

石油石化 12 月周报（12.11—12.17）

投资建议： 强于大市（维持）
 上次建议： 强于大市

为什么聚酯瓶片出海比涤纶长丝更紧迫？

➤ 聚酯瓶片企业出海动力比涤纶长丝更强

中国涤纶长丝企业全球产能占比已达 74%，而聚酯瓶片的全球产能占比约为 35%，在产能占比尚不及长丝一半的背景下，国内聚酯瓶片龙头已开始积极布局海外生产基地，谋求产能出海。

➤ 国内上游供应链对聚酯企业具备吸引力

涤纶长丝与聚酯瓶片均是聚酯（PET）重要的产品形态，都通过精对苯二甲酸（PTA，来源于上游的 PX：对二甲苯）和乙二醇（MEG）聚合而来。国内聚酯供应链比大部分海外国家与地区完善，PTA 已将进口依赖度降至接近 0，PX 与 MEG 的进口依赖度也随着国内产能近年集中上马而呈现大幅下降，使得原材料供应相对充足，价格具有性价比，因此当前上游供应格局支持聚酯类企业布局在国内，可充分享受供应链优势。

➤ 下游消费市场差异决定未来企业布局

涤纶长丝直接下游为纺纱、织造、印染等纺服产业的中间环节，中上游原料端集聚效应带来的产业链优势明显，难以轻易被转移。从长丝厂家立场出发，国内继续布局新产能可贴近供应链与直接下游客户，并没有强烈驱动力进行海外生产基地布局。

聚酯瓶片行业大客户均来自全球食品饮料巨头，且瓶片出口目的地非常分散，因食品饮料具有区域性，需采购瓶片运输到本地灌装生产。聚酯瓶片出口占比超 40%，远高于长丝的 8%，瓶片厂商更为重视高利润率的出口区域，对海外生产基地布局持续关注。

➤ 产业格局与外部因素驱动瓶片企业出海

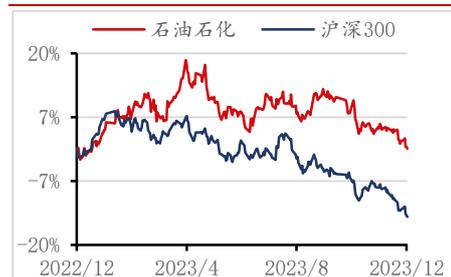
涤纶长丝产业格局基本稳定，轻易难以被撼动。聚酯瓶片产业格局依然存在变数，中国产瓶片全球占比还有较大提升空间。国内厂商快速扩产，以求在国内竞争格局固化下重点争夺海外市场份额。同时双反等外部因素对涤纶长丝影响很小，但对瓶片这种与发达国家直接竞争的产业影响很大，厂商规避双反的驱动力增强。

➤ 投资建议

国内聚酯瓶片厂商在全球行业格局进入争夺海外市场的新阶段后，与海外巨头们正面竞争，比涤纶长丝企业更积极地着手布局海外生产基地。目前已有万凯新材公告拟与国际合作伙伴共同出资在尼日利亚建设与运营 30 万吨/年瓶片生产基地，成为业内首家“走出去”的企业，建议重点关注。同时国内瓶片龙头三房巷、华润材料、逸盛在面对日益激烈的国内竞争下也具备强烈的海外布局或转型动力，后续动向亦值得关注。

风险提示：全球宏观经济下行风险；全球产业链再平衡带来的错配风险；商品价格大幅波动的风险；项目推进及技术突破不及预期的风险；行业政策推行不及预期的风险；国际贸易政策风险；气候变化超预期的风险。

相对大盘走势



作者

分析师：田照丰
 执业证书编号：S0590522120001
 邮箱：tianzhf@glsc.com.cn
 分析师：吴诚
 执业证书编号：S0590519070001
 邮箱：wucheng@glsc.com.cn

相关报告

1、《石油石化：俄乌冲突导致油运航距变长 VLCC 运力会减少吗？》2023.12.10
 2、《石油石化：页岩油或将给美国原油产量带来新高》2023.12.03

正文目录

1. 国内上游供应链对聚酯企业具备吸引力	3
1.1 聚酯瓶片与涤纶长丝上游原料差异极小	3
1.2 上游供应格局支持企业布局在国内	3
2. 下游消费市场差异决定未来企业布局	5
2.1 涤纶长丝直接下游主要为国内客户	5
2.2 聚酯瓶片直接下游主要为全球巨头	6
3. 产业格局与外部因素驱动瓶片企业出海	7
4. 风险提示	8

图表目录

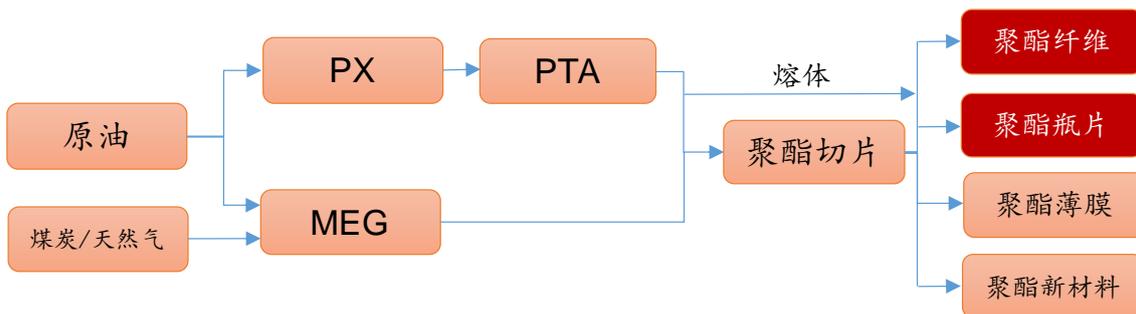
图表 1: 聚酯行业流程图	3
图表 2: PTA 国内产能与净进口量 (万吨)	4
图表 3: MEG 国内产能与净进口量 (万吨)	4
图表 4: PX 国内产能与净进口量 (万吨)	4
图表 5: 聚酯产业链进口依赖度不断下降	4
图表 6: 全球纺织品供应中心变迁——中国占比极大提升	5
图表 7: 中国纺织品出口全球占比仍在增加	6
图表 8: 全球涤纶产量及预测 (含再生, 百万吨)	6
图表 9: 聚酯瓶片行业国内下游客户占比	6
图表 10: 中国聚酯瓶片出口区域占比 (2021)	6
图表 11: 聚酯瓶片行业出口及占比 (万吨)	7
图表 12: 涤纶长丝行业出口及占比 (万吨)	7
图表 13: 涤纶长丝全球产能占比	8
图表 14: 聚酯瓶片全球产能占比	8

1. 国内上游供应链对聚酯企业具备吸引力

1.1 聚酯瓶片与涤纶长丝上游原料差异极小

涤纶长丝与聚酯瓶片均是聚酯(PET)重要的产品形态,都通过精对苯二甲酸(PTA,来源于上游的PX:对二甲苯)和乙二醇(MEG)聚合而来,涤纶长丝产品分为民用丝与工业丝,分别应用于纺织服装与工业领域。产业链最上游为油、煤、气等石化资源,下游对接服装、家纺等To C为主的消费行业以及汽车、建筑等To B为主的工业材料行业。聚酯瓶片产品为单一品类,产业链最上游格局和涤纶长丝相同,下游主要对接软饮料、油及调味料、食品、日化、医药等To C为主的消费行业以及部分To B的工业材料行业。长丝与瓶片主要原料相同,仅在间苯二甲酸(IPA)等微量添加的原料上有所差异。

图表1: 聚酯行业流程图



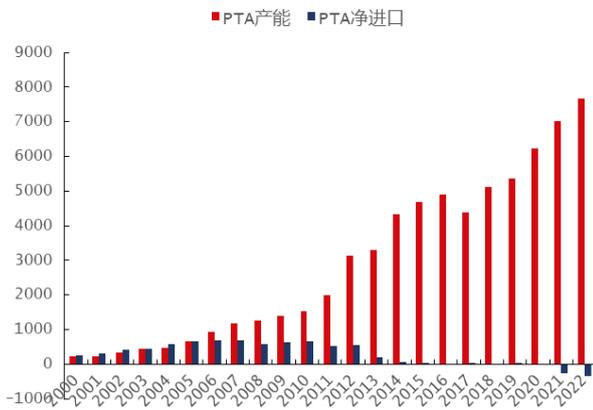
资料来源: 国联证券研究所整理

1.2 上游供应格局支持企业布局在国内

国内聚酯产业二十多年的发展带动了对上游原料的需求,其中PTA的供给自主早在2015年就基本实现,当年净进口量低于10万吨,一度还出现了供给过剩情况,导致后面出现了一轮行业内产能出清。后续PTA产能的增长基本与国内聚酯需求相匹配,净进口量基本都在零附近震荡,直到2021年出现了规模超过200万吨的出口,并在2022年超过300万吨,标志着PTA供给从基本平衡迈入阶段性宽松。

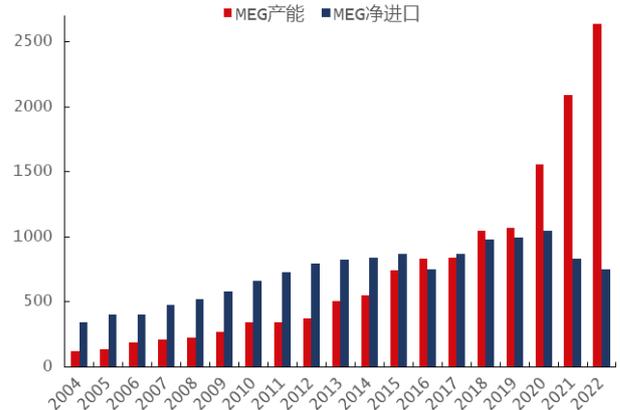
MEG的供给则是在国内煤制工艺大规模上马之后出现了阶跃式增长:2016年之前国内MEG产能少于净进口量,呈现较高进口依赖度,产品利润丰厚。MEG国内产能稳步提升,在2016年超过净进口量并保持与其数量接近的状态直到2020年,国内煤制MEG项目开始纷纷落地,产能以每年500万吨左右的体量快速提升,使得MEG净进口量在2020年达峰,行业格局也从进口主导变为了国内供给主导。

图表2: PTA 国内产能与净进口量 (万吨)



资料来源: Wind, 百川盈孚, 国联证券研究所

图表3: MEG 国内产能与净进口量 (万吨)

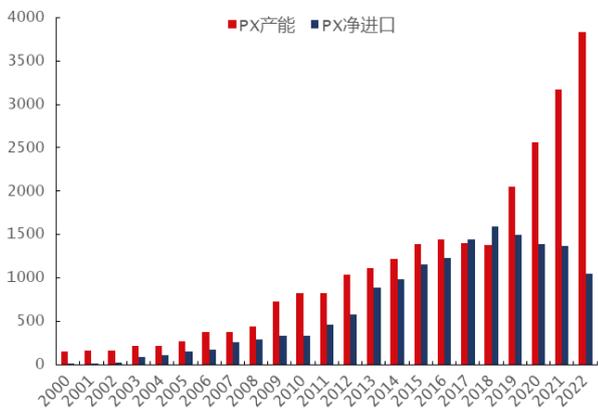


资料来源: Wind, 百川盈孚, 国联证券研究所

PTA 的上游是PX, 其国内产量与进口量双双猛增, 但由于其产能增长还是跟不上需求的增长, 其净进口量在 2018 年之前一直处于逐年快速增长态势。2019 年起, 以恒力石化、浙江石化、盛虹炼化为代表的一批民营大炼化企业炼油产能快速释放, 国内 PX 净进口量上升趋势转而掉头向下, 并在 2022 年实现了出口量的快速提高, 标志着国内 PX 供给的大幅改善。

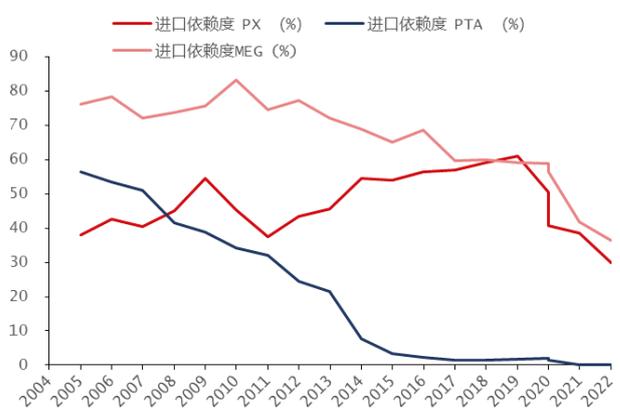
从进口依赖度的维度看, 目前 PTA 已将进口依赖度降至接近 0, PX 进口依赖度也随着浙石化二期及盛虹炼化的投产出现了快速下降; MEG 随着煤制乙二醇国内项目近几年的集中上马, 进口依赖度也降至了 40% 以下。从产业布局角度, 国内聚酯供应链比大部分海外国家与地区完善, 原材料供应充足, 价格具有性价比, 因此当前上游供应格局支持聚酯类企业布局在国内, 可充分享受供应链优势。

图表4: PX 国内产能与净进口量 (万吨)



资料来源: Wind, 百川盈孚, 国联证券研究所

图表5: 聚酯产业链进口依赖度不断下降



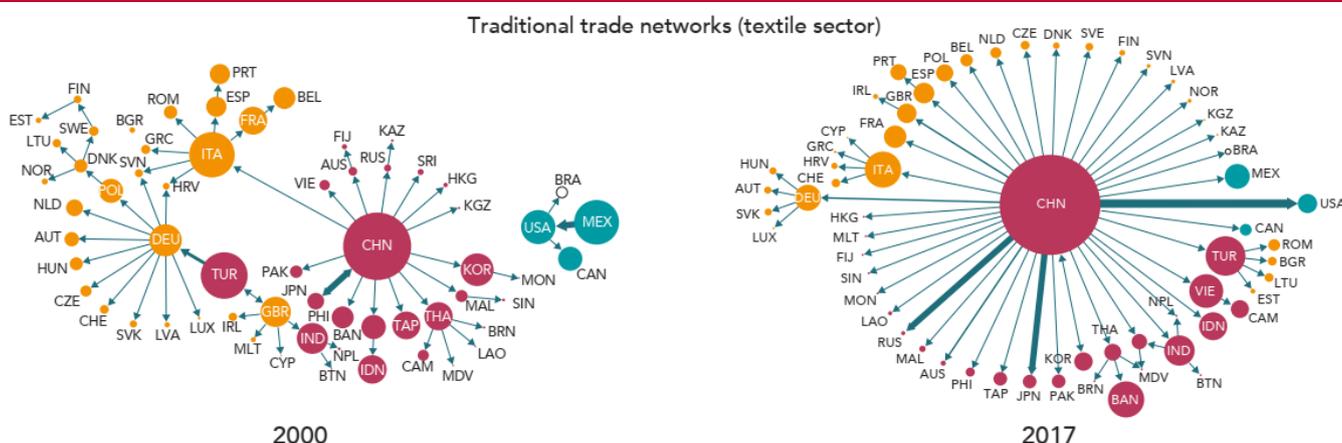
资料来源: Wind, 百川盈孚, 国联证券研究所

2. 下游消费市场差异决定未来企业布局

2.1 涤纶长丝直接下游主要为国内客户

从直接下游客户的角度看，涤纶长丝直接下游为纺纱、织造、印染等纺服产业的中间环节，衔接后续的成衣等最终产品制造环节。依托过去 20 多年中国入世后带来的纺织业大发展，中国的涤纶长丝行业与下游产业链一同成长为全球纺织品最重要的供应中心，并且这一趋势还在持续。

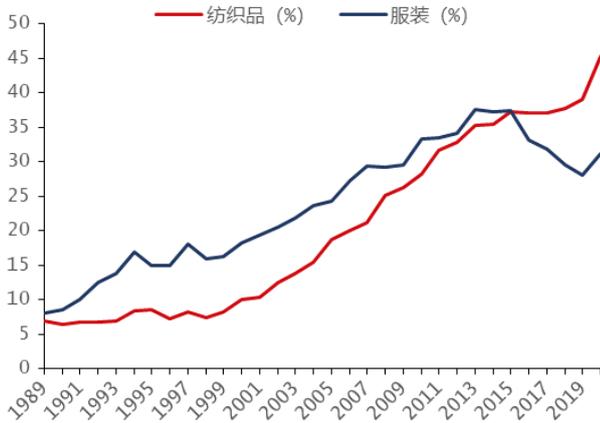
图表6：全球纺织品供应中心变迁——中国占比极大提升



资料来源：《Global Value Chain Development Report 2019》，国联证券研究所整理

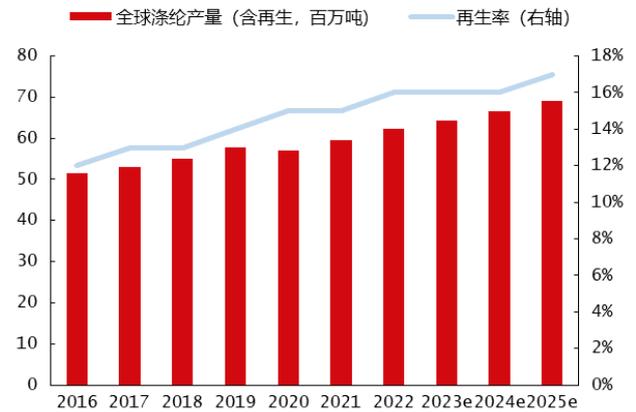
中国的纺织服装产业链虽然因人工成本提升等因素而导致成衣等劳动密集型环节发生产业链转移，使得中国服装出口占比在 2015 年前后呈现下降趋势，但从中国总的纺织品出口全球占比来看，其一直保持提升趋势，表明非服装成衣类的其他纺织品品类比如纱线、针织布、装饰布等偏上游环节出口一直在增长，中上游原料端集聚效应带来的产业链优势明显，难以轻易被转移。同时，根据纺织品交易所的预测，全球涤纶产量后续增势不减，因此我们认为从涤纶长丝厂家立场出发，在国内继续布局新产能可以贴近供应链与直接下游客户，并没有强烈驱动力进行海外生产基地布局。

图表7：中国纺织品出口全球占比仍在增加



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：全球涤纶产量及预测（含再生，百万吨）

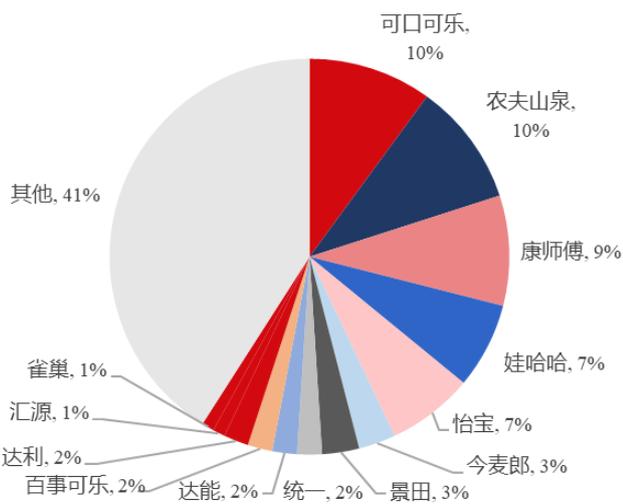


资料来源：《Preferred Fiber & Materials》，国联证券研究所

2.2 聚酯瓶片直接下游主要为全球巨头

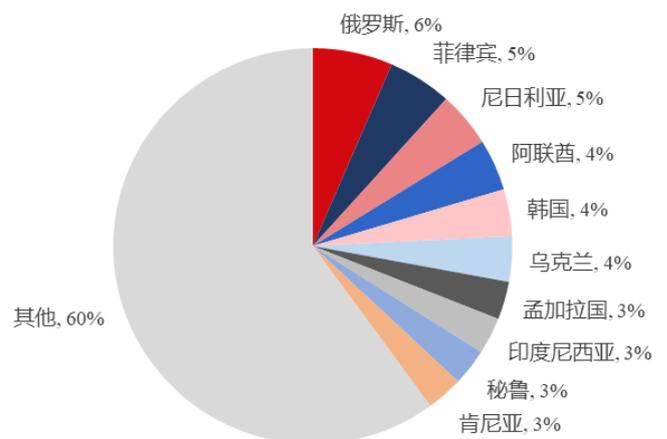
从直接下游客户的角度看，聚酯瓶片行业最大的客户均来自全球的软饮料巨头如可口可乐，以其为例，国内市场占比超过 10%，考虑到可口可乐大量的海外工厂也会以进口的形式采购中国产聚酯瓶片，因此其在按客户区分的实际占比还会进一步显著提升。从出口区域来看，瓶片出口目的地非常分散，因为饮料与食品生产企业都具有区域性，需要采购瓶片运输到本地灌装生产。

图表9：聚酯瓶片行业国内下游客户占比



资料来源：Wind，百川盈孚，国联证券研究所

图表10：中国聚酯瓶片出口区域占比（2021）



资料来源：Wind，百川盈孚，国联证券研究所

对比涤纶长丝和聚酯瓶片的出口情况可知，两者出口体量大致相当，近年都超过

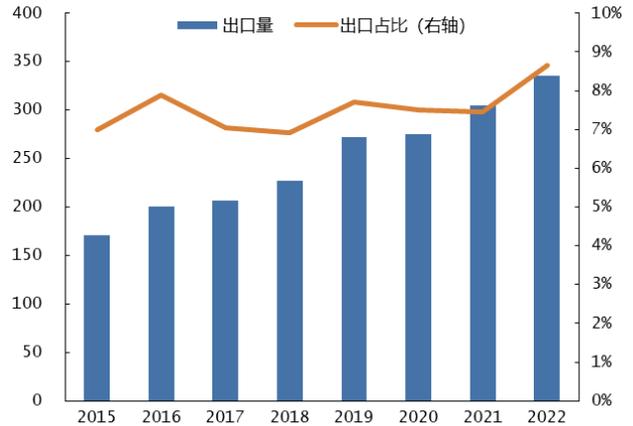
了 300 万吨/年的量级，但是出口占比大不相同，聚酯瓶片出口近几年在 35% 的平均水平，2022 年占比升至 40% 以上，而涤纶长丝出口近几年在 7% 的平均水平，2022 年占比升至 8% 以上，两者出口市场的重要程度完全不同，在国内市场竞争激烈的背景下，瓶片厂商更为重视高利润率的出口区域，对海外生产基地布局持续关注。

图表11：聚酯瓶片行业出口及占比（万吨）



资料来源：Wind，百川盈孚，国联证券研究所

图表12：涤纶长丝行业出口及占比（万吨）

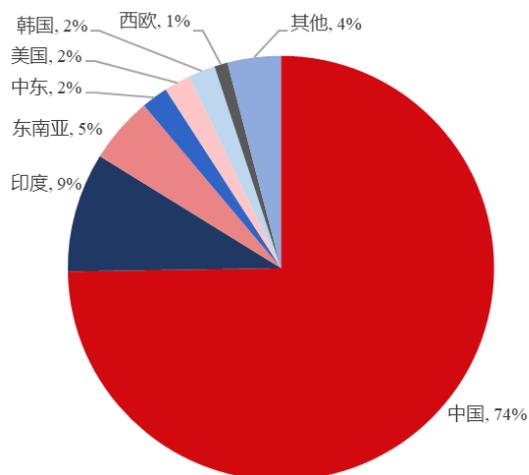


资料来源：Wind，百川盈孚，国联证券研究所

3. 产业格局与外部因素驱动瓶片企业出海

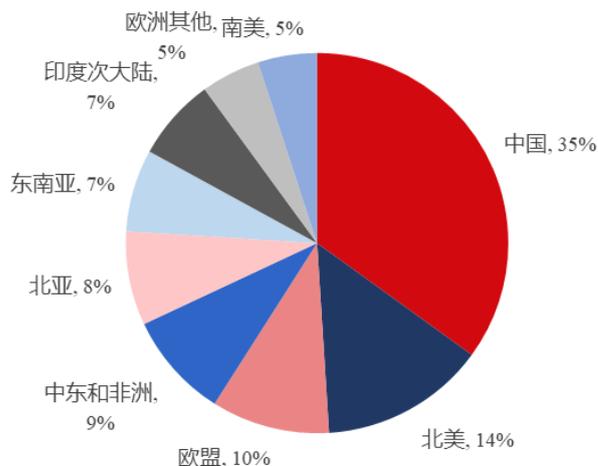
目前涤纶长丝产业格局基本稳定，国内头部厂商牢牢把控大多数产能，且中国产涤纶长丝在全球占比已达 74%，依托较长的纺服产业链，把控住多个生产环节，轻易难以被撼动。聚酯瓶片产业格局依然存在变数，中国产瓶片全球占比约 35%，存在较大提升空间。目前国内厂商正在快速扩产，在规模上追赶世界头部厂商，国内竞争格局固化下谋求重点争夺海外市场份额，与世界范围内的同行都存在直接竞争关系。

图表13：涤纶长丝全球产能占比



资料来源：Wind，百川盈孚，国联证券研究所

图表14：聚酯瓶片全球产能占比



资料来源：Wind，百川盈孚，国联证券研究所

近年来双反等外部因素对涤纶长丝影响也很小，因为即便存在限制，厂商可以将长丝在国内加工至下一道环节的中间产品比如梭织布后再出口，且大多发达国家在包含了多个劳动密集型环节的纺服产业链上并不与我国直接竞争。聚酯瓶片则依然深受双反的约束，无法出口至日本、美国等消费地，因为产业链较短，基本仅涉及资金密集型产业，与发达国家直接竞争。最近欧盟公布的双反裁定对国内部分企业征收税率较高，部分影响了产品的出口结构，厂商规避双反的驱动力增强。

结论：国内聚酯瓶片厂商在全球行业格局进入争夺海外市场的新阶段后，与海外巨头们正面竞争，比涤纶长丝企业更积极地着手布局海外生产基地。目前已有万凯新材公告拟与国际合作伙伴共同出资在尼日利亚建设与运营 30 万吨/年瓶片生产基地，成为业内首家“走出去”的企业，建议重点关注。同时国内瓶片龙头三房巷、华润材料、逸盛在面对日益激烈的国内竞争下也具备强烈的海外布局或转型动力，后续动向亦值得关注。

4. 风险提示

(1) 全球宏观经济下行风险：

后疫情时代全球经济修复或经历反复，使得主要消费市场的复苏进程与节奏存在不确定性，由此或阶段性影响全球/部分地区对产品的需求；

(2) 全球产业链再平衡带来的错配风险：

能源危机与供应链危机导致全球聚酯产业链的迁移，行业或经历供需再平衡，过

程中局部地区或部分时段供需可能出现错配的风险；

(3) 商品价格大幅波动的风险：

全球大宗商品及下游商品的价格受货币/财政政策等影响而具有不确定性，由此影响产品生产成本以及替代过程带来的风险；

(4) 项目推进及技术突破不及预期的风险：

行业中各公司的项目建设与投产的过程与时间点存在不确定性，可能出现推进不及预期的情况，相关核心技术的突破时点也具有不确定性；

(5) 国际贸易及行业政策风险：

境外国家或地区针对我国产品出口的反倾销政策、贸易壁垒以及行业政策如碳边境税等或存在后续收紧可能从而影响到行业出口的风险；

(6) 气候变化超预期的风险：

全球变暖等长期趋势下，短期与局部气候变化或超出预期，从而阶段性影响行业下游需求的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