

瓶级切片上市系列报告（二） ——周期视角看供应及景气度变化

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

7月11日郑州商品交易所公布《瓶片期货合约（合约草案）》以及《瓶级聚酯切片期货业务细则（征求意见稿）》，意味着离瓶片期货上市又近了一步。为帮助市场更好的了解瓶片期货，在未来一段时间，将陆续推出《瓶片期货上市系列专题》，本期是第二期，主要讨论瓶片产能周期以及行业景气度的变化。

摘要：

观点：

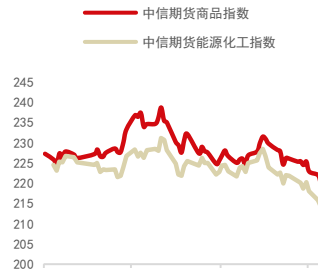
7月11日郑州商品交易所公布《瓶片期货合约（合约草案）》以及《瓶级聚酯切片期货业务细则（征求意见稿）》，意味着离瓶片期货上市又近了一步。为帮助市场了解瓶片期货，将陆续推出《瓶片期货上市系列专题》，本期是第二期，主要讨论瓶片产能周期以及行业景气度的变化。

瓶片产能投放处在【新周期】，【新】体现为新龙头的崛起以及新势力的进入，包括发挥产业链协同优势的逸盛，以及汉江、百宏、昊源等新主体进入。同时，瓶片行业传统龙头《万凯、三房巷以及华润》也在加码投资。

【新周期】下有三个特点：一是投资力度更大，投产周期更长；二是投资主体更多，行业高集中度但环比下降；三是瓶片产能份额【东减西增】，近几年东北、西南以及西北瓶片行业份额激增，其中，东北、西南以及西部瓶片份额加快上升至24.3%。

本轮产能集中投放以来，瓶片行业景气度在比较快的下降。从加工费来看，2023年以及2024年H1瓶片加工费分别下降到740以及470元/吨，2024年H1瓶片现货加工费又是近十五年最低的时期。更大的生产能力以及更低的生产经济性，也使得最近瓶片装置实际利用率在较快的下降，其中，2024年上半年瓶片平均开工率接近77%，处在长周期的开工率的低位。

风险因素：一、瓶片行业集中度高，需关注短期供应冲击风险。二、瓶片价格构成中成本因素占比高，需关注原料价格波动风险。



化工组研究团队

研究员：
胡佳鹏
021-80401741
hujiapeng@citicsf.com
从业资格号：F3039655
投资咨询号：Z0013196

黄谦
021-80401738
huangqian@citicsf.com
从业资格号：F3063512
投资咨询号：Z0014611

杨家明
021-80401704
yangjiaming@citicsf.com
从业资格号：F3046931
投资咨询号：Z0015448

杨晓宇
yangxiaoyu@citicsf.com
从业资格号：F03086737
投资咨询号：Z0020561

张紫南
zhangzinan@citicsf.com
从业资格号：F03097101
投资咨询号：Z0020714

目 录

摘要：	1
一、导言	4
二、投产新周期：三驾马车，齐头并进	4
（一） PTA 龙头强势入局	4
（二） 传统势力继续发力	5
（三） 新势力进军瓶片行业	7
三、投产新周期下有哪些特点？	7
（一） 投产力度更大，持续期更长	7
（二） 三方角力，瓶片行业集中度下降	8
（三） 产能东减西增：东北、西部地区崛起	9
四、投产新周期行业景气度变化	9
（一） 投产周期以及行业供需错配	9
（二） 瓶片行业处在景气度低点	10
五、风险因素：	10
免责声明	11

