

石油化工

 证券研究报告
 2018年08月06日

聚酯产业链行情火爆，PX 强势是关键

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樾樾

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

刘子栋

联系人

liuzidong@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《石油化工-行业研究周报:油价对石化产业链影响分析》 2018-07-29
- 2 《石油化工-行业投资策略:石化行业2018年中期策略:油价看70-80,炼化看结构分化,天然气看套利空间》 2018-07-21
- 3 《石油化工-行业深度研究:看好三大民营炼化项目盈利前景!》 2018-07-11

导言: 近期 PTA 期现货连续大涨, 新高不断, 行情呈现鼎沸之势, 毫无疑问成为近期市场关注度最高的化工品种。对于现阶段快速变化中聚酯产业链, 我们主要观点如下:

PX 强势推动 PTA 牛市行情

作为近油端化工品, PX 价格波动通常同步于油价, 然而近期 PX 相对于原油却显著超涨, 我们认为原因主要有三: 1) 汇率因素; 2) 日韩炼厂挺价, 中国民营炼化项目投产前多赚利润; 3) 地炼降低负荷, 石脑油价格上涨推升 PX。以上三个因素推升了 PX 价格, 从产业链利润变化情况来看, PX 单位利润提升在时间上是领先于 PTA, 幅度上也是优于 PTA 的。我们判断 PX 强势推动 PTA 牛市行情。

PTA、长丝库存超低

PTA 社会库存创新低, 目前 75 万吨的 PTA 社会库存是历史上绝无仅有的超低库存。PTA7 月检修装置 440 万吨, 加剧了 PTA 现货紧张; 假如福化剩余的 150 万吨 PTA 装置不能恢复生产, 18/19 年将成为 PTA 产能投放真空期, 聚酯继续新增投产, PTA 供应呈现更加紧张的局面。涤纶长丝库存也处于低位。POY 成为长丝产品库存最低、盈利最好的品种, 这是由于 17/18 加弹机扩张特别多, 导致 DTY 利润反而不及 POY。关于聚酯产品对 PTA 价格接受度, 我们认为从产业链价格传导的角度来说, 越接近终端, 价格就越稳定, 价格传导需要有一个缓慢传导的过程。如果 PTA 继续上涨, 下游聚酯企业心态无疑会发生, 从对高价 PTA 抵触转变为抓紧生产, 以免 PTA 继续涨价。

关注终端织造需求情况

因为环保因素, 江浙地区喷水织机面临停产或转移, 织机在没有关停或转移之前, 存在抓紧时间抢着开工的情况, 一定程度上将后续的需求提前转化成一大部分坯布库存。后续终端消费情况能否将坯布库存消化, 值得重点关注。考虑到 PTA2019 年是新产能真空期, 即使需求边际走弱压力也不大。

本周投资观点:

近期产业链价差表现中, PX 是最抢眼的品种, 石脑油路线 PX 利润拉大到 900 元/吨, PTA 利润亦有扩大。推荐荣盛石化、恒逸石化、恒力股份、桐昆股份(基础化工覆盖)。

风险提示: 国际油价下跌给产业链带来库存损失的风险; 纺织终端需求走弱的风险

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A/E	2018E	2019E	2020E	2017A/E	2018E	2019E	2020E
600028.SH	中国石化	6.58	买入	0.42	0.71	0.83	0.91	15.67	9.27	7.93	7.23
00857.HK	中国石油股份	4.94	买入	0.12	0.34	0.42		41.2	14.5	11.8	
002648.SZ	卫星石化	9.39	买入	0.89	0.79	1.24	1.70	10.55	11.89	7.57	5.52
002493.SZ	荣盛石化	11.87	买入	0.52	0.68	2.04	2.07	22.83	17.46	5.82	5.73
000703.SZ	恒逸石化	16.89	买入	0.98	1.31	3.14	3.33	17.23	12.89	5.38	5.07
600346.SH	恒力股份	16.38	买入	0.34	0.80	2.17	2.38	48.18	20.48	7.55	6.88
600623.SH	华谊集团	8.92	买入	0.29	1.08	1.35	1.42	30.76	8.26	6.61	6.28
600256.SH	广汇能源	4.36	买入	0.10	0.25	0.32	0.52	43.60	17.44	13.63	8.38
601808.SH	中海油服	9.00	增持	0.01	0.31	0.84		900.00	29.03	10.71	
603619.SH	中曼石油	29.59	增持	0.99	1.24	1.36	1.56	29.89	23.86	21.76	18.97
600583.SH	海油工程	4.98	买入	0.42	0.67			11.86	7.43		

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS 注: 中国石油股份收盘价 5.68 元港币, 按即期汇率折算为 4.94 元人民币



1. 聚酯产业链行情火爆，PX 强势是关键！

近期 PTA 期货连续大涨，新高不断，行情呈现鼎沸之势，毫无疑问成为近期市场关注度最高的化工品种。对于现阶段快速变化中聚酯产业链，我们主要观点如下：PTA 供需确实紧张，但连续大涨更多是由成本端 PX 推升导致；PTA 价格暴涨，但盈利改善幅度有限；长丝环节库存极低，POY 库存和盈利情况优于 FDY 和 DTY；提示关注坯布环节库存积累，终端需求走弱的风险。

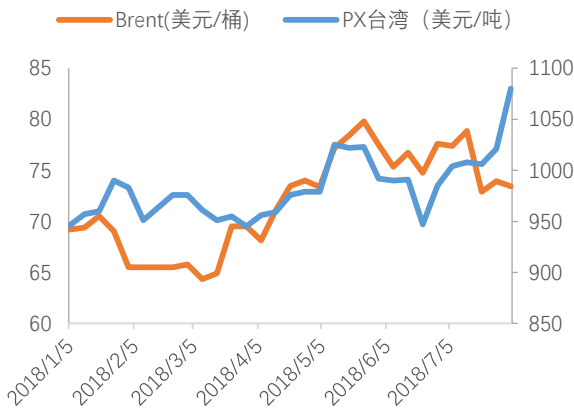
1.1. PX 强势推动 PTA 牛市行情

作为近油端化工品，PX 价格波动通常同步于油价，然而近期 PX 相对于原油却显著超涨，我们认为原因主要有三：

- 1) 汇率因素。18 年 5 月初以来，人民币汇率从 6.3 三个月内快速贬值至 6.83 (8 月 5 日)，不考虑 PX 自身价格变化，仅汇率波动就足以使以美金计价的 PX 单吨成本增加 500 元左右。
- 2) 日韩炼厂挺价。现阶段浙石化、恒力炼化、恒逸文莱三大民营大炼化项目正在紧锣密鼓的施工中，预计恒力炼化 18 年 4 季度投产，浙石化、恒逸文莱进度稍慢，可以预见的是待中国民营炼化投产后，PX 盈利环节下滑是大趋势，因此日韩炼厂有充分的动机在中国民营炼化项目投产前赚取更多的利润。
- 3) 地炼降低负荷。地炼消费税从严征收，炼厂经济效益大幅下滑，根据金联创统计，山东 35 家地方炼厂 6 月以来开工负荷出现显著滑坡。这一趋势对化工市场的影响是，石脑油供给减少价格走强，同时也推升了 PX 价格。

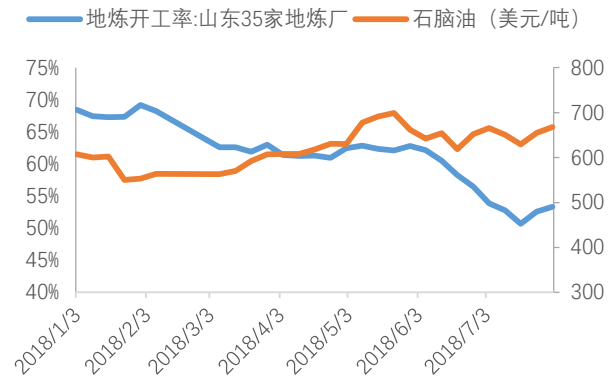
以上三个因素推升了 PX 价格，从产业链利润变化情况来看，PX 单位利润提升在时间上是领先于 PTA，幅度上也是优于 PTA 的(图 3)。综上，我们判断 PX 强势推动 PTA 牛市行情。

图 1：PX 价格相对于原油超涨



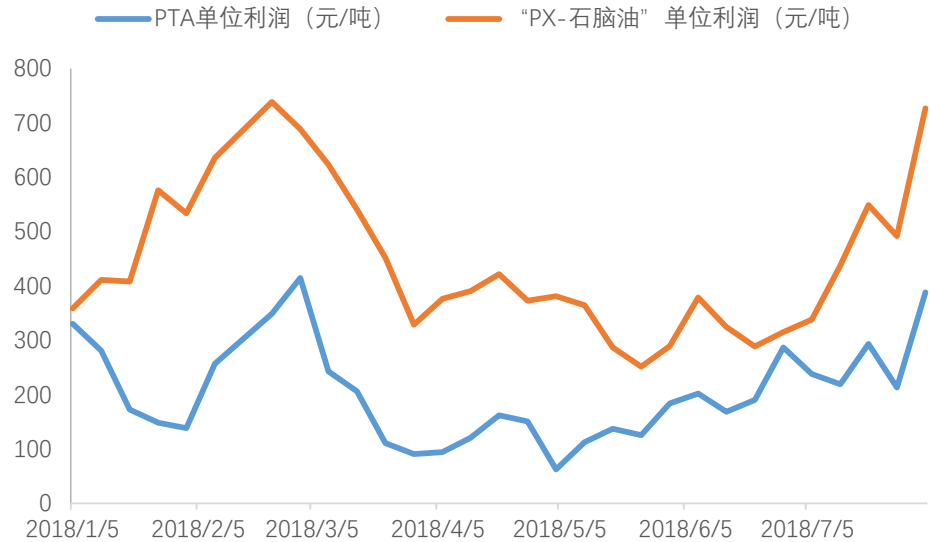
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：地炼开工率下行，石脑油供给减少价格上涨



资料来源：Wind，金联创，天风证券研究所

图 31: PX 利润改善幅度大于 PTA 利润改善幅度



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

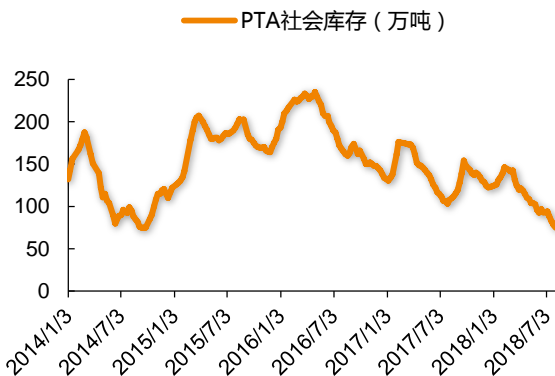
1.2. PTA、长丝库存超低, 关注终端消费情况

PTA 社会库存创新低。18 年 4-7 月以来, PTA 一直在去库存, 期间累计去库存达到 60 万吨, 目前 75 万吨的 PTA 社会库存是历史上绝无仅有的超低库存。PTA 7 月检修装置 440 万吨, 加剧了 PTA 现货紧张; 假如福化剩余的 150 万吨 PTA 装置不能恢复生产, 18/19 年将成为 PTA 产能投放真空期, 聚酯继续新增投产, PTA 供应呈现更加紧张的局面。

涤纶长丝库存也处于低位。具体品种上, POY 库存 4.5 天, 环比-1.5 天; DTY 库存 18.5 天, 环比-2 天; FDY 库存 9 天, 环比-1.5 天。POY 成为长丝产品库存最低、盈利最好的品种, 这是由于 17/18 加弹机扩张特别多, 导致 DTY 利润反而不及 POY。关于聚酯产品对 PTA 价格接受度, 我们认为从产业链价格传导的角度来说, 越接近终端, 价格就越稳定, 价格传导需要有一个缓慢传导的过程。如果 PTA 继续上涨, 下游聚酯企业心态无疑会发生, 从对高价 PTA 抵触转变为抓紧生产, 以免 PTA 继续涨价。

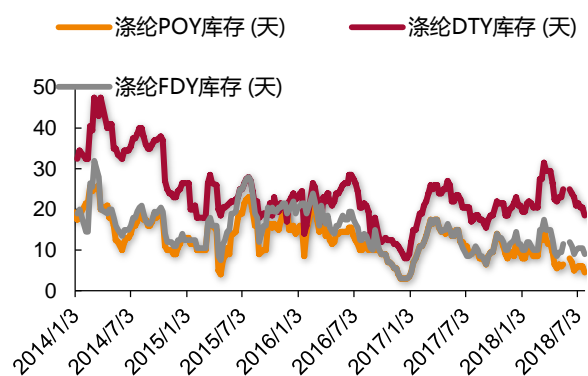
PTA、聚酯都是低库存状态, 矛盾主要在下端织造环节。因为环保因素, 江浙地区喷水织机面临停产或转移, 织机在没有关停或转移之前, 存在抓紧时间抢着开工的情况, 一定程度上将后续的需求提前转化成一堆坯布库存。后续终端消费情况能否将坯布库存消化, 值得重点关注。考虑到 PTA 2019 年是新产能真空期, 即使需求边际走弱压力也不大。

图 4: PTA 流通库存 (万吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 5: 涤纶库存 (天)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

2. 重点公司年化利润估算

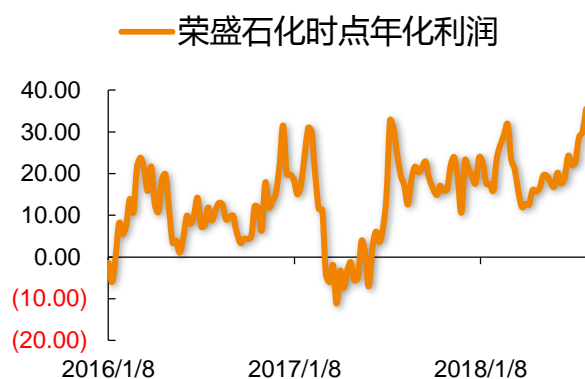
根据本周相关产品盈利水平，我们测算重点上市公司当前时点年化利润，结果如下：1) 卫星石化时点年化利润 5.1 亿元，环比+0.2 亿；2) 恒逸石化时点年化利润为 36.6 亿元，环比+0.9 亿；3) 荣盛石化时点年化利润为 35.5 亿元，环比+5.5 亿；4) 恒力股份时点年化利润为 47.3 亿元，环比+0.5 亿。

图 6：卫星石化时点年化利润（亿元）



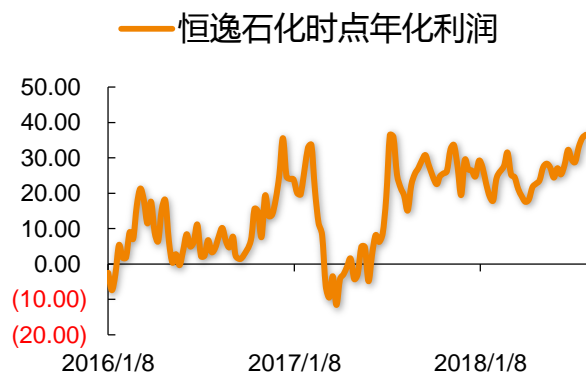
资料来源：隆众石化，天风证券研究所

图 8：荣盛石化时点年化利润（亿元）



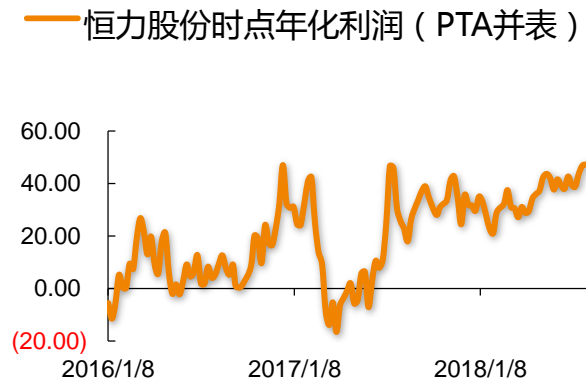
资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 7：恒逸石化时点年化利润（亿元）



资料来源：中纤网，天风证券研究所

图 9：恒力股份时点年化利润（亿元）



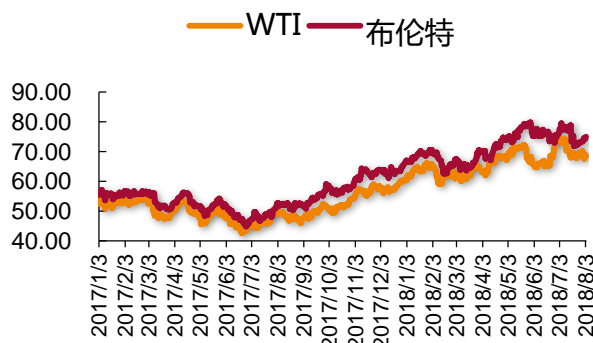
资料来源：中纤网，天风证券研究所

3. 原油行情回顾

3.1. 原油价格与钻机

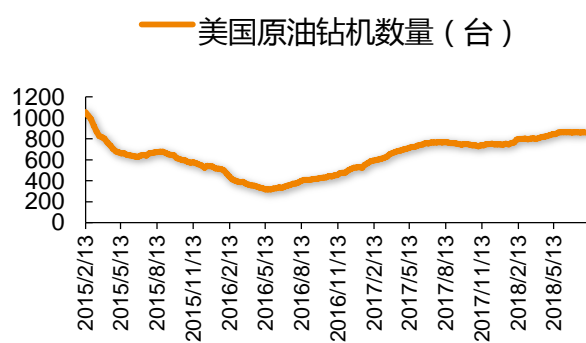
本周原油价格，WTI 68.49 美元/桶，环比-0.02 美元；布伦特 73.21 美元/桶，环比-1.08 美元。钻机方面，美国原油钻机台 859 台，环比-2 台。

图 10：国际原油价格（美元/桶）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：美国原油钻机数量（台）

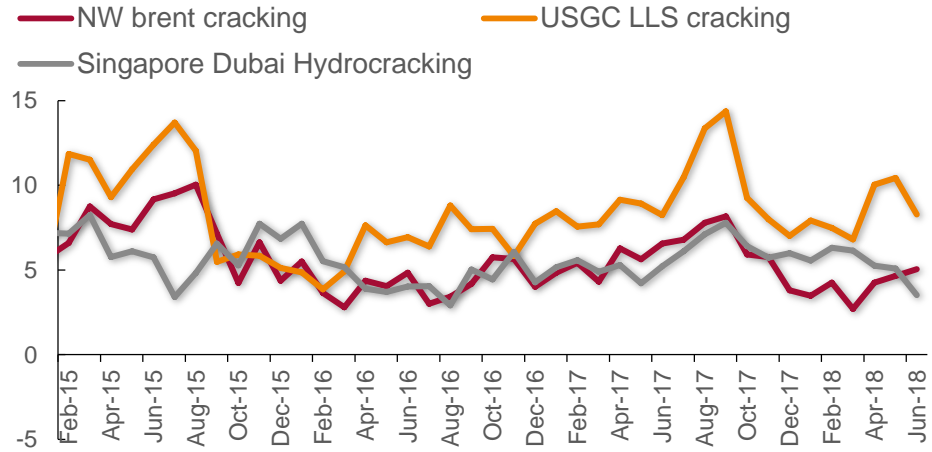


资料来源：贝克休斯，天风证券研究所

3.2. 原油裂解价差

5月国际裂解价差, NW-brent 价差 5.05 美元, 环比+0.4 美元; USGC-LLS 价差 8.29 美元, 环比-2.15 美元; Singapore-Dubai 价差 3.53 美元, 环比-1.56 美元。

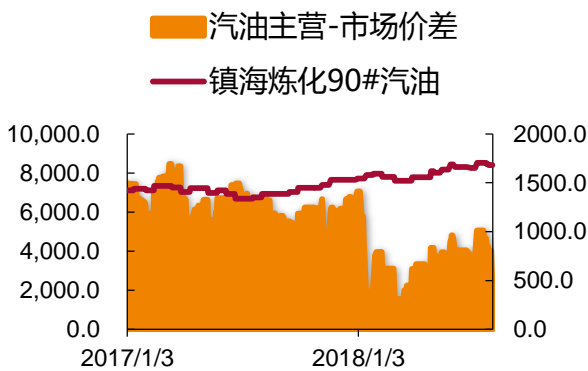
图 12: 国际裂解价差 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

国内市场价差方面, 汽油市场价差为 467 元/吨, 环比-338 元; 柴油市场价差为 625 元/吨, 环比-215 元。华北地区汽柴油裂解价差为 1032 元/吨, 环比+339 元。

图 13: 汽油市场价差 (元/吨)



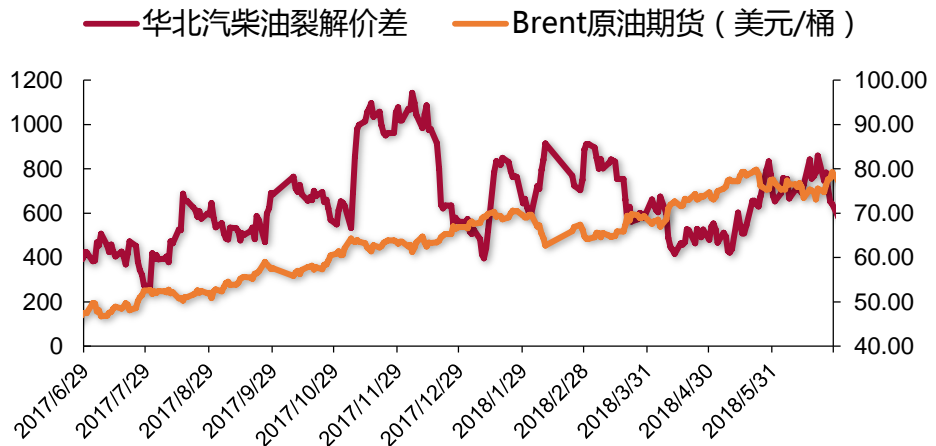
资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 14: 柴油市场价差 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

图 15: 华北汽柴油裂解价差 (元/吨)



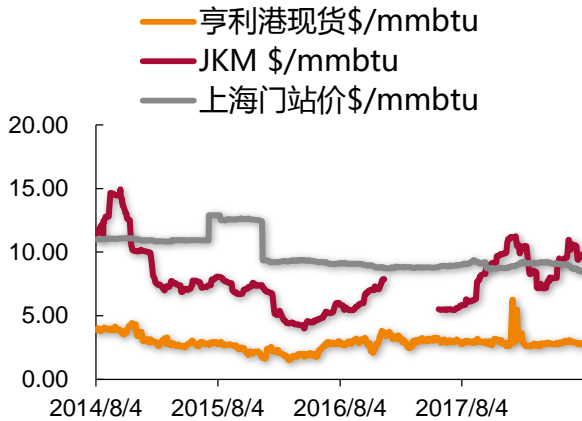
资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

4. 天然气行情回顾

4.1. 天然气价格与价差

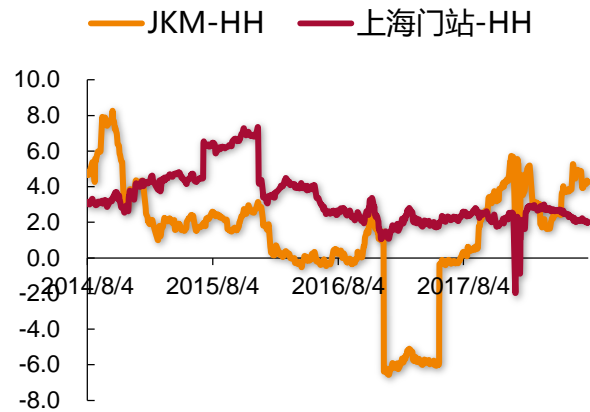
本周天然气现货价格，亨利港 2.8 美元/百万英热，环比+0.02 美元；JKM 9.81 美元/百万英热，环比+0.15 美元；上海门站价仍为 2.08 元/方。价差方面，JKM-HH 为 4.28 美元/百万英热，环比+0.11 美元；上海-HH 1.99 美元/百万英热，环比-0.03 美元。

图 16：天然气价格（美元/百万英热）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 17：天然气国际价差（美元/百万英热）

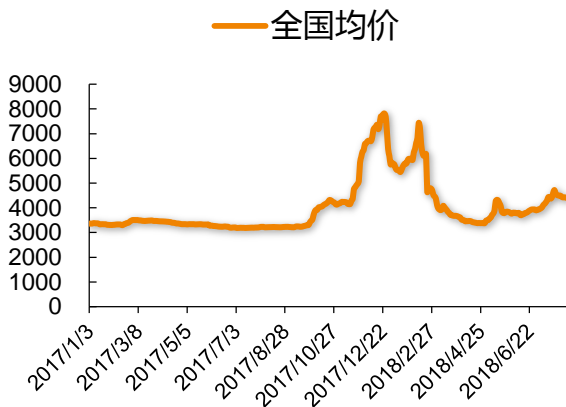


资料来源：bloomberg，天风证券研究所

4.2. 国内 LNG 价格与开工率

本周 LNG 出厂价方面，全国多数地区开始企稳向上，全国平均价为 4394.75 元/吨，环比-92.17 元；开工率方面，全国平均开工率为 41.45%，环比-1.18pct。

图 18：LNG 出厂价均价（元/吨）



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

图 19：LNG 平均开工率



资料来源：隆众资讯，天风证券研究所

5. 聚酯产业链行情回顾

5.1. 聚酯产品价格与价差

本周涤纶长纤均价为 10590 元/吨，环比+269 元；涤纶短纤价格 9326 元/吨，环比+505 元；PTA 价格 6724 元/吨，环比+519 元；PX 价格内盘 8300 元/吨，环比+700 元，外盘 1080 美元/吨，环比+59 美元。

图 20: 涤纶长丝均价 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 2: 涤纶短纤价格 (元/吨)



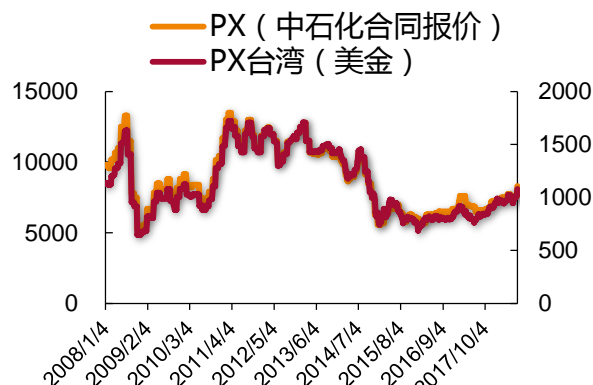
资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

图 22: PTA 价格 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

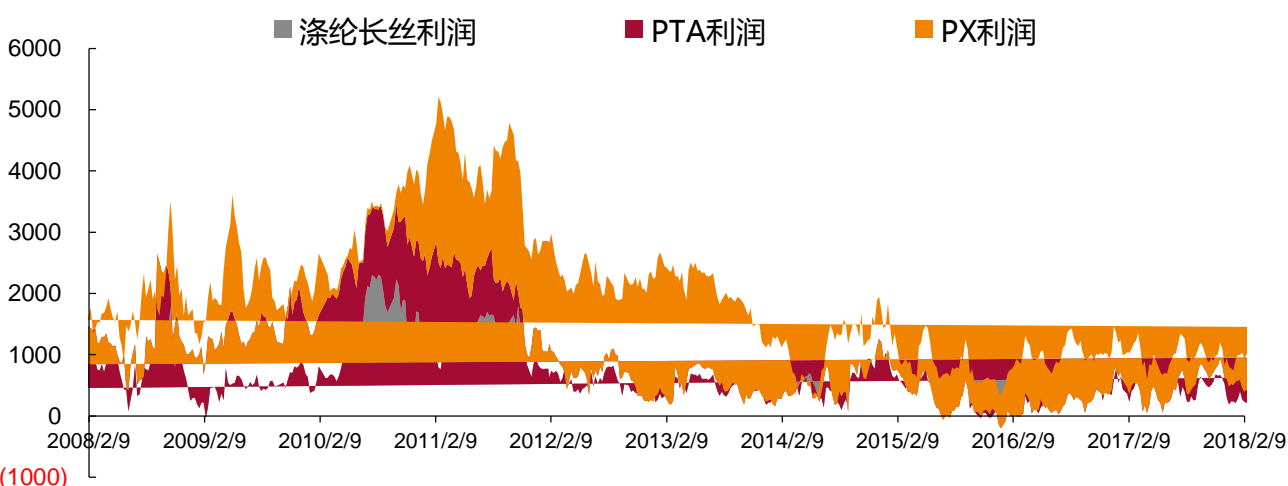
图 3: PX 价格 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

本周聚酯产品盈利情况, 涤纶长丝单位盈利 455 元/吨, 环比-177 元/吨; 涤纶短纤单位盈利-56 元/吨, 环比-26 元/吨; PTA 单位盈利 388 元/吨, 环比+62 元/吨; PX 单位盈利 727 元/吨, 环比+235 元。

图 4: 聚酯单位盈利情况 (元/吨)



资料来源: 中纤网, 天风证券研究所

6. 石化产品价差

本周石化产品价差涨幅前三为：涤纶长丝（7.6%）、PTA（7.6%）、聚乙烯（7.0%）。

表 1：石化产品价差（元/吨）

产品	2018/8/3	上周涨跌	本周涨跌	上月涨跌	本月涨跌
PDH 价差	14	25.4%	-95.6%	1.8%	-40.7%
丁二烯与原料价差	140	0.0%	-69.0%	43.7%	-41.0%
聚乙烯与原料价差	584	33.7%	7.0%	-50.2%	22.6%
聚丙烯与原料价差	8,975	0.1%	4.6%	2.3%	3.0%
PVC	-791	-10.5%	-7.4%	107.1%	2.1%
ABS	8,092	2.1%	-4.6%	0.0%	2.5%
苯乙烯	12,900	0.0%	0.0%	2.2%	0.4%
顺丁橡胶与原料价差	4,750	0.0%	2.2%	12.9%	3.3%
涤纶长丝与原料价差	8,850	0.9%	7.6%	2.3%	0.0%
PTA 与原料价差	-8,850	0.9%	7.6%	2.3%	0.0%
锦纶长丝与原料价差	4,900	2.1%	0.3%	-0.2%	-2.4%
己内酰胺	5,817	2.9%	-7.8%	-1.3%	1.3%
氨纶与原料价差	30,000	1.4%	0.7%	0.8%	0.7%
丙烯酸与原料价差	5,150	-0.4%	-1.3%	-11.4%	-12.5%
甲乙酮与原料价差	7,000	0.0%	4.5%	-2.7%	0.0%
己二酸	9,800	1.1%	2.1%	1.7%	0.0%

资料来源：中纤网，隆众资讯，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com