2013.08.05

钢材期货策略报告

近期报告:

螺纹与焦炭比值走势分析

付阳 林小春
52138738 52138796
投资咨询证书号 Z0000136

摘要:

综上所述，从季节性、库存变化、螺纹焦炭毛利水平以及期现升贴水角度考虑，目前螺纹与焦炭的比值已经处于阶段性高位，但并不排除该比值有进一步上涨的可能，从时点上看，目前做空螺纹焦炭比值的策略可能还不到时候，我们需要观察以上几个指标，当钢厂开始加大焦炭补库力度，而焦炭期货的升水也降至合理水平后，随着冬季焦炭的旺季需求启动，很可能焦炭走势会强于螺纹，届时做空该比值盈率更大，时点可能在 9 月之后。

国泰君安期货产业服务研究所

从煤焦钢三个期货品种目前走势看，均处于成交萎缩，市场缺乏方向的阶段，三者价格处于阶段性底部运行，上下两难，单边趋势性操作难度加大。投资者或许可以关注螺纹与焦炭间套利机会的产生。

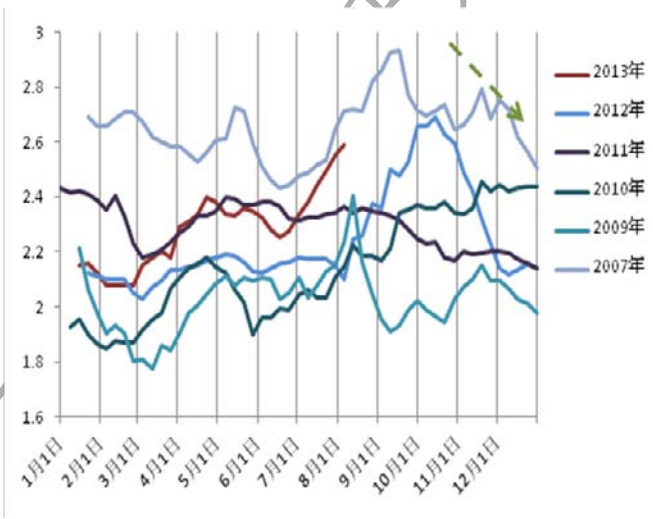
一、从季节性走势看，螺纹焦炭比值 9 月份后回落的概率增大

我们对比 2007 年以来上海地区三级螺纹与唐山准一级冶金焦价格比值来看，基本处于 1.8-2.4 之间运行，而上一个峰值出现在 2012 年 10 月份，焦炭价格快速下跌，且跌幅远大于钢价，使得两者比值迅速接近 2.7。最近比值的上升主要与钢厂减产预期有关，粗钢产量处于历史高位，市场预期钢价在减产状态下会走强，而焦炭需求将继续减少，使得螺纹焦炭比值快速上升。

从螺纹焦炭比值季节性走势看，剔除 2008 年，我们可以看到 2007-2012 以来，基本上 9 月份之后，比值均处于下降过程，从螺纹看，季节性旺季出现在 8、9 月，价格往往在这一时期升至年内高位，而焦炭价格 9 月往后开始炒作冬季需求，加之春节运力紧张，往往焦炭的旺季出现在 9 月之后至春节期间。两个品种价格的季节性不同，造成了比值的季节性变化。从比值的季节性指标看，8-10 月该比值可能都处于一个相对高位运行。

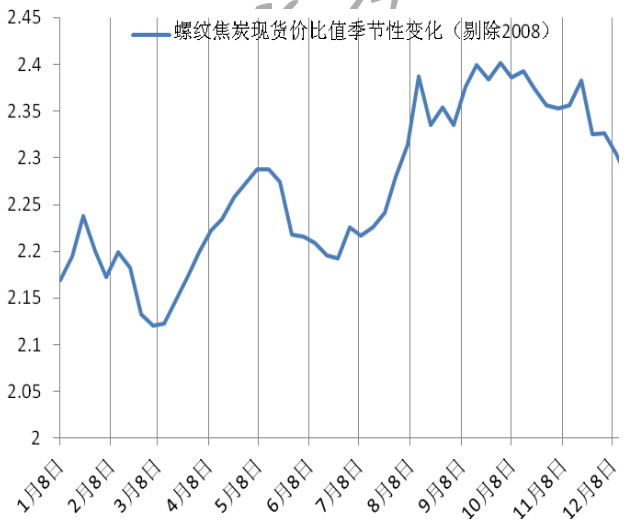
图 1：螺纹与焦炭现货价格比值历史走势

图 2：往年螺纹与焦炭现货价格比值的走势



数据来源：wind　国泰君安期货产业服务研究所

图 3：螺纹与焦炭现货价比值季节性指标（剔除 2008 年，2007-2012）



数据来源：wind　国泰君安期货产业服务研究所

二、焦炭的去库存化刚刚开始，焦炭走强还需钢厂补库展开

近期螺纹与焦炭价格一强一弱在库存上已有所反映，焦炭库存 6 月份以来一直处于历史高位，供过于求

局面凸显，钢厂原料库存控制在低位是主要原因，即使在粗钢产量不断上涨的状态下，用多少原料进多少货的思路已经形成，而这种以控制库存来控制原料价格波动风险的做法可能会越来越常态。从补库的角度看，钢厂后期补焦炭库存幅度可能会比较小，进入到冬季，补库节奏可能稍快，带动焦炭价格走强。

而钢材的去库存化周期还将延续，钢材贸易商还在持续退出这个行业，中间库存水平会继续下降，有可能会回到 2008 年前的水平，所以钢材库存的走低即是需求不错的表现，同时也是行业调整的结果，钢贸信贷的去杠杆化带动去库存化。而即使库存达到阶段性低位后，补库带动价格上涨行情幅度也会很有限。

短期内，螺纹的去库存化延续会继续带动钢价走强，而相对而言，焦炭库存高位还未有明显下降，高库存可能继续压制价格，两品种库存的走向会支撑螺纹焦炭比值维持在高位。但一旦焦炭的去库存进行到一定阶段，钢厂开始有补库迹象时，焦炭价格很可能会强于螺纹，带动螺纹焦炭比值下降。时点可能在 9 月后。

图 4：焦炭天津港库存继续高位运行

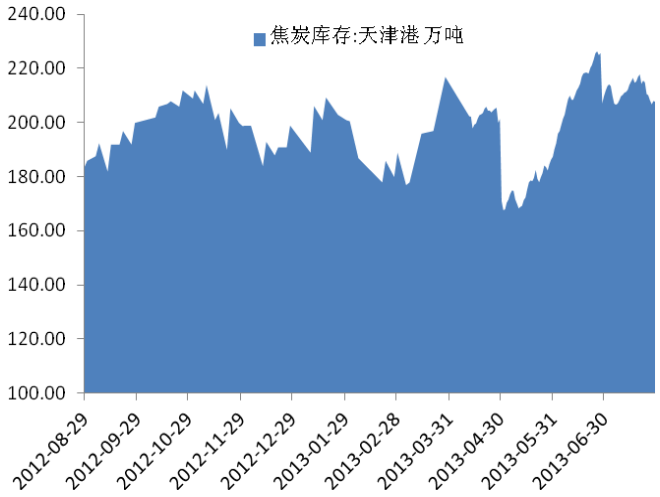
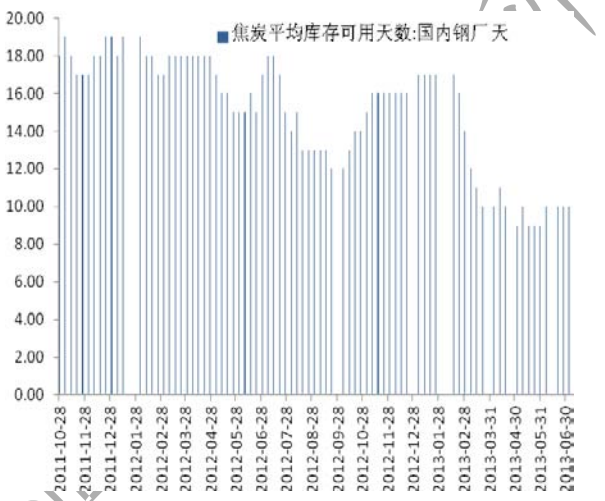


图 5：钢厂焦炭库存水平维持低位



数据来源：wind　国泰君安期货产业服务研究所

图 6：建材去库存化仍在持续中

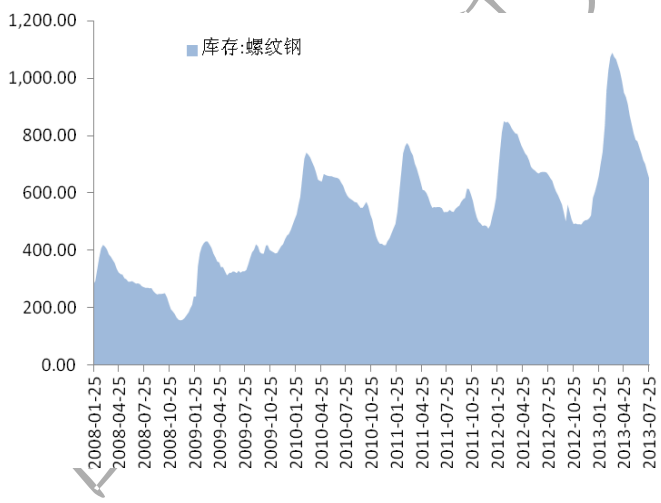
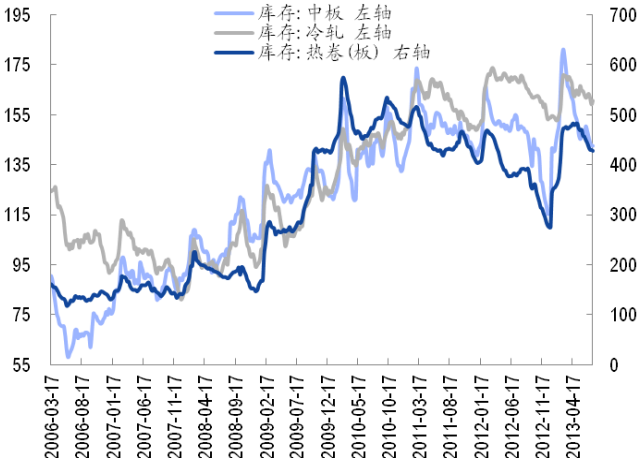


图 7：其它钢材品种也处于去库存化阶段



数据来源：wind　国泰君安期货产业服务研究所

三、螺纹毛利水平还低于炼焦，这支撑螺纹焦炭比值暂时维持高位

炼焦毛利和螺纹毛利的对比是判断两者价格强弱的重要指标之一，焦化厂相对钢厂毛利过大，则焦炭价格必然有弱于钢价的趋向，毕竟焦化厂的获利话语权还在钢厂；而当钢厂毛利相对焦化厂过高时，焦化企业也必然有提价的意愿，后期焦炭价格可能强于钢价。从近期炼焦毛利和螺纹毛利对比看，准一级焦炭毛利大约在 5%附近，三级螺纹含税毛利在 3%左右，煤炭价格的大跌使得焦化厂炼焦利润水平要稍好于螺纹。这也是为什么近期螺纹与焦炭比值为什么屡创新高的原因。

目前钢厂三级螺纹毛利水平稍低于炼焦毛利，后期三级螺纹毛利水平仍有可能强于焦化厂，回归到钢

厂议价能力强于焦化厂的状态，这使得螺纹与焦炭的比值短期仍有可能上升。

图 9：焦化厂毛利状况稍好于钢厂

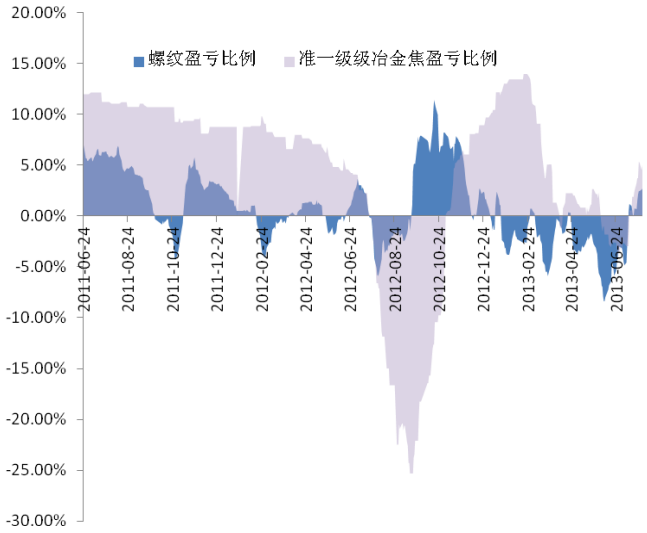


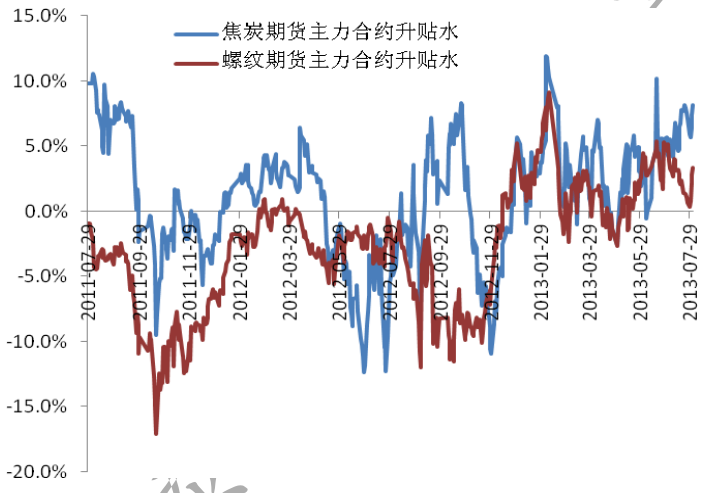
图 10：伴随着钢厂毛利相对转好，螺纹焦炭主力合约比值已在高位

数据来源：wind　国泰君安期货产业服务研究所

四、焦炭期货的高升水已将冬季旺季需求预期体现

螺纹与焦炭期货相对各自现货价格的升贴水状况同样值得关注，目前螺纹期货 1401 主力合约相对华东地区现货价格升水 3%左右，而焦炭期货 1401 主力合约相对唐山地区现货升水 8%，冬季需求旺季的预期已经反映在焦炭期货价格中，比较而言，焦炭期货升水对螺纹期货的升水有高估的嫌疑。这将使得螺纹与焦炭比值可能继续上升或维持高位运行。

图 11：焦炭主力合约的升水仍高于螺纹

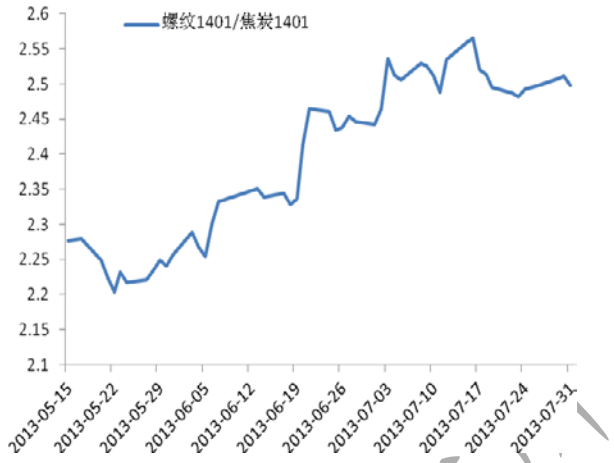


数据来源：wind　国泰君安期货产业服务研究所

螺纹焦炭主力合约比值目前处于阶段性高位，也是焦炭期货上市以来的高点，螺纹 1401 与焦炭 1401 合约的比值在 2.5 附近，从统计套利的角度去看，目前存在做空该比值的倾向。但从两品种基本面变化的时点上，我们认为做空该比值可能还需延后。现货比值在 2007 年有冲 3.0 的历史，不排除在期货市场上也出现这类极端行情。

图 12：螺纹焦炭期货主力合约比价目前处于阶段性高点

图 13：螺纹 1401 与焦炭 1401 合约比值高位运行



数据来源：wind　国泰君安期货产业服务研究所

综上所述，从季节性、库存变化、螺纹焦炭毛利水平以及期现升贴水角度考虑，目前螺纹与焦炭的比值已经处于阶段性高位，但并不排除该比值有进一步上涨的可能，从时点上看，目前做空螺纹焦炭比值的策略可能还不到时候，我们需要观察以上几个指标，当钢厂开始加大焦炭补库力度，而焦炭期货的升水也降至合理水平后，随着冬季焦炭的旺季需求启动，很可能焦炭走势会强于螺纹，届时做空该比值盈率更大，时点可能在 9 月之后。

国泰君安期货产业服务研究所

免责声明

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作任何保证，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品种的买卖出价，投资者据此做出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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安期货产业服务研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区延平路 121 号 31 楼

电话：021-52138151　传真：021-52138150

金融理财部

上海延平路 121 号三和大厦 10 楼 A 座（200042）

电话：021-52138122　传真：021-52138110

上海曲阳路营业部

上海市曲阳路 910 号复城国际 11 号楼 705/706 室

电话：021-55392185　传真：021-65447766

上海期货大厦营业部

上海市浦电路 500 号期货大厦 2001B（200122）

电话：021-68401887　传真：021-68402738

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号 506-508 室 邮编：200063

电话：021-32522832　传真：021-32522823

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层（300050）

电话：022-23023170　传真：022-23300841

北京营业部

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 29 层

电话：010-58795755　传真：010-58795787

杭州营业部

杭州市西湖大道 58 号金隆花园三楼（310000）

电话：0571-56112999　传真：0571-56112821

宁波营业部

海曙区中山西路 2 号恒隆中心 26 A（315010）

电话：0574-56868088　传真：0574-56868191

深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 6 楼

电话：0755-83734575　传真：0755-23980597

四平营业部

吉林省四平市铁东区南一纬路 629 号（136001）

电话：0434-6121571　传真：0434－6121579

长春营业部

吉林省长春市朝阳区延安大街 565 号盛世国际 A 座 5 楼 5019 室

电话：0431-89867677　传真：0431—85916622

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 2703 室

电话：0411-84807755　传真：0411-84807759

广州营业部

广州市天河区体育西路 111-115 单号 9 楼 AB

电话：020-38628010　传真：020-38628583

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务

客户服务中心：40088-95521

http://www.gtjaqh.com

国泰君安期货产业服务研究所