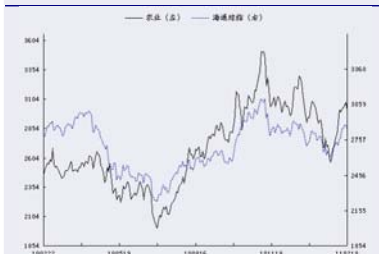


增持 首次

棉花行业

2011 年 3 月 7 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

农林牧渔行业首席分析师

丁 频

SAC 执业证书编号：S0850203100085

电话：(021) 23219405

Email: dingpin@htsec.com

联系人

夏 木

电话：(021) 23219748

Email: xiam@htsec.com

浮云遮望棉里藏“针”，长宜放眼棉里藏“珍”

● **全球植棉意向增强，供需矛盾舒缓但仍然偏紧。**全球棉花种植面积自 04/05 年度以来，已连续 5 年下降，同期产量也一路下滑。主要原因在于，与其他农作物相比，种植棉花的成本较高，相对收益较小且波动大，农民种植的积极性较低。与此同时，棉花的消费量却稳步上扬，供需缺口加大，导致棉花价格快速攀升。10/11 年度，受益于 2010 年棉价的上涨，全球植棉面积有所扩张，产量也出现回升，但随着印度、巴西等新兴经济体对棉花消费量的持续刚性，以及中国下游纺织服装行业的景气行情，棉花的需求量也将继续保持高位，供需矛盾有所缓解，但缺口依然存在。

● **国内需求持续旺盛，供给不确定性加大。**随着全球经济的复苏，国内纺织服装行业在 2010 年全面回暖。相对刚性的下游纱、布生产需求、城镇居民收入水平提升所带来的品牌服装消费升级、以及农村服装市场的广阔前景，将确保棉花需求的持续旺盛。供给方面，各大机构对于 2011 年全国植棉面积扩张幅度的预测集中在 6% 至 8% 之间。但近年来恶劣多变的气候条件导致我国棉花亩产量连年下降，2011 年上半年强劲的“拉尼娜”现象和吐絮期可能存在的极端天气，将对棉花产量产生重大影响。同时，随着国储棉库存减少所导致的供给调控力下降，以及印棉出口限制政策的反复，棉花供给面临较大不确定性。

● **内受成本推动，外有进口支撑，“双轮驱动”下棉价面临高位震荡。**我国棉花种植的机械化程度较小麦、水稻明显偏低，活劳动成本较高，加之持续上涨的种子和地膜等物化费用，种植总成本的上升将支撑棉花价格上行。USDA 最新预测 10/11 年度我国需进口棉花约 330 万吨，受制于印棉出口限制政策，以及目前已经高水位的美棉签约率，未来棉花进口成本依然较高。从籽棉收购成本的角度来推算，我们认为 2011 年棉价将以 25700 元/吨为底部下限，全年高位宽幅震荡。近期因棉农惜售、棉商囤积等因素，棉价攀升较快，三、四月份随着南美地区新棉的上市，预计将对棉价上涨形成一定压力，届时短期内或将适度调整，但我们 2011 年中长期坚持看多。

● **棉纤互补？——“此起”未必“彼伏”。**2010 年下半年棉价上涨，带动涤纶短纤等主要替代品的价格一路走高。然而我们认为，涤纶短纤的替代性，并不能够对棉花的需求产生决定性的影响：第一，从长期来看，与棉花走势相关性最高的是长丝，并非短纤，而长丝的大规模产能扩张对于成本和技术投入要求较高，短期内产量提升受到限制；第二，随着我国居民收入水平的提升，对于服装、家纺等产品品质的要求不断提升，在此轮升级性质的需求驱动下，企业订单对于部分优质原料的要求逐渐刚性，通常而言，涤纶短纤的品质和舒适感都低于棉花，替代效果将受到压制。

● **行业“增持”评级。**目前国内 A 股市场棉花行业标的公司很少，有新赛股份、敦煌种业和新农开发，新农开发因未来或将转型为资源矿产股，我们未予讨论。

代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2010E	2011E	2012E	上期	本期
600540	新赛股份	0.08	0.20	0.25	-	中性
600354	敦煌种业	0.37	0.95	1.22	-	增持

目 录

主要观点	5
行业篇	6
1. 价格走势综述——深藏而若虚，厚积而“喷”发	6
2. 需求——高位持续，刚性依旧	9
2.1 纱、布、纺织品——产能扩张引发需求持续刚性	9
2.2 服装鞋帽——增长点：旧的未去，新的踏来	11
2.3 出口贸易——是日落后的沉寂，还是黎明前的黯淡	14
3. 供给——马力增长，不确定性增加	15
3.1 播种面积——“蛛网效应”导致植棉意向增强	15
3.2 新疆棉——面临替代竞争，力求“域”稳“质”升	17
3.3 天气——最大的不确定性之源	19
3.4 外棉进口——增速下降，瓶颈依旧	20
3.5 国储棉——储量日渐不足，调控能力有限	23
4. 成本——支撑价格的坚固防线	24
4.1 活劳动成本——“刘易斯拐点”作用下的高成本时代	25
4.2 物化成本——不可忽视的推动因素	26
4.3 籽棉收购价——成本筑底，确保高位	26
5. 棉纤互补？——“此起彼伏”未必“彼伏”	28
5.1 中游——“长”“短”替代皆有局限	28
5.2 下游——纵然是齐眉举案，到底意难平	29
6. 主要不确定性	29
公司篇	30
7. 新赛股份(600540)	30
8. 敦煌种业(600354)	31

图目录

图 1 我国棉花与小麦、玉米历史价格走势对比	6
图 2 我国棉花与白糖历史价格走势对比	6
图 3 Cotlook A指数与NYMEX美棉期货走势	7
图 4 国内棉花供需缺口与价格走势	7
图 5 全球棉花历年产量、需求量与种植面积	8
图 6 国内棉花库存消费比与价格走势	8
图 7 全国棉花供需对比(万吨)	9
图 8 我国纱、布产量与增速	10
图 9 我国纺织业营收与利润	10
图 10 全国棉花消费量与纺织业产量、固定资产投资额增长对比(%)	11
图 11 我国服装产量与增速	11
图 12 我国服装行业营收与利润	11
图 13 我国服装零售与消费品零售对比	12
图 14 服装行业固定资产投资增速、服装产量增速和棉花消费量对比	12
图 15 全球主要国家人均可支配收入增速	13
图 16 国内衣着类CPI与CPI, 消费品CPI对比	13
图 17 农村与城镇人均衣着支出对比	14
图 18 农村与城市居民衣着CPI增速	14
图 19 我国纺织服装出口数量与增速	14
图 20 欧、美、日消费信心指数	14
图 21 我国服装出口价格与数量指数对比图	15
图 22 全球主要产棉国种植面积变化图	16
图 23 我国近期各主产棉区种植面积变化(万亩)	17
图 24 我国新疆地区棉花种植面积与全国棉花种植面积比较	17
图 25 新疆地区各类农作物种植面积变化	18

图 26 全球厄尔尼诺指数(ONI Index).....	19
图 27 雨涝和冰雹对棉花生长的危害	20
图 28 国内棉花进口数量及增速.....	21
图 29 国内棉花进口金额及增速.....	21
图 30 M级外棉到港价(FC Index M)与国内棉花 328 级价格对比(折合滑退税后).....	21
图 31 我国棉花进口数量分国家图	22
图 32 各主要对华棉花出口国对华出口量及增速	23
图 33 我国主要农作物亩产成本及增速.....	24
图 34 我国主要农作物每亩活劳动成本(元/亩).....	25
图 35 我国主要农作物每亩物化管理成本	26
图 36 国内 328 级籽棉收购价格走势	27
图 37 2010 年至今棉花与短纤价格走势(元/吨).....	28
图 38 2010 年至今棉花与涤纶长丝价格走势(元/吨).....	28
图 39 我国涤纶长丝产能与增速.....	29
图 40 新赛股份主营收入构成	30
图 41 新赛股份主要产品毛利率(%).....	30
图 42 敦煌种业主营收入构成	32
图 43 敦煌种业主要产品毛利率(%).....	32

表目录

表 1 我国棉花供需表(万吨)	9
表 2 全球棉花供需表(万吨)	15
表 3 新疆与全国各主产棉区植棉受益与成本对比(元/亩)	18
表 4 2010 年我国三大植棉区域裂铃吐絮期(8 月)天气状况及其对棉花生长的影响	20
表 5 美国陆地棉出口状况年度对比	22
表 6 2010 年 10 月国储棉投放成交统计与市场价格对比	24
表 7 2010 年我国三大植棉区域成本	25
表 8 截止 2011 年 1 月我国各棉花主产区交售进度(%)	27
表 9 2011 年皮棉市场价格、公司籽棉收购均价与公司皮棉业务EPS预测	31

主要观点

2010 年棉花价格的飞涨，供需矛盾的长期积累是主因，极端天气导致的全球范围减产是直接导火索，而宽裕的流动性和对通货膨胀的较强预期，也为价格上涨创造了良好的外部环境。2011 年，从籽棉收购成本出发，棉花价值中枢大幅提升，全年维持在以 25700 元/吨为底部的上方高位宽幅震荡的可能性较大(2010 年全年均价 19465 元/吨)；未来短期南美棉的上市或将对棉价的持续上涨形成一定压制，但我们 2011 年整体坚持看多，给予行业“增持”评级。

预计 2010 年度我国棉花需求量大约在 1075 万吨上下，继续维持高位。理由如下：

- 1) 2010 年我国纺织业产量增速较快，固定资产投资增速较快，后期面临产能扩张。
- 2) 城镇居民消费模式更新、农村居民可支配收入提升，衣着消费前景广阔。
- 3) 纺织服装出口贸易增速预计出现回落，但内销依然强劲。

展望 2011 年度，供给层面不确定性较大：

- 1) 受 2010 年高棉价的“蛛网效应”激励，预计全国植棉面积增长 8%，产量约 685 万吨。
- 2) 政策导向较为明确，新疆棉 2011 年将保持平稳增长，不会大幅扩张植棉面积。
- 3) 棉花对恶劣天气的容忍度较低，2011 年可能出现的极端天气是最大不确定因素。
- 4) 外棉进口增速将会放缓，但印棉出口政策的限制和反复、美棉已经高企的签约率和中亚棉花的减产预期，将造成进口的成本瓶颈。
- 5) 国储棉存量较少，调控能力有限；2011 年滑准税规则并未调整，影响微弱。

我国棉花种植成本较高，2010 年度植棉总成本高达 1242.6 元/亩，人工成本占据 45%，我们预计 2011 年植棉成本仍将保持较快增长。

我们估算 2010/2011 年度籽棉收购均价至少在 5.65 元/斤以上，对应皮棉成本价格约为 25700 元/吨。我们认为 2011 年棉花价格将以此为底部，高位宽幅震荡。

我们认可涤纶短纤对于棉花一定的替代效应，但并不认为其能对棉花的需求和价格产生决定性的影响。一是相比于短纤，产能扩张受限的长丝与棉花替代效应更高；二是优质产品升级对棉花的刚性需求不减。

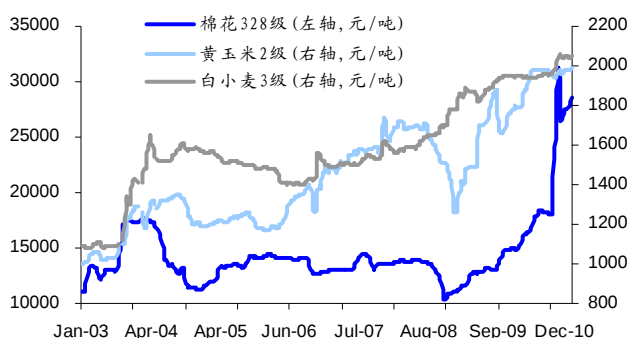
行业篇

1. 价格走势综述——深藏而若虚，厚积而“喷”发

总体而言，国内棉花价格的走势主要受到需求(下游纺织服装行业)、供给(播种面积、天气、进口和国储棉调控)和种植成本(绝对种植成本和棉粮相对种植成本)的影响。近年来，国内棉花需求一直处于上升通道(08 年金融危机除外)，需求消费量稳中有升，且较为刚性，种植成本也呈现逐年上涨的趋势。纵观近十年来棉花价格的走势，供给层面的影响相对较大，除了国内种植面积和天气条件对产量供给的直接影响之外，由于我国棉花长期存在供需缺口，需要从国外进口大量外棉，因此国际棉花市场的供需、库存状况也对国内棉价的走势有着重要影响。

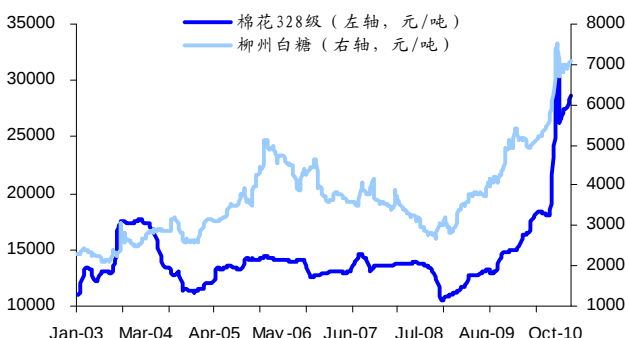
自 2003 年初至 2010 年二季度末，我国棉花价格一直处于低位震荡之中，近八年的上涨幅度不足 55%。而同一时期，我国白小麦和黄玉米的涨幅分别达到 85%和 87%，以柳州地区为代表的白糖价格上涨幅度更是高达 130%。在经历过 2003 年末至 2004 年初短暂的“小阳春”后，棉花价格彻底步入漫长的熊市，历经六年，直至 2010 年二季度末，才逐步恢复到 2004 年初的价位水平。

图 1 我国棉花与小麦、玉米历史价格走势对比



资料来源：郑州粮食批发市场，全国棉花交易市场，海通证券研究所

图 2 我国棉花与白糖历史价格走势对比

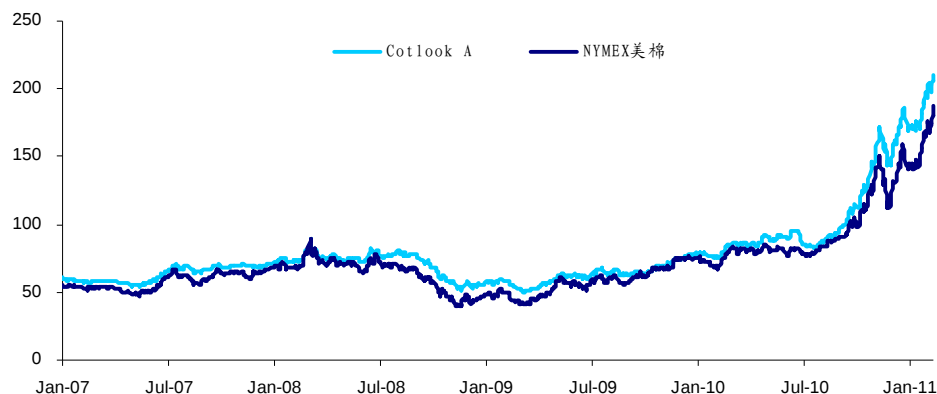


资料来源：昆明商品中心批发市场，全国棉花交易市场，海通证券研究所

但自此之后，棉价便开始步入快速上升通道，尤其是进入 2010 年后，更是如脱缰野马，一路飙升至最高点约 32000 元/吨，后在国家大力抛售国储棉和宏观调控的高强度政策打压下出现回落，但迈入 2011 年后又开始向上持续攀升。

从全球角度来看，棉花的消费需求量一直处于稳步上扬的趋势，并于 06/07 季达到 2695.4 万吨的历史最高位，尽管受 08 年金融危机影响出现阶段性回落，但 09/10 年度又迅速回升至 2577.6 万吨，供需缺口达 360 多万吨，导致棉花价格急速攀升。

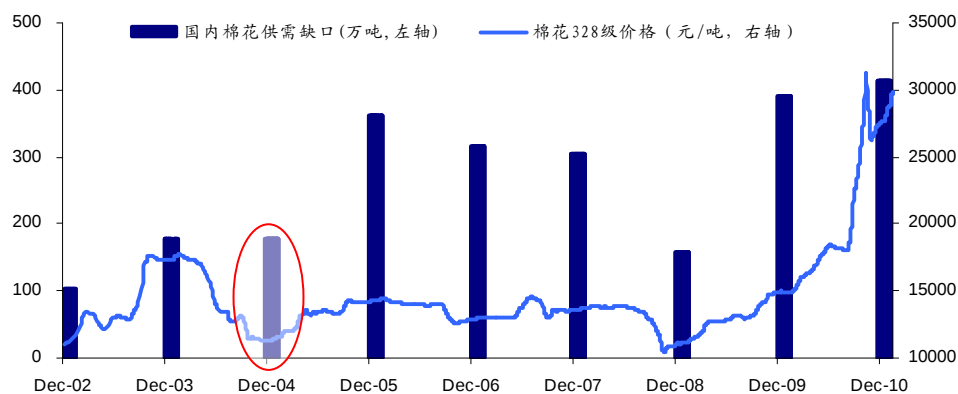
图 3 Cotlook A 指数与 NYMEX 美棉期货走势



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

回顾历史,才能展望未来。回首国内棉价近 2010 年的走势,我们认为可以大体划分为三个阶段:

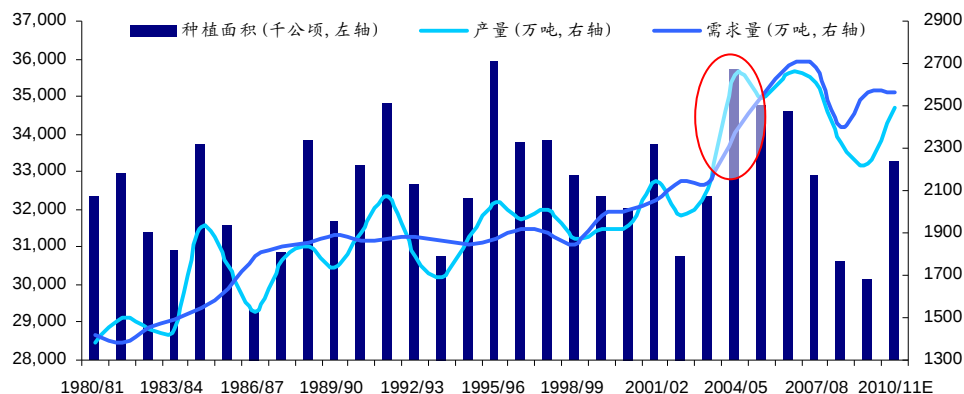
图 4 国内棉花供需缺口与价格走势



资料来源: USDA, 国家统计局, 全国棉花交易市场, 海通证券研究所

1) 2002 年末至 2004 年末。这 3 年间国内棉花供需缺口呈温和放大之势,棉价也在 03 年上半年随着缺口的扩大迅速上扬,然而进入 04 年之后,尽管供需矛盾仍旧处在此阶段的高位,棉价却出现大幅滑落(见上图 4 的红色标记处),造成这一矛盾现象的,是全球棉花市场 10 年来唯一的一次供大于求的情况。图 5 的红色标记处显示,04 年全球棉花供需出现罕见的供大于求的现象,且供需缺口达-272 万吨,全球范围内超过量的棉花供给极大的打压了国内棉价。

图5 全球棉花历年产量、需求量与种植面积

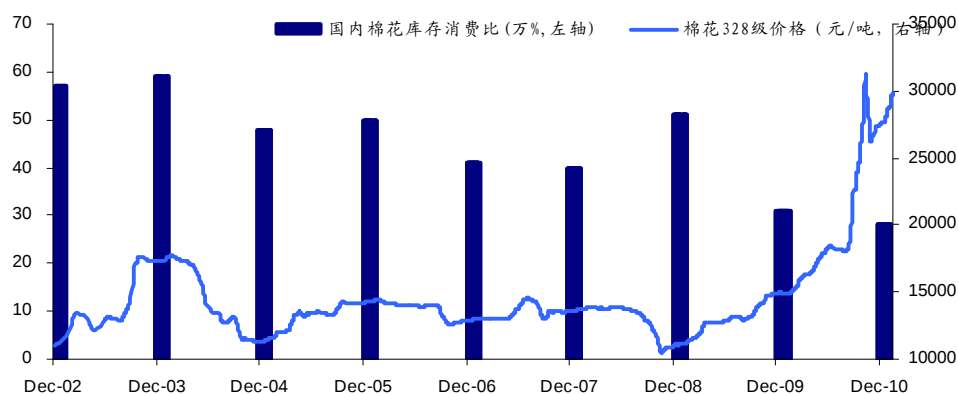


资料来源：USDA, Foreign Agricultural Service, 海通证券研究所

2) 2004 年末至 2009 年末。由于 04 年低棉价造成的“蛛网效应”，05 年国内棉花种植面积由 04 年的 5900 千公顷大幅下滑至 5350 千公顷，同期产量也随之由 660 万吨降至 618 万吨。与此同时，随着我国经济发展的加快，下游纱、布等纺织用棉消费量逐步增加，居民不断扩大的服装消费刺激棉花消费量增长，供减需增的情况下，05 年棉花供需缺口急速扩大，供需失衡的局面开始显现，此后我国棉花供需缺口一直处在 300 万吨以上的高位。这段时间以来，国内棉价从 04 年末的低点攀升之后，逐步进入横盘阶段(08 年金融危机属于特殊变量型事件，暂未纳入分析)。但看似平淡的棉花价格走势下，暗流涌动。因为一方面，较大的供需缺口依然存在；另一方面，国内和全球棉花的库存量都不断下降，库存消费比也一路下滑，棉花储备持续减少，矛盾在不断的积累之中。

3) 2009 年末至今。其实自 2009 年上半年起，在供需矛盾的持续积累和加剧下，棉价便开始温和攀升，但受到前期持续存在的、全球供需缺口小于国内供需缺口这一现象的制衡，涨幅不算太快。然后，在随着 09/10 年度全球气候异常所导致的棉花大面积减产，严重匮乏的供给点燃了供需失衡的导火索，国内压抑已久的供需矛盾彻底爆发，巨大的供需缺口带动棉价一路走高。

图6 国内棉花库存消费比与价格走势



资料来源：USDA, 全国棉花交易市场, 海通证券研究所

10/11 年度，受益于 2010 年棉价的上涨，全球植棉面积有所扩张，产量也出现回升，但随着印度、巴西等新兴经济体对棉花消费量的持续刚性，以及中国下游纺织服装行业的景气行情，棉花的需求量也将继续保持高位，供需矛盾有所缓解，但缺口依然存在。同时值得关注的是，全球棉花库存量已经从 04/05 季的 1318.72 万吨锐减至 10/11 季的

932.02 万吨，同期库存消费比也从 56%一路下滑至 31%。USDA 报告预计 10/11 年国内棉花的供需缺口依然高达 370 万吨以上，相同定案数据下，与去年同期几乎持平。我们认为，持续存在的巨大供需缺口、不断下降的库存量、依旧偏紧而且不确定的供给形势，将助推棉价在 2011 年继续维持高位震荡。

表 1 我国棉花供需表 (万吨)

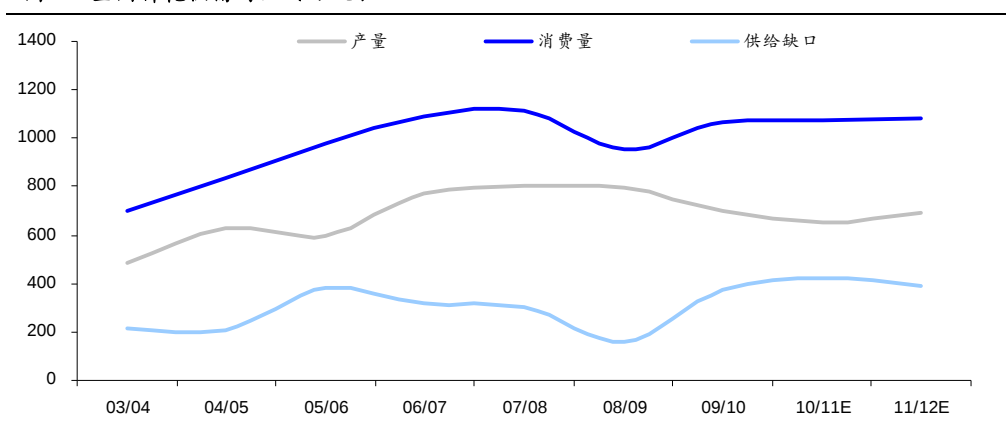
	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E
期初库存	487.2	429.8	410.3	380.4	413.3	400.3	490.7	447.2	446.4	487.0	332.0
产量	441.9	531.2	548.6	518.1	659.6	618.3	772.8	805.5	799.0	696.6	653.1
进口	5.0	9.8	68.1	192.3	139.0	419.7	230.5	251.0	152.3	237.3	326.6
国内总消费	494.7	553.0	630.2	673.8	810.9	947.0	1045.0	1055.8	908.9	1088.7	1023.2
出口	9.6	7.4	16.3	3.8	0.7	0.9	2.0	1.3	1.8	0.4	0.7
损耗	-16.9	-18.5	-20.7	-22.9	-27.2	-32.7	-43.5	-54.4	-49.0	-30.0	-30.0
期末库存	429.8	410.3	380.4	413.3	400.3	490.6	447.2	446.3	486.9	331.9	287.8
库存消费比(%)	82.0	71.0	57.0	59.0	48.0	50.0	41.0	40.0	51.0	31.0	28.0

资料来源：USDA，海通证券研究所

2. 需求——高位持续，刚性依旧

我们认为，2010 年国内喷薄而发的高棉价在 2011 将继续维持在高位，震荡前行。众多影响因素中，供需基本面关系的失衡仍将是棉价继续高企的主要原因。在我国棉花需求量中，纺织服装业用棉约占 95% 左右，其发展走势将直接决定棉花需求的增减幅度。总体上而言，2011 年纺织服装出口增速将出现回落的情况，但更重要的在“里子”部分，持续旺盛的国内消费需求才是支撑棉价的最重要动力。根据 USDA 今年 2 月份的最新报告，2010/2011 年度我国国内棉花总消费需求预计接近 1025 万吨，但我们认为这一数据偏于保守，合理的需求量将在 1070 万吨上下，继续保持高位水平。

图 7 全国棉花供需对比 (万吨)



资料来源：USDA，国家统计局，海通证券研究所

2.1 纱、布、纺织品——产能扩张引发需求持续刚性

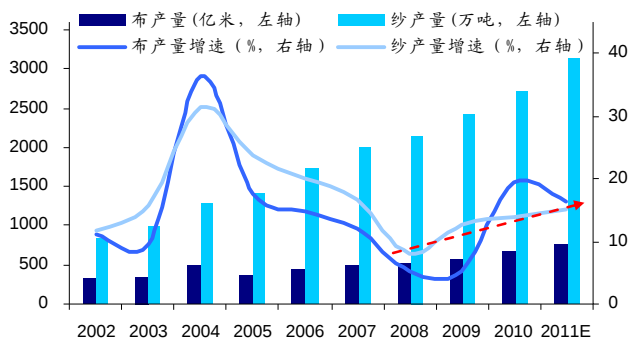
2010 年，尽管受到原材料价格暴涨、活劳动成本增加和人民币升值等诸多因素的不利影响，我国纺织业在全球经济复苏的大环境下，仍然强势走出了金融危机时陷入的泥沼。2010 年全年纱、布产量分别达到 655.47 亿米和 2716.91 万吨，同比分别上涨 19.45% 和 13.74%；1-11 月份纺织业累计实现营收 25252.23 亿元，同比增长 28.24%，累计实

现利润 1186.85 亿元，同比增长 52.65%。靓丽的数据固然有受益于 2009 年基数较低的缘故，但消费需求的增长，尤其是稳定的内需，才是拉动纱、布产能放量和利润提高的基石。

从增长幅度来看，自 2004 年起的七年来，我国纱和棉布产量的年均复合增长率分别达到了 17.8% 和 15.5%，而同一时期棉花产量的年均复合增长率仅为 3.7%，棉花种植面积扩张增速甚至出现负增长，由 2003 年底的 5110.52 千公顷滑落到 2010 年的 5066.70 千公顷。一方面，上游原材料产量增长停滞不前，另一方面，下游纱、布纺织企业的对原材料的需求量却日趋加大，上下游关系逐渐恶化。未来随着供需缺口的不断加大，继续依靠日渐羸弱的库存量和缺乏稳定性的进口量来补充生产原料的情况，必定不能持久，资源禀赋的特性使得市场必须依靠价格上涨的无形之手来调控矛盾。

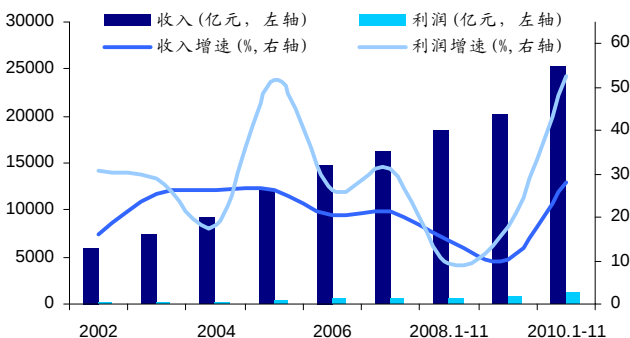
从增长趋势来看，2008 年金融危机后，我国纱、布产量的增速趋势相对平稳，其中纱产量常年保持在 12% 以上，稳中有升。一方面，从近期来看，作为国家支柱性产业，现代纺织工业在促进对外贸易、拉动国内就业率等方面有着重要的作用。跟据中国纺织工业协会的最新数据，2010 年我国纺织业总产值预计将超过 4 万亿元，占比 GDP 已超过 10%。另一方面，从长期来看，随着原材料和劳动力成本的提高，过去低附加值、纯劳动密集型的产业形式将逐步向高附加值、高技术型、甚至高品牌型的形式转变。结构调整的要求和转型升级的加快，终将有助于维持我国纺织行业健康和可持续的发展，提高整个行业的抗风险能力。因此我们认为，长远来看，这一相对稳定的增长趋势将在未来得以继续，从而强化相关企业对棉花的刚性需求。

图 8 我国纱、布产量与增速



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

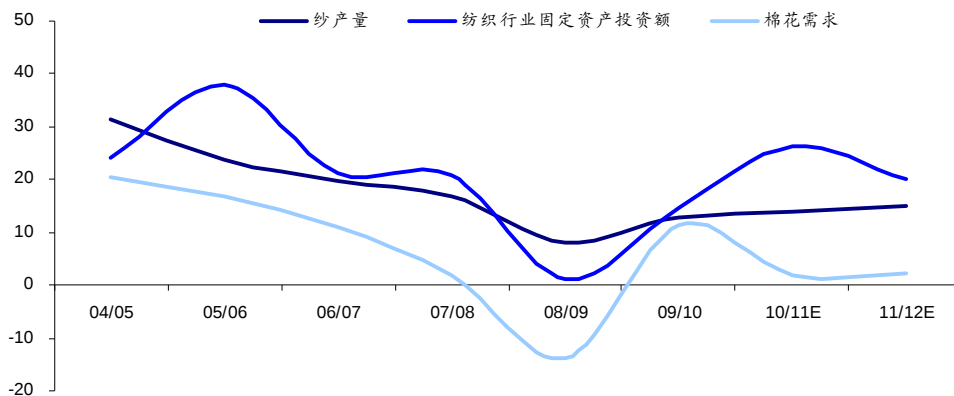
图 9 我国纺织业营收与利润



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

从纺织业固定资产投资来看，我国 2010 年纺织业固定资产投资额首次突破 2000 亿元大关，达到创纪录的 2229.76 亿元，同比增长幅度高达 26.40%。1-11 月，500 万元以上项目固定资产投资总额达 3508.08 亿元，同比增长 29.54%，增速较上年同期提高了 20.01 个百分点，比全国工业投资增速高 6.84 个百分点。我们认为，2010 年较大规模的固定资产投入，势必导致整个纺织品行业的产能扩张，推动 2011 年纱、布生产的持续放量，中下游纺纱企业将继续维持对棉花的高度消费需求。

图 10 全国棉花消费量与纺织业产量、固定资产投资额增长对比(%)



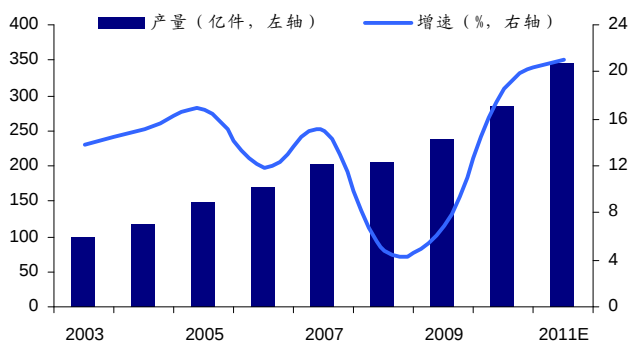
资料来源：USDA，国家统计局，海通证券研究所

2.2 服装鞋帽——增长点：旧的未去，新的踏来

2010 年服装市场的情况更加景气，全年产量同比增长 19.03%，出口总额也突破 2000 亿美元，彻底走出了 08 年金融危机的阴影。然而，除了类似纱、布行业产能扩张引发的“延续性”需求之外，对于服装行业而言，我们认为新的一年将出现新的增长点，其增长引擎在于城市居民消费模式的更新和农村居民在农村城镇化政策下消费力度的扩张。同时，尽管我们对于明年服装出口增长持相对较淡的观点，但是我们认为，基于目前服装市场内销主导地位不断加强的趋势（2010 年，我国规模以上纺织企业的内销比重进一步提升到 82%），服装行业全年的增速将达到 20% 以上，对棉花的需求持续旺盛。

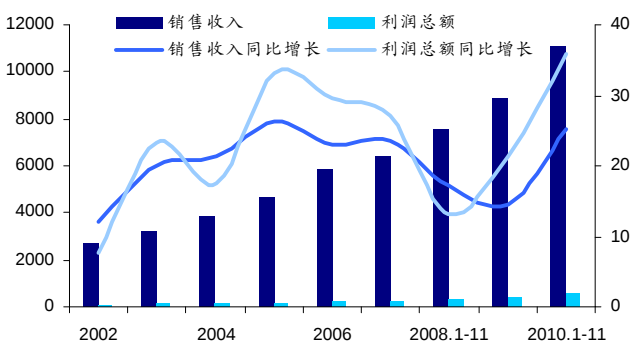
首先，初看“旧”的一面。2010 年我国服装行业量价齐攀，总体产量达到 285 亿件，同比上涨 18.60%，创下新高；整个行业实现营收 11133.69 亿元，同比增长 25.15%，利润总额 558.15 亿元，同比增长 35.81，增幅较大。

图 11 我国服装产量与增速



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

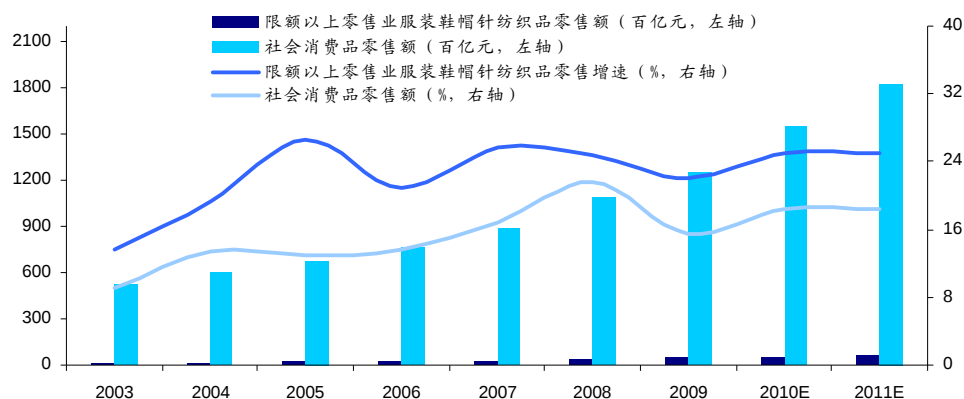
图 12 我国服装行业营收与利润



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

宏观方面，表面上看，2011 年收紧的 M2 信贷额度似乎将对消费起到压制作用，但是我们认为，考虑到消费行为相对于信贷政策的延迟效应，2011 年度 M2 投放量的收缩对于零售消费的影响有限，加上强烈而持续的通胀预期，2011 年社会消费品零售增速预计将维持与在 2010 年相当的水平，达 18% 左右。而从历史数据来看，服装零售增速基本都比社会消费品零售增速高 5 个百分点左右，我们继续维持较为乐观的预期。

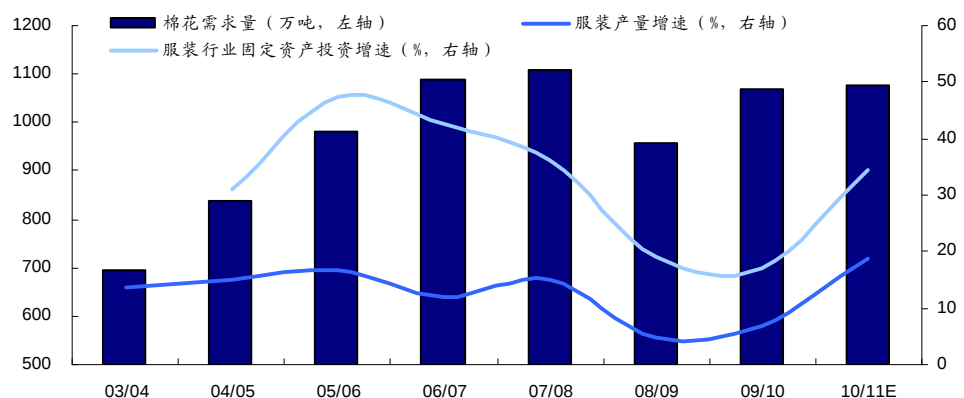
图 13 我国服装零售与消费品零售对比



资料来源：CEIC, 中国毛纺织工业协会, 海通证券研究所

与纱、布等纺织业相比, 2010 年我国服装行业固定资产投资额和投资增速更为乐观, 全年投资额共计 1411.75 亿元, 投资增速达 34.40%, 新的一年中, 产能扩张所引发的原材料旺盛需求更加值得希冀。

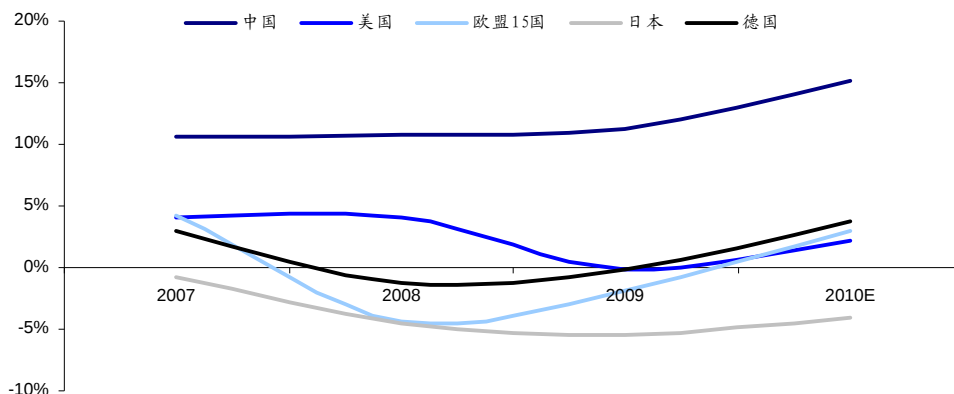
图 14 服装行业固定资产投资增速、服装产量增速和棉花消费量对比



资料来源：USDA, 国家统计局, 海通证券研究所

其次, 来看城镇居民服装消费“新”的一面。近几年来, 我国居民可支配收入增速明显加快, 更新性消费增长空间广阔。随着我国居民人均 GDP 已经超过 3000 美元这一具有标志性的门槛, 根据国外经济发达国家的发展经验, 居民消费将逐步从满足最基本的生活要求向满足健康、品质的高要求转变, 也就是迈入“更新”性消费的新阶段。

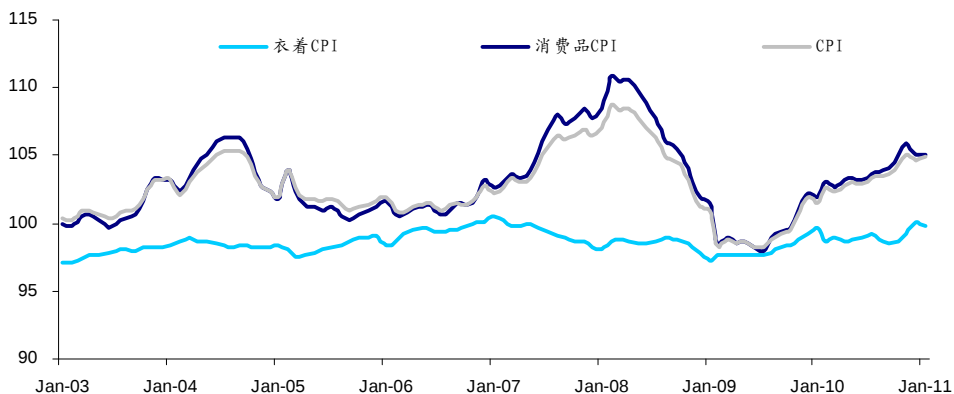
图 15 全球主要国家人均可支配收入增速



资料来源：国家统计局，欧盟统计局，美国国家经济分析局，日本内阁府，海通证券研究所

在众多具备高增长空间的更新型消费行业中，服装行业具有明显的优势。如我们之前所述，居民对于服装的消费增速一直明显高于对其他社会品的消费增速，新的、增长性的消费支出大部分投入到“衣”和“食”两个领域。与此同时，面对国内生产成本的不断上扬和对外出口竞争的日趋激烈，我国服装行业已经走到了必须向品牌化发展的十字路口，从过国外发达国家的历史来看，服装行业的品牌化道路也是一个必然途径的过程。因此，一方面，居民更新性、享受性消费的愿望日趋强烈，另一方面，服装行业的品牌化、升级化道路又正在逐步发展与拓宽，两者具备非常理想的契合点，城市居民消费模式的更新将与服装品牌化发展相互促动。值得注意的一点是，在此轮更新和升级性质的需求驱动下，企业订单对于部分优质原材料的要求逐渐刚性，通常而言，棉花的品质和舒适性都较佳，所以我们认为棉花的需求量，尤其是优质棉花的需求量，将同时受益于服装的“量”涨和“质”升。

图 16 国内衣着类 CPI 与 CPI，消费品 CPI 对比



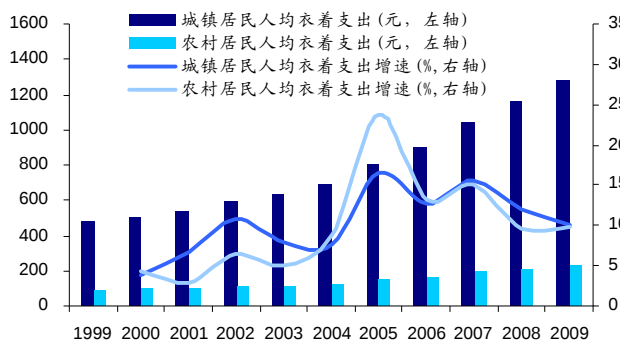
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

最后，再看农村居民服装消费“新”的一面。

- 截至 2010 年三季度，我国农村居民人均现金收入累计达 4869 元，同比上涨 9.7%，约为城镇人均现金收入的 1/3，但与此同时农村居民人均衣着消费仅占城镇人均衣着消费的 1/6 左右，农村消费市场前景和空间都非常广阔。
- 农村居民衣着 CPI 的增速继续保持对城镇居民衣着 CPI 增速的优势。

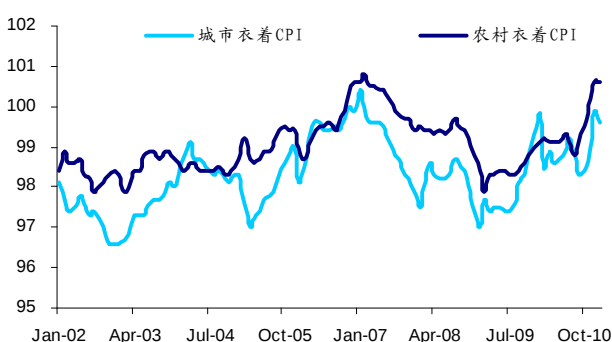
- 随着农村城镇化建设步伐的加快，以推进城镇化拉动内需，进而推动居民食品、服装等生活必需品消费的力度将成为必然；农村、城乡结合部等“三四类市场”需求前景非常广阔。

图 17 农村与城镇人均衣着支出对比



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 18 农村与城市居民衣着 CPI 增速

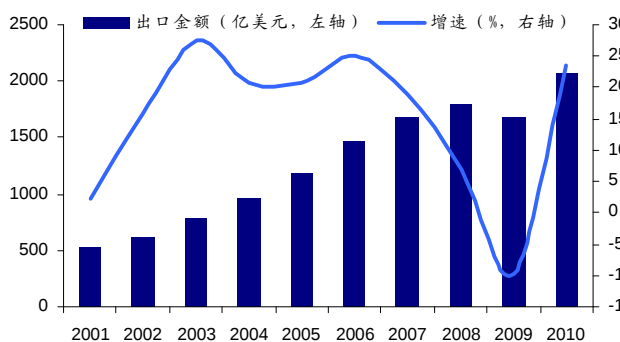


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

2.3 出口贸易——是日落后的沉寂，还是黎明前的黯淡

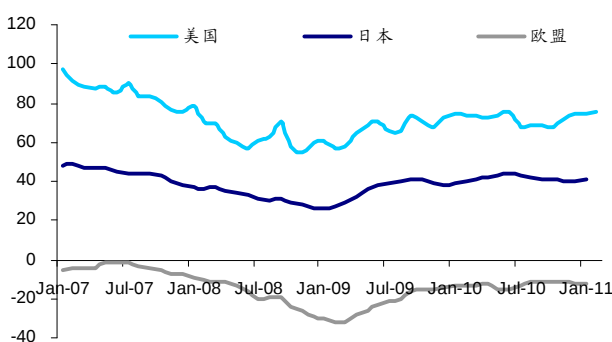
如果说 2010 年纺织服装业内销表现可以用优良来形容的话，同期外贸出口的表现更是不遑多让。全年纺织服装行业出口总额达 2065.3 亿元，同比上升 23.59%，其中纺织品出口 770.51 亿元，同比上涨 28.44%，服装类出口 1294.78 亿元，上涨 20.88%。12 月份纺织品出口价格指数和出口数量指数分别达到 118.2 和 101.5，分别上涨 0.25% 和 -10.81%，服装鞋帽出口价格指数和出口数量指数分别为 112.6 和 105.2，分别上涨了 -0.35% 和 -14.40%。与此同时，欧盟国家消费者信心指数出现小幅下滑，美国和日本则略有上升。

图 19 我国纺织服装出口数量与增速



资料来源：海关总署，海通证券研究所

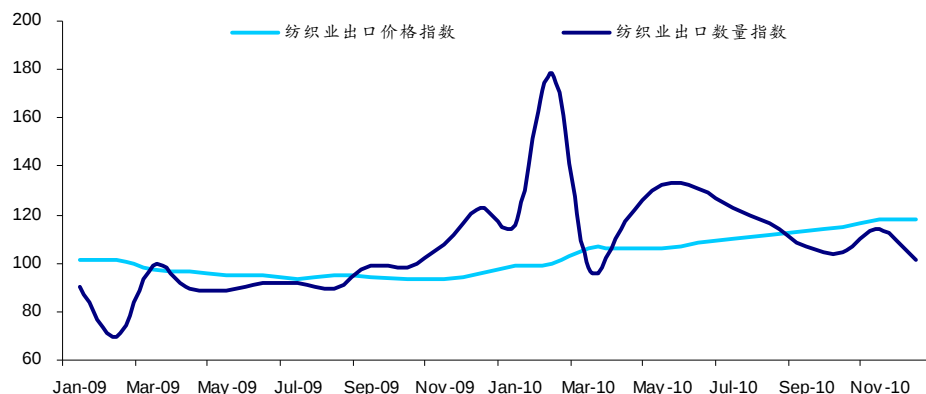
图 20 欧、美、日消费信心指数



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

从以上数据中可以看出，出口数量指数的下滑明显快于价格指数，一方面表明纺织服装出口增速已经出现放缓的迹象，另一方面也表明我国纺织服装出口品牌效应增强、议价能力逐步提升的事实。由于 2010 年的出口高基数、人民币升值带来的出口压力、以及以美国和欧盟为首的对华主要纺织品进口地区经济增速的放缓，2011 年我国纺织服装外贸出口增速将出现下滑，预计增速将回落到 12% 左右，短期我们相对看淡。但与此同时，品牌效应的增强和议价能力的提高，已经给我国未来纺织服装出口所必须途经的技术升级和结构转型创造了良好的开端。因此我们认为，中长期来看，2011 年纺织服装出口增速的放缓，是出口转型必经的正面过程。

图 21 我国服装出口价格与数量指数对比图



资料来源：海关总署，海通证券研究所

3. 供给——马力增长，不确定性增加

全球棉花种植面积自 04/05 年度以来，已连续 5 年下降，从 04/05 季的 3572.4 万公顷，降至 09/10 季的 3014.9 万公顷，降幅达 15.6%，同期产量也随之一路下滑至 2210.8 万吨，下滑幅度为 16.5%。主要原因在于，与其他农作物相比，种植棉花的成本较高，相对收益较小，农民种植的积极性较低。

表 2 全球棉花供需表 (万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E
期初库存	936.98	1221.08	1354.31	1374.34	1319.48	1315.34	957.88
产量	2646.56	2534.75	2651.85	2605.50	2331.61	2210.61	2500.89
进口	725.59	959.19	814.42	848.81	653.75	787.86	841.63
消费量	2374.54	2542.32	2695.06	2684.87	2396.22	2563.27	2561.32
出口	761.73	972.68	807.67	837.49	654.62	773.71	842.06
损耗	-23.73	-57.47	-37.88	-44.85	-57.69	-43.54	-2.83
期末库存	1175.14	1255.48	1367.59	1364.11	1315.34	1016.44	944.60
库存消费比(%)	49.61	49.65	50.90	50.96	54.96	39.66	36.05

资料来源：USDA，海通证券研究所

具体到国内方面，今年全国棉花减产已成定局，结合中棉协和中国棉花交易市场的最新调研结果，我们预计 2010 年全国棉花种植面积约 7600 万亩，相同定案数据对比下，略微下降；产量在 635 吨左右，相同定案数据对比下，下滑约 7%。

2011 年，各大机构对于全国植棉面积扩张幅度的预测集中在 6%至 8%之间。需要注意的是，虽然 2011 年植棉面积有所扩张，但近几年来恶劣多变的气候条件导致我国棉花亩产量连年下降，从 2007 年的 88 千克/亩，滑落至 2010 年的 85 千克/亩，2011 年可能存在的异常天气同样将对棉花产量产生重大的影响，伴随着国储棉库存量不断减少所导致的供给调控能力下降，国内棉花供给面临较大的压力。

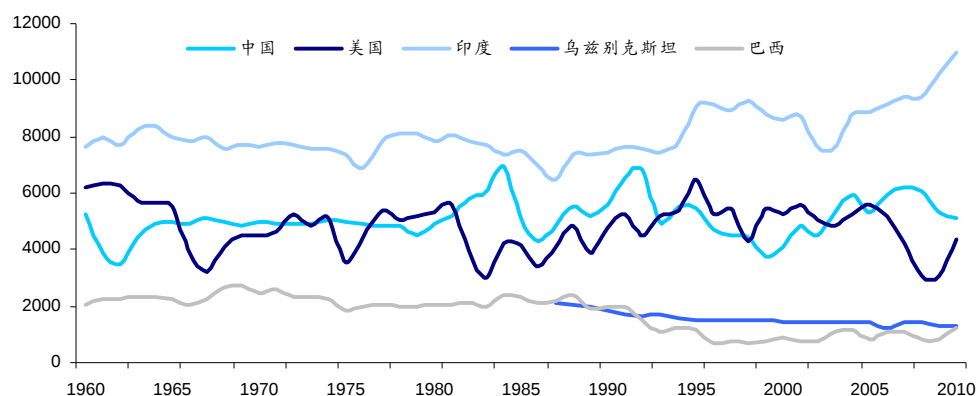
3.1 播种面积——“蛛网效应”导致植棉意向增强

世界范围内棉花的主要生产国家是中国、美国、印度、巴基斯坦、巴西和乌兹别克斯坦。这六大产棉国的棉花种植面积约占世界总种植面积的 77%，总产量占全球产量的

85%。然而近年来，除了印度的种植面积出现了大幅增长以外，其他各主产国的植棉面积变化不大。由于农产品行业，尤其是种植业存在比较典型的“蛛网效应”，2010 年高涨的棉花价格，必然将引导棉农积极种棉，种植面积将有所扩张。

就目前情况来看，美国的情况最为乐观，NCC 的美棉种植意向调查报告显示，2011 年美棉种植面积预计达到 5058 千公顷，同比增长 14%，其最主要贡献依然来在于以加州和墨西哥州为代表的西部棉区的种植面积扩张（预计将超过 25% 以上）。印度方面，据印度棉花咨询委员会估计，10/11 年度印度国内棉花种植面积将在 09/10 年度 1017 万公顷的基础上上浮 10% 左右，继续走高。

图 22 全球主要产棉国种植面积变化图

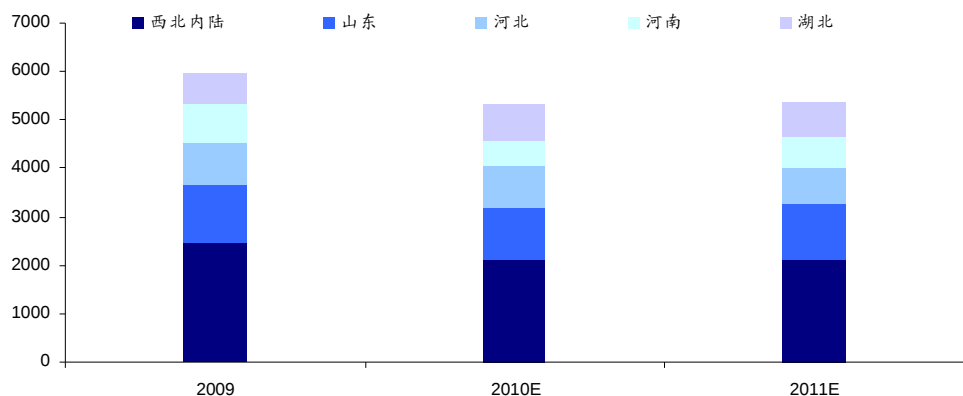


资料来源：Foreign Agricultural Service, 海通证券研究所

国内方面，根据我们从中国棉花产业经济功能研究室和全国棉花交易市场获取到的初步植棉意向调查结果，预计扩张幅度大约在 8%，其中尤以河南和安徽的增幅较大，分别达到 17.96% 和 8.19%。而根据中国棉花协会棉农合作分会对内地 12 个省和新疆维吾尔自治区共计 310 个县（市、团场）的调查结果，预计 2011 年全国植棉面积 8455 万亩，同口径比较，比上年增长 9.8%，且主要以长江流域和新疆地区的增长为主，山东、河南等地的面积扩展并不明显，可见各相关机构之间意向存在分歧。

我们认为，在我国棉花三大种植区域中，虽然黄河流域在 2010 年遭受恶劣天气的负面影响最大（尤其以山东、河南为代表的省区，棉花在关键的吐絮期遭受到连绵不断的阴雨天气，乃至洪涝的袭击，棉农损失惨重），但是近几年来，黄河流域的棉花种植面积萎缩幅度已经很大，尤其是河南省，2009 年定案的种植面积较 2004 年已经锐减了 43.5%，基数非常之低，相关政府部门也已经采取一些列政策和激励措施积极应对。所以我们认为，相对于今年气候的负面影响，去年价格的刺激和相关政策的积极引导，对棉农心理的影响可能会更大，预计两省种植面积都将有所扩张。对于山东省而言，预计将有一部分农民因为干旱导致的小麦绝产而改种棉花。

图 23 我国近期各主产棉区种植面积变化(万亩)



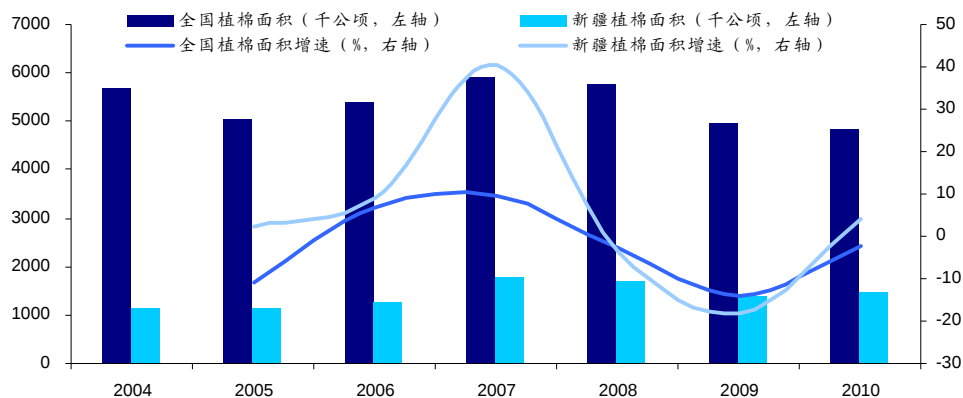
资料来源：中国棉花产业经济功能研究室，全国棉花交易市场，海通证券研究所

需要指出的是，虽然去年棉花的高价格将刺激棉农植棉欲望加强，但是随着全球依然充裕的流动性所导致的农产品金属属性的加强，其他竞争性作物的价格同样飙升，目前黄河流域很多农民就表示对于最终播种的农作物品种仍未最终确定。因此，国内最终的植棉面积依然取决于目前到种植时期之间棉价和其他作物价格的变化。

3.2 新疆棉——面临替代竞争，力求“域”稳“质”升

作为中国最主要的，也是质量最高的棉花产区之一，新疆棉花产量约占国内棉花总产量的三分之一以上。来自新疆棉花协会的数据显示，2010 年新疆地区棉花产量达 247 万吨，同比下降 1.8%。但根据我们从全国棉花交易市场得到的草根信息，以及考虑到历史上协会数据相对于最终统计局官方数据的口径放大效应，我们预计 10 年新疆棉种植面积约 2200 万亩，产量在 225 万吨左右，同比下滑 10%，但仍超过全国产量的三分之一，是中下游用棉企业的重要需求来源。同时新疆棉的质量在国内也处于领先地位，尤其是在今年我国两河流域棉花产区受天气影响较大，棉花质量不高的情况下，许多企业纷纷求购质量上乘的新疆棉。“量”高“质”优的特点，保证了新疆棉国内的龙头地位。此外，新疆作为全国唯一的长绒棉产地，随着棉纺品的产品升级，长绒棉需求增加，其作用更是无可替代。新疆棉花基地对于保障我国产业安全、优化种植业布局、促进南疆社会稳定也具有重要的战略意义。

图 24 我国新疆地区棉花种植面积与全国棉花种植面积比较

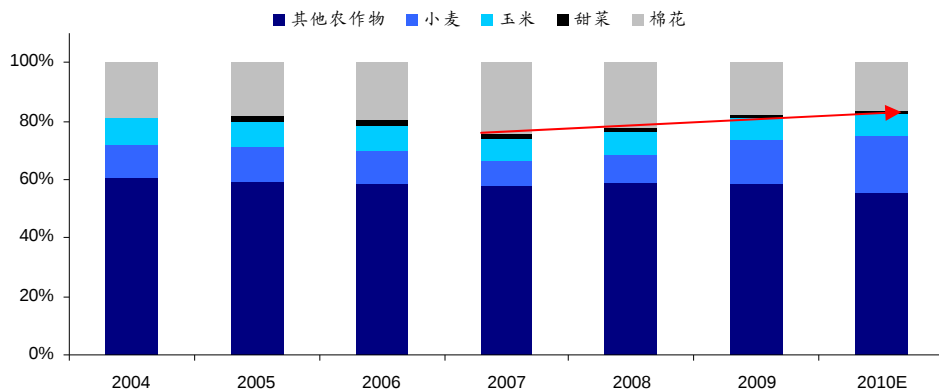


资料来源：国家统计局，新疆棉花协会，海通证券研究所

与此同时，新疆地区粮食产量连续 4 年增收，2010 年全年粮食产量 1170.70 万吨，

增长约 1.6%。值得注意的是，2010 年新疆地区小麦、玉米等粮食作物，以及甜菜等经济作物的种植面积均出现上涨，对棉花的种植产生挤出效应，棉花面临较为激烈的替代品种竞争。从下图中也可以看出，棉花种植面积在全地区农作种植面积中所占的比重连续三年下滑。

图 25 新疆地区各类农作物种植面积变化



资料来源：农业部，国家统计局，全国农业技术推广服务中心，新疆棉花协会，海通证券研究所

对于每亩植棉收益而言，新疆地区一般高于长江流域而低于黄河流域，且高于全国平均水平。但与此同时，新疆地区的种植成本一直高于黄河流域与长江流域产棉区，主要原因在于新疆地区的雇工成本和地租、农用器械等成本高于其他两区。

表 3 新疆与全国各主产棉区植棉受益与成本对比(元/亩)

	收 益				成 本			
	全国	新疆地区	长江流域	黄河流域	全国	新疆地区	长江流域	黄河流域
2007	493.4	381.4	484.6	513.6	1005.1	1320.8	933.8	867.7
2008	1.9	65.8	-147.2	89.8	1149	1481.5	1083.3	997.3
2009	545.2	634.0	375.9	701.4	1038.6	1336.3	954.5	857.2
2010	1190.6	1206.1	1134.1	1209.0	1242.6	1491.9	1228.3	1018.9

资料来源：USDA，海通证券研究所

展望 2011 年的疆棉种植，一方面，新疆自治区党委在 2011 年 1 月 9 日召开的新疆农村工作会议上明确指出，新疆将继续巩固提升棉花产业，同时为了避免一哄而上、盲目扩大棉花种植的情况，自治区将在 2011 年把全区棉花总面积控制在 2300 万亩左右。

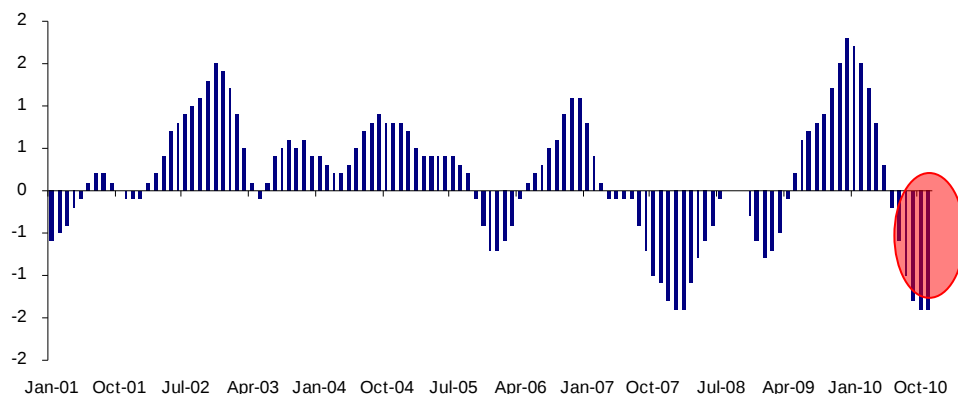
另一方面，作为新疆棉花种植的主力军，新疆建设兵团近年来形成了以棉花为主的单一农业种植格局，棉花面积和产量逐年增加，但与此同时，受国际和国内棉花市场影响，棉花生产成本过高、效益下滑的问题也日益凸显。为了破解这一困局，兵团明确提出今后棉花生产将实施以市场为导向，稳定面积、主攻单产、优化品质、节本增效和增强市场竞争力的全新发展模式，致力于建成全国优质商品棉生产基地。

我们认为，政府在这两方面的政策性引导，明确指出了未来新疆棉花种植力求“稳面积，求质量”的主题思路。基于作物竞争和政策指引两方面的分析，我们预计 2011 年新疆地区棉花供给量将温和增长约 6%-8%。

3.3 天气——最大的不确定性之源

由于棉花种植周期较长，天气状况对于棉花的产量与供给影响非常大。而进入 21 世纪以来，全球及地区性气候异常出现的频率明显加大。就全球范围而言，频发的厄尔尼诺和拉尼娜现象，对于农作物，尤其是大豆和棉花的生长极为不利。自 2010 年 7 月起，ONI 指数已经连续 6 个月低于 -0.5，形成拉尼娜现象，而来自 NOAA 的最新消息显示，未来 ONI 的下行偏离趋势并无明显改观现象，仍将维持在 -1.0 左右的低位，继续保持“中至强”等级(Medium to Strong)的拉尼娜现象，气候模型预计拉尼娜现象至少将持续到一季度末。棉花产区方面，澳大利亚受其影响最大，提前进入雨季，连绵不断的雨水和大气异常严重推迟了棉花播种和生长进程，虽然近期天气已逐步放晴好转，但据澳大利亚农户团体农业力量协会（Agforce）的分析预测，澳大利亚单产下降几成必然。我们认为，随着 2011 年上半年拉尼娜现象的持续增强，全球范围内棉花供给的压力和不确定性继续加大，进一步拓展棉价上升空间。

图 26 全球厄尔尼诺指数(ONI Index)



资料来源：NOAA / National Weather Service, 海通证券研究所

从具体影响因子上来看，首先是温度。棉花喜温怕寒，其生长发育最适宜的温度范围为 20~30℃。苗期若温度过低，将对生长发育造成极度不利的影响，而后期若温度过低，同样将不利于纤维充实成熟。反之，温度过高，会导致棉株细胞内贮积含毒排泄物增多，导致蕾铃严重。为了达到早发、稳长、高产的目的，棉花苗期要求气温稳定。其次，雨水是另一个影响棉花生长的重要因素，连绵的阴雨天气和洪涝冰雹甚至已经成为棉花亩产量下降的“罪魁祸首”。通过回溯近年来各种造成国内外棉花亩产减少的天气情况，阴雨和洪涝是影响最大的因素，尤其是当棉花处于吐絮期时，失调的雨水会造成棉花的大面积烂铃、迟熟和纤维发育不良。

图 27 雨涝和冰雹对棉花生长的危害

		轻度危害	中度危害	重度危害	严重危害	特重危害
雨 涝	程 度	淹水10—24小时，及时排水	淹水2—3天，未淹没整个棉株	淹水2—3天，积水40—50厘米	淹水超过4—5天，淹没棉株	淹水5天以上
		严重萎蔫，幼蕾脱落，叶片发黄，基本无死苗	蕾花和叶脱落严重，有轻度死苗	70%以上的棉株没顶，多数蕾花脱落，死苗率20%左右	80%棉株顶心死亡，叶、花、蕾全部脱落，根系发黑，死亡率50%	棉花基本死亡
	对产量的影响	基本不减产	减产较轻	减产30%—40%	减产幅度较大	绝 产
冰 雹	程 度	茎叶损伤，主茎完好，果枝砸掉不足10%，处于盛花期以前	落叶破叶严重，主茎完好，果枝断枝率30%以下，断头率不足50%，处于初花期前后	无叶片；主茎基本未破裂，叶节完好，腋芽完整，断枝率60%以上，断头率50—70%处于蕾期内	无叶片，无果枝，光杆，主茎表皮破裂不足50%，30%以上腋芽完好，叶节大部分完好	光杆，主茎硬破率大于50%，叶节大部分被砸坏，腋芽不足30%
		基本不减产	减产较轻	减产30%—40%	减产幅度较大	绝 产
	对产量的影响	基本不减产	减产较轻	减产30%—40%	减产幅度较大	绝 产

资料来源：郑州商品交易所，海通证券研究所

具体到我国三大产棉区而言，一般情况下，黄河流域棉区，7-8 月份往往正值第一批棉铃成铃 40-50 天，汛期比较集中，温度高，湿度大，烂铃极易发生；而长江流域棉区，秋季阴雨多出现在 8-9 月份，所以烂铃出现的情况较北方迟，但如果一旦伴随有持续的高温 and 湿热，烂铃有可能比北方更加严重；对于新疆棉区而言，降雨相对较少，热量充足，一般不宜发生烂铃灾害，棉花的品质也比较高，但是今年也发生了迟熟的现象。

表 4 2010 年我国三大植棉区域裂铃吐絮期（8 月）天气状况及其对棉花生长的影响

	天气状况
西北内陆	大部分时间天气情况利于棉花裂铃吐絮，无较大病虫害；其中甘肃地区 8 月份受干热风天气影响，但对总体长势影响不大。
黄河流域	多雨寡照，部分地区出现强降水，农田处于过湿状态，棉花开花授粉不良，花铃脱落和烂桃现象加重，还诱发棉花黄萎病。另河北南部、山东北部等地还出现了强降水天气过程，部分地区发生较严重洪涝灾害，致使棉花蕾铃脱落、伏桃减少，影响产量形成。
长江流域	处于高温晴热天气，高温天气持续时间长、影响范围大，造成棉花蕾铃脱落，对棉花产量有一定影响。月后期，受台风降雨影响，大部棉区高温天气得以缓解，气象条件基本利于伏桃增重、秋桃坐桃。

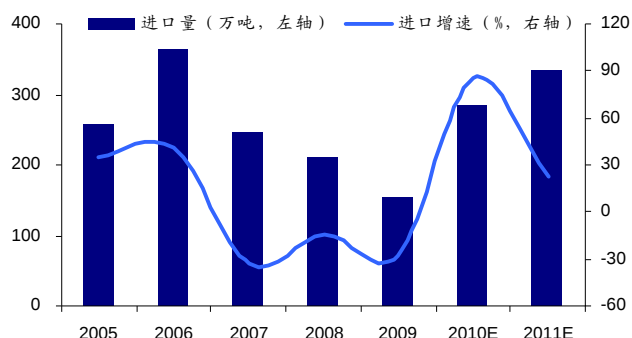
资料来源：公开信息，海通证券研究所

今年以来，我国北方各地已经出现了以干旱为代表的极端天气，并且对冬小麦等当季农作物的生产造成了极大的影响。根据来自中国气象局的新闻，除了目前的拉尼娜现象之外，我国还将受到偏弱的西太平洋副热带高压的影响，导致北方地区水汽运输的堵塞，进一步加大华北和黄淮地区的旱情，并可能造成南方大规模的雨雪天气。目前，据中央气象台监测的数据显示，今年 1 月以来南方气温异常偏低，江苏、浙江、云南、重庆等地有 9 站达到极端低温标准，云南、四川、湖北等地共有 7 站达到极端日降温标准。我们再次强调，2011 年极有可能出现的持续性极端天气现象，将是影响棉花产量和供给的最重要因子。

3.4 外棉进口——增速下降，瓶颈依旧

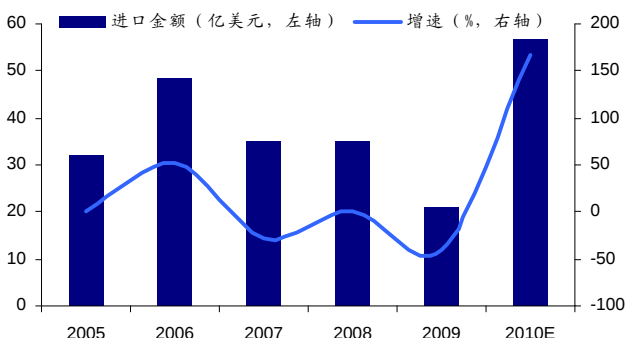
由于供需缺口不断扩大，以及下半年国内棉价的突发性暴涨，2010 年国内对于外棉的进口和依赖急剧加大。2010 年全年我国累计进口棉花 283.7 万吨，同比大幅增长 86%，进口金额总计 56.56 亿元，同期上涨 167%，全年平均单价也从 2009 年的 1385 美元/吨升至 1994 美元/吨。USDA 最新预测 2011 年我国需进口棉花约 330 万吨。

图 28 国内棉花进口数量及增速



资料来源：商务部，海通证券研究所

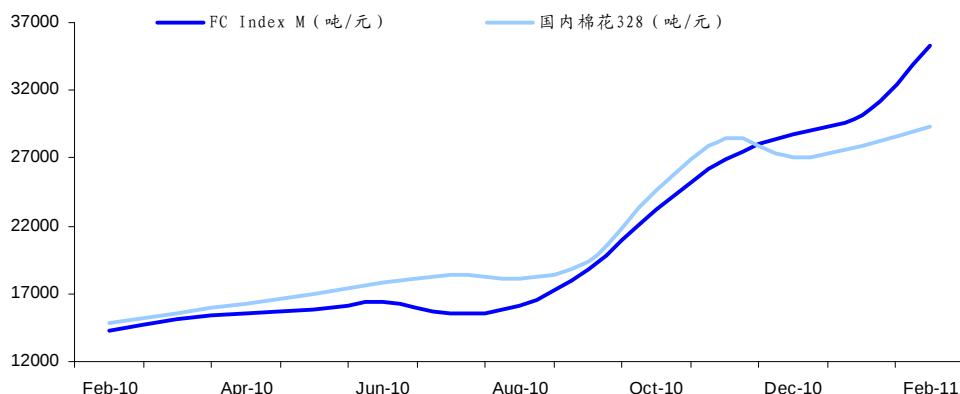
图 29 国内棉花进口金额及增速



资料来源：商务部，海通证券研究所

随着国内棉价在三季度和四季度初的迅速攀升，外棉进口到港价格也水涨船高。国内中等级进口棉价格指数（FC Index M）从 2010 年 11 月初就攀升到了 170 美分/磅的高位，折合滑准税后，港口提货价达到 29193 元/吨。进入 12 月份，虽然国内棉价在国家宏观调控的背景下出现大幅下跌，进口棉价上涨的势头却依然不减，截至 2011 年 2 月 21 日，FC Index M2 月均价已上涨到 214.36 美分/磅，折合滑准税后的价格达 36028 元/吨，大幅高于国内棉价。

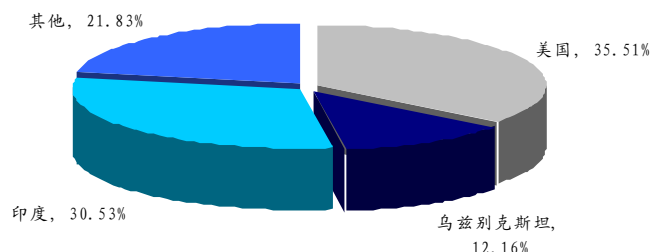
图 30 M 级外棉到港价(FC Index M)与国内棉花 328 级价格对比（折合滑准税后）



资料来源：中国棉花协会，全国棉花交易市场，海通证券研究所

我国的棉花主要从美国、印度和乌兹别克斯坦进口，从这三大棉花出口国进口棉花总量约占我国棉花总进口量的 75%以上，其他部分主要进口于西非和巴西、巴基斯坦、澳大利亚等国。

图 31 我国棉花进口数量分国家图



资料来源：商务部，海通证券研究所

基于 2010 年的高基数以及国内种植面积的扩张，USDA 和中棉协等机构纷纷看淡 2011 年的棉花进口需求增速。我们认为，进口增速的下降并不意味着进口压力的舒缓和进口成本的缩减，理由我们可以从各个进口国的具体情况来分析：

美国方面。我国 2010 年从美国进口棉花总计达 100.86 万吨，金额为 19.98 亿元，数量和金额都占到了我国总进口量的 35% 以上，是我国第一大棉花进口国。展望 2011 年，积极的因素来自于美国棉花种植面积的提升所带来的产量增加，以及美棉一贯以来在出口方面较为宽松的政策限制。美棉进出口的市场化程度非常高，签约流程也比较方便。不利的因素在于目前已经处于高水位的美棉签约率，截至 2011 年 2 月 10 日，美棉总签约量已达 337 万吨，占年度出口量的 97%，而去年同一时期的数据仅为 75%，过去 5 年的平均数据更是只有 71%。虽然因为市场预计印棉出口政策可能出现松动，进而导致年初美棉签约出现少量取消和转签的情况，目前高水平的签约率使得后期美棉出口空间相对较小。

值得注意的是，通过我们从棉花交易市场了解到的信息，目前美棉签约率之所以这么高，是因为有较多棉商在积极收购，且目前有相当数量的棉花(包括国内目前签约的棉花)都掌握在棉商手中，这无疑将加大棉价宽幅震荡的可能性。

表 5 美国陆地棉出口状况年度对比

	年装运总量(万吨)	目前装运量(万吨)	已装运量占年度出口量比例(%)	尚未装运量(万吨)	截止 2 月 3 日总签约量(万吨)	已签约量占年度出口量比例(%)
5 年平均	293	119	40	88.1	207	71
2006/2007	272	87	32	73	159	59
2007/2008	280	134	48	67	201	72
2008/2009	287	136	47	74.1	210	73
2009/2010	253	97	38	93	190	75
2010/2011E	337	144	43	182	326	97

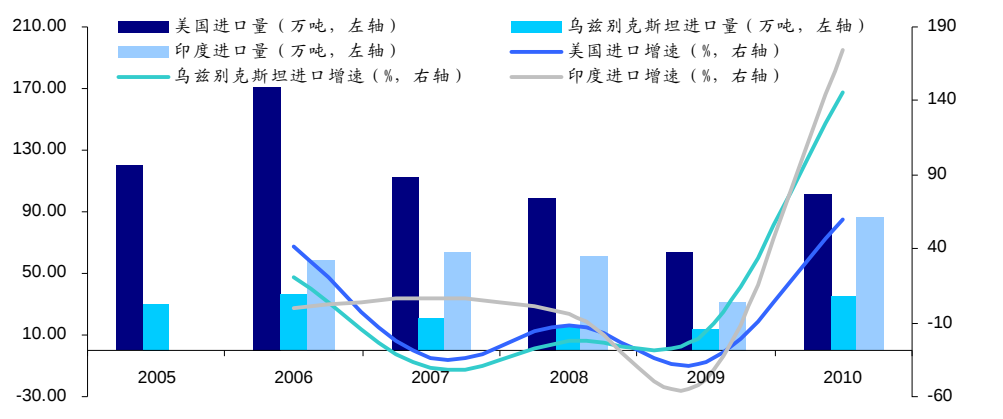
资料来源：USDA，海通证券研究所

印度方面。作为中国最重要的棉花进口国之一，印度在 2010/2011 年棉花出口政策上的限制和可能出现的反复，将对全球棉花交易市场注入极大的不稳定因素。一方面，印度农业部预计印度全年棉花产量高达 3350 万包(约 569 万吨)，因此印度农业部认为，基于国内棉花的高产，应该提高棉花出口配额；另一方面，印度纺织业认为，基于印度棉花咨询委员会(CAB)预测的全年不到 3100 万包的产量，应该维持现有 550 万包(93.5 万吨)的出口标准。虽然目前有传言印度未来可能增加出口额度 170 万包，但截至目前印

度仍未有针对出口政策改变的官方消息。同时，随着巴基斯坦与孟加拉国对印棉进口力度的持续加大，将进一步挤兑国内印棉进口量。

以乌兹别克斯坦为首的中亚地区方面。最主要的问题来自产量。前段时间，市场对中亚主要棉花出口国乌兹别克斯坦的产量就一直持悲观态度，USDA 近期的预测报告更是持续下调中亚地区 10/11 年棉花出口量至 543 万包，同比下滑逾 7%，与此同时我国对乌兹别克斯坦棉花进口在 2010 年累计同比增长高达 146%，远高于美棉进口增速 (59%)。

图 32 各主要对华棉花出口国对华出口量及增速



资料来源：商务部，海通证券研究所

关于滑准税。我国 2011 年滑准税基准价、汇率及计算方法较 2010 年没有发生变化，即对关税配额外进口的一定数量棉花实行 5%-40%滑准税，对滑准税率低于 5% 的进口棉花按 570 元/吨的从量税计征，基准价为 11397 元/吨(即当进口完税价格高于或等于 11397 元/吨时，按 570 元/吨计征从量税)；而当进口棉花完税价格低于 11397 元/吨时，暂定关税税率按下式计算：

$$R_i = 8.686 / P_i + 2.526\% \times P_i - 1$$

(其中 R_i 为暂定关税税率，当按上式计算值高于 40% 时，取值 40%； P_i 为关税完税价格)

因此，从目前外棉的高位价格来看(当前完税价格在 35000 元/吨以上)，滑准税的效果基本为零，我们认为 2011 年滑准税对棉花进口的影响微乎其微。

关于进口配额。目前 2011 年棉花进口配额已经发放至企业，包括 89.4 万吨进口关税配额和 170 万吨滑准税配额。明年将视国内外棉价走势和新疆棉运销情况增发配额。我们认为，这一发放额度基本符合此前市场的预期，但是对于填补 2011 年全年的供需缺口显然不够，预计在 2011 年中期国家还会增发一部分配额。

总体而言，国内棉花进口的不确定性主要来自于印度。我们认为，基于目前市场对印棉极大的关注程度，印度棉花出口政策可能出现的变化将引起市场、尤其是市场各博弈方心理层面较大的波动。我们将持续关注印棉出口政策最新的变动。

3.5 国储棉——储量日渐不足，调控能力有限

一般而言，我国国储棉期初库存量都在 100 万吨以上，期末库存量也保持在 50 万吨以上。但是今年下半年持续上涨的棉价使得国家抛售了大量的国储棉库存，而且对棉

花价格的抑制作用也并非很显著。

2010 年我国储备棉投放集中在 8 月上旬至 10 月下旬, 为期 10 周, 总额达 1012336 吨, 成交 1002736 吨, 成交率接近 100%。部分时期国储棉成交价格还高于 328 级棉花现货价格, 调控能力羸弱。

表 6 2010 年 10 月国储棉投放成交统计与市场价格对比

10 月国储棉投放成交统计数据							同期 328 市场 现货均价 (元)
	推出数量(吨)	成交数量(吨)	平均等级	平均长度(毫米)	加权价格(元)	折 328 均价 (元)	
国储棉	330965	330965	3.94	28.47	23785.11	24374.22	23759.10

资料来源: 公开信息, 中国棉花协会, 海通证券研究所

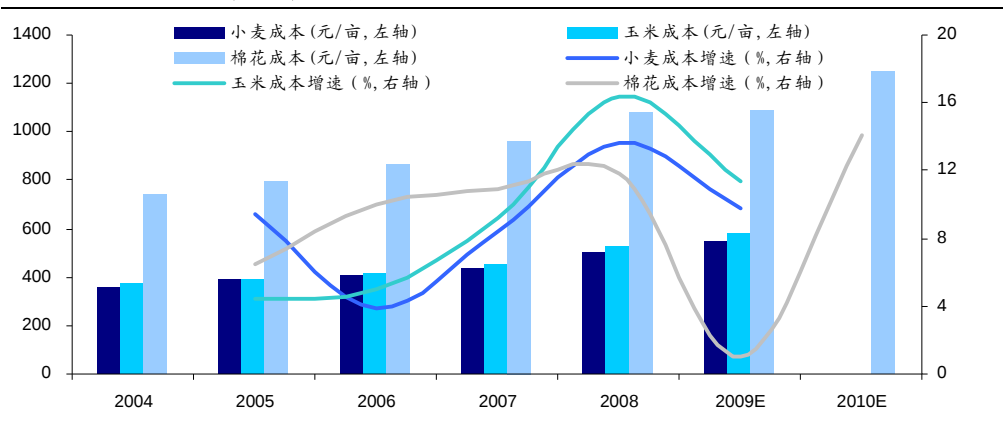
我们预计目前国家库存量大约在 30-40 万吨之间, 已经处于非常低的水准。预计国家将在上半年择时收购一部分棉花进入储备, 以供在遇到市场价格暴涨时起到调控作用, 但是我们认为这一调控作用相对羸弱, 理由有二:

- 目前库存量非常低, 如果再考虑到可能存在的一部分质量较差的陈棉, 可供抛售的合格棉花少之又少, 如果上半年收购不多, 调控的能力将会受到棉花储量的抑制。
- 今年上半年我国北方严重的干旱天气导致小麦等重要农作物减产, 市场供给预期偏紧, 再加上通货膨胀的强烈预期, 主要农产品价格将会发生普涨。在此情况下, 我们认为国家将优先把控制小麦、玉米等关系国计民生的粮食作物的价格放在首位, 其次才是对棉花等经济农作物的调控。

4. 成本——支撑价格的坚固防线

大力发展现代化农业是“十二五”期间的一项重要任务, 将进一步推动我国由粗放式的数量型农业向轻型的结构优化型农业的转变, 进而引发劳动力务农机会成本不断提高。与此同时, 我国棉花种植的机械化程度较小麦、水稻明显偏低, 植棉的活劳动成本更高, 加之持续上涨的种子和地膜等物化费用, 种植总成本的上升将对 2011/2012 年度棉花价格形成支撑。

图 33 我国主要农作物亩产成本及增速



资料来源: 国家发改委, 海通证券研究所

一方面, 棉花种植的显性成本相对其他农作物较高, 另一方面, 目前很多农民已经

不仅仅是看着市场价格来决定其种植的农作物的种类，而是因为“价格地板”的保护才选择种植某些谷物，而棉花又无法享受到其他粮食产品所具有的最低收购价政策。所以粮棉之争不仅仅是简单的你强我弱的价格关系，还要受到“政策偏向”这种隐形成本的影响。

中棉所、国家棉花产业技术体系和全国公益性棉花科研专项组于 2010 年底开展的调查显示，2010 年全国棉花生产总成本为 1242.6 元/亩，较去年增加 185.1 元/亩，增幅达 17.5%。我们认为，2011 年植棉总成本增速仍将在基本维持在这一水平。

表 7 2010 年我国三大植棉区域成本

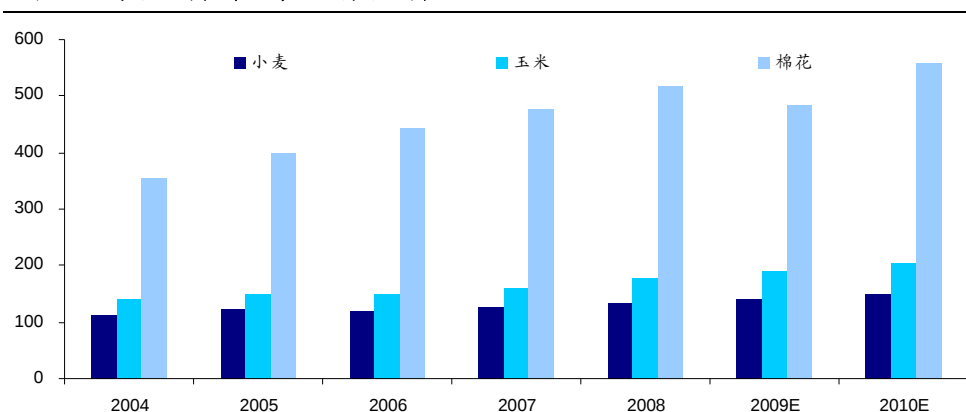
	2010 年植棉成本(元/亩)	2009 年植棉成本(元/亩)	同比上涨(%)
长江流域	1228.3	954.6	28.7
黄河流域	1018.9	857.2	18.9
西北内陆	1491	1335.5	11.6

资料来源：中国棉花协会，全国公益性棉花科研专项组，海通证券研究所

4.1 活劳动成本——“刘易斯拐点”作用下的高成本时代

随着我国工业化过程的不断加快，农村劳动力向非农产业逐步转移，农村富余劳动力逐渐减少，刘易斯拐点效应对我国的影响逐步显现，“人口红利”也在逐年消失。2010 年，农村居民收入增速 13 年来首度超过城市。去年农民工工资性收入增速高达 17.9%，增长较快、增幅较大。工资性收入增长的拉动主要来自政府在去年多次上调最低工资标准。公开资料显示，湖北、宁夏、福建、广东、山东等省上调幅度超过两成，上海、浙江和广东的最低工资，已经超过千元人民币。进一步追本溯源，工资大幅上调的深层动力，来自沿海一带蔓延至中东部地区的企业“招工难”、“用工荒”，中国劳动力供给的“无限性”和“廉价性”正在逐步走向结束，农村不再是剩余劳动力无限供给的蓄水池。从历史上来看，这也是世界其他发达国家经济社会发展的必由之路。

图 34 我国主要农作物每亩活劳动成本（元/亩）



资料来源：国家发改委，海通证券研究所

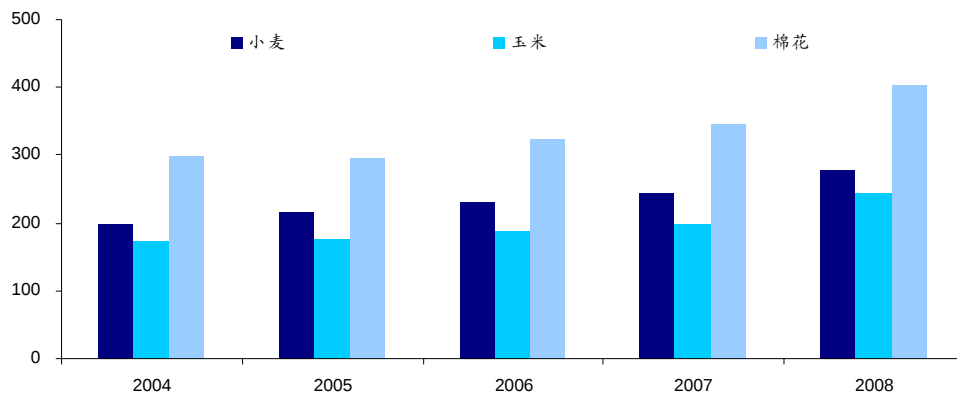
具体到棉花而言，2010 年我国棉花种植总成本当中，活劳动成本占到了 45.1%，达到 560.8 元/亩，相比去年上涨 100 元/亩，上涨幅度为 21.7%，占种植总成本上涨部分的 54.0%。其中自用工成本占 76.8%，雇工成本占 23.2%。用工量 17.6 个/亩，与 2009 年基本持平。用工作价从 2009 年的 25.8 元/工提高至 30.0 元/工，提高 16.3%，是活劳动成本增加的主要动力。在活劳动成本中，有 61.1% 的样本农户发生雇工行为，雇工费 211.7 元/亩，占人工费用的 37.7%。我们认为 2011 年用工成本将继续保持增长，

而其提升将主要来源于每亩工作价的提升，而非每亩工作量的增长。

4.2 物化成本——不可忽视的推动因素

除去活劳动成本，由于棉花种植周期长，受天气等其他因素的影响程度要高于其他农作物，需要更多的物化和及管理费用的投入，因此棉花种植的物化成本等直接投入也是我国众多农作物中相对较高的，增速也比较稳定。

图 35 我国主要农作物每亩物化管理成本（元/亩）



资料来源：国家发改委，海通证券研究所

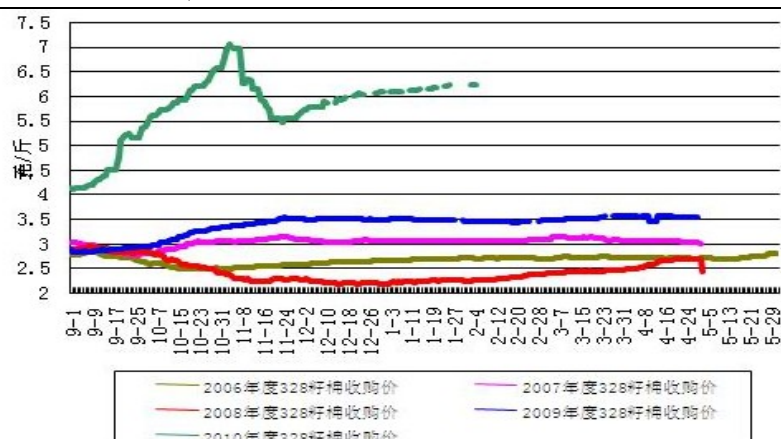
2010 年棉花种植的物化成本达到 560.8 元/亩，比去年增加 66.0 元/亩，上涨 13.5%，占总成本上涨部分的 35.6%。“价涨量增”是物化成本上涨的直接原因。根据中棉所的监测结果，尿素和钾肥售价基本持平，复合肥涨价 12.5%，二铵降价 18.3%，地膜涨价 9.1%，种子涨价 1.4%，种子和地膜用量各增 3.7% 和 20.8%。

我们认为，虽然总体上看，活劳动成本的增涨速度要高于物化管理成本的增速，但是 2011 年种子、肥料等生产要素可能存在的价格上涨，仍将使得棉花种植的物化成本保持两位数的增长。

4.3 籽棉收购价——成本筑底，确保高位

随着 2010 年下半年国内棉价的暴涨，棉农“卖跌不卖涨”的惜售心理愈发强烈，直接导致我国各地籽棉收购价格较往年大幅上扬。自去年 9 月 1 日起，国内 328 级籽棉收购价格便一路攀升，由 4.1 元/斤迅速飙升至 11 月初的 7.06 元/斤，折合皮棉成本价超过 30000 元/吨，对于国内棉价的继续上升起到了至关重要的支撑作用。

图 36 国内 328 级籽棉收购价格走势



资料来源：全国棉花交易市场，海通证券研究所

此后，随着国家对于棉花价格宏观调控作用的加强，籽棉收购价格也随着棉价出现下滑，但仍基本位于 5.5 元/斤的价格之上。

目前国内 328 级籽棉收购价大约在 6.33 元/斤左右，与去年同期相比增长大约 80%，其中内地均价大约 6.30 元/斤，新疆地区棉花由于受到天气灾害影响较小，棉花质量比内地高，籽棉价格也相应略高。

与此同时，国内棉农的惜售心理仍然存在。由于 1 月份国内棉价再次出现反弹且上涨幅度较快，籽棉收购价格也随之上浮。随着春节和美棉期货逐步走高等因素的影响，籽棉交售进度明显放缓。

表 8 截止 2011 年 1 月我国各棉花主产区交售进度(%)

	截止 1 月份交售比例	去年同期交售比例	同比变化
新疆	99	100	-1.0
山东	65	88	-26.1
河北	85	95	-10.5
河南	85	95	-10.5
湖南	97	97	0.0
湖北	97	99	-2.0
安徽	96	99	-3.0
江苏	95	96	-1.0
甘肃	100	100	0.0

资料来源：中国棉花协会，全国棉花交易市场，海通证券研究所

我们认为，随着交售期的逐步结束、印棉出口装运速度的加快、以及南美新棉的逐步上市，棉农惜售的心理将有所缓解，收购价格可能出现回落，我们粗略估算 2010/2011 年度籽棉收购均价至少在 5.65 元/斤以上，若按照棉籽收购价 1.60 元/斤，衣分率 37%，加工费 0.275 元/斤来计算：

$$\text{棉籽成本价} = (1 - \text{衣分率}) * \text{棉籽收购价} = (1 - 0.37) * 1.60 = 1.00 \text{ 元/斤}$$

$$\begin{aligned} \text{皮棉成本价格} &= (\text{籽棉收购价} - \text{棉籽成本价}) / \text{衣分率} + \text{加工费} \\ &= (5.65 - 1.00) / 0.37 + 0.275 = 12.84 \text{ 元/斤} \end{aligned}$$

公式解释:

- 1) 衣分率是指单位重量的籽棉可以轧成皮棉的重量;
- 2) 由于轧花厂收购籽棉后, 棉籽部分并不能对压轧皮棉产生贡献, 而且轧花厂或自用或卖出棉籽, 因此需要扣除棉籽部分的价格;
- 3) 棉籽收购价是指轧花厂对外销售棉籽时的价格, 因此需要扣除销售的利润, 以得到的棉籽成本价格来纳入皮棉成本价的计算。

由此我们预计 2011 年皮棉成本价格在 12.84 元/斤, 即大约 25700 元/吨。我们认为 2011 年棉价将维持在此价格上方高位宽幅震荡。

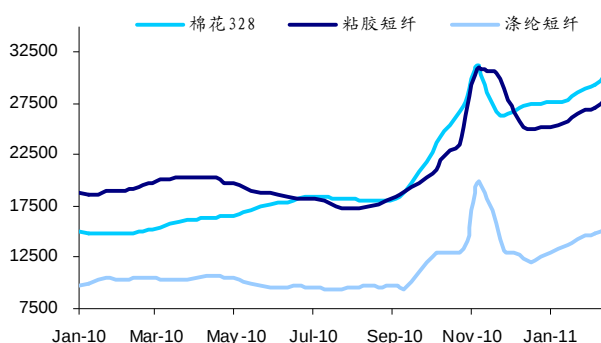
5. 棉纤互补? ——“此起彼伏”

2010 年下半年棉价持续上涨, 中下游纺织企业成本压力增加, 涤纶短纤等棉花主要替代品的需求量大幅上升, 带动其价格一路走高。然而我们认为, 涤纶短纤、粘胶短纤、包括涤纶长丝等产品的替代效应, 并不能够对棉花的需求产生最决定性的影响。同时由于居民消费结构的改变和消费层次的升级, 棉花在下游产品中运用的比例具备一定的刚性和底线。

5.1 中游——“长”“短”替代皆有局限

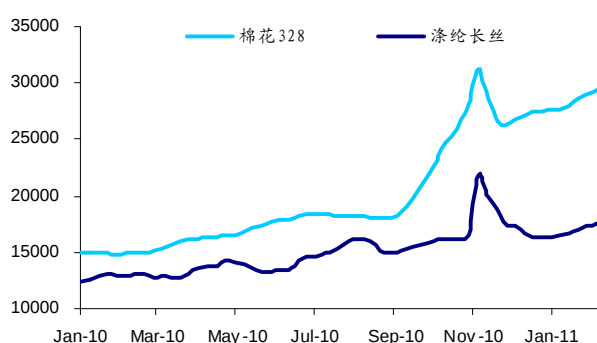
首先, 我们认可涤纶短纤对于棉花的替代作用。但同时我们认为, 涤纶短纤的替代性, 并不能够对棉花的需求决定性的影响。从长期来看, 与棉花走势相关性最高的是涤纶长丝, 而并非短纤。通过分析 2006 年至 2010 年期间棉花价格与涤纶短纤以及涤纶长丝价格的关系, 我们发现相关性系数分别为 0.75 和 0.55, 涤纶长丝与棉花价格的相关性显然更高。

图 37 2010 年至今棉花与短纤价格走势(元/吨)



资料来源: 锦桥纺织网, 海通证券研究所

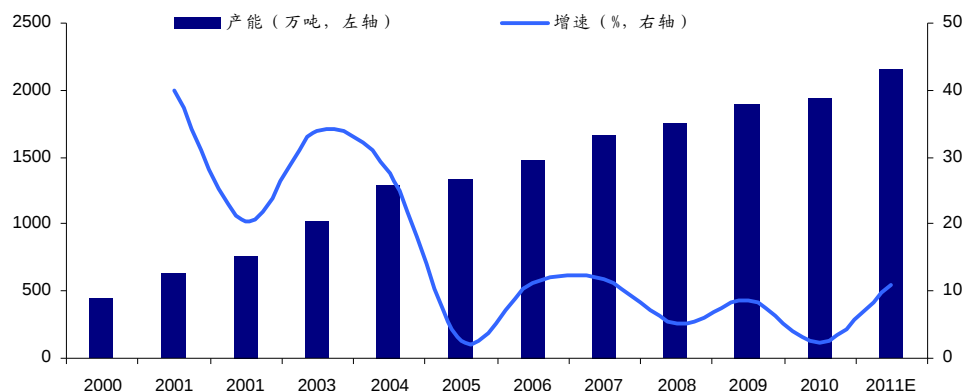
图 38 2010 年至今棉花与涤纶长丝价格走势(元/吨)



资料来源: 锦桥纺织网, 海通证券研究所

与此同时, 涤纶长丝的大规模产能扩张对于成本和技术投入的要求明显高于短纤, 短期内其产量和质量的提升受到限制, 而且长丝行业本身目前处于产能增速低于需求增速的局面, 供给紧张, 2005 年至 2010 年国内长丝产能扩张复合增长率仅为 7%, 产能扩张速度有限。虽然自 2010 年起, 涤纶长丝厂家扩产动力有所加强, 据业内专家计算, 随着国内逐步加大从日本、德国进口长丝卷绕设备, 2011 年产能扩张速度将达到 14% 左右, 但预计短期内涤纶长丝供应偏紧的状态不会发生根本改变。因此我们认为, 短期内长丝对于棉花的替代性将受到限制。

图 39 我国涤纶长丝产能与增速



资料来源：国家统计局，第一纺织网，海通证券研究所

5.2 下游——纵然是齐眉举案，到底意难平

棉花、短纤和长丝作为纺织和服装产品的生产原料，具备相互替代性，但我们也应该看到，每一种原料都具备一定的刚性比例底线，不可能被完全替代，只是随着各自价格的波动，在一定比例和强度范围内替代和被替代。从全球角度来看，我国棉花在下游产成品，尤其是服装中所占的比例一直相对较高，我们认为这一趋势短期内不会轻易发生根本性的改变。

虽然从成本的角度而言，纤维类产品的替代效应将提高企业的效率和利润，但对于部分消费者而言，“价”优固然重要，但“质”高更为必须。随着我国居民收入水平的不断提升，对于服装、家纺的消费升级日趋强烈，尤其是随着品牌服装需求增速的不断扩大，居民对于产品品质的要求也不断提升。在此轮更新和升级性质的需求驱动下，企业订单对于部分优质原材料的要求逐渐刚性，通常而言，涤纶短纤的品质和舒适度都低于棉花，替代效果将受到压制。

最后，虽然棉花价格的上涨将使得纤维类替代品的需求量明显上升，但值得注意的是，目前涤纶短纤和长丝的价格也同样上涨较快，我们并不认为纤维产品的价格能够“反向”引导棉花价格的涨跌，但一定时期内短纤和长丝价格的上涨将抬高棉花价格的底部支撑位置。

6. 主要不确定性

- 1) 国内棉花种植面积大幅超预期。
- 2) 印度棉花出口限制政策出现较大幅度放松。
- 3) 全球气候条件变化。

公司篇

目前国内A股市场棉花行业标的公司很少，有新赛股份、敦煌种业和新农开发，新农开发未来或将转型为资源矿产股，我们未予讨论。

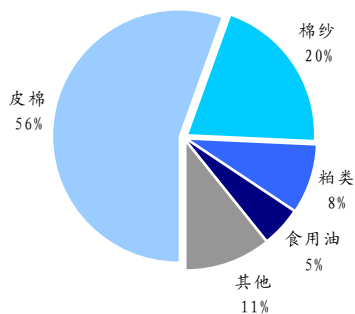
7. 新赛股份（600540）

公司主营棉花的种植、加工与销售，以并逐渐形成以棉花种植加工为主，油脂加工和棉纺织为辅的“一主两翼”产业格局，公司实际控制人是新疆生产建设兵团农五师国资委。公司现拥有 8 家轧花厂 30%的股权(公司 2010 年 7 月 16 日发布公告，此前公司控股的 8 家轧花厂约 70%的股权将向雄峰控股集团出售)，公司同时自有棉花种植面积约 24 万亩，可加工产出皮棉量近 2 万吨，公司外购籽棉的皮棉产出量也在 2 万吨左右，各占一半。

公司 2010 年上半年业绩较差的主要原因在于公司油脂业务的亏损较大，拉动整体业绩下滑。公司后期将力争实现以单纯种植业经营为主向以农业产业化、新型工业化和贸易经营为主的优化升级。同时公司宣布由公司控股子公司新疆新赛棉业有限公司作为责任主体开展棉花期货套期保值业务，增强公司的抗风险能力。

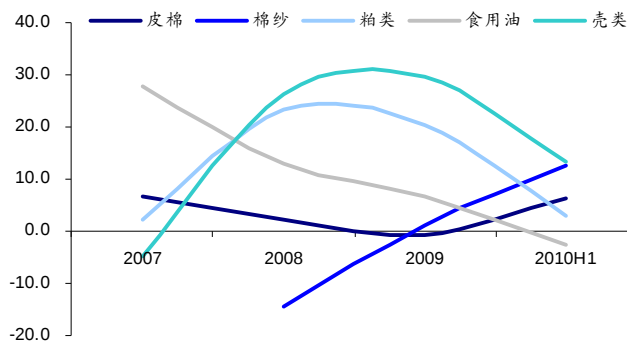
公司于 2011 年 1 月 26 日发布 2010 年度业绩预增公告，经公司财务部门初步测算，预计 2010 年度业绩较去年同期增长 50%以上。主要原因在于，公司的主要产品棉花、棉纺销售情况较去年大幅好转且销售价格持续上升，引致公司业绩与去年同比出现较大差异。

图 40 2010 年上半年新赛股份主营收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 41 新赛股份主要产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司拟用 2 至 4 年的时间，将皮棉产能扩大到 20 万吨，占新疆地区皮棉业务的 10%-15%。我们认为，受益于 2011 年依然处于高位的国内棉价，公司主营业务有望反弹，皮棉业务的毛利率将得益于皮棉的高售价而得以提升，进一步巩固公司在国内棉花领域的龙头地位。

公司并未明确公布 2010 年籽棉收购的具体成本均价，且公司表示籽棉收购进度不是很快，但我们认为有部分的籽棉收购协议价格是低于市场价格的，预计公司皮棉利润在主营业务利润中的占比将进一步提升。我们假设公司 10/11 年度在新疆地区籽棉收购均价在 5.70 元(疆棉收购价格较内地稍高，同时暂不考虑公司签订的协议价格)，当市场棉价达到 30000 元/吨时(假定为公司皮棉销售均价)时，基于 2011 年公司 4 万吨皮棉产量的假设，预计公司皮棉业务贡献 EPS 为 0.17 元。

公司业绩受皮棉价格影响较大，因此我们独立出皮棉业务单独做分析，通过分析公司籽棉收购均价和皮棉市场价格，预测公司皮棉业务每股收益如下：

表 9 2011 年皮棉市场价格、公司籽棉收购均价与公司皮棉业务 EPS 预测

公司皮棉业务每股收益 (元)		公司籽棉收购均价(斤/元)					
		5.55	5.60	5.65	5.70	5.75	5.80
皮 棉 价 格 (元 / 吨)	27500	-0.08	-0.14	-0.21	-0.27	-0.33	-0.39
	28500	0.08	0.05	0.01	-0.04	-0.11	-0.17
	29500	0.21	0.18	0.14	0.11	0.07	0.03
	30000	0.28	0.24	0.21	0.17	0.14	0.10
	30500	0.34	0.30	0.26	0.23	0.19	0.16
	31500	0.47	0.43	0.39	0.36	0.32	0.29

资料来源：海通证券研究所

整体角度考虑，我们预计公司 2010 年至 2012 年每股收益分别为：0.08 元、0.20 元、0.25 元。公司股价与棉价存在相关性，伴随棉价涨跌具有交易性机会。

公司面临的主要风险：

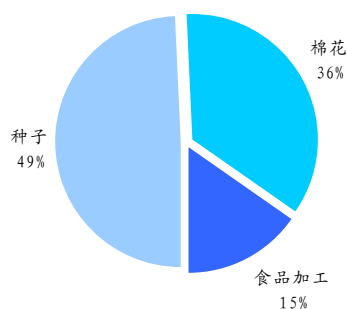
- 1) 皮棉价格大幅下跌；
- 2) 籽棉收购价格上涨将带动棉籽价格上扬，对公司食用油业务造成成本压力。

8. 敦煌种业（600354）

公司主要从事各类农作物种子的研发、繁育、加工、储藏和销售；以及棉花等农副产品的收购、加工和销售，其中棉花业务收入约占比公司主营业务收入的 35%。公司于 2011 年 1 月 29 日发布业绩预增公告，根据公司财务部门初步测算，预计 2010 年度公司归属于母公司所有者净利润与上年同期相比增长 150%以上，主要原因在于公司子公司敦煌种业先锋良种有限公司“先玉 335”品种的热销。

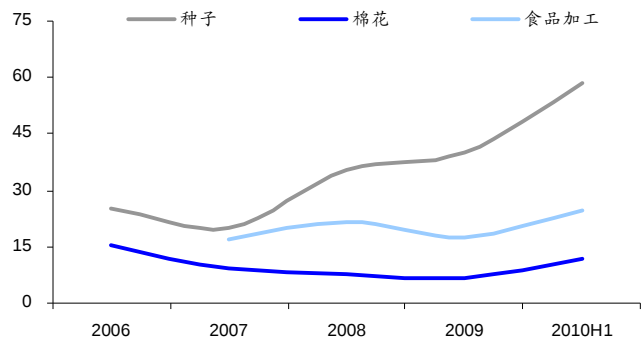
棉花产业方面，公司 09 年共收购加工皮棉 6224 吨，全年实现棉花产业营收 30890 万元，较 2008 年小幅下降 0.81%。公司规划 2010 年棉花产业经营规模稳定在 3 万吨左右，但从 2010 年上半年的情况来看，由于 09/10 年度公司所在的棉花采购区域棉花种植面积减少、原棉收购主体竞争激烈，公司原棉收购量大幅缩减。公司通过推进“西出”战略、加大皮棉购销和积极开展棉花套期保值等业务，2010 年上半年实现棉花产业销售收入 21760 万元，较上年同期下降 14.34%，实现棉花产业营业利润 2553 万元。

图 42 2010 年上半年敦煌种业主营收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 43 敦煌种业主要产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司于 2011 年 2 月 15 日宣布完成非公开发行 1758 万新股, 约占此前总股本的 9%, 发行价格为人民币 25 元/股, 实际募集资金总额达 4.09 亿元。其中, 公司拟投资 3000 万元用于新疆玛纳斯 1000 吨/日棉籽生产线技术改造项目, 项目达成后, 公司棉籽年总处理能力将达到 35 万吨, 将成为国内最大的棉籽油加工企业, 就此项目本身而言, 虽涉及棉花产业, 但并不直接受益于棉花价格的上涨。

我们认为, 2011 年公司将继续落实“稳棉花、调种子、扩食品、强投资”的发展思路, 公司顺利完成非公开发行后, 预计 2010 年至 2012 年每股收益分别为: 0.37 元、0.95 元、1.20 元, 给予公司增持评级。

公司面临主要风险:

- 1) 恶劣天气和病虫害。

信息披露

分析师声明

丁频：农林牧渔&食品行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、国投中鲁、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；			
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。			

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪昇明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605
罗震 (021) 23219326

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com
luozh@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益望 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

刘惠莹 (021) 23219441

liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674

hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

联系人
唐爽爽 (021) 23219716

tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
董乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com

虞楠

yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
联系人
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
联系人
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com
白瑜 (021) 23219430 baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402 fengzq@htsec.com

社会服务业

罗少平 (021) 23219390 luosp@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com
谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com
联系人
贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755) 82775282 caitq@htsec.com
毛艺龙 (021) 23219373 maoyl@htsec.com
刘晶晶 (0755) 82775282 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755) 82775282 gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高溱 (021) 23219386 gaoq@htsec.com
季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com
胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com
黄毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com
朱健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com

北京地区销售团队

孙俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com
殷怡琦 (010) 58067944 yinyq@htsec.com
张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com