

石油化工行业研究 增持 (维持评级)

行业点评

蒲强

分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

杜旷舟

联系人
dukz@gjzq.com.cn

行业价差重构利好中游, 下游需求开始复苏

行业观点

- 站在这个时点上, 我们维持对 2019 年行业基本面的判断不变, 上中下游供给增速不均将导致价差重构, 上游 PX 供给宽松利好中游 PTA。目前 PTA 利润空间和下游需求发生了新的变化, 本篇点评旨在对行业发生的最新变化进行跟进分析。
- **2019 年 PX、PTA、聚酯产量增速不均, 中游 PTA 原料成本下降:** 我们修正了对 2019 年产业链上中下游三个环节的供给增量测算, 分别为 7.1%, 3.5%, 6.7%, 三者增速显著不均匀, 中游 PTA 产量增长最少。预计将会导致 2019 年行业上中下游的供需结构差异, 中游 PTA 供给紧平衡, 上游 PX 将会处于供给宽松状态。对于中游 PTA, 原料成本下降。
- **产业链价差重构利好中游, PTA 价差修复中:** 行业上中下游的供需结构差异, 引起中游 PTA 和原料 PX 的价差变大, 产业链价差向中游 PTA 转移发生重构, 保证了 PTA 生产企业的盈利空间。又因预计 2019 年中游 PTA 供给紧平衡, 上游 PX 供给宽松, 则 PX 价格下降将会主导 PTA 的价差修复空间。
- 纵观全产业链价差变化情况, 在 2018 年 Q4 季度 PTA-PX 价差曾经一度缩窄到 0 元, 但是目前价差已经修复到 800-1000 元/吨。现在 PTA 价格下降最快阶段已经结束, 价差空间正在修复和扩大中, 从利润周期上看行情乐观。
- **库存下降开工率上升, 下游需求有复苏迹象:** 春节前聚酯下游织机囤积年后库存, 涤纶长丝库存快速降低甚至到 0 天, PTA 价格随之小幅回弹。织机工厂在正月十五之后才开始恢复上班, 目前江浙织机开工率正在快速爬升消耗年前囤积库存, 盛泽地区样本织造企业已经达到 90%。同期涤纶长丝产销率也在快速爬升至 120% 以上, 行业开工率接近 80%。虽然目前库存处于偏高位置, 但已经开始下降, 说明下游织机正在快速消化年前库存, 采购需求正在复苏。

投资建议

- 预计 2019 年, 即使考虑到聚酯名义需求增速较 2018 年显著下滑, 但涤纶长丝、PTA 供需仍偏紧, 盈利有望维持高位。PX-石脑油的利润将逐渐下移至 PTA-PX, 下游行业整体将从中受益。推荐关注拥有 PTA 和涤纶长丝产能的民营炼化龙头企业: **桐昆股份, 恒逸石化, 荣盛石化和恒力股份。**

风险提示

- 国际油价大幅下跌; 国内经济下行下游需求不及预期; PX 产能投放严重不达预期。

- 在我们上一篇报告《展望 2019：下游需求略回落，利润转移至中游》中，曾复盘 2018 年 PTA-聚酯行业发生的变化：由于涤纶长丝下游江浙织机搬迁造成短期供需错配，叠加海外聚酯瓶片产能检修停产造成出口需求增长的原因，上半年 PTA 价格稳步增长；三季度因天气因素 PTA 运输困难，造成短期价格暴涨。进入四季度，织机复产终结供需错配行情，海外聚酯瓶片产能复产，出口需求有所回落，PTA 价格快速下跌，并在进入 2019 年后价格逐渐企稳。
- 站在这个时点上，我们维持对 2019 年行业基本面的判断不变，上中下游供给增速不均将导致价差重构，上游 PX 供给宽松利好中游 PTA。目前 PTA 利润空间和下游需求发生了新的变化，本篇点评旨在对行业数据进行跟进分析。

图表 1：PTA 价格进入 2019 年逐渐企稳

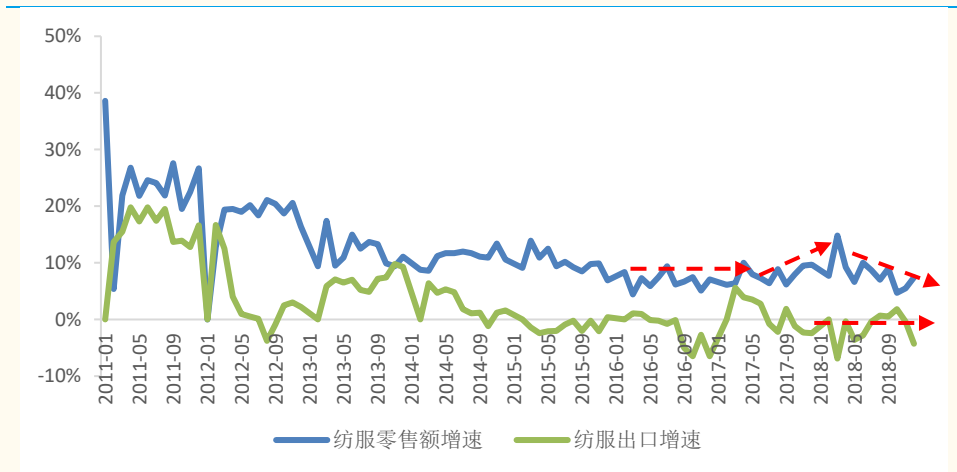


来源：中纤网，百川资讯，国金证券研究所

行业基本面趋势不变，2019 年产业链价差重构利好中游 PTA

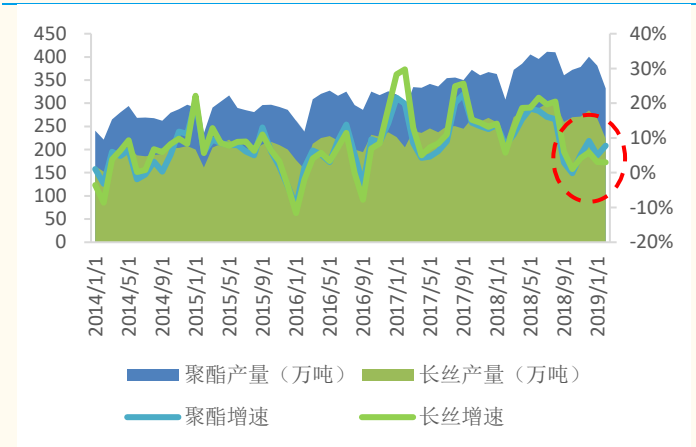
- **终端需求增长有限，预计 2019 年增速 6.7%：**目前宏观经济疲软，终端纺服需求增速下降，出口增速在 0 附近波动，涤纶长丝产量从 2018Q4 降低后开始低速平稳增长阶段，聚酯瓶片在海外产能复产后虽然出口增速有所下降，但是我国产品在海外产能停产期间仍然抢占到部分市场，在 2018H2 出口增速达到 18%。整体上看，终端纺服需求增速下降，涤纶长丝未来将处于低速增长阶段，聚酯瓶片出口增长乐观，我们适当调整了预期，预计 2019 年下游聚酯需求增速为 6.7%。

图表 2：终端纺服需求下降



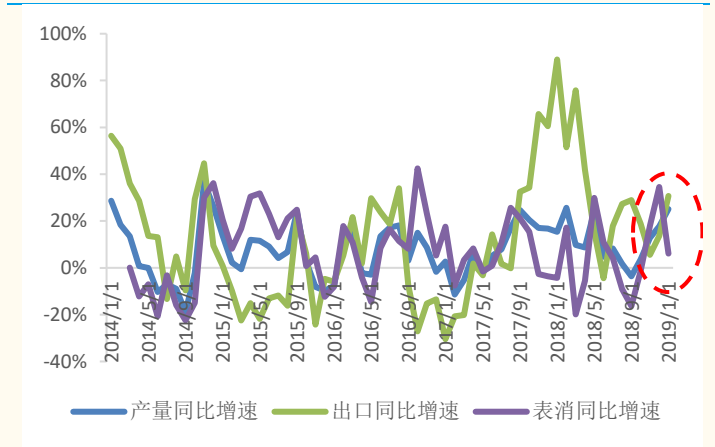
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 3：涤纶长丝产量增速放缓



来源：中纤网，国金证券研究所

图表 4：聚酯瓶片出口增长乐观



来源：中纤网，国金证券研究所

- **中游 PTA 预计 2019 年供给增速 3.5%：**PTA 产能从投产到建成释放一般需要两年，2018 年有大量 PTA 产能释放，目前新增产能多数正在建设中，直到 2020 年才能够投产。2019 年 PTA 新增产能只有 220 万吨，预计放量后供给增速 3.5%。

图表 5：未来新建 PTA 产能

| 公司名称 | PTA 产能 (万吨) | 投产时间 |
|---------------------|-------------|-------------|
| 四川晟达化学有限公司 | 120 | 已建成，未投产 |
| 新凤鸣集团有限公司一期 | 220 | 2019Q3 |
| 恒力石化 PTA-4 期 | 250 | 2020 年初 |
| 新疆中泰化学股份有限公司 | 120 | 2020 年 |
| 新凤鸣集团有限公司二期 | 220 | 2020 年底 |
| 恒力石化 PTA-5 期 | 250 | 2021 年 |
| 华彬&中石化仪征化纤 | 220 | 2021 年 |
| 浙江逸盛新材料 (恒逸石化&荣盛石化) | 600 | 2020~2021 年 |

来源：中纤网，国金证券研究所

- **上游 PX 预计 2019 年供给增速 7.1%：**2019 年是国内大炼化产能投产的高峰，预计将有共计 1100 万吨 PX 新增产能投产。加上福海创有 250 万吨 PX 原计划 2018 年四季度复产，后延期到 2019 年年初复产，预计产量增速为 33%。目前我国 PX 的自给率 41%，假设 2019 年大炼化投产后自给率提高到 51%，我们修正预期为 2019 年 PX 供给增速达 7.1%。

图表 6: 未来新建 PX 产能

| 企业名称 | PX 产能 (万吨) | 投产时间 |
|----------|------------|--------------------|
| 恒力石化 | 450 | 2018 年底 |
| 浙江石化一期 | 400 | 2019 年中 |
| 中海油惠州炼化 | 85 | 2019H2 |
| 中国石化海南炼化 | 100 | 2019Q3 |
| 恒逸文莱项目一期 | 150 | 2019 年中 |
| 浙江石化二期 | 440 | 2020 年 |
| 中化泉州 | 80 | 2021 年 |
| 恒逸文莱项目二期 | 200 | 2021 年 |
| 盛虹集团 | 280 | 环评中, 1600 万吨炼化项目待建 |
| 九江石化 | 60 | 已批, 没有开建 |
| 河北玖瑞化工 | 80 | 环评阶段 |
| 中国兵器集团 | 80 | 已批, 准备开建 |
| 宁夏宝塔石化 | 80 | 2015 年立项, 未开建 |

来源: 中纤网, 国金证券研究所

- **2019 年 PX、PTA、聚酯产量增速不均, 中游 PTA 原料成本下降:** 我们修正了 2019 年产业链上中下游三个环节的供给增量, 分别为 7.1%, 3.5%, 6.7%, 三者增速显著不均匀, 中游 PTA 产量增长最少。预计将会导致 2019 年行业上中下游的供需结构差异, 中游 PTA 供给紧平衡, 上游 PX 将会处于供给宽松状态。对于中游 PTA, 原料成本下降。

图表 7: 预计 2019 年行业上下游环节供给增速不均匀, 将导致价差重构 (单位: 万吨)

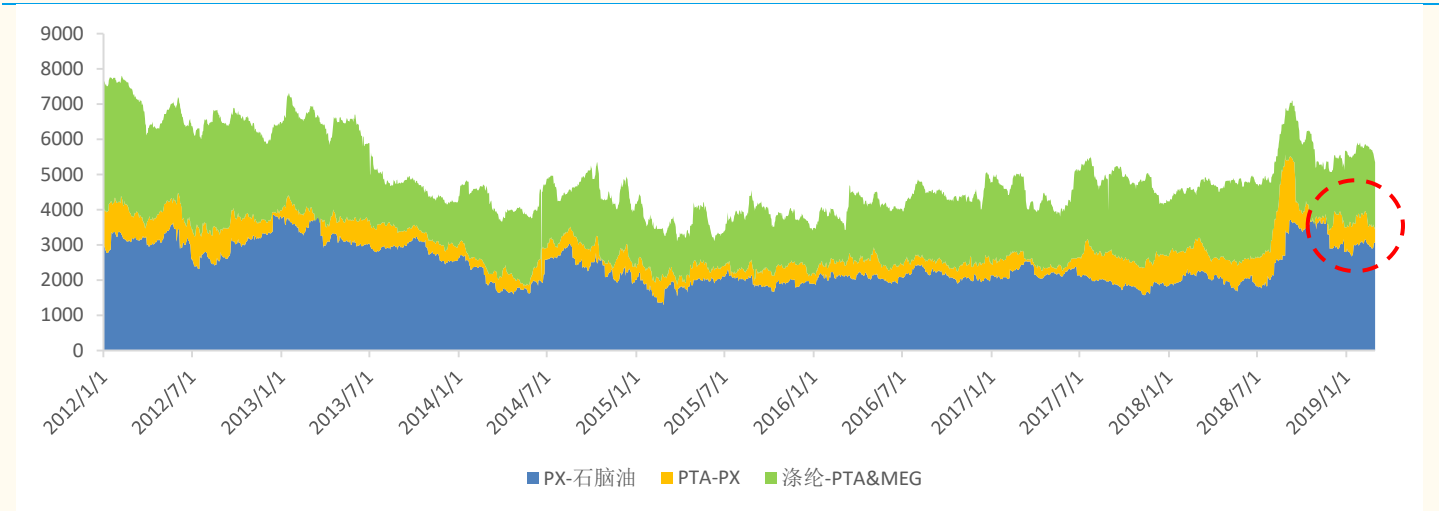
| | PX | | | | | PTA | | | | 聚酯 | |
|-------|------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|-------|
| | 需求 | 产量 | 进口量 | 供给量 | 增速 | 需求 | 产量 | 净进口量 | 增速 | 产量 | 增速 |
| 2012 | 1341 | 765 | 629 | 1394 | 17.1% | 2507 | 2032 | 536 | 32.1% | 2915 | 8.3% |
| 2013 | 1692 | 838 | 905 | 1743 | 25.1% | 2678 | 2563 | 261 | 26.1% | 3114 | 6.8% |
| 2014 | 1827 | 936 | 982 | 1918 | 10.0% | 2779 | 2768 | 71 | 8.0% | 3232 | 3.8% |
| 2015 | 2042 | 912 | 1165 | 2077 | 8.3% | 2978 | 3094 | 13 | 11.8% | 3463 | 7.2% |
| 2016 | 2147 | 977 | 1235 | 2211 | 6.5% | 3137 | 3253 | -20 | 5.1% | 3648 | 5.3% |
| 2017 | 2359 | 1027 | 1444 | 2471 | 11.7% | 3550 | 3575 | 0 | 9.9% | 4128 | 13.2% |
| 2018 | 2677 | 1101 | 1580 | 2681 | 8.5% | 3922 | 4056 | -5 | 13.5% | 4561 | 10.5% |
| 2019E | 2770 | 1465 | 1405 | 2870 | 7.1% | 4185 | 4196 | -5 | 3.5% | 4866 | 6.7% |

来源: 中纤网, 国金证券研究所

中游 PTA 价差修复中, 指标发生积极变化指示需求复苏

- **产业链价差重构利好中游, PTA 价差修复中:** 行业上中下游的供需结构差异, 引起中游 PTA 和原料 PX 的价差变大, PTA 成本下降, 产业链价差重构向中游 PTA 转移, 保证了 PTA 生产企业的盈利空间。又因预计 2019 年中游 PTA 供给紧平衡, 上游 PX 供给宽松, 则 PX 价格下降将会主导 PTA 的价差修复空间。
- 纵观全产业链价差变化情况, 在 2018 年 Q4 季度 PTA-PX 价差曾经一度缩窄到 0 元, 但是目前价差已经修复到 800-1000 元/吨。目前 PTA 价格下降最快阶段已经结束, 价差空间正在修复和扩大中, 从利润周期上看行情乐观。

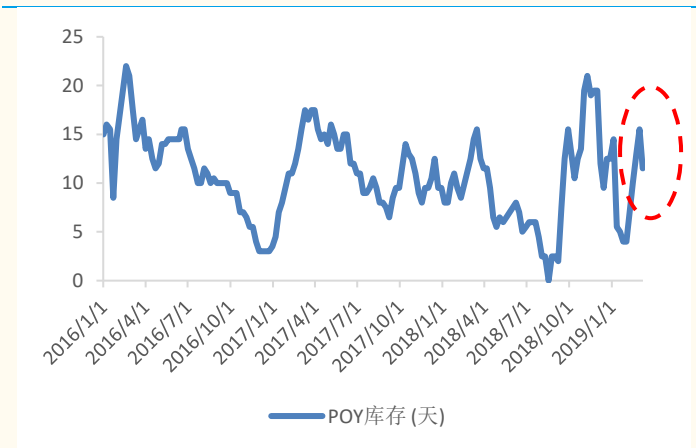
图表 8：产业链价差重构，中游 PTA-PX 价差修复中



来源：百川资讯，国金证券研究所

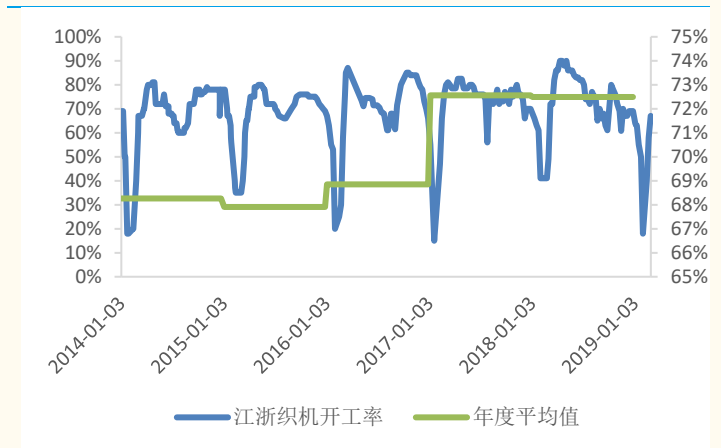
- **库存下降开工率上升，下游需求有复苏迹象：**春节前聚酯下游织机囤积年后库存，涤纶长丝库存快速降低甚至到 0 天，PTA 价格随之小幅回弹。织机工厂在正月十五之后才开始恢复上班，目前江浙织机开工率正在快速爬升消耗年前囤积库存，盛泽地区样本织造企业已经达到 90%。同期涤纶长丝产销率也在快速爬升至 120%以上，行业开工率接近 80%。虽然目前库存处于偏高位置，但已经开始下降，说明下游织机正在消化年前库存，采购需求正在复苏。

图表 9：涤纶长丝正处于去库存阶段



来源：中纤网，国金证券研究所

图表 10：聚酯下游织机开工率快速回升中



来源：wind，国金证券研究所

公司投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH