

炼焦利润高企 多焦煤空焦炭正当时

逻辑要点：

- 1、从焦炭焦煤历史比价来看，期货盘面比价处于高位；
- 2、独立焦化企业盈利位于高位；
- 3、焦化企业因环保因素减产导致焦炭价格上涨，焦化企业利润上升后炼焦煤有望补涨；

4、下游钢厂利润有回归需求；

5、操作计划：

交易对象：空焦炭多焦煤 1701 合约；

交易方向：套利对冲；

入场点位：在焦炭 1701 合约与焦煤 1701 合约比值为 1.36-1.45 区间根据行情走势分批进场合计 60%仓位；

目标价位：焦炭 1701 合约与焦煤 1701 合约比值 1.2-1.25，盈亏比为 2.5；

止损方案：焦炭 1701 合约与焦煤 1701 合约比值 1.46-1.5，考虑离场；

6、风险点

出台环保限产政策，焦化厂开工率大幅下滑；

去产能效果导致焦炭库存大幅下滑；

钢厂高炉开工率大幅上升，提振焦炭需求，致使焦炭价格大涨；

炼焦煤进口大幅增长，导致焦煤价格大跌。

一、宏观方面：

首先，国内经济面临短期内货币超发，长期面临通缩风险。经济持续低迷，货币流速下滑。虽然各国央行基础货币扩张速度飞快，但由于经济低迷，基础货币并没有大规模进入信用创造的过程。2015 年以来信贷政策放松以及资产荒引发了大量资金流入房地产市场，炒房热从一、二线蔓延至三、四线，房地产行业成了资金的蓄水池。在人口老龄化到来、地产周期结束后，如果没有新的增长引擎，经济增速会放缓，甚至陷入通缩困局。

其次，美联储在年内是否加息是比较重要的影响因素，目前看 12 月份加息的预期较高。9 月 2 日晚间，美国公布了 8 月非农数据，这一重磅就业数据直接影响美联储加息预期。美国 8 月新增非农就业人口 15.1 万人，不及预期的 18 万人，也大幅低于 7 月的 25.5 万人。非农就业数据低于预期，使得美联储 9 月加息再次陷入困顿，预示美国 9 月 21 日美联储加息可能性很小。不过，8 月底，美联储主席耶伦表示，短期加息可能性非常高。从历年情况看，8 月非农数据通常会在之后得到上修，所以 12 月是否加息仍需关注经济数据。

我们总体判断是，对中国经济本身不乐观，但对下半年的中国经济数据不悲观，下半年中国经济可能是从“探底”走向“筑底”的过程。上半年 GDP 增速是 6.7%，下半年 6.6% 应该没有太大的问题。目前来看，货币政策空间较小，但还会有一个适度甚至加码的财政刺激。另外，去年下半年的 GDP 的基数是走低的，对于今年下半年 GDP 的同比是有一个支撑作用的。总之，如果有适度的财政政策托底，再加上房地产投资平稳回落，加上去年较低的基数，我们相信今年下半年 6.6% 的 GDP 增速是没有太大问题的，整个商品下半年走势趋稳为主。

