

# 涤纶景气拐点已现！推荐新凤鸣、桐昆股份

近期涤纶库存大幅下降，价差也有所改善，我们判断行业景气拐点已经出现，二季度逐月向好，下半年行业盈利有望回归正常。而相关龙头估值均处于历史底部，风险收益比极高，维持重点推荐。

## 核心观点

- **涤纶景气拐点已现：**二季度以来涤纶库存快速去化，4-5 月份产销率都超过 100%，最新库存已降至 9 天，处于五年均值以下；价差也从底部不足 1000 元/吨回升至 1200-1300 元/吨左右。目前国内终端需求已恢复正常，而海外随着疫情得以控制需求也将逐步复苏，再结合目前历史极低的价格水平，我们认为行业向上拐点已经非常清晰。
- **盈利有望回归中枢：**今年疫情和油价对涤纶盈利的影响主要还是体现在一次性的库存跌价上，从价差看其实还要好于 19 年，背后反映出涤纶对上下游定价权的大幅改善。由于新增产能全部集中于龙头，涤纶长周期供需增速基本匹配，短期在需求拐点明确的情况下，价差有望回归 1400 元/吨的中枢水平，相应龙头吨盈利将超过 200 元/吨。
- **龙头有望迎来戴维斯双击：**剔除库存损失影响，涤纶今年盈利与去年基本持平，而龙头股价相比去年都出现了 20%以上的跌幅，估值均处于历史底部。我们测算如果涤纶盈利回归均值，龙头动态 PE 都在 7-8 倍左右，对于一个格局稳定、龙头复合增速约 10%-15%的行业而言，无疑是非常便宜的，目前已经具备了很好的配置价值。

## 投资建议与投资标的

- 随着行业景气复苏，我们判断龙头有望迎来戴维斯双击，从产能/市值比来看，按盈利弹性由高至低排序为新凤鸣、桐昆股份、恒逸石化，结合远期成长性和盈利弹性，重点推荐新凤鸣(603225，买入)、桐昆股份(601233，买入)。

## 风险提示

- 需求下滑风险；油价波动风险



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

行业评级

**看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

化工行业

报告发布日期

2020 年 05 月 28 日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

赵辰

021-63325888\*5101

zhaochen1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511120005

联系人

杨奇

021-63325888\*7540

yangqi@orientsec.com.cn

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

1. 涤纶景气拐点已现！ .....	4
2. 未来盈利有望回升至历史中枢 .....	5
3. 龙头迎来布局良机 .....	6
3.1 新凤鸣 .....	6
3.2 桐昆股份 .....	8
3.3 恒逸石化 .....	9
4. 风险提示 .....	9

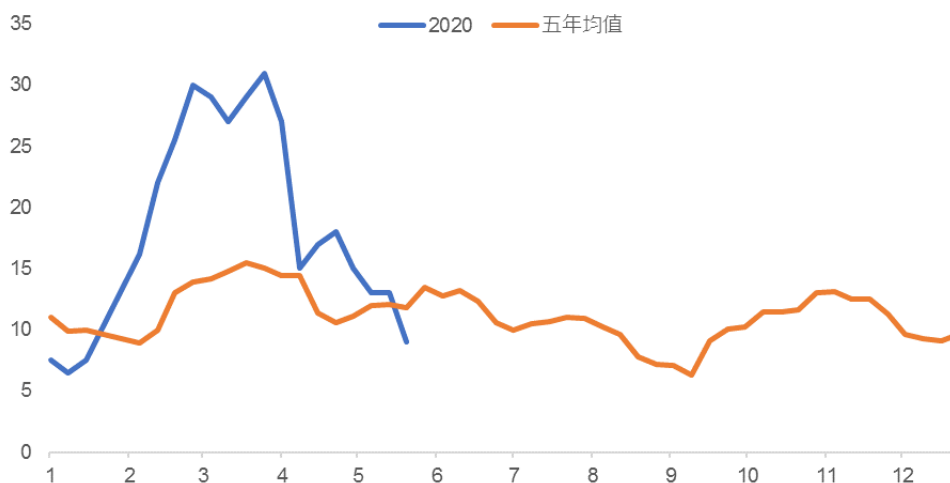
## 图表目录

图 1：涤纶 POY 库存快速下降至历史均值以下（天） .....	4
图 2：涤纶价格和价差变化（元/吨） .....	4
图 3：新凤鸣资产负债率和有息负债率 .....	7
图 4：新凤鸣现金流与资本开支（亿元） .....	8
图 5：桐昆股份资产负债率和有息负债率 .....	8
图 6：桐昆股份现金流与资本开支（亿元） .....	9
表 1：主要化工品价差变化对比（元/吨） .....	5
表 2：涤纶历史价差水平（元/吨） .....	6
表 3：涤纶龙头盈利弹性比较及盈利预测（亿元） .....	6

## 1. 涤纶景气拐点已现！

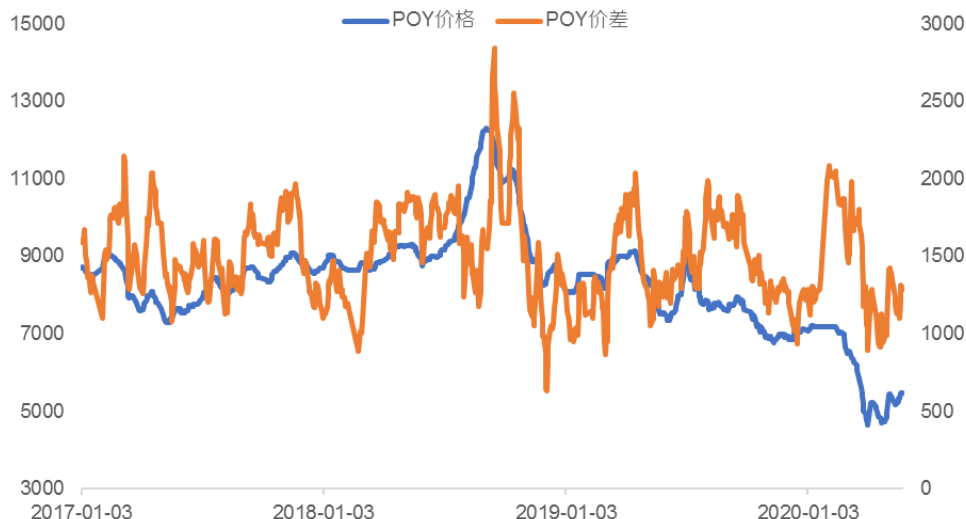
我们在 4 月初曾推荐过涤纶行业及龙头新凤鸣，如果说彼时还属于看不见任何改善趋势的至暗时刻，那么随着近两个月库存快速去化，涤纶景气向上拐点已经非常清晰，价差也从底部不足 1000 元/吨回升至目前的 1200-1300 元/吨左右。而过去几年随着格局改善，涤纶在全产业链中定价权正越来越强，未来需求复苏情况下，盈利回归历史中枢的 1400 元/吨应是大概率事件，相应龙头吨盈利 200-300 元，PE 均在 7-8 倍左右。对于一个格局稳定、龙头每年还有 10%-15% 产量增长的行业而言，无疑是非常便宜的。结合成长性和盈利弹性，我们重点推荐新凤鸣、桐昆股份。

图 1：涤纶 POY 库存快速下降至历史均值以下（横轴：月份；纵轴：库存天数）



资料来源：中纤网，东方证券研究所

图 2：涤纶价格（左轴）和价差（右轴）变化（元/吨）



资料来源：中纤网，东方证券研究所

## 2. 未来盈利有望回升至历史中枢

今年由于疫情造成衣食住行等终端需求大幅下滑，化工可谓百业萧条。但一个非常有意思的现象是，涤纶 POY 价差 1432 元/吨还要略高于去年的 1422 元/吨，而与之相反，化工大宗品价差同比普遍都下滑 10%-30%。本质上疫情对化工各子行业需求端冲击都很大，而涤纶由于外需占比高，又叠加了油价暴跌的影响，逻辑上讲应该属于受伤比较惨重的行业。但即使如此，其主要损失还是在于一次性的库存跌价，价差仍然强于多数化工大宗品，背后原因恐怕更多还是在于供给端，这也印证了涤纶格局确实有所改善，定价权也在显著增强。

