

湖北某医用敷料公司棉花套期保值案例



方案制定时间

2023 年 2 月

方慧玲

农产品首席分析师

从业资格号: F3039861

投资咨询号: Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

★企业简介及风险敞口

公司是湖北省大型医用敷料生产企业之一，按季度批量采购棉花、棉纱进行生产加工医疗卫生用品进行销售，平均每月的采购数量为 250-350 吨。采购成本无法完全固定，但销售价格通常难以提升，企业担心采购成本存上涨的风险，可能压缩利润，使企业产生损失，属于上游风险敞口。同时，企业棉花库存量较大，当价格大幅下跌时，企业库存价值面临大幅下跌的风险，属于下游风险敞口。

★棉花基本面分析

目前纺企纱库存双低，补库需求犹存，这短期或对棉花期现货价格仍有一定的支撑作用，但盘面对需求“强预期”已有较大程度的反映，而后续新增订单的持续性还有待观察，据了解，企业主要以 2-3 月份订单为主，年后整体新增订单平平，大单、长单仍显不足。此外本年度疆棉丰产，国内年度供需平衡表难有缺口，这也决定了棉价上行之路难以顺畅。郑棉短期震荡风险较大，后市需继续关注需求强预期的兑现情况；2023 年长期预计震荡向上，区间 12000-17000 元/吨。

★风险敞口解决方案

针对当前已收购的库存棉花，若企业预计未来一段时间棉花价格下跌，可以在期货市场卖出棉花期货合约或买入看跌期权，待库存消耗完毕后，期货平仓，以期货账户盈利，对冲库存商品公允价值的损失。

亦可尝试几种期权策略以进行风险管理，包括买入看跌期权策略及领口策略等。

★风险提示：

价格走势超预期、基差风险、移仓风险。

1、棉花基本面分析

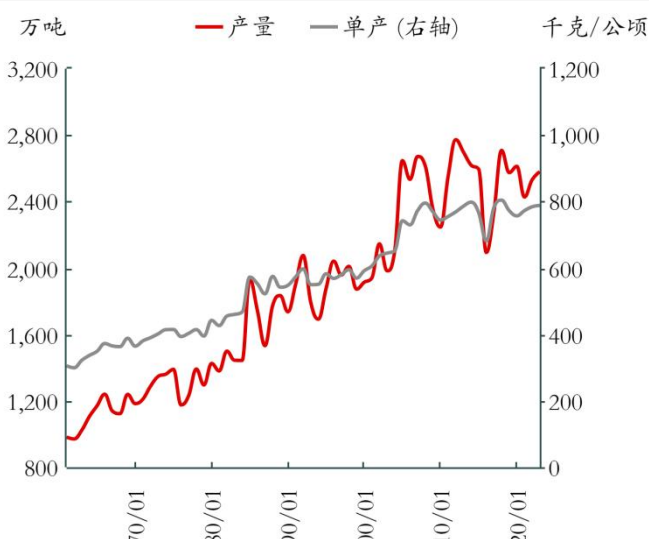
2023年2月，ICE棉价主力合约上周在85美分一线震荡整理，USDA 2月供需报告小幅上调22/23年度美棉期末库存，库销比升至30.5%；同时下调全球棉花产量及期末库存，产需过剩预估量缩至80.8万吨，进出口贸易萎缩，报告影响中性略偏空。

图表 1：内外棉主力合约期价走势



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

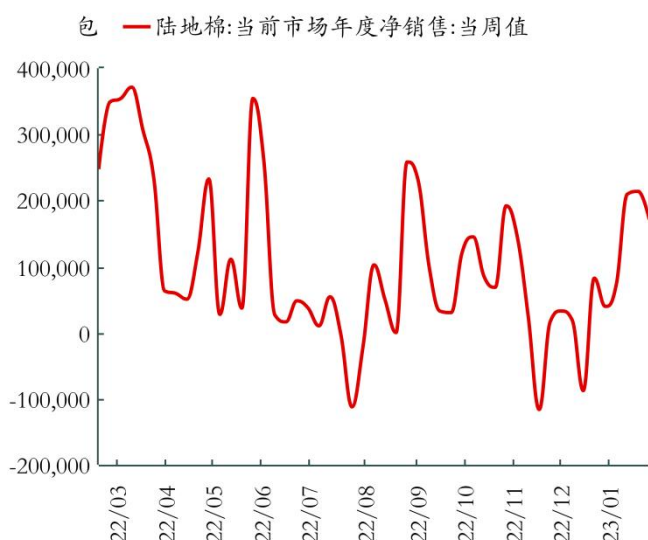
图表 2：全球棉花产量和单产水平



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

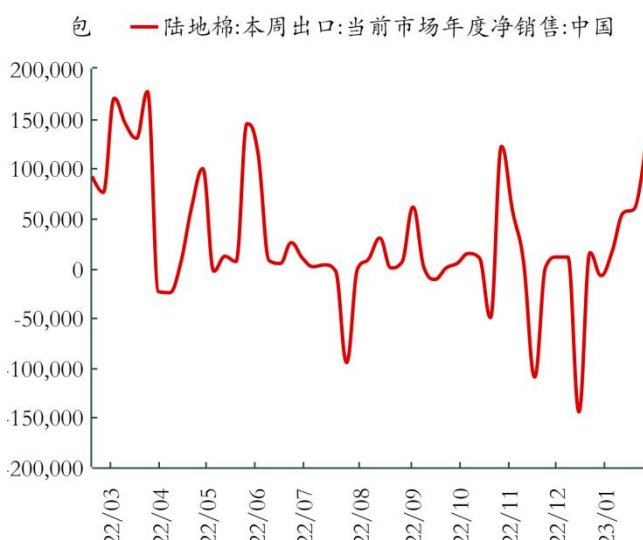
上周公布的周度出口报告显示，截至2月2日当周22/23年美棉周度出口签约环比增加53.53%至5.96万吨，达到近年同期中等水平，其中中国签约0.91万吨。近期美棉出口签约情况有所回升，但还不足以支持市场对需求复苏产生坚定信心。大国博弈愈加激烈，中国部分实体企业再度面临西方制裁，美国及全球宏观经济仍面临着下行压力，而美国零售商及批发商纺服去库还未结束，全球棉花消费在上半年仍面临压力。尽管近期东南亚纺织市场有所回暖、开工率有所回升，但力度有限，开工率也还处于近年同期低位。

图表 3：美棉当前年度周度净出口签约量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

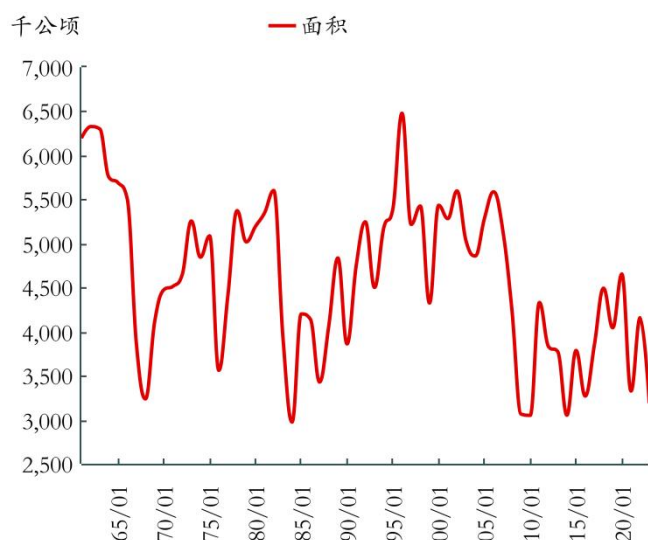
图表 4：美棉当前年度周度出口签约至中国量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

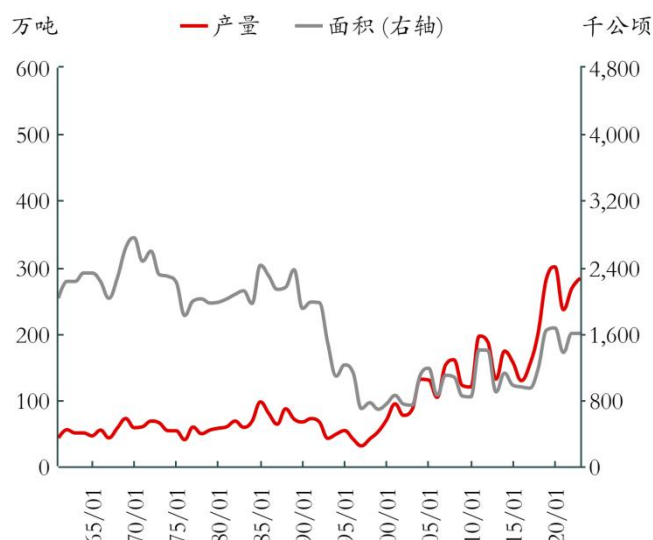
2月中下旬部分机构将对新棉种植面积作出初步预估，如周末的美国棉花总会（NCC）、月底的USDA农业展望论坛，种植面积减少的预期或将给国际棉价提供支撑，外盘震荡的格局短期或将持续，关注外部宏观环境的变化情况。

图表 5：美棉种植面积



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

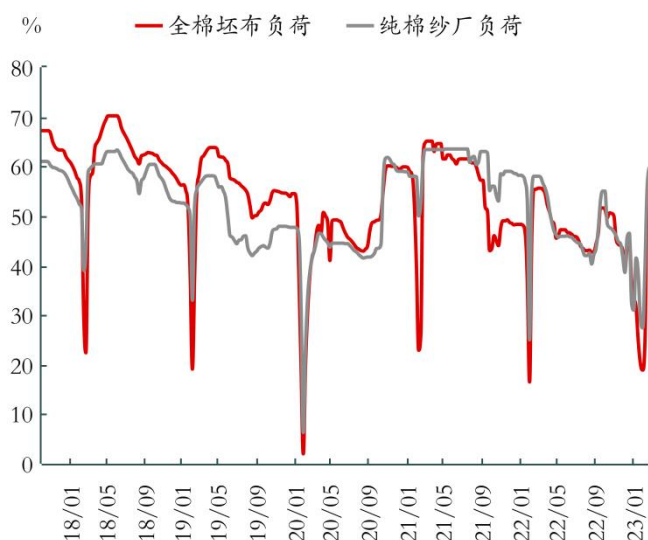
图表 6：巴西棉花产量及种植面积



资料来源：USDA，东证衍生品研究院

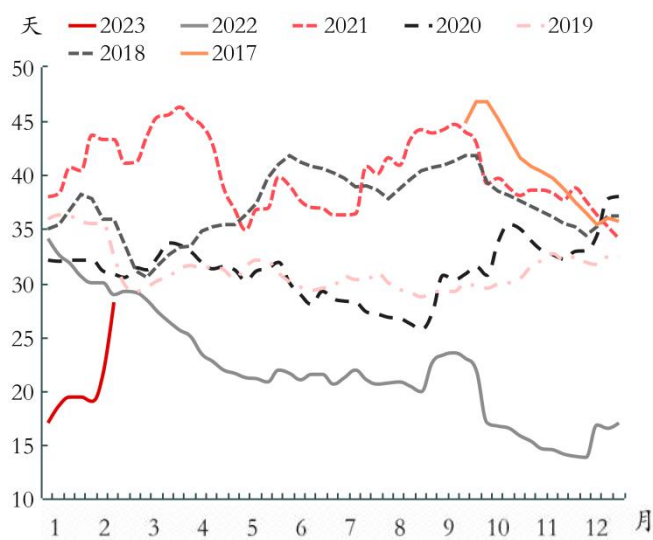
国内下游市场方面，由于棉价下跌，下游纺织市场交投有所减弱，价格止涨偏稳，纺企即期生产利润改善，目前纺织企业平均负荷已升至近6成水平，近日企业原料端库存有较快回升，纺企棉花平均库存升至28.2天、织厂棉纱平均库存也升至14天；而产成品库存方面，织厂坯布的库存虽有下滑，但仍在30天以上的同期高位水平，纺企棉纱库存仍处于低位水平，贸易商棉纱库存相对较多。

图表 7：下游纺织企业负荷



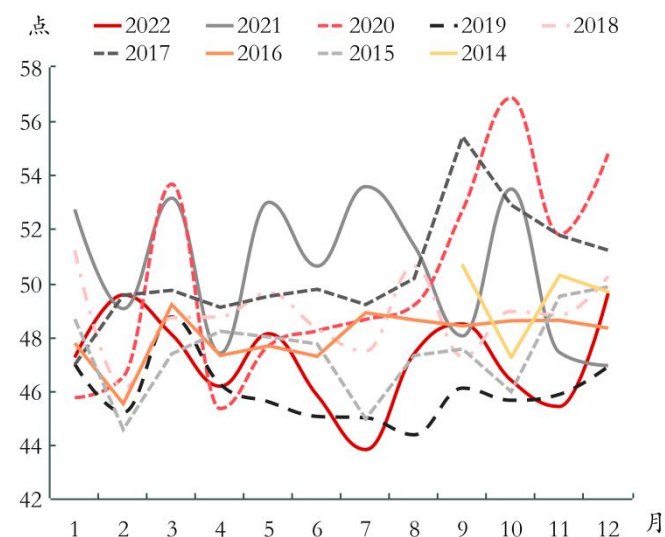
资料来源：棉纺织信息网，东证衍生品研究院

图表 8：纺企棉花库存（季节性分析）

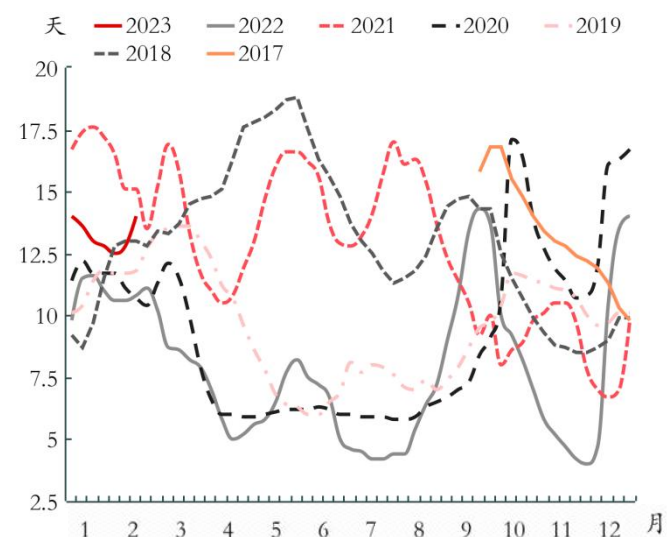


资料来源：棉纺织信息网，东证衍生品研究院

据了解，企业主要以 2-3 月份订单为主，年后整体新增订单平平，大单、长单仍显不足，其中外单成单难度大、新增不多，外单整体状况较内销订单要差许多。由于年后新增订单不及预期，企业对原料的采购谨慎的心态有所增强。但纺企由于较低的棉纱库存，以及对即将到来的“金三银四”纺织旺季仍有所期待，对棉纱挺价意愿仍较强，但提价的阻力在加大。

图表 9：中国棉纺行业景气指数：产品销售


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：织厂棉纱库存（季节性分析）


资料来源：棉纺织信息网，东证衍生品研究院

上游方面，由于郑棉期价上周大幅下滑，现货点价成交大幅提升。截止到 2023 年 2 月 9 日，新疆地区皮棉累计加工总量 521.63 万吨，同比增加 0.98%；2022/23 年度新疆监管棉公证检验量 491.05 万吨，同比减少 3.69%。目前疆棉加工还未结束，上周累计加工量同比已由负转正，反超去年同期水平，但不同于上年同期不足 5000 吨的日加工量水平，当前日加工量已回升至 3 万吨以上。

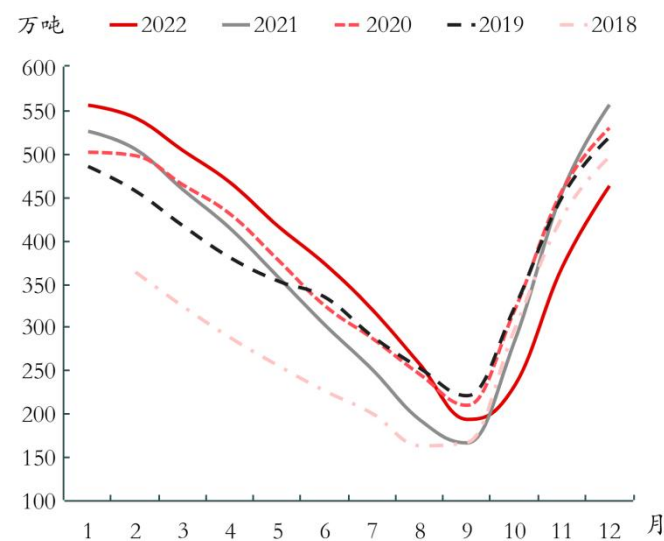
目前国内各产业机构纷纷上调 22/23 年度全国及新疆棉估产，部分机构预测新疆棉花总产将达 580 万吨左右，棉花信息网更是在 2 月初的生产调查报告中，将新疆棉花总产调增 16.6 万吨至 602.4 万吨，同比增幅 13.2%。22/23 年度国内棉花供需预期过剩、整体供应预期偏宽松；国内棉花商业库存高峰将推后至 2 月份出现，且将超过去年同期，达到历史高位水平。

图表 11: 纱布库存天数



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 中国棉花商业库存



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

综上, 目前国内纺企棉纱库存较低以及对上半年 3-4 月份纺织旺季的期待或将对棉价下行带来一定的制约, 但市场进入“需求强预期”的兑现期, 年后新增订单不及预期, 令下游纺织企业采购谨慎的心态增强, 且近期纺织企业原料库存已补充到中等水平, 而后续旺季实际新增订单还需要继续观察。

此外, 22/23 年度疆棉产量或高于此前预期, 本年度国内供应预期宽松, 一季度商业库存预计较高, 也令盘面上方承压。**郑棉短期或仍有下行空间, 但在下年度基本面转强的预期下, 整体料维持宽幅震荡格局**, 关注后续需求面的实际情况及外部宏观环境的变化。

综上所述, 目前纺企花纱库存双低、补库需求犹存, 这短期或对棉花期现货价格仍有一定的支撑作用, 但盘面对需求“强预期”已有较大程度的反映, 而后续新增订单的持续性还有待观察, 据了解, 企业主要以 2-3 月份订单为主, 年后整体新增订单平平, 大单、长单仍显不足。此外本年度疆棉丰产, 国内年度供需平衡表难有缺口, 这也决定了棉价上行之路难以顺畅。**郑棉短期震荡风险较大, 后市需继续关注需求强预期的兑现情况; 2023 年长期预计震荡向上, 区间 12000-17000 元/吨。**

2、套期保值方案

2.1、现货企业情况及方案内容

公司是湖北省大型医用敷料生产企业之一, 具有多多年医用敷料生产历史和经验。企业按季度批量采购棉花、棉纱进行生产加工医疗卫生用品进行销售, 平均每月的采购数量为 250-350 吨。采购成本无法完全固定, 但销售价格通常难以提升, 企业担心采购成本存上涨的风险, 可能压缩利润, 使企业产生损失, 属于上游风险敞口。同时, 企业棉花库存量较大, 当价格大幅下跌时, 企业库存价值面临大幅下跌的风险, 属于下游风险敞口。企业风险敞口主要包含两方面, 一是采购价格上行时, 企业成本提升压缩利润, 导致企业产生损失; 是企业采购入库的棉花数量较大, 若价格大幅下跌, 企业库存价值面

临大幅贬值。

1、针对尚未采购的棉花

为预防发生价格风险事件，即棉花价格大幅上涨引起成本提升压缩利润，建议企业在价格有反弹迹象时，买入棉花期货合约，待现货采购入库后，期货平仓，以期货账户盈利，弥补采购成本上升带来的损失。由于当前（2023年2月）郑棉短期或仍有下行空间，**我们不建议在此时进行买入套保**。短期我们认为棉花期价在14000-15000元/吨之间震荡，因此，长期来看买入保值开仓价格区间不应高于12000-13000元/吨的区间。

图表 13：棉花买入套保方案要素

保值资产标的	棉花
建议开仓区间	在建立战略计划或采购计划时，择时逢低开仓，对于买入保值而言，基差扩大会遭受损失，因此应锁定一个尽可能大的初始基差，如果市况不佳，尽量使初始基差不低于基差均值。
保值合约选择	郑州商品交易所棉花期货合约，该商品合约不是连续性合约，主力合约隔月切换，考虑企业生产经营每月连续进行，推荐开仓时主力合约作为买入套期保值标的，随时间推移移仓换仓至下一个主力合约标的。
风险及平仓	如果后期棉花价下跌，致使期货账户出现一定比例浮亏，建议企业及时根据内控制度向上级反馈，并选择止损或补充保证金；如果后期棉花价格如期上涨，应在现货市场买入对应数量现货后，及时将期货账户多单平仓。
方案实施时间	2023年2月方安制定时，短期看价格仍有下行空间，建议在价格面临反弹时参与买入套保

资料来源：东证衍生品研究院

2、针对当前已采购的库存棉花

若企业预计未来一段时间棉花价格下跌，可以在期货市场卖出棉花期货合约，待库存消耗完毕后，期货平仓，以期货账户盈利，对冲库存商品公允价值的损失。由于当前郑棉短期或仍有下行空间，我们建议待郑棉价格在14500-15000元/吨左右尝试卖出套保单。

图表 14：棉花卖出套保方案要素

保值资产标的	棉花
套保比率	湖北中健预计一季度采购900吨的棉花，即计划对一季度采购的库存棉花进行保值，套保比例可按实际需求选取部分进行套期保值操作，鉴于企业采购数量较大，建议匹配相应套期保值团队，将套保比例提高至80%-100%，优选90%的套保比例
建议开仓区间	针对库存或预期销售，择时逢高开仓，建议待郑棉价格在14500元/吨左右尝试卖出套保单。对于卖出保值来说，基差减少会遭受损失，因此应锁定一个尽可能小的初始基差，如果市况不好，尽量使初始基差不超过基差均值。当前基差过大，需择时进场。
保值合约选择	郑州商品交易所棉花期货合约，该商品合约不是连续性合约，考虑企业生产经营每月连续进行，推荐2305、2307合约作为卖出套期保值标的，随时间推移移仓换仓至下一个主力合约标的。
风险及平仓	如果后期棉花价上涨，致使期货账户出现浮亏，建议企业及时根据内控制度向上级反馈，并选择止损或补充保证金；如果后期棉花价格如期下跌，应在现货市场向下游客户卖出现货或待库存消耗完毕后，及时将期货账户空单平仓
方案实施时间	2023年2月

资料来源：东证衍生品研究院

2.2、服务成效

2023 年 2 月-3 月，棉花价格震荡下行，湖北棉花现货价从 2 月初的 15790 元/吨下跌至 3 月底的 15310 元/吨，期货 CF305 价格从则 15190 元/吨左右下跌到 3 月下旬的 13910 元/吨的低点，2 月企业参与卖出套保，有效降低了库存成本的损失，且期货下跌幅度更大，基差走强，企业有了更多的盈利。

2023 年 3 月-8 月，棉花价格则一路上涨，湖北棉花现货价 8 月已经涨至 18000 元/吨以上，企业参与买入套保，实现了将采购成本锁定在较低水平的目标。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有大连商品交易所、大连商品交易所、大连商品交易所、上海国际能源交易中心和大连商品交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com
