现或更优，公司有望充分受益其盈利弹性。
- **②布局炼化成长广阔。**公司加强全产业链布局，向上游延伸拓展大炼化，通过子公司桐昆投资参股浙石化20%股权，稳定核心原料供给，同时投资收益丰厚（2024Q1-3投资收益5.2亿元），去年底浙石化10亿现金分红也有助于改善公司现金流；海外启动印尼炼化项目，规划1000万吨/年炼油、200万吨/年PX和120万吨/年乙烯，打开未来成长空间。
- **盈利预测：**公司是国内涤纶长丝龙头企业，伴随行业景气修复以及福建、安徽等地新产能的投建，业绩有望稳步向上。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为12.15、18.05、24.21亿元，同比+52.5%、+48.5%、+34.2%，对应EPS分别为0.51、0.75、1.01元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**油价大幅波动风险、下游需求不及预期、产能投放进度不及预期等。

**股票数据**

总股本(百万股):	2,404.78
流通 A 股(百万股):	2,395.90
52 周内股价区间(元):	10.25-16.29
总市值(百万元):	28,689.02
总资产(百万元):	110,442.55
每股净资产(元):	15.13

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	61,993	82,640	92,664	95,614	98,024
(+/-)YOY(%)	4.8%	33.3%	12.1%	3.2%	2.5%
净利润(百万元)	125	797	1,215	1,805	2,421
(+/-)YOY(%)	-98.3%	539.1%	52.5%	48.5%	34.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.05	0.33	0.51	0.75	1.01
毛利率(%)	3.2%	5.1%	5.9%	6.5%	7.2%
净资产收益率(%)	0.4%	2.2%	3.3%	4.7%	6.0%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 深耕主业稳步扩张，长丝龙头地位稳固.....	6
2. 库存已至底部区间，长丝供需格局向好.....	10
2.1. 库存已至底部区间，看好本轮长丝弹性.....	10
2.2. 基于供需平衡表角度，长丝格局长期向好.....	12
2.2.1. 产能高速扩张期已过，行业集中度不断提高.....	12
2.2.2. 内需与出口双向共振，需求端有望稳健向好.....	15
2.2.3. 供需有望持续偏紧，长丝格局长期向好.....	18
3. 长丝市占国内第一，布局炼化成长广阔.....	19
3.1. 延伸布局上游炼化，打开未来成长空间.....	19
3.2. PTA 后发优势显著，基本实现自给自足.....	20
3.3. 长丝产能国内第一，看好 POY 盈利弹性.....	21
3.4. 生产基地高效协同，公司区位优势突出.....	22
4. 盈利预测与估值.....	22
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

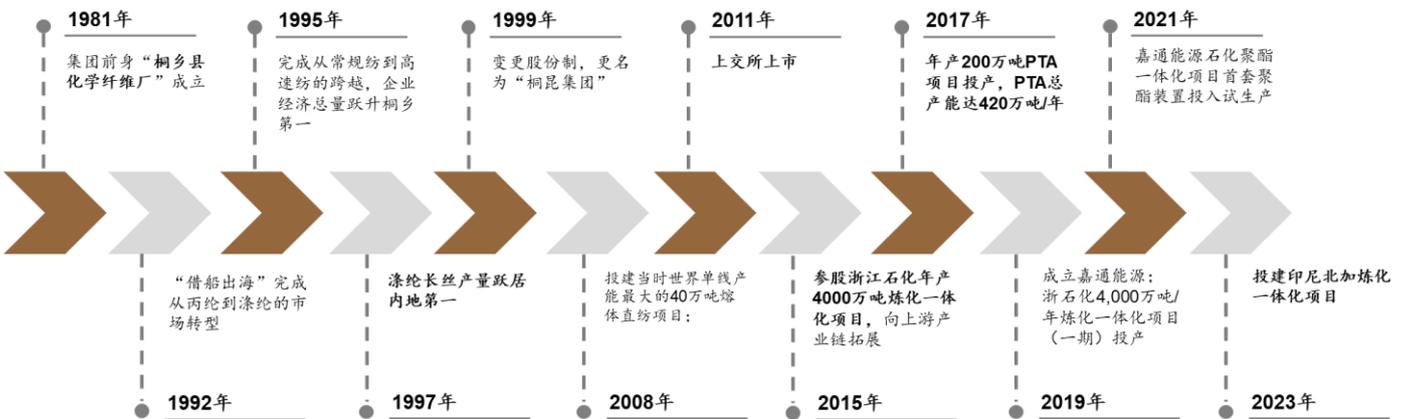
图 1: 四十载磨砺铸就化纤龙头 .....	6
图 2: 公司打通化纤产业链全环节 .....	6
图 3: 公司股权结构示意图 (截至 2024 年 9 月 30 日) .....	8
图 4: 公司营业收入稳步增长 .....	8
图 5: 公司归母净利润存在波动性 .....	8
图 6: 公司分业务板块营收占比情况 (亿元) .....	9
图 7: 公司分业务板块毛利占比情况 (亿元) .....	9
图 8: 公司 POY 毛利率显著高于同行 .....	9
图 9: 公司净利率水平处于行业前列 .....	9
图 10: 公司 ROE 处于行业中上水平 .....	9
图 11: 公司资产负债率长期低于同行 .....	9
图 12: 涤纶长丝部分品种库存已至历史绝对底部区间 (天) .....	10
图 13: 历史上涤纶长丝产品价格及盈利具备较大弹性 .....	11
图 14: 伴随产品景气上行, 涤纶长丝企业盈利能力显著提高 .....	12
图 15: 2021-2022 年化工行业高景气 .....	13
图 16: 2021-2022 年化工企业集中产能扩张 .....	13
图 17: 2017-2019 年涤纶长丝行业高景气周期 .....	13
图 18: 2018 年来涤纶长丝产能持续扩张 .....	13
图 19: 2024-2026 年涤纶长丝产能增速显著放缓 .....	13
图 20: 2024-2026E 涤纶长丝新增产能分别为 116/167/0 万吨 .....	14
图 21: 本轮行业洗牌较为充分, 涤纶长丝龙头市占率显著提升 .....	14
图 22: 我国纺织业生产增速同比加快 .....	16
图 23: 国内纺织内需市场保持增长 .....	16
图 24: 我国纺织企业固定资产投资稳步提升 .....	16
图 25: 我国纺织企业效益水平有所改善 .....	16
图 26: 国内服装生产总体保持平稳 .....	17
图 27: 服装内销市场增速有所放缓 .....	17
图 28: 我国服装企业固定资产投资保持快速增长 .....	17
图 29: 我国服装企业效益承压恢复 .....	17
图 30: 我国汽车消费具备较强韧性 .....	17
图 31: 我国轮胎外胎产量保持较快增速 .....	17
图 32: 涤纶长丝出口处于 2018 年以来的高位水平 (万吨) .....	18

图 33: 我国纺织品出口延续增长态势.....	18
图 34: 我国服装出口有所承压.....	18
图 35: 美国服装去库已接近尾声.....	18
图 36: 2024-2026 年我国涤纶长丝预计存在供需缺口 23/29/74 万吨.....	19
图 37: 浙石化净利润水平有所修复.....	19
图 38: 浙石化为公司贡献丰厚的投资收益.....	19
图 39: 公司间接持有泰昆石化 80%的股权.....	20
图 40: 我国加弹机数量持续增长 (台).....	21
图 41: 公司主要长丝生产基地紧邻下游消费市场.....	22
表 1: 公司各产品现有产能及在建产能情况.....	7
表 2: 公司涤纶长丝品类丰富, 涵盖六大系列.....	7
表 3: 涤纶长丝行业高质量发展倡议书出台.....	15
表 4: 泰昆石化项目主要产品情况.....	20
表 5: PTA 技术历经四轮迭代.....	20
表 6: 公司 PTA 装置物耗能耗持续降低.....	21
表 7: 公司主营业务分拆及盈利预测.....	23
表 8: 可比公司估值 (收盘价截至 2025 年 1 月 24 日).....	24

## 1. 深耕主业稳步扩张，长丝龙头地位稳固

四十载风雨磨砺，铸就全球化纤航母。公司前身是成立于 1981 年的桐乡县化学纤维厂，90 年代初通过“借船出海”引进涤纶纺丝生产线，成功实现了从丙纶长丝到涤纶长丝的转型升级，随后在亚洲金融危机中完成低成本逆势扩张，涤纶长丝产量跃居国内第一。2011 年公司成功在上交所上市，加速全产业链布局步伐，2015 年参股浙石化，2017 年投产嘉兴石化二期 PTA 装置，2023 年与新凤鸣合作出海投建炼厂，持续扩大一体化竞争优势。

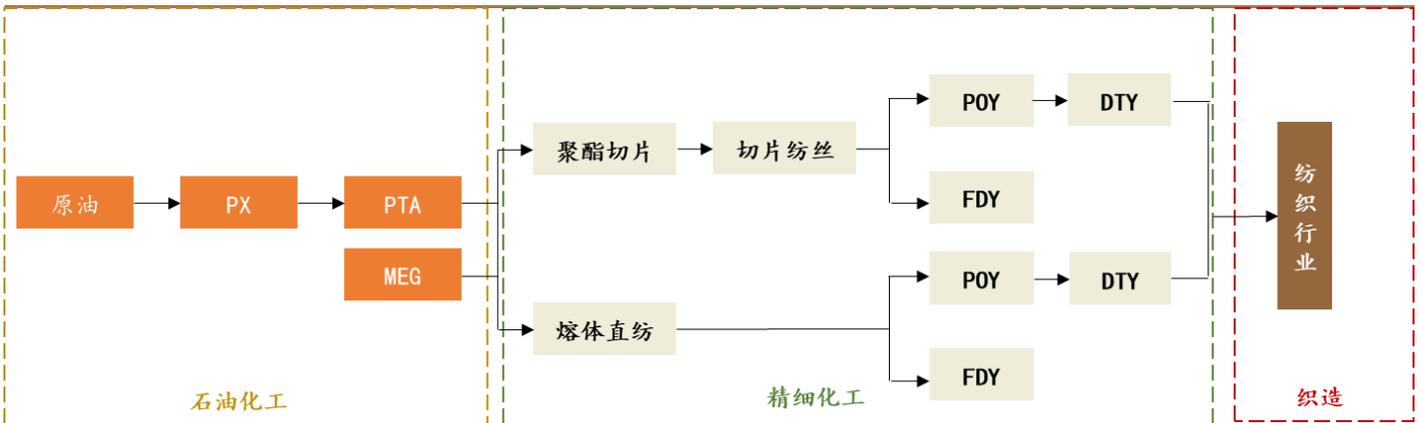
图 1：四十载磨砺铸就化纤龙头



资料来源：公司官网、公司公告、桐乡新闻网、德邦研究所

产业链纵向一体化，从一滴油到一匹布。公司持续强链、补链、延链，形成“炼化-PTA-聚酯-纺丝-加弹-纺织”全产业链布局。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 万吨聚合和 1350 万吨涤纶长丝年生产加工能力。

图 2：公司打通化纤产业链全环节



资料来源：公司 2023 年年报、德邦研究所

**表 1：公司各产品现有产能及在建产能情况**

产业链环节	产品	现有产能	在建产能
上游	PX	参股浙石化 20%，浙石化拥有炼油年产能 4000 万吨，其中 PX 年产能 900 万吨	与新凤鸣出海投建炼厂，印尼项目规划炼油产能 1000 万吨、PX 产能 200 万吨、乙烯产能 120 万吨/年
	PTA	一套 KTS 科氏技术 P7+技术 180 万吨，P8 技术 240 万吨，两套 P8++技术 300 万吨，合计产能 1020 万吨，基本实现 PTA 原材料自给自足	
	MEG	新疆中昆一期 60 万吨于 2023 年 12 月投产	
中游	聚酯长丝	具备 1300 万吨聚合和 1350 万吨涤纶长丝年生 产加工能力，涤纶长丝产能行业第一	福建恒海 30 万吨，预计 2025 年 4 月投产；安徽 佑顺 30 万吨，预计 2025 年上半年投产
下游	织机	沭阳 1760 台高速喷水织机已投产	沭阳剩余规划 8240 台高速喷水织机

资料来源：公司 2024 年半年报、石油和化工园区、钢联、环球纺织、沭阳发布、德邦研究所（注：现有产能截至 2024/6/30）

**涤纶长丝品类丰富，多年蝉联销量第一。**公司产品涵盖涤纶长丝全系列，包括 POY、FDY、DTY、ITY、中强丝和复合丝等六大系列 1000 多个品种，规格齐全，被誉为“涤纶长丝企业中的沃尔玛”，连续 23 年在中国涤纶长丝行业中销量名列第一。

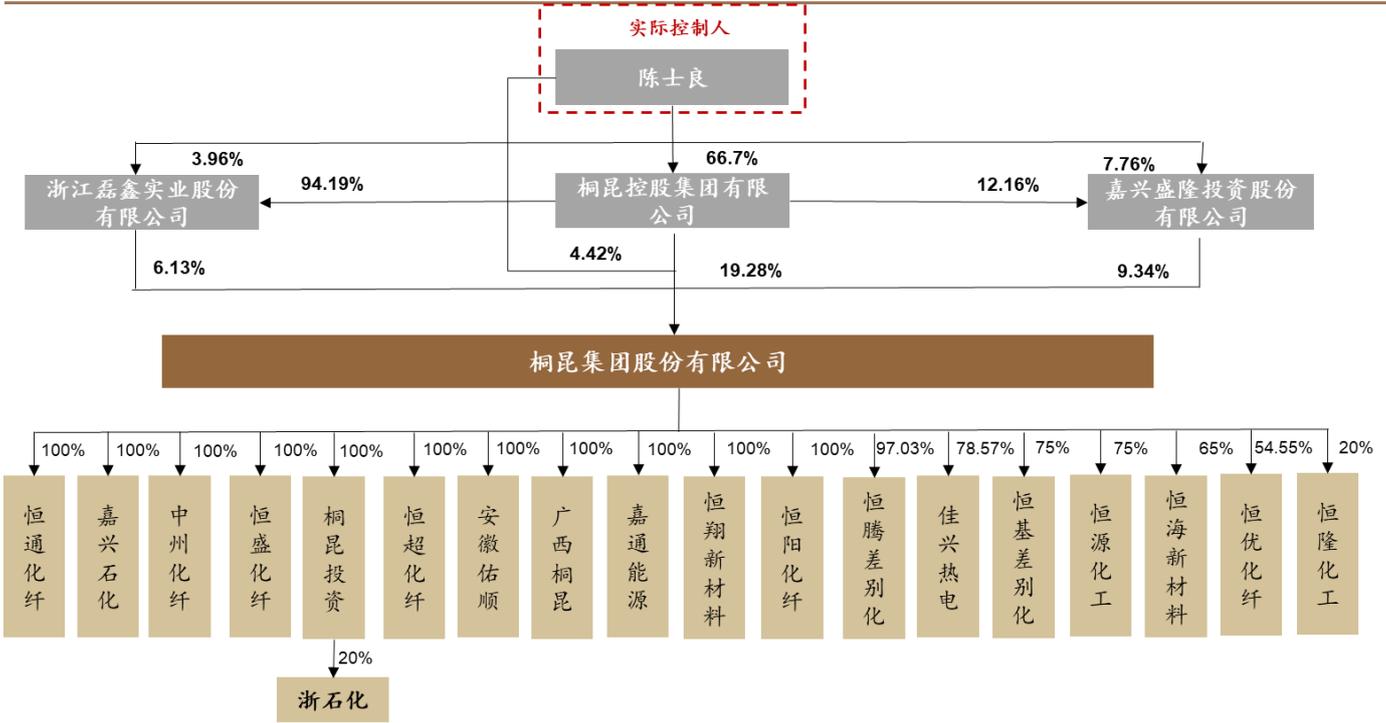
**表 2：公司涤纶长丝品类丰富，涵盖六大系列**

产品	产品介绍	应用领域
POY	涤纶预取向丝，是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。	产品适用于高速加弹机，包括 800 型、1000 型、33H、S+Z、TMT 全自动等加弹设备，生产涤纶 DTY 丝，部分产品用于牵伸或牵伸复合，生产 DT 复合丝。
DTY	拉伸变形丝，又称涤纶加弹丝，全称 DRAW TEXTURED YARN，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。	产品适用于生产家纺面料或服装面料，主要加工设备为剑杆织机、喷水织机、喷汽织机、圆机、经编机等，典型面料包括牛仔布面料、磨毛布面料、桃皮绒面料、遮光布面料、窗帘布、沙发布等。
FDY	全拉伸丝，又称涤纶牵引丝，全称 FULL DRAW YARN，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，可以直接用于纺织加工。	产品适用于生产服装面料和装饰面料，主要加工设备为剑杆织机、喷水织机、喷汽织机、圆机、经编机等，典型面料包括西装面料、灯芯绒面料、仿真丝面料、窗帘布、沙发布等。
混纤丝(ITY)	产品采用 UDY 丝进行牵伸成 DT 丝，再与 POY 丝进行二步法并网，或直接以 FDY 与 POY 进行一步法纺纤生产而成的涤纶丝，产品具有异收缩、异染色、毛感好等特点。	适用于生产梭织面料和针织面料，梭织典型面料为佐节麻、水洗绒、雪纺等，针织典型面料为水晶麻。
中强丝	产品采用增粘大有光切片为主要原料，通过增加拉伸次数、拉伸倍数、提高定型温度等生产工艺，使纤维具有超越常规纤维强度的特点。	制造缝纫线和绣花线的理想原料。
复合丝	产品采用复合纺丝的工艺，以 PTT 与 PET、PBT 与 PET 或涤纶与锦纶等两种不同组份或不同性能的原 料，使纤维具备自然卷曲、高弹、吸湿排汗、耐污等 功能。	是生产制造运动服装的理想原料，其中涤锦复合丝是生产制 造灯芯绒、毛巾布的理想原料。

资料来源：公司 2024 年半年报、湖州市工业经济联合会微信公众号、yarnexpo 纱线展微信公众号、德邦研究所

**陈士良为公司实控人，子公司多元化布局。**陈士良直接持有公司股权 4.42%，并通过桐昆控股集团有限公司、嘉兴盛隆投资股份有限公司、浙江磊鑫实业股份有限公司等关联方间接控股，为公司实际控制人。公司拥有全资或参股子公司合计 60 余家，实现了在能源、纺织等关键领域的多元化布局，全方位打造产业链闭环。

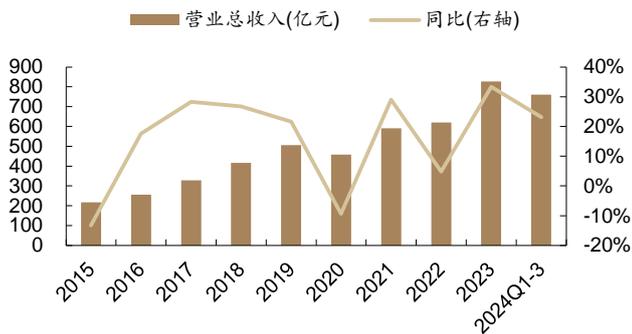
图 3：公司股权结构示意图（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

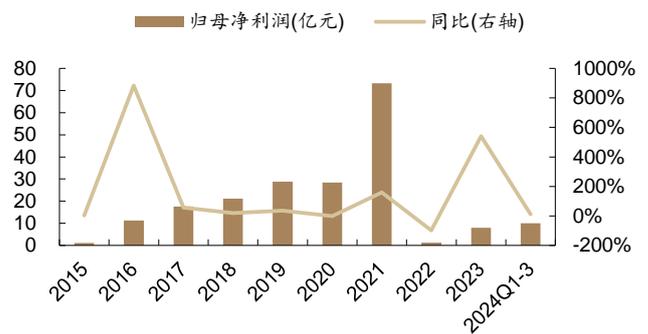
**营收规模稳步增长，利润水平迎来修复。**伴随公司业务版图和产品规模的逐步扩张，公司营业收入呈现稳步增长态势，由 2015 年的 217.54 亿元增长至 2023 年的 826.40 亿元，CAGR 为 18.2%。归母净利润受行业周期性影响有所波动，2021 年大幅增长主要系油价上涨下浙石化投资收益贡献提升所致。2024Q1-3，在行业投产放缓和下游需求复苏的背景下，涤纶长丝盈利持续修复，公司分别实现营收和归母净利润 760.49 和 10.07 亿元，同比+23.2%和+11.4%。

图 4：公司营业收入稳步增长



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

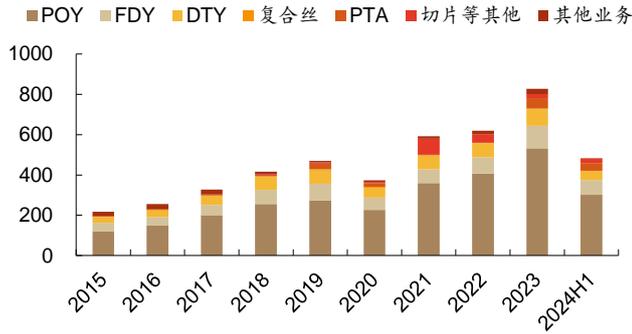
图 5：公司归母净利润存在波动性



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

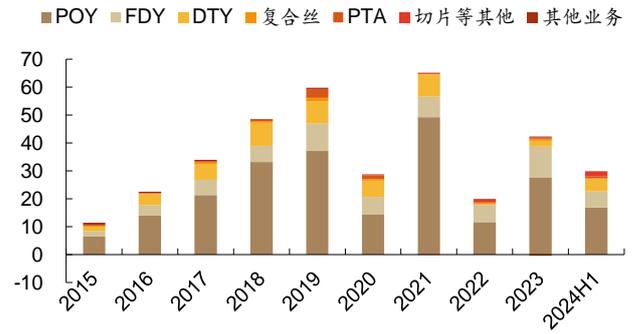
**涤纶长丝贡献主要盈利，以 POY 为核心品种。**涤纶长丝是公司最大的营收和毛利来源，2024H1 占比分别为 87%和 92%。具体拆分看，涤纶长丝包括涤纶预取向丝 (POY)、涤纶牵伸丝 (FDY)、涤纶加弹丝 (DTY)、复合丝等品类，2024H1 分别占公司总营收比例为 63%、15%、9%、0.4%，占公司总毛利比例为 57%、19%、15%、0.5%，以 POY 为核心品种。

图 6：公司分业务板块营收占比情况（亿元）



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

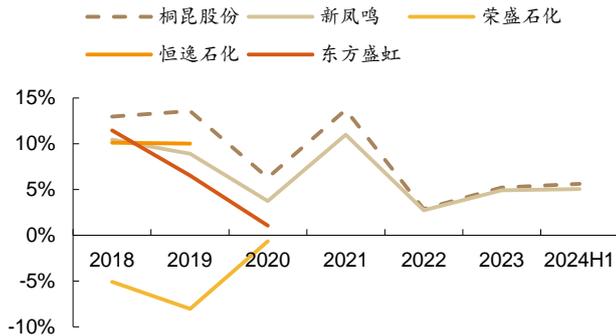
图 7：公司分业务板块毛利占比情况（亿元）



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

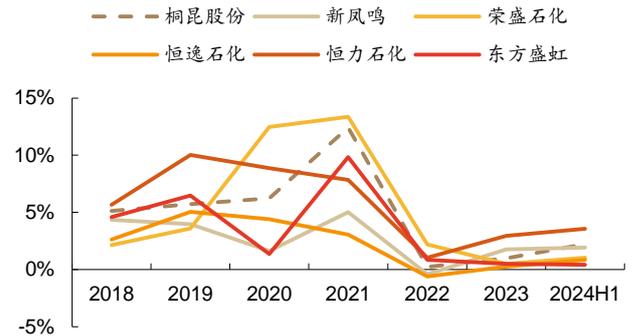
**盈利能力表现优异，资产负债率低于同行。**对比国内主要涤纶长丝生产商，公司在规模效应和 PTA 新装置后发优势下，表现出较强的盈利能力，POY 毛利率长期行业领先，净利率居于前列。此外，公司资产负债率始终处于行业低位，资产结构较为健康，经营发展持续稳健。

图 8：公司 POY 毛利率显著高于同行



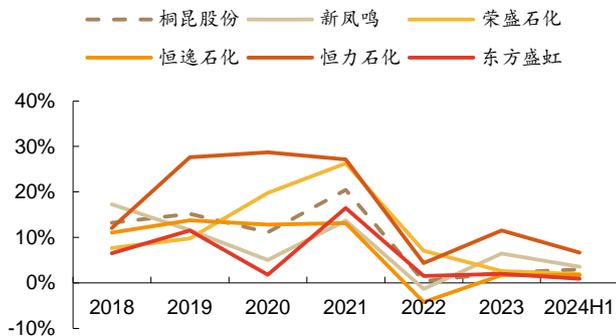
资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所

图 9：公司净利率水平处于行业前列



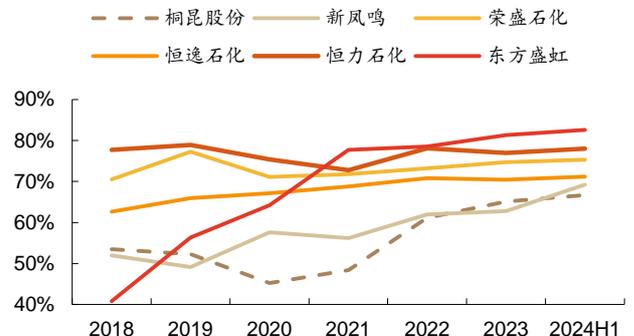
资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所

图 10：公司 ROE 处于行业中上水平



资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所

图 11：公司资产负债率长期低于同行



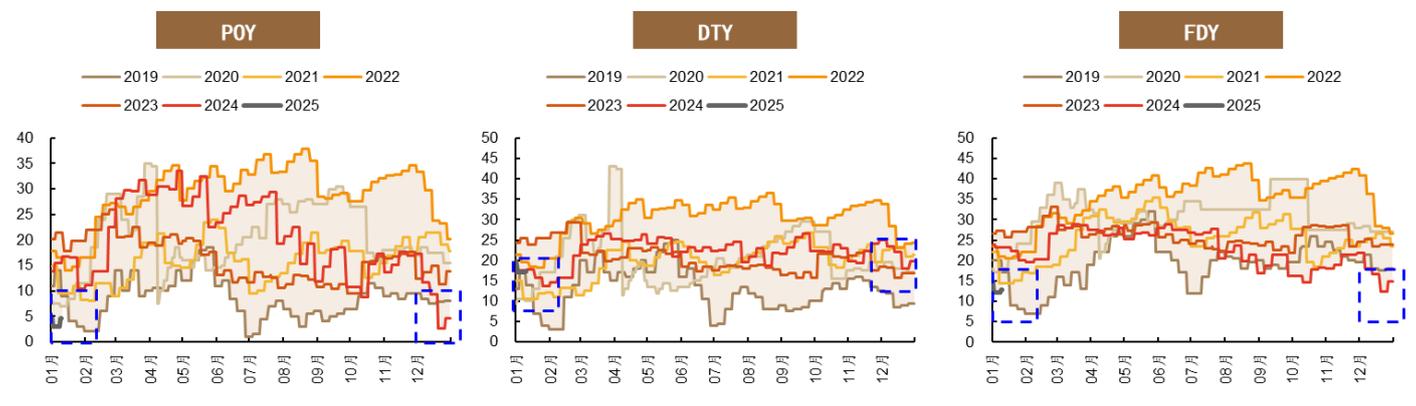
资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所

## 2. 库存已至底部区间，长丝供需格局向好

### 2.1. 库存已至底部区间，看好本轮长丝弹性

库存低位+检修预期，看好旺季补库行情。2024年12月以来，在外贸订单火热和下游积极备货下，涤纶长丝库存显著去化，目前已处于绝对底部区间。根据钢联，截至1月17日，POY、DTY、FDY库存分别5.8、17.3、12.6天，分别位于2014年来的13%、37%、20%分位。考虑到现阶段涤纶长丝装置陆续开启检修，根据隆众资讯，1月检修规模或超600万吨，有效缓解下游假期库存压力上行的风险，长丝有望在金三银四旺季来临时展现出更强的盈利弹性。

图 12：涤纶长丝部分品种库存已至历史绝对底部区间（天）



资料来源：钢联、德邦研究所

历史上涤纶长丝具备较强的盈利弹性。以2015Q4-2018Q3涤纶长丝景气上行阶段为例，POY、DTY、FDY吨盈利涨幅分别+902、+747、+626元/吨，进而带动企业盈利能力快速提升，桐昆股份毛利率由1.9%增长至18.4%，净利率由0.3%增长至9.4%；新凤鸣毛利率由4.3%增长至13.0%，净利率由-0.6%增长至7.0%。

图 13: 历史上涤纶长丝产品价格及盈利具备较大弹性

时间	布伦特油价及走势 (美元/桶)		涤纶长丝开工情况		产品价格及价差							
	油价	油价走势	开工率历史分位数	供需格局	PTA (元/吨)		POY (元/吨)		DTY (元/吨)		FDY (元/吨)	
					价格	吨盈利	价格	吨盈利	价格	吨盈利	价格	吨盈利
14Q1	107.87		9.2%	松	6591	-47	9298	214	11270	886		
14Q2	109.76		9.8%	松	6536	13	9441	425	11042	725		
14Q3	103.46		3.0%	松	7202	234	9821	149	11420	448		
14Q4	77.07		46.4%	平衡	5466	111	8499	669	10435	1304		
15Q1	55.13		44.3%	偏松	4511	1	7290	329	9013	752		
15Q2	63.50		26.2%	松	4965	-27	7864	77	9505	418		
15Q3	51.30		25.0%	松	4475	-133	6875	-53	8601	372		
15Q4	44.69		40.9%	偏松	4550	51	6349	-226	7977	103	6787	12
16Q1	35.21		16.9%	松	4324	-54	6502	23	7711	-67	7009	330
16Q2	47.03		0.0%	松	4625	-25	6602	-154	8214	157	7358	402
16Q3	46.99		6.3%	松	4597	-149	6928	164	8595	531	7705	741
16Q4	51.06		53.3%	平衡	4861	-15	7727	367	9338	677	8400	840
17Q1	54.57		39.4%	偏松	5334	26	8539	393	10189	743	8951	605
17Q2	50.79		11.1%	松	4774	-130	7675	395	9345	764	8112	632
17Q3	52.17		34.6%	偏松	5163	336	8331	368	9786	522	8952	789
17Q4	61.45		54.0%	平衡	5418	316	8719	506	10322	809	9075	662
18Q1	67.23		72.0%	紧	5727	422	8776	205	10324	453	9238	467
18Q2	74.97		28.1%	松	5666	243	9080	645	10751	1016	9604	969
18Q3	75.84		41.4%	偏松	7571	859	10775	677	12248	849	10937	638
18Q4	68.60		75.1%	紧	6856	179	9441	361	11209	828	9878	598
19Q1	63.83		100.0%	紧	6464	304	8505	175	10348	717	9306	775
19Q2	68.47		100.0%	紧	6163	799	8222	361	9839	677	8733	671
19Q3	62.03		100.0%	紧	5530	552	7943	574	9341	672	8200	632
19Q4	62.42		100.0%	紧	4878	-64	7093	194	8771	571	7355	256
20Q1	50.82		42.1%	偏松	4269	-99	6721	485	8548	1013	7183	748
20Q2	33.39		51.3%	平衡	3397	153	5258	91	6974	507	5913	547
20Q3	43.35		75.9%	紧	3500	46	5068	-256	6568	-56	5545	21
20Q4	45.26		84.0%	紧	3342	-59	5319	85	6989	455	5562	128
21Q1	61.32		90.0%	紧	4119	-208	6840	512	8508	880	6995	467
21Q2	69.06		89.2%	紧	4651	-130	7383	646	8788	750	7564	627
21Q3	73.23		94.1%	紧	5082	-7	7576	344	9068	536	7808	376
21Q4	79.66		51.5%	平衡	4946	29	7878	696	9508	1025	8074	691
22Q1	97.90		94.4%	紧	5621	-162	7978	338	9578	638	8318	479
22Q2	111.98		7.2%	松	6662	-202	8285	-147	9701	-31	8865	234
22Q3	97.70		0.0%	松	6241	19	7983	142	9358	217	8528	487
22Q4	88.63		0.0%	松	5679	-170	7349	63	8585	-2	8004	518
23Q1	82.10		0.0%	松	5697	-144	7583	221	8822	159	8221	658
23Q2	77.73		33.7%	偏松	5887	-78	7657	168	9015	226	8250	561
23Q3	85.92		69.4%	偏紧	6007	-282	7719	125	9225	331	8335	541
23Q4	82.85		78.5%	紧	5825	-146	7497	42	8852	97	8140	485
24Q1	81.76		90.9%	紧	5874	-144	7691	88	9006	102	8340	486
24Q2	85.03		62.3%	偏紧	5933	-158	7656	39	9112	195	8196	329
24Q3	78.71		80.5%	紧	5432	-177	7525	280	9028	483	8038	543

资料来源: Wind、CCFEI、绸都网、钢联、德邦研究所

图 14: 伴随产品景气上行, 涤纶长丝企业盈利能力显著提高

时间	布伦特油价及走势 (美元/桶)		601233.SH 桐昆股份						603225.SH 新凤鸣							
	油价	油价走势	营收	归母净利润	毛利率	净利率	POY销量	DTY销量	FDY销量	营收	归母净利润	毛利率	净利率	POY销量	DTY销量	FDY销量
14Q1	107.87		55.32	-1.67	2.0%	-2.8%				30.21	0.26	3.8%	0.9%			
14Q2	109.76		62.72	1.37	6.9%	2.3%				39.00	0.68	4.6%	1.9%			
14Q3	103.46		66.96	0.47	4.2%	0.7%				40.74	0.52	3.9%	1.4%			
14Q4	77.07		65.94	0.95	3.5%	1.4%				37.61	1.45	9.0%	4.3%			
15Q1	55.13		48.33	1.02	7.0%	2.1%				28.88	1.89	8.9%	6.8%			
15Q2	63.50		63.08	2.15	9.8%	3.4%				38.78	1.04	6.5%	2.8%			
15Q3	51.30		54.37	-2.17	1.8%	-3.9%				40.25	0.37	5.2%	1.0%			
15Q4	44.69		51.75	0.15	1.9%	0.3%				38.49	-0.25	4.3%	-0.6%			
16Q1	35.21		48.61	1.56	8.9%	3.2%				32.78	0.78	6.8%	2.5%			
16Q2	47.03		64.77	1.93	6.4%	3.0%				44.31	0.55	6.1%	1.3%			
16Q3	46.99		63.65	2.10	7.8%	3.3%				45.38	2.00	9.0%	4.5%			
16Q4	51.06		78.78	5.72	11.5%	7.3%				52.30	3.98	13.7%	7.7%			
17Q1	54.57		61.45	3.22	10.4%	5.3%	47	10	13	46.46	2.26	9.8%	5.0%	41	4	9
17Q2	50.79		84.58	2.99	7.6%	3.6%	78	14	18	61.32	3.00	10.1%	5.0%	61	17	1
17Q3	52.17		87.01	5.27	11.4%	6.1%	73	14	16	60.87	4.05	12.8%	6.7%	54	10	5
17Q4	61.45		95.10	6.13	11.9%	6.5%	75	14	15	60.98	5.65	16.0%	9.3%	53	11	5
18Q1	67.23		78.33	5.01	11.6%	6.4%	64	14	14	57.27	2.62	8.4%	4.6%	47	10	5
18Q2	74.97		108.43	8.60	17.8%	7.9%	84	17	19	86.80	5.49	11.6%	6.3%	55	16	5
18Q3	75.84		121.89	11.42	18.4%	9.4%	77	16	20	91.71	6.44	13.0%	7.0%	53	15	5
18Q4	68.60		107.36	-3.83	-2.2%	-3.5%	77	18	25	90.81	-0.33	3.1%	-0.4%	64	22	7
19Q1	63.83		116.78	5.21	8.9%	4.5%	93	18	26	76.59	2.67	7.5%	3.5%	62	16	6
19Q2	68.47		129.55	8.69	13.8%	6.7%	98	19	30	86.71	3.21	8.4%	3.7%	73	20	8
19Q3	62.03		126.07	10.60	16.6%	8.4%	89	18	27	82.41	5.18	11.4%	6.3%	71	19	7
19Q4	62.42		133.42	4.34	7.9%	3.3%	106	20	28	95.78	2.49	7.0%	2.6%	75	19	8
20Q1	50.82		76.94	4.29	7.9%	5.6%	65	12	19	50.65	0.59	5.3%	1.2%	52	6	13
20Q2	33.39		136.49	5.83	4.5%	4.3%	150	21	34	85.01	1.43	5.2%	1.7%	97	7	22
20Q3	43.35		114.76	7.90	6.8%	6.9%	115	21	28	94.92	0.60	3.4%	0.6%	88	10	22
20Q4	45.26		130.13	10.44	6.8%	8.0%	136	20	28	139.27	3.43	5.8%	2.5%	102	56	-23
21Q1	61.32		111.33	17.17	15.6%	15.4%	112	16	20	108.17	4.97	9.4%	4.6%	79	16	-26
21Q2	69.06		190.53	24.17	11.1%	12.7%	156	21	28	128.64	8.26	11.9%	6.4%	113	24	12
21Q3	73.23		201.62	20.27	8.7%	10.1%	142	20	25	128.88	6.11	9.9%	4.7%	107	23	12
21Q4	79.66		87.83	11.71	10.5%	13.4%	132	19	23	82.01	3.20	10.8%	3.9%	106	23	12
22Q1	97.90		129.94	15.03	9.7%	11.6%	127	17	20	106.02	2.85	8.5%	2.7%	88	12	21
22Q2	111.98		168.57	7.98	6.7%	4.8%	144	17	26	131.13	1.09	5.6%	0.8%	95	14	28
22Q3	97.70		173.37	-3.66	1.9%	-2.1%	154	21	30	142.28	-1.10	2.2%	-0.8%	107	16	35
22Q4	88.63		148.05	-18.05	-4.9%	-12.2%	154	23	29	128.44	-4.89	-0.5%	-3.8%	99	20	33
23Q1	82.10		159.13	-4.90	4.8%	-3.0%	141	21	30	125.09	1.89	5.4%	1.5%	88	16	31
23Q2	77.73		209.84	5.95	6.8%	2.8%	196	24	33	156.73	2.90	5.8%	1.8%	126	20	37
23Q3	85.92		248.45	7.98	6.4%	3.2%	221	26	38	160.17	4.07	7.6%	2.5%	116	19	36
23Q4	82.85		208.98	-1.07	2.0%	-0.5%	227	28	46	172.69	1.99	4.5%	1.2%	133	22	38
24Q1	81.76		211.11	5.80	6.7%	2.8%	194	23	42	144.52	2.75	5.9%	1.9%	108	17	33
24Q2	85.03		271.03	4.85	5.8%	1.8%	248	27	54	168.20	3.29	6.1%	2.0%	124	19	37
24Q3	78.71		278.34	-0.59	3.3%	-0.2%	269	29	61	179.24	1.41	4.9%	0.8%	148	20	39

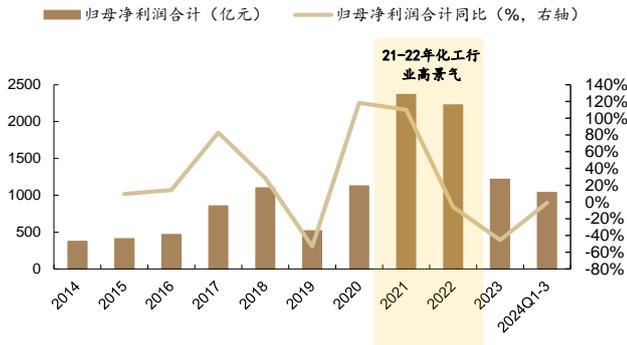
资料来源: Wind、各公司公告、德邦研究所

## 2.2. 基于供需平衡表角度, 长丝格局长期向好

### 2.2.1. 产能高速扩张期已过, 行业集中度不断提高

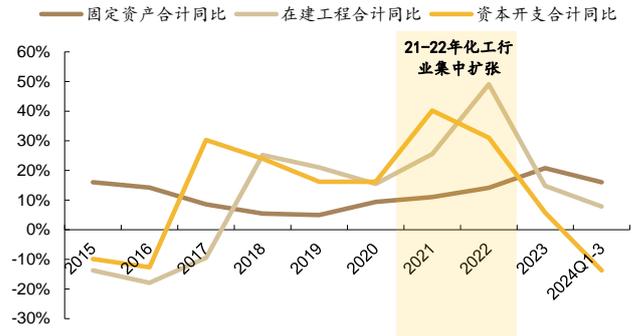
长丝景气周期先于其他化工行业, 有望率先结束产能扩张期。2017-2019年涤纶长丝企业高盈利下开启产能扩张, 领先于大多数化工品(2021-2022年), 因此从产能周期的角度判断, 涤纶长丝有望早于其他化工品率先结束产能扩张期。

图 15: 2021-2022 年化工行业高景气



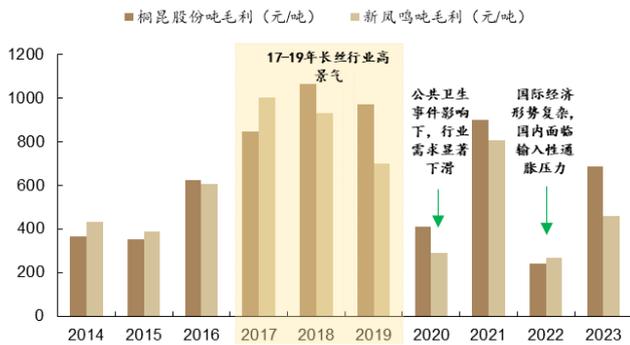
资料来源: Wind、各公司公告、德邦研究所

图 16: 2021-2022 年化工企业集中产能扩张



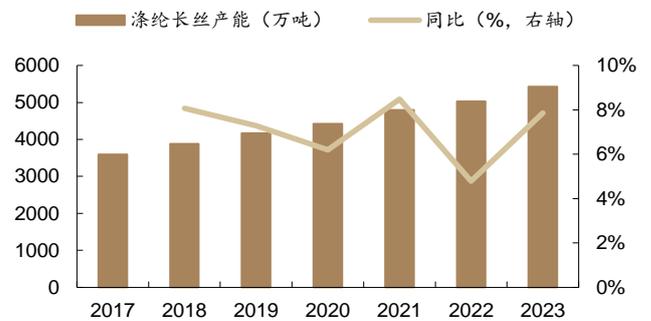
资料来源: Wind、各公司公告、德邦研究所

图 17: 2017-2019 年涤纶长丝行业高景气周期



资料来源: Wind、各公司公告、德邦研究所

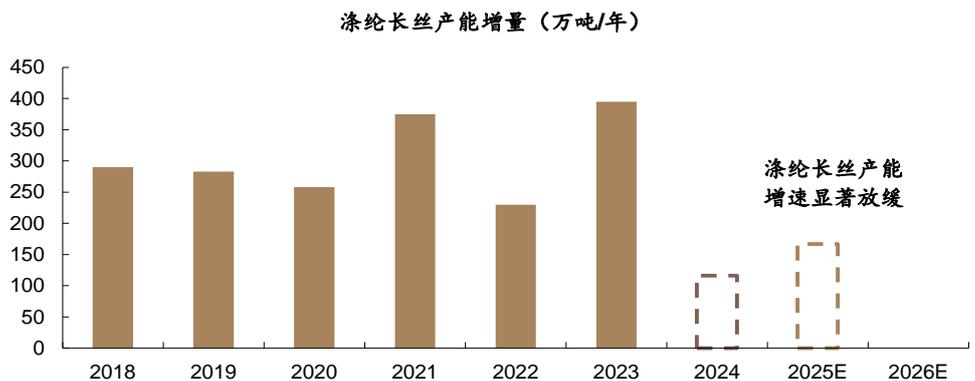
图 18: 2018 年来涤纶长丝产能持续扩张



资料来源: CCFEI、德邦研究所

**2024-2026 年涤纶长丝产能增速预计显著放缓。**根据 CCFEI, 2017-2023 年我国涤纶长丝产能由 3592 万吨增长至 5423 万吨, CAGR 约 7.1%, 其中 2023 年单年度新增产能 395 万吨, 为近年产能投放高点。实际来看, 2022 年以来伴随产品盈利走低, 涤纶长丝企业扩产意愿显著下滑, 目前涤纶长丝行业扩产高峰已过, 据我们统计, 2024-2026E 分别新增产能 116、167、0 万吨, 总产能 CAGR 约 1.5%, 显著有所放缓。

