

# 期现结合 唤醒煤炭业的“阿拉丁神灯”

### 电改时代煤企适者生存

□本报记者 叶斯琦

适者生存，这是自然界奉行的朴素法则。如今，在煤炭行业，这一规律体现得愈发明显。近期，《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》出台，标志着新一轮电改大幕开启。随着煤电产业链进一步市场化，以及煤炭供过于求的现实压力不断加剧，生存还是毁灭的选择问题，容不下企业哪怕短暂的犹豫。

### 电改“再出发” 煤企“适者生存”

“如果能够有充足的发电，我们国家的一切问题都可以解决。”在非洲国家尼日利亚，一位即将参与大选投票的选民如此设想国家发展前景。作为一种基础性产品，电力对于社会发展至关重要。例如，印度等新兴经济体长期遭受缺电困扰，即便在西方发达国家，大规模停电事故也并不鲜见。

然而，交易机制缺失、市场化定价机制尚未完全形成等问题，成为电力体制改革深水区的重大困难。近日，《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》的出台，标志着新一轮电改大幕开启。业内人士告诉中国证券报记者，随着电力体制改革“再出发”，煤电产业链将由“市场煤、计划电”逐步转向更高程度市场化。

“电力体制改革后，电价一旦下调，电力企业主观上会希望把部分成本转嫁给煤炭企业，从而压制煤价。这样就给本来就“不景气的煤炭行业雪上加霜，煤炭价格将进一步承压。”银河期货动力煤研究员韩朝宾表示，目前煤炭行业产能严重过剩，今年春节以来煤炭价格又大幅下滑，山西、内蒙等地区煤矿一直在亏损状态下生产。

期现结合成“生存之道” 重压之下，如何突围？这是摆在煤炭企业和贸易商面前的难题。此时，期货工具成为部分煤炭企业手中的利器。“今年年初，动力煤期货1501合约共计交割105万吨，创中国期货市场单合约最大交割量记录，期货工具在动力煤贸易当中的影响力可见一斑，动力煤市场的贸易生态可能随之悄然改变。”期货市场资深人士指出。

在动力煤市场，实现了“定量定价协议+期货套期保值+稳定购销渠道”多重效果的“锦盈模式”，正是一个具有较强典型性的期现结合方式。例如，2014年春，江苏新海发电公司与江苏锦盈贸易有限公司（以下简称“锦盈资本”）一起制定动力煤1405合约的保值方案，并于3月至4月间分批次向锦盈资本下达期货套保指令累计达10万吨动力煤。

临近交割月5月，锦盈资本通过对期货和现货的分析比较后发现，4月底动力煤现货价格由于受到经济环境低迷、工业活动衰减的影响出现滞销现象，市场开始有降价兑现现象出现，而期货价格则维持在530/吨左右，电厂的买入保值头寸出现账面盈利。

除了利用动力煤期货进行保值，锦盈贸易有限公司总经理徐壮丽表示，2014年四季度，公司还参与动力煤掉期和期货市场保值。不仅煤电企业，对于煤炭产业链上的贸易商而言，期货同样是一把“魔杖”。例如，2014年2月初，瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“瑞茂通公司”）尚有40万吨进口煤现货库存，预期销售时间是3月份以后，同时已经实现了印尼煤的进口订单50万吨，预计销售时间是4月份以后。

随着2014年2月末中华降价消息的传出，套保头寸开始大幅盈利，瑞茂通认为期货的盈利已经能够弥补现货销售方面亏损的时候，便决定提前将套保的空头头寸了结，在期货上形成1100万元左右的利润，同时在现货市场上抓紧销售，实现两个市场的对冲。通过这一操作，除去资金利息和检验费后公司仍旧有10元/吨的收益。

得益于棉花和白糖的大幅上涨，使处于深度回调的易盛农期指数上周涨势喜人，指数于周初自底部强势反弹，仅3月24日单日涨幅便高达1.66%，在3月25日触及1076.6高点后连续回调2个交易日，之后再次大涨，截止到3月27日收盘，易盛农期指数收报于1073.9点，周涨幅为2.8%。

本榨季国内食糖减产确立了国内糖价上涨根基，且相关部门表示继续保持对进口糖的管控，进口未现大增，产业链信心逐渐恢复，郑糖涨势如虹。此外，受资金面推动，糖价于3月27日尾盘一举突破前期高位5263元/吨一线，在利好基本面未现改变的前提下，郑糖料将维持上涨格局。新疆和内地调降种植面积以及后期天气的不确定性，促使郑棉短线上涨，但国内供应压力



新华社图片

“从2014年年初起，动力煤价格上涨的时间不超过2个月，下跌的时间超过5个月，剩余3个月基本维持震荡格局。作为煤炭贸易企业的瑞茂通，如果还按照传统思路经营，即使规模没有扩大，亏损也是必然的。正是有了期货交易这一可以让公司规避风险的交易平台，并在判断后期煤价下跌概率很大的情况下，果断地利用了这个在国际市场已经很成熟、国内煤炭相关企业鲜有使用的金融工具。”瑞茂通公司相关负责人表示。

### 提前做好衍生品市场“功课”

展望动力煤市场期现结合的前景，业内人士提出三点发展建议。首先，诸如“锦盈模式”等期现结合方式，未来可以进一步拓展到点价服务，以期货收盘价或盘面价加上约定的基差作为履约价格，以完成现货的转让。其次，电厂可以通过期货市场建立虚拟库存，形成一个节省资金成本和本库存成本的优质库存调节系统，以应对由于电力需求存在高峰和低谷现象给电厂的煤炭库存带来较大波动的问题。第三，风险管理子公司可以利用与信誉度高、实力雄厚的电力企业签订的购销合同去银行等金融机构进行贷款，从而增加流动资金来源，满足营运需求。

“动力煤产业客户的服务应该以‘链条式’纵向开发为导向——当一个电力企业入市后，积极开发其上游供煤企业；当一个煤炭企业入市后，积极开发其下游购煤企业，甚至动力煤买卖双方一起开发。”锦泰期货董事长单宁表示。其实，在期货市场较为成熟的国家，利用期货工具，开展基差定价等贸易方式已较为普遍。在这些市场中，现货市场已形成一个完全套期保值的市场，包括生产者、贸易商、使用者在内的所有现货市场参与者，都在期货市场参与套期保值。通过转卖基差，贸易商的主要风险转变为对手信用风险，而不再直接承担价格风险，利润因此得到锁定。

期货市场作为一个杠杆较高的市场，企业参与其中，仍需要提前做好诸多“功课”。首先，需要对现货行情有较为准确的判断和把握。其次，对期货市场相关的知识和交易规则要有深入了解。第三，不赌后期行情，严格控制风险敞口。

动力煤“十连跌” 寻底路漫漫 近期，动力煤期货走势偏弱，主力合约动力煤1509已是连续第十个交易日下跌，累计跌幅达4.7%。分析人士认为，近期动力煤库存高企，电厂需求偏弱，市场悲观情绪较浓。展望后市，虽有一定政策利好刺激，但在下游需求仍未改善的情况下，动力煤短期内难见底。

供需矛盾突出 动力煤“十连跌” 近期，动力煤期货表现弱势。随着上周五（3月27日）再收阴线，动力煤1509合约已经历“十连跌”。据中国证券报记者统计，自3月16日起，动力煤1509合约在十个交易日内累计跌幅已达4.7%，报收于434元/吨。

接受中国证券报记者采访的分析人士指出，煤价弱势寻底的根本原因在于下游需求低迷，供过于求依然严重。“近期煤炭价格持续下跌，主要是春节后港口及上游去库存延续所致。目前看，山西省日均产量和库存已经恢复至节前水平，而港口库存仍然处于高位，屡次触及800万吨警戒线，虽然煤炭企业想通过降价来降低库存，不过由于下游电厂的耗煤量并没有明显改善，降价并没有明显提升电厂采购积极性，也没有达到降低库存的效果。”银河期货动力煤研究员韩朝宾表示。

数据显示，截至当前，下游电厂日耗煤量仅恢复至60万吨左右，相较往年的水平有明显下降，加之电厂自身库存高企，电煤需求难有改观。同时，部分大型煤企不断推出优惠叠加政策，变相降价，国内煤企价格战开始上演，然而煤企降价促销的效果并不明显，因此市场对于未来煤企继续下调煤炭销售价格抱有预期。

后市仍将探底 分析人士表示，当前影响动力煤价格的主线依然是供需因素，在供需矛盾依然突出的背景下，短期内政策利好难以扭转市场疲弱走势。

兴证期货研究员林惠表示，煤炭企业希望通过增加产量来将成本进行摊薄，从而降低自身的生产成本，同时希冀其他煤企能有所减产限产，来缓解宽松的供需格局。在当前煤炭市场买方市场倾向依然明显的情况下，煤价下行的压力仍然较大。

广发期货动力煤研究员徐保卫也认为，“随着4月份水电将逐步发力，电煤的需求将更加不乐观。煤炭企业不限产，在高库存的背景下，需求端难以有明显的变化，预计在7月份以前，动力煤仍难以乐观。”

## 强势上涨 易盛农期指数新高可期

易盛农期指数周评



## 化工金属反弹 引领CIFI指数小涨

中国期货保证金监控中心商品指数(3月27日)

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		67.77			68.26	-0.49	-0.72
农产品期货指数	866.26	866.42	867.92	861.10	867.28	-0.86	-0.10
油脂指数	548.66	544.07	549.67	542.45	548.85	-4.78	-0.87
粮食指数	1354.29	1356.32	1358.11	1348.84	1356.96	-0.64	-0.05
软商品指数	816.26	824.72	824.93	809.95	817.03	7.69	0.94
工业品期货指数	724.83	718.67	725.93	710.83	724.21	-5.55	-0.77
能化指数	661.78	652.19	662.69	644.02	662.71	-10.52	-1.59
钢铁指数	487.60	483.43	487.84	473.65	487.34	-3.91	-0.80
建材指数	597.73	593.78	597.73	584.05	596.53	-2.75	-0.46

## 油脂以反弹做空为主

□广发期货 鲍红波

南美大豆丰产上市临近，美豆种植面积预计增加，原豆价格处于低位，油脂市场依然承压，虽然国内豆油、棕榈油库存压力总体缓解，但市场缺乏明确的反弹动力，二季度整体油脂市场属于消费淡季，建议油脂市场以反弹做空为主。

首先，豆类市场依然面临供应压力。据美国农业部3月公布的月度供需数据，2014/2015年度美豆库存为3.85亿蒲式耳，美豆种植面积为8370万英亩。美国农业部将于3月31日发布2015/2016年度大豆种植意向报告，市场预计大豆种植面积将达到8300到8800万英亩，普遍认为2015/2016年度大豆种植面积将继续增加，豆类市场延续供应增加格局。

而且，南美大豆丰产在即，将对国际大豆市场形成供应冲击。南美大豆预计增产1000多万吨，南美洲货币贬值也增强了南美大豆的出口竞争力，目前南美大豆收割条件较好，天气利于大豆收获，新季大豆上市对现货的供应压力逐步加剧。

其次，我国油脂市场库存压力缓解。根据马来西亚棕榈油局数据，2月底马来西亚棕榈油库存为174万吨，比1月份减少1.5%。2月份马来西亚毛棕榈油产量为112万吨，比1月份减少3.4%。2月份马来西亚棕榈油出口量为97万吨，环比减少18.4%，创下2007年7月份出口94万吨以来的最低值。进入二季度，随着天气的转暖，马来西亚棕榈油产量进入增加周期，棕榈油价格也往往处于弱势。

再次，我国油脂市场库存压力缓解。2014年下半年国内大宗商品融资受到较大限制，豆油、棕榈油的进口量大幅下滑。豆油、棕榈油的月度进口量处于近几年的低位，1月份中国进口棕榈油46万吨，2月份中国进口棕榈油25万吨；但豆油的进口量只有几万吨，处于2009年以来的历史低位。

最后，关注买豆油抛棕榈油套利机会。我国豆油商业库存急剧下降，下降的幅度大于棕榈油库存下降的幅度。3月份马来西亚棕榈油产量和库存进入增加周期，棕榈油价格上涨存在阻力。截至3月底，我国江苏地区四级豆油现货价格5700元/吨，广东地区24度棕榈油现货价格4900元/吨，豆棕现货价差较低打压棕榈油对豆油的替代效应，可关注买豆油抛棕榈油套利机会。

## 长江期货杨小强：研报要具备很强实用性

□本报记者 马爽

期货各项创新业务如火如荼。与此同时，创新业务的出台也使得期货行业竞争更加激烈，业务逐渐分化。在此背景下，随着未来更多创新业务的推出，期货公司业绩分化将更加明显，也将成为期货公司竞争力高低的关键。长江期货研究咨询部总经理助理杨小强表示，新形势下也对分析师提出新的要求，分析师要加强在现货产业方面及为机构客户交易服务方面下工夫。

### 中国证劵报：创新能力成为各家期货公司的“命脉”，这对期货分析师提出怎样的要求？

杨小强：创新业务对期货分析师研究工作主要带来两方面的改变。首先是服务对象的改变。以往，期货公司主要都是以传统经纪业务为主，服务的对象主要是中小散户、投机户，他们要求分析师对其提供具体的盘中操作指导点位，并不关心投资品种背后的基本面情况。为满足投资者的需要，很多研究员整体都待在办公室，盯着电脑，研究技术指标。而随着期货资管、风险管理子公司等创新业务的推出，以及市场结构逐渐由散户变成机构化，研究员的服务对象也逐渐变成机构客户，而他们看重的是对投资品种背后产业链情况的分析，要求研究员有很清晰的逻辑性分析，这也要求研究员不能再一味地盯着电脑，要深入产业链进行实地调研，写出可行性报告。

其次也是研究价值的改变。以往研究员所写的报告不接“地气”，而随着创新业务的推出，研究员也要不时去参加实体经济调研、与现货行业专家进行交流，认真研究相关品种上下游产业链的情况。

### 中国证劵报：转型中，培养符合未来需求的期货分析师需要哪些条件？

杨小强：目前公司主要从两方面加强对研究员的培训。一方面是与现货产业相结合，鼓励支持研究员参加实体经济调研、多参加同行会议、多与现货企业进行联系。此外，之前公司是针对单个期货品种专门安排分析师进行研究，现在是将相关品种的分析师组成研究团队共同来研究，要求每位研究员对每个品种都熟悉，但会有所侧重，比如黑色产业链，由于各品种之间存在关联性，相互之间会产生一定的影响，所以安排团队进行研究。此外，公司还外聘现货企业顾问来不时地为研究员指导。

另一方面是与交易相结合。创新业务的推出要求研究员所撰写的报告具有很强的逻辑性，经得起反复推敲，真正做到能为机构客户交易做参考。

### 最强策略

投资与交易相结合  
研究报告与交易方案  
华泰和评选活动

详情请关注  
分析师论坛官方微博