

## 证券研究报告

## 信达卓越推

## 推荐公司精选

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: +86 10 83326795

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

陈淑娴 研究助理

联系电话: +86 10 83326791

邮箱: chenshuxian@cindasc.com

洪英东 研究助理

联系电话: +86 10 83326702

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

## 产品提示:

**【卓越推】**为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

**【卓越推】**行业覆盖公司里优中选优,每期只推1-2只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

**【卓越推】**为未来3个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

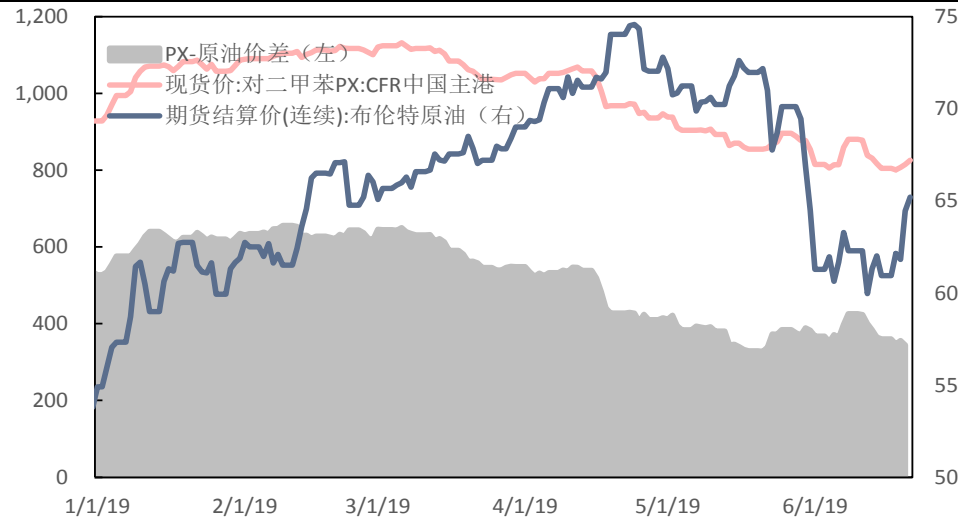
## 石油化工行业: 桐昆股份

2019年06月24日

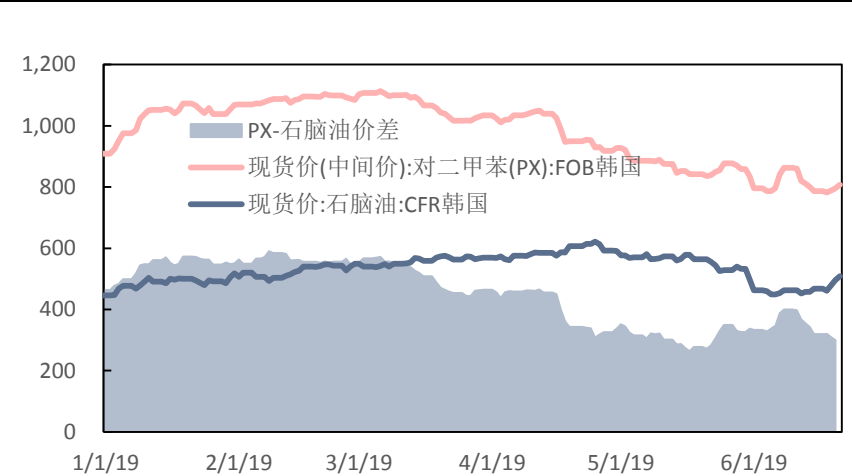
- **本周行业观点: 贸易战缓和, 终端需求预期边际改善!**
- 上周二国家主席习近平与美国总统特朗普通电话, 确定将在6月底的日本大阪G20峰会见面并推进贸易战的谈判, Brent上涨至65美金/桶, 但是PX受3季度恒逸文莱和浙江石化PX产能投产预期的影响, 涨幅较小。目前, PX与原油价差在350美元/吨, PX与石脑油价差在300美元/吨。
- **受贸易战缓和预期影响, 市场预期终端纺服需求订单将恢复, 经编企业的坯布库存有望加速消化, 继而带动对PTA和涤纶长丝的需求, PTA和涤纶长丝价格迎来反弹。**目前PTA华东市场现货价格在5900元/吨(含税价, 并非郑商所PTA期货合约价格), 行业单吨净利润在700元/吨。
- 国内多套乙烯法制和煤制MEG装置触及成本线停车检修, MEG价格在4200元/吨附近筑底。
- **在贸易战缓和的预期下, 上周聚酯企业库存明显下降, 部分企业甚至出现了封盘或卖空负库存。我们认为后续应关注美国对我国最后3000亿美金产品加征关税的谈判结果, 以及经编企业的坯布去库存速度。**目前, 涤纶长丝价格为POY(8000元/吨)、FDY(8450元/吨)和DTY(9550元/吨), 行业单吨净利润分别为POY(120元/吨)、FDY(120元/吨)和DTY(285元/吨)。

与市场不同的是, 我们认为虽然PTA和长丝分别的盈利波动均较大, 但是按照1吨涤纶长丝需要0.86吨PTA配套, 2019年2季度以来, (0.86吨PTA+1吨涤纶长丝)单吨净利润环比和同比均大幅增加。

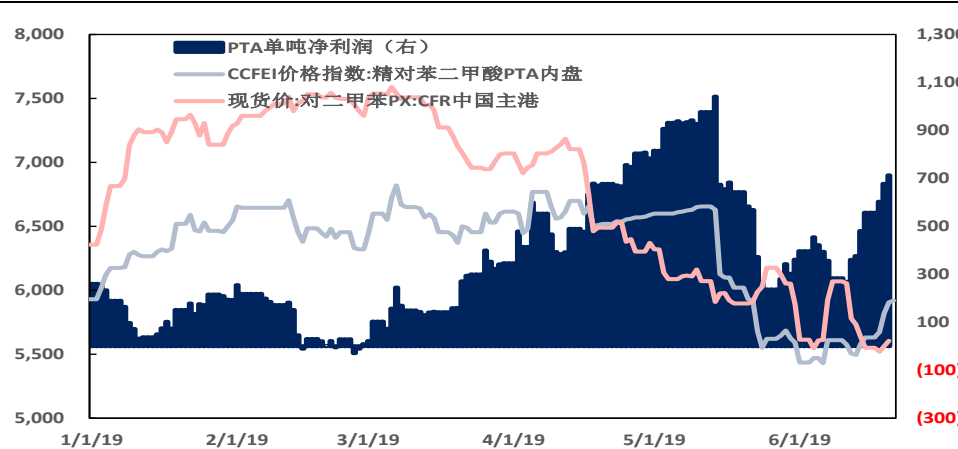
我们认为, 随着民营大炼化项目投产, PX价格暴跌且利润向下游PTA和涤纶长丝转移是不可逆的趋势, 但是不同阶段PX向PTA和涤纶长丝的转移程度有所不同, 这凸显了已实现“PTA-涤纶长丝”一体化的企业更加具备高盈利和抗风险能力。在终端需求保持稳定的情况下, 我们继续看好通过炼化一体化实现“原油-PX-PTA-PET-涤纶长丝-化纤织造”全产业链【从无到有】的民营巨头!

**图表 1: 2019 年原油、PX 价格及价差 (美元/桶, 美元/吨)**


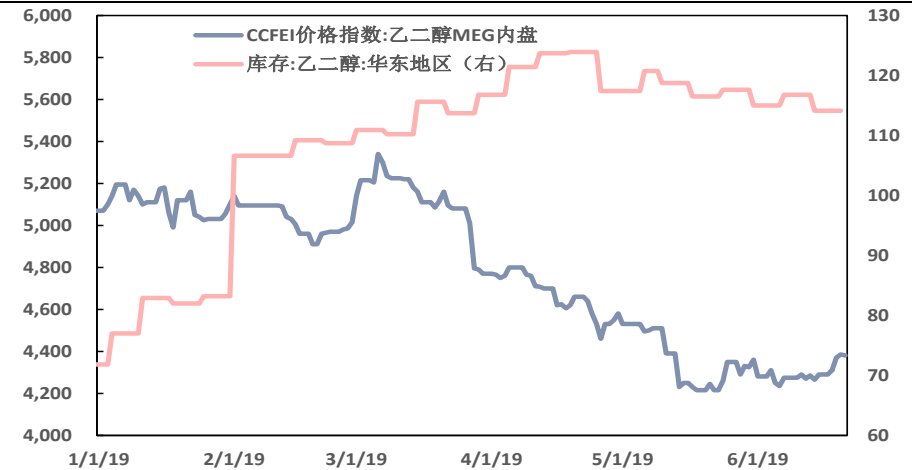
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图表 2: 2019 年石脑油、PX 价格及价差 (美元/吨)**


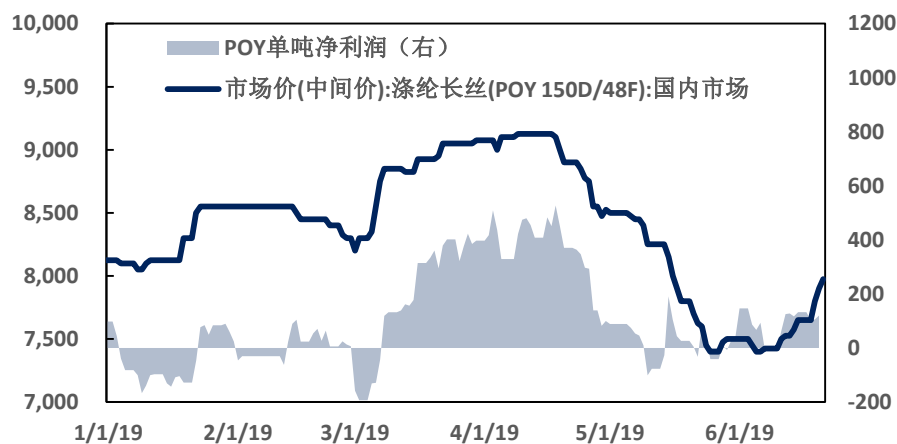
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图表 3: 2019 年 PX、PTA 价格及 PTA 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


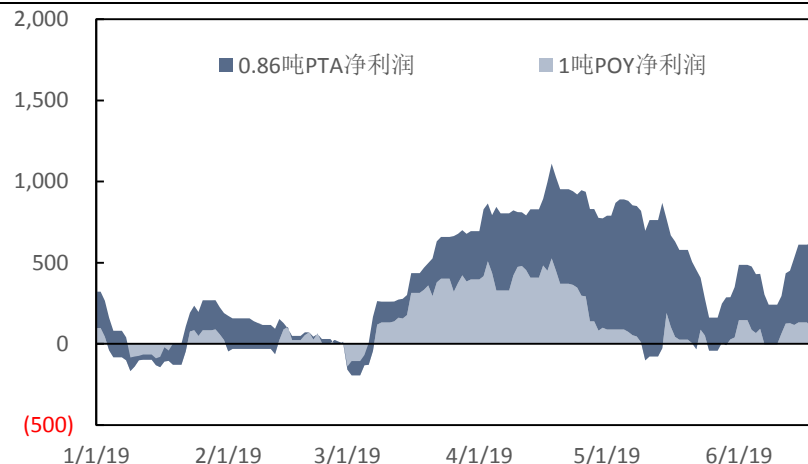
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图表 4: 2019 年 MEG 价格和华东 MEG 库存 (元/吨, 万吨)**


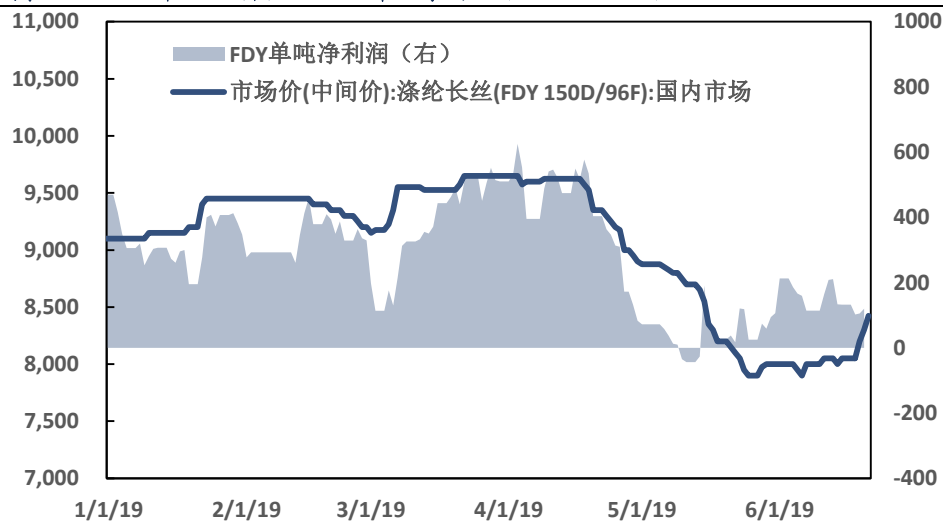
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图表 5: 2019 年 POY 价格及 POY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


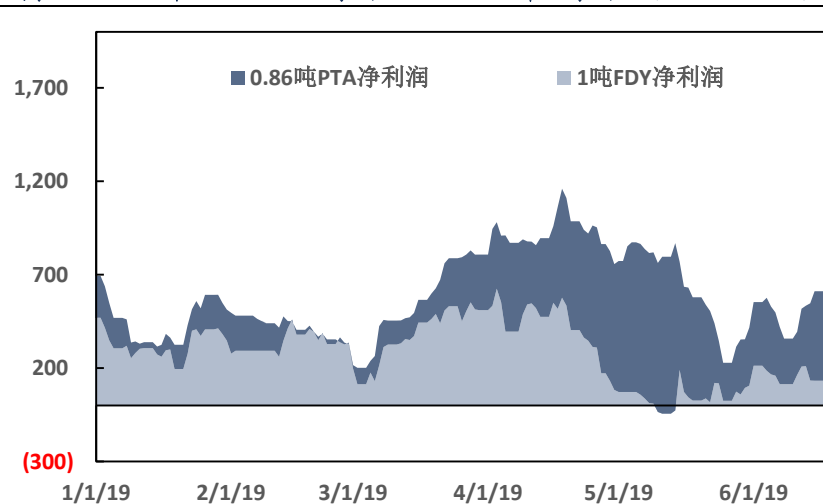
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图表 6: 2019 年 0.86 吨 PTA 净利润+1 吨 POY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


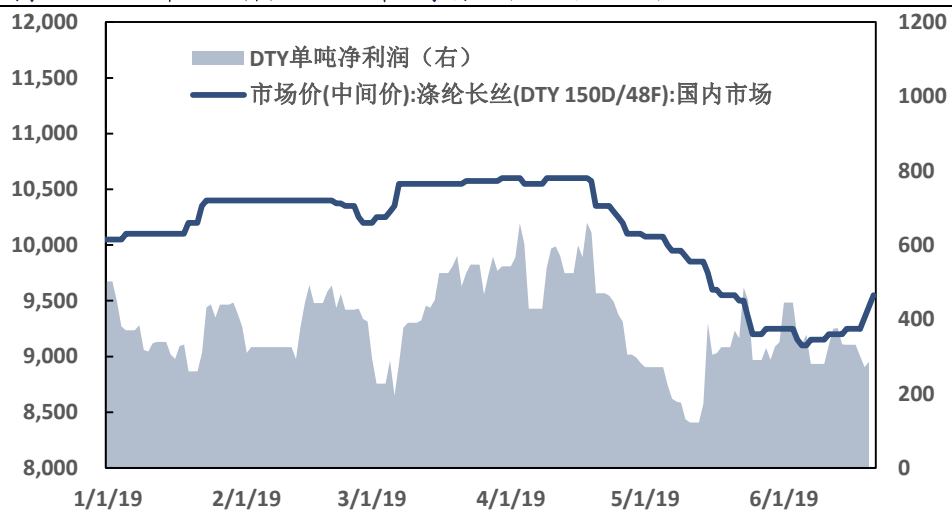
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图表 7: 2019 年 FDY 价格及 FDY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


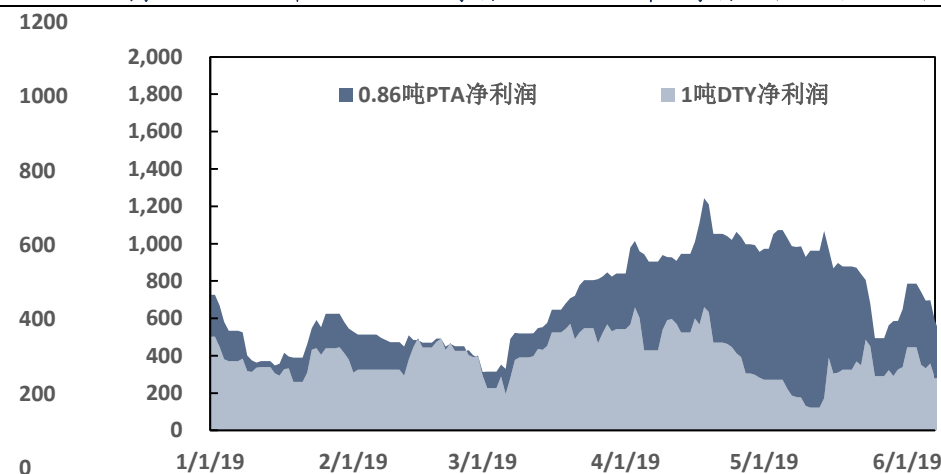
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图表 8: 2019 年 0.86 吨 PTA 净利润+1 吨 FDY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图表 9: 2019 年 DTY 价格及 DTY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图表 10: 2019 年 0.86 吨 PTA 净利润+1 吨 DTY 单吨净利润 (元/吨, 元/吨)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

- **风险提示:** 1) 大炼化装置投产, 达产进度不及预期。(2) 宏观经济增速严重下滑, 导致聚酯需求端严重不振。(3) 地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。(4) PX-PTA-PET 产业链的产能无法预期的重大变动。

## 信达大炼化指数最新走势

自2017年9月4日至2019年6月24日，信达大炼化指数涨幅为46.29%，同期石油加工行业指数涨幅为-18.37%，沪深300指数涨幅为-0.11%。我们以石油加工行业报告《**与国起航，石化供给侧结构性改革下的大道红利**》的发布日期（2017年9月4日）为基期，以100为基点，以2017年10月11日石油加工行业报告《**改革护航的腾飞式盈利：4大民营石化巨头必逆袭！**》中详细计算炼化盈利能力的3大炼化一体化项目所相关的四家上市公司荣盛石化（002493.SZ）、桐昆股份（601233.SH）、恒力股份（600346.SH）、恒逸石化（000703.SZ）为成分股，将其市值调整后等权重平均，编制信达大炼化指数，详情请见2017年11月21日石油加工行业专题报告《**信达大炼化指数：坚定陪伴4大民营石化巨头业绩腾飞！**》和2018年2月9日发布的每周油记《**油价要跌破50？中国拉动百万桶需求！**》。

图表 11 信达大炼化指数相对石油加工行业指数和沪深300指数的市场表现（2017.9.4-2019.6.24）



资料来源：万得，信达证券研发中心 注：收盘价采用2019年6月24日

➤ 本期【卓越推】桐昆股份（601233.sh）。

## 桐昆股份（601233.sh）

（2019-06-21 收盘价 14.41 元）

➤ 核心推荐理由：

**寡头化格局初显，长丝龙头持续受益。**公司是涤纶长丝的龙头企业，截止 2018 年底，拥有涤纶长丝产能 570 万吨，占全国产能的比例达到 15%。公司过去三年涤纶长丝售价高于行业平均，且随着行业集中度提升，公司产品溢价整体呈现上升的趋势，另外，龙头企业产能稳步扩张，在下游需求保持平稳的情况下，供需保持紧平衡，涤纶长丝行业整体开工率提升，使得行业整体盈利情况得到改善！经过近几年涤纶长丝行业破产洗牌重整后，我国涤纶长丝行业已经初步形成了寡头化的格局，前 6 企业的产能占比达到 45%，预计 2019 年将进一步提高到 48%。随着落后产能的淘汰，未来 1-3 年内边际上的新增产能主要来自于龙头企业，产业集中度将进一步提高，在下游高度分散的情况下，涤纶长丝龙头企业的议价权将得到显著提升！

**上游 PX 产能快速扩张，利润向下游 PTA-长丝转移。**涤纶长丝产业链涉及原油-PX-PTA-涤纶长丝，公司目前产能集中于中下游的 PTA 和长丝，而 PX 截止 2018 年对外依赖度仍高达 58%，这也造成了在整条产业链中 PX 利润较高挤压下游利润的情况。而随着恒力石化、浙江石化、恒逸文莱等大型炼化一体化一期和二期项目在未来 1-3 年内的集中投产，PX 自给率将大幅提升。2019 年 3 月至今，PX 已经暴跌超过 200 美金/吨，PX 价格下降利润向下游转移的趋势不可逆转！同时，作为生产涤纶长丝的原料乙二醇也迎来产能快速增长，进一步降低原料采购成本，增厚了下游长丝的利润。

**PTA-长丝一体化优势显著，盈利稳定性增强。**随着民营大炼化项目投产，PX 价格暴跌且利润向下游 PTA 和涤纶长丝转移是不可逆的趋势，但是不同阶段 PX 向 PTA 和涤纶长丝的转移程度有所不同，这凸显了已实现“PTA-涤纶长丝”一体化的企业更加具备高盈利和抗风险能力。按照 1 吨涤纶长丝需要 0.86 吨 PTA 配套，2019 年 2 季度以来，（0.86 吨 PTA+1 吨涤纶长丝）行业平均毛利环比和同比均大幅增加，并且持续稳定在 800 元/吨左右（不含税）。2018 年，公司 PTA 自给率达到 90%，优势显著！从公司生产 PTA 的成本来看，公司第二套 200 万吨 PTA 装置单位投资低，且运用了最新的英威达 P8 技术，使得 2016-2018 年公司 PTA 平均单吨加工成本 307 元/吨（不含税），远低于行业平均的约 500-600 元/吨的加工费用。

**盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2019-2021 年 EPS(摊薄)分别为 1.96 元、2.32 元和 3.36 元，给予“买入”评级。

**风险因素：**PX 和 MEG 产能投放不及预期，上游原材料价格上涨的风险；行业长丝产能扩张超预期导致长丝产能过剩盈利下滑的风险；公司长丝项目推进不及预期导致公司营收增速放缓的风险；原油和产成品价格剧烈波动的风险；浙江石化炼化一体化项目投产滞后，盈利不及预期的风险。

**相关研究：**《20190517 桐昆股份（601233.sh）首次覆盖报告：配套 PTA 降成本效果显著，长丝绝对龙头稳中求胜！》。

## 研究团队简介

**左前明**，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

**陈淑娴**，北京大学数学科学学院（SMS）金融数学系学士，北京大学国家发展研究院（CCER）经济学双学士和西方经济学硕士。2017年7月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

**洪英东**，清华大学工学博士，2018年4月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。