



基础化工

优于大市（维持）

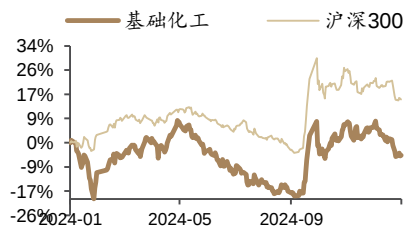
证券分析师

王华炳

资格编号：S0120524100001

邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：聚源数据，德邦研究所

相关研究

- 1.《供给端约束预期强化，关注制冷剂、涤纶长丝、维生素 E》，2024.12.22
- 2.《涤纶长丝行业更新：高质量发展倡议出台，看好长周期格局优化》，2024.12.22

涤纶长丝行业深度：供需预期再纠偏，周期弹性被低估

投资要点：

- **引入：**涤纶长丝作为本轮周期中供给侧率先出现收缩信号的化工品之一，备受市场关注，“一口价模式”的推出也激发了市场上的广泛争议。本文，我们将通过复盘本轮行业自律尝试的始末与历史上三轮周期中的盈利表现展开研究。
- **供需预期再纠偏：**
- **一口价模式已破裂？产业进程非一蹴而就。**2024 年 5 月“一口价模式”的首次推出，作为涤纶长丝行业自律的一次新尝试引发热议，而后以“促销去库”作为阶段性落幕，市场有解读为行业协同的分崩离析。然而，我们通过复盘发现：从结果表现上看，企业基本达成利润修复目标，挺价下（2024 年 7 月中较 5 月低点）POY、DTY、FDY 价差分别+69.1%、+16.8%、+25.4%，同时库存压力也得到释放，促销下 POY、DTY、FDY（2024 年 8 月底较 7 月高点）库存分别-18、-3、-8 天，其背后反映的实质是行业话语权在 market 规律之间博弈的结果。我们认为，促销行为不是“一棒子打死”挺价失效的理由，行业定价模式的改变并非一蹴而就，大厂本轮挺价已经给予有序的积极信号，并且产业链利润逐渐向涤纶长丝环节转移，聚酯大厂的话语权已显著增强。此外，2024 年 12 月 17 日涤纶长丝行业高质量发展倡议书出台，明确指出要加强行业自律，同时谨慎投资、合理扩产，后续有望通过联合降负等措施促进行业稳定健康发展，保障涤纶长丝盈利。
- **基于供需平衡表角度，长丝格局长期向好。**①**产能高速扩张期已过，行业集中度不断提高。**涤纶长丝上轮盈利高点集中在 2017-2019 年，领先于大多数化工品（2020-2021 年），因此从产能周期的角度看，涤纶长丝有望领先于其他化工品提前结束产能扩张期。实际看，在历经 2023 年的集中投产高点后，行业产能增速已经显著放缓，CAGR 由 7.1%（2017-2023 年）预计降至 1.5%（2024-2026 年）。此外，在本轮产能扩张中，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，表现为行业 CR6 已由 2018 年的 48%增长至 2023 年的 66%，格局得到优化，且未来新增产能由大厂主导，行业集中度预计进一步提高。②**内需与出口双向共振，需求端有望稳健向好。**国内纺服链逐步复苏，2024 年 1-11 月国内纺织业/服装业规模以上工业增加值同比分别+5.1%/+0.7%，服装鞋帽针织品类/服装类企业零售额同比分别+0.4%/持平，在 2025 年国家层面大力提振消费的预期下，涤纶长丝内需有望加速回暖。同时从细分品种上看，得益于加弹机规模扩增，2025 年 POY 市场表现或更优。出口方面，涤纶长丝出口延续近六年以来的高位水平，根据钢联，2024 年 1-11 月累计出口 352.09 万吨，同比-5.1%，伴随海外补库周期渐进，出口有望迎来量增。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。
- **周期弹性被低估！**
- **复盘与延伸，看好本轮涤纶长丝周期弹性。**以桐昆股份为例，通过复盘其历史上明显跑出超额收益的三轮周期（①14/10-15/06，超额 170%；②17/06-18/01，超额 133%；③20/04-21/02，超额 103%），比较 PTA、涤纶长丝、原油三者与本轮周期的异同，我们发现：①**PTA：**历经 2000-2011 年产能的快速扩张后，国内 PTA 缺口被逐渐填补，至此进入产能过剩阶段，随着技术的不断升级，目前正处于 2019 年来的第四轮投放高峰，预计行业洗牌仍将延续，然而桐昆股份、新凤鸣等大厂随着具备技术优势的新装置逐步投产，成本曲线朝更左侧移动，在本轮周期中具备比较优势。②**涤纶长丝：**综上分析，在产能增速显著退坡、行业集中度稳步提高和需求侧持续利好刺激的背景下，我们认为，本轮涤纶长丝的供需格局显著优于前三轮周期。此外，目前涤纶长丝库存处于历史绝对底部（1 月 3 日当周 POY 库存处于



并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

自 2014 年来的 5%分位), 有望展现出更大的盈利弹性。③**原油**: 过去三轮周期中股价涨势起点分别出现在油价下跌过程中、底部震荡区间和触底反弹之时, 存在较大差异, 但每当公司估值接近底部时, 股价对于油价下行的敏感度显著减弱。截至 1 月 7 日, 桐昆股份、新凤鸣 PB 分别为 0.82x 和 1.09x, 均处于近五年估值水平底部区间, 向下空间或有限, 存在较高安全边际。

- **相关标的**: 桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、恒力石化、东方盛虹、荣盛石化等。
- **风险提示**: 原料价格大幅波动; 下游需求不及预期; 产能投放超预期; 行业竞争加剧风险等。

内容目录

1. 聚酯产业链中间纽带，紧承石化与终端纺服	6
2. 供需格局再纠偏	7
2.1. 产能高速扩张期已过，行业集中度不断提高	9
2.2. 内需与出口双向共振，需求端有望稳健向好	12
2.2.1. 国内纺服链稳步复苏，工业丝需求快速增长	12
2.2.2. 海外补库渐趋渐进，长丝出口有望量增	15
2.3. 供需有望持续偏紧，长丝格局长期向好	16
3. 周期弹性被低估	16
4. 行业标的	22
5. 风险提示	23

图表目录

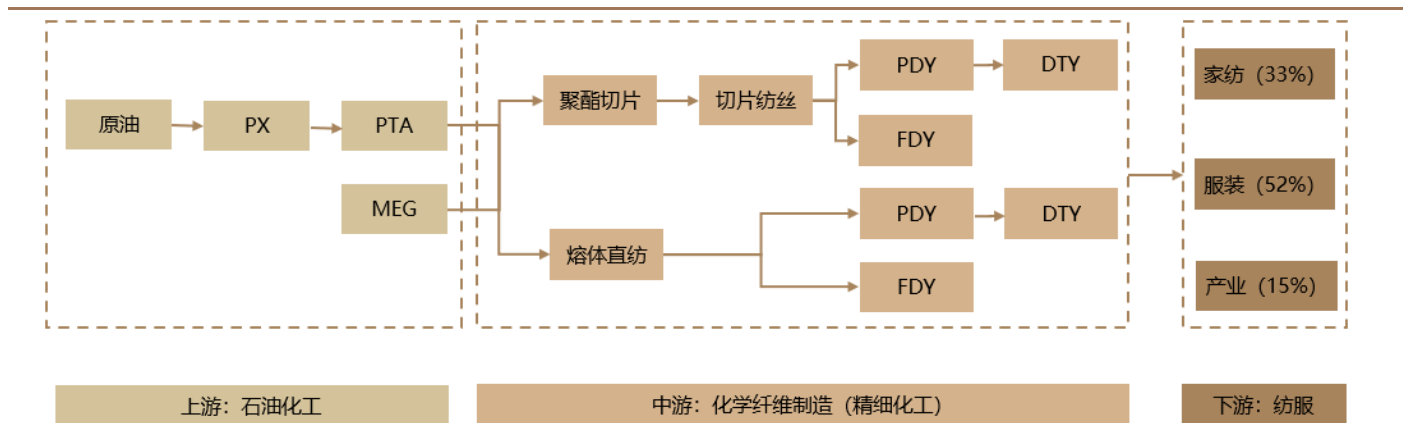
图 1：涤纶长丝类属化学纤维制造业，紧承石化与终端纺服.....	6
图 2：涤纶长丝是我国最主要的合成纤维品种（2023 年）.....	6
图 3：纺服为涤纶长丝下游主要应用场景（2024 年）.....	6
图 4：熔体直纺和切片纺是涤纶长丝的主流生产工艺.....	7
图 5：涤纶长丝一口价模式价格周期包括三阶段：上涨阶段、僵持阶段、松动阶段.....	8
图 6：淡季挺价托底长丝盈利，降价促销释放库存压力.....	9
图 7：2021-2022 年化工行业高景气周期.....	9
图 8：2021-2022 年化工企业集中产能扩张.....	9
图 9：2017-2019 年涤纶长丝行业高景气周期.....	10
图 10：2018 年来涤纶长丝产能持续扩张.....	10
图 11：2024-2026 年涤纶长丝产能增速显著放缓.....	10
图 12：2022 年以来涤纶长丝企业资本开支力度持续走低.....	10
图 13：2024-2026E 涤纶长丝新增产能分别为 116/167/0 万吨.....	10
图 14：本轮行业洗牌较为充分，涤纶长丝龙头市占率显著提升.....	11
图 15：我国纺织业生产增速同比加快.....	12
图 16：国内纺织内需市场保持增长.....	12
图 17：我国纺织企业固定资产投资稳步提升.....	13
图 18：我国纺织企业效益水平有所改善.....	13
图 19：国内服装生产总体保持平稳.....	13
图 20：服装内销市场增速有所放缓.....	13
图 21：我国服装企业固定资产投资保持快速增长.....	14
图 22：我国服装企业效益承压恢复.....	14
图 23：我国汽车消费具备较强韧性.....	14
图 24：我国轮胎外胎产量保持较快增速.....	14
图 25：我国加弹机数量持续增长（台）.....	15
图 26：涤纶长丝出口处于 2018 年以来的高位水平（万吨）.....	15
图 27：我国纺织品出口延续增长态势.....	15
图 28：我国服装出口有所承压.....	16
图 29：美国服装去库已接近尾声.....	16
图 30：2024-2026 年我国涤纶长丝预计存在供需缺口 23/29/74 万吨.....	16
图 31：油价拐点往往滞后于股价拐点（以桐昆股份为例）.....	17
图 32：国内 PTA 呈现产能过剩格局.....	17

图 33: 2017-2019 年涤纶长丝表观消费量保持高速增长	18
图 34: 三轮周期中涤纶长丝呈现高开工低库存的特点	18
图 35: 历史上涤纶长丝产品价格及盈利具备较大弹性	19
图 36: 伴随产品景气上行, 涤纶长丝企业盈利能力显著提高	20
图 37: PTA 生产技术历经四轮迭代	21
图 38: 涤纶长丝行业集中度已显著提高	21
图 39: 桐昆股份估值水平位于近五年底部区间 (PB band)	21
图 40: 新凤鸣估值水平处于近五年底部区间 (PB band)	22
图 41: 长丝龙头企业具备充分的盈利弹性	22
表 1: POY、DTY、FDY 是民用长丝的主流品种	7
表 2: 涤纶长丝行业高质量发展倡议书出台	11

1. 聚酯产业链中间纽带，紧承石化与终端纺服

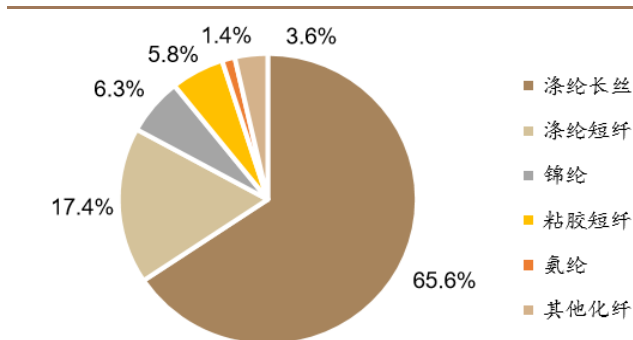
涤纶长丝是一类产量大、用途广的聚酯纤维。涤纶又称聚酯纤维，是以 PTA 和 MEG 为原料缩聚而成的聚酯经纺丝所得的合成纤维，具备原料易得、结实耐用、弹性好、耐腐蚀、耐光性好、易洗快干等特点。从用途上看，涤纶不仅可用于纯纺，还可与各类纤维混纺或交织，现已大量应用于衣料、床上用品、各类装饰布料、国防军工特殊织物等纺织品以及其他产业用纤维制品。根据不同的长度，涤纶可分为涤纶长丝和涤纶短纤。其中，涤纶长丝的长度多达千米以上。从产量上看，根据中国化学纤维工业协会，2023 年国内涤纶长丝合计产量约 4509 万吨，约占化纤总产量的 65.6%，是我国目前产量最高的合成纤维品种。

图 1：涤纶长丝类属化学纤维制造业，紧承石化与终端纺服



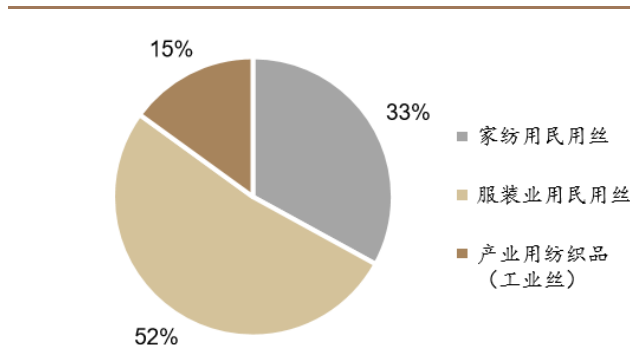
资料来源：桐昆股份公司公告、百川盈孚、德邦研究所（注：终端消费结构取自 2024 年）

图 2：涤纶长丝是我国最主要的合成纤维品种（2023 年）



资料来源：中国化学纤维工业协会、德邦研究所

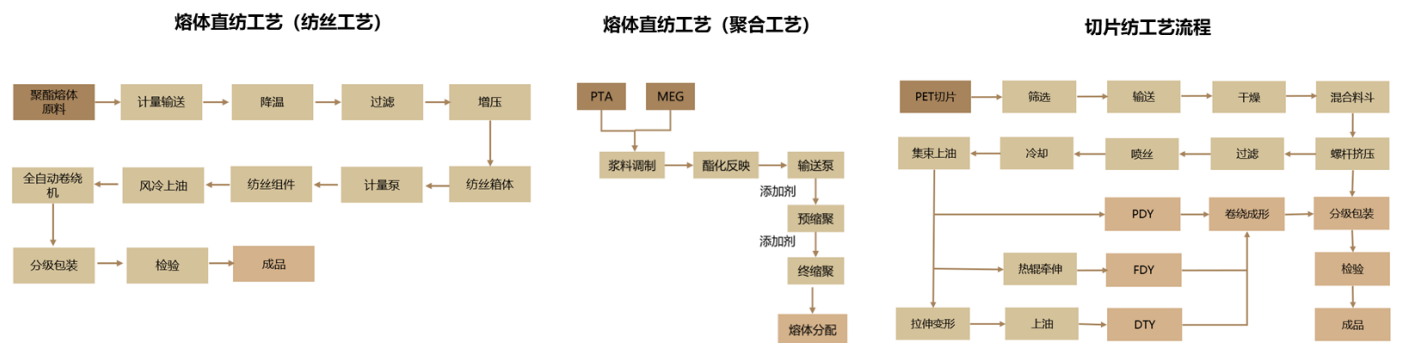
图 3：纺服为涤纶长丝下游主要应用场景（2024 年）



资料来源：百川盈孚、德邦研究所

熔体直纺和切片纺是涤纶长丝的主流生产工艺。熔体直纺以聚合物熔体为原料，无需经聚酯切片干燥和再熔融直接纺丝，能够有效降低物料损耗和能源消耗，多用于规模化长丝产品的生产；切片纺具有开工灵活的特点，适用于新产品的研发以及小批量生产具备高附加值的功能化、差异化化纤产品。

图 4: 熔体直纺和切片纺是涤纶长丝的主流生产工艺



资料来源：新凤鸣招股说明书、德邦研究所

POY、DTY、FDY 是民用长丝的主流品种。依据用途的不同，涤纶长丝可分为民用涤纶长丝和工业用涤纶长丝。其中，民用长丝的产量远高于工业用长丝。按照不同的生产工艺方式，涤纶长丝可进一步细分为初生丝（以 POY 为主）、变形丝（以 DTY 为主）和拉伸丝（以 FDY 为主）。

表 1: POY、DTY、FDY 是民用长丝的主流品种

分类	介绍	主要品种性能特征	应用场景
初生丝	未拉伸丝（常规纺丝，UDY）、半预取向丝（中速纺丝，MOY）、预取向丝（高速纺丝，POY）、高取向丝（超高速纺丝，HOY）； POY 是产量最高的初生丝	强度高、丝筒成形好、产品均匀性好、织物悬垂性好、手感丰满且细腻	适用于加工成高质量的低弹丝、网络丝、空气变形丝、缝纫线，多用于生产各种仿丝、仿毛类服装面料，织造沙发面料、窗帘和汽车内部装饰布等
变形丝	常规变形丝(TY)、拉伸变形丝(DTY)、空气变形丝(ATY)； DTY 是产量最高的变形丝	具有一定弹性及收缩性，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、沙发面料、汽车内部装饰布等）
拉伸丝	拉伸丝（低速拉伸丝，DY）、全拉伸丝（纺丝拉伸一步法，FDY）、全取向丝（纺丝一步消耗法，FOY）； FDY 是产量最高的拉伸丝	拉强度高、毛丝断头少，染色均匀性好；后加工时断头率低、退绕完全、织物疵点少、染色均匀	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、德邦研究所

2. 供需格局再纠偏

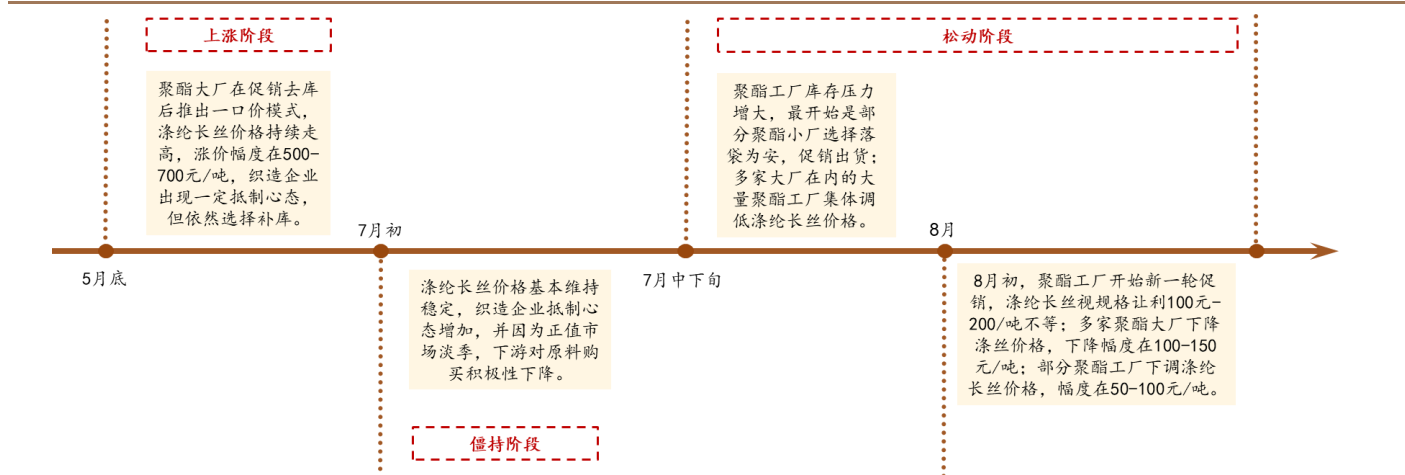
2024 年 5 月启动的聚酯工厂减产挺价一直是市场对涤纶长丝行业热议的话题之一，根据绸都网，复盘此轮“一口价”模式价格周期来看，主要包括三个阶段：

①上涨阶段（5 月下旬至 7 月初），聚酯大厂在一轮促销去库后推出一口价模式，涤纶长丝价格持续走高，涨价幅度 500-700 元/吨，下游织造企业出现一定抵制心态，但依然选择补库。

②僵持阶段（7 月初至 7 月中旬），涤纶长丝价格基本维持稳定，织造企业抵制心态增加，同时因为正值淡季，下游对原料采购的积极性下降。

③松动阶段（7 月中下旬起），聚酯工厂库存压力增大，最开始是部分聚酯小厂开始促销出货，到 7 月底包括多家大厂在内的大量聚酯工厂集体调低涤纶长丝价格，并在 8 月进行了多轮促销。

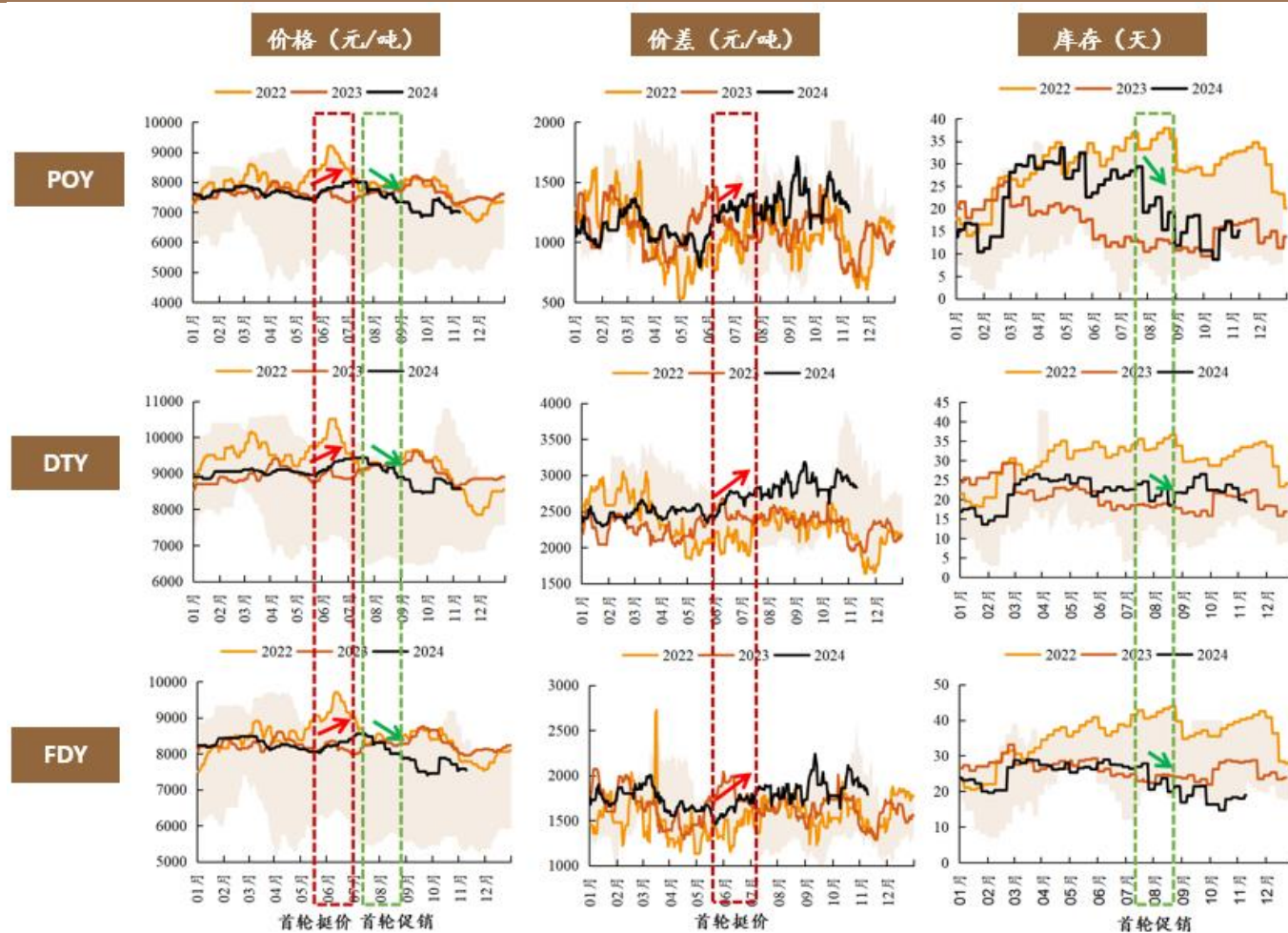
图 5：涤纶长丝一口价模式价格周期包括三阶段：上涨阶段、僵持阶段、松动阶段



资料来源：绸都网微信公众号、棉交中心 PTA 与 EG 产业圈微信公众号、德邦研究所

一口价模式已破裂？产业进程非一蹴而就。本轮“一口价模式”自 2024 年 5 月首次推出，而后以“促销去库”作为阶段性落幕，市场有解读为行业协同的分崩离析。然而，我们通过复盘发现：从结果表现上看，企业基本达成利润修复目标，挺价下(2024 年 7 月中较 5 月低点)POY、DTY、FDY 价差分别+69.1%、+16.8%、+25.4%，同时库存压力也得到释放，促销下(2024 年 8 月底较 7 月高点)POY、DTY、FDY 库存分别-18、-3、-8 天，其背后反映的实质是行业话语权在市场规律之间博弈的结果。我们认为，促销行为不是“一棒子打死”挺价失效的理由，行业定价模式的改变非一蹴而就，大厂本轮挺价已经给予有序的积极信号，协同正在逐步提高，并且产业链利润逐渐向涤纶长丝环节转移，聚酯大厂的话语权已显著增强。对于未来行业景气的判断，核心在于供需基本面的变化。

图 6：淡季挺价托底长丝盈利，降价促销释放库存压力

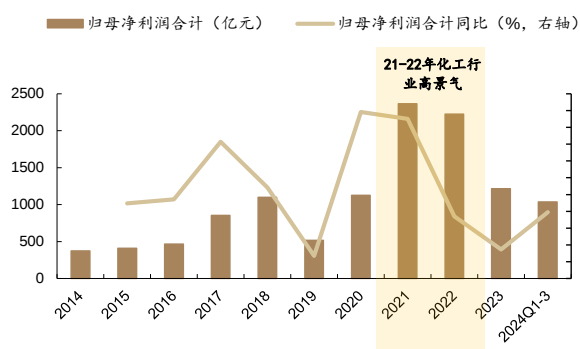


资料来源：百川盈孚、绸都网、钢联、隆众资讯、德邦研究所

2.1. 产能高速扩张期已过，行业集中度不断提高

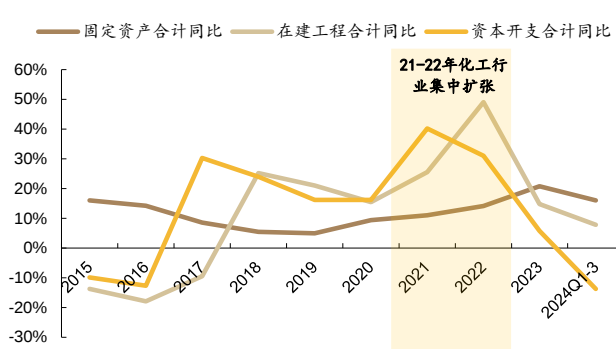
长丝景气周期先于其他化工行业，有望率先结束产能扩张期。2017-2019 年涤纶长丝企业高盈利下开启产能扩张，领先于大多数化工品（2021-2022 年），因此从产能周期的角度判断，涤纶长丝有望早于其他化工品率先结束产能扩张期。

图 7：2021-2022 年化工行业高景气周期



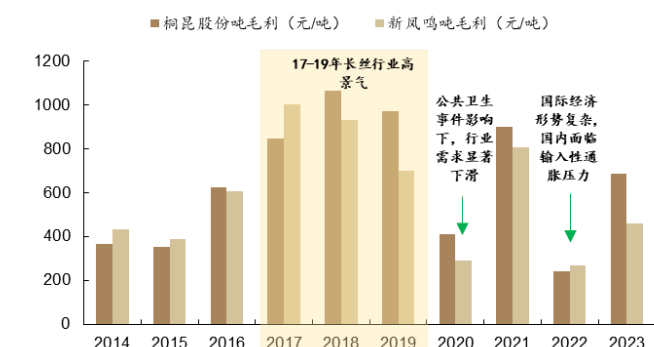
资料来源：各公司公告、德邦研究所

图 8：2021-2022 年化工企业集中产能扩张



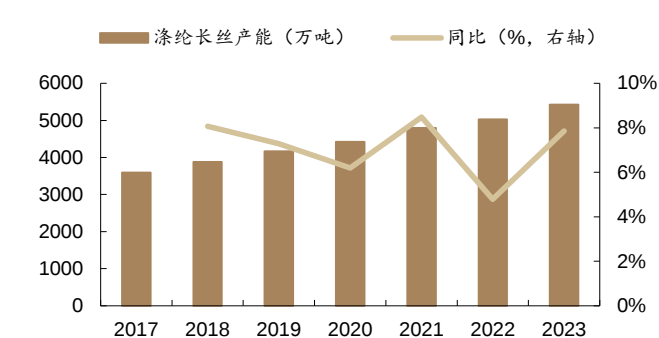
资料来源：各公司公告、德邦研究所

图 9：2017-2019 年涤纶长丝行业高景气周期



资料来源：、各公司公告、德邦研究所

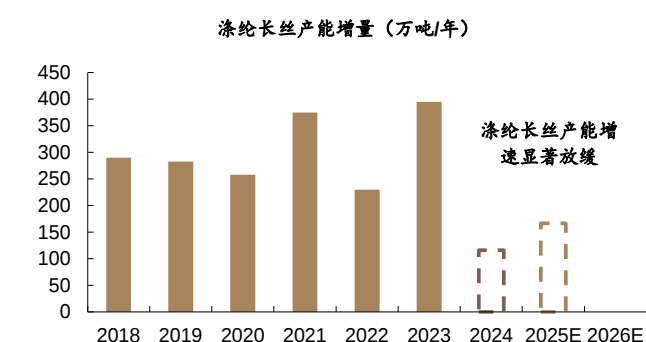
图 10：2018 年来涤纶长丝产能持续扩张



资料来源：CCFEI、德邦研究所

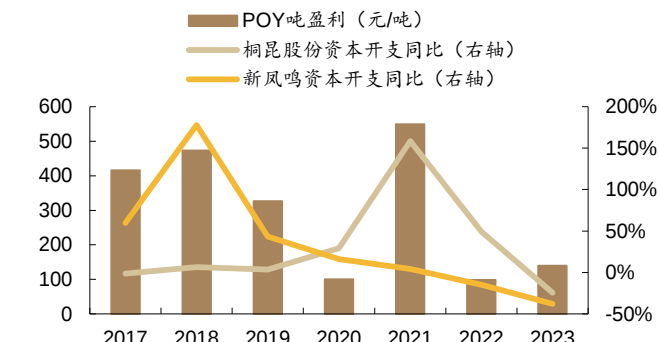
2024-2026 年涤纶长丝产能增速预计显著放缓。根据 CCFEI，2017-2023 年我国涤纶长丝产能由 3592 万吨增长至 5423 万吨，CAGR 约 7.1%，其中 2023 年单年度新增产能 395 万吨，为近年产能投放高点。实际来看，2022 年以来伴随产品盈利走低，涤纶长丝企业扩产意愿显著下滑，2023 年桐昆股份/新凤鸣资本支出同比分别-24.4%/-37.7%，资本开支力度大幅降低。目前涤纶长丝行业扩产高峰已过，据我们统计，2024-2026E 分别新增产能 116、167、0 万吨，总产能 CAGR 约 1.5%，显著有所放缓。

图 11：2024-2026 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 12：2022 年以来涤纶长丝企业资本开支力度持续走低



资料来源：、绸都网、钢联、各公司公告、德邦研究所

图 13：2024-2026E 涤纶长丝新增产能分别为 116/167/0 万吨

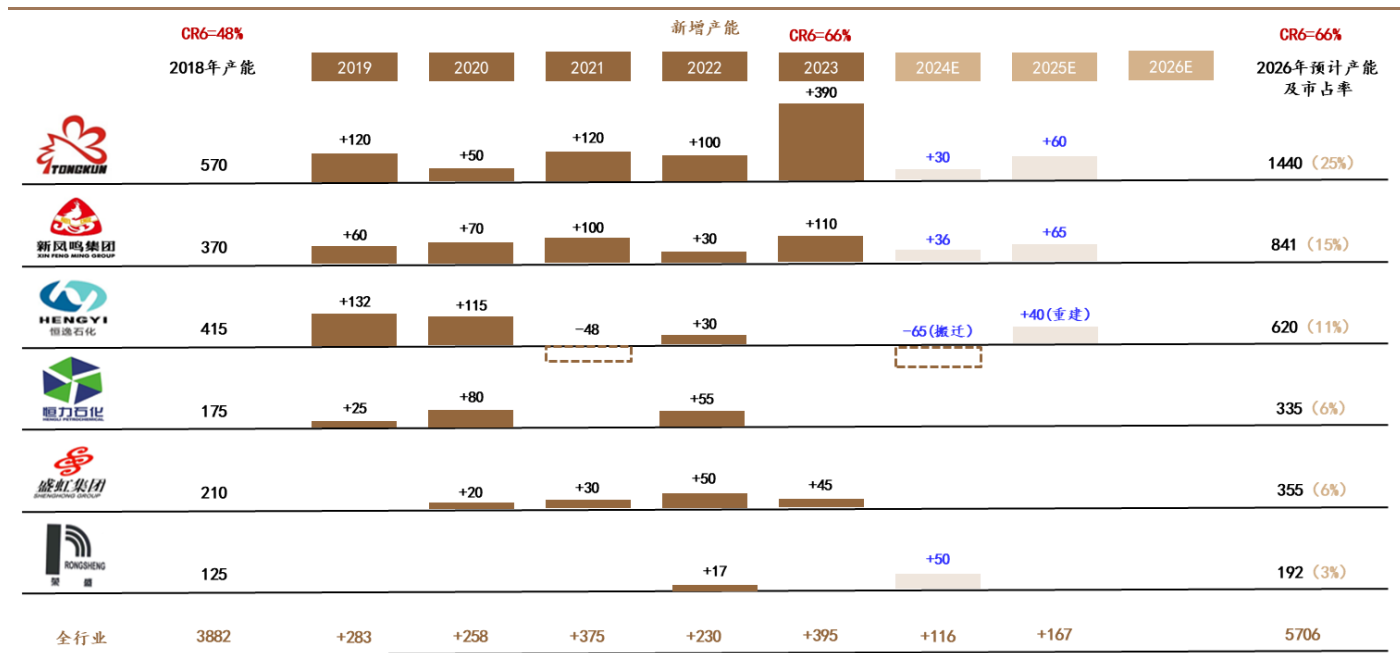
	2024年		2025年			2026年		
	新增产能	投产时间		新增产能	投产时间		新增产能	投产时间
嘉通能源(桐昆)	30	2024年1月	中鸿新材料(新凤鸣)	25	预计2025年Q1	暂无明确投产规划		
江苏新拓(新凤鸣)	36	2024年8月	福建恒海(桐昆)	30	预计2025年4月			
盛元化纤(荣盛)	12.5	2024年11月	安徽佑顺(桐昆)	30	预计2025年上半年			
盛元化纤(荣盛)	37.5	2024年12月	杭州逸通(恒逸)	40	预计2025年年中			
			中鸿新材料(新凤鸣)	40	预计2025年年底			
			汇隆	2	预计2025年			
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 14：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：、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。12 月 17 日，在 2024 年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 2：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	倡议企业投资项目以现有产能的升级改造为主，新增产能项目要充分考虑资源禀赋、市场容量、环境容量、产业基础， 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 ，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	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，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。

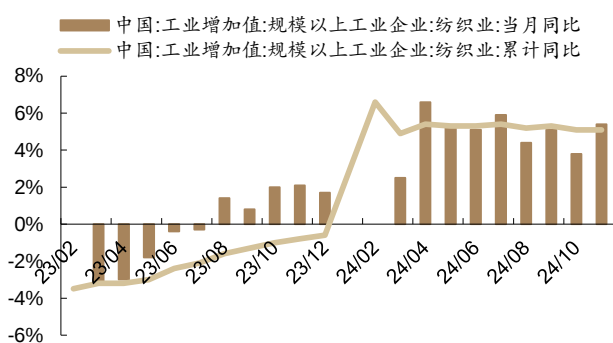
资料来源：中国化学纤维工业协会、德邦研究所

2.2. 内需与出口双向共振，需求端有望稳健向好

2.2.1. 国内纺服链稳步复苏，工业丝需求快速增长

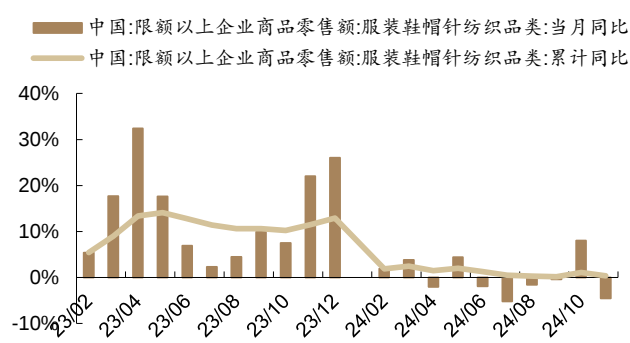
家纺业：政策刺激加速回暖。生产端看，2024 年 1-11 月我国纺织业规模以上工业增加值同比+5.1%，较 2023 年同期提升 5.9 个百分点，生产增速同比加快。消费端看，在居民收入及消费信心趋稳、国家促消费政策逐步显效等因素的支撑下，我国纺服内销市场稳中有增，2024 年 1-11 月限额以上服装鞋帽针纺织品类商品零售额同比增长 0.4%。投资端看，纺织企业稳步扩大高端化、智能化、绿色化转型升级投入，2024 年 1-11 月我国纺织业固定资产投资完成额同比+16.2%，较 2023 年同期提升 17.1 个百分点。企业端看，纺织企业效益水平持续改善，2024 年 1-11 月我国规模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 15：我国纺织业生产增速同比加快



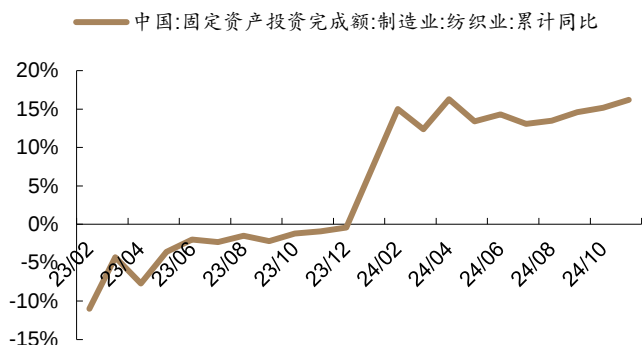
资料来源：国家统计局、德邦研究所

图 16：国内纺织内需市场保持增长



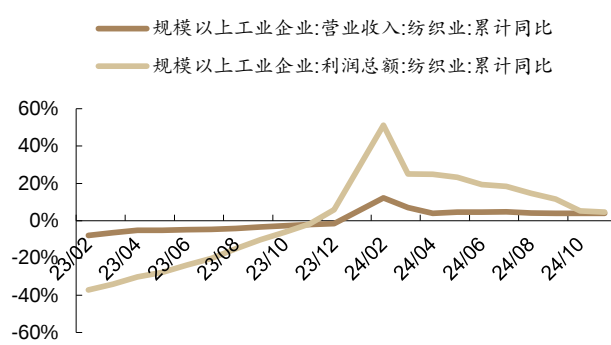
资料来源：国家统计局、德邦研究所

图 17：我国纺织企业固定资产投资稳步提升



资料来源：国家统计局、德邦研究所

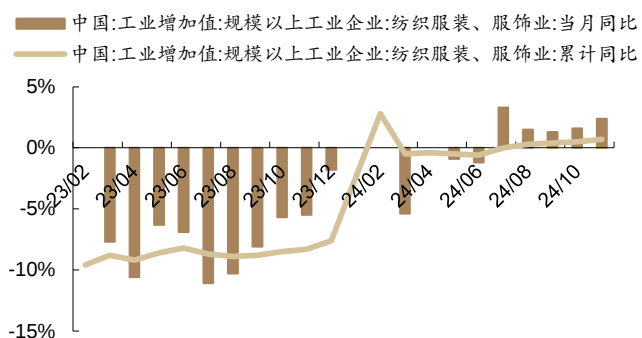
图 18：我国纺织企业效益水平有所改善



资料来源：iFind、国家统计局、德邦研究所

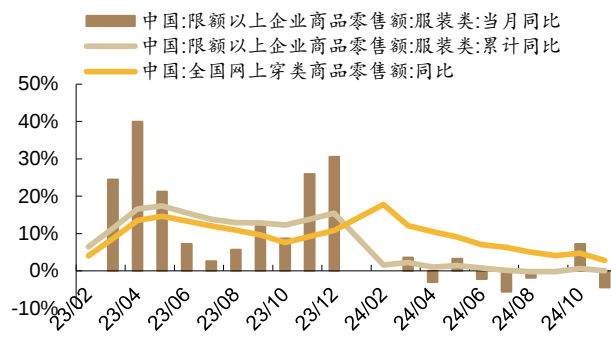
服装业：内需增速有所放缓。生产端看，在国际主要消费市场逐步复苏、国内运动服饰需求增加等积极因素带动下，我国服装行业生产整体保持平稳，2024 年 1-11 月我国服装行业规模以上企业工业增加值同比+0.7%，较 2023 年同期提升 9.0 个百分点。消费端看，我国居民人均可支配收入稳健增长，2024 年前三季度人均衣着消费支出同比+5.1%，为国内服装消费奠定了坚实基础。2024 年 1-11 月我国限额以上服装类商品零售额同比持平，受高基数等原因较上年同期放缓 13.8 个百分点。结构上看，传统零售渠道面临较大的增长压力，而直播带货、即时零售等电商新模式持续激发线上消费潜力，2024 年 1-11 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 19：国内服装生产总体保持平稳