二、焦炭焦煤期现价差：

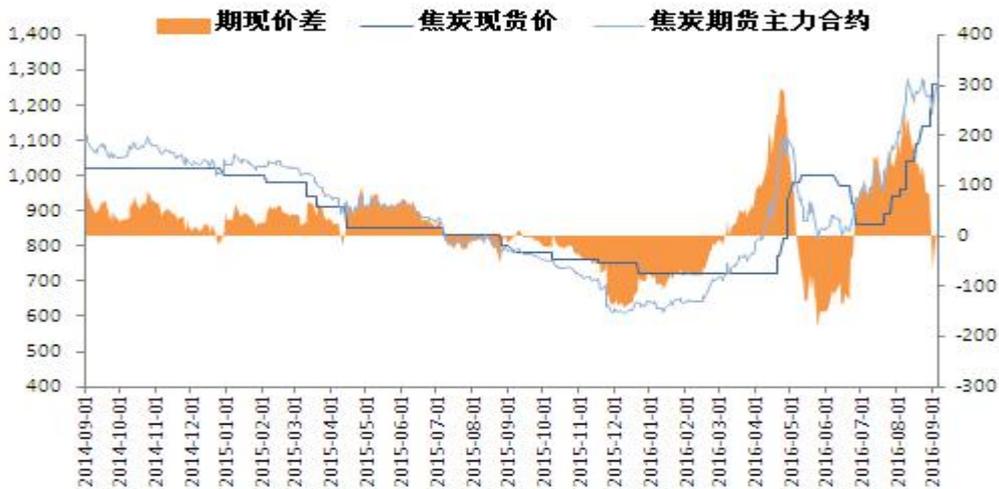
各地煤矿和焦化企业在公布 9 月份的销售和采购价时，焦煤和焦炭价格均出现不同程度的上调。钢厂对煤焦的需求并未减少，焦煤和焦炭现货供应紧张的基本面并未发生改变。随着 9 月钢铁需求旺季来临，以及交通逐步恢复，钢焦企业集中补库需求旺盛，而煤矿产量依旧偏少，库存普遍处于低位，供应紧张状况并未缓解，从现在到年底焦煤市场整体看好。而焦炭货源依旧紧缺，焦企普遍零库存，销售火热，加之下游采购积极性高，钢厂焦炭库存普遍维持在低位，预计 9 月焦炭市场依旧偏强。

如火如荼的双焦单边行情着实很难把握，让人感觉无所适从，毕竟未来的方向过于飘忽不定难以把握，我们暂不谈单边，讨论下未来焦炭焦煤的比价走势。8 月 23 日，焦炭焦煤 01 合约比价也跟着刷出新高 1.4704，随着焦炭焦煤比价的走高，炼焦利润也不断增厚并创阶段新高，01 合约盘面毛利已高达 340 元/吨，随着黑色集体回调，焦躁的焦炭也终于有所停歇，01 双焦比价由高点 1.47 回到 1.40，盘面炼焦利润也从高点 340 元/吨回到 270 元/吨。我们从对焦煤焦炭的期现价差、以及双焦比价简单分析一下。

焦煤贴水交割的范围一般在 (-100, -200) 之间，所以在交割月若交割合约升水或是贴水不多的话，一般会被往下贴水，并在一定程度上带动其他合约朝一个方向走。焦炭从 11 年开始也基本都是贴水交割，范围一般也在 (-100, -200) 之间。目前焦炭近月期价升水过多，焦煤小幅贴水，按这个大概率趋势，现在 09 合约要完成贴水交割要么是期货朝现货跌下来，要么是现货向期货涨上去并且涨

更多，目前来看，现货上涨概率大些。就焦炭焦煤比价来看，目前在 1.366 附近，是比较好的入场点位，比价在 1.36-1.45 考虑分批建仓。

图 1：焦炭期现价差走势图



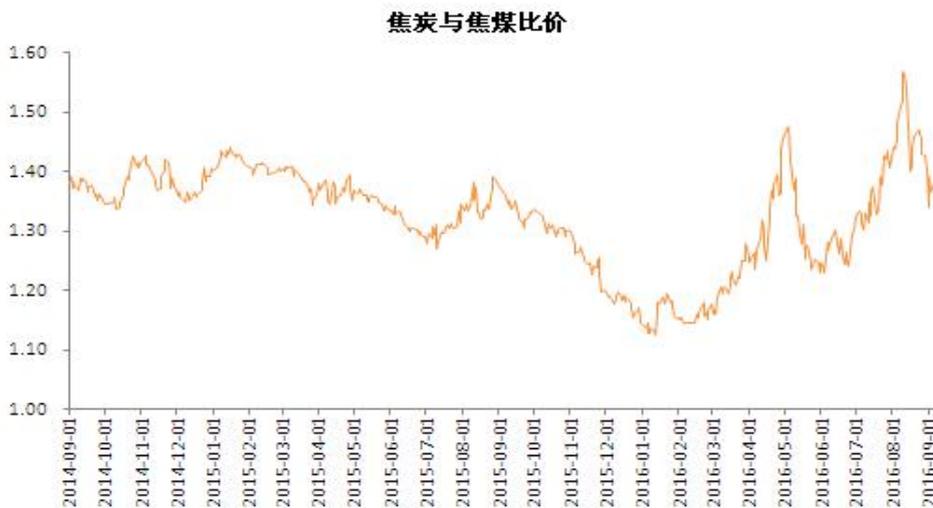
资料来源：wind 咨询，新世纪研究

图 2：焦煤期现价差走势图



资料来源：wind 咨询，新世纪研究

图 3：焦炭焦煤比价走势图



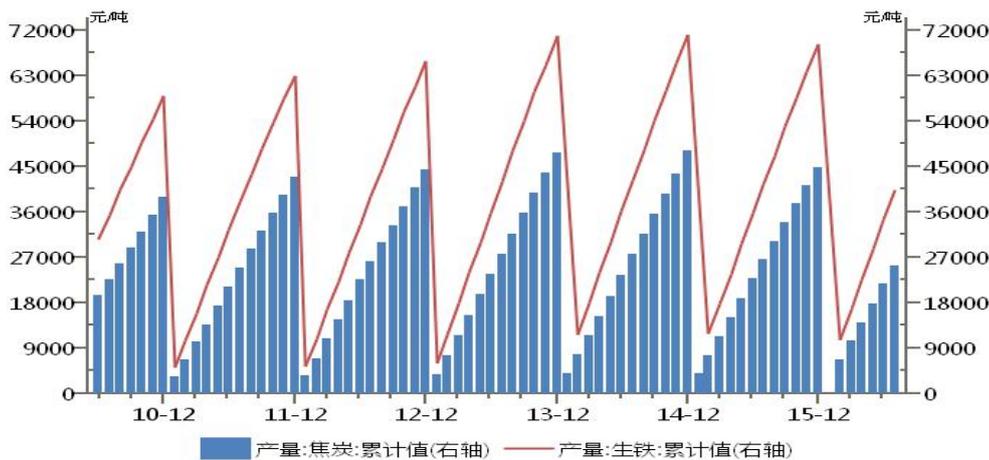
资料来源：wind 咨询，新世纪研究

三、供需因素

1、焦炭产量和需求量

在利润刺激下，焦化企业的生产积极性提升，焦炭增量逐步显现。数据显示，1—7月焦炭累计产量为 25322 万吨，同比下降 3.8%，同比降幅较 1—6 月继续收窄。今年前 7 月生铁产量 3.45 亿吨，则需消耗焦炭 1.7 亿吨左右，若我们按最保守的估计 80%的焦炭用来炼钢，再加上 100 万吨的出口量，则焦炭总的需求量为 2.12 亿吨，远低于前 7 月 2.53 亿吨的焦炭产量，8 月大型焦化企业的开工率较 7 月提高，中型焦化企业与小型焦化企业的开工率则有所下降。综合来看，当前焦炭供给压力正逐步上升，焦炭供需还是比较宽松的。

图 4：焦炭和生铁的月累计产量

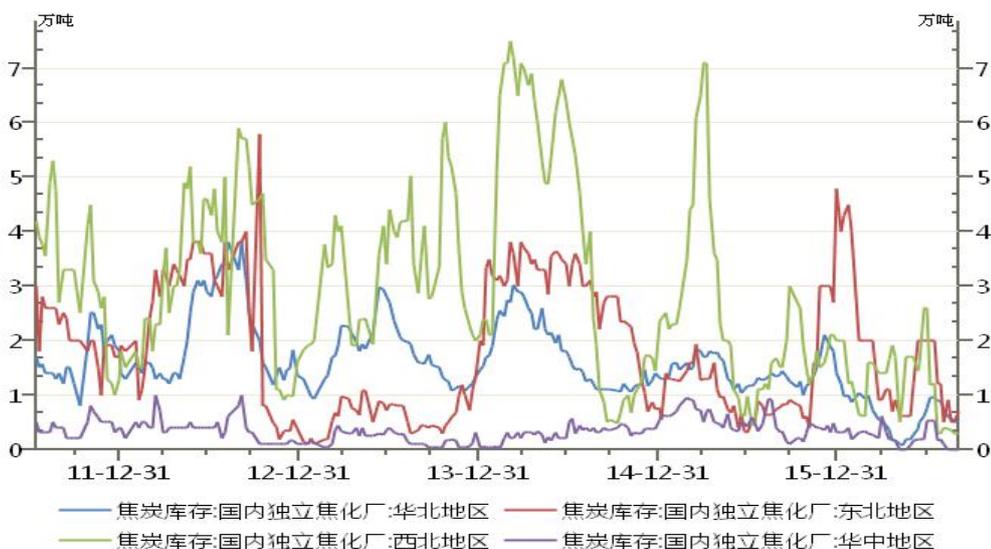


资料来源：wind 咨询，新世纪研究

2、焦炭库存

焦炭库存数据主要分布在产业链的三个环节：一是反映上游的国内独立焦化厂库存；二是反映贸易环节的港口库存；三是反映下游的国内大中型钢厂焦炭平均库存可用天数。据统计，8月国内独立焦化厂库存较7月继续下降，大中型钢厂库存也继续下降，港口库存环比则有所上升。也就是说，焦炭上下游企业的库存都继续消耗，虽然中间环节的库存稍有上升，但是焦炭总体库存仍处于低位。

图 5：焦炭库存

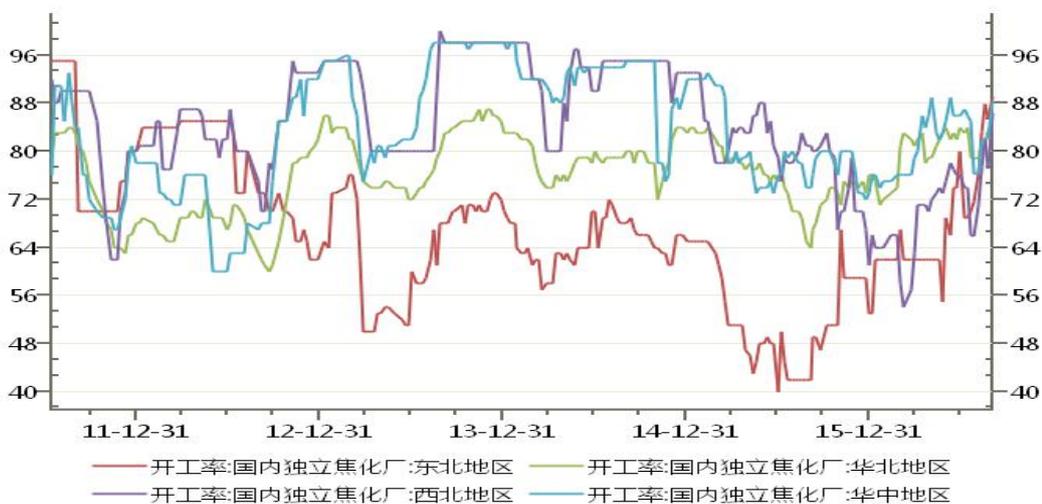


资料来源：wind 咨询，新世纪研究

3、焦化企业利润高企

7 月以来，河北主流焦企焦炭出厂价累计上涨 390 元/吨，目前焦企利润约 150—200 元/吨，驱动焦企开工率回升至 80%以上。而受 276 天限产制度影响，今年前 7 个月全国炼焦原煤产量同比下滑 13.3%至 6.15 亿吨。

图 6：国内独立焦化厂开工率



资料来源：wind 咨询，新世纪研究

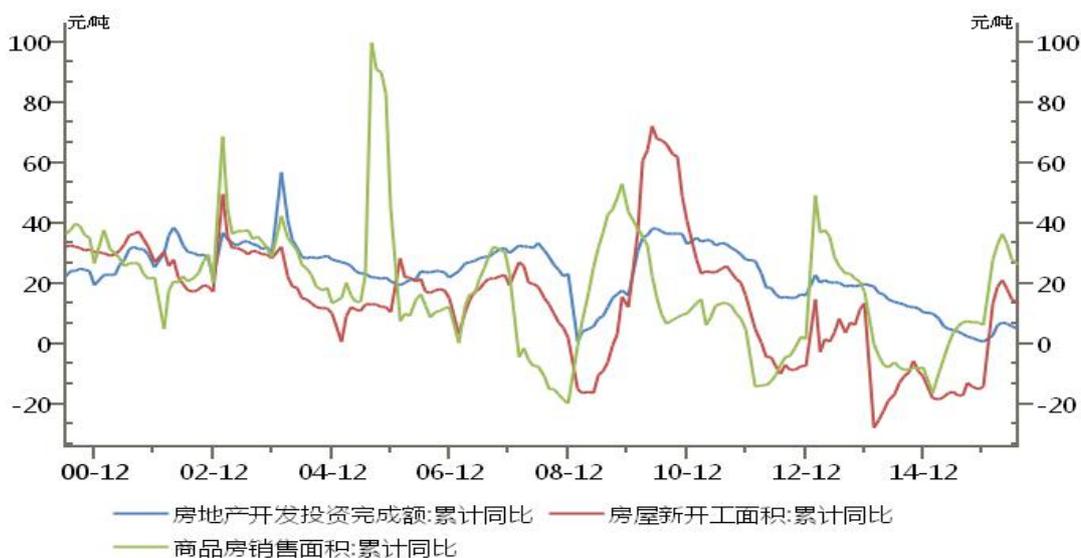
4、下游钢厂利润有回归需求

一般地，焦炭供给端不是主要矛盾，只是短期因素，影响长期趋势的主驱动还得看需求端，也就是看螺纹——螺纹价格和炼钢利润，因为煤焦钢产业链正常的传导途径是：钢价上涨->钢厂有利润->加大高炉开工->增加炉料采购->焦炭涨价->焦化厂有利润->加大开工->增加焦煤采购量->引导焦煤价格上行。螺纹价格与炼焦利润有着亲密的关系，走势大体一致，并且螺纹价格领先于炼焦利润，而且其相关性较高。钢厂目前利润较高，有回归需求，对煤焦比来说，也有个正向传导作用。

炼钢利润是整个煤焦钢产业链的核心环节，在产业链传导中充当火车头的角色，带动高炉开工率、炉料补库、铁矿石焦炭价格、炼焦利润等车厢相继运行起来，而这辆黑色火车的驱动力就是中国经济这台发动机，再具体点就是房地产和基建——这既是炼钢利润的主驱动，也是炼焦利润背后的大 boss。

当前房地产市场调控趋严，房价处于逐步触顶回落的前期，这与 2009 年下半年房价持续走高，带动房地产建设需求走强，从而拉动钢价走高的环境不可同日而语。如果说今年开春之后曾经出现过钢铁生产跟不上需求的情况，那么当前根本就不存在螺线产量显著跟不上水泥产量的问题，更何况目前来看，需求大幅放量的可能性并不大。很明显，过去房地产暴力增长的模式已离我们渐行渐远，房地产差不多 3 年一小周期，现在开始的是 09 年后的第三个小周期，可以看到三个周期的高点一波比一波低，而且现在已经处在第三个周期的下行阶段，从这个角度看，房地产以后更大可能是进入漫漫寻底路。

图 7：房地产投资



资料来源：wind 咨询，新世纪研究

四、总结：

总的来看，在供给端产能依然过剩和需求端难有超预期边际增量的情况下，黑色整个供需格局的预期并不是很乐观，简单来说就是上有顶，当然不排除强力政策干扰下行情延长的可能性。单边很难操作，我们认为后期焦煤基本面将好于焦炭，因此可进行多焦煤 1701 合约空焦炭 1701 合约套利，具体操作建议如下：

表 1：

投资机会表		日期	
		2016-9-5	
基本面摘要：			
1、从焦炭焦煤历史比价来看，期货盘面比价处于高位； 2、独立焦化企业盈利位于高位； 3、焦化企业因环保因素减产导致焦炭价格上涨，焦化企业利润上升后炼焦煤有望补涨； 4、下游钢厂利润有回归需求；			
操作标的	J1701-JM1701 合约		
投资方向	空 J1701 买 JM1701		
建议操作计划	开仓比价	止损	止盈
	1.36-1.45	1.46-1.5	1.2-1.25

风险点	出台环保限产政策，焦化厂开工率大幅下滑； 去产能效果导致焦炭库存大幅下滑； 钢厂高炉开工率大幅上升，提振焦炭需求，致使焦炭价格大涨； 炼焦煤进口大幅增长，导致焦煤价格大跌。
-----	---

免责声明：

本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。