

成本下游双驱动 关注一体化涤纶企业

下游纺织工业需求增长是涤纶行业发展的主要动力

目前，涤纶作为最大的纺织纤维品种，已经超过了棉、毛、丝、麻等天然纤维和其它化纤的总和。因此，纺织工业的需求增长是涤纶工业发展的主要动力。

从国内需求看，国民经济的持续快速增长将促进衣着类纤维消费、家用纺织品和产业用纺织品的快速发展。从出口需求看，纺织工业作为我国传统优势产业之一，国际竞争优势明显，是我国出口创汇的主要产业之一，全球经济的复苏将为纺织工业发展提供较大空间。

棉价大涨是目前涤纶产品量价齐升的重要因素

2010年，棉花价格由年初的14000元/吨左右，上涨至年底的25000元/吨，涨幅超过75%。进入2011年以来，全国棉价继续上涨，部分地区棉花价格再次突破3万元/吨大关。

在纺织行业整体增长以及棉花供需失衡的双重作用下，化纤产品在纺织行业中的比例不断增大，而涤纶由于具有与棉花相似的性质，对棉花的替代作用最为明显。在棉花价格高企的时候，下游织造企业必然会提高涤纶部分的比例以控制生产成本。

成本上涨为涤纶价格提供支撑

聚酯涤纶行业的主要原材料是PTA和MEG，最上游原料主要是石油以及天然气。在PET及聚酯涤纶业务成本构成中，PTA、MEG分别占62%、22%的比例。因此，上游原料PTA、MEG价格的波动可迅速传导至聚酯涤纶产品，造成聚酯涤纶产品价格的波动，进而影响相关企业的利润空间。

关注一体化涤纶企业

目前PTA价格的大幅上涨对涤纶生产企业产生较大的成本压力，因此我们更看好具有PTA产能的涤纶生产企业，这类企业在享受涤纶行业景气度上升的同时，可以较好的避免PTA价格波动带来的成本压力，在同类企业中更具有竞争优势。建议关注荣盛石化(002493)、S仪化(600871)以及华西村(000936)。

风险提示

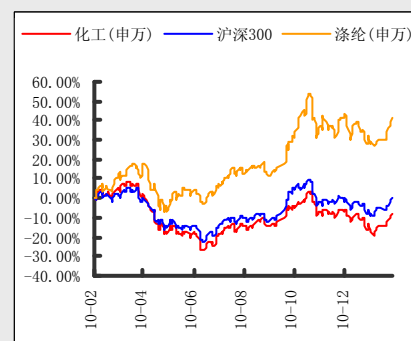
上游原材料价格大幅波动的风险；下游需求低于预期的风险；人民币升值影响我国纺织品出口的风险。

涤纶行业（申万 III）

投资评级：推荐（首次）

市场表现

截至 2011.2.16



市场数据

截至 2011.2.16

成份股个数	12
总股本（亿股）	80.43
流通 A 股总股本（亿股）	32.66
总市值（亿元）	910.40
流通 A 股市值（亿元）	337.67
PE (TTM, 整体法)	66.78
PB(整体法, 剔除负值)	5.89

分析师：王泽军

执业证书号：S1490209080023

联系人：王贝贝

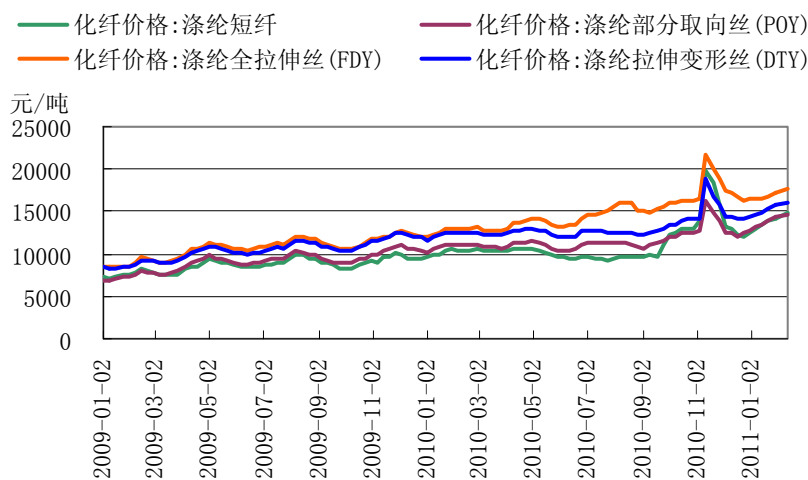
执业证书号：S1490110040005

电话：010-58568078

邮箱：wangbeibei@hrsec.com.cn

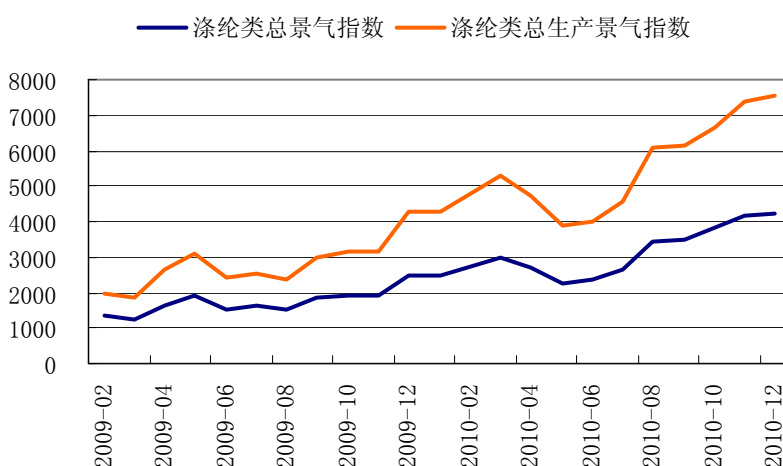
随着棉花价格屡创新高，作为纺织行业中的重要品种以及棉花的重要替代品，涤纶化纤的需求逐步提升，价格也不断上涨。根据 Wind 资讯提供的数据，截至上周五，涤纶短纤价格上涨至 14900 元/吨，较今年年初涨幅达 14.2%，其他涤纶产品包括涤纶部分取向丝(POY)、涤纶全拉伸丝(FDY)以及涤纶拉伸变形丝(DTY)今年的价格上涨幅度也都在 7~10%。面对强劲的价格涨势，涤纶行业也再次成为市场关注的热点。目前涤纶行业处于景气度上升过程中，生产企业盈利能力快速提升。而在众多涤纶相关上市公司中，我们最看好具有上游原料 PTA 生产能力的一体化涤纶生产企业。

图表 1：国内市场涤纶产品价格走势



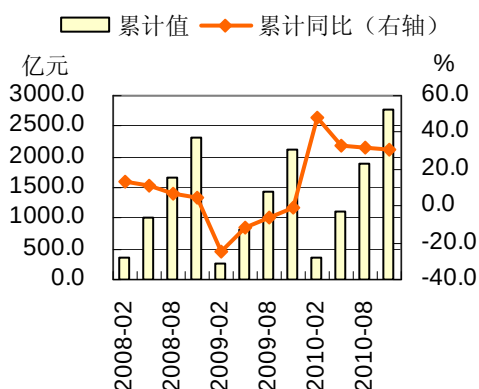
数据来源：Wind 资讯、华融证券

图表 2：涤纶类总景气指数走势（柯桥纺织）



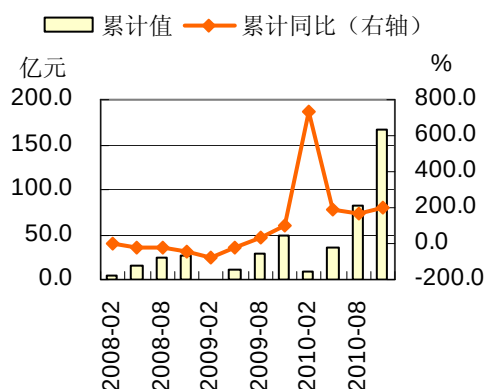
数据来源：Wind 资讯、华融证券

图表 3：涤纶纤维制造业主营业务收入统计



数据来源：Wind 资讯、国家统计局、华融证券

图表 4：涤纶纤维制造业利润总额统计



数据来源：Wind 资讯、国家统计局、华融证券

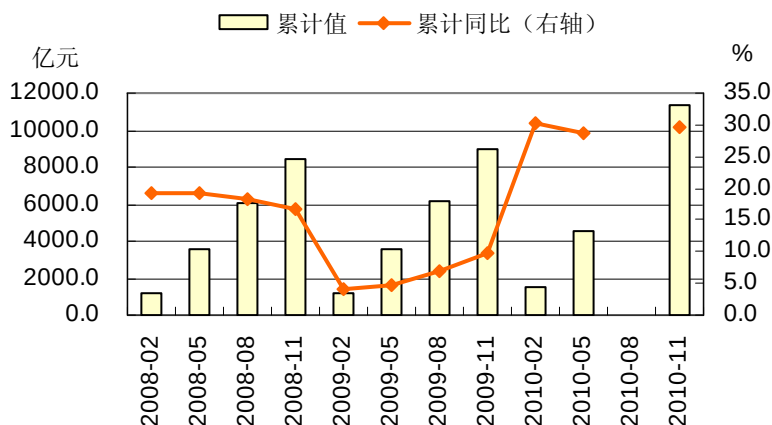
一、下游纺织工业需求增长是涤纶行业发展的主要动力

涤纶是合成纤维中的一个重要品种，是我国聚酯纤维的商品名称。涤纶具有一系列优良性能，如断裂强度和弹性模量高，回弹性适中，热定型优异，耐热、耐光、耐腐蚀性较好，织物具有洗可穿性等。由于涤纶拥有众多优异的性能，因此具有广泛的服用和产业用途。涤纶的大类品种包括涤纶短纤、拉伸丝、变形丝、装饰用长丝、工业用长丝以及各种差别化纤维等。

2003 年，在全球纤维消费结构中，涤纶比重达 38.3%，首次超越棉花成为第一大纤维品种。目前，涤纶作为最大的纺织纤维品种，已经超过了棉、毛、丝、麻等天然纤维和其它化纤的总和。因此，纺织工业的需求增长是涤纶工业发展的主要动力。

从国内需求看，国民经济的持续快速增长将促进衣着类纤维消费、家用纺织品和产业用纺织品的快速发展。

图表 5：近年我国棉、化纤纺织加工工业销售产值统计

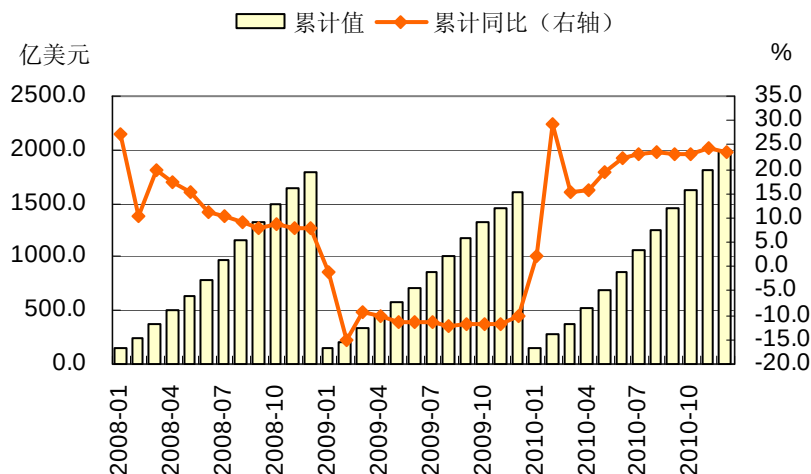


数据来源：Wind 资讯、国家统计局、华融证券

从出口需求看，纺织工业作为我国传统优势产业之一，国际竞争优势明显，是我国出口创汇的主要产业之一，全球经济的复苏将为纺织工业发展提供较大空间。随着对世界先进生产和管理技术的不断引进和消化吸收，我国涤纶产品在技术、品质方面已处于国际领先水平，同时具有较大的成本优势，具备进军国际市场的竞争优势。

国家海关总署发布的最新数据表明，2010 年，我国纺织原料及纺织制品出口金额达到 1995.54 亿美元，同比增长 23.6%。全球经济的持续好转直接推动了我国纺织服装行业的复苏，也为我国涤纶行业的发展提供的强大的动力。

图表 6：近年我国纺织原料及纺织制品出口金额统计

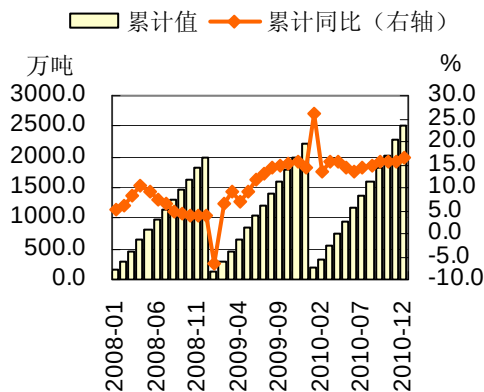


数据来源：Wind 资讯、海关总署、华融证券

另外，涤纶独特的性能为其在更广阔的领域应用提供了可能。随着涤纶行业的科技创新和产品开发，在传统涤纶市场继续保持稳定增长的同时，涤纶纤维的新产品、新工艺、新技术不断涌现，差别化、功能化涤纶产品陆续进入市场，下游应用领域不断扩大，已经成为涤纶市场快速增长的又一重要动力。

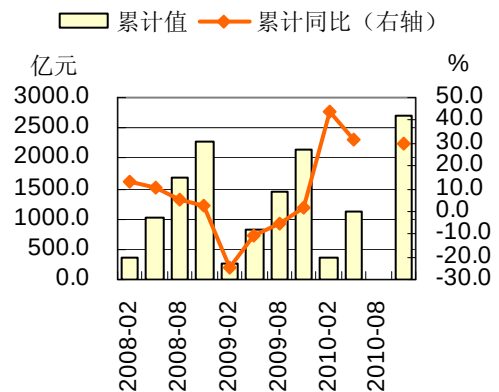
2001 年以来，我国涤纶行业在品种、技术和数量等方面全面发展，涤纶产能从 2001 年的 632.5 万吨/年增加到 2010 年的 2,513.3 万吨/年，年均复合增长率达到 16.57%。

图表 7：近年我国涤纶纤维产量统计



数据来源：Wind 资讯、国家统计局、华融证券

图表 8：近年我国涤纶纤维制造业销售产值统计



数据来源：Wind 资讯、国家统计局、华融证券

二、棉价大涨是目前涤纶产品量价齐升的重要因素

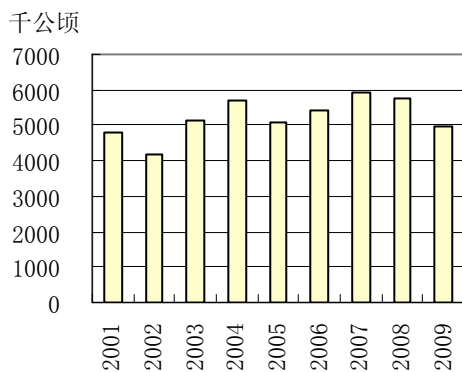
棉花市场供需失衡导致棉花价格上涨

2010 年，棉花价格由年初的 14000 元/吨左右，上涨至年底的 25000 元/吨，涨幅超过 75%。进入 2011 年以来，全国棉价继续上涨，部分地区棉花价格再次突破 3 万元/吨大关。目前棉花市场供需的失衡是导致本轮棉花价格上涨的主要因素。

在全球经济复苏的带动下，我国纺织工业快速恢复。2010 年全年，我国共生产棉布 383.5 亿米，较 2009 年增长 22.25%；生产棉混纺布 101.3 亿米，较 2009 年增长 16.73%。我国是全球棉花生产及需求第一大国，为了满足日益增长的下游需求，近年来我国棉花进口量不断增长。国家海关总署公布的最新数据显示，2010 年，我国共进口棉花 106.2 亿美元，较 2009 年同比大幅增长 71.8%。特别是 2010 年 12 月我国棉花进口 18.3 亿美元，同比增长 123.7%，环比增长 128.5%，创下历史新高。

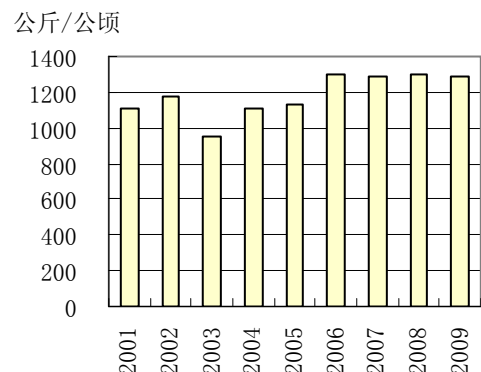
由于耕地面积有限，为保障粮食供应稳定，2007 年以来，我国棉花播种面积呈逐年下降的趋势。2010 年我国棉花种植面积与 2009 年基本持平。而目前棉花单位面积产量不易提高，再加上去年我国气候因素导致的棉花减产，2010 年我国棉花供给缺口进一步加大。据中国农业科学院棉花研究所日前发布的报告称，我国 2010 年度棉花产量较 2009 年度下降 14.6%。

图表 9：我国棉花播种面积统计



数据来源：Wind 资讯、国家统计局、华融证券

图表 10：我国棉花单位面积产量统计



数据来源：Wind 资讯、国家统计局、华融证券

受棉花价格高涨的刺激，今年全球棉花种植面积有望增加。中国棉花协会也公布了 2011 年植棉意向，预计 2011 年我国植棉面积将达到 8455 万亩，比 2010 年增长 9.8%。尽管如此，考虑到棉花的播种期一般在 3 到 5 月份，收获期在 8 到 11 月份，因此在 2011 年棉花收获之前，棉花供需失衡的局面都将维持，棉花价格也将获得有力的支撑。

涤纶对于棉花的替代作用明显

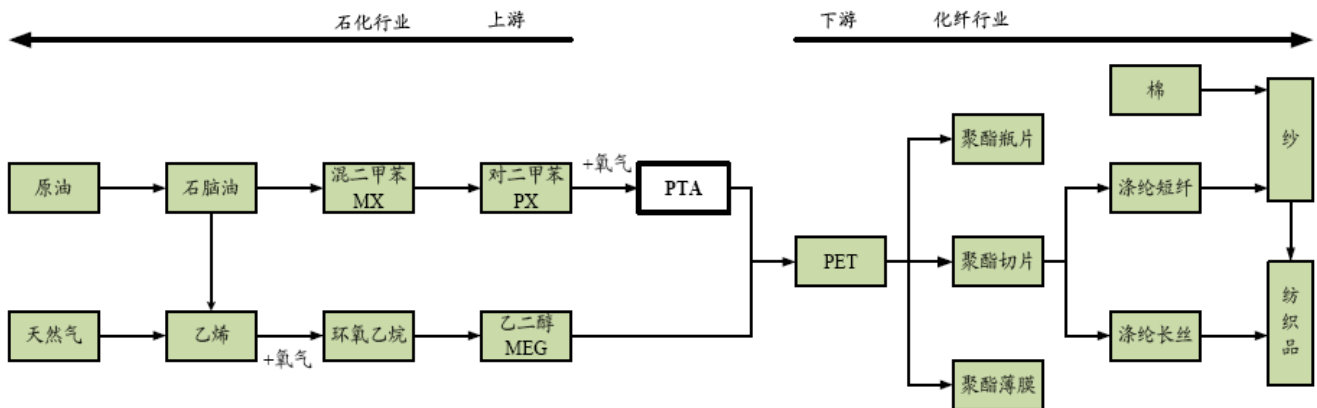
在纺织行业整体增长以及棉花供需失衡的双重作用下，化纤产品在纺织行业中的比例不断增大，而涤纶由于具有与棉花相似的性质，对棉花的替代作用最为明显。涤纶包括两种产品，一是长丝，常作为加弹丝制作各种纺织品；二是短纤，可与棉、毛、麻等混纺。在棉花价格高企的时候，下游织造企业必然会提高涤纶部分的比例以控制生产成本。

虽然近期各类涤纶产品也在涨价，但涨幅价格上涨幅度依然不及棉花，国内市场棉花和涤纶短纤单位价差因此不断扩大，目前已增至 15000 元/吨左右，涤纶产品对于棉花的替代价值越发显著。基于之前的分析，我们认为今年棉花供应依然偏紧，棉花价格回落的空间有限，棉花和涤纶产品的价差仍将维持在较高水平。因此，我们认为涤纶短纤以及涤纶长丝价格将维持上涨的态势，需求量也将继续提高。

三、成本上涨为涤纶价格提供支撑

涤纶的工业生产通常是以精对苯二甲酸（PTA）和乙二醇（MEG）为原料，经酯化或酯交换和缩聚反应制得聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET），再经纺丝和后处理制成的涤纶纤维，进而可以加工成纱或其他纺织品。

图表 11：涤纶产业链示意图

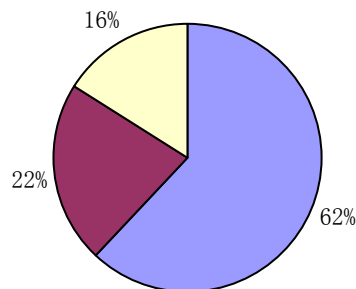


数据来源：荣盛石化招股说明书、华融证券

聚酯涤纶行业的主要原材料是 PTA 和 MEG，最上游原料主要是石油以及天然气。工业上生产 1 吨的 PET 约需要 0.86 吨的 PTA 和 0.34 吨的 MEG。以荣盛石化为例，根据公司披露的信息显示，在 PET 及聚酯涤纶业务成本构成中，PTA、MEG 分别占 62%、22% 的比例。因此，上游原料 PTA、MEG 价格的波动可迅速传导至聚酯涤纶产品，造成聚酯涤纶产品价格的波动，进而影响相关企业的利润空间。

图表 12：荣盛石化 PET 及聚酯涤纶业务成本构成

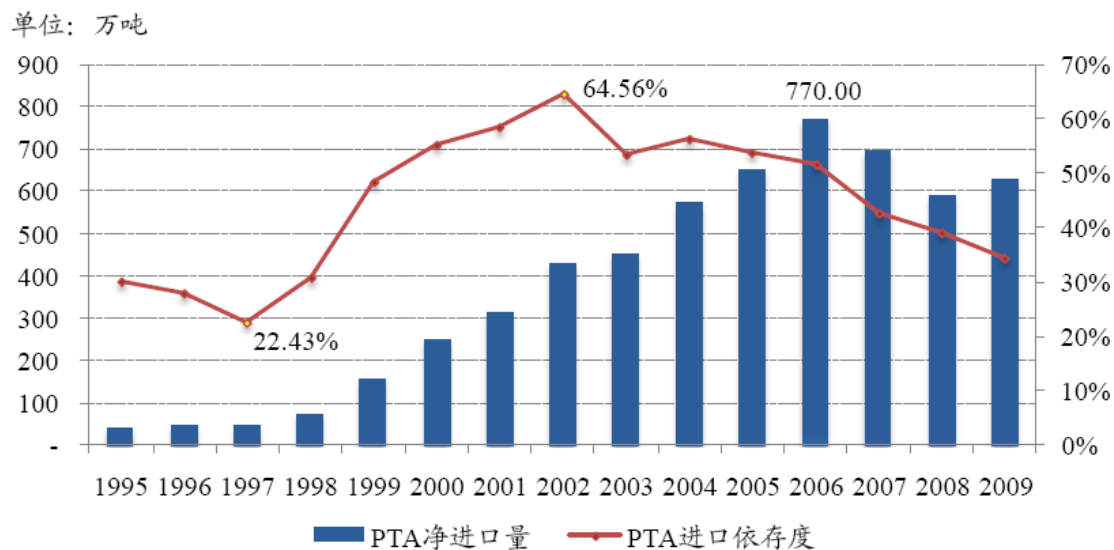
■ PTA ■ MEG ■ 人工、水电及其他费用



数据来源：荣盛石化招股说明书、华融证券

目前，PTA 的应用比较集中，世界上 90% 以上的 PTA 用于生产 PET。由于我国聚酯产业链发展不平衡，原料发展滞后，2009 年，我国聚酯产业主要原料 PX、PTA、MEG 进口依存度分别约为 45.0%、34.3% 和 77.2%。在国际石油价格频繁大幅波动的形势下，过高的进口依存度加剧了原材料价格波动风险，同时也会引起下游产品的价格波动，进而影响行业内企业盈利能力的稳定性。

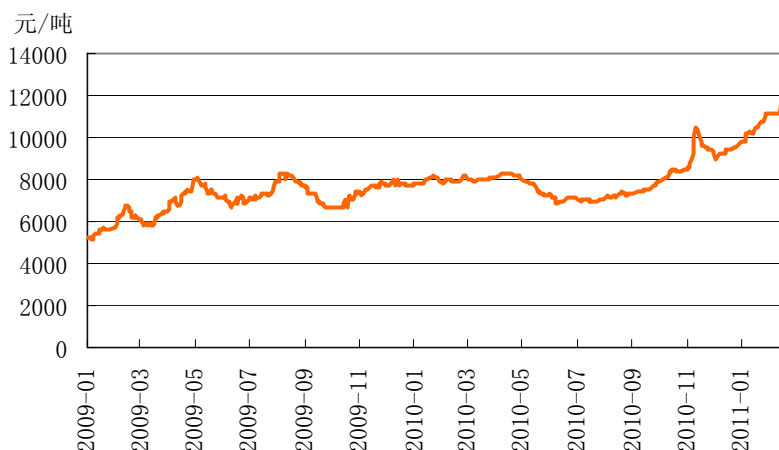
图表 13：我国 PTA 净进口量及进口依存度变化情况



数据来源：荣盛石化招股说明书、华融证券

我国聚酯涤纶行业从 2009 年开始进入景气上行阶段，到 2010 年聚酯涤纶行业更是出现了产销两旺的态势，特别是 2010 年下半年，涤纶产品价格出现一轮飙升。在行业景气度快速提升的带动下，2010 年国内新增了聚酯产能约 260 万吨，按照生产 1 吨聚酯需要 0.86 吨 PTA 计算，新增 260 万吨聚酯产能约需 224 万吨 PTA 产能，而同期国内 PTA 产能新增约 120 万吨，国内 PTA 供需再度紧张。根据中国化纤工业协会涤纶长丝专业委员会的统计资料显示，2010 年前三季度，我国涤纶原料进口数量同比增加。其中，PTA 进口 508.1 万吨，同比增加 9.43%，MEG 进口 509.16 万吨，同比增加 16.34%。由于国际原油价格同比大幅上涨，去年化纤原料进口价格也大幅提高。国内市场 PTA 价格也在去年 11 月 10 日创下近 4 年来的高点，达到 10500 元/吨。在经过小幅调整后，近来国内市场 PTA 价格又创新高。目前国内市场 PTA 价格已达到 11800 元/吨，较今年年初已上涨近 20%。

图表 14：近年国内 PTA 价格走势（长三角地区）



数据来源：化工在线、华融证券

据统计，2011 年我国将有约 400 万吨新增聚酯产能，聚酯总产能将达到 3340 万吨，国内 PTA 将新增 350 万吨产能，总产能将达到 1827 万吨。特别是 2011 年上半年国内聚酯新增产能较多，而 PTA 新增产能较少，直接导致 2011 年上半年 PTA 供应趋紧。PTA 供需偏紧的局面将对 PTA 价格形成有力的支撑，PTA 价格或将继续维持高位。

进入 2011 年下半年后，PTA 新增产能将陆续释放，供应不足的局面将得到缓解。另外，根据已公布的资料统计，2012-2014 年，国内将新增约 800 万吨 PTA 产能，2012 年以后，国内 PTA 供应紧张的局面将得到明显改善。

图表 15：国内聚酯、PTA 产能统计（单位：万吨）

	2009	2010	2011
国内聚酯产能	2680	2940	3340
其中：新增产能	-	260	400
国内 PTA 产能	1357	1477	1827
其中：新增产能	-	120	350

数据来源：荣盛石化招股说明书、化工在线周刊、华融证券

聚酯涤纶行业的另外一种主要原材料是 MEG，在 PET 及聚酯涤纶业务成本构成中，MEG 约占 22% 的比例。我国 MEG 消费量占亚洲 MEG 消费量的 50%，世界 MEG 消费量的 30% 以上。我国的 MEG 消费中大约 95% 用于生产聚酯。截至 2009 年末，我国 MEG 产能达到 249.70 万吨/年。但由于我国聚酯产能庞大，我国 MEG 大部分仍来自于进口，近几年国内 MEG 进口依存度一直在 70% 以上。国内 MEG 产能不足在一定程度上影响了聚酯行业的稳定发展。

四、关注一体化涤纶企业

近年来，我国聚酯涤纶产能逐渐向大企业集中，行业集中度不断提高。前十大聚酯企业的平均产能规模从 2000 年的 26.20 万吨/年提高到 2009 年的 98 万吨/年。截至 2009 年末，年产 40 万吨以上企业 25 家，合计产能 1,600 万吨/年，占总产能的 59.7%，平均产能 64 万吨/年；年产 10 万吨以上企业 80 家，合计产能 2,500 万吨/年，占总产能的 90% 以上，平均产能 31 万吨/年。

目前我国聚酯涤纶行业竞争激烈，今后仅依靠规模将难以使企业获得持续竞争优势。从竞争重点看，聚酯涤纶行业已由规模竞争向产品、技术和品牌竞争转变。同时，聚酯涤纶行业受原材料 PTA 和 MEG 供应的影响较大。由于近几年国际原油价格大幅波动，PTA 和 MEG 的价格也随之剧烈震荡。聚酯涤纶行业的优势企业为了规避原材料价格波动风险以及保持原材料的稳定供应，纷纷向上游产业链延伸，或者与供应商签订长期采购合同。

目前 PTA 价格的大幅上涨对涤纶生产企业产生较大的成本压力，因此我们更

看好具有 PTA 产能的涤纶生产企业，这类企业在享受涤纶行业景气度上升的同时，可以较好的避免 PTA 价格波动带来的成本压力，在同类企业中更具有竞争优势。

建议关注荣盛石化（002493）、S 仪化（600871）以及华西村（000936）。

五、风险提示：

上游原材料价格大幅波动的风险；

下游需求低于预期的风险；

人民币升值影响我国纺织品出口的风险。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn