

关注成本支撑，棉价阶段性上涨可期

2014.07

内容框架说明

- ✓ 14/15年度棉市供需格局分析
- ✓ 14/15年度新棉定价参照体系
- ✓ 行情展望及操作策略

14/15年度棉市供需格局



14/15年度棉市供需格局

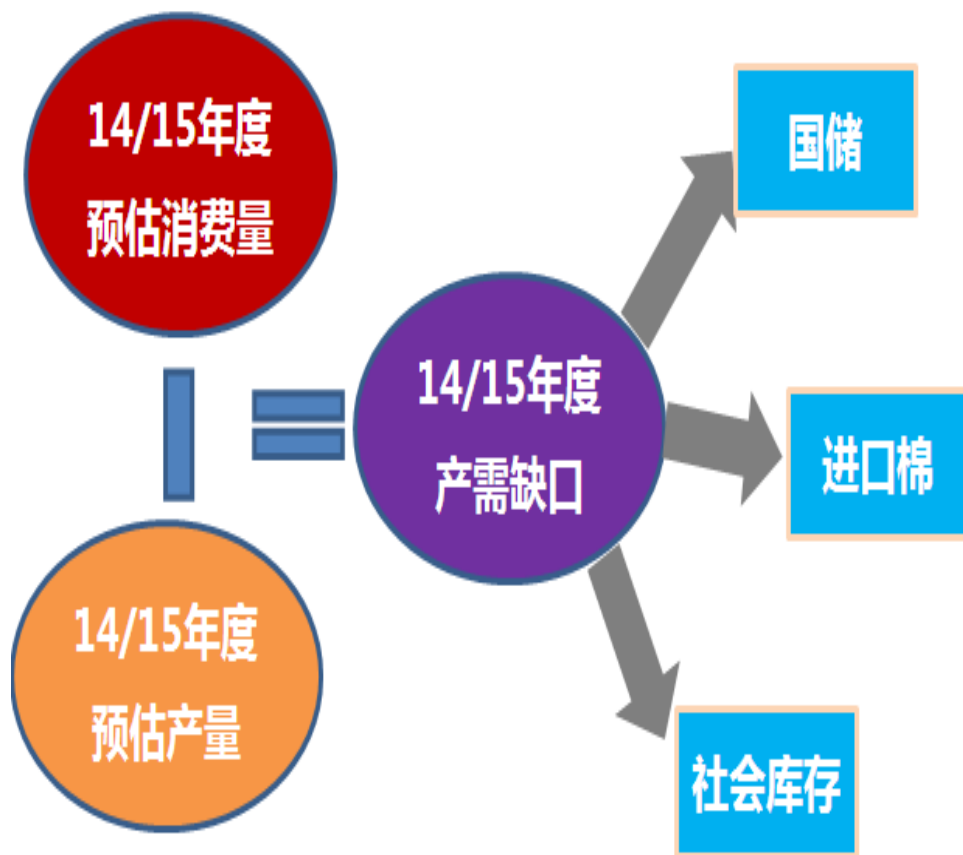
供需平衡分析

年度	USDA		ICAC	
	产量	消费量	产量	消费量
11/12	740.3	827.4	740	864
12/13	762	783.8	730	829
13/14	696.7	751.2	670	788
14/15	642.3	794.7	600	793

综合USDA和ICAC两大权威机构预测值，预估14/15年度中国棉花产量为620万吨，消费量为790万吨，则该年度产需缺口为170万吨。

附注1：按USAD和ICAC最新的2014年7月报告数据

供需平衡分析



对应前文，14/15年度供需缺口为170万吨，可通过国储棉、社会库存及进口棉三类渠道弥补。

供需平衡分析

年度	国储结转 库存	收储	抛储	进口棉	国储累计 库存
11/12	30	313	49	100	394
12/13	394	651	375	0	670
13/14	670	631	230	0	1071

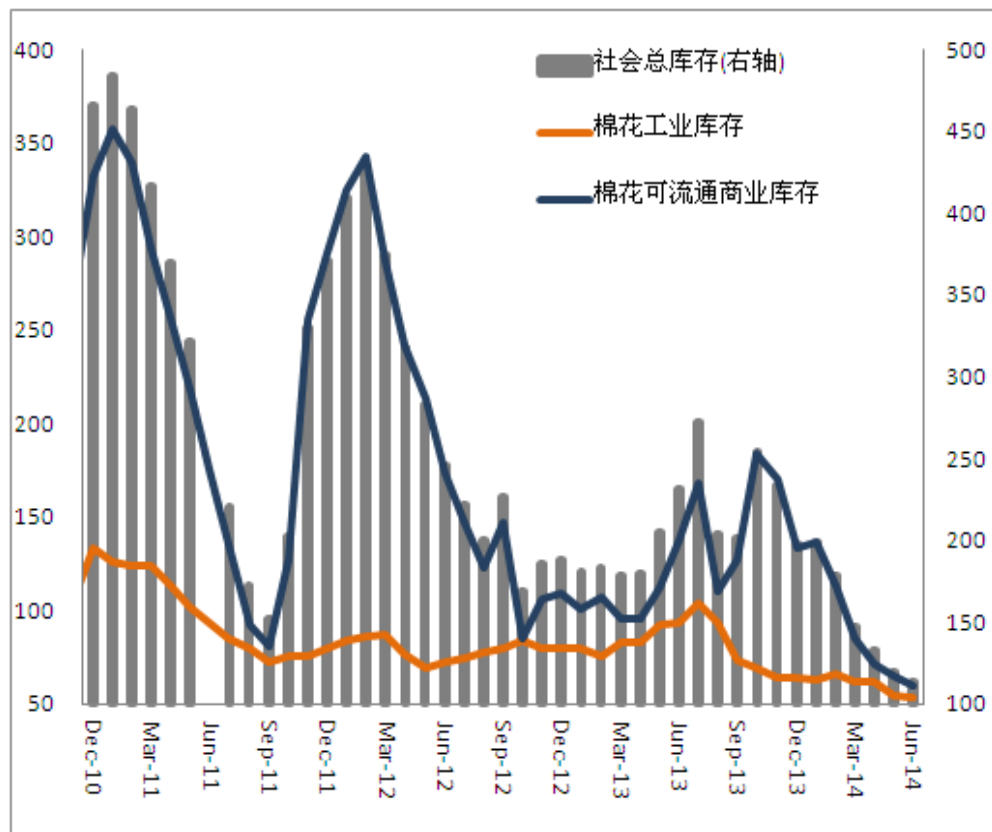
附注1: 12/13、13/14年度国储进口棉数量假定为0;

附注2: 13/14年度抛储量统计至7月28日;

根据历年收储、抛储及上年度结转库存数据, 预计13/14年度国储结转库存约为1000万吨。

(*13/14年度抛储至8月31日结束, 以该年度月均消耗量70万吨测算。不考虑进口棉配额搭售, 预估7月底-8.31抛储需求量为70万吨)

供需平衡分析



截至2014年6月末，国内棉花工业库存为53.3万吨，商业库存为60万吨，社会库存量总计为113.3万吨，为历史低值水平。

假设至8月底，上述社会库存不变，则其用于弥补14/15年度供需缺口的最大量为113万吨。

供需平衡分析

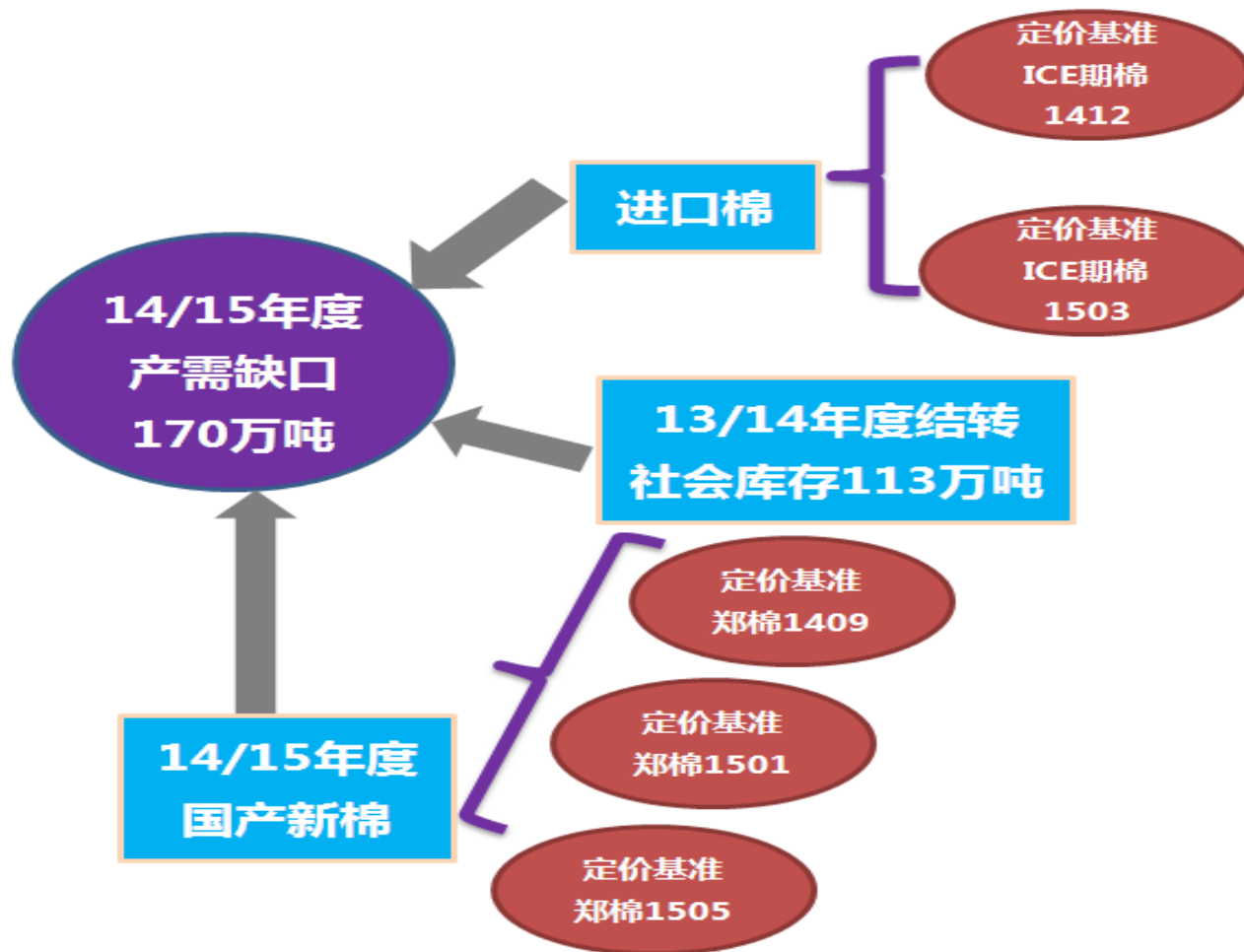
- ✓ 国储棉库存异常充裕，但其成本高企。不考虑仓成本、占用资金利息等，接近3个年度收储基准价，均在19800元/吨以上。预计14/15年度其大量低价抛售可能性不大，即在一定价位下(≤ 17000 元/吨)对棉价不构成增量冲击；
- ✓ 若剔除国储棉冲击，则14/15年度期初库存资源为113万吨，实际供给压力大幅减轻。该年度棉价将主要由如下三部分决定：
 - a) 14/15年度进口棉；
 - b) 14/15年度国产新棉；
 - c) 13/14年度结转陈棉；

棉市定价体系



14/15年度棉市定价体系

棉市定价体系



2-1

14/15年度进口棉定价分析

进口棉定价体系

年度	美国	印度	澳洲	巴西
11/12	255	241.2	101	104.3
12/13	283.6	168.7	134.4	93.8
13/14	228.6	196	98	50.1
14/15	222.1	119.7	71.8	74

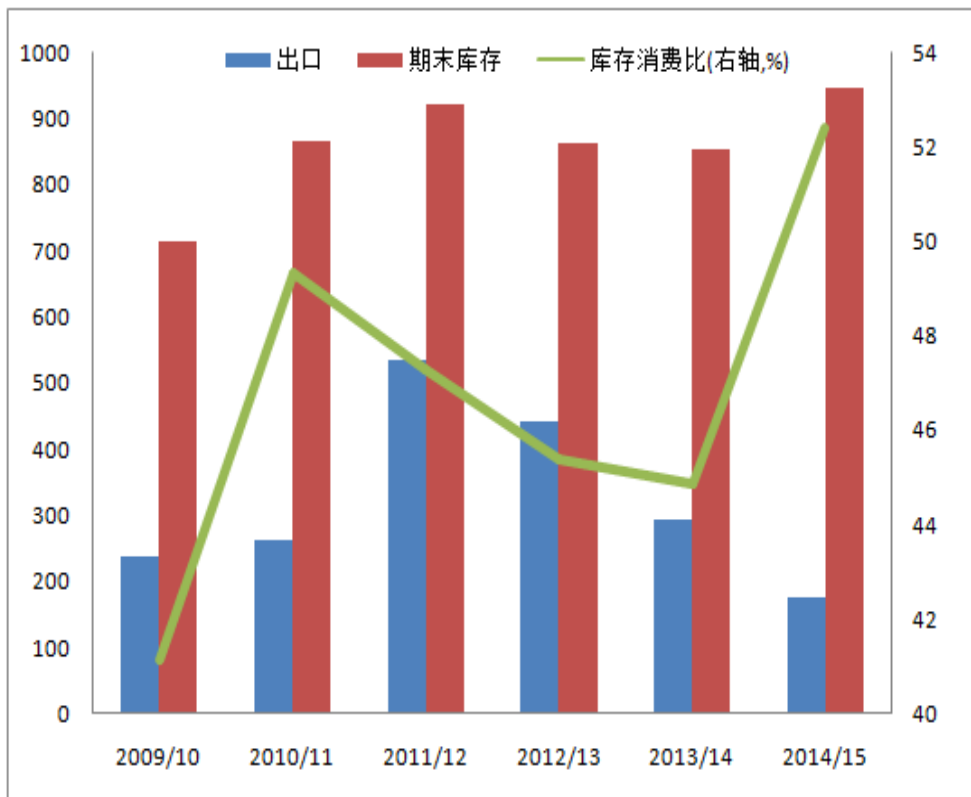
按我国历年进口棉来源结构，美棉占比为20%，印棉40-50%，澳棉及巴西棉占比为10%测算。

预计14/15年度主要国家进口棉可供量=40万吨(美棉)+50万吨(印棉)+15万吨(澳棉+巴西棉)=105万吨。再加其它来源国，仅从数量看，14/15年度进口棉达到170万吨难度应不大。

接下来，考虑进口棉定价水平。

进口棉定价体系

✓ 进口棉定价基础—全球供需平衡表



将全球棉市分为中国及非中国市场：

按USDA数据，剔除中国后，14/15年度全球棉花库存消费比为52.41%，而上年度为44.87%。如此看，新年度全球棉价重心下移属必然现象。

但需考虑14/15年度供需平衡情况转宽松的预期是否在棉价中已反映？

进口棉定价体系

美棉指数 (NYBOT-R 3720)自10日



USDA自2014年5月开始公布14/15年度供需平衡报告起，其不断上调美棉产量，且增幅明显；而对中国消费量也有小幅下调。

对应地，ICE期棉亦从90美分/磅持续下跌至65美分/磅。

若剔除08/09年度因次贷危机所致的系统性风险，棉价已处于近5个年度低位区间。

如此看，14/15年度供需平衡情况在当前棉价中已有充分反映，即ICE期棉在60-65美分/磅形成底部概率较大，对应M级现货为75-80美分/磅。

2-2

14/15年度国产新棉定价分析

国产新棉定价分析

✓ 按前文分析，若不考虑国储棉抛售，则14/15年度国内棉市供需存在缺口。基于此，成本分析将有较强的参考意义。综合相关数据，测算新年度新疆棉和内地棉成本结构如下：

区域	植棉成本 (元/亩)	籽棉产量 (斤/亩)	籽棉成本 (元/斤)	衣分率	加工费 (元/吨)	籽棉价格 (元/斤)	折皮棉成本 (元/吨)
新疆棉 成本	2100	700	3.00	40%	1000	1.00	13000
内地棉 成本	1700	500	3.40	38%	800	1.10	15100

附注1：因各参数项不同，上述测算成本代表一般水平；

国产新棉定价分析

- ✓ 考虑14/15年度疆棉直补政策，其对应皮棉为19800元/吨(对应籽棉价为4.4元/斤)，预计棉农按成本交售籽棉的可能性不大。设定按3.5元/斤交售，则折皮棉价为15500元/吨。
- ✓ 再考虑内地棉农正常植棉收益800-1000元/吨，预计内地产皮棉成本为16000元/吨；
- ✓ 综合而言，预计14/15年度国产新棉成本在15500-16000元/吨。

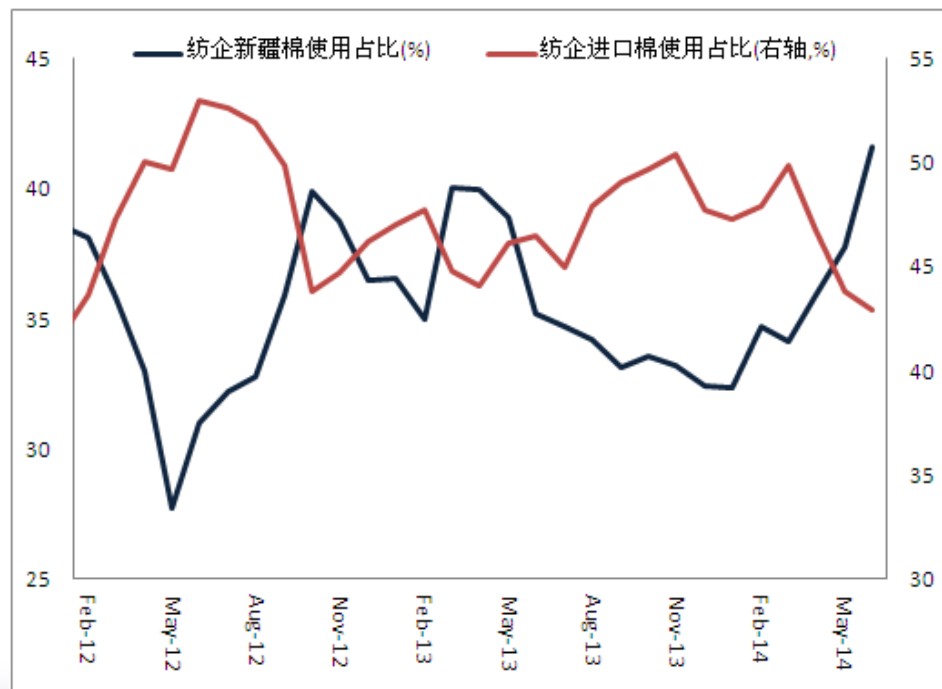
2-3

14/15年度结转陈棉定价分析

结转陈棉定价分析

✓ 国内社会库存分国产棉和进口棉，前者参照国储收储基准定价，基准为20400元/吨，后者按13/14年度M级外棉均价15400元/吨(对应90美分/磅)。再按其权重55%、45%测算，其加权成本为18200元/吨；

美国土注 (M1801-K 3133) 周线

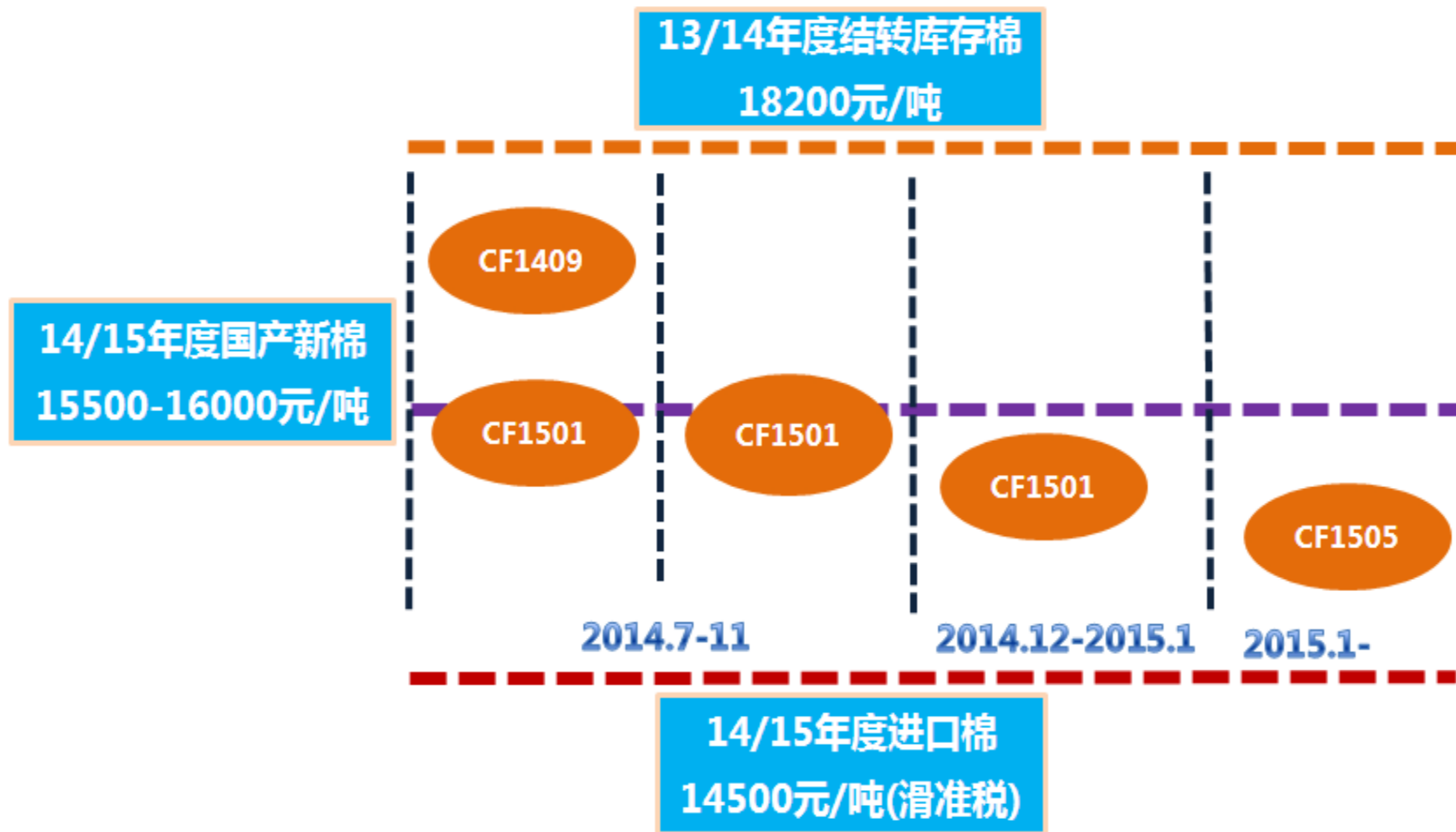


行情展望及操作策略



行情展望及操作策略

行情展望及操作策略

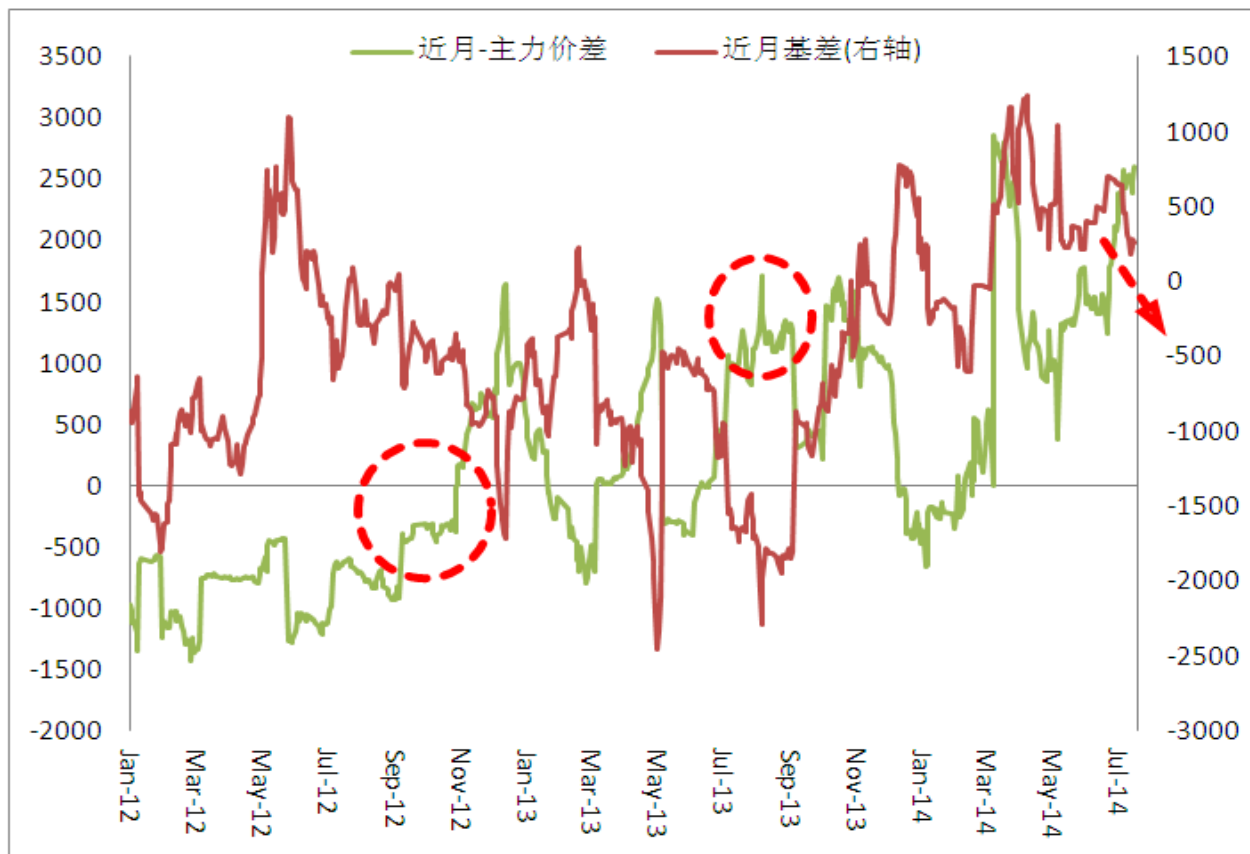


各时间段郑棉对应合约价格区间如下：

2014.7-11：定价合约CF1409和CF1501。

- a) 前者反映13/14年度陈棉，按其成本18200元/吨测算，再结合当前仓单数量和结构，加减对应品级升贴水和时间贴水，其波动区间应在17000-18000元/吨；
- b) 后者对应14/15年度新棉，该阶段全球新棉供应相对偏紧，利于成本支撑作用体现；且从新旧年度棉价接轨角度看，其亦有上行潜力，预计在15500元/吨上运行概率较大；

行情展望及操作策略



附注1:当前CF1409-CF1501价差为2500元/吨左右,考虑到新棉上市初期供给偏紧,9月对1月向上拉动概率较大。

2014.12-2015.1：定价合约为CF1501。

- a) 该阶段新棉大量上市，随供给明显增多，棉价重回14500-16000区间概率较大。但若国储无抛储动作，且进口新棉到港量有限，供需平衡格局仍偏紧，即棉价调整空间有限。**

2015.1-：定价合约CF1505。

- a) 该阶段供给端潜在冲击因素较多，包括进口棉大量到港、国储潜在抛售等，预期其较1月合约偏弱，预期更多以进口棉为定价基准，即运行重心更多接近14500元/吨的下沿。**

综上所述，各阶段操作策略如下：

a) 2014.7-11：单边做多CF1501

入场价位：14500元/吨以下；

目标价位：16000-16500元/吨；

资金管理：30%比例，14500以下；20%比例，14500-15000；10%比例，15000-15500；

潜在风险：该阶段，印棉种植面积大幅加快，致全球棉市供需平衡进一步转宽松。

综上所述，各阶段操作策略如下：

b) 2014.8-2015.1：做多CF1501，做空CF1505

入场价差：0元/吨以下；

目标价差：800元/吨以上

资金管理：40%比例，0以下；30%比例，400以下；

潜在风险：新年度全球主产国新棉生产遭遇严重天气灾害；2015上半年国内及全球纺织服装下游需求大幅好转

相关声明

分析师介绍

李光军：金融学硕士，杉立期货研发部

联系电话：0574-87729761 (0)13967834739

邮箱：konghuanshi@163.com

重要申明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为杉立期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。