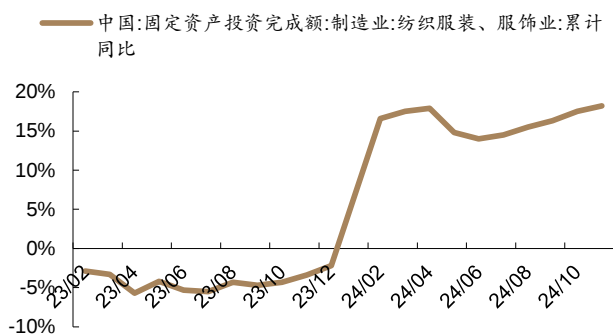
资料来源：国家统计局、德邦研究所

图 20：服装内销市场增速有所放缓



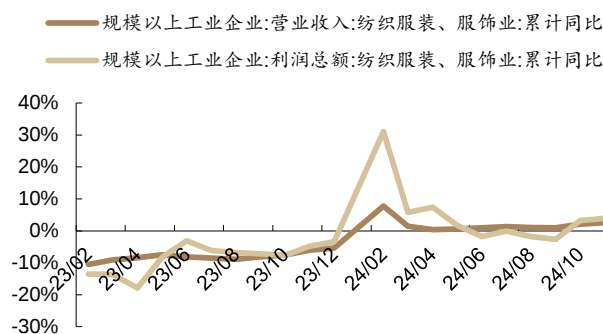
资料来源：国家统计局、德邦研究所

图 21：我国服装企业固定资产投资保持快速增长



资料来源：国家统计局、德邦研究所

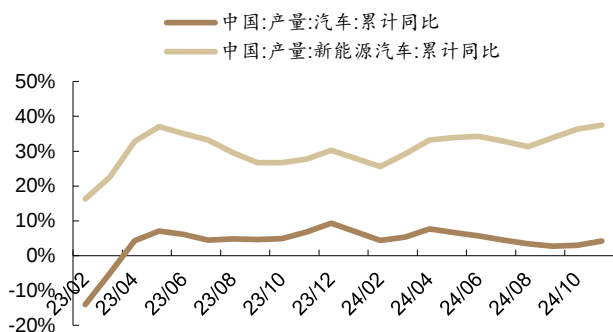
图 22：我国服装企业效益承压恢复



资料来源：iFind、国家统计局、德邦研究所

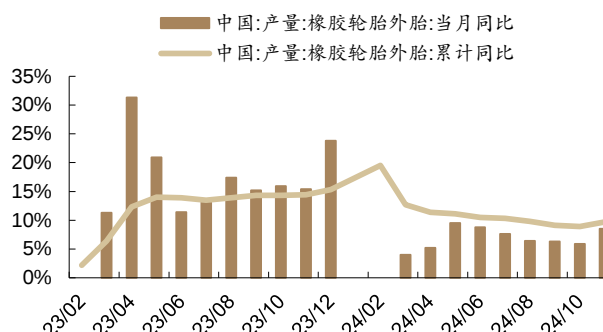
工业丝：汽车消费韧性十足。车用丝是涤纶工业丝最大的消费领域，其主要用于生产汽车安全气囊、汽车安全带、汽车轮胎帘子布等，其中轮胎帘子布占比最高，根据 QYResearch，2022 年约 43%。近年来国产轮胎在国内需求增长与国外出海布局的双重提振下，生产规模快速扩张，2024 年 1-11 月我国橡胶轮胎外胎产量同比+9.7%，有望助力工业丝需求增长。

图 23：我国汽车消费具备较强韧性



资料来源：国家统计局、德邦研究所

图 24：我国轮胎外胎产量保持较快增速



资料来源：国家统计局、德邦研究所

加弹设备规模扩增，POY 需求有望向好。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。近年新增的加弹机多为涤纶长丝企业配套设备，包括桐昆苏北、新凤鸣新沂、桐昆福建等项目。此外，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，根据隆众资讯，2025 年 POY 市场表现或更优。

图 25：我国加弹机数量持续增长（台）



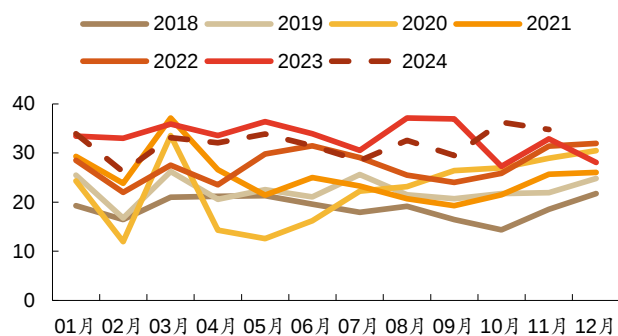
资料来源：隆众资讯、德邦研究所

2.2.2. 海外补库渐趋渐进，长丝出口有望量增

原料端：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。

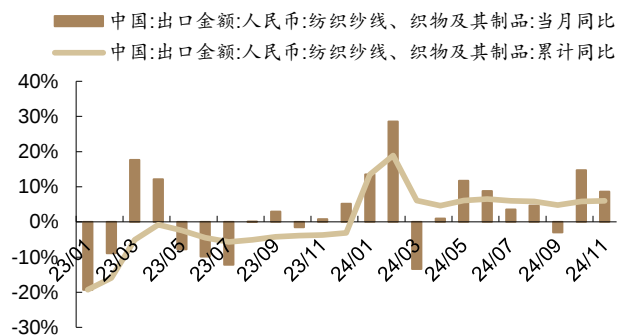
应用端：纺服出口具有韧性。我国作为全球最大的纺织服装生产和出口国，在生产规模和产业链一体化程度上具备显著的竞争优势。2024 年国内纺服出口总额同比+3.0%，展现出较强韧性。具体看，纺服表现略有分化，其中纺织产业链在竞争力的持续释放下，出口延续增长态势，2024 年 1-11 月我国纺织纱线、织物及制成品出口额同比+6.0%；服装出口压力相对较大，2024 年 1-11 月我国服装及衣着附件出口额同比-0.2%。向后展望，伴随海外补库周期渐趋渐进，叠加我国稳外贸政策的落地，国内出口订单有望稳步回升。

图 26：涤纶长丝出口处于 2018 年以来的高位水平（万吨）



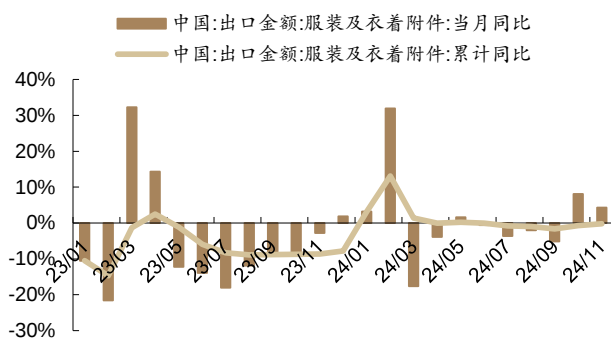
资料来源：钢联、德邦研究所

图 27：我国纺织品出口延续增长态势



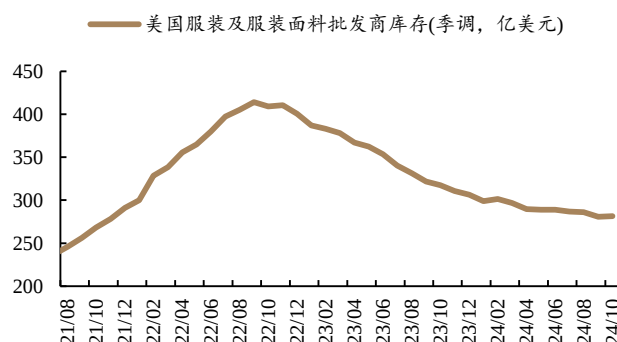
资料来源：、海关总署、德邦研究所

图 28：我国服装出口有所承压



资料来源：、海关总署、德邦研究所

图 29：美国服装去库已接近尾声



资料来源：、美国人口普查局、德邦研究所

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 30：2024-2026 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：、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. 周期弹性被低估

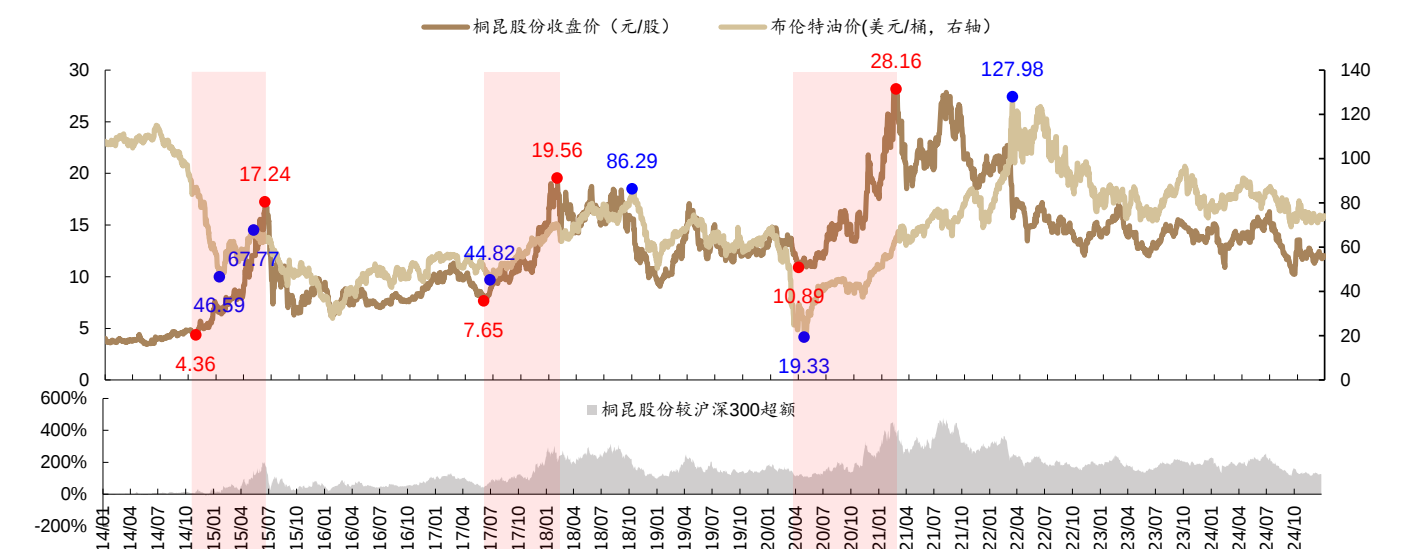
以桐昆股份为例，通过复盘历史上桐昆股份股价明显跑出超额收益的三轮周期（14/10-15/06、17/06-18/01、20/04-21/02），我们发现：

第一轮周期（14/10-15/06，桐昆股份股价涨幅+395%，同期沪深 300 指数涨幅+225%）：成本面看，本轮周期中布伦特油价呈现触底反弹的深“V”走势，股价拐点出现在油价下跌过程中。供需面看，PTA 处于 2012 年行业扩产高峰后的过剩局面，行业开工率处于近十年的底部，库存也较为充足；涤纶长丝则在上游扩张产业链利润中枢后移和下游需求释放的拉动下，呈现高开工、低库存的高景气运行态势。

第二轮周期 (17/06-18/01, 桐昆股份股价涨幅+156%, 同期沪深 300 指数涨幅+23%): 成本面看, 本轮股价拐点出现在油价底部震荡的过程中, 整体虽也呈现“V”形走势, 但前期筑底过程较第一轮时间更短, 幅度更小。供需面看, PTA 产能仍处过剩, 但较第一轮周期有所好转, 主要系供给侧通过新产能投放趋缓和老旧装置的淘汰实现产能出清, 同时下游需求迎来阶段性爆发, 双重利好下 PTA 库存显著去化, 开工也逐步提升到 80% 左右的中枢水平; 涤纶长丝同样呈现高开工、低库存的特点, 主要系国内织造回暖叠加出口增长, 涤纶长丝需求旺盛。

第三轮周期 (20/04-21/02, 桐昆股份股价涨幅+159%, 同期沪深 300 指数涨幅+55%): 成本面看, 本轮股价拐点出现在油价触底反弹阶段, 与油价拐点之间的时间差较前两轮周期更近。供需面看, PTA 表现为高开工和高库存并存的特点, 这看似不合理的态势主要系高加工费使得工厂在库存高企的情况下依然保持较高的开工率所致。涤纶长丝则依然呈现高开工、低库存的供需偏紧格局, 但表需增速较前两轮有所放缓。

图 31: 油价拐点往往滞后于股价拐点 (以桐昆股份为例)



资料来源: 、德邦研究所

图 32: 国内 PTA 呈现产能过剩格局

PTA	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产能 (万吨)	3330	4353	4699	4619	4709	4929	4869	5709	6629	7025	8068
产能增速		31%	8%	-2%	2%	5%	-1%	17%	16%	6%	15%
产量 (万吨)		2694	3121	3275	3587	4047	4464	4950	5279	5313	6307
产能利用率		62%	66%	71%	76%	82%	92%	87%	80%	76%	78%
进口量 (万吨)		98	69	47	53	75	95	62	8	7	2
出口量 (万吨)								85	258	345	351
表观消费量 (万吨)	2791	2752	2983	3077	3587	4039	4491	4927	5029	4975	5958
表观消费量增速		-1%	8%	3%	17%	13%	11%	10%	2%	-1%	20%

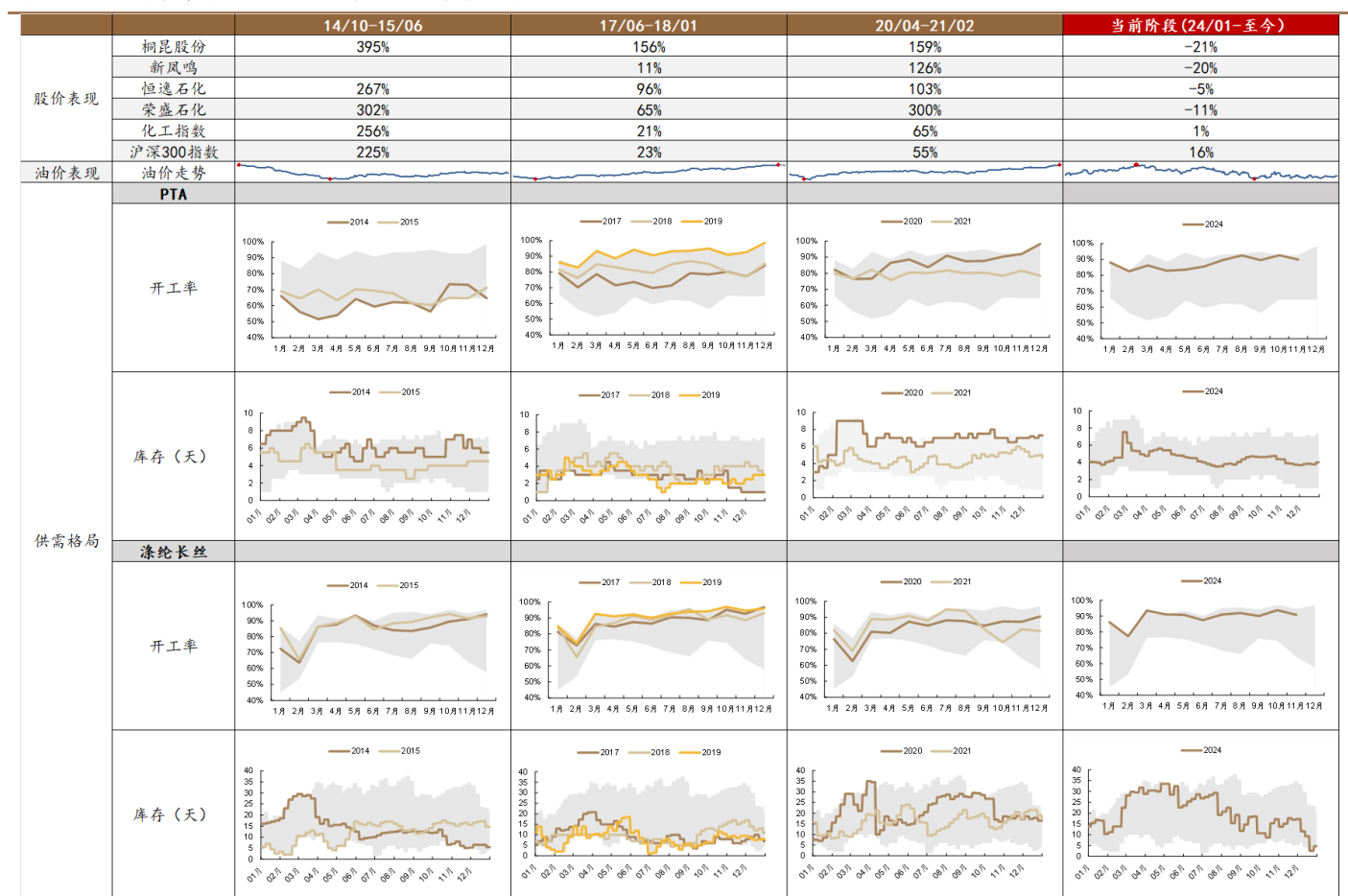
资料来源: 钢联、德邦研究所

图 33：2017-2019 年涤纶长丝表观消费量保持高速增长

涤纶长丝	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产能(万吨)	2050	2103	2296	2419	2534	2834	3049	3372	3521	3754	4128
产能增速		3%	9%	5%	5%	12%	8%	11%	4%	7%	10%
产量(万吨)	1753	1785	2014	2054	2223	2483	2777	2803	2984	2739	3221
产能利用率	86%	85%	88%	85%	88%	88%	91%	83%	85%	73%	78%
进口量(万吨)	12	11	11	12	13	12	11	8	12	8	7
出口量(万吨)	131	159	169	198	204	227	269	271	300	331	399
表观消费量(万吨)	1634	1637	1855	1869	2032	2268	2518	2540	2696	2417	2829
表观消费量增速		0%	13%	1%	9%	12%	11%	1%	6%	-10%	17%

资料来源：钢联、德邦研究所

图 34：三轮周期中涤纶长丝呈现高开工低库存的特点



资料来源：、钢联、德邦研究所（注：涤纶长丝开工率及库存数据以POY为例）

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 35：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：、CCFEI、绸都网、钢联、德邦研究所

图 36：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：、各公司公告、德邦研究所

对下一轮周期的判断：

PTA 方面，历经 2000-2011 年产能的快速扩张后，国内 PTA 缺口被逐渐填补，至此进入产能过剩阶段，随着技术的不断升级，目前正处于 2019 年来的第四轮投放高峰，预计行业洗牌仍将延续，然而桐昆股份、新凤鸣等大厂随着具备技术优势的新装置逐步投产，成本曲线朝更左侧移动，在本轮周期中具备比较优势。

涤纶长丝方面，基于前述分析，在产能增速显著退坡、行业集中度稳步提高和需求侧持续利好刺激的背景下，我们认为，本轮涤纶长丝的供需格局显著优于前三轮周期。此外，目前涤纶长丝库存处于历史绝对底部（1 月 3 日当周 POY 库存处于自 2014 年来的 5%分位），有望展现出更大的盈利弹性。

原油方面，过去三轮周期中股价涨势起点分别出现在油价下跌过程中、底部震荡区间和触底反弹之时，存在较大差异，但每当公司估值接近底部时，股价对于油价下行的敏感度显著减弱，例如在第一轮周期中，2014/10/27-2015/1/13（桐昆股份起点 PB 为 0.96x），布伦特油价由 85.83 美元/桶跌至 46.59 美元/桶，跌幅 -45.7%，而桐昆股份股价由 4.36 元/股涨至 6.93 元/股，涨幅+58.9%；第二轮周期中，2017/6/1-2017/6/21（桐昆股份起点 PB 为 1.27x），布伦特油价由 50.63 美

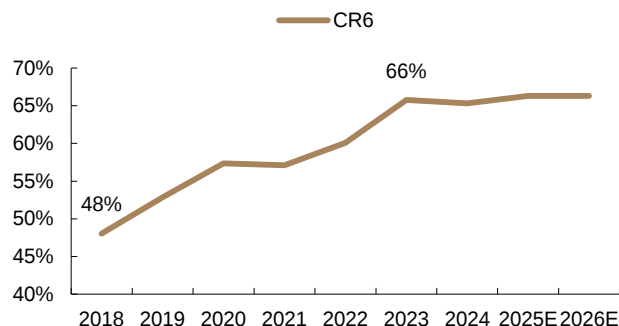
元/桶跌至 44.82 美元/桶, 跌幅-11.5%, 而桐昆股份股价由 7.65 元/股涨至 8.56 元/股, 涨幅+11.8%; 第三轮周期中, 2020/4/3-2020/4/21(桐昆股份起点 PB 为 1.18x), 布伦特油价由 34.11 美元/桶跌至 19.33 美元/桶, 跌幅-43.3%, 而桐昆股份股价由 10.89 元/股涨至 11.64 元/股, 涨幅+6.9%。截至 1 月 7 日, 桐昆股份、新凤鸣 PB 分别为 0.82x 和 1.09x, 均处于近五年估值水平底部区间, 向下空间或有限, 存在较高安全边际。

图 37: PTA 生产技术历经四轮迭代

代际	时间	单装置 (万吨)	代表装置 (万吨)
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
第二代	2010-2019	90-125	海伦石化(120)、蓬威石化(90)、晨达石化(100)等
第三代	2011-2017	140-150和部分200-2025	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)
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)

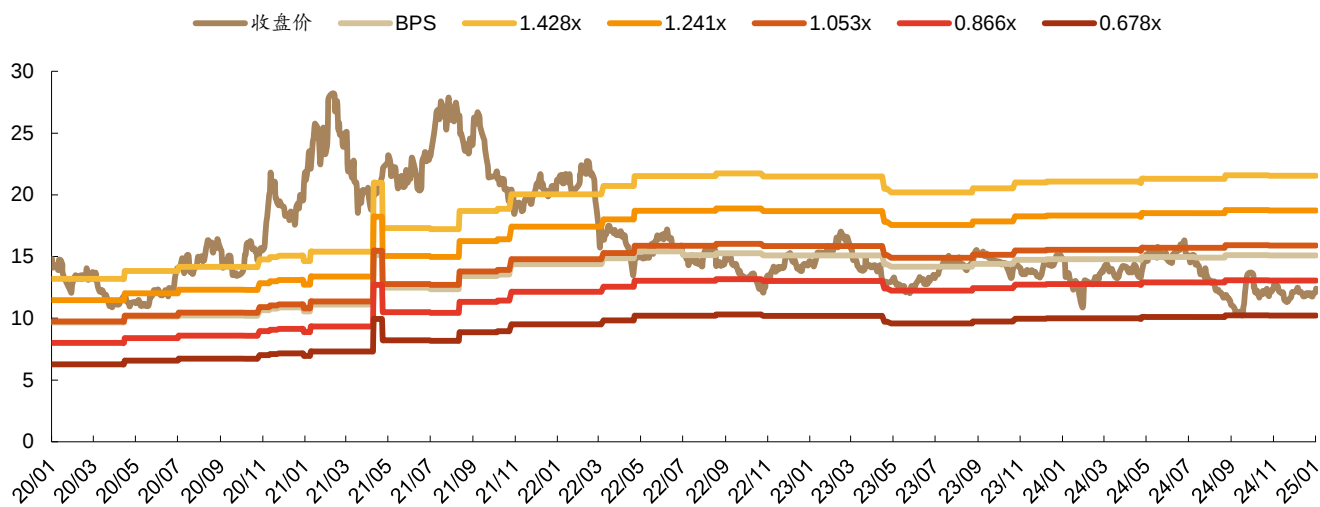
资料来源: 卓创资讯、德邦研究所

图 38: 涤纶长丝行业集中度已显著提高



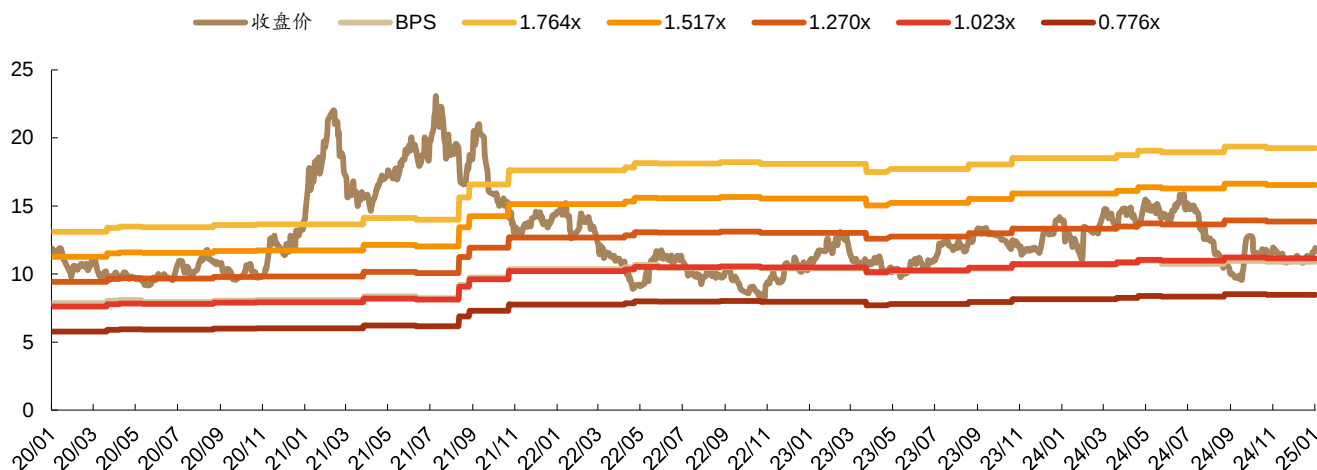
资料来源: CCFEI、各公司公告、钢联、德邦研究所

图 39: 桐昆股份估值水平位于近五年底部区间 (PB band)



资料来源: 、德邦研究所

图 40：新凤鸣估值水平处于近五年底部区间（PB band）



资料来源：、德邦研究所

4. 行业标的

当前国内涤纶长丝产能高投放期基本结束，行业增量趋于稳定；且增量基本集中于头部企业，市场竞争格局不断优化。同时国内纺服链稳步复苏，海外有望迎来补库，涤纶长丝内外需利好共振。我们认为，涤纶长丝供需格局向好具备较高确定性，产品价格有望不断上涨。据我们测算，若单吨涤纶长丝价格提涨 100 元，有望增厚桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、恒力石化、东方盛虹、荣盛石化 EPS 分别为 0.36、0.32、0.10、0.03、0.03、0.01 元。

图 41：长丝龙头企业具备充分的盈利弹性

股票代码	公司名称	当前股价 (元)	2023EPS (元/股)	总股本 (亿股)	2024E长丝产能 (万吨/年)	2024E销量 (万吨)	单吨价格上涨100元企 业税后利润增加值 (亿元)	EPS增厚 (元/股)
601233.SH	桐昆股份	12.08	0.33	24.11	1370	1165	8.73	0.36
603225.SH	新凤鸣	11.59	0.71	15.25	776	660	4.95	0.32
000703.SZ	恒逸石化	6.05	0.12	36.66	580	493	3.69	0.10
600346.SH	恒力石化	15.00	0.98	70.39	335	285	2.14	0.03
000301.SZ	东方盛虹	8.44	0.11	66.11	355	302	2.26	0.03
002493.SZ	荣盛石化	8.67	0.11	101.26	192	163	1.22	0.01

资料来源：、各公司公告、德邦研究所测算（注：假设企业开工率为 85%；收盘价取自 2025/1/9）

5. 风险提示

- 1) **原材料价格波动。**若上游原料价格大幅上涨，或压缩涤纶长丝盈利空间。
- 2) **下游需求不及预期。**若涤纶长丝下游纺服的海内外需求低于预期，行业供需差或进一步加大，导致对市场格局优化的高估预判。
- 3) **产能投放超预期。**由于涤纶长丝行业尚存较大数量的非上市公司，较难通过公开渠道获取产能变动信息，可能存在行业产能增量超预期的风险。
- 4) **行业竞争加剧风险。**若涤纶长丝市场竞争格局恶化，或导致行业整体景气走弱。

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； 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。	类 别	评 级	说 明
	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

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。