

投资评级：推荐（上调）

分析师

杨超 0755-83663214

Email:ychao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

余嫒嫒 021-61680360

Email:yuyy@cgws.com

执业证书编号:S1070512120001

顾锐 0755-83675954

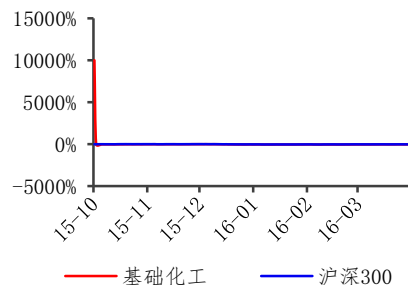
Email:gurui @cgws.com

执业证书编号:S1070516040001

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	16E	17E	16E	17E
三友化工	0.42	0.51	19	16
澳洋科技	0.34	0.41	35	29

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<天胶价格回升，或预示轮胎需求回暖>>

2016-04-19

<<环保因素推升染料价格持续上涨>>

2016-03-21

<<染费上涨有望传导至下游印染面料>>

2016-03-01

粘胶供需紧平衡，盈利改善；棉价上涨，提供价格支撑

——基础化工周期股投资策略 IV

投资建议

粘胶短纤行业历经四年调整，供给端产能释放趋缓，竞争格局大为改善，需求端稳定增长，供需紧平衡推动行业开工率提升，企业盈利改善。近期棉花期货价格大幅上涨 30%，有望推动粘胶短纤价格稳步上涨。建议关注：三友化工、澳洋科技。

要点

- **历经四年调整，粘胶价格从底部回升：**粘胶短纤价格近几年波动剧烈，2011 年曾一度触及 28000 元/吨的高位，行业盈利丰厚，产能扩张迅速。随着产能的逐步释放和下游纺织服装行业增速趋缓，粘胶短纤价格快速下行，其均价由 2011 年的 21218 元/吨下降至 2014 年的 11973 元/吨。2015 年，粘胶行业受行业供需结构改善的影响，价格从底部开始缓慢恢复。
- **供给增速放缓，需求增速稳定，企业盈利能力恢复：**受行业盈利低迷的影响，近年来粘胶短纤新增产能较少。2013 年至 2015 年，行业产能分别为 340 万吨、355 万吨和 353 万吨，产能增速分别为 6.58%、4.41% 和 -0.56%。2015 年，国内粘胶短纤产能首次出现下降。行业产能增速放缓。粘胶短纤下游主要用于服装纺织行业，下游需求增速稳定。粘胶行业在供需改善的背景下，行业开工率由 2012 年的 81% 逐步提升至 2015 年的 90%。开工率提升，产品价格触底回升，粘胶行业盈利逐步恢复。
- **棉花期货大幅上涨，有望推动粘胶短纤价格稳步上行：**春节后，粘胶短纤价格出现一定程度上涨。价格由节前的 12480 元/吨上涨至 13600 元/吨。节后下游织造业开工率逐渐上升，由于粘胶企业前期订单充裕，发货较紧，再加上企业库存维持低位，预计未来粘胶短纤市场仍有上涨的空间。近期棉花期货价格大幅上涨 30%，也有望推动粘胶短纤价格稳步上行。建议关注：三友化工、澳洋科技，粘胶短纤价格每上涨 1000 元/吨，其 EPS 分别增厚 0.24 元和 0.28 元。
- **风险提示：**粘胶短纤价格上涨幅度低于预期风险；下游纺织服装需求增速不及预期。

目录

1. 我国是粘胶短纤生产和消费大国	4
2. 棉价上涨，为粘胶短纤价格提供支撑	4
3. 供给增长放缓，价格从底部恢复	5
3.1 行业历经四年调整，价格从底部回升	5
3.2 环保压力影响产能释放	5
3.3 供给增长放缓，企业开工率提升	6
4. 粘胶短纤需求稳定增长	8
5. 粘胶短纤价格上涨，相关上市公司业绩弹性较大	10
6. 风险提示	11

图表目录

图 1: 粘胶短纤产业链.....	4
图 2: 2007-2015 年中国棉花种植面积.....	5
图 3: 棉花期货价、棉花现货价和粘胶短纤价格.....	5
图 4: 2012 年至 2015 年浙江省粘胶短纤产量占国内总产量比例.....	6
图 5: 2012 年至 2015 年国内粘胶短纤产能及增速.....	7
图 6: 2012 年至 2015 年国内粘胶短纤行业开工率.....	7
图 7: 2012 年到 2015 年国内粘胶短纤产量.....	8
图 8: 2003 年到 2014 年中国服装产量.....	9
图 9: 2003 年到 2014 年粘胶短纤表观消费量占比.....	9
图 10: 近期国内粘胶短纤价格情况.....	10
表 1: 粘胶纤维的分类.....	4
表 2: 2011 年至 2015 年国内粘胶短纤年度均价.....	5
表 3: 新建和改扩建粘胶短纤项目资源消耗控制指标.....	5
表 4: 2015 年因环保问题而停产整治过粘胶短纤企业.....	6
表 5: 国内粘胶短纤生产企业产能情况.....	8
表 6: 相关上市公司业绩弹性测算.....	11

1. 我国是粘胶短纤生产和消费大国

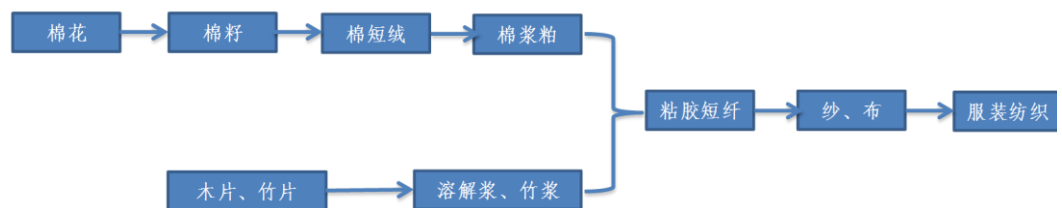
粘胶短纤是通过化学方法将天然纤维素（棉短绒、木材、竹子、芦苇、麻等）经碱化、磺化、纺丝等工艺制成的纤维素纤维。粘胶短纤特性与棉花相近，其含湿率符合人体皮肤的生理要求，具有光滑凉爽、透气、抗静电、染色绚丽等特性，主要用于服装纺织等领域。我国是全球服装纺生产第一大国，全球粘胶短纤的生产和需求主要集中在我国。

表 1: 粘胶纤维的分类

分类	性能	应用
普通粘胶纤维（分为粘胶长丝和粘胶短纤）	吸湿性好、可纺性好、易染色、抗静电	服装、被面、床上用品和装饰品
富强纤维	耐碱性好、洗涤后不会收缩和变形、耐穿耐用	纯纺成细布及绸；与棉、涤等混纺制备各类衣物
粘胶强力丝	强力比普通粘胶丝高一倍	加捻织成帘子布（轮胎原材料）
高卷曲高湿模量粘胶纤维	强度及湿模量较高、伸长率适中、卷曲性能良好	纯纺或与棉花、羊毛或合成纤维等混纺

资料来源：长城证券研究所

图 1: 粘胶短纤产业链

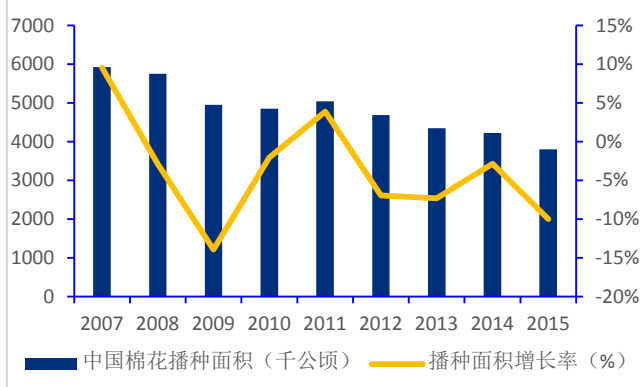


资料来源：长城证券研究所

2. 棉价上涨，为粘胶短纤提供价格支撑

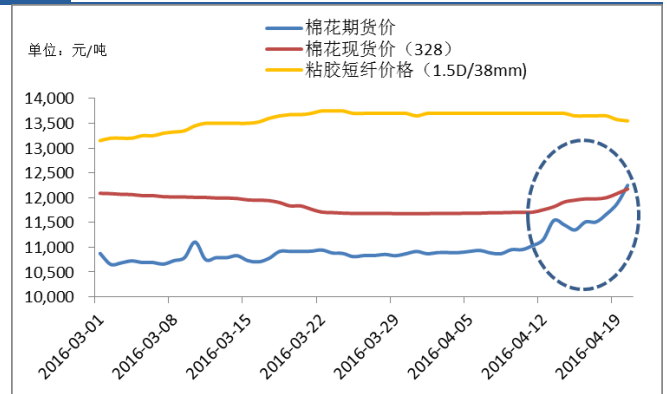
粘胶短纤作为棉花的替代品，二者价格有同升同降的趋势。过去 5 年，棉花和粘胶短纤价格均经历了大幅下跌，棉花价格指数（328）从 2010 年底的 31302 元/吨，下跌至 2015 年的 12916 元/吨。棉花价格下跌，棉农收益下降，棉花种植面积收缩，国内棉花种植面积从 2007 年的 5926 千公顷，一直下滑至 2015 年的 3799 千公顷。棉花种植面积持续下降，棉花供给收缩，而下游服装纺织业增速相对稳定，今年 3 月份以来，棉花期货价格大幅上涨近 30%，棉花现货价格也有所回升，我们认为目前棉花价格已经触底，未来棉价将大概率上行。棉价走高，将为粘胶短纤提供较强支撑。

图 2: 2007-2015 年中国棉花种植面积



资料来源: 百川资讯, 长城证券研究所

图 3: 棉花期货价、棉花现货价和粘胶短纤价格



资料来源: Wind, 长城证券研究所

3. 供给放缓，粘胶价格从底部回升

3.1 行业历经四年调整，价格从底部回升

粘胶短纤价格近几年波动剧烈，2011 年曾一度触及 28000 元/吨的高位，当时粘胶短纤企业盈利丰厚，行业产能扩张迅速。随着产能的逐步释放和下游纺织服装行业增速趋缓，粘胶短纤价格快速下行，其均价由 2011 年的 21218 元/吨下降至 2014 年的 11973 元/吨。2015 年，粘胶行业受行业产能释放放缓的影响，价格从底部开始缓慢恢复。

表 2: 2011 年至 2015 年国内粘胶短纤年度均价

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
粘胶短纤年度均价 (元/吨)	21218	15436	13443	11973	12831

资料来源: 百川资讯, 长城证券研究所

3.2 环保压力影响产能释放

粘胶短纤生产工艺过程冗长、设备复杂、投资大，且生产时将释放大量的有毒、有害气体 CS_2 和 H_2S ，严重污染环境并损害人体健康。目前国内环保意识增强，粘胶行业准入条件将趋于严厉，地方政府大力出手整治，这将加快粘胶行业整合步伐，产品技术更新升级。

行业准入趋严。中国工业和信息化部发布粘胶纤维行业准入条件公告（工消费[2010]第 94 号），自 2010 年 6 月 1 日起，严禁新建粘胶长丝项目，严格控制新建粘胶短纤维项目，对现有年产 2 万吨及以下粘胶短纤维生产线实施限期逐步淘汰或技术改造。改扩建粘胶纤维项目资源消耗控制指标要达到如下要求：

表 3: 新建和改扩建粘胶短纤项目资源消耗控制指标

粘胶短纤维

水耗	吨产品耗水量 (吨)	≤ 65
	生产用水重复利用率 (%)	≥ 90
能耗	吨产品综合能耗 (公斤标煤)	≤ 1200

资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

环保压力增强, 地方政府出手整治。随着“新环保法”实施及居民环保意识觉醒, 地方政府大力出手整理粘胶短纤企业。行业整治将有利于落后产能的快速出清, 短期降低供给并提升价格, 长期内增强大型、环保型企业的竞争力。

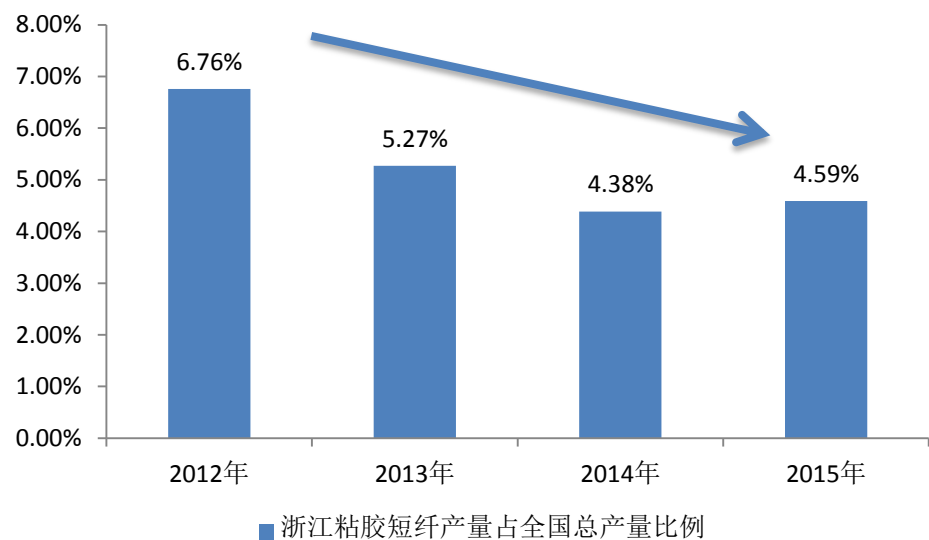
表 4: 2015 年因环保问题而停产整治过粘胶短纤企业

公司名称	粘胶短纤产能
安徽舒美特化纤	7 万吨
江苏三房巷集团	5 万吨
新疆玛纳斯澳洋科技	12 万吨
新疆玛纳斯舜泉化纤	6 万吨
福建赛得利化纤	20 万吨

资料来源: 公开资料, 长城证券研究所

G20 峰会召开, 浙江产能或受影响。近年来, 浙江省政府对工业企业生产提出了较高的环保要求, 化工企业因环保问题而停产整顿的事件多次发生。今年 9 月 G20 峰会将在杭州召开, 为营造良好环境, 近期浙江省已对省内污染严重的化工、印染企业实施了强制关停整顿措施。浙江省粘胶短纤产量占全国总产量比例已由 2012 年 6.76% 下降至 2015 年的 4.59%。在环保和成本的压力下, 今年浙江富丽达的 18 万吨粘胶短纤产能也将从浙江搬迁至新疆。粘胶短纤供给短期内或受到冲击。

图 4: 2012 年至 2015 年浙江省粘胶短纤产量占全国总产量比例

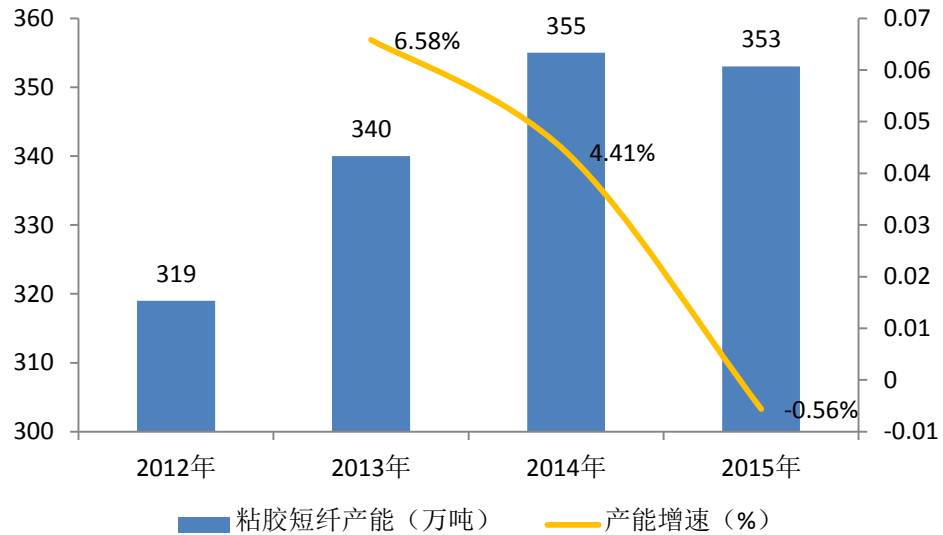


资料来源: 百川资讯, 长城证券研究所

3.3 供给放缓, 企业开工率提升

国内粘胶供给首次出现收缩。近三年，受行业盈利低迷的影响，粘胶短纤新增产能较少。2013年至2015年，行业产能分别为340万吨、355万吨和353万吨，产能增速分别为6.58%、4.41%和-0.56%。2015年，国内粘胶短纤产能首次出现下降。行业产能增速放缓。

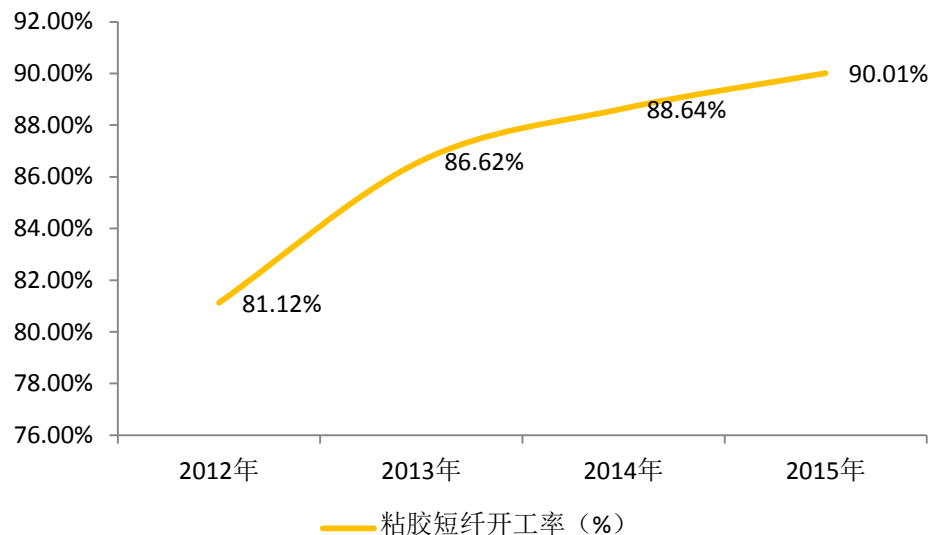
图 5: 2012 年至 2015 年国内粘胶短纤产能及增速



资料来源: 百川资讯, 长城证券研究所

行业开工率逐年提升。粘胶短纤下游主要用于服装纺织行业，下游需求增速稳定。粘胶行业在供需结构改善的背景下，行业开工率由2012年的81%逐步提升至2015年的90%。开工率提升，产品价格触底回升，粘胶行业盈利逐步恢复。

图 6: 2012 年至 2015 年国内粘胶短纤行业开工率



资料来源: 百川资讯, 长城证券研究所

行业集中度提升，竞争格局改变。行业经过多年的低迷，部分小企业已经退出竞争。目前粘胶短纤行业前十大企业产能约占全行业产能的76%，前五大企业产能约占全行业产能的52%。行业集中度的提升，改善了行业竞争格局，提高了主要生产企业的控价能力，改善了产品盈利空间。2016年，粘胶短纤行业供给仍将保持平稳，新增产能预计增幅不到4%。

表 5: 国内粘胶短纤生产企业产能情况

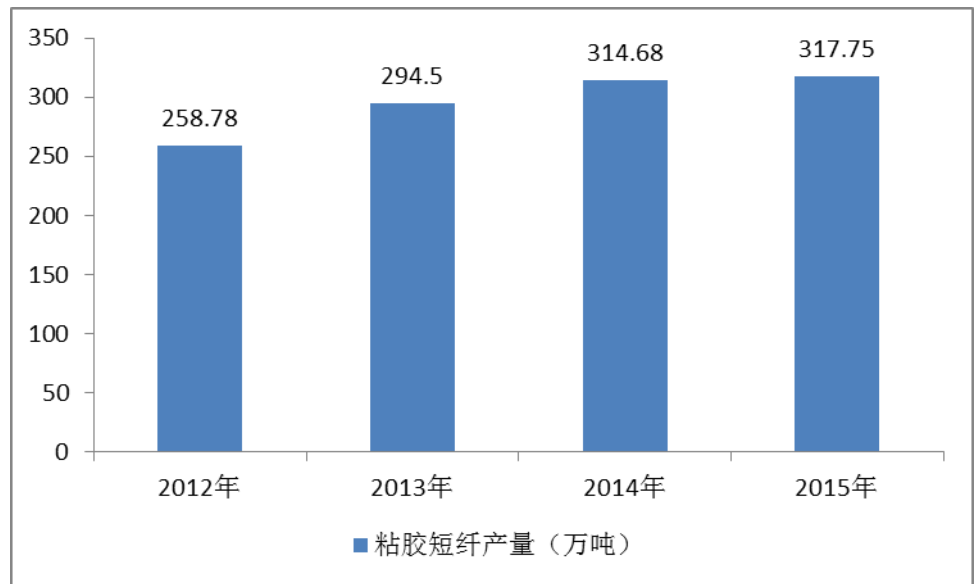
生产厂家	2015 年产能(万吨)	2016 年 1 月份开工情况(万吨)	备注
安徽舒美特	7	3	开一条线大概年产能 3 万吨
博拉经纬纤维有限公司	10	10	正常生产
成都丝丽雅	10	0	检修
宜宾丝丽雅股份有限公司	20	24	正常生产
阜宁澳洋科技有限责任公司	16	16	正常生产
湖北化纤	0	0	停产现生产黑丝
吉林化纤	1.2	1.2	正常生产
江西龙达化纤	12	12	正常生产
江阴三房巷	0	0	停产
九江恒生化纤有限公司	3	0	正常生产
蓝京化纤	10	10	
南京化纤	8	8	正常生产
江西和福建赛得利	37	37	正常生产
山东和新疆高密	13	12	正常生产
山东雅美	28	22	正常生产
山东海龙股份有限公司	17	7	检修 30%的产能
唐山化纤	45	50	检修 15%产能
襄樊楚天化纤有限责任公司	0.8	0.8	正常生产
新疆澳洋	13	9	正常生产
新疆海龙	10	0	全部检修
新疆舜泉	6	6	正常生产
新乡化纤	16	16	正常生产
浙江和新疆富丽达	48	48	正常生产
翔盛	26	26	正常生产
丹东化纤厂	8	6	一厂开工二厂全停
总计	353	315	

资料来源: 长城证券研究所

4. 粘胶短纤需求稳定增长

国内粘胶短纤产量由 2012 年 258.78 万吨增长至 2015 年的 317.75 万吨, 年均复合增速约为 7%。粘胶短纤下游主要用于服装纺织行业, 虽然服装纺织产量增速有所下滑, 但依托于国内庞大的服装消费市场和人民币贬值带来的出口量的增加, 预计需求仍将保持 4%-5% 左右增长。粘胶短纤的下游需求将保持稳定。

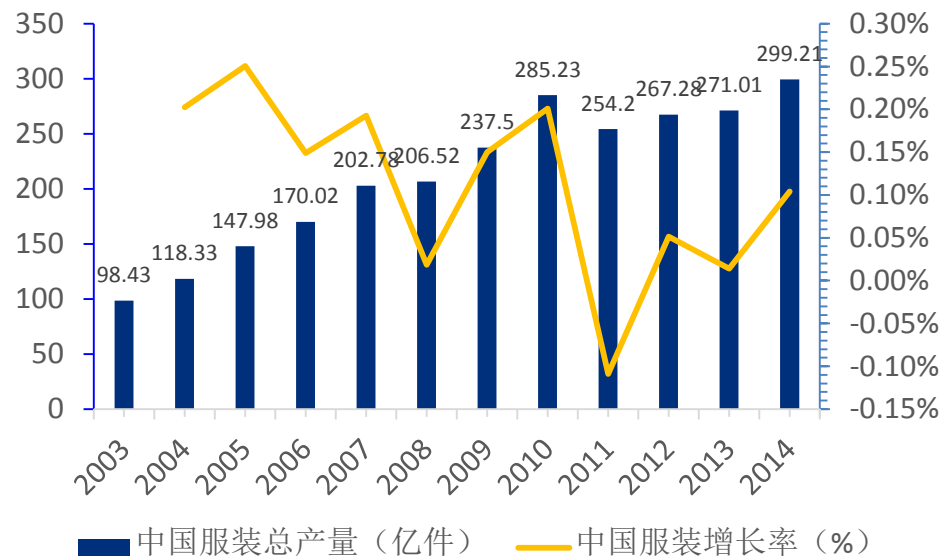
图 7: 2012 年到 2015 年国内粘胶短纤产量



资料来源：长城证券研究所

居民购买力提升拉动服装市场继续高速增长。2003 年到 2014 年，虽然因 2008 年经济危机出现使服装市场产量短暂回落，但中国服装市场复合增长率仍高达 10.64%。“十三五”期间中国经济增速不低于 6.5%，这将持续提升居民收入，进而推动服装行业持续发展。

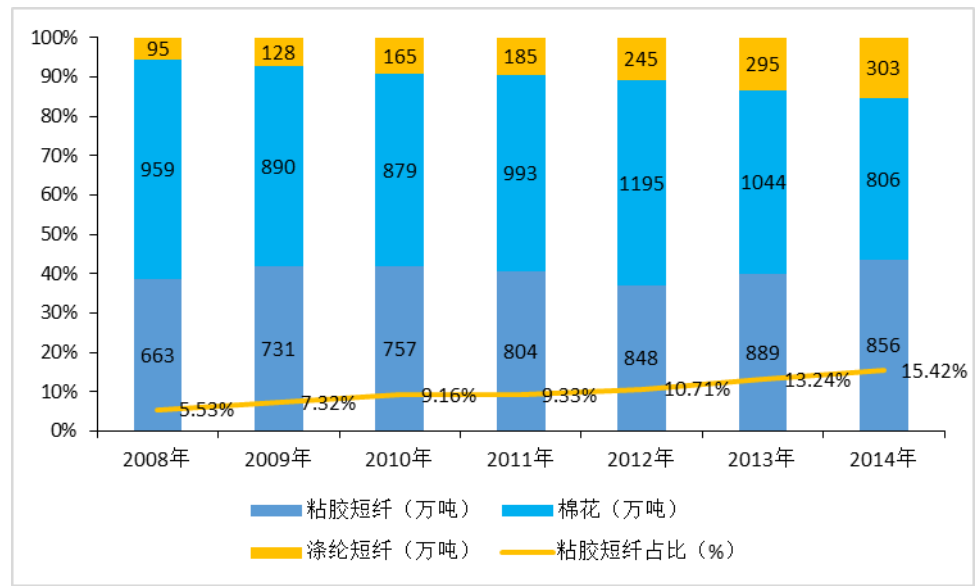
图 8：2003 年到 2014 年中国服装产量



资料来源：长城证券研究所

粘胶短纤消费占比逐年提升。在纺织纤维中，粘胶短纤特性与棉花相近，其含湿率符合人体皮肤的生理要求，具有光滑凉爽、透气、抗静电、染色绚丽等特性，这使粘胶短纤的消费占比由 2008 年的 5.53% 逐年提升至 2014 年的 15.42%。粘胶短纤消费占比加大，将推动需求稳定增长。

图 9：2003 年到 2014 年粘胶短纤表观消费量占比

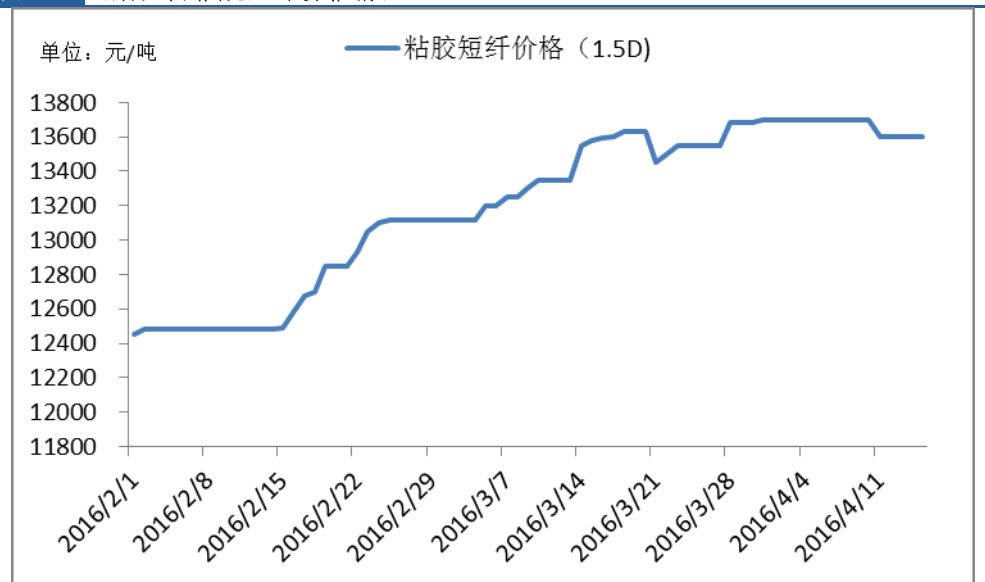


资料来源：长城证券研究所

5. 粘胶短纤价格上涨，相关上市公司业绩弹性较大

粘胶短纤价格出现一定程度上涨：粘胶短纤价格由春节前的 12480 元/吨上涨至目前 13600 元/吨。节后下游织造业开工率逐渐上升，但由于粘胶企业前期订单充裕，发货较紧，再加上企业库存维持低位，预计未来粘胶短纤市场仍有上涨的空间。

图 10：近期国内粘胶短纤价格情况



资料来源：百川资讯，长城证券研究所

相关上市公司业绩弹性测算：粘胶短纤价格每上涨 1000 元/吨，三友化工、澳洋科技、南京化纤、新乡化纤的 EPS 将分别增厚 0.24 元、0.28 元、0.23 元、0.09 元。建议关注业绩弹性较大的三友化工、澳洋科技。

表 6: 相关上市公司业绩弹性测算

证券代码	上市公司	2015 年 PB	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	产能(万 吨)	价格上涨 1000 元, EPS 增厚 (元)
600409. SH	三友化工	2.34	148	18.50	50	0.24
600889. SH	南京化纤	2.75	38	3.07	8	0.23
000949. SZ	新乡化纤	1.81	46	10.27	10	0.09
002172. SZ	澳洋科技	8.12	83	6.95	22	0.28

资料来源: Wind, 长城证券研究所

6. 风险提示

粘胶短纤价格上涨幅度低于预期风险; 下游纺织服装需求增速不及预期。

研究员介绍及承诺

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

余嫒嫒: 2010-2012 年任职于国金证券, 2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

顾锐: 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所, 任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujil@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>