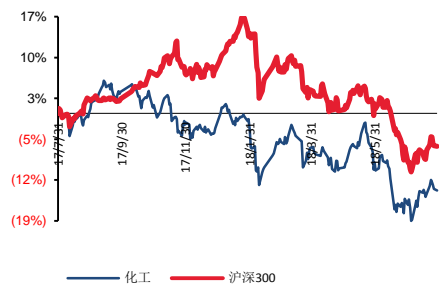


材料 材料 II

## 多因素催化炼化聚酯产业链，继续推荐“四大金刚+新风鸣”

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

#### 相关研究报告：

《【太平洋化工周报】：宏观政策宽松，利好低估值周期龙头及低位成长股》--2018/07/29

《【太平洋化工】恒力股份 2018 中报点评：聚酯产业链偏消费持续景气，炼化下半年投产增量巨大》--2018/07/29

《金正大（002470）事件点评：与正大集团再度强强联合，打通种植与养殖业产业链》--2018/07/28

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：杨伟

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

**事件：**7月30日，PTA 期货主力合约 1809 一度突破 6400 元/吨，6月20日以来，最高涨幅近 15%，创 2014 年 9 月以来新高。

#### 主要观点：

#### 1. 聚酯涤纶消费属性强，涤纶价格价差扩大

2017 年我国涤纶长丝产能 3592 万吨，产量 2932.5 万吨（同比+15.58%），表观消费量 2739.2 万吨（同比+16.59%）。剔除 2016 年 G20 影响需求后置及库存影响，我们认为实际消费增长在 7% 以上。2018 年 Q1，我国涤纶长丝表观消费量 589.3 万吨，同比+7.5%。2018 年 Q2 也处于淡季不淡的行情。根据恒力股份 2018 年 H1 半年报，民用涤纶长丝均价 10386.57 元/吨，同比+10.19%；工业涤纶长丝均价 12478.89 元/吨，同比+20.38%。尽管自 2018 年涤纶进入扩产周期，但其产能增长与需求增长基本匹配，且集中在现有龙头公司扩产。考虑涤纶性价比高，需求韧性强，以及考虑人口增长、服装及家纺增量需求及替换，有望持续景气。2018 年 H1，POY-PTA 价差 1504 元/吨，同比+1.56%，其中 Q2 环比增加 439 元/吨。预计三季度旺季更旺。

#### 2. PTA 再创新高，需求增速大于产能增速

7月30日，PTA 1809 期货价格 6356 元/吨，华东 PTA 现价 6300 元/吨，创 2014 年 9 月以来新高。恒力石化 PTA 现货价格上涨 300 元/吨。我们认为本轮 PTA 价格上涨主要由于：（1）成本端驱动，PX 涨价，人民币贬值（多次触及 6.8）；（2）下游聚酯需求好，上半年增速良好；（3）PTA 在 18-19 年供给增速 0% 和 2.3% 小于下游需求增速 9.1% 和 6.4%。

#### 3. PX 再创新高，在 2020 年依然紧俏

中石化 7 月 PX 结算价 8140 元/吨（环比+9.12%），创 2014 年 10 月以来新高。同样由于成本端驱动及下游需求好（2017 年对外依存度 60%）。我们预计 PX 在 2020 年前依然供不应求。

#### 4. 炼化持续景气，炼油战国强者胜

根据中石化 2018 年 H1 业绩预增公告，报告期归母净利润同比增长约 50%，若按 50% 计，对应 406 亿元，其中 2018Q2 约 218.7 亿元（YoY+109%；QoQ+16.5%）。维持我们之前的观点，“中油价”时代，炼化板块盈

利良好。我们判断油价在 90 美元/桶以下时，炼化依然处于较好的盈利水平。

未来国内炼能过剩在所难免，成品油供过于求，化工品供应不足，倒逼炼厂转型升级，由“燃料型”炼厂转向“化工型”炼厂。预计未来我国炼油行业存量转型升级，落后产能淘汰，增量统一规划布局，“六化”发展，由炼油大国走向炼油强国。

## 5. 投资建议

在外部条件不确定的背景下，我们一直强调选择偏消费属性的化工品，而聚酯涤纶恰恰符合这一标准，这也是炼化聚酯产业链能够价格传导的重要基础。我们持续看好“炼化-PX-PTA-聚酯-涤纶”产业链，桐昆股份、恒力股份、恒逸石化、荣盛石化、新凤鸣不断完善产业布局（资本开支名列前茅），巩固产业地位，虽各有侧重，但一体化抗风险能力明显增强，行业集中度显著提高，利益趋同。根据《选股系列思考之一：从资本开支角度掘金成长性周期股》，以上个股均符合成长性周期股特征，维持“买入”评级。

**(1) 桐昆股份：**公司坚持打造宝塔型企业，涤纶长丝龙头地位稳固。以 2019 年 660 万吨计，长丝每上涨 1000 元/吨，增厚 EPS 2.32 元，弹性巨大。同时公司 2017 年底新增 220 万吨 PTA 至 370 万吨，参股浙石化项目介入大炼化，集团公司参与煤制乙二醇项目等。由下至上，不断拓展完善“炼化-PX-PTA+乙二醇-涤纶”全产业链布局。公司预计 2018H1 实现归母净利润 13.2-13.8 亿元，同比增长 112.7%-122.4%。

**(2) 恒力股份：**长兴岛 2000 万吨大炼化项目投产在即，大炼化权益产能最大，预计率先投产。250 万吨/年 PTA-4 项目预计 2019 年底-2020 年 Q1 建成投产，稳步推进 150 万吨/年乙烯项目及 135 万吨多功能高品质纺织新材料项目。2018H1，公司实现归母净利润 18.82 亿元，同比+132.61%

**(3) 恒逸石化：**PTA 弹性最大，首个海外民营中型炼厂项目值得期待。一期炼能 800 万吨/年，预计 2018 年底建成投产。公司将形成“炼油-PX-PTA-聚酯”和“炼油-苯-己内酰胺-锦纶”双产业链布局。

**(4) 荣盛石化：**浙江石化一期 2000 万吨炼油是目前我国炼厂中化工部分占比最高的炼厂，其炼化比为 2.89 [自定义：炼化比=炼油能力/（乙烯+芳烃）]，属于典型“化工型”炼厂。我们特别看好“化工型”炼化一体化企业的盈利能力。浙江石化未来总规模 4000 万吨炼油有望跻身世界第五大炼厂。

**(5) 新凤鸣：**公司现有涤纶长丝规模 333 万吨，仅次于桐昆股份，计划 2-3 年扩产涤纶长丝实际产能至 560 万吨。在建 PTA 一期 220 万

吨（实际可达 250 万吨）计划 19 年下半年投产。公司细旦产品居多，毛利率领先同行。2017 年 IPO 后提速发展，有望复制桐昆成长之路。

**风险提示：**宏观经济不及预期，产品价格大幅波动，项目投产进度不及预期。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：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；

看淡：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。

### 2、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；

持有：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；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com

广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。