

化工

粘胶化纤价格牛市有望贯穿全年

行业动态

行业近况

粘胶价格在经历4年的低迷后迎来上涨，从今年三月份的11,300元/吨上涨到13,100元/吨，涨幅16%。受益于环保限产以及行业供需格局改善，我们预计粘胶价格牛市将贯穿全年。根据产品价格弹性，建议关注澳洋科技、三友化工、南京化纤、新乡化纤和吉林化纤。价格每上涨1000元/吨，年化EPS弹性分别为0.18/0.17/0.17/0.06/0.04元。

评论

环保整治导致部分产能退出，未来新增产能有限。2014年国内粘胶产能共计386万吨，开工率达82%，今年除去关停产能，实际有效产能约344万吨，局部已出现供不应求的局面。关停产能中33万吨因环保整治被迫停产，占总产能的9%，目前看短期内难以复产；另有19万吨产能处于检修状态；且下半年明确新增产能仅有23万吨，短期内无法形成有效供给，难以填补关闭产能的缺口。因前期盈利不佳且环保趋严，未来两年新增产能明显放缓。

备货旺季带来需求温和转暖。粘胶纤维常与棉、毛和化纤混纺用于服装及其他纺织品。目前下游棉纱厂仍保持常规拿货状态，备货水平不高。我们预计进入9~10月纺织工厂冬季备货高峰，下游需求将出现温和的好转，进一步加剧供需紧张的局面。

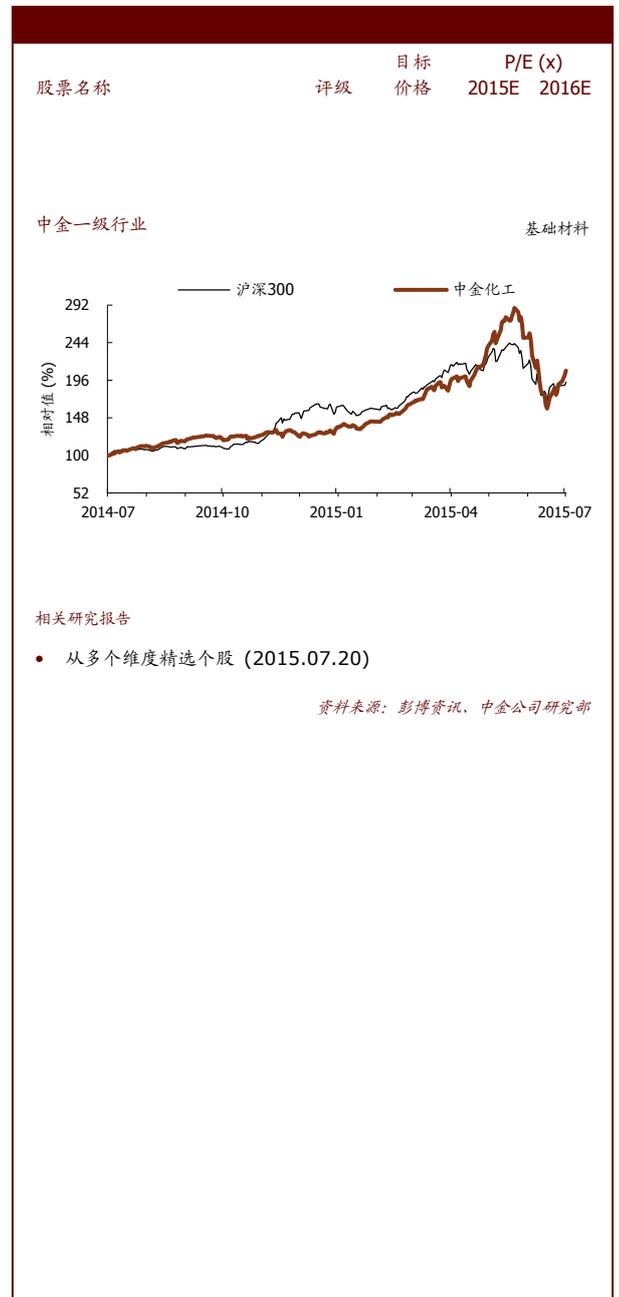
粘胶和棉花价格相关性减弱，粘胶价格走势还是因自身的供求关系决定。过去由于棉花和粘胶可互相替代，且粘胶主要原料棉浆粕又与棉花高度相关，因此两者之间的价格具较强的相关性，但随着溶解浆逐渐替代棉浆粕，棉花和粘胶之间的相关性逐渐减弱。我们认为，粘胶未来的价格走势将依赖于自身的供求关系，而棉花的价格将给粘胶带来支撑。

估值与建议

建议关注澳洋科技、三友化工等粘胶弹性较大个股。我们测算澳洋科技、三友化工、南京化纤、新乡化纤和吉林化纤对于粘胶价格每提高1000元/吨的业绩弹性为0.18/0.17/0.17/0.06/0.04元。

风险

环保整改不达预期；大量产能复产或者投产。



高峰

分析师
zheng.gao@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511010038
SFC CE Ref: AZD599

方巍

分析师
wei.fang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080513070003

唐卓菁

联系人
zhuojing.tang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080114090027
SFC CE Ref: BFK685



图表

图表 1: 粘胶供需情况	3
图表 2: 关停企业一览	3
图表 3: 粘胶价格走势和棉浆粕价差	4
图表 4: 粘胶价格走势和溶解浆价差	4
图表 5: 粘胶库存水平保持低位	4
图表 6: 粘胶历史开工率水平	4
图表 7: 分厂家产能情况和装置动态	5
图表 8: 2014 年中国占全球粘胶产量的 63%	5
图表 9: 2014 年中国占全球粘胶产能的 68%	5
图表 10: 未来新开和复产企业一览	6
图表 11: 环保政策和整治一览	6
图表 12: 新疆对粘胶和棉浆粕企业的污水排放要求日益严格	6
图表 13: 粘胶产业链	7
图表 14: 粘胶和棉花价差	7
图表 15: 溶解浆占到原料的 60%	7
图表 16: 粘胶行业上市公司价格弹性	7
图表 17: 可比公司估值表	7



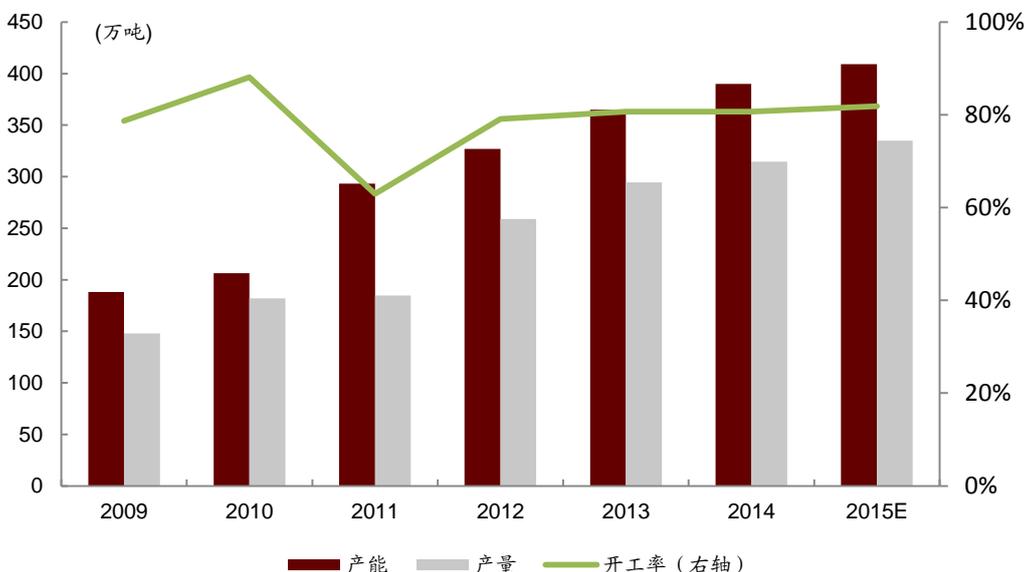
供需好转粘胶景气度上扬

环保整治导致部分产能退出，未来新增产能有限。

9%的产能因环保因素关停，短期内无法复产，另有5%的产能停产检修。粘胶属于高度污染行业，目前受到新疆等地区环保核查趋严的影响，新疆舜泉（7万吨）、新疆澳洋（12万吨）、潍坊海龙（4万吨）以及莆田赛得利（10万吨）共33万吨产能被迫停产，占总产能的近9%，目前来看短期内难以复产。另外有舒美特（6万吨）、新疆海龙（8万吨）、江苏三房巷（5万吨）总计19万吨产能停产检修，占总产能的5%左右。

