

涤纶景气远未至高点，看好桐昆股份、恒逸石化！



报告起因

近期聚酯全产业链产品价格都大幅上涨，涤纶+PTA 的单吨盈利已经接近翻倍，市场对目前高盈利能否持续分歧较大。但是就我们分析，本轮涤纶和 PTA 的盈利改善不但远未到高点，而且明年还有望继续维持高盈利，市场预期和公司股价都存在着巨大的向上修正空间。具体逻辑如下：

投资要点

- **行业价格和盈利均未至高点：**目前 PTA、长丝价格比上一轮高点要低 25%和 34%，价差距上一轮高点也都还有接近翻倍的空间，几大龙头的 ROE 也远低于历史峰值。因此目前所谓的景气高点，从历史回溯峰值也只是在半山腰而已，未来仍有很大的上行空间。
- **涤纶景气有望大幅超预期：**去年至今需求超预期的核心原因就在于涤纶下游都是买涨不买跌，因此价格上涨一旦确立，下游补库强度就会越来越大。从周期看今年就是油的主题年，直至年底化纤预计都会很强。从微观数据看，目前下游织机开工率仍维持 70%以上高位，坯布库存也处于历史低点，其后又是金九银十的旺季，看空很难找到理由。后期即使价格不再上涨，但基数更高，也会带来其后业绩的继续增长。
- **产业格局看涤纶：**就全产业链格局而言，至 19 年底前我们最看好 PTA，长期最看好涤纶，核心原因就在于供给。PX 随着年底大炼化投产面临价格战风险，有望将利润转移至更下游。PTA 至 19Q4 前几乎没有新增产能，供给还要更紧于涤纶，短期因涨速过高虽可能有所回调，但新中枢价格仍会大幅提升。长丝在寡头垄断后已形成强价格秩序，未来新增产能也比较可控，即使明年需求增速下滑，大体也能维持价格稳定。因此我们仍然看好明年涤纶和 PTA 盈利同比今年会继续大幅提升。

投资建议

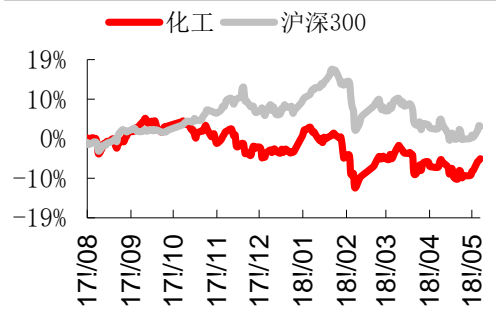
- 综上，我们在目前时点最为看好有大炼化对应的涤纶和 PTA 的高弹性标的，如桐昆股份和恒逸石化。荣盛石化、恒力股份虽弹性略小，但也会受益，同时建议关注成本领先的长丝龙头新凤鸣。

风险提示

- 油价波动风险；需求下滑风险。

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	石油化工
报告发布日期	2018 年 08 月 24 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 赵辰
021-63325888-5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511120005

联系人 万里扬
021-63325888-2504
wanliyong@orientsec.com.cn
杨奇
021-63325888-7540
yangqi@orientsec.com.cn

目 录

1. 涤纶景气有望大幅超预期.....	3
1.1 行业盈利远未至最高点	3
1.2 价格还有继续上涨空间	3
1.3 需求为何超预期.....	4
1.4 后续景气展望.....	4
2. 从产业格局看涤纶.....	5
2.1 明年 PX 盈利将大幅下滑	5
2.2 PTA：高景气有望延续至 19Q4	7
2.3 长丝：产业链长期最优环节	8
3. 投资建议.....	9
3.1 恒逸石化.....	9
3.2 桐昆股份.....	10
4. 风险提示.....	10

