

华泰长城期货投资咨询部

☑ 谢赵维 许惠敏

✉ xuhuiamin@htgwf.com

☎ (021)68755929

矿价偏强 布局跨品种对冲

报告摘要

总体来看，尽管10月宏观数据继续好转，但基于行业微观数据及财政刺激效力消退，我们对煤焦钢产业链后市依然持谨慎态度。产业链基本面近期强弱分布为：矿>钢>煤。短期不确定因素集中在9日-12日即将召开的十八届三中全会，政策红利刺激下黑色链品种或仍有冲高动能。

分品种来看，矿价在边际成本支撑下难以跌破[125\$-130\$]，对应国内盘面价[925-950]。矿价在950元/吨下方可布局近月多单。矿价止跌后，基于矿弱钢强的跨品种套利逻辑失效，钢/矿比价预计有所回落。上市初推荐的买钢卖矿套利止盈离场，待钢价涨至3700元/吨附近阶段性顶部形成后反向入场。

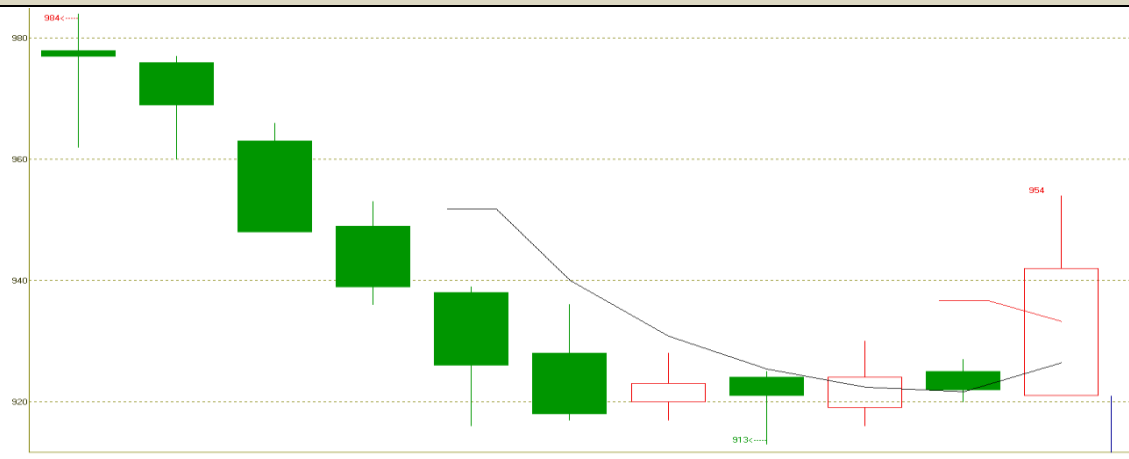
钢价多取决于矿价，因而铁矿石与螺纹钢走势有一定同步性。矿和焦炭对冲套利确定性相对更高。对比来看，煤炭基本面虽最不乐观，但短期季节性补库炒作仍未消退，建议套利单暂时观望。考虑到铁矿石与焦炭升贴水结构差异，建议在焦炭面临阶段性压力位时布局买9月铁矿卖9月焦炭对冲。

目录

1、铁矿石上市首月先抑后扬.....	3
2、矿价难以跌破[125\$-130\$].....	3
3、钢/矿比价面临回落.....	6
4、煤、矿价格再现“跷跷板”.....	8
5、宏观数据难有惊喜.....	10
6、总结及操作建议.....	11

1、铁矿石上市首月先抑后扬

图 1：大商所铁矿石 1405 合约走势（2013.10）



数据源：文化财经、华泰长城期货投资咨询部

图 2：大商所铁矿石期限结构（2013.11.1）

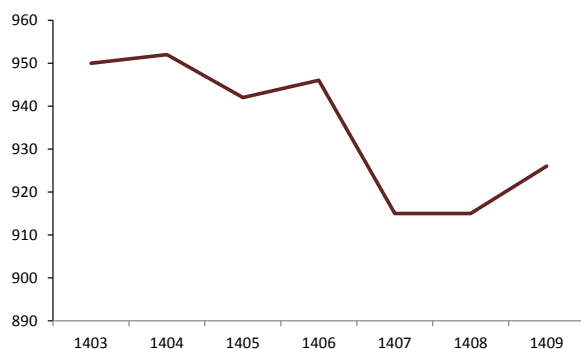


图 3：内外盘价差（2013.11.1）

	大商所	SGX	内外价差
2013/11/1			
1403	950	127.31	2
1404	952	123.25	33
1405	942	121.69	34
1406	946	120.56	46
1407	915	118.12	33
1408	-	117.5	-
1409	926	116.87	53
*汇率	6.09	考虑资金成本	

数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

铁矿石期货上市打通煤焦钢上下游产业链，首月交投颇为活跃。主力 1405 合约由首日挂牌价 960 元/吨连续六日下跌 4% 至 920 元/吨后，在 11 月首个交易日大幅反弹 2.17% 至 942 元/吨。1403、1405 和 1409 合约间呈现近强远弱分布，SGX 远月贴水的期限结构在内盘得以复制。但对比内外盘远月贴水幅度，内盘矿价贴水明显较低，SGX 的现金交割制度一定程度上阻碍了内外盘间的收敛速度。

2、矿价难以跌破[125\$-130\$]

尽管从季度以上级别的周期来看，上游矿山增产明确，下游需求维持疲弱，长期矿价下跌趋势明确。体现在内外矿价持续期现倒挂和远月贴水。但从短期来看，下游补库需求和阶段性成本支撑使得这一跌势并不顺畅。

图 4：全球铁矿石供需平衡表（2009-2014e）

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e
中国	930.8	1010.7	1092.2	1178	1233.4	1259.1
其他地区	685	811.9	845.5	846.8	877.1	911.7
全球铁矿石需求	1615.8	1822.6	1937.7	2024.8	2110.5	2170.8
澳大利亚	393	431	478	528	607	682
巴西	294	398	420	415	413	445
印度	219	212	196	138	121	128
中国	251	334	343	340	342	320
其他地区	429	503	551	573	605	634
全球铁矿石总供给	1586	1878	1988	1994	2088	2209
供需平衡	-29.8	55.4	50.3	-30.8	-22.5	38.2

数据源：Wood Mackenzie 中钢协、世界钢铁协会、华泰长城期货投资咨询部

图 5：四大矿山投产进度（截止 2013.9）

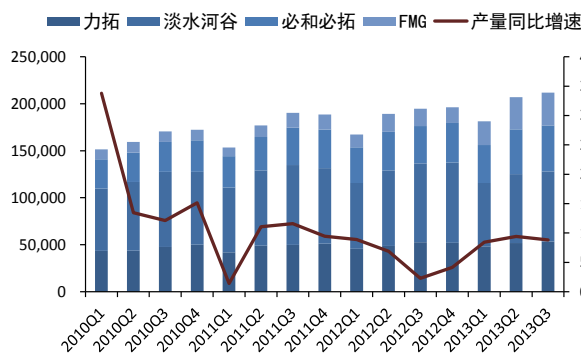
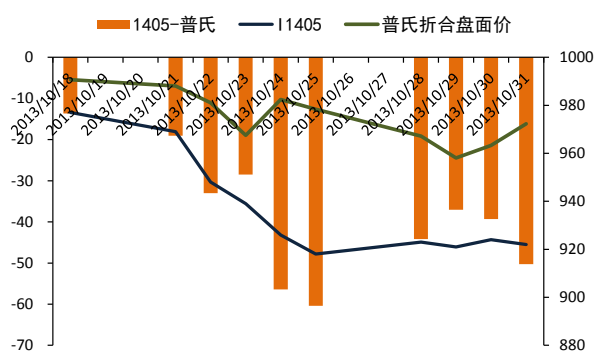


图 6：1405 与普氏指数盘面价



数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

11月初，普氏指数在跌破 130\$ 之后迅速回升。领先指标海运运费仍在下跌，但其金融衍生品 FFA（远期运费协议）10月末开始悄然拉涨。在钢产量仍然维持弱势扩张的格局下，我们认为矿价短期跌势有限，[125\$-130\$] 预计难以跌破。

[125\$-130\$] 的价格区间来自铁矿石边际成本位的支撑。受制于原矿品级差异，我国国产铁矿石成本远高于力拓、必和必拓和淡水河谷等主流矿山。2013年，四大矿山产矿现金成本仅在[40\$-60\$]，而国内成本则在[60\$-160\$]。其中，国内 10% 的矿现金成本高于 130\$。一旦市场矿价跌破 130\$，国内前 10% 的高成本矿山将面临停产。因此，矿价持续下跌，首先要具备跌破 130\$ 国内边际成本线的条件。

从短期供需矛盾来看，这一条件目前并不具备。需求方面，在经济微刺激提振下，2013年经济整体需求略好于 2012 年。国内 1-9 月生铁产量达到 7.7%。10 月份开始钢厂虽会小幅减产，但与此同时也会有季节性补矿动作。今年以来矿山投产幅度不及预期，下游钢厂需求有未见大幅减少，短期供需矛盾相对温和。

现货各品种价差稳定同样支持上述论点。9 月中旬以来，伴随普氏指数等主流矿价格的走软，现货港口主流矿较非主流矿价差一直维持在 70 元/吨。差矿对好矿替代性的减弱表明下游钢厂需求较 9 月并未出现大幅萎缩。

图7：普氏指数（2011.1-2013.11）



图8：港口主流矿-非主流矿价差（2012.8-2013.10）



数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

图9：全球铁矿石现金成本线

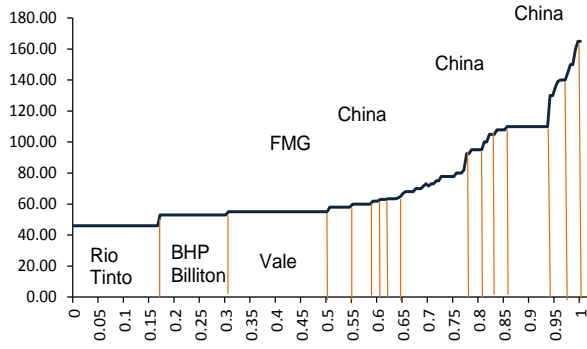
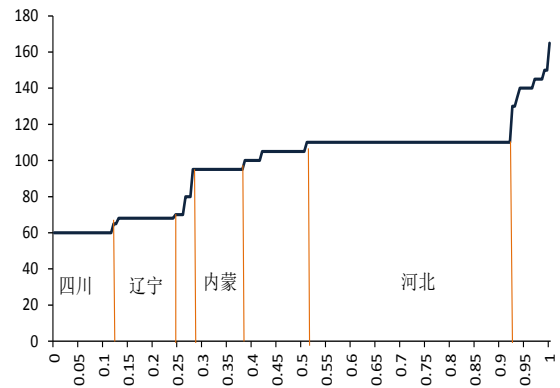


图10：中国铁矿石现金成本线



数据源：彭博、华泰长城期货投资咨询部

图11：BDI-C5 远期运费协议（2012.5-2013.11）

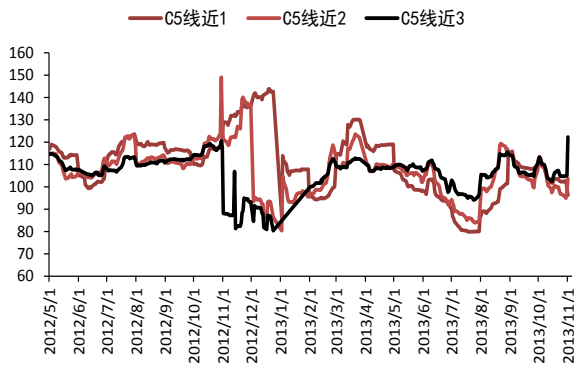


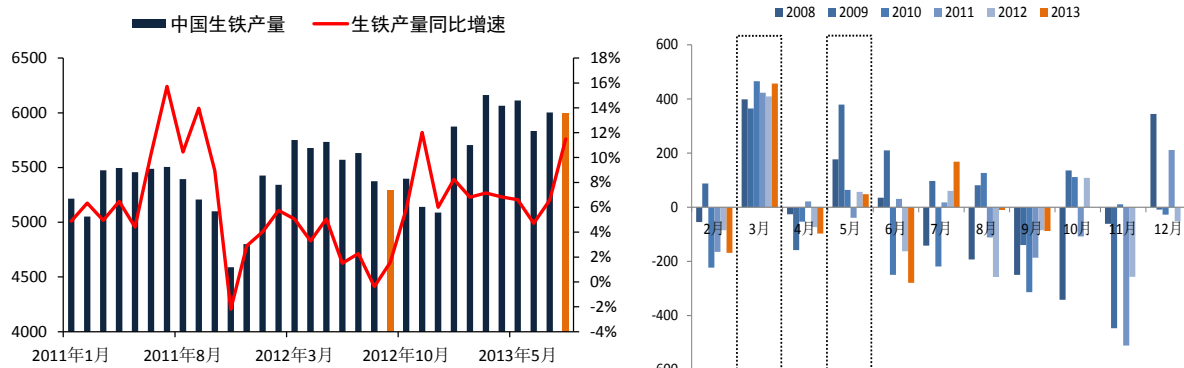
图12：运费价格（2011.3-2013.11）



数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

图 13: 全国粗钢日均产量 (2010.1-2013.10)

图 14: 国内生铁产量季节性波动 (2008-2013)



数据源: Wind、华泰长城期货投资咨询部

3、钢/矿比价面临回落

上市以来,市场一直在纠结煤焦钢产业链升贴水差异问题。矿价跟随外盘SGX市场,远月贴水;而螺纹、焦炭远月维持高升水。对升贴水预期的不同判断也产生了两种截然相反的套利逻辑。从产业集中度来看,铁矿石属于上游垄断,定价权取决于矿山,螺纹钢向铁矿石结构收敛,应该买矿抛螺纹;而从钢厂盘面利润来看,主力1405对应合约盘面产钢亏损,则应买螺纹抛矿。

我们认同矿与螺纹的升贴水结构长期将有所收敛。否则,盘面将出现无风险套利机会。不过,考虑到铁矿石要到1403才能交割,而目前矿的持仓也相对较小,上述逻辑的短期影响可能非常微小。而短期钢/矿比价走势则更多的基于各自基本面的强弱对冲。

上市首月,矿价跌势明确,而螺纹处于3500-3600元/吨的关键支撑位。钢/矿比价由上市首日3.73持续上升至3.9,买钢抛矿盈利颇丰。但这一钢矿套利逻辑更多的是依赖矿价单边走软,随着矿价[125\$-130\$]下方支撑渐明,钢/矿比价预计11月将有所回落。

钢价方面10月末表现颇强,11月国内PMI数值继续向好,基本面又有环保整治消息配合,螺纹钢主力上一周上涨2.4%至3671元/吨。现货价格趁势加速提价,螺纹期价较现货价升水收窄。消息层面虽仍然配合钢价上扬,但房地产终端需求实则未有改善。钢材品种间现货价差及行业库存数据印证此次反弹高度有限。

现货价差方面,螺纹报价虽在持续上抬,但钢坯价格却未见太大跟涨。月末唐山钢坯维持3000元/吨报价,螺纹-钢坯价差扩大至420元/吨。而在前一次螺纹止涨回落时,这一价差在440元/吨。库存方面同样印证供需层面未有好转。10月末,钢贸商社会库存回落至1440万吨,基本较往年持平。但考虑钢厂库存后的总库存却处于历史高位。即,下游需求8、9月份已然开始放缓,库存压力多体现在钢厂层面。后市需继续观察螺纹-钢坯价差,钢价预计难以突破3700元/吨上方压力位。

图 15: 螺纹钢期限结构 (2013. 11. 1)

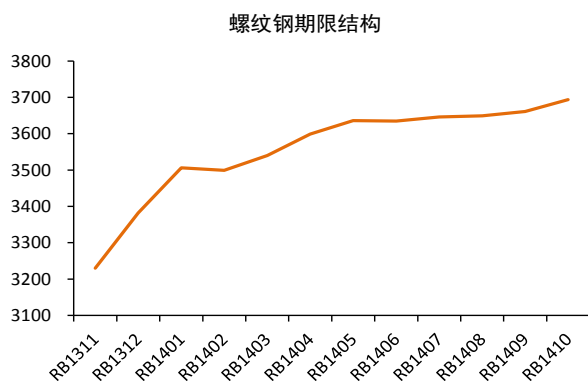
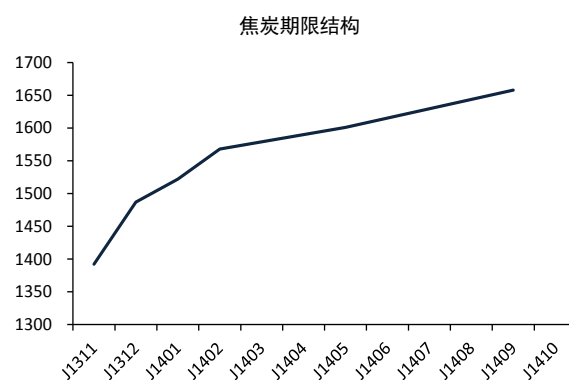


图 16: 焦炭期限结构 (2013. 11. 1)



数据源: 文华财经、华泰长城期货投资咨询部

图 17: 螺纹钢/铁矿石比价 (2013. 10)

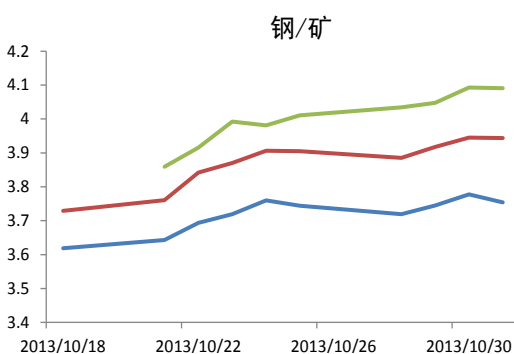
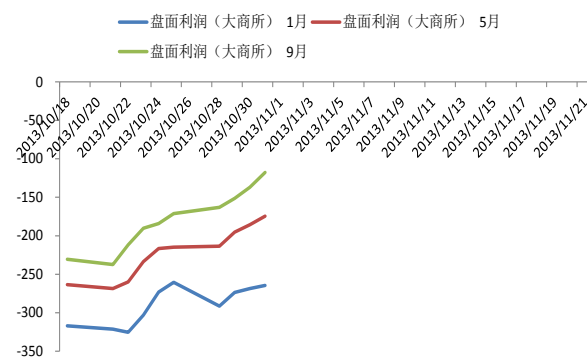


图 18: 盘面产钢利润 (2013. 10)



数据源: 文华财经、华泰长城期货投资咨询部

图 19: 螺纹钢期现价差 (2012. 1-2013. 11)



图 20: 螺纹-钢坯现货价差 (2012. 1-2013. 11)



数据源: 文华财经、华泰长城期货投资咨询部

图 21：钢材贸易商库存（2010.1-2013.11）

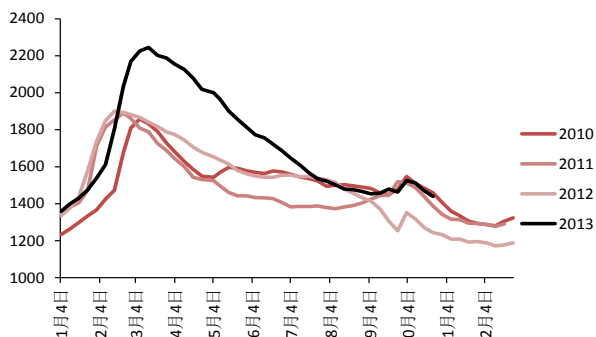
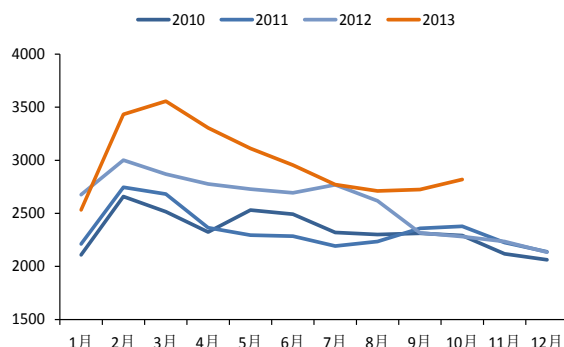


图 22：钢材贸易商和钢厂库存（2010.1-2013.11）



数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

图 23：房地产行业终端需求（2004.2-2013.9）

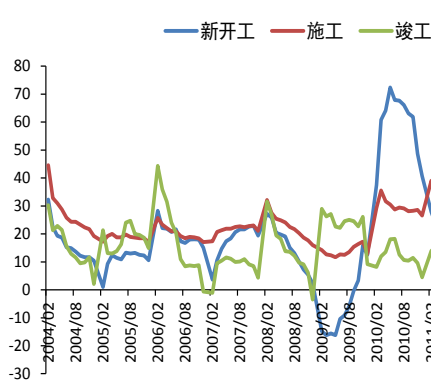
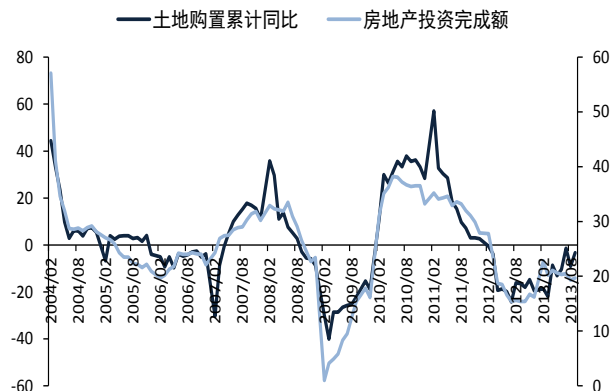


图 24：房地产购置面积放缓（2004.2-2013.9）



数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

4、煤、矿价格再现“跷跷板”

我们对于焦炭的预期则更为悲观。10月焦炭价格先抑后扬，上周在动力煤价格走强提振下焦炭主力1405合约累计上涨近2%至1625元/吨。山西焦煤联合涨价30元/吨。尽管焦化厂目前焦炭库存不高，出货尚算顺利，但下游钢厂依然处于亏损，钢厂焦炭也并不低，现货推涨接受度不高。且从焦化厂开工率来看，9月以来焦化厂开始扭亏为盈，大中小焦化厂开工率同步攀升。市场推测差煤对好煤的替代作用开始显现，焦化厂成本降低，产量将逐步回升。

而其周边品种动力煤冬季确有季节性需求支撑，但从目前电厂库存来看，同样处于相对高位。电厂补库动能不足，动力煤季节性回暖难以持续推涨。矿价成本支撑显现，煤炭反弹具备持续性，矿涨煤跌的跷跷板效应或再次显现。钢价多取决于矿价，因而铁矿石与螺纹钢走势有一定同步性。矿和焦炭对冲套利确定性相对更高。

图 25：螺纹钢/焦炭盘面比价（2013.10）

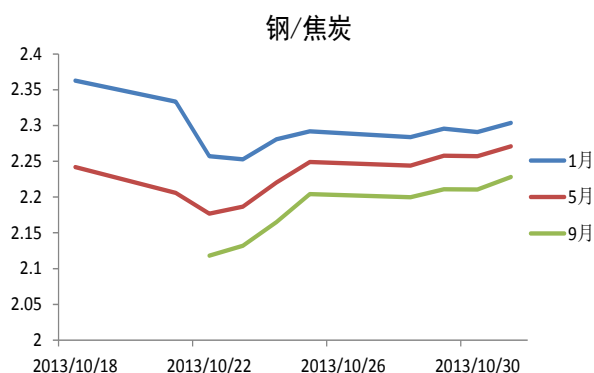
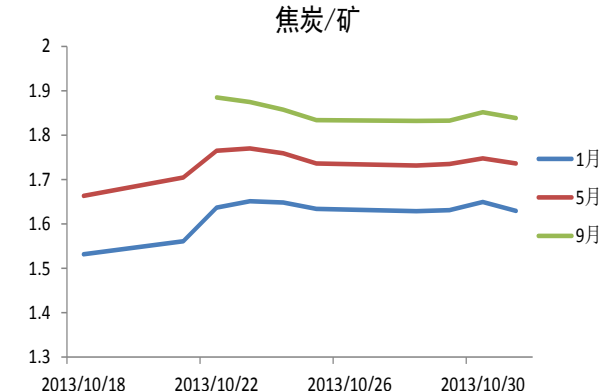


图 26：焦炭/铁矿石盘面比价（2013.10）



数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

图 27：炼焦煤价格回暖（2009.1-2013.11）

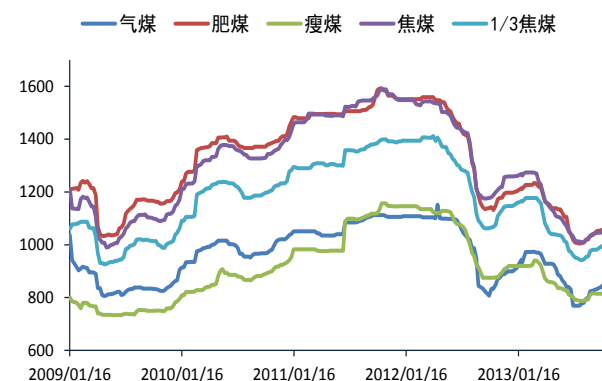
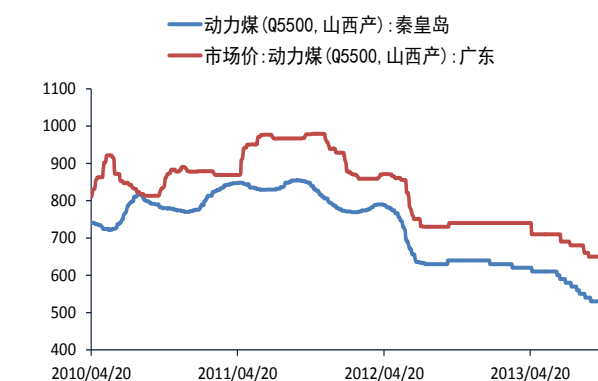


图 28：动力煤同步走高（2010.1-2013.11）



数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

图 29：好煤-差煤价差持续收窄（2009.1-2013.11）

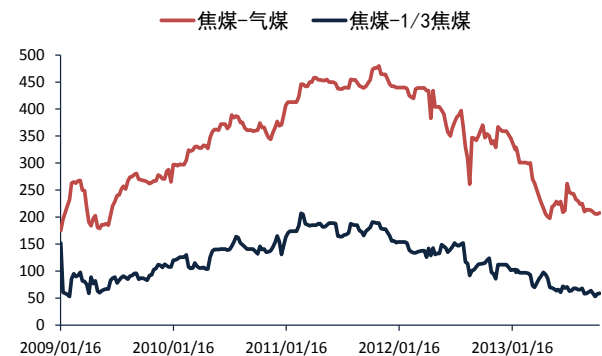
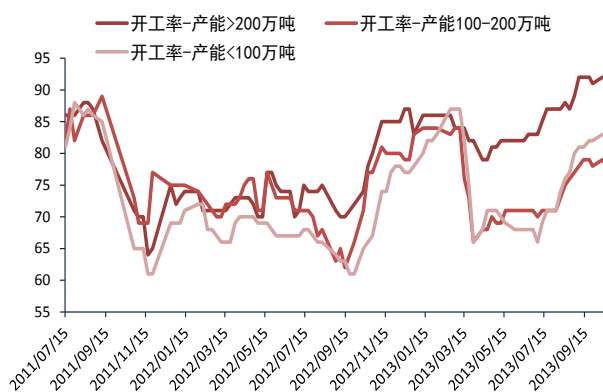


图 30：焦化厂开工率迅速攀高（2011.2-2013.10）



数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

图 31：独立焦化厂焦炭库存（2011.7-2013.10）



图 32：钢厂焦炭库存可用天数（2011.8-2013.10）

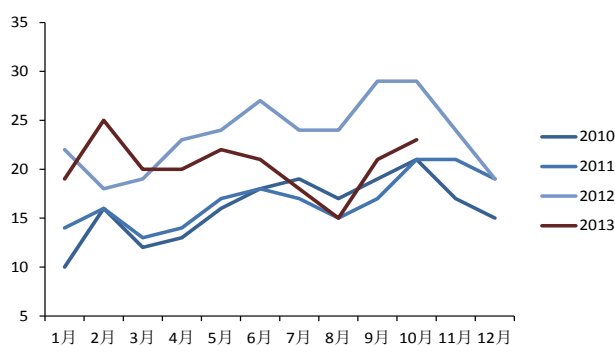


数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

图 33：钢厂产钢利润（2013.6-2013.11）



图 34：电厂动力煤库存可用天数（2010.8-2013.10）



数据源：Wind、华泰长城期货投资咨询部

5、宏观数据难有惊喜

我们上文对煤焦钢产业链的分析均基于对宏观前景平淡的假设前提。尽管 10 月官方 PMI 上涨至 51.2% 的 18 个月新高，但我们对年末数据能否持续好转依然存疑。今年二、三季度以来的宏观数据好转多依赖于前期政府的微刺激。以铁路运输为主的基建投资自去年下半年以来微弱回升，今年 4 月份后增速回落。考虑 6-9 个月的政策时滞期，年末将迎来政策刺激消退的拐点。财政刺激效力减退，货币政策维持偏紧，宏观层面难以给予太多预期。

目前政策层面的最主要的不确定因素来自 9 日-12 日召开的十八届三中全会。长期政策对短期基本面并无影响，但仍可能进一步推高短期市场情绪。

图 35: 国内 PMI (2012. 3-2013. 10)

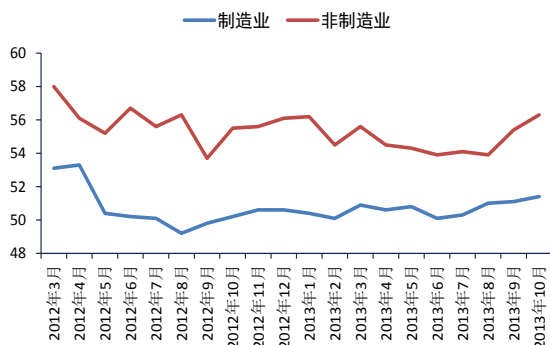


图 36: 铁路固定资产投资增速 (2007. 1-2013. 9)



数据源: Wind、华泰长城期货投资咨询部

6、 总结及操作建议

总体来看, 尽管 10 月宏观数据继续好转, 但基于行业微观数据及财政刺激效力消退, 我们对煤焦钢产业链后市依然持谨慎态度。短期不确定因素集中在 9 日-12 日即将召开的十八届三中全会, 政策红利刺激下黑色链品种或仍有冲高动能。产业链基本面近期强弱分布为: 矿>钢>煤。

分品种来看, 矿价在边际成本支撑下难以跌破[125\$-130\$], 对应国内盘面价[925-950]。矿价在 950 元/吨下方可布局近月多单。矿价止跌后, 基于矿弱钢强的跨品种套利逻辑失效, 钢/矿比价预计有所回落。上市初推荐的买钢卖矿套利止盈离场, 待钢价涨至 3700 元/吨附近阶段性顶部形成后反向入场。

钢价多取决于矿价, 因而铁矿石与螺纹钢走势有一定同步性。矿和焦炭对冲套利确定性相对更高。对比来看, 煤炭基本面虽最不乐观, 但短期季节性补库炒作仍未消退, 建议套利单暂时观望。考虑到铁矿石与焦炭升贴水结构差异, 建议在焦炭面临阶段性压力位时布局买 9 月铁矿卖 9 月焦炭对冲。

公司总部

广州市越秀区先烈中路65号东山广场东楼11层

电话: 4006280888 网址: www.htgwf.com

北京营业部

北京市朝阳区北三环东路28号易亨大厦12层1209房

电话: 010-64405616 传真: 010-64405650

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦7层01-05单元

电话: 021-68753986 传真: 021-68752700

深圳金田路营业部

深圳市福田区金田路与福中路交界东南荣超经贸中心1009

电话: 0755-23942178 传真: 0755-83252677

湛江营业部

湛江市开发区观海路183号荣基国际广场公寓25层01-08号房

电话: 0759-2669108 传真: 0759-2106021

东莞营业部

东莞市南城区胜和路华凯大厦802B室

电话: 0769-22806930 传真: 0769-22806929

佛山营业部

佛山市禅城区季华五路21号金海广场1401—1404室

电话: 0757-83809098 传真: 0757-83806983

郑州营业部

郑州市金水区未来大道69号未来公寓601、602、603、605、616室

电话: 0371-65628001 传真: 0371-65628002

南宁营业部

南宁市民族大道137号春晖花园A区办公楼1501房

电话: 0771-5570376 传真: 0771-5570372

南京营业部

南京市中山东路288号新世纪广场A座4703室

电话: 025-84671197 传真: 025-84671123

石家庄营业部

石家庄市中山西路188号中华商务中心A座1608、1611室

电话: 0311-85519307 传真: 0311-85519306

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路116号汕融大厦1210、1212号房

电话: 0754-8848857 传真: 0754-88488563

青岛营业部

山东省青岛市香港中路12号丰合广场A栋3层A户

电话: 0532-85029800 传真: 0532-85029802

韶关营业部

韶关市浈江区熏风路14号鼎禾会所201和202号

电话: 0751-8885679 传真: 0751-8221951

中山营业部

中山市石岐区兴中道6号假日广场南塔510室

电话: 0760-88863108 传真: 0760-88863109

番禺营业部

广州番禺区市桥街清河东路338号中银大厦2205、2206、2207房

电话: 020-84701499 传真: 020-84701493

惠州营业部

惠州市新岸路1号世贸中心第16层F

电话: 0752-2055272 传真: 0752-2055275

大连营业部

大连市会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2312房

电话: 0411-84807967 传真: 0411-84807267

贵阳营业部

贵阳市南明区都司路62号鸿灵-纽约纽约大厦25楼5-6号

电话: 0851-5833569 传真: 0851-5833570

深圳竹子林营业部

深圳福田区竹子林中国经贸大厦22层ABCDEFGHJ及13层ABC

电话: 0755-83774627 传真: 0755-83774706

无锡营业部

无锡市中山路343号东方广场A栋22楼H/I/J座

电话: 0510-82728358 传真: 0510-82728913

珠海营业部

珠海市吉大海滨南路47号光大国际贸易中心2308、2309室

电话: 0756-3217877 传真: 0756-3217881

武汉营业部

武汉市汉口建设大道847号瑞通广场B座1002室

电话: 027-85487453 传真: 027-85487455

昆明营业部

昆明市人民中路169号移动通信大楼15层B座

电话: 0871-5373933 传真: 0871-5355199

宁波营业部

宁波市海曙区柳汀街230号华侨酒店二期三层8306、8308号

电话: 0574-83883688 传真: 0574-83883828

南通营业部

南通市青年中路69号4层401室

电话: 0513-89013838 传真: 0513-89013838

长沙营业部

长沙芙蓉区韶山北路159号通程国际大酒店1301室

电话: 0731-88271762 传真: 0731-88271761

成都营业部

成都市锦江区新光华街1号航天科技大厦8层806号

电话: 028-86587081 传真: 028-86587086

天津营业部

天津市河西区友谊路35号君谊大厦2-2002

电话: 022-88356381 传真: 022-88356380

杭州营业部

杭州市朝晖路203号1502室

电话: 0571-85362828 传真: 0571-85362228

免责声明

本报告仅供华泰长城期货有限公司（以下简称“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。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的资料、工具、意见及推测仅供参考，并不构成对所述期货买卖的出价或征价。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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。在任何情况下，本公司及其雇员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。

本报告仅向特定客户传送，版权归华泰长城期货有限公司所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。