

农业、保险、信托

2009 年 7 月 27 日

棉价维持小幅震荡上扬

——棉花行业投资策略

投资要点:

我们的实证分析表明,棉花价格与石油价格、粮食价格、CPI、棉花消费量有较强的正相关关系,与美元指数、棉花库存有较强的负相关关系,而与 GDP 同比增速的相关关系并不明确。另外我们发现,近年来投资棉花期货的基金多头头寸与国际棉价的正相关关系越来越显著。

从实证结果来看,多数时候棉花与大宗商品价格走势基本一致,但供需状况也在其价格决定中起着主导作用。

08-09 棉花年度,全球棉花产量和消费下滑 11%左右。09-10 年度,预计产量继续小幅下降,而消费则开始回升,期末库存下降到近 6 年来的最低水平。国内方面,预计 09-10 棉花年度产量再度下降 8%至 718 万吨左右,而消费将略有回升。

我们认为,后市棉价依然是震荡向上行情,理由如下:1)从近两年供需面看,产量下降幅度大于需求;2)目前棉价既是 2008 年的植棉成本,也是政府调控底价,政府对棉价调控能力非常强,价格向下的空间有限;3)外棉进口成本按 1%关税折算与国内棉价差距明显缩小,按滑准税折算与国内棉价已相差无几,棉价受到外棉进口成本的支撑;4)截至 7 月 23 日,国家抛储计划已完成 71%,随着棉花资源的减少,抛储竞价有走高之势。

尽管我们看好未来棉价,但在棉纺织品出口疲软、内需转暖基础还不牢固的形势下,棉价短期内大幅上涨也是小概率事件。

我们认为棉花种植、加工企业下半年盈利水平将开始改善,但改善的幅度较为有限。我们给予棉花种植、加工行业“中性”评级。

研究员: 刘鹏, 张芸

电 话: 025-84457777-355

025-84457777-244

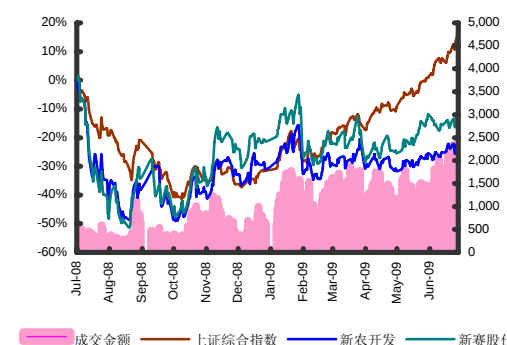
E-mail: tpeng.liu@hotmail.com

zylt4463@sina.com

地 址: 南京市, 中山东路 90 号

行业评级: 中性

市场走势



相关研究

全球棉花种植面积下降,需求恢复仍需要时间——2009/6/17

重点公司

股票名称	收盘价	投资评级	EPS			P/E			P/B		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E
新赛股份	10.14	暂无评级	0.04	0.06	0.09	226	161	115	2.7	2.7	2.6
新农开发	9.3	暂无评级	-0.26	0.13	0.21	-36	72	44	3.1	3.0	2.9

一、什么影响了国际棉价——历史数据的实证结果

（一）基金对棉花期货价格的影响愈来愈大

基金在国际商品期货市场上的作用越来越大。从 1993 年以来的数据看，非商业头寸（一般认为是基金持仓）占比越来越大，非商业净多单与棉花期货的价格的相关关系也越来越显著。1993 年至 1998 年期间，非商业净多单与棉价的相关系数为 0.3，而在 2005-2009 年，相关系数已经达到 0.622。

表格 1 棉花期货交易各方持仓变化

	非商业多头	套利	商业多头	合计	非报告多头	非商业多头占比
1993 年	5,284	5,679	19,570	30,532	11,296	17%
1998 年	10,253	18,812	52,470	81,536	18,874	13%
2005 年	26,518	24,596	57,827	108,940	14,179	24%
2008 年	53,936	33,748	125,927	213,610	18,142	25%
2009 年	28,691	22,980	74,720	126,391	12,641	23%

资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

*各年持仓取当年各月末持仓的算术平均值

表格 2 非商业净多单占比与棉花期货价格的相关性逐年提高

	相关系数	样本量	显著性水平
1993-1998 年	0.3	312	0.000
1999-2005 年	0.343	365	0.000
2005-2009 年	0.622	184	0.000

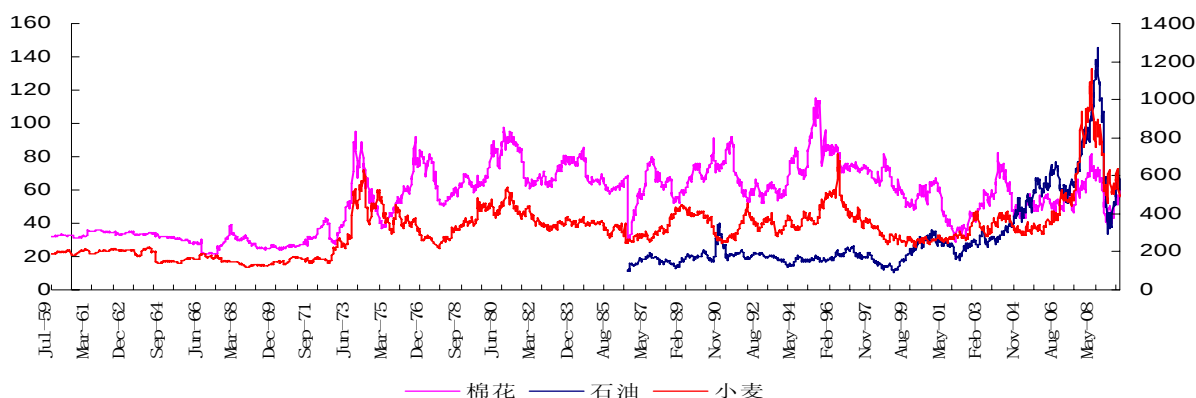
资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

*非商业净多单占比定义为：（非商业多头头寸-非商业空头头寸）/非商业空头头寸

（二）棉价并非总和石油、国际粮价同向变化，但近年来相关性明显增强

从 1959 年以来的数据看，棉花并非一直和石油、粮价走势一致，有的时候甚至成反向变化关系，如 1976-1978 年，1988-1992 年。但近年来相关性明显增强。根据我们的统计，1993-1998 年棉价与 CRB 谷物价格指数的相关关系尚不明显，但在 1999-2005 年间已表现出较强的正相关关系，到 2006-2009 年间，棉花价格与油价、粮价的相关系数分别达到 0.835 与 0.883。

图表 1 棉花与石油、小麦价格走势



资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

表格 3 棉花价格与石油、美元指数、CRB 谷物期货指数相关系数

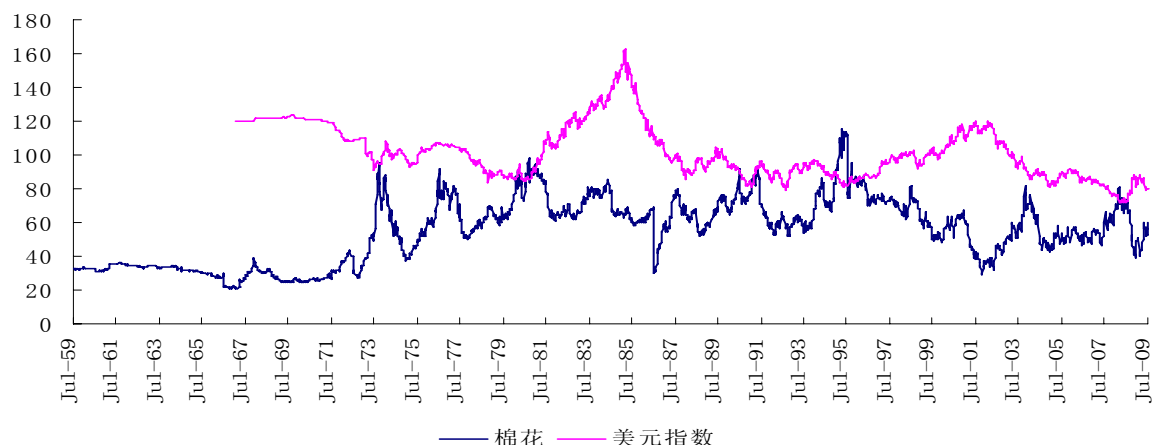
		石油价格	美元指数	CRB 谷物期货指数
1993-1998	相关系数	0.125	-0.580	0.109
	显著性水平	0.027	0.000	0.074
	样本量	313	313	270
1999-2005	相关系数	0.022	-0.625	0.34
	显著性水平	0.675	0.000	0.000
	样本量	366	366	366
2006-2009	相关系数	0.835	-0.817	0.883
	显著性水平	0.000	0.000	0.000
	样本量	184	184	128

资料来源：彭博资讯，华泰证券研究所

（三）美元指数与国际棉价高度相关

一直以来，国际棉价与美元指数表现出稳定的负相关关系，近年来，这种正相关关系表现得越来越显著。2006-2008 年间，美国 ICE 交易所 2#期棉与美元指数的相关系数达到了-0.817。

图表 2 棉价与美元指数具有稳定的负相关关系

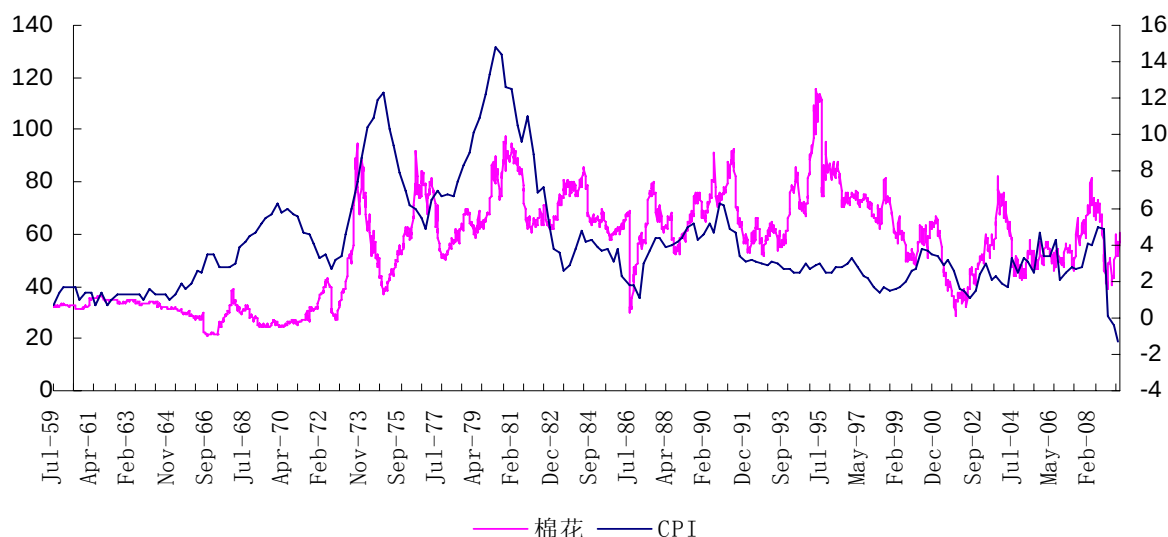


资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

（四）GDP 与 CPI

我们以美国 1959 年 3 季度以来的棉花价格、实际 GDP 季度同比增速、实际 CPI 同比增速为样本进行了相关分析，结果表明，棉花价格与季度 GDP 同比增速的相关关系不显著，而与 CPI 的正相关关系具有统计意义。

图表 3 棉价与 GDP、CPI 走势



资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

（五）棉花供需对棉价的影响

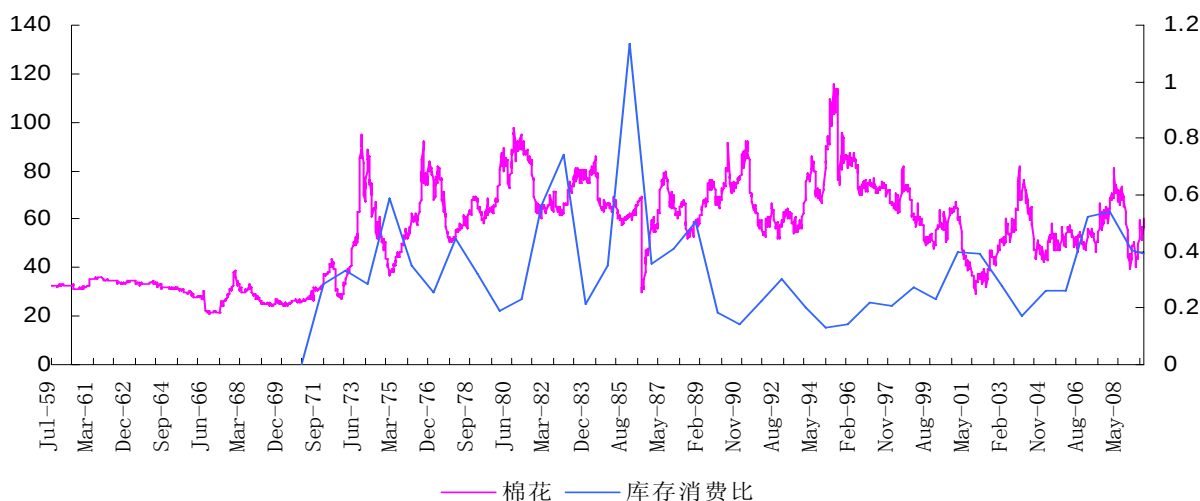
我们用 1990 年以来纽约交易所#2 棉期货年平均价格与美国棉花年度消费、总需求（国内消费加出口）、期末库存、库存可用月数、库存消费比进行相关分析发现，美棉期货价格与国内消费、期末库存、库存可用月数、库存消费比上述四个变量的相关关系具有统计意义，相关系数分别为 0.481、-0.681、-0.609、-0.540。

表格 4 棉花供需对棉价有重要影响

	国内消费	期末库存	库存可用月数	库存消费比
相关系数	0.481	-0.681	-0.609	-0.54
显著性水平	0.032	0.001	0.004	0.014
样本量	20	20	20	20

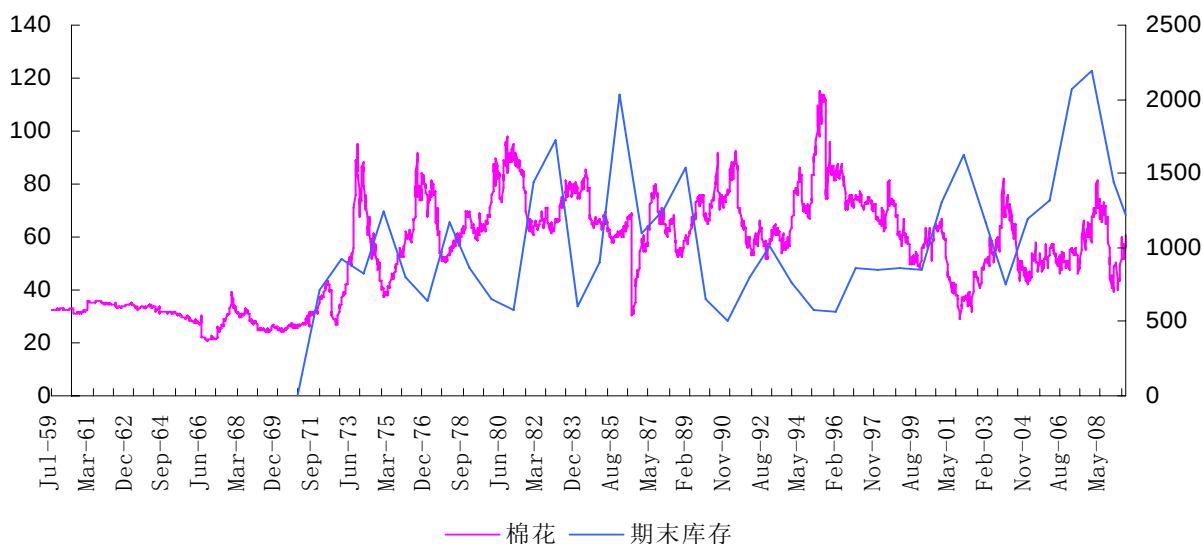
资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

图表 4 库存消费比与棉价走势



资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

图表 5 期末库存与棉价走势



资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

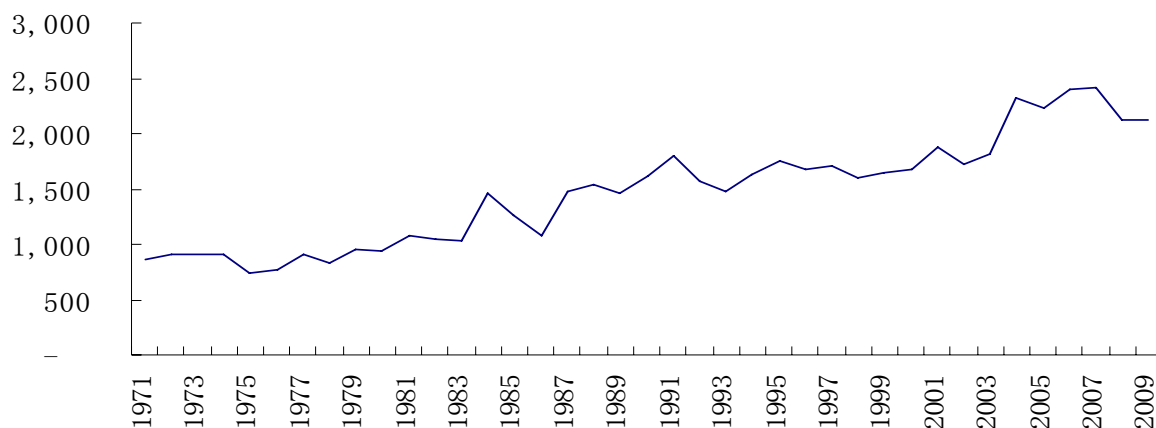
实证结果表明，影响国际棉价的主要因素有供需状况、石油价格、粮价、美元指数、CPI 及投资基金头寸。从实证结果来看，多数时候棉花与大宗商品价格走势基本一致，但供需状况也在其价格决定中起着主导作用。

二、全球棉花供需形势

（一）产量连续两个年度下降

根据美国农业部的预测，2009-10 棉花年度，全球棉花产量 2,308 万吨，继上年大幅下降 11%后再度下降 1%左右，产量为自 2004 年以来的最低水平。

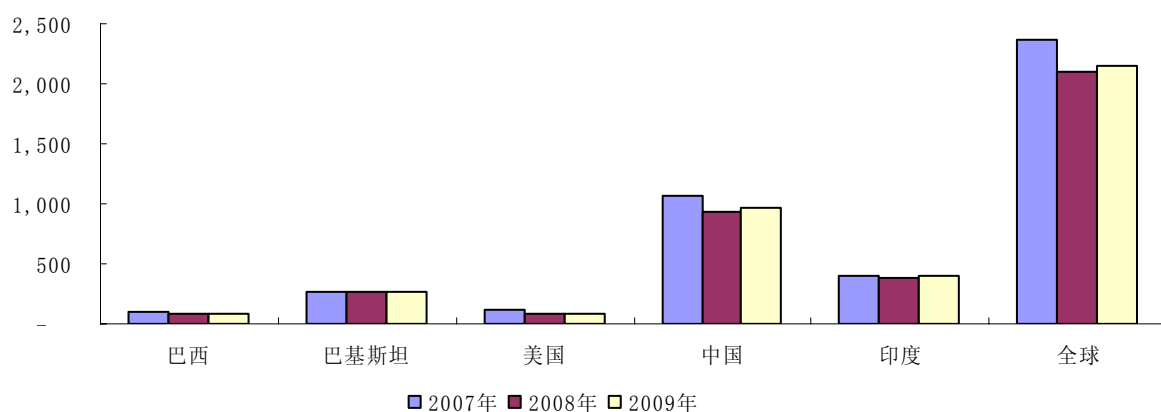
图表 6 2009-10 年棉花产量为 2004 年以来的最低水平



资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

分国家来看，占全球棉花产量 34%的中国在 2008-09 年度下降 3%的基础上再大幅下降 8%；占全球产量 26%的印度 2009-10 年棉花产量回升 11%，与 2007-08 年度基本持平；占全球棉花产量 14%的美国在 2008-09 年度产量下降 33%，预计 2009-10 年产量回升 3%。巴基斯坦产量连续两年小幅增长 1%、2%。乌兹别克斯坦产量连续两年下滑 8%，巴西 2008-09 年下滑 25%，2009-10 年预计产量与上年度基本持平。

图表 7 近三年各国棉花产量

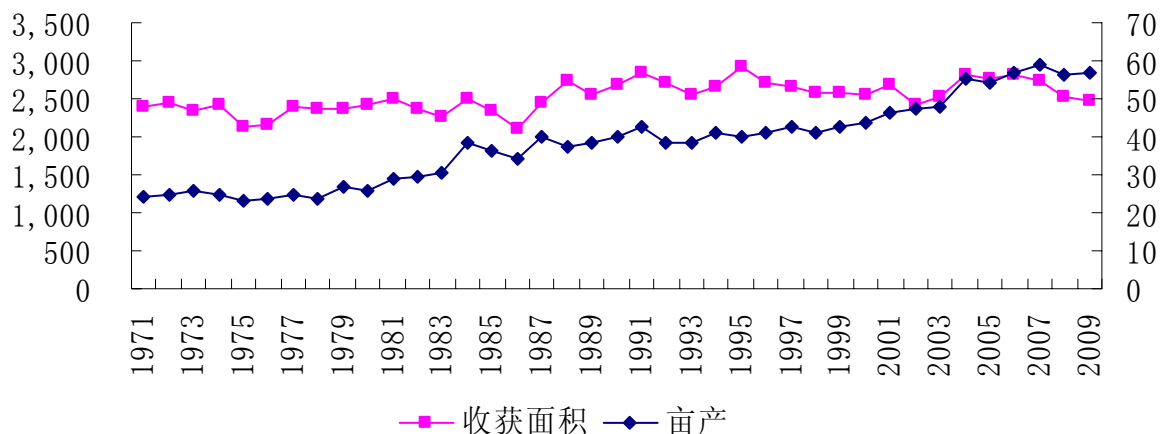


资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

棉花产量下降原因主要有两个，一是种植面积的下降，二是棉花单产增长趋缓。2009-10 年，全球棉花种植面积 3010 万公顷，比上年降 60 万公顷，为近 25 年来最低水平。自 1970 年以来，棉花单产却一直保持增长，从 1970 年的 24 公斤/亩增加到目前的 57 公斤/亩。世界棉花总产量从 1000 万吨增长到 2500 万吨左右。但 2005 年以来，棉花单

产增速趋缓，预计 2005-2009 年单产仅增长 3.5%，年复合增长率不到 1%。棉花种植面积下降的主要原因是相对于大豆等其他替代作物，棉花价格较低，种植成本较高，因而对棉农缺乏吸引力。棉花单产的上升主要是科技在种植管理中的应用，预计未来仍延续上升趋势。

图表 8 棉花收获面积与单产 单位：万公顷，公斤/亩

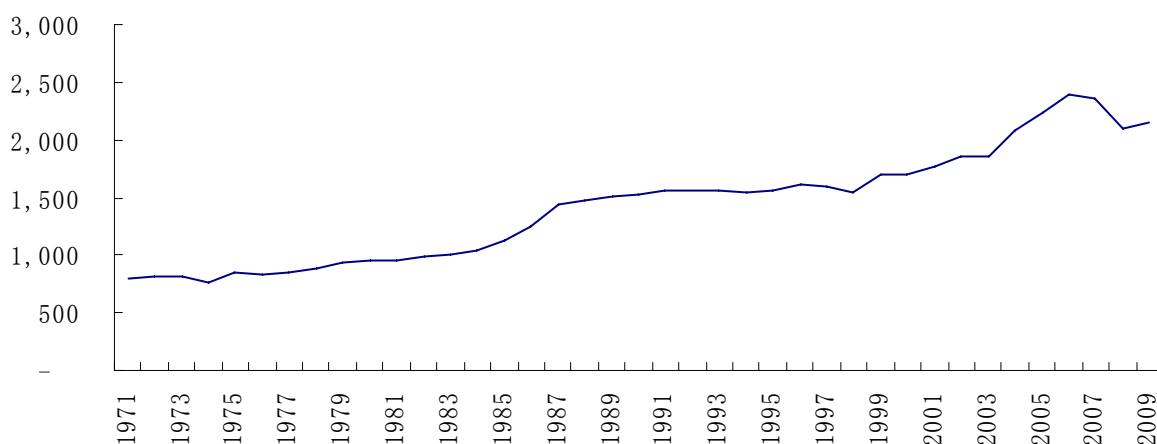


资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

(二) 棉花消费疲软，预计 09-10 年度略有回升

2008-09 年度全球棉花消费量为 2,452 万吨，比上年下降了 11%，预计 2009-10 年度棉花消费将回升 2-3%。全球棉花消费过去 10 年增长了 27%，年复合增长 2.5%。过去 5 年仅增长了 3.7%，复合增长率不到 1%，远远低于 GDP 增速。

图表 9 全球棉花消费 单位：万吨

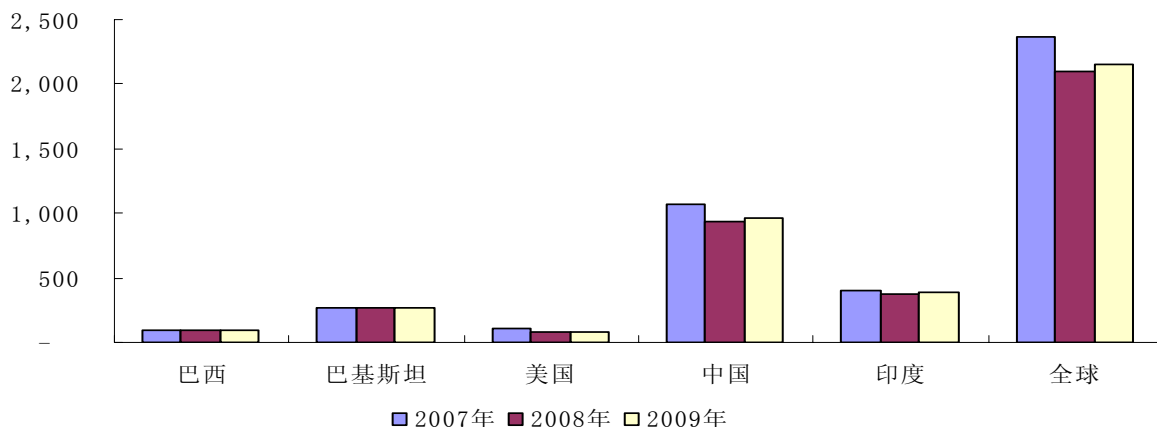


资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

中国、印度、巴基斯坦、美国、巴西四国棉花消费占据了全球棉花消费的 80%以上。

按美国农业部预测，中国 2008-09 年度棉花消费下降了 12%，但预计 2009-10 棉花年度将回升 3.5%；印度上年消费下降 5.7%，预期今年回升 4.3%；巴基斯坦上年下滑 4%，预期今年回升 4%；美国上年下滑 29%，预期今年继续下滑 3%；巴西上年下滑 9%，预期今年消费量与上年持平。

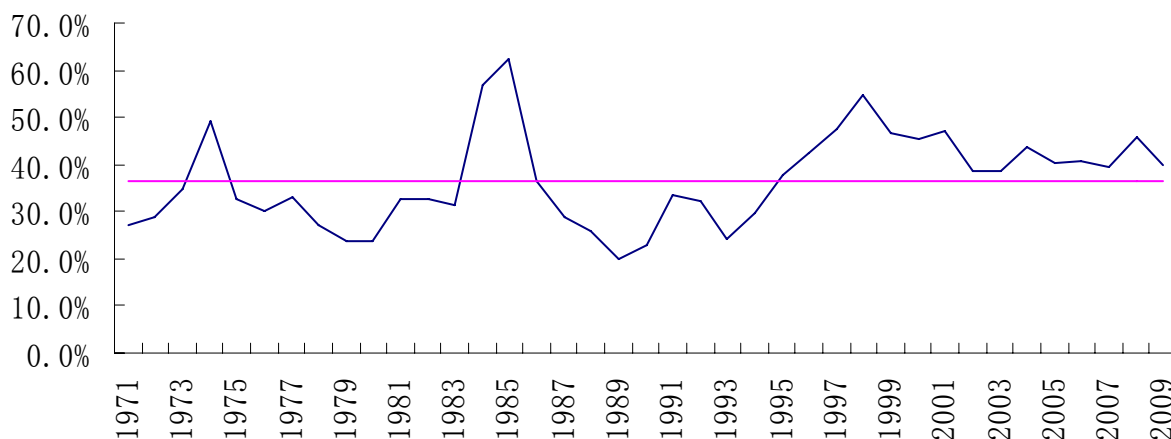
图表 10 全球棉花消费 单位：万吨



资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

综合供需数据来看，预计 2009-10 年度全球棉花产需缺口 144 万吨，棉花期末库存消费比下降 10 个百分点至 51%，但仍高于 1970 年以来平均水平 4 个百分点以上。

图表 11 库存消费比上年大幅下降，但仍处于 40 年平均水平之上



资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

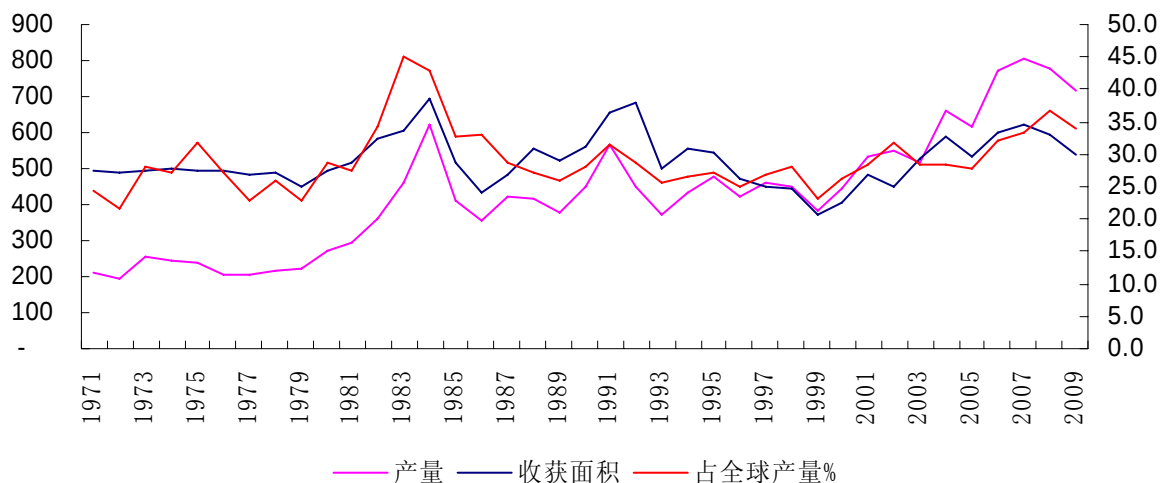
三、我国棉花供需与价格

（一）种植面积继续下滑，但棉花长势好于去年

据 USDA 统计，我国 09-10 年度种植面积在上一年下滑 4%后再度下滑 9%，但棉花长势

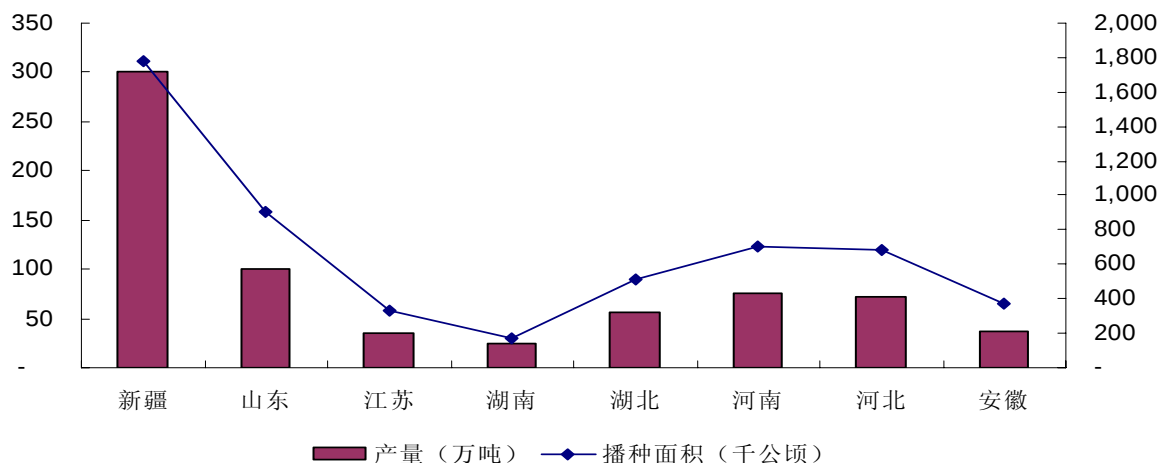
好于去年。中国棉花协会 5 月份发布的棉花苗情检测报告显示，全国各主要棉区的苗情明显好于去年，出苗率较高，未出现大面积病虫害灾害现象，大部分地区气候适合棉苗的生长。预计 09-10 年度单产有所上升，将部分抵消种植面积下降的影响。总体来说，预计 09-10 年度产量下滑 8%至 718 万吨。

图表 12 中国棉花种植面积与产量 单位：万吨，万公顷



资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

图表 13 各省棉花播种面积与产量



资料来源：万德资讯，国家统计局，华泰证券研究所

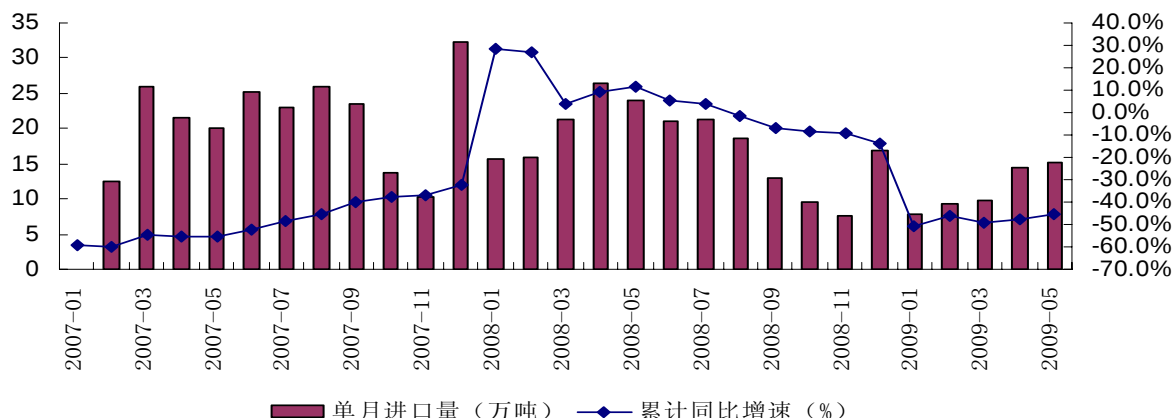
(二) 进口大幅减少，进口成本仍有优势

2009 年 1-5 月棉花进口量同比大幅下降，1-5 月进口 57 万吨，比上年同期少 46 万吨，月均仅 11 万吨左右，2009 年关税配额尚未用完。

截至 7 月 23 日，FC Index M 7 月均价 65.79 美分/磅，折 1%关税成本价 11,532 元/吨，折滑准税成本价 12,883 元/吨。按折 1%关税成本价计，进口成本与 328 棉现货每

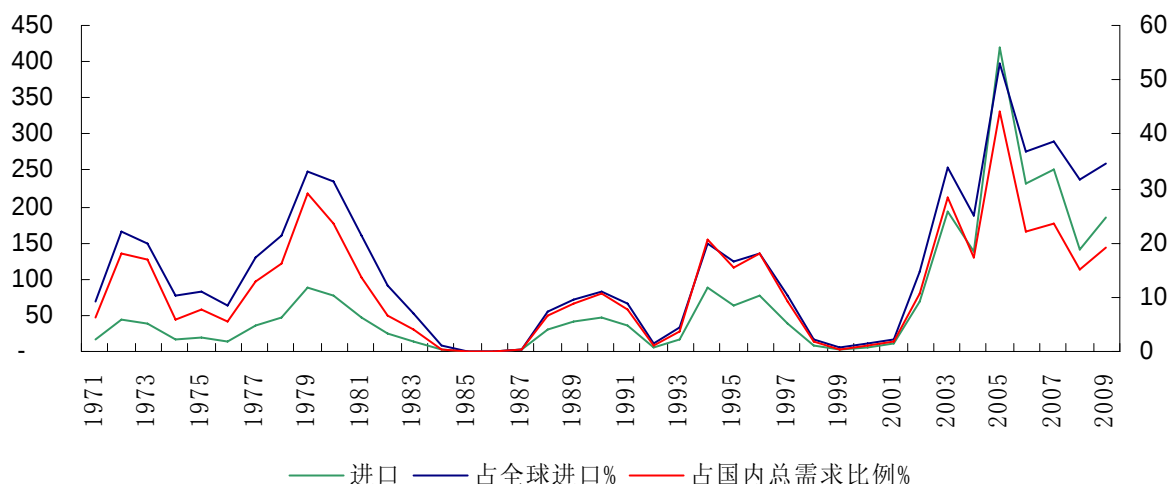
吨尚有 1,547 元差价；按折滑准税成本计，成本已相差无几。

图表 14 棉花进口大幅减少 单位：万吨，%



资料来源：万德资讯，华泰证券研究所

图表 15 棉花需求与进口 单位：万吨



资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

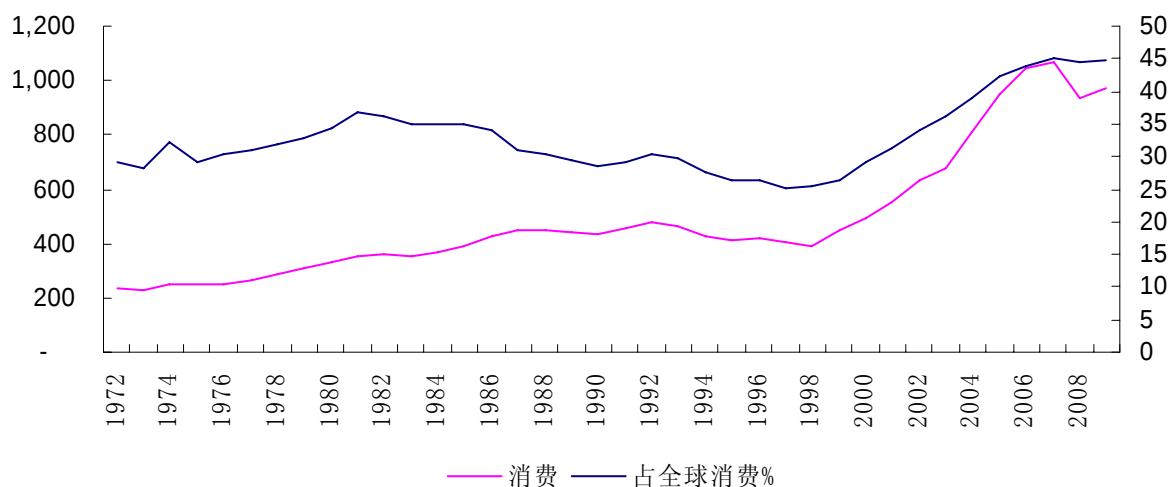
(三) 经济回暖迹象明显，棉花消费有望企稳回升

2008 年 3 月开始，纺织品产量同比增速开始明显下滑，2009 年 1 季度更是出现大幅负增长，但 2 季度出现企稳回升迹象。2009 年 1-6 月，我国纱产量 1096 万吨，累计同比增长 9.4%，环比增长 8%；布产量 51.36 亿米，同比增长 0.16%，环比增长 7%；棉布产量 29.15 亿米，同比增长 1.66%，环比增长 8%。

从出口来看，6 月份纺织服装产品当月同比降幅收窄。1-6 月纺织纱线、织物及制品出口金额 269 亿美元，同比下降 15%，降幅连续三月保持稳定；棉纱线出口金额 8.9 亿美元，同比下降 20%，降幅比上月收窄 2 个百分点；服装及衣着附件出口金额 459 亿美元，同比下降 8%，降幅维持稳定。

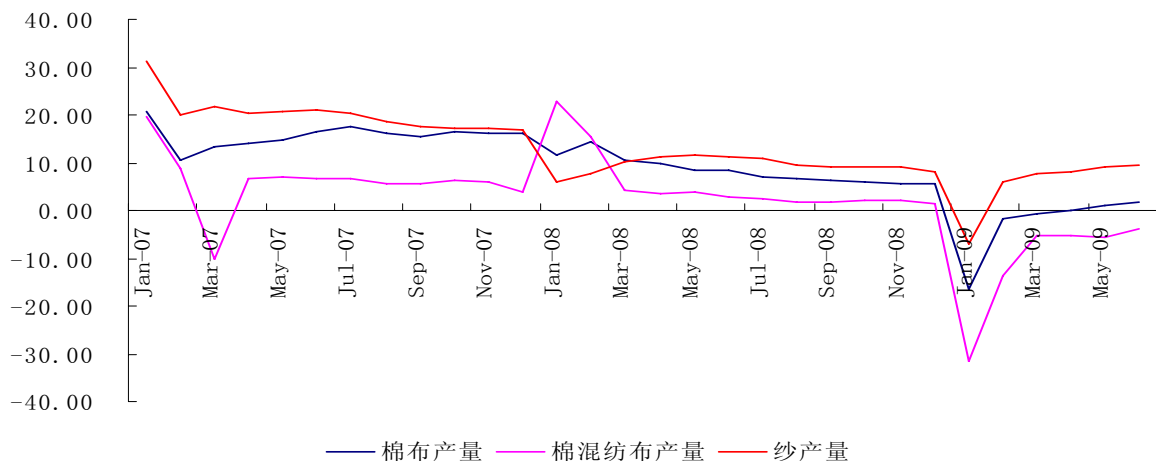
预计 09-10 年度，随着经济的复苏，棉花消费将回升 3.5 个百分点至 1,012 万吨。

图表 16 中国棉花消费



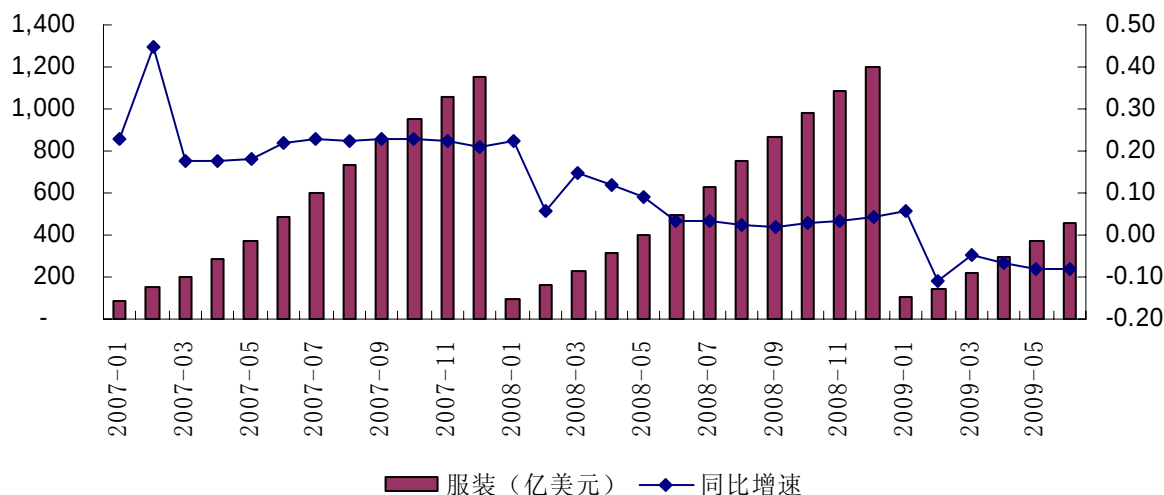
资料来源：彭博资讯，USDA，华泰证券研究所

图表 17 棉布、纱产量累计同比增速 (%)



资料来源：万德资讯，华泰证券研究所

图表 18 服装出口开始企稳

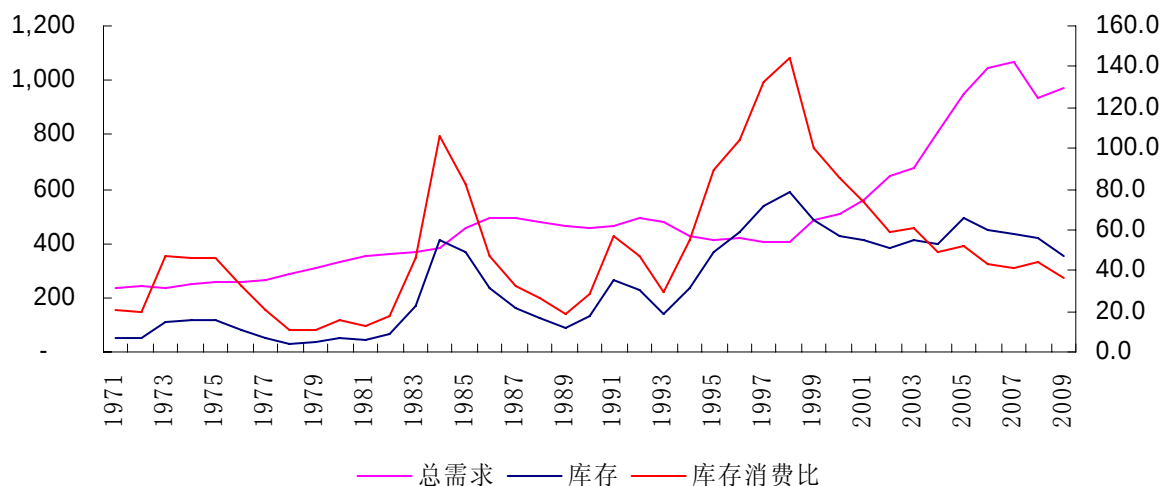


资料来源：万德资讯，华泰证券研究所

(四) 棉花库存将显著下降

按美国农业部预测，08-09 年度我国棉花库存 433 万吨，库存消费比 44%，预计 09-10 年度库存下降为 351 万吨，库存消费比为 34%，达到近 15 年来的最低水平。根据中国棉花协会 6 月报告，截至 6 月底，国内棉花商业总库存 79 万吨，较 5 月下降 11 万吨；工业库存 100 万吨，较去年同期下降了 21 万吨。现在离新棉上市还有两个月时间，按月均消费 70 万吨计算，需 140 万吨。目前 152 万吨抛储计划已完成 71%，尚有 50 万吨可流通到市场上，假设进口维持前 5 月平均水平，即两个月共 22 万吨左右，则新棉上市前棉花供应偏紧。

图表 19 我国棉花库存与库存消费比呈下降趋势



资料来源：万德资讯，华泰证券研究所

（五）价格：趋势震荡向上

6 月中旬以来，随着市场棉花资源日益减少，市场棉价开始稳步走高。企业参与棉花抛储竞价的积极性增强，抛储价格不断走高。截至 7 月 23 日，郑棉 9 月合约收于 13,880 元，比 6 月 8 日低点上涨了 7.68%；328 级棉花现货价格指数比 6 月低点上涨 2.78%。

我们认为，后市棉价向下空间有限，后市趋势依然看涨。理由如下：

第一，从全球棉花供需面来看，产量下降的幅度大于消费下降的幅度，新棉花年度库存将下降。从国内情况来看，与全球形势基本一致，产量连续两年大幅下降，而消费在新的棉花年度将有所回升。

第二，政府对棉价的调控能力很强。从收储和放储价格来看，都定在 12,600 元/吨。根据相关部门调研，2008 棉花年度全国平均植棉成本处于此价位附近，尽管 2008 年以来化肥价格有所下降（1-6 月尿素同比降 28%，DAP 降 43%，氯化钾降 34%），但在 12,600 元 / 吨的价位上也只是微利。因此，我们认为，后市棉价下跌空间很有限。

第三，外棉按 1%的关税折算进口成本与国内棉价虽还有差距，但按滑准税折算已经相差无几，棉价已受到进口成本的支撑。

第四，从近期供需面看，新增棉花供给主要靠国家抛储，截至 7 月 23 日累计抛储 108 万吨，已完成抛储计划的 71%。随着资源的减少，抛储竞价连续走高，带动棉花期、现货价格走高。

我们看好未来棉价走势，但也不过分高看国内棉花价格。原因一是外需疲软，国内经济转暖基础还不牢固；二是一旦棉价上升过快，国家将通过加快抛储，甚至增加抛储计划额度，增发棉花进口配额来维持棉价稳定。

四、投资策略

基于棉价趋势向上，但短期内不可能出现大幅上涨的判断，我们认为棉花种植、加工企业下半年盈利水平将有一定程度的回升，但盈利状况改善的幅度较为有限。我们给予棉花种植和加工子行业“中性”评级。

新赛股份（600540）

公司位处新疆博乐市，主营棉花种植、外购籽棉加工、油脂加工及棉纺生产业务。公司发展策略为“以棉花为主体，棉纺和食用油为两翼”，已初步形成了以棉花、食用油、精纺一体化协调发展的产业格局。

2007 年至 2008 年上半年收购了 6 家轧花厂，皮棉规模由先前的 3.1 万吨提高到 6.2

万吨，成为新疆排名第二的棉花产品供应商。2008 年由于棉花价格下滑，市场需求萎缩，使得经营外购棉花加工业务的控股子公司开工不足，经营业绩出现普遍亏损。但随着棉价逐步回升，公司棉花主业盈利状况有望得到逐步改善。

2007 年建设了一条年产棉纱 5,307 吨的紧密纺精梳 5 万锭生产线，目前已经投入生产。由于受公司内外部经济环境的影响，该项目开工不足，业绩呈亏损状况。该项业务业绩改善有待纺织业景气度的回升。

乌鲁木齐市油脂精炼及灌装中心项目预计 2009 年 8 月底的建成投产，公司食用油生产能力将得到迅速提升，成为新疆最大的油脂企业。

预计 09-10 年每股收益分别为 0.06、0.09 元，目前股价对应 2009 年市盈率 161 倍，我们将进一步对公司进行深入研究，暂不给予投资评级。

新农开发（600359）

公司位新疆阿克苏地区，以棉花种植、加工为主业，同时经营棉纱、棉浆粕、粘胶纤维、畜牧业、鲜奶及乳制品加工、甘草产业、房地产等业务。2008 年，公司棉花总产 4.14 万吨，占全国产量的 0.56%，占新疆产量的 1.38%。棉花相关产业（包括棉花种植与加工、棉浆粕、粘胶纤维、棉纱的生产与销售）在公司营业收入中占比为 81%，在营业利润中占比为 76%。公司 2008 年亏损 8,218 万元，亏损主要源于鲜奶及乳制品加工、棉浆粕、棉纱业务。

2009 年公司生产计划如下：

- 1) 预计皮棉产量 3.9 万吨，生产棉浆粕 8 万吨，棉纱 3900 吨；
- 2) 生产甘草浸膏 1000 吨，甘草酸单铵盐 80 吨；
- 3) 开发房屋面积 17.6 万平方米；
- 4) 生产鲜奶 1.46 万吨，生产奶粉 3100 吨，产牛犊 1864 头。

随着棉价上涨，公司棉花种植、加工相关业务盈利将明显恢复。二季度粘胶价格大幅上涨，公司参股子公司（参股 45%）新疆海龙新建的 5 万吨粘胶短纤生产线有望在本月投产，该生产线的投产不但直接给公司带来利润增长，而且将拉动公司棉浆粕业务的增长。我们估计 2009 年公司房地产业绩也将明显改善。

预计 2009-10 年每股收益 0.13、0.21 元，目前股价对应 2009 年倍市盈率 72 倍，我们将进一步对公司进行深入研究跟踪，暂不给予投资评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。