

固定收益研究/深度研究

2019年07月02日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

李铭一
联系人 limingyi@htsc.com

相关研究

- 1 《固定收益研究: 解码期现关系的奥义》
2019.06
- 2 《固定收益研究: 兰红波碧忆潇湘 (下)》
2019.06
- 3 《固定收益研究: 兰红波碧忆潇湘 (上)》
2019.06

产能扩张存隐忧, 信用价值待发掘

化纤行业信用分析报告

核心观点

我国化纤-涤纶产业链构建集中在中下游, 上游 PX 一直以来对外进口依赖严重, 伴随荣盛、恒力等炼化项目逐渐建设、投产, 大型民营 PTA 企业原料自给率有望提高, 未来盈利和抗风险有望增强。短期看, 行业内发债主体总体盈利水平不高, 且投资扩张背景下, 债务增长、经营偿债能力边际有所弱化, 但是上游投产后产业链完善的收益可预见, 且项目均有配套银团融资支持, 资金融通压力相对有限。我们认为其中存在超额利差机会, 建议关注龙头主体信用债投资价值, 对高风险偏好投资者, 可考虑适当拉长久期以获取更高超额收益。

中游盈利短期改善长期仍有过剩压力, 终端需求偏弱

化纤行业在 2016 年以来普遍经历产品价格上涨、行业景气回升, 在 2018H2 产业链产品价格有所回落, 但盈利仍保持不错水平。国内 PX 产能较大程度依赖外部进口, 2019、2020 年逐渐有大型 PX 项目建成投产, 预计供给会有较大增长但是大部分仍在进口替代范围内, 中游 PTA 产能投放则逐渐在 2020 年及以后, 下游聚酯产量增速偏弱, 新产能投放效率仍需观察。短期看 PTA 年内盈利环境相对较好, PX 增量部分仍不能完全替代进口部分, PX 价格即使走弱预计仍有一定支撑。长期看, 中游 PTA 产能过剩压力相对更大, 行业内竞争博弈下, 产业链利润大概率向上游、下游转移。

业务方面主要关注原料保障能力和规模优势

现有发债主体业务集中在中游 PTA 和下游聚酯、化纤, 荣盛、恒力和恒逸已建成 PX 产能, 原料保障相对更有优势。规模方面, 荣盛、恒逸、桐昆、恒力均是行业内重要 PTA 厂商, 规模优势、成本控制力均在行业前列, 且均有在建炼化项目向上游延伸, 2019 年部分已投产将贡献利润和现金流, 东方盛虹也有炼化项目建设规划, 但是投产期更为滞后。下游产品方面, 仅恒力产品毛利率明显高于同业, 其技术优势带来部分产品溢价。长期看, 中游主体原料保障能力增强, 有助于提高总体盈利能力和抗风险能力。

在建项目后续投资配套及关联交易瑕疵需有一定关注

上游炼化项目资本支出巨大、建设周期长, 且部分主体有中下游扩改建项目, 未来仍有较大资本支出和融资压力, 后续投资规划是否有调整、配套资金如何落地均需关注度。此外, 部分主体关联交易和资金占用较大, 对主体经营独立性产生一定负面影响。

短期流动性较充裕, 但经营偿债能力边际弱化

2018 年末化纤行业中上游主体资产负债率整体偏高, 且同比有所上升, 债务规模有所增长, 盈利能力总体稳定, 但是投资扩张带来了现金流和融资压力。年末时点, 发债主体流动性储备总体充裕, 但是由于债务规模扩张, 部分主体经营偿债指标出现边际弱化。

建议关注龙头主体信用债投资价值

目前化纤发债主体市场隐含评级分布在 AA、AA-、A+, 融资结构以银行信贷为主, 信用债比例不高。2019 年新发债集中在 4 家龙头企业, 除桐昆外发行利差高企, 市场对行业内主体认可度偏低, 我们认为其中存在超额利差机会。建议重点关注发债主体 PX 自给率、中下游规模优势、后续投资规划和配套资金落地、长短期资产负债匹配性、再融资成本及稳定性等业务、财务及融资指标, 优选信用投资机会。对风险偏好相对较低的投资者, 建议关注龙头主体短久期信用债投资机会, 对风险偏好相对更高的投资者, 可考虑适当拉长久期以获取更高超额收益。

风险提示: 需求下行风险; 产能过剩风险; 过度投资风险; 再融资风险。

正文目录

中游盈利短期改善长期仍有过剩压力，终端需求偏弱.....	4
国内 PX 进口依赖严重，短期盈利回落	4
PTA 行业景气度改善，近期盈利情况尚可	6
下游增速偏弱，2020 年后中上游存在过剩压力	7
化纤-涤纶行业发债主体信用资质对比分析	9
业务竞争力差异体现在原料保障能力、规模优势及成本控制	9
发债主体全部是民营企业.....	9
业务布局集中在中下游，上游 PX 依赖外购	9
PX 保障能力多待完善，中下游竞争差异主要体现在规模优势和成本控制	9
业务总体盈利稳定，中游 PTA 盈利短期改善	10
大型资本支出项目集中上游，关注后续投资规划和配套融资情况	11
部分主体关联交易偏大	11
财务分析：债务压力增大，多数主体经营偿债能力趋弱	12
上中游主体整体负债率偏高且同比多有上升.....	12
发债主体盈利能力总体稳定	13
关注投资扩张带来的现金流压力	13
年报时点流动性相对充裕，部分主体经营偿债边际弱化	14
化纤主体融资情况梳理及投资建议.....	15
发债主体信用债融资比例不高，新发债集中在龙头主体且溢价偏高	15
投资建议	16
风险提示：	16

图表目录

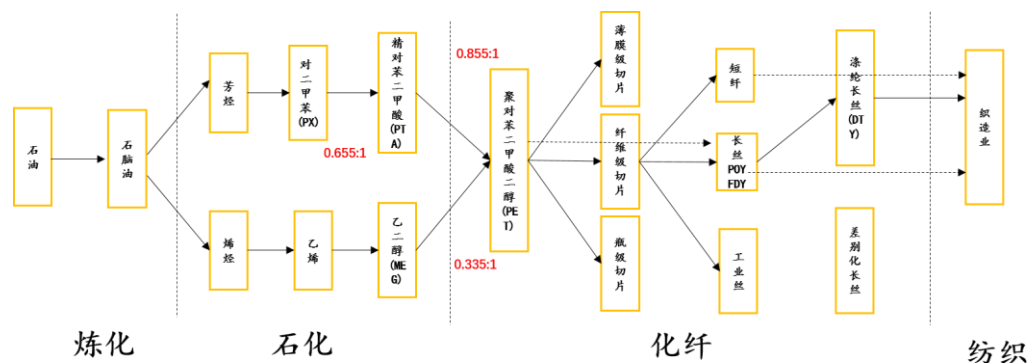
图表 1: 化纤-涤纶全产业链示意图	4
图表 2: 2018 年末国内 PX 产能区位分布 (万吨)	5
图表 3: 我国 PX 原料需求严重依赖进口	5
图表 4: PX、石脑油价格及 PX 价差 (周)	5
图表 5: 恒力 450 万吨 PX 项目成本估算	6
图表 6: 2018 年末国内前十大 PTA 厂商 (万吨)	6
图表 7: PTA 价差走高回落 (周度)	7
图表 8: PTA 产量继续增长、产能利用率回升	7
图表 9: 恒力 PTA 一期、二期 3*220 万吨项目成本估算	7
图表 10: 涤纶长丝价格及原料价差	8
图表 11: PTA 产量增速偏弱	8
图表 12: 2019 年后国内 PX、PTA 产能计划建成投产情况 (万吨)	8
图表 13: 化纤发债主体基本情况 (亿元)	9
图表 14: 2018 年化纤发债主体业务构成情况	9
图表 15: 化纤产业链主体中上游控股产能情况 (万吨)	10
图表 16: 2018 年发债主体聚酯、化纤产能及产销情况 (万吨)	10
图表 17: 2018 年发债主体或其子公司细分业务毛利率对比	11
图表 18: 发债主体在建及拟建项目一览	11
图表 19: 2018 年发债主体关联交易、担保情况 (亿元)	12
图表 20: 化纤发债主体负债情况对比 (%)	12
图表 21: 化纤发债主体盈利能力对比 (%)	13
图表 22: 化纤发债主体现金流情况对比 (亿元)	14
图表 23: 化纤发债主体流动性储备和偿债能力对比	14
图表 24: 化纤发债主体存量债情况 (亿元)	15
图表 25: 化纤发债主体 2019 年新发债情况	15
图表 26: 化纤主体信用到期及再融资情况 (亿元)	16

中游盈利短期改善长期仍有过剩压力，终端需求偏弱

化纤可以分为人造纤维、合成纤维两大类，其中合成纤维是包括涤纶、锦纶、氨纶等多种合成纤维制品的统称。从市场构成看，根据国家统计局数据，2018 年国内涤纶、合成纤维、化学纤维产量分别为 3599.27 万吨、4110.17 万吨、4571.30 万吨，涤纶产品是消费量最大的一类化纤制品，在其产业链中上游集中了众多化工、纺织企业，故本文研究对象针对涤纶及其上游产业链的相关发债主体。

涤纶全产业链可分为“炼化-石化-化纤”三大环节。上游炼化-石化环节主要是以原油蒸馏得到石脑油，进而深加工得到芳烃和烯烃，其中通过芳烃进一步分离得到精对苯二甲酸（即 PTA）的原料对二甲苯（即 PX），一般 0.655 吨 PX 可以制得一吨 PTA。PTA 和通过烯烃制得的乙二醇（即 MEG）均是化纤环节聚对苯二甲酸乙二醇酯（即聚酯或 PET）的两类主要原料，一般 0.855 吨 PTA 和 0.335 吨 MEG 可以制得一吨聚酯。聚酯下游产品更趋多样化，常见的产品包括涤纶长丝、涤纶短纤、涤纶工业丝等，其中涤纶长丝包括预取向丝（POY）、全拉伸丝（FDY）等诸多种类产品，由预取向丝（POY）还可进一步加工成拉伸变形丝（DTY），终端消费绝大部分集中于纺织业。

图表1： 化纤-涤纶全产业链示意图

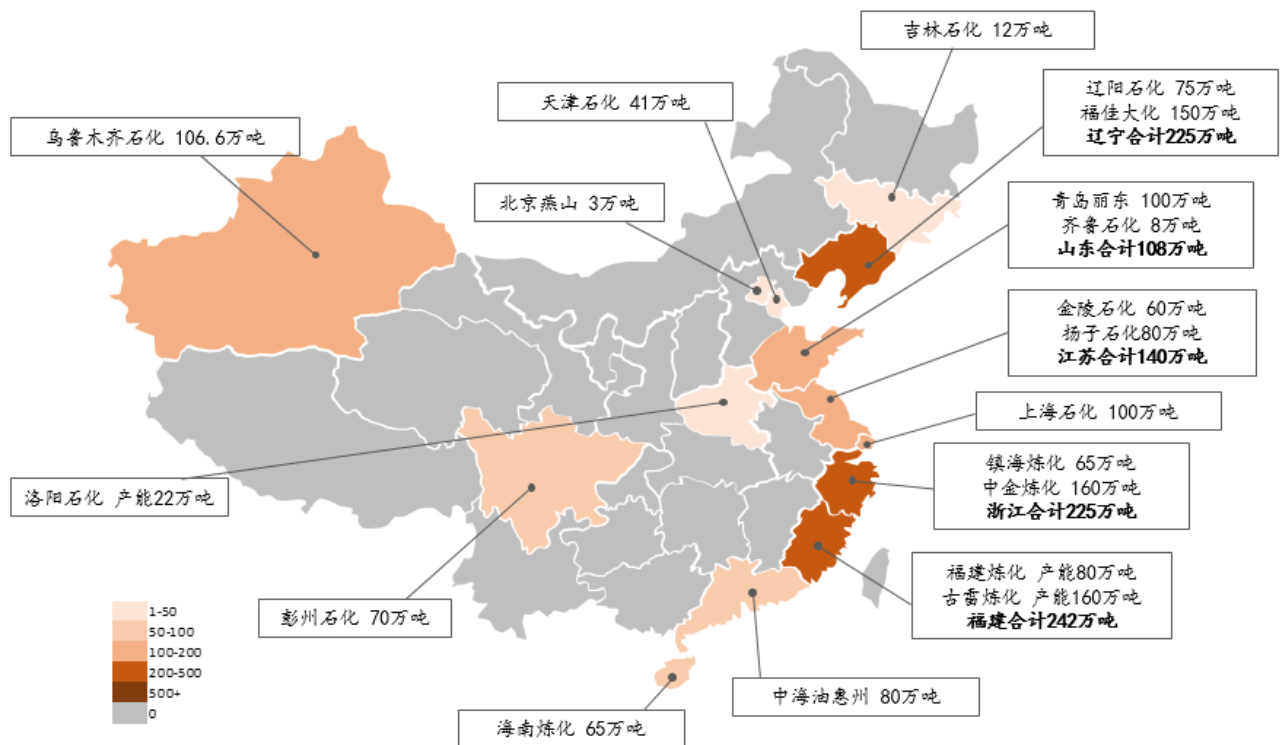


资料来源：浙江恒逸集团有限公司 2019 年度第四期超短期融资券募集说明书，华泰证券研究所

国内 PX 进口依赖严重，短期盈利回落

国内 PX 产能分布沿海居多，能有效降低原料物流成本。根据我们统计的主要企业数据，截至 2018 年末国内 PX 建成产能合计约 1440 万吨，区位分布以沿海各省市居多，福建 242 万吨、浙江 225 万吨、辽宁 225 万吨、江苏 140 万吨、山东 108 万吨、上海 100 万吨是国内主要的 PX 产能大省，此外广东、海南、北京和天津也有一定规模产能，由于炼化原料主要是进口原油，临海建厂有助于降低物流成本。内陆主要是洛阳石化 22 万吨、四川彭州石化 70 万吨以及新疆乌鲁木齐石化 106.6 万吨。根据国家发改委《石化产业规划布局方案》，国家将推动产业集聚发展，重点建设包括大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷的七大石化产业基地，其中长兴岛、连云港、宁波目前分别在建恒力 450 万吨、盛虹 280 万吨、浙石化 400 万吨 PX 产能，我们预计未来国内 PX 产能将继续向沿海各省集中。

图表2： 2018 年末国内 PX 产能区位分布（万吨）

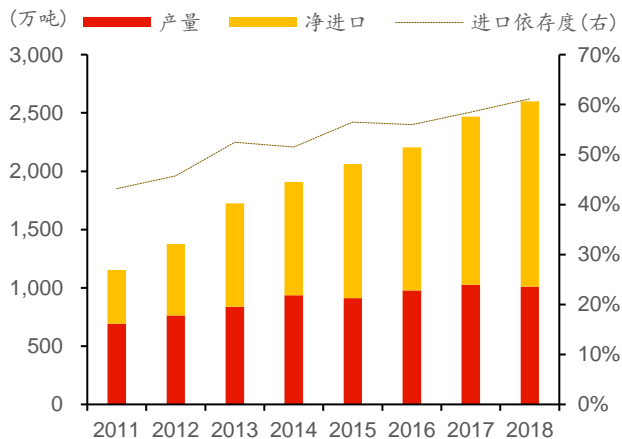


资料来源：募集说明书、公司官网、百川资讯，华泰证券研究所

国内 PX 严重依赖海外进口。此前受到环保、群体性事件等影响，国内 PX 产能上线缓慢，其产能增长一直难配套下游 PTA 需求的扩张。2011 年，国内 PX 进口依存度约在 43% 左右，近年来进口依存度持续增长，2018 年国内 PX 产量约 1010 万吨、同比几无增长，PX 净进口量 1590.5 万吨、同比增长约 10.43%，对外依存度增至 61% 的历史最高水平。

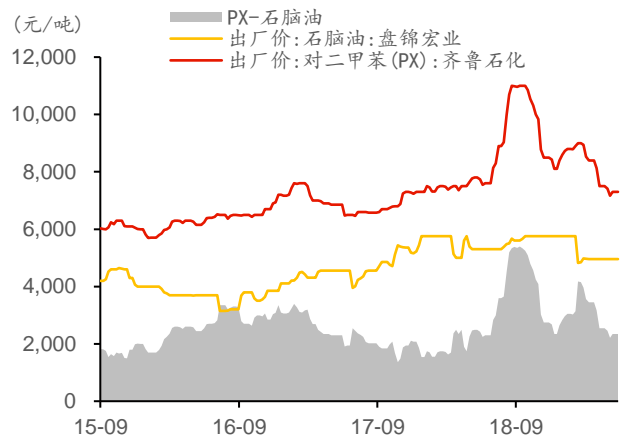
PX 价格利润在 2018 年猛增，当前价差回落至低位。2018 年 PX 价格出现大幅度上涨，按主要产品的出厂价计算，期间 PX-石脑油价差最高超过 4000 元/吨，盈利升至近三年较高位置。2018 年四季度以来一方面 PTA 价格率先回落，另一方面全球油价回落对石脑油支撑也有削弱，截至 2019 年 6 月末 PX 价差大体降至 2018 年同期水平，从价差看回落至历史偏低位置。

图表3： 我国 PX 原料需求严重依赖进口



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： PX、石脑油价格及 PX 价差（周）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

当前价差位置 PX 仍有一定盈利空间。6 月下旬国内 PX-石脑油价差均值大致在 2400 元/吨左右。我们参考恒力在建的长兴岛 450 万吨 PX 项目计算吨 PX 盈利空间。项目总投资 562 亿元，银行贷款比例 70%、资金成本按 4.9% 计算。公司公布的吨 PX 现金成本为 150-170 美元/吨，这里按照上线对应约 1200 元人民币/吨考量现金成本，按 15 年折旧期、PX 收入占比 26.77% 计算吨折旧约 223 元、吨财务成本约 115 元，总加工成本约 1537 元/吨，PX 吨净利润约 863 元/吨。恒力项目临港且单线 PX 产能约 225 万吨，相比国内其他炼化企业、最大年产 160 万吨 PX 的旧产能规模优势巨大，投产并稳定运行后加工成本优势是显著的，当前国内其他企业 PX 吨盈利大致应在 800 元/吨左右或更少，但是总体估计仍能保持盈利。

图表5： 恒力 450 万吨 PX 项目成本估算

总投资	562	亿元（备注）
贷款比例	70%	
贷款利率	4.90%	
吨现金成本	1200	不含原料
吨折旧	223	按 PX 收入占比 26.77% 估算，15 年折旧
吨财务	115	按 PX 收入占比 26.77% 估算
加工总成本	1537	元/吨
价差	2400	PX-石脑油
吨净利润	863	元/吨

资料来源：恒力股份发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿），华泰证券研究所

PTA 行业景气度改善，近期盈利情况尚可

国内 PTA 产能分布临近 PX 产能或集中在主要纺织大省。根据中国化纤经济网统计数据，截至 2018 年末国内 PTA 总产能约 5132 万吨，其中考虑恒逸集团参控股 1350 万吨 PTA 产能，国内前十大 PTA 企业建成年产能合计 4405 万吨，约占国内总产能的 85.83%。产能区位分布集中在辽宁、浙江、江苏、福建等省份，均具有临近 PX 主产地、临港的特点，有助于降低原料采购的物流成本，此外江浙两省是我国纺织大省，区域内 PTA 产能临近下游消费地也有助于降低物流成本。

图表6： 2018 年末国内前十大 PTA 厂商（万吨）

企业	产能	区位
逸盛石化	1350	辽宁大连、浙江宁波和海南洋浦
恒力石化	660	辽宁大连
福化集团	615	福建厦门
嘉兴石化	360	浙江嘉兴
华彬石化	320	浙江绍兴
珠海 BP	300	广东珠海
汉邦石化	280	江苏江阴
海伦石化	240	浙江嘉兴
虹港石化	150	连云港
扬子石化	130	江苏南京
合计	4405	

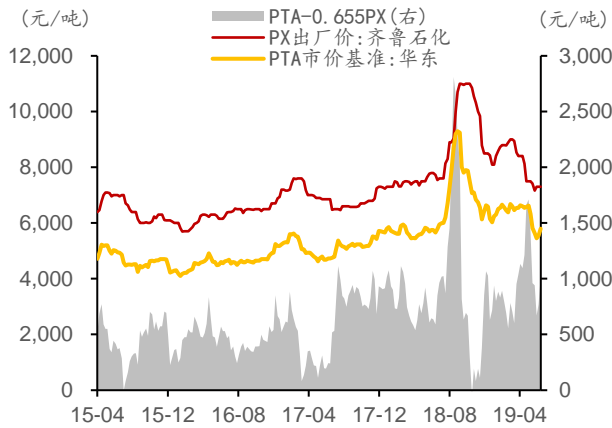
注：逸盛石化数据包括其联合营企业逸盛大化、海南逸盛产能。

资料来源：募集说明书、公司公告，华泰证券研究所

2018 年以来 PTA 盈利情况有所好转，产能利用率回升。PTA 价格自 2014 年中以来持续低迷，且国内上游薄弱的 PX 配套能力和严重进口依赖，致使中游 PTA 厂商相比上游持续处于竞争弱势，行业盈利环境低迷，从 PTA-0.655PX 价差看在 2017 年以前 PTA 盈利情况持续较差，迫使行业内部高成本企业停产淘汰。2017 年后行业景气回升，2018 年上半

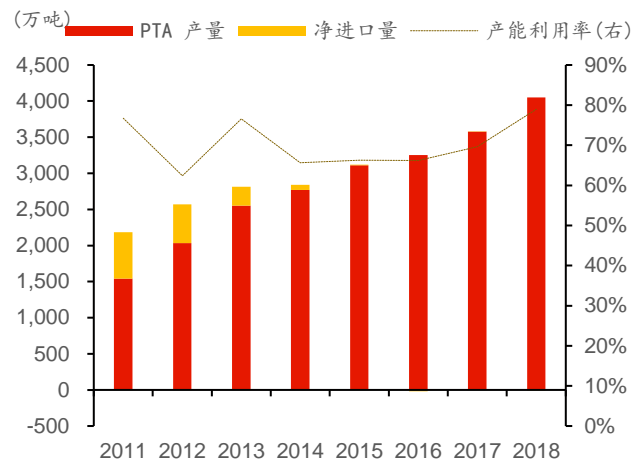
年 PTA 价格快速领涨，一度超过原料 PX 价格，PTA 价差最高超过 3000 元/吨，后续价格理性回落但是中游盈利水平相比 2016 年及以前已经出现一定改善。行业盈利改善，企业产能利用率回升，2018 年 PTA 产量 4052 万吨、产能利用率约 78.96%，国内下游 PTA 需求全部自给，对外净进口为负值。

图表7：PTA 价差走高回落（周度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：PTA 产量持续增长、产能利用率回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

当前 PTA 吨利润情况尚可。我们以恒力建成的一期、二期 PTA 项目估算行业生产成本及盈利情况。恒力 PTA 项目一期投资 250 亿元、建设 2*220 万吨产线，二期投资 90 亿元、产能 250 万吨，合计总投资 340 亿元、产能 660 万吨。项目贷款比例 70%、贷款利率 4.9%，按照公司公布的数据当前吨加工成本约 600 元，估算吨折旧、财务成本分别为 300 元、200 元，合计总加工成本约 1100 元/吨，至 6 月下旬 PTA 价差均值约 1400 元/吨，估算吨净利润 300 元。恒力目前投资约 60 亿元建设 4#、5#产线共计 500 万吨 PTA 产能，全部投产后折旧、财务费用及生产成本有望继续摊薄。考虑新建 PTA 项目的规模优势且技术较先进，其他老厂 PTA 生产成本应在恒力之上但是折旧应相对较少，我们预计行业总体盈利水平应在 300 元/吨附近。

图表9：恒力 PTA 一期、二期 3*220 万吨项目成本估算

总投资	340	亿元(备注)
贷款比例	70%	
贷款利率	4.90%	
吨现金成本	600	不含原料
吨折旧	300	15 年折旧
吨财务	200	元/吨
加工总成本	1100	元/吨
价差	1400	PTA-0.655PX
吨净利润	300	元/吨

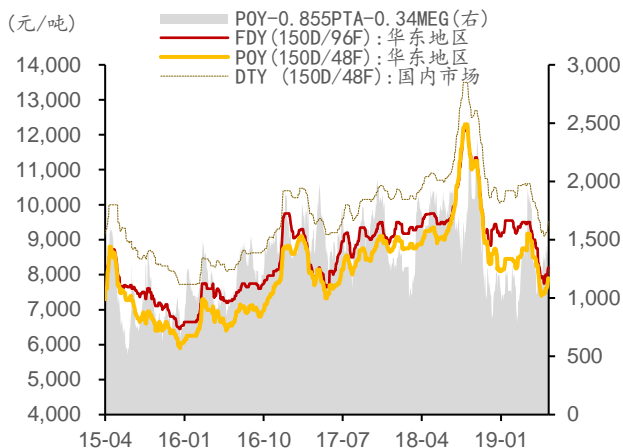
资料来源：公司官网、项目可研报告，华泰证券研究所

下游增速偏弱，2020 年后中上游存在过剩压力

下游化纤盈利情况相对稳定，2018 下半年来价差有所压缩。下游涤纶长丝产品价格长期走势相比中上游原料价格更为稳定，自 2016 年触底以来，POY、FDY、DTY 价格基本保持了上涨态势，在 2018 下半年 PTA 价格回落后续涤纶长丝价格也高位回撤。从 POY 与 PTA、MEG 价差情况看，2016-2018 年产品价差水平稳中有升，2018 下半年价格回落，涤纶长丝价格降幅相对更大，产品价差水平下降明显，中上游原料涨价的成本压力仍存。

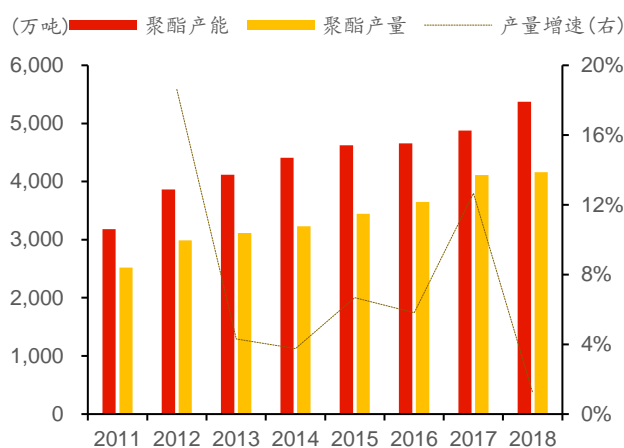
聚酯产能增长较多但是产量增长相对有限。根据中国化纤经济信息网数据，2018 年末国内聚酯产能 5374 万吨、同比增长约 10.15%，全年聚酯产量 4160 万吨、同比增长约 1.22%。聚酯下游是各类涤纶产品，消费终端以纺织服装行业为主，行业发展较为成熟且外贸受到中美贸易摩擦负面影响，聚酯产量增速较为乏力，新产能利用效率仍待观察。

图表10：涤纶长丝价格及原料价差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：PTA 产量增速偏弱



资料来源：CCFEI，华泰证券研究所

国内 PX 产能目前处于扩张期，而 PTA 在建投产产能或集中在 2020 年，未来中游过剩压力相对更大。参考过去 5 年聚酯增速情况，按中性估计未来两年产量年均增速保持 7%，2019、2020 年新增产量分别约 300 万吨、310 万吨，到 2020 年对应 PTA、PX 需求分别约 4072 万吨、2667 万吨。至 2018 年末，我们预计 2019 年国内新增 PX 产能约 1100 万吨，2020 年及以后将增加约 1150 万吨，国内远景 PX 产能将达到约 3650 万吨；预计 2019 年 PTA 新投放产能约 320 万吨，2019 年及以后累计新增年产能有望达到 2280 万吨，国内远景产能有望达到约 7700 万吨。

上述数据没有考虑新产能爬坡期、旧产线停产淘汰等情况，但是中上游供给能力快速增长的态势是确定的。短期看，PTA 年内盈利环境相对较好，PX 虽然供给增量较大但是增量部分仍不能完全替代进口部分，PX 价格即使走弱预计仍有一定支撑。长期看，中游 PTA 产能过剩压力相对更大，上下游竞争博弈下，产业链利润大概率向上下游转移。

图表12：2019 年后国内 PX、PTA 产能计划建成投产情况（万吨）

PX				PTA			
2019		2020 及以后		2019		2020 及以后	
恒力石化	450	盛虹炼化	280	川化新天府	100	恒力股份	500
浙石化	400	兵工集团	140	新凤鸣	220	虹港石化	240
恒逸石化	150	北部湾杨帆能化	100			中金石化	330
中石化海南	100	中化泉州	80			海南逸盛	220
		华电榆林	50			福建百宏	250
		中石化塔河	100			台化宁波	300
		新华联合	400			中泰化学	120
合计	1100	合计	1150	合计	320	合计	1960

资料来源：恒力股份发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿），华泰证券研究所

化纤-涤纶行业发债主体信用资质对比分析

业务竞争力差异体现在原料保障能力、规模优势及成本控制

发债主体全部是民营企业

本文选择包括荣盛集团、恒逸集团等 8 家存量债主体作为研究对象，共涉及 5 家 A 股上市公司，若将集体企业看做广义民企，8 家发债主体则全部为民营企业。荣盛集团、恒逸集团主体评级均为 AA+、稳定，也是行业存量债最多的两个主体，其他 6 家主体信用等级分布在 AA+、AA，展望均为稳定。行业内目前仅一家主体获得 AAA、稳定评级，为恒力集团子公司恒力石化股份，评级公司为东方金诚，相对母公司更高的评级反映其作为集团核心业务经营主体集中了较优质资产，业务竞争力和财务稳定性相对更优，目前无存量债。

图表13： 化纤发债主体基本情况（亿元）

主体简称	控股股东	实际控制人	企业属性	是否上市	主体评级	展望	存量债
荣盛集团	李水荣	李水荣	民营企业	否	AA+	稳定	118.00
恒逸集团	杭州万永实业投资有限公司	邱建林	民营企业	否	AA+	稳定	116.40
恒逸石化	浙江恒逸集团有限公司	邱建林	民营企业	000703	AA+	稳定	40.00
桐昆股份	浙江桐昆控股集团有限公司	陈士良	民营企业	601233	AA	稳定	46.00
恒力集团	苏州圣伦投资有限公司	陈建华	民营企业	否	AA+	稳定	30.00
东方盛虹	江苏盛虹科技股份有限公司	缪汉根,朱红梅	民营企业	000301	AA+	稳定	3.00
新凤鸣	庄奎龙	屈凤琪,庄奎龙,庄耀中	民营企业	603225	AA	稳定	21.52
华西股份	江苏华西集团有限公司	华西新市村村委会	集体企业	000936	AA	稳定	13.05

注：数据截至 2019 年 6 月 30 日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

业务布局集中在中下游，上游 PX 依赖外购

除荣盛集团外其他主体收入、利润多来自 PTA 或下游聚酯、化纤产品。至 2018 年末仅荣盛集团有建成炼化产能，剔除贸易收入后，主要收入来自上游芳烃(包括 PX)和中游 PTA，下游聚酯及化纤产品规模有限。其他 6 家主体收入和利润主要来自中下游，由于 PTA 业务本身盈利能力偏弱及自用生产聚酯，从毛利结构看下游聚酯及化纤均是第一大毛利来源。

图表14： 2018 年化纤发债主体业务构成情况

发债主体	收入占比				毛利占比			
	贸易	芳烃	PTA	聚酯及化纤等	贸易	芳烃	PTA	聚酯及化纤等
荣盛集团	40.49%	19.72%	22.89%	9.42%	4.37%	40.85%	27.65%	11.29%
恒逸石化	49.20%		20.59%	29.44%	-6.80%		33.95%	68.56%
桐昆股份			0.19%	96.46%			0.12%	99.52%
恒力股份	5.13%		52.40%	37.84%	0.04%		34.88%	59.37%
东方盛虹	2.26%			94.79%	0.24%			92.23%
新凤鸣				81.33%				95.43%
华西股份				91.19%				66.53%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

PX 保障能力多待完善，中下游竞争差异主要体现在规模优势和成本控制

现有产能集中在中游，产业链布局向上游延伸。从规模角度看，荣盛、恒逸、桐昆、恒力是国内重要的 PTA 厂商，年产能规模均在 400 万吨以上，2018 年产能利用率均处于较高水平，所产 PTA 或外销、或自用。PTA 业务技术壁垒不高，盈利能力普遍薄弱，竞争力差异主要体现在成本控制，但是新产线一般单线规模较大，且配套和环保设施相对旧产线更加完善，如恒力集团 660 万吨 PTA 产能由 3 条 220 万吨生产线构成，投产时间更晚、单线规模较大，且临近在建的 PX 产线，未来综合成本相对更有优势。四大 PTA 企业业务布局均向上游延伸，均有在建炼化 PX 项目，桐昆与荣盛合作参股浙石化炼化项目，恒力和恒逸自身均自行投资炼化项目，其中恒力长兴岛 PX 产能已经基本建成投产，原料保障

能力有望增强；4 家主体 MEG 全部外购，炼化项目分布在浙江、大连等沿海省市，有助于节省物流成本。东方盛虹现有 PTA 年产能 150 万吨，拟建连云港炼化项目 PX 年产能 280 万吨。新凤鸣当前业务布局主要在聚酯及涤纶纤维，目前在建 220 万吨 PTA 产线。

图表15： 化纤产业链主体中上游控股产能情况（万吨）

主体简称	产业链布局	PX				PTA			
		产能	产能利用率	自给率	远期自给率	产能	产量	产能利用率	销量
荣盛集团	原油-PX-PTA-PET-涤纶	200（芳烃） 控股在建 204	102%	约 46%	92%	600	532.62	88.77%	397.79
恒逸集团	PTA-PET-涤纶	在建 150			42%	550	496.33	90.24%	320.48
桐昆股份	PTA-PET-涤纶	参股在建 80			31%	400	334.20	83.55%	1.47
恒力集团	PTA-PET-涤纶	450			104%	660	697.72	105.72%	573.39
东方盛虹	PTA-PET-涤纶	拟建 280				150			
新凤鸣	PET-涤纶					在建 220		外购	

注：远期自给率为现有产能和在建项目投产后 PX 权益产能的和，与控股 PTA 产能所需 PX 需求的比值

资料来源：跟踪评级报告、募集说明书、Wind，华泰证券研究所

下游竞争力差异主要在规模优势方面，恒力高附加值产品优势相对突出。四大 PTA 厂商均有涉足下游聚酯和涤纶长纤业务，其中荣盛、恒逸、恒力聚酯在满足自身化纤需求后出售，桐昆、盛虹、新凤鸣、华西股份聚酯主要自用。下游化纤产品技术差异主要体现在差别化、高附加值产品比例，但是这部分产品在收入中占比一般较低，恒力集团产品差别化率达到 65%，优势使下游产品平均销售存在一定溢价。下游业务的总体盈利能力差异主要体现在规模和成本控制能力，荣盛、恒逸业务主要在中上游，下游规模有限、竞争力不突出，桐昆、恒力等在下布局产能规模相对较大且 PTA 原料保障相对更好，其中桐昆在我国涤纶长丝市场销量长期保持首位、2018 年市占率约 16%，相对规模优势更大。

图表16： 2018 年发债主体聚酯、化纤产能及产销情况（万吨）

主体简称	PET			POY			FDY			DTY		
	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量	年产能	产量	销量
荣盛集团	110	103.67	17.75	40	37.08	1.01	50	48.22	47.59	35	36.35	36.1
恒逸集团	480	333.18	299.6									
桐昆股份				320	320.39	303.21	80	80.96	78.54	65	65.91	64.56
恒力集团	276	99.44	95.77				110			45		
东方盛虹										涤纶长丝年产能 210 万吨		
新凤鸣				229	222.95	219.34	62	64.01	63.14	22	22.1	21.66
华西股份				涤纶短纤年产能 40 万吨，2018 年产量 32.95 万吨、销量 32.48 万吨								

资料来源：募集说明书、跟踪评级报告、2018 年年报，华泰证券研究所

业务总体盈利稳定，中游 PTA 盈利短期改善

业务总体盈利能力变动不大，短期中游利润率增厚。从绝对值水平看，剔除贸易业务后，桐昆股份、恒力股份、东方盛虹总毛利率均在 10% 以上，3 家公司毛利润构成中 PTA 业务占比相对较小，利润主要来源是下游化纤产品；除恒力集团外，其他企业下游业务综合毛利率大体分布在 7%-14%，毛利率相对偏低反映在成本控制方面存在一定劣势。近两年恒力集团下游化纤产品综合毛利率均在 18% 以上，相比同业处于较高水平，其竞争优势可能体现在技术优势、规模以及高 PTA 自给率。荣盛除芳烃业务盈利能力相对较强外，其和恒力股份有较大规模 PTA 业务，在产业链中盈利能力处于弱势地位。相比 2017 年，荣盛芳烃业务毛利率变动不大，但是相比 2016 年及以前 28% 以上的毛利率已有较大下降；四家主体 PTA 业务毛利率同比有较大幅度上行，全部下游化纤业务毛利率都有不同程度下降，中下游业务利润率差距减小。2019 年行业内 PTA 新建产能投产相对有限，上中下游毛利率水平有望保持当前水平，到 2020 年后在建 PTA 项目若有较大规模投产，中游利润率或再度受到挤压。

图表17： 2018 年发债主体或其子公司细分业务毛利率对比

主体简称	2018					2017			
	总毛利率	剔除贸易毛利率	PX	PTA	聚酯及化纤等	总毛利率	PX	PTA	聚酯及化纤等
荣盛集团	6.18%	9.93%	12.80%	7.46%	7.40%	6.46%	12.88%	3.73%	12.50%
恒逸石化	3.91%	8.22%		6.45%	9.11%	3.72%		4.89%	9.66%
桐昆股份	11.68%	11.68%		7.48%	12.05%	10.36%		5.22%	11.03%
恒力股份	12.74%	13.43%		8.48%	18.74%			6.57%	18.35%
东方盛虹	13.80%	14.09%			13.43%				14.83%
新凤鸣	9.08%	9.08%			10.35%	12.33%			12.77%
华西股份	9.94%	9.94%			7.27%	10.54%			9.97%

注：恒力股份、东方盛虹 2018 年完成资产重组，2017 年总毛利率不可比。

资料来源：2018 年年报，华泰证券研究所

大型资本支出项目集中上游，关注后续投资规划和配套融资情况

PX 项目投建资本壁垒巨大，5 家 PTA 企业均有项目在建。荣盛、桐昆、巨化分别出资 51%、20%、20%成立浙石化公司在舟山投建炼化一体化项目，一期投资额达到 901.56 亿元，总投资达 1730.85 亿元，至 2021 年累计仍有 1100 亿元人民币以上计划投资规模。东方盛虹拟在连云港投建炼化一体化项目，单线原油加工产能达 1600 万吨、PX 年产能达 280 万吨，计划投资额 775 亿元，投产期预计在 2021 年底。恒逸文莱 PMB 炼化项目、恒力大连长兴岛炼化一体化项目投资额度也均在百亿之上，两项目后续投资额已较为有限，2019 年内若顺利投产后续将进入回款期。上述炼化一体化项目均临港建设，物流成本控制较好，技术工艺较先进，达产后有望贡献稳定利润和现金流，但是在建项目资本支出巨大，后续投资规划是否有调整、配套银团贷款资金是否落地均需要重点关注。桐昆、新凤鸣、华西股份在建项目以下游扩产、技改项目为主，其中桐昆参股浙石化、拟建聚酯项目后续投资仍较大，其他中下游项目以技改、扩产为主，资本支出压力相对有限。

图表18： 发债主体在建及拟建项目一览

发债主体	大型建设项目	总投资	产能规划	投产时间	后续投资规划	银团贷款
荣盛集团	浙石化炼化一体化项目	1730.85 亿人民币	一期 2000 万吨炼化，产出 400 万吨 PX、140 万吨乙烯 二期 2000 万吨炼化	2019Q2	2019、2020、2021 年分别计划投资 529.6、432、180 亿元（包括中金石化项目）	国开行、进出口行、工行牵头，一期 607 亿元
	文莱 PMB 石油化工项目	总投资 34.45 亿美元	800 万吨炼化，PX150 万吨、苯 50 万吨、500 万吨汽柴油	2019Q4	截至 2019 年 4 月 16 日累计已投资 30.10 亿美元	国开行、进出口行牵头，17.5 亿美元
恒逸集团	100 万吨环保功能纤维项目	总投资 63.60 亿元	化纤 100 万吨		已投资 2.58 亿元，仍需投资 61.02 亿元	
	DTY、POY 等扩产项目	131.95 亿人民币			至 2018 年末仍需投资 36.49 亿元，浙石化二期仍需投入 30 亿元，拟建洋口港聚酯项目总投资 160 亿元	
恒力集团	大连长兴岛炼化一体化项目	总投资 562 亿人民币	一期 2000 万吨炼化，450 万吨 PX	2018Q4	已投资约 510 亿元	国开行牵头，310 亿元人民币、12 亿美元
东方盛虹	连云港炼化一体化项目	774.75 亿人民币	原油年加工 1600 万吨、PX 年产 280 万吨、乙烯年产 110 万吨	2021Q4		工行牵头组建 550 亿元人民币贷款
新凤鸣	中益化纤、独山能源项目等	178.55 亿人民币	120 万吨化纤、220 万吨 PTA 等	2019 年底 PTA 投产	2019、2020、2021 年分别计划投资 51.43、33.18、17.22 亿元	

资料来源：募集说明书、跟踪评级报告、2018 年年报，华泰证券研究所

部分主体关联交易偏大

关联交易和资金占用需关注，是部分主体资产明显瑕疵。从 2018 年数据看，荣盛集团、恒逸集团、恒力集团与实控人控制的其他资产存在较大规模关联交易情况，尤以恒力集团最为明显，其向关联方采购商品/接受劳务占营业成本、向关联方出售商品/提供劳务占营

业收入比例均在 30% 以上；至 2018 年末恒逸集团、恒力集团关联应收款分别为 21.95 亿元、129.25 亿元，存在不同程度的关联方资金占用情况，反映主体经营独立性受到不同程度削弱，若回款受阻或对未来信用资质产生负面影响。此外，考虑到未来浙石化一期项目建成投产，桐昆股份将向浙石化采购原料 PX，也不可能避免会产生一定规模关联交易。或有风险方面，7 家主体期末对外担保规模多数在 10% 以下，4 家上市公司主体担保比率均处于较低水平风险可控，荣盛集团、恒逸集团对外担保比率相对偏高，被担保方包括企业关联方、下游纺织企业、贸易企业等，存在一定代偿风险。

图表19：2018 年发债主体关联交易、担保情况（亿元）

主体简称	关联采购商品/接受劳务		关联出售商品/提供劳务		关联应收	关联应付	期末对外担保	
	规模	占营业成本	关联收入	占营业收入			规模	比率
荣盛集团	16.71	1.84%	107.16	11.08%	11.71	47.53	53.95	14.25%
恒逸集团	89.01	9.83%	32.54	3.46%	21.95	2.33	33.51	14.14%
桐昆股份	13.93	3.79%	0.33	0.08%		0.14		
恒力集团	295.01	35.00%	307.01	32.93%	129.25	1.17	25.46	6.62%
东方盛虹	36.87	23.20%	0.21	0.11%	0.25	0.03	2.42	1.87%
新凤鸣	0.10	0.03%	1.28	0.39%		0.02		
华西股份	0.85	3.20%	0.07	0.24%	5.93	0.17	3.2	6.41%

资料来源：2018 年年报，华泰证券研究所

财务分析：债务压力增大，多数主体经营偿债能力趋弱

上中游主体整体负债率偏高且同比多有上升

资产负债结构方面，上中游产线投建资本需求相对更大且一般需要更完善的配套投入，相比之下负债率一般高于下游业务占比高的主体。截至 2018 年末，荣盛、恒逸集团、恒逸石化、恒力集团 4 个主体中上游业务规模较大，且均有在建的大额控股炼化一体化项目，资产负债率均在 60% 以上，恒力集团资产负债率最高为 74.98%，其他 4 家主体中东方盛虹最低为 40.75%。**变动趋势方面**，2018 年末全部发债主体资产负债率同比均有所上升，产业链主体均有一定资本支出规模，尤其荣盛、恒力、恒逸等新建 PX、PTA 产能需要大幅举债融资，负债率同比上升明显。

债务结构方面，截至 2018 年末，华西股份总债务占总负债比重分别为 63.28%，其他主体债务占比分布在 79%-87% 之间，经营性负债规模整体有限，刚兑压力普遍偏大。**期限结构方面**大部分主体短期债务占比较高，东方盛虹债务主要集中在短期，短期债务在总债务中占比达到 91.50%，短期周转压力相对更大；恒力集团、华西股份短期债务占比均在 50% 以下，期限结构分布更为均衡。

图表20：化纤发债主体负债情况对比（%）

发债主体	资产负债率			总债务/总负债			短期债务/总债务		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
荣盛集团	69.93	64.83	72.82	81.55	81.54	79.34	65.51	72.07	57.13
恒逸集团	61.68	60.89	69.46	88.03	81.94	86.94	81.59	88.89	61.17
桐昆股份	42.01	49.42	53.46	73.29	85.98	79.22	75.43	89.58	67.59
恒逸石化	52.01	52.35	62.66	79.18	76.31	83.59	97.28	97.31	60.11
恒力集团	74.90	69.93	74.98	89.53	88.89	83.15	64.68	64.55	49.57
东方盛虹	30.22	18.70	40.75	39.80	38.56	82.25	50.22	6.28	91.50
新凤鸣	61.14	40.63	51.99	79.55	77.95	86.86	69.35	76.51	73.22
华西股份	43.02	57.85	58.51	61.65	62.73	63.28	48.58	26.75	43.82

注：总债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券，下同

资料来源：Wind，华泰证券研究所

发债主体盈利能力总体稳定

发债主体盈利能力波动不大，部分稍有下滑。2018 年受原材料价格快速上涨的影响，产业链主体盈利情况没有明显改善，相比 2017 年整体小幅波动。荣盛集团、恒逸集团、恒逸石化、桐昆股份、恒力集团产业链均覆盖“PTA-聚酯-化纤”，荣盛、PX 能够部分自给，成本端均受到石脑油、PX 涨价影响，但是从各项盈利指标看，5 家主体营业利润率、销售净利率、总资产回报率以小幅下调居多，整体盈利情况稳定，从上文价差数据也可以看出，2018 年主要是产业链各环节间利润分配有所调整，中游 PTA 的盈利情况有一定好转，对四大 PTA 企业盈利有一定支撑。新凤鸣 2018 年业务集中在下游“聚酯-涤纶长纤”，受 PTA 等原料成本上涨压力相对更大，营业利润率、销售净利率、总资产回报率分别同比下降 3.17、2.23、7.64 个百分点。东方盛虹于 2018 年完成重组，数据可比性较弱；华西股份本身有较大规模资管业务，当期实现投资净收益 7.13 亿元、公允价值变动净收益 1.79 亿元，分别同比增长约 22 倍、61 倍，两者合计占利润总额的 211.37%，是利润率指标增长的主要推手。

图表21： 化纤发债主体盈利能力对比（%）

发债主体	营业利润率			销售净利率			总资产回报率		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
荣盛集团	4.37	3.31	2.74	3.75	2.69	2.28	5.71	5.64	3.92
恒逸集团	1.44	2.31	2.14	1.79	2.05	1.73	4.17	5.69	4.98
桐昆股份	5.30	6.83	6.68	4.47	5.39	5.12	9.29	10.85	10.35
恒逸石化	2.41	3.03	3.07	2.74	2.87	2.64	5.04	7.39	6.77
恒力集团	4.82	5.02	5.33	4.01	4.15	4.28	7.20	7.04	6.49
东方盛虹	26.28	22.13	5.98	18.56	20.50	4.59	4.94	5.84	9.79
新凤鸣	5.03	8.35	5.18	4.27	6.59	4.36	12.97	21.19	13.55
华西股份	37.97	8.11	14.41	28.85	7.23	11.55	13.76	4.17	7.05

资料来源：Wind，华泰证券研究所

关注投资扩张带来的现金流压力

经营活动现金流方面，2018 年除恒逸石化、新凤鸣、华西股份外，其他主体经营活动净现金流均同比有所改善，考虑 2018 年信用违约潮和民企较差融资环境，化纤发债主体提高周转、加速回款动力更强。**投资活动现金流方面**，除华西股份外，其他 7 家主体均呈净流出态势，净流出规模相比 2017 年均同比大幅扩张，除荣盛、恒逸、恒力的大额炼化项目外，其他主体也均有中下游产能扩张或技改项目，致使行业整体投资活动偏激进。除华西股份外，7 家主体筹资活动净现金流规模基本可以匹配大额投资活动现金流出，尤其荣盛、恒逸、恒力 3 个集团 4 个发债主体筹资活动净流入均在百亿以上规模，反映 3 家公司作为行业内龙头企业，整体资质是较受银行体系认可的。华西股份相对其他 7 家现金流稍显特殊，一方面该公司化纤业务资本性支出有限，另一方该公司有金融类的资产管理业务，现金流趋势与其他主体不同，2018 年投资获现能够平抑经营现金流出，现金流大体平衡。**从经营获现和投资扩张规模看**，化纤主体短期难依靠经营现金流覆盖中上游大额资本支出产生的现金流出压力，较倚赖对外融资。东方盛虹 1600 万吨炼化项目按计划投资总额 774.75 亿元，虽然与江苏方洋集团等连云港国企成立了产业投资基金，但是后续预计到 2021 年前投资活动现金流或将持续大额净流出；荣盛、桐昆的浙石化二期项目后续也有投资压力，现金流周转仍在一定程度上依赖再融资。

图表22： 化纤发债主体现金流情况对比（亿元）

发债主体	经营活动净现金流			投资活动净现金流			筹资活动净现金流		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
荣盛集团	41.51	51.21	62.06	-38.25	-174.35	-398.30	17.83	165.52	364.12
恒逸集团	37.14	8.25	23.55	-15.83	-111.53	-157.38	-1.18	102.58	153.82
桐昆股份	30.41	21.90	24.26	-42.09	-44.82	-77.15	19.59	39.90	48.23
恒逸石化	30.96	23.63	16.75	-10.99	-59.00	-124.34	1.46	33.77	135.70
恒力集团	4.26	23.25	64.77	-55.59	-26.02	-354.66	45.01	3.51	347.46
东方盛虹	8.56	4.79	13.88	-6.96	-4.51	-10.17	-0.49	2.54	-2.45
新凤鸣	17.02	17.74	9.79	-7.46	-17.96	-33.76	-8.81	10.04	31.04
华西股份	2.33	0.10	-1.96	-14.18	-30.22	2.52	19.63	26.60	0.13

资料来源：Wind，华泰证券研究所

年报时点流动性相对充裕，部分主体经营偿债边际弱化

流动性储备方面，截至 2018 年末，除桐昆股份现金及现金等价物同比小幅下降外，其他主体均有不同幅度增长，相比 2016 年末流动性储备情况也多有较大改善，可能是企业加快回款以及储备投资资金的结果。**偿债能力方面**，截至 2018 年末荣盛集团、恒逸集团、恒力集团货币资金/短期债务均在 40%以下，短期偿债压力相对偏大，桐昆股份、华西股份货币资金/短期债务均在 50%以上，流动性对短期债务保障相对更好；长期看，由于多数发债主体短期盈利能力趋弱，而资本支出导致总体债务增长，除华西股份外经营偿债能力指标均边际弱化，从绝对值看，荣盛集团、恒力集团全部债务/EBITDA 分别为 11.43 倍、11.10 倍均处于行业内较高水平，待在建炼化项目投产贡献利润和现金流后经营偿债指标有望改善，桐昆股份、东方盛虹、新凤鸣全部债务/EBITDA 分别为 3.15、3.06、2.50，长期经营偿债能力尚可。

图表23： 化纤发债主体流动性储备和偿债能力对比

发债主体	现金及现金等价物（亿元）			货币资金/短期债务（%）			全部债务/EBITDA（倍）		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
荣盛集团	52.21	95.32	126.19	29.48	35.95	35.59	5.93	6.14	11.43
恒逸集团	49.31	47.48	69.55	36.54	26.65	33.93	6.77	5.20	8.96
桐昆股份	13.67	30.52	25.66	38.53	32.20	56.91	1.89	2.78	3.15
恒逸石化	35.64	32.71	65.24	42.85	34.85	48.02	5.02	4.27	7.28
恒力集团	22.64	23.45	84.10	23.38	22.39	29.59	7.02	6.31	11.10
东方盛虹	4.24	7.06	17.67	142.66	3539.28	40.51	0.90	0.86	3.06
新凤鸣	3.78	13.50	20.70	17.08	54.07	43.99	1.86	1.10	2.50
华西股份	11.81	8.09	8.86	108.17	81.32	58.49	2.44	8.76	4.89

资料来源：Wind，2018 年年报，华泰证券研究所

化纤主体融资情况梳理及投资建议

发债主体信用债融资比例不高，新发债集中在龙头主体且溢价偏高

信用债融资占发债主体债务比例不高。截至 2019 年 6 月 30 日，本文选取的 8 家化纤发债主体合计存量债 53 只、合计余额 387.69 亿元，其中包括华西股份 1 只可交债、余额 5 亿元，新凤鸣、桐昆股份合计 2 只可转债共 59.52 亿元；两家龙头民企荣盛、恒逸（恒逸集团和恒逸石化）合计存量债 42 只、余额 274.40 亿元，分别占比 79.25%、70.78%。8 家主体中债隐含评级大体分布在 AA、AA-，仅恒力集团隐含评级为 A+，受市场认可相对更弱，新凤鸣仅存一只可转债、无隐含评级。存量主体信用债融资占比均不高，比例最高为桐昆股份 31%，尤其荣盛、恒逸、恒力等存在大额在建项目的，再融资较大部分来自银团贷款。

图表24： 化纤发债主体存量债情况（亿元）

主体简称	隐含评级	债券数	存量债余额	存量债/总债务	主体简称	隐含评级	债券数	存量债余额	存量债/总债务
荣盛集团	AA	15	118.00	15%	恒力集团	A+	2	30.00	3%
恒逸集团	AA-	22	116.40	24%	东方盛虹	AA	1	3.00	4%
桐昆股份	AA	4	45.72	31%	新凤鸣		1	21.52	28%
恒逸石化	AA-	5	40.00	13%	华西股份	AA-	3	13.05	29%

注：数据截至 2019 年 6 月 30 日；总债务为 2018 年末数据。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019 年信用债新发行集中在荣盛、恒逸、桐昆 3 家主体并有期限拉长趋势，除桐昆外溢价较高。2019 年以来化纤主体共新发债 13 只，集中在恒逸集团、恒逸石化、荣盛集团、桐昆股份 4 个主体，其中恒逸系合计发行 8 只、合计规模 43 亿元。期限结构方面，恒逸集团、桐昆股份分别发行超短融 3 只，恒逸集团、恒逸石化、荣盛集团分别发行中长期债务 3 只、1 只、2 只，中长期债券相比短期限债券年化成本更高，但是有助于调节债务期限结构、缓解短期集中偿债压力。发行利差方面，桐昆股份 3 期超短融票面利率均在 4% 以下，发行利差最高为 139BP，其他三家主体新发债利差均在 300BP 以上，受市场认可度相对更弱。

图表25： 化纤发债主体 2019 年新发债情况

证券名称	发债主体	发行期限 (年)	行权剩余期限 (年)	当前余额 (亿元)	票面利率 (%)	发行利差 (BP)
19 恒逸 SCP001	恒逸集团	0.74	0.28	7	6.7	432
19 恒逸 SCP002	恒逸集团	0.74	0.40	5	6.74	440
19 恒逸 SCP003	恒逸集团	0.74	0.48	6	6.72	436
19 恒逸 SCP004	恒逸集团	0.74	0.72	5	6.5	388
19 恒逸 MTN001	恒逸集团	2	1.56	5	7	451
19 恒逸 MTN002	恒逸集团	2	1.75	5	6.68	408
19 恒逸债 01	恒逸集团	3+4	2.78	5	7.2	426
19 恒逸 01	恒逸石化	2+1	1.74	5	6.38	378
19 荣盛 MTN001	荣盛集团	3	2.55	6	6.38	359
19 荣盛 MTN002	荣盛集团	3	2.75	8	5.78	306
19 桐昆 SCP001	桐昆股份	0.74	0.32	2	3.79	139
19 桐昆 SCP002	桐昆股份	0.74	0.48	3	3.5	114
19 桐昆 SCP003	桐昆股份	0.74	0.52	3	3.52	118

注：数据截至 2019 年 6 月 30 日；利差计算以发行日同期限国债收益率为基准。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

短期信用债偿付压力尚可，仍需关注信贷稳定风险。截至 2019 年 6 月 30 日，按全部行权计算未来一年化纤信用债到期量达 225 亿元。其中荣盛集团行权偿付信用债规模为 104 亿元、占其全部存量债的 88%，恒逸集团、恒逸石化、恒力集团、东方盛虹 1 年内信用债行权偿付占比分别为 52%、75%、67%、100%，部分主体信用债短期偿付相对集中，但是在总债务中占比有限。我们根据现金流量表利息偿付现金流出和债务指标估算发债主体 2018 年平均融资成本，可以看出除华西股份外其他主体平均融资成本相对更低，荣盛集团、恒逸集团均低于 4.5%，桐昆股份、恒逸石化、恒力集团、新凤鸣平均融资成本在 5%-5.4%，除桐昆股份外均低于 2019 年新发债融资成本，反映上述主体仍较受银行体系认可，获取信贷成本相对债券融资具有优势。但是考虑到上述化纤主体债务结构以信贷为主，截至 2018 年末恒逸、桐昆、恒力未使用授信占总授信比例均在 50% 以下，可用授信额度相对有限，信贷融资的稳定性仍需关注。

图表26： 化纤主体信用到期及再融资情况（亿元）

主体	行权到期量	占存量债比	2018 年末总授信	未使用授信	2019 年信用债净融资	2018 年利息支出	平均融资成本
荣盛集团	104	88.14%	1479.27	806.51	28.00	27.68	4.49%
恒逸集团	60	51.55%	562.43	232.97	7.00	15.91	4.41%
桐昆股份	8	17.50%	266.23	118.41	8.00	6.66	5.13%
恒逸石化	30	75.00%	508.94	223.98	10.00	11.43	5.13%
恒力集团	20	66.67%	968.82	188.89		31.24	5.15%
东方盛虹	3	100.00%				2.37	6.20%
新凤鸣			208.5		-0.01	3.01	5.34%
华西股份			26.12	6.75	-7.34	3.93	9.25%

注：数据截至 2019 年 6 月 30 日；利息支出=分配股利、利润或偿付利息支付的现金-子公司支付给少数股东的股利、利息，平均融资成本=利息支出/期初期末平均总债务。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资建议

目前化纤发债主体市场隐含评级分布在 AA、AA-、A+，融资结构以银行信贷为主，信用债比例不高。2019 年新发债集中在 4 家龙头企业，除桐昆外新发债利差高企，市场对行业内主体认可度偏低，我们认为其中存在超额利差机会。4 家龙头 PTA 主体均在扩张上游 PX 产能并将在 2019 年阶段性投产，虽然短期将产生较大资本支出压力，但是长期看原料保障能力加强、产业链一体化完善有助于提高发债主体的盈利能力和抗风险能力，短期看部分项目已经完工投产将在年产贡献盈利和现金流，大型在建项目均有银行牵头的银团贷款支持，再融资成本不高且压力可控。后续建议重点关注发债主体 PX 自给率、中下游规模优势、后续投资规划和配套资金落地、长短期资产负债匹配性、再融资成本及稳定性等业务、财务及融资指标，优选信用投资机会。对风险偏好相对较低的投资者，建议关注龙头主体短久期信用债投资机会，对风险偏好相对更高的投资者，可考虑适当拉长久期以获取更高超额收益。

风险提示：

- 1、需求下行风险。**国内终端消费需求下行，外部贸易战继续影响纺织品出口深化，终端需求存在超预期下行风险。
- 2、产能过剩风险。**国内化纤产业链上游 PX 和中游 PTA 均处于扩产周期，若终端需求增长乏力，行业产能过剩风险将更突出。
- 3、过度投资风险。**化纤中上游新产能具有成本优势，或迫使其他企业更新原有旧设备，增大行业过度投资风险。
- 4、再融资风险。**行业内大型企业再融资较为依赖银行体系，渠道较为集中，若面临抽贷、断贷，再融资风险将增大。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com