棉花行业的研究框架

全球:
（1）短期：全球供需缺口扩大，主要系后疫情时代，棉花消费需求增长强劲，而新棉种植期间，棉价低位运行，全球种植棉花面积下降。同时，美国、巴西等部分主产区受天气及病虫害影响，整体单产小幅下降，故棉花产量明显下降，推动棉价上行；目前产业链主动补库已进入后半段，前期棉价涨幅已提前消化一部分上涨动能，未来推动棉价上涨的驱动力将是终端消费超预期+2021/22年度供应继续减少，3月份开始，市场交易重心将转向对2021/22年度平衡表预期，同时，关注经济刺激政策的退出与基本面改善的节奏。
（2）长期：棉花供需趋于稳定，进入低速增长期；全球棉花库存消费比仍处历史高位，但出现下行趋势。中国产区库存压力大，需求释放是否能够维持静观其变。2009-2010年的价格峰值不太可能重现，全球去库存的节奏将影响棉花价格的走势。

中国：棉花的主产国，更是主消国，是棉花进口大国，也是棉纺织服装的出口大国，在世界棉花原料及产成品贸易中占据重要位置。
（1）供给：中国棉花产量占全球棉花总量的比重保持23%左右。中国棉花种植主要分布在长江、黄河两大流域以及新疆产区，其中新疆是我国棉花的主产区。根据中国棉花协会数据显示，20/21年度新疆棉花产量524万吨，占全国总产量的88%。近几年新疆地区棉花种植面积占比不断提升，产业政策有效保障新疆棉花总面积及产量稳定。
（2）需求：后疫情时代下，下游复苏，需求回暖，纺织产业链整体库存偏低。国内：中间环节库存低位，下游订单增加；国内纱线、坯布库存天数处近10年历史低位；棉纺织行业2020年8月开机率保持50%以上，10月开始新订单PMI达到70%，创历史新高。海外：服装及面料库存低位，驱动补库需求。美国批发商服装及面料库存连续9个月下降（截止2021年1月），处近7年低位。

风险提示：全球各产区天气异常及病虫害影响、中美关系及政策变化、下游需求恢复不及预期等
内容目录

重识棉花................................................................................................................................. - 4 -
  棉花品种知多少 .......................................................................................................................... - 4 -
  种植收益有几何 ......................................................................................................................... - 5 -
全球棉花供需格局 ...................................................................................................................... - 6 -
  短期供需缺口扩大，利于棉价上行 .......................................................................................... - 6 -
  长期供需稳定，进入低增速区间 ............................................................................................... - 7 -
  全球棉花贸易流向逐渐改变 .................................................................................................... - 9 -
国内棉花市场 ............................................................................................................................... - 10 -
  产量保持稳定，关注作物间竞争 ............................................................................................... - 11 -
  库存有序释放中，国储政策转为轮储 ..................................................................................... - 12 -
  后疫情时代：下游复苏，补库支撑棉花价格 ........................................................................ - 13 -
  棉花进出口：2020 年进口数量大幅增加，出口结构发生变化 .............................................. - 15 -

图表目录

图表 1：籽棉和皮棉 .......................................................................................................................... - 4 -
图表 2：棉花流通过程 ...................................................................................................................... - 4 -
图表 3：中国区棉花生长周期 .......................................................................................................... - 4 -
图表 4：主产国棉花生长阶段 ........................................................................................................ - 4 -
图表 5：棉纺织产业链 .................................................................................................................... - 5 -
图表 6：籽棉和棉花价格走势（单位：元/吨） .............................................................................. - 6 -
图表 7：国内纱线及棉花价格差（元/吨） .................................................................................... - 6 -
图表 8：2020/21 年度全球棉花供需平衡表（单位：万吨） ........................................................... - 7 -
图表 9：20/21 全球棉花供需缺口扩大 ............................................................................................ - 7 -
图表 10：全球棉花库存消费比 ....................................................................................................... - 7 -
图表 11：全球产区分布 .................................................................................................................. - 7 -
图表 12：全球棉花产量（分国别）（单位：万吨） ....................................................................... - 8 -
图表 13：中国和巴西棉花单产远高于平均水平 .......................................................................... - 8 -
图表 14：主产国收获面积 .............................................................................................................. - 8 -
图表 15：库存消费比% .................................................................................................................. - 9 -
图表 16：棉花主要进口国 ............................................................................................................. - 9 -
图表 17：棉花主要出口国 ............................................................................................................. - 9 -
图表 18：中国棉花现货及期货价格 ............................................................................................... - 10 -
图表 19：目前国内供需缺口扩大，库存消费比有所回落 .............................................................. - 10 -
图表 20：中国产区分布 .................................................................................................................. - 11 -
请务必阅读正文之后的重要声明部分
重识棉花

棉花品种知多少

棉花不是花，而是果实裂开后露出的白色棉纤维。棉花简称棉，是天然纺织纤维原料的重要组成，是重要的经济作物之一。根据棉花物理形态的不同，分为籽棉和皮棉。棉农摘下的棉花叫籽棉，籽棉加工后去掉棉籽的棉花叫皮棉，通常说的棉花产量，一般都是指皮棉产量。根据调研及产业人士分享，籽棉加工成皮棉的比例统称为“衣分”指标，该比例一般在36%-42%之间，即每10吨籽棉可加工成3.6-4.2吨皮棉。

图表1：籽棉和皮棉

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表2：棉花流通过程

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

棉花是一年生木本植物。棉花的生长期一般为5至6个月，可以划分为播种期、苗期、花蕾期、花铃期和吐絮期五个阶段。根据地理位置的不同，棉花生长周期也略有不同。每年南半球棉花上市时间一般为每年4-5月份，北半球为10-12月份。

图表3：中国区棉花生长周期

来源：公开信息整理，中泰证券研究所

图表4：主产国棉花生长阶段

来源：公开信息整理，中泰证券研究所
种植收益有几何

**棉纺织产业链长，但用途单一。**棉花主要用于纺织工业，少量用于医药、化工等行业。对于棉花产业链，可以简化为：籽棉的种植环节、皮棉的加工环节、面料制造、服装纺织品制造，其中服装纺织品制造环节受最终产品的品牌、类型等因素影响较大。

**俗话说，棉贱伤农、棉贵伤纺，**据全球纺织网数据，在棉纱生产成本中，棉花原料占纯棉纱总成本的70-80%。这就导致下游纺织行业的利润空间很大程度上受制于上游棉花原料的价格波动，在产业链中，中下游的价值创造空间有限，再加上加工壁垒不高，纺企数量众多，纺织利润十分有限。不过我们发现，最近三年棉纱与棉花之间的价差在持续缩小，随着下游需求的改善，纺企利润有望恢复。

**图表5：棉纺织产业链**

来源：公开资料整理，中泰证券研究所
全球棉花供需格局

短期供需缺口扩大，利于棉价上行

需求恢复叠加减产预期，全球棉花供需缺口扩大。对于 2020/21 农年度，新棉种植期间，棉价低位运行，全球种植棉花面积下降，并且美国、巴西等部分棉区天气情况和病虫害使得整体单产小幅下降，故棉花产量明显下降；消费方面，中国及印度等国棉花需求恢复，此外，随着疫苗接种顺利，发达国家消费逐渐恢复，棉花消费同比增幅明显。

根据美国农业部 2021 年 3 月份发布的全球棉花供需预测报告，2020/21 农年度供需缺口为 90 万吨（2019/20 农年度供需盈余 425.6 万吨），其中，产量 2470 万吨，同比 2019/20 年度减少 7.22%，较上月预测继续调减 17.87 万吨；消费量 2560 万吨，同比增加 14.47%，较上月调增 5.45 万吨。在需求恢复、供给减少情况下，将加速消化库存，利于棉价上行。

目前产业链主动补库已进入后半段，前期棉价涨幅已提前消化一部分上涨动能，未来推动棉价上涨的驱动力将是终端消费超预期+2021/22 年度供应继续减少，3 月份开始，市场交易重心将转向对 2021/22 年度平衡表预期，同
时，关注经济刺激政策的退出与基本面改善的节奏。

### 图表 8: 2020/21年度全球棉花供需平衡表（单位：万吨）

<table>
<thead>
<tr>
<th>单位</th>
<th>2019/20</th>
<th>2020/21</th>
<th>预测变化</th>
<th>同比变化</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>产量</td>
<td>2,661.67</td>
<td>2,469.47</td>
<td>(17.87)</td>
<td>-7.22%</td>
</tr>
<tr>
<td>进口</td>
<td>886.50</td>
<td>970.40</td>
<td>13.29</td>
<td>9.46%</td>
</tr>
<tr>
<td>消费</td>
<td>2,236.08</td>
<td>2,559.69</td>
<td>5.45</td>
<td>14.47%</td>
</tr>
<tr>
<td>出口</td>
<td>898.70</td>
<td>970.62</td>
<td>13.95</td>
<td>8.00%</td>
</tr>
<tr>
<td>期末库存</td>
<td>2,163.51</td>
<td>2,061.31</td>
<td>(25.06)</td>
<td>-4.72%</td>
</tr>
<tr>
<td>库存消费比</td>
<td>96.75%</td>
<td>80.53%</td>
<td>-1.15%</td>
<td>-16.77%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

来源：USDA、中泰证券研究所

### 图表 9: 20/21全球棉花供需缺口扩大（百万包）

### 图表 10: 全球棉花库存消费比

长期供需稳定，进入低增速区间

- 主产国产量占全球总产量超过 80%。棉花是喜温、喜光作物，主要生长在南北半球的亚热带及季节性干旱的热带地区。全球主产国第一方阵（印度、中国、美国）和第二方阵（巴西、巴基斯坦、乌兹别克斯坦、澳大利亚）每年产量分别占全球总产量的 60%+和 20%+。

### 图表 11: 全球产区分布

请务必阅读正文之后的重要声明部分
过去十年全球棉花产量变化不大，维持在 2500 万吨/年左右。主要系美国、巴基斯坦和印度的产量停滞不前，同时美国和中国（中国单产高于平均水平）种植面积的下降。根据经合组织-粮农组织预测，未来 10 年，巴西有利的生产条件和现代技术的高利用率，将使其单产水平和种植面积继续保持过去几年的上升趋势；同时，印度政府对其国内纺织业发展的支持，使其种植面积不断增加。这两个国家的产量预计将成为影响之后全球产量趋势的重要变量。
未来，棉花价格受存量影响敏感。全球棉花库存消费比仍处历史高位，但出现下行趋势。中国产区库存压力大，需求释放是否能够维持静观其变。2009–2010 年的价格峰值不太可能重现，全球去库存的节奏将影响棉花价格的走势。

图表 15：库存消费比%

全球棉花贸易正逐渐改变

棉花出口受地理条件和天气对棉花的友好程度，而进口主要受棉纺织产业的发展以及劳动力成本的优势所主导。过去十年，中国一直是棉花主要进口国和消费国，随着中国劳动力成本的上升和棉花种植面积的下降，棉花的进口流将更多转移到东南亚。而美国、巴西依然是最大的生产国和出口国。

图表 16：棉花主要进口国

图表 17：棉花主要出口国
国内棉花市场

- 中国是棉花的主产国，也是主销国，是棉花进口大国，也是棉纺织服装的出口大国，在世界棉花原料及成品贸易中占据重要位置。
- 从棉花价格走势看：除 2010 年，棉花开启了一轮大牛市外（主要由于国内棉花工业库存和商业库存偏低，新疆棉花新作产量预期下降，加上当年天气影响新棉供应；此外，全球货币宽松，农产品全面涨价背景下，棉花期货价格创下历史新高 34000 元/吨），其他年份，国内棉花现货价格主要维持在 13000~17000 元/吨区间运行。
- 棉花是农产品，更是工业原料，其价格是供需博弈的晴雨表。棉花作为喜温，喜光的农作物品种，供需端受天气影响强烈，更受经济周期和政策的强烈影响。储备棉政策有效调整国内棉花供需结构，为平抑价格剧烈波动产生直接作用。

图表 18：中国棉花现货及期货价格（元/吨）

图表 19：目前国内供需缺口扩大，库存消费比有所回落（万吨）

请务必阅读正文之后的重要声明部分
产量保持稳定，关注作物间竞争

■ 中国产区：种植向新疆地区集中，产量趋于稳定。中国棉花种植主要分布在长江、黄河两大流域以及新疆产区，其中新疆是我国棉花的主产区，2019年产量占中国总产量的84.9%，种植面积占总种植面积的80.14%，近几年新疆地区棉花种植面积占比不断提升。从2020年起，新疆棉花目标价格延续前三年实施的18600元/吨不变，产业政策有效保障新疆棉花总面积及产量稳定。

■ 对于作物间竞争，近两年植棉面积的大幅增加很大程度上源于作物间种植收益竞争下的轮换，由于棉花价格相对高位且有直补政策，因此棉农植棉积极性较高，但随着兵团改制的完成，农户自主性已经得到充分释放，新疆地区植棉面积趋于稳定。与此同时，2020年以来玉米、大豆等作物的价格持续上涨，很大程度影响作物间种植面积的轮换。
库存有序释放中，国储政策转为轮储

国储政策对供给形成的压力逐渐变小。近几年，我们国内棉花一直处于产消缺口状态，基本都依赖国储棉轮出与进口来弥补缺口，而从2015/16年开始，每年大量的轮出也使国储库存从1000万吨以上下降到了不足200万吨的低位，所以2019/20年度国储棉轮出配合了轮入，即先在新棉集中上市期进行轮入，之后再轮出，至此，常态化轮出转为轮储，国储棉净轮出量大幅下降。而2020年度新棉轮入也已于12月初开始，计划轮入50万吨，但是由于内外棉价差原因，轮入持续暂停，需等待内外棉价差回落。整体来看，随着常态化轮出转为轮储，国储净轮出量将继续保持在较低水平，国储库存对于供给形成的压力将明显减轻。

图表 23: 国储政策梳理

<table>
<thead>
<tr>
<th>年度</th>
<th>2011年-2020年国家对储备棉的轮出与轮入 (单位: 万吨)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>收储</td>
</tr>
<tr>
<td>11/12年度</td>
<td>2011/09/06 - 2012/03/31</td>
</tr>
<tr>
<td>12/13年度</td>
<td>2012/09/10 - 2013/03/31</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2013/09/10 - 2014/03/31</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2014/04/01 - 2014/08/31</td>
</tr>
<tr>
<td>14/15年度</td>
<td>2015/07/10 - 2015/08/31</td>
</tr>
<tr>
<td>15/16年度</td>
<td>2016/05/03 - 2016/09/30</td>
</tr>
<tr>
<td>16/17年度</td>
<td>2017/03/04 - 2017/09/29</td>
</tr>
<tr>
<td>17/18年度</td>
<td>2018/03/12 - 2018/09/30</td>
</tr>
<tr>
<td>18/19年度</td>
<td>2019/04/05 - 2019/09/30</td>
</tr>
<tr>
<td>19/20年度</td>
<td>2019/12/02 - 2020/03/31</td>
</tr>
<tr>
<td>20/21年度</td>
<td>2020/12/01 - 2021/03/31</td>
</tr>
</tbody>
</table>

来源：国家粮食和物资储备局、中泰证券研究所
后疫情时代：下游复苏，补库支撑棉花价格

- 国内外下游复苏，需求回暖，支撑棉价。国内：中间环节库存低位，下游订单增加；国内纱线、坯布库存天数处近 10 年历史低位；棉纺织行业 2020 年 8 月开机率 50%以上，10 月开始新订单 PMI 达到 70%，创历史新高。海外：服装及面料库存低位，驱动补库需求。美国批发商服装及面料库存连续 9 个月下降（截止 2021 年 1 月），处近 7 年低位。
下游消费回暖，纺织行业出现复苏。纺织工业增加值同比回升，在 2020 年 7 月以后回升速度加快，同比增长达 6%，创近两年较高水平。

图表 30：纺织工业增加值增速回升

疫情加速下游洗牌整合，优质企业引领消费提升。2020 年纺织业，纺织服装业亏损企业数量超过前三年。亏损企业的出清，加速企业整合，有助于存活下的优质企业在未来有更大的市场份额。在国内双循环背景下，
纺服消费随时间有序有质提高。

图表 31: 纺织业亏损企业数量

图表 32: 纺织服装业亏损企业数量

棉花进出口：2020 年进口数量大幅增加，出口结构发生变化

■ 进口数量大增，其中进口美棉最多。根据海关总署数据，2020 年（1-12 月）中国累计进口棉花 215 万吨，较 2019 年同比增长 16.85%（增加 31 万吨）。其中美棉进口量 97.68 万吨，同比增长 171%；进口量次多的为巴西棉，达 61.82 万吨，同比增长 22%。同时，2020 年澳棉进口同比下降 71% 至 11.74 万吨，除政治因素外，主要系澳棉干旱减产所致。同时，根据中国棉花网调研反映，2020/21 年度新疆棉质量整体下降，一定程度上影响纺企采购和配棉使用，提高了对进口棉的需求。

图表 33: 进口棉花数量及金额

图表 34: 2017-2020 年中国进口棉花量（万吨）

图表 35: 2019-2020 年中国进口棉花数量（分国别）
出口结构短期发生变化，海外疫情牵动整体恢复速度。根据海关总署数据显示，2020年我国服装及纺织累计出口2914亿美元，同比增长7.17%，其中服装累计出口额为1375亿美元，同比下降9.33%，纺织品累计出口额1539亿美元，首次超过服装出口额，同比增加27.97%，主要得益于防疫类物资的出口，与棉纺关系不大。近期多国疫苗应用推进顺利，给了市场很大信心，关注后续疫苗推广实际效果，若疫情得到稳定控制，可能会带动出口需求的快速回升。

风险提示：全球各产区天气异常及病虫害影响、中美关系及政策变化、下游需求恢复不及预期等
投资评级说明：

<table>
<thead>
<tr>
<th>级别</th>
<th>说明</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>股票评级</td>
<td>买入</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>增持</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>持有</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>减持</td>
</tr>
<tr>
<td>行业评级</td>
<td>增持</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>中性</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>减持</td>
</tr>
</tbody>
</table>

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。