

# 石油石化

## 涤纶长丝价格持续上行，行业开启新周期

### 涤纶长丝涨价，行业盈利预期改善

5月下旬以来，涤纶长丝价格持续上涨，POY/FDY/DTY 涨幅达+8%/+5%/+5%，价差得到快速修复，根据我们模拟测算，截至6月14日，长丝综合利润在272元/吨左右。

### 产能扩张放缓，供给扰动频发

3月至今长丝平均负荷高达92%，截至6月初，长丝负荷仍然在90%左右，按照国际惯行标准，长丝已经属于产能不足的行业。近期供给端扰动频发，160万吨装置锅炉改造、企业协同减产、夏季用电高峰或限电，均对供给造成一定约束。

未来供小于需的趋势有望延续：涤纶长丝过去6年平均表观消费增量280万吨/年，近三年平均292万吨/年，而从产能端来看，2024年行业新产能141万吨，考虑到仍有企业搬迁或退出，实际产能净增速或明显低于该值；2025年260万吨左右，涤纶长丝供需有望维持偏紧。

### 需求强劲，纺服补库是重要的驱动力

2024年1-5月份，涤纶长丝产量达到1789万吨，同比+24.7%，剔除累库因素，我们估算仍有17%左右的增速；3-5月份，下游加弹、织造负荷平均为92.4%/69.9%，较2023年负荷+13.8pct/+11.3pct。

国内纺服已经进入补库周期，是支撑涤纶长丝/织造高增长的重要因素，当前纺服库存绝对值不高，且从季节性规律来看，仍有望延续补库趋势；美国纺服库存持续去化，库销比已接近正常水平，海外纺服补库有望进一步助推需求弹性。

### 芳烃调油需求减弱，原料PX端压力同比或有缓解

过去两年美国高辛烷值的芳烃组分稀缺，造成亚二甲苯、二甲苯贸易大幅增加，而当前来看，一方面2024年海外有较多新炼厂投放，成品油的供给有明显增量，得到一定缓解；另一方面，为避免芳烃短缺，贸易商提前进行进出口操作，后续芳烃出口或将收缩。

二季度是国内炼厂的集中检修期，PX负荷经历大幅下滑，但其价差仍不及2022/2023年同期，而接下来随着炼厂检修高峰期的结束，PX供给有望回归，2024年原料端带给涤纶长丝的压力同比或有缓解。

### 投资建议

建议重点关注：桐昆股份、新凤鸣（与化工团队联合覆盖）

风险提示：需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；原料价格大幅波动风险；宏观环境变化的风险

证券研究报告

2024年06月19日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《石油石化-行业深度研究:美国削减天然气,后续如何展望?》2024-06-06
- 《石油石化-行业专题研究:供需两端皆发力,周期复苏正当时》2024-04-13
- 《石油石化-行业深度研究:美国天然气出口或将进入增长期,如何展望气价?》2024-03-14

## 内容目录

1. 涤纶长丝涨价，行业盈利预期改善.....	3
2. 产能扩张放缓，供给扰动增多.....	3
3. 需求强劲，海外有望开启补库进程.....	4
4. 芳烃调油需求减弱，原料端压力同比或有缓解.....	5
5. 风险提示.....	8

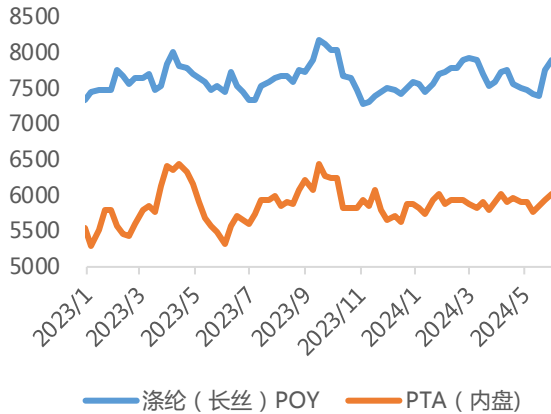
## 图表目录

图 1：长丝及原料价格：元/吨.....	3
图 2：涤纶长丝实点利润：元/吨.....	3
图 3：涤纶长丝负荷：%.....	4
图 4：行业新产能：万吨/年.....	4
图 5：织机负荷（江浙）：%.....	4
图 6：加弹负荷：%.....	4
图 7：中国纺服库存同比%.....	5
图 8：中国纺服库存（万元）.....	5
图 9：美国服装库存同比%.....	5
图 10：美国库销比.....	5
图 11：美国裂解价差：美元/桶.....	7
图 12：欧洲裂解价差：美元/桶.....	7
图 13：新加坡裂解价差：美元/桶.....	7
图 14：中国裂解价差：美元/桶.....	7
图 15：PX 开工率：%.....	7
图 16：PX-石脑油价差：美元/吨.....	7

## 1. 涤纶长丝涨价，行业盈利预期改善

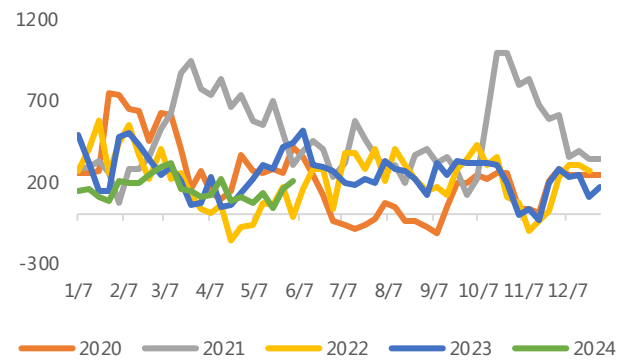
5月下旬以来，涤纶长丝价格持续上涨，POY/FDY/DTY由5月低点7295/7965/8900元/吨上涨至6月14日的7920/8345/9335元/吨，涨幅+8%/+5%/+5%，价差得到快速修复，根据我们模拟测算，长丝综合利润在272元/吨左右；中小厂商价格逐步跟进，但较头部大厂仍较低，目前来看，新的销售政策有助于稳定市场预期，提升产业协同度，涤纶长丝行业有望进入新的阶段。

图 1：长丝及原料价格：元/吨



资料来源：CCF，天风证券研究所

图 2：涤纶长丝实点利润：元/吨



资料来源：CCF，天风证券研究所

## 2. 产能扩张放缓，供给扰动增多

### 涤纶长丝属于产能不足行业：

年后以来，长丝开工率处于历史高位，3月至今长丝平均负荷高达92%，截至6月初，长丝负荷仍然在90%左右。国际上常以产能利用率或设备利用率作为产能是否过剩的评价指标，如果设备开工率超过90%则被认为是产能不足，而低于79%则被认为存在产能过剩，以此为评判标准，长丝已经属于产能不足的行业。

### 2024年新产能有限，未来产能投放可控：

**涤纶长丝进入低速扩能期：**2024年，长丝产能增速放缓，预计有桐昆嘉通能源30万吨、新风鸣新拓36万吨、荣盛50万吨、盛虹25万吨再生丝投产，合计141万吨左右，产能增速仅为2.6%，考虑到仍有企业搬迁或退出，实际产能净增速或明显低于该值。2025年产能增量预计在260万吨左右，但各家进展不一，实际落地或打折扣；

从需求端来看，2017-2023年，长丝表观消费增量平均为280万吨/年，近三年平均表观消费增量292万吨/年，长丝未来新产能仍较为可控，难有供给侧冲击。

### 短期供给扰动频发：

**160万吨装置锅炉改造停车：**五一期间，萧山一主流大厂100万吨聚酯长丝装置因锅炉改造于假期全部停车；另外萧山另一主流大厂60万吨聚酯长丝装置也因锅炉改造也于5月5日晚间停车。

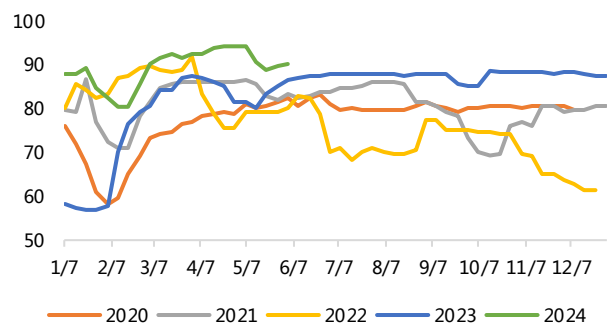
**协同减产：**5月10日，考虑到上下游健康发展，在萧山主流聚酯工厂已经停产降负的基础上，桐乡及江苏主流聚酯工厂一度计划追加减产10%幅度。

**夏季用电高峰，或对产业链造成供给约束：**5月以来，浙江省各地陆续出台2024年迎峰

度夏有序用电工作方案通知，鉴于部分城市供电缺口较大，在用电高峰来临且用电趋紧时，组织一批企业在7月~8月安排集中检修，此举或导致涤纶长丝开机率的回落。

在以上诸多因素的影响下，长丝供给端受到一定约束，行业开工率自5月以来下滑了4%左右，后续或仍有进一步回落可能。

图 3：涤纶长丝负荷：%



资料来源：CCF，天风证券研究所

图 4：行业新产能：万吨/年

新增产能情况	产能	备注
桐昆嘉通能源CP7	30	
新凤鸣新拓CP3	36	
荣盛盛元	50	
盛虹	25	2023年底投产，2024产能释放
<b>2024年合计</b>	<b>141</b>	
桐昆安徽佑顺	60	
新凤鸣中鸿新材料	65	
恒逸逸璟	75	
桐昆福建	60	
<b>2025合计</b>	<b>260</b>	

资料来源：东方盛虹公告，CCF，天风证券研究所

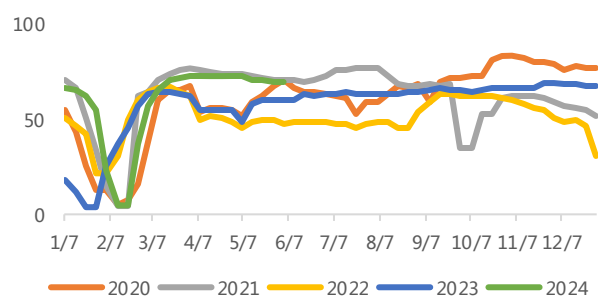
### 3. 需求强劲，海外有望开启补库进程

**涤纶长丝年内需求强劲：**2024年1-5月份，涤纶长丝产量达到1789万吨，同比+24.7%，行业库存同比+9.5天左右，剔除累库的因素，我们估算仍有17%左右的增速；

从下游来看，加弹/织造负荷均处于同期历史高位，基本与2021年持平，明显高于2020/2022/2023年；2024年3-5月份，加弹、织造负荷平均为92.4%/69.9%，较2023年负荷+13.8pct/+11.3pct。

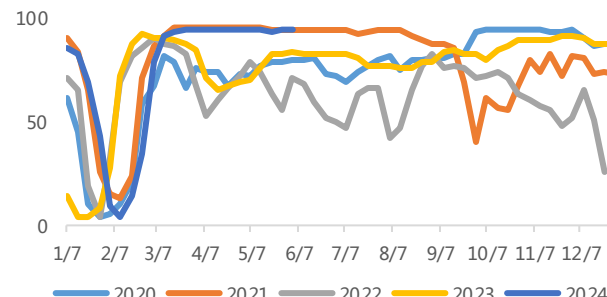
**下游加弹机仍有较多增量：**去年底以来，加弹机销售量表现良好，根据CCF预测，2024年下游加弹增量保守预计在1200台以上，增速在4.7%，这些加弹机预计在二季度陆续投产，增量的动力在于产业链的配套和设备的更新换代。

图 5：织机负荷（江浙）：%



资料来源：CCF，天风证券研究所

图 6：加弹负荷：%

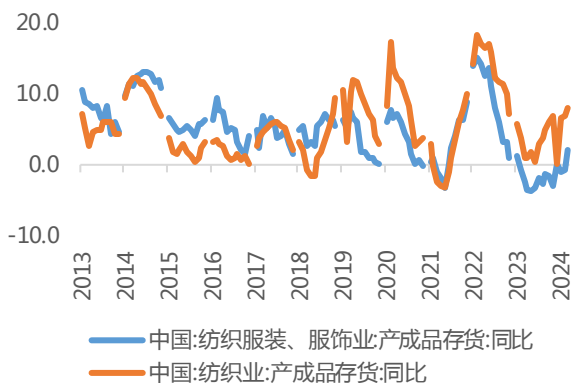


资料来源：CCF，天风证券研究所

**国内纺服开启补库周期：**中国服装存货金额自2023年3月份同比进入负增长以来，在2024年4月份同比首次转正，达到2.2%；纺织品存货自2023年7月份以来，同步增速逐步提高，到2024年4月份达到8%，终端纺服已经开启新一轮的补库周期，我们认为这是2024上半年长丝/织造端维持高增长的重要因素。

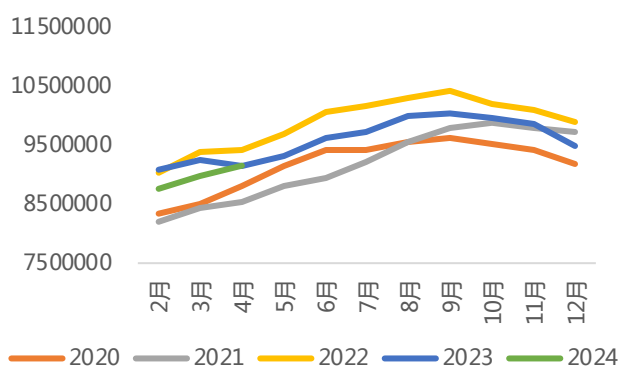
当前纺服库存绝对值不高，2024 年 4 月份纺服库存金额 915.6 亿元，低于 2022 和 2023 年同期水平，且从季节性规律来看，纺服仍有望延续补库趋势，对长丝需求形成支撑。

图 7：中国纺服库存同比%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：中国纺服库存（万元）



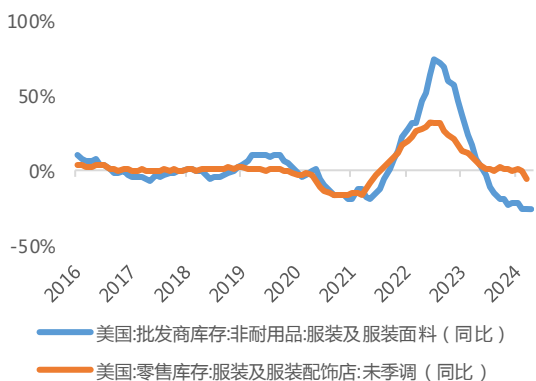
资料来源：wind，天风证券研究所

### 海外纺服补库有望进一步助推需求弹性：

美国纺服库存有效去化，从库销比来看：截至 24 年 4 月份，批发商库销比 2.23，已低于 2016-2020 年均值 2.24；截至 24 年 3 月份，零售商库销比 2.26，已恢复至正常水平。

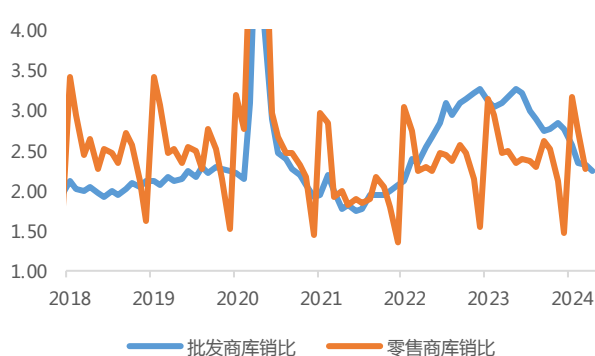
从绝对值来看，截至 2024 年 4 月份，美国批发商纺服库存金额 290 亿美元，同比-26%，较库存高点已去化 140 亿美金，当前库存金额已恢复至疫情前的正常水平。我们认为下半年海外纺服有望开启补库进程，国内纺服出口有望成为拉动长丝消费增长的重要力量。

图 9：美国服装库存同比%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：美国库销比



资料来源：wind，天风证券研究所

## 4. 芳烃调油需求减弱，原料端压力同比或有缓解

**调油料出口前置，亚洲芳烃出口或有回落：**亚-美地区二甲苯物流成本在 200 美金/吨左右，在 2022 年之前套利窗口长期关闭，两地二甲苯等货源流通有限；2022 年之后，随着疫后需求的恢复，叠加海外炼厂的关停，导致美国高辛烷值需求强劲，亚、美二甲苯价差扩大至 800 美元/吨以上，套利窗口明显开启，带动亚洲甲苯、二甲苯大量流向美国，带动高

辛烷值属性的芳烃产品价格宽幅度上涨。

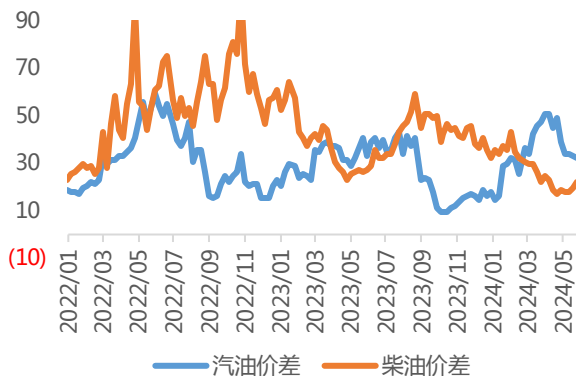
而当前来看，一方面 2024 年海外有较多新炼厂投放，成品油的供给有明显增量，海外成品油短缺有望得到一定缓解，2024 年美欧、新加坡、中国的柴油价差均偏弱运行，美欧、新加坡汽油价差近期也有所回落；另一方面，为避免发生 2022 年的短缺情况，今年亚美芳烃贸易商提前操作，出口量集中月份提前至 3-4 月，后续芳烃出口量预期或将收缩。

#### **炼厂检修季即将结束，PX 供给有望回归：**

二季度是国内炼厂的集中检修期，PX 负荷一度从 3 月份的 87% 下跌至 6 月初的 73%，供给端收紧虽对 PX-石脑油价差形成一定支撑，但对比 2022-2023 年同期水平，近期价差不及往年。

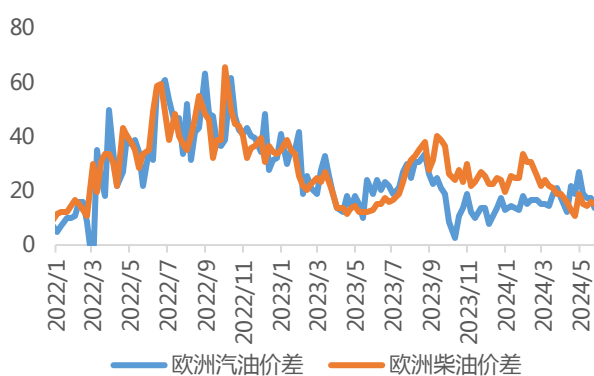
而接下来随着炼厂检修高峰期的结束，PX 负荷有望提升至高位；且原料甲苯、二甲苯出口需求有望回落，供给回归，PX 供给压力有望缓解，PX 虽仍会有季节性起伏，但 2024 年给长丝端带来的压力同比或有缓解。

图 11: 美国裂解价差: 美元/桶



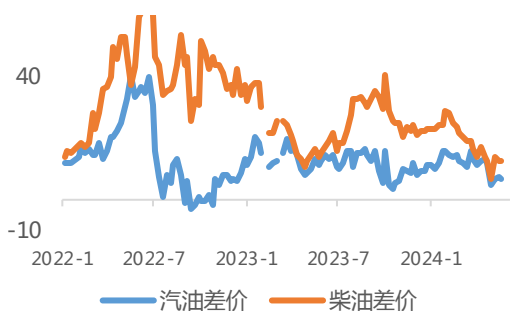
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 欧洲裂解价差: 美元/桶



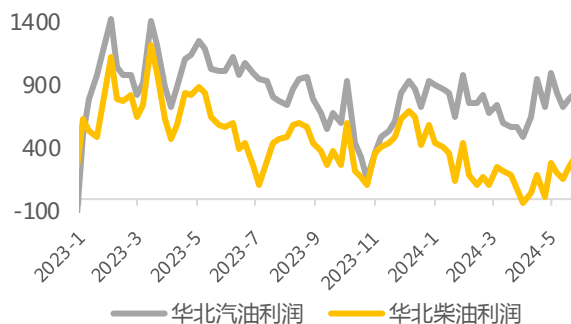
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 新加坡裂解价差: 美元/桶



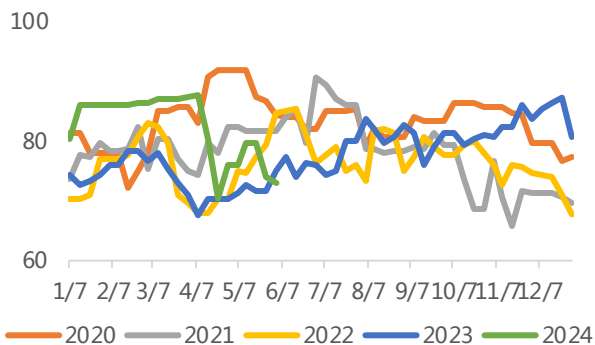
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 中国裂解价差: 美元/桶



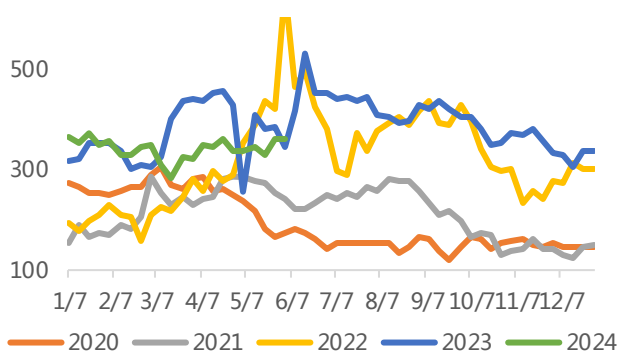
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: PX 开工率: %



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16: PX-石脑油价差: 美元/吨



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 1、需求不及预期风险：长丝出口端偏弱，或拖累整体需求；
- 2、行业竞争加剧风险：若行业盈利大幅修复，或造成开工率提升，新产能规划增加风险；
- 3、原料大幅波动风险：原油/PX 走势均具有较大的不确定性，原材料的大幅波动或对企业盈利带来一定影响；
- 4、宏观环境变化的风险：随着经济全球化、一体化的加速，如果未来全球经济发生较大波动，企业经营业绩也可能会随着民用涤纶长丝行业的调整而出现下降的风险。



## 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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com