从供给端看，涤纶行业新增产能集中于几大龙头，每年新增产能 200-300 万吨，对应供给增速 6%-7%，而需求端历史复合增速约 7% 左右，供需基本匹配。因此抛开油价和疫情等一次性冲击的影响，涤纶自身供需所决定的长周期盈利应该还是比较稳定的，在需求逐步复苏的情况下，未来价差大概率将回归至 1400 元/吨左右的合理中枢。另外今年将是 PX 和 PTA 利润向下游转移的元年，今年 PX 价差 263 美元/吨，PTA 价差 593 元/吨，同比 19 年分别下滑 30% 和 43%。而未来这两个环节供给端都面临海量产能释放的压力，盈利水平也很难再重回到过去的高位，这也意味着行业成本中枢的系统性下降，对整个产业链长期健康发展无疑是利好，相应涤纶和下游环节都会受益。需要指出的是，涤纶的长期盈利水平还是由行业壁垒决定，我们并不认为其能长期完全承接 PX 和 PTA 的利润转移。但在未来需求持续向好和库存低位的情况下，涤纶由于相对上下游更强的定价权，应该还是能阶段性受益，这也对未来价差和盈利回升构成利好。

表 1：主要化工品价差变化对比（元/吨）

产品	2020 价差	2019 价差	同比
油头聚乙烯	4455	4246	5%
氨纶	14428	14314	1%
涤纶 POY	1432	1422	1%
乙烯法 PVC	4504	4660	-3%
锦纶 POY	3463	3663	-5%
油头聚丙烯	4392	4842	-9%
油头乙二醇	1947	2221	-12%
己内酰胺	5268	6071	-13%
己二酸	3871	4505	-14%
MDI	5932	7052	-16%
电石法 PVC	1429	1816	-21%
苯乙烯	2596	3314	-22%
丙烷脱氢	2214	2889	-23%
PO	2538	3340	-24%
粘胶短纤	3449	4562	-24%
TDI	5277	7285	-28%

甲醇	749	1056	-29%
PX*	263	375	-30%
PTA	593	1041	-43%
煤头乙二醇	715	1261	-43%
MTBE	968	2018	-52%
丁二烯	1917	5083	-62%

资料来源：wind，东方证券研究所，\*PX 价差单位为美元/吨

**表 2：涤纶历史价差水平（元/吨）**

	POY 价差	FDY 价差	DTY 价差
2012	1423	1556	2832
2013	1262	1554	2945
2014	1494	1806	3261
2015	1124	1444	2799
2016	1203	1890	2734
2017	1530	1984	3114
2018	1582	1973	3196
2019	1422	1878	3056
2020	1432	1947	3239
中位值	1423	1878	3056
平均值	1389	1791	3023

资料来源：中纤网，东方证券研究所

### 3. 龙头迎来布局良机

如前所述，我们预计未来涤纶价差有望修复至历史中枢 1400 元/吨，对应龙头吨盈利在 200 元以上，以目前产能测算，新凤鸣和桐昆 PE 都在 7-8 倍左右。而长期看涤纶需求稳定增长，龙头随着市场份额提升每年复合增速约 10%-15%，估值已经相当具备吸引力了。从产能/市值比来看，按盈利弹性由高至低排序为新凤鸣、桐昆股份、恒逸石化，重点推荐兼具远期成长和高盈利弹性的新凤鸣、桐昆股份。

**表 3：涤纶龙头盈利弹性比较及盈利预测**

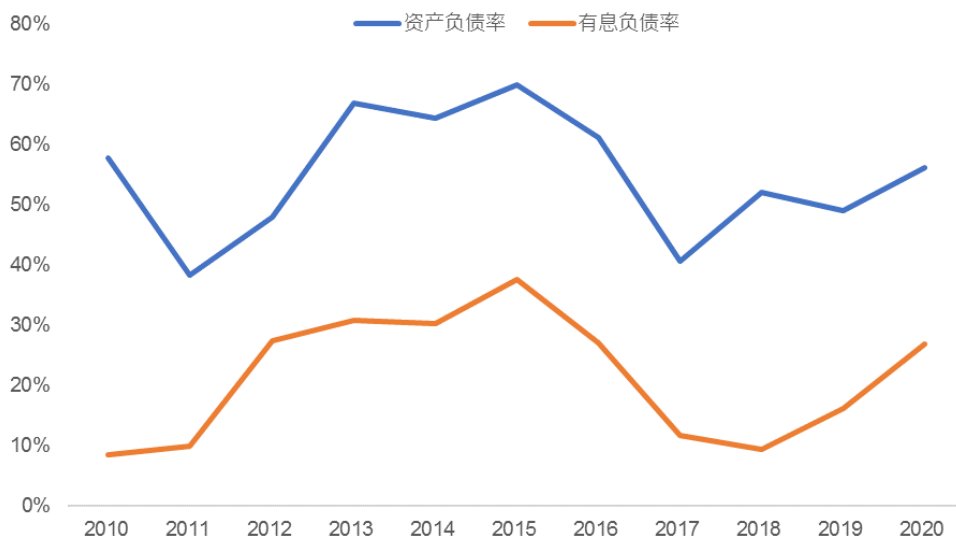
	长丝产能（万吨）	市值（亿）	产能/市值（吨/万元）	盈利中枢（亿）	PE
新凤鸣	460	135	3.42	16.0	8.4
桐昆股份	646	215	3.00	30.9	7.0
恒逸石化	563	345	1.63	36.0	9.6

资料来源：wind，东方证券研究所

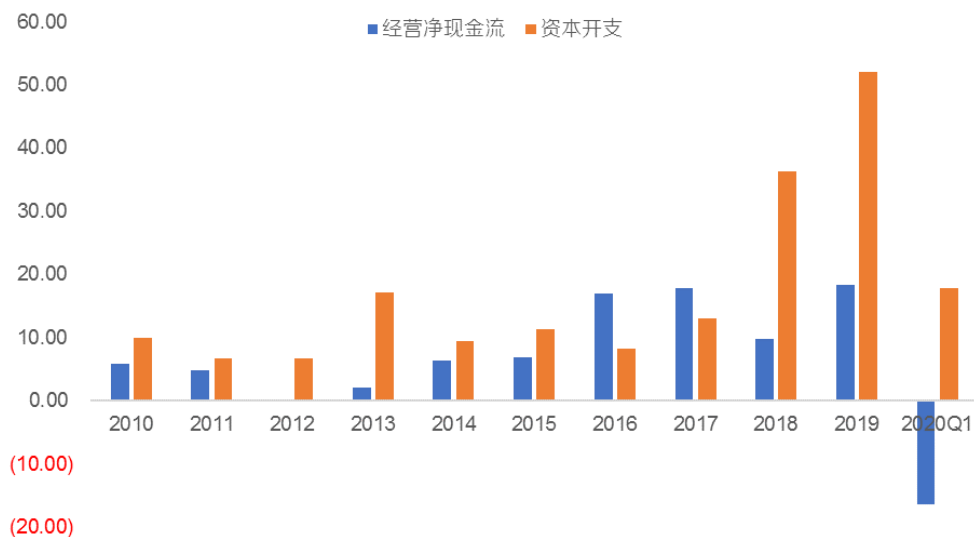
#### 3.1 新凤鸣

新凤鸣我们前期曾做过重点推荐，虽然论规模而言公司目前只排行业第三，但由于拥有全行业最低的成本和最高的 ROE，其实是行业内扩张能力最强的龙头。而且公司目前体量很小，近两年又在 PTA 上明显发力，以涤纶+PTA 万亿赛道和公司目前不到 10% 的市占率来说，未来还有 4-5 倍的成长空间，这也构成我们长期看好公司的根本逻辑。但需要指出的是，涤纶本身并非一个暴利行业，公司凭借超额利润长期 ROE 中枢应该在 15% 左右，这也意味着如果不依赖融资，其扩张速度就会受到限制。因此近两年随着资本开支强度增加，公司杠杆率也有明显上升，同时还发行了 20 亿转债。就我们测算，公司内生的现金流可满足涤纶每年 90 万吨左右的产能扩张，但尚不足以支撑在 PTA+涤纶双业务条线的齐头并进。而且客观的说公司的竞争对手也都属于化工企业中的佼佼者，未来如果想实现超越同行的发展速度，可能仍然需要一次或两次外部融资。

**图 3：新凤鸣资产负债率和有息负债率**



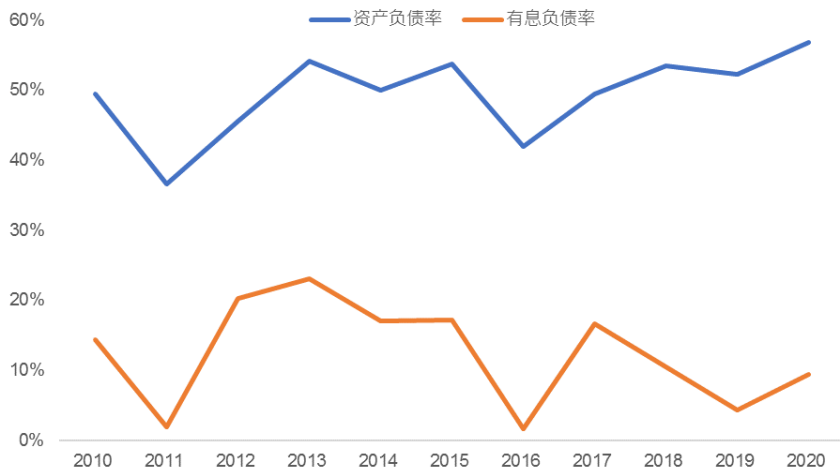
资料来源：wind，东方证券研究所

**图 4：新凤鸣现金流与资本开支（亿元）**


资料来源：wind，东方证券研究所

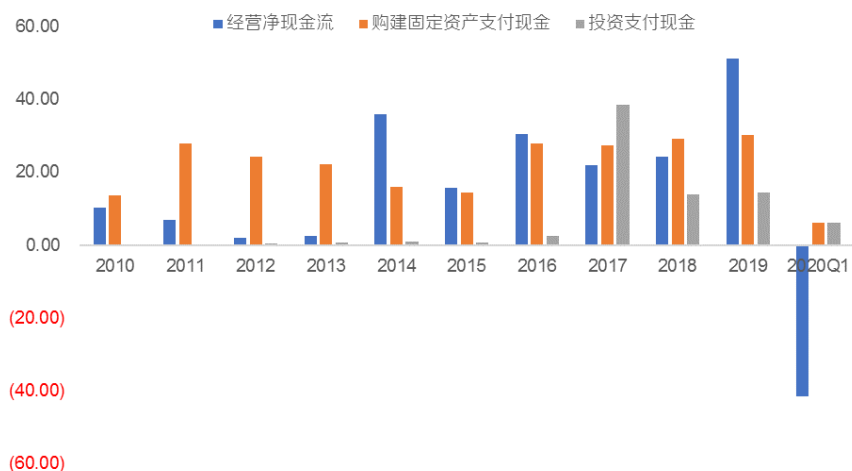
### 3.2 桐昆股份

桐昆是目前全球首屈一指的涤纶龙头，其盈利能力虽然略低于新凤鸣，但也远超同行，预计其合理的 ROE 中枢也有 10% 以上。公司今年恒超 50 万吨项目投产后产能将达到 700 万吨，如东洋口港 240 万吨涤纶+500 万吨 PTA 项目也已经启动，保持了公司一贯稳健的产能增长节奏。桐昆优势在于目前其在手现金已高达 98 亿，且仅有 43 亿的有息负债，而未来主要资本开支就是浙石化二期 20 亿和涤纶每年 20-30 亿，基本不再需要外部融资。因此虽然目前有 57 亿的未转股可转债，但即使假设全部转股，其市值也仅 270 亿，行业景气常态下的 PE 约 9 倍左右，也属于比较便宜了。

**图 5：桐昆股份资产负债率和有息负债率**




资料来源：wind，东方证券研究所

**图 6：桐昆股份现金流与资本开支（亿元）**


资料来源：wind，东方证券研究所

### 3.3 恒逸石化

恒逸一直以来都坚持上下游一边粗的柱状型战略布局，19 年底文莱炼化顺利投产，虽然产能规模不大，但区位还是带来了销售、配套、税收等不可复制的优势，也避免了国内的激烈竞争，长周期回报率应该不会低。PTA 公司属于行业内第一梯队，未来还拟投建 600 万吨新增产能巩固既有地位。聚酯由于公司产能以兼并收购为主，布局较为分散，客观的说并不具备很强的成本优势，而在建的海宁新材料项目将是其首个百万吨级的单一基地，未来竞争力有望改善。由于炼化和 PTA 在公司资产和收入结构中占比较高，未来公司也将保持上下游的同步扩张。因此其盈利除判断涤纶景气外，还取决于炼化和 PTA 的情况，而我们对这两个行业景气都较为谨慎。另外从产能市值比上看，其盈利弹性会低于新凤鸣和桐昆，但整体而言也将受益。

## 4. 风险提示

- 1) 需求下滑风险：疫情控制不及预期，导致海外终端需求进一步下滑
- 2) 油价波动风险：油价暴跌将带来库存损失，影响盈利改善程度

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

