南华期货 NANHUA FUTURES

南华期货研究 NFR

2016 黑色产业 4 季度报

智慧创造奇迹

一流的咨询，卓越的服务

First class consultancy Excellent services

黑色的冬天有点冷

摘 要

在黑色产业内部，因政策因素，三季度走势明显分化。钢材，铁矿先涨后跌，竹篮打水一场空，双焦在严格去产能政策的庇护下一直坚挺，且高点被一次又一次刷新。

宏观决定大趋势，进入四季度，我们认为房地产新开工增速将进一步下滑，基建也将因各种因素束缚而难以承担重任，企业投资信心不足，更难言起色。钢材需求端整体疲软，无明显亮点可寻，这个冬天或许有点冷。

产业助推结构行情，四季度终端需求继续下行是主要矛盾所系，钢价和钢厂利润仍将承压，但去产能政策的继续推进、不定期环保限产和亏损减产等，一定程度上又对钢价起到支撑，不易过分看空，且价格下跌或许也将一波三折。铁矿石因供给充足而整体偏弱，双焦短期供给紧张依然会推动价格走强，但政策的不确定性也不能忽视，远期供给有放松的可能。

南华期货研究所

李晓东 研究员
lixiaodong@nawaa.com
0571-88393740
投资咨询从业资格号
Z0012065

范庆田 助理研究员
fanqingtian@nawaa.com
0571-87830532

目录

第 1 章 宏观环境—地产、基建双双走弱 5

1.1. 房地产销售开工将继续走弱 5

1.2. 基建投资遭遇财政瓶颈，难抵地产下行 10

1.3. 制造业总体平稳，汽车家电表现亮眼 10

1.4. 钢材出口难大幅放量 12

第 2 章 黑色产业基本面—行情节奏 14

2.1. 钢材 14

2.2. 铁矿—供给仍然宽松 18

2.3. 煤焦 22

2.4. 黑色产业逻辑 27

第 3 章 策略建议与风险提示 30

3.1. 策略建议 30

3.2. 风险提示 30

南华期货分支机构 31

免责申明

图表目录

图 1.1 房地产销售、房价和新开工 5
图 1.2 房地产销售、房价和新开工 5
图 1.3 30 大中城市商品房每周销售同比 6
图 1.4 十大城市存销比 6
图 1.5 现房去库存 7
图 1.6 广义库存去化指标 7
图 1.7 开发资金来源 8
图 1.8 土地购置面积 8
图 1.9 房地产开发投资 9
图 1.10 房地产新开工面积 9
图 1.11 40 大中城市一二三线新开工 9
图 1.12 基建投资 10
图 1.13 受益于供给侧改革，PPI 明显回暖 11
图 1.14 汽车产销良好 11
图 1.15 家电产量增长强劲 11
图 1.16 钢材出口 12
图 1.17 钢材出口与内外比价 12
图 2.1 螺纹钢期现与基差走势 14
图 2.2 全国盈利钢厂 14
图 2.3 吨钢生产利润 15
图 2.4 高炉开工率 15
图 2.5 粗钢日均产量 16
图 2.6 唐山高炉产能利用率 16
图 2.7 重点钢企钢材库存 17
图 2.8 钢材社会库存 17
图 2.9 铁矿石期现与基差走势 18
图 2.10 国外非主流矿发货持续回升 19
图 2.11 国内矿山开工率 19
图 2.12 国内矿山产量 20
图 2.13 2016H1 四大矿山产量 20
图 2.14 澳洲巴西铁矿石海运发货量 21
图 2.15 进口矿港口库存 21
图 2.16 进口矿钢厂库存 22

图 2.17 焦煤期现价格走势 23
图 2.18 焦炭期现价格走势 23
图 2.19 焦煤供需缺口 24
图 2.20 焦炭供需缺口 24
图 2.21 大中型钢厂炼焦煤、焦炭库存可用天数 24
图 2.22 独立焦化厂焦炭库存 25
图 2.23 样本钢厂及独立焦化厂连焦煤库存 25
图 2.24 焦炭港口库存 26
图 2.25 炼焦煤港口库存 26
图 2.26 独立焦化厂开工率 26
图 2.27 螺纹 01-05 价差 27
图 2.28 铁矿 01-05 价差 28
图 2.29 河北地区炼焦利润 28

第1章 宏观环境—地产、基建双双走弱

1.1. 房地产销售开工将继续走弱

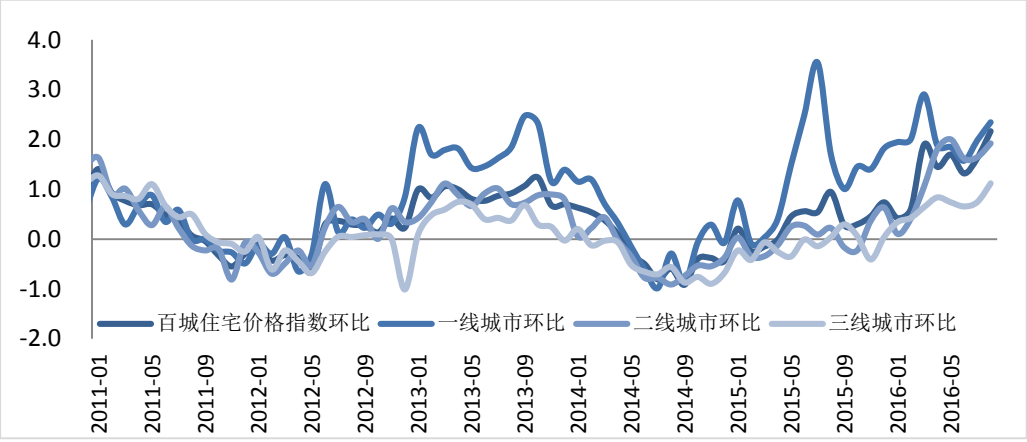
◆ 房地产政策继续收紧

继一线城市限购、限贷和上调首套、二套房首付贷款比例之后，南京、苏州、厦门等多个二线城市也纷纷收紧贷款政策。此外，央行对房地产开发商再贷款的使用作出规范，不允许其用作偿还债务和土地购买。

持续的限购限贷政策和金融政策收紧，包括近期央行收紧短期融资，市场对货币宽松的预期落空，都会对房地产销售端形成一定降温，进而带动投资和新开工跟随回落。

◆ 销售价升量跌

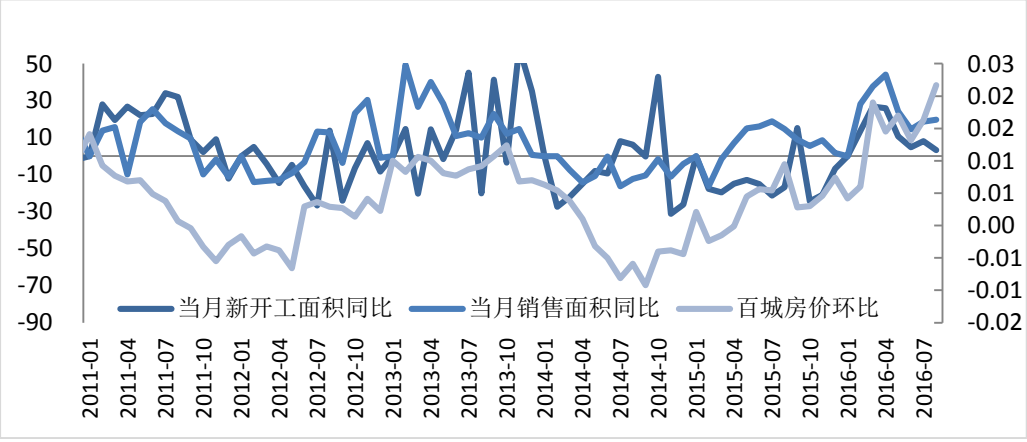
图 1.1 房地产销售、房价和新开工



资料来源：Wind 南华研究

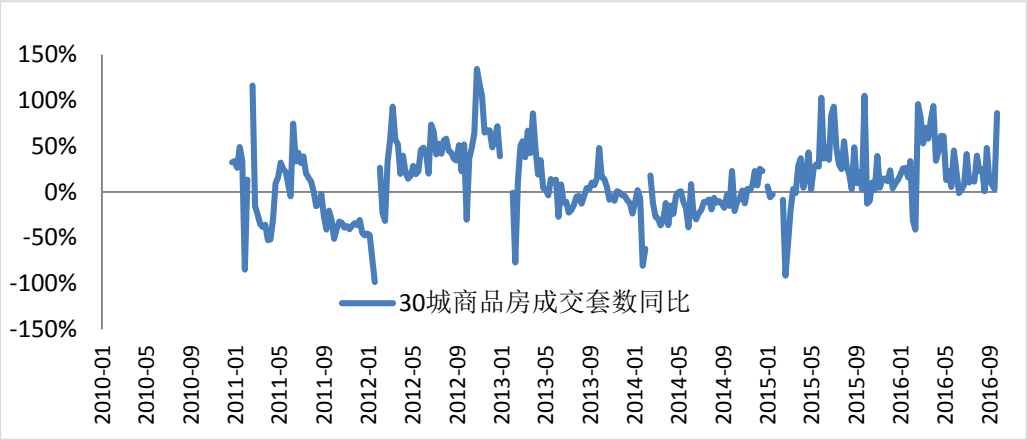
6、7 月房价涨幅暂缓调整后，8 月涨幅重新扩大。一方面因一二线城市启动限购，供应缩紧预期刺激了购买热情，另一方面，地产热潮传导到部分热点三线城市。

图 1.2 房地产销售、房价和新开工



资料来源：Wind 南华研究

图 1.3 30 大中城市商品房每周销售同比

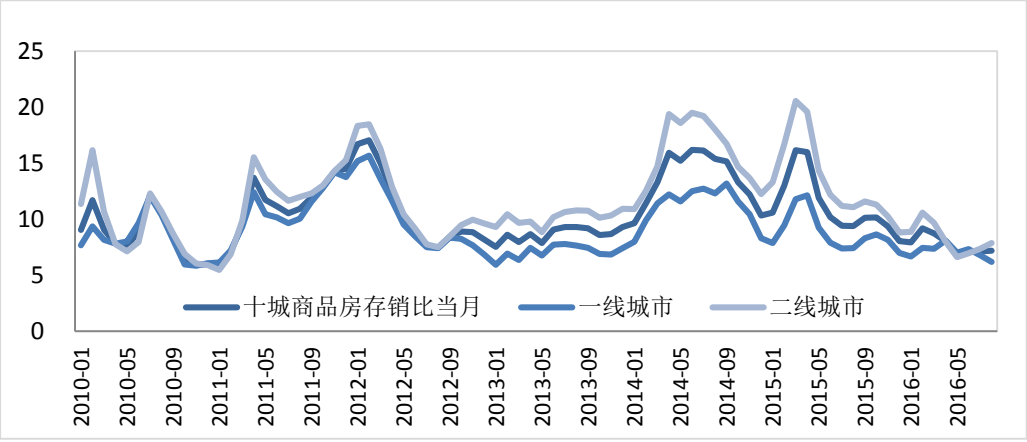


资料来源：wind，南华研究

虽然七八月地产销售较好，但总体趋势仍在回落。一方面，在楼市大周期下行、新增刚需有限的背景下，政策宽松或许提前透支刚需，导致后市需求回落；另一方面，今年以来房价暴涨，中国楼市杠杆攀升引起监管担忧，多个一二线城市开始收紧政策，限购限贷。9 月 30 大中城市商品房销售增速进一步放缓，四季度地产销售延续回落的可能性较大。

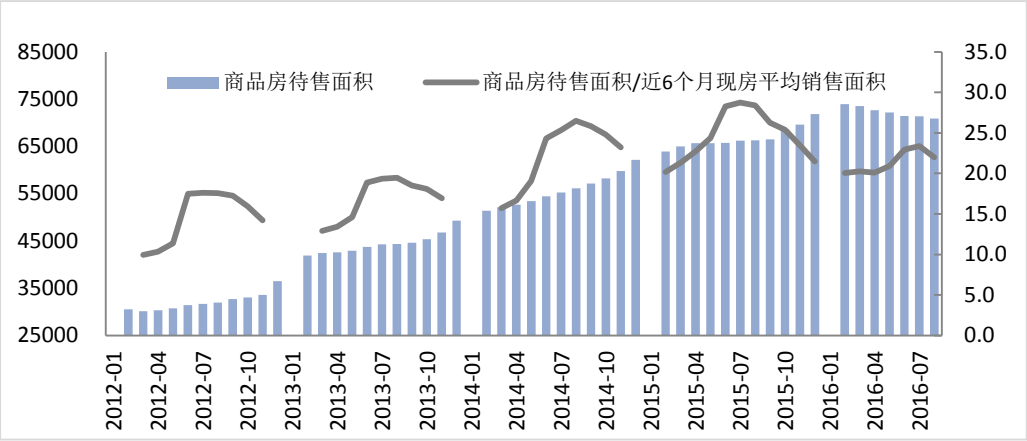
◆ 一二线城市库存大幅下降，三四线城市去化压力仍大

图 1.4 十大城市存销比



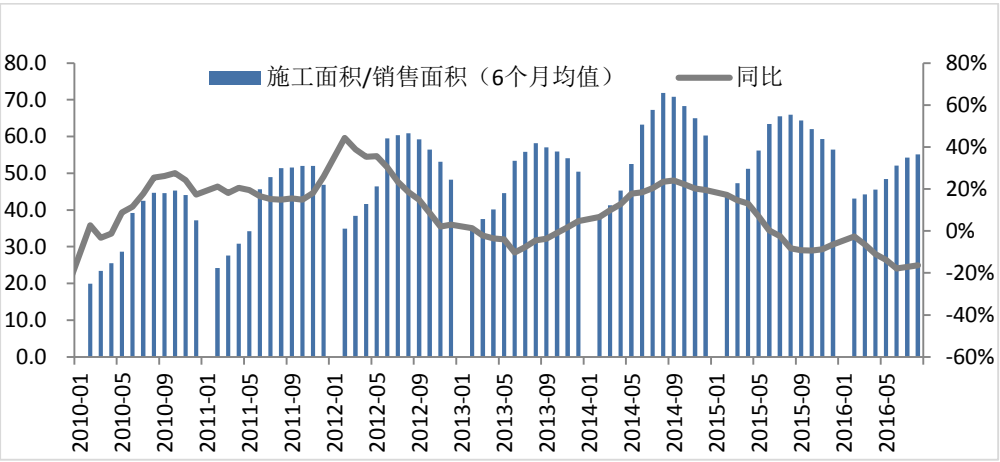
资料来源：wind，南华研究

图 1.5 现房去库存



资料来源：wind，南华研究

图 1.6 广义库存去化指标

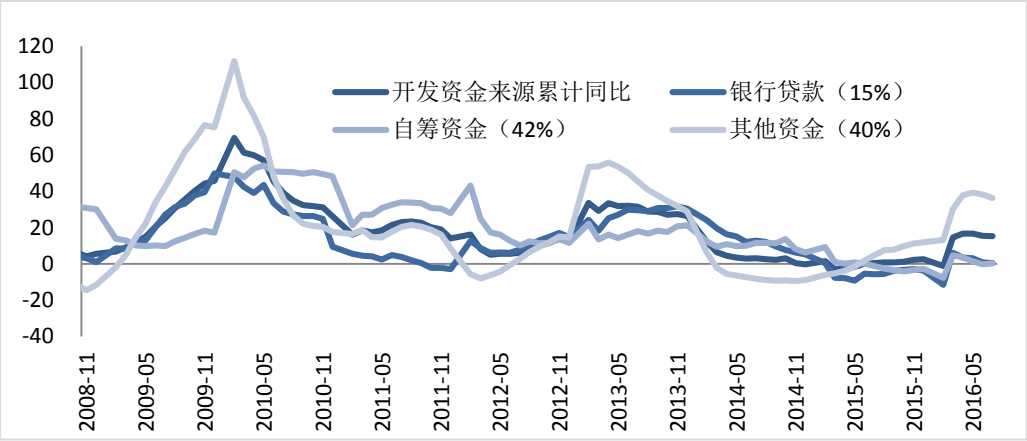


资料来源：wind，南华研究

虽然一二线城市库存大幅下降，三四线城市去库存取得一定效果，绝对库存水平持续下降。但是，近期伴随销售放缓，库存去化速度有放缓趋势。此外，伴随今年上半年新开工大幅增加，施工（在建）面积增长，也为去库存带来新的压力。三四线城市的库存压力仍是限制开发商投资热情的主要因素。（注：施工面积/销售面积 6 个月均值，该数值不代表去化周期，但该数值的变化趋势可以反映广义库存库存的去化情况。）

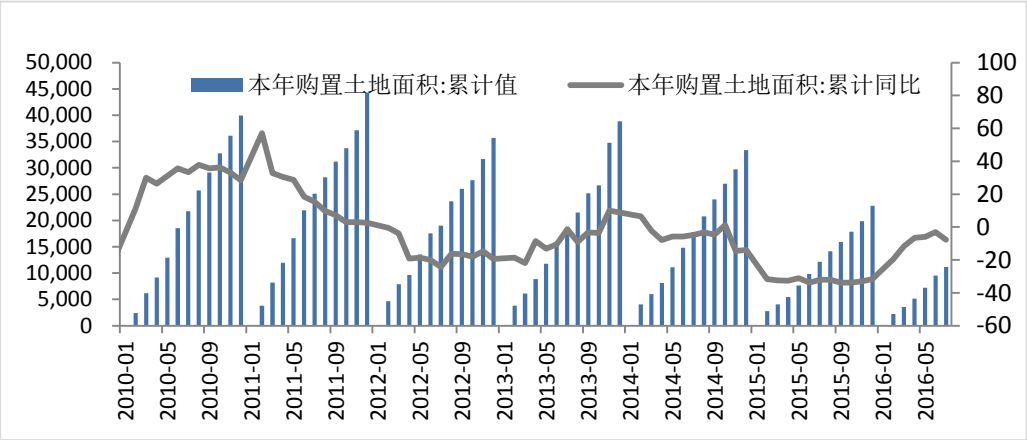
◆ 开发资金增速同步回落，土地购置再度下滑

图 1.7 开发资金来源



资料来源：wind，南华研究

图 1.8 土地购置面积



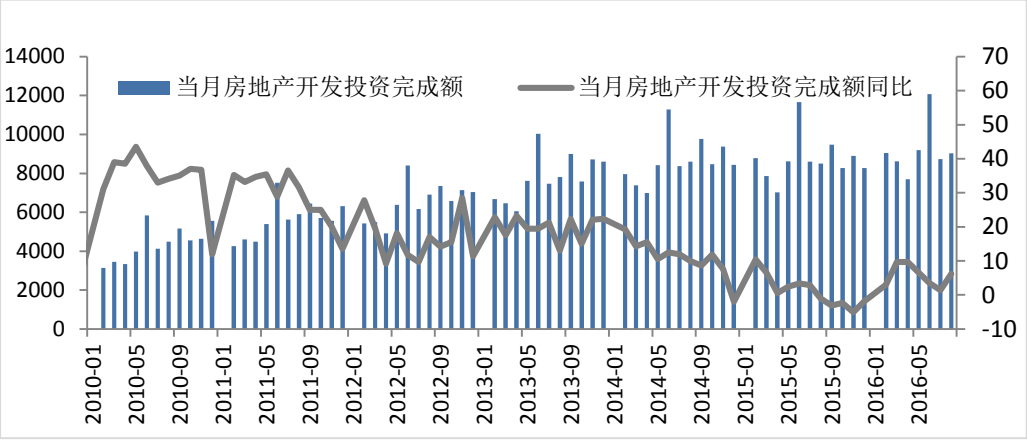
资料来源：wind，南华研究

开发资金来源与销售息息相关，资金状况决定了后续投资的能力。销售增速的下滑导致资金来源增速回落。

而土地购置面积下滑，除部分一二线城市土地供给紧张外，主要反应了开发商后续投资意愿不足。也预示着后市新开工面积将继续回落。

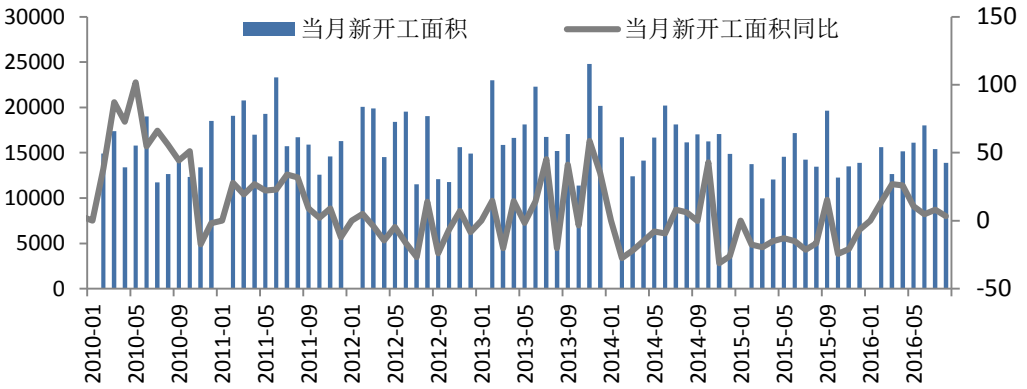
◆ 投资和新开工面积跟随下行

图 1.9 房地产开发投资



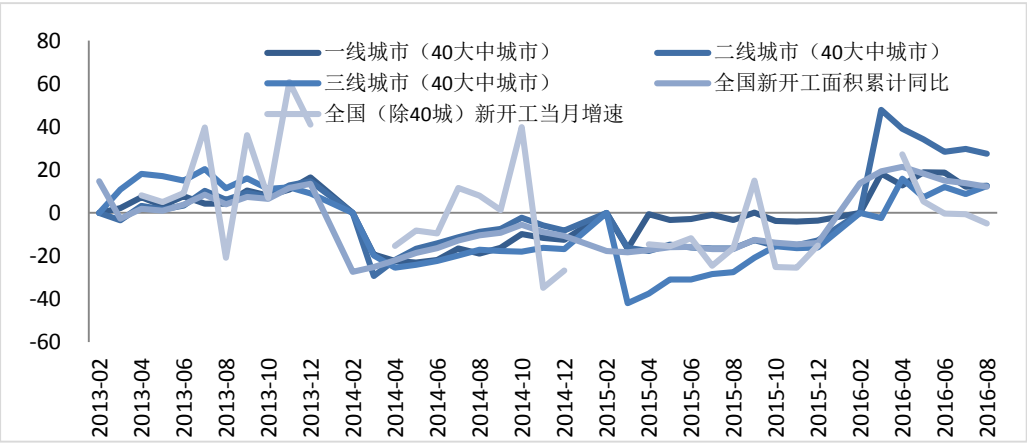
资料来源：wind，南华研究

图 1.10 房地产新开工面积



资料来源：wind，南华研究

图 1.11 40 大中城市一二三线新开工



资料来源：wind，南华研究

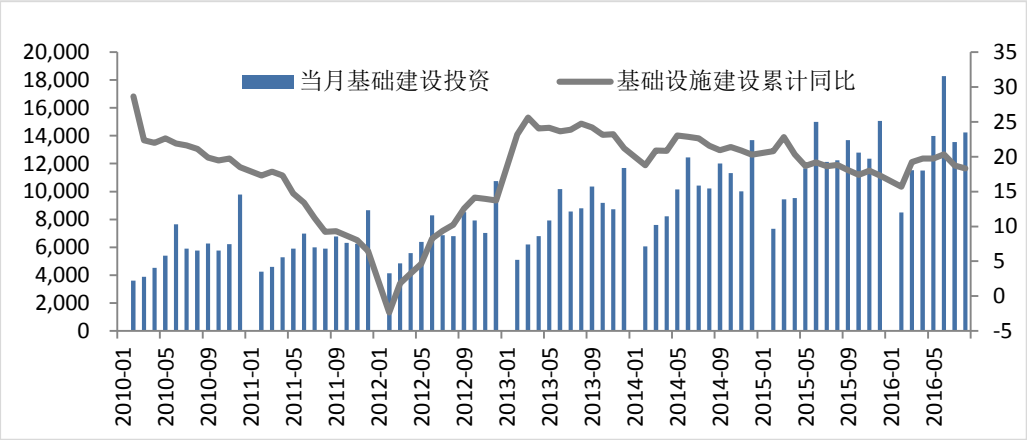
2016 年 1-8 月份，全国房地产开发投资 64387 亿元，同比名义增长 5.4%，增速比 1-7 月份提高 0.1 个百分点。房屋新开工面积 106834 万平方米，增长 12.2%，增速回落 1.5 个百分点，折算当月新开工面积增速已经降至 3.26%；房地产开发企业房屋施工面积 700121 万平方米，同比增长 4.6%，增速比 1-7 月份回落 0.2 个百分点。新开工面积、施工面积增速继续放缓，土地购置面积降幅扩大。房地产投资回升可以认为主要是土地溢价上升导致的。

其中，一线城市新开工面积增速受限于土地供给，二线城市新开工增速同比仍保持高增速，但高位回落，而热点三线城市新开工增速虽然不高，但近几个月维持平稳。除此之外，全国大部分中小城市的当月新开工面积增速已经连续三个月负增长，并且跌幅在扩大。

因此，房地产政策收紧，9 月销售火热程度已经开始降温，新开工将进一步回落，三四线城市新开工面积增速已经重回负增长，并且土地购置面积跌幅重新扩大，也反应也后市开发商投资预期谨慎。我们认为，四季度新开工面积进一步下行的可能性很大，利空建筑钢材需求。

1.2. 基建投资遭遇财政瓶颈，难抵地产下行

图 1.12 基建投资



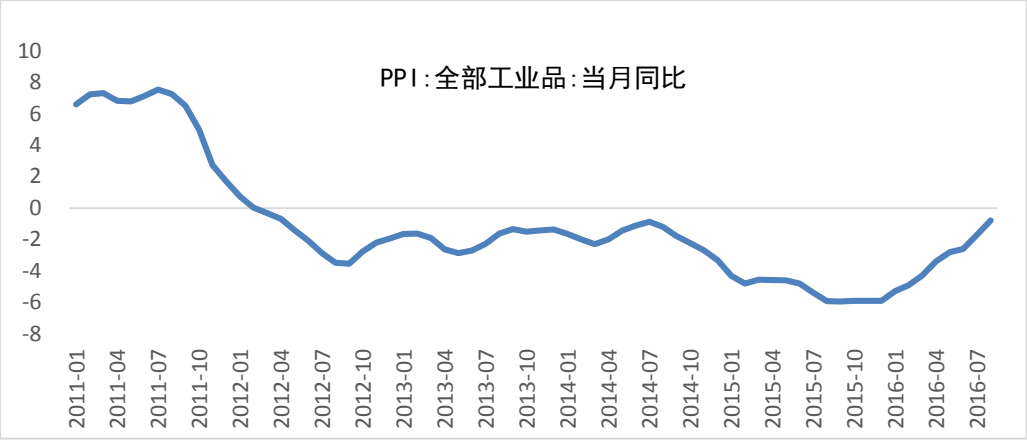
资料来源：Wind 南华研究

7-8 月，基建投资增速回落，营改增后，地方政府财政收入明显回落，财政遇到赤字瓶颈，对基建投资能力形成了不小的冲击。

而大家关注的 PPP 模式，根据财政部 PPP 中心数据，截至 2016 年 7 月 30 日，全国 PPP 综合信息平台项目库入库的项目数量为 10170 个，入库项目金额约 12 万亿元，至 6 月底全国已有总投资额 1 万亿元的 PPP 项目正式落地，这意味着 PPP 实际落地率尚不足 10%。其力度不足以弥补财政投入下滑的压力。因此，后续基建投资重新走强的难度大大增加，除非中央有意扩大赤字目标。在对钢材的需求上，也难以对冲房地产下行的冲击。

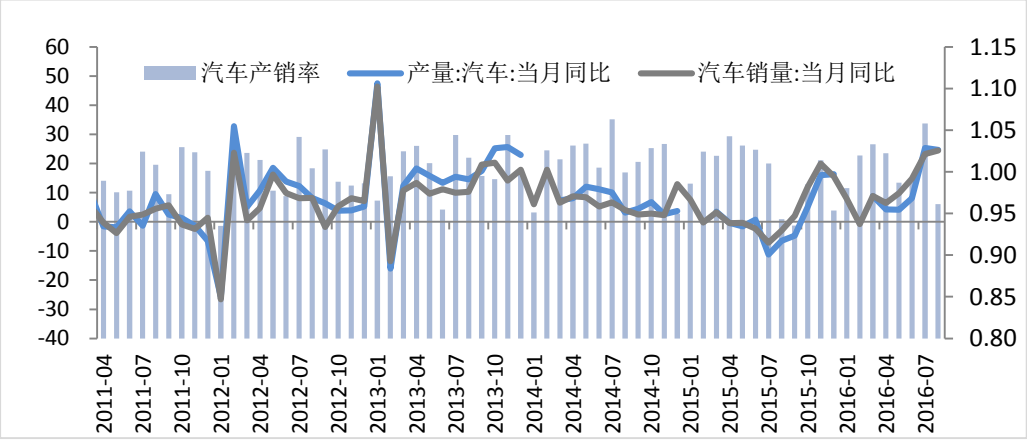
1.3. 制造业总体平稳，汽车家电表现亮眼

图 1.13 受益于供给侧改革，PPI 明显回暖



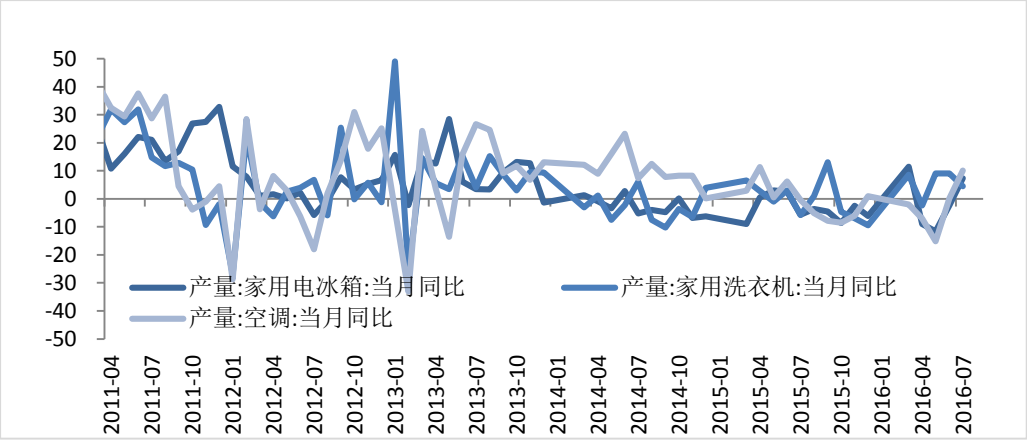
资料来源：wind，南华研究

图 1.14 汽车产销良好



资料来源：Wind 南华研究

图 1.15 家电产量增长强劲



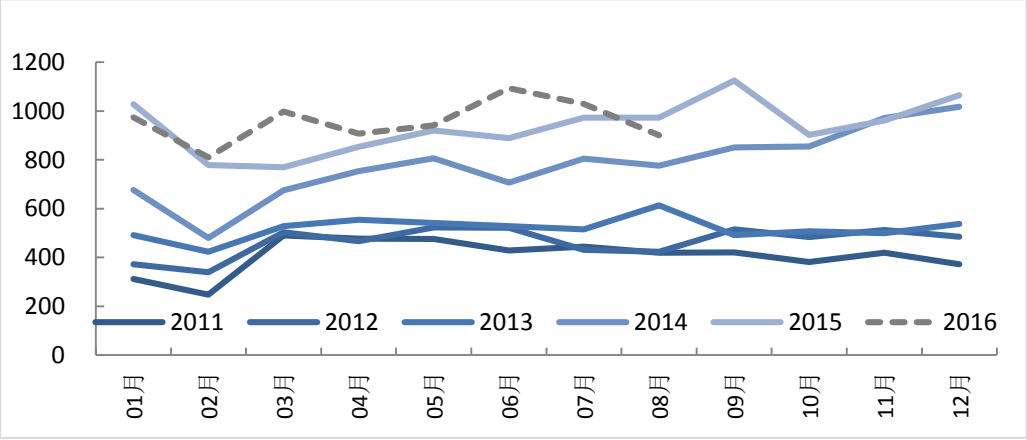
资料来源：Wind 南华研究

今年制造业 PMI 总体平稳，虽然规模以上工业企业增加值表现喜人，但制造业投资低迷，企业对未来经济仍持谨慎态度。虽然 PPI 跌幅迅速收窄，甚至很有可能在年内转正，但这是因为供给侧改革导致，正是因为供应受限，像煤炭、钢铁一样，价格才得以持续回暖，并且，制造业投资仍然低迷，证明企业信心恢复仍需要漫长的过程。因此价的增长并不能形成有效的反馈，带动用钢量的回升。

机械用钢占全国需求约 17%，其中工程大型机械方面主要受建筑业影响，而机床和其他机械与整体制造业息息相关，今年变化不大。唯有汽车和家电今年产销良好，但从钢材需求总量上，占比较小，对钢材需求形成一定拉动，但比较有限。预计制造业总体用钢需求保持平稳。

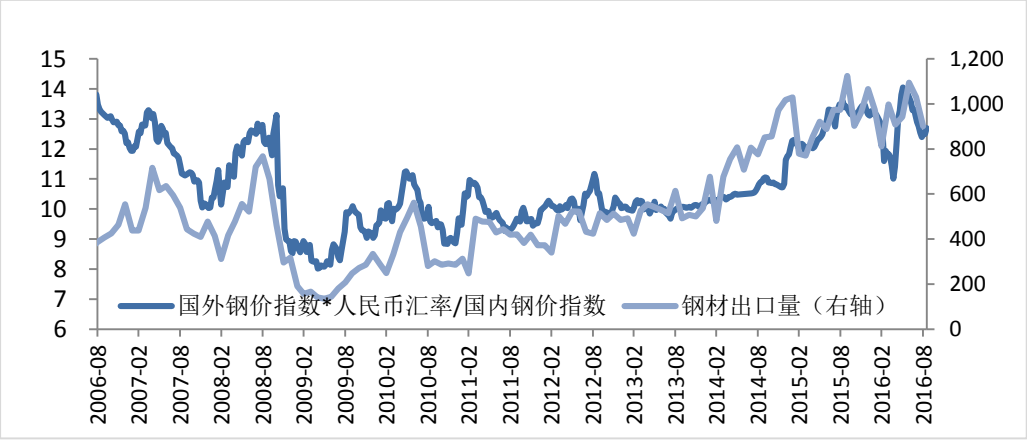
1.4. 钢材出口难大幅放量

图 1.16 钢材出口



资料来源：Wind 南华研究

图 1.17 钢材出口与内外比价



资料来源：Wind 南华研究

从内外比价与钢材出口的关系来看，出口背后的动力仍是出口企业的利润水平，而与外

需环境相关性较小。当内外比价走高时，或者国内钢价大幅下跌时，企业更有动力去出口。而今年供给受到限制，一直偏紧，国内钢价走强，企业更愿选择以内销为主。因此，预计四季度供给略有偏松，而内需疲软，钢价下跌的情况下，出口环比会有所增加，但预计增量有限。从出口增量的逻辑来看，也不是受外需拉动为主，而且国内企业的一种主动行为，对缓解国内过剩有一点效果，但出口不会反过来拉动国内钢材需求。

◆ 小结

四季度钢材的终端需求，预计房地产新开工增速继续走弱，甚至有可能重回负增长，而基建在财政资金限制下难以继续走强，因此不足以抵消地产下行的冲击；制造业方面，虽然价格信号回暖，但企业投资信心仍不足，总体维持平稳；预计钢材出口会环比稍有增量，但主要为缓解国内短期供给过剩，并不会主动对需求形成拉动。总体钢材需求有较大的下行压力。

第2章　黑色产业基本面—行情节奏

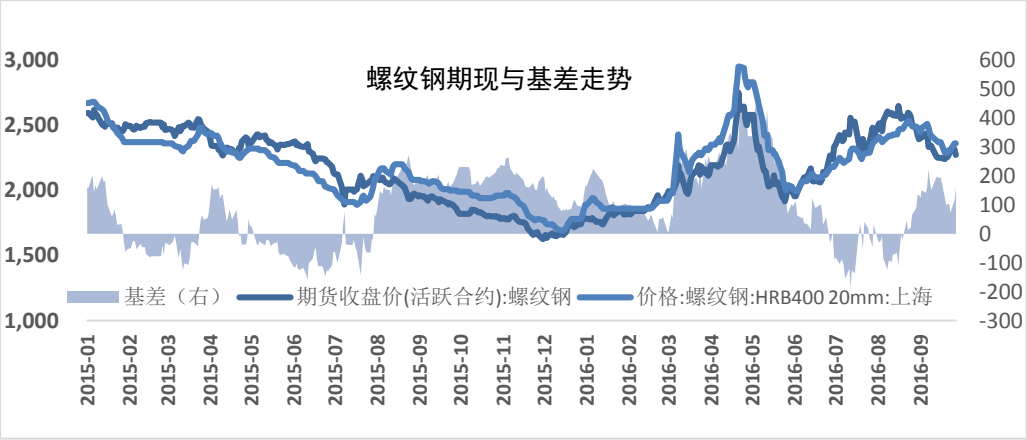
2.1. 钢材

今年黑色产业，整体来看，行情矛盾点在于钢材端，也就是说，成材的价格更多引领炉料价格。煤炭则主要受国家供给侧改革影响，价格整体偏强。

◆ 行情回顾

三季度钢材价格先高后低，7 月至 8 月中旬整体呈上涨态势，进入 9 月份价格开始明显回落，价格也基本回探至季初水平。

图 2.1 螺纹钢期现与基差走势

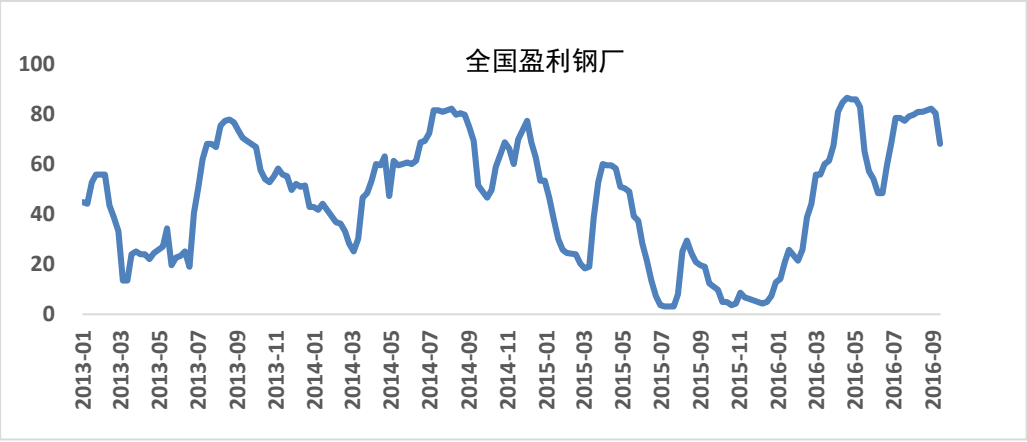


资料来源：上期所 Wind 南华研究

◆ 利润

三季度钢厂盈利情况持续转好，直至 9 月下旬因钢价快速回落，钢厂盈利才出现较大幅回落，如图 2. 1 所示，但与历史情况相比，钢厂盈利情况仍处于相对高位，行业在稳步回暖。

图 2.2 全国盈利钢厂



资料来源：Wind 南华研究

从吨钢利润的绝对值来看，7、8 月份一直在增长，但从 8 月下旬开始伴随钢价出现明显回落，此时利润也相应下滑，至 9 月下旬，螺纹、线材利润由正转负，热卷利润也回落至 100 左右。

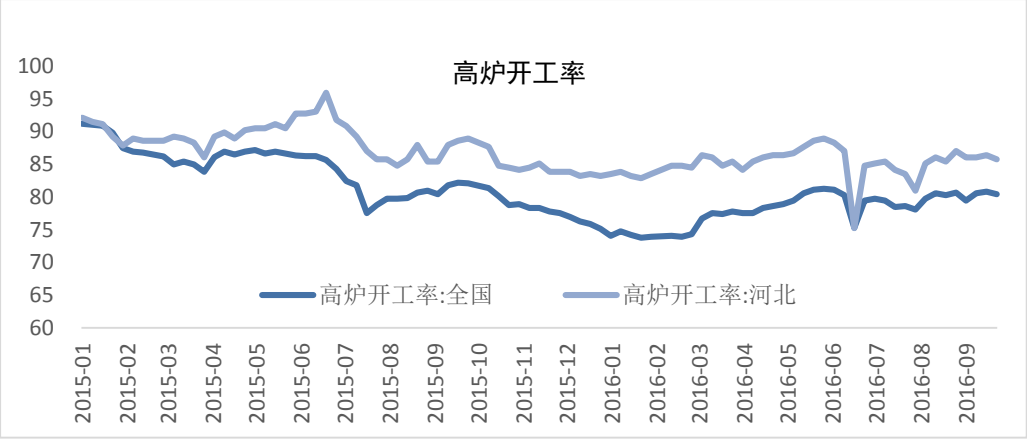
图 2.3 吨钢生产利润

资料来源：上期所 Wind 南华研究

◆ 开工

整个三季度来看，全国高炉开工相对稳定，全国高炉开工率基本维持在 80%左右，河北则在 85%上下，然而，在利润驱动及各种限产措施下，部分钢厂通过提升入炉品味矿来扩大产量，导致粗钢产量一直维持高位。

图 2.4 高炉开工率

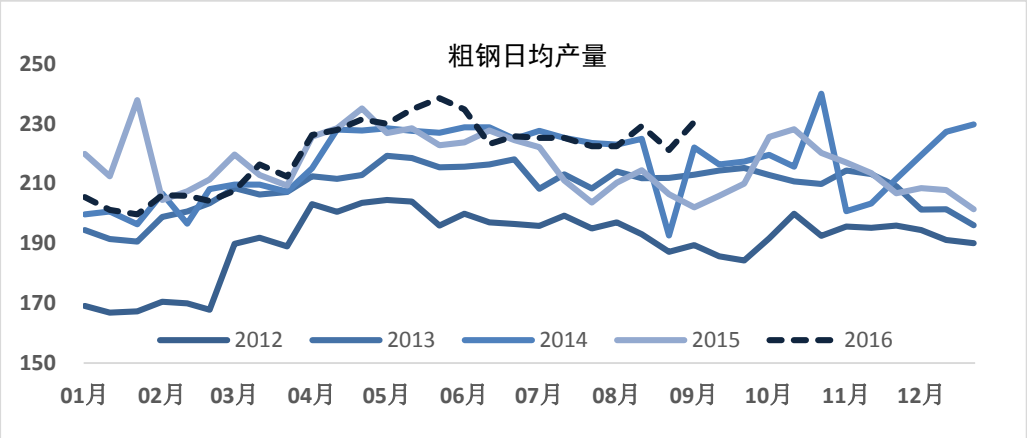


资料来源：Wind 南华研究

◆ 产量

从下图我们可以看出，今年以来粗钢日均产量一直处于高位，三季度在各种限产因素影响下，整体较二季度虽有所回落，但与往年同期相比基本处于峰值。

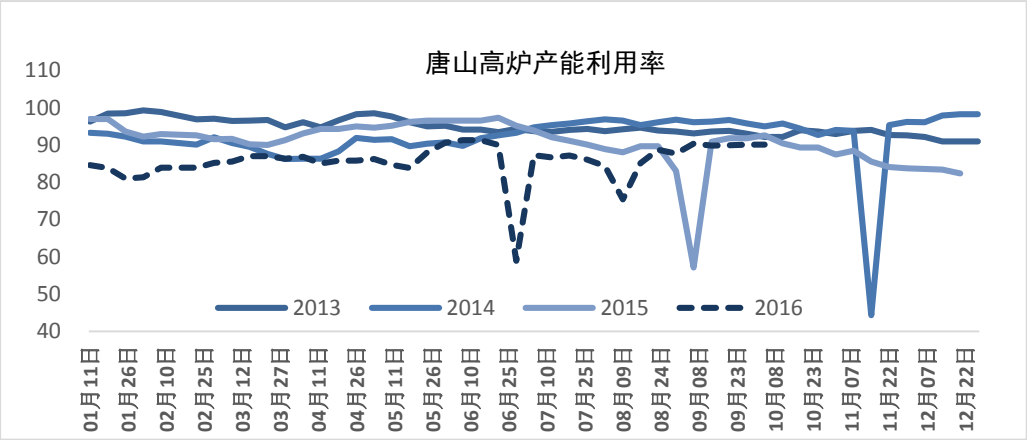
图 2.5 粗钢日均产量



资料来源：西本新干线 南华研究

从唐山地区高炉产能利用率来看，与往年相比，今年在供给侧改革及不定期的限产措施下产能利用率一直处于相对低位，三季度均值为 87%，但绝对值并不低。

图 2.6 唐山高炉产能利用率



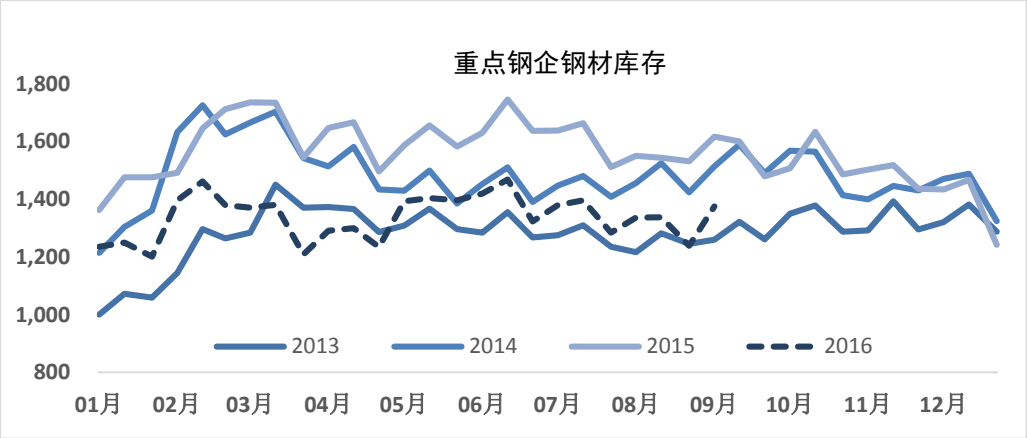
资料来源：Wind 南华研究

◆ 库存

从重点钢企钢材社会库存来看，与同期相比，今年以来一直低于前两年，三季度经历了先跌后涨趋势，与价格走势基本相反，库存达相对低点后价格亦达季度高点。

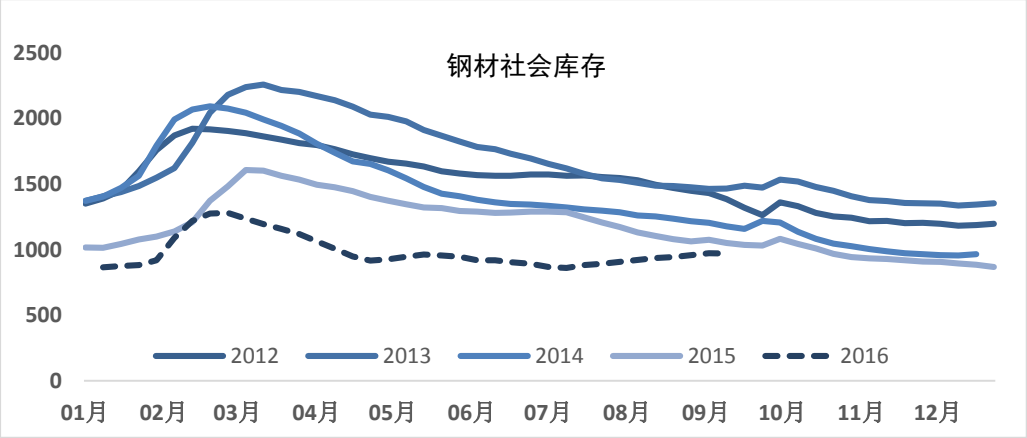
此外，从钢材社会库存看，今年一直处于历史相对低点，三季度库存持续小幅回升，对钢价上涨起到一定压制。

图 2.7 重点钢企钢材库存



资料来源：中钢协 Wind 南华研究

图 2.8 钢材社会库存



资料来源：Wind 南华研究

◆ 小结

三季度钢材基本又再现了四月份行情走势，由低库存推动，加上对旺季需求预期及环保限产的炒作，钢价淡季不淡特征明显，价格随之走高，但当传统旺季来临之时，需求似乎并没有超预期，旺季不旺同样显著，库存的累积并未得到有效释放，且粗钢产量维持高位，钢价随即承压走低。

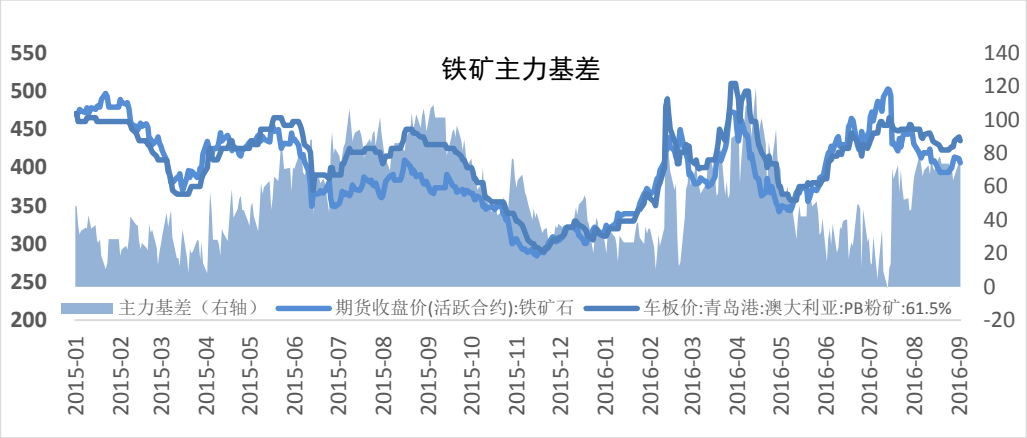
对于四季度，我们认为主要矛盾在需求端，当然，钢铁去产能、环保限产和亏损减产可能会对钢价有一定支撑。倘若终端需求继续降温，冬储也将疲弱，那么钢市的冬天将异常冷淡，钢价仍将进一步承压下行，而钢厂利润也将难有起色。而板材在下游家电及汽车需求较好的支撑下整体表现要强于建材。

2.2. 铁矿—供给仍然宽松

◆ 行情回顾

三季度矿石价格走势追随螺纹，至 8 月下旬矿石价格达季度高点后开始回落，9 月份价格整体震荡趋弱，四季度在供给端充足情况下亦不乐观。

图 2.9 铁矿石期现与基差走势



资料来源：大商所 Wind 南华研究

◆ 下半年仍有产能投放压力

据统计，今年下半年全球仍有不少于 1000 万吨（环比上半年）的产能投放计划，其中基本落在四季度。今年矿价持续走高，无疑推动了矿山扩张的积极性。预计这些产能在四季度投放市场的确定性很高。总体上，在目前矿价下，下半年全球产能仍有新增压力。并且，三四季度为矿山生产发货旺季，后市供应压力仍然不容忽视。

表格 1 2016Q4-2017 年全球矿山新增与退出产能（除中国）

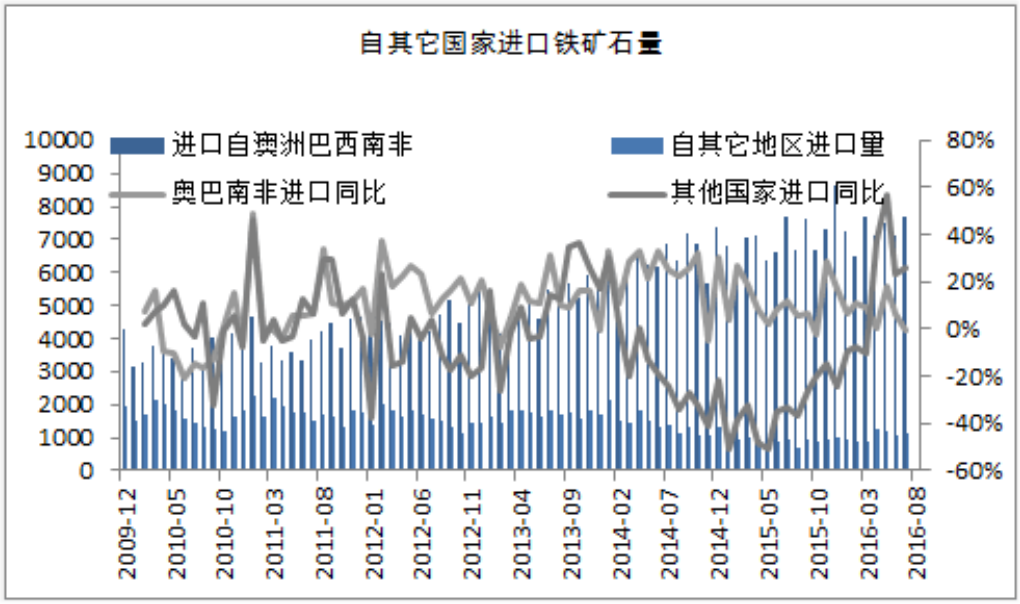
新增	所属国	公司	项目	CY2016H2（单位 Mt）	C1 成本（$/mt）	CY2017E（单位 Mt）
	Australia	Rio Tinto	Pilbara	2.5	16	10
	Australia	BHP	Jimblebar	0.0	15	0
	Australia	Hancock	Roy Hill	1.0	28	15
	Brazil	Vale	S11D	2.5	15	30
	Brazil	Anglo American	Minas Rio	1.5	28	8
		其他中小矿山		7.0		14.0
	合计			14.5		77.0
停产		BHP/Vale	Samarco	-	-	
		其他中小矿山		-4		-4
	合计			-4.0		-4.0
合计				10.5		73.0

资料来源：Wind 南华研究

据统计，今年下半年全球仍有不少于 1000 万吨的产能投放计划，其中大部分落在四季度。今年矿价持续走高，无疑推动了矿山扩张的积极性。预计这些产能在四季度投放市场的确定性很高。总体上，在目前矿价下，下半年全球产能仍有新增压力。并且，三四季度为矿山生产发货旺季，后市供应压力仍然不容忽视。

◆ 非主流矿与国内矿山

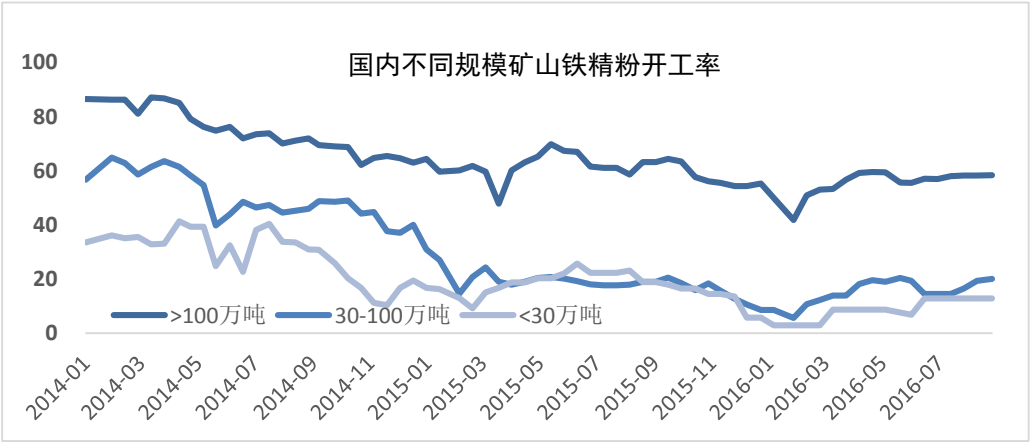
图 2.10 国外非主流矿发货持续回升



资料来源：wind，南华研究

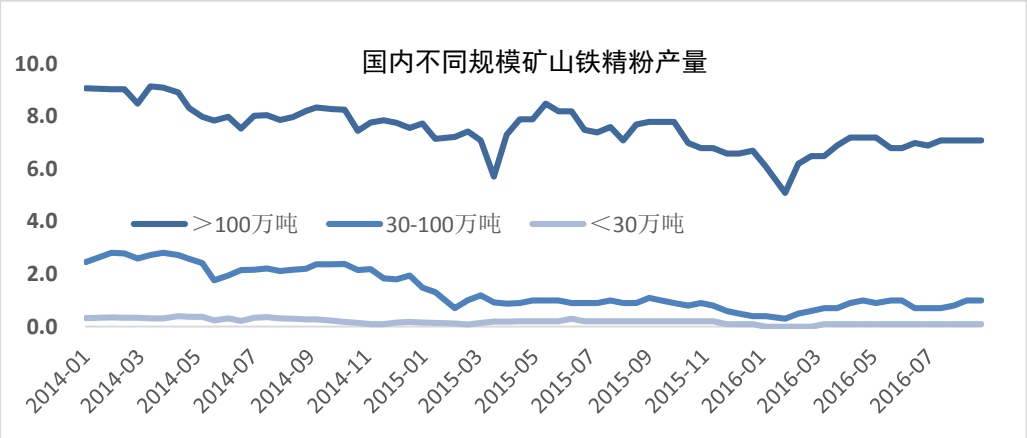
在今年矿价持续走高的带动下，去年大幅萎缩的非主流矿供给，今年也出现了明显回升，预计当前矿价下，后期非主流矿供给也保持宽松格局。即便矿价回落，基于矿山生产刚性，短期也很难立刻减产。

图 2.11 国内矿山开工率



资料来源：Wind 南华研究

图 2.12 国内矿山产量

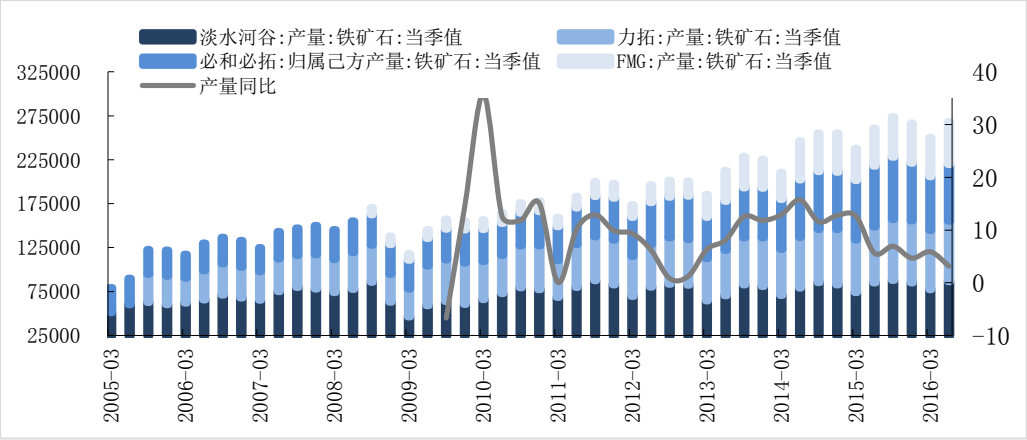


资料来源：Wind 南华研究

近两个月以来，因为矿价持续位于 55 美元上方，国内矿山开工、产量持续小幅回升。虽然总量并不大，但至少供应紧缩的风险并不存在。

◆ 发货量、到港量

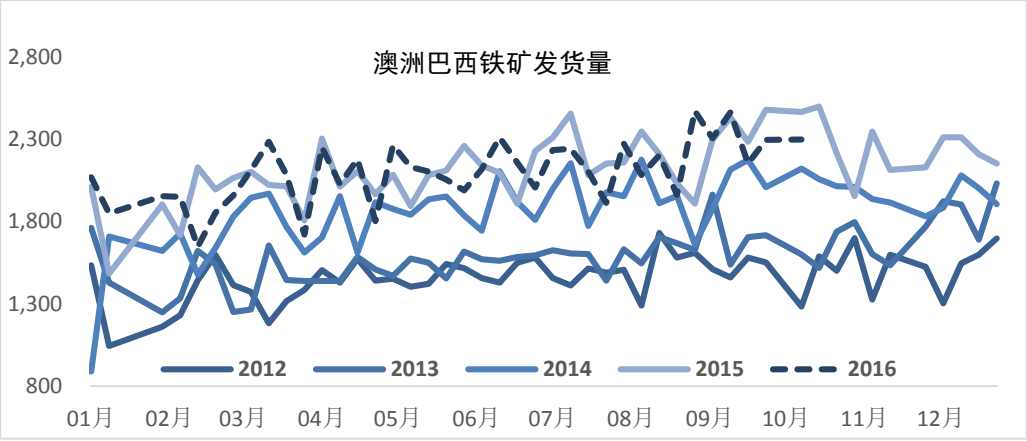
图 2.13 2016H1 四大矿山产量



资料来源：Wind 南华研究

今年上半年，四大矿山产量累计同比增长 3.1%。四季度是四大矿山发货旺季，产量和发货按历史规律，都会较上半年有明显的提升。

图 2.14 澳洲巴西铁矿石海运发货量

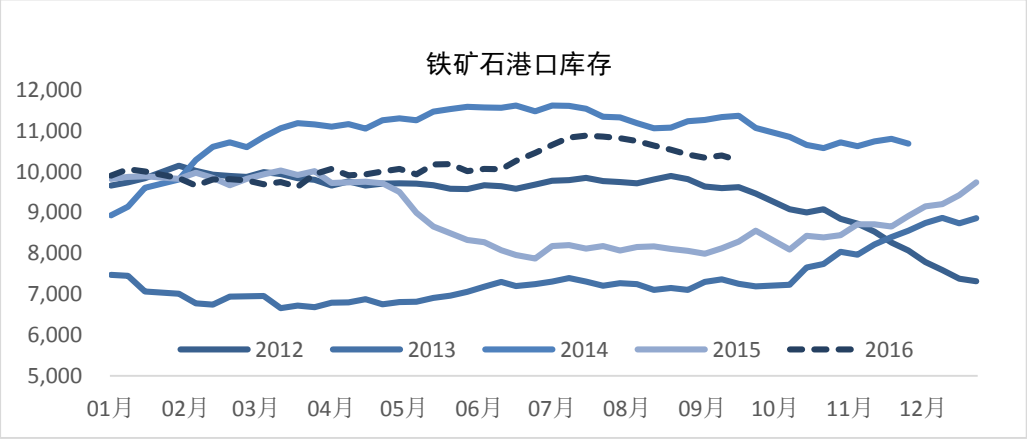


资料来源：Wind 南华研究

即便除去新增产能的因素，四季度也是铁矿石传统的供应旺季，海外矿山生产发货将增加。这将为后期市场带来供给压力。

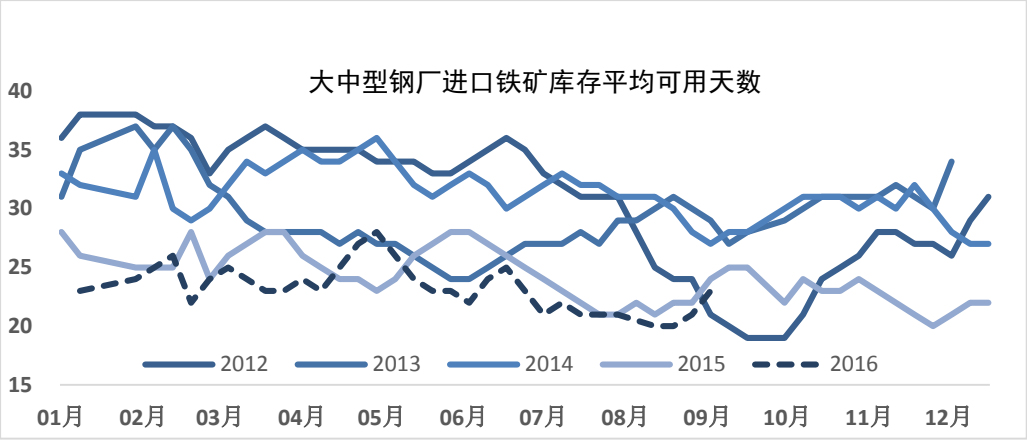
◆ 库存

图 2.15 进口矿港口库存



资料来源：Wind 南华研究

图 2.16 进口矿钢厂库存



资料来源：西本新干线 wind 南华研究

今年港口库存持续位于一亿吨上方，虽然需求较好，港口库存没有出现持续上升，但在四季度海运市场供给压力增加的预期下，港口库存仍有上升压力。

钢厂库存有所回升，但在钢厂利润走弱，钢价下跌的悲观气氛下，钢厂补库进口矿的需求将大幅减弱。钢厂也坚持低库存管理的策略，维持按需采购，补库存需求也有限。

◆ 小结

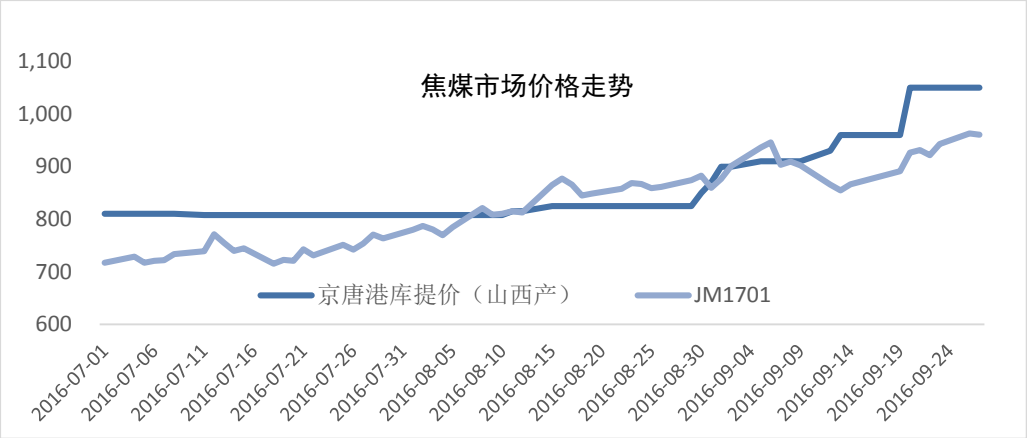
据统计，今年下半年，全球矿山相比上半年仍有约 1000-1500 万吨的产能投放计划，其中基本落在四季度。今年矿价持续走高，无疑推动了矿山扩张的积极性。预计这些产能在四季度投放市场的确定性很高。今年国外非主流矿山的供应也有回升迹象。近期国内中小矿山小幅增产，目前矿价良好，即使价格下跌，基于矿山生产刚性，短期也不可能出现明显减产。总体上，在目前矿价下，下半年全球产能仍有新增压力。并且，三四季度为矿山生产发货旺季，后市供应压力仍然不容忽视。总体供应宽松格局很难改变。预计四季度港口进口矿库存将出现回升，而钢厂维持低库存策略，按需采购，补库存动力不强。

2.3. 煤焦

◆ 行情回顾

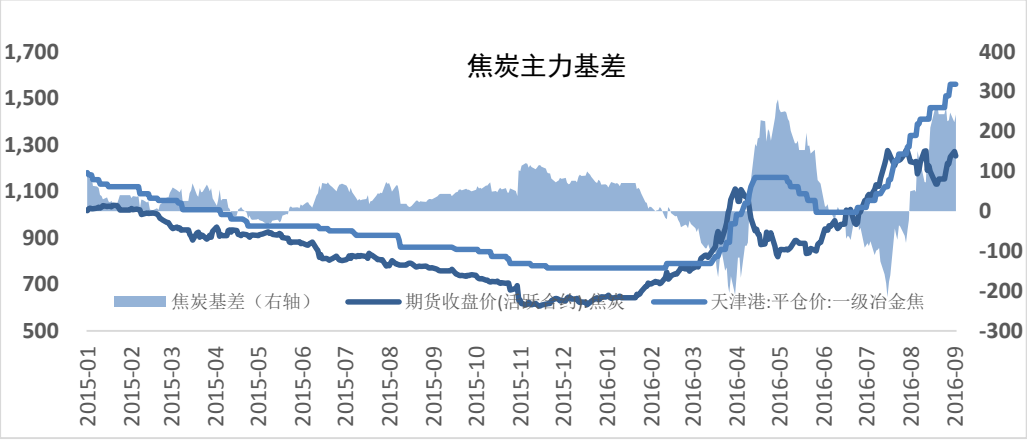
在经历了二季度大涨后，7 月份以来双焦多头热情加码，且三季度现价涨幅超过期价。京唐港山西产的库提价格从 810 元/吨涨至 1090 元/吨，涨幅高达 34.57%，主力期价涨幅为 29%左右；天津港的一级冶金焦平仓价从 1055 元/吨涨至 1600 元/吨，更是高达 51.66%幅度，期价涨约 29%。三季度煤焦市场的火爆程度愈演愈烈。

图 2.17 焦煤期现价格走势



资料来源：Wind 南华研究

图 2.18 焦炭期现价格走势



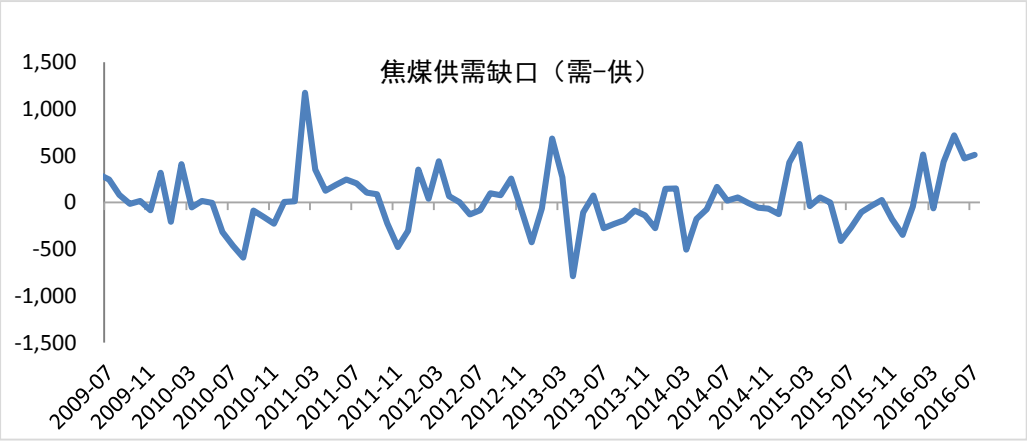
资料来源：Wind 南华研究

◆ 煤焦供需状况

三季度以来产业上中下游煤焦库存均加剧消耗，焦煤资源供应更是受到国家供给侧改革政策下的持续发酵影响，存在阶段性和局部性的供不应求状况。

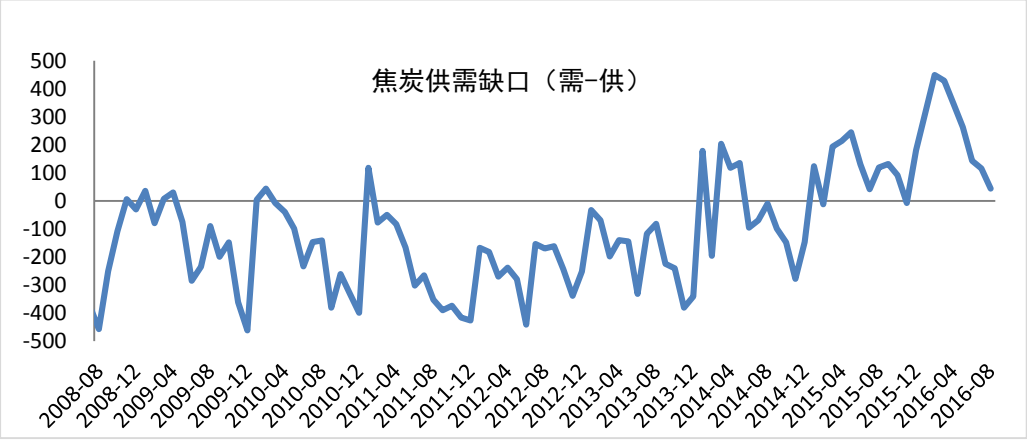
前 7 个月炼焦煤产量在 2.5 亿吨，同比降 12%左右；进口量 3100 多万吨，同比增 11%；但总的供应量比去年同期仍少 3000 万吨左右，降 11%。但是炼焦煤的需求亦回落，鉴于焦炭产量下降，前 7 个月同比降 3.8%，8 个月降 2.7%，但仍不及焦煤的供给降幅。另外，焦炭产量下降，焦炭的需求（粗钢）同比亦微幅下降，前 8 个月同比降 0.1%，因此焦炭供需相对是偏紧的，焦炭总体紧俏。

图 2.19 焦煤供需缺口



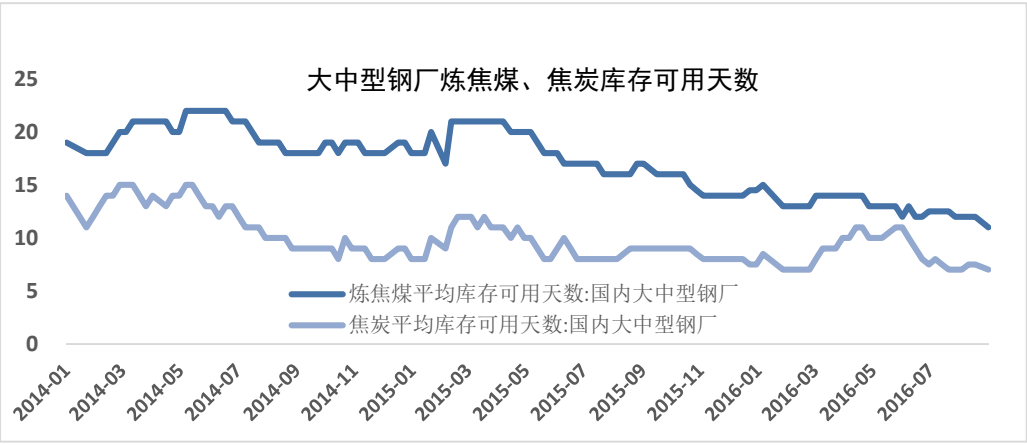
资料来源：Wind 南华研究

图 2.20 焦炭供需缺口



资料来源：Wind 南华研究

图 2.21 大中型钢厂炼焦煤、焦炭库存可用天数



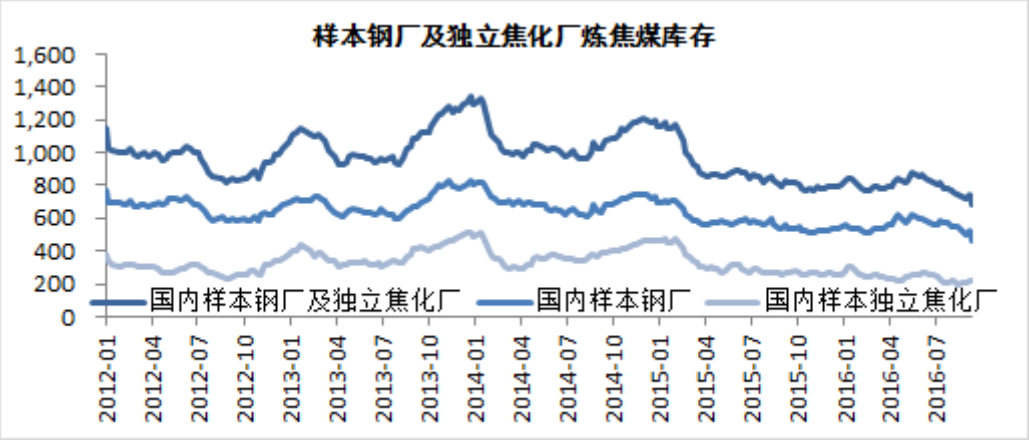
资料来源：Wind 南华研究

因供给紧张，焦炭焦煤被动去库存，钢厂、独立焦化厂、港口库存纷纷下降，库存紧张进一步支撑煤焦价格走强。

图 2.22 独立焦化厂焦炭库存

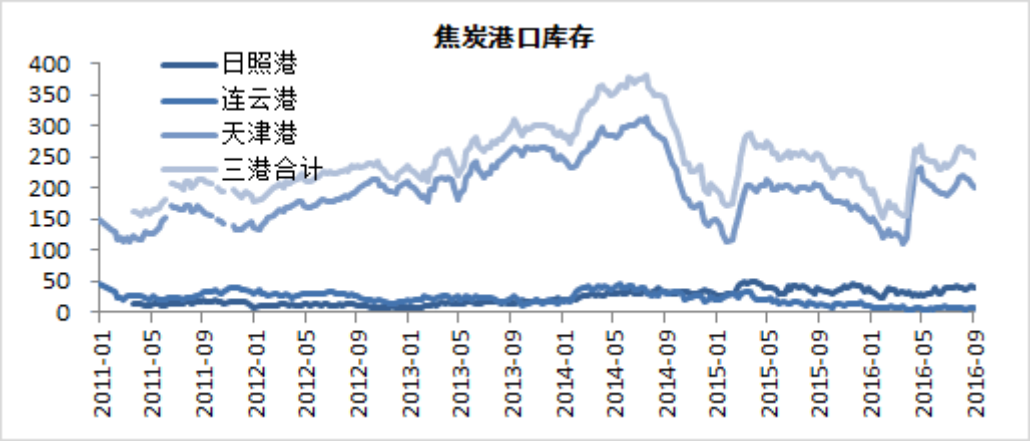
资料来源：Wind 南华研究

图 2.23 样本钢厂及独立焦化厂连焦煤库存



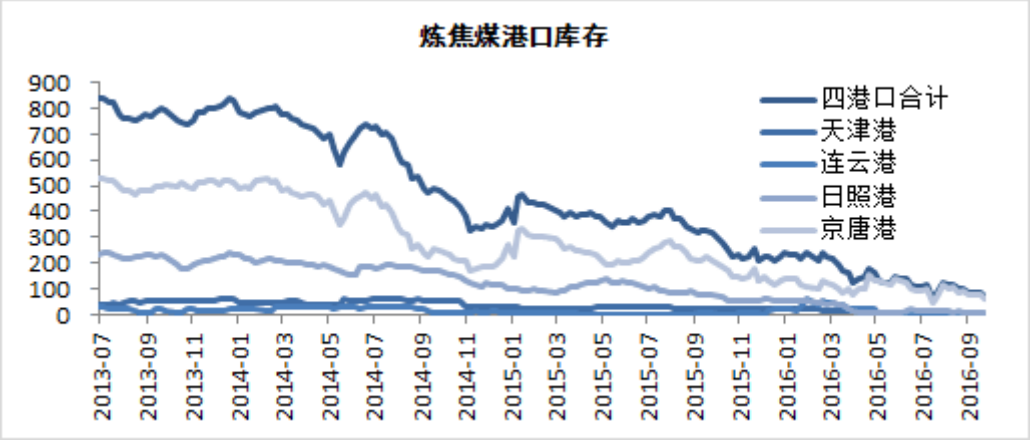
资料来源：Wind 南华研究

图 2.24 焦炭港口库存



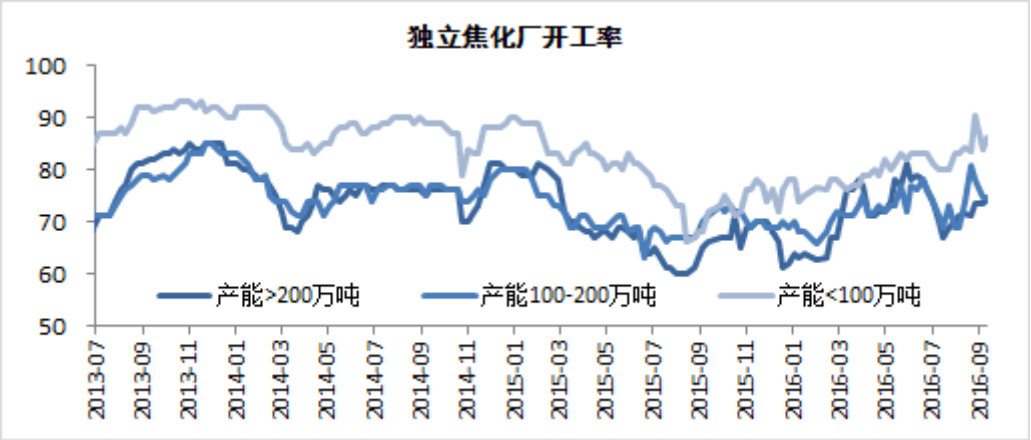
资料来源：Wind 南华研究

图 2.25 炼焦煤港口库存



资料来源：Wind 南华研究

图 2.26 独立焦化厂开工率



资料来源：Wind 南华研究

在炼焦利润良好的带动下，焦化开工开始走高，并带动焦煤需求走强。后市如果焦化开工能维持在高位，焦炭供给紧张局面或有明显缓解，同时支持焦煤需求。

◆ 小结

三季度的黑色行情尤其是焦煤焦炭行情走势既在我们预期之中，亦有意料之外。三季度内期价纷纷突破前高，现价涨幅大且快，我们总体认为受益于发改委煤炭行业的 276 政策，同时低库存以及稳需求亦是不可或缺的必要条件，更多的是受产业链突出矛盾持续影响结果。

对于四季度煤焦走势，我们研判有望保持震荡偏强，但钢铁终端需求走弱，276 政策可能出现放松的前提下，后市有冲高回落的风险。对于政策的不确定性，我们会及时跟踪。

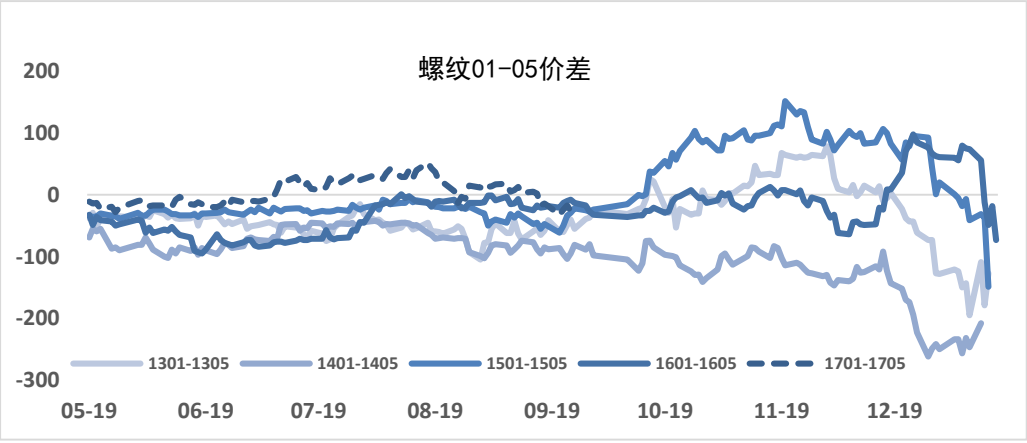
2.4. 黑色产业逻辑

◆ 钢厂利润

今年钢厂现金流好于去年四季度，即使需求走弱进一步打压钢价和钢厂利润，钢厂不会轻易爆发大规模集中减产，更有可能出现的情况是，伴随需求持续走弱，钢价下跌，钢厂不断的降低产量。而今年剩余的去产能任务中，在产产能影响有限，倒是环保限产不确定性较大，对钢价和钢厂利润形成支撑可能更强。综上，四季度钢厂利润仍将承压，但去产能和环保限产构成支撑，虚拟钢厂利润不存在趋势性做空机会。长线投资者可做多远月虚拟利润。

◆ 螺纹钢基差与价差

图 2.27 螺纹 01-05 价差



资料来源：上期所 Wind 南华研究

1 月是需求淡季，并且如前所述，终端需求将进一步走弱，期价贴水现货并且仍有下行压力。而 5 月是需求旺季，叠加钢铁煤炭去过剩产能将进一步支撑钢价，因此 5 月钢价理论上应高于 1 月，买 RB1705 空 RB1701 反套可逢低介入。

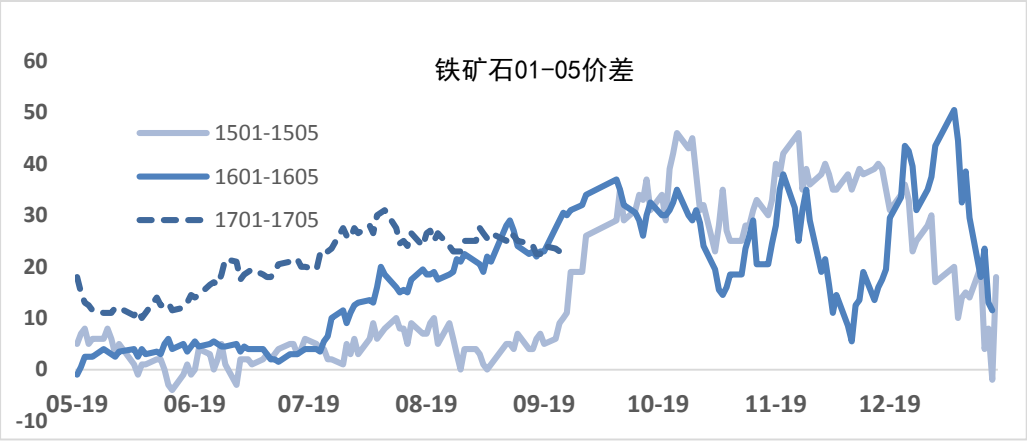
◆ 铁矿石基差与价差

在终端需求走弱、钢厂去产能和环保限产以及供应宽松的压制下，四季度矿价大概率回落，低点在 45-50 美元/吨，因此目前 I1701 贴水现货部分反映了以上预期，并且仍有下跌

空间。

虽然铁矿石产能扩张仍为结束，矿价仍将维持反向市场结构，明年上半年全球大约有3000 万吨产能投放市场。但 5 月是钢铁需求旺季和矿山发运淡季，矿价往往表现偏强，从绝对价格角度，5 月矿价于 45 美金以下做空价值较低。过去两年，虽然 1 月交割前，1-5 月价差都能扩大到 50 元/吨甚至更高，但最终 5 月价格并未明显低于 1 月。因此，我们认为 1-5 月价差 30 以上不具备做多价值，如果 11 月下旬后 1 月期价大幅贴水现货，1-5 价差在 15 元以内，可以尝试做多 1-5 价差（逻辑是做 1 月基差修复）。

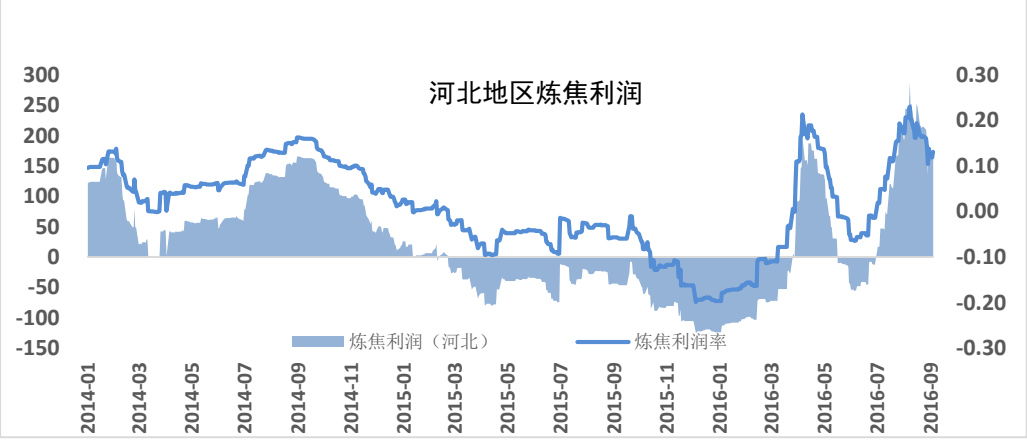
图 2.28 铁矿 01-05 价差



资料来源：上期所 Wind 南华研究

◆ 焦煤、焦炭与焦化利润

图 2.29 河北地区炼焦利润



资料来源：上期所 Wind 南华研究

钢厂利润下滑，预期开工将逐步下滑，并且钢铁去产能和环保限产也利空炉料需求；但相比之下，煤炭供给收缩更严重。当前煤焦供给非常紧缺，焦煤将继续走强。但 276 政策可

能会出现放松，远期供应有回升的风险，进而抑制煤价上涨。而焦化开工已经明显回升，预计假以时日，供给短缺格局有望缓解，焦化利润将继续回落。

总体上，整个产业链中，焦煤基本面最好，焦炭次之，但两者受到政策不确定因素影响；钢矿最弱，其中钢价应该会略强于矿价。

第3章　策略建议与风险提示

3.1. 策略建议

我们认为四季度钢矿煤焦产业链存在以下投资机会：

⑴ RB1701 在 2100-2400 元/吨区间震荡走弱，逢高做空；但将来伴随钢厂利润走低，钢厂减产可能会逐步扩大，叠加去产能、环保限产等因素支撑，钢价可能会止跌回稳。RB1705 有需求旺季和钢铁去产能预期支撑，于 2200 以下具有一定长线做多价值。

多 RB1705 空 RB1701 套利，价差小于 25 元/吨时介入。

⑵ I1701 于 370-430 元/吨区间震荡走弱，逢高做空；I1705 受需求旺季和发货淡季支撑，于 360 以下有一定长线做多价值。

关注铁矿石 1-5 正套机会，如果交割前一个月 1 月期价仍大幅贴水现货，可能存在投资机会。

⑶ 在供给政策放松令焦煤供给明显缓解之前，焦煤将延续涨势，继续做多思路；而伴随焦化开工回升，钢厂有减产压力，焦炭后市涨势或将放缓，如果焦化库存明显增加，则焦价将承压回落。在多头趋势未改变之前，焦煤焦炭正套继续谨慎持有。

⑷ 基于需求旺季预期和去产能政策，可逢低做多 1705 虚拟利润；

买 JM1701 空 I1701 产业链内部对冲于 2.3-2.5（比价）仍可择机介入（风险也是焦煤供给政策的方松）。

3.2. 风险提示

⑴ 美国 12 月份能否加息，仍有很大不确定性，加息预期将令大宗商品承压；

⑵ 国内货币政策由稳健重新转为宽松；

⑶ 国内房地产政策全面收紧；

⑷ 钢铁去产能或环保限产政策超预期；煤炭供给侧限制放松超预期。

南华期货分支机构

萧山营业部
杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

台州营业部
台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

温州营业部
浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话：0577- 89971820

宁波分公司
宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部
浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

慈溪营业部
慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部
嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部
绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

成都营业部
四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

兰州营业部
兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

大连营业部
大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

北京分公司
北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部
北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话：010-63161286

哈尔滨营业部
哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话：0451-58896600

郑州营业部
郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话：0371-65613227

青岛营业部
青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

沈阳营业部
沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话：024-22566699

天津营业部
天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话：022-88371079

上海分公司
中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话：021-50431979

上海世纪大道营业部
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 楼
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部
上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

深圳分公司
深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部
深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

广州营业部
广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 室、718 室
电话：020-38809869

芜湖营业部
芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话：0553-3880211

重庆营业部
重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

太原营业部
太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部
余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部
广东省普宁市中信华府南向门市东起 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部
浙江省海宁市海洲街道钱江西路 238 号 广隆财富中心 1 号楼 301、302、312、313 室
电话：0573-80703000

舟山营业部
浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部
苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

浙江南华资本管理有限公司
杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室
电话：0571-87830355

永康营业部
永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

南通营业部
江苏省南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部
厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

齐齐哈尔营业部
黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

南昌营业部
江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部
浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

横华国际金融股份有限公司
中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼
电话：00852-28052658

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　邮编：310002

全国统一客服热线：400　8888　910

网址：www. nanhua. net