

# 石油化工

证券研究报告  
2019年06月16日

## 看好聚酯产业链反弹

投资评级  
行业评级 中性(维持评级)  
上次评级 中性

### 作者

**张樾樾** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**贾广博** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519010002  
jiaguangbo@tfzq.com

**刘子栋** 联系人  
liuzidong@tfzq.com

**郑小兵** 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《石油化工-行业专题研究:成品油专题:柴油消费真的很差吗?》 2019-06-02
- 《石油化工-行业专题研究:雪佛龙和巴菲特都在抢的 Anadarko,是怎样一家石油公司?》 2019-05-05

### 1. 受贸易战影响终端服装需求阶段性抑制

2019年5月13日,美国贸易代表办公室(USTR)公布对3250亿美元中国商品拟加征25%关税清单,涉及我国服装及家纺产品对美出口产值约400亿美元,加征关税事宜需经听证会征求意见及结合中美贸易谈判最近进展而定,但因中美贸易关系前景不明,对我国纺织服装产业链在心态上造成较大冲击,终端服装企业观望心态浓厚,订单推迟递延,织造端坯布库存开始累积。

### 2. 看好下半年聚酯产业链行情

尽管现阶段聚酯产业链行情清淡,我们对于下半年行情却较为乐观,原因有二:1) 低价涤纶原料有望激发被阶段性抑制的服装需求,2019年6月涤纶长丝POY均价仅为7467元/吨,历史上看低价原料可以有效地拉动下游织造企业的采购热情,织造企业普遍认为当前涤纶原料成本具有吸引力,之所以没有大量采购,原因在于织造企业有限的资金暂时压在了坯布环节。未来一旦织造企业能够从坯布环节回笼部分现金流,低价POY原料有望激发下游采购热情,重现2017年3季度行情;2) 地产竣工有望拉动家纺需求,2017年11月以来我国房屋竣工面积连续16个月同比负增长,而同期房屋施工面积却一直正增长,就常识来说如此显著的背离大概率不可能一直持续下去,我们认为2019年三、四季度或将成为地产竣工高峰期,家纺理论上边际改善的空间在三四季度有望兑现。另外市场所担心的纺服补库存周期结束导致涤纶需求大幅下降,我们认为本轮纺织服装去库存不如12-15年剧烈,在本轮近两年的补库周期结束后对涤纶的需求降速影响不大。

### 3. 未来行情推演及投资建议

现阶段“PX-PTA-长丝-织造-服装”产业链中,关键在于服装企业对贸易战前景不明朗的担忧,订单迟迟不下,终端服装需求被阶段性抑制。但纺织服装需求十分刚性,只会推迟不会消失。若加征关税推迟或取消,被抑制的需求必然会极大程度释放;若加征关税落实,对服装企业来说也是不确定性的消除,面对成本确定的提升,服装企业也会与织造企业协商共同承担加征关税的成本,订单也会逐步释放。在5-6月需求阶段性被抑制,PTA与涤纶环节依然能够较大程度上锁定利润,下半年需求端边际改善概率较大,我们看好19年下半年聚酯产业链利润再改善,建议关注PTA+涤纶弹性更大的桐昆股份、恒逸石化、新凤鸣。

**风险提示:** 柴油实际需求持续下行的风险;继续去库存导致表观消费低迷的风险;更多炼化项目投产持续压力盈利的风险。

## 内容目录

1. 受贸易战影响终端服装需求阶段性抑制 .....	3
2. 看好下半年聚酯产业链行情 .....	4
2.1. 低价原料有望激发需求服装需求 .....	4
2.2. 地产竣工有望拉动家纺需求 .....	5
2.3. 本轮纺织服装补库存周期结束对涤丝需求降速影响不大 .....	5
3. 未来行情推演及投资建议 .....	6

## 图表目录

图 1: 美国加征关税清单 1-4 对我国纺织行业影响 .....	3
图 2: 盛泽坯布库存数据创 6 年以来同期新高 .....	4
图 3: 2017 年以来涤纶 POY 价格 vs 涤纶表观消费增速, 低成本原料能够拉动消费 .....	4
图 4: 国内房屋竣工面积增速滞后于房屋施工面积增速 .....	5
图 5: 服装、家纺代表性上市公司门店数量同比变化 .....	6
图 6: 服装、家纺代表性上市公司存货同比变化 .....	6
表 1: 美国对我国纺织行业加征关税详细情况 .....	3

## 1. 受贸易战影响终端服装需求阶段性抑制

2019年5月13日，美国贸易代表办公室(USTR)公布对3250亿美元中国商品拟加征25%关税清单，涉及我国服装及家纺产品对美出口产值约400亿美元，加征关税事宜需经听证会征求意见及结合中美贸易谈判最近进展而定，但因中美贸易关系前景不明，对我国纺织服装产业链在心态上造成较大冲击，终端服装企业观望心态浓厚，订单推迟递延，织造端坯布库存开始累积。

图 1：美国加征关税清单 1-4 对我国纺织行业影响



资料来源：全球纺织网，天风证券研究所

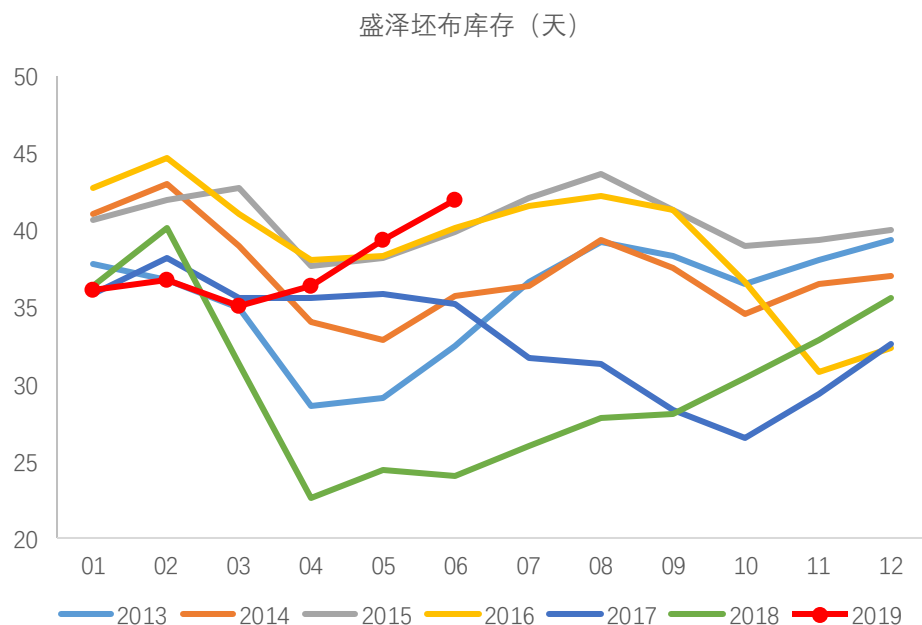
表 1：美国对我国纺织行业加征关税详细情况

HS 编号	产品名称	金额 (亿美元)	占美国进口比重	占中出口比重
50	蚕丝及织物	0.24	27.5%	2.1%
51	羊毛、动物毛原料、纱线及织物	0.26	9.0%	1.0%
52	棉花、棉纱线及棉机织物	2.49	25.9%	1.6%
53	其他植物纺织纤维、纱线及织物	0.38	15.5%	2.7%
54	化学纤维长丝及织物	6.81	28.7%	3.3%
55	化学纤维短纤及织物	5.18	27.5%	4.1%
56	无纺布及特种纱线等	7.69	30.1%	13.4%
57	地毯及其他铺地制品等	7.89	24.2%	26.5%
58	特种机织物、簇绒织物、无边等	3.21	40.2%	6.3%
59	工业用纺织制品等	6.67	22.9%	8.3%
60	针织物及钩编织物	4.68	42.9%	2.6%
61	针织或钩编的服装及衣着附件	153.95	32.2%	20.9%
62	非针织或钩编的服装及衣着附件	134.44	34.4%	18.8%
63	家用纺织品、其他纺织制成品等	90.42	55.6%	32.5%
84	纺织机械及零件	2.21	6.9%	4.9%
94	枕头、靠垫、棉被、羽绒被等	23.29	80.2%	33.1%

资料来源：全球纺织网，天风证券研究所

截止 2019 年 6 月，盛泽地区样本织造企业坯布高达库存 42 天，2018 年同期仅为 24 天，不仅是 13-19 年 6 月同期最高水平，几乎也是历史最高库存水平。受终端需求阶段性抑制影响，聚酯产业链 5-6 月行情较为清淡，涤纶方面，各类产品效益均有所压缩，库存升至年内高位，部分聚酯工厂开始检修减产；PTA 方面，累库存预期提前，5 月中旬 PTA 价差开始压缩，超高利润难以持续；PX 方面，加工差逐渐压缩，随后石脑油成本加速下陷，以及 PX 厂家减产消息配合，加工差适度修复。

图 2：盛泽坯布库存数据创 6 年以来同期新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

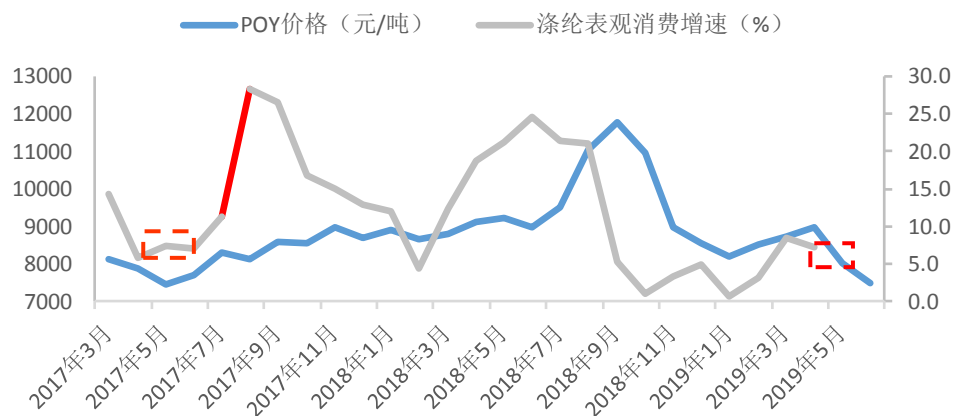
## 2. 看好下半年聚酯产业链行情

尽管现阶段聚酯产业链行情清淡，我们对于下半年行情却较为乐观，原因有二：1) 低价涤纶原料有望激发被阶段性抑制的服装需求；2) 地产竣工有望拉动家纺需求。另外市场所担心的纺服补库存周期结束导致涤纶需求大幅下降，我们认为本轮纺织服装去库存不如 12-15 年剧烈，在本轮近两年的补库周期结束后对涤纶的需求降速影响不大。

### 2.1. 低价原料有望激发需求服装需求

2019 年 6 月涤纶长丝 POY 均价仅为 7467 元/吨，2017 年以来上一次 POY 月度均价低于 7500 元/吨还是在 17 年 5 月 (7455 元/吨)，复盘两年前行情走势我们发现在涤纶价格触底后，低价原料有效地拉动了下游织造企业的采购热情，17 年 3 季度涤纶长丝表观消费量同比大幅增长 22%。根据天风石化草根调研，织造企业普遍认为当前涤纶原料成本具有吸引力，之所以没有大量采购，原因在于织造企业有限的资金暂时压在了坯布环节。纺织服装产业链较长，织造企业从涤纶厂家采购长丝，通过梭织、针织等工艺将涤纶长丝加工为坯布，服装厂家按需下订单，织布企业将坯布按订单要求印染，将成品布料交付给服装企业后得到回款，再用于购买原料涤纶长丝。我们认为未来一旦织造企业能够从坯布环节回笼部分现金流，低价 POY 原料有望激发下游采购热情，重现 2017 年 3 季度行情。

图 3：2017 年以来涤纶 POY 价格（左）vs 涤纶表观消费增速（右），低成本原料能够拉动消费

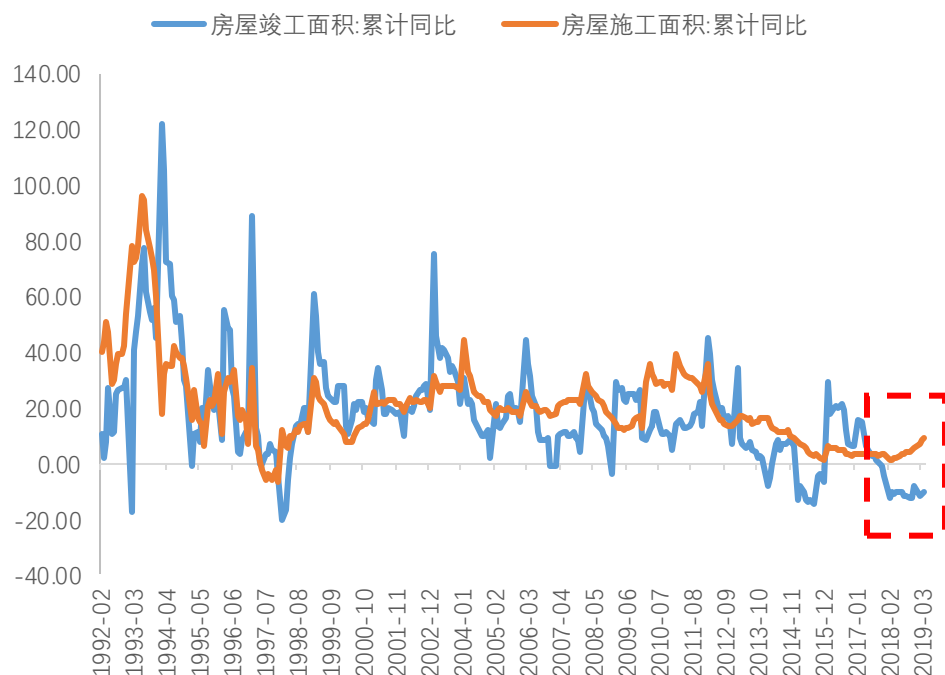


资料来源：中纤网，天风证券研究所

## 2.2. 地产竣工有望拉动家纺需求

家纺属于地产后市场的需求，现阶段地产竣工数据还是同比负增长，当前时点地产对应家纺的需求是处在周期性偏底部的位置。国家统计局数据，2017年11月以来我国房屋竣工面积连续16个月同比负增长，而同期房屋施工面积却一直正增长，就常识来说如此显著的背离大概率不可能一直持续下去，房屋不可能只有新增开工而一直不竣工。1992年至今，此前我国房屋竣工负增长最长记录11个月（2015年2月到12月），我们认为2019年三、四季度或将成为地产竣工高峰期，家纺理论上边际改善的空间在三四季度有望兑现。

图4：国内房屋竣工面积增速滞后于房屋施工面积增速（%）



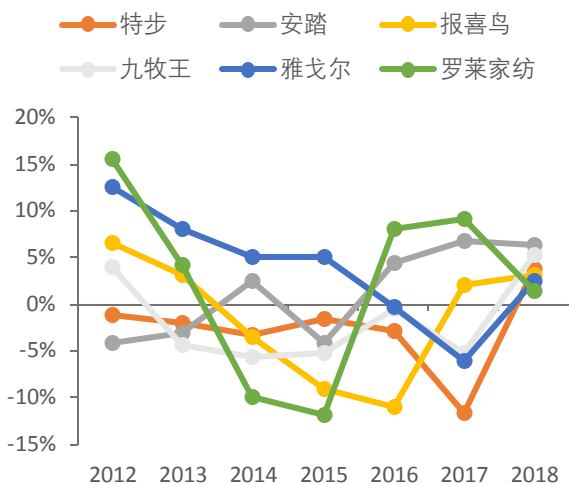
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

## 2.3. 本轮纺织服装补库存周期结束对涤纶需求降速影响不大

2012-2015年电商兴起，服装行业关门店，纺织产业链深度去库存对上游原料涤纶消费起到明显抑制作用，4-5年去库存周期后是2016年以来终端纺织服装的补库存周期，又对上游原料涤纶消费带来了放大效应。现阶段市场担心纺织服装补库存周期结束导致涤纶需求大幅下降，我们认为本轮纺织服装去库存不如12-15年剧烈，在本轮近两年的补库存周期结

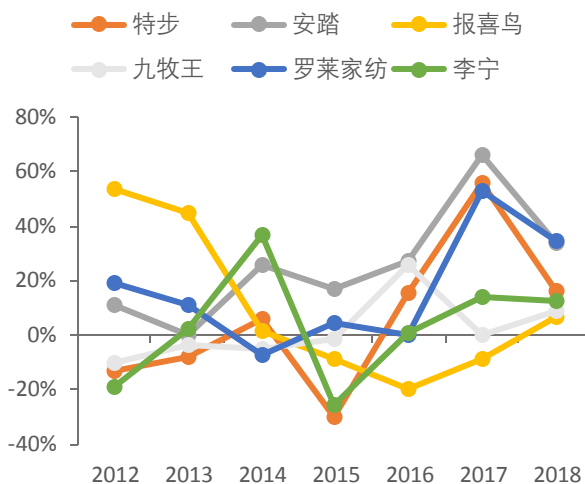
束后对涤纶的需求降速影响不大。原因在于12-15年去库存周期主要由于终端关门店导致，从品牌服装及家纺具有代表性的上市公司所披露数据看，大部分公司14-15年无论门店数量还是存货价值录得负增长，而18年报表中相关企业门店和存货增速尽管较17年有所降速，但都还是正向增长，门店数量维持正增长是本轮周期与12-15年相比最大区别，注定本去库存周期不会很剧烈，对涤纶需求降速影响有限。

图 5：服装、家纺代表性上市公司门店数量同比变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：服装、家纺代表性上市公司存货同比变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 未来行情推演及投资建议

综上，现阶段“PX-PTA-长丝-织造-服装”产业链中，关键在于服装企业对贸易战前景不明朗的担忧，订单迟迟不下，终端服装需求被阶段性抑制。但纺织服装需求十分刚性，只会推迟不会消失，我们判断无论清单 4 中的 3250 亿加税与否，纺织服装需求都会边际改善：若加征关税推迟或取消，被抑制的需求必然会极大程度释放；若加征关税落实，对服装企业来说也是不确定性的消除，面对成本确定的提升，服装企业也会与织造企业协商共同承担加征关税的成本，订单也会逐步释放。

在 5-6 月需求阶段性被抑制，PTA 与涤纶环节依然能够较大程度上锁定利润，下半年需求端边际改善概率较大，我们看好 19 年下半年聚酯产业链利润再改善，建议关注 PTA+涤纶弹性更大的桐昆股份、恒逸石化、新凤鸣。

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