

粘胶企业利差必将继续扩大



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

报告日期

2009 年 9 月 4 日 星期五

杨云

基础化工行业分析师

021-63325888-6071

庄琰

基础化工行业分析师

021-63325888-6069

王晶

石油石化行业首席分析师

021-63325888-6072

事件:

2009 年 9 月 8 日, 棉浆粕行业座谈会将在秦皇岛举行, 其主要议题之一是“新绒上市后如何有效控制新绒价格”。

我们的观点:

在需求向好, 行业协同性加强, 企业充分重视原料价格压力的背景下, 粘胶企业的盈利能力将不断增强, 利差必将进一步扩大。

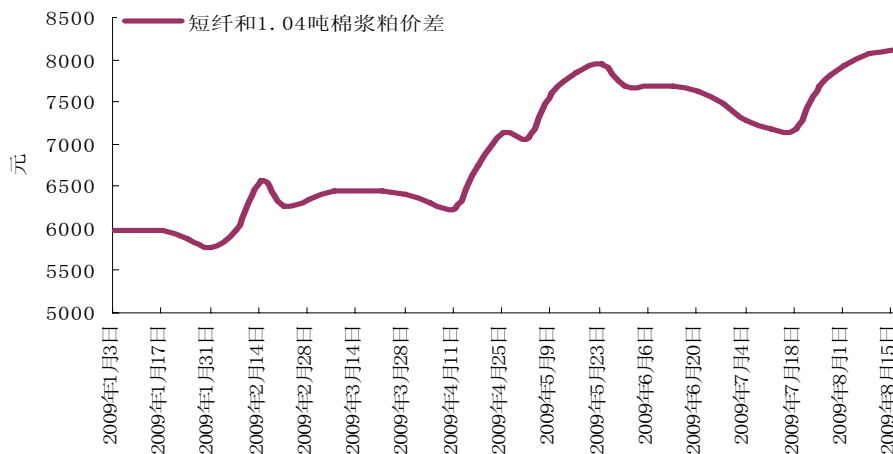
从原料供给方面来看:

棉浆粕企业已经认识到棉短绒价格上涨所带来的风险, 并已经准备协同作战来压制棉短绒的价格。9 月, 国内将进入产棉季, 棉短绒将集中供应上市。考虑到棉短绒在用于生产粘胶之前都是作为废料直接丢弃, 而且其终端供应方是群体分散, 溢价能力极弱的棉农, 我们认为在棉浆粕企业形成合力之后, 棉短绒价格的上涨将被有效压制。

棉浆粕企业的利益和粘胶企业的利益保持高度一致, 目前粘胶企业正在有节奏的控制上涨速度, 这不仅给了下游企业缓冲的空间, 也将有利于压低新棉上市后的棉短绒价格, 为后续生产囤积相对低价原料。由于大部分的棉浆粕生产企业均由粘胶生产企业控制 (如山东海龙和澳洋科技), 所以棉浆粕企业可以说是粘胶企业的利益代表之一。从今年的情况来看, 粘胶企业和棉浆粕企业的协同性都得到极大加强, 而今年以来粘胶价格的不断上涨使得粘胶企业现金流充裕, 其有能力多进行原料的囤积。

我们认为在目前粘胶短纤涨价能够顺利传导向下游传导的情况下, 无论对棉短绒的价格压制能否成功, 粘胶企业的利差都将扩大。

粘胶短纤的利差将进一步扩大



数据来源: 东方证券研究所整理

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

情景一：若对棉短绒价格压制能成功，溶解浆价格也将在低价棉短绒价格的压制下而保持相对低位，那么毫无疑问，在需求旺季来临的背景下，粘胶短纤的利差必将进一步扩大。

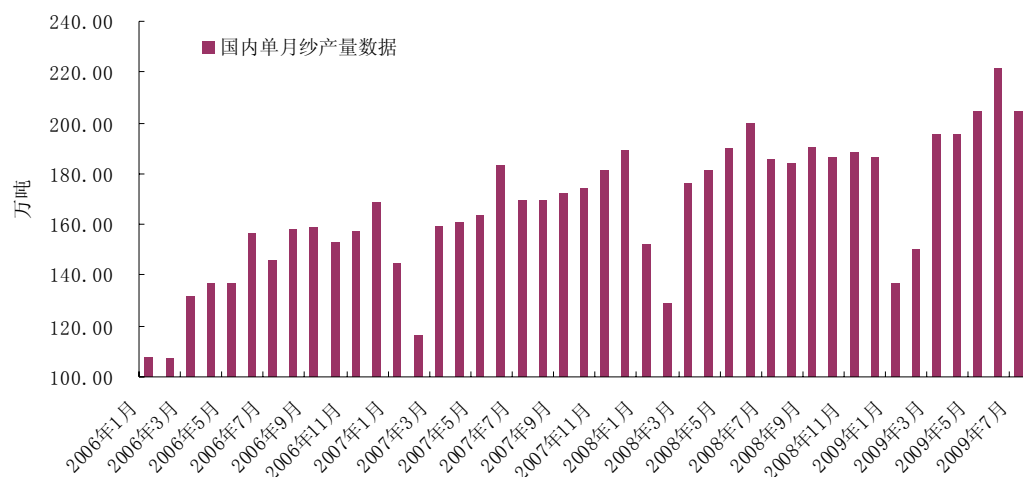
情景二：若棉短绒价格压制不成功，我们认为粘胶短纤利差仍将扩大。因为在价格顺利传导的情况下，原料价格的提高会有利于扩大企业的利差。仅以业务较为单一的澳洋科技为例，根据澳洋科技 09 年中报披露，当时公司原材料库存为 1.5 亿元，按棉短绒占 50% 计算，当时的棉短绒价格在 3000 元/吨（扣除增值税）左右，其棉短绒库存应在 2.5 万吨左右，这可供其生产 1.8 万吨左右的粘胶短纤（约合公司 1 个月的产量）。我们认为在价格传导顺畅时，粘胶企业将不断的以低价原材料来生产高价产成品，其利差将不断扩大。

至于溶解浆方面，虽然目前溶解浆标价已经到达 1150 美元/吨的高位，但由于溶解浆的运输有两个月左右的滞后期，目前山东海龙、澳洋科技等粘胶企业所用的溶解浆价格还在 900 美元/吨左右。不仅如此，从我们了解到的情况来看，粘胶企业最近所签的溶解浆订单价格也仅在 1000 美元/吨左右，从这个情况可以看出，粘胶企业具有较强的议价能力，溶解浆价格的上涨必须以粘胶价格的上涨为前提。

而从需求情况来看：

粘胶短纤的国内外需求都正在向好的方向发展。从国内来看，今年以来，国内纱的单月产量屡创历史新高，6-7 月份的同比增速均在 10% 以上。

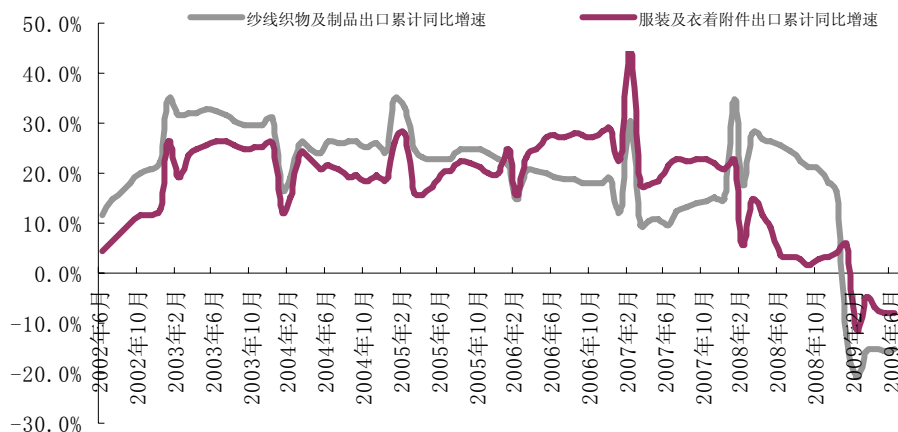
09 年国内纱产量增速明显



数据来源：东方证券研究所整理

而同时我们可以看到纺织及服装出口均维持在-10%左右（7 月，纺织品出口累计增速为-14.8%，服装出口累计增速为-8.9%），虽然不排除价格因素的影响，但是我们认为，出口和纱线产量的不匹配在很大程度上是因为国内需求在刺激政策下有效增加的结果。

出口和纱线产量的不匹配可能是由于内需放大的结果

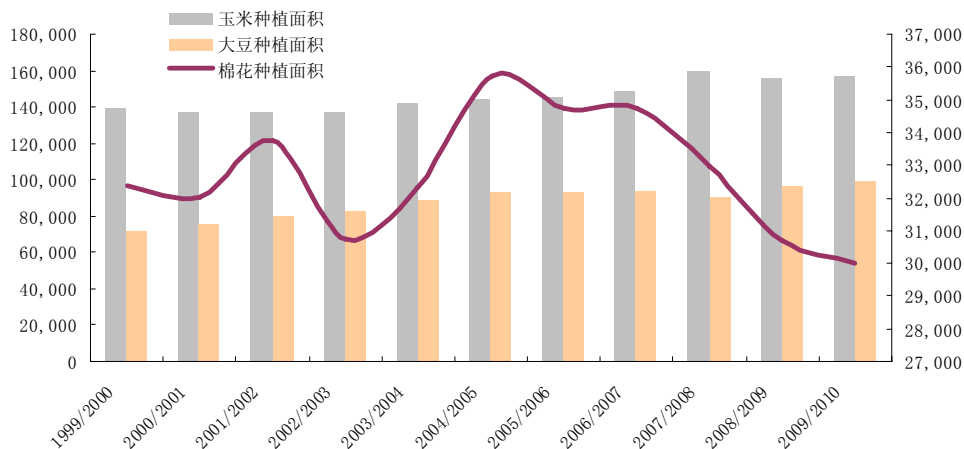


数据来源：东方证券研究所整理

从国外情况来看，国外需求也在逐步好转，根据 USDA8 月份展望报告，2009/10 年世界纺织厂棉花用量预期较上年上调 2%，至 1.128 亿包。在主要棉花消费国家中，中国 2009/10 年纺织厂用量预期上调至 4650 万包，较上年提高 3%。2009/10 年印度棉花消费量预期在 1830 万包，较上年提高 550,000 包(3%)。同样，巴基斯坦 2009/10 年纺织厂用量预期较上年提高 500,000 包(4%)。土耳其和巴西 2009/10 年棉花消费量预期维持上年水平，纺织厂用量分别为 510 万包和 420 万包。若经济进一步复苏，则 2010/11 年的棉花需求量将进一步增加。我们认为棉花需求量的上升也将带动性质相近的粘胶短纤的需求量。

根据 USDA 的预测，明年棉花种植面积将进一步下降，玉米及大豆种植面积的反弹将进一步压缩棉花的种植空间。

棉花种植面积将被进一步压缩



数据来源：东方证券研究所整理

我们认为棉花供应压缩和需求复苏同时发生已经成为大概率事件，而这所带来的棉花供应紧缺将为粘胶提供广阔的市场空间。我们判断这个缺口不仅足够消化粘胶未来一年投放的新增产能，也将使粘胶价格继续维持高位运行，粘胶企业将在较长一段时间内维持高盈利状态，若浆粕企业能有效压制棉短绒价格，则粘胶企业的利差必将继续扩大。

我们维持对粘胶行业的长期看好评级，并继续建议买入山东海龙、澳洋科技。并建议重点关注山东海龙在建的 4.5 万吨功能化黄麻浆纤维的改造项目，若该项目产业化能实现，将解决粘胶短纤原料供应不足的问题(用黄麻、红麻代替棉短绒)，为行业发展带来重大突破。

分析师承诺

杨云化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

— 报告发布日后的 6 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。

— 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn