

投资评级:增持(维持)

## 炼化-聚酯专题报告(二)

## 持续看好涤纶长丝全产业链盈利能力

## 最近一年行业指数走势



## 联系信息

虞小波

分析师

SAC 证书编号: S0160518020001

yuxb@ctsec.com

张兴宇

联系人

zhangxingyu@ctsec.com

## 相关报告

1 《炼化-聚酯专题报告(一):聚酯景气依旧,炼化风起云涌》 2018-05-14

- **炼化:** 下半年油价有望稳中有升,化工品丰富的炼厂仍将保持较好的盈利水平。由于 OPEC 闲置产能和美国 Permian 管道运力的限制,国际原油增产潜力有限,下半年供应仍然偏紧,且地缘政治风险持续存在。在美国、沙特、伊朗的博弈下,油价有望稳中有升,烯烃仍将保持高盈利。
- **涤纶长丝:** 供需持续改善,下半年有望保持高景气度。需求角度,纺织内需 2017 年下半年以来增速回升明显,纺织出口金额和结构均持续改善。同时油价进入上涨通道,利于长丝保持行业低库存。供给角度,长丝寡头属性提高,负荷维持高位提升空间小,新产能增速不及需求。
- **PTA:** 下半年仍将保持紧平衡。基本面角度,由于今年无新增产能,即使下半年检修减少,但在旺盛的聚酯需求下,我们测算下半年 PTA 仍将维持紧平衡。期货角度,现货升水、远月贴水,利于行业加速去库存。
- **全产业链视角:** 新一轮景气周期,全产业链利润有望长期保持。据我们计算,2017 年下半年之后生产 1 吨涤纶长丝的全产业链利润回到 800 元/吨的平均水平。与上一轮周期相比,本次景气周期的特点是产业链各环节利润分配比较均衡,这主要受益于产业链各环节集中度的提高以及产业链一体化程度的增强。在目前的行业竞争格局下和长丝需求下,全产业链利润有望长期保持。

短期看好长丝和 PTA 的景气度,长期看好全产业链新一轮景气周期。维持推荐向上游扩张的一体化长丝龙头:恒逸石化、恒力股份、荣盛石化、桐昆股份。

- **风险提示:** 原油价格大幅波动,江浙印染织造环保趋严,外部经济环境恶化

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (07.09)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
000703	恒逸石化	323.55	14.02	0.98	1.61	2.34	14.31	8.71	5.99	买入
600346	恒力股份	736.70	14.58	0.34	0.72	1.44	42.88	20.25	10.13	买入
002493	荣盛石化	598.16	10.45	0.52	0.75	1.23	20.10	13.93	8.50	买入
601233	桐昆股份	309.55	16.99	1.35	1.52	2.24	12.59	11.18	7.58	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

## 内容目录

1、炼化：下半年油价有望稳中有升，化工品丰富的炼厂仍将保持较好的盈利水平	4
1.1 美国政府对制裁伊朗态度强硬，伊朗原油产量下降量有望超过 100 万桶/日	4
1.2 原油基本面：国际原油增产潜力有限，供应仍然偏紧	5
1.2.1 OPEC 会议增产约 86 万桶/日，闲置产能制约进一步增产	5
1.2.2 美国 Permian 管道运力问题仍然较为严重，产量增长将会趋缓	6
1.2.3 即使不考虑伊朗减产，目前原油供应仍然偏紧	8
1.3 下半年原油有望稳中有升，化工品丰富的炼厂仍将保持较好的盈利水平	8
2、涤纶长丝：供需持续改善，下半年有望保持高景气度	9
2.1 需求持续得到验证：内需坚挺、出口结构性改善、行业低库存	9
2.1.1 纺织内需：2017 年下半年以来增速回升明显	9
2.1.2 纺织外需：出口总量增速由负转正，结构转变意味着更多的涤纶需求	10
2.1.3 库存：油价上涨趋势有利于长丝保持行业低库存	12
2.2 供给：寡头属性提高，产能增速不及需求	13
3、PTA：下半年仍将保持紧平衡	14
3.1 基本面：密集检修下 PTA 去库存，下半年将维持紧平衡	14
3.2 期货市场：现货升水、远月贴水，利于加速去库存	16
4、全产业链视角：新一轮景气周期，全产业链利润有望长期保持	17

## 图表目录

图 1：OPEC 减产协议后油价逐渐上涨	4
图 2：上次制裁使伊朗原油产量下降约 100 万桶/日	5
图 3：OPEC 闲置产能约 200 万桶/日，增产后将处于历史低位	6
图 4：Midlang-Cushing 价差近期再次拉大，显示 Permian 管道运力问题仍然没有解决	7
图 5：Permian 钻机数增长趋缓	7
图 6：乙烯价差随原油价格上涨而扩大	8
图 7：丙烯价差随原油价格上涨而扩大	8
图 8：2018 年涤纶长丝价格保持高位	9
图 9：2018 年涤纶长丝利润保持高位	9
图 10：2018 年纺织内需增速回升	10
图 11：2017 年我国纺织出口金额占 54%（单位：亿元）	10
图 12：2018 年纺织出口快速增长	11
图 13：中国纺织需求增速在 2000-6000 时增速较快	12
图 14：2017 年下半年以来，POY 库存保持在 8 天以下（除春节外）	12
图 15：长丝负荷保持高位	13
图 16：PTA 保持比较稳定的加工差	14
图 17：PTA1-3 月累库存，4-6 月去库存	15
图 18：PTA 基差逐渐扩大至 100	16
图 19：PTA 期货远期贴水扩大	17
图 20：PTA 仓单近期逐渐减少	17
图 21：新一轮景气周期下，长丝全产业链利润有望保持	18
表 1：伊朗制裁时间表	5
表 2：Permian 管道运力约 280 万桶/日	6
表 3：2019Q1 Permian 管道运力问题才会得到初步解决	7
表 4：原油供需测算（暂不考虑伊朗减产，产量包括凝析油和 NGLs）	8
表 5：中国出口至低人均 GDP 国家的纺织金额增长较多	11

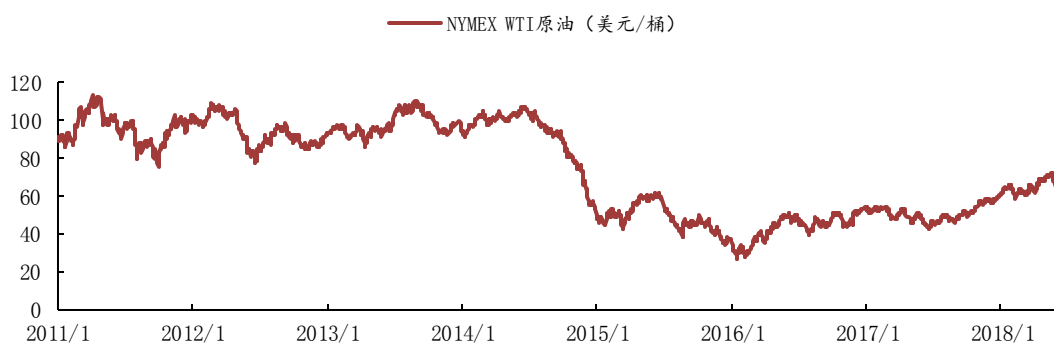
表 6: 2018 年上半年长丝新增产能 211 万吨 .....	13
表 7: 长丝的投资额较难降低 .....	14
表 8: 2018 年 4-6 月 PTA 密集检修 .....	15
表 9: 2018 年下半年 PTA 供需测算 (黄色为预测值) .....	16

2017年下半年涤纶长丝和PTA的景气主要由需求带动的，同时也受益于过去几年的周期低点带来过剩产能和库存的逐步出清（具体参见我们的报告《炼化-聚酯专题报告（一）：聚酯景气依旧，炼化风起云涌》）。本篇报告我们主要关注2018年上半年这些决定行业进入景气周期的因素是否持续得到验证以及有何新变化，并在此基础上对下半年和未来的行情进行预测。

### 1、炼化：下半年油价有望稳中有升，化工品丰富的炼厂仍将保持较好的盈利水平

2016年12月OPEC+达成减产协议，随着需求复苏、减产协议的超额完成（主要为委内瑞拉产量大幅下降）和地缘政治的影响，原油价格逐渐上涨。2018年6月的OPEC会议重申了保持减产协议的目标，同时由于OPEC+（OPEC和DOC）和美国的产量增长均陷入瓶颈，油价已进入新的上涨通道。在美国、伊朗和沙特的博弈下，下半年油价有望稳中有升，化工品丰富的炼厂仍将保持较好的盈利水平。

图 1：OPEC 减产协议后油价逐渐上涨



数据来源：wind，财通证券研究所

1.1 美国政府对制裁伊朗态度强硬，伊朗原油产量下降量有望超过100万桶/日。由于欧洲和俄罗斯的反派，市场之前对本次伊朗制裁的预期较低。2018年5月8日，特朗普单方面宣布退出伊朗核协议并恢复对伊朗的经济制裁。由于欧洲与俄罗斯伊朗联系颇为紧密，美国本次单方面退出协议受到了两者的反对，因此市场普遍认为本次伊朗制裁程度将弱于2012年，穆迪给出的预测是伊朗原油产量约下降40万桶/日。

表 1：伊朗制裁时间表

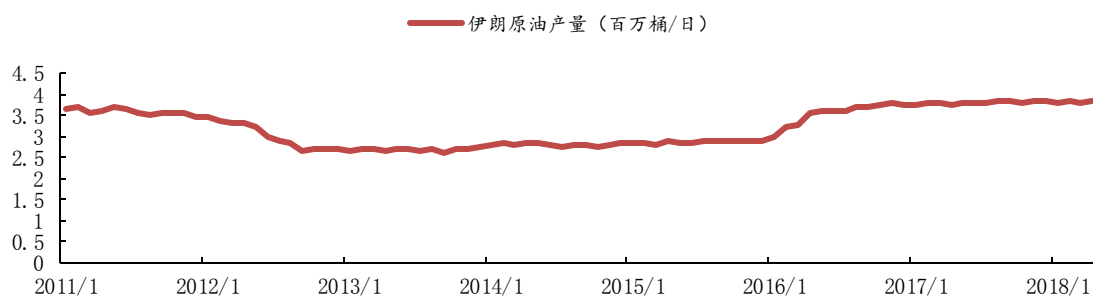
时间	制裁项目
2018.5.8	美国退出伊朗核协议，恢复对伊朗的经济制裁
2018.8.6 (90 天过渡期)	禁止伊朗政府的美元、黄金、金属、石墨、煤等贸易活动
2018.11.4 (180 天过渡期)	制裁伊朗国家石油公司及其他能源企业，禁止其他国家购买伊朗石油

数据来源：财通证券研究所

美国突然提高压力，美伊冲突升级。2018 年 6 月 26 日，美国对盟国警告，必须在 11 月之前将从伊朗进口的石油削减至 0，并且不允许任何豁免 (grant no waivers)，否则相关国家和企业将面临经济制裁。消息发出后，伊朗随即重启一座关闭九年的核电站，并于 7 月 5 日威胁封锁霍尔木兹海峡，美伊冲突进入白热化阶段。

本次制裁对伊朗原油产量的影响或将超过 100 万桶/日。在上次制裁中，日本、韩国、印度等 18 个经济体获得了部分豁免，伊朗原油产量最多时下降约 100 万桶/日。本次美国政府态度更加强硬，伊朗原油产量下降量或将超过上次制裁。

图 2：上次制裁使伊朗原油产量下降约 100 万桶/日



数据来源：IEA，财通证券研究所

## 1.2 原油基本面：国际原油增产潜力有限，供应仍然偏紧

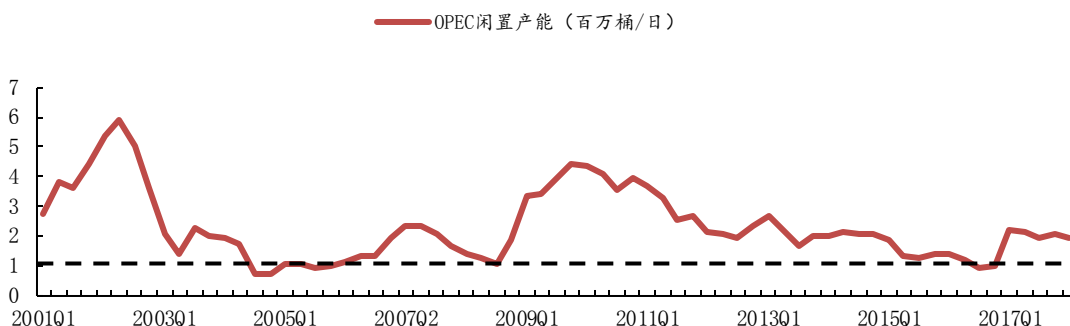
### 1.2.1 OPEC 会议增产约 86 万桶/日，闲置产能制约进一步增产

