

明辨钢材期货的“是与非”

戴爽

(0755) 8249 2172

daishuang@lhq.com**朱俊春**

(0755) 8249 2203

zhujun@lhq.com

钢材期货破茧而出

随着我国国民经济的不断发展，我国的钢材需求量也日益增长，带动了我国钢铁工业近年来的蓬勃发展。证监会2月19日上海期货交易所开展线材和螺纹钢期货交易，钢材期货离我们越来越近，不久的将来期货会成为涉钢企业生产经营中不可缺少的一部分。据和讯网报道，钢材期货有望3月底在上海期货交易所挂牌交易。

钢材期货影响到的行业和上市公司

过去，无论是PTA期货还是黄金期货上市初期几天，市场都有一波风控炒作和投机的热潮，不排除钢材期货上市前后市场对此类股票投机的可能。从基本面角度分析，以线材和螺纹钢为主的钢材期货上市，对入选钢材期货交割品牌的钢铁企业、钢铁贸易企业、仓储物流企业、期货公司确实会从钢材期货推出中受到程度不同的影响。我们估计，在钢材期货上市前后，此类股票估计也会较大幅度的波动。

警惕钢材期货的潜在风险

从长期来看，钢材期货的推出对于钢铁企业实质性的业绩提升并没有太大的帮助，充其量会使得业绩更加平滑；钢材期货在交割品种上科选择的种类十分有限，贸易商只能够在部分程度上通过钢材期货交割来替代原有的直接供货，受益的程度也不大；钢材期货的交割方式尚未明确，如果交割库以钢铁生产企业内部厂库为主，那么仓储类企业将无法从中分到一杯羹。另外需要警惕的是钢材期货套期保值、平稳钢材价格的功能在实际操作过程中演变成过度投机，这样的案例在目前已有的许多期货品种上已经屡见不鲜。

目 录

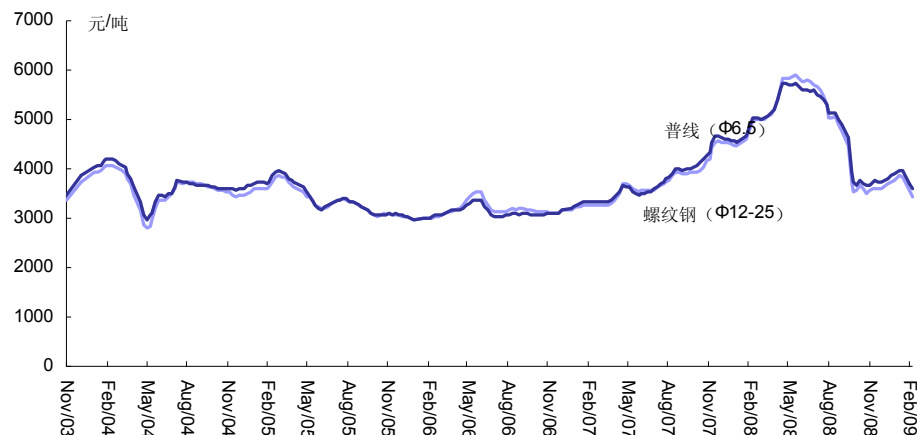
钢材期货破茧而出.....	3
与钢材期货相关的行业和公司.....	4
入选钢材期货交割品牌的钢铁企业.....	4
钢铁贸易企业.....	4
仓储物流企业.....	5
期货公司.....	5
风险提示.....	5
对钢铁企业业绩提升作用有限.....	5
交易品种有限，贸易商受到较大限制.....	5
仓储类企业受益情况尚不明朗.....	6
警惕套期保值演变成过度投机.....	6

钢材期货破茧而出

随着证监会 2 月 19 日上海期货交易所开展线材和螺纹钢期货交易, 钢材期货离我们越来越近, 不久的将来期货会成为涉钢企业生产经营中不可缺少的一部分。据和讯网报道, 钢材期货有望 3 月底在上海期货交易所挂牌交易。

事实上这并不是国内第一次推出钢材期货, 1993 年 3 月, 苏州商品交易所就率先推出了 $\phi 6.5\text{mm}$ 线材期货交易, 之后天津联合期货交易所、沈阳商品交易所、重庆商品交易所、上海建筑材料交易所和北京商品交易所也相继推出该品种的期货合约。但由于当时国内期货市场发育不成熟, 线材期货交易后期出现了过分投机的违规现象, 一年后国务院暂停了钢材期货交易。

图 1 螺纹钢和线材价格走势 (2003.11.28-2009.3.6)



资料来源: 联合证券研究所

依照上海期货交易所发布的线材和螺纹钢期货合约征求意见稿中披露的规定: 钢材期货的交易单位为每手 10 吨, 最小变动价位为 1 元/吨, 每日价格最大波动限制为不超过上一交易日结算价 $\pm 5\%$ 报价单位, 最低交易保证金为合约价值的 7%, 交易手续费不会高于成交金额的万分之二(含风险准备金)。目前国内线材和螺纹钢价格大概在 3500 元/吨左右, 因此每手合约规模 35000 元, 只需要 2450 元保证金即可做一单钢材期货, 加上螺纹钢和线材在我国钢材中占将近 30% 的比重, 因此可以预计, 钢材期货的上市后交易应当较为活跃。有人按照 1993~1994 年钢材期货交易期间成交/产量计算, 结果是 55 亿元手续费收入。但我们认为, 以目前上海期货交易所的金属期货进行谨慎估算更为合理。上海期货交易所去年铜期货成交 2.1 亿吨, 大约是我国铜年产量的 60 倍; 铝成交 1.5 亿吨, 是我国铝产量的 12 倍; 锌成交 2.35 亿吨, 大约是我国锌产量的 60 倍。我们假设符合钢材期货交易标准的线材和螺纹钢占产量的 50%, 成交量按照铝的标准算, 钢材期货一年成交金额高达 10 亿吨, 每年可以带来 7 亿元的手续费收入, 对整个期货行业手续费收入影响并不大, 但考虑到这纯粹是增量收入, 需要投入的成本并不高, 因此从利润角度来看, 确实颇为可观。

交割设计方面, 最小交割单位为 300 吨, 采取厂库实物交割方式进行交割。也就是说最小交割金额大概在 100 万元左右。仓储费用大概 0.5 元/平方米/天, 最低的仓储费用是 $0.5 \times 30 \times 20 = 300$ 元/月, 仓储费用很低。但从铜、铝、锌的交割

来看，并没有发现交割量与交易量或者产量之间有明显的线性关系，而厂库交割的办法也并无经验可以借鉴，对真正交割的量更难以判断。

与钢材期货相关的行业和公司

入选钢材期货交割品牌的钢铁企业

随着我国国民经济的不断发展，我国的钢材需求量也日益增长，带动了我国钢铁工业近几年来蓬勃的发展。2008年，我国粗钢产量达4.96亿吨，钢材出口5926万吨，均位居全球首位，然而在2008年钢价上下半年冰火两重天的格局下，涉钢企业由于缺乏理想的避险工具，出现了严重的亏损。

即将上市交易的钢材期货将为涉钢企业提供良好的避险工具，有助于钢铁企业锁定利润税品，平滑业绩，大幅降低由于钢材价格大幅波动带来的经营风险，特别是入选钢材期货交割品牌的钢铁企业更将从中受益，考虑到钢材期货交易不存在违约风险，保证金比例相对于直接采购的预付款比例而言又相对较低，贸易商有很强的动机优先选择入选的交割品牌，这势必会增加这些钢铁企业的订单数量。目前的入围名单尚不确定，值得大家进一步关注，传闻入围的指定交收品牌包括**宝钢股份（600019）、首钢股份（000959）、唐钢股份（000709）、鞍钢股份（000898）、马钢股份（600808）**等。此外，线材和螺纹钢占比较高的**八一钢铁（600581）、新兴铸管（000778）**也值得关注。

同时需要指出的是钢材期货的推出还有助于优化产业结构，淘汰落后产能，将要上市交易的螺纹钢和线材期货品种，作为建筑行业的主要原材料，其品质标准往往缺少一个公开、透明的机构进行评估，钢材期货的交割机制很好地弥补了这一空白。这一方面有助于提高产品的整体质量水平，另一方面将对落后产能的优化升级提供根本的源动力。从这个角度来看，钢材期货的推出将对提升我国钢铁产业的整体水平起到显著的推动作用。

钢铁贸易企业

我国钢铁生产企业的集中度很低，而钢铁贸易流通企业的集中度更低，据统计，目前经营钢铁贸易的企业有20万家之多。对于目前的钢铁贸易企业，多数规模偏小，绝大多数钢贸企业的经营规模都在几万吨至几十万吨。在牛市中，市场供不应求，贸易商往往要看钢厂脸色拿货，而到了熊市，又不得不为了保住代理资格，按照钢厂供货的价格，就算亏损也要拿货。因此，我国钢铁贸易流通企业对于钢价波动束手无策，缺乏主动抗击的能力。

这种局面在钢材期货上市交易之后将得到改观，贸易企业可以通过钢材期货价格发现、套期保值等功能为企业经营保驾护航，从这个层面来说，钢铁贸易商从钢材期货推出的受益程度还要高于钢铁生产企业，这一类上市公司典型的有**五矿发展（600058）**，公司年均钢材销量超过1100万吨。**百科集团（600077）**投资1.94亿元建设钢铁加工物流中心，钢铁贸易年总交易额31亿元。

仓储物流企业

此次钢材期货推出了厂库交割方式，厂库是指仓库经交易所批准并指定为钢材期货履行实物交割的地点。厂库标准仓单则是指经过交易所批准的指定厂库、按照交易所规定程序签发的、在交易所标准仓单管理系统生成的实物提货凭证。

按照目前的规定，厂库标准仓单的合法持有人在仓单持有期间，须向厂库支付仓储费；在货物出库时，须向厂库支付出库费。这无疑给相关的仓储物流企业提供了全新的业务模式，若相关企业仓库被交易所批准制定为实物交割地的厂库，则相关企业将直接从中受益。存在这种可能的相关上市公司有：**中储股份（600787）**，**东方创业（600278）**。

期货公司

作为一个新的期货交易品种，钢材期货的推出也有望扩大期货公司经营范围，繁荣期货市场，进而为期货公司带来可观的佣金收益（我们前面分析过，这主要取决于对钢材期货交易量的判断）。基于这种预期，短期内有可能推动期货概念类的股票上涨，相关上市公司也存在一定的交易性机会。

表 1、期货概念相关股票及参股期货公司名单

股票代码	股票简称	参股公司
000060	中金岭南	深圳金汇期货经纪公司
000562	宏源证券	华煜期货
000628	*ST 高新	成都倍特期货
000783	长江证券	长江期货经纪公司
000900	现代投资	湖南大有期货
000996	中国中期	中国国际期货经纪有限公司
600030	中信证券	中证期货经纪有限公司（原金牛期货）
600109	国金证券	国金期货有限责任公司（原天元期货）
600638	新黄浦	华闻期货
600755	厦门国贸	厦门国贸期货

风险提示

对钢铁企业业绩提升作用有限

目前钢铁企业面临的最大困难依旧是产能过剩，需求端下滑严重，钢材期货的推出对于提振钢材消费并没有实质性的影响，即便在推出初期由于炒作因素的作用钢材价格有所上涨，但由于套利机制的存在，价格也会很快回调；从长期来看，钢材期货的推出对于钢铁企业实质性的业绩提升并没有太大的帮助，甚至还会使得业绩更加平滑。

交易品种有限，贸易商受到较大限制

钢材期货在交收品种上科选择的种类十分有限，对实体经济来说，真实的采购和销售都会面临尴尬。因为实际需求不可能集中在某几个尺寸或者品种上。即

便是混合交收,也会存在产地、生产日期,交割地等诸多限制因素。贸易商只能够在部分程度上通过钢材期货交割来替代原有的直接供货,受益的程度相当有限。

仓储类企业受益情况尚不明朗

钢材期货的交割方式尚未明确,究竟是选取钢铁生产企业的仓库直接作为指定厂库交割地点还是另外单独选取还很难说,如果将厂库的选取仅限制在钢铁生产企业内部,那么仓储类企业将无法从中分到一杯羹,考虑到具体的细则还未正式颁布,这一部分的内容值得重点的关注。

警惕套期保值演变成过度投机

需要警惕的是钢材期货套期保值、平稳钢材价格的功能在实际操作过程中演变成过度投机,这样的案例在目前已有的许多期货品种上已经屡见不鲜。事实上在已有的钢材远期电子盘交易中就已经有诸多商家投机过度而破产,钢材期货的影响面肯定比电子盘大,同样的,如果出现问题的伤害程度自然也都会比电子盘大。

我们认为交易所将如何规定参与主体的投机比例是一个关键因素,投机资本过度集中于钢材期货后,限制交易机制会使得交易失去吸引力,但是一旦放开交易机制限制,众多泡沫产生后又会让实体经济产生错觉,使之在不恰当的时候对供需形势作出错误的判断,进而导致钢材生产消费更加无序。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。