图表目录

图表 1： PTA 龙头强势入局	4
图表 2： 逸盛瓶片产能及份额激增	4
图表 3： 之前几年瓶片盈利能力显著好于 PTA	5
图表 4： 2022 年瓶片/PTA 经济性差值创新高	5
图表 5： PTA 和瓶片不同组合对盈利能力的影响	5
图表 6： PTA 和瓶片不同组合对盈利能力的影响	5
图表 7： 三家公司资本开支增加	6
图表 8： 三家公司瓶片产能抬升	6
图表 9： 2022 年三家公司净利润创新高	6
图表 10： 2022 年三家公司投资回报率较高	6
图表 11： 三家公司在建工程高位	7
图表 12： 投资增加推升固定资产总额	7
图表 13： 瓶片产能强势崛起	7
图表 14： 瓶片产能增速高增长	7
图表 15： 三轮瓶片集中投产量	8
图表 16： 2024 年 H1 瓶片产能上升至 1883 万吨	8
图表 17： 瓶片是链条上集中度最高的品种	9
图表 18： 瓶片集中度有所下降	9
图表 19： 华东&华南份额持续下滑	9
图表 20： 东北、西南以及西北崛起	9
图表 21： 产能扩张与利用率关系	10
图表 22： 实际利用率与均衡利用率	10
图表 23： 瓶片是链条上集中度最高的品种	10
图表 24： 瓶片集中度有所下降	10

一、 导言

7月11日郑州商品交易所公布《瓶片期货合约（合约草案）》以及《瓶级聚酯切片期货业务细则（征求意见稿）》，意味着离瓶片期货上市又近了一步。瓶片期货的上市，讲进一步完善聚酯板块品种体系，为产业链风险提供新工具。为帮助市场更好的了解瓶片期货，在未来一段时间，将陆续推出《瓶片期货上市系列专题》，本期是第二期，主要讨论瓶片产能周期以及行业景气度的变化。

二、 投产新周期：三驾马车，齐头并进

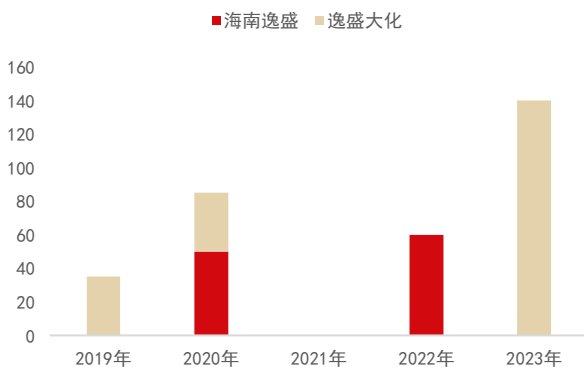
近几年瓶片行业投资剧增，推动行业产能规模急剧扩张。增量来源看，既有PTA龙头发挥产业协同优势强势布局，也有行业传统供应商加大投资，还有新的势力进军瓶片行业。

（一） PTA 龙头强势入局

依托产业协同优势，PTA龙头企业强势入局瓶片行业。统计数据显示，2019年以来逸盛海南以及逸盛大化瓶片已完成投资近320万吨，其中，2020年、2022年以及2023年分别投产85万吨、60万吨以及140万吨。

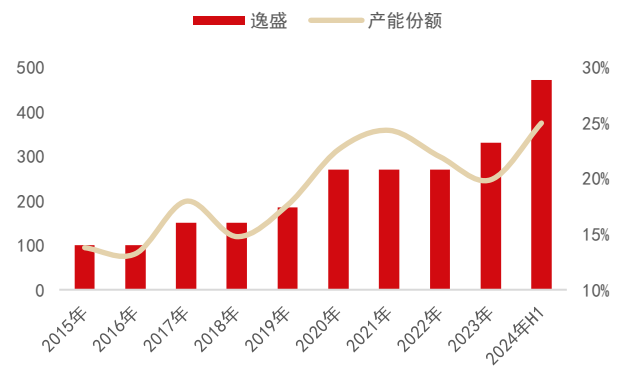
规划产能投放后，逸盛系（含海南逸盛以及逸盛大化）现有瓶片总生产能力近470万吨，一跃成为国内最大的瓶片生产企业，至今其瓶片产能已占到国内瓶片总规模的25%。