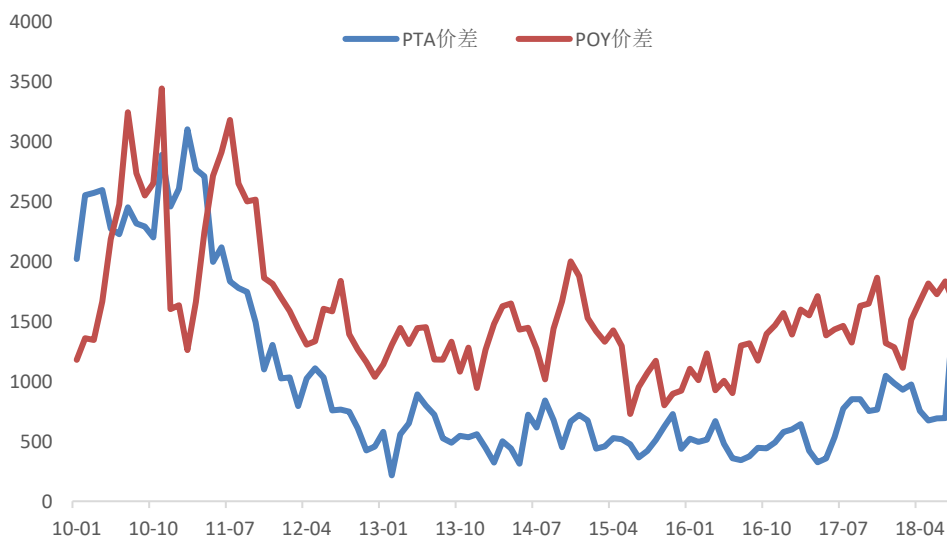
1. 涤纶景气有望大幅超预期

8月至今，涤纶产业链盈利呈现整体性的大幅扩张。其中PX、PTA和涤纶长丝价格涨幅分别达到14%、33%和16%，而价差环比涨幅更是高达38%、93%和25%，涤纶+PTA单吨利润接近翻倍，相关企业盈利无疑也大幅增长，但与之对应的是股价几乎完全没有反应。从周期角度看，唯一合理解释就是市场预期近期上涨不可持续，未来价格会快速跌回起点，并不值得反应。但就我们分析，本轮涤纶和PTA的盈利改善还远未到高点，而且明年还有望继续维持高位，目前市场主流预期存在着巨大的向上修正空间，相应股价也将迎来大幅上涨，具体逻辑如下：

1.1 行业盈利远未至最高点

虽然目前市场认为PTA和涤纶盈利都已经达到了峰值，甚至严重泡沫化，但从历史数据看却完全不支持这种观点。上一轮行业景气周期的09-11年时，专营涤纶的桐昆股份ROE高达50%以上，PTA龙头荣盛石化和恒逸石化的ROE更是超过60%。相比之下，即使今年上半年桐昆盈利翻倍，ROE仍只有9.7%，目前时点我们测算其年化ROE应该也不会超过30%。PTA龙头企业上半年平均毛利率仅为6.6%，即使以当下最高点的PTA价格年化，我们预计ROE也只有40%左右。如果我们回溯这两种产品的历史价差，更是可以清晰的看出，现在所谓景气高点，相比于历史峰值只是在半山腰而已，还有相当大的上涨空间。

图 1：10 年至今涤纶和 PTA 价差统计（元/吨）



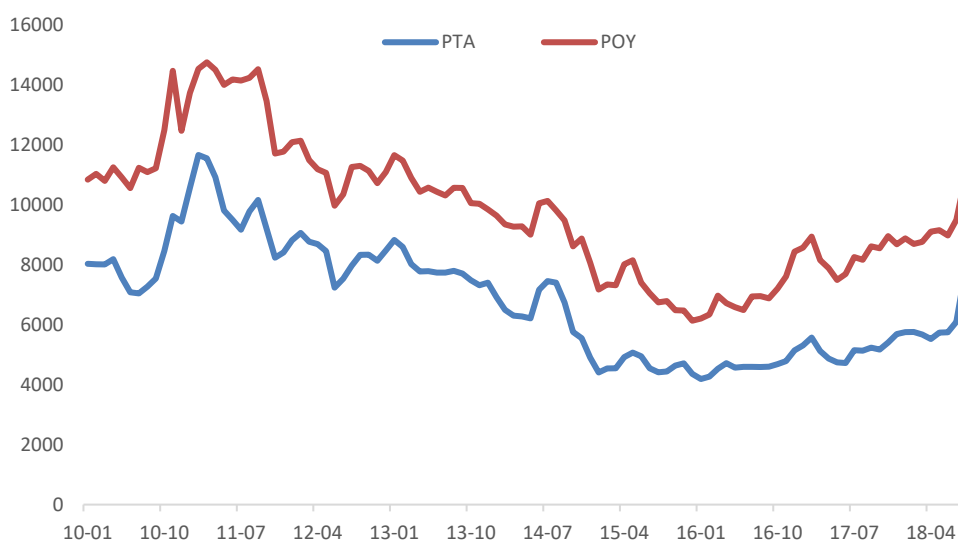
资料来源：中纤网，东方证券研究所

1.2 价格还有继续上涨空间

前期我们发表报告《化工行业高景气已近尾声，重点推荐化纤+农化》，几乎看空整个行业利润，却独独钟情于涤纶和农化，一个重要原因就是涤纶和PTA价格还远低于历史最高点，而同期绝大多数化工品都已超越历史峰值。其实一轮大周期走完，所有化工品最终的趋势和涨幅都相差不大，相应涤纶还有很大上涨空间。即使以目前大幅上涨后的价格测算，涤纶和PTA仍然要比上一轮最

高点要低 25%和 34%，刚刚超过 10 年至今的均值。所以市场担心下游无法承受的问题，我们觉得并不成立。过去几年涤纶价格从 15000 元/吨跌至 6000 元/吨，下游享受低价红利的同时，涤纶行业却一直在寒冬中挣扎，很多企业都倒在了黎明前。天道循环，现在无非下游开始还债而已。而且从历史经验看，下游的抵触并不能改变周期趋势，曾经的染料、TDI 莫不如此，甚至其后价格都还有一大波上涨，反之几年前即使几大 PTA 巨头联合限产保价也没有改变价格下跌的大趋势。每轮周期都是始于绝望，终于疯狂，下游还在反抗说明就仍有分歧，上涨只是中继，真正高点反而是下游已一致看多，开始充分享受泡沫，全力囤货时才最有可能出现。

图 2：10 年至今涤纶和 PTA 价格变化（元/吨）



资料来源：中纤网，东方证券研究所

1.3 需求为何超预期

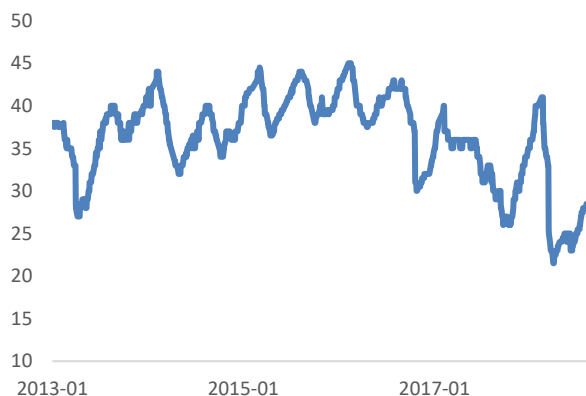
去年至今，涤纶行业最为超预期的无疑就是需求增速，17 年和 18H1 连续一年半都 15% 左右的增长让人难以理解。毕竟涤纶作为消费品，从历史经验看需求增速非常稳定，基本就在 7% 左右。因此业内也提出了各种解释，很多都将其归因为下游应用领域拓宽、电商普及刺激消费等。但我们感觉这些解释都很牵强，毕竟上述都是长期趋势，并不是这两年才出现，甚至前期涤纶价格跌至低位时逻辑更强，但当时平均增速却只有 2.5%，远低于平均水平。就我们分析，需求超预期的核心原因还是在于补库。这个行业一直是买涨不买跌，过去几年价格持续下跌是，下游各个环节都在拼命去库存。而随着 17 年价格上涨趋势确立，下游又开始补库存，尤其是油价上涨更是刺激了补库的强度。因此后续只要价格趋势还在，需求增速短期就不会轻易拐头。

1.4 后续景气展望

展望未来，从周期角度看今年就是油的主题年，直至年底油价预计都会很强，相应化纤问题不大。从微观数据看，目前下游织机开工率仍处高位，坯布库存也在历史低点，后面金九银十又是旺季，看空没有任何理由，因此目前我们倾向认为涤纶大周期也只是走完了上半场，还远远谈不上结束。展望明年，由于今年终端各个环节的数据已经走弱，需求很难维持太高的增速，而变数就在棉价。

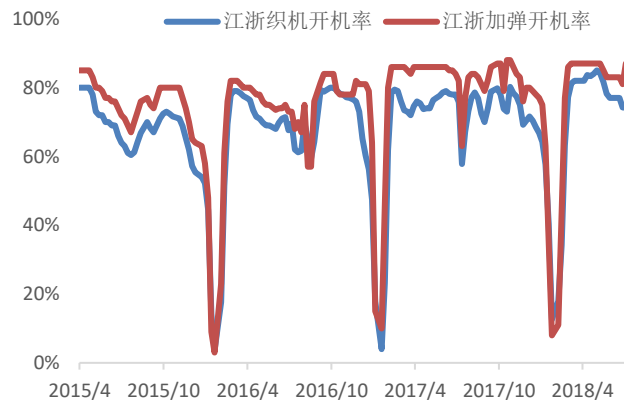
如果棉价大幅上涨，化纤全产业链高景气仍可维持，否则景气相比今年会有所回落。但就涤纶和PTA而言，我们判断由于格局改善，盈利仍有望维持高位。

图 3：13 年至今盛泽地区坯布库存（天）



资料来源：wind，东方证券研究所

图 4：江浙织机和加弹机开工率保持高位



资料来源：wind，CCF，东方证券研究所

2. 从产业格局看涤纶

就涤纶全产业链而言，至 19 年底前我们最看好 PTA，长期最看好涤纶，PX 则不看好。原因无他，就在于供给。明年几大民营芳烃型炼厂集中投产，PX 新增产能高达 1000 万吨，占总需求量的 40%，因此今年 PX 的盈利扩张应该已是最后的绝唱。作为垄断了过去 5 年几乎产业链全部利润的 PX，其盈利将迎来不可逆的下跌，甚至不排除会爆发激烈的价格战，直至行业利润清零。而从最终端的涤纶看，目前行业已形成 6 大巨头控盘，未来几年的扩产又都来自桐昆、恒逸和新凤鸣三家企业。其中桐昆和新凤鸣不但起家都在桐乡洲泉镇，董事长还师出同门，企业关系素来友善，行事风格也都偏向于保守平和。恒逸扩张虽快，但成本更高，自身在炼化上的资金需求又大，也没有理由贸然发动价格战。因此即使未来需求不佳，企业间也不至于兵戎相见，还是可以控制住价格，相应整个产业链的总利润就有了保障。PTA 在 19 年底产能大规模投放之前，供给还要紧于涤纶，即使短期因涨速过快而回调，明年中枢还是会大幅提升，更何况两者都还可以挤占 PX 的巨大利润空间。

2.1 明年 PX 盈利将大幅下滑

过去几年 PX 盈利高位的主要原因就是国内供给不足，严重依赖进口，进口依存度长期高于 50%。8 月份以来虽然暴涨，大概率是海外几大巨头赶在年底大炼化投产前的最后一波提价。展望未来，国内外仍有 2000 万吨和 700 万吨的 PX 产能投放，而下游 PTA 新增产能较少，即使考虑复产，未来两年也仅有约 720 万吨，供需失衡将促使盈利向下游转移。此次 PX 放量将带来自给率的大幅提升，行业竞争必将加剧，但我国 PX 行业没有经历过大浪淘沙的阶段，目前装置规模多小于 50 万吨，且国企成本管控不强，民企除浙石化和恒力外，均采用短流程工艺，成本也偏高。新增装置的规模优势和工艺优势又非常明显，未来行业必然面临洗牌和出清。作为同质化商品，PX 的产能退出只能以价格下降优胜劣汰的方式完成，其盈利空间势必受到挤压。

表 1：国内现有 PX 装置详情（万吨）

地区	企业名称	省份	企业归属	产能	投产年份	原材料
	腾龙芳烃	福建	民营	160	2013	凝析油
	中金石化	浙江	民营	160	2015	石脑油/燃料油
	扬子石化	江苏	中石化	85	1986+2006	原油
华东	上海石化	上海	中石化	85	1985+2009	原油
	金陵石化	江苏	中石化	60	2008	原油
	镇海炼化	浙江	中石化	65	2003	原油
	青岛丽东	山东	民营	100	2006+2013	石脑油
	齐鲁石化	山东	中石化	8.5	1989	原油
华南	惠州石化	广东	中海油	84	2009	原油
	海南炼化	海南	中石化	60	2013	原油
	福建联合	福建	中石化	85	2009+2013	原油
华中	洛阳石化	河南	中石化	21.5	2000	原油
	天津石化	天津	中石化	37	2000	原油
华北	福佳大化	辽宁	民营	140	2009+2012	石脑油/异构二甲苯
	辽阳石化	辽宁	中石油	70	2005	原油
西北	乌石化	新疆	中石油	100	1997+2010	原油
西南	彭州石化	四川	中石油	65	2014	原油
	名义产能合计			1386		
	实际产能合计			1161		

资料来源：百川资讯，隆众资讯，东方证券研究所。

表 2：18-20 年国内及全球新增及复产 PX 产能（万吨）

	厂家名称	产能	预计投产时间	地点	进度
	腾龙芳烃	160	2018Q4	漳州	复产
	恒力石化	450	2018 年底	大连	在建
	浙石化一期	400	2018 年底	舟山	在建
	海南炼化	60	2019 年	海南	在建
国内	宁波中金二期	160	2019 年	宁波	在建
	盛虹石化	280	2019 年	连云港	在建
	浙石化二期	400	2020 年及以后	舟山	拟建
	中化泉州	80	2020 年及以后	泉州	在建
	惠州炼化二期	85	2020 年及以后	惠州	拟建
	合计	2075			
		阿美 Rabigh	134	2018 年 1 月投料试车	沙特
	NghiSon	70	2018 年 3 月投料试车	越南	已运行
海外	恒逸文莱一期	150	2019 年	文莱	在建
	恒逸文莱二期	200	2020 年及以后	文莱	拟建
	科威特石化	140	2020 年及以后	科威特	拟建

合计 694

资料来源：百川资讯，隆众资讯，东方证券研究所。

2.2 PTA：高景气有望延续至 19Q4

虽然去年底桐昆和翔鹭合计新增供给约 370 万吨，但今年上半年下游聚酯也有约 300 万吨的产能投放，且二季度部分装置选择检修，5 月份以来的 PTA 产量尚不足以满足下游聚酯需求，导致了近 4 个月的 PTA 持续去库存，这也是本轮大涨的直接诱因。目前 PTA 名义产能很高，但有近 1000 万吨的装置长期停车，真正有效产能仅约 4380 万吨，对应最新约 78 万吨的周产量，开工率已达到 90%。但即便如此库存也仍在持续去化，目前库存仅 73 万吨，已至历史低位，对价格形成有力支撑。展望未来，虽然 PTA 规划新增产能很多，但真正能落地的新增供给非常有限。至 19 年 4 季度前仅有原翔鹭 150 万吨和四川晟达 100 万吨装置存在复产可能，而涤纶还在持续扩产，增速又高于 PTA，因此供需会更为紧张，目前价格即使回调，幅度恐怕也很有限。

图 5：PTA 持续去库存（万吨）



资料来源：中纤网，东方证券研究所

表 3：PTA 未来新增供给（万吨）

公司名称	地区	产能	投产时间	进度
四川晟达	南充	100	-	已建成，开车存疑
福海创	漳州	150	-	复产存疑
新凤鸣	嘉兴	220	2019 年 Q4	在建
恒力 4 期	大连	250	2019 年 Q4	在建
中金石化	宁波	600	2020 年及以后	规划
逸盛海南	海口	220	2020 年及以后	规划
蓝山屯河	新疆	120	2020 年及以后	规划

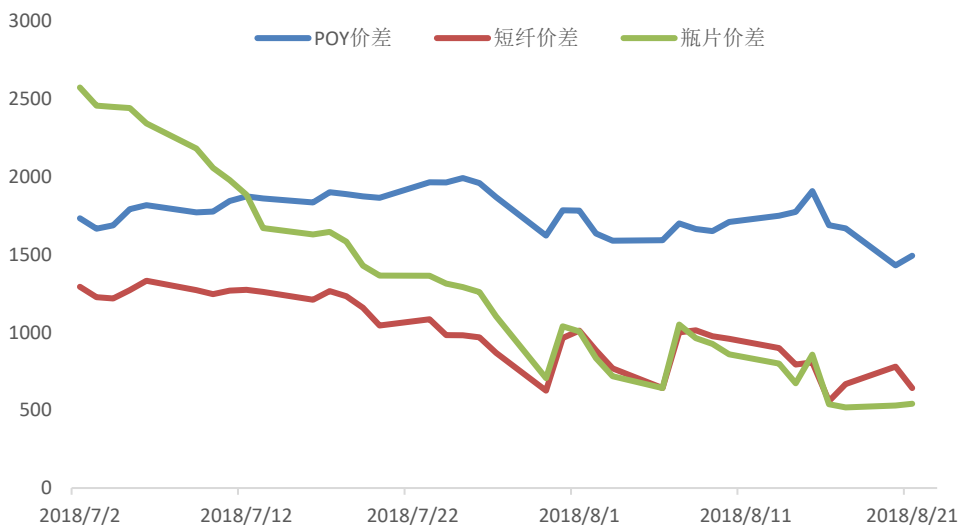
中泰化学	新疆	120	2020年及以后	规划
福建百宏	泉港	240	2020年及以后	规划
佳龙二期	石狮	200	不明确	规划
宁波台化	宁波	300	不明确	规划
宁夏宝塔	宁夏	100	不明确	规划
云天化	昆明	100	不明确	规划
合计		2720		

