

[2009.01.20]

行业回暖看下游

任静

010-59312820

renjing@gtjas.com

本报告导读：

- 化纤行业包括合成纤维、粘胶纤维等已全面亏损
- 假期因素导致行业上下开工率极低，但节后可能会有补充原料行情，但下游需求上升和开工率恢复提高，是决定化纤行业好转的最关键因素。

投资要点：

- 前十一个月的数据表明，纺织业利润十年来首度出现负增长，而化纤业在4季度已陷入全行业亏损困境，其中9-11月化纤业实际出现净亏损12.43亿元，合成纤维亏损12亿元，粘胶纤维亏损1.6亿元。而12月行业状况没有任何改善，高价原料存货仍在，亏损额还将继续增加，由此判断，预计08年全年纺织行业利润将与去年持平甚至出现负增长，化纤利润降幅将超过80%
- 在下游需求萎缩的情况下，08年下半年以来，化纤产业链开工率一直较低，进入09年，加上春节假期因素，全行业的开工率进一步下降，限产力度达到从未有过的力度。PX开工率不及80%，PTA只有60%多，涤纶长丝短纤在60%-80%左右，而聚酯切片还不到50%。腈纶纤维的行业平均开工率在55%-57%左右。氨纶行业开工率不足50%。
- 虽然春节假期可能会延长、下游企业开工可能会延迟，但一旦节后复工之后，应该会有较大的原料购买行情，届时对化纤而言可能会有一定的刺激。不过，一季度要彻底好转的可能性几乎没有，但应该是开工率最低、行业处境艰难的时期，之后随着低价原料的使用，纺织复工的增加，行业将逐渐摆脱最难困境。
- 虽然是石化产业链末端行业，化纤运行依然受石油价格波动引起的原材料价格的影响，但因为近年来产能扩张过快引发的供大于求矛盾更加突出，需求已超过成本成为影响行业运行走势的重要因素。因此，虽然石油价格、PX、纯苯等原料价格的止跌反弹还可以认为是整个行业回暖的先行指标，但更关键的是下游纺织需求的逐步提高、织造企业开工率的恢复提高。
- 虽然，化纤上市公司业绩下降明显，尤其是第四季度从原料到化纤产品价格的暴跌，高价存货跌价给企业带来巨大的利润损失，如澳洋科技近日公告因为存货跌价超预期，08年全年业绩预计亏损29000-30000万元，远多于先前在三季报中预测的17500-18000万元亏损额。而且这样的超预期的跌价损失，或许会在更多的化纤公司中出现，但行业一旦回暖，我们依然需要关注行业龙头公司，如烟台氨纶、山东海龙、海利得、华峰氨纶等。

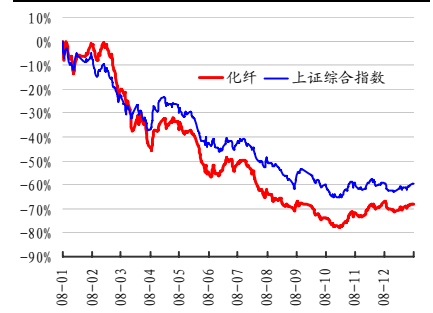
细分行业评级

维纶	中性
涤纶	中性
锦纶	中性
氨纶	中性
粘胶	中性

重点公司评级

山西三维	中性
云维股份	中性
山东海龙	中性
华峰氨纶	中性
烟台氨纶	谨慎增持
海利得	谨慎增持

行业指数与上证指数（07.1-08.11）



数据来源：Wind 资讯

相关报告

底部未明了、机会需等待	(08.11.27)
多事之秋，霜色愈重	(08.10.27)
旺季不旺，低迷难改	(08.09.25)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 四季度化纤行业已全面亏损

统计数据显示,1-11月份规模以上纺织企业实现利润1042亿元,同比下降1.77%,增速较去年同期回落了38.76个百分点,亏损企业由上年的7292家,扩大到9654家,行业亏损面由16.97%,扩大到20.44%,亏损金额达到227.5亿元,同比增加99.85%。纺织企业从业人数首次出现了负增长,同比减少1.24%。其中,纺织业完成利润675亿元,同比增长9.28%,增速较去年同期回落21.99个百分点;服装鞋帽业完成利润317亿元,同比增长13.02%,增速回落14.1个百分点;化纤业完成利润34.02亿元,同比下降74.89%,增速同比大幅回落184.16个百分点;纺机业完成利润16.3亿元,同比下降40.47%,增速回落80.03个百分点。

前十一个月的数据表明,纺织业利润十年来首度出现负增长,而化纤业在4季度已陷入全行业亏损困境,其中9-11月化纤业实际出现净亏损12.43亿元,合成纤维亏损12亿元,粘胶纤维亏损1.6亿元。而12月行业状况没有任何改善,高价原料存货仍在,亏损额还将继续增加,由此判断,预计08年全年纺织行业利润将与去年持平甚至出现负增长,化纤利润降幅将超过80%。

表 1: 化纤全行业及主要子行业 08 年 1-11 月经济运行数据

	化纤	合成纤维	涤纶	氨纶(含纱线)	粘胶
工业总产值, 亿元	3711.62	3192.57	2328.37	113.6	398.97
同比增加%	4.25	3.18	1.33	8.41	9
资产, 亿元	3435	2835	1937	104.82	511.76
同比增加%	9.38	8.81	8.53	7.69	10.18
收入, 亿元	3639.15	3138.84	2307.93	106.71	388
同比 %	5.84	4.92	4.69	7.68	11.15
利润, 亿元	34.02	26.35	27.03	5.62	4.26
同比 %	-74.89	-71.11	-43.96	13.49	-87.6
出口交货值, 亿元	344.74	306.95	227.1	7.67	28.98
同比 %	14.88	17.98	24.07	-19.1	14.12
毛利率 %	6.01	5.49	4.25	10.92	9.44
上年同期毛利率 %	8.36	7.1	5.55	16.37	17.24
利润率 %	0.93	0.84	1.17	5.27	1.1
上年同期利润率 %	3.84	2.97	2.11	10.55	9.86
期间费用率 %	4.82	4.42	3.49	5.47	7.68
上年期间费用率 %	4.58	4.15	3.47	5.75	8.17
产销率 %	97.42	97.41	97.98	95.78	97.91
上年同期产销率 %	97.21	97.13	97.53	94.36	97.35
产量, 万吨	2221.14	2055.65	1814.64	18.79	124.96
同比 %	2.02	2.34	3.89%	5.89	7.95
进口, 万吨			30.34	1.16	5.78
同比 %			-27.43	-5.23	1.94
出口, 万吨			118.07	2.5	12.02
同比 %			24.69	-4.67	-33.22

数据来源: 中国化纤协会

2. 年关将近、需求日渐低迷

08年12月规模以上企业纺纱186万吨,同比下降1.69%,这是多年来纱线产量首次出现负增长,而且从10月份以来全国纱产量同比下降很快,11月同比增长也只有3.78%。在下游需求萎缩的情况下,08年下半年以来,化纤产业链开工率一直较低,PX开工率不及80%,PTA只有60%多,涤纶长丝短纤在60%-80%左右,而聚酯切片还不到50%。腈纶纤维的行业平均开工率在55-57%左右。

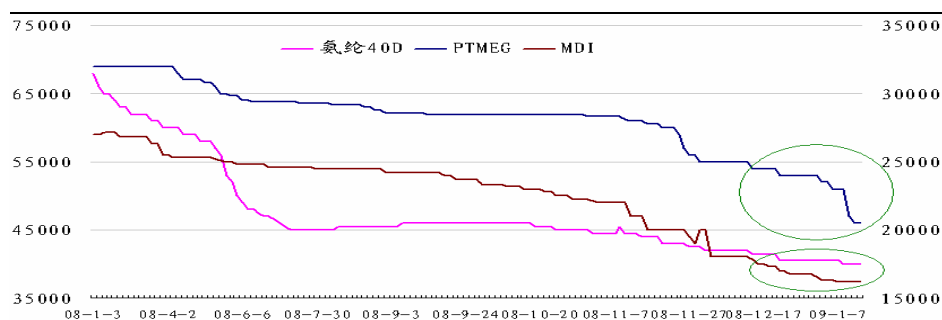
进入09年,加上春节假期因素,全行业的开工率进一步下降,限产力度达到从未有过的力度。国内部分下游纺织企业因接不到订单只能提前放假,纺织行业开工不足四成,如华南地区部分地区圆机行业开工仅维持在30-35%左右。浙江地区大圆机市场开机率维持在28-30%左右,还有江苏常熟、常州一带圆机市场整体开机率一般在26-30%左右。对化纤的需求日渐低迷,也使企业不得不准备提前放假,并延长放假时间。同时,化纤原料价格也持续下降,上下游压制使诸多化纤产品价格持续走低,盈利空间愈来愈低而进入生产成本区域。为避免生产越多亏损越多的困境,化纤企业纷纷选择停开生产线限制产能、控制库存。

较长时间的低开工率,已使上下游企业的原料和产品库存逐渐减少。因此,虽然春节假期可能会延长、下游企业开工可能会延迟,但一旦节后复工之后,应该会有较大的原料购买行情,届时对化纤而言可能会有一定的刺激。但如果内外经济形势没有根本性的改变,估计这样的行情持续不会太长。如果经济有复苏迹象而且纺织订单有增多可能,则行情会持续。不过,一季度要彻底好转的可能性几乎没有,但应该是开工率最低、行业处境艰难的时期,之后随着低价原料的使用,纺织复工的增加,行业将逐渐摆脱最难困境。

3. 氨纶开工率不足50%

08年氨纶价格一跌再跌,40D价格从年初的68000元/吨跌至年底的40500元/吨,一年跌幅达40%。新年伊始,氨纶40D价格再降500元,目前为4万元/吨,比上一轮周期最低的41600元/吨还要低;原料PTMEG从12月1日的25000元/吨跌至12月31日的24000元/吨,跌幅4%,而元旦之后加速下跌,目前已经降至20500元/吨,跌幅14.6%。纯MDI在12月份经历了17.5%的大跌至16500元/吨,目前为16200元/吨。

图1 08年初至今氨纶40D及原料价格(元/吨)



注: 40D价格为左轴、PTMEG和MDI在右轴

数据来源: 中国化纤经济信息网

近几日，烟台万华公布了 MDI 的 12 月结算及 1 月挂牌价格，均有不同幅度的下调，如 1 月份桶装纯 MDI 的挂牌价为 17800 元/吨，比上月下跌了 800 元/吨、1 月份散水纯 MDI 的挂牌价为 17000 元/吨，比上月报价下降 1000 元/吨，12 月份桶装货结算价位在 17600 元/吨，较上月结算下调 1000 元/吨。万华 MDI 价格的相继下调，以其在 MDI 市场的龙头地位，很可能还会引发 MDI 价格的再次下行。

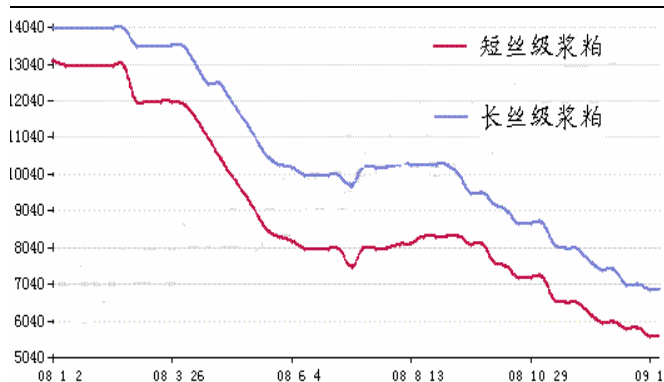
目前氨纶行业开工率不足 50%，其中华峰氨纶和烟台氨纶都公告分别停产部分生产线。从地域看，萧绍圆机因原料价格下跌及资金风险大等运行谨慎，开工仅 3-4 成；宁波圆机企业或降低负荷，或转做低成本的纯棉等非弹力面料，整体开机 4-5 成；常熟不少圆机厂改做非弹力品种或降低开工负荷，整体在 3-4 成。

氨纶企业已经从第三季度开始陆续亏损，第四季度更因为高价原料库存而全行业亏损。至今，原料价格还跌势不止，同时下游需求仍无任何起色，产品价格也无力回升。目前，行业只能保持很低的开工率来消化库存原料、降低产品库存。

4. 粘胶短纤销售略有好转

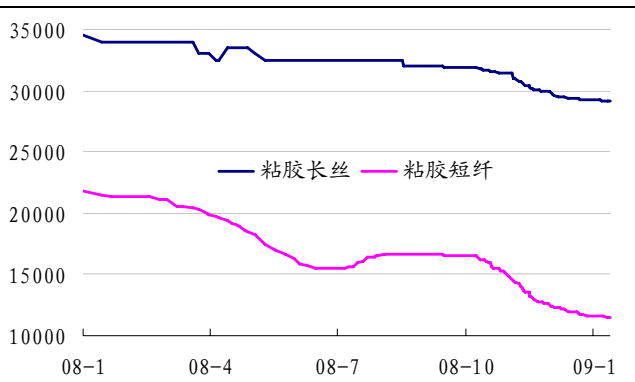
粘胶纤维在 08 年一直处于低迷状态，整个产业链，从棉短绒到棉浆粕再到长丝短纤，成交量逐渐萎缩、价格逐渐下降、库存逐渐提高。长丝、短纤价格全年分别跌 15% 和 47%，而从 10 月初至 12 月底跌势加速，长丝和短纤分别跌 8.3% 和 29.7%。原料方面，一年间，长丝棉短绒跌幅 66%、短纤棉短绒跌幅 58%，棉浆粕跌幅 56%。

图 2 一年来粘胶用棉浆粕中纤价格指数（元/吨）



数据来源：中国化纤经济信息网

图 3 一年来粘胶长丝短纤中纤价格指数（元/吨）



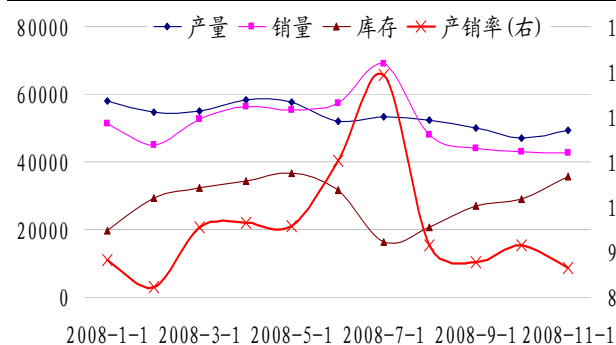
数据来源：中国化纤经济信息网

09 年至今，棉短绒和棉浆粕的价格不再下跌，分别维持在 2000 元/吨和 5800 元/吨上下，但粘胶长丝短纤价格又分别微跌 150 元和 70 元至 29100 元/吨、11530 元/吨。而在元月的上旬及中旬这段时间内，大部分企业的库存直线下降，且部分企业出现了供不应求的现象。如山东海龙目前库存基本为零，而且满负荷运转，购买几近抢购。

究其原因，主要是粘胶短纤价格已经从高位跌去一半，而且也远低于上一周期中最低价格(12600 元/吨)，同时，也略高于棉花价格，使部分棉纺企业减少棉花用

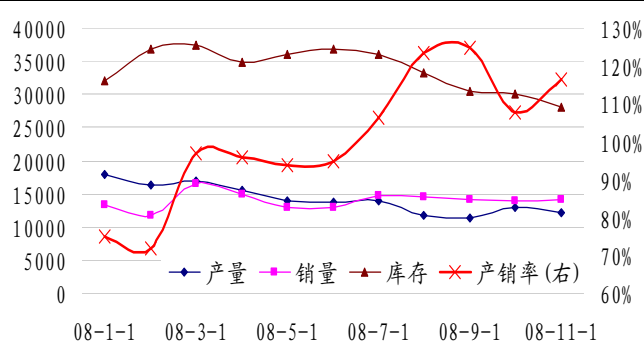
量改用粘胶短纤，加之下游个别企业为春节后储备原料，采购力度稍有加强。但下游人棉纱市场并没有明显改善，而且春节后行业走势微妙，短期的好转还不能确切表明行业好转的开始，需要密切关注春节后织造企业开工率的变化。

图 4 08 年粘胶短纤月度产销存数据 (吨)



数据来源：国泰君安研究所

图 5 08 年粘胶长丝月度产销存数据 (吨)



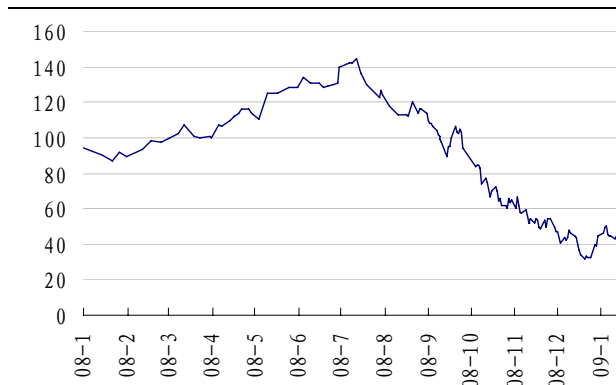
数据来源：国泰君安研究所

08 年前 11 个月，粘胶短纤、长丝出口分别同比下降 32.2%、35%，加大了国内市场压力。因此，春节后不仅要看看下游织造企业的开工率变化，还要看出口市场的变化。

5. 行业回暖看下游

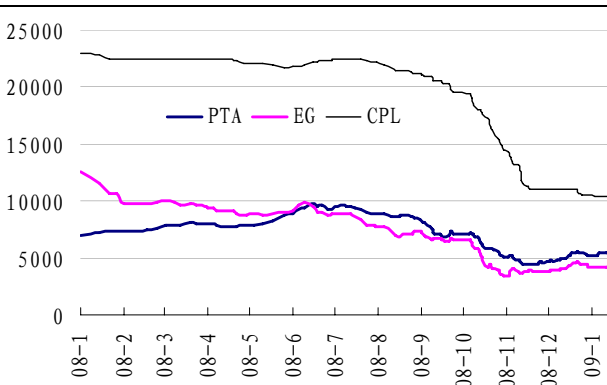
虽然是石化产业链末端行业，化纤运行依然受石油价格波动引起的原材料价格的影响，但因为近年来产能扩张过快引发的供大于求矛盾更加突出，需求已超过成本成为影响行业运行走势的重要因素。因此，虽然石油价格、PX、纯苯等原料价格的止跌反弹还可以认为是整个行业回暖的先行指标，但更关键的是下游纺织需求的逐步提高、织造企业开工率的恢复提高。

图 6 08 年以来 Brent 原油价格 (美元/吨)



数据来源：中国化纤经济信息网

图 7 08 年来涤纶、锦纶原料价格 (元/吨)



最新统计数据显示，08 年我国纺织品服装累计出口 1851.65 亿美元，增长速度由年初的 26.28% 跌至 8.18%，其中，纺织品累计出口 653.75 亿美元，服装累计出口 1197.90 亿美元，增速分别为 16.60% 和 4.10%，纺织品出口增速与去年相比小幅加快 1.6 个百分点，而服装产品则放慢 16.80 个百分点。如果剔除汇率因素，08

年我国纺织品服装出口增速自 6 月份开始已经出现负增长。

外贸订单的急剧下滑是导致纺织出口增速下降的直接原因，但因为外贸订单有一定的滞后性，目前 08 年的出口数据还不能完全体现出外贸形势恶化的影响程度，因此，09 年上半年纺织服装出口负增长已成定局。业内普遍认为下半年可能会出现好转，但这还要取决于欧美国家经济政策的刺激效果。

这样的预测结果，对化纤行业而言自然是前景不容乐观，甚至包括国外化纤企业在内的业内人士都认为 09 年的行业形势还将更加严峻，复苏需要更长的时间，化纤行业的不景气至少要坚持两年的时间。

但如果下半年纺织形势能够如普遍预期的有所好转，一季度假期因素之后，影响行业的负面因素将逐渐减少，从纺织到化纤的行情有望逐渐好转，二季度的形势将好于一季度。

6. 上市公司评述

虽然，化纤上市公司业绩下降明显，尤其是第四季度从原料到化纤产品价格的暴跌，高价存货跌价给企业带来巨大的利润损失，如澳洋科技近日公告因为存货跌价超预期，08 年全年业绩预计亏损 29000 - 30000 万元，远多于先前在三季报中预测的 17500-18000 万元亏损额。而且这样的超预期的跌价损失，或许会在更多的化纤公司中出现，但行业一旦回暖，我们依然需要关注行业龙头公司。

烟台氨纶 (002254): 12 月 26 日，公司的两个技术开发项目“间位芳纶纸产业化技术开发”及“对位芳纶中试技术”通过国家级鉴定，两项目均填补了国内空白，达到世界先进水平。也表明，公司对位芳纶（芳纶 1414）中试成功，即可开始 IP01000 吨对位芳纶工业化生产，影响意义重大。

