

需求有望好转，煤焦或延续强势

一、行情回顾

2016 年一季度，煤焦钢产业链迎来超跌反弹，煤焦出现近 2 年难得的强势行情。JM1605 合约从 2016 年年初的 550 元/吨，上涨至 620 元/吨，反弹幅度达 12.7%；焦炭同样表现强势，J1605 合约从年初的 640 元/吨反弹至 770 元/吨，反弹幅度达 20.3%。

自 2014 年以来，煤焦已难见如此强势的行情，期间虽出现过季节性反弹，但时间较短、幅度略小。本轮反弹行情与过去两年中的反弹存在较大不同，本次反弹的主要推手是：供给收缩快于需求下滑，阶段性供给呈现紧平衡状态，加之煤焦钢作为周期性产业，调整时间较长，中短期内的利润虽逐步修复，但供给却不会随利润修复而快速增加，供给偏紧状态会维持较长的一段时间。

在本轮反弹行情中，终端产品钢材供给偏紧的特征体现的更为明显，因此，螺纹钢、热卷在反弹过程中呈现领先态势，从 2015 年 12 月份开始，螺纹钢、热卷率先反弹。钢厂利润逐步改善，然而，高炉开工率与产能利用率恢复的却低于市场预期，截止 3 月 25 日，高炉开工率与产能利用率分别恢复至 77.76% 与 83.70%，较前期最低水平仅恢复约 4%。高炉开工率与产能利用率的缓慢恢复使得原料需求在短期内难以释放，但在 60% 以上的行业盈利面下，高炉开工率与产能利用率改善只是时间问题，原料需求改善是大概率事件，在原料需求改善的预期下，煤焦出现明显的跟涨行情，只是表现略逊于热卷、螺纹。

图1：焦煤期现价差

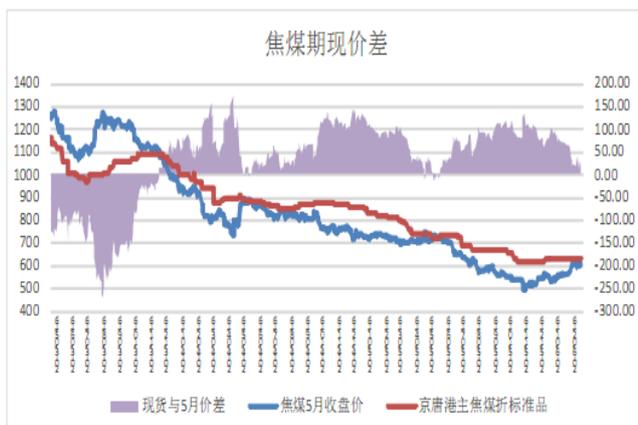
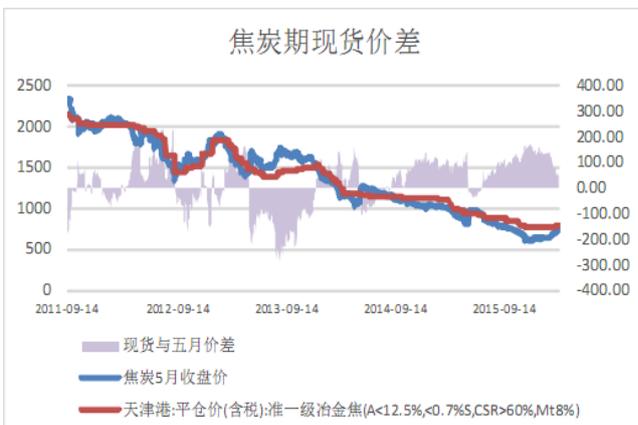


图2：焦炭期现价差



数据来源：银河期货、wind 资讯

二、焦煤焦炭生产供应

1、焦煤产量大幅萎缩，总供给下滑

2015年以来，我国焦煤产量月同比维持负增长态势，产量明显缩减。2015年11、12月份，炼焦原煤产量分别为4160与4096万吨，同比降幅收窄为-0.05%和-4.63%，2015年全年炼焦煤产量减少幅度达-14.22%。经历2013年以来炼焦煤价格的大幅下跌之后，煤炭企业生产举步维艰，成本较高的煤矿被迫退出行业，炼焦煤产能正在逐步收缩。从产量数据来看，炼焦煤产能调整较为充分。

