

# 从长周期看涤纶长丝+PTA 的盈利区间

## ——聚酯行业动态跟踪报告

行业动态

◆当前“涤纶长丝+PTA 的盈利”还没有到历史最低位，油价暴跌对短期利润影响巨大但不影响中长期盈利能力。

根据我们的测算，涤纶长丝+PTA 出现亏损的时期较少，只有在 2007Q4，2012Q4、2013Q4 和 2015Q2-2016Q2 的一些时段出现过。盈利出现暴跌的时间段出现在 2007-2008 年（国内 PTA 产能投放高峰）、2011-2012 年（国内涤纶长丝和 PTA 产能投放高峰）、2014-2015 年（油价暴跌，行业去库存）。从当前“涤纶长丝+PTA”的毛利来看，现在并不是历史上最差的时候。

◆涤纶长丝的需求较为刚性，“涤纶长丝+PTA”在 2019 年还不具备悲观的条件。

1) 需求方面，涤纶长丝每年的需求增速在 2%-15% 之间波动，2017-2018 年较高，超过 10%。2018Q4 以后，国内需求和行业补库存周期停滞，我们判断 2019 年，需求增速会有较大回落。供应方面，2018-2019 年，涤纶长丝每年的产能投放为 250-300 万吨，产能增速在 8% 以内，弱于 2011-2013 的复合增速 14% 的产能投放，我们判断产能冲击相比上一轮下行周期会缓和很多。2) 目前长丝和 PTA 龙头厂商相比上一轮周期更为集中，龙头厂商主导了扩产产能，我们判断龙头厂商稳定价格的能力已经大幅提高。3) 目前油价在历史中低位置，进一步暴跌概率很低。4) PTA 行业 2019 年新增产能会低于需求增量，2019 年 PTA 议价能力有望进一步提升，但 2020 年后，随着新一轮投产高峰的来临，PTA 也面临周期下行风险。

◆PX 大扩产为“涤纶长丝+PTA”盈利趋稳创造条件

2019 年，包括福海创 160 万吨、恒力石化 450 万吨、浙石化 400 万吨、恒逸文莱 150 万吨、海南炼化 100 万吨在内的近 1300 万吨 PX 产能将要投放，大概占国内现有需求的 45%，超过 09-10 年和 13-14 年的产能投放规模。历史上 PX 的大产能冲击时，PX 毛利曾快速降至 0，而“涤纶长丝+PTA”的盈利则相对稳定。而这一轮主要的产能冲击将在 2019 年下半年到来。

◆投资建议：维持桐昆股份“买入”评级

基于对 2019 年“涤纶长丝+PTA”盈利稳定性的看好，维持桐昆股份的盈利预测和“买入”评级。

◆风险分析：

油价下行风险，需求下行风险；PX 产能投放不及预期的风险。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
601233	桐昆股份	9.90	0.97	1.70	2.26	10	6	4	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 4 日

### 增持（维持）

#### 分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)  
021-52523535  
[qiuxf@ebcn.com](mailto:qiuxf@ebcn.com)

傅锴铭 (执业证书编号：S0930517070001)  
021-52523823  
[fukm@ebcn.com](mailto:fukm@ebcn.com)

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

#### 相关研报

涤纶长丝怎么了？——聚酯行业动态跟踪报告

..... 2018-11-28

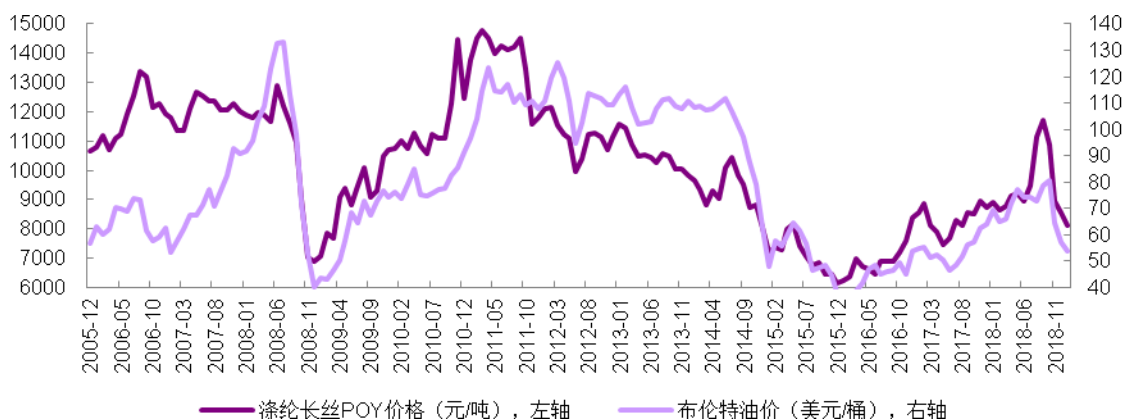
## 目 录

1、 从长周期看涤纶长丝+PTA 的盈利区间.....	3
1.1、“涤纶长丝+PTA”当前盈利尚可 .....	3
1.2、 对 2019 年不悲观.....	4
1.3、 PX 大扩产为“涤纶长丝+PTA”盈利趋稳创造条件.....	6
1.4、 当前相关公司的估值水平分析 .....	7
2、 风险分析.....	8

## 1、从长周期看涤纶长丝+PTA 的盈利区间

我们在前期《涤纶长丝怎么了？》中论述了，受国内需求增速快速下行和油价大幅下跌的影响，2018Q4 以后涤纶长丝的需求增速可能面临大幅下行压力，聚酯产业链面临周期向下风险。2019 年 1 月 4 日，代表公司桐昆股份的市值已经跌至 180 亿，PB 至 1.15 倍。外部环境上，2019 年需求增速的底部目前未有定论，但油价有已有见底回升态势。我们在此以长周期“涤纶长丝+PTA”的盈利区间为研究对象，来探讨目前聚酯产业链处于周期什么位置，并展望 2019 年行情。

图 1：油价和长丝价格跌至中低位置



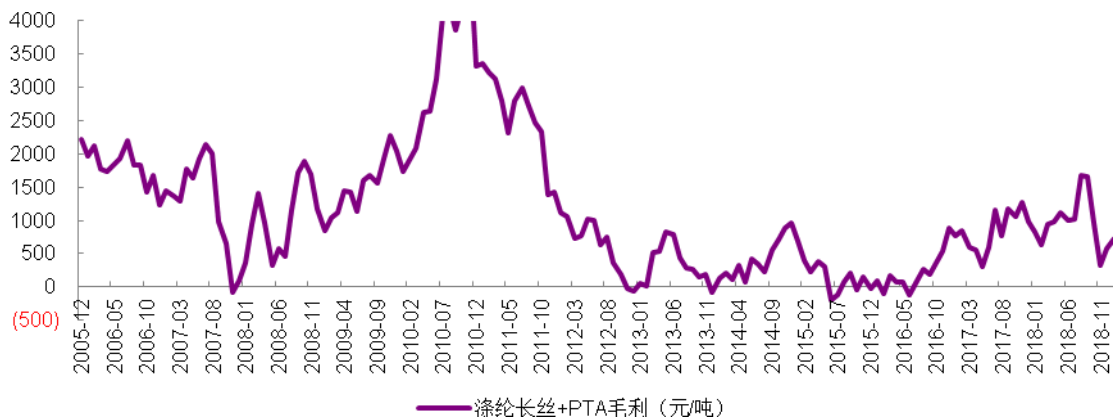
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

### 1.1、“涤纶长丝+PTA”当前盈利尚可

**判断 1：当前“涤纶长丝+PTA 的盈利”还没有到历史最低位，油价暴跌对短期利润影响巨大但不影响中长期盈利能力。**

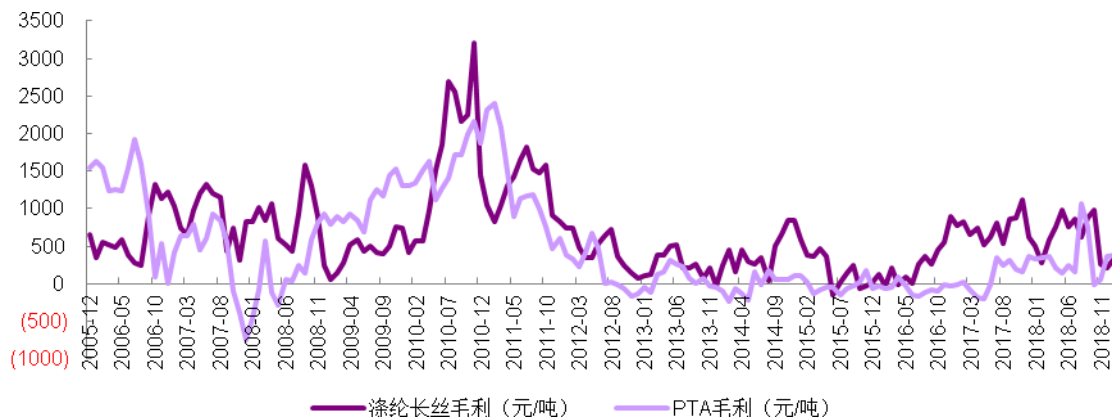
根据我们的测算，涤纶长丝+PTA 出现亏损的时期较少，只有在 2007Q4，2012Q4、2013Q4 和 2015Q2-2016Q2 的一些时段出现过。盈利出现暴跌的时间段出现在 2007-2008 年（国内 PTA 产能投放高峰）、2011-2012 年（国内涤纶长丝和 PTA 产能投放高峰）、2014-2015 年（油价暴跌，行业去库存）。从当前“涤纶长丝+PTA”的毛利来看，现在并不是历史上最差的时候。（注意：我们的毛利测算没有考虑库存的影响，例如，虽然我们测算的 2018Q4 “涤纶长丝+PTA”的毛利还在 600 元/吨以上，但 3000 元/吨，近 25% 的价格跌幅，实际长丝企业库存损失之大可能产生单季度亏损。）

图 2：“涤纶长丝+PTA”毛利波动 (2006-2018)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 3：涤纶长丝和 PTA 毛利波动 (2006-2018)



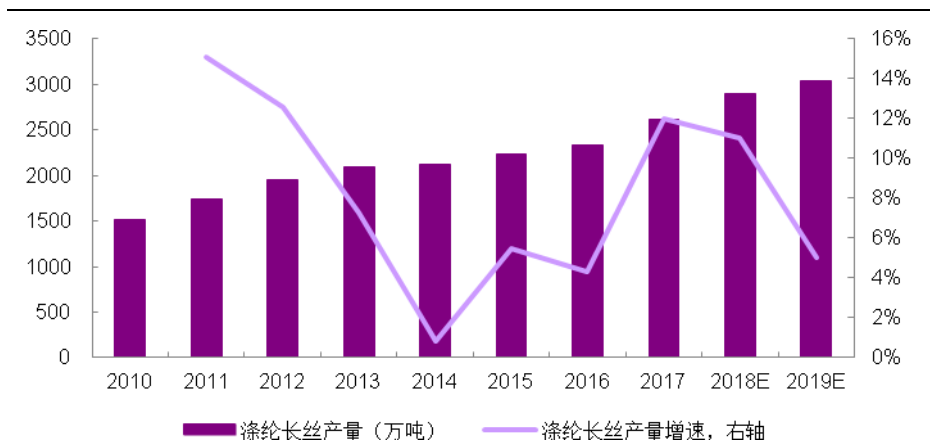
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

## 1.2、对 2019 年不悲观

**判断 2：**涤纶长丝的需求较为刚性，“涤纶长丝+PTA”在 2019 年还不具备最悲观的条件。

1) 需求方面,涤纶长丝每年的需求增速在 2%-15%之间波动,2017-2018 年较高,超过 10%。2018Q4 以后,国内需求和行业补库存周期停滞,我们判断 2019 年,需求增速会有较大回落。

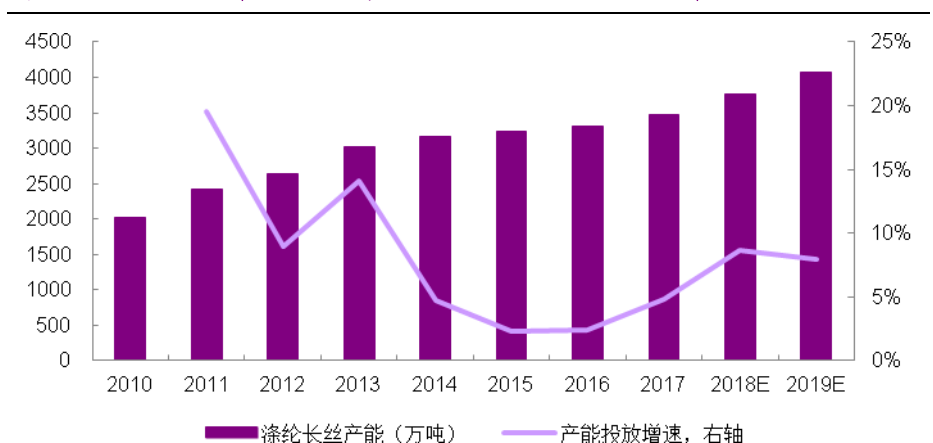
图 4：预计 2019 年涤纶长丝需求增速回落



资料来源：CCF，光大证券研究所整理和预测

供应方面，2018-2019 年，涤纶长丝每年的产能投放为 250-300 万吨，产能增速在 8% 以内，弱于 2011-2013 的复合增速 14% 的产能投放，我们判断产能冲击相比上一轮下行周期会缓和很多。

图 5：2018-2019 年涤纶长丝产能投放弱于 2011-2013 年



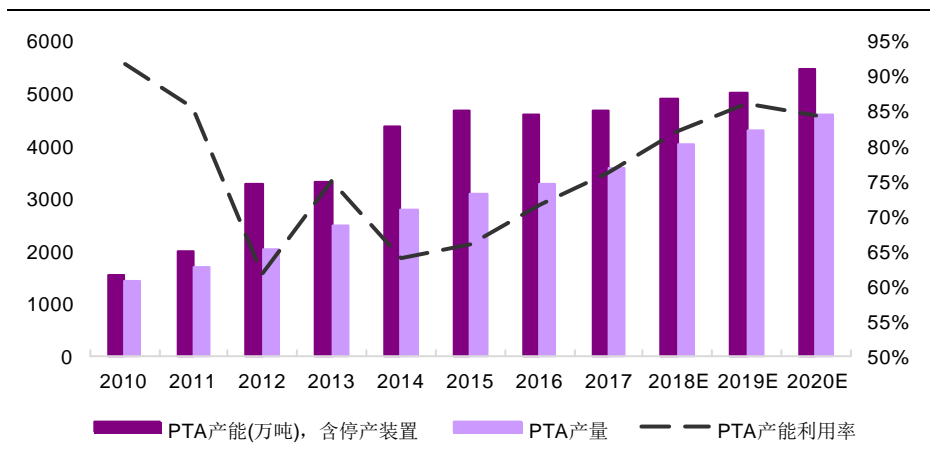
资料来源：CCF，光大证券研究所整理和预测

2) 目前长丝和 PTA 龙头厂商相比上一轮周期更为集中，龙头厂商主导了扩产产能，我们判断龙头厂商稳定价格的能力已经大幅提高。

3) 目前油价在历史中低位置，进一步暴跌概率很低。

4) PTA 行业 2019 年新增产能会低于需求增量，2019 年 PTA 议价能力有望进一步提升，但 2020 年后，随着新一轮投产高峰的来临，PTA 也面临周期下行风险。

图 6：PTA 行业景气上行有望持续到 2019 年底



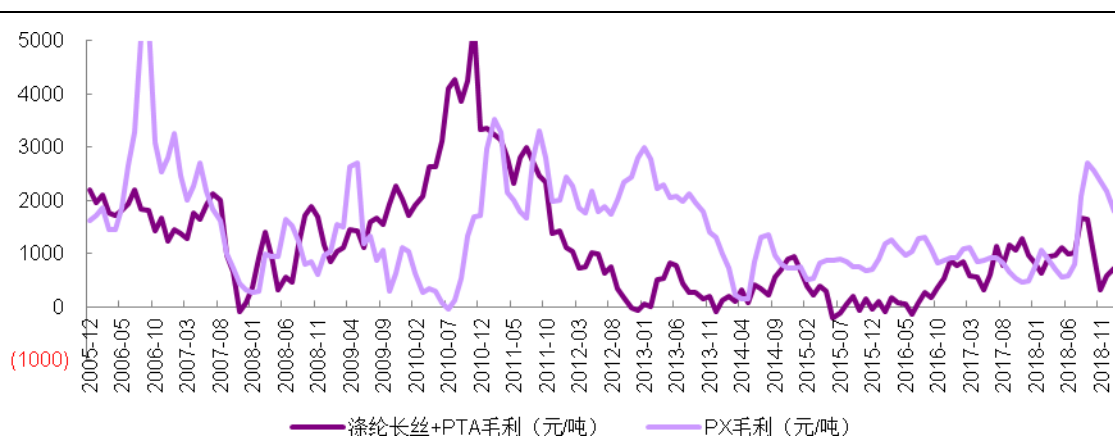
资料来源：CCF，卓创资讯，光大证券研究所预测

### 1.3、PX 大扩产为“涤纶长丝+PTA”盈利趋稳创造条件

**判断 3：最大级别的 PX 扩产将至，是“涤纶长丝+PTA”盈利趋稳的有利条件。**

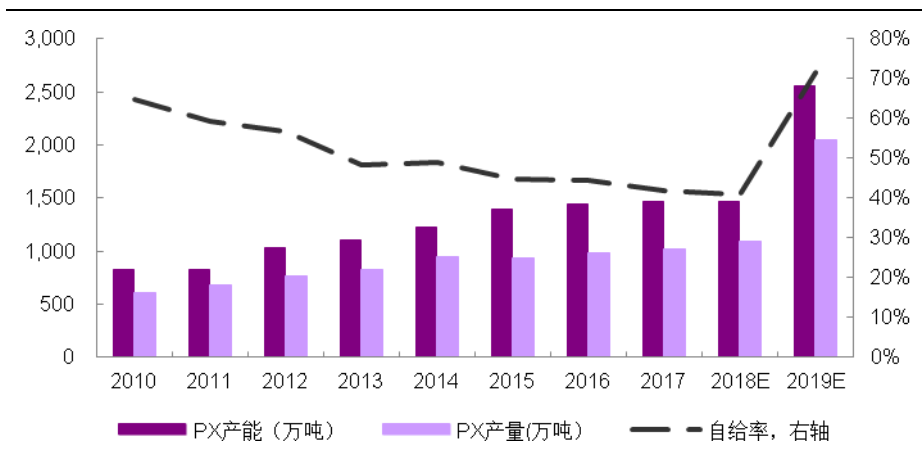
2019 年，包括福海创 160 万吨、恒力石化 450 万吨、浙石化 400 万吨、恒逸文莱 150 万吨、海南炼化 100 万吨在内的近 1300 万吨 PX 产能将要投放，大概占国内现有需求的 45%，超过 09-10 年和 13-14 年的产能投放规模。历史上 PX 的大产能冲击时，PX 毛利曾快速降至 0，而“涤纶长丝+PTA”的盈利则相对稳定。而这一轮主要的产能冲击将在 2019 年下半年到来。

图 7：涤纶长丝和 PX 毛利波动 (2006-2018)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 8：2019 年，PX 大扩能



资料来源：百川资讯，CCF，光大证券研究所整理

### 1.4、当前相关公司的估值水平分析

桐昆股份现拥有 570 万吨涤纶长丝和 400 万吨 PTA 产能，业绩主要受“涤纶长丝+PTA”盈利波动影响。其历史最低的 0.7-0.8 倍 PB 出现在 2013 年下半年，当时公司拥有 280 万吨产能和 150 万吨 PTA。我们作几点分析：

- 1) 根据我们的模拟，2013 年下半年涤纶长丝+PTA 的毛利在 200 元左右，目前“涤纶长丝+PTA”的毛利数据明显要比 2013 年下半年好很多；且当时公司 PTA 的运行成本比现在高，实际差距比模拟的数据更大。
- 2) 当前桐昆股份的市值中还应该包含 4000 万吨浙石化 20% 股权的估值预期，我们认为目前该预期反应不是很充分。
- 3) 但不管是 Wind 全 A 还是石油石化和基础化工指数，相比 2013 年下半年，目前市场的整体的估值中枢确实更低了。

结论：我们认为，在不考虑浙石化估值预期的情况下，当前桐昆股份的估值反应了周期中位偏下的 PB 估值；而浙石化 20% 股权的估值预期反应不是很充分。但如果周期继续向下，市场整体估值中枢下移，公司估值也还有进一步下行空间。

图 9：桐昆股份历史 PB 波动



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

## 2、风险分析

### 1) 油价下行风险。

原油是涤纶长丝成本的源头，长丝价格跟随油价涨跌。油价下行时，长丝工厂会产生巨额的库存损失，且下游厂商会进行低库存管理，短期抑制需求水平。

### 2) 需求下行的风险。

涤纶长丝下游需求受宏观经济影响，包括纺织服装、家纺等在内的行业需求增速下行会对涤纶长丝需求产生较大影响；中国的纺织服装产业大量出口，全球经济也会对长丝需求产生影响。PTA 的需求跟涤纶长丝等聚酯的需求直接相关。

### 3) PX 产能投放不及预期的风险。

我们预期 2019 年国内 PX 投放近 1300 万吨，但 PX 项目跟炼化项目整体进度相关，PX 投放可能不及预期。上游产能扩张的不及预期会使得 PTA 盈利提升的时间窗口收窄。



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebcn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebcn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebcn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebcn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebcn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebcn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebcn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebcn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebcn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebcn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebcn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebcn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebcn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebcn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebcn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebcn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebcn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebcn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebcn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebcn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebcn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebcn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebcn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebcn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebcn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebcn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebcn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebcn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebcn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebcn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebcn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebcn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebcn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebcn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebcn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebcn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebcn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebcn.com
		王涵洲		18601076781