山东海龙 (000677): 新疆海龙公司年产 8 万吨粘胶短纤维项目一期工程已经于 11 月底正式投产，相关产品已经成功销往内地，使得公司的粘胶短纤生产规模达到了 22 万吨。而且公司的差别化产品阻燃纤维、抗菌纤维等产量逐渐提高，而且其价格也远远高于常规品种，如安芙丽阻燃 3D*60mm、安芙赛阻燃 3D*60mm，康特丝保健（高强）1.2D*38mm，纽代尔等产品的价格从 08 年初至今一直分别维持在 6 万、3 万、8.5 万和 2.6 万，同期常规粘胶短纤价格跌幅高达 47%。因此，公司的经营业绩要明显高于同类公司。

华峰氨纶 (002064): 11 月 26 日即公告已经停产部分生产线，开机率约 50%。1 月 10 日，又发布业绩修正公告，将在三季报中 08 年全年净利润预测比上年下降 30% - 50%修正为下降 50% - 70%。由此推断，全面摊薄后的每股收益在 0.4 元上下。

海利得 (002215): 公司的涤纶工业丝产品包括差别化涤纶工业丝、灯箱布、土工布和 PVC 膜，广泛应用于汽车、广告、基建、水利、农业生产等领域。目前产能 4.5 万吨，其中汽车子午轮胎帘子布丝和安全带丝为技术含量较高的差别化丝。11 月底公司公告新建两扩产和向上游原料延伸的项目，预计到 2010 年可形成 12 万吨涤纶工业丝和 12 万吨聚酯切片的产能。

因为需求的旺盛，公司成为 08 年少有的业绩保持增长的化纤公司。09 年的净利润还可以保持一定的增长。但需要提醒注意的是，09 年 1 月 23 日，3250 万股限售股解禁，其中 2720 万股为第二大股东通联创投所持，加之此轮中小板上涨中涨幅较大，有较大抛售压力。

新乡化纤 (000949): 近期，公司获得两笔财政补贴 - 能量系统节能改造工程奖励和技改补贴资金共 2063 万元，但对于我们先前预计的亏损 2 亿元而言，微不足道。但公司与中国纺织科学研究院合作开发的新型溶剂纺年产 1000 吨绿色纤维国产化生产线项目计划在 2009 年 12 月全部建成并投入运行，该生产工艺绿色环保，核心技术具有自主知识产权，全部设备国产化，项目成功后将是纤维素纤维生产的一次重大创新。同时，公司在节能减排上加大力度，能量系统节能改造工程和二硫化碳回收装置设备国产化集成示范项目建成后将节约能源和回收原材料，降低生产成本，有利于提高产品的竞争力。

表格 2 重点公司业绩预测与投资建议

证券简称	1.16 收盘价	一月涨跌幅%	PB	07PE	08PE	09PE	07EPS	08EPS	09EPS	流通市值亿元	总市值亿元	本期建议	上期建议
山东海龙	3.14	-4.3	1.8	10	29	36	0.32	0.11	0.09	15.61	27.13	中性	中性
山西三维	5.88	1.4	1.2	8	20	14	0.7	0.30	0.42	19.92	27.59	中性	中性
新乡化纤	2.68	-6.9	1.1	6	/	/	0.44	-0.37	-0.40	8.00	15.78	中性	中性
云维股份	12.02	-4.1	2.0	18	11	8	0.66	1.10	1.48	10.91	34.87	中性	中性
华峰氨纶	6.81	0.9	1.9	7	17	22	1.03	0.40	0.32	9.00	25.14	中性	中性
澳洋科技	4.35	4.3	1.7	7	/	/	0.62	-0.85	-0.35	6.32	15.14	中性	中性
海利得	14.65	17.8	2.2	22	21	17	0.66	0.69	0.85	4.69	18.31	中性	谨增
烟台氨纶	28.83	17.6	2.4	8	18	16	3.74	1.62	1.76	9.23	36.18	谨增	谨增
诺普信	19.35	8.1	5.8	37	33	26	0.53	0.58	0.74	7.55	30.19	谨持	谨增
扬农化工	29.42	15.4	3.7	37	17	16	0.79	1.69	1.87	21.80	34.42	谨增	谨增

作者简介:

任静: 博士, 毕业于北京大学化学院应用化学系。2001 年进入国泰君安研究所。目前从事化纤和农药行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com