

2010年10月10日

棉价飙升 涤纶迎来“超级景气周期” ——纺织服装原材料供求关系解析

投资要点:

■ **棉价高歌猛进 “双重属性”显现:** 自2008年四季度以来,棉花价格上演“反转”行情,逐步打开上升通道,经过今年年初的阶段回调,2010年8月初,棉花价格犹如火箭发射,经历了史无前例的疯涨阶段,目前突破22600元/吨的历史高位,区间最高涨幅达120.70%。现货市场上,328级棉现货价格亦从9月初的18000元/吨直线上涨至目前的22250元/吨,创下了自2002年以来的历史新高。棉花作为传统农产品,在当前供需趋紧和投机资金的关注下,逐步被市场赋予了双重属性——本身具备的商品属性和衍生的金融属性,前者反映了棉花供求变化对市场价格走势产生的影响;后者是指利用金融杠杆进行投机炒作的行为。棉花的“双重属性”正是导致近期棉价疯涨的关键性因素。

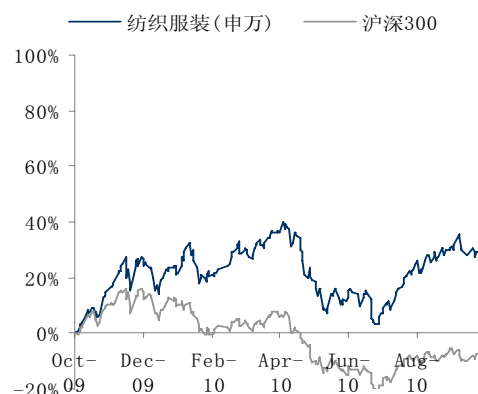
■ **涤纶水涨船高 迎来“超级景气周期”:** 在我国纺织纤维的消费结构中,棉花、粘胶短纤、涤纶短纤占据主导地位,棉纺企业将其纺成棉纱和混纺纱后,再由织造企业将纱线与粘胶长丝和涤纶长丝一起织成棉布和混纺布。由于受到产量限制,棉花在纺织纤维中的比例逐渐下降,而化纤比重则稳步增加,其中涤纶在化纤中所占比重最大,使用比重增长迅速,对棉花的替代效应最为明显。现阶段棉花价格处于历史高位,下游织造企业面临较高的成本压力,不得不寻找价格相对低廉的替代品,因此涤纶需求激增,价格持续看好。由于涤纶长丝的用量相对于涤纶短纤更大,因此长期来看,棉花的短缺主要是由涤纶长丝来弥补。预计未来棉花供需缺口仍然存在,棉花价格维持震荡盘升,涤纶的“替代效应”将继续得以实现,涤纶长丝有望进入“超级景气周期”。此外,国际油价的不温不火,聚酯原料价格的企稳,也在一定程度上推动涤纶长丝价格的稳步上扬。

■ **差异化——涤纶长丝发展的新方向:** 传统涤纶行业主要受市场供求关系影响,产品价格波动明显,企业难以获得持续稳定的收益。为此,企业亟待开发差异化、功能型涤纶长丝,提高产品附加值以及企业经济效益,促进行业由数量型向效益型转变。差异化涤纶长丝主要有形态(细旦、异型截面等)、高性能(高强、高模、低缩等)、高功能(高感性、吸湿性、透湿防水性、抗静电及导电性、离子交换性和抗菌性等)几大改性方向。其中,细旦、超细旦作为涤纶长丝最主要的差异化品种,技术基本成熟,产品规模、质量都相对稳定。在棉花价格高企,涤纶“替代效应”凸显的背景下,大力开发细旦、超细旦涤纶长丝不仅可以有效弥补市场需求,而且可以改善面料本身特性,使其更具备竞争优势。新民科技(002127)等相关差异化涤纶长丝企业或将受益。

分析师	黄海方
执业证书编号	S0600209060100
联系电话	0512-62938651
邮箱	huanghf@gsjq.com.cn

分析师	戴颢
联系电话	0512-62938661
邮箱	daiy@gsjq.com.cn

纺织服装(申万)与沪深300指数走势比较图



相关研究报告

2010年8月16日

关注内销自主品牌服装的上市公司

2010年8月3日

超细旦FDY景气度提升,公司进入跨越式成长

2010年6月25日

“品牌提升+营销拓展”助推业绩增长

目录

1. 棉价高歌猛进 “双重属性”显现	3
1.1. 全球棉花供需变化是棉价飞涨的关键因素	4
1.1.1. 灾害频发 供给趋紧.....	4
1.1.2. 经济复苏 需求旺盛.....	4
1.2. 投机资金的炒作是棉价飙升的直接诱因	4
1.3. 农产品价格上涨为棉花涨价制造氛围	4
2. 涤纶水涨船高 迎来“超级景气周期”	5
3. 差别化——涤纶长丝发展的新方向	8
3.1. 差别化的界定	9
3.2. 差别化涤纶长丝的内涵	9
3.3. 细旦、超细旦涤纶长丝的发展趋势	9
4. 风险提示	9

1. 棉价高歌猛进 “双重属性” 显现

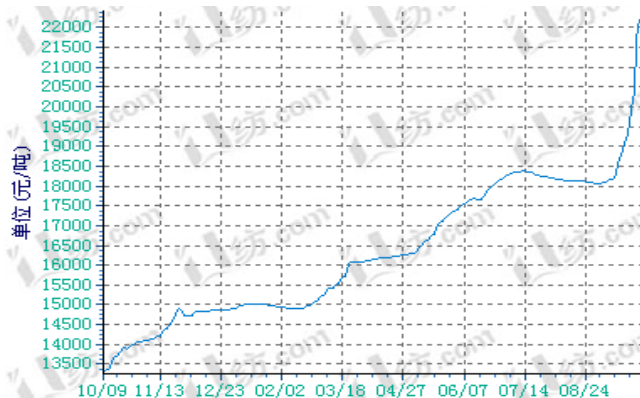
自 2008 年四季度以来，棉花价格上演“反转”行情，逐步打开上升通道，郑棉 1105 主力合约由最低点 10240 元/吨一路飙升，势头强劲。今年年初，期棉价格进行了阶段性回调，为下一步棉价爆发奠定了基础；2010 年 8 月初，棉花价格犹如火箭发射，经历了史无前例的疯涨阶段，目前突破 22600 元/吨的历史高位，区间最高涨幅达 120.70%。现货市场上，328 级棉现货价格亦从 9 月初的 18000 元/吨直线上涨至目前的 22250 元/吨，创下了自 2002 年以来的历史新高。

图 1：郑棉 1105 合约指数走势



资料来源：博易大师，东吴证券研究所

图 2：国内 328 级棉现货价格走势



资料来源：第一纺织网，东吴证券研究所

外盘棉花价格亦遥相呼应。纽约商品交易所棉花主力合约由最低点 36.70 美分/磅一路上涨至最高点 106.40 美分/磅，期间最高涨幅 189.92%；Cotlook A 现货指数也处于井喷状态，目前约为 115 美分/磅，8 月以来累计涨幅约为 35.29%。

图 3：NYBOT 美棉花 12 指数走势



资料来源：博易大师，东吴证券研究所

图 4：Cotlook A (FE) 指数走势



资料来源：第一纺织网，东吴证券研究所

棉花作为传统农产品，在当前供需趋紧和投机资金的关注下，逐步被市场赋予了双重属性——本身具备的商品属性和衍生的金融属性。前者反映了棉花供求变化对市场价格走势产生的影响；后者是指利用金融杠杆进行投机炒作的行为。棉花的“双重属性”正是导致近期棉价疯涨的关键性因素。

1.1. 全球棉花供需变化是棉价飞涨的关键因素

1.1.1. 灾害频发 供给趋紧

由于国内棉花在播种期间遭遇了阴雨和低温的影响，生长期向后推迟，预计新棉大量上市要到10月中下旬，比往年滞后了半个月左右，若10月不出现灾害天气，预计棉花总产量也会比去年略有减少。此外，新棉长势欠佳，整体质量或将有所下降；国际市场上，印度一度暂停棉花出口，巴基斯坦受洪灾和病虫害的影响，预计棉花产量仅为1150万包，较目标产量大幅减少了18.5%，全球棉花供求将趋于紧张。据USDA评估，自2005~2006年以来，全球棉花消费量就一直大于产量，棉花库存长期处于紧张状态。2009~2010年棉花产销缺口更是扩大到272万吨，2010~2011年预计将缩小至59.5万吨。但是全球棉花期末库存减少仍将导致棉价持续上扬。USDA预计，2010~2011年世界棉花库存量将连续第四年下降，并达到14年以来的最低水平。

1.1.2. 经济复苏 需求旺盛

随着经济形势的逐步好转，国内外纺织服装需求快速回升。2010年8月，纺织服装出口额为201.42亿美元，同比增长28.3%；1~8月，纺织服装累计出口额为1298.04亿美元，同比增长23.8%。国内纺织服装批发零售实现了较大幅度的增长。8月纺织服装类零售额为399亿元，同比增长22.1%；1~8月累计零售额为3540亿元，较去年同期增长23.7%。

1.2. 投机资金的炒作是棉价飙升的直接诱因

在棉花供给趋紧、新棉上市延期的背景下，一些资本实力雄厚、经验丰富的棉商开始大量囤货，部分投机资金也看准时机，介入抢棉、炒棉的行列，利用金融杠杆大肆投机炒作，使得棉花体现出了“泛金融属性”的特征。在此背景下，棉纺织企业中的少数大企业也开始囤棉，而现有的纺织企业仍以中小型企业为主，经济实力相对薄弱，因此，棉花开始积聚到棉商、投机客和少数大企业手中，当资源聚集到少部分人手中后，棉价飙升也就顺理成章了。

1.3. 农产品价格上涨为棉花涨价制造氛围

伴随着楼市调控和股市震荡，不甘寂寞的资金瞄准了农产品。在减产预期、通胀预期以及资金推动的三重作用下，农产品市场出现了群体性涨价现象，其中棉花一马当先，在农产品涨价潮中扮演了极其活跃的角色。一方面，农产品涨价为棉价上涨烘托了氛围；另一方面，棉价上涨也进一步强化了农产品涨价预期。

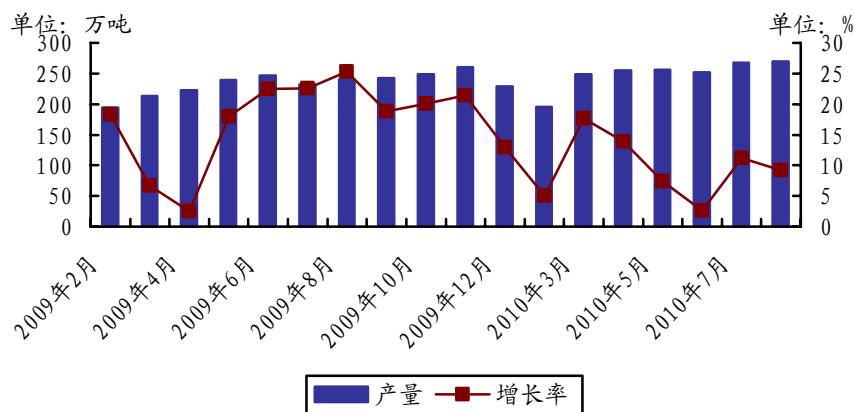
面对国内外棉花的汹涌涨势，自今年8月上旬以来，国储启动了“开仓放棉”，通过全国棉花交易市场累计拍卖储备棉100万吨，以稳定棉价。但从期货盘面来看，并未发现资金大规模撤离的迹象。10月8日，郑棉主力1105合约在创出新高后经过两日的调整，早盘即缩量涨停，再次创出22600元/吨的历史新高，持仓量增加至35.65万手，并且这一结果还是建立在期棉交易保证金从15%大幅上调至24%的基础上。

此外，由于国内棉花抛储量有限，难以对期现货价格起到实质性的抑制作用，加之全球棉花供需缺口较大，国内政策难掩全球缺棉的窘境，自8月上旬“抛储”开始至9月底，国储棉拍卖价格节节攀升，可谓越抛越涨，9月底已接近22000元/吨。

2. 涤纶水涨船高 迎来“超级景气周期”

随着经济发展水平和居民消费能力的逐步提高，市场对纤维的需求量保持年均10%~20%的增长率，由于天然纤维产量较为稳定，化学纤维作为天然纤维的替代品发展极其迅速，而涤纶由于应用途径广阔、性能优良，在化纤使用量中占据83%左右，其使用受棉花影响最大。由于耕地面积有限，为保障粮食生产，棉花种植面积并未随需求增长而增长，加之单产不易提高，近年来棉花产量始终未能满足消费量的增长，供需缺口逐渐扩大。作为全球最大的棉花产地和消费国，2010年我国棉花种植面积为7400万亩，与去年相比基本持平，但由于新疆等主产区气温较低，导致新棉上市延期，棉花产量也有所下降。国内棉花减产预期使得棉纺织企业加大了购棉、囤棉的力度，短期内市场形成了供不应求的状况，棉花价格已超过历史最高水平。

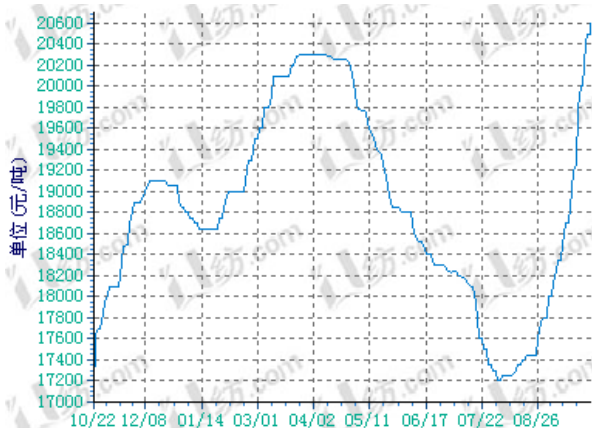
图 5：化学纤维产量及增长速度



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

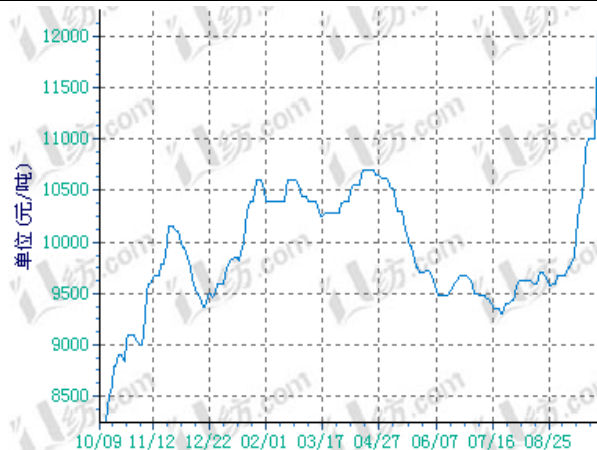
在我国纺织纤维的消费结构中，棉花、粘胶短纤、涤纶短纤占据主导地位，棉纺企业将其纺成棉纱和混纺纱后，再由织造企业将纱线与粘胶长丝和涤纶长丝一起织成棉布和混纺布。由于受到产量限制，棉花在纺织纤维中的比例逐渐下降，而化纤比重则稳步增加，其中涤纶在化纤中所占比重最大，使用比重增长迅速，对棉花的替代效应最为明显。现阶段棉花价格处于历史高位，下游织造企业面临较高的成本压力，不得不寻找价格相对低廉的替代品，因此涤纶需求激增，价格持续看好。

图 6：国内粘胶短纤价格走势



资料来源：第一纺织网，东吴证券研究所

图 7：国内涤纶短纤价格走势



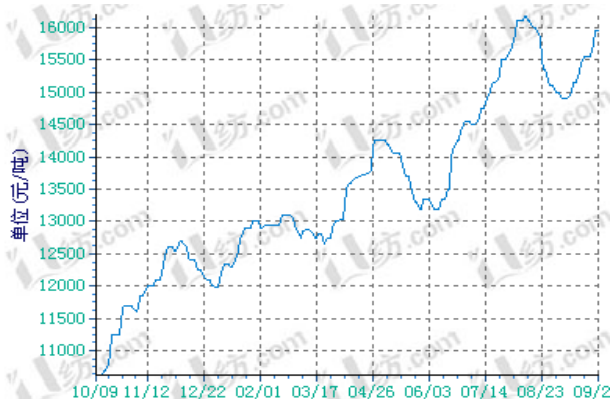
资料来源：第一纺织网，东吴证券研究所

涤纶主要分为涤纶短纤和涤纶长丝两大类。涤纶对棉花的替代效应首先体现在涤纶短纤上。自 2010 年 8 月以来，涤纶短纤跟随棉花价格走势，出现了价格大幅飙升的格局，由 9600 元/吨上涨至 11600 元/吨，涨幅高达 20.83%。涤纶短纤可与棉花混

纺，对棉花的替代作用最为直接，在棉价高企的情况下，其需求量快速增加，价格直线攀升。

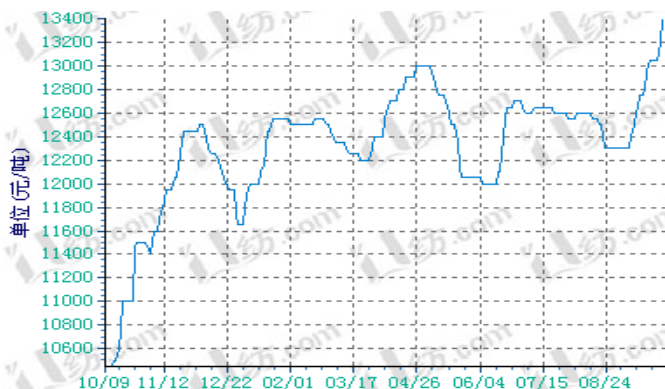
涤纶长丝的用量相对于涤纶短纤更大，因此长期来看，棉花的短缺还是由涤纶长丝来弥补。目前涤纶长丝价格也呈现大幅上扬的态势，FDY 价格已由 09 年 10 月的 10000 元/吨大幅飙升至 16000 元/吨，期间涨幅高达 60%；DTY 报价涨至 13400 元/吨；POY 价格也拉升至 11900 元/吨。

图 8：国内涤纶 FDY 价格走势



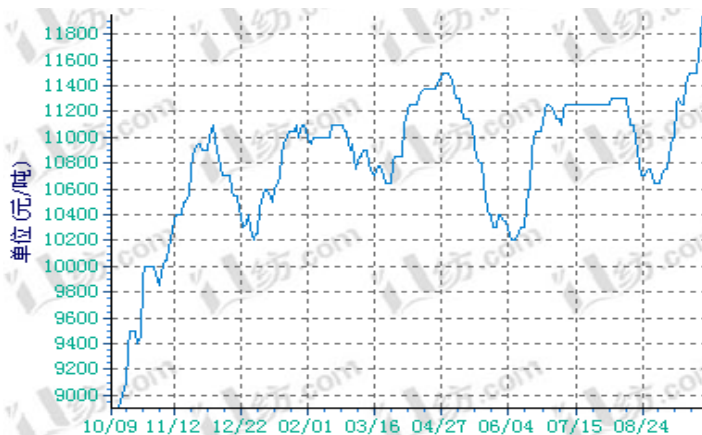
资料来源：第一纺织网，东吴证券研究所

图 9：国内涤纶 DTY 价格走势



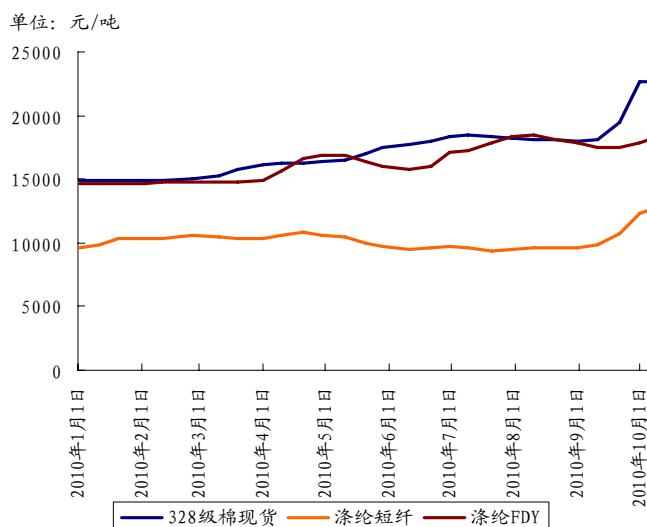
资料来源：第一纺织网，东吴证券研究所

图 10：国内涤纶 POY 价格走势



资料来源：第一纺织网，东吴证券研究所

图 11: 棉花、涤纶短纤、涤纶 FDY 价格走势对比



资料来源: 全球纺织网, 东吴证券研究所

表 1: 2010 年初至今棉花与涤纶价格的敏感性分析

相关系数	涤纶短纤	涤纶 FDY
correl	0.41	0.79
slope	0.15	0.53

资料来源: 东吴证券研究所

通过搜集 2010 年初至今棉花、涤纶短纤、涤纶 FDY 的价格, 进行相关性和价格敏感性分析, 可以得出: 1) 2010 年 1~10 月涤纶长丝价格与棉价高度相关, 印证了之前关于棉花短缺由涤纶长丝最终弥补的判断; 2) 将棉价与涤纶短纤、涤纶长丝价格分别进行敏感性分析, 我们发现, 涤纶长丝对棉价波动更加敏感, 受棉花影响更大。

综上所述, 目前国内涤纶市场各类产品价格均出现了不同程度的上扬, 涤纶长丝更是涨势颇佳, 其中棉价飞涨带来的提振作用不容小觑。预计未来棉花供需缺口仍然存在, 棉花价格维持震荡盘升, 涤纶的“替代效应”将继续得以实现, 涤纶长丝有望进入“超级景气周期”。此外, 国际油价的不温不火, 聚酯原料价格的企稳, 也在一定程度上推动涤纶长丝价格的稳步上扬。

3. 差别化——涤纶长丝发展的新方向

传统涤纶行业主要受市场供求关系影响, 产品价格波动明显, 企业难以获得持续稳定的收益。由于行业进入壁垒低, 目前

涤纶产业处于完全竞争阶段，产品常规化、同质化导致了恶性竞争，企业经营绩效无法得到保障。为此，企业亟待开发差别化、功能型涤纶长丝，提高产品附加值以及企业经济效益，促进行业由数量型向效益型转变。

3.1. 差别化的界定

差别化纤维是相当于常规纤维来定义的，特指经过化学改性、物理改性或多元改性的，具有较高技术含量、利润空间大的纤维。近年来，大中型化纤企业纷纷加大了差别化产品的开发力度，许多新产品填补了国内空白。目前，我国纤维的差别化率正逐步提高，但与发达国家相比，仍存在较大差距。

3.2. 差别化涤纶长丝的内涵

差别化涤纶长丝主要有形态（细旦、异型截面等）、高性能（高强、高模、低缩等）、高功能（高感性、吸湿性、透湿防水性、抗静电及导电性、离子交换性和抗菌性等）几大改性方向。目前市场上应用较为广泛的有细旦、超细旦、吸湿排汗、防水透湿、中空保温、复合纺及海岛丝、大有光、全消光、有色、阳离子可染、阻燃、抗菌、防紫外线、远红外等。其中，细旦、超细旦作为涤纶长丝最主要的差别化品种，已成为其发展的重要趋势。由于其技术基本成熟，产品规模、质量都相对稳定，因此这里主要讨论细旦、超细旦的发展趋势。

3.3. 细旦、超细旦涤纶长丝的发展趋势

D 是纤维的纤度单位，1 克重 9000 米长的丝为旦。0.5~1D 是细旦，小于 0.5D 为超细旦，小于 0.1 为极细旦。纤度越细，细旦、超细旦织物越柔软滑爽，可绕性越好，穿着更加舒适、轻便，更易得到公众青睐。

目前，涤纶长丝企业呈现出明显的地域特征。吴江地区以生产细旦丝为主，企业大多以进口技术和设备为主，具备较强的技术优势，产品质量相对稳定，单位加工成本低。同时吴江地区也是重要的纺织产业集群，以生产丝织及仿真丝产品为特色，细旦丝市场容量大，促进了吴江细旦、超细旦涤纶长丝的开发和应用。在棉花价格高企，涤纶“替代效应”凸显的背景下，大力开发细旦、超细旦涤纶长丝不仅可以有效弥补市场需求，而且可以改善面料本身特性，使其更具备竞争优势。新民科技（002127）等相关差别化涤纶长丝企业或将受益。

4. 风险提示

提醒投资者关注以下风险：1）棉价冲高回落，涤纶替代作

用减弱；2) 聚酯原料价格波动幅度大，相关企业经营风险加剧；
3) 纺织服装出口、内需增速减缓，对化纤产品的需求减弱。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>