

涤纶长丝专题报告

报告日期：2017 年 09 月 20 日

专题报告

涤纶长丝行业供需改善，龙头企业进入盈利改善期

——涤纶长丝专题报告

行业公司研究——所属行业——证券研究报告



：杨云 执业证书编号：S0860510120006
：021-80108035
：dengsheng@stocke.com.cn

行业评级

增持

报告导读

下游纺织业弱复苏，叠加环保趋严，供给侧集中度提高，短期拉动涤纶长丝景气回暖，量价齐升；长期看好打通“炼化-PX-PTA-涤纶”产业链的龙头企业。

投资要点

要点 1 涤纶行业景气度触底反弹，供给侧集中度提高，龙头市占率攀升

近 5 年来，涤纶价格呈现逐年下降趋势，2016 年一季度价格跌到谷底之后开始反弹。行业集中度稳步上升，产能向大企业和特定区域集中。目前桐昆股份市占率达 13%，未来三年还有 190 万吨涤纶长丝达产，届时市占率将达到 17%。2016 年 CR3 约为 24%，2019 年 CR3 上升至 36%。几大龙头企业联合会议能够推动涤纶价格和产销率上涨。未来几年来看，主要产能投放集中在大企业，而小企业由于成本、环保等问题逐渐退出，大企业趁机分享小企业的退出市场和行业的新增市场。

联系人：邓胜

021-80108035

dengsheng@stocke.com.cn

要点 2 新增供给小于需求，下游纺织行业复苏，拉动需求上涨

2017 年新增供给约 100 万吨，而新增需求增速在 6-7%，约 200 万吨，行业供需结构在持续改善。16 年下半年后纺织业景气度回升明显，至 2017 年初，纺织景气情况已处于近 5 年以来的高点。7 月初下游织机厂装置负荷率达 76%，相比于往年同期的 60% 左右而言，开工率大大增加，下游纺织业的景气会拉动涤纶丝的需求，进而对涤纶长丝价格有一个向上拉升。

特别感谢实习生孙诗萌对本文贡献

要点 3 涤纶行业单季度营收增速加快，行业进入稳定向上盈利时期

12 年-15 年，涤纶行业进入低迷状态，单季度利润时常为负值；2015Q4，涤纶行业营业收入增速变负为正，并开始大幅飙升；同时，净利润持续为正且增速迅猛，2016Q4-2017Q2 连续 3 季度利润在 20 亿以上，行业盈利稳定有望带来估值的提升。

要点 4 涤纶长丝企业不断向产业链上游拓展，提高抗风险能力

桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化和荣盛石化等涤纶长丝龙头企业，均在紧锣密鼓往涤纶长丝上游 PTA 甚至更上游布局，打通“炼化-PX-PTA-涤纶”全产业链，力求稳定自身原料来源，获取整个产业链条利润，弱化行业周期波动性。

相关标的：桐昆股份（460 万吨）、新凤鸣（280 万吨）、恒力股份（160 万吨）、恒逸石化（165 万吨）和荣盛石化（100 万吨），重点推荐关注桐昆股份（未评级）和荣盛石化（未评级）

正文目录

1. 涤纶景气度触底反弹	4
1.1. 我国成为涤纶产量最大国	4
1.2. 价格上行，价差扩大	5
2. 涤纶供给情况：行业集中度提高	6
2.1. 涤纶供给情况：行业集中度提高	6
2.2. 库存处于近几年同期低位	8
3. 下游纺织行业复苏，拉动需求上涨	9
3.1 纺织业景气复苏，开工率提高	9
3.2 “禁废令”出台，原生切片需求有望上升	10
4. 上游 PTA 产能仍过剩，未来供需格局有望好转	11
4.1. 当前 PTA 产能名义仍过剩，但实际供需格局开始好转	11
4.2. 国内大炼化项目投产，PTA 上游原材料 PX 依赖度有望降低	12
5. 涤纶行业和公司盈利能力分析	13
5.1. 行业单季度营业收入增速加快，行业盈利越来越稳定	13
5.2. 上市公司盈利分析	14
6. 推荐标的：桐昆股份、荣盛石化	15
6.1 桐昆股份	15
6.2 荣盛石化	16
6.3 恒逸石化	16
6.4 恒力股份	16
6.5 新凤鸣	16

图表目录

图 1：化纤分类	4
图 2：涤纶产业链	4
图 3：涤纶长丝分类	5
图 4：涤纶下游需求	5
图 5：熔体直纺与切片纺比较	5
图 6：POY，FDY，DTY 价格（元/吨）	5
图 7：POY 价差（元/吨）	5
图 8：柯桥纺织价格指数：涤纶	6
图 9：龙头企业联合会议推动 POY 价格、产销率上涨	6
图 10：涤纶长丝产能产量（万吨）	7
图 11：涤纶长丝产能集中在浙江、江苏	7
图 12：2012 年后聚酯产能退出淘汰表	7

图 13: 2017 年新增产能情况	8
图 14: 涤纶长丝库存天数	8
图 15: 表观消费量 (万吨)	9
图 16: 柯桥纺织总景气指数	9
图 17: 下游织机开工率	9
图 18: 纺织服装业主营业务收入 (万元)	10
图 19: 大型零售企业零售额当月同比	10
图 20: 纺织、服装出口累计同比增速	10
图 21: 废 PET 进口量 (万吨)	11
图 22: PTA 价格 (元/吨)	11
图 23: PTA 产能情况	11
图 24: PTA 价格和价差 (元/吨)	12
图 25: PX 产量、表观消费量、进口依存度 (万吨)	12
图 26: PTA 新投产产能情况	12
图 27: PX 新增产能情况	12
图 27: 原油价格 (美元/桶) 与 PTA、POY 价格 (元/吨)	13
图 28: 涤纶行业营业收入及增速	13
图 29: 涤纶行业归母净利润 (亿元)	14
图 30: 近年恒逸石化收入和利润情况	14
图 31: 近年荣盛石化收入和利润情况	14
图 32: 近年桐昆股份收入和利润情况	14
图 33: 近年新凤鸣收入和利润情况	14
图 34: 近年恒力股份收入和利润情况	15
图 35: 涤纶企业净利率对比	15
图 36: 涤纶企业净资产收益率对比	15
图 37: 涤纶企业资产负债率对比	15
图 38: 各大涤纶企业业绩弹性	17

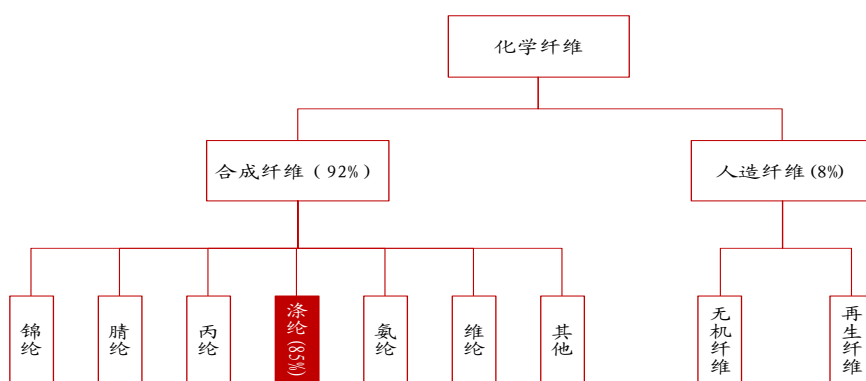
1. 涤纶景气度触底反弹

1.1. 我国成为涤纶产量最大国

化学纤维分为人造纤维和合成纤维两大类。两类的主要区别是原料不同。人造纤维是以含有天然高分子化合物(纤维素)为原料,合成纤维是以石油、天然气、煤及农副产品等为原料。

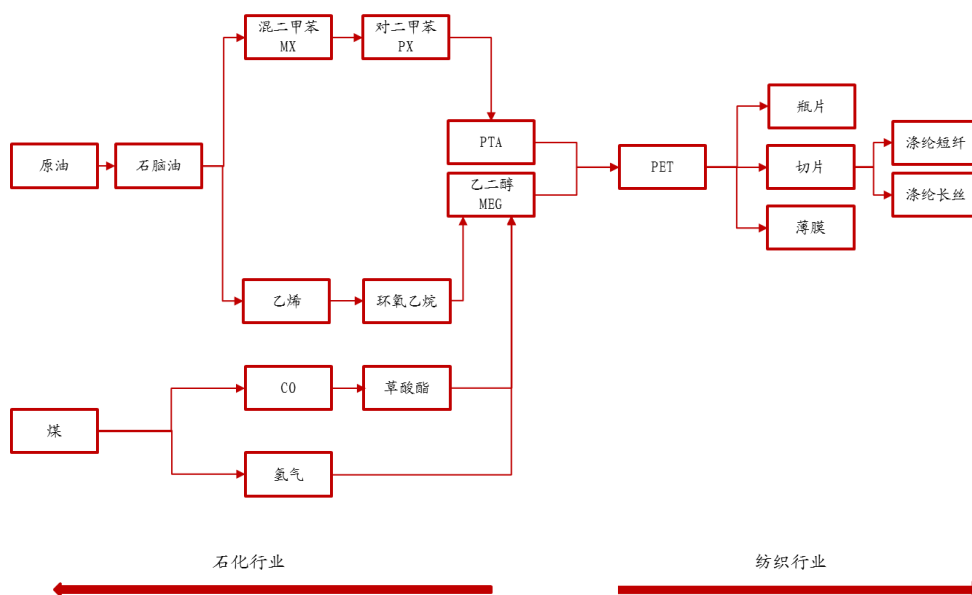
涤纶纤维涤纶又称聚酯纤维,是以精对苯二甲酸(PTA)和乙二醇(MEG)为原料经过缩聚反应而制得的成纤高聚物——聚对苯二甲酸乙二醇酯(PET),经纺丝制成的纤维。1941年,涤纶在实验室研制成功。50年代开始,涤纶在世界各国得到迅速发展。1972年,涤纶的世界产量超过其他各种纤维,成为合成纤维的第一大品种,占合成纤维的85%。我国已成为世界上涤纶产量最大的国家,2016年我国涤纶长丝产量达3048万吨,占世界涤纶长丝产量的70%以上。

图 1: 化纤分类



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 2: 涤纶产业链



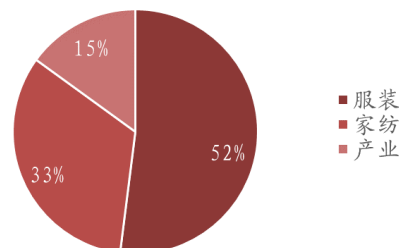
资料来源: wind, 浙商证券研究所

涤纶具有结实耐用、弹性好、耐腐蚀、耐光性好、易洗快干等特点，用途非常广泛，不仅可以纯纺，还可以与各种纤维混纺或交织。目前，涤纶下游需求有 52% 来自服装，33% 来自家纺，还有 15% 来自产业。依据生产工艺的区别，涤纶长丝产品主要分为初生丝、变形丝和拉伸丝。

图 3：涤纶长丝分类

分类	主要品种	特点
初生丝	预取向丝 (POY)	稳定性好
拉伸丝	牵伸丝 (FDY)	强度高
变形丝	拉伸变形丝 (DTY)	利用 POY 做原丝，进行拉伸和假捻变形制成，有一定的弹性和收缩性

图 4：涤纶下游需求



资料来源：浙商证券研究所整理

资料来源：浙商证券研究所整理

涤纶长丝生产按其使用原料状态的不同，可以分为熔体直纺和切片纺两类。熔体直纺是将聚合后的聚合物熔体直接送往纺丝，切片纺则需将高聚物熔体经铸带、切粒等纺前准备工序而后送往纺丝。

图 5：熔体直纺与切片纺比较

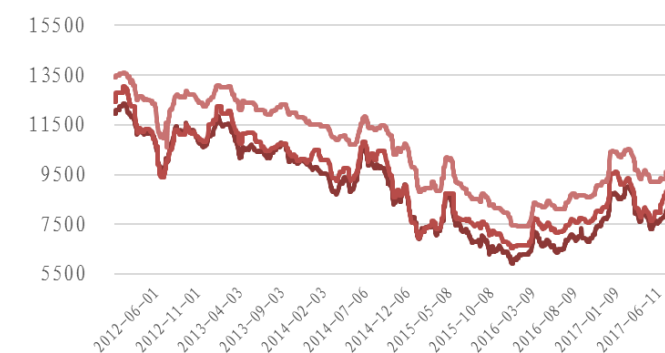
	熔体直纺	切片纺
生产规模	生产规模大，适合批量生产	变换品种方便，灵活性大
工艺流程	要求酯化缩聚和纺丝密切配合，自动化程度要求高	酯化缩聚和纺丝是两个独立的组成部分，相互无牵连，纺丝场布局比较灵活
热消耗	热消耗较低	热消耗较高

资料来源：wind，浙商证券研究所

1.2. 价格上行，价差扩大

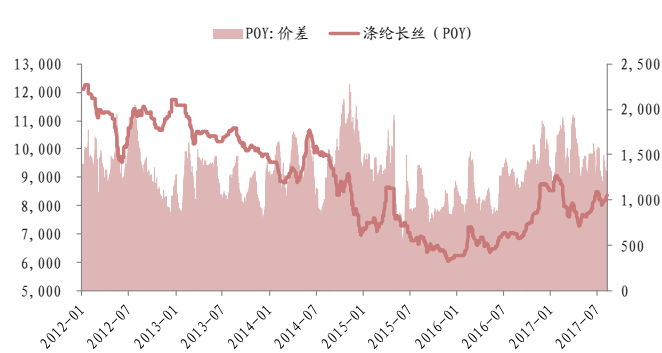
最近 5 年，涤纶价格呈现先下降后上升的趋势，2016 年一季度价格跌到谷底之后开始反弹。相较于去年 7 月，POY、FDY、DTY 价格增幅分别为 16.73%、17.11% 和 13.78%。涤纶的柯桥纺织价格指数在 2014 至 2016 年低位波动后，自 2016 年下半年开始上涨。

图 6：POY，FDY，DTY 价格（元/吨）



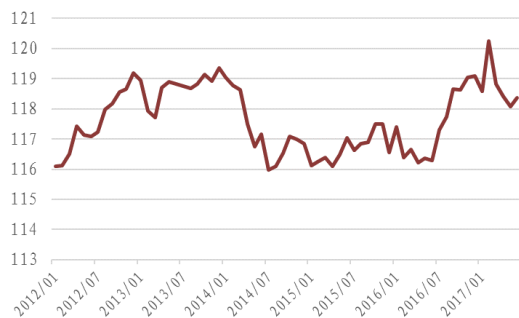
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 7：POY 价差（元/吨）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 8：柯桥纺织价格指数：涤纶



资料来源：wind，浙商证券研究所

据中国绸都网统计，全国直纺 POY 产能为 1223 万吨，其中前五大企业桐昆、新凤鸣、盛虹、恒逸和双兔合计产能 572 万吨，占社会总产能的 46.8%，产能集中度较高使得抱团挺价效果明显，2016 年下半年以来，行业龙头多次聚首进行行业分析与统一定价，几乎每次会议之后 POY 的价格和产销率都有显著上扬，未来随着产能集中度的进一步提高，POY 联盟企业的话语权和定价权将进一步增强，龙头企业的议价能力将成为不容忽视的行情支撑点。

图 9：龙头企业联合会议推动 POY 价格、产销率上涨

时间	事件	平均一周涨价 (元/吨)	增幅	一周产销率变化
2016/06/27	桐昆、新凤鸣、恒逸、双兔四家 POY 大厂联合挺价	230	3.5%	由 70%上涨到 100%
2016/09/27	POY 四方会议，决议提升价格减少亏损	145	2.1%	由 90%上涨到 100%以上
2016/11/07	POY 的 4+2 联谊会，推行对紧俏品种的价格上翘策略	200	2.7%	由 100%上涨到 120%
2016/12/05	POY4+2 联谊会，涤纶长丝工厂集体涨价挺市	580	7.4%	产销激增，江浙涤纶厂家平均产销突破 250%
2017/02/06	涤纶大厂开会商讨挺市	150	1.7%	市场成交气氛较好，POY 和 FDY 产销多在 200%
2017/04/11	POY 行情研讨会，涤纶市场出现产销回温	175	2.2%	由 80-90%上涨到 90-120%

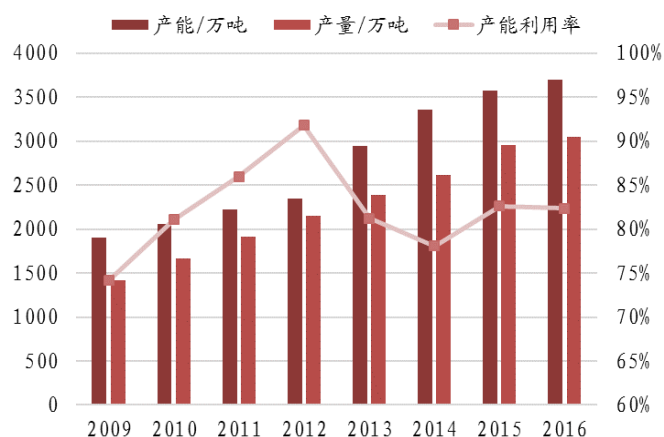
资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

2. 涤纶供给情况：行业集中度提高

2.1. 涤纶供给情况：行业集中度提高

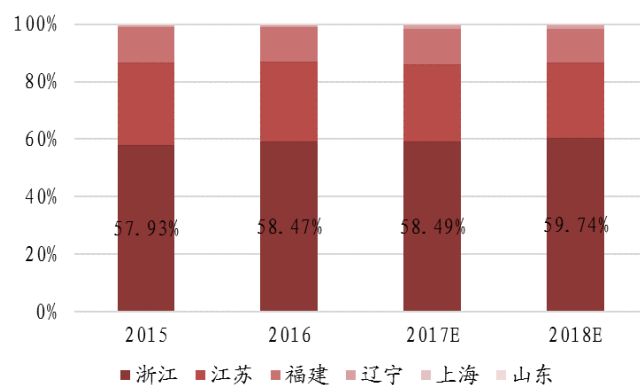
产能产量逐年上升，产能利用率小幅上涨。涤纶长丝的产能从 2009 年的 1908 万吨增长至 2016 年的 3701 万吨，复合增长率为 9.93%。产能利用率从 2014 年低点稳步提升，目前维持在 82%左右。

图 10：涤纶长丝产能产量（万吨）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 11：涤纶长丝产能集中在浙江、江苏



资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

行业集中度稳步上升：产能向大企业集中，预计到 2019 年，涤纶长丝行业八十余家企业中前十大企业产能占比达到 48%；产能区域化集中，预计到 2019 年浙江省产能占比将接近 60%。

产能供给放缓，行业景气度有望持续：从 12 年开始累积淘汰 200 多万吨产能；预计今年新增产能在 100 多万吨，加上复产产能预计在 200 万吨左右，和涤纶长丝 6-7% 的需求增速对应 200 万吨新增需求量基本匹配；明年新增供给预计也在 200 万吨左右，而且主要是桐昆、新凤鸣在内的大企业在扩产能，行业集中度在不断提升，供给压力不大，行业景气度有望持续。

图 12：2012 年后聚酯产能退出淘汰表

省份	地区	公司	产能（万吨）	产品	破产/停车年份
浙江	绍兴	浙化联	30	涤纶长丝	2012 年二季度
江苏	宜兴	三鑫	10	涤纶长丝	2012 年底
浙江	杭州	建杰聚合物	10	涤纶长丝	2013 年 7-8 月
浙江	萧山	龙达	18	涤纶长丝	2014 年 2 月
江苏	无锡	神羊	20	涤纶长丝	2014 年 1 月
上海	上海	联吉	30	涤纶短纤、聚酯切片	2014 年 4 月初
浙江	绍兴	赐福	40	涤纶长丝	2014 年 8-9 月
浙江	宁波	华鑫（老聚合）	20	涤纶长丝	2014 年 9 月
浙江	嘉兴	龙腾	20	涤纶长丝	2015 年 8 月
浙江	萧山	红剑	24	涤纶长丝	2015 年 8 月
江苏	太仓	明辉	25	涤纶长丝	2015 年 11 月
江苏	绍兴	绍兴亿丰	40	涤纶长丝	2016 年 6 月
小计			287		

资料来源：wind，浙商证券研究所 注释：龙腾、红剑和明辉被并购基金收购，已恢复生产

图 13：2017 年新增产能情况

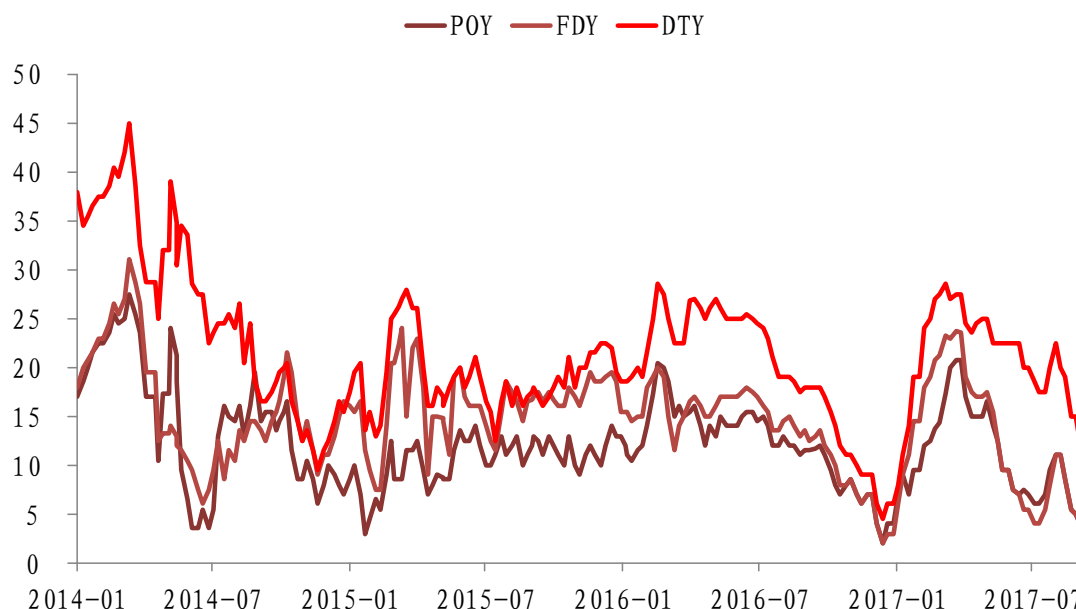
企业名称	产能（万吨）	计划投产时间	产品
福建经纬	20	原计划 2016 年下半年暂定延期至 2017 年三季度	涤纶长丝差别化纤维（POY 和 FDY 各半）
福建山力	20	原计划 2016 年下半年暂定延期至 2017 年三季度	涤纶长丝差别化纤维（POY 和 FDY 各半）
江苏海欣	25	2017 年二季度	POY+FDY
桐昆恒通	20	2017 年二季度先投产	POY+FDY
桐昆恒邦二期	30	2017 年 4 月已正常运行	涤纶长丝 POY
新凤鸣中石一期	30	2017 年下半年	涤纶长丝 POY
总计	145		

资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

2.2. 库存处于近几年同期低位

2016 年末，涤纶长丝各产品库存下降至历史低位，2017 年 2、3 月份受春节影响，下游纺织业开工率低，而涤纶企业在春节期间照常生产，涤纶长丝库存累积，四月以来，市场产销情况良好，库存水平不断降低，今年 6 月末 POY、FDY 库存下降至 6 天左右，相比于去年同期低了 8-10 天，9 月份库存创了近几年同期新低。

图 14：涤纶长丝库存天数



资料来源：wind，浙商证券研究所

3. 下游纺织行业复苏，拉动需求上涨

3.1 纺织业景气复苏，开工率提高

涤纶表观消费量由 2007 年的 1179 万吨增至 2016 年的 2905 万吨，复合增长率 10.5%。涤纶长丝消费量的增长与下游纺织业的需求有密切关系。从柯桥纺织总景气指数可以看出，16 年下半年后纺织业景气度回升明显，至 2017 年初，纺织景气情况已创近 5 年以来的新高。

图 15：表观消费量（万吨）

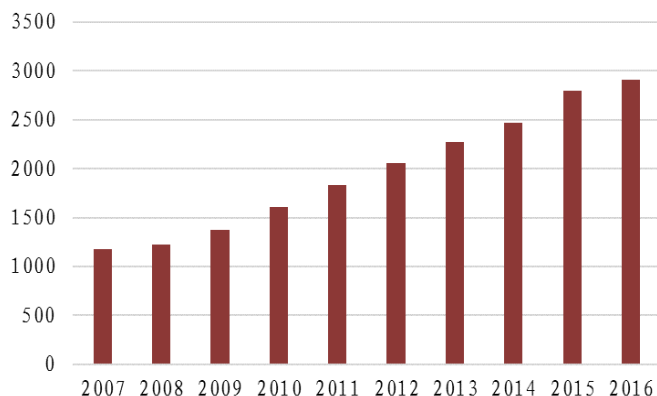
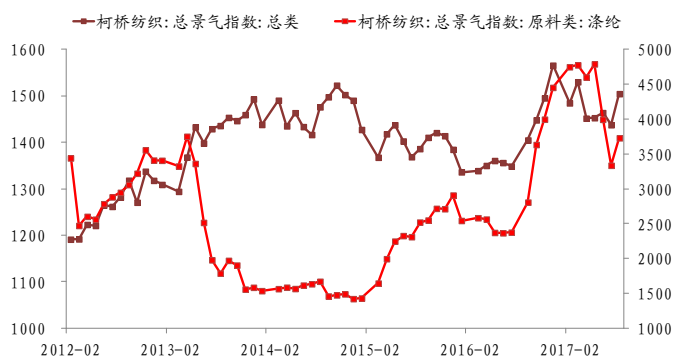


图 16：柯桥纺织总景气指数



资料来源：wind，浙商证券研究所

资料来源：wind，浙商证券研究所

7 月初下游织机厂装置负荷率达 76%，相比于往年同期的 60% 左右而言，开工率大大增加，下游纺织业的景气会拉动涤纶丝的需求，进而对涤纶长丝价格有一个向上拉升。传统上 6-8 月份是涤纶长丝的需求淡季，主要是因为夏季用电高峰下游纺织企业用电受限，加之纺织业生产在高温环境下容易导致生产事故，下游企业往往会关闭一部分产能，减少生产任务。今年的下游需求强劲叠加供应端装置检修，环保整顿，形成了淡季不淡的局面。入秋以后，下游织机厂加紧生产冬装，是传统的涤纶需求旺季，“金九银十”行情值得期待。

图 17：下游织机开工率

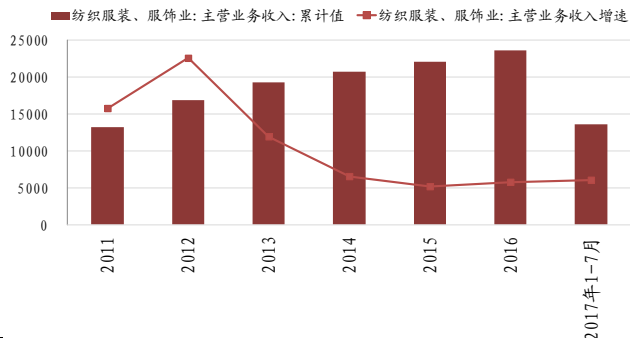


资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

截至 17 年 5 月底，中国纺织服装、服饰业主营业务收入为 9225 亿，同比增长 7.7%。

2017年5月，全国百家大型零售企业零售额同比增长5.3%，增速高于上年同期11.4个百分点，全国50家重点大型零售企业零售额同比增长4.1%，增速高于上年同期8.2个百分点。消费终端的回暖带动了纺织行业景气度的回升。下游织物及服装的出口额增速都呈现复苏态势，其中纺织纱线、织物及制品的出口额增速更是扭负为正。纺织服装行业近期出口回暖；内需增强，有望稳步复苏，进而拉动上游涤纶长丝的需求。

图 18：纺织服装业主营业务收入（万元）



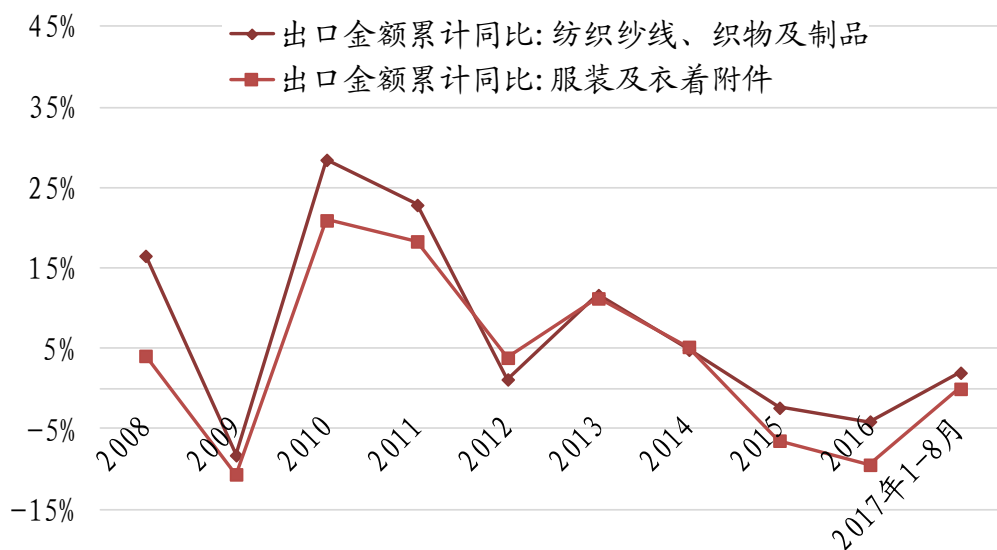
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：大型零售企业零售额当月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：纺织、服装出口累计同比增速

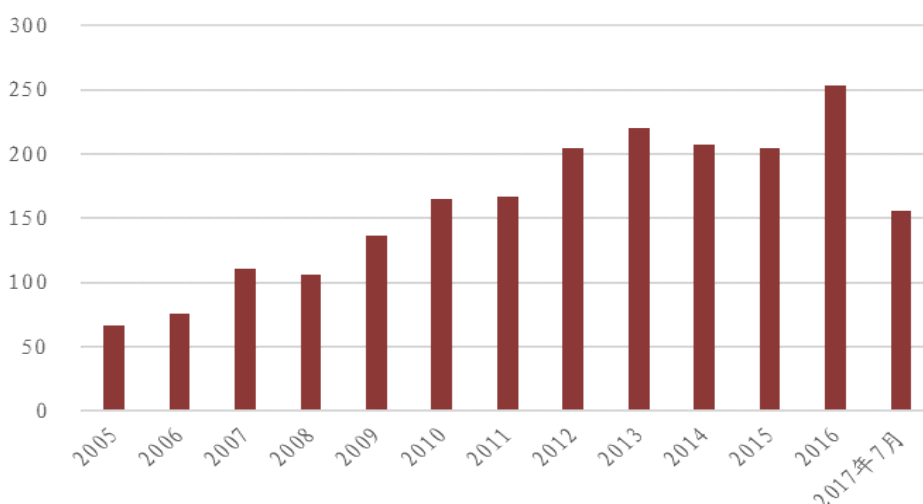


资料来源：wind，浙商证券研究所

3.2 “禁废令” 出台，原生切片需求有望上升

8月17日，《进口废物管理目录》(2017年)发布，自2017年12月31日起，来自生活源的废塑料(8个品种)被列入《禁止进口固体废物目录》，其中包括PET的废碎片及下脚料。从趋势来看，废PET进口量呈增长趋势。若禁令严格实施，再生料原料供给收缩，推动再生料价格上涨，原生-再生价差收窄，部分再生料需求会被新料替代，将同时增加国内原生塑料及聚合单体的需求。目前我国有再生聚酯产能约1,000万吨，再生棉型短纤和再生三维短纤占比近90%，再生长丝产能占比在10%左右。

图 21：废 PET 进口量（万吨）



资料来源：wind，浙商证券研究所

4. 上游 PTA 产能仍过剩，未来供需格局有望好转

4.1. 当前 PTA 产能名义仍过剩，但实际供需格局开始好转

2017 年 4 月以来，PTA 期货价格在跌破 5000 元/吨关口后，一直在 4600 元/吨—5000 元/吨之间波动，在此期间市场交投气氛清淡。7 月 10 日夜盘，PTA 市场增仓 15 万手，开始“发力”，然后是连续几日的暴涨，PTA 的整体市场氛围较好。此次上涨的主要原因是供应端部分工厂的装置检修，以及未预期的设备故障导致供给偏紧。当前 PTA 产能名义仍过剩，但实际供需格局开始好转

图 22：PTA 价格（元/吨）

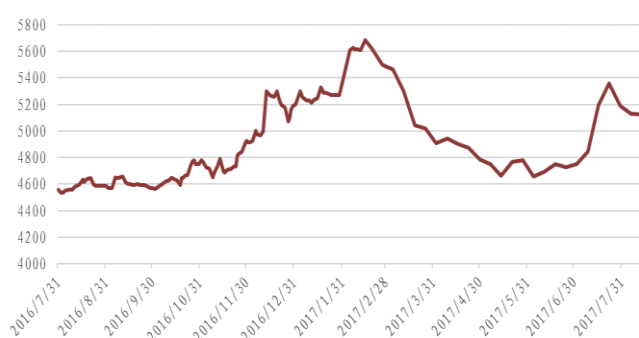
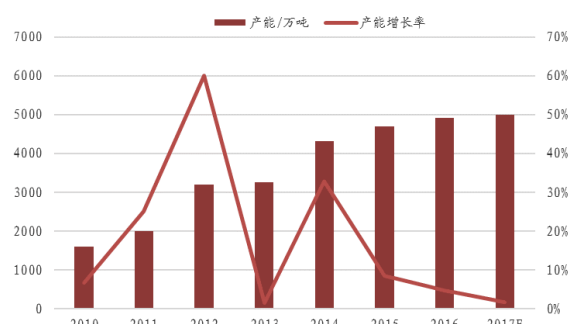


图 23：PTA 产能情况



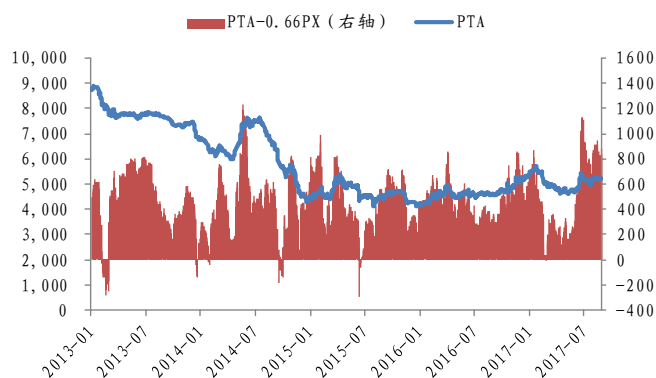
资料来源：wind，浙商证券研究所

资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

2011 年以前，PTA 自给率只有 65%，由于供不应求，PTA 利润十分可观。2011-2012 年，PTA 产能迎来一轮爆发式的增长，增幅高达 60%，而随着产能的大量投放，PTA 的价格也在 2011 年达到顶点后开始下滑，2014 年，PTA 产能第二次大规模投产，PTA 自给率已接近 100%。产能的过剩使得 PTA 价格一落千丈，自 2011 年至 2016 年价格逐年下降，PTA 与 PX 价差一度为负。利润的急速压缩，必将导致行业的重新洗牌，落后装置陆续关停，截至 2016 年 6 月中国处于关停状态的 PTA 装置产能超过 1400 万吨/年，接近 PTA 总产能的 1/3。与此同时，新投产产能增速也有所放缓，2017

年上半年，仅有蓬威石化 90 万吨装置开车，产能增幅的放缓，也使得 PTA 价格开始回升。2017 年下半年，除桐昆股份的 200 万吨自用 PTA 预计会投产外，其他装置何时投产不确定，供给端压力减小明显，PTA 盈利有望回升。

图 24：PTA 价格和价差（元/吨）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 25：PX 产量、表观消费量、进口依存度（万吨）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 26：PTA 新投产产能情况

项目	产能（万吨）	地区	预计投产时间
桐昆集团	200	嘉兴	2017 年 9 月底
四川晟达	100	南充	2017（不确定）
新凤鸣	200	嘉兴	2018 年
宁夏宝塔	100	宁夏	2018 年
福建佳龙二期	200	石狮	2018 年
中金石化	330	宁波	2018 年-2019 年
逸盛石化	330	宁波	2018-2019 年
蓝山屯河	120	新疆	2019 年或以后
台化宁波	300	宁波	不明确
云天化	100	昆明	不明确
恒力石化四期	220	大连	不明确

资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

图 27：PX 新增产能情况

项目	产能	预计投产时间
海南炼化	60	2018 年
中海油	100	2018 年
中化泉州	80	2018 年
恒力石化	300	2018 年
荣盛石化与桐昆石化、巨化集团联合项目	400	2018 年
宁波中金	200	2019 年
盛虹石化	200	2019 年
江阴汉邦	160	2019 年
河北玖瑞	80	2019 年
荣盛石化与桐昆石化、巨化集团联合项目二期	400	2020 年
合计	1980	

资料来源：百川资讯，浙商证券研究所

4.2. 国内大炼化项目投产，PTA 上游原材料 PX 依赖度有望降低

PTA 的主要原料 PX，从 2009 年开始产能逐年增加，但仍然需要大量进口，来满足国内需求，近年来对外依存度逐渐增大（依赖度在 55% 左右），为了提高国内竞争力，降低对外依存度，国内 PX 企业纷纷扩增产能。随着未来浙江石化、恒力石化等大炼化项目投产，PX 的进口依赖度会有所下降，PX-PTA 供需关系发生改变，PX 价格也有望降低，原材料成本的降低利好下游 PTA 生产企业。

原油是涤纶产业链的源头，产业链各环节价格与油价关联度较大。去年 12 月，OPEC 及包括俄罗斯在内的部分产油国同意将产量减少约 180 万桶/日，以稳定市场和支撑价格，并在今年第一季度延长了 6 个月的协议。沙特阿拉伯、委内瑞拉、阿联酋和俄罗斯的能源部长表示，产油国可能会考虑进一步延长减产计划。长期来看，油价中枢缓慢上行是大概率事件，油价上涨，石化企业库存直接受益，下游企业往往是买涨不买跌。

图 27：原油价格（美元/桶）与 PTA、POY 价格（元/吨）



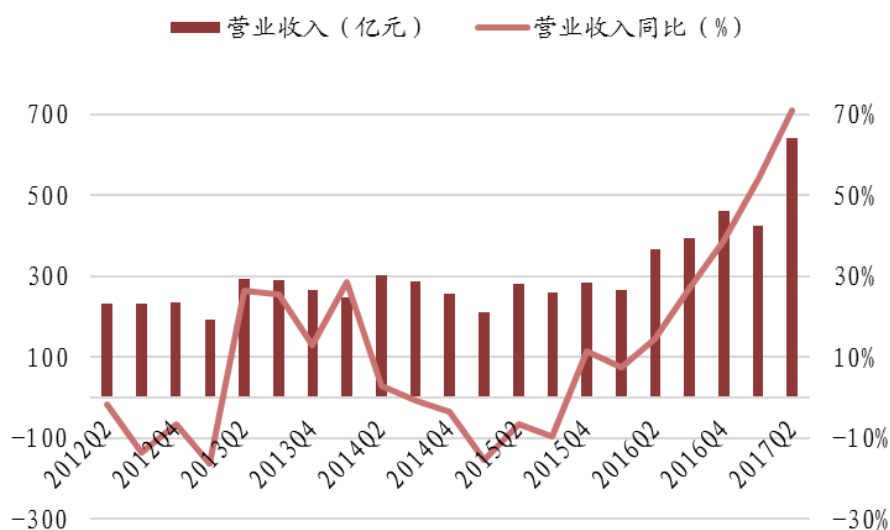
资料来源：wind，浙商证券研究所

5. 涤纶行业和公司盈利能力分析

5.1. 行业单季度营业收入增速加快，行业盈利越来越稳定

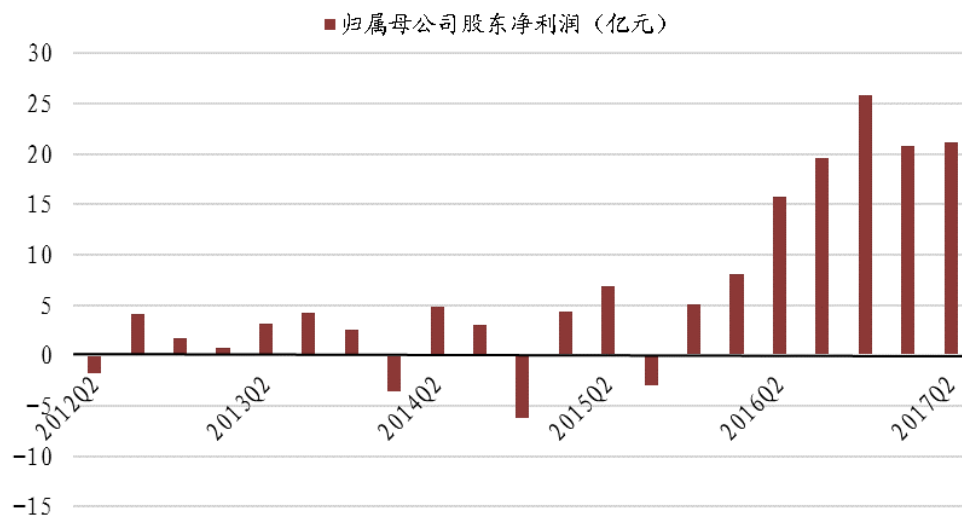
自 2012 年以来，涤纶行业进入低迷状态，单季营业收入在 250 亿左右徘徊，单季度利润一般也在 5 亿以下；2015 年四季度，涤纶行业营业收入增速变负为正，并开始大幅飙升，2017Q1 营业收入达 422.86 亿元，同比增速高达 54.1%，二季度收入同比达到 75%，原因来自产品价格上涨和销量增加。同样是从 2015Q4 开始，归母净利润持续为正且增速迅猛，一改前三年时亏时赢的局面，2016Q4-2017Q2 连续 3 季度利润在 20 亿以上，行业供需结构改善未来单季度几十亿利润将会是常态，行业盈利稳定有望带来估值的提升。

图 28：涤纶行业营业收入及增速



资料来源：wind，浙商证券研究所

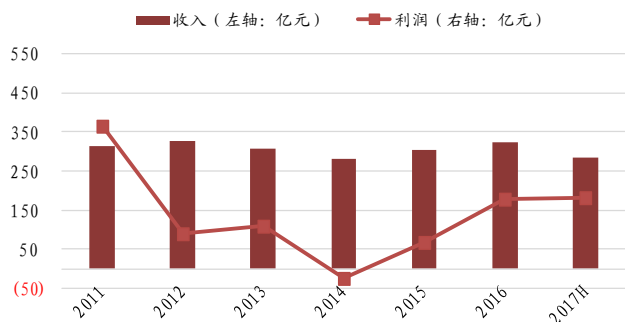
图 29：涤纶行业归母净利润（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

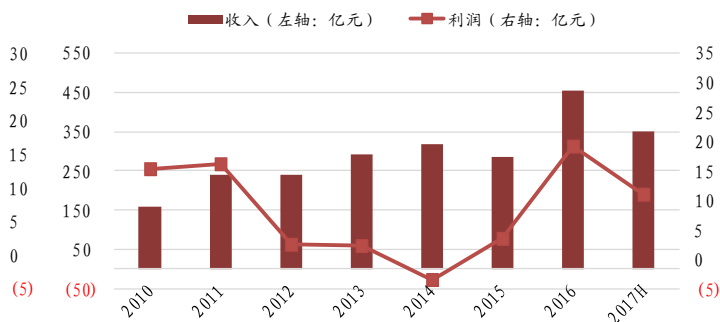
5.2. 上市公司盈利分析

图 30：近年恒逸石化收入和利润情况



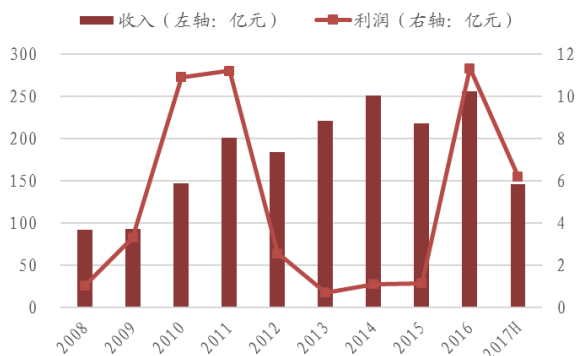
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 31：近年荣盛石化收入和利润情况



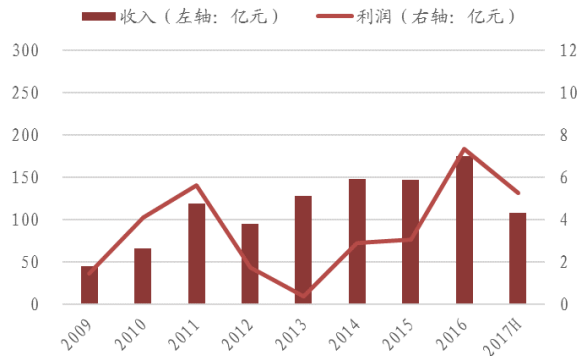
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 32：近年桐昆股份收入和利润情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

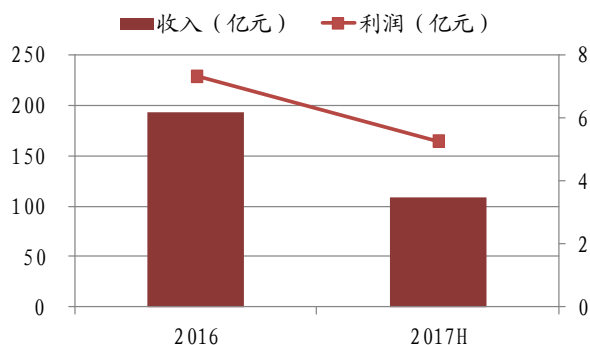
图 33：近年新凤鸣收入和利润情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

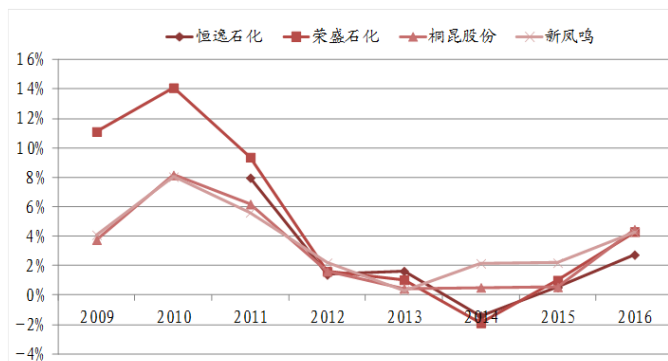
经过了 2012-2015 年的行业低谷，2016 年各企业收入和利润都大幅好转，16 年桐昆股份和新凤鸣的营业收入和归母净利润创造了历史新高。各公司净利率和 ROE 也在不断的提升，相对于 12-15 年，16 年净利率有了大幅度提升，但是距离 10 年的净利率水平还有较大的提升空间。桐昆股份资产负债率最低，仅 42%，荣盛石化资产负债率最高，为 64%，整体负债率处在一个合理水平。

图 34：近年恒力股份收入和利润情况



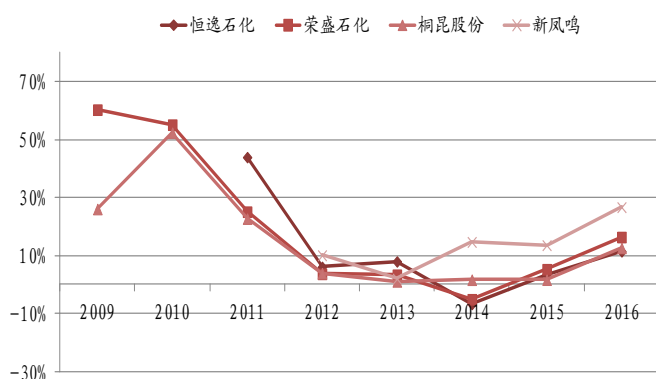
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 35：涤纶企业净利率对比



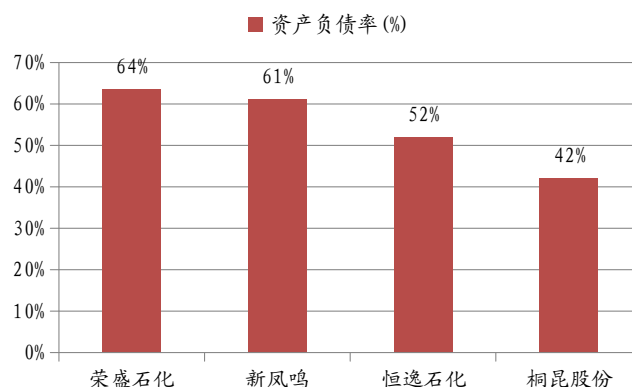
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：涤纶企业净资产收益率对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 37：涤纶企业资产负债率对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

6. 推荐标的：桐昆股份、荣盛石化

6.1 桐昆股份

多年专于涤纶长丝，逆势扩产能，19 年产能将达到 610 万吨，市占率达到 17%。30 年专一经营涤纶长丝，91 年公司的产能是 300 吨，16 年底产能达到 410 万吨，预计今年年底能达到 460 万吨，18 年达到 510 万吨，19 年新增产能达产后将达到 600 万吨，市场份额也将由目前的 13% 提升到 17%，进一步巩固行业龙头地位。

生产成本低，业绩弹性大。公司的成本比行业低 200-300 元/吨，行业平均赚 200 元/吨，行业盈利处于微利状态时，公司赚 400-500 元/吨，19 年产能达到 610 万吨，合理利润在 25-30 亿。公司目前具备涤纶长丝产能 460 万吨，价差扩大 100 元/吨，利润增加 3 亿，EPS 增厚 0.24 元。

注入浙江石化，延长产业链布局：公司拥有浙石化 20% 股权，浙石化在建 400 万吨 PX 产能，预计 18 年底投产，届时公司将打通从炼化到涤纶长丝的全产业链。浙石化可研报告一年利润在 100 亿左右，20% 权益对应 20 亿利润。

技术先进，品类繁多：公司 80% 以上的关键生产设备均为德国和日本引进，达到国际一流装备水平。公司涤纶长丝有 POY、DTY、FDY（中强丝）、复合丝和平牵丝等五大系列 1000 多个品种，被誉为涤纶长丝界的“沃尔玛”。

6.2 荣盛石化

荣盛石化是国内化纤行业领军企业，“炼化-芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链上游布局。现已拥有 PTA 总 1360 万吨（权益产能 600 万吨）、对二甲苯 160 万吨、聚酯 110 万吨、涤纶长丝 100 万吨（FDY55 万吨、DTY45 万吨）的生产能力。浙江石化项目股权已正式交割纳入上市公司体内，该项目正在全力建设中，项目完成后公司将成为自下而上打通“炼化-芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”全产业链的化工企业。

PTA 行业名义产能严重过剩，实际有效开工率高达 85%，PTA 产品价格底部蓄势待发。产能严重过剩的 PTA 行业已经过三年深度整合，产能快速扩张的时代已结束，低价差迫使落后产能出清，翔鹭和远东等 1200 多万吨产能长时间，前 3 家（荣盛、恒逸和恒力）行业有效集中度达到近 50%，行业有效开工率也达到 85%，PTA 存底部上行动力。本次恒力股份一条 220 万吨产能生产线检修，复产推迟，直接引发 PTA 价格暴涨，一个礼拜时间 PTA 价格上涨 500 元/吨，上涨幅度超过 10%，PTA 产品价差由 4-5 月份 200-300 元/吨，扩大到 1000 元/吨以上，涨幅更是高达 200% 以上。PTA-PX 价差每扩大 100 元/吨，公司业绩增厚 3.85 亿元，EPS 增厚 0.1 元。

目前中金石化芳烃是公司主要利润来源。我国是 PX 需求量最大的国家，但 PX 进口依存度高达 55%。2016 年公司芳烃稳定放量，16 年全年芳烃毛利率达到 28%，远高于 PTA 3% 的毛利率。目前价格下中金石化芳烃一个月贡献 1.5 亿利润，成为公司主要利润来源。由于未来 2-3 年 PX 新增产能有限，产业链的利润仍将集中在 PX 环节。

浙江石化项目投产后，公司利润还有很大提升空间。浙石化 4000 万吨/年炼化一体化舟山项目一期建设 2000 万吨炼油、520 万吨芳烃及 140 万吨乙烯等项目，预计于 2018 年底建成投产。参考同等规模的镇海炼化，16 年盈利 130 多亿，今年上半年盈利更佳。预计浙江石化一期投产后可产生利润 100 亿，公司 51% 的权益对应是 50 亿的净利，公司利润还有很大提升空间。

6.3 恒逸石化

PTA 行业龙头企业：公司目前 PTA 产能 615 万吨，涤纶产能 267 万吨，与荣盛石化合作控制的 PTA 总产能达 1360 万吨，位居世界第一。

推行员工持股计划彰显信心：5 月份第二次退出员工持股计划，参与计划的员工共计 200 人，拟筹集资金总额不超过 1.5 亿元。该计划实现了公司员工、核心骨干、管理层与公司利润的捆绑，保证了公司业绩未来的稳健高速增长。

文莱项目全面推进：公司于 2016 年完成非公开发行募集 38 亿元，用于文莱 PMB 石油化工一体化一期项目，建成后，公司将突破原料瓶颈，实现“产业链一体化”战略。

6.4 恒力股份

民用长丝龙头企业，高端产品市场领先：公司涤纶长丝产能 160 万吨，以 FDY 为主，产品集中于细旦、高端、高品质领域。

全球单体最大 PTA 工厂，产能为 660 万吨/年：恒力投资的子公司恒力石化目前已在大连长兴岛建成并投产了 660 万吨/年 PTA 生产装置，为全球单体产能最大的 PTA 生产基地，约占国内实际产能的 18%。

上马大炼化项目，打通全产业链：股份公司实际控制人旗下的恒力投资与恒力炼化有注入上市公司预期，本次收购完成后，上市公司的产业结构将升级为以原油炼化为起点，形成“芳烃—PTA—聚酯—民用丝及工业丝”的完整产业链。

6.5 新凤鸣

涤纶长丝龙头之一，产能有序扩张：中石科技募投项目将于 2020 年投产，计划新增 POY 产能 29.6 万吨、FDY

产能 15.4 万吨。“十三五”结束后公司涤纶长丝目标产能将达到 430-450 万吨。

布局平湖独山港 220 万吨 PTA 项目，向上拓展产业链：公司投资 40 亿建设平湖独山港 PTA 项目，2017 年底动工。建成后可配套 10 套聚酯产线，立足涤纶长丝的同时往上游 PTA 发展。

图 38：各大涤纶企业业绩弹性

企业	PTA 产能 (万吨)	涤纶产能 (万吨)	股价	股本(亿 股)	PTA 业绩弹 性(上涨 100 元/吨, 元/股)	涤纶业绩 弹性(上涨 100 元/吨, 元/股)	PTA 贡献利润 (上涨 100 元/ 吨)	涤纶贡献 利润(上涨 100 元/吨)
桐昆股份	170	460	15.52	12.32	0.09	0.24	1.09	2.95
新凤鸣	-	280	37.21	6.02	-	0.30	-	1.79
恒逸石化	615	165	16.49	16.48	0.24	0.06	3.94	1.06
恒力股份	660	160	10.06	28.26	0.15	0.04	4.23	1.03
荣盛石化	600	100	9.96	38.16	0.10	0.02	3.85	0.64

资料来源：wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn