



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

证券研究报告

2011 年 1 月 18 日

化工

研究部

关滨

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

平稳的涤纶短纤

行业近况：

随着原材料成本的上涨和下游纱线市场的回暖，涤纶短纤市场的气氛逐渐好转，成交量增加，涤纶短纤价格持续上涨。

评论：

我们认为目前涤纶短纤的价格在成本支撑和需求旺盛的影响下趋势性上涨，但未来涤纶短纤价格可能不会出现 2010 年暴涨暴跌的现象，其与棉花价格联动性将减弱，价格波动因素受自身基本面影响度增加，价格中值可能在 15000 元/吨的相对高位。原因如下：

未来棉花价格将在高位徘徊，但可能会有所回落。因为种植面积限制，国际棉花年产量不会有较大提高，未来稳定在 2500-2800 万吨左右。在全球经济缓慢复苏的同时，中国进口量增加，棉花需求旺盛。然而随着新棉上市、政策的打压以及下游纺织增速放缓等因素的影响下，棉价可能会有所回落，使得涤纶短纤价格承压。

棉花定位高端纺织品，与涤纶短纤联动性减弱。涤纶和棉花的替代效应，仅仅拉动涤纶需求量增加 7.1%。同时随着消费的升级，棉花将定位高端纺织品，棉花与涤纶短纤的联动性减弱，棉花与涤纶短纤的高价差将长期存在。

涤纶短纤行业属性决定涤纶价格不会维持暴利。短纤主要设备并不依赖进口，国内产品可以满足要求，涤纶短纤门槛低，目前看盈利尚可。但如果涤纶行业持续景气，将可能导致原有的闲置或新进产能释放。

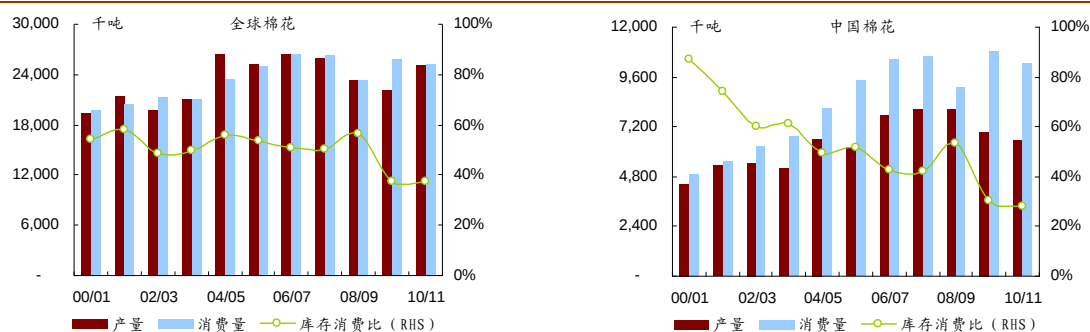
未来纺织行业出口增速可能放缓。2010 年纺织行业出口增速 28.4%，但由于外需趋稳、人民币不断升值、及原材料成本涨价影响，预计 2011 年纺织行业出口增速将放缓，在一定程度上会使上游涤纶短纤的价格承压。

棉花的价格将高位盘整，但是有回落风险

棉花现货价格从 10 年年初的 13000 元/吨上涨到 33000 元/吨后回调到目前的 28000 元/吨，上演了一番波澜壮阔的行情。我们认为棉花价格高涨主要源于供需的不平衡以及充裕的流动性。

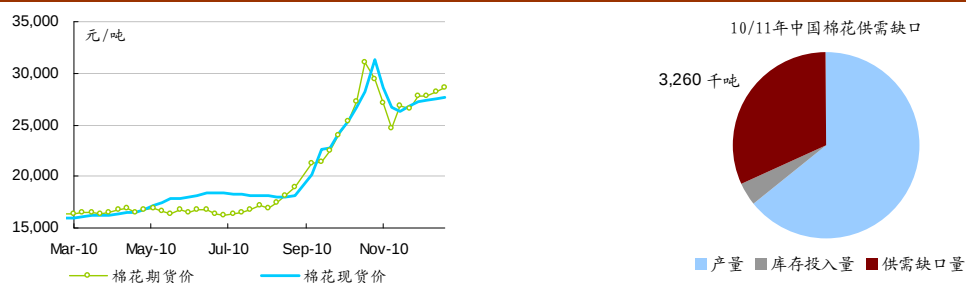
中长期看，我们认为棉花供求矛盾以及相对充裕的流动性将支撑棉价高位盘整，但是短期看棉花价格有回落的风险。从供给端看，11 月份以来新棉大量上市，使得前期偏紧的格局得到一定程度的缓解。从政策上看，政府已经出台多项调控政策，包括提高存款准备金率以及价格干预等措施；同时市场监管更加严格，加强期货和电子交易市场监管，抑制过度投机。涤纶短纤与棉花价格存在一定的联动性，棉花价格的回落可能会使涤纶短纤价格承压，至少会影响市场的预期。

图表 1：全球（左图）及中国（右图）棉花产量、消费量和库存消费比



资料来源：USDOA，中金公司研究部

图表 2：中国棉花期货/现货价格对比（左图）；中国棉花 2010/11 年仍将存在约 326 万吨供需缺口（右图）



资料来源：Wind，第一纺织网，USDOA，中金公司研究部

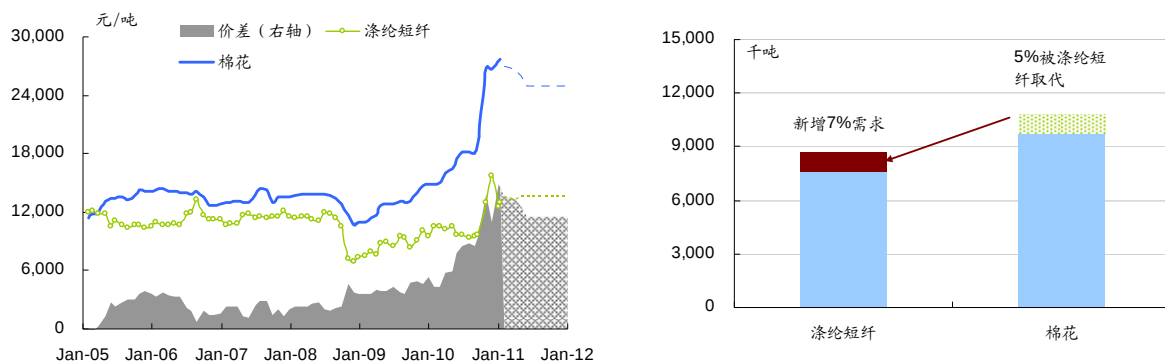
棉花定位高端纺织品，与涤纶短纤联动性减弱

纺织行业中，棉花、涤纶短纤、粘胶短纤的使用比例平均为 50: 35: 10。这一比例会随着这三种原材料价格以及下游纺织产品进行调整，其价格波动也呈现一致性。针对棉花价格暴涨，下游纺织企业加大了涤短等用量，使得涤纶短纤的价格波动巨大。

考虑到未来 3-5 年内 50% 的棉花比例是中值，2010/2011 年度中国棉花需求量在 1080 万吨，涤纶短纤需求量在 764 万吨，我们假设有 5% 的棉花需求被涤纶短纤替代，也就是增加了 54 万吨涤纶短纤需求，占目前涤纶需求量的 7.1%，替代效应带来的涤纶新增需求并不明显。

同时随着消费的升级，棉花将定位高端纺织品，应用在高档面料上。而在高档面料上采用的涤纶并不多。未来棉花和涤短的联动性可能减弱，我们认为消费结构的变化会降低两者关联性，两者价差将脱离原来 3000~4000 元区间，上移到 10000 元以上，棉花与涤纶短纤的高价差将长期存在。

图表 3：涤纶棉花价差将保持高位（左图）；涤纶短纤将部分替代棉花（右图）



资料来源：Wind，CEIC，中金公司研究部

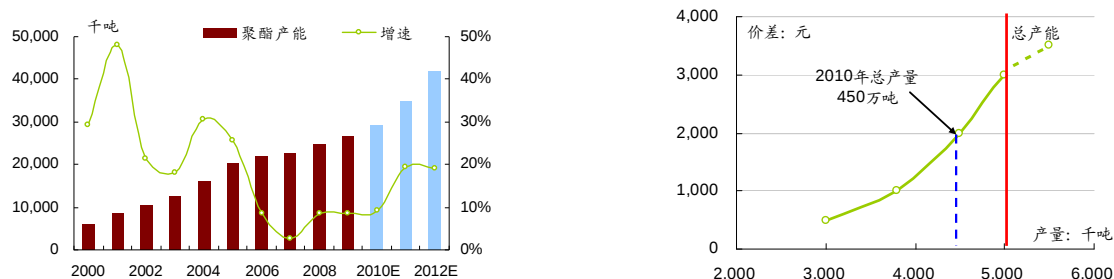
涤纶短纤行业属性决定涤纶短价格不会维持暴利

聚酯涤纶的大规模扩建动力在于涤纶长丝和短纤的良好盈利能力。下游的 PET 聚酯 70% 左右是纤维级切片，需要配套长丝或者短丝设备。随着宏观经济复苏以及地方政府鼓励固定资产投资，聚酯厂家上新线动力强。单一卖聚酯切片利润非常低，吨毛利在 200 元，因此新线大部分配套长、短丝设备。

配套涤纶长丝会有设备门槛，而涤纶短纤门槛相对低。涤纶长丝历史看来，盈利稳定，原因在于长丝的设备 70% 依赖进口，主要厂商是德国巴马格和日本 TMT。07 年时由于涤纶行业景气高涨，两家公司扩建产能，而 08 年金融危机导致很多设备订单取消，使得公司生产经营受到严重的影响。公司后续的产能扩建计划更加谨慎，目前看，两家设备商供应能力一直不变，2010、2011 年间纺丝设备供应能力各在 250-300 万吨之间，产能基本会被需求所消化，新增订单已排到 2013 年。可以说是设备的供应瓶颈造成了长丝这 2 年景气度较高。

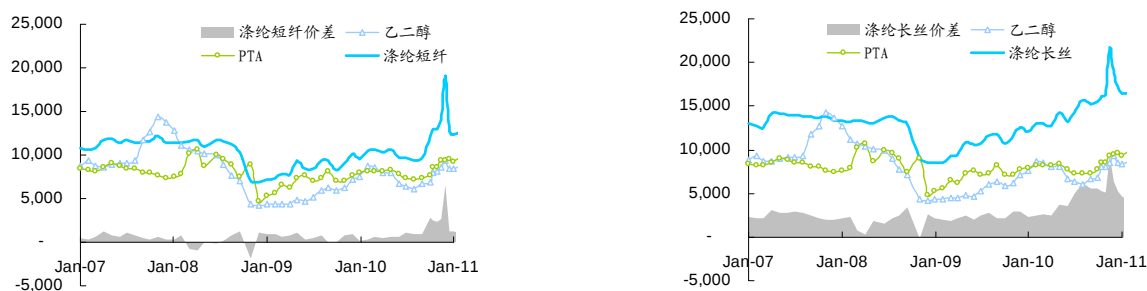
而涤纶短纤主要设备并不依赖进口，国内产品可以满足要求，涤纶短纤门槛低。目前看盈利尚可。但是如果涤纶行业持续景气，将可能导致原有的闲置或新进产能释放。

图表 4：聚酯产能扩张加快（左图）；涤纶价差扩大或吸引闲置及新增产能进入（右图）



资料来源：中纤网，中金公司研究部

图表 5：涤纶短纤（左图）和涤纶长丝（右图）价差走势



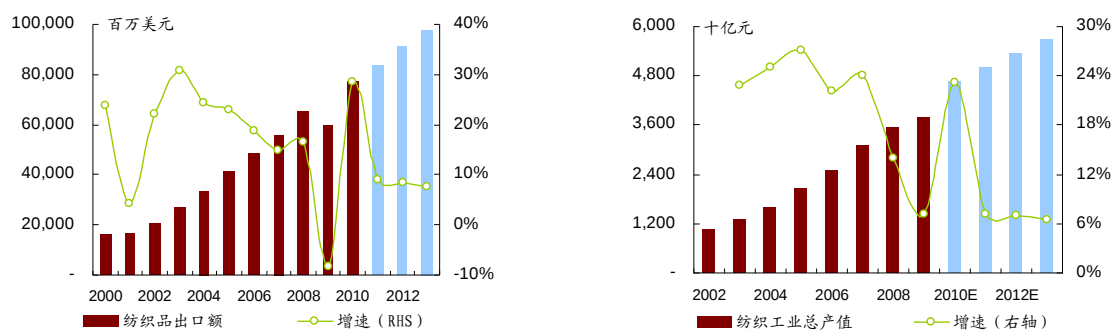
资料来源：Wind，隆众石化网，中纤网，中金公司研究部

涤纶短纤价格未来暴涨可能性较低。涤纶短行业在连续 6 年亏损后，今年迎来一波大牛市。我们认为主要原因在于棉花价格暴涨，尽管涤纶替代作用并不明显（需求拉动不到 7%），但是关键在于心理预期，棉花暴涨那么涤纶也应该涨。如果未来涤纶继续暴涨，最主要的前提是棉花要在目前 28000 元/吨的高位以上继续暴涨，这样才能强力推升涤纶短纤的价格，我们认为这是小概率事件。

下游纺织行业出口增速放缓。本轮涤纶价格的暴涨与下游纺织行业的高增速有关。2010 年全球经济的好转给中国纺织服装行业复苏带来强大利好支撑，1~12 月纺织品出口同比增速在 28%。目前我国纺织行业的利润增速水平仍处于相对的历史高位，一方面是受企业利润恢复性增长的推动，另一方面也继续受到了 09 年低基数效应的影响。

我们认为未来由于外需趋稳、人民币不断升值、及原材料成本涨价影响，纺织行业出口增速将放缓，进而使上游涤纶短纤的价格承压。

图表 6：纺织品出口走势（左图）；纺织工业总产值走势（右图）

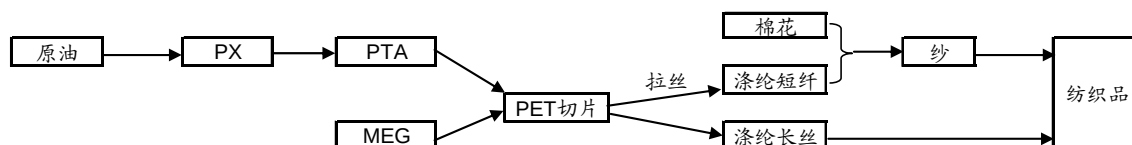


资料来源：Wind，CEIC，中金公司研究部

结论

我们认为目前涤纶短纤的价格在成本支撑和需求旺盛的影响下趋势性上涨，但未来涤纶短纤价格可能不会出现 2010 年暴涨暴跌的现象，其与棉花价格联动性将减弱，价格波动因素受自身基本面影响度增加，价格中值可能在 15000 元/吨的相对高位。

图表 7：涤纶产业链



资料来源：中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED