



农业

2010.09.29

供需缺口、成本、流动性共同推高棉价

**秦军**

021-38676768

qinjun@gtjas.com

S0880206080312

傅佳琦

021-38674635

fujiaqi008094@gtjas.com

S0880110024659

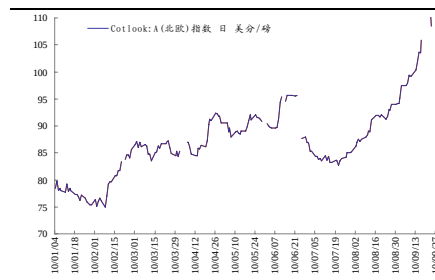
本报告导读：

内棉减产导致供应紧张、服装出口需求旺盛、人工/物耗成本上涨提升成本底部、资金涌入农产品期/现货市场四大因素导致内棉价格上涨，对未来棉价继续乐观。

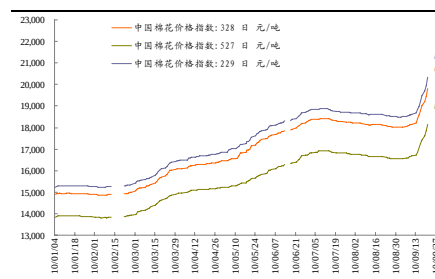
摘要：

- **现货市场：**国内 327 级棉花价格为 21,255 万元/吨，一周来上涨 13%，年初至今平均价格为 16,881 万元/吨。国际 Cotlook 棉花指数继续维持在高位。
- **期货市场：**郑棉和纽约棉花都走出一波强劲的上升态势。纽约棉花连续合约期货 106 美分/磅，一周来上涨 8.52%，郑棉连续合约期货价格为 23,405 元/吨，周涨幅达到 18.83%。
- **国际棉价上涨主要受减产预期和农产品普涨影响。**USDA 最新数据显示 2010/11 年全球棉花库存下降为 989 万吨，同比下降 13.87%，库存消费比 37.69%，为近年来最低值。国际大宗农产品普遍上涨，有减产预期的棉花也创出 10 年新高。
- **多重因素推动内棉价格上涨。**
 - 1、棉价低迷导致种植意愿下降，异常天气导致棉花减产，国内供应面紧张，对进口依赖度增强；
 - 2、人工成本、生产资料成本双双上涨抬升棉花成本底部；
 - 3、国内需求稳定，出口增速连续反弹拉动棉花需求；
 - 4、超宽松流动性背景下，其他产业的资本涌入农产品流通领域，期货、现货市场皆走强。
- **对未来棉价保持乐观。**

国际棉花现货价格



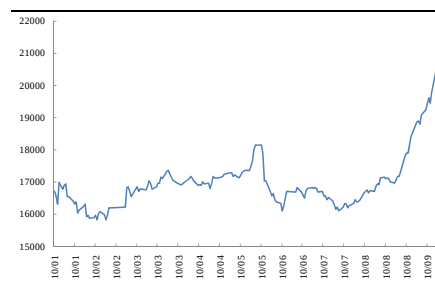
国内棉花现货价格



国际棉花期货价格



国内棉花期货价格

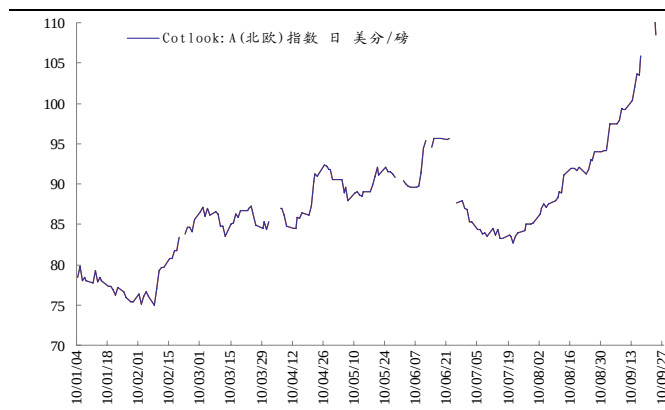


1. 国内外棉花价格创出历史新高

最近的棉花是农产品中最夺人眼球的，无论是国内市场还是国际市场，现货市场还是期货市场，价格都是一路狂奔。

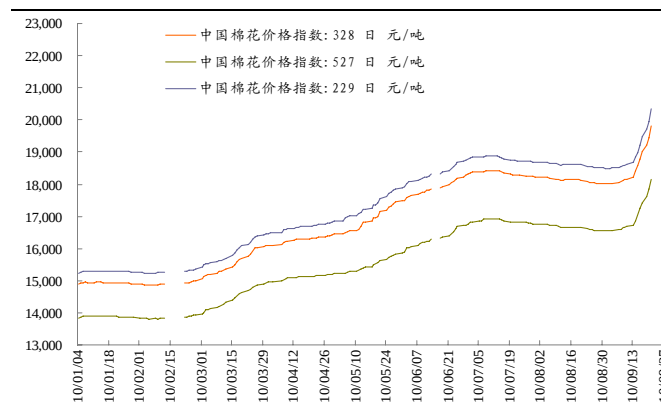
现货市场方面，国内 327 级棉花价格为 21,255 万元/吨，一周来上涨 13%，年初至今平均价格为 16,881 万元/吨。国际 Cotlook 棉花指数继续维持在高位。

图 1：国际棉花现货价格



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

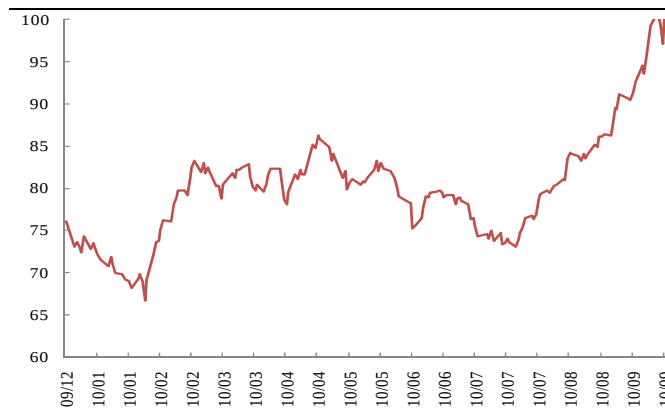
图 2：国内棉花现货价格



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

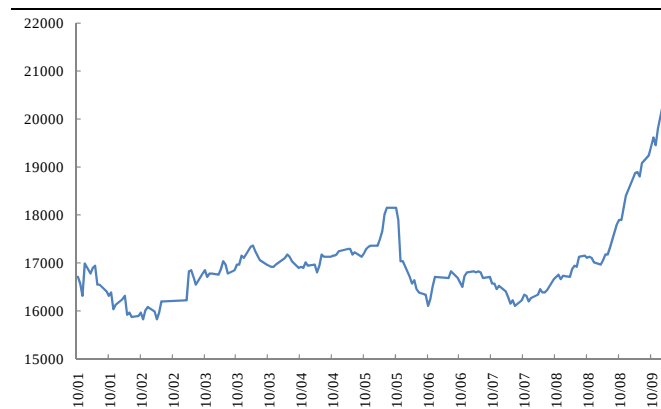
期货市场上，郑棉和纽约棉花也都走出一波强劲的上升态势。纽约棉花连续合约期货 106 美分/磅，一周来上涨 8.52%，郑棉连续合约期货价格为 23,405 元/吨，周涨幅达到 18.83%。

图 3：国际棉花期货价格



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 4：国内棉花期货价格



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

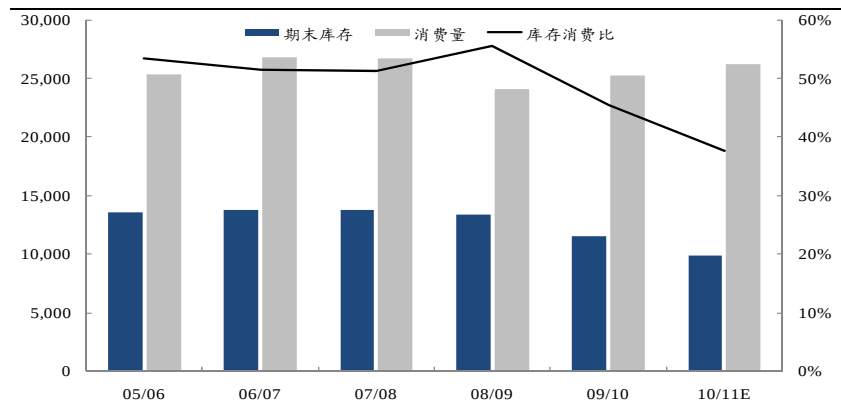
2. 国际：减产预期和粮价普涨的带动

2010 年度全球棉花的减产预期和这一轮由国际小麦价格带来的粮食普涨，我们认为是推动本轮国际棉花价格上涨的主要推力。

根据美国农业部 9 月份最新的数据显示，预计 2010/11 年度全球棉花产量增加 306 万吨，但是由于消费量上升 101 万吨，使得 2010/11 年全球

期末库存下降为 989 万吨，相比去年下降了 13.87%，库存消费比 37.69% 为近年来最低值。

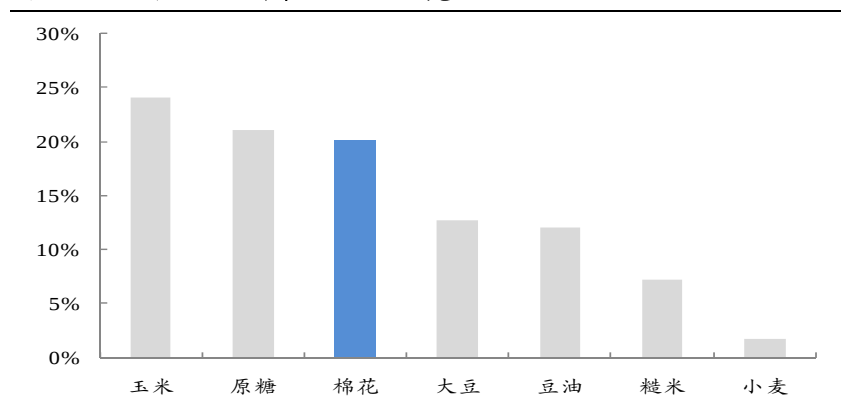
图 5：全球粮食棉花库存，消费量一览



数据来源：USDA，国泰君安证券研究

此外，俄罗斯政府 8 月初宣布禁止粮食出口的命令使得近 2 个月国际市场上大宗农产品普遍上涨。其中 CBOT 小麦期货更是创下 13 个月以来最大涨幅。有减产预期的棉花也受益于本轮农产品普涨，创出 10 年来新高。

图 6：近一个月国际农产品涨幅一览



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

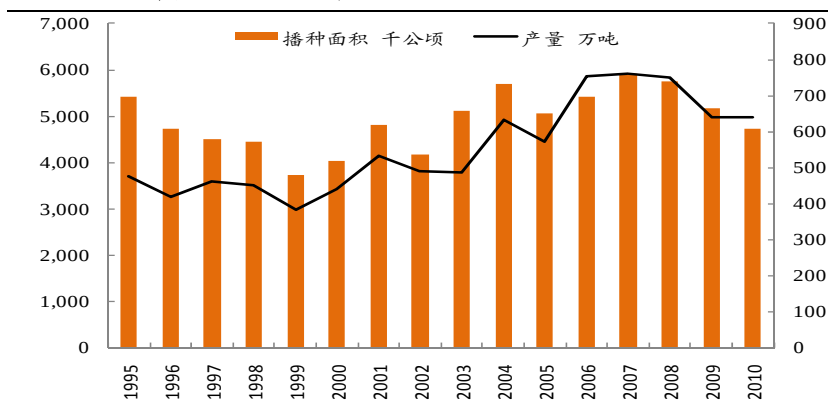
3. 国内：多种因素作用下的上涨

我们认为本轮国内棉花价格的急速上涨，是在基本面支撑下市场多方因素交织的产物：

- **减产和灾害天气造成供应紧张。**由于 2009 年底低迷的棉花价格使得农民对于棉花的种植情绪不高，根据数据显示，2010 年棉花种植面积为 4,714 千公顷，相比 09 年的种植面积 5,180 千公顷减少了 466 千公顷。种植面积的减少势必将影响当年棉花的产量，根据 9 月 15 日农业部种植业司副处长龙熹在中国棉花协会的会议的最新数据，预计全年产量基本与上年持平，为 640 万吨。今年以来我国异常天气较多，低温天气的持续增多影响了棉花的生产，同时 7、8 月份的阴雨天气也对棉花的收成造成影响。在减产和灾害天气的双重作

用下，使得今年国内棉花供应变得紧张。

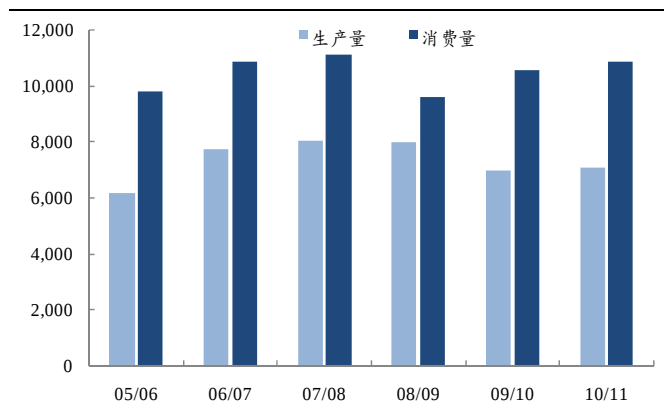
图 7：我国棉花种植面积和产量



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

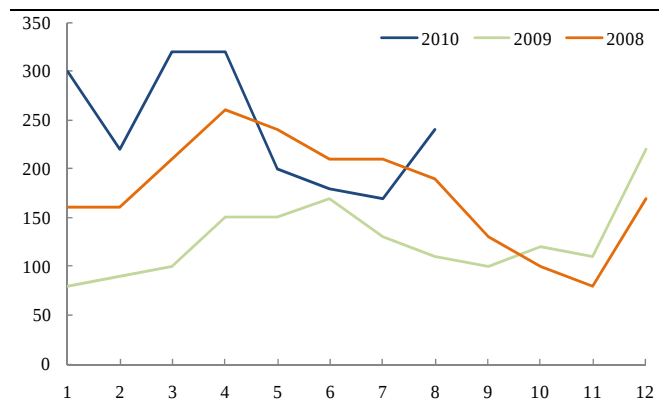
- **国内棉花种植意愿低迷导致进口数量增加。**从我国棉花的消费结构上看，我国消费所需要的棉花有 75% 左右是国内生产提供的，当然这一数字在 09/10 年，10/11 年度下降到了 65% 左右，这主要是近几年棉花价格低迷，使得农民种植意愿不强引起的。我国每年对于进口棉花的需求是在 200 万吨左右。根据美国农业部对我国棉花生产消费的最新数据显示，10/11 年度我国的棉花生产量和消费量同去年基本维持一个持平的结果。然而从棉花的进口数据来看，08 年我国棉花进口为 212 万吨，09 年进口额为 153 万吨，10 年到 8 月份我国棉花的进口已经达到了 195 万吨，反应出国内棉花的库存量在减少，而需求依旧保持较强，给棉价上涨提供了支撑。

图 8：我国棉花的生产消费量（千吨）



数据来源：USDA，国泰君安证券研究

图 9：近三年我国棉花进口量（千吨）

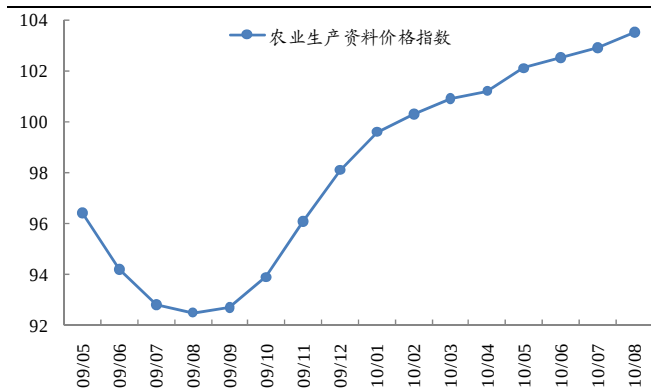


数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

- **生产成本的上涨抬升棉价底部。**人工成本在棉花种植成本中占比超过 50%，到 57% 左右。最低工资水平在 2010 年的大幅度上调使棉花生产成本也明显上升。

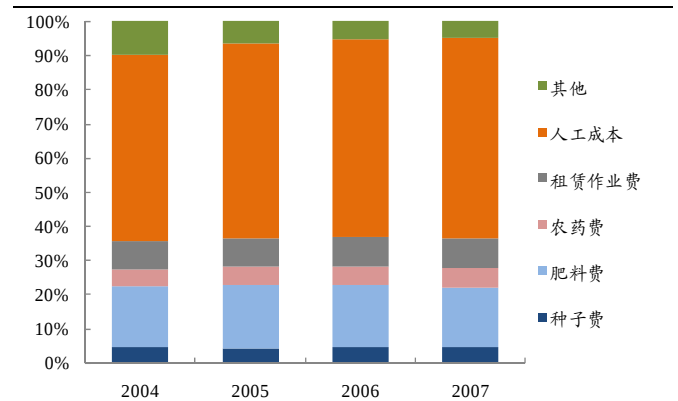
在温和型通胀的背景下，从 09 年下半年开始，农用化肥，农药，农具等为代表的劳动生产资料开始上涨，农业生产资料价格指数从 09 年的 9 月份低点到现在，上涨已经超过 11%。

图 10: 农业生产资料价格指数



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

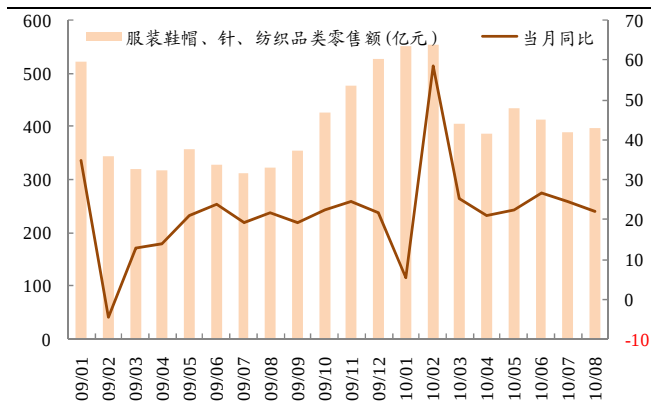
图 11: 棉花生产成本构成



数据来源: , 国泰君安证券研究

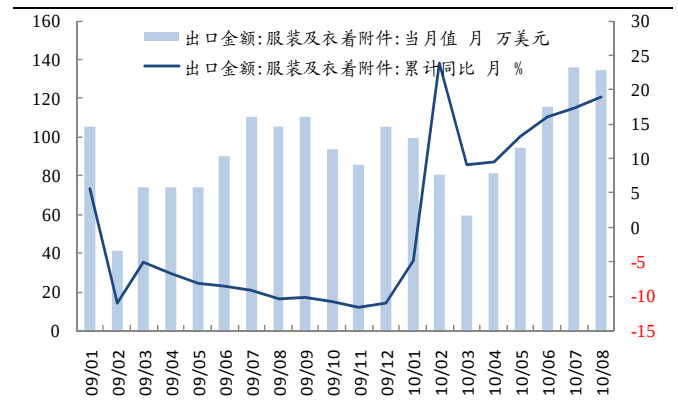
- **内需平稳、外需旺盛拉动需求。**国内消费市场在进入 2010 年以来, 在政府“调结构, 促消费”政策指导下, 社会对于纺织服装品的消费基本保持当月同比 20%左右的增幅, 基本同 09 年持平。在经历了 09 年金融危机之后, 国内的纺织企业出口情况在 2010 年也有明显好转, 服装出口金额同比增速连续 6 个月回升。相比 2009 年, 2010 年服装出口增速的回复是带动棉花需求的主要因素。

图 12: 国内社会零售消费情况



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

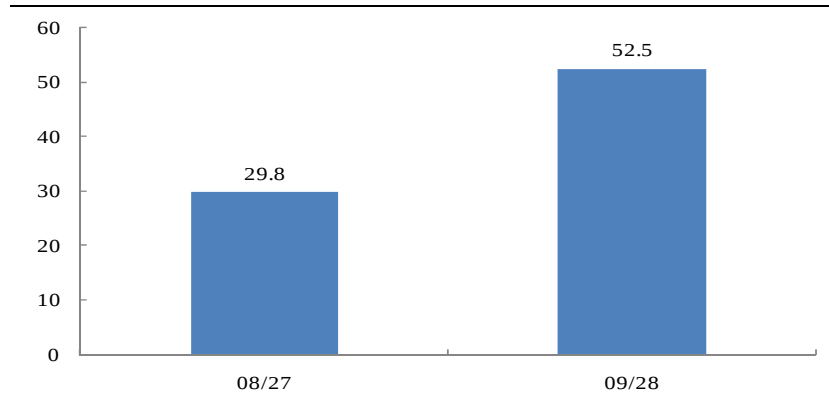
图 13: 下游纺织企业出口情况



数据来源: , 国泰君安证券研究

- **投机资金的参与放大了价格的波动。**在房地产调控政策预期和股市震荡的情况下, 过剩流动性导致的资产泡沫, 也逐渐转移到了农产品市场上, 游资将目光瞄准了商品市场中的农产品, 因为农产品具有需求稳定增长以及政策保护等特性。在这一波棉花价格的上涨中, 郑州商品交易所的郑棉持仓合约从 8 月 27 日的 29.8 万单上升到 9 月 28 日的 52.5 万单, 可见资金参与价格波动的投机意愿是非常强烈的。

图 14: 郑州商品交易所郑棉期货合约持仓单数



数据来源：文华财经，国泰君安证券研究

4. 对后市棉花价格保持乐观

基于以上几个分析，我们认为本轮棉花价格的急剧上涨，是在一定基本面因素支撑下资金推动的结果。在距离新棉上市还有一个多月的时间里，我们对后市的棉花价格保持相对乐观的态度。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		