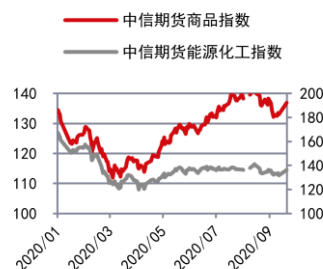


短纤期货上市首日策略

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

短纤期货上市初期预计单边持仓相对较小；期货挂牌基准价偏低，首日或大幅高开；首日市场机会方面，短纤期货短期具备多头配置价值；原料远期升水的结构以及短纤交割特殊安排或有利月间价差反向走阔；品种套利方面，关注短纤与PTA间价差走阔机会，实体企业可基于短纤、PTA和乙二醇期货管理和锁定生产利润。



摘要：

观点：

短纤期货受交割品市场容量限制，上市初期短纤期货主力合约单边持仓量或在8万手附近。

短纤期货首批挂牌合约PF105、PF106、PF107、PF108、PF109，按照期货端交易习惯，短纤期货合约PF105、PF109预计将是交易的重点合约；挂牌基准价均为5400元/吨，上市首日PF105和PF109价格预期升至5550元/吨以及5690元/吨附近。

短纤期货上市，带来较多的配置选择，单边方面，基于当前短纤市场相对稳健的供需环境，具备多头配置价值；月间价差方面，原料PTA和乙二醇远期升水的价格结构，短纤期货全厂库交割以及仓单一年三注销的特色安排，有利于短纤期货合约价差的反向扩张；品种套利方面，关注短纤与PTA期货之间的套利机会；

实体企业利用短纤期货方面，可以利用短纤期货、PTA期货以及乙二醇期货构建虚拟的短纤工厂，以获取短纤现金流的扩张或者收缩下的获利机会。下游企业而言，可以通过纱线与短纤相对价格变化获取价差收益。

风险因素：

(一) 成本下降风险：PTA和乙二醇产能扩张加剧供需失衡状态；

(二) 需求收缩风险：织造需求的季节性放缓，再生短纤供给的恢复引发原生短纤替代需求的下降。

化工组研究团队

研究员：
胡佳鹏
021-60812977
hujiapeng@citicsf.com
从业资格号：F3039655
投资咨询号：Z0013196

李青
021-60812970
liqing@citicsf.com
从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

黄谦
021-60812989
huangqian@citicsf.com
从业资格号：F3063512
投资咨询号：Z0014611

颜鑫
021-80365289
yanxin@citicsf.com
从业资格号：F3048534
投资咨询号：Z0015561

联系人：
林伟昊
021-60812979
linweihao@citicsf.com
从业资格号：F3075074

目 录

摘要:	1
一、短纤期货挂牌交易	3
二、短纤期货价格预期	3
三、短纤期货首日市场策略	4
(一) 涤纶短纤具备多头配置价值	4
(二) 短纤月间价差套利机会	5
(三) 与关联品种之间的套利机会	5
四、结论与建议	6
五、风险提示	6
免责声明	7

图目录

图表 1: PTA 价格结构	3
图表 2: 乙二醇价格结构	3
图表 3: 聚酯熔体成本远期结构	4
图表 4: 短纤现货及远期价格预期	4
图表 5: 直纺涤纶短纤开工率	4
图表 6: 涤纶短纤库存天数	4
图表 7: 短纤与 PTA 品种间套利	5
图表 8: 短纤与纱线之间套利	5

一、短纤期货挂牌交易

涤纶短纤期货将于 2020 年 10 月 12 日上市交易，首批上市交易的短纤期货合约为 PF105、PF106、PF107、PF108、PF109，挂牌基准价为 5400 元/吨，上市当日涨跌停板幅度为合约挂牌基准价的±8%，交易保证金为 5%。

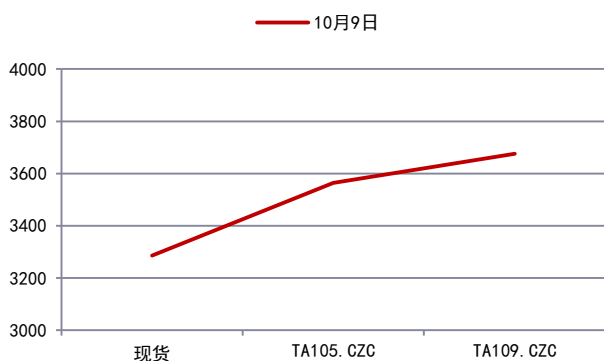
短纤期货合约标准交割品为“原生纺纱用 1.56dtex×38mm、圆形截面半消光本色涤纶短纤，且 $0.10\% \leq \text{含油率} \leq 0.20\%$ ， $0.30\% \leq \text{回潮率} \leq 0.60\%$ ”，2019 年全年产量约 290 万吨。

从关联期货持仓来看，PTA 期货主力合约单边持仓近 140 万手，约占国内 PTA 供给量的 14.5%；乙二醇期货主力合约单边持仓近 21 万手，剔除煤制乙二醇产量之外，约占国内乙二醇供给量的 12%。以 PTA 和乙二醇持仓比例测算，我们认为，短纤期货主力合约单边持仓量或在 8 万手附近。

二、短纤期货价格预期

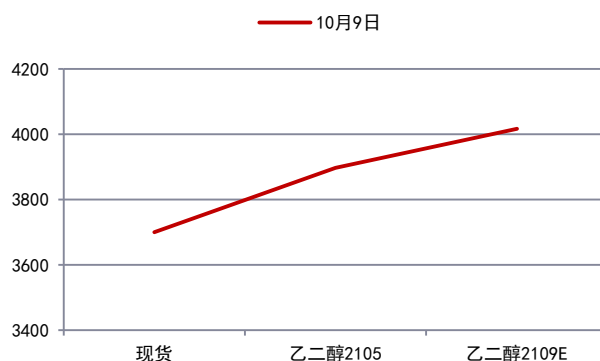
短纤价格对原材料价格变化敏感，直接原因在于原材料成本在短纤价格中占比较高，从不同角度去看，第一，根据华西股份公告显示，原料成本约占其总成本的 90%；第二，按照吨短纤生产耗费 PTA 和乙二醇用量换算，熔体成本与短纤价格的比值接近 85%。由于 PTA 和乙二醇价格均呈现远期升水的状态，意味着短纤远期原料成本同样呈现远期升水的状态。

图表 1：PTA 价格结构



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 2：乙二醇价格结构



资料来源：CCF 中信期货研究部

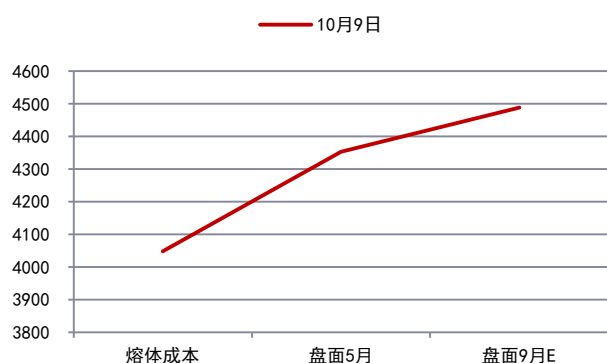
而短纤加工费方面，以华西股份为例，公司主营业务为短纤，现有短纤生产能力近 40 万吨，根据华西股份公告数据显示，近十年短纤业务毛利率均值在 6% 附近。

近期短纤现货加工差升至 1380 元/吨，加工利润接近 480 元/吨；年内现货加工差接近 1440 元/吨，加工利润接近 540 元/吨。我们认为，短纤市场相对稳健的供需支撑了当前较高的加工利润。

从短纤市场预期变化来看，我们认为，需求端的替代随着再生短纤开机率的提升而逐渐回落，远期短纤加工费预期受因此而相对受损，鉴于此，在短纤加工费用评估中，远期合约加工费用评估区间设置在 1200 元/吨附近，这一水平实际也是短纤近十年现金流的平均水平。

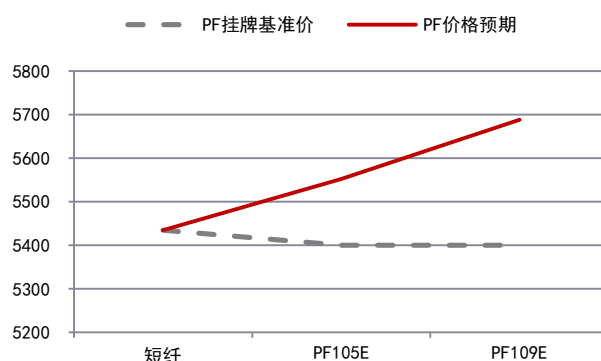
这意味着 PF105 和 PF109 合约挂牌基准价或相对低估，上市首日竞价阶段或大幅跳涨。上市首日 PF105 和 PF109 价格预期或升至 5550 元/吨以及 5690 元/吨附近。

图表 3：聚酯熔体成本远期结构



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 4：短纤现货及远期价格预期



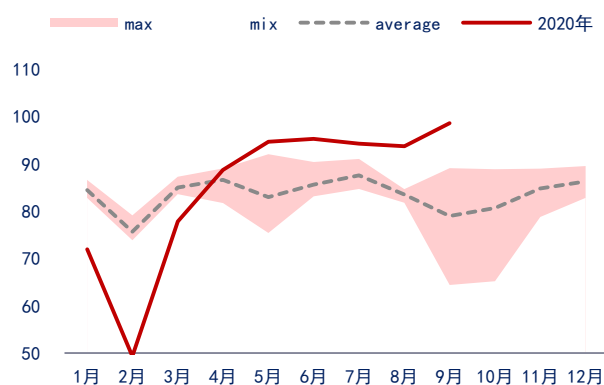
资料来源：CCF 中信期货研究部

三、短纤期货首日市场策略

（一）涤纶短纤具备多头配置价值

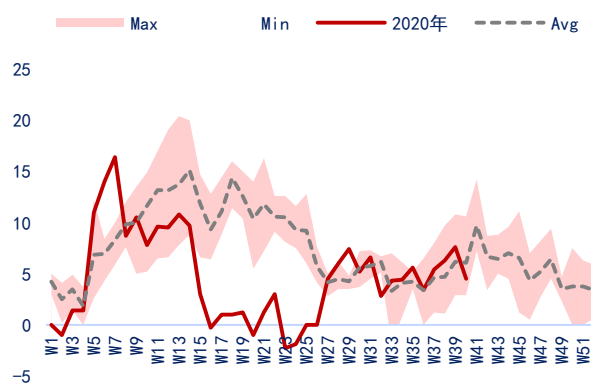
从聚酯产业链各品种去看，涤纶短纤市场供需更为健康。从短纤市场表现来看，虽然开工率已创年内新高，且远高于往年同期水平，但实际产品库存被压缩在较低的水平，这一点与原料 PTA 和乙二醇高库存形成明显的对比，也从侧面反应当前短纤市场稳健的需求，从这个角度去讲，涤纶短纤目前是聚酯产业链各环节品种中优选的多头配置品种；

图表 5：直纺涤纶短纤开工率



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 6：涤纶短纤库存天数



资料来源：CCF 中信期货研究部

（二）短纤月间价差套利机会

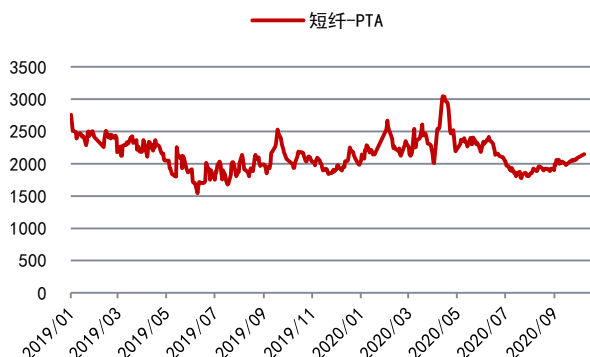
短纤期货 PF105 和 PF109 合约挂牌基准价均为 5400 元/吨，我们预计上市首日 PF105 和 PF109 合约月间价差或降至-120~-140 元/吨，而这一远期升水的幅度基本与熔体成本远期升水幅度（PTA 和乙二醇远期升水幅度）是相当的；与此同时，短纤期货特色是全厂库交割以及仓单一年三注销，而这或降低期货端近远月合约价差的收敛幅度。有鉴于此，若上升首日 PF105 和 PF109 合约价差出现明显偏离的话，或许是较好的月间套利机会。

（三）与关联品种之间的套利机会

短纤期货上市后，也丰富了聚酯产业链上市品种，带来更多的产业链不同品种之间套利实施的可行性。

从品种强弱的角度看，短纤无疑是聚酯产业链关联品种中供需更为稳健的品种，从近期市场表现来看，受织造环节库存下降、订单提升以及备货需求回归提振，短纤库存降至低位，而这也推动短纤与原料 PTA 的价差在逐步走高，考虑到目前这一趋势尚未明显扭转，建议关注短纤与 PTA 期货之间的套利机会（郑商所在短纤期货上市之时，相应推出了短纤与 PTA 期货之间的套利指令）。

图表 7：短纤与 PTA 品种间套利



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 8：短纤与纱线之间套利



资料来源：CCF 中信期货研究部

进一步来讲，也可以利用短纤期货、PTA 期货以及乙二醇期货构建虚拟的短纤工厂，以获取短纤现金流的扩张或者收缩下的获利机会，而对于实体企业而言，通过短纤锁定销售价格的同时，配合 PTA 和乙二醇期货锁定原料成本，以达到获取稳定现金流的目的。

对于下游而言，可以通过纱线与短纤相对价格变化获取价差收益，通常来讲，纯涤纱与短纤价差总体在 4000~4500 元/吨之间，2019 年以来价差均值在 4400 元/吨附近，阶段性可以借助短纤期货实现品种间价差的获利机会。

四、结论与建议

短纤期货受交割品市场容量限制，上市初期短纤期货主力合约单边持仓量或在 8 万手附近。

短纤期货首批挂牌合约 PF105、PF106、PF107、PF108、PF109，按照期货端交易习惯，短纤期货合约 PF105、PF109 预计将是交易的重点合约；挂牌基准价均为 5400 元/吨，上市首日 PF105 和 PF109 价格预期升至 5550 元/吨以及 5690 元/吨附近。

短纤期货上市，带来较多的配置选择，单边方面，基于当前短纤市场相对稳健的供需环境，具备多头配置价值；月间价差方面，原料 PTA 和乙二醇远期升水的价格结构，短纤期货全厂库交割以及仓单一年三注销的特色安排，有利于短纤期货合约价差的反向扩张；品种套利方面，议关注短纤与 PTA 期货之间的套利机会；

实体企业利用短纤期货方面，可以利用短纤期货、PTA 期货以及乙二醇期货构建虚拟的短纤工厂，以获取短纤现金流的扩张或者收缩下的获利机会。下游企业而言，可以通过纱线与短纤相对价格变化获取价差收益。

五、风险提示

（一）成本下降风险

四季度中后期 PTA 和乙二醇产能均存在扩张的市场预期，或加深 PTA 和乙二醇供需的失衡，引发 PTA 和乙二醇价格的进一步调整。

（二）需求收缩风险

需求收缩风险来自两个方面，一是织造环节需求的放缓；二是再生短纤供给的恢复引发原生短纤替代需求的下降。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>