

改革中前行

摘要

今年黑色产业表现强势，一波未平一波又起，行情激荡起伏。经过几年熊市周期，产能过剩格局得到一定改善，全行业库存大幅下降，又逢供给侧改革，战火一触即发，供需矛盾迅速激化，以双焦为代表的价格出现爆发性上涨，引领行业走出一波年度牛市。

钢材，2017 年供给侧改革将继续发力，去产能在路上，不合规中频炉也面临关停风险，环保力度亦不会弱于今年，供给有望继续收缩。需求端，今年中央经济工作会议明确指出，要牢牢把握稳中求进的工作总基调，继续实行积极的财政政策与稳健中性的货币政策，房地产有下行压力，但制造业复苏，基建及 PPP 项目将扛起稳增长大旗，上半年钢材需求不会出现大幅滑坡，下半年则存在一定的不确定性。

铁矿石，2017 年全球新增产能在 6000 至 7000 万吨，其中约 5000 万吨为中高品位矿。我们预计 2017 年钢厂集中补库的需求仍将持续，但是会有所减弱，全年进口约 10 亿吨，同比小幅下降 2%。上半年处于钢铁需求旺季和海运供给淡季叠加，整体供求相对平衡。而下半年，因为矿山集中增产和发运旺季叠加，全年海运市场会有 2000-3000 万吨的过剩。

煤焦，明年最需关注的是政策变化，这也是最大不确定性中的确定性。我们认为明年在供暖季结束后会继续执行 276 政策，但适时也会对先进产能给予一定放宽，价格整体将迈入一个新台阶。

智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

李晓东

lixiaodong@nawaa.com

0571-88393740

投资咨询职业资格号

Z0012065

范庆田

fanqingtian@nawaa.com

0571-87830532

目录

第 1 章	2017—宏观驱动逻辑	1
1.1.	2016 宏观回顾	1
1.2.	房地产	1
1.3.	制造业	4
1.4.	基建	7
第 2 章	产业面分析—供给侧改革是核心	9
2.1.	钢材篇	9
2.2.	铁矿石篇	11
2.3.	双焦篇	14
第 3 章	2017 黑色产业投资策略	19
3.1.	单边策略	19
3.2.	复合策略	19
3.3.	风险提示	19
南华期货分支机构		20
免责声明		22

图目录

图 1.2.1 利率与房价关系	2
图 1.2.2 全国性政策收紧将继续压制商品房销售	2
图 1.2.3 房地产销售与开发投资关系	2
图 1.2.4 房地产库存	3
图 1.2.5 房地产待售面积	3
图 1.2.6 三四线城市新开工面积增长大幅弱于一二线城市	3
图 1.2.7 土地成交预示后市投资增速即将下行	4
图 1.3.1 制造业投资滞后房地产	4
图 1.3.2 制造业 PMI 持续改善	4
图 1.3.3 利润总额同比领先库存	5
图 1.3.4 政策效应减退，汽车需求或已透支	5
图 1.3.5 汽车产销也明显受地产周期影响	5
图 1.3.6 挖掘机可能伴随地产销售下滑	6
图 1.3.7 家电产销可能伴随地产销售下滑而走弱	6
图 1.3.8 重卡保持强势增长	6
图 1.3.9 造船业仍低迷	7
图 1.4.1 固定资产投资中的“三驾马车”	7
图 1.4.2 基建投资与财政支出	8
图 1.4.3 PPP 总投资与项目落地率	8
图 2.1.1 全国钢厂高炉开工率及盈利情况	10
图 2.1.2 重点钢厂钢材库存	10
图 2.1.3 钢材社会库存	10
图 2.1.4 我国钢材出口	11
图 2.2.1 铁矿石高低品位矿价差	13
图 2.2.2 铁矿石港口与钢厂库存	13
图 2.3.1 原煤产量	15
图 2.3.2 炼焦煤产量	15
图 2.3.3 独立焦化厂开工率	16
图 2.3.4 焦炭产量	16
图 2.3.5 独立焦化厂煤焦库存	17
图 2.3.6 钢厂焦煤焦炭库存	17

表目录

表 2.2.1 2017-2018 年全球铁矿石新增产能	11
表 2.2.2 2017 铁矿石供需平衡表	14
表 2.3.1 2017 炼焦煤供需平衡表	18
表 2.3.2 2017 焦炭供需平衡表	18

第1章 2017—宏观驱动逻辑

1.1. 2016 宏观回顾

继 2015 年房地产“3.30 新政”开始，以深圳为首的一线城市销售开始回暖，今年初政策进一步放开，首付比例下调，多地开始放开限购，居民购房信贷大幅上涨，并直接推动新增人民币贷款创出历史新高，甚至高于 2009 年。与此对应，房地产开发投资和新开工面积也水涨船高。销售火爆致房价飙涨，一线城市库存去化明显，二线和部分三线城市也出现明显下降。

在地产带动下，经济企稳，制造业出现复苏，11 月制造业 PMI 回到近 2 年高位，工业利润小幅改善，固定资产投资增速也止跌回升，PPI 受需求改善和供给侧改革共同发力，结束了长达 54 个月的负增长。分行业来看，家电行业、挖掘机等工程机械制造业在地产的带动下亦强力复苏；汽车行业受益于税收优惠政策，产销两旺；重卡产销量也受运输新规政策影响大幅回升；而煤炭钢铁行业在供给侧改革红利下一改颓势，焕发勃勃生机。

基础设施建设投资继续保持“稳定输出”，为经济平稳运行保驾护航，但在下半年宏观经济改善的背景下，基建扮演的稳增长角色有所弱化，同时“PPP 模式”在经历一年的探索后，落地率逐渐增加，后市有望成为基建投资领域的中坚力量。

不过，虽然今年经济出现复苏，但明年仍有问题值得担忧。国内方面，在房地产调控政策收紧后，销售开始出现明显下滑，特别是去库存最为关键的广大三四线城市，如此一来，库存压力重新显现，也成为明年政策的重要着力点。即使考虑一二线城市增加土地供给和开发投资，明年房地产开发投资也将走弱，预计全年增速回落至 2-3% 的较低水平。并且，因为房地产对制造业有拉动作用，地产投资走弱后，制造业也将面临压力，而汽车和重卡等行业，在政策驱动力减退下，有可能会告别高速增长，均值回归。在此背景下，基建投资仍将成为稳增长的重要手段，中央经济工作会议提出“财政政策要更加积极有效”，明年赤字率有望进一步上调，利好基建投资增长。

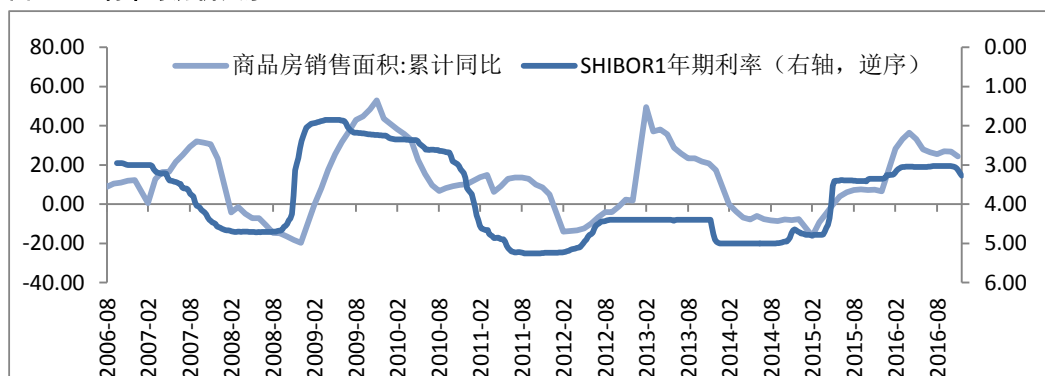
1.2. 房地产

1. 政策施压，地产销售将出现回落

利率直接影响购房成本。利率升降背后反应的是货币政策的紧松，所以利率升或降，会直接刺激或抑制购房需求。今年下半年以来，中央不断释放货币政策紧缩信号，近期隔夜拆借利率也开始上升。伴随美联储加息和全球流动性收紧，对外人民币面临贬值压力，对内要防泡沫，因此货币政策将维持稳健中性。

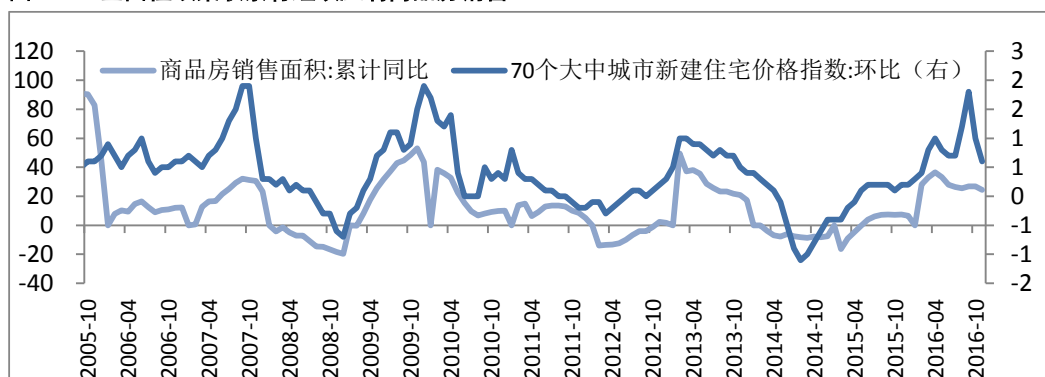
10 月 2 日起 20 多个城市同时开启限购限贷，商品房销售面积增速开始回落。回顾历史，在每次全国性政策收紧后，销售和房价增速都会见顶回落。中央经济工作会议再申“房子是用来住的”，对防资产泡沫做出进一步强调，抑制地产投机需求的“限购限贷”等政策，明年放开的可能性很小。另一方面，加强一二线城市供应也是政策内涵之一，但需求随房地产周期性走弱仍会是主要矛盾，进而新开工和后续投资面临下行压力。

图 1.2.1 利率与房价关系



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2 全国性政策收紧将继续压制商品房销售

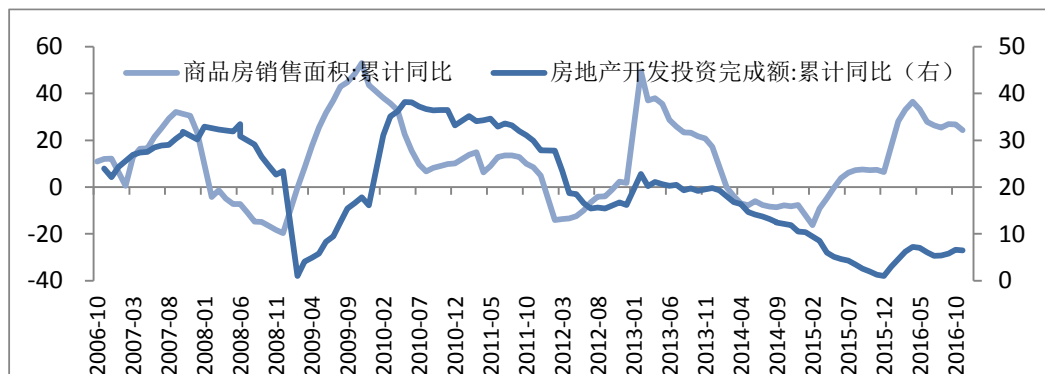


数据来源：Wind 南华研究

2. 销售下降将带动开发投资下行

2009 年以来，商品房销售面积增速一般领先开发投资 3-9 个月。但因为这段时间楼市总体去库存，因此投资增速重心不断下移。

图 1.2.3 房地产销售与开发投资关系

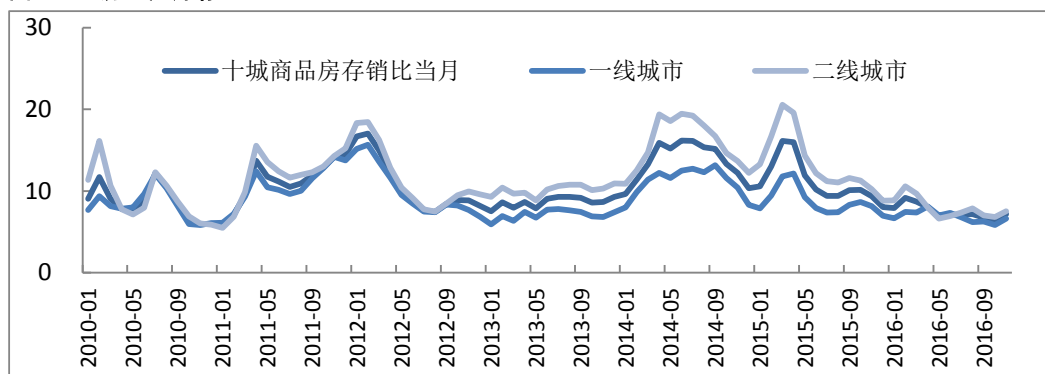


数据来源：Wind 南华研究

3. 分化：一二线低库存支撑投资，三四线投资仍将低迷

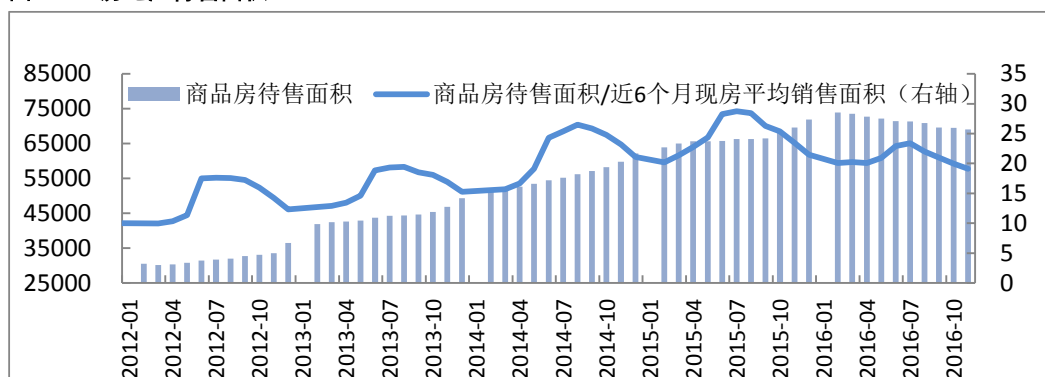
对于相对库存水平，目前一线城市库存相当于 2009 年，而全国回到与 13 年相当，总体去库存取得不错效果。基于库存差异和长期的人口流动、经济竞争力等因素，一二三四线城市将继续分化，包含房价、销售和投资等各方面。而对于整体，因为库存水平仍与 13 年相当，因此房地产开发投资增速很可能和 13 年一样，与销售增速同步回落，11 月数据也显示出了这种迹象。

图 1.2.4 房地产库存



数据来源：Wind 南华研究

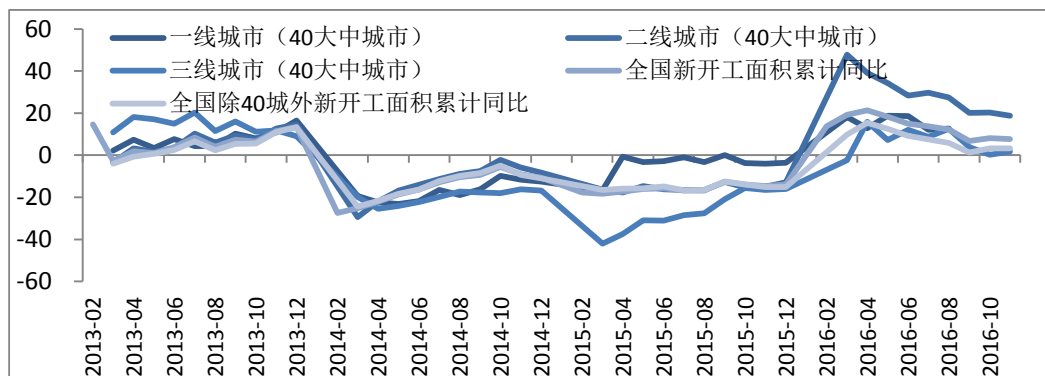
图 1.2.5 房地产待售面积



数据来源：Wind 南华研究

一二线城市预期较好，库存处于低位，投资有望保持一定水平，但在销售降温下，增速仍将回落。三四线城市仍将去库存，投资短期维持低迷而长期可能持稳。投资和新开工占比来看，一二线城市地产投资占全国 47%，新开工面积占比 35%。一二线城市因土地价格高，投资占比高，除去土地因素，投资带动作用减弱，或难以抵消三四线下滑的影响。

图 1.2.6 三四线城市新开工面积增长大幅弱于一二线城市

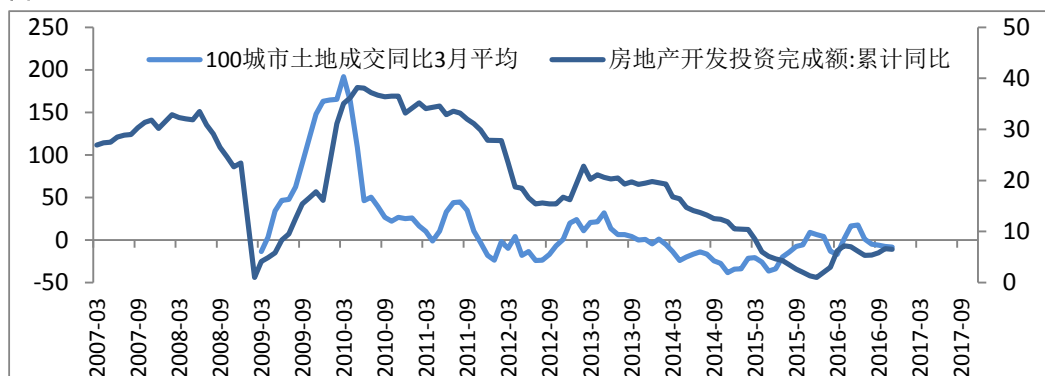


数据来源：Wind 南华研究

4. 土地成交降温，压制后市新开工和投资

土地成交与商品房销售直接相关，对开发投资具有一定领先性，代表开发商对后市的投资热情。土地成交下降，后市新开工和投资大概率将跟随回落。

图 1.2.7 土地成交预示后市投资增速即将下行



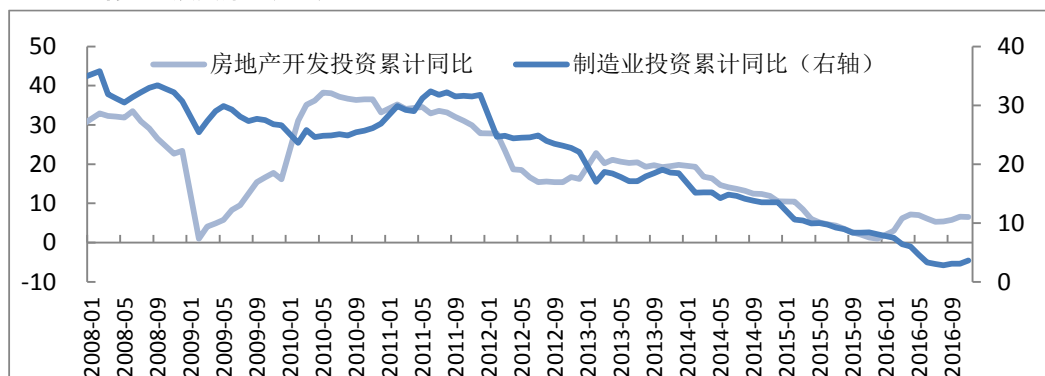
数据来源：Wind 南华研究

总体上，我们预计明年房地产开发投资维持 2-3% 的低速增长。新开工面积可能重回负增长。

1.3. 制造业

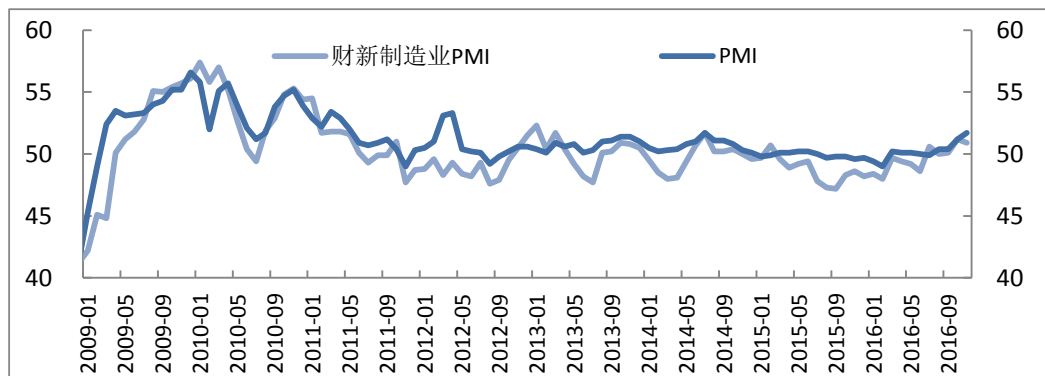
房地产对制造业具有拉动作用，固定资产投资中，制造业投资一般落后房地产 2-3 个季度，今年初地产投资回升对制造业的拉动，4 季度开始显现，预计明年上半年制造业仍保持稳定复苏，但是伴随地产调控后投资走弱，长期也有拖累制造业重新回落的可能。

图 1.3.1 制造业投资滞后房地产



数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.2 制造业 PMI 持续改善

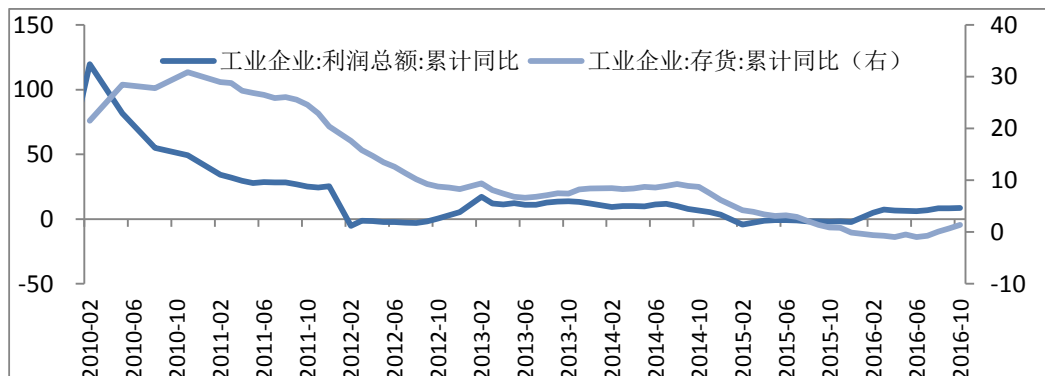


数据来源：Wind 南华研究

企业利润好转，会带动主动补库存，其领先滞后时间一般为 12-18 个月。今年下半年工业企业库存同比已经开始回升，预计明年上半年主动补库存需求仍将继续，从而对制造业复苏形成正反馈。并

且，在需求复苏和供给侧改革共同发力下，PPI 持续回升，价格信号给予市场信心。

图 1.3.3 利润总额同比领先库存

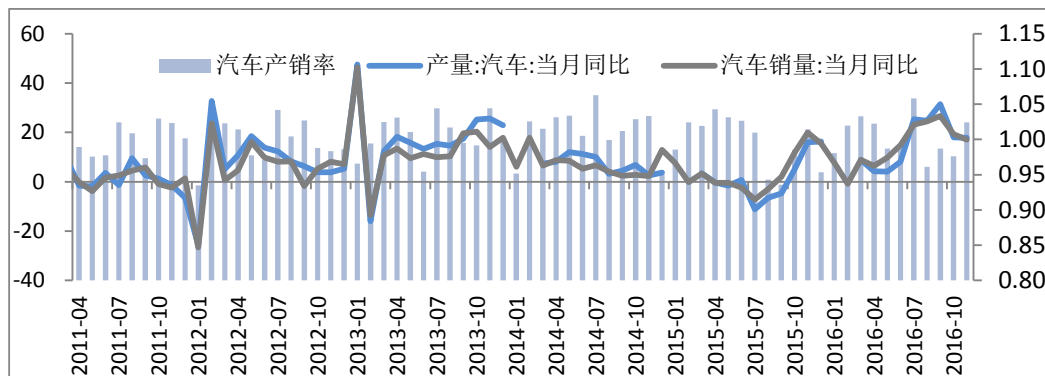


数据来源：Wind 南华研究

分行业来看，今年 1.6 升以下排量汽车购置税减半的优惠政策，大大激发了汽车的需求，带动汽车产销两旺。最新的政策调整为，2017 年该项目税率调整为 7.5%，自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。购置税依然施行优惠政策，但因为之前预期购置税将取消，所以需求可能提前透支较多。基于汽车的长期消费与居民收入和汽车使用寿命相关，后市需求很可能将呈现均值回归。并且，汽车与商品房销售具有同步性，明年汽车产销增速下滑的概率较大。

家电和工程机械同样受地产销售影响，预计增速将下滑。而重卡在运输新规施行后，订单和产量大增，预计明年上半年仍保持可观的增速。造船业新订单，持有订单和完工情况都显示其并未走出不景气的局面，但伴随航运业逐渐出清，造船业下滑速度将明显放缓。

图 1.3.4 政策效应减退，汽车需求或已透支



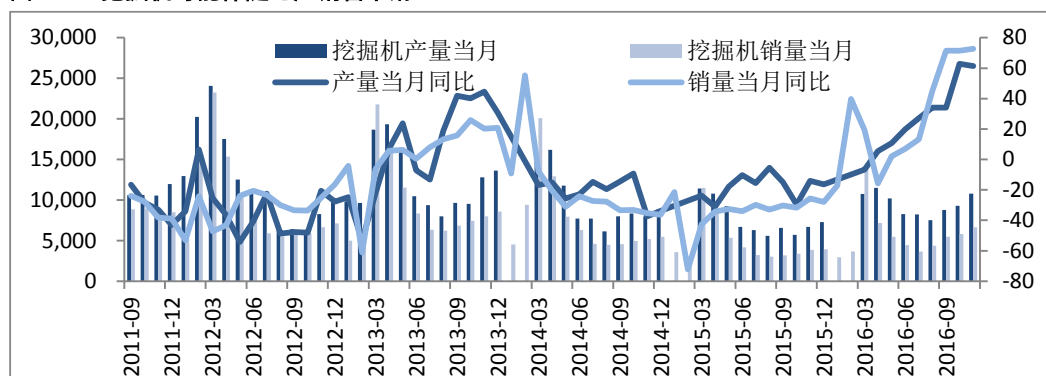
数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.5 汽车产销也明显受地产周期影响



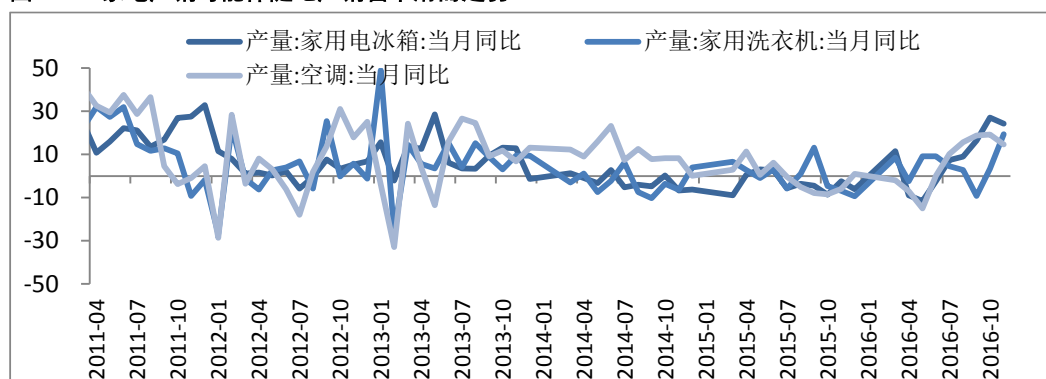
数据来源: Wind 南华研究

图 1.3.6 挖掘机可能伴随地产销售下滑



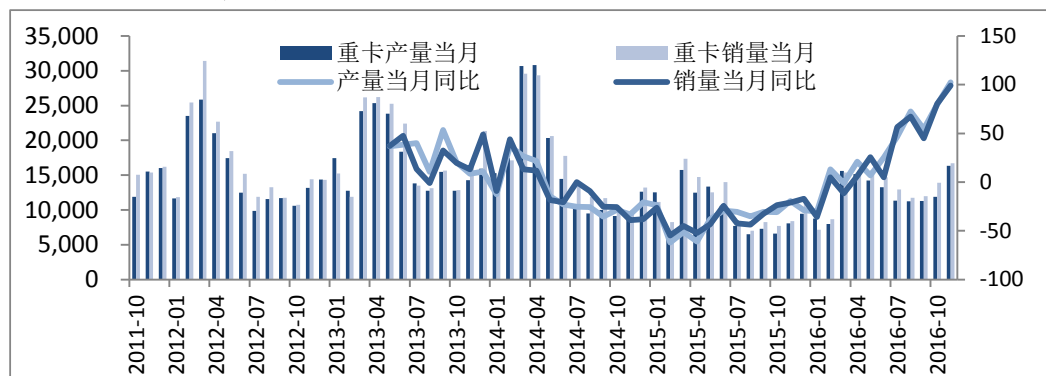
数据来源: Wind 南华研究

图 1.3.7 家电产销可能伴随地产销售下滑而走弱



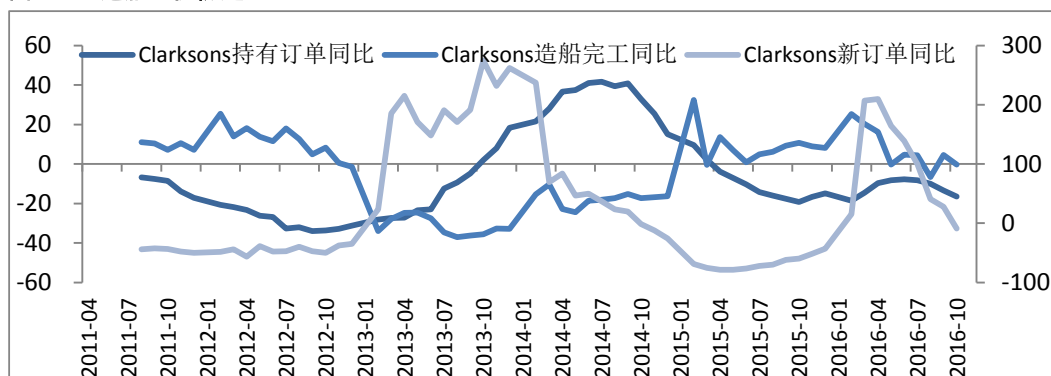
数据来源: Wind 南华研究

图 1.3.8 重卡保持强势增长



数据来源: Wind 南华研究

图 1.3.9 造船业仍低迷



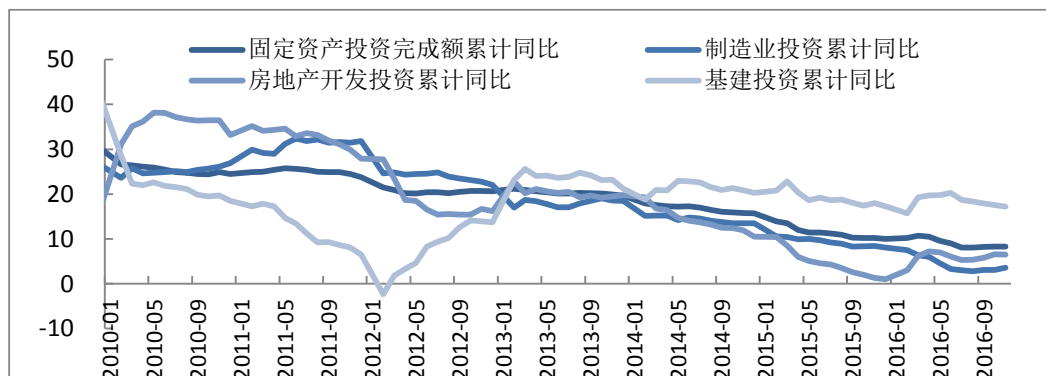
数据来源: Wind 南华研究

1.4. 基建

基建有明显的逆周期特点，与此对应，房地产和受其拉动的制造业有明显的周期性特点。经济复苏时，基建投资稳增长的角色就会淡化，相反，当房地产和制造业下行时，基建就会发挥其使命。目前固定资产投资中，房地产占比约 18%，基建约 25%，制造业约为 32%。

明年基建仍将保持稳定高速增长，但如前所述，上半年经济下行压力不大，基建更可能在下半年发力。此外，今年上半年基建投资基数巨大，因此基数效应也决定了明年上半年基建想要继续保持高增速有一定难度。

图 1.4.1 固定资产投资中的“三驾马车”



数据来源: Wind 南华研究

从财政上看，基建投资占财政支出比重上升。营改增后，地方财政税收收入下降，财政支出能力遭遇瓶颈。

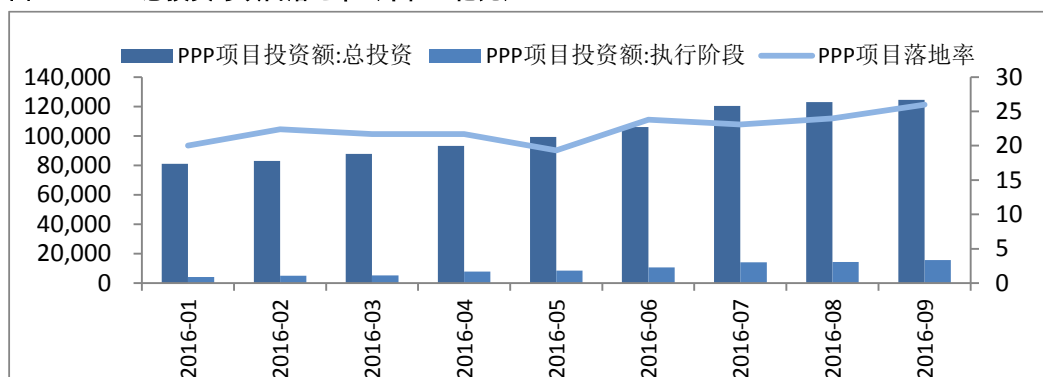
图 1.4.2 基建投资与财政支出



数据来源: Wind 南华研究

从全国情况来看，地方 PPP 项目需求继续增长，9 月末全部入库项目 10471 个，总投资额 12.46 万亿元，其中已进入执行阶段项目 946 个，总投资额 1.56 万亿元，规模可观，落地率 26%，与 6 月末相比，入库项目正在加速落地，落地率稳步提升。

图 1.4.3 PPP 总投资与项目落地率（单位：亿元）



数据来源: Wind 南华研究

明年基建投资维持稳健，下半年经济增长可能面临一定挑战，在此背景下，基建投资仍将成为稳增长的重要手段，中央经济工作会议提出“财政政策要更加积极有效”，明年赤字率有望进一步上调，利好基建投资增长。此外，“PPP 模式”明年或许开始成为基建投资的重要组成部分。

第2章 产业面分析—供给侧改革是核心

2.1. 钢材篇

2.1.1. 2016 钢铁产业回顾——绝地反击

自 2011 年下半年以来，钢铁行业进入漫长的熊市周期，至 2015 年年底，伴随国家供给侧改革概念的提出，又恰逢整个产业极度悲观，落后产能基本出清，库存达历史低位，在此背景下，边际需求在地产的带动下出现显著改善，供需阶段性错配明显，配合相对宽松的货币政策，钢价触底强力反弹，并迎来今年的牛市行情。以螺纹钢为例，南华螺纹钢指数自 2015 年 11 月 30 日达历史低点 287.17 后开始反弹，2016 年 12 月 13 日达年内反弹极值 612.26，增幅 113.2%。

2016 年钢价的爆发性反弹与去产能息息相关，2015 年中央经济工作会议发出“供给侧改革”号令，且今年总共有 20 多份关于落实“三去一降一补”的细则文件出台，改革从概念快速落地，并生根发芽。据国家统计局数据，去产能方面，今年钢铁去产能 4500 万吨、煤炭去产能 2.5 亿吨的目标任务均已提前、超额完成；去库存方面，11 月末，商品房待售面积 6.91 亿平方米，比历史最高的今年 2 月末减少 0.48 亿平方米，已连续 9 个月下降；去杠杆方面，10 月末，规模以上工业企业资产负债率为 56.1%，同比下降 0.7 个百分点；降成本方面，前 10 个月，规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本为 85.85 元，比上年同期减少 0.17 元；补短板方面，生态环保、公共服务、水利等基建投资增速均保持在 20%以上。

展望 2017，在钢铁领域，我们认为去产能也将进入深水区，今年尚有诸多僵尸企业产能，这部分产能一定程度上承担了去产能重任。但伴随钢价走高，企业利润转好，复产动能增强，去产能任务也愈发艰巨，因而明年钢铁去产能可能会发生硬碰硬情况，即部分在产产能面临关停或淘汰。根据 2016 年底中央经济工作会议精神，明年去产能政策不会松，加上不定期环保因素，明年供给端的收缩或将超预期，我们认为这是支撑明年钢价的主要矛盾之一，也是核心逻辑，需求端如前文所述，地产投资增速可能下滑，但上半年新开工大概率仍会维持正增长，因而需求不会出现大的滑坡。据估计，2017 我国钢铁去产能目标大概在 3600 万吨左右，其中涉及 40%左右在产产能，这部分总量与今年相近，但影响程度将完全不同。

2.1.2. 2017 供需矛盾解析

供给面——去产能升级

据国家统计局数据，2016 年 1-11 月我国生铁产量 64326 万吨，同比上升 0.40%；1-11 月我国粗钢产量 73894 万吨，同比上升 1.10%；1-11 月我国钢材产量 104344 万吨，同比上升 2.40%。

我们预测，2016 年，全年钢铁消费需求加出口（折粗钢，下同）约为 8.07 亿吨，其中全国粗钢产量约 8.04 亿吨，供给相对偏紧，库存被动小幅去化，因而钢价表现强势。对于 2017 年，我们预计国内加出口需求约 8.0 亿吨，同比下降约 1%，粗钢产量预计在 7.98 亿吨，全年基本紧平衡，但去产能及限产等因素可能令阶段性矛盾突出，产生结构性缺口。明年可能会出现继续消耗库存局面，对钢价形成支撑，进而激发终端补库需求，对钢价形成正反馈。

从今年整个行业来看，钢厂盈利比例大幅增加，企业利润转好，然而全国高炉开工率并没有显著增加，这得益于去产能及不间断环保检查，因此可以说这支撑着今年钢价。2017 年，我们还依同样的逻辑，认为去产能政策不会放松，同时，社会对于好的环境的追求只会越来越苛刻，因而环保力度至少不会比今年弱。基于前面分析，在需求不会迅速滑坡情况下，钢价整体表现将依然坚挺。

图 2.1.1 全国钢厂高炉开工率及盈利情况

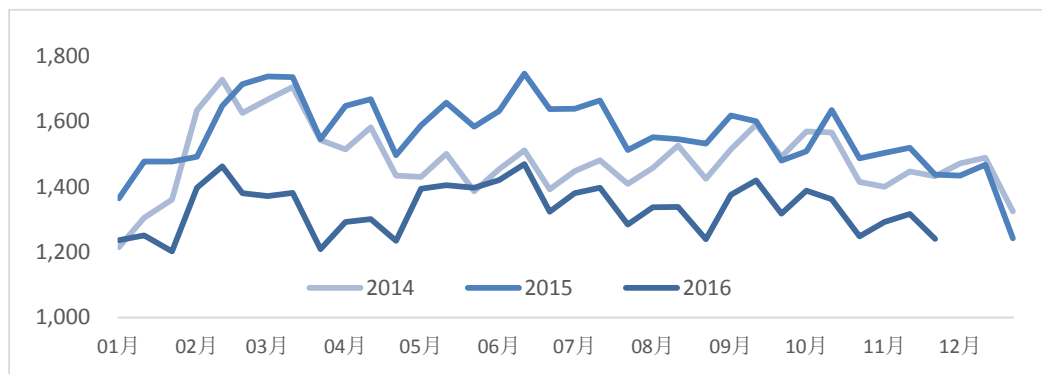


数据来源：Wind 南华研究

对于中频炉，明年也应给予足够关注。目前市场普遍认为全国中频炉产能在 1.1 亿吨-1.2 亿吨，而其中大概有 4000 万吨左右产能是不合规产能，中频炉对应更多的是螺纹钢，倘若这部分产能被取缔，那么对于螺纹价格将会是极大利好。

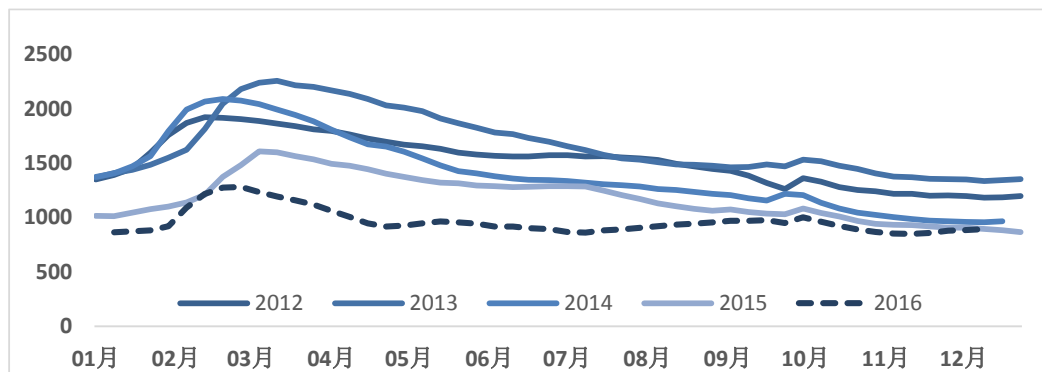
今年钢材库存整体偏低，这也是支撑钢价的重要因素之一，前文我们也提到，今年供需整体存一定缺口，这部分需求靠消耗库存得到弥补，库存之所以没有起来，一方面因前些年钢市一直处于熊市周期，产能出清情况较好，再复产道路相对曲折；另一方面就是今年供给侧改革及常态化环保限产所致，当利润较好时企业复产却受到明显压制。明年供给侧改革将继续推进，中频炉又面临诸多不确定，高炉开工仍存较大变数，我们估计明年整体开工不会高于今年，这对于钢价将形成支撑。

图 2.1.2 重点钢厂钢材库存



数据来源：中国钢铁工业协会 Wind 南华研究

图 2.1.3 钢材社会库存



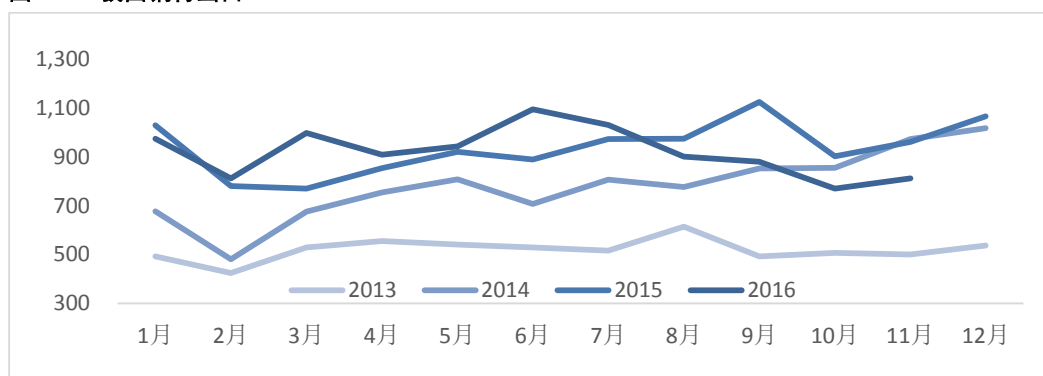
数据来源：Wind 南华研究

需求面一以稳为主

如前文所述, 明年上半年我们认为房地产新开工不会大幅走低, 或于下半年开始走弱, 基建及 PPP 项目有望担任稳增长大旗, 预计全年需求稳定或微幅下滑。

出口方面, 今年 1-11 月份我国钢材出口 1.01 亿吨, 同比减少仅 0.55%, 表现并非如去年预测那样悲观。2017 年虽国际贸易形势可能出现恶化, 但因我国钢材在国际市场竞争力明显, 对于出口我们并不悲观, 预计稳或微幅下滑。IMF 预估全球经济 2016 年将增长 3.1%; 2017 年有望达到 3.4%。外需改善对钢材需求形成一定支撑。

图 2.1.4 我国钢材出口



数据来源: 海关总署 Wind 南华研究

对于明年螺纹钢价格, 我们认为高点可能出现在二季度, 峰值或达到 4200 元/吨, 直接的动力是供给侧改革及行业偏低的库存和补库需求的正反馈, 背景是需求季节性改善和去产能或限产造成的阶段性供需错配。但下半年螺纹钢价格的主要矛盾很可能转移到需求走弱上来, 去产能支撑力度可能面临折扣问题, 鉴于行业在转好, 我们认为低点可能在 2800 元/吨一线。预计热轧卷板最高和最低价格分别为 4500 元/吨和 3200 元/吨。

2.2. 铁矿石篇

2.2.1. 2017-2018 新增产能预计 6000-7000 万吨

2017 年全球铁矿石新增产能主要来自 Roy Hill, Vale, 英美资源的 Minas Rio, 力拓和印度等, 预计全面新增产能在 6000 至 7000 万吨, 主要中高品位矿 (约 5000 万吨)。

表 2.2.1 2017-2018 年全球铁矿石新增产能 (单位: 百万吨)

所属国	公司	项目	产能: CY2016	产能: CY2017E	增产: CY2017E	增产: CY2018E
Australia	Hancock Prospecting	Roy Hill	23	45	22	10
Australia	Vale	S11D	345	360-380	20	20
Brazil	Anglo American	Minas Rio	16.5	24.5-26.5	8-10	2
Brazil	Rio Tinto	Pilbara	330	335	5	15
	其他		0	8-10	8-10	0
合计			714.5	777.5-781.5	63-67	47

数据来源: Bloomberg 南华研究

1、Roy Hill

增产 2200 万吨。2016 年全年产量预计 2300 万吨。2017 年末产能将达到 5000 万吨, 产量预估约 4500 万吨, 上半年产能投放处于“爬坡”阶段, 因此下半年产量将高于上半年。产品为中高品位矿, 块矿占 40%, 2016 年产量中一半供给日本韩国台湾, 剩余销往中国大陆。成本与澳洲三大矿山接近。2018 年将实现全部产能 5500 万吨。

2、Vale

增产 2000 万吨，主要来自 S11D 项目，该项目 2016 年四季度投产，2017 年一季度发货，总产能 9000 万吨，将推迟至 4 年完成，即 2020 年，原计划 2018 年。2017 年产量目标 2000 万吨，产品为高品位矿，与卡拉加斯矿相当。

Vale 2016 年是产量预估 3.4-3.6 亿吨，预计最终为 3.45 亿吨，因卡拉加斯矿增产，品位提高到 63.8%。

3、英美资源 Minas Rio

预计增产约 800-1000 万吨。来自其巴西的 Minas Rio 矿，该矿 2016 年预计实现 1500-1700 万吨产量，2017 年可能实现产量 2450-2650 万吨。离岸成本约 26-28 美金。此外，南非 Sishen 矿减产 600 万吨计划完成，产能调整至 2700 万吨，Kolomela 矿山略超过 1200 万吨，共计 3900 万吨，2017 年不变，离岸成本 27 美金。

4、力拓

2017 年增产约 500 万吨，主要来自于皮尔巴拉矿区的 NIT 二期项目，2016 年四季度开始增加 500 万吨的产能。Silvergrass (2016 年 8 月获得许可权)，预计 17 年四季度实现投产，产能 1000 万吨。2018 年可能达到最大产能 2000 万吨，加上 Autohaul 自动轨道系统完成后，总产能可能达到 3.5-3.6 亿吨。加拿大矿区维持 1600 万~2000 万吨的产销量。

5、其他

Citic 今年 6 月全部 6 条生产线完工，预计年末实现全部 2400 万吨最大产能，2017 年增产 500-700 万吨。该项目成本较高，预计大于 55 美金。

印度铁矿石新政后，Vedanta 公司下属的果阿邦矿山和卡纳塔克邦矿山产量迅速回升，果阿邦矿山 2017 年产量预计回升至 550 万吨，比 2016 年增 330 万吨。

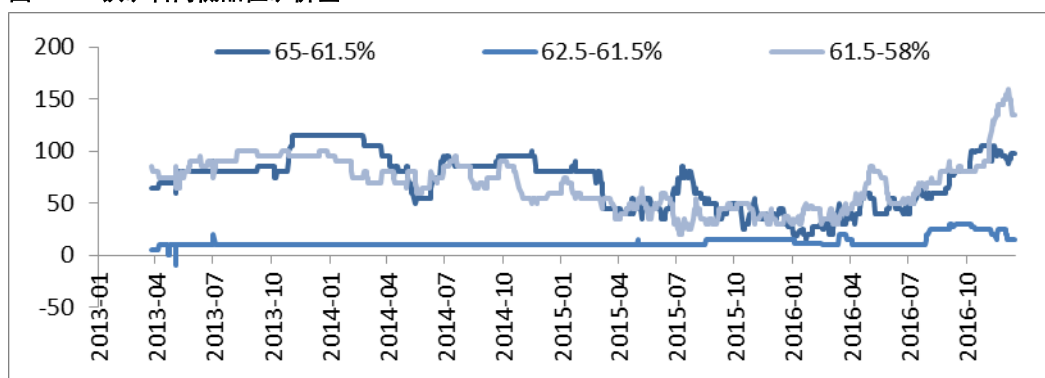
伊朗 Sangan 铁矿公司打算新建 4 座球团矿厂，产能在 1500 万吨，2018 年投产，产品用于国内钢铁业。

2016 年中国原矿产量下降约 9000 万吨，折标准矿约 1500 万吨，主要原因是 2015 年矿价大跌造成大量国内中小矿山退出。近期矿价上涨，一些小矿山出现复产动机，但国内的供给侧改革政策限制下，矿山复产受到诸多限制。预计 2017 年中国的产量会小幅回升。此外，2015 年巴西 Samarco 被关停，造成 3000 万吨的高品位球团矿减产，该矿山今年基本无重启可能。

2.2.2. 高品位矿的风光与钢厂补库需求

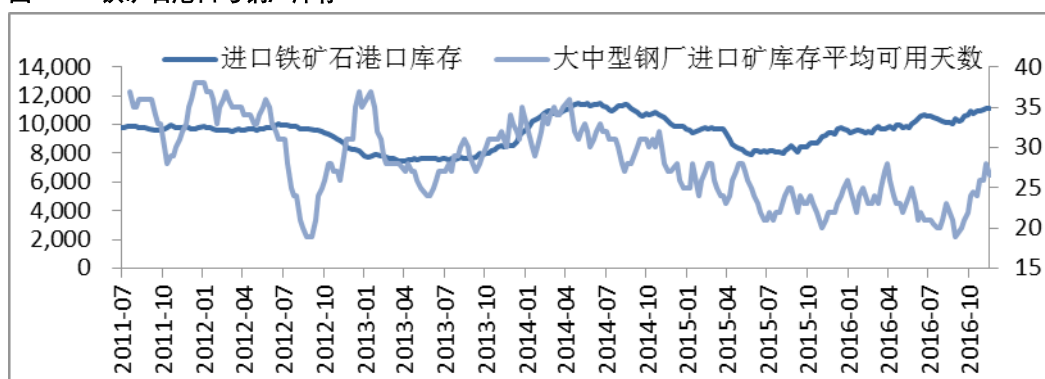
今年以来，伴随矿价上涨，品位价差开始扩大。4 月时，受到供给侧改革限制，钢厂开工难以上行，钢厂纷纷提高入炉品位，增加高品位矿采购，高品位矿升水大幅走强。而下半年以来，伴随焦炭价格大幅上涨，钢厂更加青睐高品位矿，尤其是含硅量低的卡粉和 PB 粉。平均品位 61.5% 的 PB 粉持续升水 62% 普氏指数 4 美金左右，可见市场追捧之热烈。其他中高品位铁矿石资源也同样纷纷走强。近期因高品位矿升水过大，钢厂使用高品位矿生产已经没有优势，所以对其热度开始降温，转而增加低品位资源。但是，如果明年焦炭价格保持高位，叠加去产能和限产等因素限制钢厂开工，则高品位矿仍受青睐，升水有望维持在今年 10 至 11 月的水平。

图 2.2.1 铁矿石高低品位矿价差



数据来源: Wind 南华研究

图 2.2.2 铁矿石港口与钢厂库存



数据来源: Wind 南华研究

今年以来,伴随钢厂利润好转,库存采购增加,港口库存持续回升,而9月以来,伴随钢价上涨,钢厂利润改善并且更倾向高品位矿资源,钢厂主动增库存,大中型钢厂库存平均可用天数从19天一度回升至28天,补库幅度非常强。此外,人民币继续贬值的预期,也对钢厂有主动增加采购的动力。从绝对库存水平来看,目前钢厂进口矿库存水平正常,如果钢价保持强势,利润较好,钢厂仍有一定补库动力,我们预期2017年钢厂进口矿库存可用天数有望回到30至35天。

2.2.3. 2017 供需矛盾—微平衡到宽供给

今年中国钢铁产量小幅增长,加之钢价大幅上涨,钢厂采购需求良好,煤焦大涨也增加了钢厂对高品位进口矿的需求,铁矿石进口增速达到7%。此外,人民币贬值预期也强化了钢厂增加库存的动力,今年中国铁矿石库存预计增加3000-4000万吨左右。预计2017年钢厂集中补库的需求仍将持续,但是会有所减弱,全年进口约10亿吨,同比小幅下降2%。上半年处于钢铁需求旺季和海运供给淡季叠加,整体供求相对平衡。而下半年,因为矿山集中增产和发运旺季叠加,全年海运市场会有2000-3000万吨的过剩。

表 2.2.2 2017 铁矿石供需平衡表

供给（海运市场）	单位	2015	2016E	2017E	2018E
产量（折62%铁分位）		1,370	1,405	1,470	1,517
产能增量			35	65	47
需求（海运市场进口）		2015	2016E	2017E	2018E
需求预估1（折Fe62%）*		1370	1446	1441	1487
中国生铁产量	（百万吨/年）	690	698	691	
中国生铁产量增速	%	-2.8%	1.0%	-1.0%	
中国原矿产量	（百万吨/年）	138	126	130	
中国进口需求		953	1021	1001	
中国进口增速		2.2%	7.1%	-2.0%	
其他国家进口	（百万吨/年）	512	524	540	
其他国家进口增速	%	1.9%	2.5%	3.0%	
需求预估2（折Fe62%）**	（百万吨/年）	1370	1446	1413	1459
过剩/短缺		2015	2016E	2017E	2018E
全部产量-需求预估1	（百万吨/年）	0	-40	29	30
全部产量-需求预估2	（百万吨/年）	0	-40	58	58

*2015年全球进口量14.65亿吨，平均品位约58%，折算成62%标准。

**需求预估2调低了中国的进口需求。

数据来源：Bloomberg 南华研究

简言之，明年需求端，房地产开发投资很可能持续下行，但是制造业会继续复苏，基建投资也将保持稳健，去产能的力度和节奏是最大的不确定性，很可能将成为支撑钢价的重大源动力。而价格和企业再库存行为的反馈，也值得重点关注。

对于铁矿石，1-4 月为矿山海运供给淡季，却是中国钢厂开工旺季，矿价将表现偏强，并且高品位铁矿石仍受青睐。此外，人民币贬值预期也会强化钢厂的补库预期。但基于目前矿价已经在钢厂集中采购下处于高位，预计明年矿价高点不会超出太多，上半年普氏 62%矿价在 65-85 美元/干吨区间，下半年伴随需求走弱和矿山增产叠加，矿价将走弱，预计全年低点在 55 美金左右。全年均价约 65 美金。

2.2.4. 成本

回顾 2016 年，全球各矿山一方面继续着力降低 C1 成本，包括大矿山如 Vale 和 FMG，中小矿山如英美资源、Atlas 等；另一方面，澳元和巴西雷亚尔的回升，原油和海运费的上涨，又令到岸成本上升。预计 2017 年中国北方铁矿石到岸成本 60 美金附近。

但是，如前所述，最终矿价的焦点并不在成本端，中国钢铁需求的回升，钢价上涨带动钢厂的补库热情，加上中高品位矿的结构性紧缺，带动矿价大幅上涨，特别是四季度以来，令矿价远远的脱离了成本区间。这主要是因为矿山生产的刚性特点决定，短期内供求缺口无法修复（所以只能消耗矿山库存，而铁矿石供给集中度高，特别是高品位资源，对价格上涨形成了进一步强化），正如去年末矿价大跌时矿山不会立刻减产一样。因此，明年矿山增产格局确定的情况下，矿价主要矛盾仍在于需求端。

2.3. 双焦篇

2.3.1. 2016 双焦产业回顾—蜕变重生

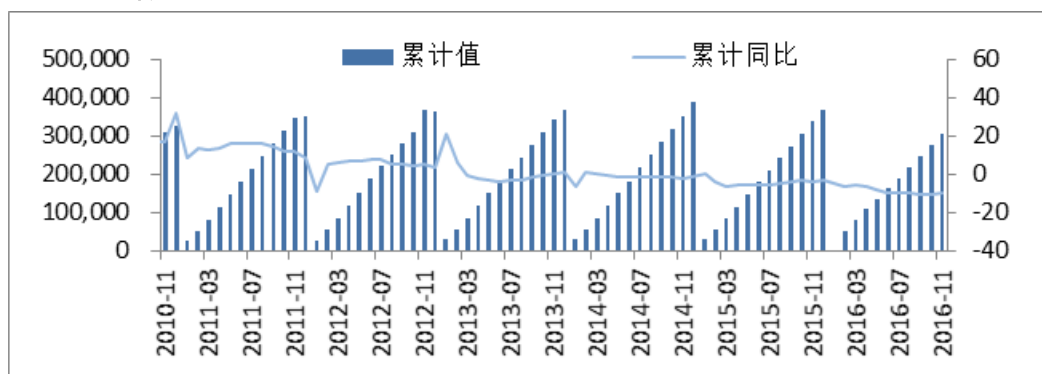
2012 年是我国煤炭行业从“黄金时代”到“铁锈时代”的一个转折点，2012 年下半年开始，煤炭价格一路下跌，至 2015 年行业调整已近四个年头。在市场一片萧条、近乎绝望的时候，供给侧改革

概念问世，以恢弘之势引领煤炭重新走向春天，所谓否极泰来！焦煤期货从年初 555 元/吨一路上扬，最高触及 1676 元/吨，涨幅达 200%；焦炭的涨幅更为惊悚，从年初的 636 元/吨一度越至 2276.5 元/吨，涨幅约 258%，整体走势十分强势，2016 年商品当之无愧的明星品种。

去年底中央经济工作会议中提出了去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务，2016 年作为“十三五”规划元年，注定是攻坚克难、大刀阔斧的一年。煤炭是我国产能严重过剩行业，煤企债务巨大，威胁体系稳定，解决债务问题迫在眉睫。

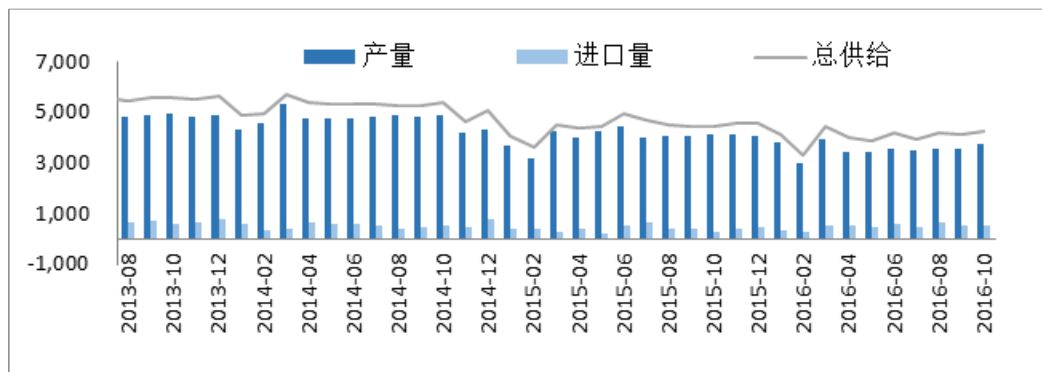
在此背景下，“276 工作日”制度首先在山西展开，后来逐步在全国实施，随着政策的落地，原煤产量迅速下降，供需矛盾阶段性错配愈发明显，价格波动加剧。据国家统计局数据，1-10 月份我国原煤产量 27.4 亿吨，累计同比下降 10.7%；1-11 月份我国原煤产量 30.5 亿吨，累计同比下降 10%，下降幅度收窄 0.7 个百分点，主要得益于 9 月实行的先进矿“276 工作日”放松至 330 的影响，产量有所增加，但根本矛盾并未得到有效解决。炼焦煤 1-10 月累计产量为 3.56 亿吨，同比下降 12.53%，进口量 4869 万吨，总供给为 4.05 亿吨，累计同比下降 8.75%。

图 2.3.1 原煤产量



数据来源：国家统计局 Wind 南华研究

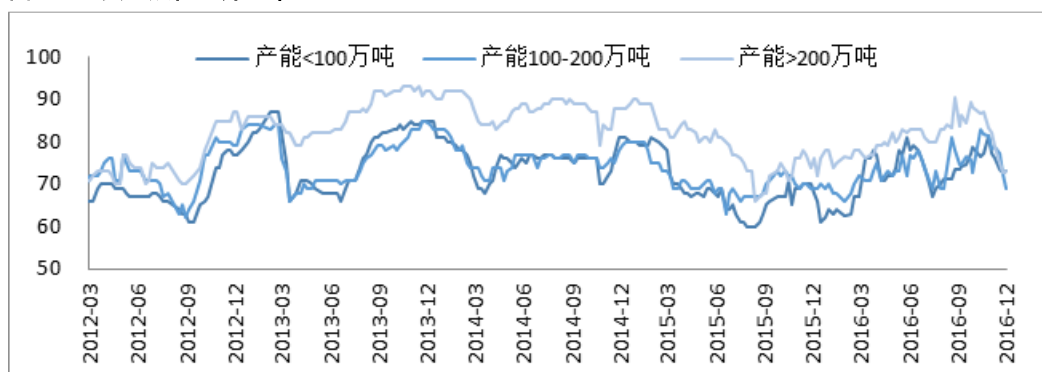
图 2.3.2 炼焦煤产量



数据来源：Wind 南华研究

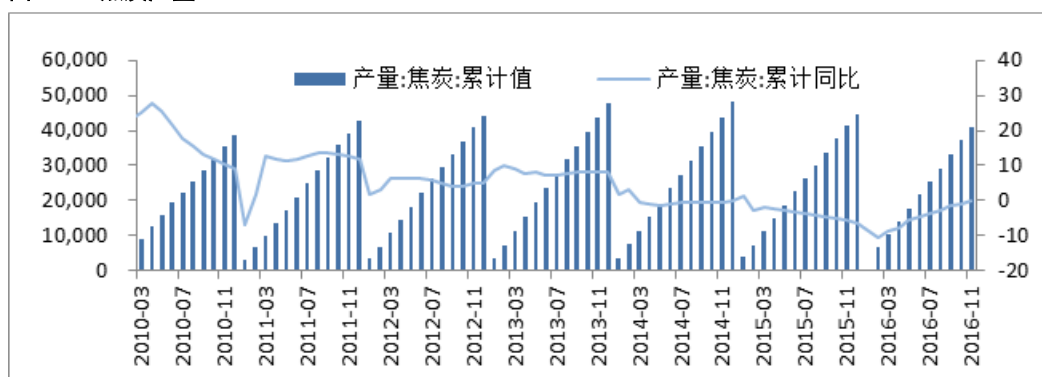
焦炭方面，随着终端需求改善，钢厂采购补库意愿增强，我国独立焦化厂的开工率在利润驱动下亦稳步提高，无论是大型还是中小企业的开工自年初至年内高点基本有 15-20 个百分点的提升，接近满负荷运行；四季度以来受环保限产等影响开工有所下降，但基本保持在 75%，仍高于历史同期。据统计局数据，1-11 月份我国焦炭产量为 4.1 亿吨，累计同比下降 0.2%。

图 2.3.3 独立焦化厂开工率



数据来源: Mysteel 南华研究

图 2.3.4 焦炭产量



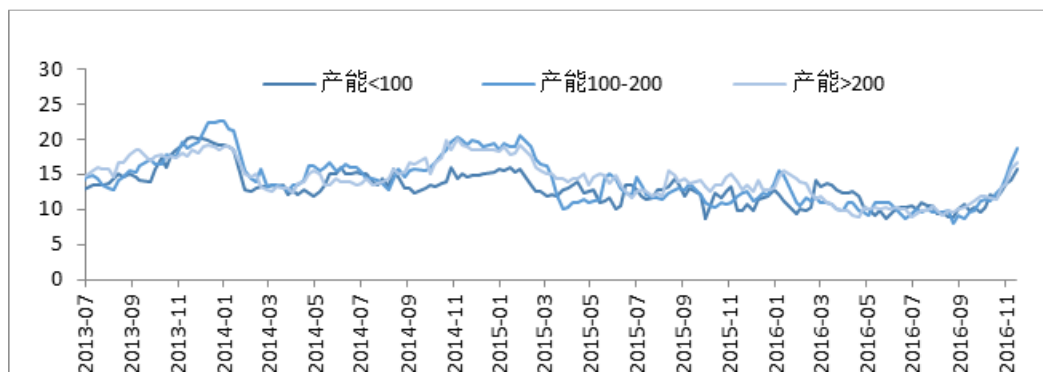
数据来源: Wind 南华研究

2.3.2. 良好需求下的库存见底

正如前文分析,今年房地产市场在政策下销售大幅好转,开发投资走强,带动了钢铁需求,今年1-11月,全国粗钢产量增加1.1%,因此增加了焦炭进而炼焦煤的需求。

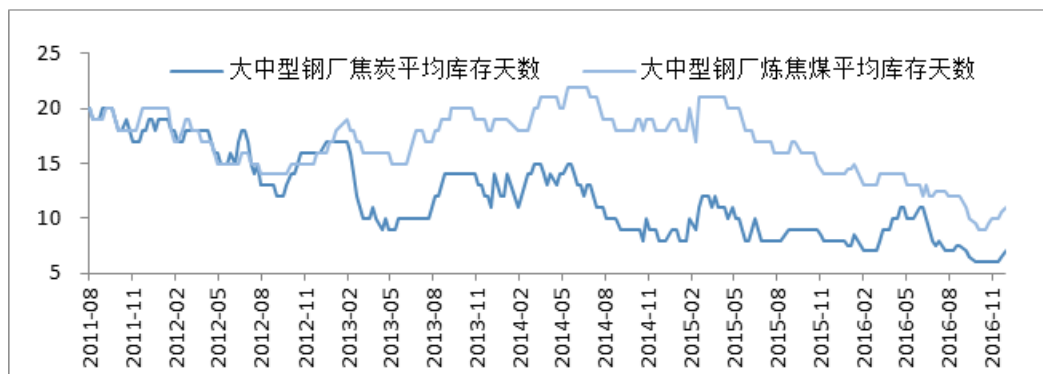
而供给方面,因为价格大跌,今年一季度煤炭产量就下降5.3%,降幅明显,在276工作日制度施行后,焦煤供给就一直存在缺口,库存被动去化,这种矛盾在9月份终于迎来了集中爆发,煤炭库存见底引发价格暴涨,并由此带来了发改委多次召开会议和政策调控。对于焦炭,去年价格低迷,全行业就处于主动去库存状态,因此2015年焦炭产量就大幅下滑6.5%,而去年粗钢产量仅下滑2.3%。需求好转的背景下,库存被动下降至安全线以下,同时成本端焦煤同样大涨,焦炭的牛市自然水到渠成。但是我们也看到,在利润推动焦化厂产能利用率大幅上升后,焦炭产量就开始显著增长,说明焦炭虽然产能过剩情况明显改善,但产能仍然存在瓶颈。因此11月焦煤供应回升,利润良好,焦炭产量就跟随上涨,从而缓解了供给紧缺的局面。

图 2.3.5 独立焦化厂煤焦库存



数据来源: Wind 南华研究

图 2.3.6 钢厂焦煤焦炭库存



数据来源: Wind 南华研究

2.3.3. 2017 展望—黄金时代，空间打开

根据前文预估的 2017 年粗钢产量 7.98 亿吨，我们计算出焦炭消费量约为 4.4 亿吨，出口量约为 0.1 亿吨，总的需求端量为 4.5 亿吨；对应的炼焦煤消费量为 5.31 亿吨，比今年小幅下降。结合以上对煤焦供求量的预估，我们可以做出以下的供需平衡表。

如前所述，今年 4 月实施 276 工作日制度后，焦煤供需缺口开始增加，10 月政策放松，焦煤产量从 11 月开始明显回升，但全年缺口仍在。

2017 年一季度结束后，是否继续严格执行“276 政策”，会对煤炭供给产生很大影响。如果煤炭全行业重新严格实行 276 工作日计划，综合考量去产能计划（1.5-2 亿吨）、环保、季节性因素后，算上明年新增的约 3 亿吨产能，预计 2017 全年原煤产量为 34.6 亿吨，炼焦煤产量 4.5 亿吨，焦煤仍会存在大幅供需缺口，这种情况下，进口保持较强增长，全年进口焦煤约 7000 万吨，但仍不足以弥补供求缺口。而鉴于煤企和焦化厂炼焦煤库存水平仍偏低，焦煤紧缺也会导致焦炭产量出现明显下降，进而焦炭也会出现一定短缺。

如果一季度结束后继续执行 330 政策，当然这种可能性很小，则原煤产量 37.95 亿吨，炼焦煤产量 4.93 亿吨，供给出现过剩，而进口量会大幅下降。同时没有焦煤紧缺的限制，从今年 11 月焦炭开工和产量来看，焦炭产能过剩格局虽然明显改善，但除非环保限产，否则不至于出现产能瓶颈，在产能利用率大幅上升后，焦炭产量就开始显著增长。因此，“330 政策”下焦炭供给会保持宽松。

两种情况对应炼焦煤供应分别为 5.2 亿吨和 5.43 亿吨，对应焦炭产量分别为 4.35 和 4.55 亿吨。

表 2.3.1 2017 炼焦煤供需平衡表（单位：亿吨）

炼焦煤	2015	2016E	2017E
需求量	5.26	5.35	5.31
产量（276）	/	4.36	4.5
产量（330）	4.83		4.93
进口	0.48	0.59	0.5-0.7
过剩/缺口	0.05	-0.41	-0.11
			0.12

数据来源：南华研究

表 2.3.2 2017 焦炭供需平衡表（单位：亿吨）

焦炭	2015	2016E	2017E
需求量	4.395	4.43	4.4
产量（276）	/	4.48	4.35
产量（330）	4.48		4.55
出口	0.099	0.1	0.1
过剩/缺口	-0.015	-0.05	-0.15
			0.05

数据来源：南华研究

我们认为政策可能会介于两者之间，即，继续施行 276 工作日制度，但是会对先进产能给予一定放宽。一方面，2017 年是“十三五”规划的第二年，中央工作会议再次强调供给侧改革，煤炭行业去产能仍是政策重点，明年仍有 1.5-2 亿吨的去产能计划，并且，对煤炭行业落后、非法产能的淘汰也将加大力度。煤炭产量大增的局面不会出现。另一方面，煤价上涨过高也引起了发改委等部门的关注，有意通过政策调控供给，控制煤价的上限。更进一步，在一季度结束后如果重新实施“276 政策”，煤炭不会立刻出现紧缺，但如果政策执行的比较严格，则持续的去库存后，三季度煤焦仍可能迎来结构性紧缺的局面。

从前文分析的需求端来看，明年的需求矛盾并不突出，从钢材终端消费来看，房地产市场的需求或有所抑制，看点在制造业和基建，总体来看我们认为终端需求保持平稳或小幅下降。另外，我们认为目前上下游的库存仍处于补库存周期内，若明年价格波动高位波动，产业链上下游有望保持积极的补库热情。

综上，我们认为双焦在 2017 年的投资机会仍较大，结构性行情机会多，价格整体保持强势，供给受政策限制和低库存，决定价格不存在大幅下跌基础。政策的不确定性是最主要的决定因素。

第3章 2017 黑色产业投资策略

3.1. 单边策略

明年上半年螺纹钢预期依然强势上涨的基础，建议择机做多 RB1705，入场区间 2900-3200，目标位 4000-4200。

铁矿石上半年也会表现偏强，I1705 在低于 560 可尝试买入，目标位 650-680。下半年如果房地产开发投资和宏观经济走弱，可关注逢高做空 I1801 机会。

焦煤焦炭，上半年供求矛盾不大，多为阶段性行情，但预期在重新施行“276 政策”后，库存或将重新下降，并由此带动双焦走强，可于 1500-1600 区间做多 J1709，目标 2000-2200；于 1100-1200 区间做多 JM1709，目标 1500-1600。

3.2. 复合策略

对冲套利，继续看好行业利润，当螺纹钢虚拟利润位于 0-200 时，可择时做多利润，因供给侧改革、环保限产及补库存等因素，预计利润最高可达 800 甚至更高；认为基于供给端差异，下半年焦炭表现应强于铁矿石，当 J1709/I1709 比价低于 2.7 时，可做多该比价套利。

3.3. 风险提示

宏观经济出现较大下行；
房地产投资跌幅超预期；
钢铁、煤炭供给侧改革力度的不确定性；
人民币贬值超预期。

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 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 1003
 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

广州市天河区花城大道 68 号 2008 室、2009 室
 电话：020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
 电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3 室
 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 8 层 805 室
电话：0351-2118018

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

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 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

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

免责声明

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。