目前行业总产能在396万吨，除去关停产能，实际有效产能在344万吨左右。开工率自4月份以来一直保持在80%以上的高位，1~5月累计进口6.5万吨，同比上升51%；累计出口9.4万吨，同比下滑14%。2014中国粘胶产能占全球的68%，产量占到全球的63%，海外产能主要来自于兰精在印尼、美国和欧洲的产能，以及Grasim在印度等地的产能，不会大规模冲击国内的市场。

图表1：粘胶供需情况



资料来源：中纤网、中金公司研究部

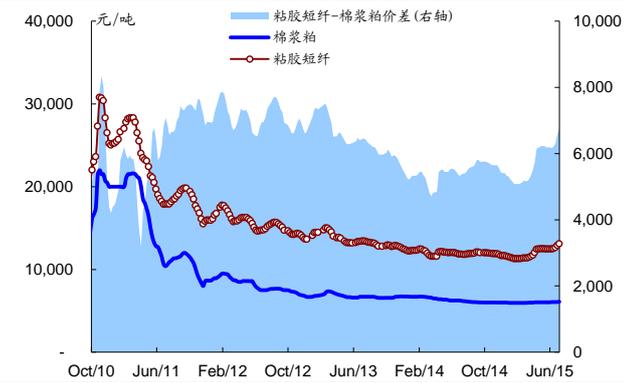
图表2：关停企业一览

原因	厂商	产能 (万吨)	备注
环保因素	新疆舜泉	7	3月起全线因环保原因停产至今
	新疆澳洋	12	3月起全线因环保原因停产至今
	潍坊海龙	4	7月起停产至今
	莆田赛得利	10	6月起因环保原因停产至今
停产	舒美特	6	2011年起停产，可能8月复产
	新疆海龙	8	2011年起停产，可能10月复产
	江苏三房巷	5	长期停产
总计		52	

资料来源：中纤网、中金公司研究部

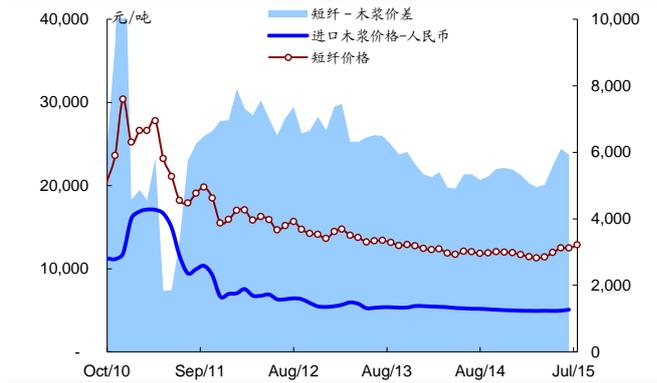


图表3：粘胶价格走势和棉浆粕价差



资料来源：中纤网，中金公司研究部

图表4：粘胶价格走势和溶解浆价差



资料来源：中纤网，中金公司研究部

图表5：粘胶库存水平保持低位



资料来源：中纤网，中金公司研究部

图表6：粘胶历史开工率水平



资料来源：中纤网，中金公司研究部

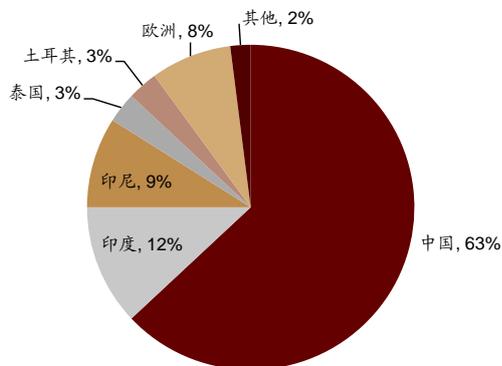


图表7：分厂家产能情况和装置动态

粘胶企业	2014年产能 千吨	2015年新增产能 千吨	装置动态
浙江富丽达	180		6月末限产20%设备改造，已经复产
新疆富丽达	320		7月1日起二期，20万吨装置停车检修，预计为期20天
山东海龙	160		7月起因环保原因停产至今
新疆海龙	100		2011年起停产，可能10月复产
江苏澳洋	160		满负荷运行
新疆澳洋	120		3月起因环保原因停产至今
唐山三友	500		满负荷
河北吉藁	30		
湖北金环	15		
九江恒生	25		全线停车，5月上旬恢复生产
山东雅美	270		满负荷运行
江西龙达	120	130	正常生产
新乡化纤	150		满负荷运行
吉林化纤	18		正常生产
山东高密银鹰	80		满负荷
新疆银鹰	50		满负荷
苏州恒光	15		
博拉经纬	60		1月25日起限产50%，春节后恢复满产
襄樊楚天	10		正常生产
江西赛得利	160		满负荷
福建塞得利	200		6月起10万吨产能因环保停产至今
安徽舒美特	60		停产
江苏翔盛	270		正常生产
丹东五兴	50		一厂生产、二厂停
南京化纤	80		满负荷
南京兰精	170		正常生产
舜泉玛纳斯	70		3月起因环保原因停产至今
成都丝丽雅	80		2月12日全线停车，3月中上旬已恢复
江苏三房巷	40		2月初起全线停车至今
浙江龙达	120		
宜宾丝丽雅	80	100	春节期间检修，3月初恢复。10万吨新项目于6月3日投产
其他	100		
总产能	3,863	4,093	
增量		230	

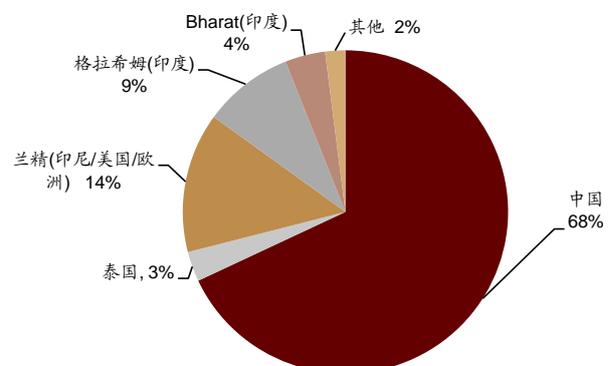
资料来源：中纤网、中国化纤协会，中金公司研究部

图表8：2014年中国占全球粘胶产量的63%



资料来源：中纤网，中金公司研究部

图表9：2014年中国占全球粘胶产能的68%



资料来源：Lenzing，中纤网，中金公司研究部



未来新增产能有限，难以覆盖关停产能。下半年明确新增产能仅有23万吨，短期内无法形成有效供给，难以填补关闭产能的缺口。因前期盈利不佳且环保趋严，未来两年新增产能明显放缓。

图表 10：未来新开和复产企业一览

厂商	产能 (万吨)	预计开工时间	备注
舒美特	6	2015年8月	从2011年开始停产，但开车的不确定性大
新疆海龙	10	2015年10月	先技改，扩产2万吨
龙达	13	2015年11月	
总计	29		

资料来源：中纤网、中金公司研究部

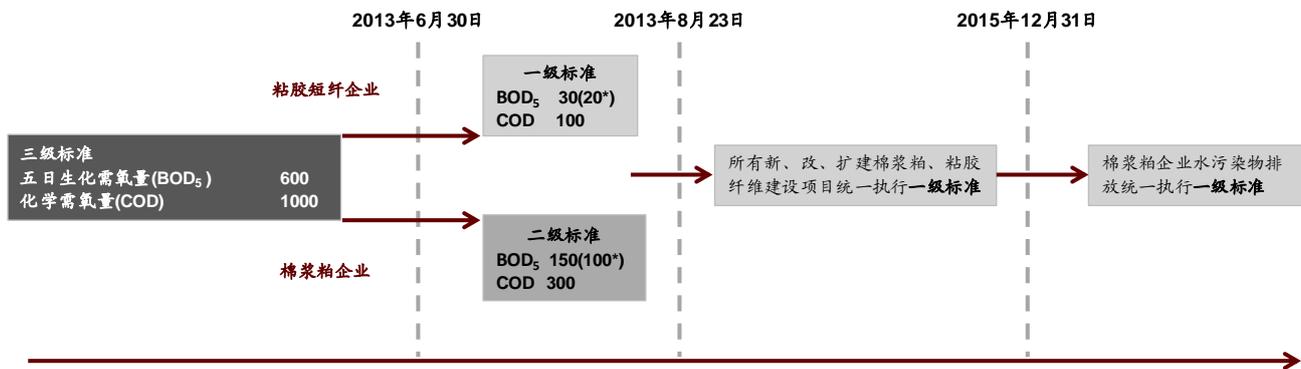
环保政策趋严，华东产能或将面临压力。新疆地区粘胶企业环保问题严重，出现废水直排沙漠的现象，因此自2014年起环保部门就对一些粘胶企业进行整治。除强令一些企业关停整改以外，还提高了废水排放标准，目前新疆地区生产企业一律实行最严格的一级排放标准，部分环保设施落后的企业也被迫停产。我们预计江、浙和山东地区的环保压力也将持续加大，而更新升级环保设备的费用高达数千万元，政策趋严和高额的环保投入将继续挤压落后产能。

图表 11：环保政策和整治一览

	时间	环保要求
全国	2013年1月1日	实施《纺织染整工业水污染物排放标准》(GB4287-2012代替GB4287-92)
	2015年3月31日 2014年10月	对《纺织染整工业水污染物排放标准》(GB4287-2012)进行修改完善 环保部就粘胶纤维行业废气排放回收标准征求意见
新疆	2013年7月	提高全区棉浆粕和粘胶纤维行业生产废水排放标准，原三级标准
	2013年6月30日起	新疆现有棉浆粕企业水污染物排放统一执行《污水综合排放标准》(GB8978-1996)二级标准
	2013年6月30日起	粘胶纤维企业水污染物排放统一执行《污水综合排放标准》(GB8978-1996)一级标准
	2013年8月23日起 2015年12月31日起	所有新、改、扩建棉浆粕、粘胶纤维建设项目统一执行《污水综合排放标准》(GB8978-1996)一级标准 棉浆粕企业水污染物排放统一执行《污水综合排放标准》(GB8978-1996)一级标准

资料来源：公开信息、中金公司研究部

图表 12：新疆对粘胶和棉浆粕企业的污水排放要求日益严格



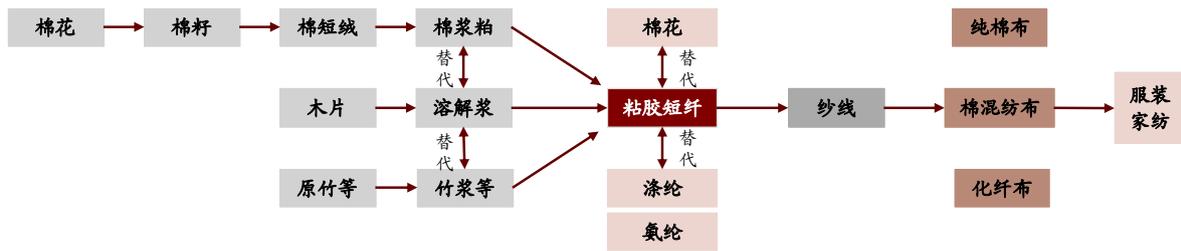
*1998年1月1日后建设的单位适用的标准

资料来源：公开信息、中金公司研究部

备货旺季带来需求温和转暖。粘胶纤维常与棉、毛和化纤混纺用于服装及其他纺织品。目前下游棉纱厂仍保持常规拿货状态，备货水平不高。我们预计进入9-10月纺织工厂冬季备货高峰，下游需求将出现温和的好转，进一步加剧供需紧张的局面。



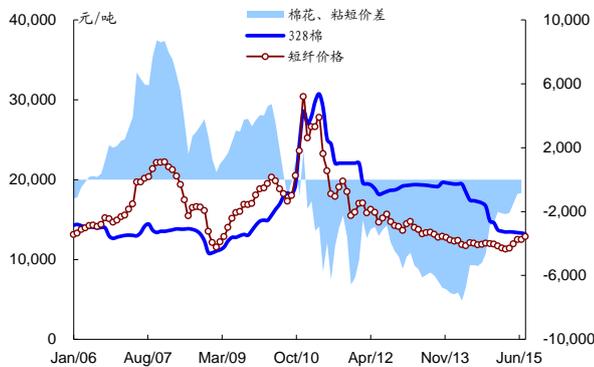
图表 13：粘胶产业链



资料来源：中纤网、中金公司研究部

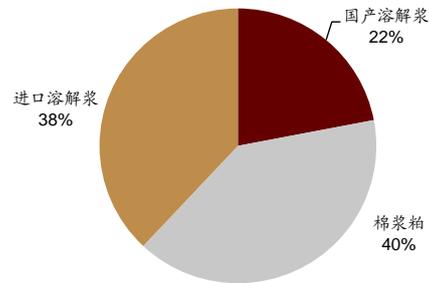
粘胶和棉花价格相关性减弱，粘胶价格走势还是因自身的供求关系决定。过去由于棉花和粘胶可互相替代，且粘胶主要原料棉浆粕又与棉花高度相关，因此两者之间的价格具有较强的相关性，但随着溶解浆逐渐替代棉浆粕，棉花和粘胶之间的相关性逐渐减弱。我们认为，粘胶未来的价格走势将依赖于自身的供求关系，而棉花的价格将给粘胶带来支撑。

图表 14：粘胶和棉花价差



资料来源：中纤网、中金公司研究部

图表 15：溶解浆占到原料的60%



资料来源：中纤网、百川资讯、中金公司研究部

建议关注澳洋科技、三友化工等弹性较大个股。澳洋科技拥有28万吨产能，但新疆地区12万吨产能因环保原因停工，我们按照16万吨产能计算，粘胶价格每提高1000元/吨，EPS弹性为0.18元；三友化工拥有50万吨粘胶产能，国内最大，粘胶价格每提高1000元/吨，EPS弹性为0.17元；同理，南京化纤、新乡化纤和吉林化纤的EPS弹性分别为0.17元、0.06元和0.04元。

图表 16：粘胶行业上市公司价格弹性

代码	公司	有效产能（万吨）	粘胶价格每提高1000元对业绩的贡献
002172.SZ	澳洋科技	16	0.18
600409.SH	三友化工	50	0.17
600889.SH	南京化纤	8	0.17
000949.SZ	新乡化纤	10	0.06
000420.SZ	吉林化纤	4.5	0.04

资料来源：万得资讯、公司资料、中金公司研究部

图表 17：可比公司估值表

公司	股票代码	收盘价 2015/7/23	市值 (百万元)	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产收益率 (%)			
				2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E	2013A	2014A	2015E	2016E
澳洋科技	002172.SZ	11.85	8,234	394	n.a.	88	56	13	16	11	10	3	(18)	20	25
三友化工	600409.SH	10.15	18,781	42	39	24	17	3	3	3	2	8	8	12	15
南京化纤	600889.SH	14.74	4,526	184	828	n.a.	n.a.	5	5	n.a.	n.a.	3	1	n.a.	n.a.
新乡化纤	000949.SZ	6.58	6,759	223	75	n.a.	n.a.	4	3	n.a.	n.a.	2	4	n.a.	n.a.
吉林化纤	000420.SZ	8.03	5,754	n.a.	282	n.a.	n.a.	47	6	n.a.	n.a.	(124)	4	n.a.	n.a.

资料来源：万得资讯、中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

