

炼化项目相继投产，利好下游聚酯产业链

——化纤行业投资策略报告

同步大市（维持）

日期：2019年09月10日

行业核心观点：

随着未来民营炼化项目的相继投产，我们认为，PX 过往高依赖度（60%）的日子将一去不复返，也必将打破韩、日等国家的强议价权，利润将由 PX 向下游传导至 PTA，而终端下游纺织服装的需求相对刚性，且跟国内经济增速高度挂钩，行业高景气将维持，加之民营炼化项目具有规模优势、技术优势、产业链一体化优势，成本优势将十分明显，建议关注民营炼化龙头桐昆股份、恒逸石化、恒力股份。

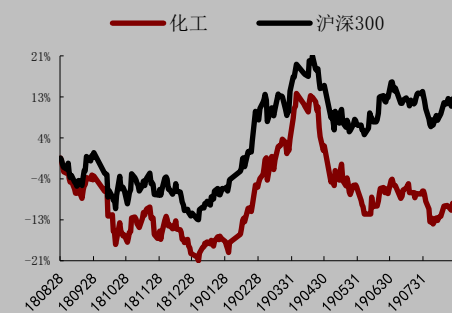
投资要点：

- **PX 进口替代加速，日韩定价模式将打破：**我国 PX 需求量逐年增加，2016 至 2018 年表观消费量由 2170.48 万吨增长至 2600.5 万吨，涨幅达 19.81%，自给率只有 38.84%，对外依存问题突出，进口数量为 1590.51 万吨，主要来自日韩等国家，日韩企业对国内 PX 具有较强的议价权，但随着民营大炼化的不断推进，我们预计 2019 年中国新增产能达到 1360 万吨，今年下半年开始 PX 供需偏紧的格局将有所改善，自给率将达至 69.7%，日韩定价模式将被打破，PX 价格也将下行，利润将传导至 PTA 端。
- **PTA 供需向好，将成为产业链新的“利润中心”：**我国 PTA2018 年产能为 5129 万吨/年，开工率维持在 80%左右，PTA 2018 年的消费量为 4034 万吨/年，同比增加 23%，可以发现国内 PTA 基本属于自产自销。随着上游原材料 PX 价格下跌，供应端成本减小，加之 2019 年下半年国内新增产能只有新凤鸣和恒力石化的 470 万吨，PTA 供需格局向好，景气度上行，将成为未来产业链新的“利润中心”。
- **聚酯短期受中美贸易摩擦影响承压，长期逻辑不变：**2017 年涤纶长丝表观消费量为 2405.37 万，同比增长 10.45%，2018 年需求为 2684.81 万吨，同比增长 11.62%，长丝行业维持景气，然而今年 5 月中国和美国贸易关系再度进入紧张阶段以来，聚酯产业链便陷入了相对低迷的状态存在短期的利空期，对美出口服装纺织品可能受阻则是引起下跌行情的催化剂。但从长期来看，下游纺织服装需求相对刚性，且与国家经济高度挂钩，我们认为就算长丝需求增速有所放缓，那降幅也相对有限。
- **风险因素：**中美贸易摩擦加剧、原油价格下跌、民营大炼化项目投产不达预期、下游纺织服装需求大幅下滑。

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
桐昆股份	8.39	7.78	7.39	增持
恒逸石化	15.43	10.01	8.02	增持
恒力股份	20.15	6.34	5.22	增持

化工行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019年09月10日

相关研究

- 万联证券研究所 20190827_扬农化工 (600486) 半年报点评_AAA_杀虫剂量价齐升，公司业绩整体复合预期
- 万联证券研究所 20190827_恒逸石化 (000703) 中报点评_AAA_文莱项目投产在即，业绩符合预期
- 万联证券研究所 20190826_行业周观点_AAA_醋酸、DMF 领涨，建议关注新材料板块

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：黄侃

电话：18818400628

邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

目录

1、产业链概况.....	4
2、PX: 民营炼化投产促使供给端放宽, 进口依赖将逐步下降.....	5
2.1 复盘国内目前PX格局.....	5
2.2 PX价格影响因素分析: 油价、装置工艺、定价机制.....	6
2.2.1 油价对PX的影响.....	6
3、PTA: 未来产业链利润核心, 景气度有望上行.....	10
4、聚酯: 短期终端需求有所下滑, 长丝价格宽幅震荡.....	13
4.1 需求增速放缓库存积压, 长丝价格进入调整期.....	13
4.2 受中美贸易摩擦影响终端需求短期略显疲态, 行业进入重整阶段.....	15
5、风险提示.....	18
图表 1: 聚酯上下游产业链.....	4
图表 2: 中国PX产量及表观消费量(万吨/年).....	5
图表 3: PX开工率(百分比).....	5
图表 4: 中国PX进口数量及进口依赖度.....	5
图表 5: 我国PX进口结构.....	6
图表 6: 2019年国内PX新增产能投入(万吨/年).....	6
图表 7: 原油价格(美元/桶).....	7
图表 8: PX与石脑油价格和价差(美元/吨).....	7
图表 9: 中国PX进口数量及进口依赖度.....	7
图表 10: PX流程长度划分.....	8
图表 11: 目前大陆主要PX装置情况.....	9
图表 12: 未来三年国内PX新增产能情况.....	9
图表 13: PX FOB韩国、CFR台湾以及外盘报价走势.....	10
图表 14: PTA、PX及价差走势.....	10
图表 15: PTA产能及表观消费量(万吨/年).....	11
图表 16: PTA进出口量(万吨/年).....	11
图表 17: PTA开工率(百分比).....	12
图表 18: 国内PTA库存天数(天).....	12
图表 19: 国内PTA产能占比情况.....	12
图表 20: 未来三年国内PTA新增产能情况.....	13
图表 21: 2018年全国涤纶长丝表观消费量(百万吨).....	13
图表 22: 涤纶长丝及聚酯开工率(百分比).....	14
图表 23: 涤纶长丝华东地区市场价格(元/吨).....	14
图表 24: 长丝-PTA价差(元/吨).....	14
图表 25: 涤纶长丝库存天数(天).....	14
图表 26: 柯桥纺织总景气指数.....	15
图表 27: 我国涤纶长丝下游应用分布.....	15
图表 28: 不同纤维产品价格比较(元/吨).....	15
图表 29: 全国人口数(百万)与人口出生率.....	16
图表 30: 城镇居民人均可支配收入(元).....	16
图表 31: 城镇居民人均消费性支出(元).....	16
图表 32: 纺织服装、服饰业: 营业收入(亿元).....	16

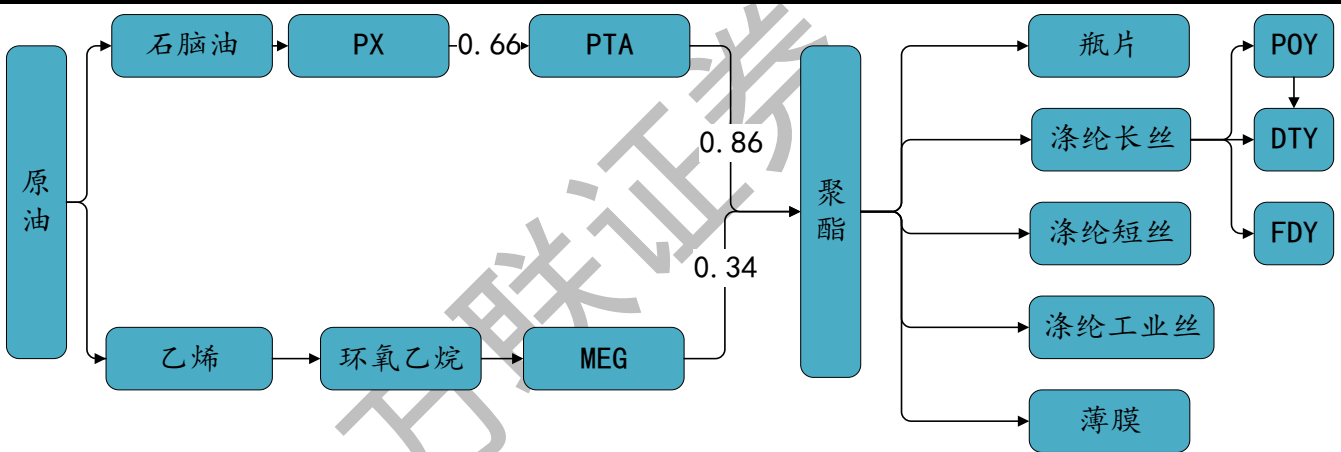
图表 33: 出口交货值 (亿元)	17
图表 34: 全国住宅销售套数 (万套)	18
图表 35: 全国汽车销量累计值 (万辆)	18

万联证券

1、产业链概况

PX-PTA产业链主要可以分为三部分:1. 原油粗加工得到石油脑;2. 石油脑经过重整、芳烃抽提、异构化、歧化等工艺流程制取PX; 3. PX在溶解于醋酸中, 经过空气氧化、加氢精制、提纯、结晶分离得到PTA, PTA在与乙二醇 (MEG) 反应得到PET (聚酯)。聚酯PET主要应用为聚酯瓶片、聚酯纤维以及聚酯薄膜三大块, 其中聚酯纤维又分为涤纶长丝以及涤纶短纤, 用量约占整个聚酯产量的75%, 它们主要用于纺织业; 聚酯瓶片的占比约为20%, 主要用于食品饮料的包装; 聚酯薄膜约占5%, 主要用于外层材料, 具有较好的印刷性。

图表 1: 聚酯上下游产业链



资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

产业链上游为原油炼化环节, 对于需求端, 2017年全球PX总消费量为4090万吨, 亚洲PX需求量占全球需求量的80%以上, 其中中国消费量超过2400万吨, 接近占全球消费量的60%; 对于供给端, 现在国内PX产能有比较大的供给缺口, 主要依赖进口。2018年PX产能为1400万吨, 进口依赖度高达60%。但随着国内PX产能逐渐释放, 2019年和2020年国内计划新增产能分别 1050万吨/年和1380万吨/年, 供需关系有望得到改善。

产业链中游为PTA, PTA是重要的大宗有机原料之一。可用PTA与乙二醇 (MEG) 生产聚酯。而其中聚酯纤维是最主要的品种, 在世界合成纤维总产量中占将近80%的比例, 聚酯还可用来生产非纤维产品。PTA既是石油的终端产品, 也是聚酯等的前端产品。从产业链上看, PTA上承PX和原油, 下接聚酯。2018年国内PTA表观消费量为4034万吨/年。对于供给端, PTA去产能效果明显, 产能在近年增速缓慢, 2018年我国PTA产能为5129万吨/年。其中国内产能不断向龙头企业集中, CR5为52%。根据世界主要PTA生产国家或者地区CR3在70%以上, 国内行业集中度也有望提升, 落后产能将被淘汰。且未来3年内新增产能主要由龙头企业提供也可以佐证。

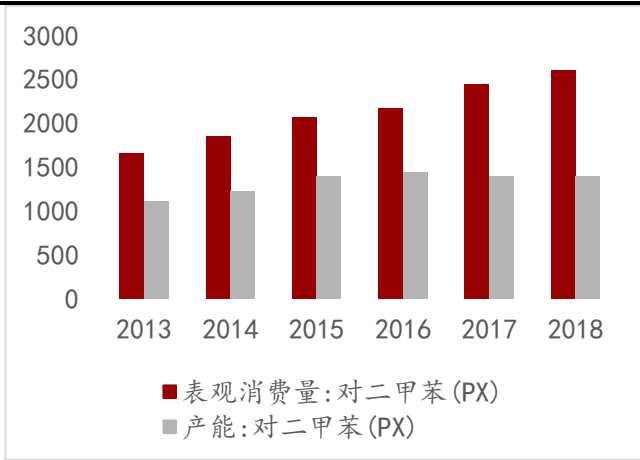
产业链下游为PET, 分为聚酯薄膜、聚酯瓶片和聚酯纤维 (涤纶), 其中聚酯纤维又可分为涤纶长纤和涤纶短纤。涤纶短纤一般与棉花混纺, 涤纶长丝用量约占整个聚酯纤维产量的80%, 为纺织企业使用。2018年国内涤纶长丝产量和表观消费量分别达到2773.7万吨/年和2594万吨/年, 同比增长8.99%和9.89%。随着二胎政策放开, 居民生活水平提高, 涤纶长丝下游保持景气。

2、PX：民营炼化投产导致供给放宽，进口依赖逐步下降

2.1 复盘国内目前PX格局

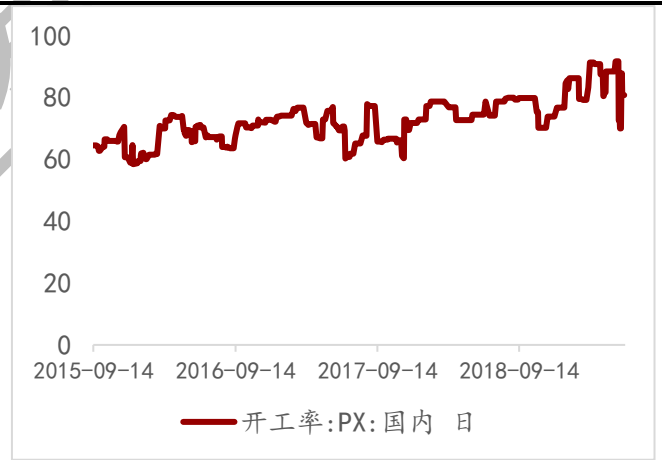
我国PX需求量逐年增加，2017年全球PX总消费量为4090万吨，中国PX消费量超过2400万吨，近乎全球总消费量的60%。2016至2018年，表观消费量由2170.48万吨增长至2600.5万吨，涨幅达19.81%，旺盛的需求量与自给率严重相悖，自给率下滑明显，降至38.84%，对外依存问题突出，进口数量达到了1590.51万吨，三年内涨幅28.67%，2018年，国内产量与表观消费量差距1590.5万吨，产量远远低于需求水平。过去三年，PX产能几乎增长停滞，主要原因是一方面国内的PX生产装置面临老化及频繁检修等问题，另一方面是民营大炼化项目筹建、审批、完工的周期较长。

图表 2：中国 PX 产量及表观消费量（万吨/年）



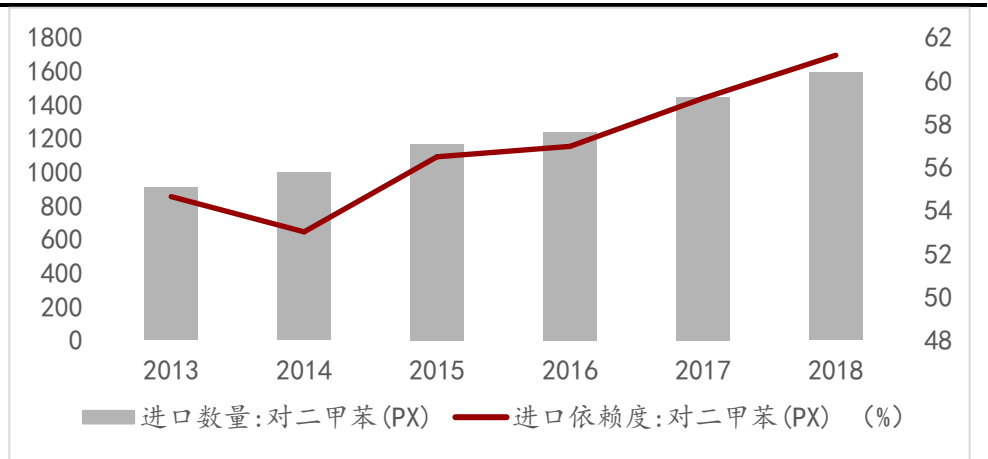
资料来源：WIND, 万联证券研究所

图表 3：PX 开工率（百分比）



资料来源：WIND, 万联证券研究所

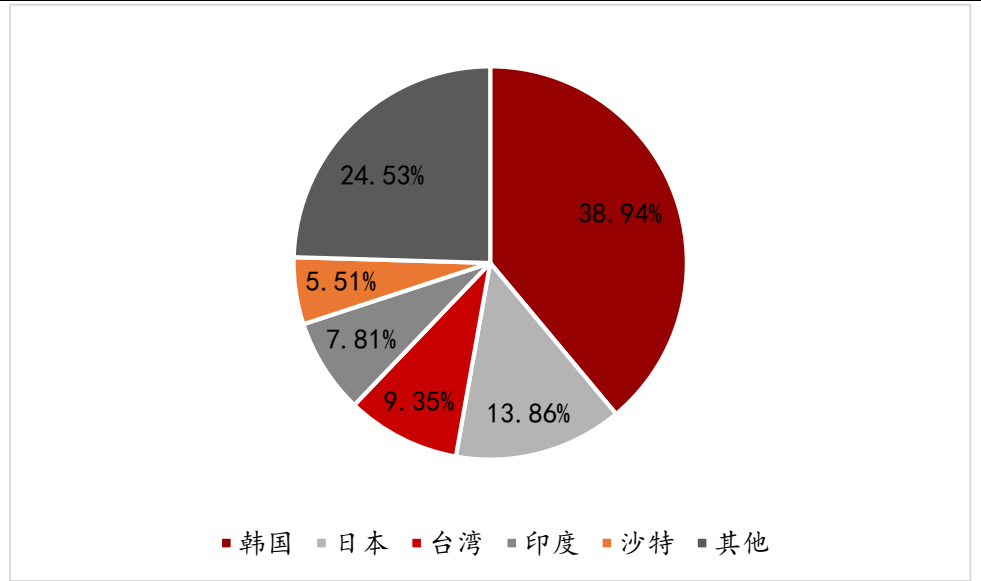
图表 4：中国PX进口数量及进口依赖度



资料来源：WIND, 万联证券研究所

2018年，我国PX主要进口来源还是韩日等亚洲国家，其中韩国进口占比达到了接近40%，其次是日本、台湾地区，分别为14%和9%。印度和沙特分列4、5位，占比为7.81%和5.51%。

图表5: 我国PX进口结构



资料来源: 百川资讯, 万联证券研究所

今年5月, 恒力石化年产能2000万吨的炼化一体化项目已全面投产, 将会带来PX产能450万吨/年, 浙江石化年产能4000万吨炼化一体化一期项目完成工程建设、设备安装调试等前期工作, 生产线路含400万吨/年PX, 有望在今年四季度达产, 恒逸文莱2200万吨PMB石化一期项目整体已进入投料试车和生产运行过渡阶段, 预计三季度完全进入商业运营, 可产PX 150万吨/年。加上其他企业的投产计划, 预计2019年中国新增产能达到1360万吨, 今年下半年开始PX供需偏紧的格局将有所改善, PX行业处于向供需平衡过渡阶段, 去年1400万吨产能有望增加至2760万吨, 以过去三年平均70%的开工率估算产量有1932万吨, 19年的表观消费量在18年2600.5吨的基础上按6.6%的水平递增至2772万吨, 自给率将达至69.7%, 增加至少30个百分点。

图表6: 2019年国内PX新增产能投入 (万吨/年)

企业	产能	投产时间
恒力石化	450	2019.5
海南炼化	100	2019.6
中化弘润	80	2019.6
恒逸(文莱)	150	2019Q3
浙石化	400	2019Q4
惠州炼化	80	2019Q4
联合石化	100	2019Q4
合计	1360	

资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

2.2 PX价格影响因素分析: 油价、装置工艺、定价机制

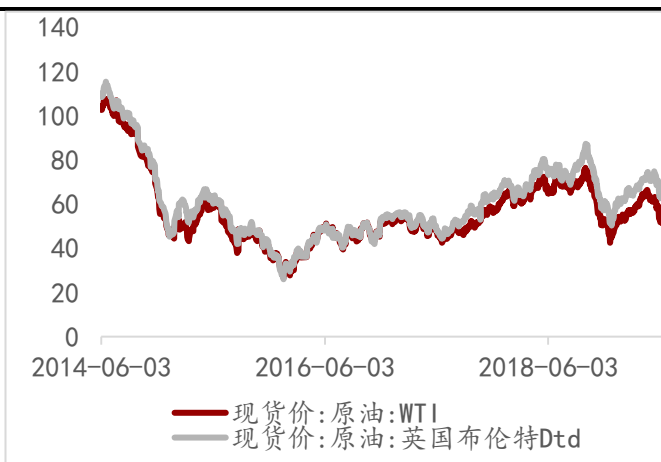
2.2.1 油价对PX的影响。

从原料面来看, 原油价格作为石脑油的上游, 两者之间价格波动呈现明显正相关关系, 而作为石脑油下游的PX, 其价格的走势也与石脑油价格的走势高度一致。我们认为下半年原油价格主要受到两方面因素影响: 1. 确定性: 美国页岩油管道运输能力提高, 增量基本可以确定。管道运输不足一直是困扰美国页岩油增量的关键因素, 18年底投

入大型管道建成导致美国页岩油开采量大幅上升，而在19年9月以后，美国将有两条大管建成，届时美国大概率有超过200万桶/日新增原油产量，这部分增量基本可以确定；2. 不确定性：主要是OPEC减产情况以及地缘政治因素，如美国制裁伊朗。而根据彭博的测算，美国Permian盆地页岩油边际完全生产成本为49美元/桶，当油价低于该价格时，将限制页岩油企业的生产积极性，对油价形成支撑。因此，我们认为，目前油价往下的空间已经相对有限，但向上的动力又相对不足，大概率会在区域内震荡，且第三季度预计中枢会小幅上涨，第四季度管道建成以后中枢回落。

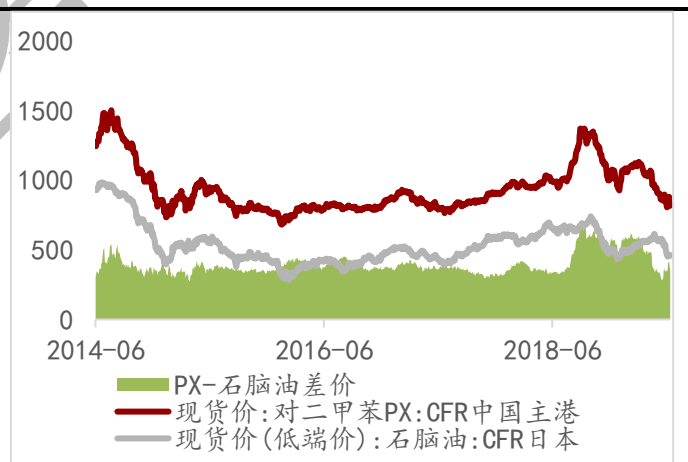
在这里必须界定一个概念，PX的价格下降并不代表公司PX业务的利润会有所下降，影响公司PX业务利润的关键在于石脑油和PX的价格差，价格差收缩表示公司PX这块业务盈利能力有所提升，即原材料价格跌幅大于公司产品跌幅，公司反而会有所受益，反之亦然。

图表 7: 原油价格 (美元/桶)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表 8: PX 与石脑油价格和价差 (美元/吨)



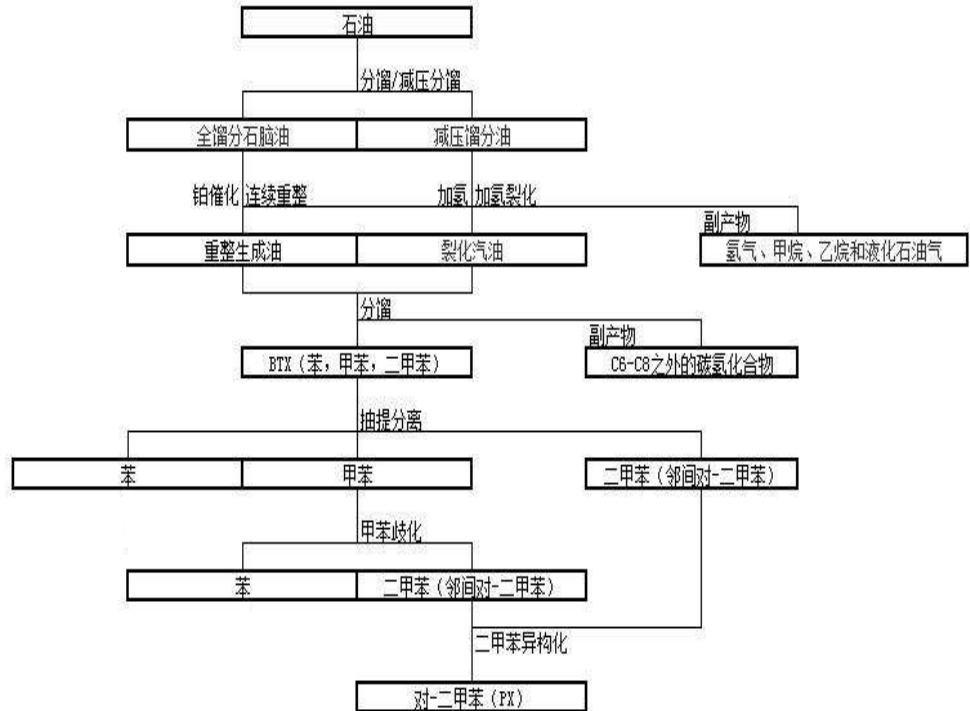
资料来源: WIND, 万联证券研究所

2.2.2 装置工艺对PX的影响

一般把PX的生产路径分为以下三部分:

1. 石油常减压: 通过常减压装置把原油进行分离, 分离出石脑油、LPG、常减压蜡油等。
2. 重整, 把经过常减压装置得到的重石脑油经过铂催化连续重整得到重整生成油, 并与减压溜分油加氢裂化得到的裂化汽油再进行重整。这一步也是炼厂制备氢气的主要来源
3. 芳烃抽提、歧化、异构。

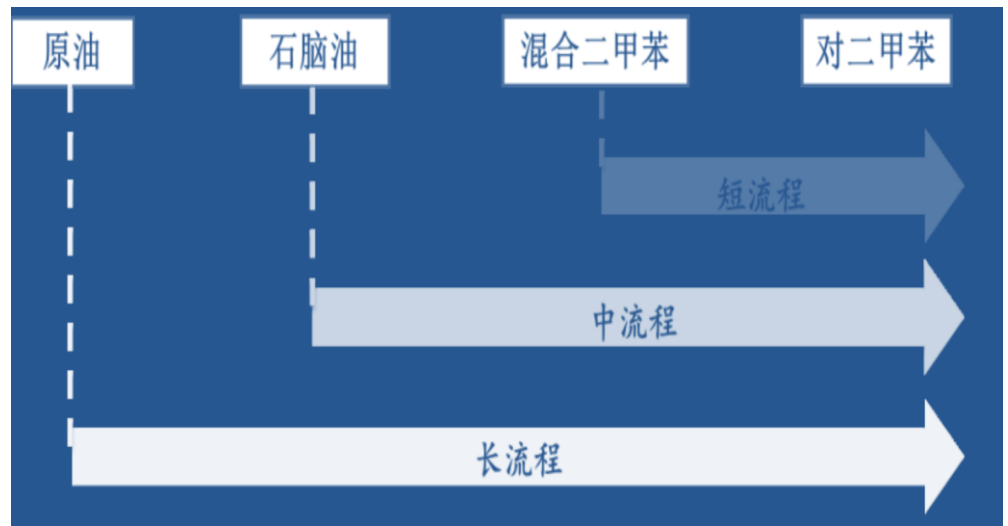
图表9:PX生产路径



资料来源：百川资讯，万联证券研究所

PX装置的种类也相应的根据上面流程的长短分为三类：流程最短的是混合二甲苯（或者C8 混合芳烃）制PX，其次是石脑油制PX，流程最长的是炼化一体化PX 装置（原油制PX）。

图表10：PX流程长度划分



资料来源：万联证券研究所

仅就PX角度来看，通过长流程装置生产的PX完全成本最低，通过短流程装置生产的PX成本最高。目前国内的PX供应还是以中石化+中石油为主，其中主要为长流程，剩下的为中流程，而国内民营的炼化装置则基本为中流程。

图表11：目前大陆主要PX装置情况

企业名称	公司名称	产能	流程类型
中石化	镇海炼化	52	长流程
	天津石化	33	长流程
	扬子石化	80	长流程
	福建炼化	85	长流程
	上海石化	80	长流程
	洛阳石化	20	中流程
	金陵石化	60	中流程
中石油	辽阳石化	75	中流程
	乌石化	100	中流程
	彭州石化	70	长流程
民营炼化	中金石化	160	中流程
	福佳大化	140	中流程
	青岛丽东	100	中流程
	恒力石化	450	长流程

资料来源：各公司公告、万联证券研究所

未来几年民营炼化项目投产，这些项目大都是长流程，保证了国产PX的成本优势，行业竞争力强。且从目前国内PX项目形势来看，基本少有年产100万吨以上的PX项目，未来投产的民营炼化投产的PX产能都在100万吨/年以上，具有明显的规模优势，从而也会形成成本优势

图表12：未来三年国内PX新增产能情况

厂家名称	产能(万吨/年)	投产时间	地点	流程类型
海南炼化	100	2019年Q2	海南	长
浙江石化一期	400	2019年	舟山群岛	长
宁波中金二期	200	2020年	宁波	长
盛虹石化	200	2020年	连云港	长
江阴澄星实业和中石化天津分公司	160	2020年	天津	长
河北玖瑞	80	2020年	河北	长
浙江石化二期	400	2020年	舟山群岛	长
唐山旭阳石化	200	2020-2021年	曹妃甸	长
兵器工业集团	140	2020年	盘锦	长
中化泉州	80	2021年	泉州	中

资料来源：百川资讯，万联证券研究所

2.2.3 定价机制对PX的影响

目前，PX的定价方式主要分为三类：

- 1、国际收盘价（CFR中国、FOB韩国、FOB美国）
- 2、中石化挂牌价/结算价
- 3、ACP（Asia Contract Price）定价协议

亚洲地区用的比较多的为ACP定价模式：买卖双方签订年度长约，但实际执行价格月度商谈，月末供方（日本JX、日本出光、埃克森美孚、韩国S-oil、韩国SKG）分别公布下月倡导家，买家还盘谈判，两对以上达成一致，即宣布ACP达成，在ACP达成月，价格按照公式=50%ACP+50%现货月均价进行计算。

在ACP定价协议当中，日韩企业在ACP定价拥有很强的话语权，利润大头都被日韩企业所攫取。但是我们认为未来随着民营炼化PX的投产，国内PX将会逐步转向自给自足，ACP定价协议的议价权会越来越弱，国内民营大炼化板块企业将获得议价主动权，PX合约定价也将从50%ACP+50%合约价逐步向100%合约价转变，日韩企业原有的利润将大幅缩减，PX价格将适当下行，这点也从恒力炼化项目投产以后PX价格大幅下降可以佐证。

图表 13: PX FOB 韩国、CFR 台湾以及外盘报价走势

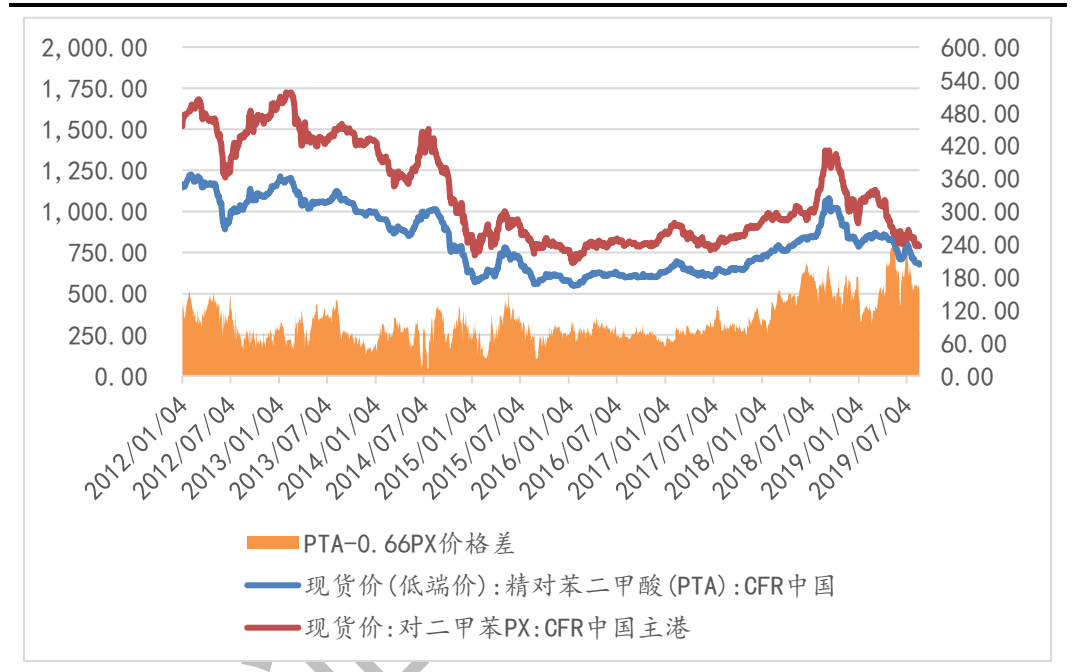


资料来源: wind, 万联证券研究所

3、PTA：未来产业链利润核心，景气度有望上行

从上游原料分析，PTA上游原材料PX由于受到原油价格下行和恒力炼化项目已投产的影响而大幅下降，从2019年年初的高位948美元/吨下降到2019年7月1日的852美元/吨，降幅达10.13%。PTA的价格也因原油价格的影响而从2019年年初的805美元/吨下降到2019年7月1日的804美元/吨，降幅为0.01%，低于PX价格的降幅。PTA-PX价差也从年初的179美元/吨扩大到243美元/吨，随着2019年开始我国PX产能投产加速，自给率的提升，PTA-PX价差有望进一步扩大，聚酯产业链利润从PX向下游转移。

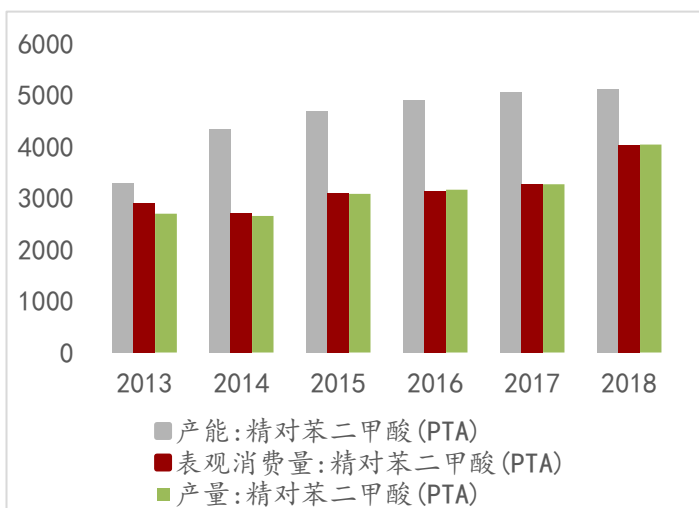
图表 14: PTA、PX 及价差走势



资料来源: wind, 万联证券研究所

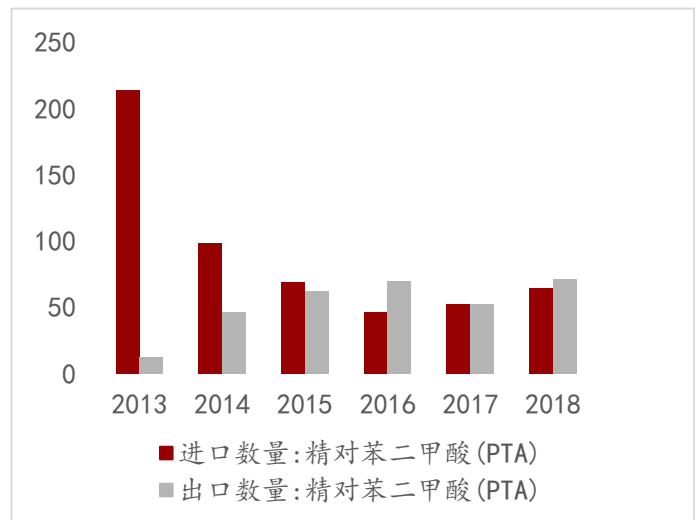
从供需关系来看,在供给端,我国PTA产能由2013年的3293.5万吨/年到2018年的5129万吨/年,5年内增加1835.5万吨/年产能,年复合增长率为9.26%。但产能主要增长来自2014年,增加1042万吨/年产能,占近五年增长率的57%。PTA去产能效果明显,产能在近四年内增长缓慢,而PTA消费量由2015年的2901万吨/年增加到2018年的4034万吨/年,从而PTA的供需关系得到不断的改善。PTA净出口数量基本为零,所以国内PTA基本属于自产自销。

图表 15: PTA 产能及表观消费量 (万吨/年)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表 16: PTA 进出口量 (万吨/年)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

近三年的PTA生产设备开工率保持在80%左右,主要原因为产能增速较缓慢,国内供需缺口不断缩小。PTA生产企业的库存天数也保持在3天左右。

图表 17: PTA 开工率 (百分比)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

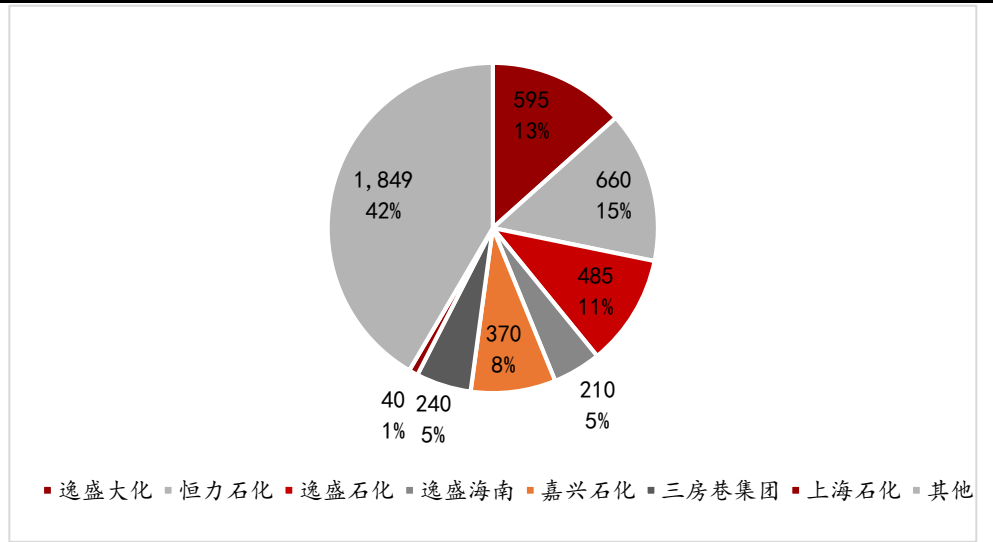
图表 18: 国内 PTA 库存天数 (天)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

截止目前,我国PTA总产能为5218.5万吨/年,其中有效产能为4448.5万吨/年,随着落后产能逐渐被淘汰,龙头企业靠着规模效应稳步扩产,行业集中度不断增加。当前有效产能中,恒力石化、恒逸石化、荣盛石化等大型PTA企业合计占有我国PTA有效产能的50%以上。这些企业产能规模较大,生产设备先进。且一些企业具有全产业链覆盖等优势,在上游原材料成本上比其他企业低。而那些竞争力较弱的企业将不断会被淘汰。目前PTA生产主要上市公司开工率达到97.56%,远远高于其他企业72.39%的开工率。

图表 19: 国内 PTA 产能占比情况



资料来源: 百川资讯, 万联证券研究所

从新增产能来看,我国PTA行业逐渐呈现两极分化的格局,国内未来三年产能主要集中在龙头企业。其中新风鸣和恒力石化四期将在今年内投产,预计产能将到达220万吨和250万吨,其余的将在未来两年内布局近2000万吨。总体上今年产能增速将放缓,产能过剩情况将得到有效缓解。

图表 20：未来三年国内 PTA 新增产能情况

企业	产能	投产时间	地区
新凤鸣	220	2019 年	嘉兴
中金石化	300	2020 年	宁波
虹港石化	240	2020 年	连云港
恒力四期	250	2019 年四季度	大连
桐昆石化	240	2021 年	九江
台化兴业	150	2020 年	宁波
新疆库尔勒中泰石化有 限责任公司	120	2021 年	昆玉
江阴澄星实业集团有 限公司和中石化天津分公 司	220	2020 年	天津
福建百宏石化	250	2020 年	福建省
恒力五期	250	2020 年二季度	大连

资料来源：百川资讯，万联证券研究所

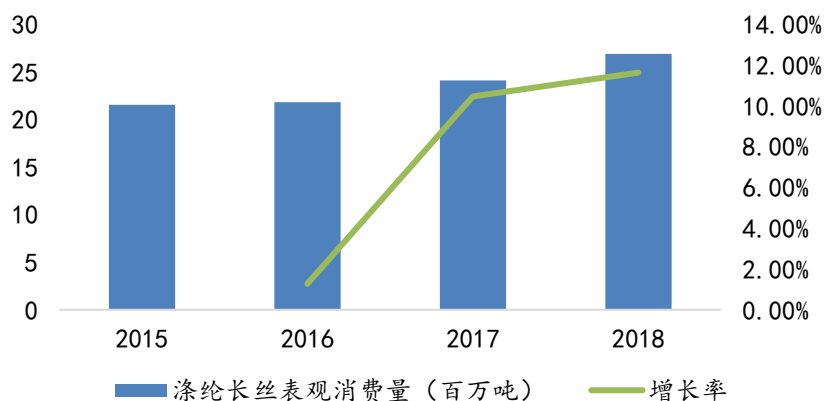
4、聚酯：短期终端需求有所下滑，长丝价格宽幅震荡

4.1 需求增速放缓库存积压，长丝价格短期承压

涤纶长丝用量约占整个聚酯纤维产量的75%，涤纶长丝的需求就基本就反应了聚酯的需求情况，因此我们着重对涤纶长丝的供需情况进行分析。

2017年涤纶长丝表观消费量2405.37万吨，同比增长10.45%，2018年涤纶长丝需求持续旺盛，同比增长11.62%，达2684.81万吨，长丝行业景气依旧。然而今年5月中国和美国贸易关系再度进入紧张阶段以来，聚酯产业链便陷入了相对低迷的状态，存在短期的利空期，对美出口服装纺织品可能受阻则是引起下跌行情的催化剂。预计2019年涤纶长丝需求增速存在增长放缓趋势，增速回落至10%内，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。

图表 21：2018 年全国涤纶长丝表观消费量（百万吨）



资料来源：卓创资讯，万联证券研究所

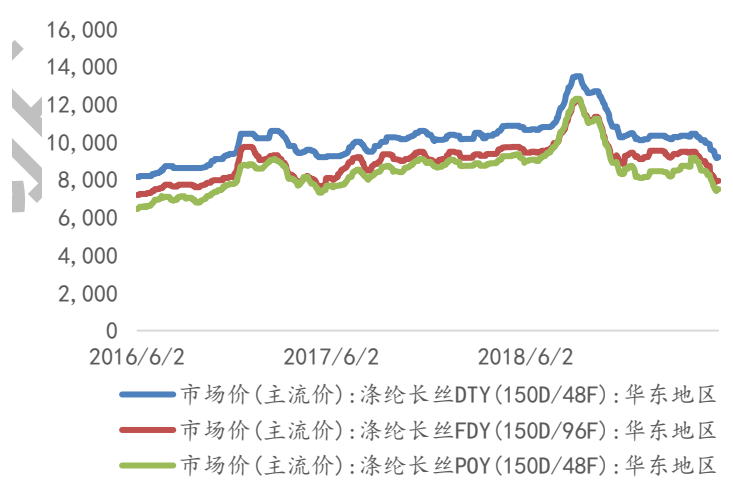
涤纶长丝利润高峰均是原料价格上行阶段，原料价格上调，尤其PTA涨价时，下游买涨情绪带动下，采购积极性提高，伴随成本推升，涤纶长丝企业报价也相应上调，利润逐渐扩大。4-5月PTA的开工率维持约85%高位，增加的PTA供给则需要下游需求端来消耗，但今年以来终端需求跟进迟缓，需求被提前透支，因此市场经历短暂的回暖后又进入僵持阶段。四月之后长丝下游织机的库存开始堆积，近期DTY织机的库存天数甚至逼近30天，然后在6月以后库存又开始慢慢回落，目前库存大概在20天左右，这与去年8月底的时候库存天数基本保持一致。除此以外，PTA-长丝价差正在缩窄，长丝生产企业的盈利情况正在变差，长丝价格的下降速度已经快过了PTA的下降速度。下游企业的库存堆积已经负反馈到了长丝生产企业。

图表22: 涤纶长丝及聚酯开工率 (百分比)



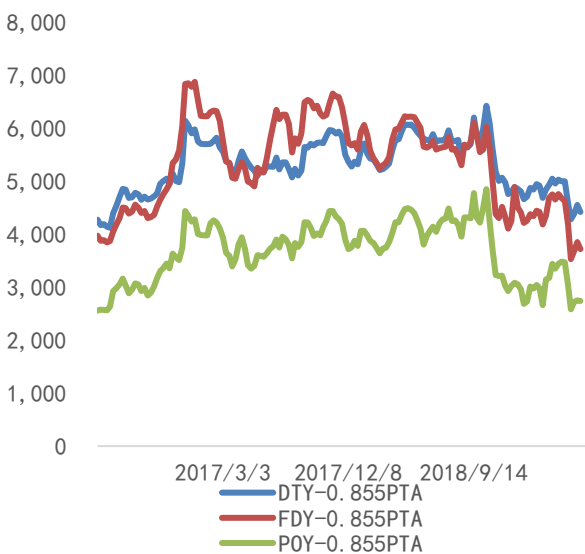
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表23: 涤纶长丝华东地区市场价格 (元/吨)



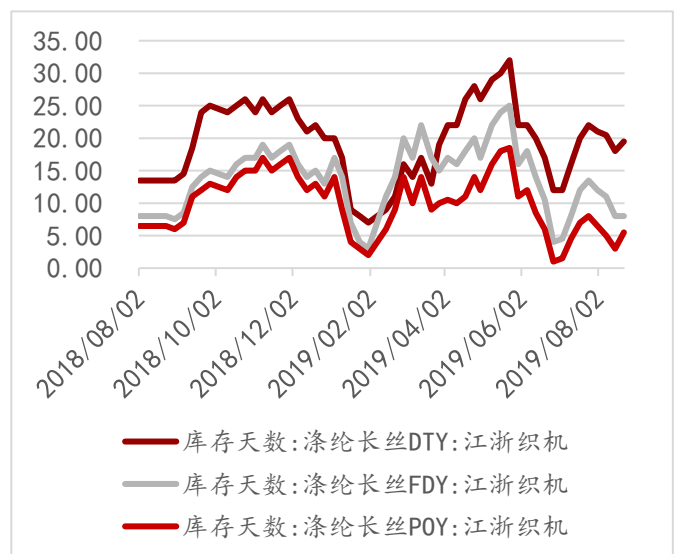
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表24: 长丝-PTA价差 (元/吨)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表25: 涤纶长丝库存天数 (天)

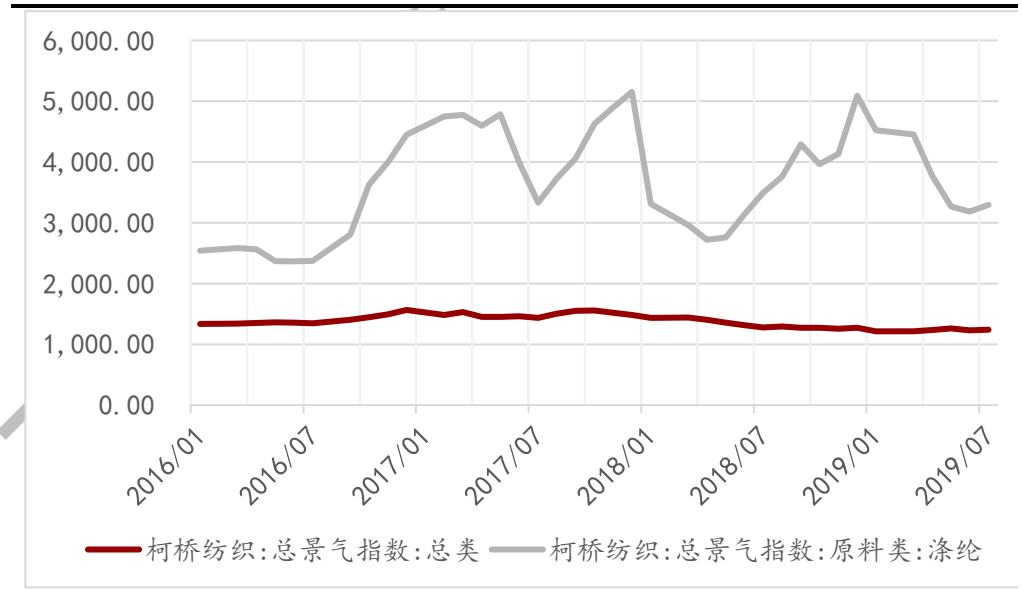


资料来源: wind, 万联证券研究所

5月，涤纶长丝企业碍于库存高压，多降价促销，涤纶长丝开工率及聚酯负荷率分别

从99.45%和91.58%下降至90.23%和86.32%，缓解库存压力。华东地区涤纶长丝POY150D/48F市场价格持续下探至7500元/吨，DTY150D/48F下滑至9200元/吨，FDY150D/96F降至7200元/吨。1-5月份，DTY150D/48F均价10141元/吨，FDY150D/96F均价9163元/吨，POY150D/48F均价8407元/吨，去年1-5月份价格分别为10504元/吨、9464元/吨、8989元/吨，同比去年下滑3.45%、3.18%和6.47%，而2018年全年由于8-10月份价格上扬明显，全年均价分别为11109元/吨、9898元/吨、9563元/吨。柯桥纺织涤纶类总景气指数从年初经历平缓期后连续下跌至2019年6月最低位的3184.03，然后7月份有所改善，上升至3292.67，反应行业情况有所回暖，结合前面提到的库存也在逐步降低，预计企业将逐步提价。

图表26：柯桥纺织总景气指数



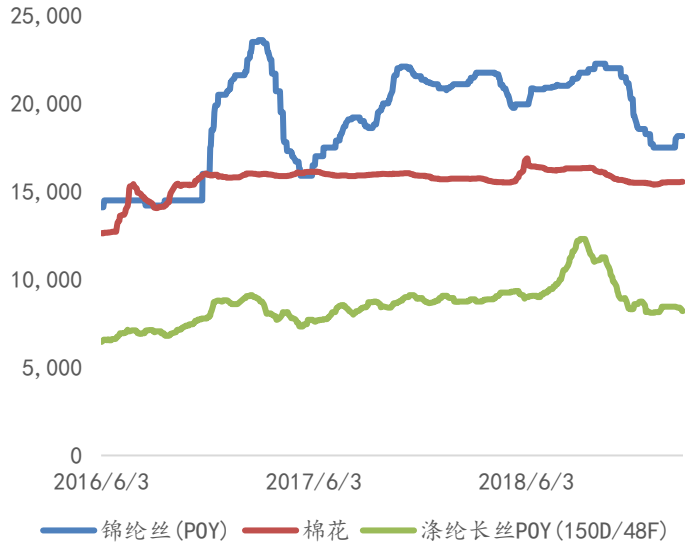
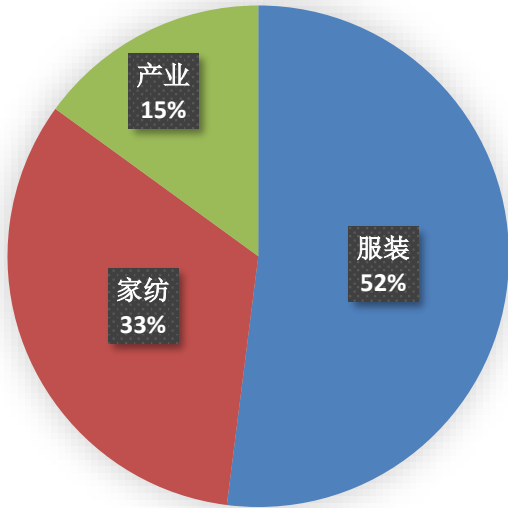
资料来源: wind, 万联证券研究所

4.2 受中美贸易摩擦影响终端需求短期略显疲态，行业进入重整阶段

涤纶长丝下游应用领域主要在纺织服装行业，其中52%用于服装行业，33%用于家纺行业，15%用于汽车、医疗、卫生、农业等产业。涤纶作为最重要的纤维产品，与锦纶、棉花等其他纤维材料相比，具有明显的价格优势。

图表27：我国涤纶长丝下游应用分布

图表28：不同纤维产品价格比较（元/吨）

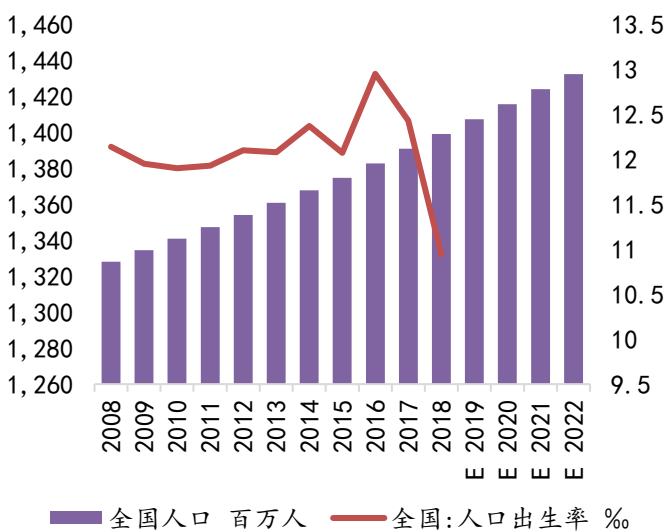


资料来源：产业信息网，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

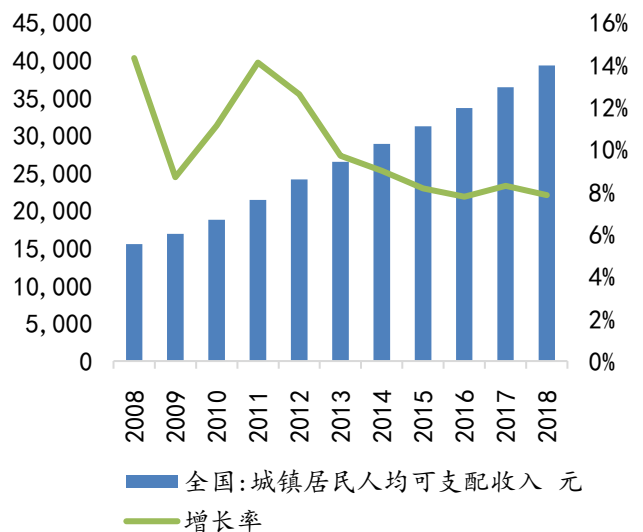
服装领域在民用涤纶需求中占比50%以上，为日常必需品，长期增长率受宏观经济数据影响，宏观经济持续稳定增长是涤纶长丝行业未来保持持续增长的基础。我国人口出生率5年逐年下降至10.94%，预测2019年14.07亿，2020年14.16亿，人口增长稳定，同时我国正处在城镇化持续提升过程，城镇居民人均可支配收入5年增长到3.93万元，保持在7%以上的增速，城镇居民人均消费性支出过去三年从23079元增长至26112元，衣着消费性支出从1758元增长至1808元，消费水平不断上升。2017年，纺织服装、服饰业营业收入22172.4亿元，2018年17417.7亿元，同比下滑21.44%，虽然营业收入出现滑落，但宏观经济环境下，国内服装行业产品需求长期来看依旧坚挺，预计衣着消费性支出增速保持2%以上。

图表29：全国人口数（百万）与人口出生率



资料来源：wind，万联证券研究所

图表30：城镇居民人均可支配收入（元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表31：城镇居民人均消费性支出（元）

图表32：纺织服装、服饰业：营业收入（亿元）

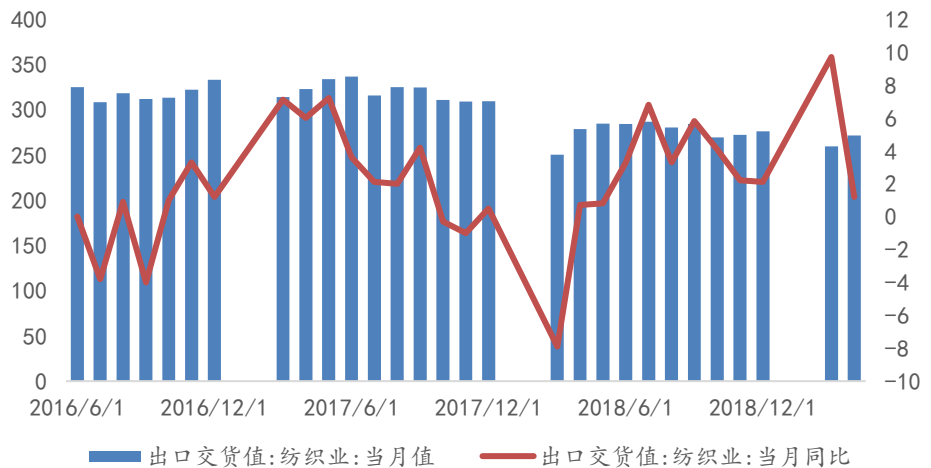


资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

2018年,我国服装纺织品对美国出口金额为422亿美元,占全部出口额的15.25%。纺织品服装出口区域中,亚洲、北美洲、欧洲依旧名列前三,北美名列第四,但美国依然是最大的市场。近期,中美贸易关系再度处于紧张阶段,纺织服装出口端面临一定的下行压力。2019年1—4月我国纺织品服装出口回落,纺织品服装出口757.64亿美元,同比下降3.69%,其中,纺织品出口366.72亿美元,同比增长0.81%,服装及其附件出口390.92亿美元,同比下降7.56%。值得关注的是,2000年我国纺织服装内外需比重仅6:4,而2018年内需已经占到75%左右,虽然仍需重视,但实际上出口对行业的影响已经逐渐减弱。

图表33: 出口交货值(亿元)

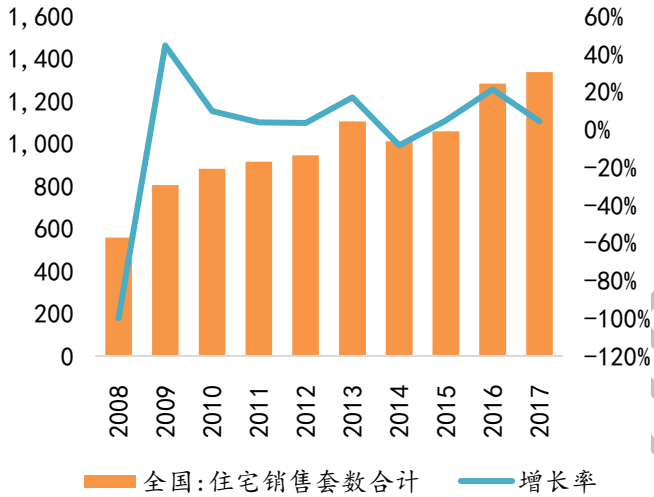


资料来源: wind, 万联证券研究所

家纺用涤纶长丝主要用于家纺、汽车装饰等,需求与商品房销量、汽车销量相关,全国住宅销售套数2014年到2017年保持上升,2017年三、四线城市去库存明显,继续支撑家纺需求增长,2017年新售1336.14万套,同比增长4.2%。2017年开始房地产销售

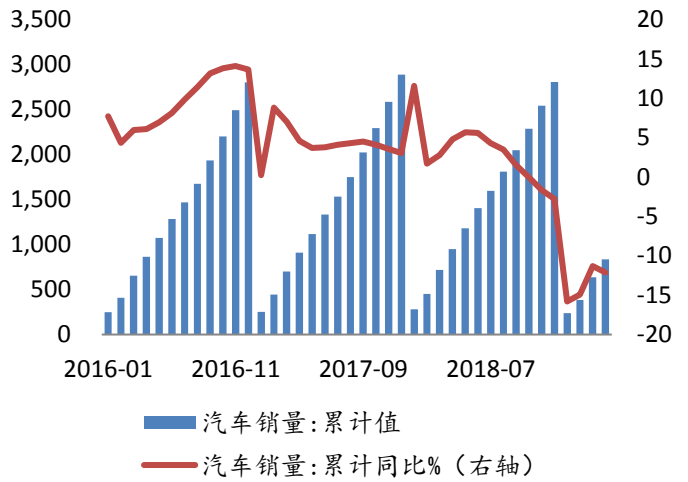
增速明显下滑，随着房地产繁荣周期结束，家纺对原料需求增速下滑。2016年，全国汽车销量达到2802.82万辆，2017年提高到2887.89万辆，同比增长3.04%，2018年下滑至2808.06，今年前四季度销量同比去年均为负值，全国汽车销量增长略显疲软，预计今年汽车装饰类需求有所下滑。

图表34：全国住宅销售套数（万套）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表35：全国汽车销量累计值（万辆）



资料来源：wind，万联证券研究所

总体上，今年整体涤纶长丝需求增速是放缓的，但是由于去年基数高，它的绝对量还是可观，尤其是在旺季的时候。

投资建议：综上所述，我们认为，随着民营大炼化项目的不断投产，国内PX进口替代加速，PTA端将受益明显，叠加炼化装置的实现的一体化以及规模优势，民营炼化龙头将受益明显。

5、风险提示

1. 中美贸易摩擦加剧
2. 原油价格大幅下跌
3. 民营炼化项目投产不达预期
4. 下游纺织服装需求大幅下滑

化工行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年09月10日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
601233	桐昆股份	1.16	1.95	2.05	9.06	12.14	8.39	7.78	7.39	1.64	增持
000703	恒逸石化	0.75	1.56	1.95	7.40	11.23	15.43	10.01	8.02	1.84	增持
600346	恒力石化	0.66	1.87	2.27	4.19	13.44	20.15	6.34	5.22	2.90	增持

资料来源: 万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场