资料来源：百川资讯，隆众资讯，东方证券研究所

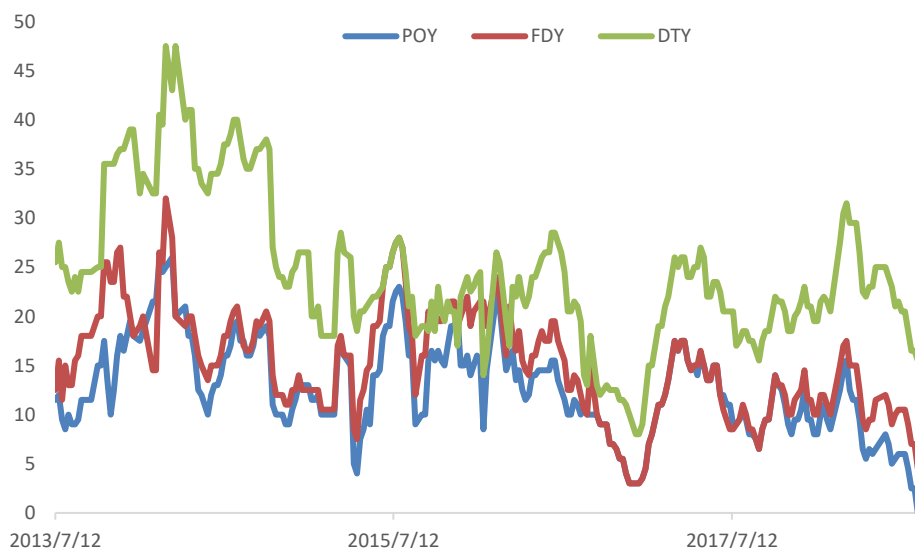
2.3 长丝：产业链长期最优环节

我们看好长丝的最核心逻辑在于历经上一轮周期后行业竞争格局大幅改善，尤其是体量最大的POY品种，CR3占比接近70%，已经形成了较为清晰的寡头垄断格局，因此对上下游的议价能力会显著增强。近期PTA暴涨后，下游聚酯产品的盈利分化也验证了我们这一观点：8月以来聚酯瓶片、涤纶短纤价差都急剧收窄，逼近盈亏平衡线；但长丝价格传导仍然顺畅，价差变化并不大。展望未来，资金壁垒、能效壁垒和设备瓶颈大幅提升了扩产门槛，长丝新增供给将集中于龙头企业，行业集中度有望进一步提升，盈利中枢也将较为稳定。短期看，需求端无论是织机开工率还是坯布库存都较为良性，当前长丝库存又处于历史低位，POY甚至已经断货。在下游买涨不买跌的情绪发酵下，不排除未来积极抢货推动景气进一步上行的可能性。

图 6：7 月份以来涤纶长丝、短纤和瓶片价差变化（元/吨）



资料来源：中纤网，东方证券研究所

图 7：当前 POY 和 FDY 库存已至历史低位（天）


资料来源：中纤网，东方证券研究所

3. 投资建议

综上，我们在目前时点最为看好有大炼化对应的涤纶和 PTA 的高弹性标的，具体为全产业链布局的桐昆股份(601233，买入)和恒逸石化(000703，买入)，而其他炼化企业荣盛石化(002493，买入)和恒力股份(600346，未评级)，虽然弹性略小，但也会受益。同时建议关注成本领先的长丝龙头新凤鸣(603225，买入)。

表 4：PTA-长丝产业链各龙头产能/市值弹性（万吨/万元）

	荣盛石化	恒力股份	桐昆股份	恒逸石化		新凤鸣
				增发前	增发后	
市值/亿	722	797	324	385	415	187
PTA 产能/万吨	595	660	370	612	612	-
长丝产能/万吨	110	155	540	216	436	333
万元市值 PTA 产能	0.82	0.83	1.14	1.59	1.47	-
万元市值长丝产能	0.15	0.19	1.66	0.56	1.05	1.78

资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.1 恒逸石化

恒逸石化(000703，买入)是国内 PTA-涤纶和己内酰胺-锦纶双产业链龙头。公司目前 PTA 权益产能 612 万吨，聚酯参控股产能 390 万吨，本次收购及配套融资扩建完成后，20 年聚酯参控股产能有望达到 800 万吨。目前己内酰胺产能 30 万吨，年底将扩建至 40 万吨。19 年文莱炼化项目投产

后，除油品外还将带来 150 万吨 PX 和 48 万吨纯苯，实现上游原料自给，进一步强化已有全产业链配套优势。

3.2 桐昆股份

桐昆股份(601233, 买入)是国内规模领先的 PTA-涤纶长丝产业链龙头。公司目前 PTA 产能 370 万吨，涤纶长丝产能 540 万吨，年底预计将达到 570 万吨，19 年随着恒优 POY 项目投产，产能有望达到 660 万吨，将充分享受 PTA-涤纶长丝全产业链景气上行带来的丰厚盈利。公司参股浙石化 20% 股权，一期产能 2000 万吨炼油和 400 万吨 PX，年底投产后也有望增厚公司业绩。

4. 风险提示

- 1) 油价波动风险：如油价短期大幅上涨或暴跌，将对涤纶产业链盈利产生较大影响；
- 2) 需求下滑风险：如受宏观经济恶化或贸易战加剧等不可控因素影响，下游需求大幅下滑，将影响行业盈利。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券股份有限公司自营业务持有恒力股份(600346)一定仓位！

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

