

证券研究报告—深度报告

基础化工

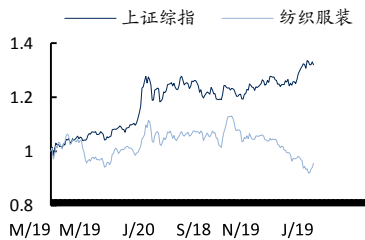
粘胶短纤行业研究报告

超配

(维持评级)

2021 年 01 月 29 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《生物柴油行业研究报告: 欧洲政策利好, 生物柴油行业迎来快速发展契机》——2020-12-31
《行业专题-环丙景气度不断, 多种工艺百家争鸣》——2020-12-16
《新材料专题系列报告(六): PTFE: 向 5G 和新能源等高端应用领域突围》——2020-12-09
《基础化工行业 12 月投资策略: 行业景气上行, 看好化工迎来“大”时代》——2020-12-08
《基础化工行业 2021 年投资策略: 新一轮景气上行, 迎来化工“大”时代》——2020-11-21

证券分析师: 杨林

电话:
E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

电话:
E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306
E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519040001

证券分析师: 商艾华

电话:
E-MAIL: shangaihua@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519090001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

粘胶短纤底部回暖, 受益棉花价格上涨景气度持续提升

● 粘胶短纤性能优异, 位于纺织服装产业链中上游

粘胶短纤是一种天然纤维素的再生纤维, 又称“人造棉”, 与棉花同为棉纺的原材料, 其吸湿性、染色性、悬垂性、色牢度、可纺性等性能优异。粘胶短纤主要应用于人棉纱(61%)、混纺纱(31%)以及无纺布等领域(7%), 粘胶短纤是我国纺织工业的重要原料, 在天然原料-纤维-纺纱-织布-服装的整条产业链上位于中游偏上的位置。

● 粘胶短纤毛利润由负转正, 年内无新产能投放供需格局持续好转

我国是全球粘胶短纤行业生产大国, 2020 年我国粘胶短纤行业总产能约 520 万吨/年。粘胶短纤行业自 2018 年 11 月持续亏损, 2020 年全年现金流处于亏损状态, 受环保限产叠加下游需求增长的影响, 粘胶短纤供需格局改善, 毛利润水平由负转正, 目前粘胶短纤报价 13200-13300 元/吨, 自 2021 年初涨幅约 1800 元/吨, 自 2020 年四季度以来涨幅约 4000 元/吨。2021 全行业无新产能投放预期。新乡以及昌吉各 6 万吨设备处于长停状态, 预计 2021 年粘胶短纤产能有所降低, 受疫情影响水刺无纺布需求大幅增加, 拉动粘胶短纤需求持续恢复, 供需格局有望进一步改善。

● 棉花价格仍存上涨空间, 棉花-粘胶价差有望继续收窄

2020 年国内棉花产量 580 万吨左右, 预计 2021 年需求在 790 万左右, 国内棉花缺口仍在。目前棉花价格在 15000 元/吨左右, 从成本上来看, 新疆地区机采棉加工成本在 14500-15000 元/吨, 手摘棉成本在 15000 元/吨以上, 价格仍在成本线附近。在全球大宗商品及农产品价格上涨预期下, 我们看好棉花价格的上涨。目前棉花-粘胶短纤价差约 1800 元/吨, 历史上看棉花-粘胶短纤平均价差在 800-1000 元/吨, 在棉花价格上涨周期价差更小, 因此我们认为棉花-粘胶价差未来仍有收窄空间。

● 溶解浆价格持续上涨, 成本端支撑粘胶价格

2020 年中国溶解浆行业进口依存度升至约 85%, 溶解浆供应紧张, 价格由 2021 年初 5800 元/吨上涨至 6400 元/吨, 成本端支撑粘胶价格继续上行。2020 年由于疫情对防护用品需求增加导致纸浆需求大增, 部分溶解浆企业转产纸浆导致产能下降。溶解浆企业成本相对固定, 受粘胶价格上涨影响, 溶解浆企业近期价格快速上行, 进一步对粘胶价格形成支撑。

● 投资建议

我们建议关注粘胶行业龙头企业三友化工、中泰化学。

● 风险提示

国际疫情发展不可预期影响需求变化, 人民币汇率变化影响出口成本, 新增产能投放超预期, 原材料市场波动剧烈

投资摘要

关键结论与投资建议

粘胶短纤性能优异，位于纺织服装产业链中上游，主要应用于人棉纱、混纺纱、无纺布等领域。行业自 2018 年 11 月持续亏损，2020 全年现金流处于负值状态，中小产能企业受冲击较大，因此 2021 无新产能投放预期。随着 2020 年下半年经济复苏，我国社会消费品零售总额、服装鞋帽针纺织品类销售额实现稳定正增长，下游人棉纱和涤粘纱市场持续跟涨，终端市场出口形势好转。水刺无纺布生产线仍在增长，并且其中三家粘胶短纤生产商均存在水刺无纺布生产线投产规划，预估 2021 年水刺无纺布对于粘胶短纤消费量或增加 10 万吨以上。涡流纺因下半年盈利突出，2021 年仍有或存在较多设备投产计划，预估 2021 年涡流纺对于粘胶短纤消费量亦会继续增加。

粘胶短纤原料溶解浆供应紧张，成本端支撑粘胶短纤价格，此外棉花现价仍处低位，在全球大宗商品及农产品价格上涨预期下，我们看好棉花价格的上涨，棉花-粘胶短纤价格有望收窄，因此粘胶短纤价格有望继续上行。

我们建议关注粘胶行业龙头企业三友化工、中泰化学。

核心假设或逻辑

第一，我们认为粘胶短纤下游市场需求稳定增长，无新产能投放供需格局改善。

第二，我们认为棉花现价仍处低位有望上涨，棉花-粘胶短纤价差有望收窄。

与市场预期不同之处

我们认为棉花价格仍位于成本线，目前储备棉轮出结束，价格仍存上涨空间，棉花-粘胶价差有望继续缩窄。根据 USDA 报告数据，预计 2020/2021 年度全球棉花产量 2457.4 万吨，全球消费量 2519.6 万吨，全球棉花仍处于供需紧平衡格局。在全球大宗商品及农产品价格上涨预期下，我们看好棉花价格的上涨。同时目前棉花价格在 15000 元/吨左右，从成本上来看，新疆地区机采棉加工成本在 14500-15000 元/吨，手摘棉成本在 15000 元/吨以上，不考虑储运成本，棉花价格仍在成本线附近。目前棉花-粘胶短纤价差约 1800 元/吨，历史上看棉花-粘胶短纤平均价差在 800-1000 元/吨，且在棉花价格上涨周期价差更小，因此我们认为棉花-粘胶价差未来仍有收窄空间。

股价变化的催化因素

第一，经济复苏带动下游市场需求稳定增长，无新产能投放预期供需紧张。

第二，棉花等替代产品价格上行，粘胶短纤的替代效应增强。

第三，上游原料成本价坚，对粘胶短纤市场价支撑较强。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，国际疫情发展不可预期，出口市场需求格局不及预期。

第二，新增产能投放超预期。

第三，原材料市场波动剧烈，影响盈利。

内容目录

粘胶短纤性能优异，位于纺织服装产业链中游偏上	5
粘胶短纤属于天然纤维素的再生纤维，性能优异	5
粘胶短纤位于产业链中游偏上，下游市场面向纺织服装领域	5
2021 年无新产能投放预期，下游需求稳定增长	5
我国是全球粘胶短纤行业生产大国，行业集中度高	5
2021 年无新产能投放预期，受 2018 年产能快增的供给过剩或将改善	6
我国粘胶短纤自给率高，进口依存度、出口依存度较小	7
下游需求转暖库存处于低位，粘胶短纤市场价持续上涨	8
溶解浆市场供应紧张，化工辅料市场维稳	9
棉花价格有望上涨，棉花-粘胶短纤价差有收窄空间	10
粘胶纤维三代产品互为替代，粘胶短纤与莫代尔、莱赛尔价差持续降低	10
棉花与粘胶短纤有替代效应，棉价有望上涨，棉花-粘胶短纤价差有收窄空间	11
相关标的	15
风险提示	15
国信证券投资评级	16
分析师承诺	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明	16

图表目录

图 1: 粘胶短纤上下游产业链	5
图 2: 粘胶短纤下游各领域需求	5
图 3: 全球粘胶短纤主产国产能占比	6
图 4: 我国粘胶短纤产能、产量情况 (万吨)	7
图 5: 我国粘胶短纤开工率 (%)	7
图 6: 国内粘胶短纤进出口及表观消费量 (万吨)	7
图 7: 短纤进口国占比	7
图 8: 我国粘胶短纤出口国占比	7
图 9: 我国粘胶短纤消费增长率和产量增长率情况 (%)	8
图 10: 我国粘胶短纤库存天数 (天)	8
图 11: 国内粘胶短纤价格及毛利润 (元/吨)	8
图 12: 人棉纱、涤粘纱价格变化趋势 (元/吨)	9
图 13: 我国社会消费品零售总额、服装鞋帽针纺织品类零售额增速变动情况	9
图 14: 浆粕市场价格 (元/吨)	10
图 15: 硫酸、烧碱、煤炭市场价格 (元/吨)	10
图 16: 莫代尔、莱赛尔与粘胶短纤的价格 (元/吨)	11
图 17: 棉花 (CCIndex:3128B) 与粘胶短纤的价格变化趋势 (元/吨)	13
图 18: 全球棉花消费量 (万吨) 及库存消费比	14
图 19: 棉花、涤纶短纤相关替代品与粘胶短纤的价格关系 (元/吨)	14
表 1: 我国粘胶短纤主要生产企业	6
表 2: 粘胶短纤原材料单耗构成情况 (吨)	10
表 3: 三代粘胶纤维主要性质	11
表 4: 粘胶短纤、棉花、涤纶短纤性能对比	12
表 5: 棉花历年价格变化原因	12

粘胶短纤性能优异，位于纺织服装产业链中游偏上

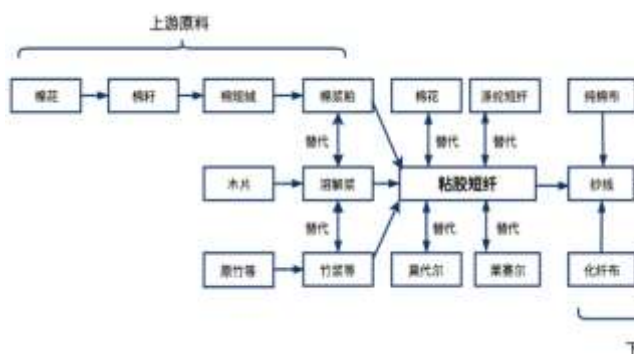
粘胶短纤属于天然纤维素的再生纤维，性能优异

粘胶短纤俗称“人造棉”，是一种天然纤维素的再生纤维，和棉花同为棉纱的原材料，质地与棉花相近，其吸湿性好，手感柔软，穿着舒适。粘胶短纤属于普通粘胶纤维，主要原料是化学浆粕，包括棉浆粕和木浆粕两种。经过碱化、老化、磺化等工序制成可溶性纤维素黄原酸酯，再溶于稀碱液制成粘胶，经湿法纺丝而制成。随着经济快速发展和人民生活水平不断提高，人们对服装家纺的市场需求日益增长，粘胶短纤凭借其优质的吸湿性、染色性、悬垂性、色牢度、可纺性等性能，在市场上广受欢迎。

粘胶短纤位于产业链中游偏上，下游市场面向纺织服装领域

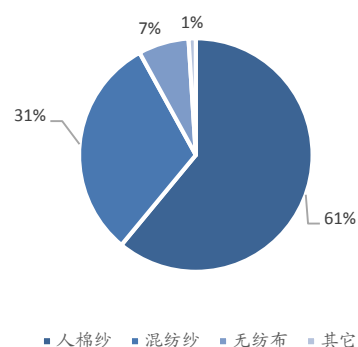
粘胶短纤主要应用于、人棉纱、混纺纱以及无纺布领域，粘胶短纤是我国纺织工业的重要原料，在天然原料-纤维-纺纱-织布-服装的整条产业链上位于中游偏上的位置。从原料端看，粘胶短纤可以由富含纤维素的天然植物生产，产业上目前 80%以上由木片制成溶解浆后生产，部分企业凭借资源优势使用棉浆粕生产，也有少数装置使用竹浆生产。在下游市场环节，我国粘胶短纤下游应用领域主要包括人棉纱、混纺纱以及无纺布领域，终端需求主要用于纺织服装领域。

图 1：粘胶短纤上下游产业链



资料来源：百川孚盈，国信证券经济研究所整理

图 2：粘胶短纤下游各领域需求



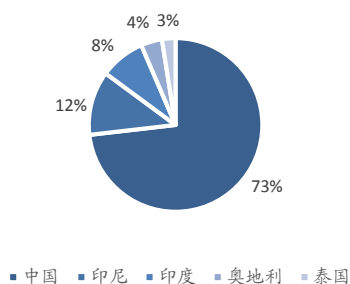
资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

2021 年无新产能投放预期，下游需求稳定增长

我国是全球粘胶短纤行业生产大国，行业集中度高

2020 年我国粘胶短纤行业总产能约 521 万吨/年，三友化工、中泰化学等粘胶短纤产能位居行业前列。其余粘胶短纤产能大国印尼是全球第二大粘胶短纤生产国，其现有产能 85 万吨/年，第三位是印度 60 万吨/年。

图 3：全球粘胶短纤主产国产能占比



资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

我国粘胶短纤行业集中度高，行业前五大企业产能占比 65.1%。前两年粘胶短纤行业的持续亏损给中小产能企业带来重创，头部企业规模扩张较为明显，2017 年 9 月工信部开始实施《粘胶纤维行业规范条件(2017 版)》（以下简称《条例》），《条例》鼓励和支持现有粘胶纤维企业通过技术改造淘汰落后产能，优势企业并购重组，提升产业集中度和整体竞争能力。近年行业龙头并购、重组等相关行为较为频繁，如产能合并较大的有中泰化学收购富丽达、赛得利收购江西龙达。

表 1：我国粘胶短纤主要生产企业

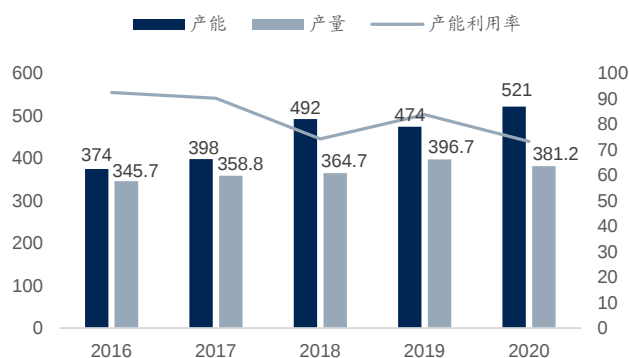
企业简称	产能（万吨/年）
赛得利	125
唐山三友	80
中泰化学	70
阜宁澳洋	32
山东雅美	32

数据来源：百川浮盈，国信证券经济研究所整理

2021 年无新产能投放预期，受 2018 年产能快增的供给过剩或将改善

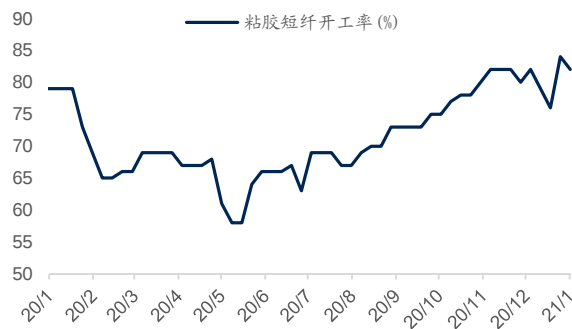
2020 年我国粘胶短纤行业产能 521 万吨/年，同比增加 9.9%，产量 381.2 万吨，同比减少 3.9%，2020 以来粘胶短纤企业开工率呈先降后升趋势，全年产能利用率下降 10.5 个百分点至 73.2%，主要由于疫情影响产能未能完全释放，而需求相对平稳。粘胶短纤行业自 2018 年 11 月持续亏损，2021 年 1 月中旬首次迎来盈利增长，2020 全年现金流处于负值状态，在此期间中小产能受冲击大，行业内不具成本优势的企业开工不利。行业 2021 年已无新产能投放预期，相反或因新乡以及昌吉各 6 万吨以及 10 万吨设备处于长停状态而剔除情况下，预计 2021 年粘胶短纤产能压缩至 508.5 万吨/年，受 2018 年产能快速增长的供给过剩或将持续改善。

图 4: 我国粘胶短纤产能、产量情况 (万吨)



资料来源: 中国化工信息, 国信证券经济研究所整理

图 5: 我国粘胶短纤开工率 (%)

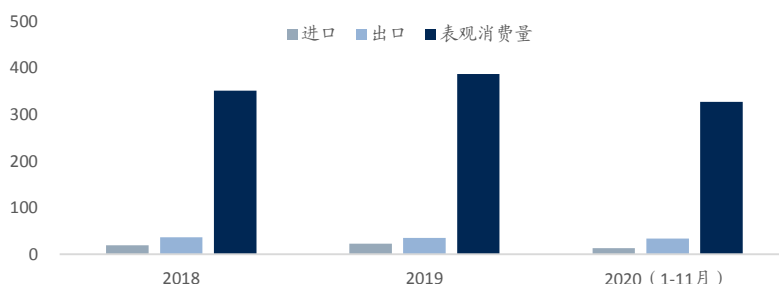


资料来源: 中国化工信息, 国信证券经济研究所整理

我国粘胶短纤自给率高, 进口依存度、出口依存度较小

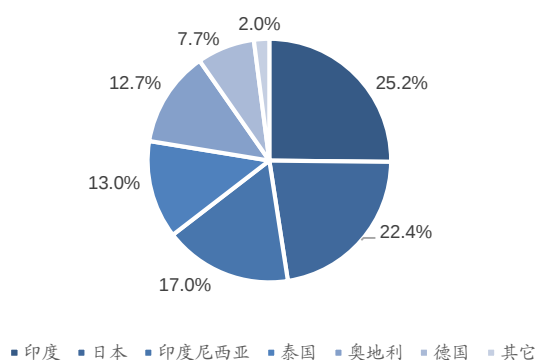
2020 年我国粘胶短纤进口量有所下降, 进口依存度从去年的 5.81% 下降至 3.99%, 自给率充足。2020 年我国粘胶短纤进口总量 13.0 万吨, 粘胶短纤主要进口地区是印度 (25.2%)、日本 (22.4%)、印度尼西亚 (17.0%)、泰国 (13.0%)、奥地利 (12.7%)。出口方面, 粘胶短纤出口量较稳定, 出口量占总产量比重较小, 对消化国内粘胶短纤产量有限。粘胶短纤主要出口地区是美国 (26.5%)、越南 (16.2%)、中国台湾 (9.7%)、伊朗 (9.4%)、孟加拉国 (7.5%)。

图 6: 国内粘胶短纤进出口及表观消费量 (万吨)



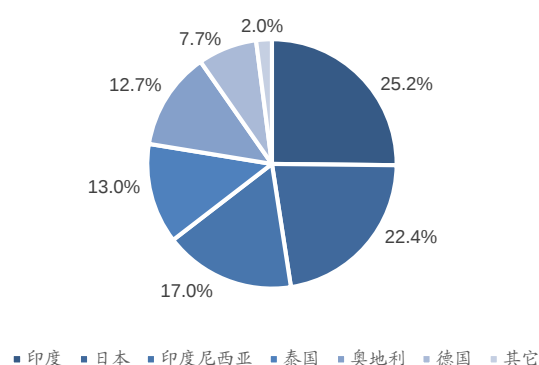
资料来源: 百川浮盈, 国信证券经济研究所整理

图 7: 短纤进口国占比



资料来源: 百川浮盈, 国信证券经济研究所整理

图 8: 我国粘胶短纤出口国占比



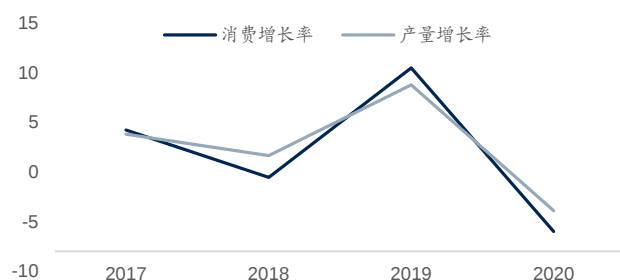
资料来源: 百川浮盈, 国信证券经济研究所整理

下游需求转暖库存处于低位，粘胶短纤市场价持续上涨

2020 年粘胶短纤消费增长率低于产量增长率，分别为-6.0%和-3.9%，较 2019 年整体需求有所减弱。由于上半年开机下滑叠加 7 月下旬以历史低价促销以及下半年出口的恢复，下半年以来粘胶短纤库存呈现下降趋势，2021 年元旦以来库存均持续维持在 10 天以下的位置。

目前水刺无纺布生产线仍在增长，并且其中三家粘胶短纤生产商均存在水刺无纺布生产线投产规划，预估 2021 年水刺无纺布对于粘胶短纤消费量或增加 10 万吨以上。其次，涡流纺因下半年盈利突出，2021 年仍有或存在较多设备投产计划，涡流纺的主要原料便来自于粘胶短纤、其次为涤纶短纤，生产的纱线品种目前以人棉纱、涤粘纱以及纯涤纱为主，因此预估 2021 年涡流纺对于粘胶短纤消费量亦会继续增加。

图 9：我国粘胶短纤消费增长率和产量增长率情况（%）



资料来源：百川孚盈，国信证券经济研究所整理

图 10：我国粘胶短纤库存天数（天）

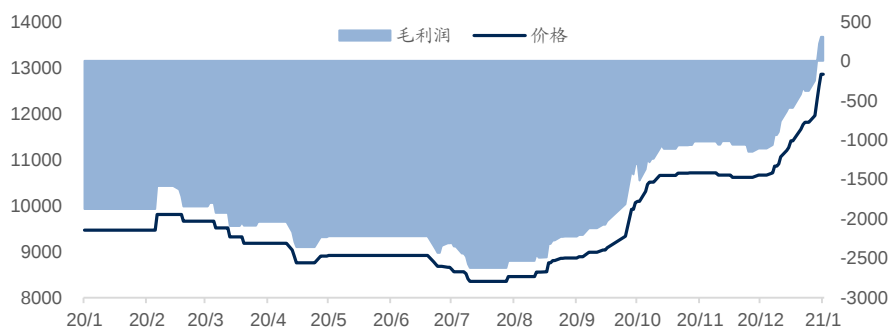


资料来源：百川孚盈，国信证券经济研究所整理

受下游纺织服装海外订单转移及寒冬导致需求转暖，粘胶短纤市场主流商谈价格继续上移。截至 2021 年 1 月 15 日，粘胶短纤市场均价为 12854.6 元/吨。元旦以来粘胶短纤基准价在 12141.0 元/吨附近承兑，环比增长 12.4%，同比减少 28.3%。这是自 2018 年 11 月粘胶短纤持续亏损以来首次实现扭亏为盈，平均毛利润与上月相比上涨 843.8 元/吨。

实际元旦之后粘胶短纤新单交易量已经放缓，但粘胶短纤涨势却有增无减，具体原因是在于工厂控制接单。当前国内多数粘胶短纤生产商的溶解浆库存只有约 2 个月，而对于 3 月份溶解浆采购量价预计在 1 月末，目前多数粘胶短纤企业已将 2 月份的货量提前预售，即将开始预售 3 月份的产量，粘胶短纤近期价格有望持续上涨。

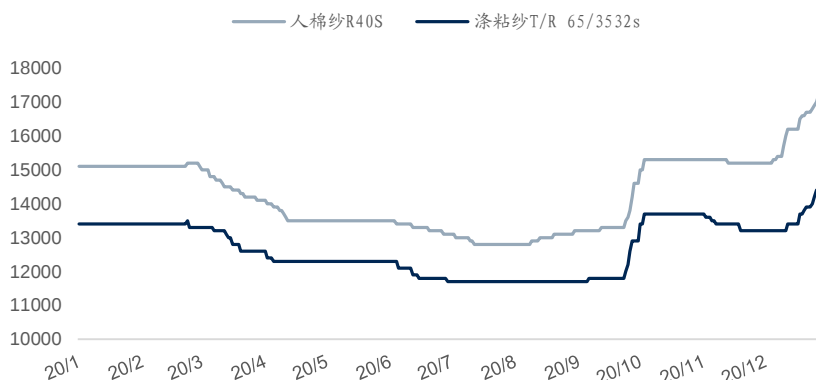
图 11：国内粘胶短纤价格及毛利润（元/吨）



资料来源：百川孚盈，国信证券经济研究所整理

原料上涨，下游人棉纱和涤粘纱市场跟涨心态强烈。截至 1 月 17 日，人棉纱 R40S 价格达 17700 元/吨，同比+17.2%，环比+16.5%，涤粘纱价格 14600 元/吨，同比+9.0%，环比+10.6%。

图 12：人棉纱、涤粘纱价格变化趋势（元/吨）

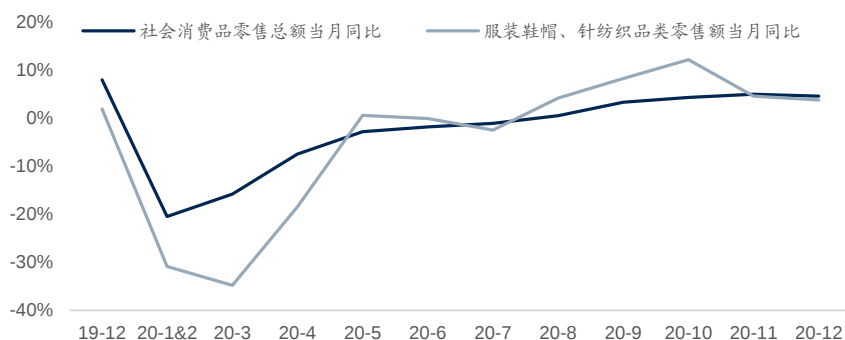


资料来源：百川浮盈，国信证券经济研究所整理

服装需求增长是带动粘胶短纤用量上涨的主要动力。受疫情影响，国内经济增长放缓，服装零售市场持续负增长。据国家统计局数据显示，2020 年全国社会消费品零售额为 391981 亿元，同比-3.9%，增速较去年同期下降 11.9 个百分点，服装鞋帽、针纺织品类零售额 12365 亿元，同比下降 6.6%，增速较去年同期下降 9.5 个百分点。随着下半年经济复苏，我国社会消费品零售总额、服装鞋帽针纺织品类销售额实现稳定正增长。

中国和印度是全球纺织服装行业的主产国，成衣基本覆盖世界 80% 产能。由于欧美经济下滑导致其对服装购买力下降，对全球纺织服装消费影响较大。目前，有色、阻燃、竹纤维是我国粘胶短纤行业的主流方向，符合国际对阻燃纤维和窗帘的需求。若 2021 全球疫情得以控制，整体经济复苏带动纺织行业需求增长。

图 13：我国社会消费品零售总额、服装鞋帽针纺织品类零售额增速变动情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

溶解浆市场供应紧张，化工辅料市场维稳

粘胶短纤的成本主要由原材料、人工成本和制造费用构成，其中原材料占成本的比例大概为 85%~90% 之间。其中浆粕的成本约占短纤生产成本的 60%，是主要原材料，其他原材料则主要包括烧碱、硫酸以及煤炭等。浆粕以棉浆和溶

解浆为主，由于棉浆粕污染严重，且供给容易受到棉花产量的限制，近年来受棉花减产影响，棉短绒和棉浆粕产量同比下降，因此溶解浆消费量更大。国内溶解浆产能不足以满足要求，进口依存度较高，其余烧碱、硫酸等辅助原料国内供应较为充足。

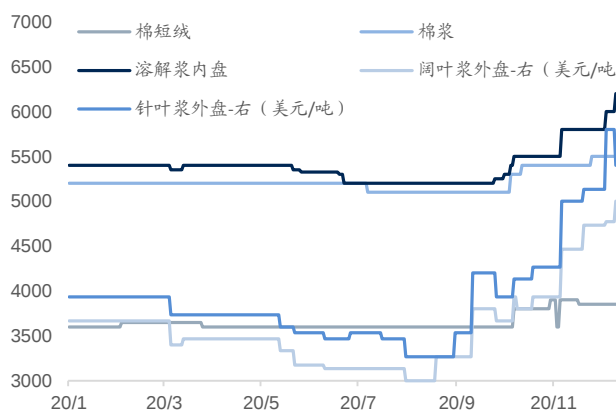
表 2: 粘胶短纤原材料单耗构成情况 (吨)

产品	单耗 (吨)
浆粕	1.03
硫酸	0.70
液碱	0.55
煤炭	0.32
二硫化碳	0.20

资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

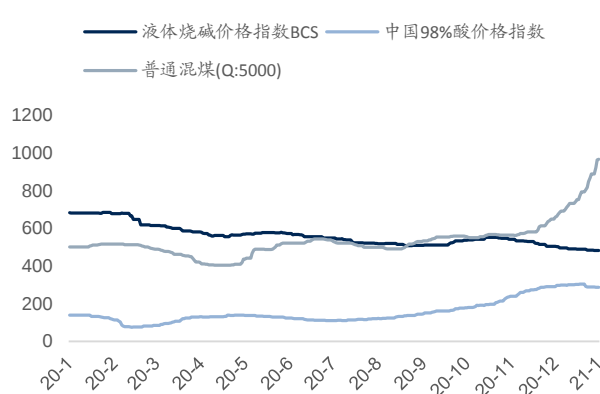
元旦以来原料溶解浆市场供应紧张，价格大稳小跌，其余浆粕原料价格均大幅上涨。截至 1 月 17 日，溶解浆价格 6600 元/吨，阔叶浆报价 800 美元/吨，针叶浆报价 860 美元/吨，棉浆市场价 6000 元/吨，棉短绒市场价 4150 元/吨。化工辅料烧碱行情弱势稳定，针对各地目前的管控措施，春节前物流运输或将受到影响，同时为防止人员密集型流动，部分下游工厂或将提前放假，这对烧碱市场来说都是利空因素。目前国内氯碱企业开工依然偏高，加上江苏 30 万吨新装置的开满，供需矛盾更加严峻，烧碱市场或将继续下行。硫酸价格波动上涨，动力煤价格处于历史新高，对粘胶短纤带来成本压力。

图 14: 浆粕市场价格 (元/吨)



资料来源: 百川浮盈, 国信证券经济研究所整理

图 15: 硫酸、烧碱、煤炭市场价格 (元/吨)



资料来源: 百川浮盈, 国信证券经济研究所整理

棉花价格有望上涨，棉花-粘胶短纤价差有收窄空间

粘胶纤维三代产品互为替代，粘胶短纤与莫代尔、莱赛尔价差持续降低

粘胶纤维的发展可分为三个阶段，同时也形成三代产品。粘胶纤维是人工纤维的一种，主要原料是化学浆粕，包括棉浆粕和木浆粕两种。它是以天然纤维为原料，经碱化、老化、磺化等工序制成可溶性纤维素黄原酸酯，再溶于稀碱液制成粘胶，经湿法纺丝而制成。粘胶纤维的三代产品如下：（1）第一代普通粘胶纤维，以粘胶短纤为主，于 20 世纪初出现为解决棉花短缺的问题；（2）第二代为高湿模量粘胶纤维，于 20 世纪 50 年代实现工业化生产，代表性产品为莫代尔纤维；（3）第三代为以莱赛尔纤维为代表的溶剂法粘胶纤维。莫代尔纤维和莱赛尔纤维与粘胶短纤构成替代关系。

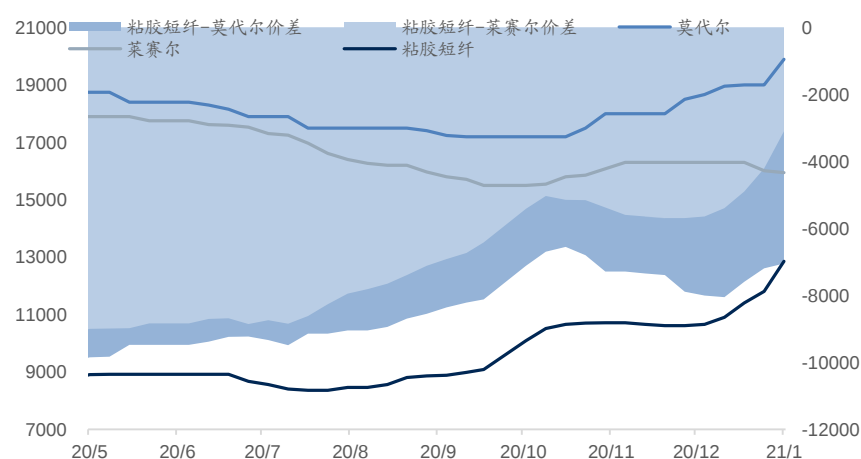
表 3: 三代粘胶纤维主要性质

代表产品种类	生产工艺	主要结构与物理性质
粘胶短纤（第一代）	90%以上使用“粘胶法”生产，即采用浆粕与 CS ₂ 反应生成能溶于碱溶液的纤维素衍生物—纤维素黄原酸酯，反应过程产生大量废气和废水。	具有优良的吸湿性、易染性，但是其模量、强度较低，尤其是湿强度低。
莫代尔纤维（第二代）	与普通粘胶纤维相比，成产工艺上的差别主要有：（1）纤维素应具有较高的平均聚合度（约为 450）；（2）制备的纺丝原液具有较高浓度；（3）调配相应适宜的凝固浴组成（如提高其中硫酸锌的含量），并降低凝固浴温度，延缓成型速度。	内外层结构较均匀，纤维横截面的皮芯层结构没有普通粘胶纤维明显，截面形态趋于圆形或腰圆形。纵向较光滑，改善了普通粘胶纤维在湿润状态下的低强度、低模量的缺点，在润湿状态下也具有较高强度和模量。
莱赛尔纤维（第三代）	采用 NMMO 溶剂法生产，不经过化学反应制备粘胶纤维。当 NMMO 溶解纤维素时，通过与其很强的氢键而破坏纤维素自身的氢键。反应过程中 NMMO 可以回收，目前先进工艺回收率可以达到 99.5%-99.7%，大大降低化学原料的使用量和能量的消耗，废水无害，对环境污染小。	形态结构与普通粘胶完全不同，横截面结构均匀，呈圆形，且无皮芯层之分，纵向表面光滑无沟槽，产品具有强度高、尺寸稳定性好、吸湿性好和混纺性能优异等特性。

资料来源：《粘胶短纤生产工艺阐述》，国信证券经济研究所整理

莱赛尔短纤市场稳中有降，莫代尔进口货源预计 3 月底之前较为紧张，国产货源在供需紧张的情况下价格大幅上扬，目前莱赛尔价格在 15950 元/吨，莫代尔价格在 19900 元/吨。粘胶短纤与莱赛尔、莫代尔价差持续缩小，粘胶短纤的替代效应有所减弱。

图 16: 莫代尔、莱赛尔与粘胶短纤的价格（元/吨）



资料来源：百川浮盈，国信证券经济研究所整理

棉花与粘胶短纤有替代效应，棉价有望上涨，棉花-粘胶短纤价差有收窄空间

粘胶短纤、棉花和涤纶短纤是下游纺织企业的三种重要原料，具有一定的替代

关系。从产品性能看，粘胶短纤属于化纤品种，终端上游为棉花，与棉花性能较为接近，且其下游及终端产品应用领域具有重叠性，在家纺、家居、内衣等产品中应用广泛，在吸湿性、透气性、染色难易以及舒适性方面与棉花性能较为接近。涤纶短纤终端上游为原油，就其原料看与棉花及粘胶短纤差异较大，就性能看与两者亦有明显差异。三者比较来看，涤纶短纤吸湿性及透气性最差，牢固度及防变形能力最强，多与棉花及粘胶短纤混纺，性能互补。

表 4：粘胶短纤、棉花、涤纶短纤性能对比

性能指标	粘胶短纤	棉花	涤纶短纤
吸湿性	非常好（12-14%）	较好（4%-8.5%）	非常好（0.4%-0.5%）
透气性	非常好	非常好	较差
悬垂性	好（比重大）	较差（易变形起皱）	好
染色难度	非常好	较好	一般
强度	较强	一般	非常强
舒适性	与棉花非常接近，亲肤性好	非常好	一般

资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

从棉花历年价格的变化原因来看，宏观经济发展、国家储备棉轮入轮出政策、成本端价格对棉花价格走势影响较大。

表 5：棉花历年价格变化原因

时间	价格态势	变化原因
2013.8-2014	价格强势	2012-2014 年以 19800、20400、20400 元/吨收储 333、651、631 万吨棉花，托底棉花价格
2014-2015	4 月开始一路下跌	原油下行，化纤产品价格下行
2015-2016	全年低靡	取消临储，高库存下市场价格快速下跌，供需缺口出现且有放大趋势
2016-2017	4 月价格回升	印度因干旱天气减产，全球种植面积下降；国内库销比、产量持续下滑，开启棉花价格反转
2017-2018	价格平稳	-
2018-2019	先涨后跌	全球气候不佳影响棉花产量质量；相关保供政策出台控制棉花价格，库存充盈价格下调；7-11 月中美贸易摩擦升温，价格下跌
2019-2020	总体下跌	棉区受灾严重，纺织企业补库结束需求减弱，轮出增加了低价格棉花的供应链，对棉花价格上涨有抑制作用
2020-2021	轮入期后一路上行	棉花种植成本不断提高；宏观复苏叠加农产品共振，籽棉高价抢收

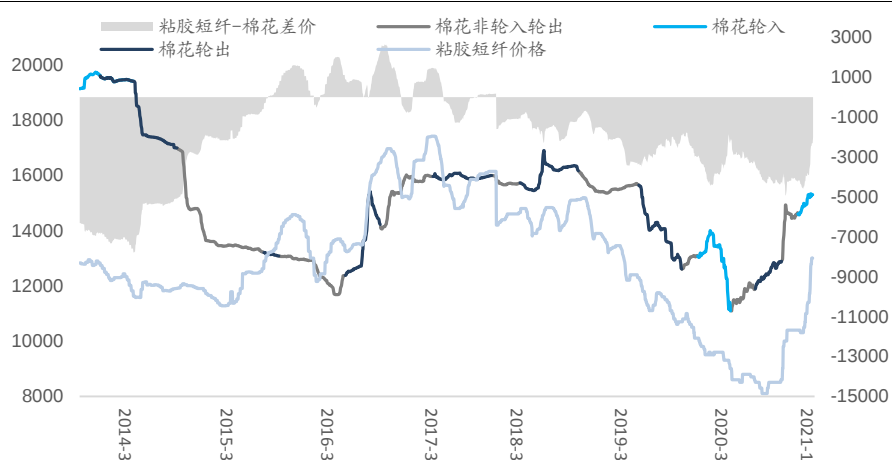
资料来源：同花顺 ifind，国信证券经济研究所整理

从历年储备棉轮入轮出机制对棉花价格的影响上看，轮入政策的执行短时间内会显著提升棉花市场价格。从完整的轮入区间来看，2019/2020 年度轮入政策使棉花价格从 13092 元/吨上涨至 13996 元/吨，增幅 6.9%，在轮入一个月时间后价格下滑。在 2020/2021 年度轮入政策于 2020 年 12 月 1 日执行以来，棉花价格一路上行，截至到 2021 年 1 月 20 日，棉花市场价已从 14598 元/吨上涨到 15316 元/吨，涨幅 4.9%。

自 2014 年 3 月到 2021 年 1 月，粘胶短纤与棉花的平均价差为 2000 元/吨左右。历史上看，粘胶短纤价格与棉花价格走势高度正向相关。但是 2015-2017 年粘胶短纤与棉花价格基本处于倒挂阶段，原因在于国家取消棉花临储，高库存下棉花市场价格快速下跌，供需出现缺口。而下游订单对原料需求发生变化，企业着力发展粘胶短纤等化纤混纺工艺，在迎合下游消费的同时实现成本压缩，粘胶短纤价格步步高。从 2018 年第四季度开始，粘胶短纤价格降幅大，粘胶短纤与棉花价差逐步拉大，我们判断原因在于 2018 年粘胶短纤产能快速扩张，产能利用率急剧下降，供需不匹配导致粘胶短纤价格一路下行。而 2021 年新产

能投放预期，考虑疫情后经济复苏下游市场回温带动开工率回归，我们预测粘胶短纤价格维持高位。

图 17：棉花（CCIndex:3128B）与粘胶短纤的价格变化趋势（元/吨）



资料来源：同花顺 ifind，国信证券经济研究所整理

目前从棉花供给端来看，第一，根据棉花信息网数据显示，2020 年我国产量 592 万吨，同比+0.3%。我国期末库存 779 万吨，与 2019 年基本持平，目前各地轧花企业加工已基本结束。

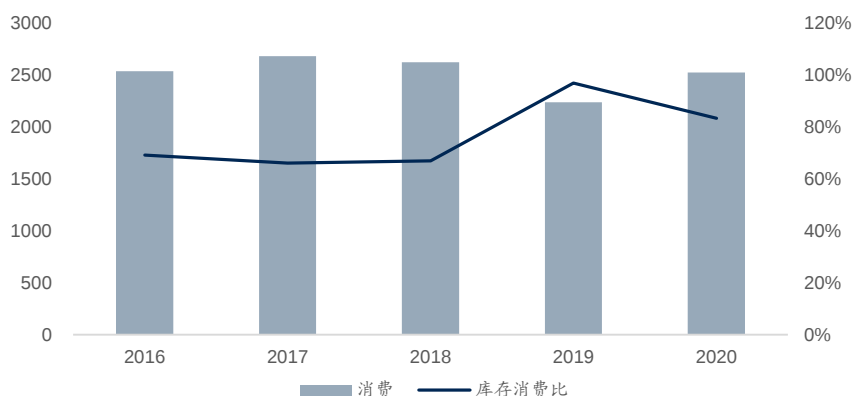
第二，由于国储库存大幅减少，本年度重启收储。但是由于棉花国内外价差居高不下，收储进程有所搁置，根据国内外疫情防控工作的进程和经济活动复苏的程度看，3 月前棉花内外价差或难以回落至轮入价格 800 元/吨。虽然当前国储内棉总量偏低，但因 2019 年和 2020 年有收储数十万吨巴西棉和美棉，国储棉花总量预估可能仍保持在 200 万吨之上。若 2021 年棉花价格持续上涨，预计仍将有足量的棉花抛储来保障供应。收储对市场供需影响不大，后续抛储仍是大概率事件。

第三，2020/21 年度我国进口棉花为 229 万吨。中国积极落实中美贸易第一阶段协议，前五个月中国进口美棉达到 1050 万包，占美棉出口量的 68.9%。并且考虑到 2021 年 1 月 1 日起进口棉花商品关税下调，按照目前的价格，进口棉花成本至少每吨下降 2% 左右，中国 2020/21 年度进口量有望超过 250 万吨。

从棉花需求端来看，第一，根据美国农业部（USDA）最新发布的 1 月份全球棉花供需平衡表显示，由于种植面积减少，2020 年产量 2457 万吨，同比-7.6%。全球棉花消费量为 2520 万吨，同比+12.8%，棉花需求量有所改善。2020 年全球棉花库存消费比由 2019 年的 97% 降至 83%，仍居高位，当前供应主要靠剩余库存。然而 1 月 14 日美国海关和边境保护局发布禁止新疆棉花制品进口的消息引发市场担忧。

第二，由于国内经济复苏和国际订单回流，据海关总署统计，2020 年 1-12 月全国纺织品服装出口 2912.2 亿美元（该口径不含 94 章褥垫、睡袋及其他寝具），同比增长 9.6%（以人民币计同比增长 10.3%），接近历史最好水平。若国际产能迟迟无法复苏，我国有望在 2021 年占据更多出口比例。

图 18: 全球棉花消费量(万吨)及库存消费比

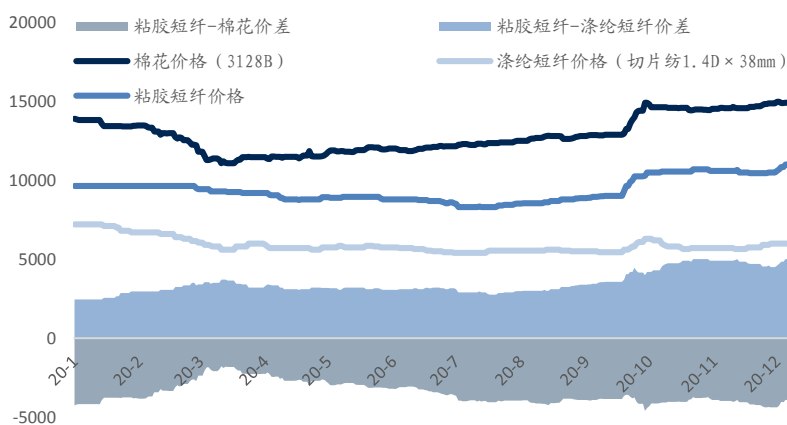


资料来源: 美国农业部, 国信证券经济研究所整理

2020 年我国棉花基本面得到改善。2020 年加工成本机采棉价格 14500-15000 元/吨区间内, 手摘棉在 15000 元/吨以上。截至 1 月 18 日, 棉花现货价格达 15420 元/吨, 期货价格 15210 元/吨, 与成本相差不大, 因此长期来看棉花现价仍处低位。考虑对 2021 中国上半年经济率先复苏优势和商品牛市的预期以及供需双强的基本面, 过年后纺织市场即将进入旺季, 棉花价格有望持续上涨。

当棉花-粘胶短纤价差逐步扩大时, 粘胶短纤性价比更高, 粘胶短纤的替代性增加, 历史上看棉价处于上行周期时价差持续缩小, 棉价下行周期中价差扩大。2020 年以来粘胶短纤与棉花价差维持在 2000 元/吨以上, 元旦以来, 棉花与粘胶短纤平均价差 3161.8 元/吨, 环比-23.0%, 同比-24.7%。截至 1 月 17 日, 国内棉花-粘胶短纤价差缩窄至 2250 元/吨, 价差仍有进一步收窄的空间。我们认为部分棉纱纺企业使用粘胶短纤更具原料优势, 粘胶短纤需求或将提高。当粘胶短纤与涤纶短纤的价差扩大时, 涤纶短纤的性价比更高, 通常粘胶短纤用量减少。2020 年粘胶短纤与涤纶短纤的价差呈现先缩小再扩大的趋势, 2021 年元旦以来价差持续攀升, 粘胶短纤与涤纶短纤平均价差 4855.8 元/吨, 环比+27.5%, 同比+44.4%。

图 19: 棉花、涤纶短纤相关替代品与粘胶短纤的价格关系(元/吨)



资料来源: 百川孚盈, 国信证券经济研究所整理

由于粘胶短纤无新增产能投放预期, 疫情过后经济复苏供需紧张, 我们预期棉花与粘胶短纤未来价格收涨。加之全球通货膨胀, 大宗商品涨价, 棉花市场利

好,且目前棉花受产区萎缩影响价格有支撑,因此粘胶短纤价格仍有上涨空间。风险因素在于国际后续疫情发展是否可期,各国在疫情结束后的经济修复和消费政策或将影响我国棉花的下游市场需求。

相关标的

我们建议关注粘胶行业龙头企业三友化工、中泰化学。

风险提示

原材料价格大幅波动;国际疫情发展;人民币汇率变化;新增产能投放变化。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032