

# 一体化龙头抢得“纤”机

## ——基础化工聚酯产业链系列报告之 PTA

2018年7月27日

看好/维持

基础化工

深度报告

### 投资摘要:

**PTA 行业将迎来新一轮景气周期。**我们的主要判断依据有两点，一是下游聚酯需求增长远超预期，二是行业自身产能增速放缓。供需趋紧成为行业景气主要推动力。

#### 一、下游聚酯行业景气拉动 PTA 需求向好。

- ◆ 我国 98% 的 PTA 用于生产 PET 聚酯，而约 75% 的 PET 用于生产聚酯纤维，是纺服最重要的上游材料，纺服的兴衰可谓 PTA 之命脉。我国人口自然增长率结束了多年的负增长转而上行，**人口红利逐渐释放将会推动纺织服装消费。**主要表现为 18 年前 5 个月服装鞋帽、针、纺织品零售额增长 9.1%，创下近三年新高。**内需的增加将持续提振纺织服装市场，带来新增聚酯需求。**
- ◆ 此外，接近 20% 的 PET 用于生产聚酯瓶片，主要应用于各种饮料的包装。**受益于国外聚酯瓶片供应商的停产和进口废 PET 瓶片数量骤减，聚酯瓶片出口量和对原生聚酯需求大幅增加，同比增长幅度分别为 28% 和 13.9%。**聚酯的景气行情为 PTA 需求提供强力支撑。

**二、PTA 产能释放慢而供需紧。**PTA 行业正处于高速增长后的调整期，2018 和 2019 年新增产能分别为 280 和 370 万吨，2016-2019 年 CAGR 仅有 4.2%，而 2018 年新增需求预计就将超过 496 万吨。产能增长几近停滞而下游需求旺盛，高负荷、低库存将成为 PTA 市场常态，行业景气有望保持。

**PX 扩产导致利润向下游转移。**PX 是 PTA 的直接原材料，而我们预计到 2020 年 PX 产能将增加 2130 万吨，CAGR 达到 36.4%，国内 PX 自给率将由 46% 提升至 88.3%，供需格局将大大改善。届时 PX 不再稀缺，将使得 PTA 生产厂商对原料 PX 的议价能力提升，产业链利润将向下游转移。

**投资策略：一体化龙头企业将充分受益。**为了降低成本和减少原油价格波动对生产成本的影响，龙头企业纷纷向 PTA 上游 PX 产业链延伸，逐渐完成全产业链炼化一体化布局。一体化龙头对市场有更强的掌控力，将充分享受规模红利，获得全产业链利润，在景气市场中抢占“纤”机。推荐**恒力股份、桐昆股份、荣盛石化、恒逸石化和新凤鸣。**

**风险提示：**纺服行业景气度低于预期，聚酯产能投放不及预期。

### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
恒力股份	0.61	0.71	1.85	20	22	8	3.7	推荐
桐昆股份	1.35	1.37	1.96	17	13	9	1.7	推荐
荣盛石化	0.52	0.49	0.96	27	22	11	2.8	推荐
恒逸石化	0.98	1.20	1.80	22	12	8	2.0	推荐
新凤鸣	2.49	2.19	2.84	14	10	7	1.9	推荐

### 分析师

刘宇卓

010-66554030

执业证书编号:

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

张明烨

010-66554024

执业证书编号

zhang\_my@dxzq.net.cn

研究助理

罗四维

010-66554047

洪翀

010-66554012

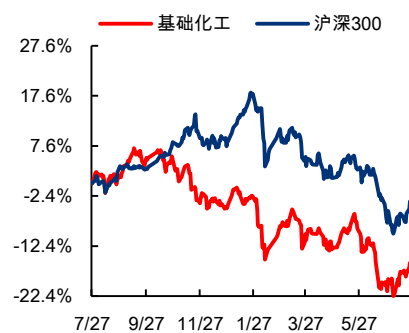
hongchong@dxzq.net.cn

### 行业基本资料

占比%

股票家数	326	9.24%
重点公司家数	50	15.34%
行业市值	32949.09 亿元	6.02%
流通市值	24138.46 亿元	6.03%
行业平均市盈率	21.00	/

### 行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《基础化工行业周报：18 年下半年围绕油价、环保和需求三个维度优选周期子行业》2018-07-04
- 2、《化工行业 2018 半年度策略报告：围绕油价、环保和需求三个维度优选周期子行业》2018-06-28
- 3、《基础化工行业周报：氟化工止跌反弹，化肥淡季价格坚挺》2018-06-25

## 目录

<b>1. PTA 行业迎来景气周期</b> .....	<b>5</b>
1.1 PTA 是联结石油化工和化纤纺织的重要枢纽.....	5
1.2 多迹象表明我国 PTA 正迎来景气周期.....	6
<b>2. 销：下游聚酯需求超预期是主要原因</b> .....	<b>7</b>
2.1 涤纶长丝是本轮景气行情中流砥柱.....	7
2.1.1 织造行业景气度提升为涤纶需求提供强力支撑.....	8
2.1.2 织造行业景气源于服装行业复苏.....	8
2.1.3 下游行情的改善带动涤纶市场行情整体向好.....	10
2.2 聚酯瓶片需求暴增成为奇兵.....	11
2.3 进口废 PET 遭禁产生额外聚酯需求.....	12
2.4 棉花价格上行推升涤纶短丝市场行情.....	13
2.5 聚酯产能与产量齐增.....	14
<b>3. 产：PTA 慢增长紧供需促成景气升级</b> .....	<b>15</b>
3.1 PTA 产能过剩是历史原因.....	16
3.1.1 高利润刺激产能井喷.....	16
3.1.2 行业寒冬后迎来供给侧改革.....	17
3.1.3 2019 年前 PTA 新增产能有限.....	17
3.2 规模效应显现拉高行业门槛.....	19
3.3 寡头格局利于行业发展.....	20
<b>4. 供：利润向下游转移利好一体化龙头企业</b> .....	<b>21</b>
4.1 产业链发展失衡导致利润集中在 PX-石脑油端.....	21
4.2 PX 产能扩张导致利润将向下游转移.....	23
4.3 炼化一体化龙头竞争优势明显.....	24
<b>5. 投资策略：</b> .....	<b>26</b>
5.1 恒力股份.....	27
5.2 桐昆股份.....	28
5.3 荣盛石化.....	28
5.4 恒逸石化.....	28
5.5 新凤鸣.....	28
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>29</b>

## 表格目录

表 1:聚酯瓶片出口情况.....	11
表 2:2017 年底中国禁止进口的固体废物（与聚酯相关项） .....	12
表 3:预计 2018 年新增聚酯需求情况 .....	14
表 4:2018 年后聚酯产能扩张计划 .....	14
表 5:关停及复产的 PTA 产能情况.....	17
表 6:2018 年以后 PTA 产能扩张速度放慢 .....	18
表 7:不同年份 PTA 需求、产能及实际开工率率统计 .....	18
表 8:2020 年以后迎来 PTA 产能扩张高峰 .....	19
表 9:不同规模 PTA 生产装置建设成本比较 .....	19
表 10:不同规模 PTA 生产装置能耗及加工费用比较.....	20
表 11:近年来国内 PX 项目相关群体性事件 .....	21
表 12:2018 年后迎来 PX 产能扩张高峰 .....	24
表 13:PX、PTA 及 PET 供需平衡表（单位：万吨） .....	27
表 14:重点公司估值 .....	29

## 插图目录

图 1:PTA 产业链示意图 .....	5
图 2:PTA 价格及价差变化趋势 .....	6
图 3:PTA 负荷变化趋势 .....	7
图 4:PTA 库存变化趋势 .....	7
图 5:聚酯产能、产量及产量增长率 .....	7
图 6:我国涤纶长丝下游消费结构.....	8
图 7:涤纶纤维种类 .....	8
图 8:盛泽地区样本织造企业坯布库存天数 .....	8
图 9:江浙织机负荷走势 .....	8
图 10:我国服装鞋帽针、纺织品零售额及增速.....	9
图 11:服装鞋帽针、纺织品网消指数 .....	9
图 12:人口自然增长率.....	9
图 13:纺织服装、服饰业单月出口交货值及同比增速 .....	10
图 14:涤纶长丝产品库存天数.....	10
图 15:涤纶长丝价格及价差 .....	10
图 16:涤纶长丝年产量及增速 .....	11
图 17:聚酯瓶片价格指数变化趋势.....	12
图 18:聚酯瓶片产能、产量、开工率及产量增速 .....	12
图 19:我国进口废 PET 总量.....	13
图 20:2018 年一至六批废塑料进口许可总量（吨） .....	13

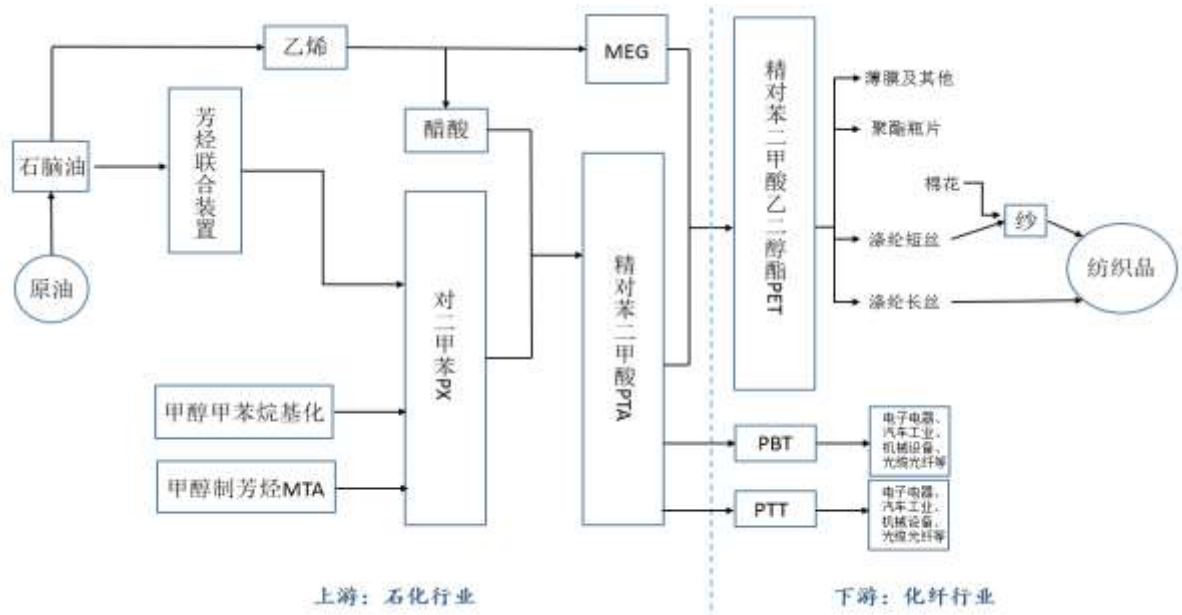
图 21:涤纶短丝价格价差及棉花价格变化趋势.....	13
图 22:涤纶短丝产能、产量及增速.....	13
图 23:PTA 产能、产量与产能增速.....	15
图 24:全球 PTA 产能分布 .....	16
图 25:亚洲地区 PTA 产能分布 .....	16
图 26:PTA 表观消费量及增速.....	16
图 27:我国 PTA 净进口量及进口依赖度.....	16
图 28:2017 年我国 PTA 产能市场格局.....	21
图 29:预计 2020 年 PTA 产能扩张后市场格局.....	21
图 30:PX 产能及增速 .....	22
图 31:PX 进口来源分布 .....	22
图 32:PX 产量、进口量及进口依存度.....	22
图 33:聚酯产业链价差对比 .....	23
图 34:PX 生产成本结构 .....	25
图 35:PTA 生产成本结构 .....	25
图 36:PTA、PX 的价格与原油、石脑油价格变化趋势对比.....	25
图 37:2020 年 PX 产能情况预测 .....	26

## 1. PTA 行业迎来景气周期

### 1.1 PTA 是联结石油化工和化纤纺织的重要枢纽

PTA 是世界上最重要的大宗有机原料之一。对苯二甲酸简称 PTA，其下游产品被广泛应用于化学纤维、轻工、电子、建筑等国民经济的各个方面，与人民生活水平的高低息息相关。PTA 产业链由对原料对二甲苯（PX）、PTA 和下游聚酯（PET）构成。

图 1:PTA 产业链示意图



资料来源：卓创咨询，东兴证券研究所整理

**上游PX价格决定PTA理论成本。**PX由原油加工制得，后在高温下经空气氧化得到聚合级PTA。原油作为产业链上游终端，PX则是PTA的直接原材料，这两者的价格走势决定了PTA的理论成本。

**下游纺织业的兴衰是PTA未来走势的依据所在。**我国98%以上的PTA与乙二醇（MEG）反应用于生产聚精对苯二甲酸乙二醇酯（PET），经加工后得到以下下游产品：

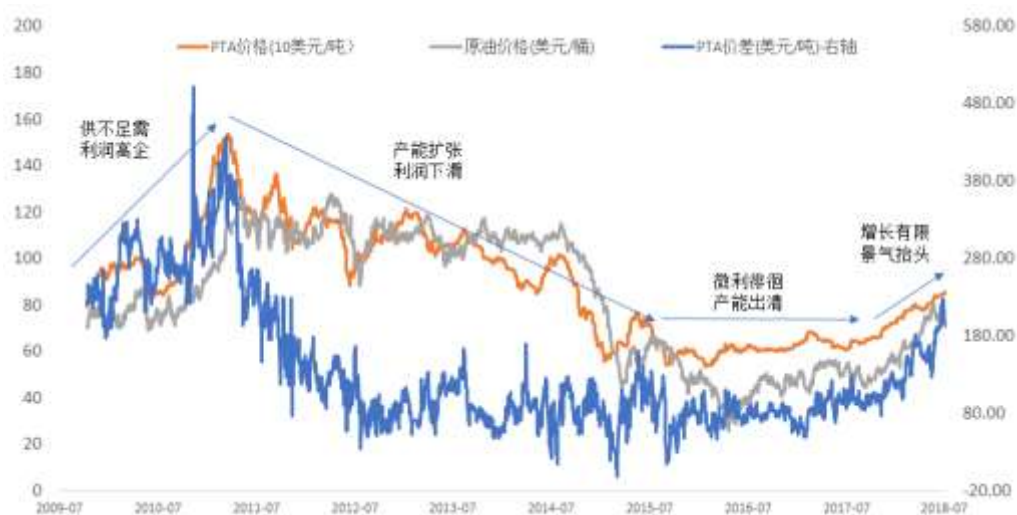
- ◆ 约75%的PET用于生产聚酯纤维。聚酯纤维以涤纶长丝和涤纶短丝为代表，其中长丝被织造企业纺织成布，短丝一般与棉花混纺。纺织服装行业的兴衰直接决定了对上游聚酯纤维的需求，可谓PTA之命脉。
- ◆ 接近20%的PET用于生产聚酯瓶片，主要应用于各种饮料的包装。
- ◆ 其他材料占比很少。聚酯薄膜以及PBT、PTT等其他材料占据了剩下的近5%，主

要应用于包装材料、胶片和磁带领域。

## 1.2 多迹象表明我国 PTA 正迎来景气周期

自中国加入 WTO 之后，世界纺织行业向中国转移，我国纺织产业对 PTA 的需求量猛增，极大地刺激了 PTA 行业的发展。过去十多年间，我国 PTA 行业经历了高需求、快增长、终过热的产业周期。14-16 年间 PTA 产能过剩叠加下游消费疲软，PTA 行业处于低谷。

图 2:PTA 价格及价差变化趋势

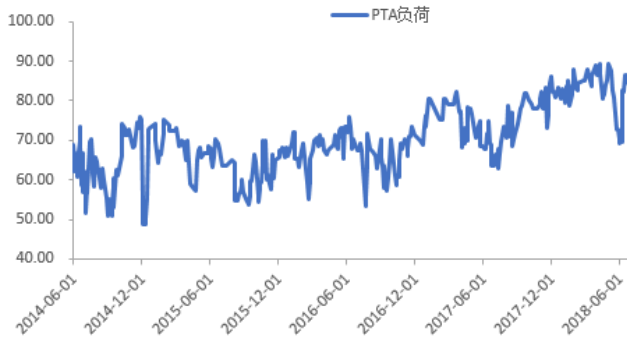


资料来源：Wind、东兴证券研究所

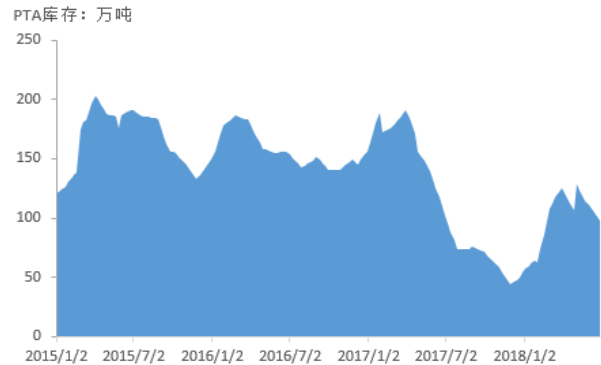
我国 PTA 行业进入低库存、高负荷的新时期。经历了较长时间的行业自我调整后，2017 年下半年起 PTA 行业终于迎来转折。

- ◆ 行业开工率不断提升。自 2017 年下半年开始，PTA 行业开工率逐步提升，现阶段保持在 80% 以上，远高于 2014 年 60% 的平均水平。如果去除长期关停的无效产能，实际有效负荷率将会更高。
- ◆ PTA 社会库存不断下降。在较高开工率水平下，PTA 的社会库存却逐渐由 2016 年的近 200 万吨下降至 2017 年年底的 50 万吨左右，反映了 PTA 产销市场的积极态势。
- ◆ PTA 盈利情况得到明显改善。2017 年下半年至今 PTA 价格上涨至 850 美元/吨，增幅高达 33%；PTA 加工价差经历了较长时间的低位震荡之后明显上扬，2018 年 6 月底上涨至 227 美元/吨高值，较 2017 年同期上涨 100%，较 2016 年同期上涨达到 230%，不断刷新着近六年来的最高纪录。

根据此种迹象，我们预测 2018-2020 年间，PTA 行业将迎来新一轮景气高峰。对此我们将从供、产、销三个方面予以说明。

**图 3:PTA 负荷变化趋势**


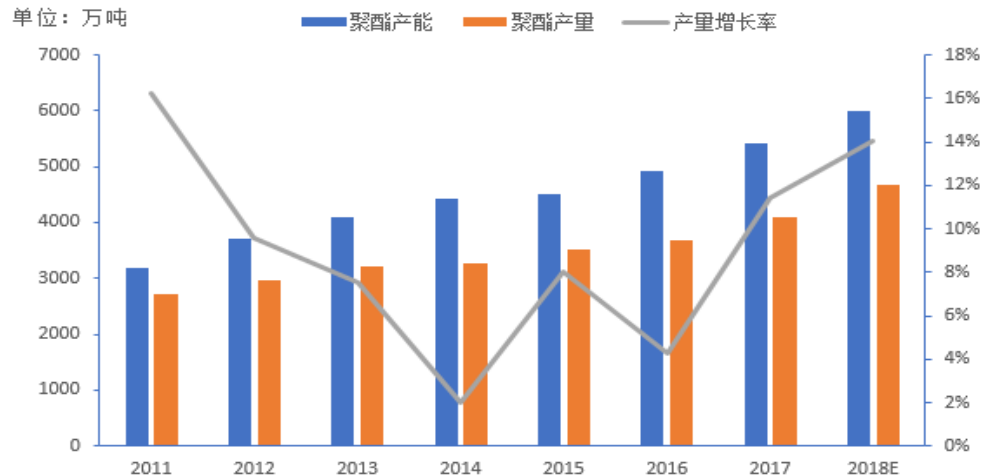
资料来源：Wind、国家统计局、东兴证券研究所

**图 4:PTA 库存变化趋势**


资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

## 2. 销：下游聚酯需求超预期是主要原因

下游聚酯行业景气将是拉动 PTA 需求向好的主要动力。2017 年聚酯产量达到约 4100 万吨，对应 PTA 需求 3506 万吨，较前一年增长 11.4%。2018 年上半年聚酯行情持续向好，涤纶纤维、聚酯瓶片产量同比增幅分别达到 12%和 14%。我们预测 2018 年聚酯产量和消费量将同步增加，预计全年产量增长率将超过 14.1%，继续保持在较高水平。

**图 5:聚酯产能、产量及产量增长率**


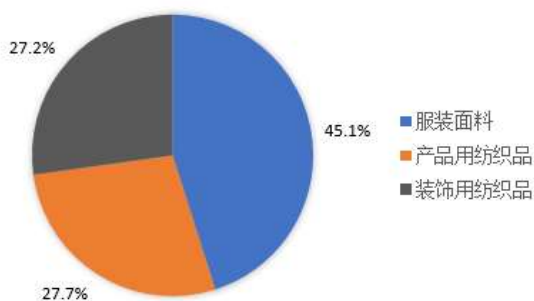
资料来源：中纤网 CCF、东兴证券研究所

### 2.1 涤纶长丝是本轮景气行情中流砥柱

涤纶是合成纤维中的一个重要品种，分为涤纶长丝和涤纶短丝，在现代纺织业中应用极广。按照加工阶段和用途的不同，涤纶长丝又可分为预取向丝（POY）、全拉伸丝（FDY）和拉伸变形丝（DTY）。

涤纶长丝的下游需求主要分为服装用纺织品、装饰用纺织品和产品用纺织品三大类。

图 6:我国涤纶长丝下游消费结构



资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

图 7:涤纶纤维种类



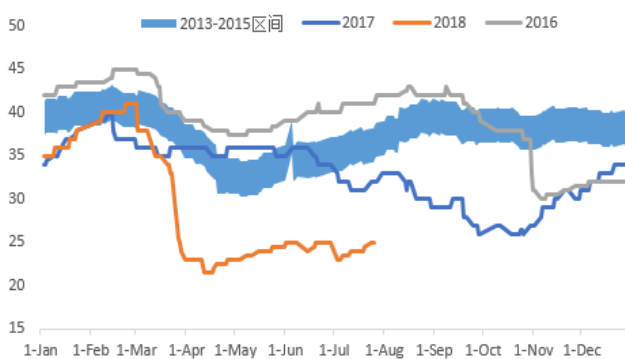
资料来源：东兴证券研究所

### 2.1.1 织造行业景气度提升为涤纶需求提供强力支撑

从下游坯布库存和江浙织机负荷率来看，坯布市场需求旺盛，织造行业供需关系较为紧张。

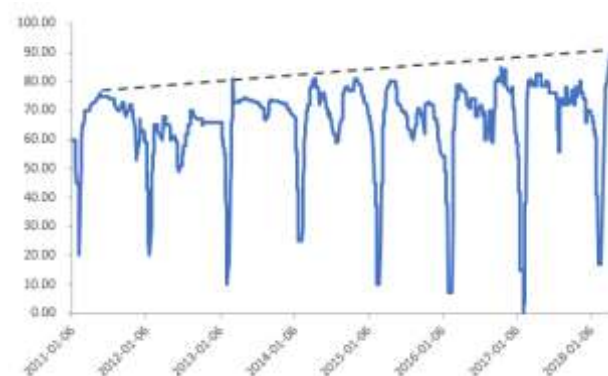
- ◆ 2017 年以来，市场坯布库存天数不断下降，较往年相比处于低位；2018 年春节过后更是下降至 25 天以下，处于 2013 年以来的最低水平。
- ◆ 相对应的，江浙织机的开工率却在不断上升。将春节期间除外，江浙织机开工率显著高于过去五年内同期水平，上行态势明显。

图 8:盛泽地区样本织造企业坯布库存天数



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 9:江浙织机负荷走势



资料来源：Wind、东兴证券研究所

### 2.1.2 织造行业景气源于服装行业复苏

我国服装鞋帽、针、纺织品零售额增速由 2011 年 24.2% 开始连续六年下行，2017 年同比增加 7.8%，超过 2016 年 7% 的增长水平，企稳回暖。2018 年前五个月增幅更是创下近三年来新高，达到 9.1%。

**图 10:我国服装鞋帽针、纺织品零售额及增速**

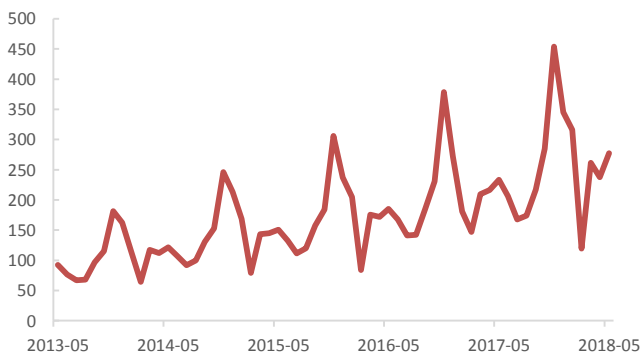


资料来源：Wind、国家统计局、东兴证券研究所

我们认为此次纺织服装市场的好转以内需增长为主要动力。经济情况的改善带来居民可支配收入的增加，内销市场增速有望维持。

- ◆ 从蚂蚁金服网消数据来看，服装鞋帽、针、纺织品规模指数上扬，电子商务成为拉动纺织服装消费的重要渠道。
- ◆ 随着二胎政策放开，我国人口自然增长率结束了多年的负增长转而上行。人口红利逐渐释放将会推动纺织服装消费，主要表现为婴童装的较快增长，中高端男装和女装也有所增加。

**图 11:服装鞋帽针、纺织品网消指数**



资料来源：恒生聚源、蚂蚁金服、东兴证券研究所

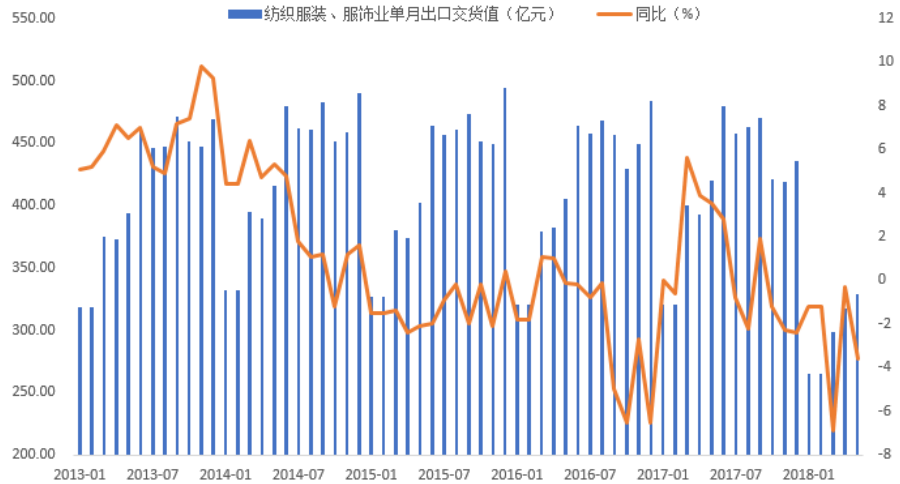
**图 12:人口自然增长率**



资料来源：Wind、东兴证券研究所

**纺织服装出口将保持现有水平。**从2017年的出口数据来看，纺织出口基本企稳。受到人民币升值影响，出口交货值较前一年略有下降。虽然全球经济正处于逐渐复苏过程中，但是考虑到中美贸易战的不确定性，我们预计未来出口难以有更大提升，将保持现有水平不变。

图 13: 纺织服装、服饰业单月出口交货值及同比增速



资料来源：Wind、国家统计局、东兴证券研究所

## 2.1.3 下游行情的改善带动涤纶市场行情整体向好

需求端的利好改善供需关系，涤纶市场行情持续向好。通常6-8月份为纺织服装业淡季，但是今年同期的行业水平却是“淡季不淡”。

- ◆ 涤纶长丝价差不断扩大，涤纶长丝价格处于上升周期。自2017年5月左右价格回落至阶段性低点以来，涤纶长丝的价格中心不断上移，预计未来将在1100美元/吨以上逐渐企稳。而涤纶与原材料的价差也在逐渐扩大，并一直保持在100美元/吨以上。
- ◆ 产品存货天数明显降低。2016年以来，纺织业整体处于清库存阶段。目前涤纶长丝市场POY和FDY库存天数均在十天以下，DTY的库存天数也仅在15-20天之间，远低于16年之前同期水平，与2017年情况基本持平。

图 14: 涤纶长丝产品库存天数



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 15: 涤纶长丝价格及价差



资料来源：Wind、东兴证券研究所

备注：POY 价差=1 吨 POY 价格-0.855 吨 PTA 售价-0.355 吨 MEG 售价

涤纶长丝占据了聚酯领域的半壁江山，2018年上半年产量同比增加达到11%，很大程度上推动了2018年的景气市场。考虑到下半年还将迎来纺织服装业九、十月份的黄金旺季，我们预估涤纶长丝的火爆将得以持续。全年增长率将在10%以上，带来约290万吨的新增聚酯需求。

**图 16:涤纶长丝年产量及增速**


资料来源：中纤网 CCF、东兴证券研究所

## 2.2 聚酯瓶片需求暴增成为奇兵

**聚酯瓶片出口意外提速。**2017年下半年，因为国外主流聚酯瓶片供应商 JBF 和 M&G 集团因故停车或减产，部分需求缺口由中国供应商消化，显著提升了中国聚酯瓶片的出口量。2018年1-5月出口量共计114万吨，较去年同期增加38万吨，增幅达到50%。

预计全年出口量将达到274万吨，出口增量达到60万吨，增长率将会超过28%。

**表 1:聚酯瓶片出口情况**

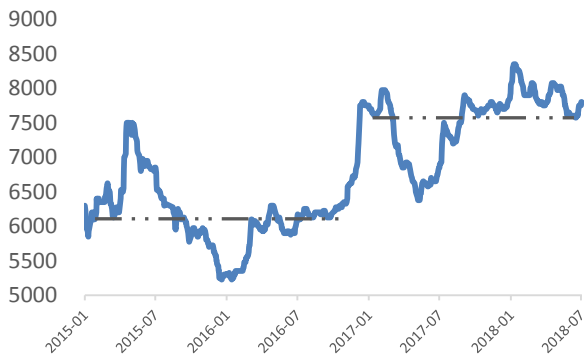
企业	2015年(万吨)	2016年(万吨)	2017年(万吨)	2018年1-5月
三房巷	65	68	69	-
常州华润	34	32	40	-
万凯	14	15	28	-
海南逸盛	7	21	27	-
远纺	29	22	17	-
泰宝	29	23	15	-
腾龙	6	9	9	-
仪征化纤	2	3	4	-
珠海华润	2	2	4	-
合计	187	195	214	114

资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

聚酯瓶片产销两旺。受到出口增大的影响，国内聚酯瓶片供需趋紧，导致价格中枢显著上升。高利润驱动下装置负荷也相应提高，目前各大企业聚酯瓶片生产负荷已超过90%，全年平均开工率在88%左右。

按照聚酯瓶片2018年现有产能928万吨计算，预计全年聚酯瓶片产量将在816万吨，比2017年新增120万吨，同比增加17%。

图 17: 聚酯瓶片价格指数变化趋势



资料来源: Wind、中纤网 CCF、东兴证券研究所

图 18: 聚酯瓶片产能、产量、开工率及产量增速



资料来源: 卓创资讯、东兴证券研究所

### 2.3 进口废 PET 遭禁产生额外聚酯需求

禁废令公布给再生 PET 行业沉重打击。2017 年 7 月份《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》开始实施。该方案将 4 类共计 24 种生活来源的废塑料、废纺织原料、钒渣和废纸列为被禁止进口固体废物，其中包括 PET 的废碎片及下脚料、废 PET 饮料瓶（砖）以及合成纤维废料。这对于再生聚酯行业而言，几乎是一次灭顶式灾难。

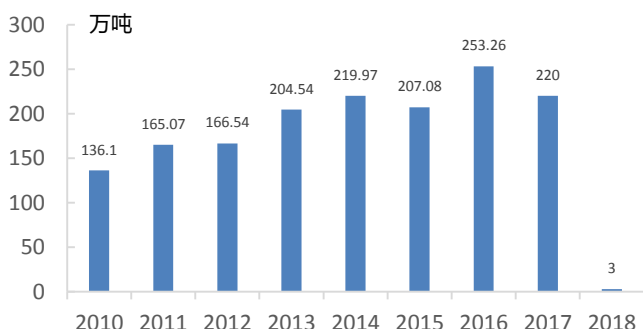
表 2: 2017 年底中国禁止进口的固体废物（与聚酯相关项）

序号	类别	海关商品编号	废物名称
1	生活源废塑料	3915901000	PET 的废碎片及下脚料
2			废 PET 饮料瓶（砖）
3	废纺织品	5505100000	合成纤维废料(包括落棉、废纱及回收纤维)
4		5505200000	人造纤维废料(包括落棉、废纱及回收纤维)

资料来源: 东兴证券研究所

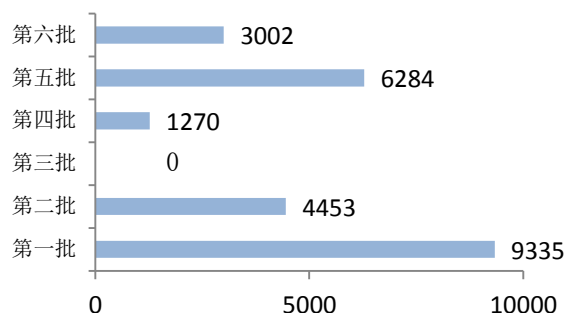
我国每年的进口 PET 废料达到 200 万吨以上，进口依存度接近 30%。从 2018 年逐渐公布的废塑料进口许可证数据来看，相应政策并没有放宽的迹象，2018 年前三个月进口废塑料合计不足 3 万吨，其中的进口废 PET 的量更是可以忽略不计。废 PET 的进口量出现断崖式下跌，再生聚酯企业只能转用原生聚酯切片进行替代生产。

图 19:我国进口废 PET 总量



资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

图 20:2018 年一至六批废塑料进口许可总量 (吨)



资料来源：东兴证券研究所

产业升级加速，落后产能将被淘汰。我国再生 PET 加工以微型工厂为主，年产 2000 吨以下的加工厂数量占比可达 85%以上，年产万吨以上的规模性企业占比不足 5%。而 2015 年 1 月 1 日起正式实施的《环保法》要求新建再生聚酯厂的规模必须大于 3 万吨，已建设备的年处理能力不小于 2 万吨。巨大的供应缺口下，大部分小型再生聚酯加工厂会因为原料来源不足而退出市场。

我们假设剩下近一半的再生聚酯企业会选择购买国内的原生聚酯进行替代生产，将会带来接近 110 万吨的新增聚酯需求。

## 2.4 棉花价格上行推升涤纶短丝市场行情

涤纶短丝主要用在棉纺行业，作为棉花的主要替代品与棉、胶粘纤维、麻、毛等混纺，所得纱线用于服装纺织。2018 年棉花价格保持强势带动涤纶短丝市场行情，涤纶短丝市场价格价差持续走高，需求不减。

我们预计 18、19 年涤纶短丝的产量增幅稳中略有提升，2017 年涤纶短丝产量 500 万吨，较 2016 年同比增长 11.8%，预计 2018 年新增涤纶短丝产量在 60 万吨左右。

图 21:涤纶短丝价格价差及棉花价格变化趋势



资料来源：Wind、CCFEI、国家统计局、东兴证券研究所

图 22:涤纶短丝产能、产量及增速



资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

## 2.5 聚酯产能与产量齐增

新增聚酯需求成为 PTA 景气动力。综上所述，预计 2018 年聚酯相关产品高价将成常态，高景气下将会新增聚酯需求约 580 万吨。按照一吨聚酯需要 0.855 吨 PTA 计算，对应着接近 496 万吨的 PTA 新增需求，同比增长 14.1%，为近年来最大增幅。聚酯需求的提升将更有助于 PTA 新增产能的消化，下游聚酯行情的高涨成为 PTA 行业景气的直接动力。

表 3: 预计 2018 年新增聚酯需求情况

需求来源	涤纶长丝	涤纶短丝	聚酯瓶片	再生聚酯
需求量 (万吨)	290	60	120	110
合计	580 万吨			

资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

新增聚酯产能对 PTA 消费形成有力支撑。聚酯市场景气环境下，预计未来聚酯产能将会稳步扩张。

- ◆ 2018 年计划新增产能 597 万吨，与新增聚酯需求基本匹配。
- ◆ 2019 年以后的投产计划在 425-625 万吨之间。按照 2018-2020 年总共新增聚酯产能 1222 万吨来算，年均复合增长率为 7%，并未出现大规模扩张。

综上所述，聚酯下游产品需求旺盛，高价格成为常态；聚酯产能和产量稳步齐增，行业将会继续保持景气。

表 4: 2018 年后聚酯产能扩张计划

企业名称	设计产能 (万吨)	投产时间	产品类型
大连逸盛	50+50	2018	聚酯瓶片
盛虹国望	50	2018	涤纶长丝
桐昆	30	2018.2	涤纶长丝
	20	2018.3	
	60	2018.5	
新凤鸣	90	2018.9	涤纶长丝
三房巷	50	2018.5	聚酯瓶片
海欣纤维	25	2018.3	涤纶长丝
嘉兴石化	30	2018.12	涤纶长丝
恒逸石化	20	2018.12	涤纶短丝
福建百宏	22	2018.8	涤纶长丝
福建经纬	20	2018.7	涤纶长丝
江阴澄星 (二期)	60	2018	聚酯瓶片
福建山力	20	2018	涤纶长丝

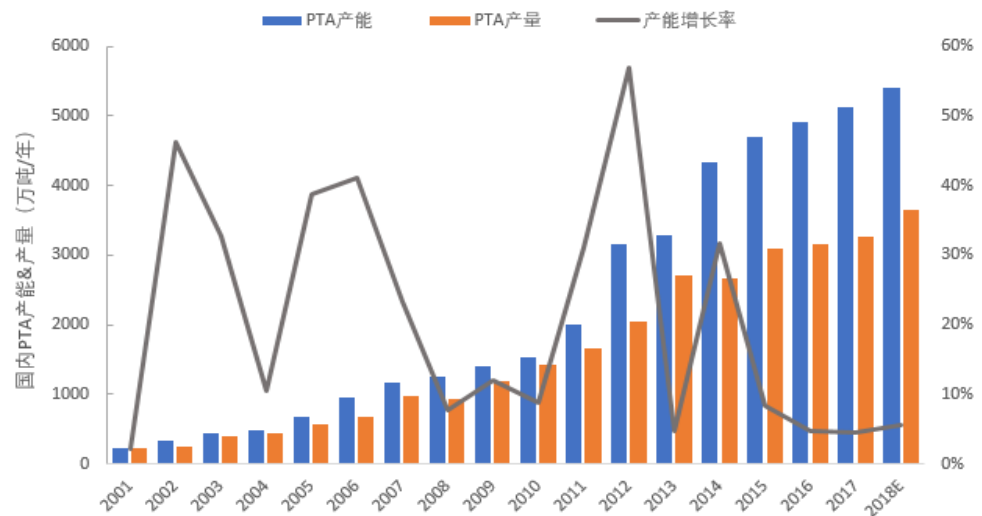
2018 年合计	597 万吨		
新凤鸣	110	2019-2020	待定
恒力石化	60+60	2019-2020	涤纶长丝
恒逸石化	55	2019	涤纶长丝
萧山荣盛	60	2019	涤纶长丝
嘉兴石化	30+30	2019	涤纶长丝
河北宝亿	20	待定	涤纶长丝
华洋高纤	60	待定	涤纶长丝
浙江双丰	20	待定	涤纶长丝（工业丝）
山东华伦	10	待定	涤纶长丝（工业丝）
四川晟达	50	待定	聚酯瓶片
新疆蓝山屯河	10	待定	聚酯瓶片
安化聚酯	50	待定	聚酯瓶片
2019-2020	425-625 万吨		

资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

### 3. 产：PTA 慢增长紧供需促成景气升级

PTA 产能过剩和行业进入门槛提高是产能增速放缓的主要原因。在下游聚酯行情火爆的同时，PTA 产能增长却在近几年明显减速。15-17 年间年均新增产能仅有 265 万吨，与 2014 年新增产能 1041 万吨相比是天壤之别。预计未来两年 PTA 产能将保持较小增幅，进一步收窄供需比，行业景气有望升级。

图 23:PTA 产能、产量与产能增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所

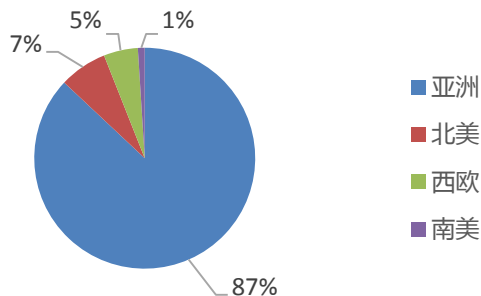
### 3.1 PTA 产能过剩是历史原因

#### 3.1.1 高利润刺激产能井喷

高利润刺激产能扩张，多方资本逐鹿 PTA 行业。2014 年以前，与日俱增的聚酯需求带来了较大的 PTA 市场缺口。供给吃紧加上原油价格飙升，PTA 价格一路飙升至近 10000 元/吨，单吨净利润超过千元。各方都看到了市场的巨大潜力，一时间外资企业、国有企业、民营企业纷纷投资 PTA 行业。

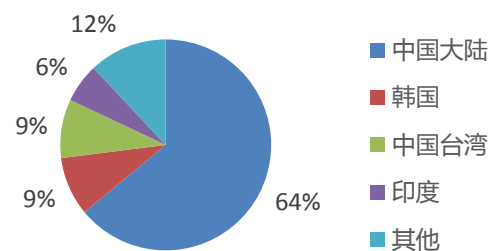
随着 2011-2014 年间投资的 PTA 产能纷纷投产，我国 PTA 产能从 2001 年的 225.5 万吨增长到 2017 年的 5129 万吨，年均复合增长率高达 21.5%。目前全球接近 87% 的产能集中在亚太地区，而我国 PTA 产能占全球总产能的一半左右，位居全球绝对领先的位置。

图 24:全球 PTA 产能分布



资料来源：产业信息网、东兴证券研究所

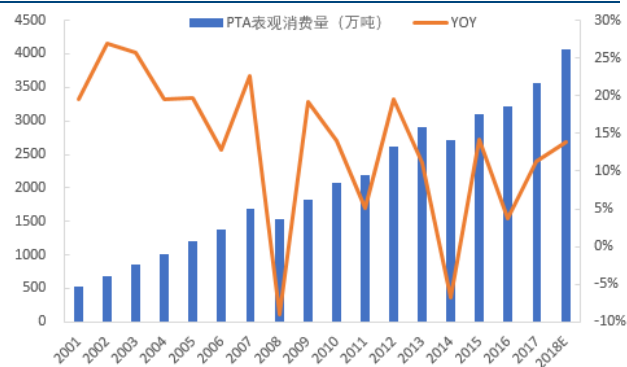
图 25:亚洲地区 PTA 产能分布



资料来源：产业信息网、东兴证券研究所

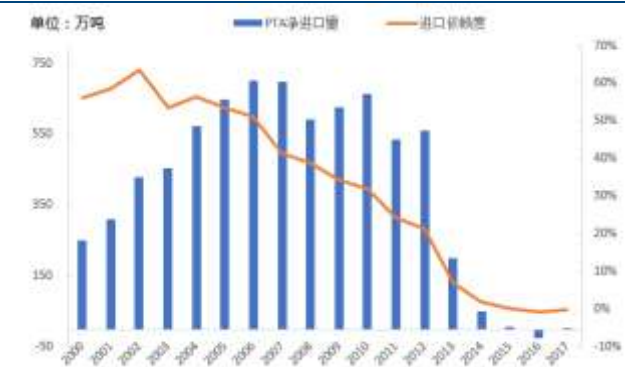
水满则溢，产能扩张导致进出口翻转。PTA 表观消费量的增速难以跟上产能扩张的步伐，两者之间的差距逐渐缩小，PTA 的进口依赖度也不断降低。自 2014 年起，PTA 产能就远远过剩，我国的 PTA 净进口量也逐渐由正转负。至此我国 PTA 行业正式进入寒冬。

图 26:PTA 表观消费量及增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 27:我国 PTA 净进口量及进口依赖度



资料来源：Wind、东兴证券研究所

### 3.1.2 行业寒冬后迎来供给侧改革

PTA 行业 2014 年起进入行业低谷主要有三方面原因：

- ◆ 2014 年起我国经济进入新常态后，纺织消费疲软，聚酯下游需求增长放缓，导致 2014 年 PTA 表观消费量较上一年下降 6.7%。
- ◆ PTA 产能严重过剩，14-16 年间 PTA 产能利用率分别只有 61%、66%和 64%。而通常化工行业较为健康的开工率在 80%以上。
- ◆ 原油价格高位跳水，PTA 价差一路由 2012 年的近 1200 元暴跌至负数，随后较长时间保持在 200 元左右。企业利润空间被严重压缩，利润微薄。

供过于求情况下，PTA 行业盈利难以为继，中小规模的生产厂家纷纷破产。2015 年 7 月远东石化破产，320 万吨 PTA 装置长期停车。另外 2015 年 4 月腾龙芳烃 PX 项目发生爆炸事故，下游 615 万吨 PTA 装置也被迫关停。总计有超过 1273.5 万吨 PTA 生产装置关停。

**表 5:关停及复产的 PTA 产能情况**

企业	关停产能(万吨)	开工情况
逸盛宁波	65	长期停车
翔鹭石化	165	长期停车
	150	计划复产当中，预计 2018 年重启
	150	由福海创收购后于 2017.11 重启
江阴汉邦	60	2017.10 已复产
扬子石化	35	2018.4 复产
	35	长期停车
远东石化	140	华彬石化收购后 2017.11 重启
	60	长期停车
	60	
珠海 BP	60	长期停车
辽阳石化	27	长期停车
	53	
正昊化纤	8.5	长期停车

资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

直到 2017 年聚酯行业恢复景气，部分关停产能才逐渐复产。根据我们的统计，目前仍然关停的产能有 743.5 万吨，实际有效产能为 4665.5 万吨。

### 3.1.3 2019 年前 PTA 新增产能有限

PTA 是资产密集型企业，生产设备投资较大，一般设备的投资周期在 2-3 年。2014-2016 年市场的不景气削弱了大家投资的热情，导致 2019 年之前新建产能较少，以关停产能复产为主，直到 2020 年才逐渐有大量新增产能释放。

2019 年前 PTA 新增产能较为有限。其 2016-2019 年间新增产能分别只有 220、220、280 和 370 万吨，CAGR 仅有 4.2%，产能增速处于低谷。中新疆中泰昆玉和新凤鸣新增产能的投产时间预计为 2019 年年底，对 2019 年的 PTA 市场冲击几乎可以忽略不计。

表 6:2018 年以后 PTA 产能扩张速度放慢

企业	新增产能(万吨)	投产时间
蓝山屯河	60	2018.10
四川晟达	100	2018.8
宁夏宝塔	120	2018.12
中泰昆玉	120	2019.10
新凤鸣	250	2019.12

资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

PTA 产能增长被下游聚酯需求增长所覆盖，供需形势将进一步好转。根据我们上文的分析，2018 年新增聚酯需求约 580 万吨，对应着近 496 万吨的 PTA 需求。在 PTA 的产能增长慢于需求增长的情况下，我们预计 2020 年之前 PTA 供需平衡仍然趋紧，PTA 装置负荷率将保持在较高水平，行业将保持景气。

表 7:不同年份 PTA 需求、产能及实际开工率统计

年份	聚酯产量	PTA 需求	PTA 有效产能	实际开工率
2017	4100	3505	4385	79.9%
2018 (预计)	4680	4001	4732	84.6%
2019 (预计)	5260	4497	4772	94.2%

资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

注：新增产能的有效产能为核定产能按全年有效开工月份的折算值。如中泰昆玉 2019 年 10 月开工，2019 年新增有效产能按 30 万吨计。

2020 年之后将迎来新一轮产能增长高峰。2020 年浙江石化炼化一体化项目、恒力石化大连长兴岛炼化一体化项目将逐渐完工；新凤鸣、盛虹石化等下游聚酯产业链巨头纷纷往上游延伸，其配套新建的 PTA 装置也将纷纷投产。届时行业龙头将继续巩固行业地位，中小企业的生存空间将受到挤压。

**表 8:2020 年以后迎来 PTA 产能扩张高峰**

企业	新增产能（万吨）	投产时间
逸盛宁波	330	2020
虹港石化	250	
福建百宏	240	
新凤鸣	250	
恒力石化	220	
华彬石化	220	2020 年之后
江阴汉邦	220	
宁波台化	150	

资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

### 3.2 规模效应显现拉高行业门槛

PTA 的成本极为透明，产品也是通用产品，PTA 生产价格的竞争主要存在于建造成本和生产成本的竞争。随着技术的不断进步和装置的不断革新，大规模的生产装置具有相当的规模优势。

**生产规模扩大可以降低建造成本。**90 年代初期受到技术与资本规模的限制，建造的设备从几万吨到几十万吨不等。而 2012 年之后新建的设备规模都在百万吨以上，福海创（原翔鹭石化）的单体工厂甚至达到了 450 万吨，为全球最大的 PTA 工厂。

生产规模的不断扩大将 PTA 生产设备的吨投资成本由早先时候的 3500 元降低到平均 2200 元左右，节省成本超过 35%。

**表 9:不同规模 PTA 生产装置建设成本比较**

产能（万吨/年）	总投资（亿美元）	吨产品投资（美元）
30	1.5	520
60	2.7	460
120	3.8	320
220	>6.5	>290

资料来源：河南化工、卓创资讯、东兴证券研究所

**生产规模的扩大还伴随着生产工艺技术的革新。**早期的 PTA 生产工艺主要引进自 BP 的高温氧化工艺，部分厂商也采用了日本三井化学的工艺技术。这些技术具有副反应多、产物收率差、设备腐蚀严重等缺点。而新建的生产装置都采用了先进的中温氧化工艺，如恒力石化、翔鹭石化、桐昆股份等都选用了 INVISTA 最新的工艺技术，具有装置操作稳定、单套装置生产能力大的优点。

**生产成本决定企业盈利水平。**同时生产规模的扩大也摊薄了原料储运成本、装置能耗

等加工费用，使得新建装置更具竞争力。

- ◆ 目前每吨 PTA 的加工费用平均大约在 400 至 800 元左右，依每个企业的成本控制的能力高低不同。
- ◆ 国内最好的 PTA 生产企业，能将加工费用控制在每吨 400 元左右，其中的杰出代表就是逸盛石化和恒力集团。

表 10:不同规模 PTA 生产装置能耗及加工费用比较

产能 (万吨/年)	单位产品能耗/MJ	PX 单耗(kg/a)	加工费用(元/吨)	备注
10~30	7315~11704	665	1000~1200	2000 年前引进技术
45~60	4388~8778	660	700~900	2010 年前引进技术
90~100	2926~4389	655	600~800	2010 年后技术、国产技术
120~210	1902~3511	655	400~600	最新 INVISTA 工艺

资料来源：合成纤维工业、卓创资讯、东兴证券研究所

目前仍然关停的产能以 60 万吨以下的小产能为主。从上表中可以看出，这部分产能加工成本在 700-900 元/吨左右，部分老化的装置更是高达 1000 元/吨，在目前价差水平下难以保持盈利。这部分小产能长期关停可能较大，较难对市场形成冲击。

**单体工厂规模的不断扩大，提高了行业进入门槛。**PTA 单体工厂的投资将从以前的几十亿元上升至几十上百亿元，如果没有 PTA 相关经验和足够的投资，将很难进入这个行业。进入门槛的提高有利于行业的成熟，行业的竞争将会降低，存活下来的公司将会获得比较可观的利润。PTA 行业的产能产量格局将保持稳定。

### 3.3 寡头格局利于行业发展

**PTA 行业四巨头具有市场主导地位。**目前 PTA 行业呈现出“四巨+四强”的寡头格局，CR4 超过 50%，CR8 达到 77.2%。

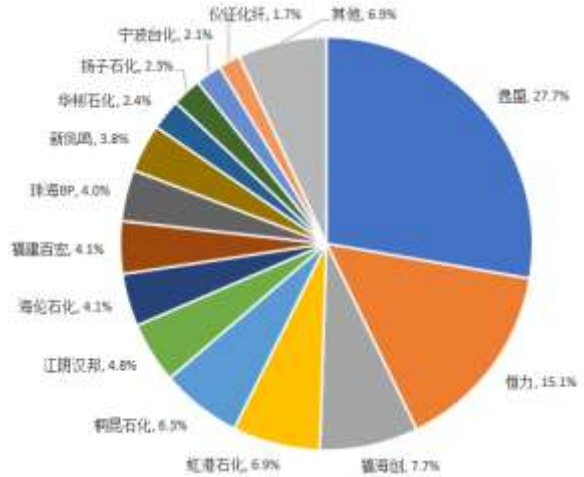
- ◆ 恒逸集团和荣盛集团组成的逸盛系为绝对主力。逸盛大连、逸盛宁波、海南逸盛总计拥有 PTA 产能 1285 万吨，占据市场超过四分之一的份额。
- ◆ 恒力石化以 660 万吨在产产能紧随其后；福海创收购原翔鹭腾龙的关停产能后现拥有产能 450 万吨列居第三位，且还有 165 万吨产能处于长期关停状态。
- ◆ 桐昆石化、江阴汉邦、海伦石化和珠海 BP 以超过 200 万吨的产能也在市场当中占据一席之地。

图 28:2017 年我国 PTA 产能市场格局



资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

图 29:预计 2020 年 PTA 产能扩张后市场格局



资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

2020 年产能扩张后，恒逸、荣盛和恒力集团的行业龙头地位依然无法撼动。寡头格局将有助于扩大龙头企业对于市场的掌控能力，寡头企业的议价能力得到进一步提升。此外企业还能借助较大的生产规模缩短储运成本，盈利能力也将有所增加，更加利于行业发展。

#### 4. 供：利润向下游转移利好一体化龙头企业

##### 4.1 产业链发展失衡导致利润集中在 PX-石脑油端

与我国 PTA 行业上升期的喷薄之势相比，PX 行业的发展遭遇了极大的阻力。这里面除去 PX 行业投资大、项目审批严格、原料供应存在问题之外，人民群众心目中 PX 产品污染严重、毒性强的妖魔化形象也是重要原因之一。

表 11:近年来国内 PX 项目相关群体性事件

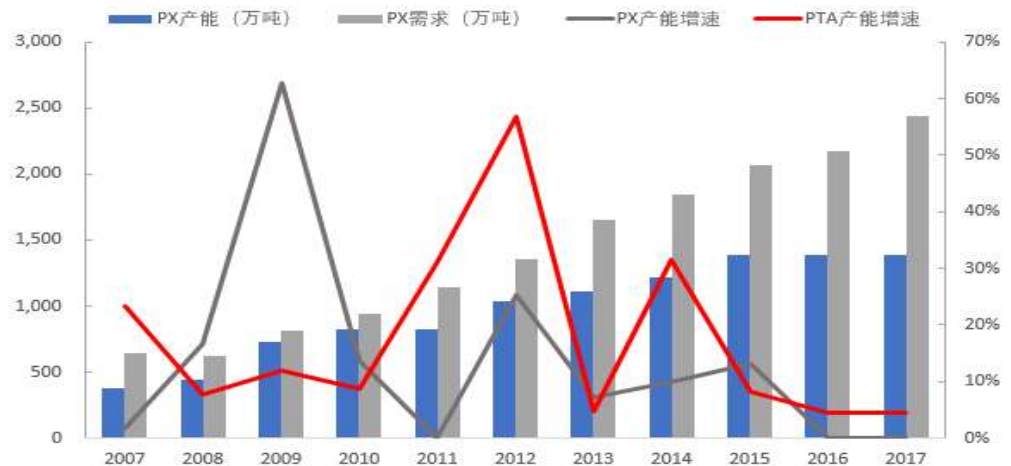
时间	企业	地点	处置措施
2007	腾龙芳烃	福建厦门	项目迁至漳州漳浦古雷港开发区
2008	彭州石化	四川成都	两百名市民举行游行
2011	福佳大化	辽宁大连	项目立即停产并搬迁
2012	镇海炼化	浙江宁波	停止推进一体化项目，承诺不再建设 PX
2013	安宁石化	云南昆明	项目搁置
2014	茂名石化	广东茂名	上万人参与抗议与示威

资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

PX 发展之路的坎坷导致了 PTA 上下游产业链严重失衡。PX 产能规模和增长速度在我国 PTA 的产销大国形象面前相形见绌。

- ◆ 2017年我国国内PX产能仅有1399万吨，对应产量1000万吨。而2017年PTA产量3455万吨，对应PX需求2263万吨，存在1263万吨的需求缺口，自给度仅有44.2%。
- ◆ 2010年至2017年的CAGR仅有7.6%，而下游PTA对应的该值却是18.9%。供不足需的问题愈演愈烈。

图 30:PX 产能及增速

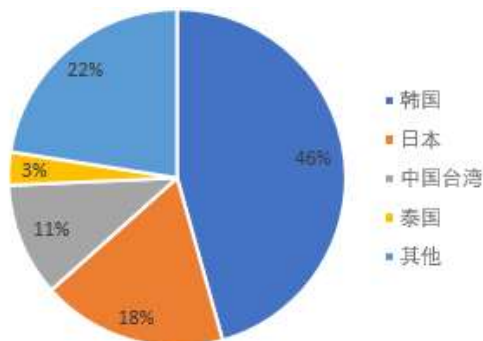


资料来源: Wind、东兴证券研究所

进口依存度不断提升，日韩出口借机占领中国市场。由于需求缺口较大，且PX作为PTA上游原料不可替代，我们只能更多地依赖进口。自2010年以来，我国PX的进口依存度不断攀升，2017年已接近60%。而韩国和日本的PX产业则借此机会扩张占领市场，出口产品中的80%都流向了中国市场，从中攫取了大量利润。

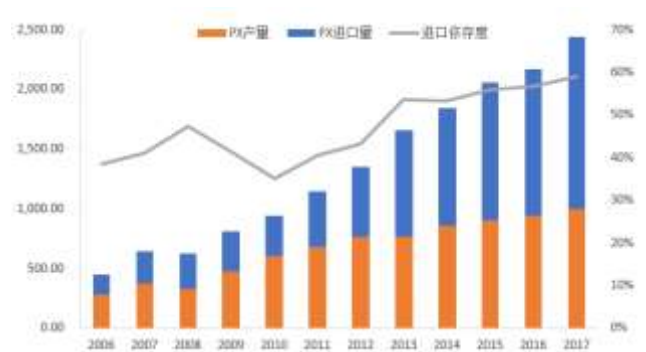
2017年韩国对中国出口PX的量为659万吨，日本对中国出口PX 256.4万吨，占到中国PX进口总量的64%。

图 31:PX 进口来源分布



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 32:PX 产量、进口量及进口依存度



资料来源: Wind、东兴证券研究所

供不足需受人掣肘。PX 作为 PTA 的主要原料，其费用在 PTA 的生产成本中占比超过 90%。PX 扩大产能势头缓慢，而下游 PTA 对于 PX 的需求却保持强劲，PX 的生产厂商就获得价格话语权。

目前 PTA 产业链利润集中在石脑油-PX 端。根据石脑油-PX-PTA-聚酯不同阶段的价差对比，我们可以很容易发现目前聚酯产业链的主要利润都集中在石脑油-PX 端，其价差比 PX-PTA 和 PTA-聚酯的加工价差之和都要多。可见石脑油加工制 PX 带来了丰厚的回报，而这一部分利润大都进入到日韩厂商的口袋里了。

**图 33: 聚酯产业链价差对比**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

备注: PX 价差=1 吨 PX 价格-1 吨石脑油价格

PTA 价差=1 吨 PTA 价格-0.66 吨 PX 价格

聚酯价差=1 吨 POY 价格-0.855 吨 PTA 价格-0.355 吨 MEG 价格

## 4.2 PX 产能扩张导致利润将向下游转移

PX 新增产能将由 2018 年起逐渐释放。为了改善 PX 高度依赖进口的局面，我国“十三五”规划当中将 PX 列为重点发展行业中的焦点产品，聚酯、PTA 龙头企业也纷纷向上游布局产业链一体化。伴随着恒力大连、浙江石化等大型炼化一体化项目的推进，国内众多大型 PX 装置产能将由 2018 年开始逐渐释放。

预计到 2020 年国内合计将新增 PX 产能 2130 万吨，增至 3529 万吨，可以支撑约 5388 万吨的 PTA 产能。

表 12:2018 年后迎来 PX 产能扩张高峰

企业	新增产能 (万吨)	投产时间
恒力股份	450	2018.10
浙江石化一期	400	2018.11
惠州中海油	100	2019.1
海南炼化	100	2019.3
中化泉州	80	2019.6
宁波中金	200	2019.7
东营华联石化	200	2019.10
宁夏宝塔	80	2019.12
浙江石化二期	400	2020.12
虹港石化	200	2020.12
合计	2130 万吨	

资料来源：卓创资讯、东兴证券研究所

**PX 逐渐实现自给替代进口。**按照我们的预计，到 2020 年 PTA 有效产能约为 6324 万吨，考虑到项目进展的不确定性，实际有效产能可能会低于该值。届时 PX 国内自给率将超过 85%，供需格局将大大改善。

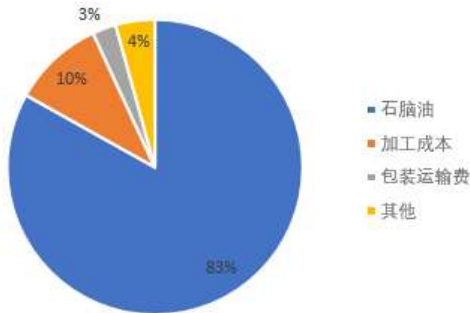
随着 PX 产能的投放，PX 利润将向下游 PTA 转移，产业链利润分配趋于更加平均，对 PTA 主要生产企业形成利好。

- ◆ 国内自给 PX 替代进口，将帮助 PTA 生产厂家省下 PX 进口关税（2%）和到岸运输费（约 20 美元/吨），节约成本超过 200 元/吨。
- ◆ 同时产能的激增会导致 PX 的竞争形势愈演愈烈，PX 将不再稀缺，PTA 生产厂商对原料 PX 的议价能力将会提升，PX 的利润空间将受到压缩。

### 4.3 炼化一体化龙头竞争优势明显

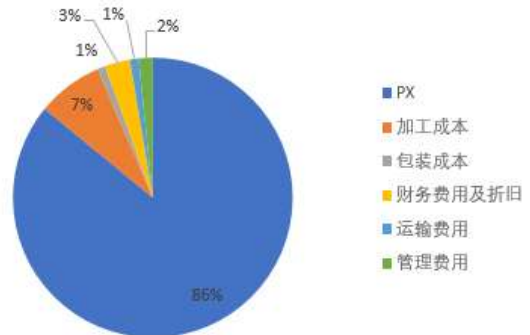
**产业链利润与原油价格关联紧密。**PX 生产以石脑油为原料，且石脑油的成本占了 PX 生产成本的 80%以上。这一点与 PTA 极为相似，PX 作为 PTA 的生产原料，原料成本也占 PTA 生产成本的绝大部分。

图 34:PX 生产成本结构



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 35:PTA 生产成本结构



资料来源: Wind、东兴证券研究所

**PX 及 PTA 价格与原油价格共振。**从上述分析中可以看出，PX 的价格与石脑油、原油价格的相关性极高。而 PTA 的价格又与 PX 价格息息相关。一般来说原油价格上涨时，PX 和 PTA 价格都会随之上涨。但是 PX 作为 PTA 的原料，价格上涨会影响 PTA 的盈利水平。

图 36:PTA、PX 的价格与原油、石脑油价格变化趋势对比



资料来源: Wind、东兴证券研究所

受到欧佩克减产和美国对伊朗实施制裁的影响，预计全球原油供需基本面将会持续收紧，油价大概率保持长期震荡向上的趋势。在中高油价区间内，掌握原料源头可以控制成本和抵御原油价格波动，对于企业发展至关重要。这也是各大行业龙头纷纷向产业链上游延伸的原因。

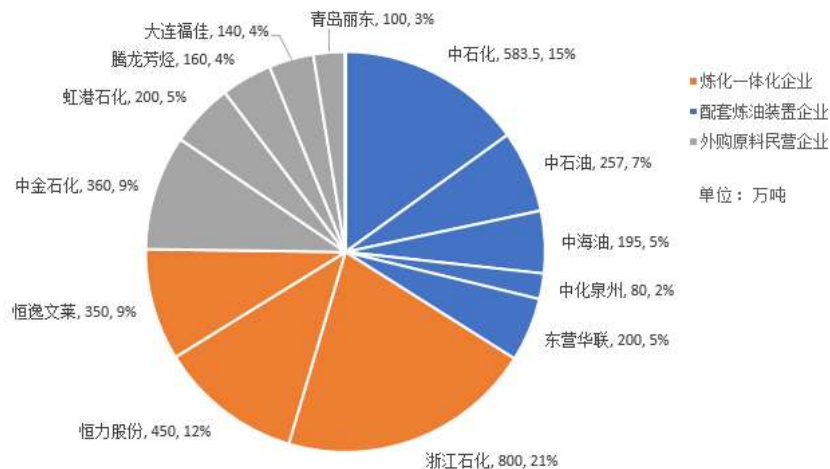
PX 完成产能扩张之后，配套炼油的国字号企业、依靠炼化一体化装置发展 PX 产能的民营企业以及需要依靠外购石脑油原料生产的名营企业将形成三足鼎立之势。

◆ 恒力石化、浙江石化、恒逸石化文莱项目都拥有着强大的炼油能力，分别达到 2000

万吨/年、4000万吨/年和2200万吨/年,将为下游PX和PTA的生产提供有力支撑。

- ◆ 中石油、中石化、中海油借助自己的原油炼制平台为PX生产装置源源不断地输送原料。
- ◆ 宁波中金、福佳大化等民营企业则需要依赖外购石脑油或燃料油为原料进行生产。

图 37:2020 年 PX 产能情况预测



资料来源：Wind、卓创资讯、公司公告、东兴证券研究所

届时未配套炼油一体化装置的项目或将受到市场冲击，炼化一体化项目将充分从本轮景气行情中受益。主要原因有下面几点：

- ◆ 长流程生产 PX 盈利空间大。PX 原料越接近上游，其盈利水平就会越高，非一体化装置在盈利竞争力上较弱。以原油为原料和以石脑油为原料相比，成本要低 50-100 美元/吨。当油价上升时，燃料油和石脑油价格必然上升，外购石脑油为原料的生产企业盈利空间就将会受到挤压。
- ◆ 一体化项目盈利稳定性高。一体化项目将拥有稳定的原料供给，受原油价格波动的影响较小。且炼化一体化企业坐拥全产业链布局，减少上下游供需间的价格博弈，将充分享受 PX-PTA-聚酯产业链景气红利。
- ◆ 一体化项目享规模和技术优势。中石化、中石油等巨头的综合 PX 产能虽然高，但是分布分散且普遍老旧。而炼化一体化项目可有效利用项目规模优势减少原料加工费用成本，利用最新的技术优势获得更高的芳烃收益率，在市场中拥有更强的竞争力。

## 5. 投资策略：

综上所述，我们认为受益于服装行业的复苏和原生聚酯需求的增加，PTA 下游聚酯行业保持景气将是拉动 PTA 需求向好的主要动力。经过了 2014-2016 年的市场萎靡和行业调整之后，未来两年内 PTA 的产能增长放缓，不及需求增长的速度，预计 2020 年之前 PTA 供需平衡仍然趋紧。同时行业龙头为了降低成本和减少原油价格对生产成本的影响，纷纷向 PTA 产业链上游延伸扩张，完成炼化一体化全产业链布局。PX 将在 2020 年迎来产能扩张高峰，届时 PX 供需情况的改善将导致利润将向下游转移。

**表 13: PX、PTA 及 PET 供需平衡表（单位：万吨）**

	项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
PX	产能	826	826	1036	1111	1222	1392	1440	1399	2250	3010
	产量	612	680	770	770	860	910	940	1000	1688	2348
	净进口	332	463	585	887	987	1153	1230	1440	1083	795
	消费量	944	1143	1355	1657	1847	2063	2170	2440	2771	3143
PTA	产能	1530	2006	3146	3294	4335	4693	4909	5129	5409	5779
	产量	1414	1648	2050	2700	2655	3086	3164	3505	4001	4497
	净进口	664	535	560	201	52	6	(23)	0	4	0
	消费量	2077	2183	2610	2901	2707	3092	3141	3505	4001	4497
PET	产能	2788	3200	3700	4105	4418	4515	4931	5408	6005	6410
	产量	2204	2513	2778	3022	3328	3581	3596	4100	4680	5260
	净进口	(40)	(73)	(107)	(165)	(201)	(183)	(216)	(212)	(240)	(270)
	消费量	2160	2440	2671	2857	3127	3398	3380	3888	4440	4990

资料来源：Wind、海关总署、国家统计局、东兴证券研究所

备注：预测数据参考上年同比；库存数据影响较小暂未列出。

因此我们预测 18、19 年 PTA 行业将保持高景气，行业开工率和企业盈利水平有望保持高位。而一体化行业龙头由于规模优势具有更低的生产成本、更高更稳定的盈利水平，将能在炼化一体化产能完全投放之时制霸行业，享受全产业链景气红利。因此我们推荐已完成炼化一体化布局的龙头企业恒力股份、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份和新凤鸣。

## 5.1 恒力股份

恒力集团坚持全产业链发展，打造“原油-芳烃-精对苯二甲酸（PTA）-聚酯（PET）-民用丝及工业丝-纺织”的完整产业链。目前拥有聚酯产能 140 万吨，其中包括涤纶长丝 80 万吨、涤纶工业丝 20 万吨以及聚酯切片 40 万吨。恒力炼化 2000 万吨/年一体化项目是国家炼油行业对民营企业放开的第一个重大炼化项目，现已完工投产的 660 万吨/年 PTA 装置是全球单体产能最大的 PTA 工厂之一。恒力炼化的 450 万吨/年的 PX 装置有望在 2018 年底投产，成为第一个享受到聚酯全产业链利润的企业。同时公司计划配套建设 150 万吨/年乙烯项目，完全可以实现全产业链的自给自足，最大

限度发挥一体化优势。预计公司 18 年、19 年、20 年 EPS 分别为 0.71 元、1.85 元、2.24 元，当前价格对应的 PE 值分别为 22、8、7。我们给予公司“推荐”评级。

## 5.2 桐昆股份

桐昆股份是我国最大的涤纶长丝加工企业，拥有 370 万吨/年的 PTA 生产加工能力和 460 万吨/年的涤纶长丝生产能力，市占率达到 16%，作为 PTA 下游的聚酯加工龙头地位稳固。公司由涤纶向上游 PTA 端延伸，2017 年 12 月嘉兴石化二期 220 万吨/年 PTA 生产线开车，基本可以满足涤纶长丝生产需求。同时公司拥有浙江石化 20% 股权，正式投产后将完成聚酯全产业链覆盖。预计公司 18 年、19 年、20 年 EPS 分别为 1.37 元、1.96 元、2.41 元，当前价格对应的 PE 值分别为 13、9、7。我们给予公司“推荐”评级。

## 5.3 荣盛石化

荣盛石化是世界级炼化一体化项目浙江石化的最大股东，拥有股权 51%。浙江石化拥有 4000 万吨/年的炼油规模，800 万吨/年的 PX 产能以及 280 万吨/年乙烯项目等。荣盛石化拥有 PTA 权益产能 595 万吨，且生产成本低至 300 元/吨，将在 PTA 景气行情之下为公司提供较好业绩。同时公司成立了浙江石油股份有限公司，将解决浙江石化 4000 万吨/年一体化项目成品油的销售、贸易问题。等到浙江石化二期投产后，将为公司带来超过百亿的项目盈利。预计公司 18 年、19 年、20 年 EPS 分别为 0.49 元、0.96 元、1.22 元，当前价格对应的 PE 值分别为 22、11、9。我们给予公司“推荐”评级。

## 5.4 恒逸石化

恒逸石化与荣盛石化成立的逸盛石化是国内最大的 PTA 生产厂商，具备年产 1350 万吨 PTA、730 万吨 PET 聚酯、60 万吨 DTY、46.5 万吨 PA6 的生产能力。同时公司通过并购获得了大量聚酯资产，包括嘉兴逸鹏、太仓逸枫、杭州逸暹、双兔新材等。同时公司采取差异化发展战略，在文莱布局 800 万吨炼化一体化项目，并开始筹划文莱二期 1400 万吨原油加工项目。届时其 PX 产能将达到 350 万吨，解决公司 PTA 原料供给。另外公司较早布局锦纶产业链，计划在山东建造 120 万吨己内酰胺-锦纶产业园。预计公司 18 年、19 年、20 年 EPS 分别为 1.20 元、1.80 元、2.18 元，当前价格对应的 PE 值分别为 12、8、7。我们给予公司“推荐”评级。

## 5.5 新凤鸣

新凤鸣是集聚酯、涤纶纺丝、加弹、进出口贸易为一体的现代大型股份制企业，下设中欣化纤、中驰化纤、中辰化纤、进出口公司等多家子公司，为国内民用涤纶长丝第二大生产企业。公司的熔体直纺生产技术全球领先，并一直高度重视研发，盈利能力行业一流。公司 18 年新增长丝产能 90 万吨，19 年计划新增长丝产能 100 万吨。并且公司着手布局聚酯产业链上游，计划 19 年下半年一期 PTA250 万吨投产，20 年再

投 250 万吨 PTA，逐渐实现涤纶长丝生产原料的自给自足。在聚酯下游保持景气的市场行情下，公司未来业绩有望继续增长。预计公司 18 年、19 年、20 年 EPS 分别为 2.19 元、2.84 元、4.14 元，当前价格对应的 PE 值分别为 10、7、5。我们给予公司“推荐”评级。

**表 14:重点公司估值**

公司	股价 (元)	EPS (元)				PE				评级
		17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E	
恒力股份	15.21	0.61	0.71	1.85	2.24	20	22	8	7	推荐
桐昆股份	17.54	1.35	1.37	1.96	2.41	17	13	9	7	推荐
荣盛石化	10.65	0.52	0.49	0.96	1.22	27	22	11	9	推荐
恒逸石化	14.62	0.98	1.20	1.80	2.18	22	12	8	7	推荐
新凤鸣	20.94	2.49	2.19	2.84	4.14	14	10	7	5	推荐

资料来源：Wind、公司公告、东兴证券研究所；注：盈利预测取自 Wind 一致预测

## 6. 风险提示

纺织行业景气度低于预期，聚酯产能投放不及预期。

## 分析师简介

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

### 张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3 年化工实业经验，CFA 持证人，2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

### 洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

## 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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。