

# PX-涤纶长丝产业链盈利飞涨， 三季度有望业绩爆发

化学纤维

## 事件：

今年三季度 PX-涤纶长丝产业链价差继续扩大，PTA 一年无新增产能，长丝 19 年上半年几乎无新增产能，PX-涤纶长丝产业链价盈利稳步上涨。

## 简评

PX-长丝产业链盈利能力大涨：PX9 月至今价差达 4900 元/吨，八月、七月价差分别为 3761 元/吨和 2474 元/吨。预计三季度价差 3416 元/吨，较上半年 2373 元/吨增长 44%。PTA9 月至今 PTA 价差为 1859 元/吨，八月、七月价差分别为 1727 元/吨、784 元/吨，预计三季度价差为 1528 元/吨，较上半年 848 元/吨增长 80%；涤纶长丝 POY9 月至今价差为 1835 元/吨，八月七月价差分别为 1564 元/吨、1826 元/吨，预计三季度价差为 1680 元/吨，较上半年 1499 元/吨增长 12%。

**桐昆股份：涤纶长丝行业龙头，一体化战略优势尽显，PTA 自给扩宽盈利空间。**公司现有涤纶长丝产能 570 万吨，PTA 产能 420 万吨，随着下半年旺季到来涤纶长丝价格价差将进一步扩大，同时下半年 PTA 行情持续高涨，价格价差稳定扩大，三季度有望量价齐升实现大幅盈利。

**新凤鸣：坚持稳打稳扎战略，未来成长之路清晰。**公司 18 年新增长丝产能 90 万吨，年底将有涤纶长丝产能 360 万吨；19 年新增长丝产能 100 万吨，19 年预计产能 460 万吨；19 年下半年 PTA 一期 250 万吨将投产；20 年长丝产能继续投放，再投 250 万吨 PTA。随着上半年新增的 60 万吨产能稳定生产以及 9 月将投放的 30 万吨产能，公司产能下半年将大幅扩大，同时涤纶长丝具有明显的季节性，下半年旺季到来涤纶长丝价格价差将更进一步扩大，公司三季度盈利有望实现大幅增长。

维持

买入

罗婷

luoting@csc.com.cn

010-85130437

执业证书编号：S1440513090011

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440518030004

发布日期：2018 年 09 月 18 日

## 市场表现



## 相关研究报告

- 18.9.6 【中信建投化工】桐昆股份 (601233) 深度报告：涤纶长丝龙头市占率稳步提高，上游产业链不断延伸
- 18.9.4 【中信建投化工】东方市场(东方盛虹 000301)深度报告：“炼化-化工-化纤”三化一体战略助推未来业绩气势如虹
- 18.6.27 【中信建投化工】新凤鸣(603225) 深度报告：“炼化-化纤”产业链被遗忘的凤凰

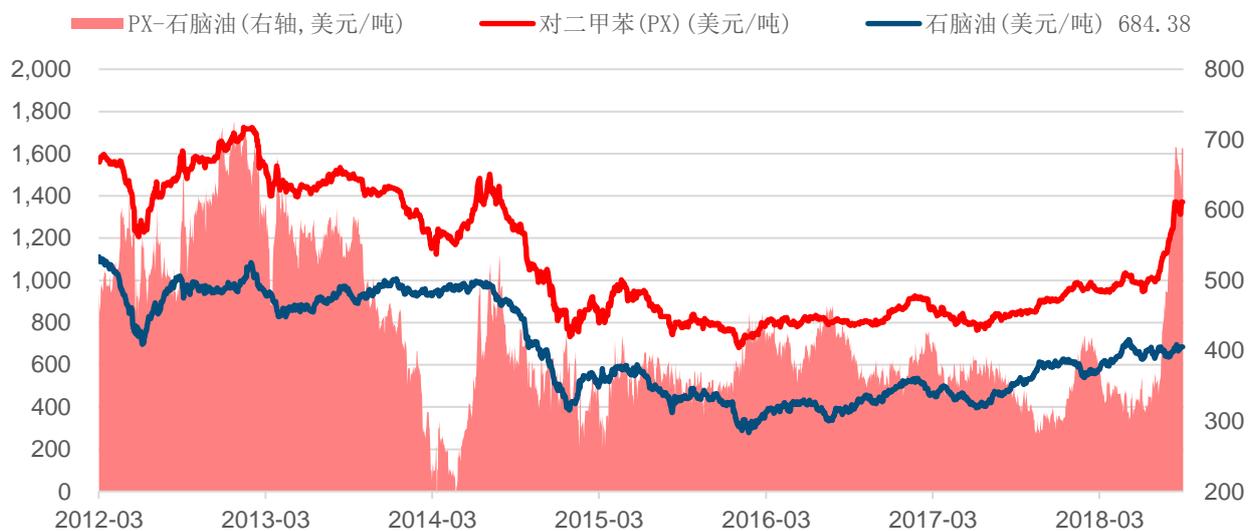
**东方市场（东方盛虹）：长丝差异化定位，“炼化-化纤”产业链布局齐全。**公司立足差异化定位战略，当前具备长丝产能 190 万吨，DTY 占比高达 51%，能够有效对抗行业周期风险。在建 20 万吨产能逐步释放，将在第三季度进一步增厚长丝业绩。虹港石化目前具备聚酯产业链上游 PTA 年产能 150 万吨，计划再上 250 万吨 PTA；盛虹炼化 1600 万吨炼油项目在稳步推进，单线炼油能力居国内首位，PTA 所需的 PX 可完全自给自足。炼化业务后续注入上市公司预期强，一旦注入将打开巨大成长空间，净利润有望达到 100 亿元以上，当前市值仅为 200 多亿元，3 年能看到千亿以上市值。

**恒力股份：聚酯纤维盈利提升，PTA 供需格局改善，一体化项目进入加速冲刺阶段。**公司上半年聚酯纤维毛利率为 17.4%，毛利率同比 17 年同期提升 2.2 个百分点，盈利能力远超同行。同时，下游服装生产企业的库存不断下降，服装门店处于补库存周期；涤纶长丝也由之前的买方市场转入卖方市场，下半年长丝盈利环比上半年有望大幅扩大，长丝盈利能力有望超过 17 年下半年。近期 PTA 现货和期货已经创近 4 年新高（PTA1809 合约已经上涨到 6300 元/吨以上），下半年 PTA 行情火爆助推公司三季度盈利爆发式增长；公司近期宣布将投资 30 亿元建设年产 250 万吨 PTA-5 项目，进一步巩固上游产能规模优势，增强聚酯化纤全产业链综合竞争实力，提升上市公司持续盈利能力。公司 2000 万吨大型炼化项目已处于安装建设高峰期的尾声，将领先于行业率先打通并最快实现从“原油—芳烃—PTA—聚酯”的全产业链一体化运作模式。

**恒逸石化：“并购+新建”整合化纤优质资产，PTA 行业景气助力业绩增长，文莱炼化一体化项目稳步推进。**公司通过并购嘉兴逸鹏、太仓逸枫和双兔新材料 100% 股权（共 145 万吨），并配套 75 万吨差别化纤维项目，未来将增加 220 万吨优质聚酯长丝产能，下半年旺季到来涤纶长丝价格、价差有望进一步扩大，公司下半年业绩将持续受益。PTA 市值弹性行业第一，公司目前拥有 PTA 权益产能 615 万吨，PTA 业绩弹性为 3.94（上涨 100 元/吨，亿元），PTA 市值弹性为 1.59 万吨/亿元，PTA 火热行情下三季度盈利有望大幅提升。公司文莱炼化项目（一期）进入快速全面实施阶段，建成后可为公司化纤板块提供核心原材料 PX 和苯，最终实现“炼油→PX、苯→PTA、己内酰胺→涤纶、锦纶”大化纤产业链完美闭环，届时将大幅增厚公司业绩。

**荣盛石化：PX、PTA 进入高盈利阶段，浙石化项目助力公司打通全产业链。**下半年受到 PX 供给紧张和 PTA 价格持续暴涨等因素影响，PX 价格暴涨至 1300 美元/吨，价差扩大到 600 美元/吨，下半年中金石化 PX 的盈利相对上半年会有大幅度的提升。当前 PTA 价差在 2000 元/吨，相对上半年平均上涨幅度在 1000 元/吨以上，盈利大幅度改善。且 18-19 年基本无 PTA 新增产能，而下游聚酯上半年产能增速在 10% 以上，为公司下半年业绩增长亮点。同时，公司“炼化-化工品”一体化产业链将于年底前打通，多产芳烃、配套乙烯并适当生产成品油，提升公司总体实力和抗风险能力。

图表1: PX 价格及价差变动

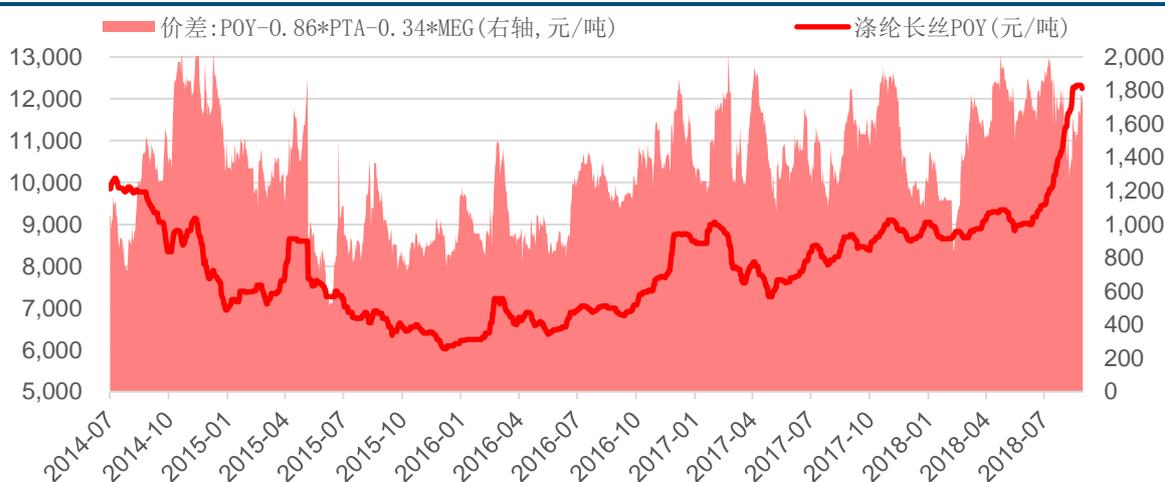


资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表2: PTA 价格及价差变动



资料来源: 中信建投证券研究发展部

**图表3: 涤纶长丝价格及价差变动**


资料来源: 中信建投证券研究发展部

**图表4: 相关公司业绩弹性**

| 企业             | PTA 产能(万吨) | 涤纶产能(万吨) | 炼化权益产能(万吨) | 市值         |          |          | 业绩弹性                   |                      |      |
|----------------|------------|----------|------------|------------|----------|----------|------------------------|----------------------|------|
|                |            |          |            | PTA 市值(亿元) | 长丝市值(亿元) | 炼化市值(亿元) | PTA 业绩弹性(上涨100元/吨, 亿元) | 长丝业绩弹性(上涨100元/吨, 亿元) |      |
| 桐昆股份           | 400        | 580      | 400        | 295        | 1.35     | 1.96     | 1.35                   | 2.56                 | 3.72 |
| 恒逸石化           | 615        | 170      | 560        | 367        | 1.68     | 0.46     | 1.53                   | 3.94                 | 1.09 |
| 荣盛石化           | 600        | 100      | 1020       | 679        | 0.88     | 0.15     | 1.50                   | 3.85                 | 0.64 |
| 恒力股份           | 660        | 140      | 2000       | 801        | 0.82     | 0.17     | 2.50                   | 4.23                 | 0.90 |
| 新凤鸣            | 0          | 333      | 0          | 185        | 0.00     | 1.80     | 0.00                   | 0.00                 | 2.13 |
| 东方市场<br>(盛虹石化) | 150(待注入)   | 190      | 1600(注入预期) | 249        | 0.60     | 0.76     | 6.42                   | 0.96                 | 1.22 |

资料来源: 中信建投证券研究发展部

**图表5: 相关公司估值预测**

| 企业             | 股票代码      | 归母净利润(亿元) |       | 总股本(亿股) | EPS  |      | 股价(元/股) | PE  |     |
|----------------|-----------|-----------|-------|---------|------|------|---------|-----|-----|
|                |           | 18E       | 19E   |         | 18E  | 19E  |         | 18E | 19E |
| 桐昆股份           | 601233.SH | 28.8      | 42.0  | 18.22   | 1.58 | 2.31 | 16.21   | 10  | 7   |
| 恒逸石化           | 000703.SZ | 30.2      | 50.7  | 23.08   | 1.31 | 2.20 | 15.89   | 12  | 7   |
| 荣盛石化           | 002493.SZ | 29.1      | 67.0  | 62.91   | 0.46 | 1.06 | 10.79   | 23  | 10  |
| 恒力股份           | 600346.SH | 40.9      | 103.1 | 50.53   | 0.81 | 2.04 | 15.86   | 20  | 8   |
| 新凤鸣            | 603225.SH | 18.4      | 24.0  | 8.43    | 2.18 | 2.85 | 21.98   | 10  | 8   |
| 东方市场<br>(盛虹石化) | 000301.SZ | 20.5      | 23.0  | 40.29   | 0.51 | 0.57 | 6.18    | 12  | 11  |

资料来源: 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**罗婷**：北京科技大学材料加工专业硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业研究经验，专注于从行业供需格局和公司成长性等角度发现和挖掘投资机会。2012 年、2017 年新财富基础化工入围、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名、万得金牌分析师第二名。

**邓胜**：CFA，华东理工大学材料学博士，《德国应用化学》等国际期刊发表论文 10 余篇，3 年化工行研经验，曾任职于浙商证券研究所，18 年 1 月加入中信建投化工组。

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859