同时，焦煤价格单边下跌，内外价差不断缩小，焦煤进口利润被严重挤压。2014年，大量焦煤进口商被洗出市场，焦煤进口量显著下滑，2015年年中，焦煤进口量下滑非常明显，2015年全年，我国炼焦煤进口量为4797.69万吨，2014年全年炼焦煤进口量为6244.02万吨，累计同比下滑23.16%。2015年，炼焦煤进口量显著下滑，2016年1月份，炼焦煤进口量同比再次下滑，进口量仅为336.6万吨，同比下滑幅度为-16.08%。炼焦煤进口利润低、煤炭贸易商被洗出行业均制约了炼焦煤进口量增加，从进口角度看，炼焦煤供应减少明显。

综合产量与进口因素，炼焦煤产量与进口量同比均出现较大幅度下滑，2015年全年，我国炼焦煤总供给53122.57万吨，去年同期总供给为62575.80万吨，总供给同比下滑15.1%。

2、焦炭产量亦大幅下滑

2016年前两个月，我国焦炭产量延续同比下滑态势，1-2月份焦炭产量为6650万吨，2015年前两月焦炭累计产量为7416.92万吨，同比增幅为-10.34%。

图3：焦煤供给量

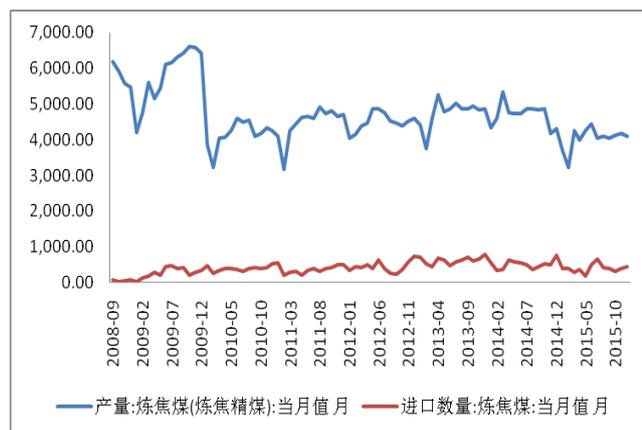


图4：焦炭产量



数据来源：银河期货、wind 资讯

3、开工率下滑，供给减少或将持续

焦化企业开工率数据显示：自9月份以来，焦化开工率整体呈现下降趋势，即使是焦副产品利用充分的焦化企业都难以逃脱亏损的厄运，成本较高的焦化企业则已逐步被淘汰出行业，小型焦化企业破产的比比皆是。2015-2016年，焦化行业的困难丝毫不亚于钢铁行业，焦化行业亦是全行业亏损，少则每吨亏损数十元，多则亏损百余元，加之独立焦化企业小而散，抵御风险能力将弱于钢铁、煤炭的企业。

在大幅亏损之下，焦化行业的开工率整体呈现下滑趋势，2014年，部分地区的焦化开工率长期处于90%以上，而2015年上半年，开工率高于80%的地区已屈指可数，2016年，即使利润好转，也仅华北地区的焦化企业开工率高于80%，其他地区开工率仍然维持较低水平。截止2016年3月份，华北地区焦化开工率为83%，华中地区焦化开工率为76%，华东、东北地区焦化企业开工率分别为67%、62%，西北与西南地区开工率则分别为54%与49%。

2015年以来，焦化企业开工率显著下行，与其经营情况恶化息息相关。2016年以来，焦化行业虽利润修复，但盈利情况仍然偏差，无法支撑焦化企业开工率大幅修复，焦炭供给仍然偏紧。

