



2013.08.29

钢材期货策略报告

近期报告:

螺纹短多长空策略未变，谨防焦炭过高升水



付阳
52138738

林小春
52138796



投资咨询证书号 Z0000136

摘要:

综上所述，对于螺纹钢单边行情而言，铁路投资需求的释放加之目前的低库存状态，仍可能拉动钢价还有一波反弹。经历了近一周多的回调，目前期货价格相对现货价格的升水处于合理水平，在现货市场抛盘风险不大的情况下，期货价格下跌幅度有限。3700或是目前期钢主力合约重要支撑位，但要在九月中突破上方3950-4000的重要心理区间难度也很大，毕竟目前还处于一个宏观经济调结构，行业调整的大格局中。短多长空是我们建议的操作策略。

对于焦炭的高升水，我们表示担忧，对于冬季行情的过高预期可能已有透支，炼焦潜在高利润不可持续，钢厂原料补库难有大的推动，对于螺纹焦炭的比值套利操作，偏向于多螺纹空焦炭策略。

。



一、需求面预期转好，但现货企业较为谨慎

今年年初以来，钢铁需求面实际状况一直被市场误读，粗钢产量的居高不下，而库存的持续走低实际反映出了需求面要好于市场预期。房地产年初销售火爆，开工平稳运行，不确定性在于一线城市和中小城市的分化，一线城市土地成交火爆，但中小城市土地成交迟迟难有起色，反映到政府收入去看，就是大多数的中小城市地方财政紧张。但国内宏观经济下滑趋向引起了中央政策导向的转变，调结构向稳增长侧重，房地产市场可能会被重新放松调控。

秋季需求亮点还在铁路基础设施建设，铁路的基建投资额度上调至 5900 亿规模，显示出中央重新将铁路投资纳入稳增长措施。19 日，国务院“关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见”公布。该“意见”指出要加快“十二五”铁路建设，争取超额完成 2013 年投资计划，切实做好明后两年建设安排。同时，铁路投融资改革进入“实践期”。官方拟通过财政支援和价格改革为中国铁路总公司减负增收、推动铁路投融资体制改革为民间资本进入铺路等一揽子措施，加快铁路尤其是中西部地区铁路的建设。

从 1-7 月的铁路基建投资数据看，同比增速 21.7%，较上一个月下滑 4 个百分点，虽然出现下滑，但按照全年目标，实际今年全年投资同比增速只需 13.8%，增速上半年高下半年低处于合理状态。从绝对量比较，往年 9 月份往往是基建投资的高峰期，2012 年 9 月份投资额度全年占比为 12.4%，相比 8 月上升 4.8 个百分点。而今年很可能也会是这种状况，我们估算，8 月铁路基建投资额度全年占比在 8% 左右，而 9 月会跳涨到 13%，此后四个月都将在 12% 以上。从我们调研到的情况也类似，高铁项目资金由中央铁路总公司筹集的部分到位状况较好，工地的开工季节性有所淡化，而主要跟随政治任务 and 资金到位情况展开，资金不缺则开工进度加快。相比较铁路，城市轨道的规划受制于地方财政紧张而有所放缓，工程款延后支付的现象比较普遍。

从需求面去看，我们觉得秋季旺季还是值得期待，主要集中在铁路基建投资的拉动上。而中间商的补库或许是支撑钢价的另一因素，经历了 2011 年到 2012 年的大跌，以及今年上半年的下跌，中间商出现了较大变化，部分中小贸易企业已被淘汰出局，而大型贸易商也已表现非常谨慎，大多以保命为主，不愿再赌行情上涨，快进快出的做法比较普遍。这反映到库存变化上即是长期的去库存化过程，我们从今年 3 月份开始就可以看到钢材社会库存的持续下降，唐山钢坯库存同样下降到历史低位。在 7 月开始的这轮钢价反弹中，也并没看到贸易商再主动囤货。很可能低库存状态会持续很久，库存水平将下降至 2009 年水平。从我们了解到的情况，8 月份已有部分大贸易商有增加库存迹象，但也仅是将库存恢复至合理位置，后期可能有其它贸易商跟进，但补库需求对钢价的拉动可能不会如去年 12 月份那样强劲。

图 1: 铁路基本建设在固定资产投资中比重快速上升

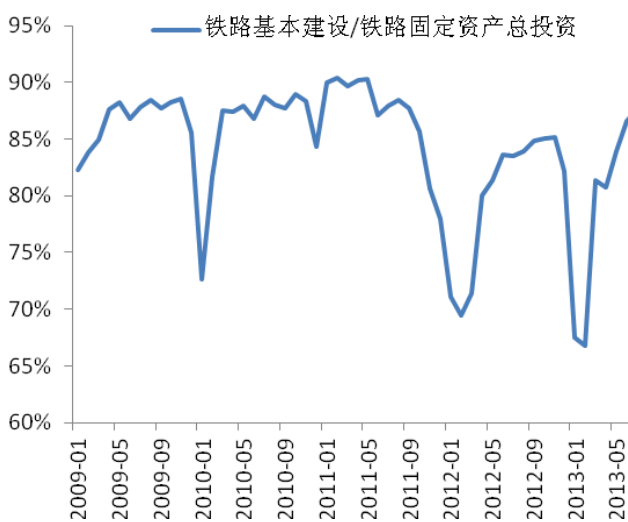


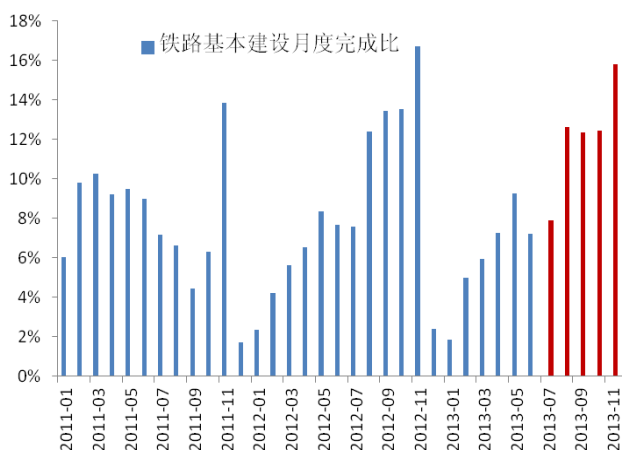
图 2: 预计今年后 5 个月的基本建设同比增速会有小幅下降



数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

图 3: 从绝对量看，铁路基本建设完成进度往往在下半年加快

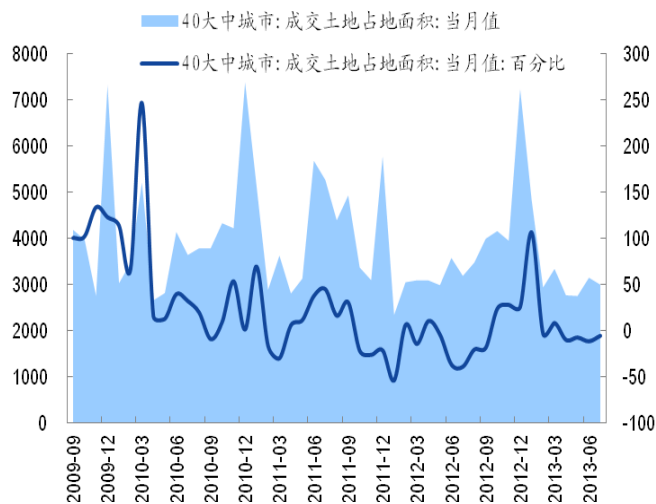
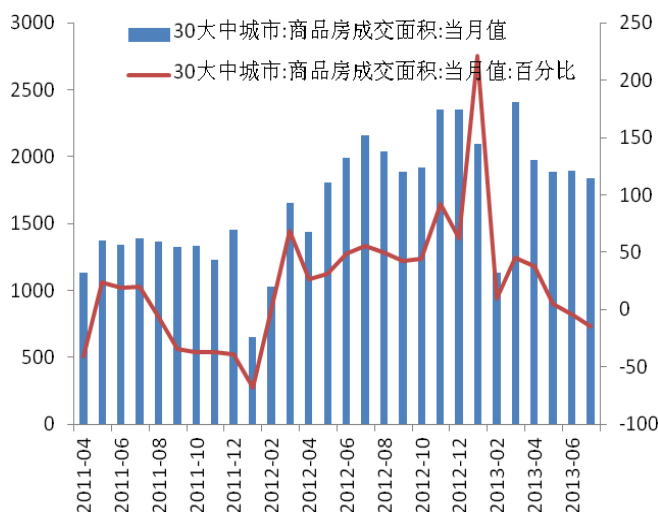
图 4: 公路建设增速稳步推进



数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

图 5: 房地产销售状况转差

图 6: 土地成交状况平稳运行



数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

二、焦炭期货价格高升水风险已显现

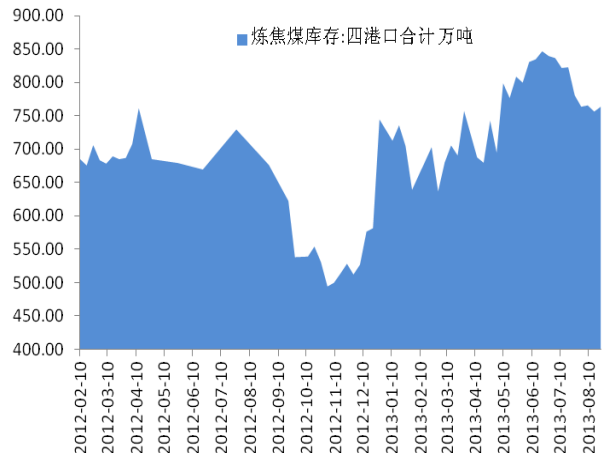
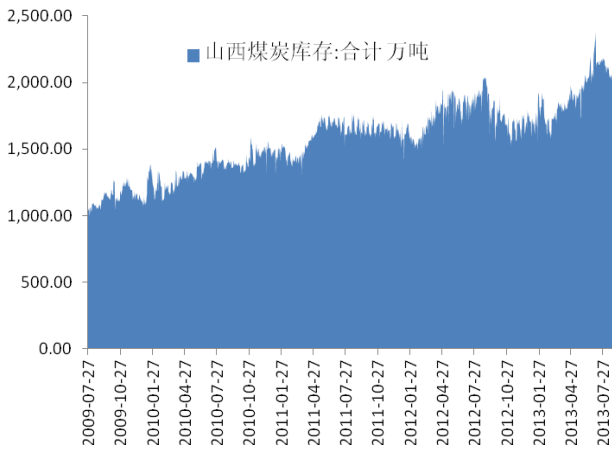
近期焦炭和焦煤价格出现快速拉升，特别是焦炭期货主力合约最高相对唐山地区交割品升水近 20%，我们认为这种高升水状态有点类似 2009-2010 年螺纹钢期货上市之初的状态，过高的市场预期和投机资金将期货价格拉涨，这种情况可能很难持续。

从库存状况观察，炼焦煤和焦炭库存仍然是处于历史高位，去库存化还没开始，而钢厂目前处于小幅补原料库存阶段，钢厂焦炭库存有小幅回升，从前期 10 天的备货用量提高到 12 天，但我们认为目前整个产业链仍是在去库存化的阶段，钢材贸易商不会有大的补钢材库存行为，钢厂也难有大量补原料库存的意向，缩减库存减少风险敞口会是近期行业常态。所以，钢厂继续大量补充焦炭库存的可能性不大，补库对焦炭价格的提振有限。

从行业利润对比看，按照现货价格估算，焦化厂的毛利率水平目前可以达到 10%，而三级螺纹的行业毛利水平大多在 3% 附近，相差 7%，过高的炼焦毛利相对过低的钢厂利润难以持续。后期在焦煤价格难有大的上涨之时，焦炭价格很可能出现牛市中上涨幅度低于螺纹，熊市中下跌幅度高于螺纹的状况。

图 7: 山西煤炭库存居高不下

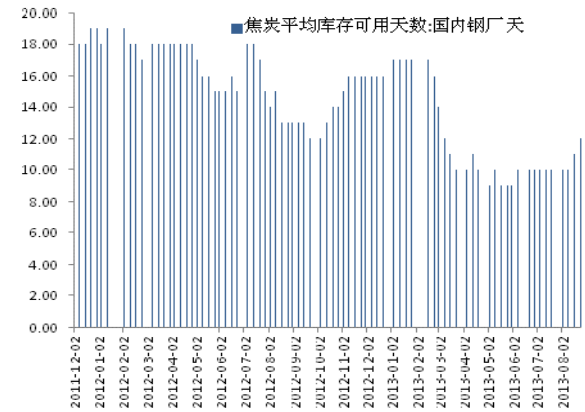
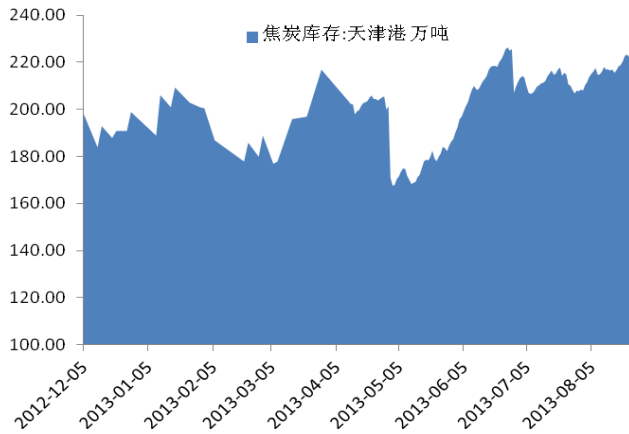
图 8: 炼焦煤港口库存小幅回落，仍处于高位



数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

图 9: 焦炭港口库存还没有明显下降

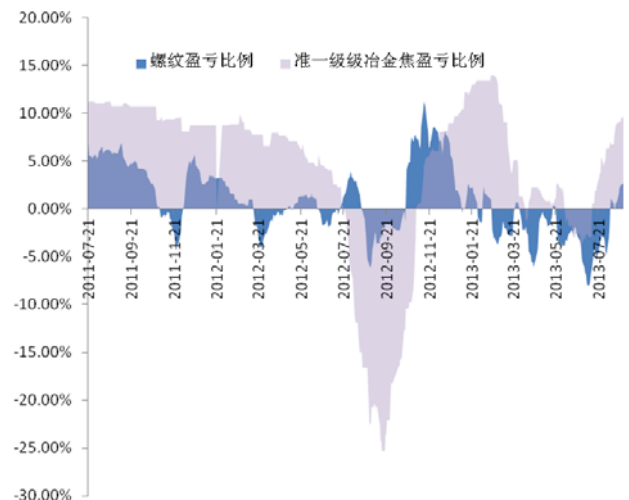
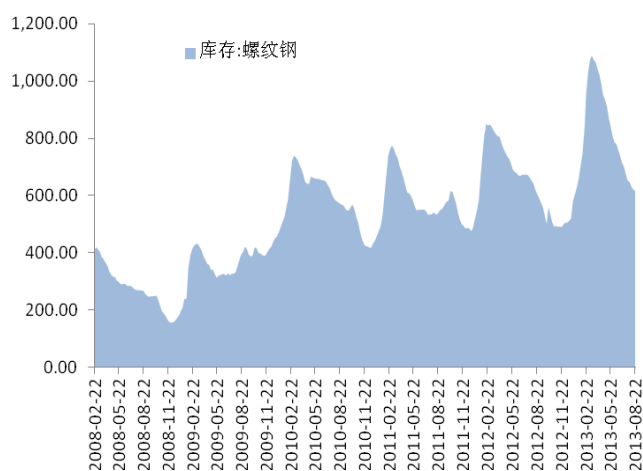
图 10: 钢厂焦炭库存出现小幅补库迹象



数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

图 11: 建筑钢材库存仍处于去库存化阶段

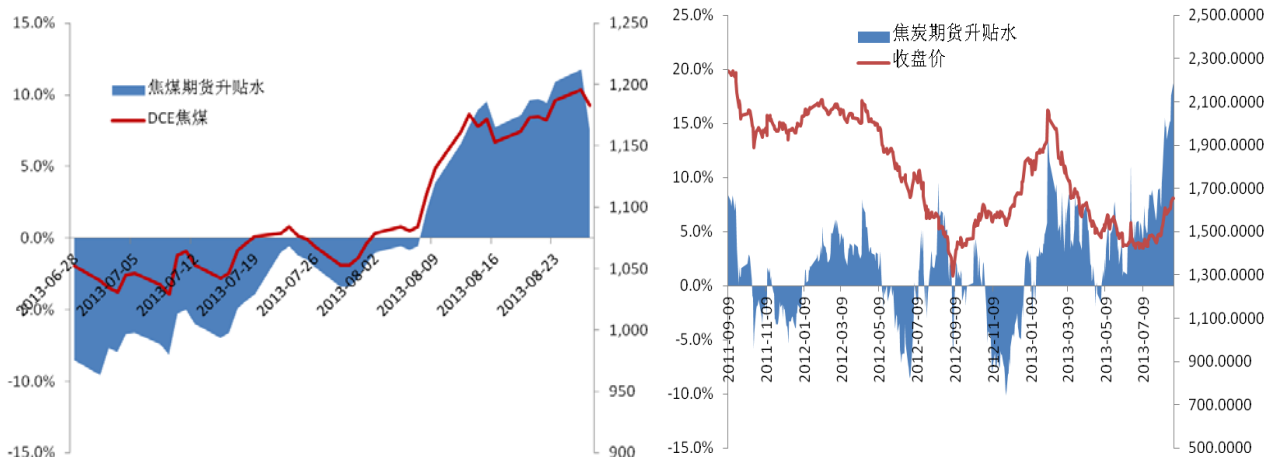
图 12: 准一级冶金焦毛利已高于三级螺纹钢毛利 6 个点



数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

图 13: 焦煤期货主力合约目前相对京唐港现货升水 8% 左右

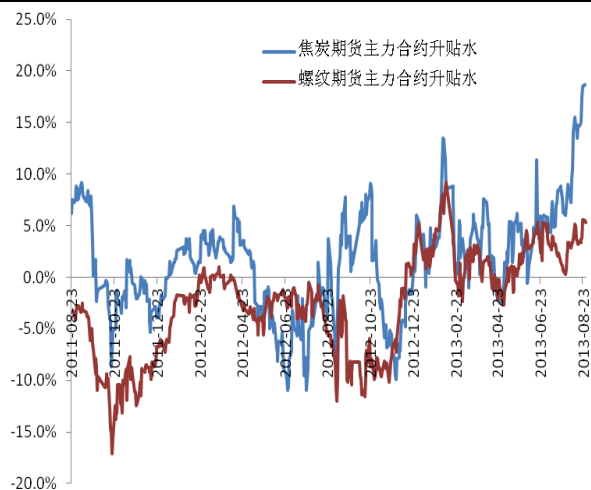
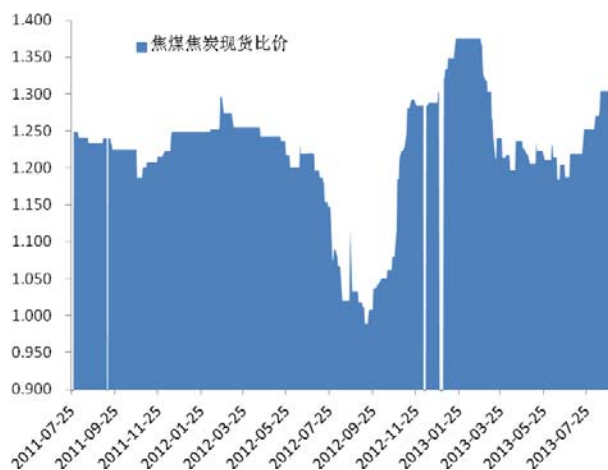
图 14: 目前焦炭期货主力合约相对唐山准一级焦升水 18% 左右



数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

图 15: 焦炭与焦煤现货价格比值处于历史高位

图 16: 焦炭期货主力合约升水相对螺纹钢升水较大差距



数据来源: wind 国泰君安期货产业服务研究所

综上所述,对于螺纹钢单边行情而言,铁路投资需求的释放加之目前的低库存状态,仍可能拉动钢价还有一波反弹。经历了近一周多的回调,目前期货价格相对现货价格的升水处于合理水平,在现货市场抛盘风险不大的情况下,期货价格下跌幅度有限。3700 或是目前期钢主力合约重要支撑位,但要在九月中突破上方 3950-4000 的重要心理区间难度也很大,毕竟目前还处于一个宏观经济调结构,行业调整的大格局中。短多长空是我们建议的操作策略。对于焦炭的高升水,我们表示担忧,对于冬季行情的过高预期可能已有透支,炼焦潜在高利润不可持续,钢厂原料补库难有大的推动,对于螺纹焦炭的比值套利操作,偏向于多螺纹空焦炭策略。



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>

国泰君安期货客户服务电话 40088-95521