

【建投专题】棉花：突破 15000 关口之后，预期犹可为

发布日期：2023 年 2 月 1 日

分析师：田亚雄

电话：023-81157334

期货投资咨询号：Z0012209

在期货价格的决定中，预期几乎从未让位于现实，这个逻辑正在纺织产业链兑现。

春节消费的强劲复苏大幅逆转了此前棉纺产业关于需求的悲观预期，以至于新订单实际在正月十五后才有望回归，但中下游的积极补库和棉花的看涨情绪已经显著扩散。此前纺企库存偏低以至于难以经受得起需求复苏的预期正被积极地向上定价，此前我们提出的 15000 的目标位已经实现，未来支撑棉价乃至整个纺织业原料持续上行的驱动是本文我们期待分享的要点：

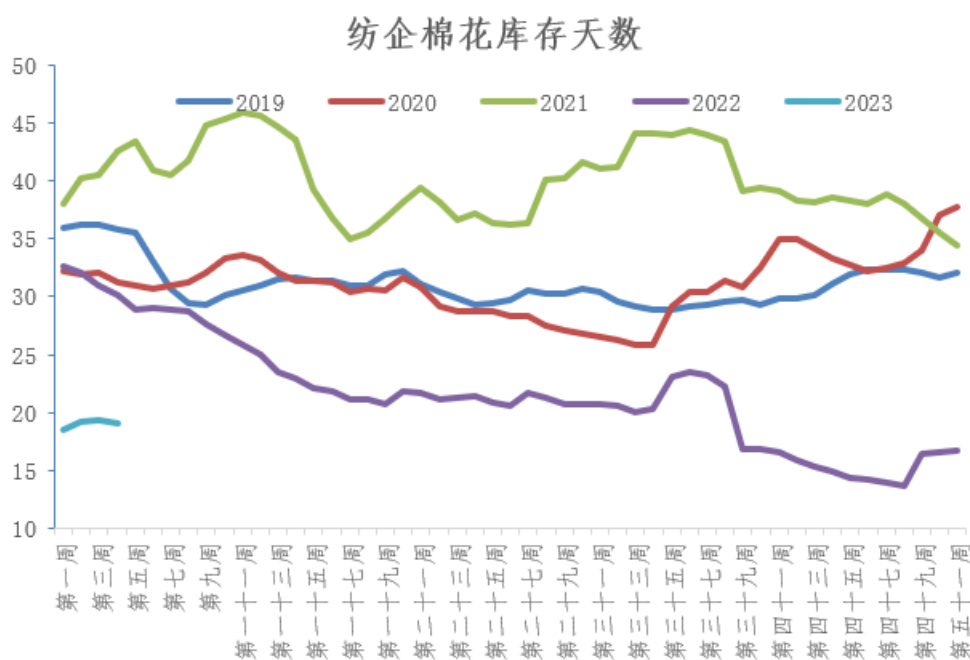
01-纺企未来的开工预期持续营造多头氛围

02-货权集中于中上游的窗口最有利于预期定价

03-种植成本上移后，皮棉理论吨成本 15700-17500 元

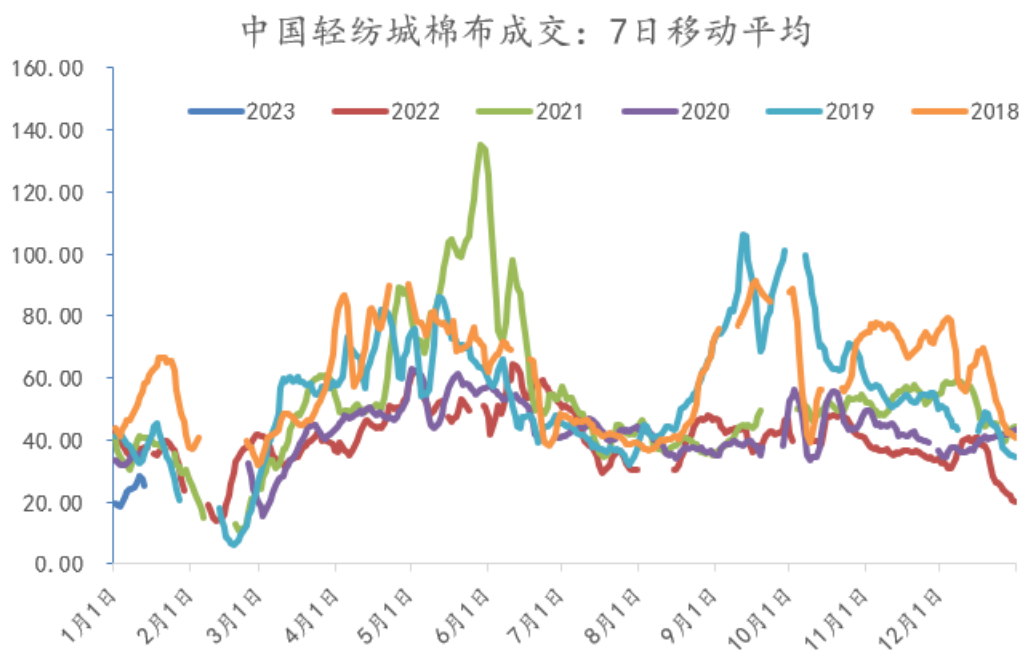
01-纺企未来的开工预期持续营造多头氛围

中国棉花网数据显示棉企皮棉加工量达到 500 万吨，公检量 450 万吨。1 月底，全国 3128 皮棉现货均价 15628 元/吨，月环比上涨 3.39%。据 Mysteel 农产品调研情况显示，全国多数纱线企业于农历初五至初八陆续开始复工，少数企业春节期间不放假，维持正常生产，其中新疆区域大部分企业假期间维持满负荷生产，这也让纺企原料库存呈现进步一下行。TTEB 显示目前样本纺织企业的棉花库存天数为 19 天，往年均值为 35 天。



来源：TTEB，中信建投期货

未来纺企的低库存仍将成为支撑预期交易的关键，并未棉花市场提供持续性的多头氛围，直到现实补库的兑现，此外从经验逻辑上看，预期的意义远大于现实。从季节性上看，3-4月将迎来纺织企业开工的高峰。



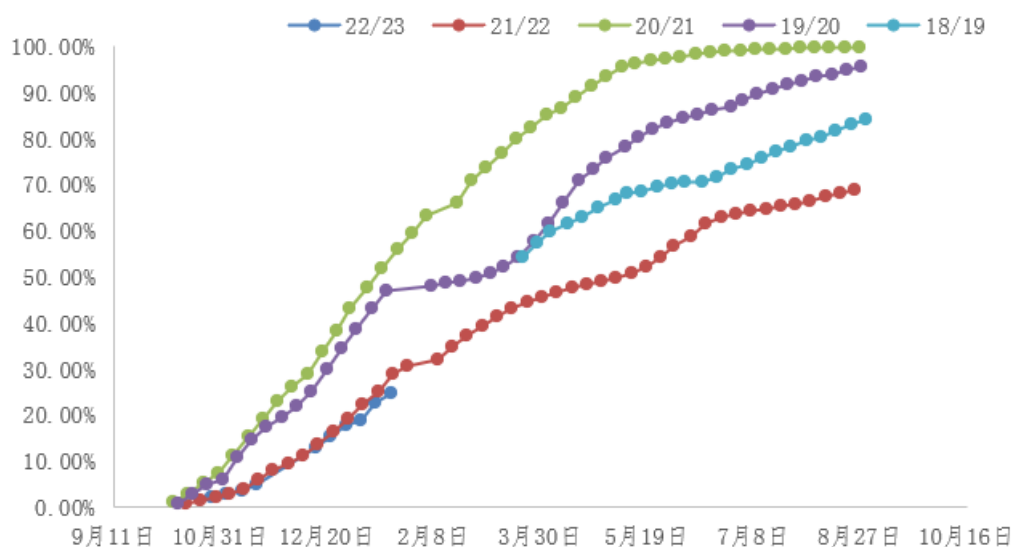
来源：TTEB，中信建投期货

每年的第二季度是下游坯布产业补库的季节性窗口，从经验上看，5月成交均值达到2月成交均值的3倍左右，2023年需求恢复的强度甚至将高于此。

02-货权集中于中上游的窗口最有利于预期定价

在预期交易的过程中，货权的归属是也很大程度影响着行情波动的幅度，此外皮棉的货权从轧花厂到贸易商的转移。春节前轧花厂皮棉销售进度达到25%左右，但受棉花采收偏晚的影响，当前进度落后于往期的平均水平。目前的棉花货权集中于贸易环节和上游，这样的货权结构也较大概率加剧预期交易的深度。

全国轧花厂皮棉销售进度



来源：TTEB，中信建投期货

由价格上行引致渠道库存的增加往往存在显著的惯性，并在价格持续上行的过程中形成补库-货值增加-加速补库的正反馈的路径。伴随着预期往现实过渡，货权的持有者较大概率有保持挺价：

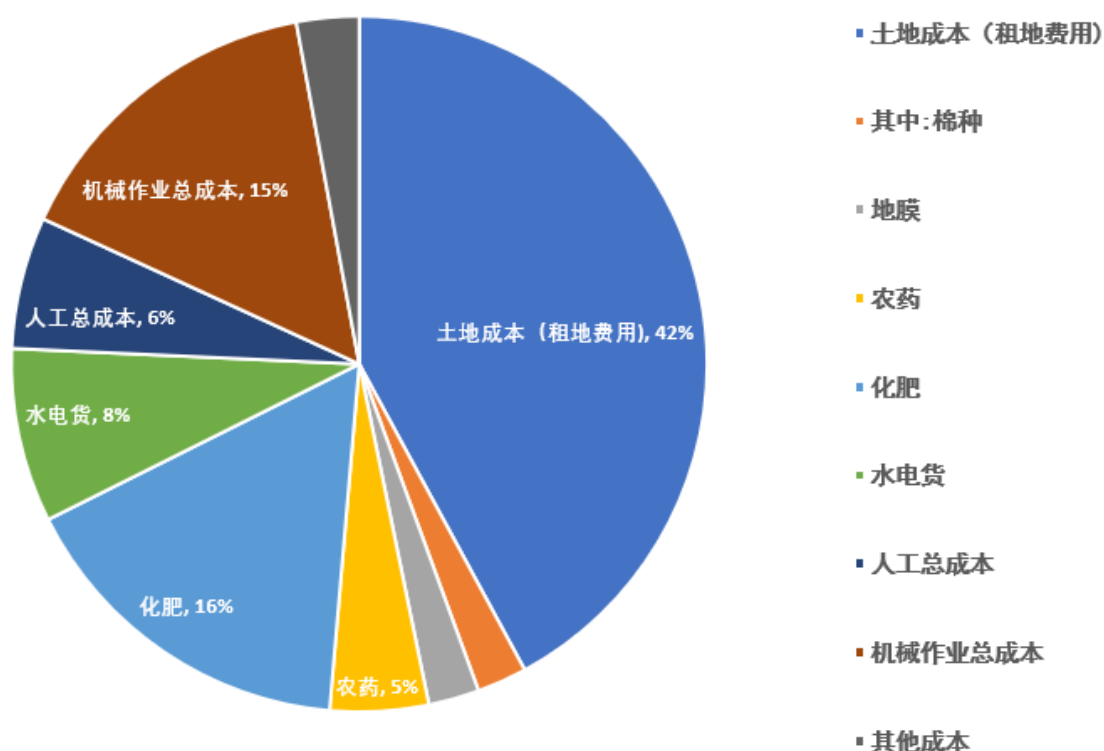
- A、如果补库需求如约而至，甚至库存强度超预期，现货通常加速提价，进而带动期货上行。
- B、若需求不及预期，轧花厂和贸易商或倾向延长销售窗口，降价的迫切性不高，虽然限制了期货上行幅度，但不断上移的贸易成本也同步制约急速下行的空间。

大体上，在这类预期交易的过程中，市场通常对利多的消息更为敏感，甚至忽视一些利空要素。

03-种植成本上移后，皮棉理论吨成本 15700-17500 元

2022 年受地租，化肥和农药等生产资料价格大幅上行的影响，2022 年棉花种植成本大幅上行，中国棉花网数据显示，新疆机采棉每亩种植成本上行至 2755 元/亩（新疆地方），2981 元/亩（新疆兵团），分项中地租，化肥等涨幅最为显著。

项目	内地		新疆地方				新疆兵团	
	手摘棉	同比+	手摘棉	同比+	机采棉	同比+	机采棉	同比+
租地植棉总成本	1622	130	3496	552	2755	527	2981	518
自有土地植棉总成本	1041	114	2336	200	1595	175	1781	126
土地成本(租地费用)	581	16	1160	352	1160	352	1200	392
生产总成本	648	58	926	105	926	105	1048	92
其中:棉种	71		64	8	64	8	56	-1
地膜	47		65		65		121	1
农药	129		126	16	126	16	149	30
化肥	308	34	448	73	448	73	464	56
水电费	93	2	223	8	223	8	257	6
人工总成本	217	31	1149	62	169	14	155	16
其中:田间管理费	151	22	169	14	169	14	155	16
灌溉/滴灌人工费	66	g	98	25	-	-	-	-
拾花用工费	-	-	882	22	-	-	-	-
机械作业总成本	86	8	181	8	420	31	457	14
其中:机械拾花费	-	-	-	-	239	23	242	24
其他成本	90	16	80	25	80	25	121	4



来源: 中国棉花网, 中信建投期货

以机采棉亩产 350 公斤/亩推算, 新疆机采棉田的籽棉种植成本区间为【7.83, 8.51】, 以此简单推算皮棉加

工成本 15700-17500 元/吨，但我国疆棉种植享有目标价格补贴，因此成本测算的实际意义有限，但种植成本同比上行 19% 对于棉价底部抬升有重要支撑。

籽棉价格:	7.8	元/公斤	棉籽价格:	3.7	元/公斤	衣分:	39	%
损耗率:	1	%	衣亏率:	1	%	加工费	1000	元/吨

皮棉成本情景测算							
籽棉收购价 (元/公斤)	7.8	8	8.2	8.4	8.6	8.8	6.5
棉籽价格 (元/公斤)	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
皮棉加工成本 (元/吨)	15684	16211	16737	17263	17789	18316	12263

来源：中信建投期货

未来展望

2022 年底，中储棉信息中心数据显示 2023 年中国棉花意向种植面积 4274.7 万亩，同比减少 153.4 万亩，减幅 3.5%，减产的题材或在棉花消费旺季的窗口里接力多头驱动。

在时间点上，我们倾向多头氛围至少维持到轧花厂和贸易商的 60% 货权向纱厂转移之时，维持到纺企开机强度恢复到均值水平之时，时间窗口初步预计到 3 月中。

棉花 05 合约价格的上边际向上调整到 15700-16300 元/吨，入场的下边际预计 14500 元/吨。

相比于棉花，我们理解同样处于纺织产业链的 PTA 或有更强的向上弹性。除了共享棉花的需求向好的逻辑，供给侧 PTA 或有望迎来更多驱动：

一方面，参照当前 PTA 生产成本 5450 元/吨，300 元/吨的利润尚有进一步向上的空间。

另一方面，PTA 的上游 PX 或受到海外开机不足，国内供应有缺口的逻辑支撑，且有望与原油价格后期反弹形成共振，进一步拉动 PTA 上行。初步理解，PTA05 合约下边际在 5650 元/吨，上边空间或有望突破 6000 关口。

重要声明

本内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com