图5：焦炉开工率（分地区）

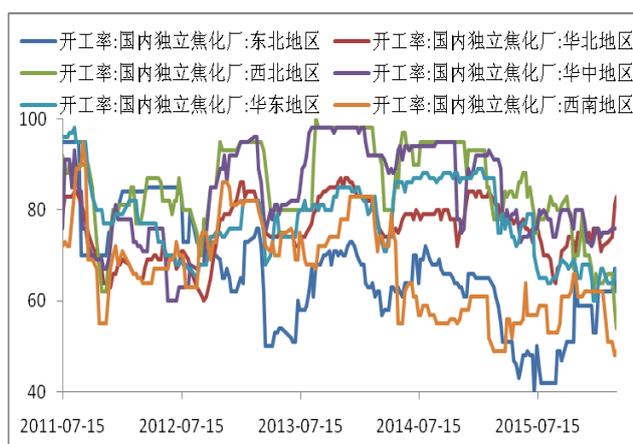
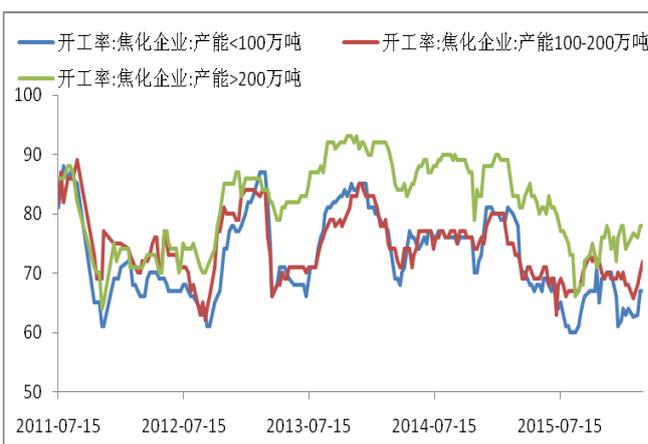


图6：焦炉开工率（分产能）



数据来源：银河期货、wind 资讯

4、库存轮动周期下的超额供给或将结束

2015年市场普遍开启去库存运作，过去低库存有效地节约了原材料成本，有利于改善企业盈利。目前焦化、钢厂的原料库存均已处于低位，再进一步降低库存的空间已经非常有限，去库存对于供给增加的影响日渐式微。

图7：焦煤港口库存



图8：焦炭港口库存



数据来源：银河期货、wind 资讯

图9：钢厂及独立焦化企业焦煤库存

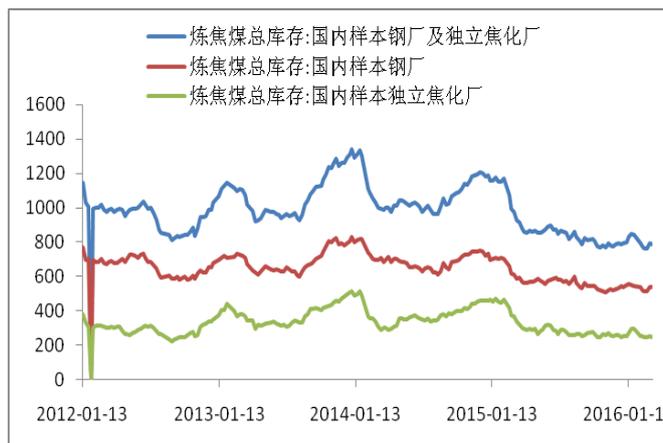


图10：国内钢厂焦炭可用天数



数据来源：银河期货、wind 资讯

三、焦煤焦炭需求情况

1、宏观形势未见起色，政策维稳预期加强

2016 年以来，宏观下行压力仍然较大，政策维稳意愿偏强，政府多次表态一旦经济划出合理区间，将采取相应的措施防止经济下滑。2016 年，货币政策与财政政策延续宽松姿态，即使在人民币贬值的压力下，货币宽松措施仍在实施，显示了货币宽松的决心，也凸显了当前经济下行的压力。

从需求拉动的角度看，投资、消费与出口三架马车中，投资与出口表现偏弱，拖累经济增长，由于传统经济进入全面过剩时期，经济增速放缓、PPI 连续下跌，投资收益下滑明显，个别行业的投资收益率甚至低于资金成本，投资热情明显受到抑制；在出口方面，全球经济处于低迷时期，出口增速放缓，且 2015 年以来，随着美元指数的不断上涨，人民币虽相对于美元有所贬值，但其有效汇率却在上升。我国出口额在国际贸易中所占比例达 12%，且全球经济疲软的背景下，难以再度高速增长。目前宏观经济下行趋势得以确认，目前主流经济学家大多认为导致当前经济下行的因素属于长期因素，在未来的一段时间内，中国经济增速可能会下一个台阶。

2016 年 2 月份，全社会用电量同比增速由负转正，显示宏观经济在刺激政策作用下短期企稳；财新 PMI 则表现仍然略差，2016 年前两个月均低于荣枯线。

图11: 财新PMI

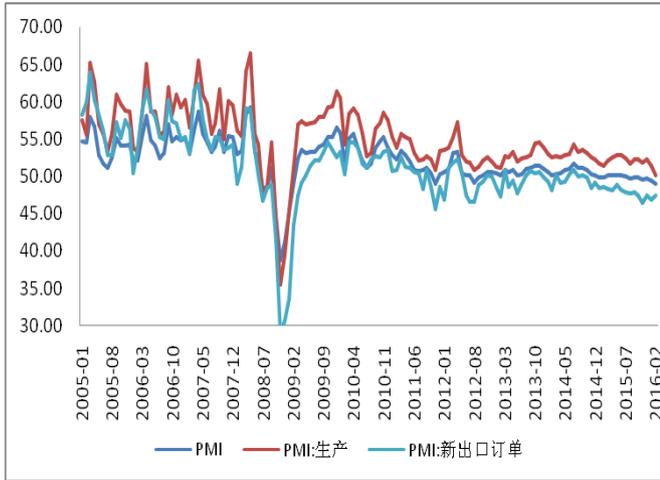
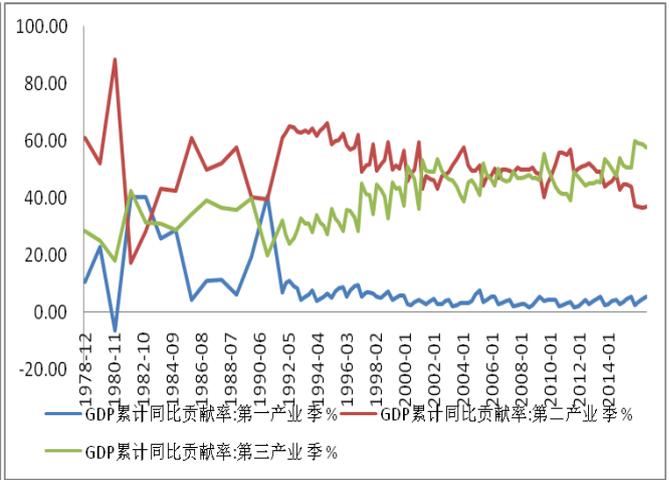


图12: GDP及三大产业贡献率



数据来源: 银河期货、wind 资讯

图13: 全社会用电量

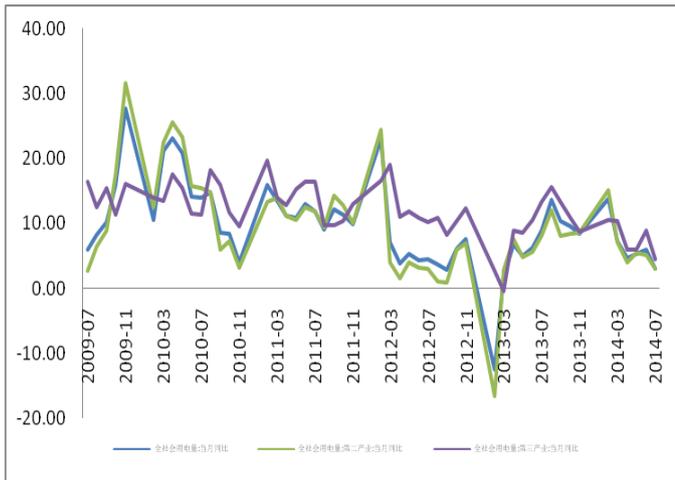
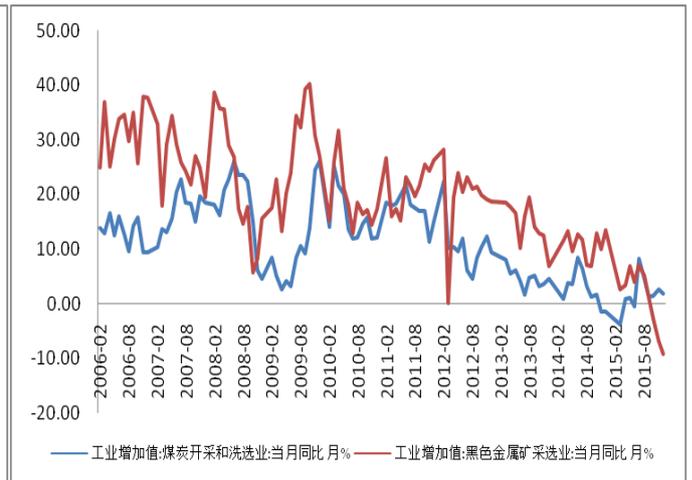


图14: 工业用电量



数据来源: 银河期货、wind 资讯

3、房价涨势迅猛，新房开工增速转正

自 330 新政以来，全国 70 大城市房价开始逐步止跌企稳，最新数据显示，70 大城市房地产价格继续呈现上涨态势。深圳、广州、上海与北京房地产行业量价齐升，一线城市的火爆已传导至二、三线城市，二、三线城市房价近期上涨迹象也较为明显，房地产开发盈利预期明显改善。

2016 年前 2 月，新房开工面积累计之为 15620.21 万平方米，同比增速为 13.7%，同比增速由负转正，同时，房屋销售面积表现更为亮眼，2016 年前两月，房屋销售面积为 11234.56 万平方米，同比增速为 28.2%。

图15: 房地产开发投资完成额

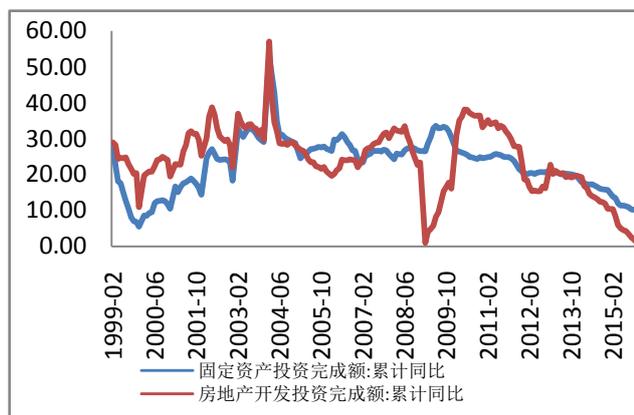
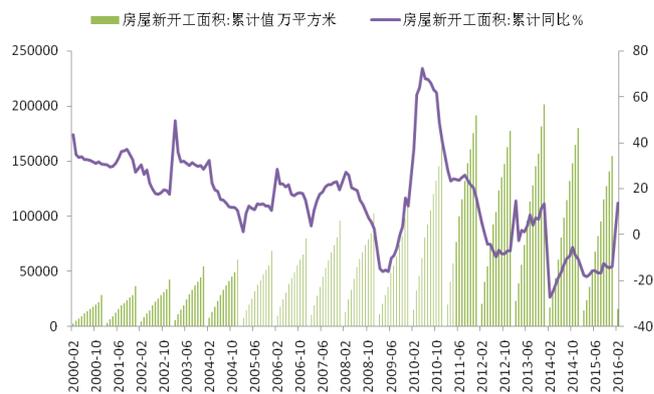


图16: 新房开工面积



数据来源: 银河期货、wind 资讯

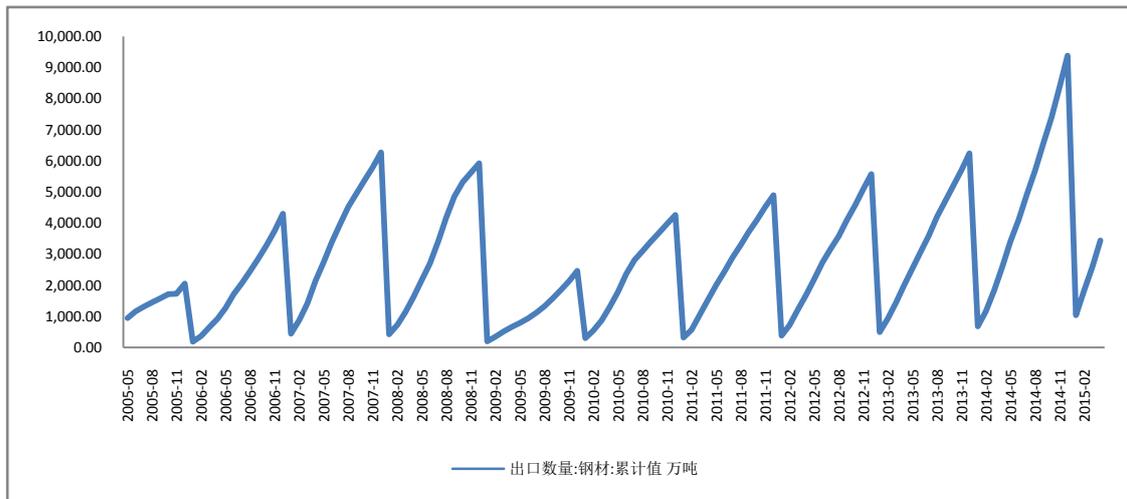
3、若钢材出口遇冷, 国内销售压力将加大

2015 年, 钢材出口量继续大增。2015 年钢材累计出口量已破亿吨, 同比增长超过 20%, 国内钢价的快速下跌刺激了钢材的出口。钢厂出口量大增一方面是因为出口价格高于国内价格, 可以改善企业盈利; 另一方面出口可缓解国内销售压力。中国廉价钢材的出口已经对海外钢铁企业形成有力的冲击, 反倾销诉讼时有发生。

12 月 16 日, 国务院关税税则委员会发出《关于 2016 年关税调整方案的通知》, 自 2016 年 1 月 1 日起, 我国将对进出口关税进行部分调整, 生铁、钢坯等商品的出口关税适当降低。出口关税的下调显示国家希望通过出口缓解国内供给压力, 虽普碳生铁、钢坯在出口比重极小, 降低关税对于促进出口的实际意义不大, 但政策导向的作用明显, 鼓励出口的可能大于限制出口。

然而, 中国钢材的天量出口已对国际市场形成较大冲击, 国际钢价亦快速下跌, 国际钢铁行业巨头的盈利能力也在恶化, 国外钢铁行业抵制中国钢铁出口的呼声日益高涨; 加之, 国外市场容量本身有限, 中国 1.1 亿吨的产能输出相当于一个大型钢铁生产国全年的钢铁产量。从市场容量、内外价差与政策环境的角度看, 2016 年钢铁出口量继续增长的可能性较小。从 1-2 月份出口数据及 3-4 月份接单情况来看, 2016 年前 4 月份, 出口表现仍然强劲, 因去年基数较高, 增速持平。

图 17: 钢材累计出口情况



数据来源: 银河期货、wind 资讯

4、钢厂盈利持续好转，产能利用率将逐步提升

自 2015 年 12 月底以来，钢材价格持续上涨，原料价格也在上涨，钢厂盈利好转（钢材价格上涨的绝对值高于原料），目前钢铁行业的盈利面已达到 60%，几乎达到了 2015 年的最好水平，随着盈利面的不断扩大，钢厂产能利用率正在逐步修复。

图18: 盈利比例与产能利用率

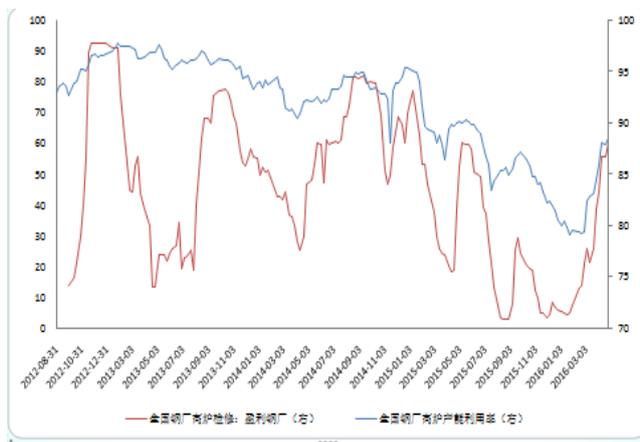
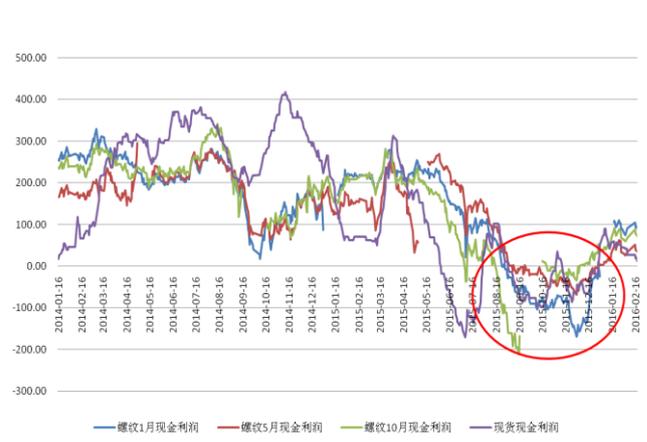


图19: 钢厂盈利



数据来源: 银河期货、wind 资讯

随着钢厂利润的不断修复，钢厂产能利用率修复是大概率事件，虽然目前的产能利用率仅约 84%，但在目前的盈利水平下，产能利用率有望在未来 1-2 个月内达到 88-89%，4-5 月份，钢材迎来传统的旺季，在供给偏紧的背景下，旺季需求有望进一步拉高钢厂利润，钢厂利润扩大会支持产能利用率继续走高。短期内开工率恢复低于预期是因为资金与反应时滞问题，中长期看，钢厂产能利用率改善是大概率事件。钢厂产能利用率提升将增加煤焦需求，而煤焦复产难度却较大，预期 2 季度，煤焦继续呈现紧平衡状态。

四、投资策略

综上,我们认为煤焦钢本轮反弹属于超跌反弹行情,主要问题出现在供给端严重收缩,反弹虽可改善利润,但作为长周期行业,产能利用率恢复速度较慢,加重市场供给紧缺预期,导致钢材价格进一步走强。2014年以来行业陷于困境的问题出在需求端,解决问题的关键却在供给端,供给端收缩是解决问题的唯一路径,然而过度悲观预期会导致产量过度收缩,进而引发中短期供给紧平衡,2016年第一季度即属于这种情况。

产量下滑速度快于总需求下滑速度(国内与出口之和),导致钢材库存不断走低,而短期内,钢厂产能利用率又难以修复,供给紧缺问题一旦在悲观的市场环境中被证实,则会引发较大级别的反弹,以目前的产能利用率修复速度看,假定出口量维持稳定,国内需求只要不出现5%以上的缩减,则钢材库存还会继续下降。4-5月份,旺季需求开启,钢材库存继续下降是大概率事件。

策略建议:从单边看,螺纹现货及近月有望继续维持强势,只是目前已处于高价区域,震荡剧烈,操作难度加大,而螺纹的强势将带动煤焦与矿呈现强势,虽然产能利用率未如预期修复,但在较高的利润下,钢厂也会加大采购力度,原料也会得到较强支撑。同时,我们看好钢厂产能利用率继续修复,原料需求有望逐步改善,在未来的1-2个月内,煤焦价格易涨难跌。

套利策略:基于理性的判断,我们认为60%以上的盈利无法在一个产能过剩的行业中长期维持下去,然而市场总会给近期因素更高的权重,并透支已有及或有利好,4-5月份需求改善叠加库存走低或可继续推高煤焦钢价格与钢厂利润,使得偏高的利润水平继续走高,投资者可关注2季度中做空轧钢利润的机会。短期看,钢厂产能利用率修复将改善焦炭需求,而焦化企业开工率修复进度更慢,故焦化利润有望继续走高。

▪ 近期相关研究报告

1) 弱势震荡 跌势未尽	2015.8.25
2) 需求改善尚待时日，价格或将先抑后扬	2015.7.26
3) 积重难返 反弹受限	2015.7.26
4) 钢铁行情转折时机尚未成熟	2015.5.26

*如需参考以上近期相关研究内容的报告 请随时与我们联系

免责声明 期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研发中心所有。未获得银河期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研发中心及其研究员知情的范围内，银河期货研发中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。