图表1：PTA龙头强势入局



资料来源：CCF 中信期货研究所

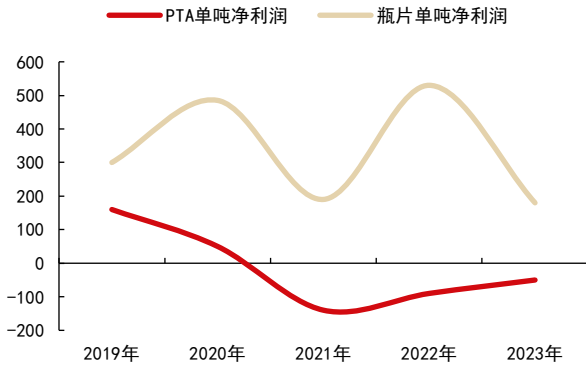
图表2：逸盛瓶片产能及份额激增



资料来源：CCF 中信期货研究所

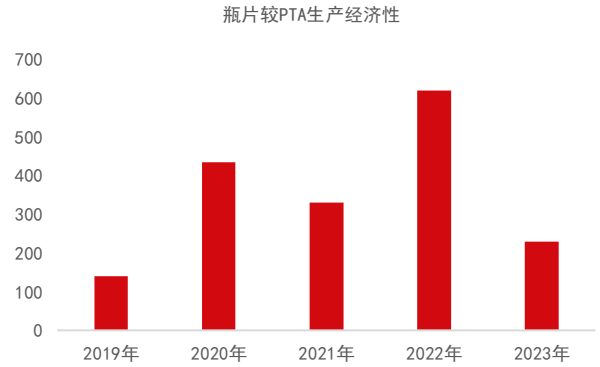
这一行为的发生，一定程度还是受PTA生产经济性下降，以及瓶片生产经济性提升的影响。2019年以来瓶片生产经济性持续性好于PTA，其中，2021年以及2022年PTA生产亏损近140元/吨以及90元/吨，同期瓶片生产则盈利190元/吨以及330元/吨，在2022年瓶片和PTA生产的经济性差异又是过去几年当中最大的。

图表3：之前几年瓶片盈利能力显著好于 PTA



资料来源：CCF 中信期货研究所

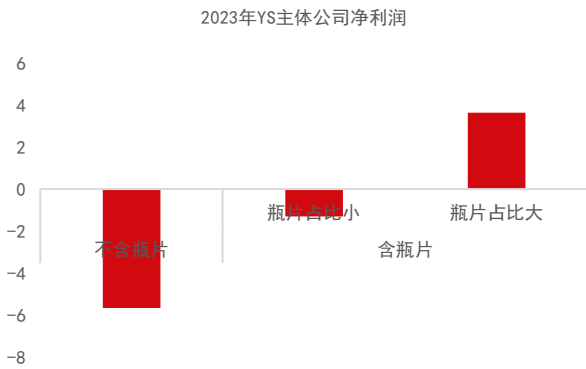
图表4：2022 年瓶片/PTA 经济性差值创新高



资料来源：CCF 中信期货研究所

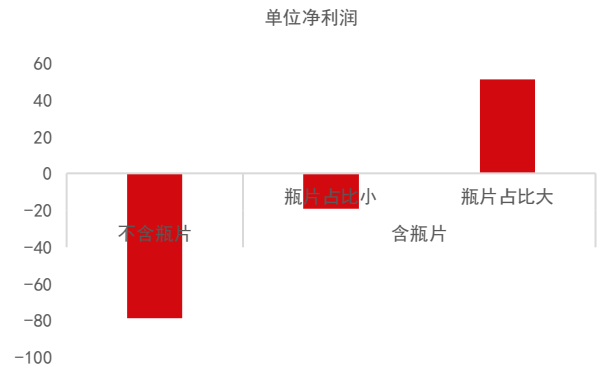
在 PTA 存在存量供应的基础上，以【是否有瓶片产能】作为对照，可以发现，在过去几年瓶片对提升主体公司经济效益的作用是比较大的，其中，【有瓶片产能】主体公司亏损明显减少，另外，【瓶片产能较大】的主体公司依然能获取较好的经济效益。产业协同的另一个优势在于，通过配套瓶片产能的建设，能更多在内部消化 PTA，从而减轻 PTA 产品的销售压力。

图表5：PTA 和瓶片不同组合对盈利能力的影响



资料来源：上市公司公告 中信期货研究所

图表6：PTA 和瓶片不同组合对盈利能力的影响



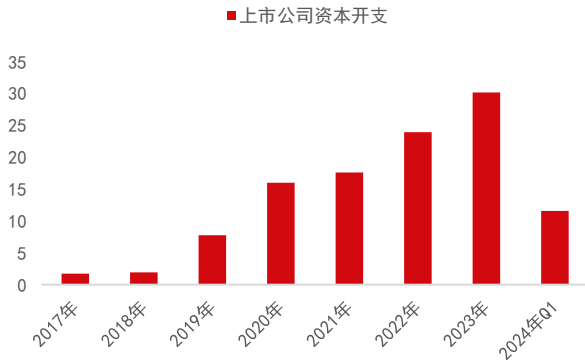
资料来源：上市公司公告 中信期货研究所

（二）传统势力继续发力

万凯、三房巷以及华润是瓶片行业的传统力量，统计显示，过去十年万凯、三房巷以及华润三家主要瓶片生产企业拥有的供给能力占据国内瓶片总供给的一半。

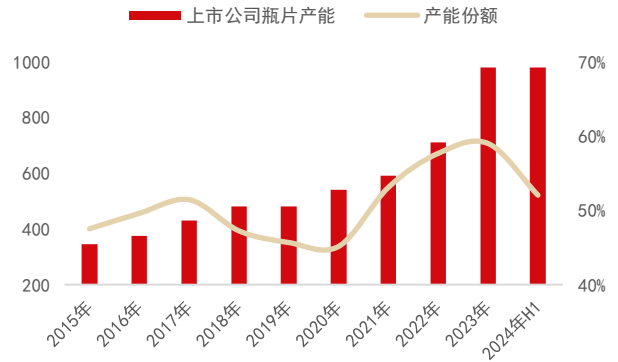
近两年万凯、三房巷以及万凯瓶片产能共新增 370 万吨，除万凯重庆新建 120 万吨、三房巷新建 150 万吨装置之外，还有华润收购原澄星 120 万吨瓶片项目。服务于瓶片项目的建设以及收购，万凯、三房巷以及华润三家公司资本开支大幅抬升，数据显示，2020~2022 年三家公司资本开支跃升至 20 亿元以上。

图表7：三家公司资本开支增加



资料来源：上市公司公告 中信期货研究所

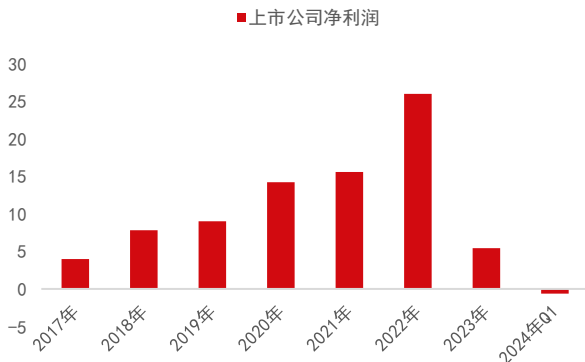
图表8：三家公司瓶片产能抬升



资料来源：上市公司公告 中信期货研究所

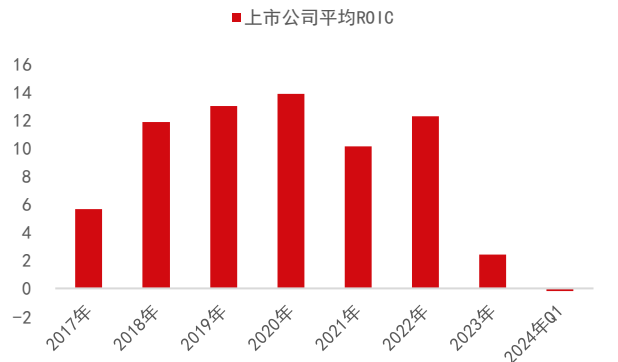
万凯、三房巷以及万凯资本开支的增加，除盈利能力改善带来的现金流比较充裕之外，友好的融资环境也是资本开支扩张的重要原因。其中，因瓶片产能增加及高景气影响，2022年万凯、三房巷以及万凯三家公司净利润跃升至26亿元附近，创2017年以来新高；另外，万凯、三房巷以及万凯三家公司募资总规模在2022至2023年快速上升至30-40亿元，创记录以来高位，募集资金较好的服务三家公司瓶片项目的建设以及收购。

图表9：2022年三家公司净利润创新高



资料来源：上市公司公告 中信期货研究所

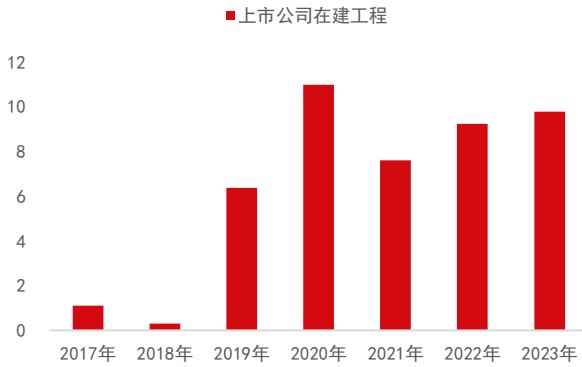
图表10：2022年三家公司投资回报率较高



资料来源：上市公司公告 中信期货研究所

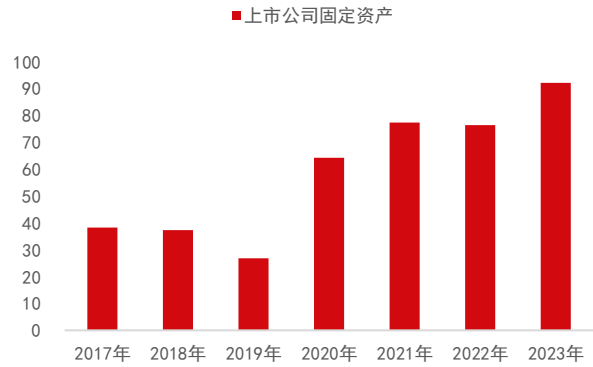
瓶片项目建设周期较短，以三房巷兴佳新材料为例，项目建设始于2022年2月，两套各75万吨瓶片装置分别在2023年6月以及2023年7月投产，瓶片项目建设周期在14-15个月之间；另外，重庆万凯三套各60万吨瓶片装置分别在2019年、2020年以及2022年建设，分别在2020年3月、2022年1月以及2023年5月投产，项目建设周期多在12-14个月之间。

图表11：三家公司在建工程高位



资料来源：上市公司公告 中信期货研究所

图表12：投资增加推升固定资产总额

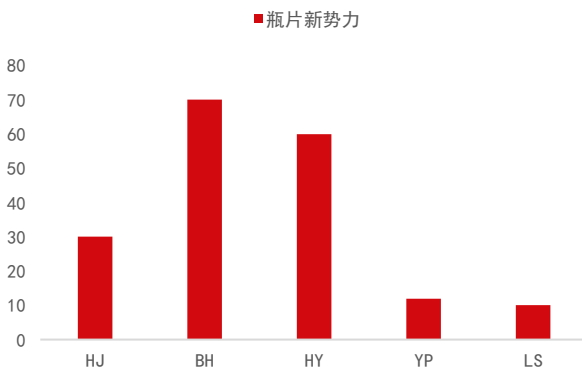


资料来源：上市公司公告 中信期货研究所

（三）新势力进军瓶片行业

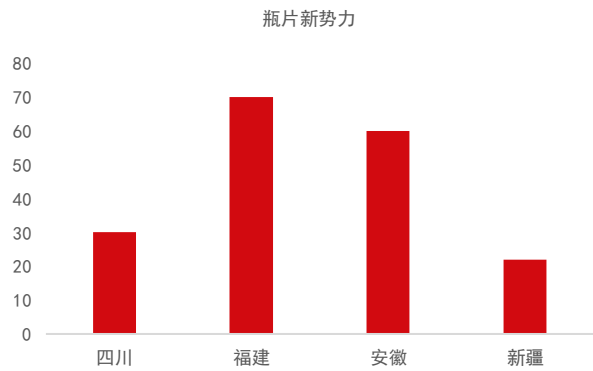
瓶片行业也吸引新的竞争者进入。前两年汉江新材料、福建百宏以及安徽昊源等瓶片项目启动，涉及产能共 160 万吨，装置分别在 2023 年 4 月、2023 年 8 月以及 2024 年投产，也是瓶片新势力的主要代表。汉江新材料、福建百宏以及安徽昊源瓶片项目分别着落在四川德阳、福建晋江以及安徽阜阳，构成当地瓶片市场供应的重要力量。

图表13：瓶片产能强势崛起



资料来源：CCF 中信期货研究所

图表14：瓶片产能增速高增长



资料来源：CCF 中信期货研究所

三、投产新周期下有哪些特点？

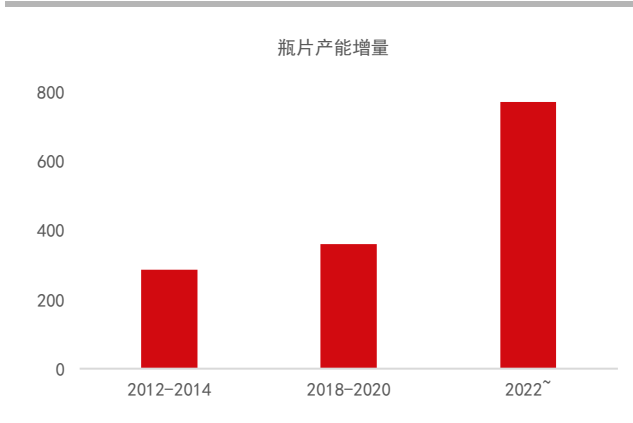
（一）投产力度更大，持续期更长

纵观过去十五年，瓶片行业有三次比较集中的产能投产，分别发生在 2012 年、2018~2020 年以及 2022 年至今。

第一轮产能集中投放主要落在 2012 年，产能新增包括万凯嘉兴、华润珠海、华润常州以及广东泰宝等项目，涉及产能共 200 万吨；第二轮集中投放主要落在 2018 年~2020 年，包括三房巷、澄星、逸盛大化（一期&二期），万凯重庆一期以及海南逸盛三期，这一时期瓶片产能共增加 360 万吨；

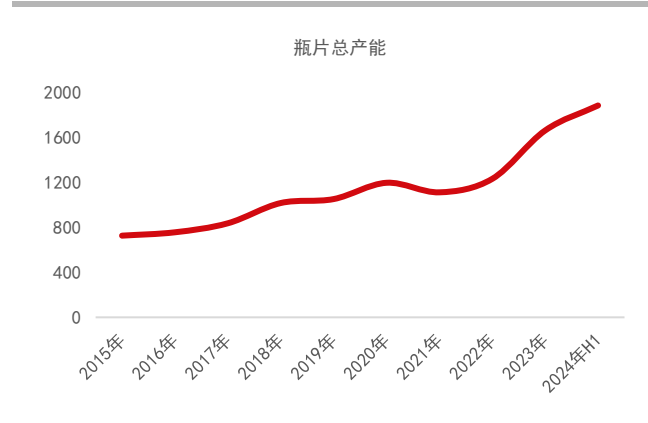
第三轮集中投放始于 2022 年，除华润江阴重启外（原澄星），新建瓶片装置涉及产能共 652 万吨；在建待投放瓶片装置总量接近 385 万吨，包括逸盛海南、三房巷、仪征化纤、逸盛大化等。从投资规模上看，本轮瓶片投资总规模接近前两轮投资总量的一倍；另外，从资本开支角度看，本轮瓶片产能投资大概率会持续至 2025 年。

图表15：三轮瓶片集中投产量



资料来源：CCF 中信期货研究所

图表16：2024 年 H1 瓶片产能上升至 1883 万吨



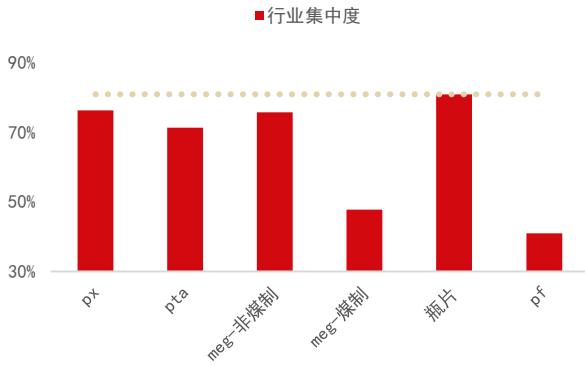
资料来源：CCF 中信期货研究所

（二）三方角力，瓶片行业集中度下降

品牌、规模、资质以及客户资源，四个关键因素是促成瓶片供给高度集中的关键因素。一般来讲，瓶片下游以饮料食品工厂为主，对产品质量要求高，对供应商资质审查较久，通过审查的多是质优且资质较好的供应商，容易形成长期稳定合作关系；规模对于瓶片企业的优势在于能系统性降低生产成本，并提升原材料采购的议价能力。

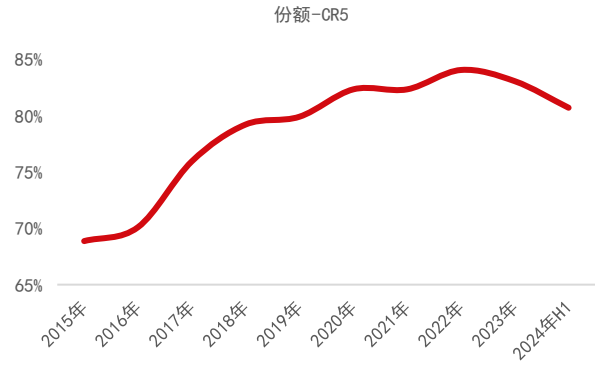
瓶片行业的高集中度，具体表现为：（1）国内前五大瓶片生产企业拥有产能 1520 万吨，瓶片行业集中度（CR5）达到 81%，较 2022 年高点下降近 3 个 pct；（2）瓶片行业集中度是链条上下游品种最高，其中，瓶片行业集中度（CR5）达到 81%比投资门槛大的 PX 高 4 个 pct，比供应高度集中的 PTA 高 9.5 个 pct，比短纤集中度高一倍。

图表17：瓶片是链条上集中度最高的品种



资料来源：CCF 中信期货研究所

图表18：瓶片集中度有所下降

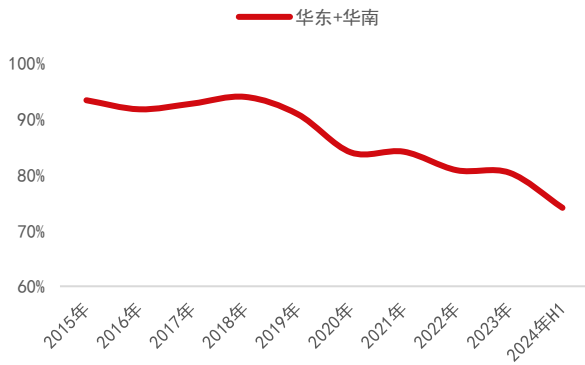


资料来源：CCF 中信期货研究所

（三）产能东减西增：东北、西部地区崛起

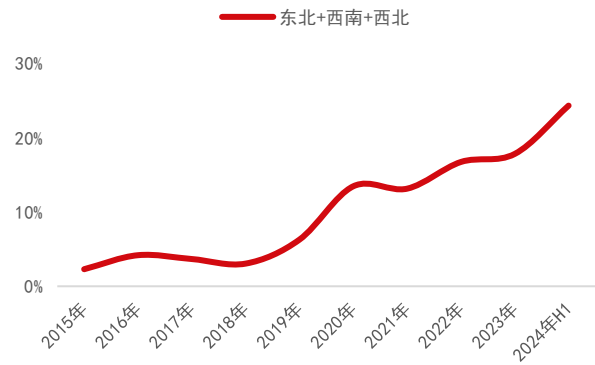
伴随瓶片产能的扩张，产能分布也在发生结构性变化。在 2019 年及之前，瓶片产能主要集中在华东以及华南市场，这一时期华东以及华南瓶片产能约占我国总产能规模的 9 成以上；2020 年以来，因东北、西南以及西部地区瓶片崛起，至今东北、西南以及西部瓶片产能规模已上升至 458 万吨，在我国瓶片行业中已占据 24.3% 的份额。

图表19：华东&华南份额持续下滑



资料来源：CCF 中信期货研究所

图表20：东北、西南以及西北崛起



资料来源：CCF 中信期货研究所

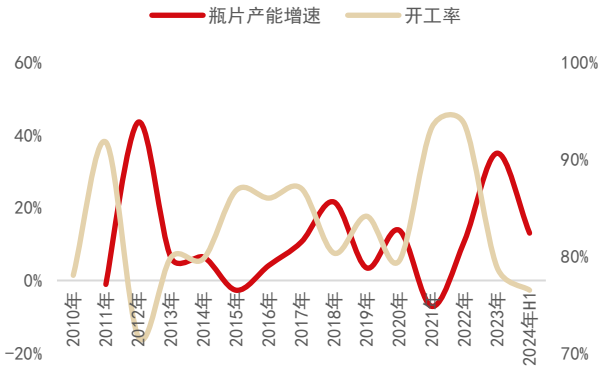
四、投产新周期行业景气度变化

（一）投产周期以及行业供需错配

产能周期本质上体现为：一是需求拉动的潜在投资；二是投资引发产能集中投放。无论在哪个阶段，深层次都表现为行业供给和需求的错配。基于【供给和需求错配】，可以把瓶片过去十五年的发展划分为两个阶段：（1）【瓶片需求扩张，拉动投资】：2010~2011 年、2015~2016 年以及 2021~2022 年均有显著的

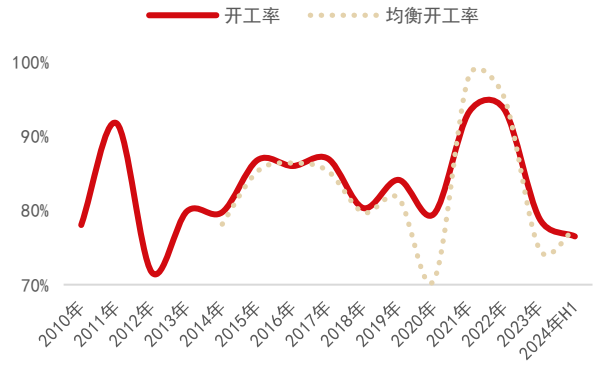
供给缺口，并伴随着产能利用率的提升，以及生产利润的增加；（2）【瓶片产能释放，供给过剩期】：2012~2014年、2018~2020年以及2023~至今都由短缺转向过剩，过剩压力下时常伴随瓶片产能利用率的收缩。

图表21：产能扩张与利用率关系



资料来源：CCF 中信期货研究所

图表22：实际利用率与均衡利用率

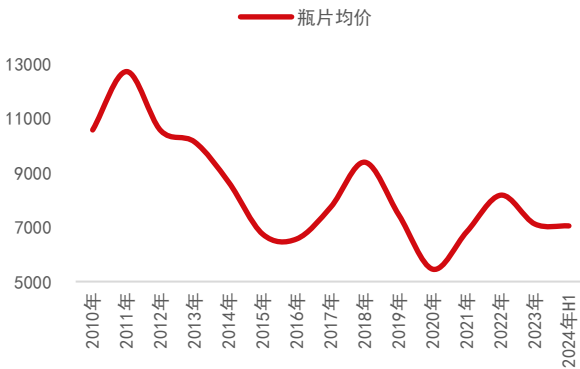


资料来源：CCF 中信期货研究所

（二）瓶片行业处在景气度低点

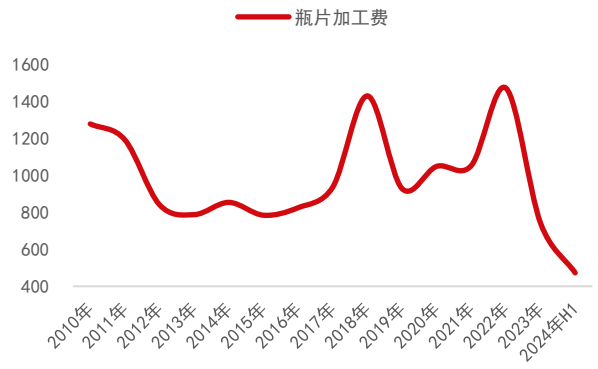
本轮产能集中投放以来，瓶片行业景气度在比较快的下降。从加工费来看，2023年以及2024年H1瓶片加工费分别下降到740以及470元/吨，2024年H1瓶片现货加工费又是近十五年最低的时期。更大的生产能力以及更低的生产经济性，也使得最近瓶片装置实际利用率在较快的下降，其中，2024年上半年瓶片平均开工率接近77%，处在长周期的开工率的低位。

图表23：瓶片是链条上集中度最高的品种



资料来源：CCF 中信期货研究所

图表24：瓶片集中度有所下降



资料来源：CCF 中信期货研究所

五、风险因素：

一、瓶片行业集中度高，需关注短期供应冲击风险。二、瓶片价格构成中成本因素占比高，需关注原料价格波动风险。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>