

推荐 (维持)

需求高增长和技术优势助差别化龙头成长

2010 年 10 月 13 日

推荐海利得、尤夫股份——涤纶工业丝产业链深度研究

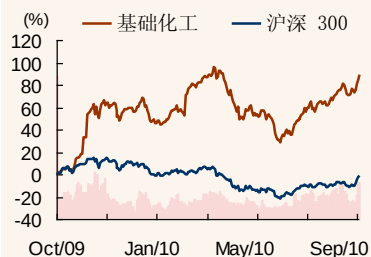
上证指数 2841

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	163	10.0
总市值 (亿元)	8591	3.6
流通市值 (亿元)	6367	4.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.9	-0.5	90.7
相对表现	-2.3	4.8	90.1



相关报告

廖振华

0755-83734406
liaozenhua@cmschina.com.cn
S1090210040005

袁孝锋

S1090208070224

李荣耀

S1090210070002

张啸伟 (研究助理)

本篇报告对全球及我国的产业用纺织品和涤纶工业丝行业的供给、需求、变化趋势和技术难点等进行了详细介绍,重点讨论了涤纶工业丝下游主要下游的发展趋势、其对涤纶工业丝行业的拉动作用、我国涤纶工业丝行业的竞争格局和企业竞争力所在,并分析和推荐相关上市公司海利得和尤夫股份。

- **产业用纺织品行业前景广阔,市场前景广阔。**产业用纺织品技术含量高,用途广,属于高附加值新兴工业,符合我国产业升级的大趋势,其在全球纺织品市场平均占比 30%,美国已达 42%,而我国不到 20%,而城市化、工业化和新兴产业的发展都与产业用纺织品密不可分,近 5 年我国产业用纺织品增速 18.6%,我们预计 15%以上的高增长可持续。
- **我国涤纶工业丝行业需求高增长。**涤纶工业丝综合性价比优异,且性能仍在不断改进,不仅主要下游行业需求高速增长,且仍在许多行业中不断替代传统材料,近五年消费量增速高达 22%。
- **全球产能转移使我国涤纶工业丝行业大发展,但国内外高品质差别化产能结构性不足。**由于欧美等国高劳动力成本和市场萎缩,而我国劳动力优势和生产效率的后发优势明显,承接了全球产能转移,涤纶工业丝产能、产量已达全球一半,近五年产量增速达 17.5%,但受制于技术壁垒,以高模低收缩丝、超低收缩丝为代表的高品质差别化丝的产能不足,而大量扩能的普通丝要改造为高附加值差别化丝设备的难度很大。
- **设备和工艺改造能力、高品质差别化产品的研发、制造能力和一体化程度是企业核心竞争优势,**涤纶工业丝设备和完整工艺包被国外少数企业控制,且更新速度极快,缺乏设备和工艺改造能力的企业竞争力难以持续且投入过大,具备二次开发能力企业将保持竞争力,高品质差别化企业能开辟蓝海,由于对原料品质要求高且涤纶帘子布等下游产能有缺口,具备上述特征的企业竞争力持久。
- **首次给予海利得“强烈推荐-A”的评级,目标价 25 元。**公司差别化率最高,HMLS 丝具全球竞争力,安全带、安全气囊丝前景广,在欧盟反倾销唯一初裁 0 关税彰显先进管理水平,正向下拓展至短缺的帘子布行业,具国际级领导企业潜质,预测 10~12 年 EPS0.60、0.94 和 1.37 元,目标价看到 25 元。
- **首次给予尤夫股份“强烈推荐-A”的评级,目标价 25 元。**公司据海水丝、超低收缩丝显示出强劲的差别化产品技术实力,并打造精英团队向帘子布行业进军,未来 2 年新产能密集投放,10~12 年 EPS0.36、0.92 和 1.16 元。
- **风险提示:**行业景气显著下滑,涤纶工业丝价格大幅下跌

涤纶工业丝行业重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
海利得	19.08	1.13	0.60	0.94	32.0	20.4	2.5	强烈推荐-A
尤夫股份	18.20	0.47	0.36	0.92	49.9	19.8	8.3	强烈推荐-A

资料来源:招商证券

正文目录

一、产业用纺织品行业前景广阔，市场快速增长.....	4
1、产业用纺织品应用领域广、技术含量高、市场增长快.....	4
2、我国产业用纺织品行业潜力巨大，正处高速发展期.....	5
二、涤纶工业丝行业：需求增长和产能转移助行业高成长.....	7
1、涤纶工业丝是具有较高技术壁垒的关键性产业用纤维.....	7
2、涤纶工业丝的应用领域迅速拓展，下游需求快速增长.....	8
1) 帘子布、安全带.....	9
2) 输送带用帆布.....	11
3) 传动带用线绳、帆布和胶管.....	12
4) 灯箱布、蓬盖布.....	13
5) 土工合成材料.....	14
3、产能向我国转移，我国在全球涤纶工业丝行业地位迅速提升.....	14
4、提升设备和工艺改进能力、差别化和一体化是竞争优势的关键.....	15
三、推荐差别化和一体化龙头：推荐海利得、尤夫股份.....	17
1、海利得：技术和管理优势兼备，显国际级领导企业潜质.....	17
2、尤夫股份：技术实力雄厚，产能集中释放，长期前景可期.....	20

图表目录

图 1：棉球各地区产业用纺织品消费量及增长趋势.....	5
图 2：全球产业用纺织品各应用领域消费量占比.....	5
图 3：中国产业用纺织品产量及增速.....	6
图 4：涤纶工业长丝生产流程.....	7
图 5：我国涤纶工业丝产能、产量、表观消费量及其增速.....	9
图 6：近年我国子午胎产量快速提升.....	9
图 7：我国涤纶帘子布出口量高速增长.....	9
图 8：我国涤纶帘子布出口量高速增长.....	11
图 9：我国 HMLS 工业丝和安全带丝需求量及增速.....	11
图 10：我国橡胶工业协会会员企业传动带产量及增速.....	13
图 12：我国灯箱广告布出口量及增速.....	13
图 13：我国蓬盖布产量及出口量.....	13
图 14：2009 年全球涤纶工业丝产量分布.....	15
图 15：涤纶工业长丝主要出口国和地区近年出口量对比.....	15
图 16：公司历年盈利增长稳健.....	18
图 17：内销产品盈利能力保持稳定.....	18
图 18：下半年欧元兑人民币快速升值.....	18

表 1: 产业用纺织品应用领域及示例.....	4
表 2: 2008 年我国各种产业用纺织品产量及占比.....	6
表 3: 涤纶工业丝的分类与性能特点.....	7
表 4: 高模低收缩 (HMLS) 涤纶工业丝的主要技术工艺难点	8
表 5: 2009 年全球产能排名前 10 的涤纶工业丝企业及产能.....	8
表 6: 国内涤纶帘子布产能统计	10
表 7: 输送带骨架材料的分类、性能特点和应用特点	12
表 8: 输送带帆布性能与骨架材料的关系	12
表 9: 我国主要的涤纶工业丝生产企业和差别化丝产能	16
表 10: 销售收入预测	19
表 11: 海利得盈利预测简表	20
表 12: 尤夫股份销售收入预测.....	21
表 13: 尤夫股份盈利预测简表.....	22

我们对涤纶工业丝行业和相关公司总观点如下:

- ✓ 产业用纺织品需求旺盛,高技术含量和附加值复合产业升级大趋势,高增长可持续
- ✓ 涤纶工业丝是最重要的产业用纺织品原料,下游行业增长迅速,同时随着产能的提升和性能的改进正在替代其他材料,且产能正向我国转移,保证需求高增长。
- ✓ 虽然普通涤纶工业丝产能过剩,但部分差别化丝技术壁垒,产能结构性不足
- ✓ 部分下游产品因技术、资金壁垒和建设周期长,也存在产能缺口,且对上游原料品质要求高,高摸底收缩丝产业链上的涤纶帘子布是典型代表
- ✓ 推荐具备设备和工艺持续改进能力、产品差程度高和向上下游拓展的行业龙头

一、产业用纺织品行业前景广阔,市场快速增长

1、产业用纺织品应用领域广、技术含量高、市场增长快

产业用纺织品,它与通用纺织品相对,在国外被称为技术纺织品,是基于特定环境下使用的高技术含量产品,一般认为,产业用纺织品是非服装和家居用的纺织品,或与其他材料组合或符合在一起供各行业使用特殊纺织品。

产业用纺织品应用领域十分广泛。产业用纺织品可按应用领域分为 **12 个门类**: 农用、医疗用、建筑用、交通用、衣着用、环保用、土工用、包装用、家用、防护用、工业用、体育用,和国民经济发展的各个行业都关系紧密,也遍及人们日常生活的各个角落,如个人卫生用品、非织造布购物袋、包装用品等,但技术要求不同于常规服装、家纺产品。

表 1: 产业用纺织品应用领域及示例

应用领域	细分领域	具体产品示例
农业	园艺、庭院设计、农业、林业、动物看护、渔业	渔网、鸟类防护网、收割网、防风网、篱笆、地膜垫
医疗	卫生用途、医学用途	植入性纺织品(组织或器官修复)、体外辅助装置、口罩、绷带、手术服、医院用拉帘、矫形用纺织物、束禁衣、尿布
建筑	膜、轻型/重型结构、工程/工业结构	混凝土加固材料、筑堤材料、屋面材料、遮阳(雨)篷、屏风、横幅
交通	汽车、船、	轮胎帘子布、安全带、安全气囊、座套、地毯、隔热、隔音材料、空气过滤器、顶棚、蓬盖布
衣着	衣服、鞋子	缝纫线、衣领、袖口夹层、鞋垫、内底、填充物
环保	环境保护、回收利用、废物处理	袋式除尘器用滤材
土工	路基、铁路、灌溉、垃圾掩埋、水坝	路桥用土工织物、火车轨道、斜坡固定、土壤固着和滚石防护装置
包装	包装材料、填充物、打袋子、容器	包装袋、集装箱袋、袋泡茶
家用	家具、装饰/内部装饰地毯、楼面料	擦拭用品、拖把、咖啡过滤器、地毯、墙纸
防护	人员和财产保护	各种(防火、隔热、防撞击、防冻、防化、防辐射)服、障碍网、救生网、头盔内衬、反光背心、护手
工业	过滤器、清洁、机械工程、化工产业	除尘袋、液体过滤器、空气过滤器、吊装绳索具、海洋钻进平台用固定索、三角带、输送带、风力发电机
体育	体育休闲、户外活动、运动器材	草坪和场地遮盖物、游泳池盖、球网、登山网、旅行背包、滑雪板、运动服、泳帽、

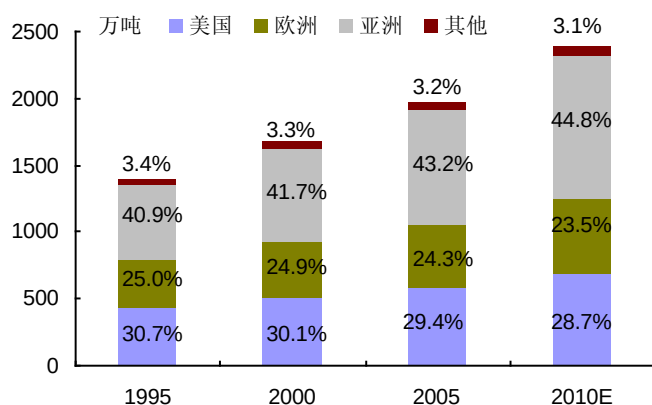
资料来源: NATIONAL TECHNOLOGY MISSION ON TECHNICAL TEXTILES, Technical Textiles – A Vision of Future, 招商证券

产业用纺织品的技术含量更高,产品的功能化和特殊性能要求更多,符合产业升级趋势。

由于产业用纺织品多用于环境复杂、苛刻的生产、工程项目或耐用品领域，与普通的纺织品相比，往往具有功能化和特殊性能需求，而且对使用的安全性、耐候性、产品规格的精确性和品质的稳定性等要求很高，这决定了产业用纺织品的研发和生产具有较高的技术含量。海宁经编产业园在年初被评为首批 62 个“国家新兴工业化产业示范基地”之一。

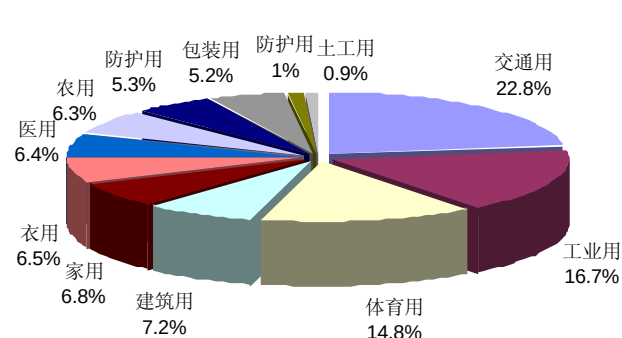
全球产业用纺织品市场规模巨大，迅速增长。目前，全球产业用纺织品的年市场规模年增长 3.8% 左右，年消费量约 2400 万吨，目前产业用纺织品市场占美国纺织品市场的 42%，而其是一个已经完成城市化的国家，对于迅速城市化的发展中国家，市场潜力更加巨大。

图 1：全球各地区产业用纺织品消费量及增长趋势



资料来源：DRA，招商证券

图 2：全球产业用纺织品各应用领域消费量占比



资料来源：DRA，招商证券

产业用纺织品的性能主要取决于纤维。产业用纺织品的主要原料是各种纤维材料，纤维的性能很大程度上决定着纺织品的性能，纺织品根据要求的性能选用各种性能等各异的纤维，一般需考虑纤维的比重、回潮率、拉伸强度、耐热性、耐酸碱性、耐磨性、耐蒸热性、耐老化性、染色性、吸湿性、看水解性等，同时还必须考虑产品的性价比。目前，全球的产业用纺织品中涤纶用量最大的纤维品种，这与它们丰富的原料、出色的性价比、广泛的应用领域和广阔的性能改进空间密不可分。

2、我国产业用纺织品行业潜力巨大，正处高速发展期

我国产业用纺织品在纺织品中比重偏低。由于产业用纺织品的技术含量较高，对技术储备和国民经济发展水平的要求较高，我国在产业用纺织品行业起步较晚，但经过近十几年的大力发展并受益于经济的高速增长，中国纺织行业中产业用纺织品的比重不断提升，服用：家用：产业用纺织品的比例从 1990 年的 77:15:8 提升到 2007 年的 52:33:15，而 2005 年，产业用纺织品的占比还只有 13%，到 2011 年，该比例预计将升至 19%。目前世界平均水平是产业用纺织品占纤维制品加工总量的 30%，该比例在有的发达国家甚至超过 40%，因此我国的产业用纺织品的比例还有很大的提升空间。

长期看，在以下驱动因素的作用下，我国产业用纺织品行业发展前景向好：

- ✓ 城市化和工业化的推进，大规模的基础设施建设、工矿企业和汽车工业的发展
- ✓ 人们对健康和安全性提出更高的要求，
- ✓ 期望产品具备更低的生产成本、更高的耐用性和更好的可维护性

- ✓ 期望材料具备更高强度、更轻重量和更多用途
- ✓ 个性化、定制化产品是发展趋势，期望产品更加方便易用
- ✓ 对发展农业和节能环保日益重视

就在近期，国家决定从战略高度出发，重点在政策、资金上重点支持新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息七大新兴产业的发展，这也给产业用纺织品带来了发展契机。如风力发电机重要部件-叶片含有玻璃纤维、碳纤维等增强复合材料，储存太阳能的电池的隔膜材料用到水刺、针刺非织造布；控制水泥厂、火电厂、钢铁厂粉尘、烟尘、二氧化硫等有毒物排放，采用高性能纤维作为过滤除尘材料治理大气污染，将起到关键作用。电动汽车的电池、安全带、安全气囊以及隔音、隔热、减震材料，无不涉及产业用纺织品，此外，医药领域的人造器官、纳米防护材料，生物育种领域的防渗保墒，城市环境美化中的屋顶绿化等都要用到产业用纺织品。

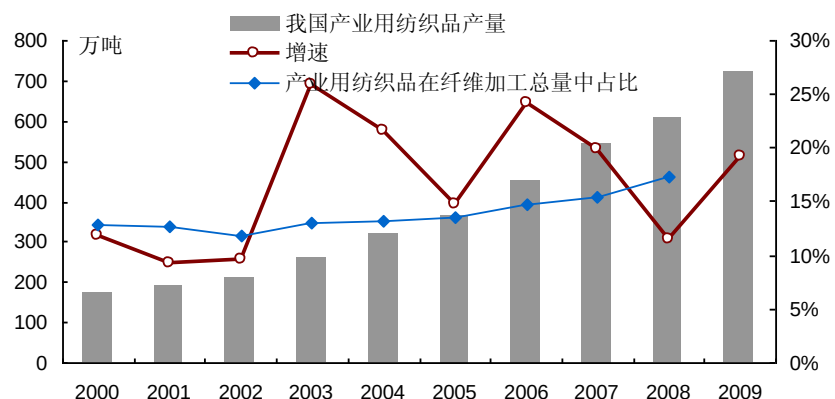
表 2：2008 年我国各种产业用纺织品产量及占比

产品名称	产量 (万吨)	占比	产品名称	产量 (万吨)	占比
骨架材料	48.8	8.0%	防护用纺织品	18.5	3.1%
其中：帘子布	40.3	6.6%	农用纺织品	44.5	7.3%
多轴向经编布	8.5	1.4%	过滤用纺织品	41.0	6.8%
篷帆布	121.5	20.0%	建筑用纺织品	26.5	4.4%
其中：车用篷布、帐篷布等	40.5	6.7%	包装用纺织品	60.2	9.9%
鞋用纺织材料等	40	6.6%	文体用纺织品	23.1	3.8%
灯箱布	41	6.8%	绳、带、缆	20.2	3.3%
革基布	56.8	9.4%	医卫用纺织品	49.5	8.2%
交通运输用纺织品	20.5	3.4%	绝缘隔热纺织品	16.3	2.7%
土工合成材料	16.4	2.7%	其它	28.9	4.8%
工业用毡、瓦	13.8	2.3%	总计	606.5	100%

资料来源：中国产业用纺织品行业协会，招商证券

近 5 年，我国产业用纺织品行业增速为 18.6%。2008 年，我国产业用纺织品的产量为 606.5 万吨，约占全国纺织工业纤维加工总量（3500 万吨）的 17%，总产值约 1500 亿元，2009 年产量 723.2 万吨，同比增长 19.2%，05~09 年的复合增长率高达 17.8%，显示出强劲的增长势头，我们预计在以上众多因素的推动下，我国的产业用纺织品行业仍将保持 15%~20% 的高速增长。

图 3：中国产业用纺织品产量及增速



资料来源：中国产业用纺织品行业协会，招商证券

二、涤纶工业丝行业：需求增长和产能转移助行业高成长

1、涤纶工业丝是具有较高技术壁垒的关键性产业用纤维

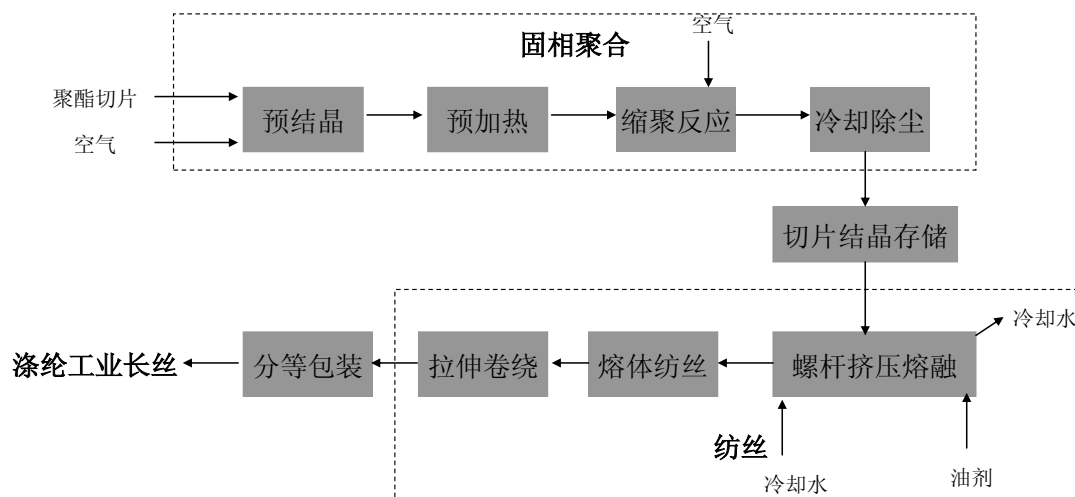
涤纶工业丝是消费量最大的产业用纺织品原料纤维。涤纶工业丝是指高强、粗旦的工业用涤纶长丝，一般不小于 550dtex 产业用纺织品原料中 88%为化纤，其中 53%为涤纶，其应用领域仍在不断拓展。据欧瑞康巴马格纤维年报统计，2009 年，全球涤纶工业丝产量为 110 万吨。

表 3：涤纶工业丝的分类与性能特点

产品种类	性能特点	应用领域
普通型/标准型	高强度、低伸长、高收缩	输送带骨架材料（EP 帆布）、矿用振芯带、三角带线绳、各类胶管、箱包带、吊装带、牵引带、紧固带、消防水带、鱼网、缆绳、工业缝纫线、光缆、特斯林布、土工织物、土工格栅
低收缩型	高强度、高伸长、低收缩	灯箱广告布、蓬盖布等涂层织物、工业缝纫线、膜结构材料、特斯林布
超低收缩型	高强度、高伸长、超低收缩	防水布、灯箱广告布、过滤材料、泳池面料
高模低收缩型	高强度、高模量、低伸长、低收缩	轻卡和轿车子午线轮胎、三角带硬线绳、高档土工格栅
耐磨型	高强度、低伸长、高收缩、孔数少	汽车安全带、飞机安全带、高档吊装带、牵引带
抗芯吸型	高强度、高伸长、低收缩、不吸水	高档灯箱广告布、泳池面料防水布
活化型	高强度、低伸长、高收缩、表面活化	一浴法浸胶的三角带线绳、输送带帆布、子午线轮胎帘子布

资料来源：第一纺织网，招商证券

图 4：涤纶工业长丝生产流程



资料来源：招商证券

我们以用于子午轮胎帘子布的高模底收缩丝（HMLS）为例说明如下：

涤纶工业丝的性能品质很大程度上决定了纺织品的性能和应用范围，研发和生产差别化、功能性的涤纶工业丝具有较高的技术壁垒。要生产满足特定需要的涤纶工业丝，其生产各工序中各参数的要求苛刻，精确度偏差超过一定范围，对产品性能和品质的影响很大，因此对控制水平和设备的要求很高，同时要尽量提高纺丝速度、减少断头和废丝

以降低成本，且往往需要通过下游企业的认证，需要企业具有深厚的技术积累。

表 4：高模低收缩（HMLS）涤纶工业丝的主要技术工艺难点

生产工序	技术难点
高粘 PET 切片生产	1、PET 高粘切片分子量分布越窄，数均分子量越高，拉伸后所得的纤维强度越高； 2、PET 切片中所含有的水分会加速其热水解，且即使微量水分也可能形成气泡夹杂在喷丝孔吐出的熔体细流中，极易产生纺丝中的飘丝或在单丝中留下隐患而在超高速卷曲中造成毛丝和断头。 3、微量的杂质在拉伸过程中会造成单丝的断裂，而导致成品毛丝过多的缺陷
熔体纺丝	1、螺杆挤压机和计量泵控制的熔体压力的大小直接影响熔体可纺性，较大的压力有利于纺丝进行，但压力过大会造成熔体分子在剪切挤压下过度降解，也会导致熔体细流在流出喷丝板板孔时熔体破裂从而中断纺丝。 2、过高或过低温度都会影响纺丝稳定性，熔体的表观粘度下降，熔体的流动性增强，有利于纺丝的进行，但温度过高又会加入熔体分子热降解，过低又会都导致可纺性变差。 3、纺丝速度的大小对纤维的结构和性能有较大影响
吹风冷却	1、风速影响最大，过大引起丝条振荡或飘动，过小易受室外气流干扰，且冷却效果不好，这些都会引起条干不均率增大。 2、风湿过低，丝条将过硬，波动过大则使毛丝和断头增多。 3、风湿过低，丝条在甬道中的静电和伴动增加，从而增加断头。
卷绕	卷绕张力的控制对卷绕成形的顺利进行起着关键作用，因为，过小的卷绕张力容易引发跳丝、凸肩、叠丝和蛛网丝增加等情况，严重时还会出现拔叉缠丝断头。另外，过高的卷绕张力又会在丝饼中形成“硬肩”、“凸肚”和内层塌边

资料来源：《高模低收缩涤纶工业丝的生产工艺控制》，招商证券

全球涤纶工业丝行业的集中度较高，龙头企业竞争优势将进一步凸显。2008 年，全球涤纶工业丝产能 167 万吨，据我们测算，目前全球涤纶工业丝总产能已达约 200 万吨，最新产能排名前五的企业得合计产能约占全球总产能的 50%，而高模低收缩丝（HMLS）、超低收缩丝（SLS）等技术含量较高的差别化、功能化丝的集中度则更高，龙头企业市场份额的提升将使其具备更雄厚的资源以支持其技术创兴和品质提升，从而进一步增强其市场控制力。

表 5：2009 年全球产能排名前 10 的涤纶工业丝企业及产能

生产商	生产基地所在国家及地区	2009 年产能	最新进展
Performance Fibers	法国/德国/北美/中国	38	2009 年年底，江苏恒力化纤 20 万吨涤纶工业丝产能投产。 2010 年 6 月，海利得 5 万吨差别化涤纶工业丝产能投产，产能扩至 12 万吨。
Hyosung（韩国晓星）	韩国/中国/越南	17	
古纤道	中国大陆	9.5	
Far Eastern（台湾远东）	台湾/中国大陆	8.8	
海利得	中国大陆	7	
Shinkong（台湾新光）	台湾/中国大陆/泰国	5.9	
浙江尤夫	中国大陆	5	
绍兴海富	中国大陆	5	
上海温龙	中国大陆	4.5	
无锡太极	中国大陆	3.5	

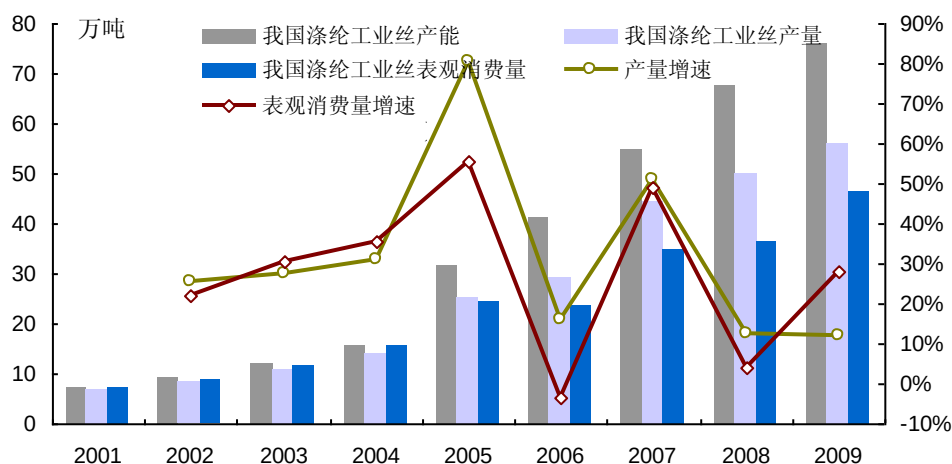
资料来源：尤夫股份招股说明书，招商证券

2、涤纶工业丝的应用领域迅速拓展，下游需求快速增长

涤纶工业丝性能优异，应用领域迅速拓展，而经济的高速发展使相关下游行业本身也增长迅速。与其他纤维相比，涤纶工业丝总体上具有高强度、高模量、尺寸稳定、耐磨、

耐老化、耐化学腐蚀、耐疲劳、加工性能好的特点，且原料较丰富，产品性价比较高，并具有广阔的性能改进空间，随着涤纶工业丝生产能力的大幅扩充、性能的不断改进以及相应的各种产业用纺织品的开发和推广，应用领域不断拓展，甚至在各领域不断地替代其他纤维，同时高速增长的经济也使涤纶工业丝的主要下游行业本身持续高速增长。2009年，我国涤纶工业丝的消费量和产量分别达46.5万吨和56万吨，近5年的复合增长率分别达22%和17.5%。下面我们重点介绍有代表性的下游行业情况：

图 5：我国涤纶工业丝产能、产量、表观消费量及其增速



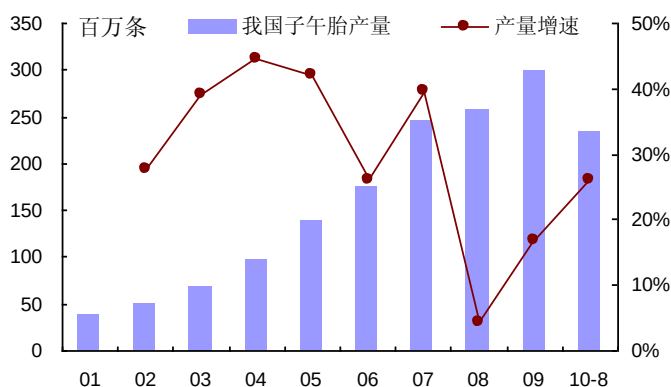
资料来源：招商证券

下面我们重点介绍有代表性的下游行业情况：

1) 帘子布、安全带

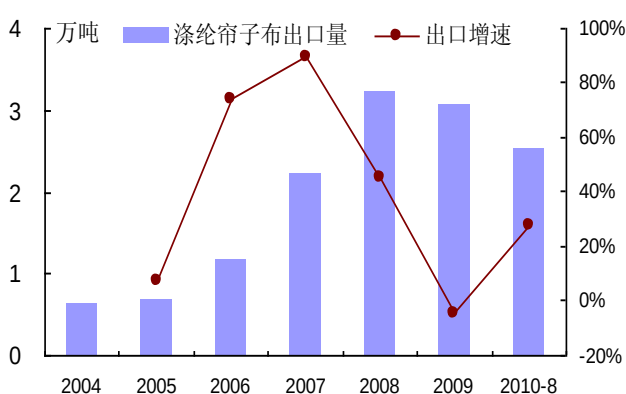
帘子布是轮胎外胎的骨架材料，其重量约占外胎总重量的 10%~15%，其成本约占轮胎生产成本的 30~40%，是轮胎主要原材料之一。目前轮胎帘子布主要有锦纶帘子布、涤纶帘子布、粘胶帘子布和钢丝帘布等，随着我国轮胎工业子午线化程度的提升，我国子午线轮胎产量快速增长，用于乘用车子午轮的涤纶帘子布。涤纶帘子布主要使用技术壁垒较高的高模低收缩丝（技术体系分析见前文）。

图 6：近年我国子午胎产量快速提升



资料来源：CEIC，招商证券

图 7：我国涤纶帘子布出口量高速增长



资料来源：海关统计，招商证券

我国涤纶帘子布的需求量正迅速增长。在汽车轮胎中，锦纶帘子布虽然强度高、耐热性

好,但干热收缩较大,而粘胶帘子布虽然尺寸稳定性很高,但易受潮导致强度显著下降。相比之下,涤纶(主要是高模低收缩涤纶工业丝)帘子布具备初始模量高、收缩率小、尺寸稳定、滞后损失率小、干湿性能几无差异且强度也较高的优秀综合性能,非常适用于路面状况较好、速度较快的**轿车子午胎和轻载子午胎**,在该领域它正迅速替代其他骨架材料而成为最主要的帘子布品种,目前我国轿车胎子午化率接近 100%,而轻载胎子午化仍在推进,目前约 70%。在高速(Z 级及以上)乘用车胎领域,虽然高温下尺寸稳定性更好的粘胶目前仍是首选,但是随着高模低收缩涤纶工业丝性能的不断改进,其在乘用车胎中的使用比例还将继续提升。而在**载重胎和工程胎**领域,由于对帘线强度要求更高,且聚酯纤维与橡胶之间的粘结力达不到要求,钢丝(全钢子午胎)或锦纶(斜交胎)仍是主要的帘线材料。受益于国内汽车市场大发展、出口的增长和轮胎厂的扩产,我国涤纶帘子布的需求呈现高速增长。

表 6: 国内涤纶帘子布产能统计

生产商	涤纶帘子布产能(万吨)	HMLS 丝	说明
广东开平联新	2.5 万吨	自产	主要供应国外市场
晓星(嘉兴)	3 万吨	自产	
可隆(南京)	1 万吨	从韩国工厂和国内采购	
无锡太极	1.2 万吨	自产	
亚东(苏州)	1 万吨	自产	由于织布机配套不到位,帘子布实际年产量 8000 吨
山东海龙博莱特	1.2 万吨	自产	
安徽佳元	1.2 万吨	自产	直供佳通轮胎,不外售国产设备
张家港骏马	2000 吨	自产	
	2000 吨		
总产能	11.5 万吨		

资料来源:招商证券调研整理

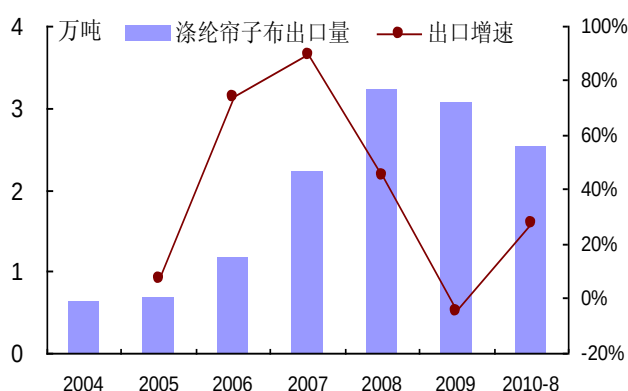
涤纶帘子布销售火爆导致行业产能面临不足,目前帘子布行业供不应求,景气高涨。受高油价和金融危机的影响,07、08 年国内外轮胎和帘子布产能扩张几乎停滞,而 09 年我国汽车销量超预期的迅猛增长并延续至今,各大轮胎厂纷纷加紧扩产,且扩张速度很快,对帘子布的需求大幅提升,同时全球经济的复苏使出口也迅猛增长,但帘子布尤其是能满足国际大厂需求的优质涤纶帘子布产能扩张并没有跟上,导致目前产能不足。据我们调研和统计,目前全国涤纶帘子布的有效布产能约 11.5 万吨,而 09 年我国子午胎产量达 3 亿条,按其中 75%为轿车和轻载子午胎的正常比例测算,需要消耗涤纶帘子布约 9 万吨(每条轮胎平均用 0.4 千克涤纶帘子布),而 09 年涤纶帘子布出口量为 3 万吨,即需要国内帘子布的供应量在 12 万吨,考虑测算误差,09 年(至少从下半年开始)我国涤纶帘子布的供需基本平衡甚至有所缺口。而今年紧缺进一步加剧已是事实:我国汽车消费继续大幅增长,子午胎产量前 8 月同比增长 26.2%,假设全年增长 20%,全年产量将高达 3.6 亿套,那么轿车和轻载子午胎对涤纶帘子布的需求量将达到近 11 万吨,而前 8 月涤纶帘子布出口 2.5 万吨,同比增长 27.4%,预计全年可达 3.7 万吨,需要国内供应量 14.7 万吨,产生了明显的供给缺口,而两年内两年投产的乘用车胎产能高达 1.3 亿条,又需要新增涤纶帘子布供给 5 万吨以上,产能缺口明显。而帘子布的扩产周期最少需要 1 年半,而且由于投资大、轮胎巨头认证周期长,产能实际发挥作用的时间可能更迟,而我们了解到的明确扩产的项目有开平联新 2 万吨,晓星的 1 万吨,亚东(苏州)的 3 万吨,海利得的 3 万吨和尤夫的 3 万吨,如果进展一切顺利,且前三个项目的开工时间还没定,这样未来 2~3 年,我国涤纶帘子布保持高景气的可能性较大。

HMLS 丝需求保持高增速。每条子午胎平均耗用 HMLS 涤纶工业丝约 0.36 千克,加上

高模低收缩丝本身的应用领域也在向输送带等领域拓展,我国高模低收缩涤纶工业丝需求高速增长,近5年我国HMLS工业丝的消费量将至少增速保持在20%以上。

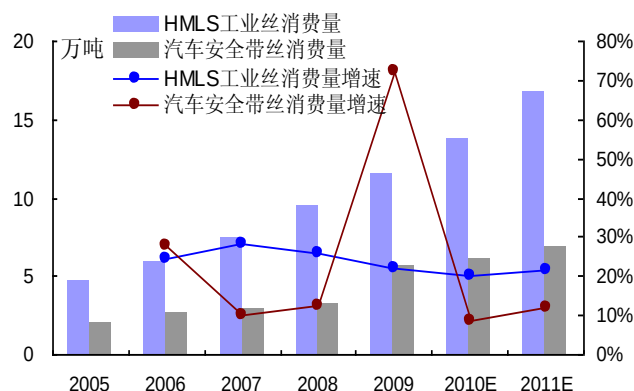
受益于汽车行业增长和对其他材料的替代,安全带涤纶工业丝的需求增长也很迅速。上世纪七十年代,汽车安全带几乎全部采用锦纶工业丝编织,到了八十年代,差别化、功能型涤纶工业长丝(如高强耐磨型涤纶工业长丝、有色丝等等)因为较小的伸长率和更好的耐光性及低廉的价格而逐渐取代锦纶工业丝在汽车安全带领域得到广泛使用。2009年我国安全带丝消费量同比增长超过70%。

图 8: 我国涤纶帘子布出口量高速增长



资料来源: 海关统计, 招商证券

图 9: 我国 HMLS 工业丝和安全带丝需求量及增速



资料来源: 第一纺织网, 招商证券

2) 输送带用帆布

输送带按照骨架材料可分为: 织物芯输送带(棉帆布输送带、涤棉输送带、尼龙输送带、聚酯输送带、整芯输送带、玻纤输送带等)、钢丝绳芯输送带、钢绳输送带和钢网输送带, 其中织物芯输送带占输送带总产量的大部分, 其骨架材料就是以各种帆布, 包括棉帆布、尼龙帆布、聚酯帆布等。

中国、巴西等新兴国家对输送带的需求持续扩大。中国、巴西等新兴国家正处在城市化、工业化的发展过程中, 虽然经济结构调整和全球金融危机, 短期内对输送带的需求造成了一定影响, 但煤炭、电力、钢铁、港口、水泥等重化工业的有很大的发展空间, 而且输送带作为工业消耗品, 使用一定时间或者输送物件达到一定规模后, 耗损严重, 必须进行更换, 因此需求有一定的刚性。

世界输送带行业正在向我国转移。由于发达国家和地区的基础设施建设基本完成, 本土市场萎缩, 且生产成本处于劣势, 产品的国际竞争力下降, 生产环节转移到发展中国家是必然趋势, 中国成为输送带国际产业转移中的主要承接国, 目前我国输送带年产量已超过全球 1/3, 且近年来出口量也持续高增长, 其中 85%为输送带为织物芯输送带。

表 7：输送带骨架材料的分类、性能特点和应用特点

产品种类	性能特点	应用领域
棉帆布芯输送带	层数多、强力低	短距离，轻物料输送
尼龙帆布芯输送带	成槽性、耐磨性、耐疲劳性好，强度高	中长距离、较高载量的情况下的高速输送
聚酯（EP）帆布芯输送带	伸长率小、抗拉强度高	中长距离、较高载重的情况下高速输送
整芯输送带	阻燃，带体硬，塑料糊浸渍	煤矿井下煤炭输送
钢丝绳芯输送带	抗拉强度高、伸长率小	高强度、长距离、大运量的情况下的高速输送

资料来源：宝通带业招股书，招商证券

表 8：输送带帆布性能与骨架材料的关系

帆布性能	钢丝绳	锦纶	聚酯	维纶	棉纤维	芳纶
强度性能	✓	✓	✓			✓
伸长性能	✓		✓			✓
尺寸稳定性能	✓		✓	✓		✓
粘着性能	✓	✓	✓	✓	✓	✓
耐屈挠性能		✓		✓	✓	✓
抗冲击性能		✓	✓	✓		✓
柔软性能					✓	

资料来源：橡胶科技市场，招商证券

聚酯输送带性能优异，聚酯帆布使用比例的提升进一步拉动涤纶工业丝需求。决定输送带性能和品质的关键是骨架材料（织物芯输送带中为帆布）和浸胶工艺，而骨架材料是输送带承载的关键。高强力是输送带的发展趋势，除普通棉帆布芯输送带之外，其他输送带一般均需具有高强力特性，而聚酯帆布除昂贵的芳纶外综合性能最优的骨架材料，除具有尼龙帆布耐磨、耐疲劳、高强度的优点外，还具有伸长率小、耐热性好和价格低的特点，而聚酯-锦纶交织帆布由于经线为普通或高模量低收缩聚酯工业丝，纬线为锦纶 66 工业丝，因此还具有经向伸长率小和纬向成槽性好的优点，成为帆布的重点发展品。发达国家输送带中织物带芯的材质主要为锦纶 6、锦纶 66、聚酯/锦纶和芳纶等，其中锦纶 66 和聚酯骨架材料消耗量最大。

3）传动带用线绳、帆布和胶管

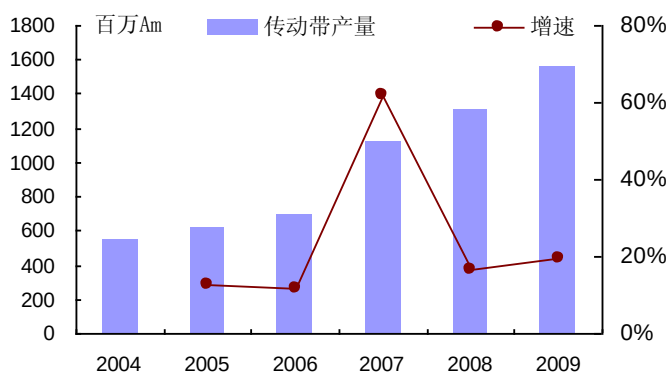
传动带和上文介绍的输送带均属于胶带，前者用于机械传动，后者用于物料输送，传动带包括**三角胶带（或称 V 带）**、多楔带、同步带等，其中 V 带占据大部分用量，由包布层、伸张胶层、强力层和压缩胶层组成，其中强力层是 V 带骨架，**由帘帆布或线绳组成，由于涤纶工业丝强度高、耐磨且尺寸稳定，是主要的 V 带骨架材料。**V 带广泛用于汽车、拖拉机、摩托车、风扇、水泵、空调和其他机器等的动力传递。

聚酯浸胶线绳是 V 带理想的骨架材料，绳线结构的平型传动带具有带体轻薄、弯曲性能好、使用寿命长等特点，是传统的叠层帆布芯平型传动带的更新换代产品。目前国内很多企业仍以多层聚酯帘布作为骨架材料生产普通 V 带，而日本、美国等一些发达国家，早在 70 年代就采用了线绳结构，包布带用聚酯软线绳，而切割带则用聚酯硬线绳，随

随着我国传动带行业的快速增长，我国聚酯线绳用量呈快速上升的趋势。

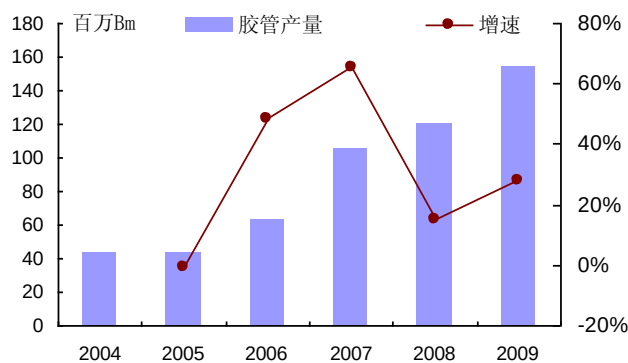
胶管是用以输送气体、液体、浆状或粒状物料的管状橡胶制品，内外胶层和骨架层组成，骨架层的材料可用棉纤维、各种合成纤维、碳纤维或石棉、钢丝等，如飞机、坦克、汽车及许多机械装备中的液压系统、气动系统、燃油系统，农业上排灌农田、港湾疏浚中吸排泥浆等均使用胶管。胶管的骨架——胶管纱大多以涤纶工业丝为材料。

图 10：我国橡胶工业协会会员企业传动带产量及增速



资料来源：中国橡胶工业协会，招商证券

图 11：我国橡胶工业协会会员企业胶管产量及增速



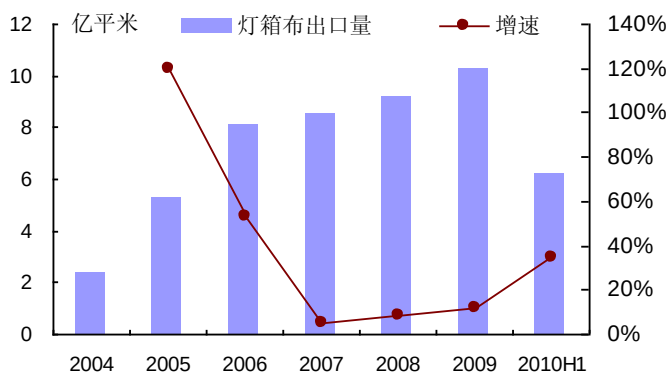
资料来源：中国橡胶工业协会，招商证券

4) 灯箱布、篷盖布

灯箱布由 PVC 材料和网格布组合而成，网格布是灯箱布的骨架，通常选用高强涤纶工业长丝为原料。我国近年来灯箱布产能迅速增长，满足国内户外广告发展的同时，更承接了全球产能转移，目前我国灯箱布产能约 30 亿平米，已占到全球 70%以上的比例，出口量连续保持高增长。2008 年，我国灯箱布产量同比增长，13.9%，2009 年和 2010 年上半年，我国灯箱布出口量分别达 10.29 和 6.19 亿平米，同比分别增长 11.8%和 34.9%，约占同期国内灯箱布产量的一半，灯箱布是我国出口的最主要的产业用纺织品。

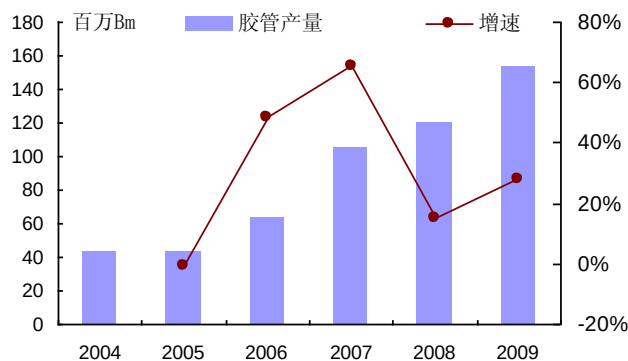
篷盖布是除灯箱布外的又一种柔性复合材料，其中最具市场潜力的是运输篷盖布和建筑用膜结构材料，随着我国物流、仓储、旅游、建筑业等的高速发展，我国篷盖布用量的提升也非常迅速 2008 年，我国篷布产量 40.5 万吨，同比增长 18.4%。

图 12：我国灯箱广告布出口量及增速



资料来源：经编决策参考，招商证券

图 13：我国篷盖布产量及出口量



资料来源：中国橡胶工业协会，招商证券

5) 土工合成材料

土工合成材料是与水泥、钢材、木材并称为“第四大建筑材料”，是具有广阔前景的新型建筑材料。土工合成材料最主要的种类是机织和非机织土工布，土工布是以各种化纤为原料（丙纶、涤纶、锦纶），制成各种规格的网状或毡子装物，置于岩土内部、表面或层间，起加筋、防护、隔离、排水、过滤、的作用，性能优秀，逐渐被广泛应用于水利、水电、铁路、公路、海港、建筑、采矿、军工各领域，且制造工艺不断改进，目前土工合成材料的成本一般只占总投资的 1~2%，而同等设计标准下减少砂石、水泥等材料的用量，可使总造价降低 20~40%，成本低、强度高使其更加受到各行业的青睐。目前全球土工织物年产量约 60 余万吨（16 亿 m²），并以每年以 10% 的增速增长，未来 4~5 年将达到 90 万吨（24 亿 m²）。

我国土工合成材料应用的日益普及和大量工程项目建设拉动我国土工布需求高速增长。随着我国进入基础建设高峰，铁路、高速公路、机场、港口、水利建设、城市化、垃圾卫生填埋、河道防治、围海护堤、旧的道路和其他工程改造加固等使土工合成材料正面临着前所未有的机遇，由于其相对传统材料突出的性价比，新建或者改造项目中土工合成材料的应用正迅速普及。尤其是 4 万亿的经济刺激政策、2 万亿的铁路投资和不断超预期新疆建设投资都将直接拉动土工布的需求。08 年我国土工合成材料产量 16.4 万吨，同比增长 18.8%，而同年美国土工合成材料消费量高达 28.1 万吨，而美国是已基本完成基础设施建设，可见我国土工布的应用范围还有巨大的提升空间，预计未来 3~5 年，我国对土工织物需求量仍将保持 15% 以上高速增长。

土工合成材料中涤纶工业丝的使用比例正在提升：

- ✓ **土工合成材料中的非织造土工布比例在提升。**非织造土工布能呈机织土工布不具备的三维结构特性，厚度大、孔隙密、小且孔径曲折而稳定，能阻隔细微土壤颗粒，还能满足工程上大变形的要求，并具有优良的排水功能，且价格便宜，易于加工成各种土工合成材料。因此近年来其得以飞速发展，我国 80 年代初才开始使用非织造土工布，目前 60% 的土工布为非织造产品，与全球平均 70% 以上的水平比还有一定提升空间。
- ✓ **非织造土工布中又以综合性能最优的长丝纺粘土工布发展最快，**因为它力学性能优秀且纺丝速度远高于短纤针刺土工布等其他品种，发达国家长丝纺粘法土工布早已占到非织造土工布 60% 以上份额，。
- ✓ **涤纶更适合做土工布原料。**目前土工布原料是主要是聚丙烯和涤纶，但涤纶的各项新能更优，尤其在抗紫外线、抗老化性能上能满足工程要求，非织造土工布正越来越多的采用涤纶工业长丝。

综合来看，涤纶工业长丝是土工布行业增长和结构调整的双重受益者，预计我国土工布用涤纶工业丝的需求增速将高于土工布行业增速。

除以上行业外，涤纶工业丝还在绳索具、滤材等众多领域替代了传统材料。

3、产能向我国转移，我国在全球涤纶工业丝行业地位迅速提升

从产能产量和出口量看。目前，我国以迅速崛起崛起为全球最大涤纶工业丝生产国，目前年产能达 106 万吨，占全球一半虽然受金融危机影响，全球产量 110 万吨，同比下降 6.1%，，2009 年我国涤纶工业丝产量 56 万吨，而中国产量却仍增长 12%。一方面由于

我国经济高速发展使国内需求旺盛，为我国企业的发展提供了广阔的市场空间，国际企业也纷纷来华设厂，另一方面，与国际老牌涤纶工业丝企业相比，我国企业具备劳动力成本优势和使用先进设备的后发优势，承接了全球产能的转移。近年来我国涤纶工业丝出口量也快速攀升，目前已成为全球最大的涤纶工业丝出口国。

图 14：2009 年全球涤纶工业丝产量分布

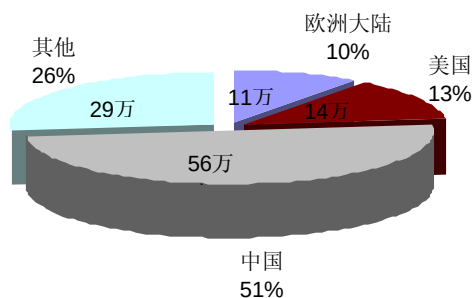
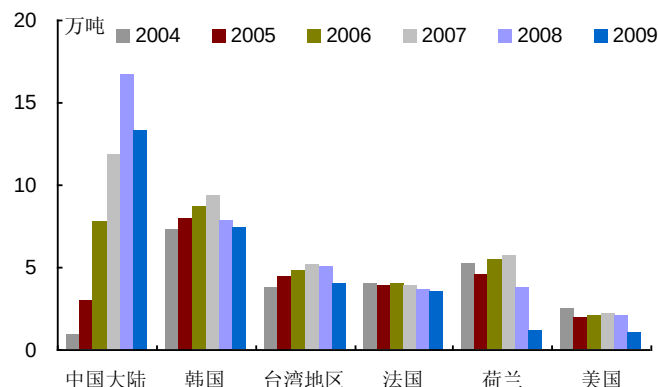


图 15：涤纶工业长丝主要出口国和地区近年出口量对比



资料来源：巴马格纤维年报 09/10，尤夫股份招股书，招商证券

资料来源：巴马格纤维年报 09/10，招商证券

从产品品质和技术含量看，涤纶工业丝根据性质可分为普通丝（或称高强丝、标准丝）和差别化丝（包括高模低收缩型、超强低缩型、耐磨丝、活化丝、有色丝等）。国际巨头美国 Performance Fibers（38 万吨）和韩国晓星（17 万吨）主要生产高模低收缩丝等高附加值的差别化丝。而国内企业近年来加大研发投入，之前主要生产普通丝的情况正在改变，差别化丝的比例迅速提升，如海利得的高模低收缩已经成功进入德国大陆轮胎和法国米其林轮胎的供应体系，尤夫股份和古纤道的超低收缩丝也已在国内外享有声誉。

恒力产能投产的主要是工业化丝，对以高模低收缩丝为代表的差别化丝影响不大。虽然整体看，工业丝产能在快速增长，但真正具有高技术含量、高品质的差异化产品扩张速度远不及普通丝，从海利得、尤夫等企业的差别化丝供不应求可见一斑。目前，普通丝的售价在 14000 元左右，毛利率 10~15%，而高模低收缩丝等超过 18000 元，毛利率超过 20%，而设备改造的难度较大，需要公司有很强技术实力。

4、提升设备和工艺改进能力、差别化和一体化是竞争优势的关键

从涤纶工业丝产业链的角度分析，涤纶工业丝行业自上而下涉及生产设备和工艺、生产原料、涤纶工业丝及下游产业用纺织品。

我国涤纶工业丝生产设备高度依赖进口。我国虽是全球最大的涤纶工业丝生产国，但只有生产普通丝的纺丝设备实现了一定程度的国产化，且其中的网络喷嘴、重旦拉伸卷绕等关键装置还要依靠进口。此外，固相聚合设备则完全依赖进口，主要由 UOP 公司、瑞士布勒公司、美国 BEPEX 公司和生产，而纺丝设备则主要来自欧瑞康巴马格公司和日本 TMT 公司，此外领先的技术工艺和设备开发及承包公司如东丽工程公司、AQUAFIL、M&G、吉玛、Inventa-Fischer、UIF 等公司也从产业链中获取了高额利润，国内仅有大连合成纤维研究所股份有限公司在工程设计和承包领域具有竞争力。

涤纶长丝企业自身的设备调试、改造和工艺开发能力对提升盈利能力非常重要。我国生产设备不仅来自进口，而且设备更新新速度很快，最新纺丝设备的纺丝速度每两年可实现翻番，UOP 公司的固相聚合装置单线生产能力已突破 1000t/d，若一个企业完全依靠

进口最先进的设备而自身缺乏设备改造和工艺开发的能力，仅仅依赖于设备或工程公司“交钥匙”，其依靠高额投资获取的技术和效率优势将非常短暂，且如果要保持优势，频繁的设备投入也将使其现金流不堪重负，因此，**具有长期竞争优势的公司的突出特点就是具备很强的设备和工艺的二次开发和持续改进能力**。此外，虽然国内企业的生产设备虽然来源基本相同，但本身技术实力的差异也会使产品的品质和性能差别显著，例如国内企业中仅有海利得的高模低收缩丝得到了国际轮胎巨头认可，而尤夫股份的拒海水丝可以获取很高的毛利率。

表 9：我国主要的涤纶工业丝生产企业和差别化丝产能

生产商	总产能（万吨）	低收缩丝（SLS）产能	高模低收缩丝（HMLS）产能
江苏恒力化纤	20.3	8.0	0.3
浙江海利得	12.0	3.0	2.4
浙江古纤道	9.5	3.3	0.4
韩国晓星（嘉兴）	6.8	1.2	5.6
台湾新光	5.9	0.8	2.4
浙江尤夫	5.0	1.2	-
绍兴海富	5.0		
上海温龙	4.5	1.2	-
台湾远东（苏州）	4.2	0.6	3.6
广东开平联新（美国 Performance Fibers）	4.2	-	2.5
黑龙江龙涤	3.5	-	-
无锡太极	3.5	-	1.5
亚东工业（苏州）	4	-	1
上海石化	2.1	-	0.3
合计	90.5	19.3	18.3

资料来源：招商证券 单位：万吨

普通丝壁垒低，差别化和功能化是优秀企业的必然选择。近年我国普通丝产能扩张迅速，毛利率已近降至 10%~12% 左右的水平，但是以高模低收缩丝、超低收缩丝等各种差别化丝由于技术壁垒较高，应用领域不断拓展而需求旺盛，附加值显著高于普通丝，总体能维持 20% 以上的毛利率，部分产品（如拒海水丝）甚至高达 40%~50%，因此持续的开发高品质的差别化和功能化的产品将使企业保持较强的盈利能力。

一体化将为企业带来广阔的发展空间。

- ✓ **向上一体化。**生产高品质涤纶工业丝对原料聚酯切片的质量要求很高，涤纶工业丝企业自己生产聚酯切片将能充分保证原料的高品质和充足稳定的供给，降低经营风险，并降低物流成本。而受制于我国石化原料自给率低的现状和巨大的投资门槛，进一步向上延伸至 PTA 和乙二醇并不现实。
- ✓ **向下延伸至产业用纺织品，不仅可以通过整合降低综合成本。**产业用纺织品的性能很大程度上决定于纤维，如高模低收缩丝的性能和品质就是国际轮胎巨头对帘子布供应链进行测试和认证的重点，认证时间一般长达 1~2 年，如果涤纶工业丝与帘子布生产直接衔接，不但省却了物流成本，工业丝企业还可以通过改进工业丝的性能，及时且最大限度的改进帘子布的性能，且帘子布的问题也更易查找和跟踪。如韩国晓星公司也是帘子布巨头。
- ✓ **部分产业用纺织品需求旺盛，但涤纶帘子布等下游品供给不足，优势的工业丝企业存在切入契机。**全球和我国的帘帆布等产业用纺织品需求旺盛，前文已经详尽的分

析过，未来几年，我国涤纶帘子布的供给将较为紧张，为高品质的涤纶工业丝企业进入行业提供了市场空间。

三、推荐差别化和一体化龙头：推荐海利得、尤夫股份

综上所述，我国产业用纺织品行业的发展和涤纶工业丝行业的高速增长，并正承接全球的产能转移，虽然普通丝产能已经过剩，但差别化丝，尤其是高品质差别化丝在全球结构性短缺，为我国具备综合竞争优势的高品质差别化涤纶工业丝企业提供了难得的发展契机，**重点推荐海利得、尤夫股份。**

1、海利得：技术和管理优势兼备，显国际级领导企业潜质

国内产品差别化率和向上一体化程度最高的涤纶工业丝企业。公司目前共有 12 万吨涤纶工业丝产能，居全球第四位，虽然江苏恒力年初投产 20 万吨产能，但海利得总产能其中 7 万吨为差别化丝，其中高模低收缩丝 2.4 万吨，安全带丝 1.4 万吨，安全气囊丝 2000 吨，低收缩、超低收缩丝 3 万吨，已成为国内差别化率最高的涤纶工业丝企业，此外还有 1.04 亿平米灯箱布产能。其中 5 万吨差别化丝和 9.8 万吨固相聚合装置在今年 6 月份投产，目前基本实现了聚酯切片的自给，保障了原料品质的稳定性，并省却了未来因更换供应商所需的再认证周期和成本。

拥有全球最具竞争力的高模低收缩丝产品，最大程度受益中国轮胎业大发展。由于高模低收缩丝技术壁垒和附加值高，需求量大且增长快，全球涤纶工业丝巨头高性能纤维和晓星都主要生产高模地收缩丝，公司生产的高模低收缩丝通过了国际轮胎巨头的严格认证，主要用于高端车型，技术和品质优势十分明显，不仅是以品质享誉世界的全球第四大轮胎企业德国大陆轮胎的帘子布在中国的唯一涤纶工业丝供应商，且供应量连年高速增长，从 08 年的 2000 余吨增长到 09 年的 6000 多吨，预计 10 年供货量将超过 8000 吨，目前占到大陆轮胎全球涤纶工业丝消耗量的 10% 以上。而 2011 年 1 月，大陆轮胎在中国的首个轮胎厂将在合肥投产，最终规划产能达 1600 万套，海利得作为其优质的合作伙伴，必将是其中的最大受益者。**公司产品在 8 月份通过了全球轮胎领导者米其林的认证，目前已经进入合作细节商谈阶段，我们预计有望在 4 季度确定未来 1~3 年的订单情况，有优质产品和口碑作保证，预计商谈结果将较为乐观，建议密切关注其进展。**

安全带丝受国际认可，安全气囊丝开业界先河。凭借强劲的技术研发实力和优秀的品质，公司安全带丝产品已通过了 BERGER、AOTULIV、OPPERMANN 等国际知名织带厂商的认证，售价与高模低收缩丝相当，每辆车的安全气囊丝用量约 1 千克，市场巨大，公司首创涤纶安全气囊丝已给全球领先汽车安全系统总厂商 TRW 正常供货，用于副驾驶和侧气囊，主气囊用丝正在认证，公司正开辟一个替代锦纶安全气囊丝的巨大新市场。

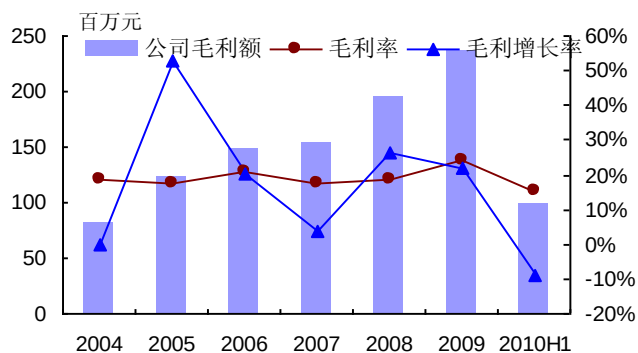
向下游拓展至帘子布领域契合客户需求，销售和盈利前景乐观。公司在建的 3 万吨高模低收缩丝+帘子布项目的一期 1.5 万吨产能将在明年 2 季度投产，二期 1.5 万吨产能有望在 4 季度或后年上半年投产。有国际轮胎巨头的认可，主动提出希望公司直接供应帘子布，而公司在浸胶工艺上也已经取得了突破，掌握了先进的工艺技术，因此销路完全不是问题，我们预计帘子布按涤纶丝市场价计成本的毛利率将达到 20% 以上。预计帘子布投产 3~6 个月后，即明年三季度，公司的帘子布将完成在大陆和米其林等公司的认证，12 年全面贡献业绩。

欧盟反倾销案最大赢家，出口竞争力提升，更彰显管理水平和国际级企业潜力。6 月 2

日，欧盟对原产于我国的聚酯高强力纱做出反倾销初裁，判定海利得不存在反倾销，而对其余涉案企业征收 7.7~9.3%，虽然终裁要到 12 月才进行，但按照惯例一般不会发生变动，公司在出口竞争力将会因为独具的成本优势而大幅提升。以上列表为欧盟对华聚酯高强力纱的反倾销初裁结果，9 月 28 日，目前该反倾销案件的修改意见稿出台海利得、华春均为 0，其他企业在 5.1%~14.3% 不等。更值得关注的是，欧盟官员的反倾销调查涉及公司们对企业的股权结构、治理结构、规范运作、成本销售价格、人事管理、采购等方方面面进行了苛刻的核查，作出的判决是对海利得经营管理水平和国际竞争力的最好证明，全球排名第四的产能规模加上稳健的发展，一个国际级领导企业初现端倪。

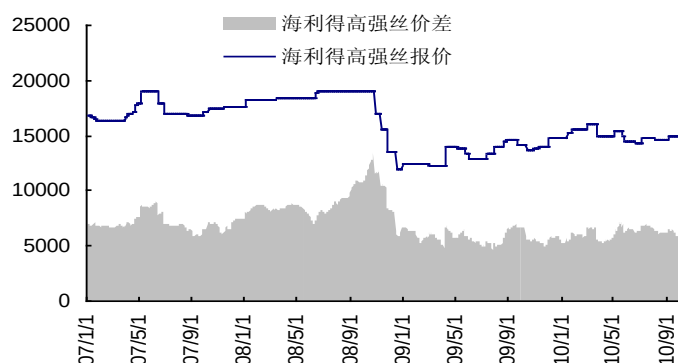
依托海宁经编产业园，拓展产业用纺织品产业链独具优势。公司所处的海宁经编产业园区始建于 2000 年，是我国最具规模和管理最优秀的产业用纺织品基地，2010 年初，被工信部评为首批 62 个“国家新兴工业化产业示范基地”之一，也是 3 个纺织业示范基地之一（另两个是浙江绍兴的纺织印染基地和宁夏灵武羊绒制品基地的），作为唯一入选产业用纺织品基地。园区中大量的产业用纺织品企业、便捷的配套服务和完善的设施为公司研发、生产、销售产品和拓展产业用纺织品产业链提供了无可比拟的便利。

图 16：公司历年盈利增长稳健



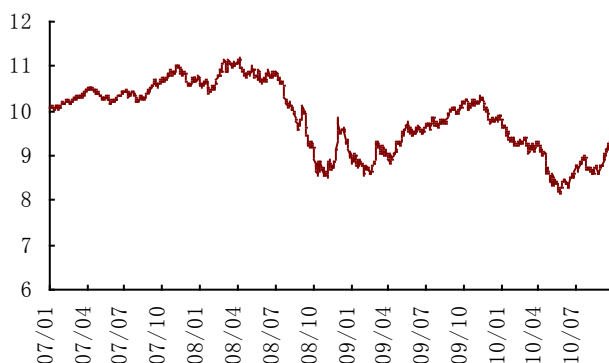
资料来源：公司公告，招商证券

图 17：内销产品盈利能力保持稳定



资料来源：化纤经济信息网，招商证券 注：价差=产品报价-0.86*PTA-0.34*MEG

图 18：下半年欧元兑人民币快速升值



资料来源：公司公告，招商证券

高价原料消化完毕，欧元持续反弹，需求提升，新产能投产，三季度起公司盈利能力进入上行期。半年报显示公司聚酯切片上半年毛利率为-2.18%，销售收入 8012 万，主要由于公司 9.8 万吨聚酯切片产能先于 5 万吨涤纶工业丝于 4 月投产，这期间聚酯切片部分外售，但 PTA 原料在 09 年底就签订了全年的采购订单，每月采购和结算，而从年初

开始, PTA 价格走跌, 至聚酯产能投产时聚酯价格已下滑, 而公司已经库存了一定数量的高价原料, 因此导致聚酯毛利率为负, 但这批高价原料在 7 月初已经消化完毕, 目前使用的为重新采购的低价原料。

公司 55%~60% 的收入来自出口, 估计其中约 30% 欧元结算, 上半年, 欧元一路下跌, 汇兑损益拖累了公司业绩 1000 万左右, 而从 6 月底至今, 欧元已经反弹了 11.5%, 按照公司半年报报中 500 万欧元的应收账款作为正常额度测算, 公司在三季度实现汇兑损益约 500 万元, 增厚 EPS 约 2 分钱, 10 月 12 日最新汇率对 2 季度平均值升值了 6.5%, 欧元定价和结算的收入将反映为公司毛利率有所提升, 假设公司收入 30% 的欧元结算, 按公司目前的收入水平, 欧元每升值 1%, 贡献公司 EPS 0.013 元。而公司对美元通过远期结售汇合美元贷款坐了充分的对冲, 美元的贬值不会对公司产生负面影响。

受汽车和轮胎消费、基建投资和出口等旺盛的拉动, 涤纶工业丝行业景气上行, 毛利率回升, 销量增长, 我们估测, 公司 09 年涤纶丝销量约 5 吨, 而 10 年上半年销量达近 3 万吨, 由于 5 万吨差别化工业丝项目在年中投产, 公司下半年的销量将超过 4 万吨, 灯箱布销量将超过 8000 万平米, 且价格进入上行通道。目前, 而受益于行业景气提升, 以及 9 月底的涤纶工业丝行业会议构建了规避恶性竞争的产业联盟, 涤纶工业丝的价格集体上行,

中长期高成长确定, 短期盈利迎来拐点, 首次给予“强烈推荐-A”的评级, 目标价 25 元。公司已建立了技术、规模、产品线、客户和一体化的全方位优势, 持续的创新力使公司开辟了极具抗冲击性和成长性蓝海, 而受到权威认可的先进管理奠定了公司持续发展和敢于面对国际竞争的基石, 中长期成长性确定, 而短期看, 欧元的升值、行业景气的提升和新产能的投放是公司在经历 10 年 2 季度的低谷后迎来了盈利拐点, 优质的高成长公司完全可以享受高于传统行业的估值。我们预测公司 10~12 年 EPS 为 0.60 元、0.94 元和 1.37 元, 复合增长率达 40% 以上, 按 11 年 25 倍~30PE 估值, 目标价 25 元, 给予“强烈推荐-A”的投资评级。

表 10: 销售收入预测

		2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
产品销量	涤纶工业长丝(万吨)	4.20	4.80	7.2	11.0	14.0
	灯箱布(万平米)	6800	7600	8500	8500	8500
	帘子布				0.3	2.5
产品单价	涤纶工业长丝(万元/吨)	15417	12337	13866	14200	14200
	灯箱布(元/万平米)	53571	45799	47000	48000	48000
	帘子布				23932	23932
产品收入 (百万元)	涤纶工业长丝	648	592	996	1562	1988
	灯箱布	364	348	400	408	408
	帘子布				72	598
	聚酯切片			80		
	其他	38	30	28	28	28
毛利率	涤纶工业长丝	20.3%	22.2%	19.1%	20.0%	20.0%
	灯箱布	14.6%	28.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	帘子布				20.0%	20.0%
	聚酯切片			-2.2%		
	其他	25.3%	19.6%	16.0%	16.0%	16.0%
综合毛利率		18.6%	24.4%	18.1%	21.1%	20.7%
总收入(百万元)		1041	970	1503	2070	3023
收入增长率		27.7%	-6.8%	55.0%	37.7%	46.0%

资料来源: 08、09 年的销量、均价数据为估算值, 招商证券

表 11：海利得盈利预测简表

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1058	972	1507	2075	3029
主营业务成本	859	734	1234	1637	2401
主营业务税金及附加	5	3	5	6	9
主营业务利润	16	18	23	31	45
其他业务利润	56	58	74	114	167
营业费用	10	3	13	18	13
管理费用	11	4	3	0	0
财务费用	(1)	1	1	0	0
营业利润	0	(1)	2	0	0
投资收益	101	154	158	268	395
补贴收入	8	8	15	9	9
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	107	160	171	275	402
营业利润	14	19	22	41	60
所得税	92	141	149	234	341
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
净利润	92	141	149	234	341
EPS (元)	0.74	1.13	0.60	0.94	1.37

资料来源：公司公告，招商证券

2、尤夫股份：技术实力雄厚，产能集中释放，长期前景可期

募投项目全力发展差别化丝，项目进展顺利，公司产品线的差别化率正在迅速提升。IPO 募投项目投产前，公司拥有 5 万吨涤纶工业丝产能，其中普通丝 33600 吨，差别化丝 16400 吨，其中低收缩、超低收缩丝 11000 吨，高模低收缩丝 800 吨，功能性丝（拒海水型、阻燃型、活化型、抗芯吸型）4600 吨，公司的募投项目全部用于附加值很高的产品领域，即 1.2 万吨高模低收缩丝，1.2 万吨低收缩、超低收缩丝和 1.6 万吨功能化丝，并且进展顺利：第一条线 6000 吨产能已于今年 8 月试生产，第二条线 6000 吨预计于今年年底试生产，低收缩、超低收缩丝的生产线设备订单已经签订，预计明年 2 月投产，功能性丝设备将在近期选定。

低收缩丝、超低收缩丝领域领导企业，技术和产品品质优异，上市带来品牌效应，产品供不应求。公司是业内低收缩和超低收缩丝的领导企业之一，产品即便在欧洲也是客户的首选，上市以来，客户认知度大增，加上优异的品质，公司的产能瓶颈非常明显，而公司的该丝种主要用于蓬盖布、灯箱布和建筑的膜结构等，通过前文分析可知，市场都在迅速增长，募投项目产能释放的前景乐观。

拒海水丝附加值极高，彰显尖端产品研发能力。拒海水丝是涤纶工业丝中附加值最高的品种，公司的拒海水丝是全球仅有的三家通过美国船级社认证的企业，毛利率高达 40~50%，主要用于海洋钻井平台的固定绳缆，由于耐腐蚀性优异、自重轻、强度大，正迅速取代钢缆，长期受益于深海钻进是长期发展趋势，虽然年销量仅 1000 吨左右，但充分体现了公司尖端的技术研发实力，为公司向其他高技术壁垒领域拓展提供了技术保障。

进军下游帘帆布和软硬线绳领域，市场供需环境良好，自身技术储备和精英团队加盟助使成功概率提升，化茧成蝶可期。公司控股子公司尤夫科技建设 1.2 万吨帘子布和 1.2 万吨帆布产能，一期 4000 吨帘子布和 8000 吨帆布在 6 月已试生产，而二期 8000 吨

帘子布+4000 吨帆布，将在 10 年 4 月进入调试期，自身深厚的技术储备和从晓星等公司挖来精英团队为公司涉足这些下游领域提供了强劲的技术支撑，目前进展顺利，已通过部分台湾轮胎企业的认证，正在国际轮胎巨头处接受认证。7000 吨线绳和胶管纱产能预计明年 4 月完成设备安装，由于该市场极度细分，且技术壁垒较高，毛利率较高，项目前景看好。

表 12：尤夫股份销售收入预测

		2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
产品销量 (吨)	普通涤纶工业丝	21006	28342	32000	34000	34000
	差别化、功能化丝	11434	15786	17400	44400	56400
	帘子布、帆布			2400	21600	24000
	硬线绳				750	1400
	软纤绳				2250	4000
	胶管纱				500	1000
产品单价 (元/吨)	普通涤纶工业丝	13507	9917	10800	11000	11000
	差别化、功能化丝	14733	12013	12600	13000	13000
	帘子布、帆布			21368	21368	21368
	硬线绳				42735	42735
	软纤绳				20513	20513
	胶管纱				29915	29915
产品收入 (百万元)	普通涤纶工业丝	284	281	346	374	374
	差别化、功能化丝	168	190	219	577	733
	高粘切片		50	8		
	帘子布、帆布			51	462	513
	硬线绳				32	60
	软纤绳				46	82
	胶管纱				15	30
毛利率	普通涤纶工业丝	21.0%	16.1%	12.0%	12.0%	12.0%
	差别化、功能化丝	22.2%	26.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	高粘切片		7.1%	6.6%		
	帘子布、帆布			20.0%	20.0%	20.0%
	硬线绳				40.0%	45.0%
	软纤绳				20.0%	20.0%
	胶管纱				25.0%	25.0%
综合毛利率		20.7%	18.9%	15.4%	18.5%	19.2%
总收入 (百万元)		453	520	624	1506	1792
收入增长率		27.7%	-6.8%	47.1%	44.9%	43.6%

资料来源：08、09 年的销量、均价数据为估算值，招商证券

首次给予“强烈推荐-A”的评级，目标价 25 元。如果公司的各项目进展顺利，我们预计公司 10~12 年 EPS 分别为 0.36 元、0.92 元和 1.16 元，而较强的技术实力和优秀的核心团队使公司实现目标的概率较大，是新产能释放时期的高成长公司，且现在正处于发展的关键期，一旦成功跨越，将完成蜕变并打开更广阔的成长空间，在行业景气向上的背景下，按 11 年 25 倍~30 倍 PE 估值，目标价 25 元，给予“强烈推荐-A”投资评级。

表 13: 尤夫股份盈利预测简表

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	456	523	627	1514	1801
主营业务成本	359	425	531	1234	1454
主营业务税金及附加	1	1	3	6	7
主营业务利润	10	12	13	30	36
其他业务利润	14	17	20	45	54
营业费用	3	2	(12)	0	0
管理费用	(6)	1	0	0	0
财务费用	0	1	0	0	1
营业利润	0	0	(1)	0	0
投资收益	75	66	73	198	250
补贴收入	7	5	6	0	0
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	82	71	79	198	250
营业利润	4	7	12	30	38
所得税	77	64	67	168	213
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	77	64	67	168	213
EPS (元)	0.56	0.47	0.36	0.92	1.16

资料来源：公司公告，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

廖振华: 上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业分析师，两年化工行业研究经验。

袁孝锋: 复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007年最佳分析师石油化工第二名。

张啸伟: 南开大学国际经济研究所世界经济硕士，天津大学化学工程与工艺学士，2010年4月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师

李荣耀: 上海财经大学数量经济学硕士，同济大学高分子材料学士，两年化工行业研究经验，2010年4月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。