6 月 22、23 日的 OPEC 会议决定恢复 100% 的减产执行率，相当于增产约 86 万桶/日。根据会议公告，OPEC5 月减产执行率为 152%（原减产目标 116.4 万桶/日），DOC（Declaration of Cooperation，参与减产的非 OPEC 国家，以俄罗斯和墨西哥为主）5 月减产执行率为 147%（原减产目标 55.8 万桶/日）。这意味着 OPEC 将增产约 60 万桶/日，DOC 将增产约 26 万桶/日，以达到 100% 减产的目标。

我们认为，本次增产的主要目的是稳定原油市场（下半年委内瑞拉、伊朗和墨西哥均有黑天鹅事件的可能）而非扩大原油产量，执行减产协议仍然是首要的。除了 OPEC 内部的制衡外，这一结果的主要原因是 OPEC+ 的原油增产潜力十分有限。据彭博数据，OPEC 闲置产能约 200 万桶/日，增产 60 万桶/日后将处于 140 万桶

/日的水平，与历史相比继续下降的空间很小。此外，俄罗斯闲置产能约 40 万桶/日，增产 20 万桶/日基本达到目前的极限。

图 3：OPEC 闲置产能约 200 万桶/日，增产后将处于历史低位



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

### 1.2.2 美国 Permian 管道运力问题仍然较为严重，产量增长将会趋缓

Midland-Cushing 价差近期再次拉大。自 2017 年 3 月起，Permian 的管道运力问题逐渐凸显，并随着 Permian 原油产量的快速上涨而愈发严重。目前 Permian 原油产量为 320 万桶/日，而管道运力约 280 万桶/日。扩建管道直到 2019Q1 才能逐步建好，新建管道则需到 2020 年，因此 2019Q1 前管道运力问题都将一直存在。近几天的油价大涨较好的反映在 Cushing 现货价格上，但 Midland 现货价格基本没有反应，两者价差迅速拉大，这是 Permian 管道运力问题的有力证明。

表 2：Permian 管道运力约 280 万桶/日

石油运输管线	公司	运输能力（百万桶/日）
Wink	Kinder Morgan	14.5
Centurion	Occidental Petroleum	14
Basin	Plains All American Pipeline	45
Permian Longview and Louisiana Extension	Sunoco Logistics Partners	10
Permian Express II	Sunoco Logistics Partners	20
Permian Express III	Energy Transfer Partners	10
Amdel	Sunoco Logistics Partners	4
Western Texas Gulf	Sunoco Logistics Partners	16
Midland Sealy	Enterprise Products Partners	45
Bridge Texas	Magellan Midstream Partners/ Plains All American Pipeline	40
Longhorn	Magellan Midstream Partners	27.5
Cactus	Plains All American Pipeline	33
合计		279

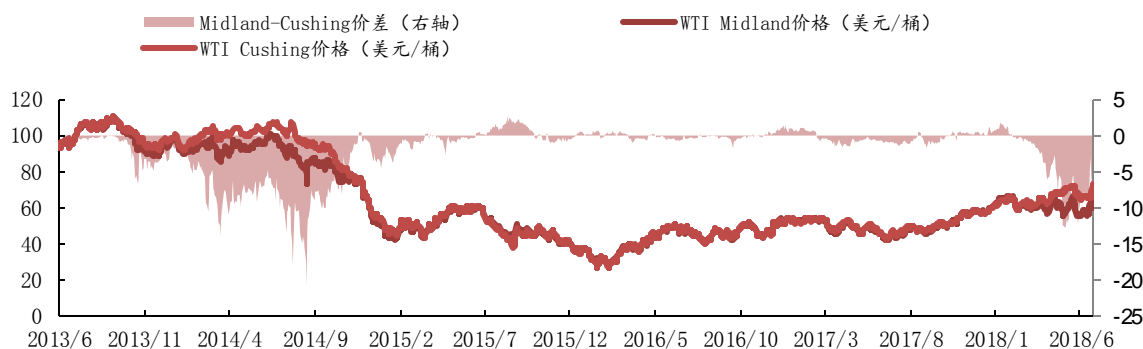
数据来源：RBN Energy，财通证券研究所

表 3：2019Q1 Permian 管道运力问题才会得到初步解决

	新石油运输管线	投产时间	运输能力（百万桶/日）
扩 建	Midland Sealy	2018Q2	10
	Longhorn	2019Q1	5.5
	Bridge Texas	2019Q1	45
	Permian Express III	2019Q1	20
新 建	Gray Oak	2019Q2	100
	Cactus II	2019Q4	55
	EPIC	2020	44
	South Texas Gateway	2020	40

数据来源：RBN Energy，财通证券研究所

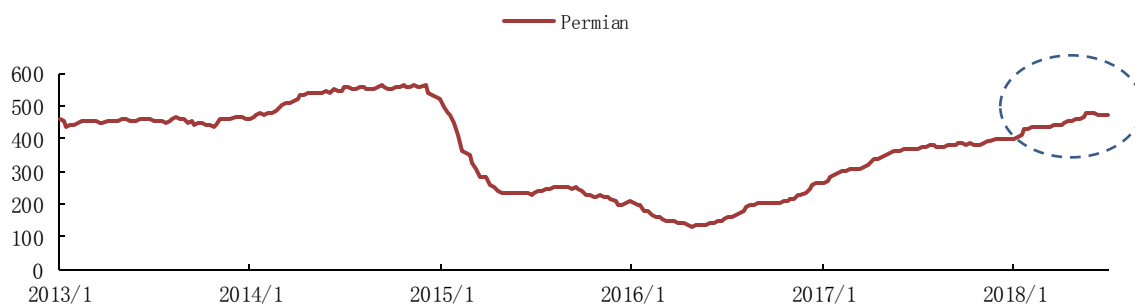
图 4：Midlang-Cushing 价差近期再次拉大，显示 Permian 管道运力问题仍然没有解决



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

在管道运力问题尚未完全解决的条件下，Permian 减少钻机、增加基础设施投资是必然选择。此外，无法享受到高油价也会降低原油投资的积极性。我们预计直到 19Q1 Permian 原油产量增长将会趋缓。

图 5：Permian 钻机数增长趋缓



数据来源：EIA，财通证券研究所

### 1.2.3 即使不考虑伊朗减产，目前原油供应仍然偏紧

即使不考虑伊朗减产，我们假设 Q3、Q4 OPEC 分别增产 30 万桶/日，俄罗斯增产 15 万桶/日，其他 OEC 国家增产 11 万桶/日，需求和美国数据参考 IEA。据此我们测算 Q3 和 Q4 供给仍然偏紧。