图 19: 2024-2026 年涤纶长丝产能增速显著放缓



资料来源: CCFEI、钢联、金联创、生意社、百川盈孚等、德邦研究所

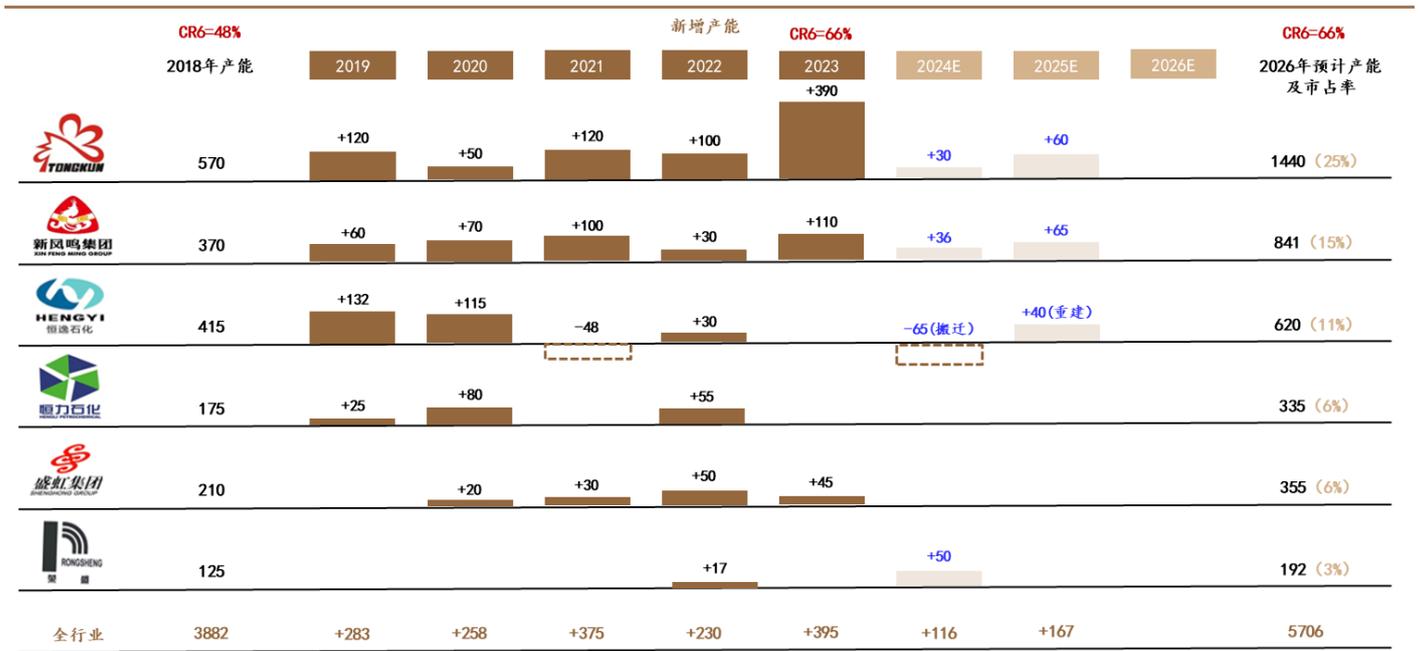
图 20: 2024-2026E 涤纶长丝新增产能分别为 116/167/0 万吨

	2024年		2025年			2026年	
	新增产能	投产时间	新增产能	投产时间	新增产能	投产时间	
嘉通能源(桐昆)	30	2024年1月	中鸿新材料(新凤鸣)	25	预计2025年Q1	暂无明确投产规划	
江苏新拓(新凤鸣)	36	2024年8月	福建恒海(桐昆)	30	预计2025年4月		
盛元化纤(荣盛)	12.5	2024年11月	安徽佑顺(桐昆)	30	预计2025年上半年		
盛元化纤(荣盛)	37.5	2024年12月	杭州逸通(恒逸)	40	预计2025年年中		
			中鸿新材料(新凤鸣)	40	预计2025年年底		
			汇隆	2	预计2025年		
合计新增	116		合计新增	167		合计新增	0

资料来源: 钢联、金联创、生意社、百川盈孚等、德邦研究所

行业洗牌较为充分，龙头市占率显著提升。根据 CCFEI，2018 年底至 2023 年底涤纶长丝行业合计新增产能 1541 万吨，多由聚酯大厂贡献，其中桐昆股份/新凤鸣/恒逸石化/恒力石化/盛虹集团/荣盛石化分别新增 780/370/230/160/145/17 万吨。在本轮行业扩产周期中，伴随龙头大厂的逆势扩张和落后小厂的持续出清，行业洗牌已较为充分，行业 CR6 已由 2018 年的 48% 提升至 2023 年的 66%。同时未来新增产能由大厂主导，行业集中度有望进一步提高。

图 21: 本轮行业洗牌较为充分，涤纶长丝龙头市占率显著提升



资料来源: Wind、各公司公告、CCFEI、钢联、卓创资讯等、德邦研究所 (注: 恒逸石化 65 万吨产能剔除口径来源卓创资讯)

高质量发展倡议出台，持续关注行业自律。2024 年 12 月 17 日，在中国化学纤维工业协会涤纶长丝分会年会暨涤纶产业链创新发展论坛上，发布了“涤纶长丝行业高质量发展倡议书”，着重点明要“谨慎投资，合理增长”、“守住底线，防止‘内卷式’恶性竞争”，定调行业未来供给约束的发力方向，前者倡议企业投资项目以现有产能的升级改造为主，新增产能项目避免低水平重复建设，要有节奏理性投资，有序发展；后者倡议企业理性面对市场波动，保持战略定力，加强行业自律。综上，我们认为，涤纶长丝企业在促进行业高质量发展上已形成高度共识，后续或通过联合降负等措施促进市场的稳定健康发展。此外，未来政府新项目申报审批或加强约束，企业产能扩张节奏更为有序，二者有望形成供给侧同向约束合力，看好涤纶长丝长周期格局优化。

**表 3：涤纶长丝行业高质量发展倡议书出台**

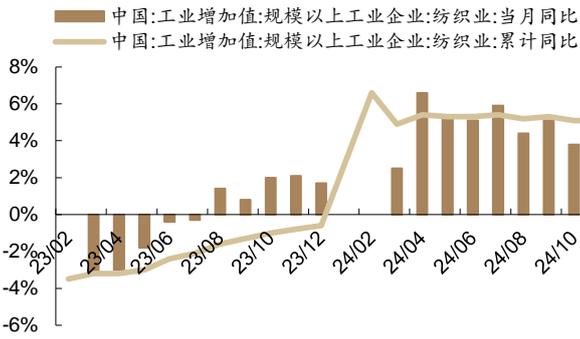
序号	发展倡议	具体内容
1	坚定信心，顺势而为	当前，我国纺织行业面临的发展形势整体上仍然复杂严峻，但行业多年转型升级累积形成的发展韧性充分显现。对于纤维消费需求扩容动力不足等问题，既要保持战略定力，坚定发展信心，又要积极主动应对，顺势而为。
2	合作共赢，协同发展	倡议各会员企业树立大局观和长远眼光，坚持合作共赢理念，加强交流与合作，共享资源、共克时艰。通过协同研发、市场拓展、品牌建设等方式，形成合力应对挑战，共同提升行业整体竞争力，共享发展机遇，实现互利共赢。
3	谨慎投资，合理增长	<b>倡议企业投资项目以现有产能的升级改造为主</b> ，新增产能项目要充分考虑资源禀赋、市场容量、环境容量、产业基础， <b>避免盲目投资，更要避免低水平重复建设；要有节奏理性投资，有序发展</b> ，新建产能应合理安排进度，分阶段实施，与最新技术同频。
4	自主创新，提升核心竞争力	涤纶长丝市场是一个充分竞争的市场，需要从技术、产品、品牌、人才等多方面去提升企业竞争力，简单做量的规模增长并不能为企业创造丰厚的利润，还有可能使行业陷入“内卷式”竞争的被动局面。倡议企业主动推进行业技术装备升级改造，积极探索新技术、新工艺、新模式，不断提升产品的技术含量，增加产品功能性和附加值，以高质量供给引领需求、创造需求。
5	守住底线，防止“内卷式”竞争	<b>倡议企业理性面对市场波动，保持战略定力，加强行业自律。反对“内卷式”竞争</b> ，倡议共同营造公平稳定的市场环境，合理调节供需，互信自律，保证消费者的长远利益，推动行业可持续发展。
6	勇于担当，发挥龙头企业引领作用	倡议龙头企业勇于担当，积极发挥引领作用，严格遵守行业规范，诚信经营，共同维护良好的市场秩序和行业生态；充分利用自身的技术、资金和市场优势，推动国产化装备、油剂助剂、新型催化剂等国产化进程，为行业高质量、可持续发展贡献力量。
7	增强韧性，推动行业高质量发展	面对复杂的国际形势及中长期低速增长市场环境，倡议行业企业始终立足提升核心竞争力和国际话语权，持续培育发展新质生产力，持续推进先进制造技术（数字化、智能化、绿色化）应用，提高全要素生产率，推动高质量发展；同时，结合行业企业实际，构建安全、稳定、高效的国际化供应链体系，有序开展国际化布局。

资料来源：中国化学纤维工业协会、德邦研究所

### 2.2.2. 内需与出口双向共振，需求端有望稳健向好

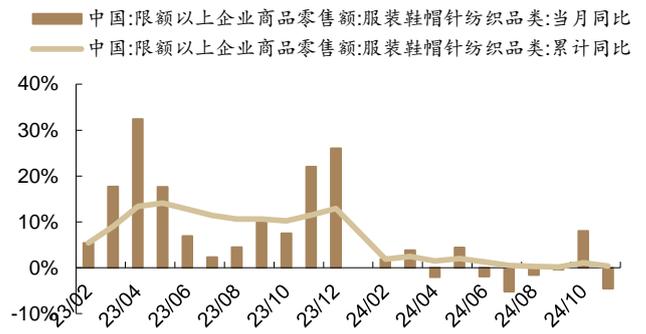
**家纺业：政策刺激加速回暖。生产端看**，2024 年 1-11 月我国纺织业规模以上工业增加值同比+5.1%，较 2023 年同期提升 5.9 个百分点，生产增速同比加快。**消费端看**，在居民收入及消费信心趋稳、国家促消费政策逐步显效等因素的支撑下，我国纺服内销市场稳中有增，2024 年 1-11 月限额以上服装鞋帽针纺织品类商品零售额同比增长 0.4%。**投资端看**，纺织企业稳步扩大高端化、智能化、绿色化转型升级投入，2024 年 1-11 月我国纺织业固定资产投资完成额同比+16.2%，较 2023 年同期提升 17.1 个百分点。**企业端看**，纺织企业效益水平持续改善，2024 年 1-11 月我国规模以上纺织企业营业收入同比+4.0%，利润总额同比+4.6%。展望 2025 年，在地产市场企稳回升和大力刺激消费预期下，家纺需求有望持续回暖。

图 22：我国纺织业生产增速同比加快



资料来源：Wind、国家统计局、德邦研究所

图 23：国内纺织内需市场保持增长



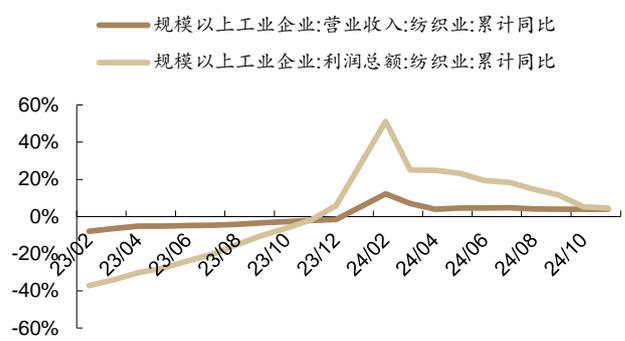
资料来源：Wind、国家统计局、德邦研究所

图 24：我国纺织企业固定资产投资稳步提升



资料来源：Wind、国家统计局、德邦研究所

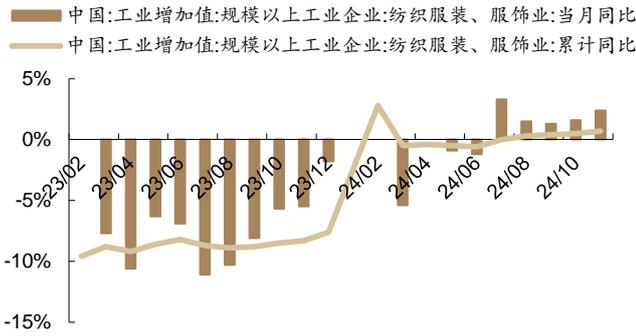
图 25：我国纺织企业效益水平有所改善



资料来源：iFind、国家统计局、德邦研究所

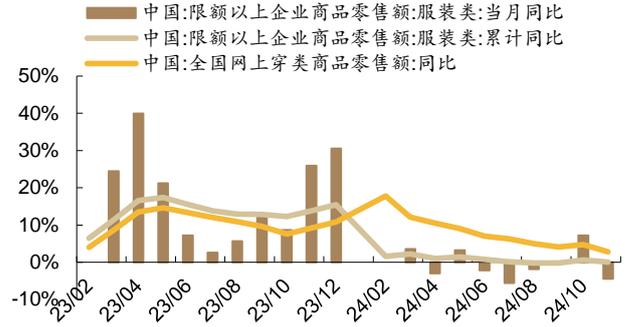
**服装业：内需增速有所放缓。生产端看**，在国际主要消费市场逐步复苏、国内运动服饰需求增加等积极因素带动下，我国服装行业生产整体保持平稳，2024 年 1-11 月我国服装行业规模以上企业工业增加值同比+0.7%，较 2023 年同期提升 9.0 个百分点。**消费端看**，我国居民人均可支配收入稳健增长，2024 年前三季度人均衣着消费支出同比+5.1%，为国内服装消费奠定了坚实基础。2024 年 1-11 月我国限额以上服装类商品零售额同比持平，受高基数等原因较上年同期放缓 13.8 个百分点。结构上看，传统零售渠道面临较大的增长压力，而直播带货、即时零售等电商新模式持续激发线上消费潜力，2024 年 1-11 月网上穿类商品零售额同比增长 2.8%，同比下降 6.4 个百分点，尽管也呈放缓趋势，但在整体消费放缓的大背景下仍为行业注入动力。**投资端看**，伴随服装企业持续深化转型升级，积极扩大智能化生产、商业模式创新、品牌建设、渠道布局等领域投资，行业固定资产投资增速较快，2024 年 1-11 月同比+18.2%，较 2023 年同期提升 21.6 个百分点。**企业端看**，企业效益整体呈现承压恢复态势，2024 年 1-11 月我国规模以上服装企业营业收入同比+2.6%，利润总额同比+3.9%。

图 26: 国内服装生产总体保持平稳



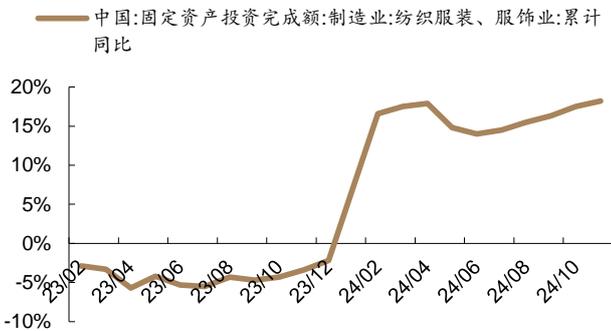
资料来源: Wind、国家统计局、德邦研究所

图 27: 服装内销市场增速有所放缓



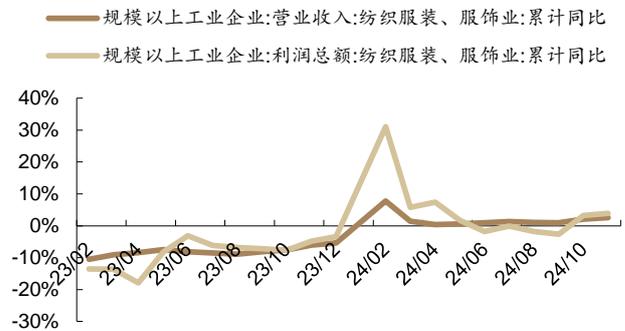
资料来源: Wind、国家统计局、德邦研究所

图 28: 我国服装企业固定资产投资保持快速增长



资料来源: Wind、国家统计局、德邦研究所

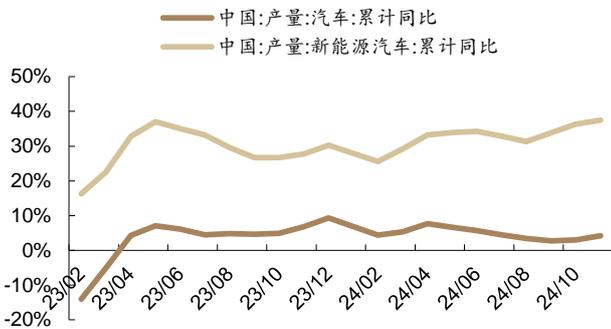
图 29: 我国服装企业效益承压恢复



资料来源: iFind、国家统计局、德邦研究所

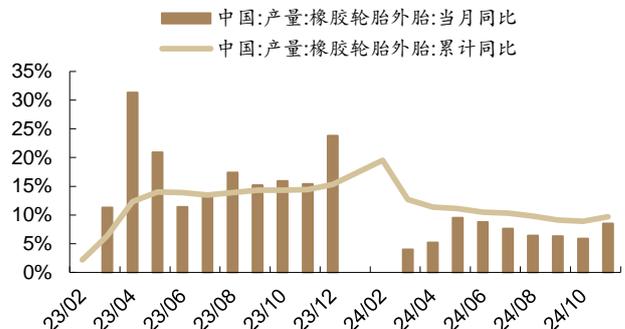
**工业丝：汽车消费韧性十足。** 车用丝是涤纶工业丝最大的消费领域，其主要用于生产汽车安全气囊、汽车安全带、汽车轮胎帘子布等，其中轮胎帘子布占比最高，根据 QYResearch，2022 年约 43%。近年来国产轮胎在国内需求增长与国外出海布局的双重提振下，生产规模快速扩张，2024 年 1-11 月我国橡胶轮胎外胎产量同比+9.7%，有望助力工业丝需求增长。

图 30: 我国汽车消费具备较强韧性



资料来源: Wind、国家统计局、德邦研究所

图 31: 我国轮胎外胎产量保持较快增速

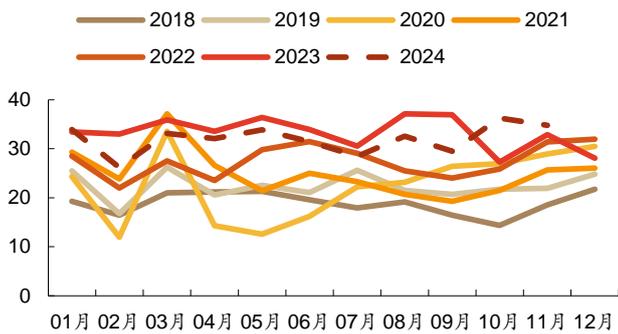


资料来源: Wind、国家统计局、德邦研究所

海外补库渐趋渐近，长丝出口有望量增。①原料端看，长丝出口高位运行。

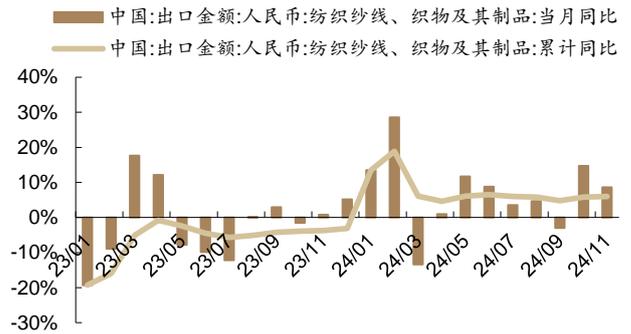
根据钢联, 2024 年 1-11 月我国涤纶长丝累计出口量为 352.09 万吨, 同比-5.1%, 处于自 2018 年来的高位水平, 同比下滑主要系 2023 年同期基数较高所致。②应用端看, 纺服出口具有韧性。我国作为全球最大的纺织服装生产和出口国, 在生产规模和产业链一体化程度上具备显著的竞争优势。2024 年国内纺服出口总额同比+3.0%, 展现出较强韧性。具体看, 纺服表现略有分化, 其中纺织产业链在竞争力的持续释放下, 出口延续增长态势, 2024 年 1-11 月我国纺织纱线、织物及制成品出口额同比+6.0%; 服装出口压力相对较大, 2024 年 1-11 月我国服装及衣着附件出口额同比-0.2%。向后展望, 伴随海外补库周期渐趋渐进, 叠加我国稳外贸政策的落地, 国内出口订单有望稳步回升。

图 32: 涤纶长丝出口处于 2018 年以来的高位水平 (万吨)



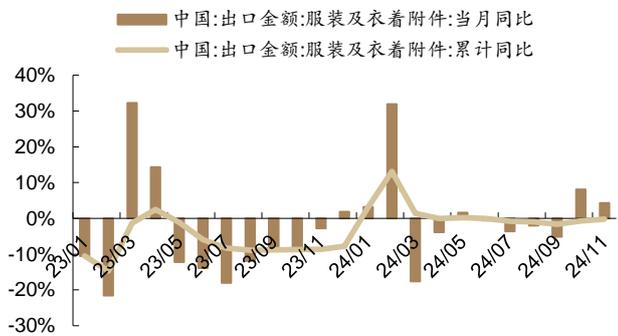
资料来源: 钢联、德邦研究所

图 33: 我国纺织品出口延续增长态势



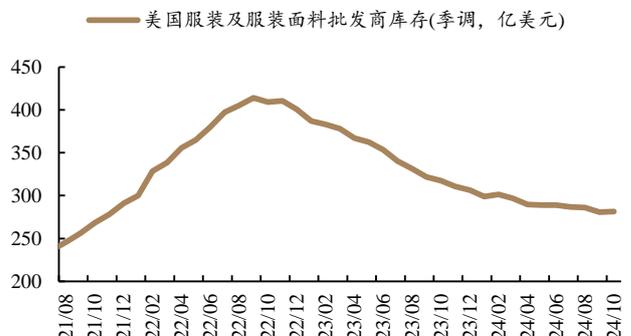
资料来源: Wind、海关总署、德邦研究所

图 34: 我国服装出口有所承压



资料来源: Wind、海关总署、德邦研究所

图 35: 美国服装去库已接近尾声



资料来源: Wind、美国人口普查局、德邦研究所

### 2.2.3. 供需有望持续偏紧, 长丝格局长期向好

供给方面, 2024-2026 年行业预计新增产能 116/167/0 万吨, 按照各装置规划投产时间测算, 预计有效新增产能+41/+74/0 万吨, 对供应端压力有限。需求方面, 根据百川盈孚, 涤纶长丝下游包括 85%的民用丝和 15%的工业丝。其中, 民用丝又可细分为家纺用民用丝和服装用民用丝。受益于国内纺服链的修复以及国家稳增长政策的持续推进, 国内纺服需求有望继续回暖升温。综上, 2024-2026 年我国涤纶长丝预计分别存在供需缺口 23/29/74 万吨, 长周期格局向好。

图 36：2024-2026 年我国涤纶长丝预计存在供需缺口 23/29/74 万吨

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能 (万吨/年)	3882	4165	4423	4798	5028	5423	5464	5613	5706
产量 (万吨)	3293	3534	3663	4100	3875	4284	4535	4659	4736
开工率	84.82%	84.85%	82.81%	85.45%	77.06%	79.00%	83.00%	83.00%	83.00%
进口量 (万吨)	13	11	9	12	9	12	13	13	13
出口量 (万吨)	227	272	274	305	335	350	333	366	388
表观消费量 (万吨)	3078	3273	3397	3807	3548	3946	4238	4335	4435
家纺业 (万吨)	1016	1080	1121	1256	1171	1302	1432	1475	1520
服装业 (万吨)	1601	1702	1766	1980	1845	2052	2155	2176	2198
产业用纺织品 (万吨)	462	491	510	571	532	592	651	684	718
供需差 (万吨)							-23	-29	-74

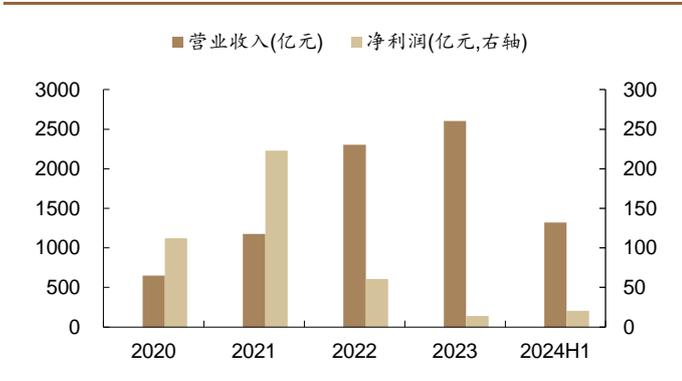
资料来源：Wind、CCFEI、钢联、金联创、生意社、百川盈孚等、德邦研究所测算（注：2017-2023 年表观需求及预测数据来自 CCFEI）

### 3. 长丝市占国内第一，布局炼化成长广阔

#### 3.1. 延伸布局上游炼化，打开未来成长空间

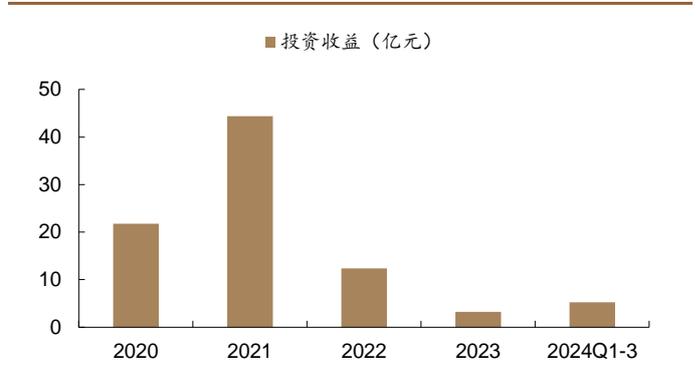
公司参股浙石化 20% 股权，稳定核心原料供给。浙石化拥有全球单体规模最大的炼化一体化装置（4000 万吨/年），其中包括 PX 产能 880 万吨/年，是国内重要的 PX 供应商。公司通过全资子公司桐昆投资参股浙石化 20% 股权，进一步延伸产业链布局，稳定核心原料供应；同时也为公司带来丰厚的投资收益，2024Q1-3 累计投资收益 5.2 亿元。此外，根据 2024 年 12 月 28 日公告，公司全资子公司桐昆投资收到浙石化现金分红 10 亿元，将有助于改善公司现金流。

图 37：浙石化净利润水平有所修复



资料来源：荣盛石化公司公告、德邦研究所

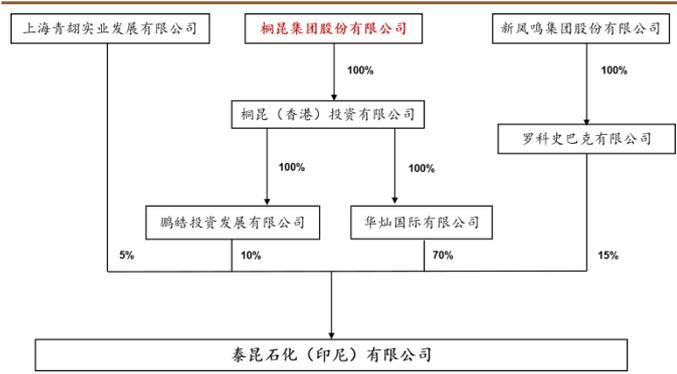
图 38：浙石化为公司贡献丰厚的投资收益



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

联合出海投建炼厂，打开未来成长空间。公司间接持有泰昆石化（印尼）有限公司 80% 的股权，并拟以其为主体在印度尼西亚北加里曼丹工业园区建设泰昆石化印尼北加炼化一体化项目，预计项目总投资 59.48 亿美元，建设内容包括 1000 万吨/年炼油、PX 产能 200 万吨/年和乙烯 120 万吨/年。印尼炼化项目的布局有助于公司构建跨境产业链、价值链和供应链，提供有力原料支撑，同时有助于提高公司整体经济效益和市场综合竞争力，根据公司《关于调整泰昆石化（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等的公告》，项目建成后预计可实现年均营业收入 74.02 亿美元，年均税后利润 5.21 亿美元。

图 39：公司间接持有泰昆石化 80% 的股权



资料来源：公司《关于调整泰昆石化（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等的公告》、德邦研究所

表 4：泰昆石化项目主要产品情况

产品	产能 (万吨/年)
成品油	418
对二甲苯 (PX)	200
苯	72
硫磺	26
液化气 (包含异丁烷)	42
全密度聚乙烯 FDPE	40
高密度聚乙烯 HDPE	40
线型低密度聚乙烯 LLDPE	40
聚丙烯 PP	50

资料来源：公司《关于调整泰昆石化（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等的公告》、德邦研究所

### 3.2. PTA 后发优势显著，基本实现自给自足

**稳步扩充自有产能，PTA 基本自给自足。** 伴随嘉兴石化一期、嘉兴石化二期和嘉通能源项目的投产，截至 2023 年底，公司 PTA 合计产能 1020 万吨。以同期涤纶长丝产能 1350 万吨，单耗口径 0.86 测算，对应所需 PTA 为 1161 万吨，公司原料自给率达 88%，考虑到新装置技术更先进、原料单耗更低，公司 PTA 或已基本实现自给自足。

**装置后发优势突出，成本曲线有望趋向左侧。** 国内 PTA 装置随着生产工艺代际提升历经四代变化，主要表现为装置的大型化。大型化后，PTA 吨产能投资成本、能量综合利用，原料单耗、装置折旧维护费用等各方面均有很大改善，使得 PTA 装置呈现出显著的后发优势。根据卓创资讯，第一代至第四代技术平均加工费用分别为 840、650、400、275 元/吨。公司嘉兴石化和嘉通能源均采用国际上成熟稳定的 INVISTIA 技术，最新投产的嘉通能源两套 PTA 装置采用最先进的 P8++ 技术，物耗能耗持续优化，有望推动公司向 PTA 成本曲线更左侧移动。

表 5：PTA 技术历经四轮迭代

代际	时间	单装置 (万吨)	代表装置 (万吨)	平均加工费 (元/吨)
第一代	2000-2010	60	浙江逸盛 1#/2#(60+60)、汉邦石化 1#(60)、佳龙石化(60)、扬子石化 3#(65)、仪征化纤 2#(60)、辽阳石化 2#(60)等	840
第二代	2010-2019	90-125	海伦石化(120)、蓬威石化(90)、晟达石化(100)等	650
第三代	2011-2017	140-150 和部分 200-225	恒力 1#/2#/3#(600)、桐昆嘉兴石化 1#(150)、华彬石化三期(140)、珠海 BP 三期(125)、虹港石化 1#(150)	400
第四代	2018 年至今	220+	恒力 4#、5#(250+250)、桐昆嘉兴石化 2#(220)、新凤鸣独山项目(220)	275

资料来源：卓创资讯、德邦研究所

表 6：公司 PTA 装置物耗能耗持续降低

公司名称	项目名称	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)
桐昆股份	嘉兴石化一期	2012	180	INVISTIA-P7	--	654.45	90	35.8
	嘉兴石化二期	2017	200	INVISTIA-P8	0.15	652	60	33
	嘉通能源一期	2024	500	INVISTIA-P8++	0.36	648	54.68	28
新凤鸣	独山能源一期	2019	220	BP	0.18	652	63	35
	独山能源二期	2020	220	BP	0.15	649	33	32
	独山能源三期	--	540	INVISTIA-P8++	0.10	648	54.68	28
恒力石化	恒力石化（大连）	2020	250	INVISTIA-P8	0.12	650	-	29
	恒力石化（惠州）	2023	500	INVISTIA-P8	0.23	-	-	-

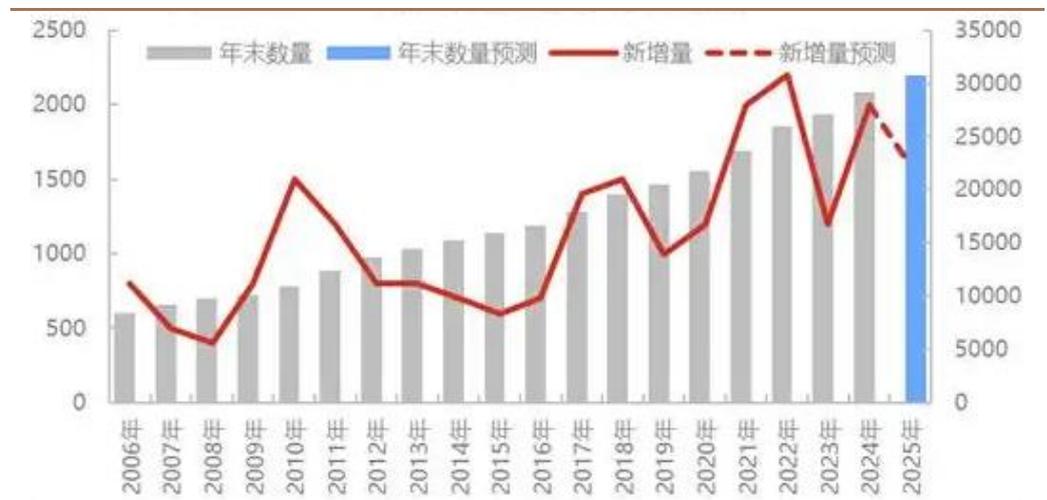
资料来源：各项目环评报告、公司官网、BDO 微信公众号、环球网、第一纺织网、大亚湾发布、德邦研究所

### 3.3. 长丝产能国内第一，看好 POY 盈利弹性

**加弹设备规模扩增，POY 市场表现或更优。**根据隆众资讯，截至 2024 年底国内加弹机总量 2.9 万台，其中 2024 年新增约 2000 台，同比增长约 7%，增速较快。织造方面，综合织机销量已经自 2023 年下半年起开始大幅回升。在加弹设备的持续增加和综合织机的销量回升下，涤纶长丝需求有望持续增长，同时从细分品类上看，得益于加弹机规模扩大，2025 年 POY 市场表现或更优。

**长丝产能国内第一，看好 POY 盈利弹性。**公司是国内最大的涤纶长丝生产企业，截至 2023 年底拥有涤纶长丝产能 1350 万吨。涤纶长丝品种以 POY 为主，2023 年公司 POY 产量 798 万吨，占涤纶丝总产量的 76.2%；销量 784 万吨，占涤纶丝总销量的 75.8%，有望充分受益于本轮 POY 盈利弹性。

图 40：我国加弹机数量持续增长（台）



资料来源：隆众资讯、德邦研究所

### 3.4. 生产基地高效协同，公司区位优势突出

公司生产基地紧邻下游消费市场，协同效应显著。聚酯长丝对生产基地的选址要求较高，既要贴近原料和下游客户，也要配套船舶码头等公用工程设施。公司主要的长丝生产基地（桐乡总部基地、洲泉基地、嘉兴港区基地、湖州恒腾基地、江苏恒阳基地、嘉通能源基地）等均位于长三角地区，周边紧邻家纺基地和化纤市场，包括中国绍兴钱清轻纺原料市场、中国柯桥轻纺城、萧绍化纤市场、盛泽化纤市场、海宁马桥经编基地、诸暨袜业基地、许村家纺基地、长兴白坯布基地等，上述下游地区的涤纶长丝消费量占国内总量的 80%。优越的地理位置有利于公司产品销售，提升市场影响，同时节约物流成本，增强客户粘性。此外，公司在嘉兴石化、嘉通能源 PTA 工厂附近布点长丝生产基地，极大地降低了 PTA 运输的物流成本、仓储成本、包装成本以及能耗损失，进一步提升公司聚酯产品成本优势。

图 41：公司主要长丝生产基地紧邻下游消费市场



资料来源：公司 2024 年半年报、德邦研究所

## 4. 盈利预测与估值

假设：

**涤纶长丝：销量方面**，2023 年公司涤纶长丝新增投产较多（+390 万吨），考虑到新产能存在爬坡阶段，部分新增产能在 2024 年贡献主要增量，同时嘉通能源 30 万吨涤纶长丝产能于 2024 年初投产，贡献全年产能；福建恒海 30 万吨和安徽佑顺 30 万吨涤纶长丝产能预计于 2025 年上半年投产，贡献 2025 年部分产能与 2026 年全年产能。由此我们预计 2024-2026 年公司涤纶长丝销量分别为 1201、1231、1253 万吨。**价格方面**，受原料价格下行和终端需求增长不足等因素影响，涤纶长丝 2024 年均价预计同比有所下行。展望后续，在更加积极的宏观调控政策

和更大力度的消费政策预期下，国内纺服需求有望稳步复苏；同时涤纶长丝供给增速已显著放缓，供需格局向好下，产品价格将有所提升。我们预计 2024-2026 年公司涤纶长丝产品价格分别为 6905、6941、6976 元/吨，毛利率分别为 6.3%、7.0%、7.8%。

**PTA: 销量方面**，公司 PTA 主要为自用，受涤纶长丝和 PTA 产能扩产错配等因素影响，公司历史 PTA 外销量存在差异。截至 2023 年底，公司 PTA 产能 1020 万吨，未来暂无新增规划，由此我们预计 2024-2026 年 PTA 外销量与 2023 年保持一致，为 91 万吨。**价格方面**，目前 PTA 行业仍处于扩能期，供给端压力仍存，预计价格有所回落。我们预计 2024-2026 年公司 PTA 价格分别为 4871、4822、4798 元/吨，毛利率分别为 2.1%、2.1%、2.5%。

**表 7：公司主营业务分拆及盈利预测**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>涤纶长丝</b>							
销量 (万吨)	666	718	768	1034	1201	1231	1253
单位售价 (元/吨)	5117	6940	7293	7055	6905	6941	6976
收入 (百万元)	34062	49836	55980	72979	82896	85446	87391
YOY	-20.3%	46.3%	12.3%	30.4%	13.6%	3.1%	2.3%
成本 (百万元)	31361	43366	54115	68823	77642	79463	80616
毛利 (百万元)	2701	6470	1865	4156	5253	5984	6774
毛利率	7.9%	13.0%	3.3%	5.7%	6.3%	7.0%	7.8%
<b>PTA</b>							
销量 (万吨)	59	3.1	0.0	91	91	91	91
单位售价 (元/吨)	3124	3428	3563	5764	5382	5329	5302
收入 (百万元)	1836	106	0.4	5216	4871	4822	4798
YOY	7.8%	-3.4%	-5.1%	-4.7%	12.2%	0.0%	0.0%
成本 (百万元)	1695	107	0.4	5266	4768	4723	4678
毛利 (百万元)	141	-2	0.0	-50	103	100	120
毛利率	7.7%	-1.6%	0.7%	-0.9%	2.1%	2.1%	2.5%

资料来源：公司公告、德邦研究所测算（注：其他业务占比过低，暂未予列示）

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 12.15、18.05、24.21 亿元，同比+52.5%、+48.5%、+34.2%，对应 EPS 分别为 0.51、0.75、1.01 元。我们选取新凤鸣、恒力石化、恒逸石化、荣盛石化、东方盛虹作为可比公司，以 2025/1/24 收盘价计算，2024-2026 年可比公司 PE 均值分别为 27.39、18.14、12.21 倍，公司 PE 分别为 23.16、15.59、11.62 倍，存在低估。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值（收盘价截至 2025 年 1 月 24 日）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
603225.SH	新凤鸣	177.79	10.86	11.86	17.82	22.22	16.37	15.00	9.98	8.00	1.07
600346.SH	恒力石化	1,038.97	69.05	75.59	97.71	117.14	15.05	13.75	10.63	8.87	1.69
000703.SZ	恒逸石化	224.75	4.35	5.93	9.44	14.35	51.61	37.91	23.80	15.66	0.97
002493.SZ	荣盛石化	872.82	11.58	20.34	44.40	64.99	75.36	42.91	19.66	13.43	1.99
000301.SZ	东方盛虹	552.70	7.17	-6.02	20.77	36.69	77.08	-	26.61	15.06	1.71
平均							47.09	27.39	18.14	12.21	1.49
601233.SH	桐昆股份	281.38	7.97	12.15	18.05	24.21	35.30	23.16	15.59	11.62	0.77

资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所（注：可比公司盈利预测均取自 Wind 一致预期；剔除负值）

## 5. 风险提示

**1) 油价大幅波动风险。**公司主要产品涤纶长丝处于聚酯链中游,上游原料 PX、PTA 等与原油相关性较高,若油价出现大幅波动,将会对公司经营及盈利的稳定性产生影响。

**2) 下游需求不及预期。**涤纶长丝下游主要用于纺服领域,若国内市场和出口市场消费不及预期,将对涤纶长丝行业复苏带来不利影响,进而影响产品价格,压缩盈利空间。

**3) 产能投放进度不及预期。**公司福建恒海、安徽佑顺等涤纶长丝项目推进过程中,若项目建设进度不及预期,将对公司业绩产生影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.51	0.75	1.01
每股净资产	14.71	15.19	15.82	16.70
每股经营现金流	1.29	4.37	3.46	3.80
每股股利	0.04	0.07	0.10	0.13
价值评估(倍)				
P/E	44.50	23.09	15.55	11.59
P/B	1.03	0.77	0.74	0.70
P/S	0.44	0.30	0.29	0.29
EV/EBITDA	15.45	9.24	8.52	7.69
股息率%	0.3%	0.6%	0.8%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	5.1%	5.9%	6.5%	7.2%
净利润率	1.0%	1.4%	1.9%	2.5%
净资产收益率	2.2%	3.3%	4.7%	6.0%
资产回报率	0.8%	1.1%	1.6%	2.1%
投资回报率	1.6%	2.8%	3.5%	4.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	33.3%	12.1%	3.2%	2.5%
EBIT 增长率	183.0%	157.0%	29.3%	23.3%
净利润增长率	539.1%	52.5%	48.5%	34.2%
偿债能力指标				
资产负债率	65.1%	67.2%	66.6%	65.6%
流动比率	0.6	0.5	0.4	0.4
速动比率	0.3	0.2	0.2	0.1
现金比率	0.2	0.2	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.2	2.7	2.6	2.4
存货周转天数	40.5	44.7	46.5	46.6
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8
固定资产周转率	2.4	1.8	1.6	1.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	797	1,215	1,805	2,421
少数股东损益	24	37	55	74
非现金支出	3,696	4,839	5,198	5,420
非经营收益	238	388	692	670
营运资金变动	-1,634	4,027	569	542
经营活动现金流	3,121	10,505	8,319	9,127
资产	-11,289	-13,269	-11,272	-8,270
投资	79	-538	-332	-332
其他	725	674	765	784
投资活动现金流	-10,484	-13,133	-10,839	-7,818
债权募资	9,098	3,620	0	0
股权募资	0	1	0	0
其他	-2,572	-1,451	-1,855	-1,882
融资活动现金流	6,527	2,170	-1,855	-1,882
现金净流量	-834	-465	-4,376	-573

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 24 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	82,640	92,664	95,614	98,024
营业成本	78,455	87,227	89,428	91,000
毛利率%	5.1%	5.9%	6.5%	7.2%
营业税金及附加	294	334	344	353
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	118	130	134	137
营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	1,352	1,520	1,568	1,608
管理费用率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用	1,755	2,039	2,104	2,157
研发费用率%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
EBIT	988	2,539	3,283	4,048
财务费用	783	1,221	1,325	1,421
财务费用率%	0.9%	1.3%	1.4%	1.4%
资产减值损失	-26	0	0	0
投资收益	321	667	765	784
营业利润	579	1,288	1,921	2,589
营业外收支	45	30	37	37
利润总额	624	1,318	1,958	2,627
EBITDA	4,645	7,298	8,431	9,418
所得税	-197	66	98	131
有效所得税率%	-31.6%	5.0%	5.0%	5.0%
少数股东损益	24	37	55	74
归属母公司所有者净利润	797	1,215	1,805	2,421

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,616	11,151	6,775	6,202
应收账款及应收票据	693	697	672	642
存货	10,249	11,395	11,682	11,888
其它流动资产	3,549	3,634	3,698	3,746
流动资产合计	26,106	26,877	22,827	22,478
长期股权投资	18,834	19,166	19,499	19,831
固定资产	44,160	56,556	64,139	67,530
在建工程	8,735	4,694	3,078	2,431
无形资产	2,858	3,154	3,434	3,714
非流动资产合计	76,340	85,603	92,173	95,521
资产总计	102,446	112,479	115,000	117,999
短期借款	20,974	25,865	25,865	25,865
应付票据及应付账款	14,524	16,148	16,555	16,846
预收账款	2	0	0	0
其它流动负债	11,456	13,167	13,705	14,229
流动负债合计	46,957	55,180	56,125	56,940
长期借款	18,475	18,795	18,795	18,795
其它长期负债	1,231	1,629	1,629	1,629
非流动负债合计	19,706	20,424	20,424	20,424
负债总计	66,663	75,604	76,549	77,365
实收资本	2,411	2,411	2,411	2,411
普通股股东权益	35,470	36,525	38,045	40,155
少数股东权益	313	350	405	479
负债和所有者权益合计	102,446	112,479	115,000	117,999

# 信息披露

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。