

焦价短期见底，远月成本存在下移风险

——焦炭4月月度投资策略

东海期货 | 东海策略 2020-03-31

投资要点

- 在目前长流程300元/吨的利润水平下，高炉却有足够的开工积极性。而且从铁水与废钢成本对比看，铁水的性价比也明显高于废钢，出于压低生产成本的考虑，钢厂也倾向于增加铁水的比例来达到提产目的，一定程度上对原料焦炭的需求形成了支撑。
- 目前的成材高库存决定了不能给出刺激电炉大面积提产的利润水平，从估值上限制了成材价格的上涨空间。虽然高炉对原料的需求有提升可能，但焦炭想通过下游主动补库力度增大从而分得成材利润的空间也是较为有限的。
- 若要消化目前4万吨左右过剩的焦炭，需要铁水产量至少回升到220万吨的水平，而去年的铁水产量在230万吨以上。我们认为达到220万吨的铁水周产量难度并不大，届时焦炭也将在4月中旬左右再度达到供需平衡。
- 供给的放量及运输的恢复已经反映到了价格的弱势上，山西地区低硫主焦较节后高点已经下降了50-100元/吨。我们认为在供需宽松的主基调下，中长期煤价的继续下行是大概率事件，这也将削弱焦炭的成本支撑。
- 澳洲作为世界主要的焦煤出口国，在全球疫情蔓延的当下，原本就在走下坡路的全球粗钢产量将进一步承压。澳煤也面临着需求萎缩而造成的价格压力，其价格的走弱将直接对焦煤远月合约造成下行压力。
- **综上所述**，在长流程铁水产量存在向上驱动的情况下，焦炭短期内存在支撑，有望在4月中旬再度供需平衡。目前4轮提降预计在05合约前已是现货底部。但09合约受远月焦煤价格的拖累，成本支撑下移；且螺纹受高库存和电炉开工的制约，利润回升空间有限，焦炭在整体利润受限的情况下也难有独自走强的驱动。而焦煤远月在国内复产基本正产，蒙煤通关恢复，以及澳煤国际需求的走弱下也易跌难涨，对焦炭而言也削弱了其在盘面的成本支撑。
- **操作策略**：双焦单边以震荡偏空思路对待，焦煤弱于焦炭。关注逢低做多煤焦比策略。
- **风险因素**：成材价格大幅下行，需求恢复不及预期

研究所 黑色金属策略组

刘慧峰 高级研究员

从业资格证号：F3033924

投资分析证号：Z0013026

联系电话：021-68757223

邮箱：liuhf@qh168.com.cn

联系人：李公然

从业资格证号：T316470

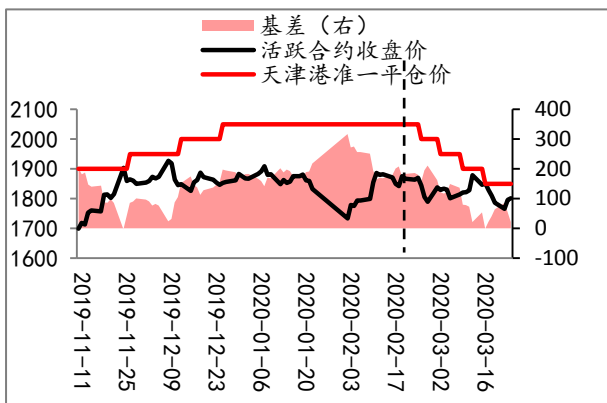
联系电话：021-68757827

邮箱：ligr@qh168.com.cn

一、节后煤焦走势复盘

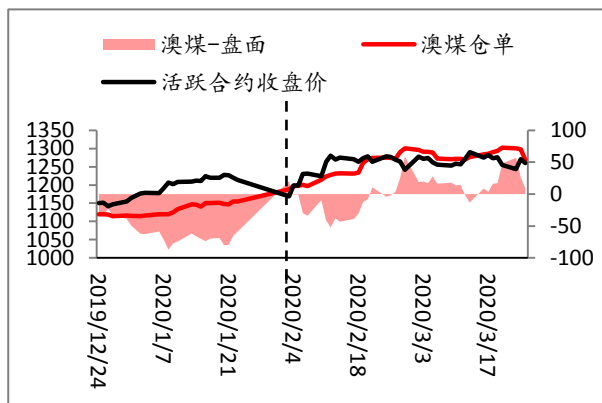
从双焦节后的盘面走势来看，在经过了同样的触底反弹走势后，焦炭的走势明显趋弱，而焦煤由于该段时间内供给端复产偏慢、运输瓶颈以及蒙煤通关的受限始终处在高位窄幅震荡。现货方面，从二月底开始，钢焦两端的开工率开始边际转向，焦炭供需随之转向宽松，现货也连续4轮提降，降幅200元/吨。而澳煤和蒙煤在节后供需偏紧的情况下，现货价格分别较节前上涨了7美金/吨和50元/吨。

图 1. 焦炭期现价格及基差走势



数据来源：wind，东海期货

图 2. 焦煤期现价格及基差走势



数据来源：wind，东海期货

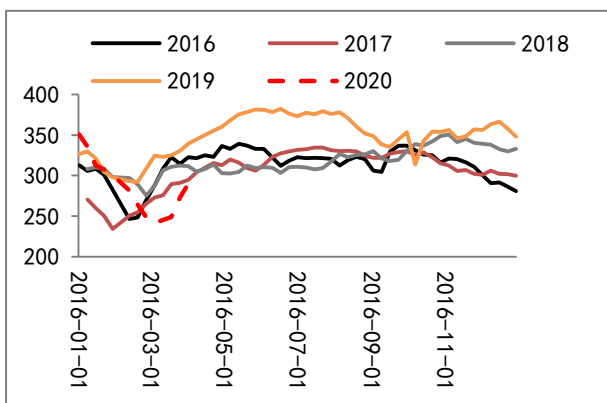
二、基本面逻辑梳理

1. 铁水产量存在上行驱动，成材利润继续扩张空间有限

对焦炭而言，在自身缺乏基本面走强驱动的前提下，焦企想要提涨焦价从而获得利润的必要前提即为钢厂利润的扩张及原料采购的增加。尤其是在目前焦化利润跌至盈亏平衡线附近的情况下，后期螺纹300元/吨左右的利润能否向焦炭传导成为影响焦价走势的关键驱动之一。

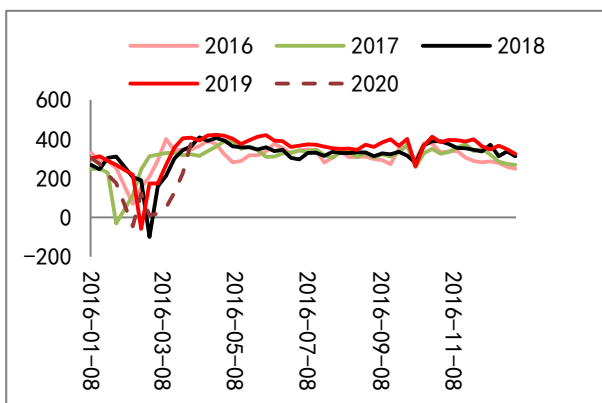
从螺纹钢近一个月来周度的供需的恢复斜率看，在下游逐渐复工且钢厂仍有利润的情况下，近一个月来供需恢复的速率均有提高。截止3月26日，螺纹405万吨的表观消费量已经基本恢复到去年同期水平，而290万吨的周产量较去年同期还有15%不到的差距。

图 3. 螺纹钢周度产量



数据来源：wind，东海期货

图 4. 螺纹钢表观消费

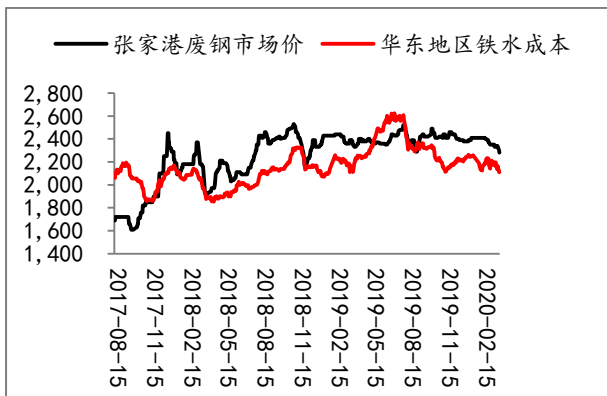


数据来源：wind，东海期货

根据我们的测算，目前华东地区电炉成本大约在3550元/吨左右，大部分短流程钢厂仍处于亏损状态，电炉短期内缺乏提产的积极性。但是，在目前长流程300元/吨的利润水平下，高炉却有足够的开工积极性。而且从铁水与废钢成本对比看，铁水的性价比也明显高于废钢，出于压低生产成本的考虑，钢厂也倾向于增加铁水的比例来达到提产目的，一定程度上对原料焦炭的需求形成了支撑。所以

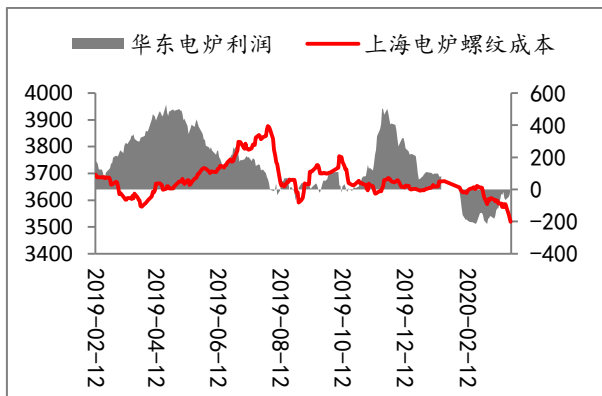
从这两点我们认为，钢厂加大对原料采购力度的可能是存在的。

图 5. 铁水相较于废钢性价比较高



数据来源: wind, 东海期货

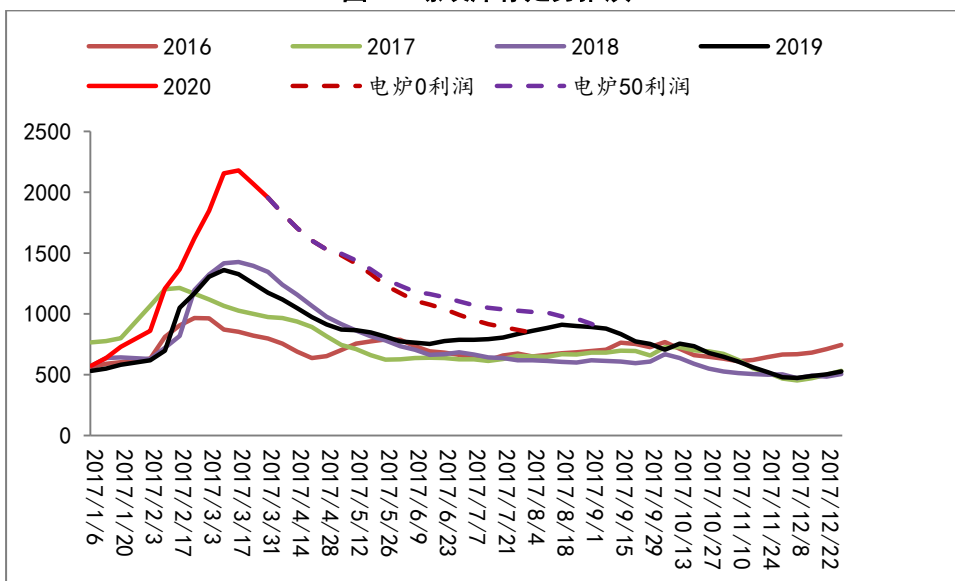
图 6. 电炉利润未给出短流程提产动力



数据来源: wind, 东海期货

但另一方面，在库存压力仍在的情况下，电炉成本也是压制钢厂利润进一步回升的天花板，进而螺纹钢能向焦炭传导的利润也是有限的。由于表观需求目前已恢复至去年同期水平，我们此处按照表需求同比去年增长 3% 的假设，并把供给对应到去年电炉利润分别是 0 元/吨和 50 元/吨时的两个产量水平，对螺纹钢的库存进行线性推演。推演的结果显示，电炉利润分别为 0 和 50 时，今年的螺纹钢库存要分别到 8 月和 9 月才能下降到去年的同期水平。

图 7. 螺纹钢库存走势推演

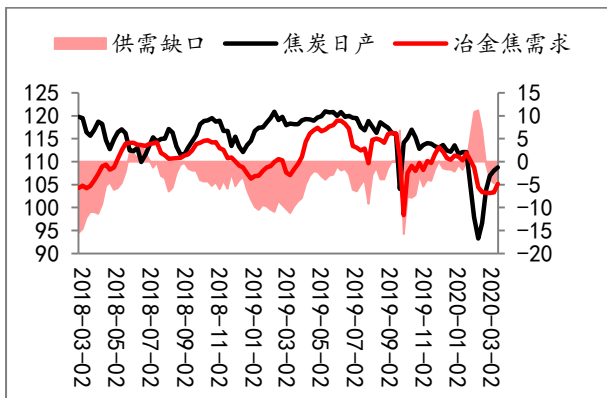


数据来源: Mysteel, 东海期货

因此，除非需求恢复的力度大幅超预期，目前的成材高库存决定了不能给出刺激电炉大面积提产的利润水平，进而从估值上限制了成材价格的上涨空间。以目前 2200 元/吨的废钢为准，华东地区现货在 3550-3600 附近会遭遇较强的阻力，利润进一步上行的空间也就在 50-100 元/吨左右。

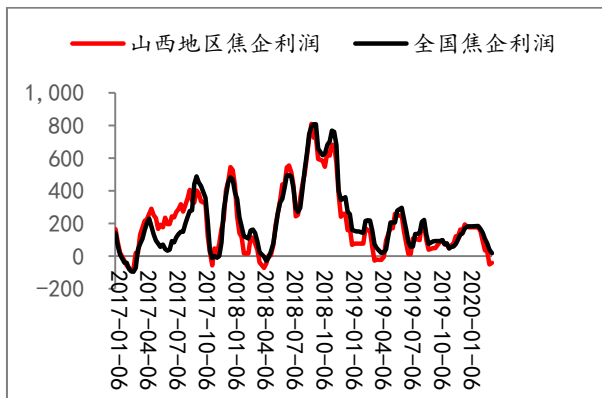
综上所述，由于长短流程成本水平的差异，以及相比废钢更具性价比的铁水，在表观需求恢复至去年同期水平，且长流程 300 元/吨利润的刺激下，铁水产量存在进一步上行的驱动，钢厂加大对原料采购力度的可能是存在的。但目前的成材高库存决定了不能给出刺激电炉大面积提产的利润水平，从估值上限制了成材价格的上涨空间。虽然高炉对原料的需求有提升可能，但焦炭想通过下游主动补库力度增大从而分得成材利润的空间也是较为有限的。

图 8. 焦炭周度供需平衡表



数据来源: Mysteel, 东海期货

图 9. 焦化利润回落至盈亏平衡



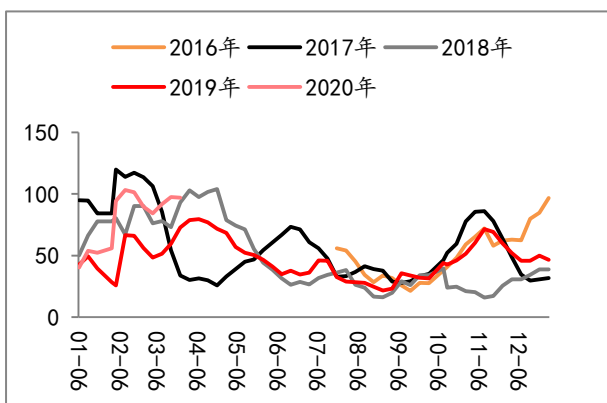
数据来源: wind, Mysteel, 东海期货

定量来看, 由于钢焦开工率增速的边际转向, 从 2 月底开始焦炭的供需开始趋于宽松, 并出现了 4-5 万吨的供需盈余。在目前焦企利润跌至 0 附近的情况下, 我们认为焦企提产的动力较为有限。以此我们倒推, 若要消化目前 4 万吨左右过剩的焦炭, 需要铁水产量至少回升到 220 万吨的水平, 而去年同期的铁水产量在 230 万吨以上, 结合目前上文“铁水产量存在进一步上行驱动”的分析, 我们认为达到 220 万吨的铁水周产量难度并不大, 届时焦炭也将在 4 月中旬左右再度达到供需平衡。所以经过 4 轮提降的焦价大概率在 05 合约前已经是焦炭现货价格的底部。

2. 累库速率或将放缓, 关注港口投机需求释放力度

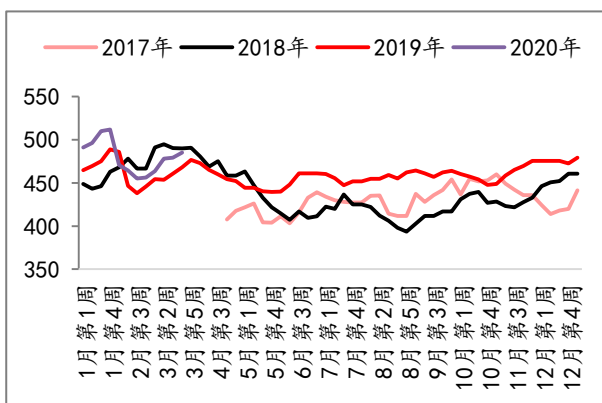
从目前各环节的焦炭库存来看, 随着焦炭产量的迅速增加, 焦炭各环节库存自 2 月底至今均处于被动累库阶段, 累积最明显的在焦企端, 样本焦化厂焦炭库存较去年同期高出了 20%, 港口焦炭库存较去年同期偏低 14%, 而钢厂库存较去年同期基本持平。但焦炭总体的库存压力并不是很大, 总库存较去年同期下降了 4.3%。

图 10. 独立焦化厂焦炭库存



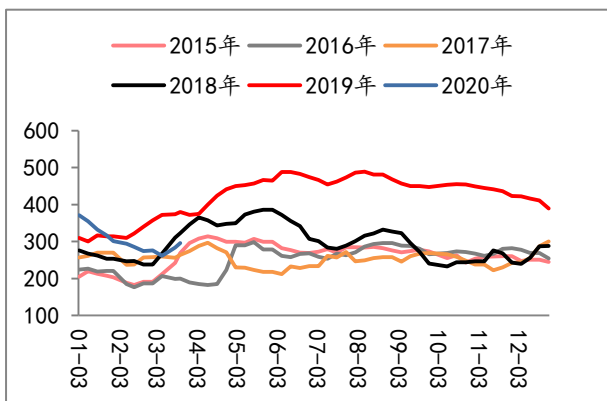
数据来源: wind, 东海期货

图 11. 钢厂焦炭库存



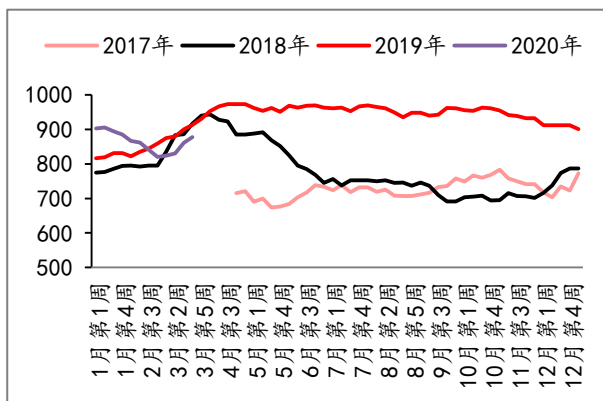
数据来源: wind, 东海期货

图 12. 港口焦炭库存



数据来源: wind, 东海期货

图 13. 焦炭总库存



数据来源: wind, 东海期货

我们认为, 在目前焦化盈亏平衡后, 叠加焦企环节的高库存, 下阶段焦企的生产节奏大概率将有所放缓, 从而进一步累库的幅度也将收窄。与此同时, 有传言称高速可能在4月底之前恢复收费, 考虑到目前汽运成本极低, 不排除部分贸易商会借此窗口期增加焦炭的集港力度, 贸易商或有的投机需求的释放在帮助焦化厂转移库存的同时, 也能给予产地焦价一定的支撑。

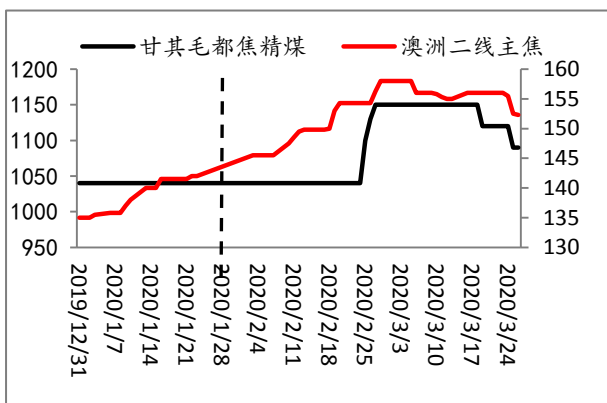
叠加我们上文对长流程提产力度的分析, 或有投机需求得释放叠加终端需求的支撑, 我们认为下阶段焦炭整体的累库速度将有所放缓, 甚至出现上游库存向中下游转移的趋势。

3. 内产焦煤逐步放量, 进口煤面临“量涨价跌”困局

春节后, 焦煤的供给短期内受到了煤矿复工困难以及物流运输瓶颈的双重限制, 焦煤现货供给的偏紧直接推高了焦煤价格。对盘面影响较大的蒙5焦煤和澳煤节后分别上涨了110元/吨和12.5美元/吨。焦煤盘面一段时间内也是黑色系中最坚挺的一个

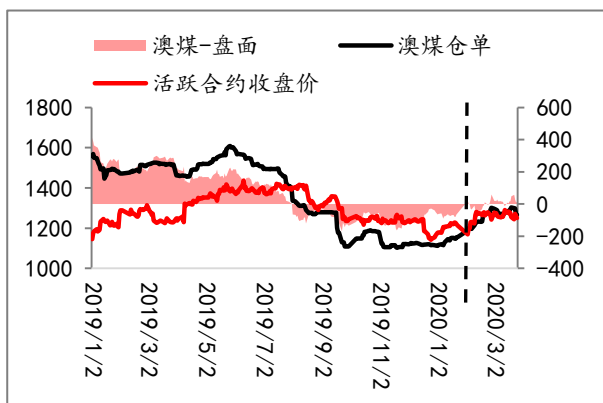
但我们认为, 随着蒙古口岸在4月即将恢复通关, 叠加澳煤资源受到海外疫情影响冲击后的价格走弱。焦煤的供需已开始向宽松转变。对黑色系底部成本的支撑力度也在减弱。

图 14. 澳煤 VS 蒙煤价格走势



数据来源: wind, 东海期货

图 15. 澳煤仓单 VS 盘面走势

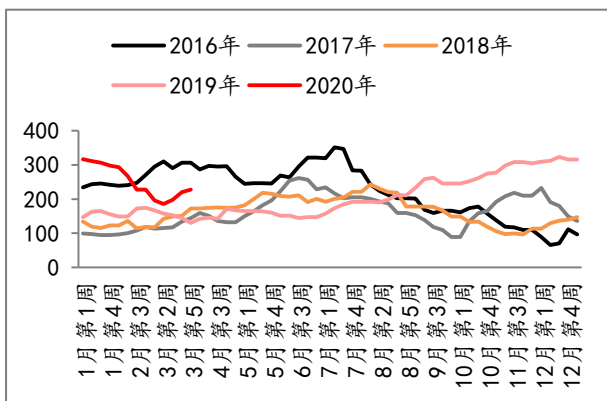


数据来源: wind, 东海期货

从内产煤的角度, 我们看到随着煤矿复产的有序推进, 我国炼焦煤的煤矿库存在3月上旬出现了拐点, 3月以来煤矿库存已经从3月初的185万吨上升到了228万吨, 累库幅度23%。库存的累积显示了炼焦煤供给的加速释放。另一方面, 焦煤产地到终端的运费2月中旬以来显著走低, 其中有免收高速运费的因素, 但也显示了运输瓶颈的制约已经明显缓解。

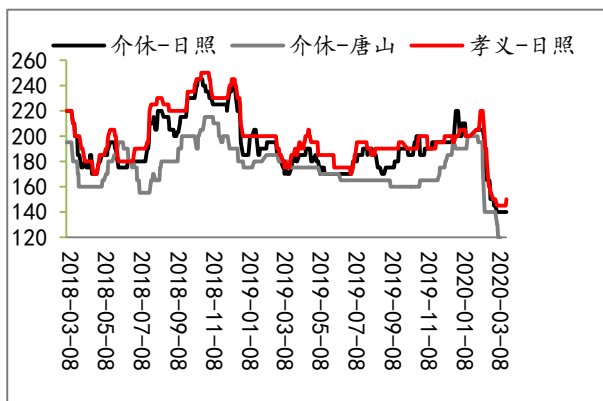
供给的放量及运输的恢复已经反映到了价格的弱势上, 山西地区低硫主焦较节后高点已经下降了50-100元/吨。我们认为在供需宽松的主基调下, 中长期煤价的继续下行是大概率事件, 这也将削弱焦炭的成本支撑。

图 16. 炼焦煤煤矿库存



数据来源: wind, 东海期货

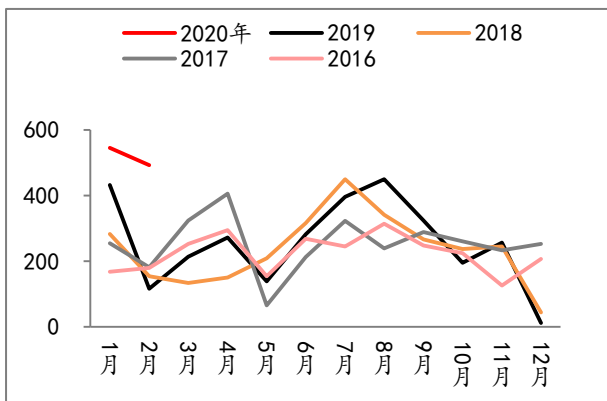
图 17. 双焦主要路线运费



数据来源: wind, 东海期货

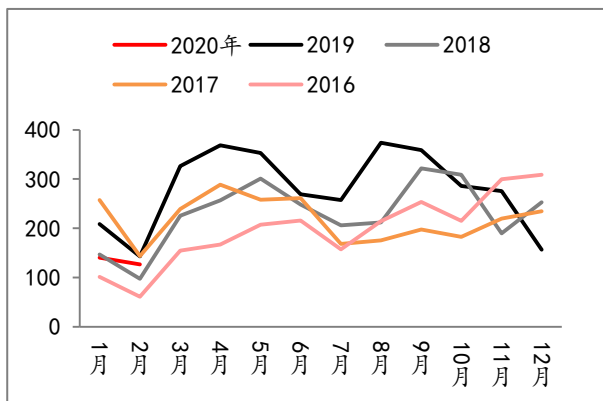
从进口煤的角度看,蒙煤由于通关的受限,1-2月累计进口量 267.6 万吨,较去年同期下降了 24%,国内供给的偏紧叠加内蒙进口补充的收缩导致了澳煤进口量在 1-2 月份的激增。1-2 月我国累计进口澳洲炼焦煤 1037 万吨,较去年同期上涨了接近 90%。

图 18. 月度澳洲炼焦煤进口



数据来源: wind, 东海期货

图 19. 月度蒙古炼焦煤进口

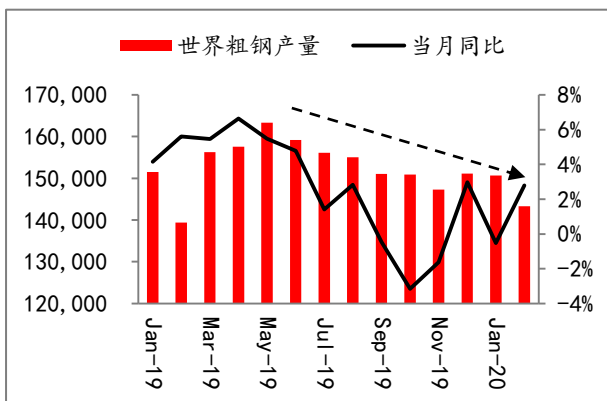


数据来源: wind, 东海期货

蒙古方面预计口岸预计将于 4 月起逐步放开,由于蒙古出口到中国的焦煤占其总出口比重的 90% 以上,是当地经济的重要支柱产业,蒙古通关口岸放开后,蒙古煤的补充将得到快速的恢复。

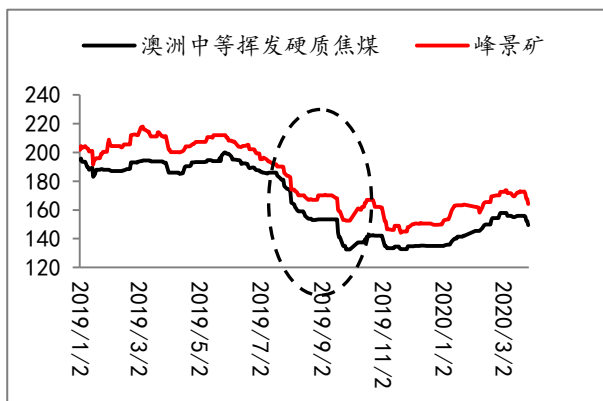
澳洲作为世界主要的焦煤出口国,年出口量占全球总量的 50% 以上,在全球疫情蔓延的当下,原本就在走下坡路的全球粗钢产量将进一步承压。澳煤也面临者需求萎缩而造成的价格压力。类比去年 9 月的类似情况,澳洲二线主焦煤一度跌到了 133 美金/吨的历史低位。我们认为今年的国际焦煤需求同比不会好于去年。澳煤作为盘面最便宜交割品,其价格的走弱将直接对焦煤远月合约造成下行压力。

图 20. 世界粗钢产量逐步下滑



数据来源: wind, 东海期货

图 21. 澳煤价格面临下行压力



数据来源: wind, 东海期货

三、价差分析

图 22. 螺纹盘面利润 VS 焦炭盘面利润

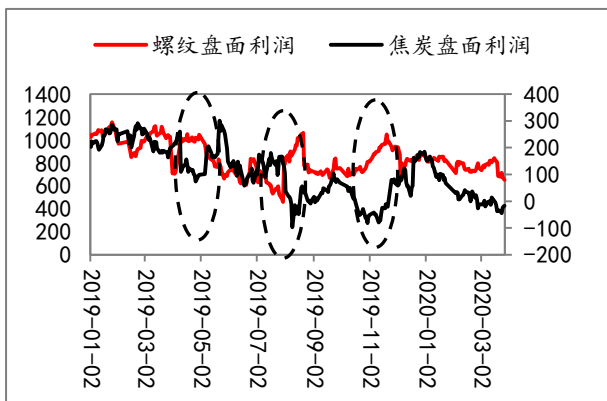
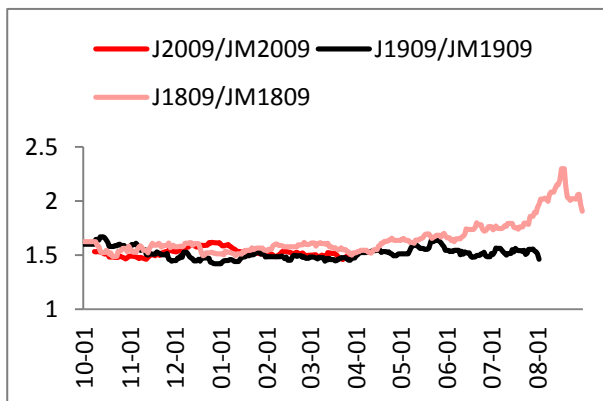


图 23. 近年来煤焦比变化



从历史数据看，炼钢利润与炼焦利润有较明显劈叉走势后，钢厂对焦炭价格的压制大概率将开始走弱。钢焦利润的背离最终随着焦化利润法的上修而得到修复。另外目前 09 合约煤焦比 1.48 处于历史低位，盘面利润 20 元/吨，存在做多的安全边际。

四、总结与展望

焦炭方面，现货经过 4 轮提降后，目前已接近盈亏平衡，叠加焦企高库存的影响，近期焦化厂累库速度或将放缓。在长流程铁水产量存在向上驱动的情况下，焦炭短期内存在支撑，有望在 4 月中旬再度供需平衡。目前 4 轮提降预计在 05 合约前已是现货底部。但 09 合约受远月焦煤价格的拖累，成本支撑下移；且螺纹受高库存和电炉开工的制约，利润回升空间有限，焦炭在整体利润受限的情况下也难有独自走强的驱动。

焦煤方面，伴随着内产矿生产的逐步正常，叠加蒙煤 4 月起通关恢复，供给端的压力将逐步显现，煤矿库存或将呈现被动累库趋势，国内焦煤价格承压。进口方面，受全球范围内疫情影响，世界粗钢产量预计进一步放缓，国际焦煤需求承压。澳煤最为盘面的定价品种，价格的下行也将打压对焦煤远月合约估值。

具体操作上，双焦单边以震荡偏空思路对待，焦煤弱于焦炭。关注逢低做多煤焦比策略。

风险因素：成材价格大幅下行，需求恢复不及预期

免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：www.qh168.com.cn