表 4：原油供需测算（暂不考虑伊朗减产，产量包括凝析油和 NGLs）

单位：万桶/日	2018Q1A	2018Q2E	2018Q3E	2018Q4E
供给				
OPEC	3890	3861	3891	3921
美国	1439	1490	1502	1543
俄罗斯	1134	1135	1150	1150
其他地区	3370	3365	3376	3376
全球合计	9833	9851	9919	9990
需求				
全球合计	9836	9892	9917	10006
库存变化				
全球合计	-3	-41	2	-16

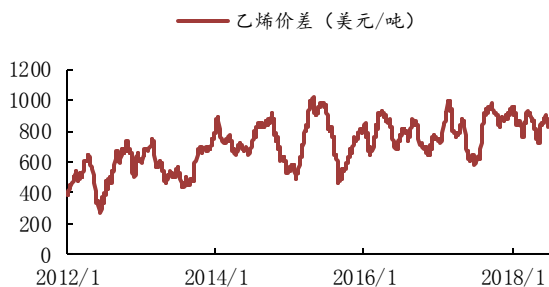
数据来源：IEA，财通证券研究所

### 1.3 下半年原油有望稳中有升，化工品丰富的炼厂仍将保持较好的盈利水平

我们认为下半年油价的基调为稳中有升。一方面，原油基本面决定了供需偏紧，且伊朗存在着大幅减产的可能；另一方面，特朗普已经多次表达了对目前油价的不满，并数次要求沙特增产，然而沙特由于 OPEC 内部平衡和自身闲置限制，必将与伊朗、美国进行博弈。

正如我们在上一篇报告中所提到的，80 美元/桶油价下的温和上涨不会损害炼厂利益，主要因烯烃需求旺盛，乙烯、丙烯价差随油价上涨价差逐渐扩大，化工品丰富（尤其是烯烃）的炼厂仍将保持较好的盈利水平。

图 6：乙烯价差随原油价格上涨而扩大



数据来源：wind，财通证券研究所

图 7：丙烯价差随原油价格上涨而扩大



数据来源：wind，财通证券研究所

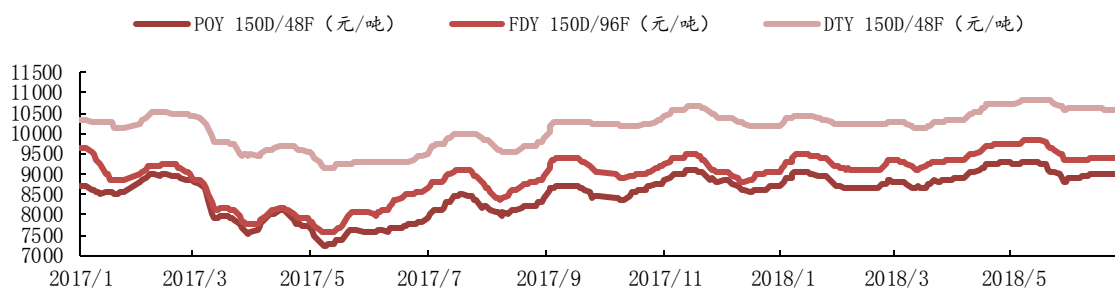


## 2、涤纶长丝：供需持续改善，下半年有望保持高景气度

2018年上半年涤纶长丝延续了2017年下半年的景气周期，价格和利润均保持高位，按照POY 1150元/吨的加工费计算盈利能力可观。上市公司业绩也证明了这一点，已披露业绩预告的桐昆股份预计2018H1扣非归母净利润12.90亿-13.50亿，同比增长115%-125%。

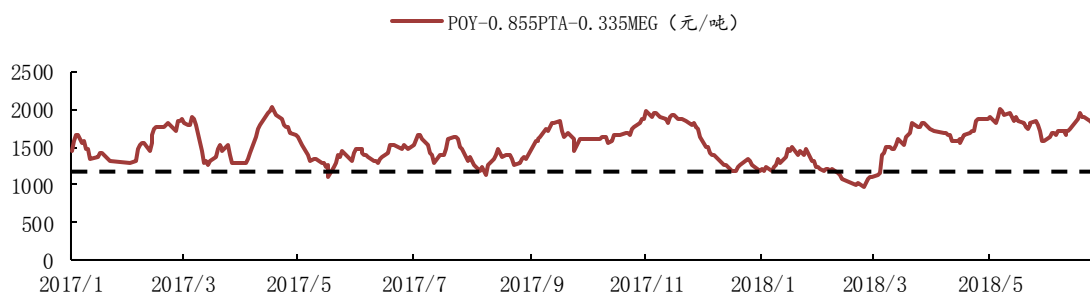
我们详细分析了上半年长丝的需求（内需+外需）和供给：需求持续向好，产能增速低于需求且行业集中度提高，下半年有望保持高景气度。

图 8：2018 年涤纶长丝价格保持高位



数据来源：CCF，财通证券研究所

图 9：2018 年涤纶长丝利润保持高位



数据来源：CCF，财通证券研究所

### 2.1 需求持续得到验证：内需坚挺、出口结构性改善、行业低库存

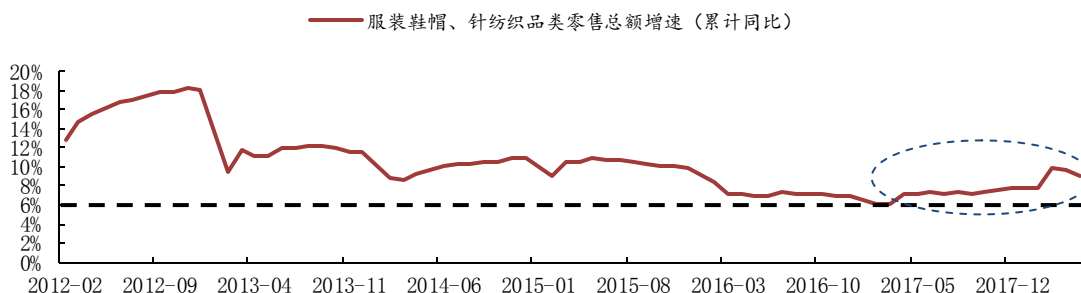
#### 2.1.1 纺织内需：2017 年下半年以来增速回升明显

我们以国家统计局公布的服装鞋帽、针纺织品类零售总额作为纺织内需的指标。由于存在价格因素的影响，国家统计局会公布价格平减后的实际增长率，因此我们未列出绝对值。

我国纺织品需求保持较快增长，且2017年下半年以来增速回升明显。尽管我国

纺织品需求增速从 2012 年到 2017 年 6 月整体下滑，但仍然能保持 6% 以上的较高增速。2017 年下半年开始，我国纺织品需求增速出现回升，2017 年全年增长 7.8%。进入 2018 年增速进一步提高，2018 年 1-5 月同比增长 9.1%。

图 10：2018 年纺织内需增速回升



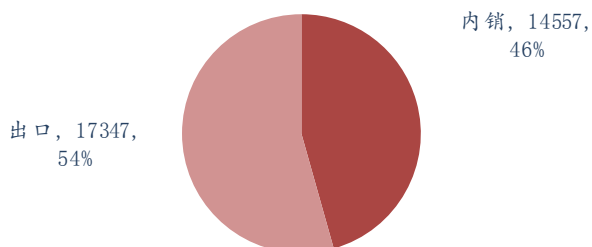
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

### 2.1.2 纺织外需：出口总量增速由负转正，结构转变意味着更多的涤纶需求

我国涤纶长丝出口存在两种形式，一是制成纺织品后出口，二是直接出口供国外纺织企业加工。目前方式一仍然是更为主要的出口方式，2017 年我国直接出口涤纶长丝 100.96 万吨，仅占当年涤纶长丝产量约 4%（这也说明我国长丝-印染织造的产业链集聚和一体化优势仍然非常有竞争力）。因此，研究长丝外需仍然需要以纺织出口作为指标。我们选取海关总署公布的纺织原料及纺织制品出口金额（统一以美元计）作为衡量纺织出口的指标，该指标包含了所有纺织中间品和制成品出口情况。

出口是我国纺织业更重要的销售渠道，占比达 54%。2017 年，我国纺织业内销 14557 亿元，出口 2570 亿美元（按汇率 2017 年平均汇率 6.53 计，相当于 17347 亿元），出口占比达到 54%。

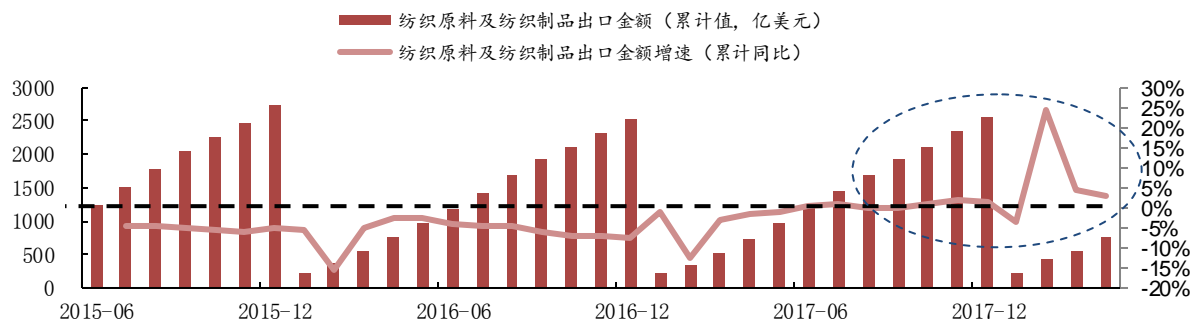
图 11：2017 年我国纺织出口金额占 54%（单位：亿元）



数据来源：国家统计局，海关总署，财通证券研究所

2017 年下半年后纺织出口增速由负转正，2018 年快速增长。2015 年 6 月-2017 年 6 月我国纺织出口增速出现同比下滑，2017 年下半年开始后重回增长，全年同比增长 1.5%，2018 年保持快速增长，1-5 月同比增长 2.14%。

图 12：2018 年纺织出口快速增长



数据来源：wind，财通证券研究所

我们详细拆分了中国向各主要国家的出口数据，以越南为代表的低人均 GDP 一带一路国家有望提供纺织出口的新增量。2017 年中国对低人均 GDP 国家（9000 美元以下）的纺织出口均出现了增长，其中缅甸、越南、菲律宾、哈萨克斯坦等一带一路国家增长较高；而高人均 GDP 国家则增长较少或出现下跌。2018 年 1-5 月中国纺织出口同比增加 20.65 亿美元，仅越南就增加了 15.22 亿美元。从中国的经验看，人均 GDP 在 2000-6000 美元是纺织需求增速最快的时期。我们认为，缅甸、越南等国家正处于纺织需求快速发展的时期，叠加一带一路的资源倾斜，有望成为中国纺织出口的新增量。

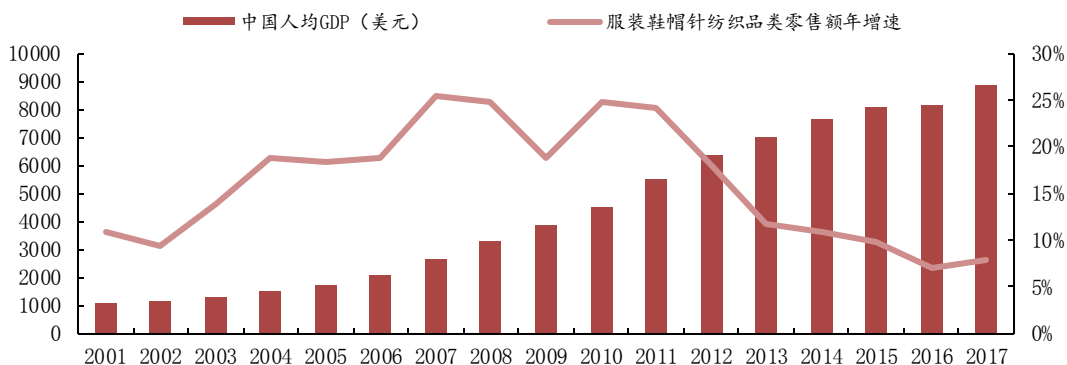
表 5：中国出口至低人均 GDP 国家的纺织金额增长较多

单位：亿美元	2017 年	2018 年 1-5 月	人均 GDP 参考 (世界银行 2016 年数据, 美元/人)
纺织出口金额同比增长	37.94	20.65	
缅甸	3.42	2.59	1196
印度	2.23	-1.44	1710
越南	7.29	15.22	2171
菲律宾	5.92	0.13	2951
印度尼西亚	2.15	1.89	3570
伊朗	1.53	-0.79	5219
南非	1.63	1.13	5275
哈萨克斯坦	7.04	0.01	7715
巴西	9.13	2.84	8650
俄罗斯	2.06	-0.37	8748
马来西亚	-5.46	-3.99	9508
沙特阿拉伯	-0.56	-7.58	20029
韩国	3.44	-0.47	27539
欧盟 (含英国)	-1.17	2.12	32250
阿联酋	-11.96	-4.57	37622
日本	0.48	1.76	38972

中国香港	-16.67	0.36	43741
新加坡	-1.97	-1.98	52963
美国	3.29	6.44	57638

数据来源：海关总署，世界银行，财通证券研究所

图 13：中国纺织需求增速在 2000-6000 时增速较快



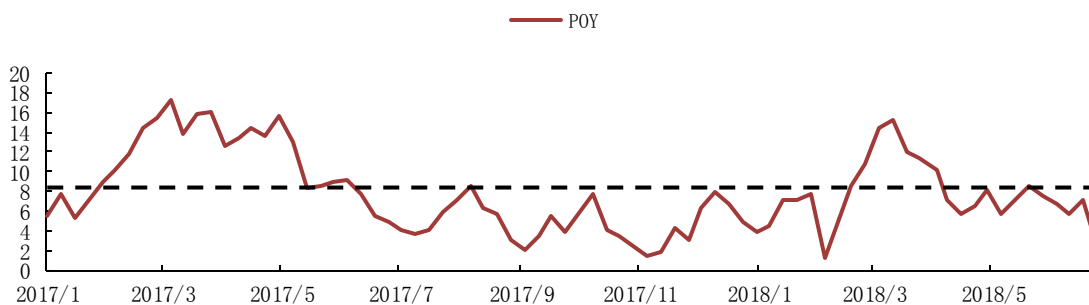
数据来源：wind，世界银行，财通证券研究所

我国纺织品出口结构的逐步转变（转向低人均 GDP 国家）意味着更多的涤纶长丝需求。毫无疑问，低人均 GDP 国家需求更低价的纺织品，这意味着：（1）相同幅度的纺织出口金额增长下，出口至这些国家的纺织品数量将会更多，纺织原料的需求也会相应增多；（2）涤纶相对于其他原料的价格优势仍然十分明显，出口至这些国家的纺织品涤纶含量也会增多。

### 2.1.3 库存：油价上涨趋势有利于长丝保持行业低库存

下游需求旺盛是低库存的必要条件。除此之外，油价的趋势性上涨也是重要推动力。长丝的直接下游——印染织造，是很难有高库存以抵御原料价格波动的行业。一方面行业本身非常分散；另一方面，下游服装的订单种类变化快，必须根据订单调整购买长丝的种类。因此，长丝下游“买涨不买跌”的现象比较明显。在油价处于比较确定的上涨趋势时，有利于长丝保持行业低库存。

图 14：2017 年下半年以来，POY 库存保持在 8 天以下（除春节外）

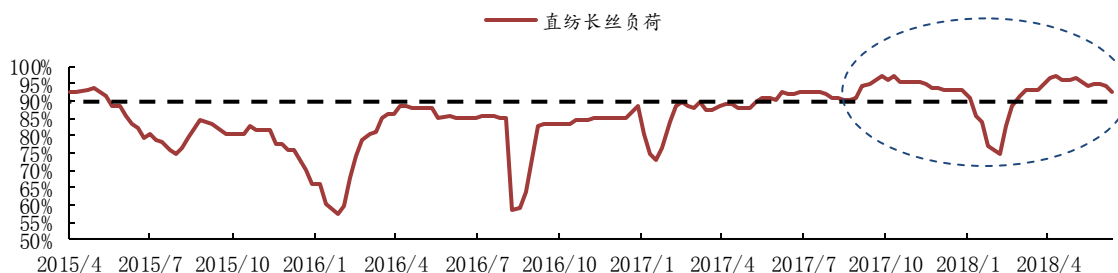


数据来源：CCF，财通证券研究所

## 2.2 供给：寡头属性提高，产能增速不及需求

长丝负荷已无太多提升空间，新增产能增长慢于需求。2017年下半年需求提升带来长丝负荷提升，(除春节外)长丝负荷长期保持在90%以上，最高达到96.4%，已无太多提升空间。在需求的推动下，长丝也逐渐开始新一轮的产能扩张。2018年上半年长丝新增产能211万吨，主要为龙头桐昆和新凤鸣的扩产，我们预计全年新增产能低于275万吨（增长约8%），低于需求增速（10%以上）。

图 15：长丝负荷保持高位



数据来源：CCF，财通证券研究所

表 6：2018 年上半年长丝新增产能 211 万吨

项目	产能（万吨）	投产时间
桐昆嘉兴石化	30	2 月底
桐昆恒邦三期	30	3 月上旬
新凤鸣中石二期	30	3 月上旬
桐昆恒腾三期	60	5 月底
新凤鸣中石二期	30	5 月底
盛虹	6	5 月
山力	25	6 月底
合计	211	

数据来源：CCF，财通证券研究所

长丝产能扩张较慢主要有以下原因：

- 荣盛、恒力、恒逸等主流长丝厂目前重心在上游炼化业务。
- 下游印染织造非常分散，单一地区内市场容量有限，因此长丝的扩产产能都比较小，否则会面临产能消化的难题。而龙头以其产品、成本和定价优势在扩产中先机巨大。
- 纺织面料的产品质量升级和种类快速迭代对长丝厂设备的自动化水平和产品多样化提出了较高要求，长丝工厂投资额难以降低。以桐昆恒腾三期建设为例，即使考虑到后续建设项目中公用工程、规模提升以及建设经验对投资额的削减，其单吨投资仍保持在较高水平。

表 7：长丝的投资额较难降低

	产能（万吨）	投资（亿元）	单吨投资（元/吨）
恒腾一期	40	14.73	3682.27
恒腾二期	40	15.60	3900.00
恒腾三期	60	20.20	3366.67

数据来源：桐昆股份公告，财通证券研究所

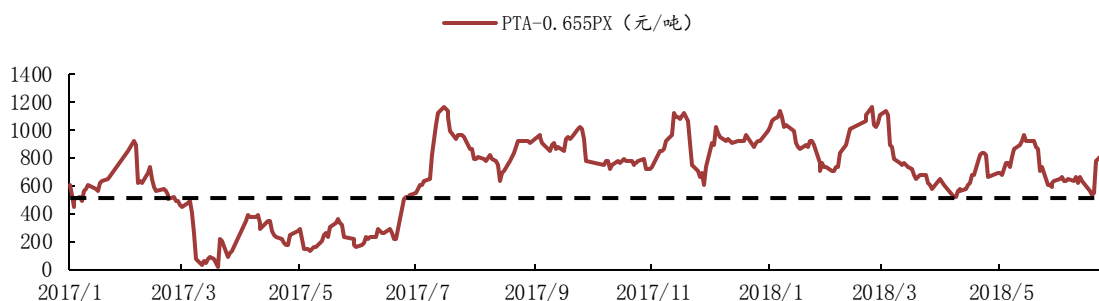
我们认为，长丝的寡头垄断属性在本轮周期中得到增强，这使得本轮长丝的景气周期持续性有望长于以往。

### 3、PTA：下半年仍将保持紧平衡

由于聚酯需求旺盛和社会库存的下降，2017年下半年以来PTA扭转了长达数年的行业亏损，2018年上半年加工差中枢基本能保持在700元/吨，在500元/吨的加工成本下（不同工厂之间成本差别较大，仅作为参考）能够保持稳定盈利。

我们测算认为，尽管PTA下半年检修较少产量有所提高，但聚酯产量增速更快，PTA仍将处于去库存阶段。而成本端PX远期的弱势以及市场对新增产能的担忧所形成的期货远期贴水将有助于加快去库存。

图 16：PTA 保持比较稳定的加工差

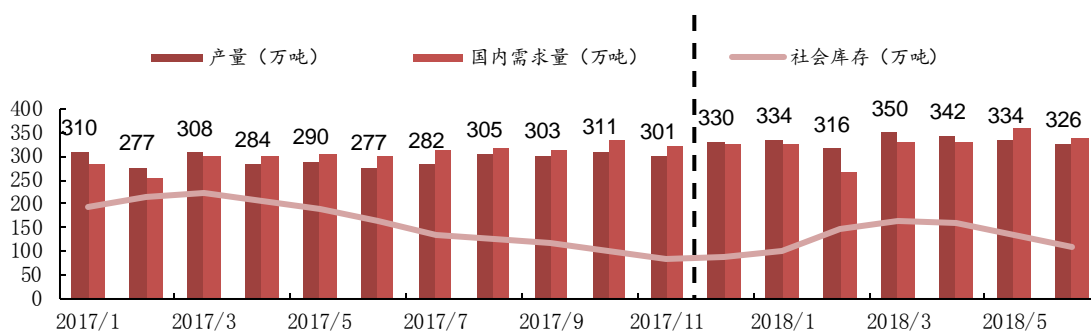


数据来源：CGF，财通证券研究所

#### 3.1 基本面：密集检修下PTA去库存，下半年将维持紧平衡

1-3月是聚酯淡季，加上新产能的集中释放，PTA累库存较多。与长丝不同，PTA作为大宗标准产品，不需要考虑区域市场容量、下游纺织面料的季节性需求变化等因素，其产量释放较快。2017年底-2018年初，福海创（450万吨）、远东石化（320万吨）重启，嘉兴石化（220万吨）新装置开车，PTA产量增长较快，2017年12月以来的产量明显高于2017年。与此同时，聚酯面临春节前后的需求淡季，PTA1-3月共累库74万吨。

图 17: PTA1-3 月累库存, 4-6 月去库存



数据来源: CCF, 财通证券研究所

在 4-6 月的密集检修下, PTA 开始去库存。据我们统计, 2018 年上半年涉及检修的 PTA 产能高达 2776.5 万吨, 其中绝大多数集中在 4-6 月。之所以 4-6 月检修较多, 很重要的原因是 4 月 PTA 加工差触及低点, 寡头趁机检修, 并通过检修调整行业供需, 这也反映了目前寡头对保持盈利能力的诉求。4 月以来 PTA 产量逐月下滑, 随着聚酯产销的好转, PTA 库存回到较低水平。

表 8: 2018 年 4-6 月 PTA 密集检修

	产能 (万吨)	检修时间
金山石化	40	12. 29-3 月中
三房巷	120	12. 31-1. 14
海南逸盛	200	1. 15-1. 30
宁波逸盛	65	2. 21-3. 2
嘉兴石化	200	3. 14-3. 28
洛阳石化	110	4. 1-4. 20
天津石化	110	4. 10-4. 30
恒力石化	32. 5	4. 1-4. 18
蓬威石化	34	4. 16-4. 26
台化兴业	220	4. 16-4. 25
福海创	90	5. 2, 60 天
逸盛大化	120	4. 25, 25 天
仪征化纤	450	5. 15-6. 4
福建佳龙	225	5. 21, 15 天
汉邦石化	375	5. 23, 15 天
	35	5. 26, 15 天
	60	6. 13-?
	70	6. 3-6. 30
	220	6. 28, 2-3 周
合计	2776. 5	

数据来源: CCF, 财通证券研究所

即使下半年检修减少, 但在旺盛的聚酯需求下 PTA 也将维持紧平衡。由于上半年 PTA 过半产能检修, 下半年检修较少, PTA 产量将比上半年更高。但考虑到下游需求旺盛以及 5、6 月新增聚酯产能在下半年逐渐释放产量, 我们测算下半年 PTA

将维持紧平衡。

表 9：2018 年下半年 PTA 供需测算（黄色为预测值）

	2017H1 A	2017H2 A	2018H1 A	2018H2 E
PTA 产量	1746	1832	2002	2100
YOY	8.61%	9.87%	14.66%	14.63%
聚酯产量	1953	2157	2224	2400
YOY	9.84%	14.67%	13.88%	11.27%
PTA 需求	1738	1915	1971	2118
YOY	10.53%	15.43%	13.39%	10.59%

数据来源：CCF，财通证券研究所

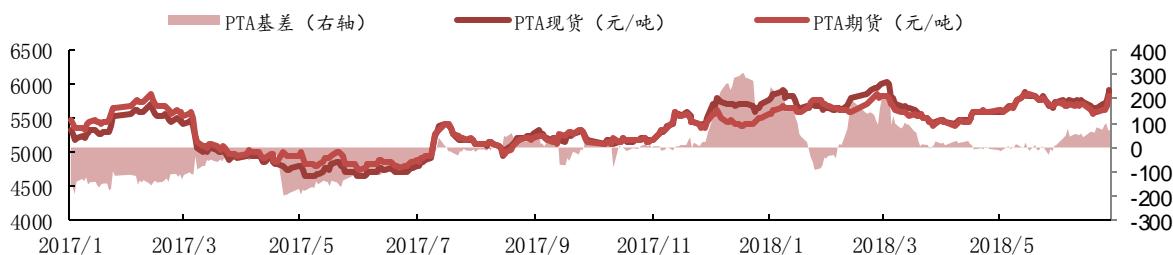
【主要假设：（1）下半年 PTA 产量为 350\*6（三月 PTA 产量 350 万吨，为上半年最大值；主要因检修少且嘉兴二期等新装置开工率较高）；（2）下半年聚酯产量为 400\*6（5、6 月聚酯产量均为 400 万吨左右）；（3）其他领域 PTA 需求为 11 万吨/月】

### 3.2 期货市场：现货升水、远月贴水，利于加速去库存

作为整条聚酯产业链深度参与的期货品种，PTA 期货价值发现的功能较强，可以准确反应 PTA 的供需和预期情况。我们主要关注两组价差：基差和远期合约的升贴水情况。

正基差反应目前 PTA 供需的紧平衡。与前文所述一致，由于 4-6 月大装置的检修以及聚酯产量提高，PTA 库存开始下降，现货供应偏紧，PTA 基差（现货减期货）逐渐扩大至 100。

图 18：PTA 基差逐渐扩大至 100



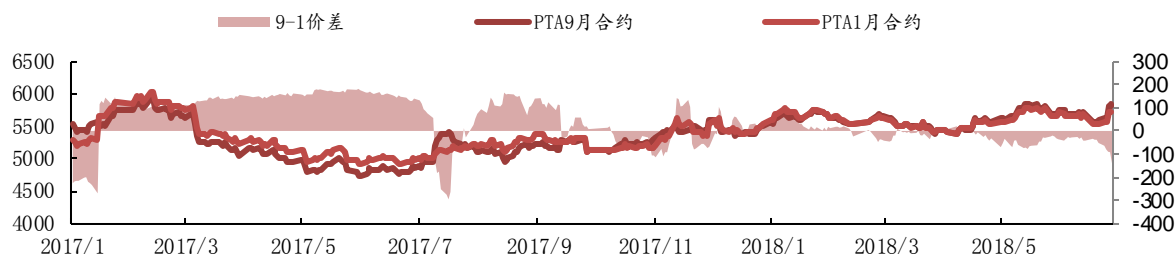
数据来源：CCF，财通证券研究所

远期贴水主要反映成本端 PX 的弱势，以及对新增产能的部分担忧。由于 5 月合约已过，7、11 月合约近期才成为活跃合约，我们主要关注 PTA 9-1 价差（1 月减 9 月）。2017 年 10 月后 PTA 远期从深度升水变为平水直至近期贴水，我们认为主要有两个原因：（1）远期成本端 PX 支撑偏弱。近期越南 Nghi Son（70 万



吨)已投产,首批货物将抵达中国;沙特 Petro Rabigh (134 万吨)已解除故障并重启;之后还将有 7 月韩国 Ulsan (180 万吨)重启和 8 月腾龙芳烃 (160 万吨)重启;(2)下半年福海创 150 万吨 PTA 可能复产。但福海创复产将在腾龙芳烃产出平稳之后,今年产量贡献较小。

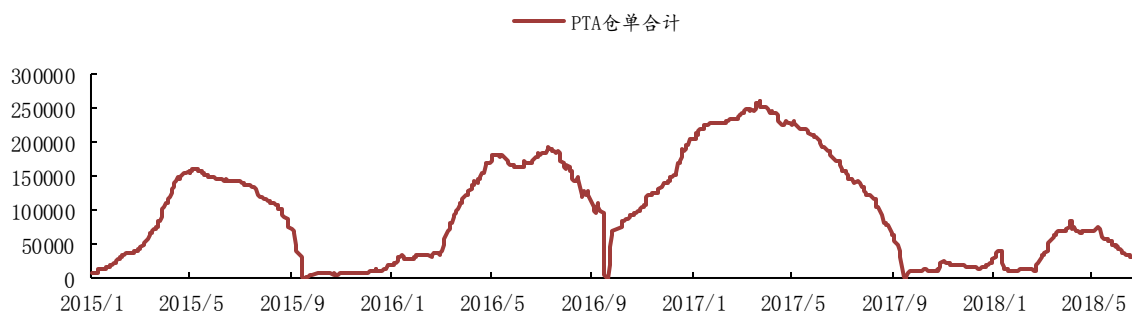
图 19: PTA 期货远期贴水扩大



数据来源: wind, 财通证券研究所

在这样的背景下,PTA 生产商和贸易商倾向于近月卖出 PTA 现货,PTA 库存有望加速降低,其中一个证据就是 PTA 仓单数量近期逐渐减少。

图 20: PTA 仓单近期逐渐减少



数据来源: wind, 财通证券研究所

#### 4、全产业链视角:新一轮景气周期,全产业链利润有望长期保持

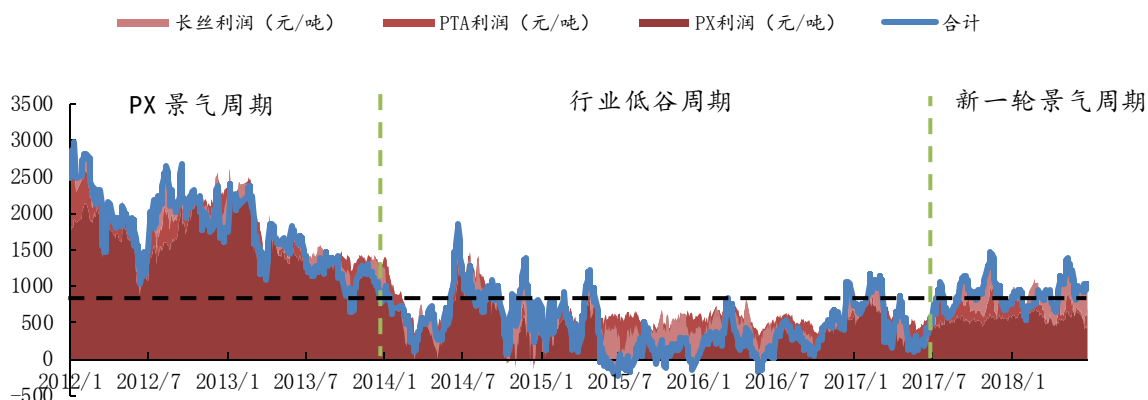
由于恒力石化和浙江石化在下半年均有望开车,我国聚酯产业链将真正走向一体化。

我们计算了 1 吨涤纶长丝的全产业链利润(即 1 吨涤纶长丝+0.855 吨 PTA+0.855\*0.655 吨 PX 的利润),该利润包括所有成本,不含增值税、含所得税。2013 年上半年之前产业链利润较高主要因 PTA 大量新增产能抬高了 PX 利润,此后 PTA 和聚酯的大量投产使得行业进入低谷。2017 年下半年之后,由于聚酯需求的提高,产业链利润重回 800 元/吨的平均水平。与上一轮周期相比,本次景

气周期的特点是产业链各环节利润分配比较均衡，这主要受益于产业链各环节集中度的提高以及产业链一体化程度的增强。

我们认为，产业链各环节之间的利润分配时刻都在发生变化，但在目前的行业竞争格局下和长丝需求下，整条产业链的利润有望长期保持。下半年我们看好长丝和 PTA 的景气度，长期我们看好全产业链新一轮景气周期。成本控制优秀的龙头企业将受益更多！

图 21：新一轮景气周期下，长丝全产业链利润有望保持



数据来源：wind, CCF, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。