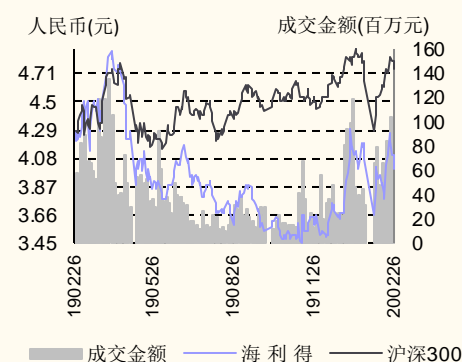


市场价格 (人民币): 4.00 元  
 目标价格 (人民币): 5.10-5.10 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.23
已上市流通 A 股(亿股)	9.71
总市值(亿元)	48.92
年内股价最高最低(元)	4.27/3.66
沪深 300 指数	4073
中小板综	10791



## 差别化工业丝龙头，越南项目助成长

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,186	3,569	3,858	4,211	5,006
营业收入增长率	24.14%	12.03%	8.09%	9.14%	18.88%
归母净利润(百万元)	314	351	318	372	486
归母净利润增长率	22.99%	11.94%	-9.34%	16.87%	30.66%
摊薄每股收益(元)	0.257	0.287	0.260	0.304	0.398
每股经营性现金流净额	0.37	0.43	0.48	0.55	0.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.96%	12.05%	10.07%	10.99%	13.22%
P/E	23.11	13.27	15.36	13.15	10.06
P/B	2.53	1.60	1.55	1.44	1.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **涤纶工业丝龙头企业，聚焦于差异化产品。**海利得主要产品包括涤纶工业丝、轮胎帘子布、灯箱布、天花膜以及石塑地板等，专注于汽车安全、广告材料和新材料三大领域。公司涤纶工业丝主要分车用丝和非车用丝两部分，其中车用丝占比 70%。车用丝产品品质要求较高，要经过 1-2 年的认证才能得到下游客户的认可，公司的安全带丝、安全气囊丝、帘子布产品打入国际一线品牌客户，产品以出口为主，2019 年上半年公司出口占比约 66%。
- **车用涤纶工业丝、涤纶帘子布市场空间持续增长。涤纶气囊丝：**当前气囊丝的原材料主要以尼龙丝和涤纶丝为主，涤纶丝整体性价比优异，随着 TRW、丰田等逐步用涤纶丝来替代尼龙丝，预计涤纶丝的占比将由 2019 年的 30% 增长至 2025 年 50%。**安全带：**整体来看，安全带的需求与汽车销量的需求呈现正比关系。**涤纶帘子布：**随着轮胎子午化率的不断提升，涤纶帘子布需求逐步增长，帘子布下游客户认证壁垒较高，公司帘子布产品打入国际一流品牌客户，帘子布下游客户中外资比例占到 78.7%。
- **越南项目推动公司发展更上一台阶。**公司于 2018 年 5 月拟在越南福东工业区投资成立子公司实施年产 11 万吨差别化涤纶工业长丝项目。与国内相比，越南工厂在用工成本，基础设施成本等方面具有显著优势；此外，越南工厂享受“2 免 4 减半”税收优惠。公司越南工厂建设进度顺利，预计在 2020 年二季度投产 1.2 万吨气囊丝，2020 年四季度投产 4.5 万吨高模低收缩丝，2021 年逐步投产其他产能。

## 盈利预测与投资建议

- 受贸易摩擦及汽车行业景气下行的影响，2019 年前三季度，公司实现营业收入 29.92 亿，同比上涨 12%，归母净利润 2.43 亿，同比下滑 16%。公司是国内差异化涤纶工业丝龙头企业，在经历了前两年经营环境的考验后，行业地位愈加稳固，公司盈利逐步修复，未来越南项目投产将使公司业绩再上新台阶，我们预计公司 2019、2020 和 2021 年归母净利润 3.18 亿元、3.72 亿元、4.86 亿元；EPS 分别为 0.26 元、0.3 元和 0.4 元。我们给予公司 2020 年 17 倍 PE，目标价 5.1 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

- 越南项目建设及投产进度不及预期；原材料价格大幅上涨；需求不及预期。

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001  
 puqiang@gjzq.com.cn

王明辉 联系人  
 wangmh@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、坚持涤纶工业丝差异化发展	4
1.1 公司产品主要以差异化涤纶工业丝为主	4
1.2 下游客户的认证壁垒高	4
1.3 公司收入和利润持续增长	5
二、公司涤纶工业丝以车用为主，市场空间持续增长	6
2.1 涤纶工业丝下游应用广泛	6
2.2 公司的涤纶工业丝以车用为主	8
2.2.1 涤纶气囊丝渗透率不断提升	8
2.2.2 安全带丝与汽车行业保持同步增长	10
2.2.3 涤纶帘子布业务认证壁垒高	11
三、越南项目推动公司发展更上一台阶	13
3.1 贸易摩擦抬头，海外建厂分散风险	13
3.2 越南建厂与下游汽车产业链配套，且具有成本优势	14
四、塑胶材料业务平稳增长	15
4.1 灯箱布、PVC 膜将保持平稳	15
4.2 石塑地板往高端领域渗透，未来保持增长	16
五、盈利预测	18
六、风险提示	18

## 图表目录

图表 1：围绕核心产品打造一体化产业链	4
图表 2：车用工业丝认证流程	4
图表 3：国外收入的占比不断提升（百万元）	5
图表 4：公司营业收入情况（百万元）	5
图表 5：公司归母净利润情况（百万元）	5
图表 6：涤纶工业丝和帘子布是收入主要来源（百万元）	6
图表 7：涤纶工业丝和帘子布是毛利主要来源（百万元）	6
图表 8：公司各个产品毛利率情况（%）	6
图表 9：全球涤纶工业丝市场规模（亿美元）	7
图表 10：全球涤纶工业丝产量和消费量（万吨）	7
图表 11：全球涤纶工业丝主要生产企业和产能	7
图表 12：车用丝是国内涤纶工业丝下游主要需求	8
图表 13：中国涤纶工业丝产能-产量-表观消费量	8
图表 14：涤纶工业丝价格底部震荡（元/吨）	8
图表 15：涤纶工业丝作为安全气囊丝原材料性能优于锦纶工业丝	9
图表 16：涤纶丝占比不断提升（%）	9
图表 17：全球汽车销量及增速	10

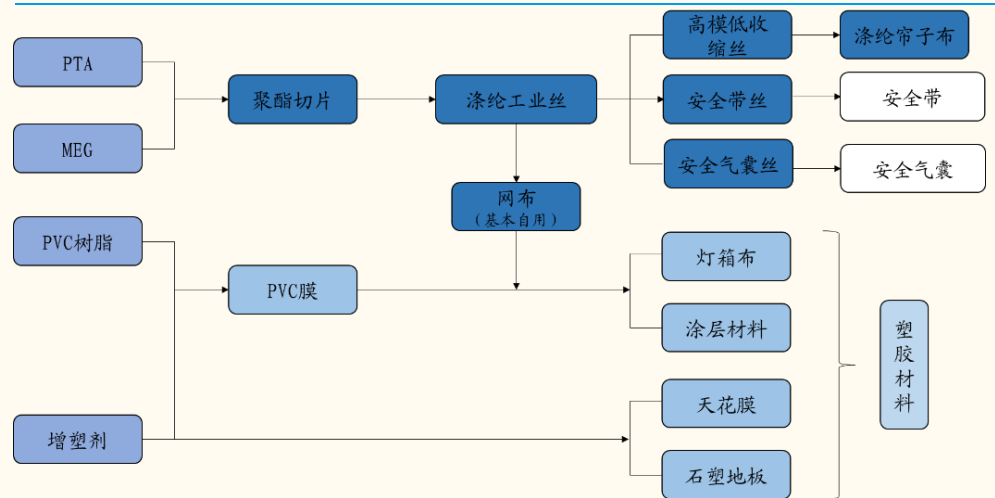
图表 18: 中国汽车产销及增速.....	10
图表 19: 中国市场汽车被动安全系统产量不断增长.....	10
图表 20: 奥托立夫安全气囊收入持续增长.....	10
图表 21: 全球汽车产量以及对安全气囊丝的需求量 (万辆) .....	11
图表 22: 子午线轮胎内部结构.....	11
图表 23: 帘子布生产工艺.....	11
图表 24: 我国涤纶帘子布使用量不断增长 (万吨) .....	12
图表 25: 2018 年我国轮胎子午化率达到 75%.....	12
图表 26: 2019 年中国出口到美国的涤纶工业丝同比下滑 (吨) .....	13
图表 27: 福东工业区地理位置优越.....	13
图表 28: 福东工业区地图.....	13
图表 29: 福东工业园区中国企业占比约 50%.....	14
图表 30: 福东工业园区企业类别以纺织为主.....	14
图表 31: 福东工业园区具有成本优势.....	14
图表 32: 福东工业园区具有税收优惠.....	14
图表 33: 越南涤纶工业丝和帘子布投产情况.....	15
图表 34: 越南项目产能规划.....	15
图表 35: 公司塑胶材料业务种类.....	15
图表 36: 灯箱布业务收入毛利及毛利率情况.....	16
图表 37: PVC 膜业务收入毛利及毛利率情况.....	16
图表 38: 美国石塑地板销售额持续增长.....	16
图表 39: 欧盟石塑地板进口额持续增长 (亿美元) .....	16
图表 40: 2011 年石塑地板在美国消费占比 19%.....	17
图表 41: 2017 年石塑地板在美国消费占比 34%.....	17
图表 42: 2011 年石塑地板在欧盟消费占比 15%.....	17
图表 43: 2017 年石塑地板在欧盟消费占比 29%.....	17
图表 44: 免胶止滑产品 Loose Lay.....	17
图表 45: 公司石塑地板业务保持增长.....	17
图表 46: 公司主要产品盈利预测.....	18
图表 47: 同行上市公司估值对比.....	18

## 一、坚持涤纶工业丝差异化发展

### 1.1 公司产品主要以差异化涤纶工业丝为主

- 浙江海利得新材料股份有限公司成立于 2001 年，2008 年 1 月于深交所上市，是一家集科研、生产、销售为一体的重点高新技术企业。公司主要产品包括涤纶工业丝、轮胎帘子布、灯箱布、天花膜以及石塑地板等，专注于汽车安全、广告材料和新材料三大领域。
- 围绕核心产品打造一体化产业链。目前公司主要产品是差别化涤纶工业丝，产业链较为完善，外购 PTA 和乙二醇原材料，自产聚酯切片制备涤纶工业丝。涤纶工业丝可以延伸至安全带丝和安全气囊丝，同时做成网布供灯箱布使用；公司高模低收缩丝产品向下游延伸至涤纶帘子布领域。

图表 1：围绕核心产品打造一体化产业链

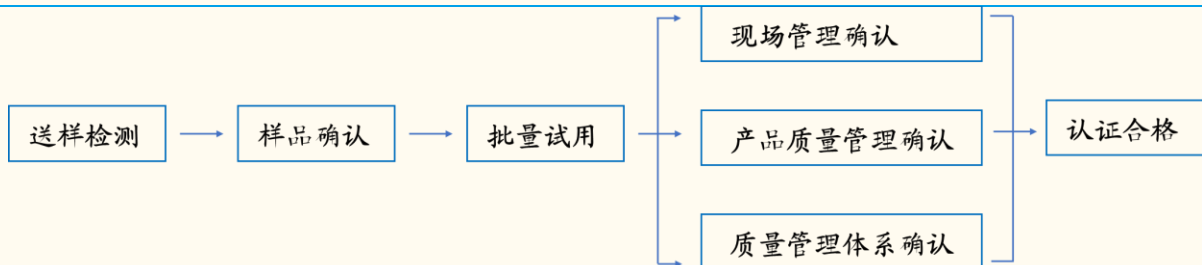


来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2 下游客户的认证壁垒高

- 公司涤纶工业丝主要分车用丝和非车用丝两部分，其中车用丝占比 70%。车用丝产品品质要求较高，往往要经过很长时间的的产品认证才能得到下游客户的认可，通常下游客户一般会对差别化涤纶工业长丝原料作长时间的检测以及为期 1-2 年的产品观测认证。公司早期便确立了“差异化战略和集中化战略”的竞争策略，即以差异化产品和服务，集中资源开拓和服务中高端目标客户。

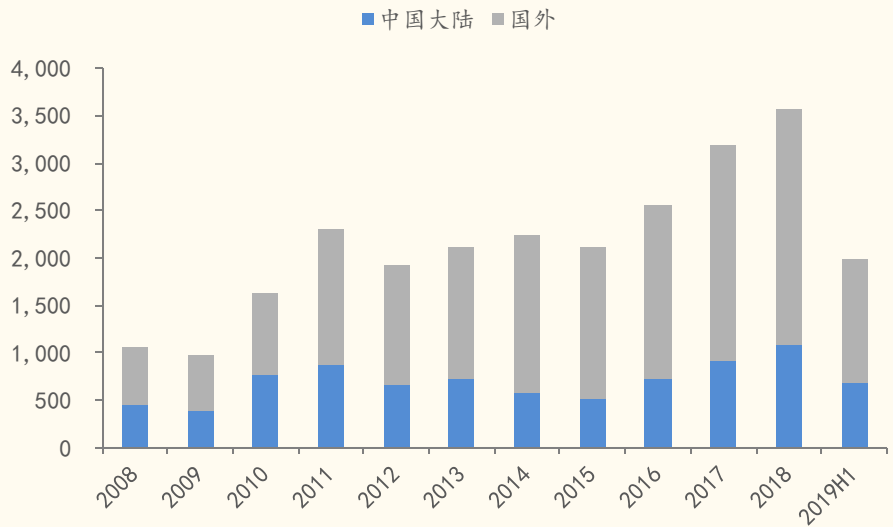
图表 2：车用工业丝认证流程



来源：公司公告，国金证券研究所

- 经过多年的努力，公司不断扩大差别化涤纶工业丝产能，拓展相关市场，成为全球差别化涤纶工业长丝龙头企业。目前公司安全带丝和安全气囊丝的下游客户包括 AUTOLIV、TRW、JOYSON、丰田全球前四大安全总成厂商等，帘子布下游客户有米其林、普利司通、大陆、住友、韩泰、固铂、诺基亚、优科豪马等国际一线品牌的客户。从收入占比来看，公司产品以出口为主，2019 年上半年公司的出口比例约为 66%。

图表 3：国外收入的占比不断提升（百万元）



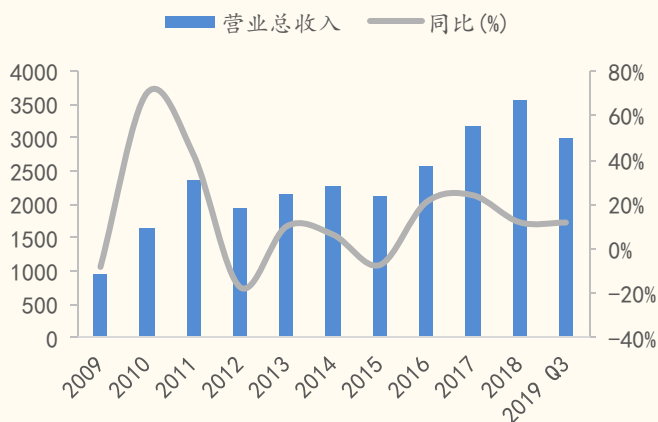
来源：Wind，国金证券研究所

### 1.3 公司收入和利润持续增长

■ 上市以来，公司营业收入保持了良好的增长态势，上市以来营收年均复合增速为 12.9%。公司业绩上市以来年均复合增速为 14.3%。2010 年-2011 年，公司差别化工业丝项目和大有光聚酯切片产能陆续投产，公司的营业收入和净利润快速增长。2012 年，由于国内同行大量扩产和欧债危机等外部因素影响需求，公司业绩大幅下滑。之后，公司坚持差异化战略，以车用安全产品、广告材料和新材料为发展方向，持续优化盈利结构，业绩进入稳定增长期。2016-2017 年，公司的车用丝和帘子布产能逐步投产，石塑地板业务持续放量，公司的营业收入和归母净利润迎来增长。

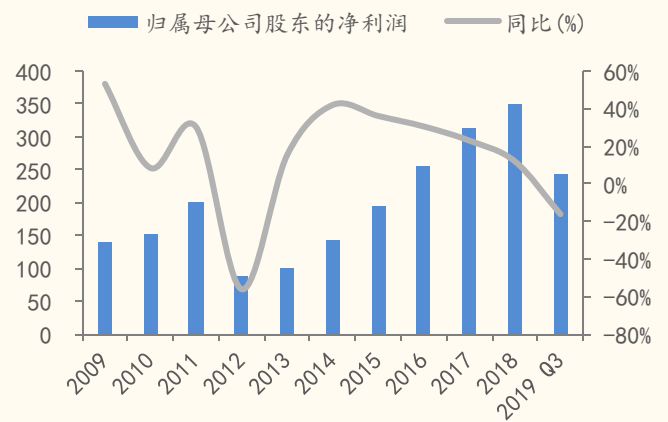
2018 年以来，受到贸易摩擦和汽车行业景气下行的影响，公司面临了严格的经营环境考验，2019 年前三季度，公司实现营业收入 29.92 亿元，同比增长 12%，归母净利润 2.43 亿，同比下滑 16%，这主要是因为受中美贸易摩擦影响，公司出口美国市场的帘子布订单大幅减少，同时，车用涤纶丝的销量受到汽车行业下滑的影响而有所减少。公司经历了这两年的经营环境考验，在非美国市场及国内市场开发力度不断加强，竞争地位愈加稳固，预计未来越南项目的投产将助力公司业绩登上新台阶。

图表 4：公司营业收入情况（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

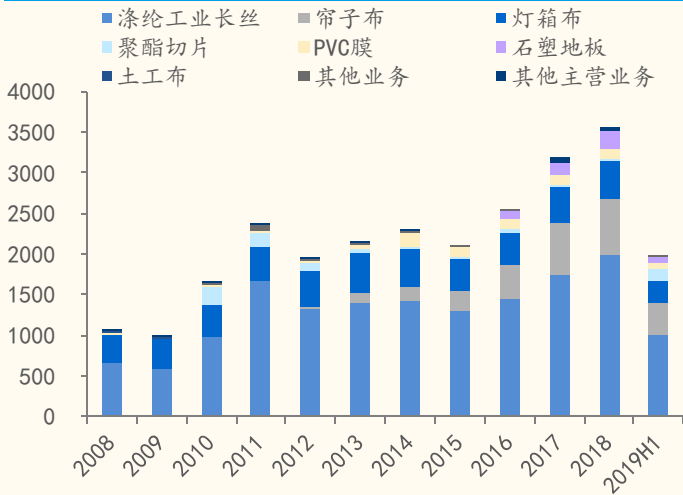
图表 5：公司归母净利润情况（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

■ 从收入和毛利构成来看，涤纶工业丝和帘子布是公司营收与毛利的主要构成部分。而帘子布产品从 16 年开始进入放量阶段，毛利率不断上升。

图表 6：涤纶工业丝和帘子布是收入主要来源（百万元）



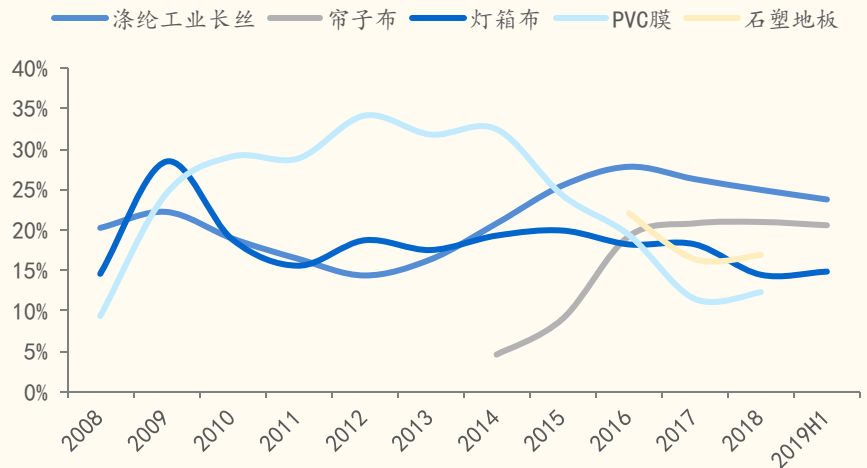
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：涤纶工业丝和帘子布是毛利主要来源（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：公司各个产品毛利率情况 (%)



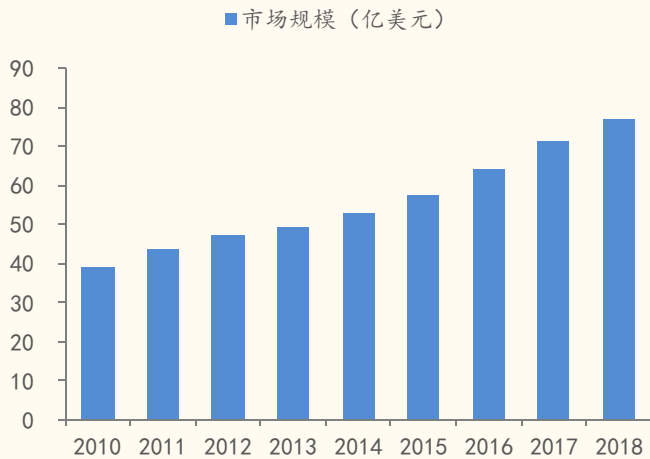
来源：Wind，国金证券研究所

## 二、公司涤纶工业丝以车用为主，市场空间持续增长

### 2.1 涤纶工业丝下游应用广泛

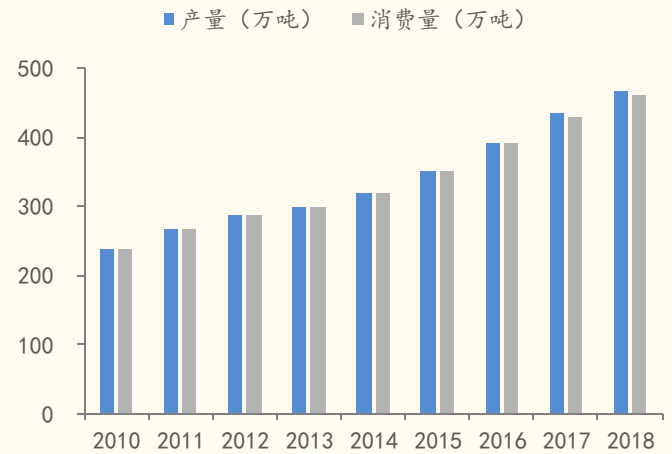
- 涤纶工业长丝是化学纤维的一种，属于化学纤维中的合成纤维，依据其性能可分为两大类：一是普通丝（或称标准丝、高强丝）；二是差别化丝。根据中纤网和智研咨询数据，2018年，全球涤纶工业丝消费量约460万吨，市场规模为76.89亿美元。

图表 9：全球涤纶工业丝市场规模（亿美元）



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 10：全球涤纶工业丝产量和消费量（万吨）



来源：中纤网，国金证券研究所

- 我国涤纶工业丝行业不仅可以满足自身需求，同时可以兼顾海外市场。海利得、古纤道等龙头企业在主流产品的质量方面已与欧美生产企业处于同一水平，并且拥有成本优势。

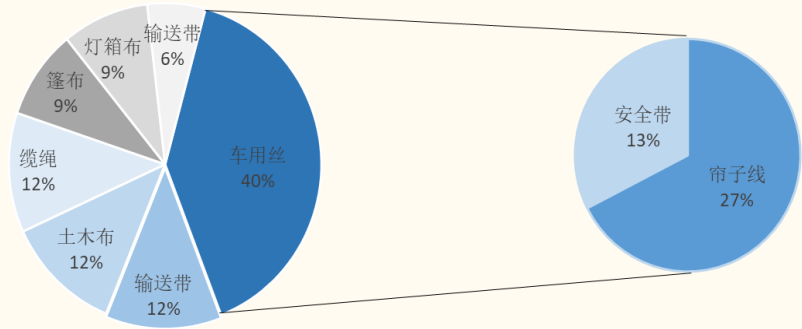
图表 11：全球涤纶工业丝主要生产企业和产能

序号	生产企业	总部所在地	产能（万吨/年）
1	浙江古纤道新材料股份有限公司	中国	60
2	Performance Fibers	美国	38.6
3	浙江尤夫高新纤维股份有限公司	中国	30
4	浙江海利得新材料股份有限公司	中国	21
5	江苏恒力化纤股份有限公司	中国	20
6	韩国晓星	韩国	17.2
7	远东集团	中国台湾	10.9
8	亚东工业（苏州）有限公司	中国台湾	8.5
9	江苏华亚化纤有限公司	中国	8
10	浙江金汇特材料有限公司	中国	7
总计			221.2

来源：中纤网，国金证券研究所

- 涤纶工业丝下游应用广泛，车用丝是需求主要增量。据中国化纤工业协会统计，2018 年国内工业丝下游产品主要包括车用产品、输送带、土工布等。其中车用产品占比达 40%，位列第一，车用丝又包括帘子布和安全带。考虑到汽车行业自身增长和国内涤纶产品渗透率的提高，未来车用领域将仍是涤纶工业丝需求增量的主要来源。

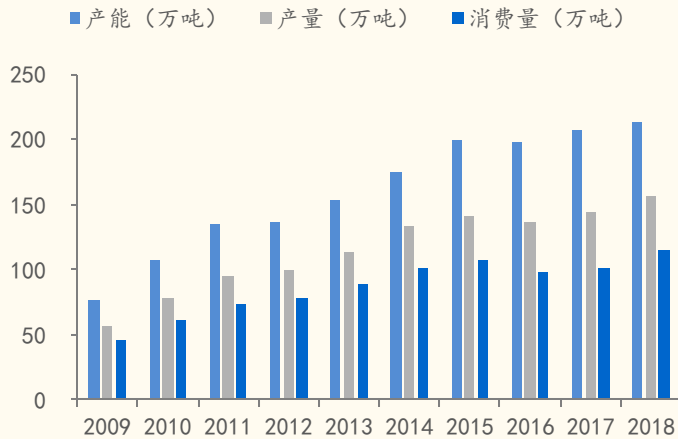
图表 12: 车用丝是国内涤纶工业丝下游主要需求



来源: 中国化纤工业协会, 国金证券研究所

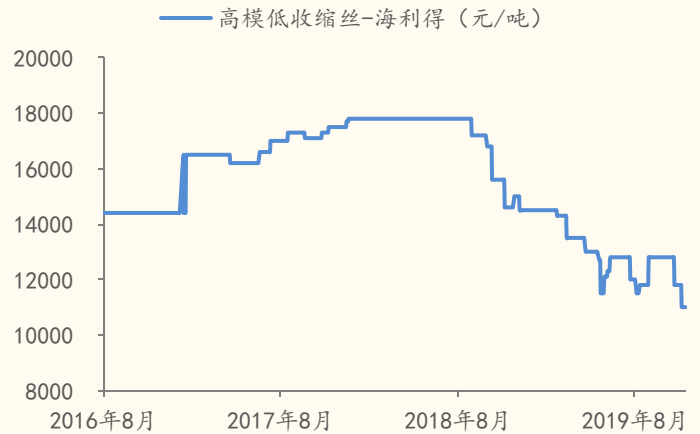
- 2018-2019 年, 涤纶工业丝有新产能投放, 供给端增加导致了国内市场竞争激烈。另一方面, 由于国内经济呈现疲软态势叠加中美贸易战影响了出口需求, 我国工业丝价格整体呈现下滑状态。

图表 13: 中国涤纶工业丝产能-产量-表观消费量



来源: 中纤网, 国金证券研究所

图表 14: 涤纶工业丝价格底部震荡 (元/吨)



来源: 百川资讯, 国金证券研究所

## 2.2 公司的涤纶工业丝以车用为主

- 公司涤纶工业丝分为车用和非车用工业丝两大类, 其中车用丝占比在 70% 左右。车用涤纶工业丝产品主要包括为高模低收缩丝、安全带丝以及安全气囊丝, 其中高模低收缩丝向下游拓展轮胎帘子布的生产, 轮胎帘子布主要用作轮胎等橡胶制品的骨架材料, 客户群体主要是轮胎厂商, 如米其林轮胎、大陆轮胎等; 安全带丝和安全气囊丝主要应用于汽车安全总成领域。

### 2.2.1 涤纶气囊丝渗透率不断提升

- 气囊丝主要分为尼龙气囊丝和涤纶气囊丝, 涤纶气囊丝渗透率不断提升。气囊织物特别是涂层织物普遍使用的是尼龙 66, 涤纶工业丝织成的安全气囊, 不仅可以免除上胶工艺, 减少产品单重和体积, 而且回潮率更低, 具有更好地透气性, 特别是原料价格明显低于聚酰胺 66, 性价比优势十分突出。以涤纶丝为原材料的气囊丝市场占比由 2003 年的 5% 提升至 2019 年的 30%。随着 TRW、丰田、东丽等逐步用涤纶丝来替代尼龙丝, 预计 2025 年涤纶丝占比将达到 50%。

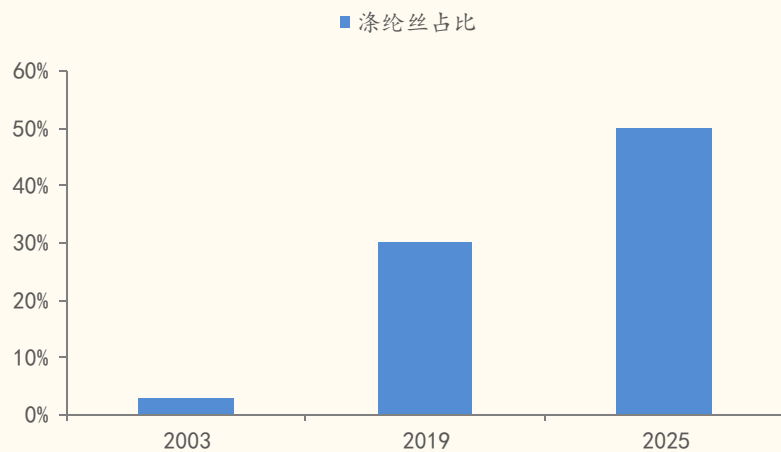


图表 15：涤纶工业丝作为安全气囊丝原材料性能优于锦纶工业丝

参数	锦纶工业长丝	涤纶工业长丝
重量	轻	重
可折叠性	易折叠	不易折叠
热焓值 (J/G)	622	303
优点	1) 初始模量低, 保护效果好; 2) 断裂伸长率和弹性回复率较高; 3) 体积热容量高, 耐热性好	1) 工艺简单, 成本低; 2) 强伸度高、耐磨、易回收, 保型性好; 3) 免除上胶工艺
缺点	工艺复杂, 成本较高	强力、断裂伸张率较低; 体积热容量低, 耐热性差
渗透率 (%)	80%	20%

来源: CKNI, 国金证券研究所

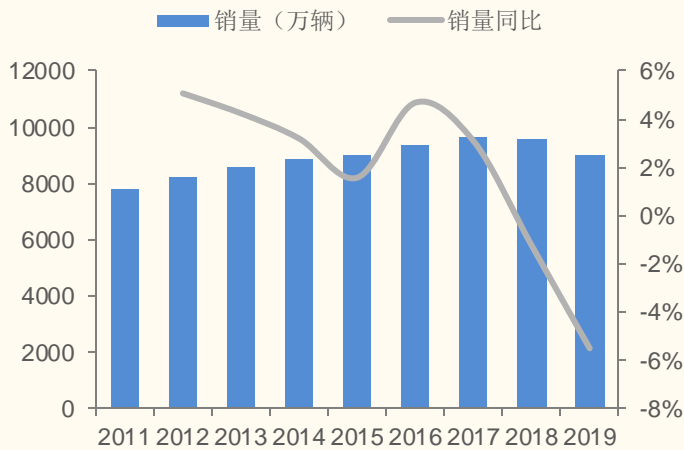
图表 16：涤纶丝占比不断提升(%)



来源: CKNI, 草根调研, 国金证券研究所

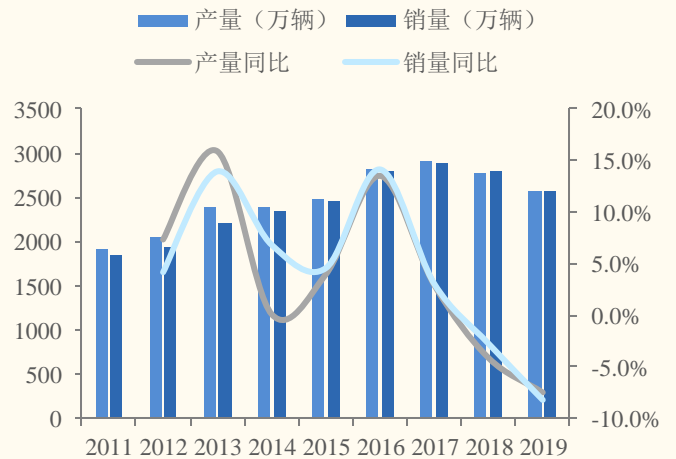
- **渗透率提升，被动安全市场销售仍不断增长。**2018-2019 年，在全球经济下行和贸易摩擦背景下，全球汽车行业面临下行压力。2018 年，我国汽车销量 2808 万辆，同比下滑 2.8%；2019 年，我国汽车销量 2576 万辆，同比下降 8.2%。但从被动安全系统市场来看，由于日益增强的安全意识，被动安全市场增速明显。2018 年中国汽车被动安全系统产量 1.19 亿套，较 2017 年增长 8.1%。预计到 2025 年，被动安全系统产量有望增长至 1.89 亿套，市场规模达到 54.2 亿美元。此外，从全球汽车安全系统供应商知名企业奥托立夫的收入情况来看，奥托立夫年安全气囊营业收入 2018 年同比增长 6.88%。

图表 17: 全球汽车销量及增速



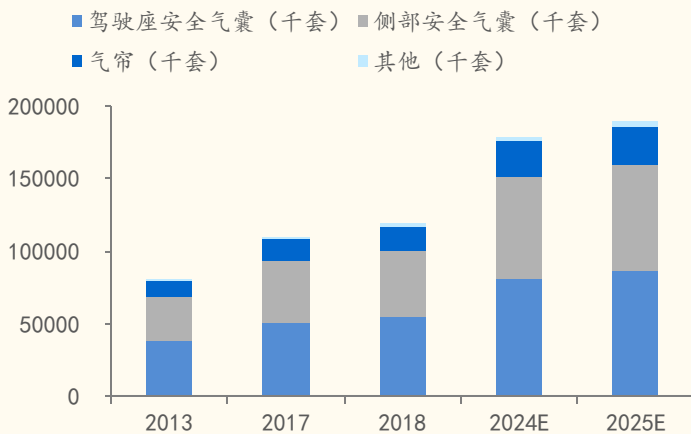
来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 18: 中国汽车产销及增速



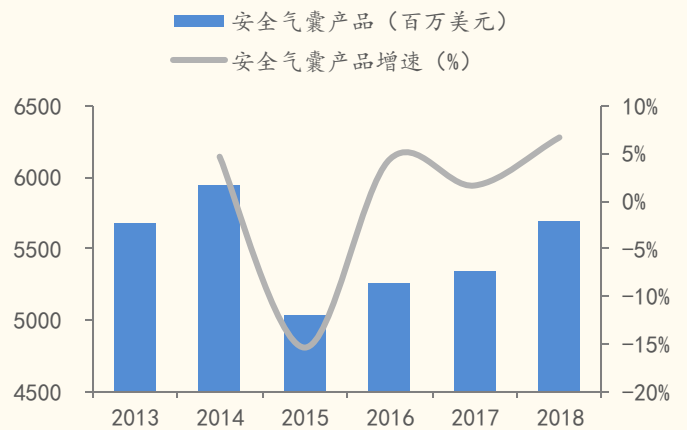
来源: 中国汽车工业协会, 国金证券研究所

图表 19: 中国市场汽车被动安全系统产量不断增长



来源: 恒州博智汽车研究中心, 国金证券研究所

图表 20: 奥托立夫安全气囊收入持续增长

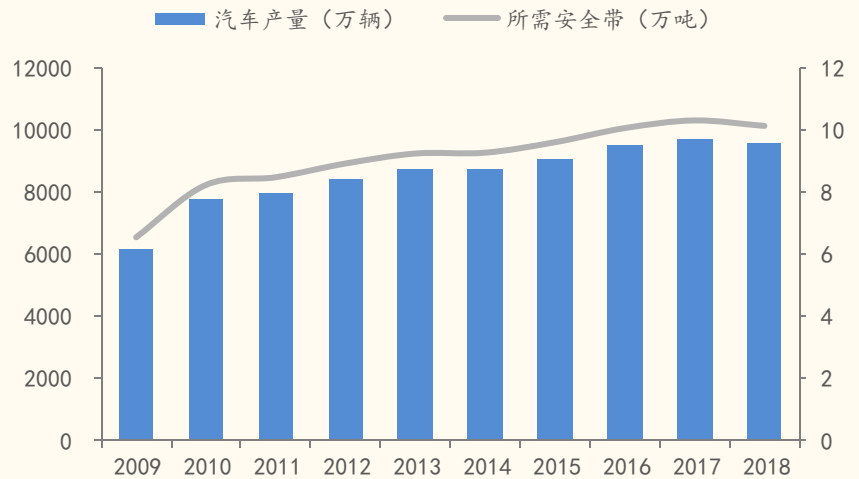


来源: 公司年报, 国金证券研究所

### 2.2.2 安全带丝与汽车行业保持同步增长

- 车用安全带丝以涤纶工业丝为主, 与汽车行业保持同步增长。**汽车安全带起着缓冲作用, 吸收撞击能量, 约束位移、避免或减轻驾乘人员受伤的程度, 因此要求编制材料需具备高强度、耐磨、耐光照、不褪色、湿度依赖性小等特点。而涤纶工业丝不仅可以很好地满足其要求, 而且在伸长率和价格上, 较聚酰胺纤维具有明显优势。因此, 20 世纪 80 年代差别化、功能型涤纶工业丝开始逐步替代聚酰胺纤维, 成为汽车安全带的主要编织材料。据统计, 每辆 5 座小轿车汽车所用安全带的重量约为 0.9 公斤, 若考虑商务车及 20 座以下小型客车用量, 平均每辆车所用安全带重量约为 1.1 公斤。1 吨涤纶工业长丝基本可以生产同样重量的安全带, 我们测算, 汽车安全带丝的需求量整体约在 10.14 万吨左右, 与汽车行业保持同步增长。

图表 21: 全球汽车产量以及对安全气囊丝的需求量 (万辆)



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

### 2.2.3 涤纶帘子布业务认证壁垒高

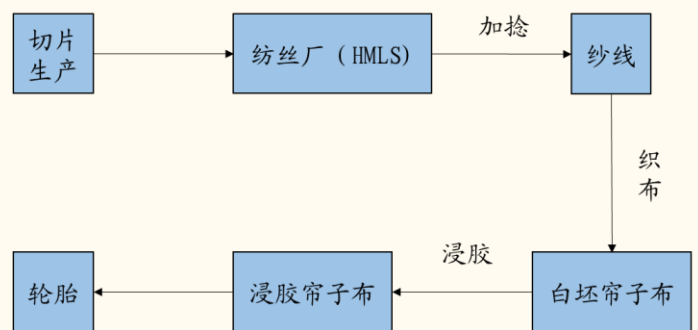
- 涤纶帘子布也称轮胎用聚酯浸胶帘子布，主要用作轮胎等橡胶制品的骨架，使其承受巨大压力、冲击负荷和强烈震动，是影响轮胎性能和寿命的重要材料。帘子布是轮胎外胎的骨架材料，其重量约占外胎总重量的 10%-15%，其成本约占轮胎生产成本的 37%，是轮胎生产的主要原材料之一。

图表 22: 子午线轮胎内部结构



来源: 卡车之家, 国金证券研究所

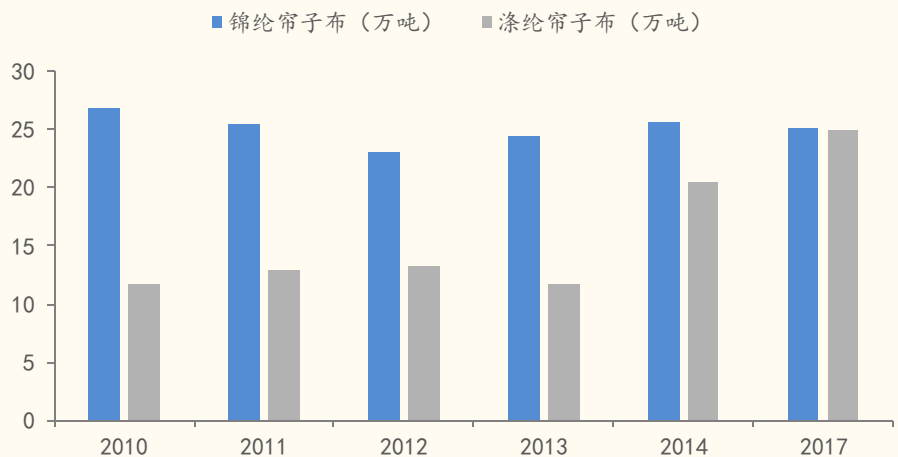
图表 23: 帘子布生产工艺



来源: CKNI, 国金证券研究所

- 目前轮胎帘子布主要有锦纶帘子布和涤纶帘子布。锦纶帘子布主要用于斜交胎，涤纶帘子布主要用于子午胎。随着全钢子午胎的市场持续扩大，斜交胎市场被挤压严重，锦纶帘子布市场需求已逐渐萎缩，而涤纶帘子布市场不断发展。

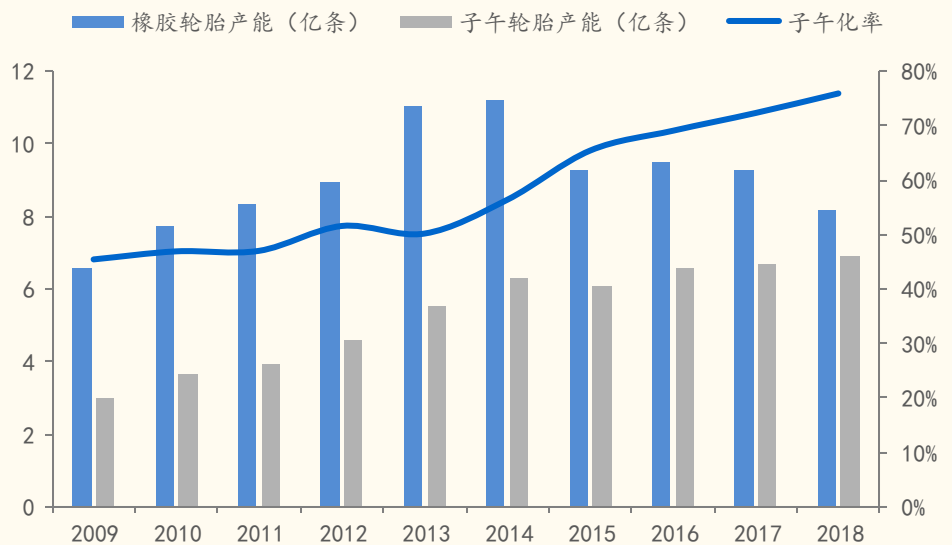
图表 24：我国涤纶帘子布使用量不断增长（万吨）



来源：中橡协骨架材料专业委员会，国金证券研究所

- 国内子午线轮胎替代增速明显，市场需求进一步扩大。根据国家统计局的数据，2018 年我国生产橡胶轮 8.16 亿条，其中子午化轮胎为 6.92 亿条，子午化率约为 76%。目前欧美日等发达国家，乘用车轮胎子午化率已经基本达到 100%，载重轮胎子午化率已经达到 90%左右，相较于发达国家，我国子午化率仍有较大提升空间，未来子午化轮胎还有较大的市场规模。

图表 25：2018 年我国轮胎子午化率达到 75%



来源：Wind，国金证券研究所

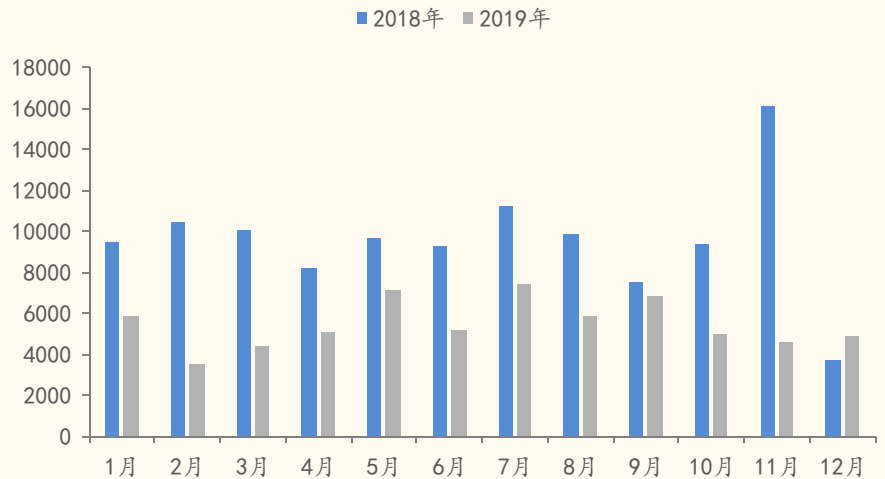
- 帘子布具有较高的认证壁垒。帘子布的认证过程长，国际一线品牌认证流程也极为严苛，需要经历从高模低收缩丝到不浸胶白坯布再到浸胶帘子布认证，再到路试，小批量供货，最终才能大量供货。下游客户这种认证方式，一方面增加公司打开市场的难度，另一方面也是为公司构筑了竞争壁垒。根据公司公告，目前公司帘子布和高模低收缩丝客户有米其林、普利司通、大陆、住友、韩泰、固铂、中策等国际一线品牌的客户，新增诺基亚、SOUCY、CGSSAVAPRINT、LNK、印度 MRF、CEAT、TVS、南港（台系）、Deestone（东盟）、Flexomariane（南美）、赛轮金宇、玲珑轮胎等轮胎企业，客户结构得到进一步优化，下游客户中外资比例占到 78.7%。此外，涤纶帘子布认证需要单个工厂进行认证，因此即使一个品牌的一家工厂认证通过，也不能向该品牌其他工厂供货。这种情况下决定了公司涤纶帘子布的销售呈现稳健增长的态势。目前米其林全球所有工厂向公司开放，韩泰也将陆续向公司开放韩国工厂。

### 三、越南项目推动公司发展更上一台阶

#### 3.1 贸易摩擦抬头，海外建厂分散风险

- 中美贸易摩擦背景下，涤纶工业丝出口受到影响。2018 年中国共出口的 45 万吨涤纶工业长丝，其中有 11.47 万吨出口到美国，占比约 24%；贸易战之后，受到关税壁垒影响，出口到美国的大幅减少，2019 年中国出口到美国的涤纶工业丝为 6.59 万吨，同比下滑 42%。

图表 26：2019 年中国出口到美国的涤纶工业丝同比下滑（吨）



来源：中纤网，国金证券研究所

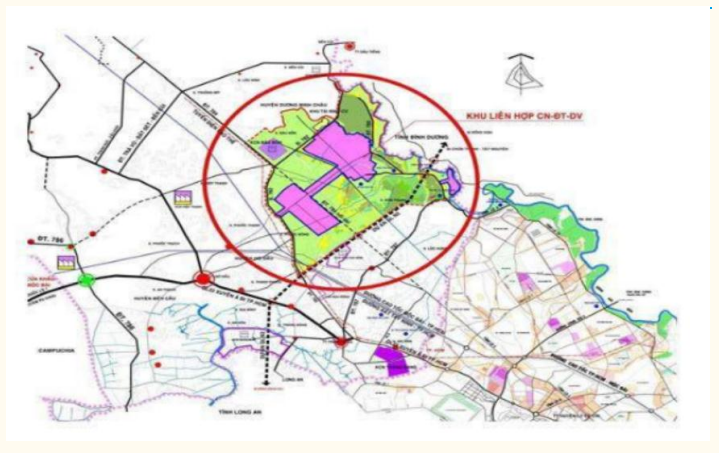
- 公司作为一个以出口为主的制造型公司，面临着中美贸易摩擦的不确定性，为减少摩擦带来的损失，公司详细部署全球产能战略规划，积极推进公司国际化进程，并于 2018 年 5 月召开董事会并审议通过了相关议案，在越南设立全资子公司，拟在越南福东工业区投资成立子公司实施年产 11 万吨差别化涤纶工业长丝（一期）项目。
- 福东工业区所在的西宁省位于柬埔寨和越南的交界处，交通与贸易较为便捷，处于战略性地理位置；西宁省是越南西部大门以及南部主要经济区，是连接越南、柬埔寨和泰国的文化经济中心。福东工业区是越南最大的工业区之一，工业区坐落于越南西宁省展鹏（长鹏）县和鹤油县之间，占地面积 2190 公顷，与都市联合区合计占地 3158 公顷，现由 VGR 西贡投资公司负责开发，属于越南政府成立的越南橡胶工业集团直接投资的项目之一。

图表 27：福东工业区地理位置优越



来源：百度地图，国金证券研究所

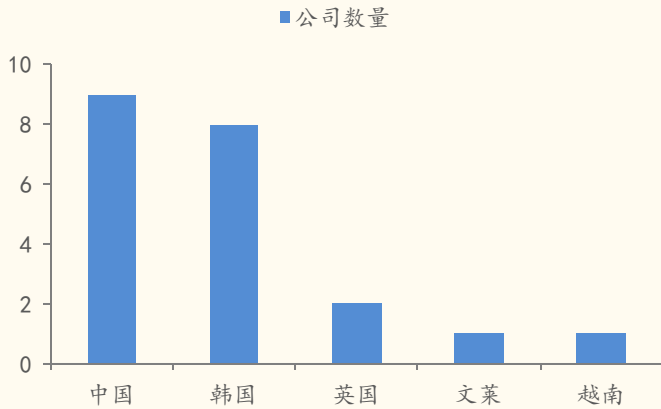
图表 28：福东工业区地图



来源：百度地图，国金证券研究所

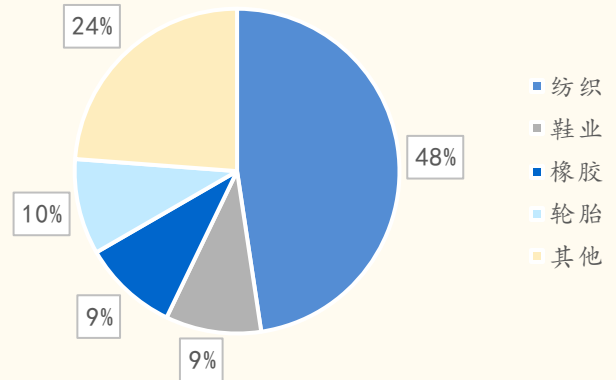
- 福东工业园区内中国公司占比约 50%，以纺织为主。目前，海利得所处的福东工业区内共有 21 家公司，韩国公司进入时间较早，其中 kyungsung 化工于 2005 年就已在越南布局，Hansol 纺织 2010 年正式进驻福东工业区，也是最早进入该工业区的纺织企业，其余的公司则集中于 2013-2015 年进入福东工业区。

图表 29：福东工业园区中国企业占比约 50%



来源：“一带一路”工业和信息化部，国金证券研究所

图表 30：福东工业园区企业类别以纺织为主



来源：“一带一路”工业和信息化部，国金证券研究所

### 3.2 越南建厂与下游汽车产业链配套，且具有成本优势

- 为吸引国内外企业家前往西贡省投资，越南西贡省制定了一系列投资优惠政策，福东工业园区在土地租金、公共设施、水电费等方面具有一定的优势；此外，海利得越南工厂享受“2 免 4 减半”的税收优惠。

图表 31：福东工业园区具有成本优势

序号	项目	单价
1	土地租金	
	使用基础设施费用（截至 2058. 12. 29）	45 美元/平方米
2	公共设施和基础设施维护费	0.4 美元/平方米
	根据福东工业园的周期调升每三年一度调整一次，每次调整幅度不超过 15%。	
3	公共设施费	
3.1	电费：按越南电力公司现行公布电价加电网维修费（5%）	
3.2	水费	0.32 美元/立方米
3.3	污水处理费	0.38 美元/立方米
	排出的污水量按每月使用水量 80% 计算出来。	

来源：中国纺织行业商会，国金证券研究所

图表 32：福东工业园区具有税收优惠

	基础税率	税收减免
越南国内一般企业	25%	-
越南园区内企业	20%，持续 10 年，自企业开始具有营业额之日起算	2 免 4 减半，自企业开始具有利润之日起算
越南园区内重点企业	10%，持续 15 年，自企业开始具有营业额之日起算	4 免 9 减半，自企业开始具有利润之日起算

来源：西贡投资官网，国金证券研究所

- 从汽车产业链布局来看，目前在越南布局的汽车产业链代表企业有赛轮金宇、贵州轮胎、可隆集团、韩国晓星、普利司通、锦湖轮胎、优科豪马等。涤纶工业丝企业晓星、克隆等也纷纷布局越南，一方面可以更贴近下游轮胎及车企客户需求；另一方面公司可以充分享受越南税收优惠，提升竞争实力和盈利能力。

图表 33：越南涤纶工业丝和帘子布投产情况

厂家	投产情况
可隆工业	1.68 万吨帘子布产能
海利得	11 万吨差别化涤纶工业丝
晓星	2018 年转国晓星集团在越南广南省投资 1.52 亿美元。生产以聚酯和尼龙为原料的轮胎帘线；

来源：中化新网，国金证券研究所

备注：统计不完全

- 越南项目投产将带来业绩的增长。公司越南项目 11 万吨差别化涤纶工业长丝包括约 5.7 万吨气囊丝，4.5 万吨高强度丝和 1 万吨的高模低收缩丝，预计在 2020 年二季度投产 1.2 万吨气囊丝，2020 年四季度投产 4.5 万吨高模低收缩丝，2021 年逐步投产其他产能。公司凭借自身车用差异化产品的优势，对外拓展新的市场和客户，随着产能的逐步投放，公司的业绩有望实现增长。

图表 34：越南项目产能规划

产品	产能（万吨）	备注
气囊丝	5.7	2020 年 2 季度投产的产能是 1.2 万吨气囊丝，4 季度再投产 4.5 万吨左右低收缩工业丝（未来要做气囊丝）
高模低收缩丝	1	
高强度丝	4.5	
总计	11.2	

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 四、塑胶材料业务平稳增长

- 公司的塑胶材料有数码喷绘材料系列、涂层材料系列和装饰材料系列。按照产品种类划分，主要为灯箱布，PVC 膜及石塑地板材料。公司在塑胶材料领域，具有从生产 PVC 膜和网格布至生产灯箱布产品完整产业链。

图表 35：公司塑胶材料业务种类

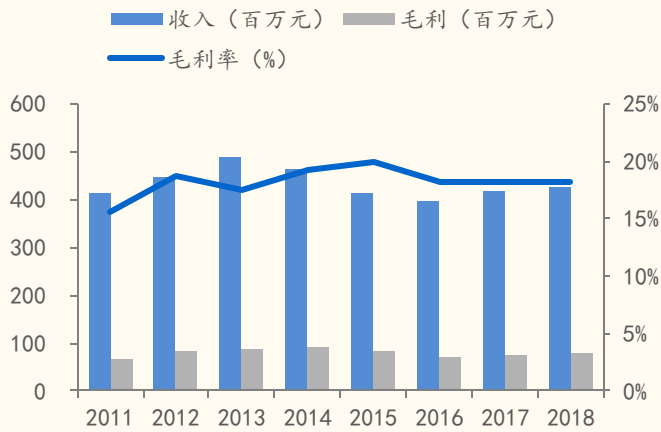
产品大类	细分产品
数码喷绘材料系列	外打喷绘布、内打喷绘布、网格涂层喷绘布、双面喷绘布等
涂层材料系列	涂层蓬盖材料、水池布、充气玩具布等
装饰材料系列	装饰天花软膜、印刷膜、窗帘布、投影幕布（膜）、环保石塑地板等

来源：公司公告，国金证券研究所

##### 4.1 灯箱布、PVC 膜将保持平稳

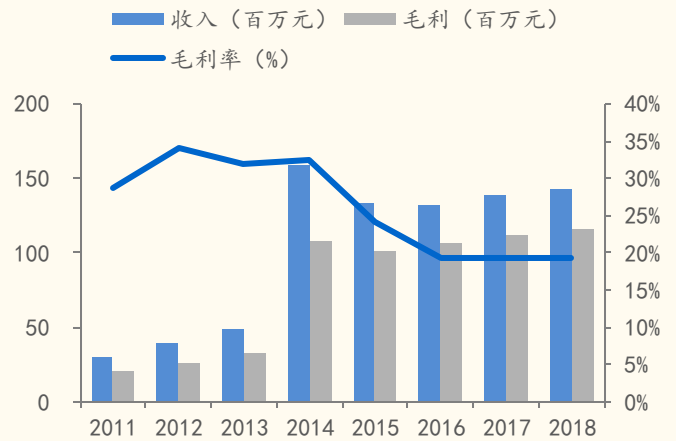
- 灯箱布由 PVC 材料和网布组合而成，主要被应用于室内广告标识、展示和户外大型广告招牌的制作材料。中国灯箱布行业的竞争焦点正逐步从窄幅的常规低端产品向宽幅、高品质、高附加值的中高端产品发展过程之中。国内现有厂商以窄幅天花膜为主，公司则成功开发了超宽幅天花膜，填补了天花膜系列产品的市场空白，达到了世界领先水平，未来将逐步放量。

图表 36: 灯箱布业务收入毛利及毛利率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: PVC 膜业务收入毛利及毛利率情况

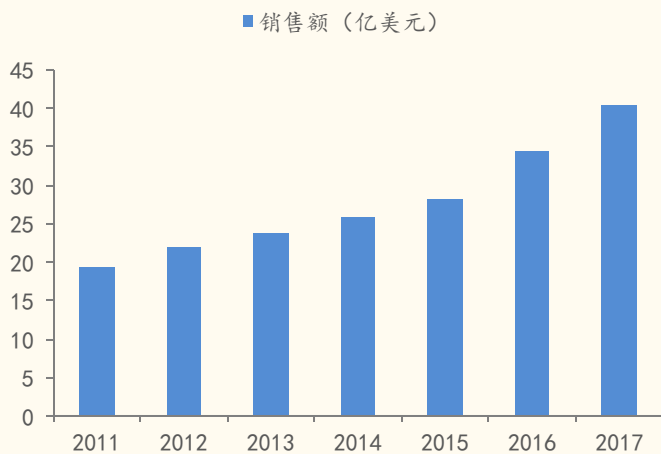


来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4.2 石塑地板往高端领域渗透, 未来保持增长

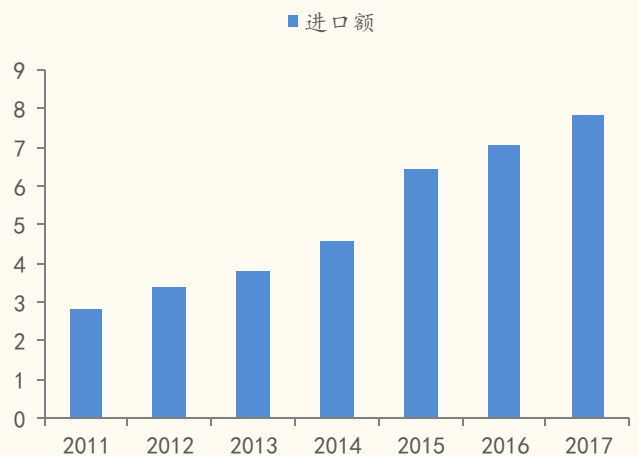
- **石塑地板海外市场迅速发展。**石塑地板在环保、安装使用等方面优势突出, 欧美等发达国家对于 PVC 石塑地板的接受度不断提高, 市场占有率也迅速提升。

图表 38: 美国石塑地板销售额持续增长



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 39: 欧盟石塑地板进口额持续增长 (亿美元)



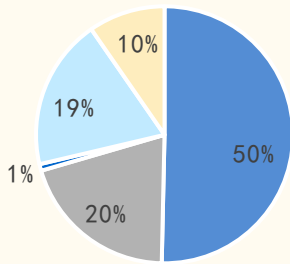
来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

- **石塑地板在欧美渗透率逐步提升, 未来在国内市场前景广阔。**欧美国家石塑地板材料消费占比均超过 30%。国内地板需求量在 4 亿平方米以上, 而国内石塑地板材料消费占比仅为 5%, 根据 HJ Research 预测, 国内 PVC 塑料地板消费市场或将保持 7% 的年均复合增速, 并将步入市场成长期。



图表 40: 2011 年石塑地板在美国消费占比 19%

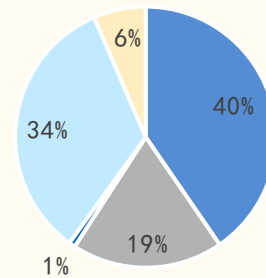
■ 地毯 ■ 木地板 ■ 瓷砖 ■ 塑料地板 ■ 其他



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 41: 2017 年石塑地板在美国消费占比 34%

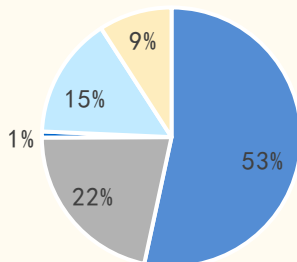
■ 地毯 ■ 木地板 ■ 瓷砖 ■ 塑料地板 ■ 其他



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 42: 2011 年石塑地板在欧盟消费占比 15%

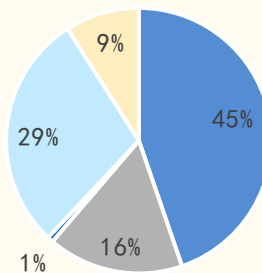
■ 地毯 ■ 木地板 ■ 瓷砖 ■ 塑料地板 ■ 其他



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 43: 2017 年石塑地板在欧盟消费占比 29%

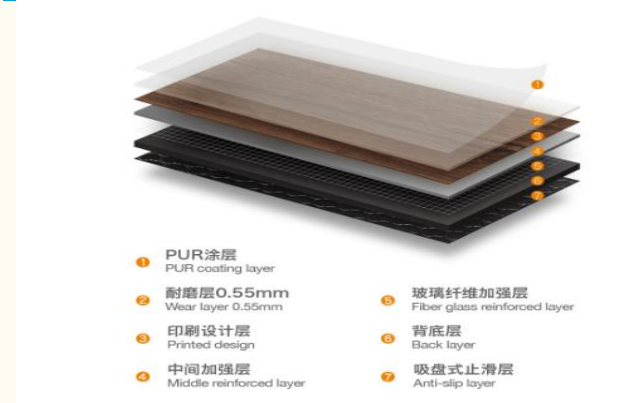
■ 地毯 ■ 木地板 ■ 瓷砖 ■ 塑料地板 ■ 其他



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

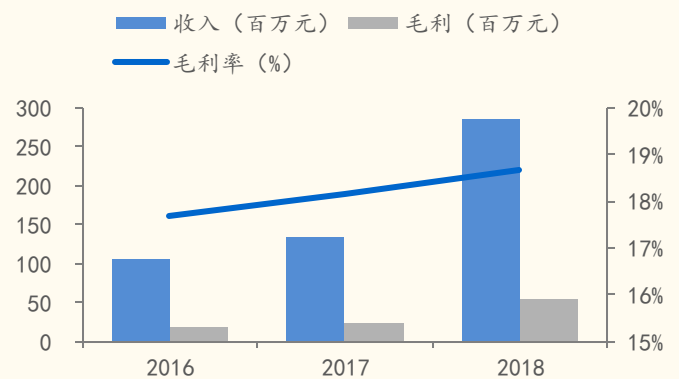
- 在石塑地板方面, 公司通过自主研发、消化吸收等方式, 掌握了完善的石塑地板产品设计技术和生产工艺技术, 已先后推出了免胶止滑地板 (loose lay)、WPC 地板、RSVP 地板等多款产品。公司的新产品环保石塑地板已通过欧标和美标的认证, 取得了认证证书。2019 年 11 月, 根据美国贸易代表办公室发布的第三批关税豁免清单公告, PVC 塑料地板部分型号产品已经从加征关税产品名单中得到豁免, 预计公司石塑地板业务将恢复增长趋势。

图表 44: 免胶止滑产品 Loose Lay



来源: 百度图库, 国金证券研究所

图表 45: 公司石塑地板业务保持增长



来源: Wind, 国金证券研究所

## 五、盈利预测

- **涤纶工业丝和帘子布：**公司通过向其他非美国市场的开拓的方式，大幅削弱贸易战的影响。伴随着越南项目的投产和释放，公司的业绩有望持续增长。**塑胶业务：**公司石塑地板业务持续放量；灯箱布和 PVC 膜保持平稳。
- 我们预计公司 2019、2020 和 2021 年归母净利润 3.18 亿元、3.72 亿元、4.86 亿元；EPS 分别为 0.26 元、0.3 元和 0.4 元。公司是国内差异化涤纶工业丝龙头企业，在经历了前两年经营环境的考验后行业地位愈加稳固，公司国内盈利逐步修复，未来越南项目投产将使公司业绩再上新台阶，我们给予公司 2020 年 17 倍 PE，目标价 5.1 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 46：公司主要产品盈利预测

项目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>涤纶工业丝</b>						
收入（百万元）	1497	1761	1991	1810	1864	2522
毛利（百万元）	398	478	511	430	451	631
毛利率（%）	26.6%	27.2%	25.7%	23.7%	24.2%	25.0%
<b>帘子布</b>						
收入（百万元）	416	640	688	799	888	955
毛利（百万元）	80	133	144	164	186	200
毛利率（%）	19.2%	20.8%	21.0%	20.6%	21.0%	21.0%
<b>塑胶业务</b>						
收入（百万元）	635	708	870	874	1084	1154
毛利（百万元）	121	119	129	130	166	183
毛利率（%）	19.1%	16.7%	14.8%	14.9%	15.4%	15.9%
<b>聚酯切片+其他</b>						
收入（百万元）	62	92	65	375	375	375
毛利（百万元）	3	10	3	19	35	35
毛利率（%）	4.4%	10.7%	5.3%	5.0%	9.2%	9.2%

来源：国金证券研究所

图表 47：同行上市公司估值对比

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
1	600143	新凤鸣	11.38	1.07	1.47	1.87	10.68	7.76	6.10
2	002886	桐昆股份	14.70	1.60	1.98	2.29	9.20	7.44	6.41
3	600346	恒力石化	15.31	1.42	1.82	2.08	10.75	8.41	7.36
		中位数					10.68	7.76	6.41
		平均数					10.21	7.87	6.62
	002206	海利得	4.00	0.26	0.30	0.40	15.36	13.15	10.06

来源：国金证券研究所

## 六、风险提示

- **越南项目产能建设和释放进度不及预期：**越南产能投产是公司未来主要的增长点，若越南产能建设进度和投放进度不及预期，公司的业绩增长受到影响。
- **原材料价格大幅上涨：**原材料价格大幅上涨或将压缩公司盈利空间。
- **下游需求下滑：**公司主要的产品是车用丝，公司产品需求存在一定的下滑风险。

**特别鸣谢：**感谢实习生张岸琳、孙礼成对本文的支持。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,567</b>	<b>3,186</b>	<b>3,569</b>	<b>3,858</b>	<b>4,211</b>	<b>5,006</b>	货币资金	391	563	604	996	1,002	1,054
增长率		24.1%	12.0%	8.1%	9.1%	18.9%	应收账款	479	599	611	648	707	840
主营业务成本	-1,958	-2,465	-2,804	-3,116	-3,372	-3,956	存货	415	503	691	637	689	809
%销售收入	76.3%	77.4%	78.5%	80.8%	80.1%	79.0%	其他流动资产	728	252	51	140	149	170
毛利	608	721	766	743	839	1,049	流动资产	2,012	1,917	1,957	2,420	2,547	2,873
%销售收入	23.7%	22.6%	21.5%	19.2%	19.9%	21.0%	%总资产	48.0%	43.7%	40.7%	43.0%	41.8%	42.8%
营业税金及附加	-16	-16	-15	-19	-21	-25	长期投资	41	9	8	8	8	8
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,952	2,259	2,552	2,918	3,244	3,531
销售费用	-85	-105	-103	-101	-111	-132	%总资产	46.5%	51.5%	53.1%	51.8%	53.3%	52.6%
%销售收入	3.3%	3.3%	2.9%	2.6%	2.6%	2.6%	无形资产	178	187	276	282	289	296
管理费用	-187	-223	-113	-127	-143	-170	非流动资产	2,184	2,467	2,853	3,208	3,541	3,835
%销售收入	7.3%	7.0%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	%总资产	52.0%	56.3%	59.3%	57.0%	58.2%	57.2%
研发费用	0	0	-136	-147	-160	-190	<b>资产总计</b>	<b>4,196</b>	<b>4,384</b>	<b>4,810</b>	<b>5,628</b>	<b>6,088</b>	<b>6,708</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	短期借款	733	539	823	1,207	1,259	1,292
息税前利润 (EBIT)	320	376	399	348	404	532	应付款项	536	829	882	951	1,030	1,209
%销售收入	12.5%	11.8%	11.2%	9.0%	9.6%	10.6%	其他流动负债	88	99	124	83	90	106
财务费用	19	-35	6	-2	-6	-10	流动负债	1,356	1,467	1,829	2,241	2,378	2,606
%销售收入	-0.8%	1.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	长期贷款	0	0	0	200	300	400
资产减值损失	-61	-10	-12	-5	0	-1	其他长期负债	48	41	46	4	4	4
公允价值变动收益	7	-7	-1	0	0	0	负债	1,405	1,508	1,875	2,445	2,682	3,010
投资收益	10	4	2	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,780</b>	<b>2,862</b>	<b>2,915</b>	<b>3,163</b>	<b>3,387</b>	<b>3,678</b>
%税前利润	3.1%	1.1%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	其中：股本	487	1,223	1,223	1,223	1,223	1,223
营业利润	295	364	413	365	421	545	未分配利润	520	558	627	818	1,042	1,333
营业利润率	11.5%	11.4%	11.6%	9.5%	10.0%	10.9%	少数股东权益	12	15	19	19	19	19
营业外收支	14	0	0	1	1	1	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,196</b>	<b>4,384</b>	<b>4,810</b>	<b>5,628</b>	<b>6,088</b>	<b>6,708</b>
税前利润	309	364	413	366	423	546	<b>比率分析</b>						
利润率	12.0%	11.4%	11.6%	9.5%	10.0%	10.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-52	-48	-58	-48	-51	-60	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.9%	13.3%	14.1%	13.1%	12.0%	11.0%	每股收益	0.524	0.257	0.287	0.260	0.304	0.398
净利润	256	315	354	318	372	486	每股净资产	5.706	2.340	2.384	2.586	2.769	3.007
少数股东损益	1	2	3	0	0	0	每股经营现金净流	1.016	0.367	0.430	0.477	0.555	0.650
归属于母公司的净利润	<b>255</b>	<b>314</b>	<b>351</b>	<b>318</b>	<b>372</b>	<b>486</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.104	0.122	0.159
净利率	9.9%	9.8%	9.8%	8.3%	8.8%	9.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	9.18%	10.96%	12.05%	10.07%	10.99%	13.22%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	6.08%	7.16%	7.30%	5.66%	6.11%	7.25%
净利润	256	315	354	318	372	486	投入资本收益率	7.55%	9.55%	9.12%	6.59%	7.16%	8.79%
少数股东损益	1	2	3	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	248	224	235	245	279	319	主营业务收入增长率	21.01%	24.14%	12.03%	8.09%	9.14%	18.88%
非经营收益	-27	20	-5	64	63	69	EBIT增长率	46.36%	17.33%	6.19%	-12.88%	16.12%	31.72%
营运资金变动	18	-111	-59	-44	-37	-80	净利润增长率	30.51%	22.99%	11.94%	-9.34%	16.87%	30.66%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>495</b>	<b>449</b>	<b>525</b>	<b>584</b>	<b>678</b>	<b>795</b>	总资产增长率	15.35%	4.47%	9.71%	17.01%	8.18%	10.18%
资本开支	-299	-397	-600	-610	-610	-610	<b>资产管理能力</b>						
投资	-613	425	170	0	0	0	应收账款周转天数	51.3	53.1	54.6	53.0	53.0	53.0
其他	113	39	26	0	0	0	存货周转天数	72.2	68.0	77.8	75.0	75.0	75.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-800</b>	<b>67</b>	<b>-405</b>	<b>-610</b>	<b>-610</b>	<b>-610</b>	应付账款周转天数	20.8	21.7	28.5	21.2	21.2	21.2
股权募资	598	11	0	57	0	0	固定资产周转天数	241.7	193.2	169.4	162.9	151.5	126.5
债权募资	-231	-196	266	538	152	133	<b>偿债能力</b>						
其他	-44	-232	-307	-177	-214	-266	净负债/股东权益	11.94%	-0.89%	7.45%	12.90%	16.33%	17.23%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>322</b>	<b>-416</b>	<b>-40</b>	<b>418</b>	<b>-62</b>	<b>-133</b>	EBIT利息保障倍数	-16.5	10.8	-68.9	206.3	72.8	54.8
<b>现金净流量</b>	<b>18</b>	<b>100</b>	<b>80</b>	<b>392</b>	<b>7</b>	<b>52</b>	资产负债率	33.47%	34.39%	38.99%	43.45%	44.06%	44.88%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	13	15	26
增持	0	1	4	5	10
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	1
评分	<b>1.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.24</b>	<b>1.25</b>	<b>1.39</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH