

从产业格局看化工系列之三：涤纶



报告起因

随着去年化工整体景气下行，从价差看目前大多数品种已经回到了 16 年供给侧改革前的水平，只有涤纶等少部分产品景气仍然维持，我们判断其背后核心原因就在于格局改善，而未来这一趋势仍将延续，涤纶龙头正迎来属于其最好的时代。

核心观点

- **涤纶格局有望持续改善：**目前涤纶行业已经从百舸争流进入到三足鼎立阶段，且资金壁垒和设备垄断决定了新增产能集中于龙头，未来集中度有望不断提升。另外行业特征上来说，涤纶属于兼具大宗和差异化的商品，企业间竞争除生产端成本外还包括销售端的产品结构和库存管理，经营层面的优势不经过长期日积月累难以复制，这也会巩固龙头的竞争地位，受益于格局改善，涤纶长期盈利中枢有望迎来持续提升。
- **贸易战影响分析：**对于市场普遍关心的贸易摩擦深化的问题，就我们分析，短期内确实会对需求造成一定影响，但长期看却未必是坏事。因为我国涤纶核心竞争力在于产业集群，协同优势相当长期内将不会被撼动。而贸易战也并非消灭需求，反而随着织造转移还有望带动后发国家的涤纶消费增量。从格局看，贸易战客观上也将会加速我国涤纶巨头走向国门，参与全球价值链分工的步伐，这也有助于其全球竞争力和话语权的提升。
- **新格局下供需展望：**格局改善决定了行业供给端扩张将趋于温和有序，预计未来年均产能增速约 5-6%。需求端将维持稳定增长，考虑到 17-18 年的高增速和贸易战影响，未来大概率有所放缓，预计在 6-7%左右。因此未来涤纶景气大方向是供给支撑了下限，需求则决定了上限，供需整体维持平衡，随着需求波动可能会阶段性的微利甚至亏损，但这也倒逼竞争力弱小的企业退出，加速行业向龙头集中的趋势。

投资建议与投资标的

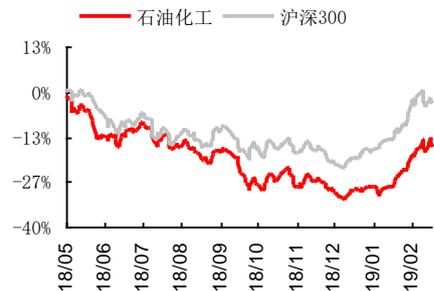
- 目前时点我们最为看好兼具强竞争优势和高市值弹性的涤纶龙头企业，具体为桐昆股份(601233, 买入)、恒逸石化(000703, 买入)和新凤鸣(603225, 买入)，近期回调后估值均处于历史较低水平，且未来随着产能释放其盈利中枢还有望不断提升，长期配置的风险收益比很高。

风险提示

- 油价波动风险；需求下滑风险

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	石油化工
报告发布日期	2019 年 05 月 24 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 赵辰
021-63325888-5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511120005

联系人 杨奇
021-63325888-7540
yangqi@orientsec.com.cn

相关报告

从产业格局看化工系列之二：PTA	2019-04-26
从产业格局看化工系列之一：PX	2019-04-14
大炼化行业格局正迎来历史性巨变！	2019-03-31

目 录

1. 涤纶格局有望持续改善	3
1.1 从百舸争流到三足鼎立.....	3
1.2 龙头优势将不断巩固.....	4
1.3 贸易战不改全球格局.....	6
1.4 小结.....	8
2. 新格局下景气展望	9
2.1 供给扩张趋于有序.....	9
2.2 需求维持稳定增长.....	10
2.2.1 从终端增速看需求.....	10
2.2.2 从产业链库存看需求.....	13
2.2.3 从替代趋势看需求.....	15
2.2.4 小结.....	16
2.3 涤纶开工率有望维持高位.....	17
3. 投资建议	17
4. 风险提示	18

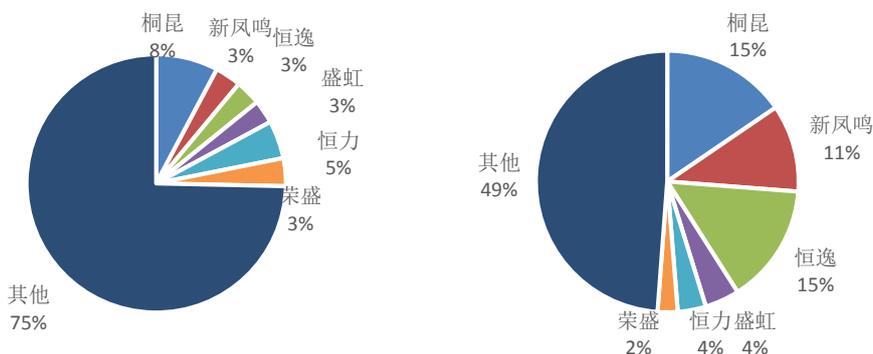
1. 涤纶格局有望持续改善

就聚酯产业链三大环节来说，涤纶一直是我们从格局维度长期最为看好的环节。其一方面是因为过去几年行业集中度提升很快，中小企业与龙头间的差距日益明显，胜负已分的情况下小企业想要逆袭几乎毫无胜算，且随着炼化窗口打开多家龙头重心转向上游，未来行业整体竞争也将趋于温和有序。另一方面就行业特征来说，涤纶属于兼具大宗和差异化的商品，企业间竞争除生产端成本外还包括销售端的产品结构和库存管理，而经营层面的优势不经过长期日积月累很难复制，这也会巩固龙头的竞争地位。因此涤纶虽然不像 MDI 这类技术垄断型的高毛利行业，但也属于较高壁垒，长期有积累，龙头能赚钱的好行业，随着格局改善预计其长期盈利中枢有望迎来持续提升。另外对于市场普遍关心的贸易战问题，就我们分析，短期内确实会对需求造成一定影响，但长期看却未必是坏事。由于我国涤纶的产业集群优势相当长期内难以撼动，因此贸易战只能是需求转移而非消灭，织造产业转移还有望带动后发国家的涤纶消费增量。从格局看，贸易战客观上也将会加速我国涤纶巨头走出国门，参与全球价值链分工的步伐，这也有助于其全球竞争力和话语权的提升。

具体到投资上，按照竞争优势和市值弹性标准，我们最为看好桐昆股份、恒逸石化和新凤鸣，近期股价回调后目前估值均处于历史偏低水平，且未来随着产能释放其盈利中枢还有望不断提升，长期配置的风险收益比很高。另外就我们判断，PTA 高景气还可持续一年，从周期角度桐昆和恒逸这类高弹性、产业链完全配套的公司短期也有很大的博弈价值。

1.1 从百舸争流到三足鼎立

涤纶作为我国最具全球竞争力的产业之一，发展至今诞生了一大批优秀的民营企业，尤其是经过 12-16 年惨烈洗牌小企业出清后，龙头主导的行业格局初具雏形，我们在前期报告《大炼化行业格局正迎来历史性巨变！》也详细阐述了我们对几大民营巨头战略布局的看法和观点。简单来说，在炼化审批对民营企业放开后，荣盛、恒力和盛虹的重心都转向上游，从 PTA-涤纶跨越至更为重资产大规模的炼化行业，打开了巨大的成长空间，但这也意味着其短期内将没有余力再进行涤纶的扩张。因此未来几年真正聚焦于涤纶行业的仅有桐昆、新凤鸣和恒逸三家，其中桐昆和新凤鸣本身就是行业的第一和第二，这两家企业的风格是很少对景气做判断，而是坚守主业做精做强，凭借成本优势在过去几年行业低谷期也实现了逆势扩张，逐步拉开了与竞争对手的规模差距，未来在继续扩建涤纶的同时还将向上游延伸实现原料配套。恒逸本身是 PTA 行业的龙头，产业链上下游布局最为均衡。一方面在文莱投建炼厂，保证了原料供应，另一方面抓住行业机遇，在周期低点通过兼并收购快速扩充了涤纶体量，一跃成为行业前三。综合来看，本轮炼化窗口打开后，未来三五年内涤纶六大巨头已步入了两条不同的赛道，炼化企业如果远期再回头继续做涤纶一来必要性不强，二来难度也会比较高。涤纶行业桐昆、恒逸、新凤鸣鼎足而立的局面已愈发清晰，受益于格局改善，未来其周期波动性有望减弱，龙头也有望真正享受到长期稳定的高盈利回报。

图 1：2010 年（左图）和 2020E 年（右图）涤纶行业集中度对比


资料来源：公司公告，东方证券研究所

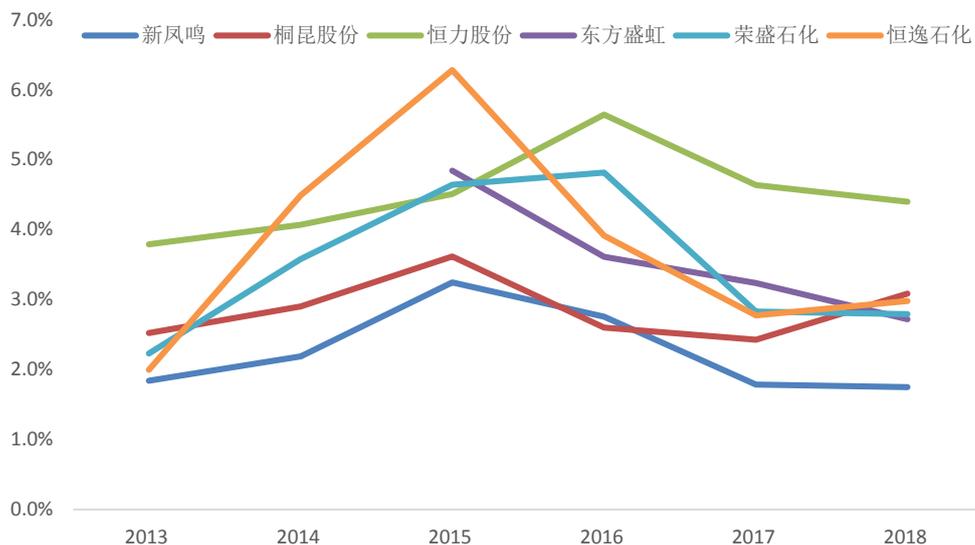
1.2 龙头优势将不断巩固

虽然处于产业链上下游，但涤纶行业和 PTA 行业恰恰相反，属于有积累、先发优势很强的行业，而且随着能耗、环保、安全等指标要求的全方位提升，进入壁垒也越来越高。这也意味着只要龙头不犯战略性错误，后发者想要逆袭几乎不存可能，未来龙头与其他企业的差距将越来越大，其竞争优势也将不断巩固。具体分析如下：

1) 资金壁垒和设备垄断决定强者恒强：涤纶属于成熟期行业，世纪初大容量熔体直纺突破后技术进步就逐渐放缓，成本端优势主要还是依赖规模和设备。规模方面单套规模过低成本有劣势，过高则工艺不稳定，另外涤纶并非标准品，投建任何一套装置都必须考虑市场容量和下游的接受程度，规模过高容易导致产品调整缺乏灵活性，也是弊大于利。综合来看按照行业实际经验，单套规模 30-40 万吨最为经济。而如果按照目前桐昆、新凤鸣等大型产业基地的标准，为实现公用工程配套，园区内一般建设 3-4 套装置，合计规模百万吨左右，对应投资额超过 50 亿，非龙头企业不仅资金上难以负担，审批难度也会很高。设备端来说，目前涤纶聚合设备已完全国产化，纺丝所用的卷绕头国内也有供货，但国产和进口设备相比转速较低，由此而带来的生产效率差距仍然比较明显。而海外唯二两家卷绕头供应商德国巴马格和日本 TMT 的订单已经全部被桐昆、新凤鸣和恒逸等龙头垄断，这也意味着后发企业即使跨过了审批和资金关，设备上也必须接受更高的生产成本和更低的竞争力，长期看也会埋下隐患。

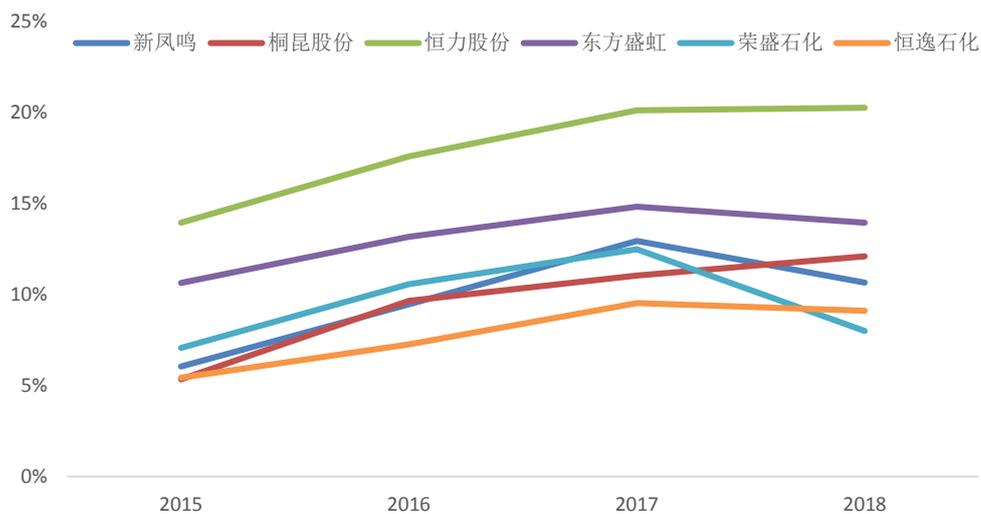
2) 龙头经营管理优势难以复制：除生产成本外，涤纶企业的盈利能力很大程度上还依赖于经营管理的水平，这也是龙头的核心竞争力。因为相对大部分化工行业来说，涤纶还是属于劳动密集型产业，龙头员工过万，小企业也动辄上千人，对人员的管理能力要求很高。其次涤纶和上游石化最大不同在于涤纶属于差异化的产品，规格超过上千种，而下游市场需求又在时时变动，经营层面对下游需求的把握、产品品类的选择、客户的开拓维护和产品规格的调整都非常关键，生产端和销售端的协调也是龙头超额利润的重要来源。另外从销售模式上来说，涤纶只有少量合约货，绝大多数属于仓储销售，价格对库存很敏感，尤其是在大幅波动行情下，库存管理能力往往成为盈利水平的决定性因素。员工管理、产品结构管理和库存管理体现在财务上，就是更低的费用率、更高的毛利率和更高的流动资产周转率，以桐昆和新凤鸣为例，可以看出管理做到极致的企业确实享有优势（图 2-图 4）。而且最关键的是这些经营端的诀窍不经过长期日积月累很难掌握，本质上壁垒是时间，其他竞争对手想要比肩或超越难度非常之高。

图 2：涤纶企业费用率对比（剔除贸易收入和研发费用）

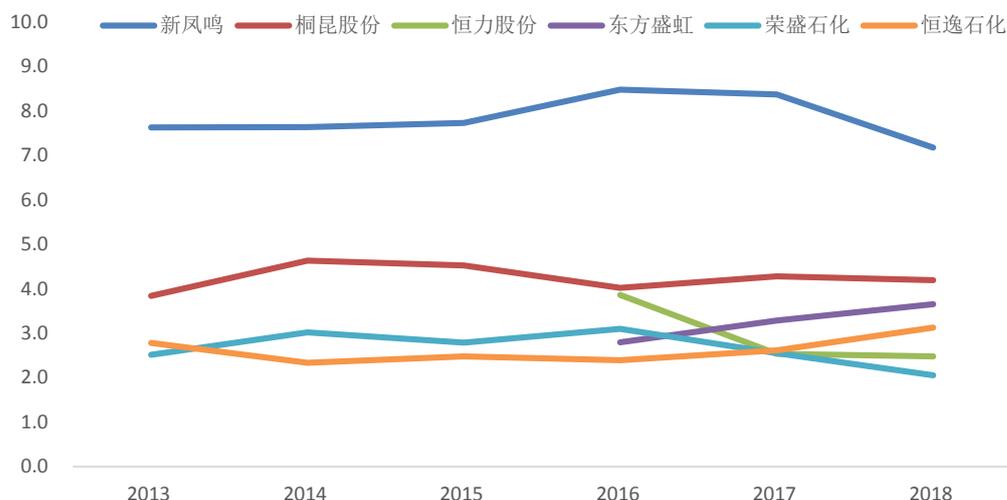


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：涤纶长丝毛利率对比（恒力和盛虹以高端品类为主，毛利率较高）

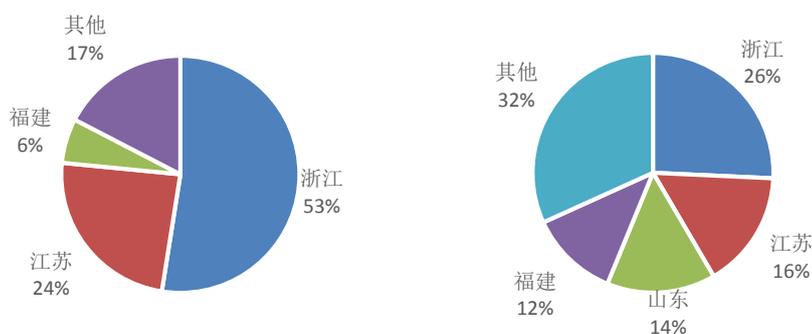


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：涤纶企业流动资产周转率对比（剔除贸易收入）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3) 区位优势阻止了后进入者：涤纶下游织造行业壁垒低，很多都是小企业甚至个体户，这也决定了涤纶运输只能小批量多次数，长途运费很高，因此涤纶有一定运输半径的限制，企业一般均紧贴下游建设。而我国化纤下游织造主要集中于江苏浙江，占比超过 40%（棉纺集中于山东、河南等地），且江浙市场已经基本被龙头企业瓜分完毕，后进入者再获取土地、审批和市场的难度会非常高，如果没有契机，想要通过快速放量实现赶超几乎不可能实现，市场卡位优势也巩固了龙头的竞争地位。

图 5：我国涤纶（左图）和坯布（右图）产区分布


资料来源：wind，中纤网，东方证券研究所

1.3 贸易战不改全球格局

近期中美贸易摩擦重启，出口形式不明朗的情况下，短期织造拿货需求受到了明显抑制，另外市场也担心贸易战会导致下游纺织服装向海外转移，削弱我国涤纶产业的竞争力。但就我们分析，从历史经验看，纺服属于工业化进程中的先导型产业，对生产要素尤其是劳动力的质量要求低但成本敏感度高，在一国工业化后期劳动力成本提升后往往会发生产业转移，全球共出现过四次，每轮周期

大约在 10-20 年，也基本遵循从发达地区到发展中国家的规律。因此纺织产业转移自有其经济规律，中美贸易战只是加速了这一进程。而对于更上游的涤纶乃至石化化工行业，由于资金、技术和产业配套要求极高，后发国家尚不具备承接产业转移的条件。即使织造纺服逐渐转移，预计未来相当长时间内，中国涤纶产业链的全球竞争力仍难以撼动，未来格局仍将是全球涤纶看中国，中国涤纶看龙头。

表 1：全球纺织服装产业的四次转移

阶段	时间	转出地	承接地
第一次	19 世纪末-20 世纪初	英国	欧洲大陆和美国
第二次	20 世纪 50-60 年代	美国	日本、德国
第三次	20 世纪 70-80 年代	日本、德国	香港、台湾、韩国、新加坡
第四次	20 世纪 80-90 年代	美国、日本德国和亚洲四小龙	中国大陆

资料来源：中国知网，东方证券研究所

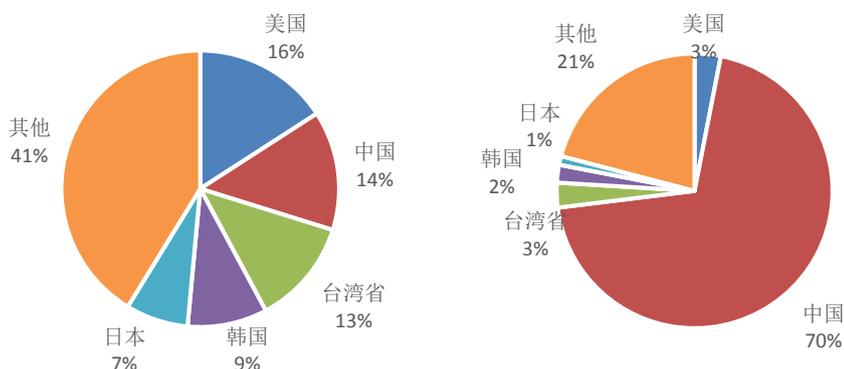
1) 涤纶产业转移难度很高：我国目前已经成为全球涤纶最大的生产国、消费国和出口国，并在东部沿海地区形成了极具规模的芳烃-化纤-面料-服装产业集群。从市场份额看，我国 PX、PTA、涤纶几大环节占全球比例分别高达 45%、56%和 70%，全产业链配套协同难以复制。另外涤纶目前规模经济所需投资额在 50 亿左右，如果考虑原料 PTA 和乙二醇配套将超过百亿，而上游炼化行业投资额更是在数百亿，远非后发国家可以承受。中游印染及染料产业链属于技术密集型，壁垒也比较高，转移难度同样很大。综合来说，我国涤纶的最大优势就在于产业集群，这也决定了我国的全球竞争力在相当长期内难以动摇。

表 2：涤纶产业链产能主要集中于我国且投资壁垒较高

产业环节	国内产能(万吨)	全球占比	单吨投资额(元/吨)	规模投资额(亿元)
PX*	3253	45%	-	-
PTA	5119	56%	1800	40
涤纶长丝	3917	70%	4000	50

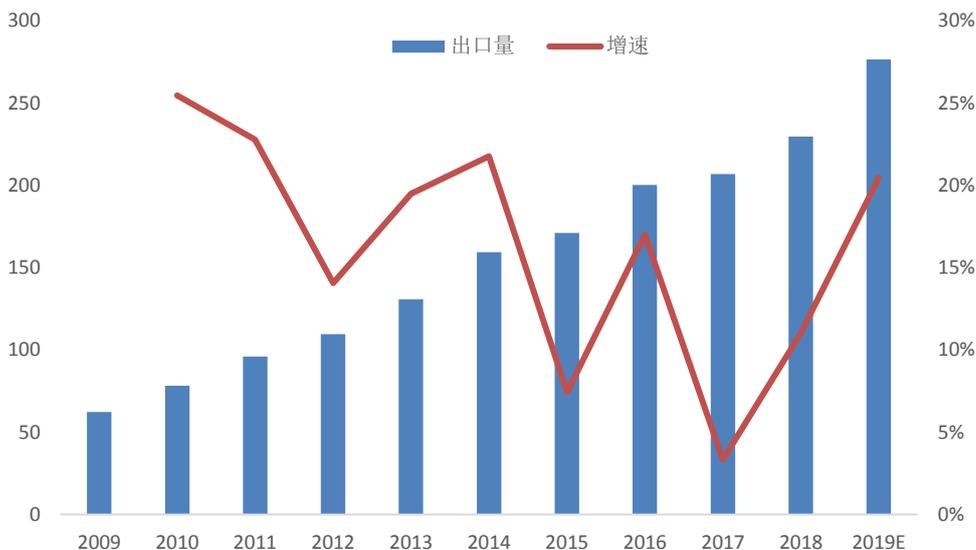
资料来源：wind，东方证券研究所，*考虑未来新投产能

2) 涤纶产业转移时间很长：以涤纶为代表的合成纤维大多诞生与 20 世纪 50 年代，并在 70 年代随着石油工业的普及迎来了快速放量。80 年代我国化纤产业刚刚起步，彼时美国和日本是全球第一和第二大产出国，但由于基数小我国与其差距并不明显。到 90 年代中期，我国已追赶至全球第二并逐步实现反超。因此涤纶行业由于诞生时间短，严格意义上来说只经历过一次产业转移，目前东南亚等后发国家化纤产业正处于萌芽阶段，但和我国的差距要远远大于 80 年代的中美，而我国涤纶的迅猛发展是建立在众多的人口基数、广袤的内需市场和完备的产业基础设施配套之上的，全球来看具备相同要素禀赋的国家并不多，复制难度极高。且参考我国经验，至少需要 30-40 年，时间上也会非常漫长。

图 6：1996 年（左图）和 2016 年（右图）全球化纤产量分布


资料来源：中国知网，东方证券研究所

3) 我国涤纶出口量或将快速增长：如前所述，虽然纺织企业在逐步外迁，但我国涤纶及上游产业短期内很难转移，预计未来我国涤纶将以丝或面料的形式输出，出口量有望迎来快速增长。另外长期看由于涤纶对原料和市场的依赖程度都很高，如果后发国家下游配套逐步完善，掌握全产业链优势的涤纶龙头走向国门，直接在海外投资设厂也将是选择之一。

图 7：我国涤纶出口量（万吨，左轴）及增速（右轴）


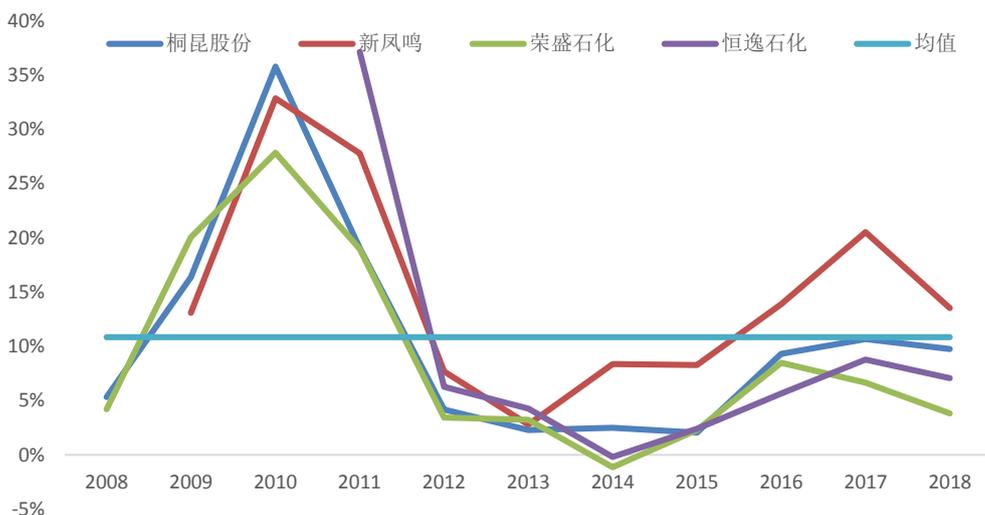
资料来源：中纤网，东方证券研究所

1.4 小结

从格局上看，我国涤纶龙头正迎来其最好的时代，强者恒强决定了龙头和小企业间差距越来越大，新增需求将几乎全部被龙头消化，市场份额的不断扩大既巩固了龙头的竞争地位，也增强了其对价格的控制力。预计行业长周期波动性会减弱，其投资回报率 ROIC 中枢也将比较接近化工平均 6%-8%

的上限，对应单吨盈利约 300 元/吨，具有盈利优势的龙头则有望达到 10%甚至更高，对应单吨盈利约 400 元/吨。

图 8：涤纶龙头长周期 ROIC



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2. 新格局下景气展望

从格局维度，我们对涤纶行业的未来非常乐观，格局改善也决定了供给端扩张将趋于有序，预计未来行业每年新增产能 200-240 万吨左右，对应增速约 5-6%。需求端将维持稳定增长，但考虑到 17-18 年的高增速和贸易战影响，未来大概率有所放缓，预计在 6-7%左右。因此未来涤纶景气的大方向是供给支撑了下限，需求则决定了上限，供需整体仍将维持平衡状态，行业盈利不会很差，但也很难出现暴利，且随着需求波动可能会阶段性的微利甚至亏损，这也会倒逼竞争力弱小的企业退出，加速行业向龙头集中的趋势。

2.1 供给扩张趋于有序

随着规模化和基地化趋势日益明显，进入涤纶行业的资金、审批、设备和市场等壁垒均越来越高，中小厂商既无能力又无意愿进行扩产，未来新增产能将集中于龙头企业。从目前规划看，桐昆、恒逸和新凤鸣三家未来每年新增产能约 200-240 万吨，占全行业比例约 90-100%。除此之外，另外几家炼化巨头和中型企业还有小幅扩产，未来两年大约 20 万吨。预计 19-20 年涤纶新增产能分别为 216 和 240 万吨，对应增速 5.4%和 5.7%，受益于格局改善未来供给端增长将非常温和。

表 3：涤纶长丝未来扩产规划（万吨）

企业名称	产能	投产时间
福建百宏	20	2019

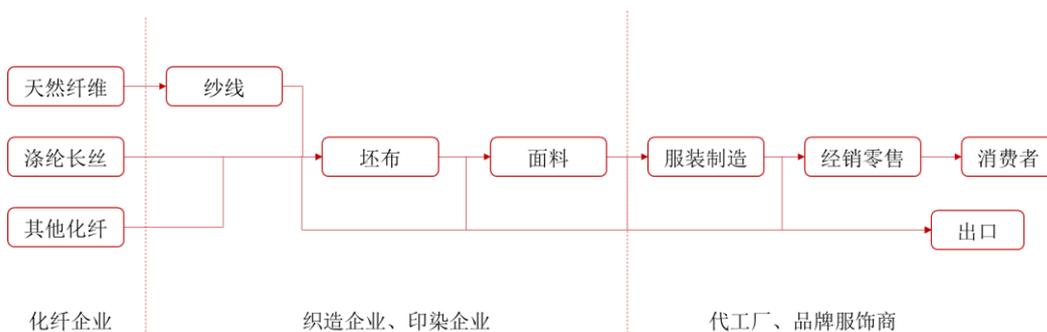
桐昆恒邦四期	30	2019
桐昆恒优化纤	60	2019
新凤鸣中跃	56	2019
嘉兴逸鹏	50	2019
新凤鸣中益	60	2020
桐昆恒腾四期	30	2020
桐昆恒超	50	2020
恒逸海宁	100	2020
恒力股份	135	2021 及以后
华祥高纤二期	60	规划

资料来源：公司公告，东方证券研究所。

2.2 需求维持稳定增长

涤纶产业链非常长，直接下游为织造板块，再下游为印染和成衣制造，终端应用领域包括服装、家纺和产业用，占比分别约 50%、30%和 20%。因此涤纶的短期需求由织造行业产能和开工率决定，但长期看还是受到终端需求的影响。以年为单位来看，涤纶需求增速可拆解为终端需求增速+产业链各环节库存波动+替代性需求增长。预计未来以上三部分需求增速分别为 6%、-1%~0%和 1%左右，综合来看涤纶需求有望保持约 6-7%的稳定增长。

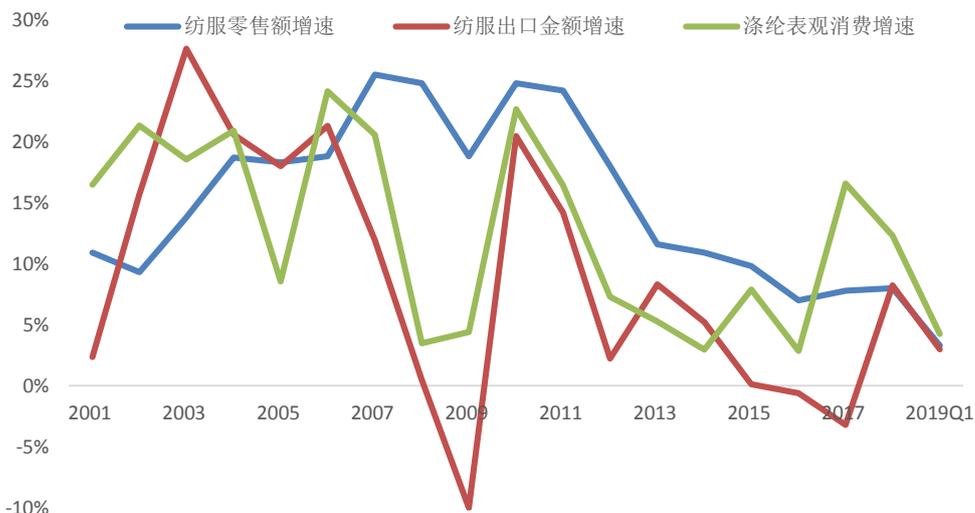
图 9：涤纶-纺服产业链



资料来源：东方证券研究所

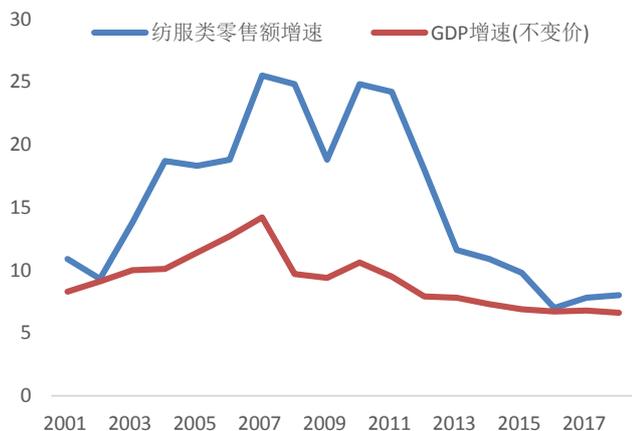
2.2.1 从终端增速看需求

终端的纺服需求包括内需和外需两部分，近几年内外需销售额占比分别约 60%和 40%。假设以限额以上纺服企业社会零售额代表内需，以纺织品及服装合计出口金额代表外需，从过往二十年历史数据来看，涤纶表观消费增速和内外需增速基本同向变化，近几年中唯一出现大幅背离的是 2017 年，主要是受到产业链库存周期的影响（详见下一小节），绝大多数年份一致性还是很强，因此纺服零售额和纺服出口数据对需求判断还是有较高的参考价值。其中内需一般较为稳定在 6-8%，而外需今年受贸易战影响增速或将小幅下滑，综合来看今年终端需求有望保持 6%左右的增长，具体分析如下：

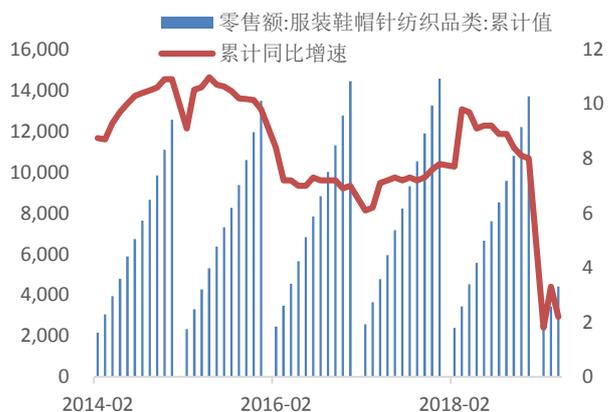
图 10： 纺服内外需增速和涤纶增速


资料来源：wind，中纤网，东方证券研究所

1) 纺服零售额增速基本稳定： 纺织品和服装大多都属于刚需型的消费品，和宏观经济相关度较低，从历史数据看其增速也较为稳定，近几年基本高于 GDP 增速 1-2 个百分点。19 年至今纺服零售增速出现了明显下滑，主要是由于去年 Q1 基数过高，同时 4 月份节假日少于往年影响，预计未来有望实现反弹，全年有望保持在 6-8% 左右。

图 11： 纺服零售额增速与 GDP 增速基本同步 (%)


资料来源：wind，东方证券研究所

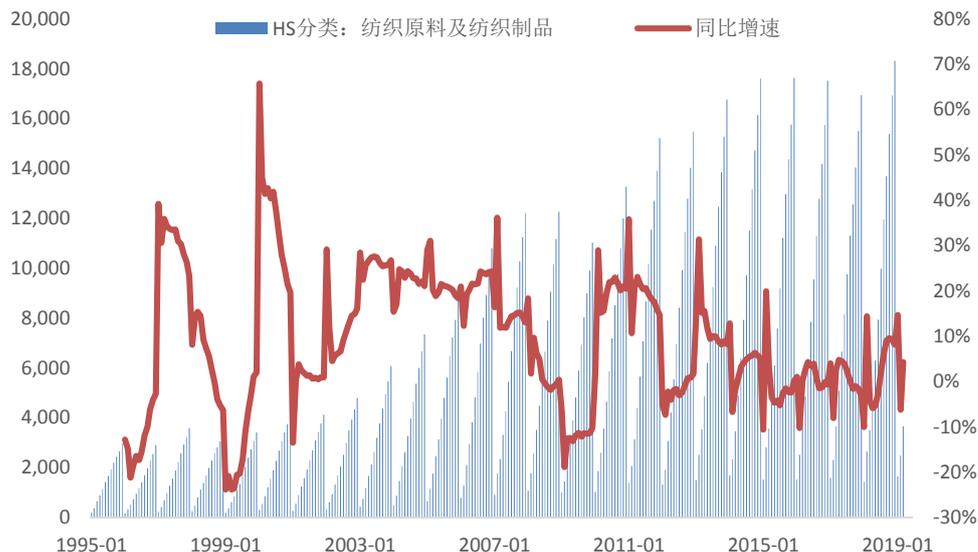
图 12： 近五年纺服零售额 (左轴，亿元) 及增速 (右轴，%)


资料来源：wind，东方证券研究所

2) 贸易战对出口影响分析： 03 年加入 WTO 后，我国纺织原料及制品出口迎来了长期超过 20% 的高速增长，但近几年随着经济由投资出口驱动转向投资消费驱动，纺服出口增速也有所回落，14-17 年基本在零附近上下波动。而去年受中美贸易战加征关税的预期影响，出现了部分抢出口现

象，全年纺服出口金额大幅增长，以美元计价增速约 4%，以人民币计价则增速在 8%，这也是去年涤纶需求超预期的重要原因。

图 13：纺服出口金额（左轴，亿元）及增速（右轴）



资料来源：wind，东方证券研究所

具体到今年，外需最大的不确定因素就是贸易战对出口的影响。从最新情况来看，5月10日美国贸易办公室 (USTR) 宣布对中国去年已经加征关税的 2000 亿美元商品 (清单 3) 加征税率由 10% 提高到 25%，同时提出拟对剩余的 3000 亿美元商品 (清单 4) 加征 25% 关税，具体实施情况将视 6 月下旬公开听证会和届时中美贸易谈判结果而定。我国输美纺织品中纺织原料占比并不高，如果考虑目前已经加征关税的清单 1-3 中的商品，合计占我国纺服出口额的 1.8%，对终端需求影响不到 1%。但需要注意的是，清单 4 首次把 HS 分类 61-63 章的服装及衣着附件类商品纳入了加税范围，其合计金额占我国纺服出口总金额的 15% 左右，因此未来如果贸易谈判进展不顺，一旦清单 4 实施落地，短期内或将对需求造成较大的冲击。

但长期来看，我们对需求却并不悲观，因为贸易战本质上是需求的转移而非消灭，虽然会加速纺服向后发国家转移，但涤纶产业仍在中国，将直接促进我国以丝或布的形式向海外输出涤纶，涤纶或布匹的出口增长和服装的出口下滑将有所对冲，对需求影响不大。更为关键的是，产业转移配合一带一路的基础设施建设，有望大幅拉动后发国家的经济实力和居民收入水平，并刺激其国内的服装消费，带来新增的涤纶需求。以东南亚为例，东盟十国人口超过 5 亿，而人均年纤维消费量不到 10kg，仅是我国的 1/3，如果提升一倍将带来 500 万吨左右的新增需求。中东、南亚等地区也比较类似，这也意味未来涤纶在海外存在着巨大的需求增量空间。

表 4：美国加征关税对纺服行业影响梳理

HS 编号	产品名称	条目数量	18 年出口额	占出口比例
清单 1：340 亿，2018 年 7 月 6 日起加征 25%				
无纺布相关产品				

清单 2: 160 亿, 2018 年 8 月 23 日起加征 25%

含聚酯切片和瓶片, 但无纺服相关产品

清单 3: 2000 亿, 2018 年 9 月 24 日起加征 10%, 2019 年 5 月 10 日起加征 25%

50	蚕丝	13	0.34	0.01%
51	羊毛、动物细毛或粗毛等	101	0.35	0.01%
52	棉花	230	3.21	0.12%
53	其他植物纺织纤维等	30	0.31	0.01%
54	化学纤维长丝	129	7.88	0.30%
55	化学纤维短纤	130	5.25	0.20%
56	絮胎、毡呢及无纺织物等	55	7.53	0.28%
57	地毯及其他铺地制品等	48	7.03	0.26%
58	特种机织物等	68	3.77	0.14%
59	浸渍、涂布等	58	6.55	0.25%
60	针织物及钩编织物	55	6.43	0.24%

清单 4: 3000 亿, 是否实施及具体时间尚不确定

52-60	蚕丝等	18	-	-
61	针织或钩编的服装及衣着附件	250	176.18	6.62%
62	非针织或非钩编的服装及衣着附件	394	145.36	5.46%
63	其他纺织制成品等	98	87.91	3.30%

资料来源: 海关总署, 美国贸易办公室 (USTR), 东方证券研究所

2.2.2 从产业链库存看需求

涤纶产业链较长, 可以分为长丝、坯布、面料、成品四个环节, 每个环节库存变化都会对需求有一定扰动, 如果出现趋势性大面积补库, 则会显著影响需求。以 17 年为例, 由于 G20 影响, 16 年开工率较低, 年底全产业链各环节库存都处于历史低位, 17 年全年涤纶库存增长 8.5 天, 坯布库存增长 3 天, 面料库存增长 9 天 (以上市织造企业代表), 品牌服饰及家纺企业库存增长 9 天, 合计带来的涤纶需求增速约 8.1%。而从 18 年底库存水平看, 涤纶和坯布库存处于均值水平附近, 但面料和成品环节库存较高, 预计 19 年继续累库空间不大, 或将步入主动去库存阶段, 如假设 19 年底全产业链库存回到均值水平, 则对需求影响为-1.3%。

图 14：涤纶生产企业 POY 库存 (天)



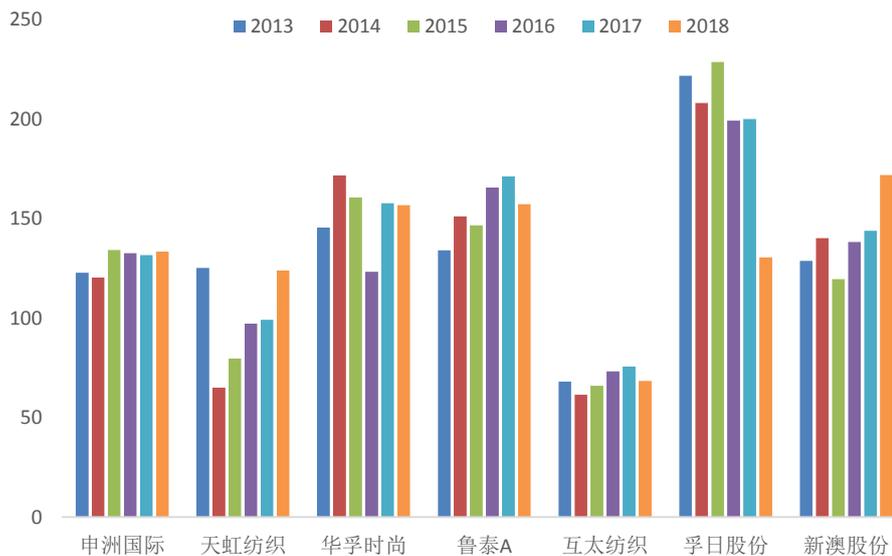
资料来源：中纤网，东方证券研究所

图 15：坯布环节 POY 原料及布库存 (天)

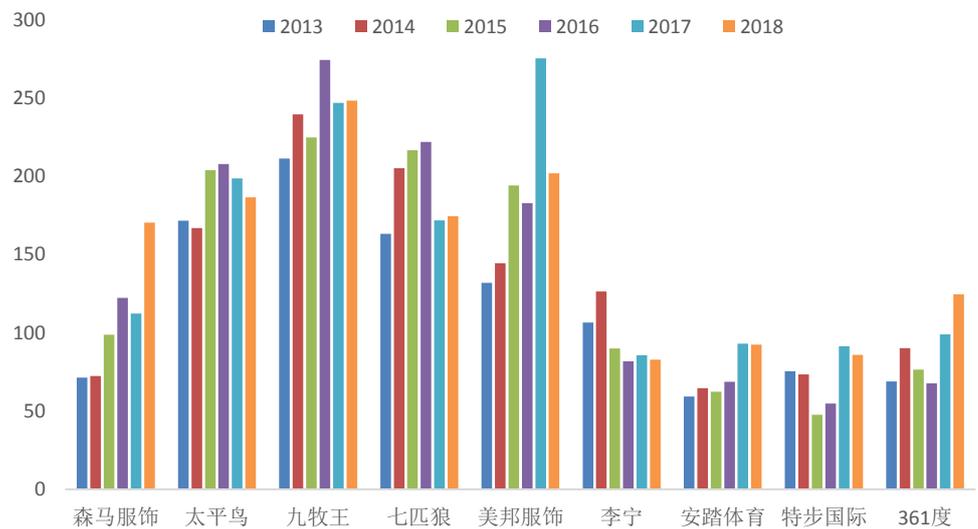


资料来源：wind，东方证券研究所

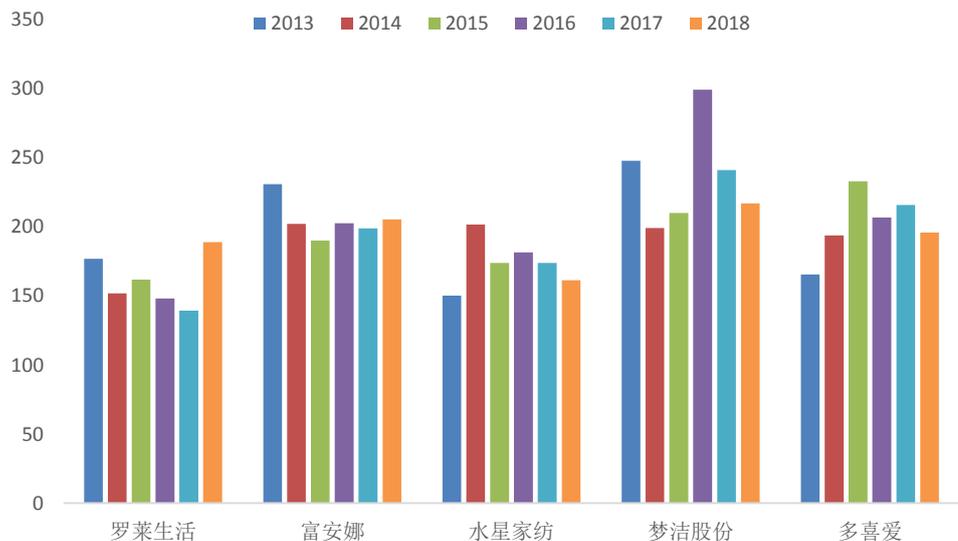
图 16：织造上市公司库存天数 (天，库存天数=存货/营业成本*365)



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：品牌服饰上市公司库存天数（天，库存天数=存货/营业成本*365）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

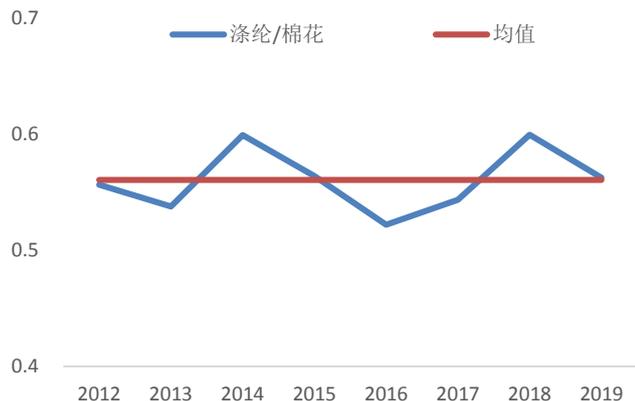
图 18：家纺上市公司库存天数（天，库存天数=存货/营业成本*365）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

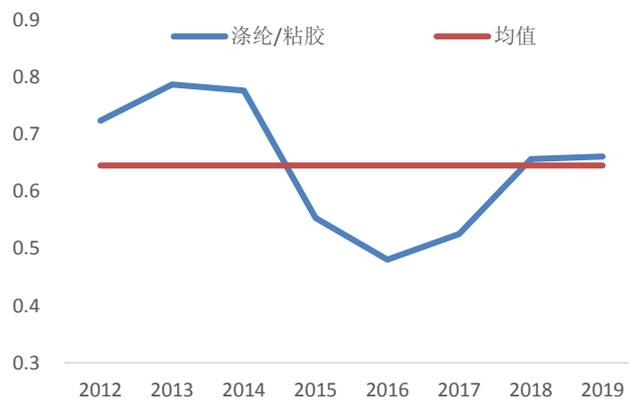
2.2.3 从替代趋势看需求

除库存扰动外，涤纶高增长的另一重要原因就在于替代其他纤维品种。毕竟纺织用纤维原料种类有很多，而过去几年加总后的合计增速却低于涤纶增速，反映出涤纶确实抢占了其他纤维的部分增量。其背后原因一方面是涤纶具有更高的性价比，尤其是 16-17 年，高性价比下替代最为明显。另外一方面则是因为最近几年涤纶在改性和仿制方面进展很快，仿皮、仿真丝、仿棉麻等产品就我们

调研观感而言确实几可乱真。而展望未来，随着上游原料跌价，涤纶的成本中枢还在不断下降，其比价优势会越来越强，预计未来替代有望贡献每年 1% 左右的需求增长。

图 19：涤纶/棉花比价趋势


资料来源：wind，东方证券研究所

图 20：涤纶/粘胶比价趋势


资料来源：wind，东方证券研究所

2.2.4 小结

如前所述，按照“涤纶需求增速=终端需求增速+产业链库存波动+替代需求增速”的假设，我们对过去五年的历史数据进行了回溯验证，测算结果与涤纶需求的实际增长较为符合。按照此框架，我们预测了未来两年的涤纶增速，假设终端需求增速稳定在 5.8%，产业链库存扰动影响分别为 -1.3% 和 0%，替代性需求每年约 1%，则 19-20 年涤纶需求增长分别约 5.5% 和 6.8%。

表 5：涤纶需求测算

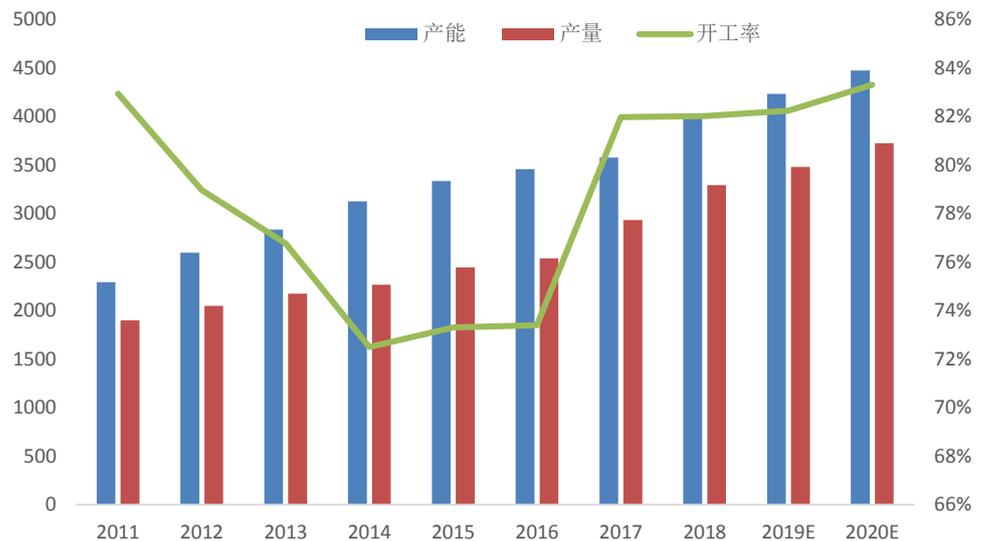
	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
1. 终端增速	9.1%	6.8%	4.7%	4.3%	8.1%	5.8%	5.8%
内需增速	10.9%	9.8%	7.0%	7.8%	8.0%	7.0%	7.0%
占比	68%	69%	69%	68%	59%	60%	60%
外需增速	5.2%	0.1%	-0.6%	-3.2%	8.2%	4.0%	4.0%
占比	32%	31%	31%	32%	41%	40%	40%
2. 产业链库存波动	-7.2%	2.0%	-3.1%	8.1%	5.0%	-1.3%	0.0%
涤纶	-5.2%	-0.5%	-3.0%	2.3%	2.9%	1.5%	0.0%
坯布	-0.8%	-0.3%	-1.4%	0.8%	0.1%	0.3%	0.0%
面料	-3.2%	1.7%	-0.5%	2.3%	0.3%	-1.0%	0.0%
成衣及家纺	1.9%	1.2%	1.7%	2.6%	1.7%	-2.1%	0.0%
3. 替代性需求增速	0.0%	0.5%	2.0%	3.0%	0.5%	1.0%	1.0%
合计	1.8%	9.3%	3.5%	15.4%	13.6%	5.5%	6.8%
表观消费增速	3.0%	7.9%	2.9%	16.6%	12.3%		
误差	1.1%	-1.4%	-0.7%	1.2%	-1.3%		

资料来源：wind，中纤网，公司公告，东方证券研究所。

2.3 涤纶开工率有望维持高位

基于上文对供需的判断,我们测算了未来涤纶行业的开工率,整体看未来两年供需仍将维持紧平衡,19和20年开工率约82%和83%,基本与17-18年持平。但由于涤纶需求季节性波动明显,分季度看开工率和盈利波动性仍将存在,甚至不排除会阶段性跌至盈亏平衡线附近,但这也推动落后小产能的出清,并加速行业向寡头格局迈进的步伐。

图 21: 涤纶产能产量(左轴,万吨)及开工率(右轴)



资料来源: 中纤网, 公司公告, 东方证券研究所

3. 投资建议

综上,目前时点我们最为看好兼具强竞争优势和高市值弹性的涤纶龙头企业,具体为桐昆股份(601233, 买入)、恒逸石化(000703, 买入)和新凤鸣(603225, 买入),近期回调后估值均处于历史较低水平。且未来新增市场份额基本集中于此三家龙头,随着产能投放其盈利中枢有望不断提升,长期配置的风险收益比很高。另外桐昆和恒逸 PTA 已完全配套,且市值弹性很大,PTA 高景气下今明两年盈利有望大幅改善,周期角度也有很大的参与价值。

表 6: 涤纶龙头业绩弹性(截止 2019/05/23)

	产能/万吨			市值/亿元	市值弹性(吨/万元)		
	炼化	PTA	聚酯		炼化	PTA	聚酯
恒力股份	2000	450	155	822	2.43	0.80	0.19
荣盛石化	1020	364	110	720	1.42	0.84	0.15
恒逸石化	560	150	386	362	1.55	1.72	1.07
桐昆股份	400	80	520	246	1.63	1.50	2.11
东方盛虹	-	-	190	211	7.59	0.71	0.90

新风鸣 - - 367 145 - - 2.53

资料来源：wind，东方证券研究所。

4. 风险提示

- 1) 油价大幅波动风险：如油价短期大幅上涨或暴跌，将对全产业链盈利产生较大影响；
- 2) 需求大幅下滑风险：随着贸易摩擦深化，未来终端外需存在一定不确定性，尤其是如美国对我国服饰及衣着附件类商品加征关税（清单 4），短期内或将对需求造成较大冲击；

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

