

风险与机遇并存

【摘要】

螺纹钢，3 月份在需求释放不及预期和整个采暖季限产力度不及预期的共同打击下出现暴跌，二季度尽管建材类产品的利润有所压缩，但钢厂仍有意愿快速恢复满产的状态，产量有一定增量。需求端北方工地开工偏慢，南方开工情况较预期也有差距，目前情况来看去库进度仍不力。目前钢价处于电炉炼钢的成本的长期支撑，但库存压力叠加长流程钢厂有一定的复产量，钢价短期下跌风险仍未解除。我们认为，二季度流动性紧缩格局会有些微缓解，叠加二季度是基建施工旺季，房地产施工也可能出现“赶工期”的局面，因此，整个终端需求，仍有一定期待。钢材库存有望迎来缓慢去化，带动钢价震荡反弹。二季度上海螺纹钢现货价格区间预计在 3300—3800 元/吨。

热卷，与螺纹相比，目前供求矛盾并不突出，生产热卷的钢厂接订单处于饱和状态，厂内库存偏低，库存流转也较为顺利，但远期来看热卷风险仍存。一方面，年中开始，热卷新上轧线较多，有一定的供给增量，而一旦螺纹走弱，热卷轧线产能充足，也难免被拖累；另一方面，下游涂镀加工产业处于恶性竞争环境下产品利润不断被压薄，但产能过剩短期难以缓解。因此卷板的供需压力还在逐步累积的过程中，并有向上游传导的可能。因此我们认为热卷的正套逻辑强于螺纹，远月的压力相对较大。二季度上海热卷现货价格区间预计在 3500—3900 元/吨。

铁矿石，400 附近的现货价格对于钢厂采购有较好的性价比，因此矿石继续大幅下跌的空间不大，但上涨动力仍有待于成材的提振。后期矿石更多是节奏化的走势。短期来看钢厂库存下降明显，叠加北方钢厂陆续复产，有一定补库需求支撑。但中长期来看，前两年铁矿石重点炒作的主要矛盾问题现在都有缓和的迹象，吨钢利润阶段性回落叠加高品矿供给增长明显，矿石无论总量矛

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货 研究所

李晓东 高级总监

lixiaodong@nawaa.com

0571-88393740

投资咨询职业资格号

Z0012065

王泽勇 煤焦研究员

wangzeyong@nawaa.com

0571-89727505

从业资格号

F3035049

杨雅心 钢矿研究员

yangyaxin@nawaa.com

0571-87839255

从业资格号

F3025703

盾还是结构矛盾都明显缓解，中长期上涨空间也将受限。关注 05 交割问题带来的 5-9 反套机会，以及 I1809 逢低做多机会。

焦炭，现阶段焦化厂已经处于盈亏平衡点，在成本端焦煤价格比较刚性因此有支撑的情况下，焦企或主动限产。我们预期终端需求仍会复苏，钢材库存逐步去化，钢厂在复产的基础下将进行补库，带动焦炭价格重回上涨。但在目前下游港口和钢厂库存均处于高位，去库速度仍是关键。此外，环保限产也需要重点关注。钢材终端需求不及预期是最大的风险。

焦煤，目前高低硫煤结构依然存在。随着焦炭现货价格的大幅下跌，焦化利润大幅缩窄，焦企或有主动限产。同时继续压低库存，压价煤价。供应方面，煤矿复产，下游去库存，导致煤矿库存继续增加，外煤或有小幅增量，整体供需稍宽松，焦煤价格仍将承压。如果后市钢材需求转暖，由下而上传导，也将提振焦煤价格，但是焦煤上涨动能较弱。煤焦中，焦炭是更好的做多品种，值得关注。

风险方面，警惕宏观经济和终端需求超预期走弱；钢材去库存不及预期；全球政治和贸易冲突升级等风险。

单边策略，推荐 1700 附近逢低做多 J1809，，目标 2100；450 以下逢低配置 I1809 多单，目标 520。

套利与对冲策略，推荐多 J1809 空 J1901，40 附近可择机介入，目标 120；多 I1809 空 I1805，于 10 附近介入，目标 30；多 I1809 空 I1901，10 以下择机介入，目标 30；多 J09 空 JM09，比价 1.5 以下介入，目标 1.65；做空 10 螺纹虚拟钢厂利润，1750 以上（RB10-1.65I-0.5J）入场，目标 1400。

目录

1. 宏观和终端需求	5
1.1. 货币财政双紧缩.....	5
1.2. 房地产投资整体回落，4-5月有望季节性偏强.....	6
1.3. 财政政策收紧，基建投资承压.....	7
1.4. 制造业有回落风险，补库存阶段结束，产能出清支撑.....	8
1.5. 主要下游消费行业情况.....	9
1.6. 钢材出口.....	11
2. 钢材供给与库存	12
2.1. 行情回顾.....	12
2.2. 钢厂利润与开工.....	13
2.3. 电炉炼钢成本偏高，产量释放弹性大.....	14
2.4. 螺纹热卷产量与库存.....	15
2.5. 钢材小结.....	18
3. 铁矿石供求	18
3.1. 行情回顾.....	18
3.2. 环保限产影响钢厂补库意愿和用料结构.....	19
3.3. 铁矿石产量、发运与进口.....	20
3.4. 港口库存结构上风险增大.....	23
3.5. 品位价差和块矿溢价.....	24
4.6. 交割贴水与质量调整.....	25
4.7. 铁矿石小结.....	25
4. 焦炭焦煤供求	25
4.1. 行情回顾.....	26
4.2. 焦炭开工、产量与库存	27
4.3. 焦煤产量、进口与库存.....	30
4.4. 焦炭焦煤小结.....	32

5. 策略与风险	33
5.1. 单边策略.....	33
5.2. 套利与对冲策略.....	33
5.3. 风险提示.....	33
南华期货分支机构	34
免责声明	35

1. 宏观和终端需求

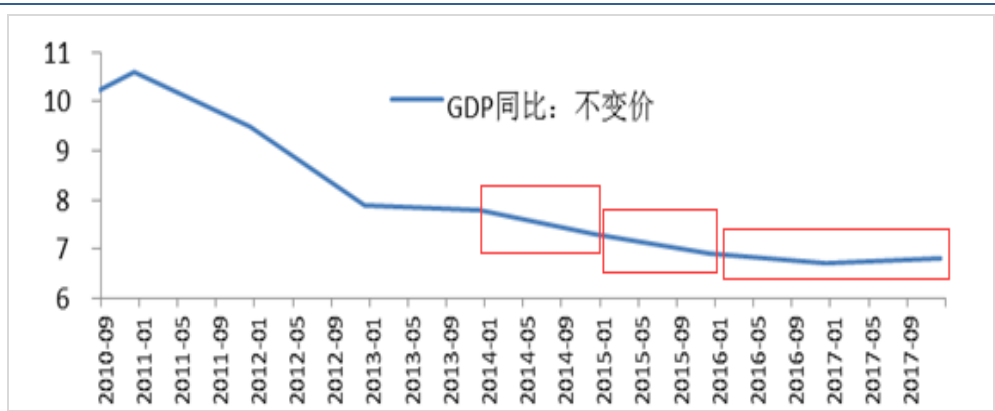
虽然 1-2 月宏观经济数据表现稳健，但“十九大”和经济工作会议再度强调“金融去杠杆”，货币环境维持偏紧。并且，中央对地方基建项目展开严查整顿，PPP 项目库受到清理，融资端也遭到收紧，所以，今年《政府工作报告》将赤字率目标下调到 2.6%，也就在情理之中了。货币财政双紧缩，宏观经济和周期品需求面临一定压力。此外，房地产调控维持，按揭贷款利率上调，1-2 月的商品房销售继续走弱，排除价格因素后，房地产投资的重要两项——土地购置和新开工——增速都出现了明显回落，进一步增加了钢材需求的长期压力。制造业在地产、基建放缓的带动下，结合环保标准提高，也受到了一定影响，商品价格见顶回落，补库存周期已经结束，但是经过供给侧改革，产能格局改善，为制造业提供一定支撑。伴随国内钢价走弱，出口利润回升，钢材出口有可能重回增长。但是贸易战为钢材和家电的出口前景增加了一些不确定性。

展望 2 季度，虽然货币财政政策双紧的格局不会改变，但是当前商业银行由被动去杠杆转为主动去杠杆，同业拆借利率小幅回落，流动性紧缩格局有些微缓解的迹象，国债期货也反映了利率见顶的预期。叠加二季度是基建施工旺季，房地产施工也可能出现“赶工期”的局面，因此，对钢材整个终端需求，仍有一定期待。

1.1 货币财政双紧缩

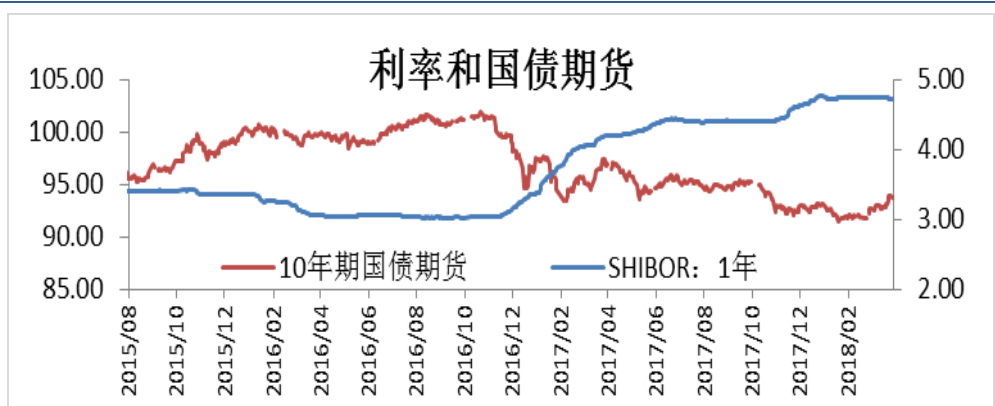
《政府工作报告》指出，2018 年 GDP 目标为 6.5%，赤字率下调到 2.6%。当前阶段，政府的施政重点在去杠杆，淡化 GDP 目标制，下调赤字率，与持续一年半的去杠杆一致，进而投资必然下降。利空周期品需求。目前施政焦点在供给侧结构性改革，而不是需求管理。

图 1: GDP 和赤字率目标下调



资料来源: 国家统计局、南华研究

图 2 货币政策持续偏紧, 但利率或许已经见顶



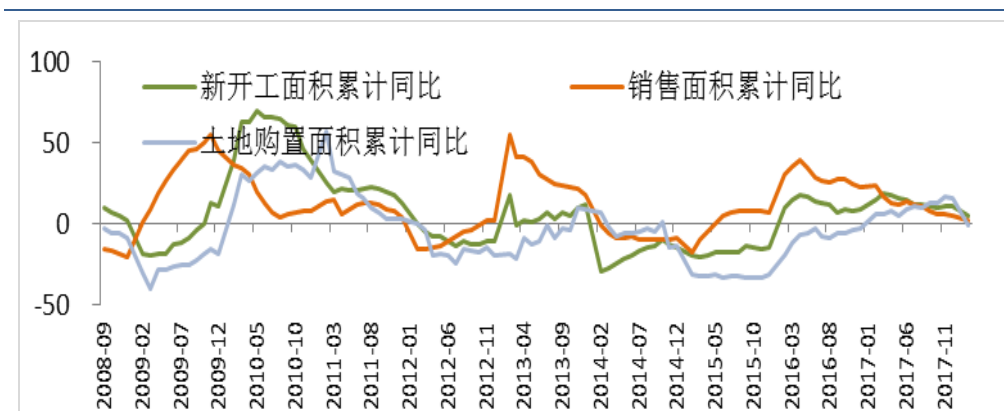
资料来源: 国家统计局、南华研究

1.2 房地产投资整体回落, 4-5 月有望季节性偏强

1-2 月房地产投资 9.9%，但土地购置同比却回落 1.2%，新开工面积增速也下降到 2.95%，表明排除价格因素后，新开工仍有下滑的压力。商品房销售也继续回落。销售一般领先投资 1-2 个季度，但这一轮销售见顶回落，已经一年有余，因为库存去化良好，因此投资持续保持了稳健增长，但是伴随销售放缓和资金来源承压，地产投资回调的压力越来越大。当然，整体库存水平低，依然有望对投资提供支撑，并且，今年仍 580 万套未完成的棚户区改造工程，也将对投资有一定支撑。

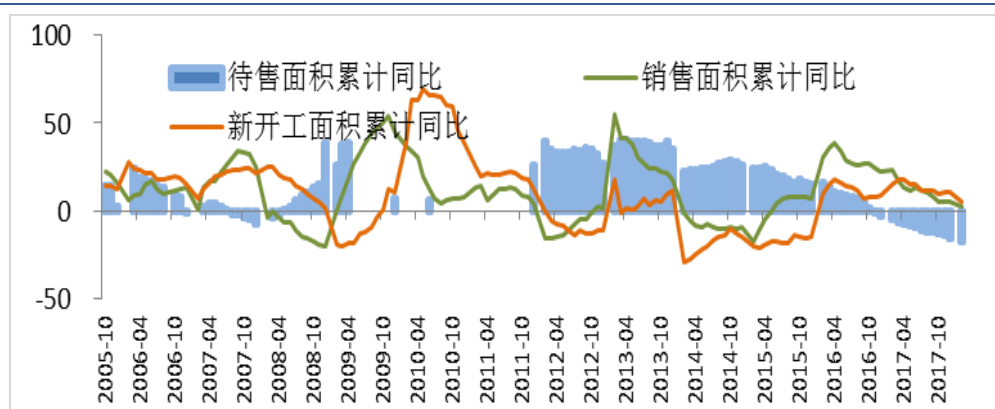
并且，在环保持续对工地开工进行限制后，很多工程面临赶工期，短期内需求有集中释放的可能性。

图 3: 商品房销售持续下行, 土地购置和新开工承压



资料来源：国家统计局、南华研究

图 4 整体库存去化良好将对投资提供一定支撑



资料来源：国家统计局、南华研究

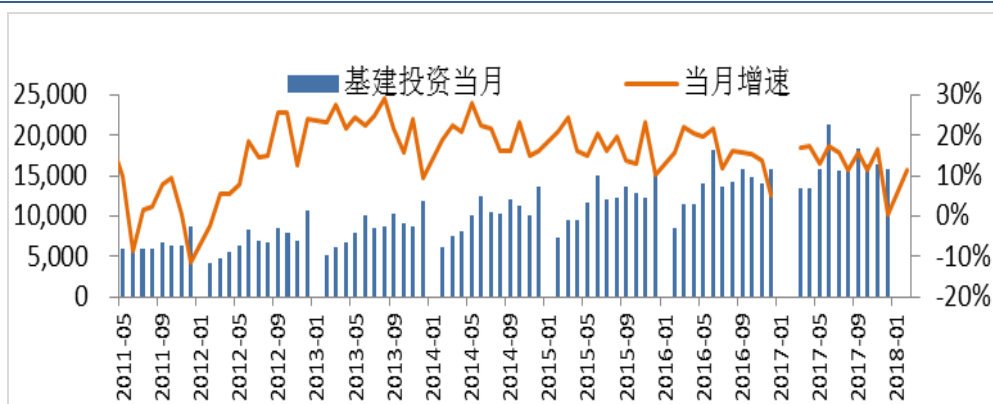
1.3 财政政策收紧，基建投资承压

《政府工作报告》将赤字率下调到 2.6%。基建投资增速延续回落，1-2 月基建投资同比增长 11.3%，为 2012 年 8 月以来最低，较 2017 年同期低了近 10 个百分点。基建投资面临压力，主要有以下几点原因：1) 告别需求管理时代，基建投资动力不足；2) 目前各级政府的施政重点在于供给侧改革，环境治理，继续大幅基建投资的激励不足；3) 今年中央多次发文，对地方政府融资做出规范，严厉打击地方违规融资和地方融资平台，地方政府财源受到严格约束；年末 PPP 项目库清理，国有大行暂停对 PPP 放款，基建面临融资不足；4) 去年底，发改委叫停各地地铁项目批复，进一步表明对基建的审慎态度。此外，减税改革继续推进，增值税税率下调，政府让利于民，收入增长必将面临进一步回落，也限制了其财政能力。

从季节性上看，2 季度是一些重大工程施工的旺季，叠加赶工期情况，基建投资有

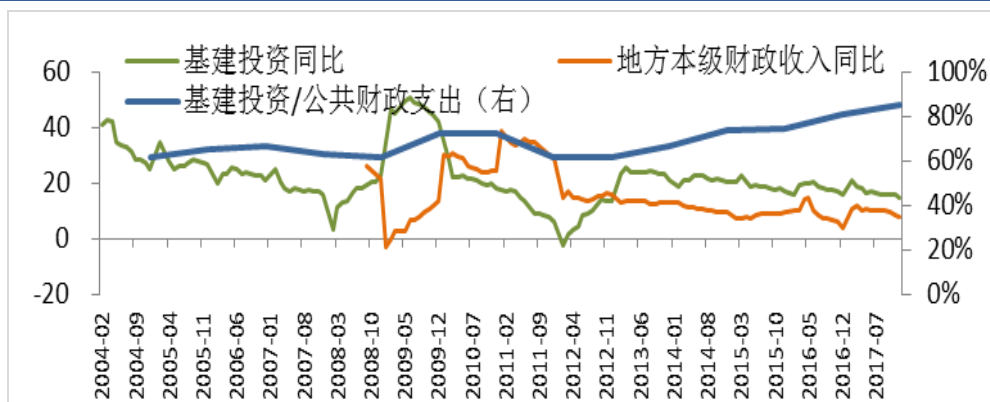
望维持阶段性偏强。

图 5 基础建设投资（亿元）



资料来源：国家统计局、南华研究

图 6 基建投资对地方财源要求很高



资料来源：国家统计局、南华研究

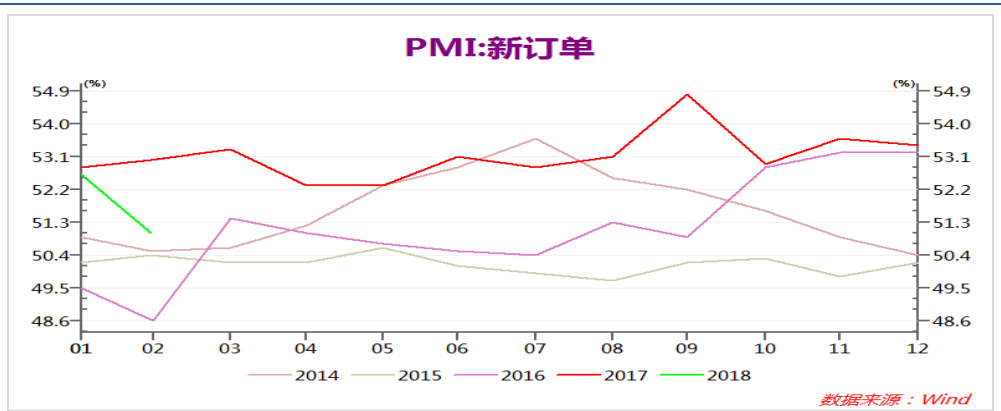
1.4 制造业：有回落风险，补库存阶段结束，产能出清支撑

1-2 月制造业 PMI 季节性回落超预期，一方面是房地产和基建回落下，制造业有回落压力；另一方面，环保要求增加，北方普遍的冬季限产有一定影响。

商品价格面临回落，从价格和补库周期的传导来看，库存周期面临结束。

但是，经历了自 2011 年以来的长期、深度调整，叠加供给侧改革，产能过剩格局明显改善。对制造业有一定支撑。

图 7 制造业有所走弱



资料来源：Wind、南华研究

图 8 补库存周期面临结束

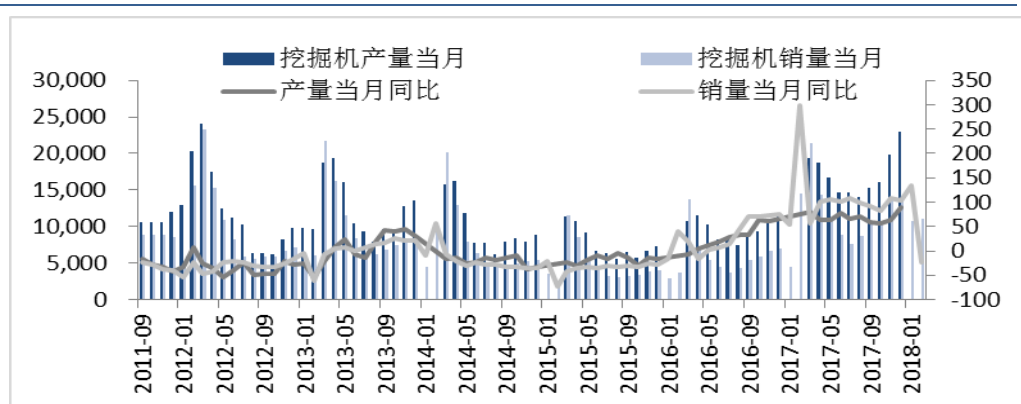


资料来源：国家统计局、南华研究

1.5 主要下游消费行业情况

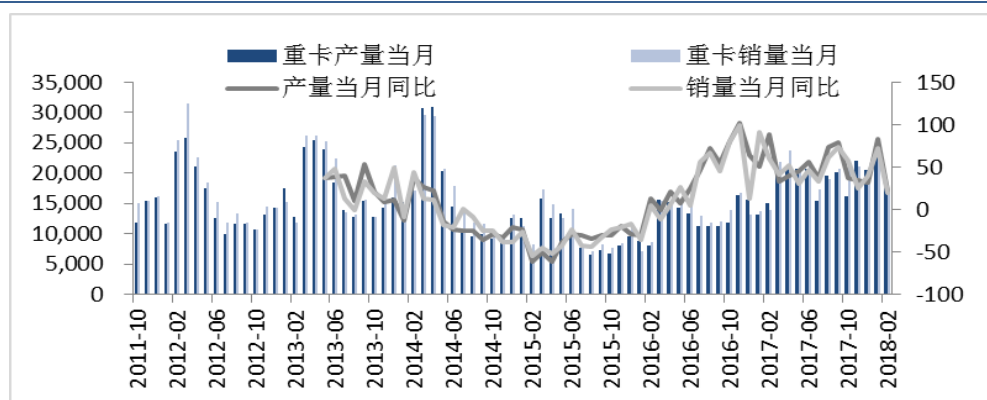
工程机械去年保持了超高的产销增速，然而伴随地产投资开工回落，1-2月增速也明显回落，本身滞后地产基建7-10个月，也将受到压力。但整体保有率低位，进入置换周期，提供支撑。

图 9 挖掘机增速回落明显



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

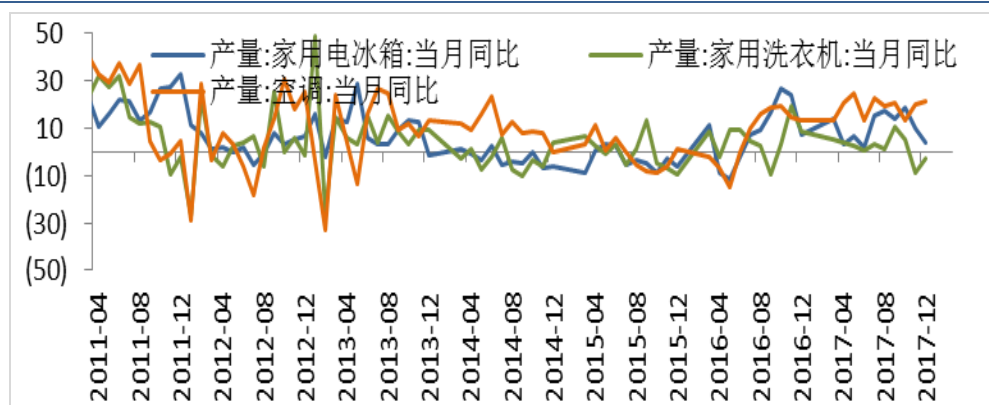
图 10 重卡增速回落



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

家电滞后商品房销售，目前除空调外，冰箱和洗衣机销售纷纷下滑，库存快速回升，未来产量也面临一定压力。此外，中国家电出口占有较大比重，美国发动贸易战，家电出口需求或将面临压力。

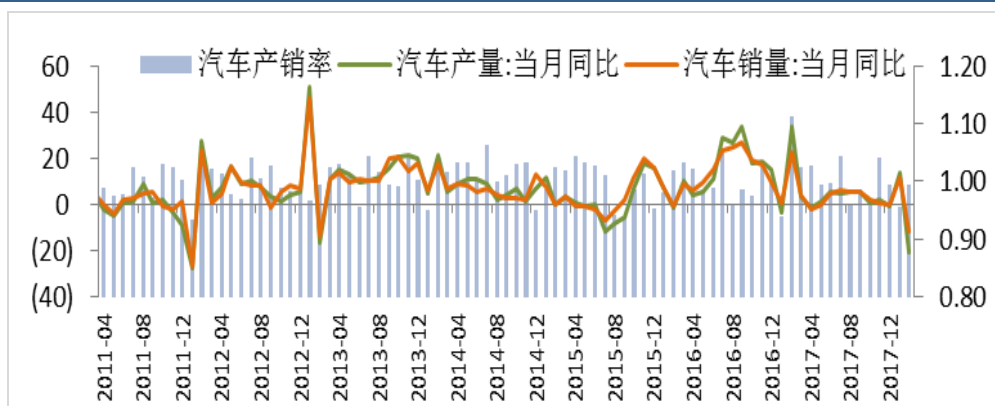
图 11 家电受房地产周期影响，预期回落



资料来源：国家统计局、南华研究

汽车 1-2 月产销增速显著回落，购置税政策透支需求，目前汽车行业主动去库存。预计未来产量增速维持弱势。

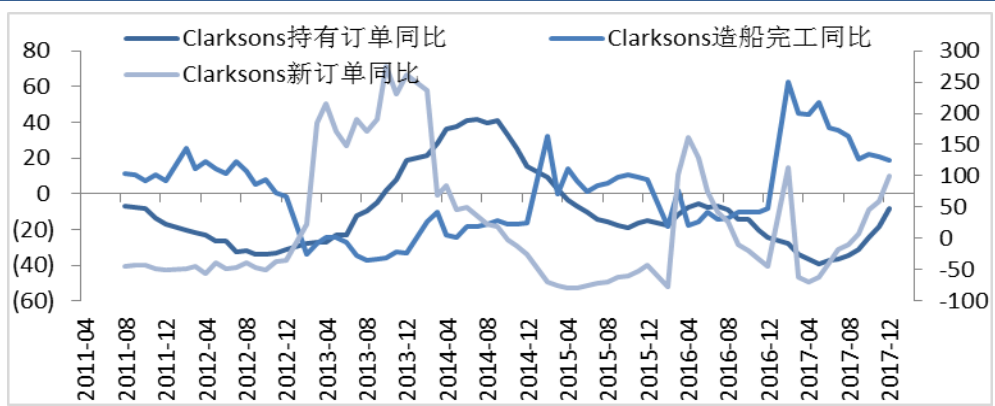
图 12 汽车去库存，政策效应后消化期，产销增速可能继续回落



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

伴随全球贸易回暖，航运业长期整合，造船和集装箱业显著回暖，未来有望维持产销两旺。

图 13 造船行业强势复苏，新订单快速增长



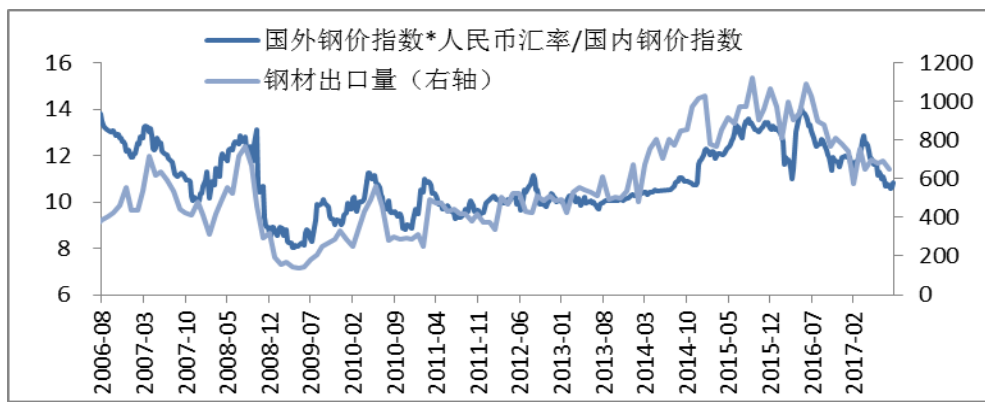
资料来源：国家统计局、南华研究

1.6 钢材出口

去年钢材出口不断下滑。一方面，国内钢材供应偏紧，钢价持续走高，钢厂出口意愿较低；另一方面，人民币持续升值进一步削弱了出口价格优势。伴随近期国内钢价下跌，出口利润窗口打开，出口有望增加。

但是，伴随出口增加，国际钢价也将受到拖累。同时，以美国带头发起的贸易战，尤其针对中国钢材和家电等商品，令钢材出口和需求面临一定压力。

图 14 钢材出口维持弱势



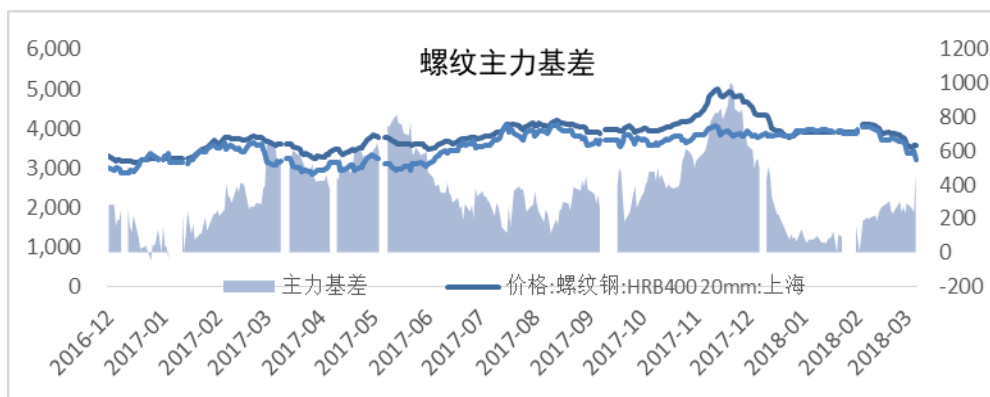
资料来源：国家统计局、南华研究

2. 钢材供给与库存

2.1 行情回顾

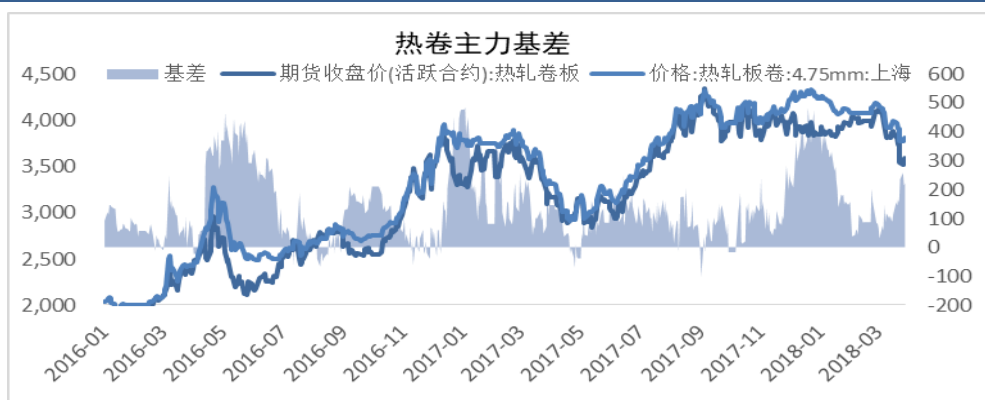
一季度成材走出冲高回落的走势，年初市场预期普遍乐观，钢贸商冬储积极，钢价高位运行，一度突破 4000 关口。但随着限产期内钢产量及社会库存量持续增大，供给压力不断累积，钢贸商囤货风险激增，3 月份后，终端需求启动偏慢，复工预期明显落空，社会库存压力释放，托盘冬储资金断裂，叠加宏观风险因素，钢价出现大幅下挫。其中螺纹钢一个月累计跌幅达到 17%，一度跌破 3400，热卷跌幅也达 14%。从基差来看，螺纹期现同步下挫，现货端贸易商托盘风险释放，而热卷出货情况良好，现货较为坚挺，基差明显扩大，盘面跌势更多受情绪影响。

图 15 螺纹价格走势和基差



资料来源：Mysteel、南华研究

图 16 热卷价格走势和基差

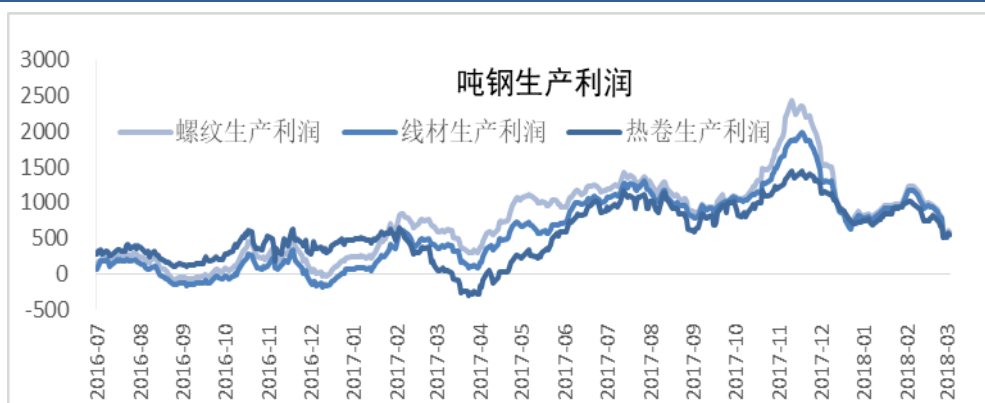


资料来源：Mysteel、南华研究

2.2 钢厂利润与开工

一季度吨钢利润较前期高点大幅回落，由 1000 以上的高位回落至 500 区间。建材利润降幅较大，目前建材与卷板利润差已基本持平。尽管吨钢利润降幅超过 50%，但对于钢厂而言利润仍较为丰厚，目前钢厂盈利比例仍处于高位，利润刺激下钢厂仍以产量释放最大化为经营目标。

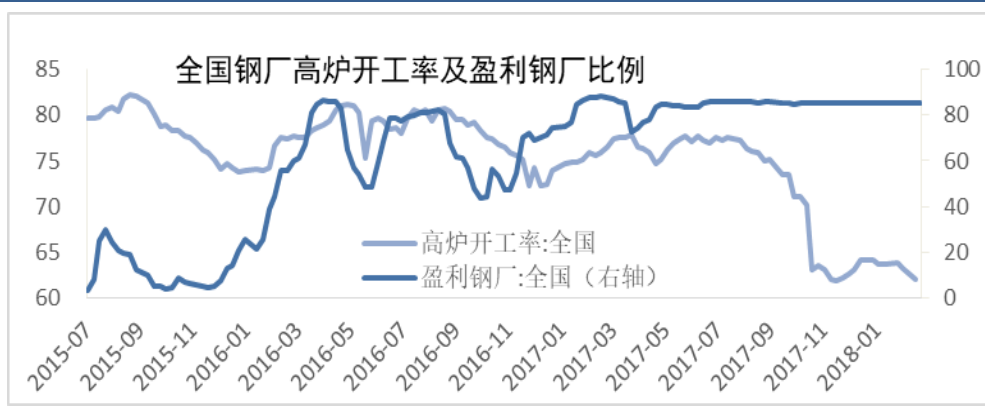
图 17 去产能和淘汰地条钢的政策红利下，吨钢毛利润大幅走高



资料来源：南华研究

区别于 2016 年采暖季重污染天气应急限产的弹性机制，2017 年北方 2+26 采暖季提前制定了限产方案，整个限产期内唐山高炉开工率都被限制在 60% 以下，高炉开工率和产能利用率都明显偏低，随着采暖季结束，3 月下旬到 4 月上旬北方钢厂陆续点火复产，尽管唐山、邯郸等地陆续发不了非采暖季的限产要求，但高炉开工率仍有 10% 以上的回升空间。

图 18 全国盈利钢厂比例和高炉开工率



资料来源: Wind、南华研究

2.3 电炉炼钢成本偏高，产量释放弹性大

随着中频炉的大范围取缔，市场对新增电弧炉产能的关注度明显增大。2018 年国家将加快产能置换的步伐，电弧炉企业的发展速度也将有所加快。但国内废钢资源短缺、电力供应不足等因素，仍是制约电炉炼钢发展的主要因素。根据我们的成本估算，目前短流程炼钢成本一般为 3500-3700 元，高于长流程 800-1000 元，一季度由于转炉废钢添加量大幅提升，导致废钢价格再度上涨，直接将电炉炼钢成本继续上涨，而钢价 3 月跌幅较大，已率先跌破电炉钢冶炼成本。因此，二季度环保限产影响弱化后，成材产量的边际变化量集中在成本较高的电炉部分。此外，废钢供应增加，电炉成本也有一定下移空间，但是预计在 3300 元/吨有较强支撑。

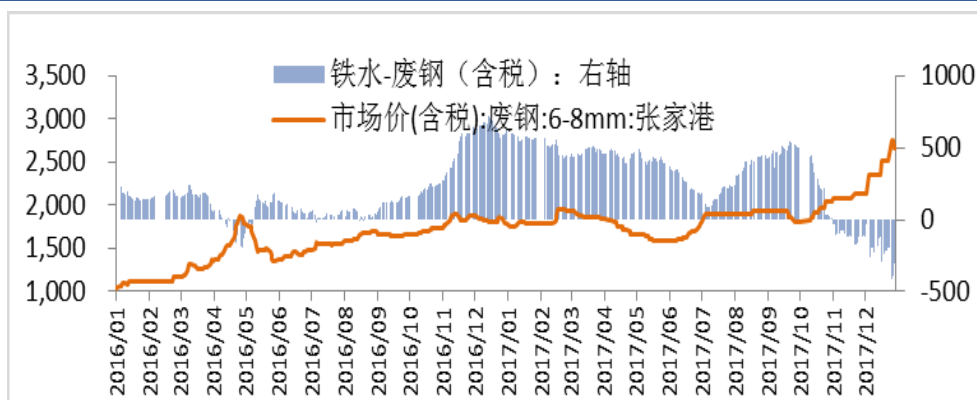
图 19 电炉钢成本估算 (元/吨)

	废钢平均成本	平均电耗	电极用量	电极价格	电极费用	耐材	氧气	精炼费用	平均总成本	平均生产利润
2018-01-19	2710.6	400	0.00215	160000	344	60	50	100	3636	234
2018-03-19	2800.0	400	0.00215	160000	344	60	50	100	3758	-198

资料来源: Wind、南华研究

另一方面，对于长流程钢厂而言，二季度限产压力基本解除，铁水相对于废钢的成本优势显现，钢厂倾向于恢复高炉铁水产量，而适当下调转炉铁水调价比例，整体折算长流程钢厂在复产期内将有 5% 左右的产量增幅。

图 20 长流程钢厂的铁水与废钢成本比

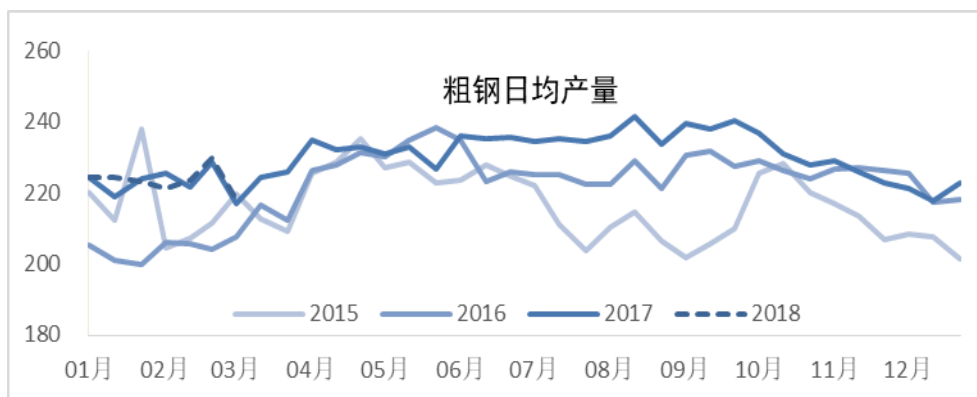


资料来源：Mysteel、南华研究

2.4 螺纹热卷产量与库存

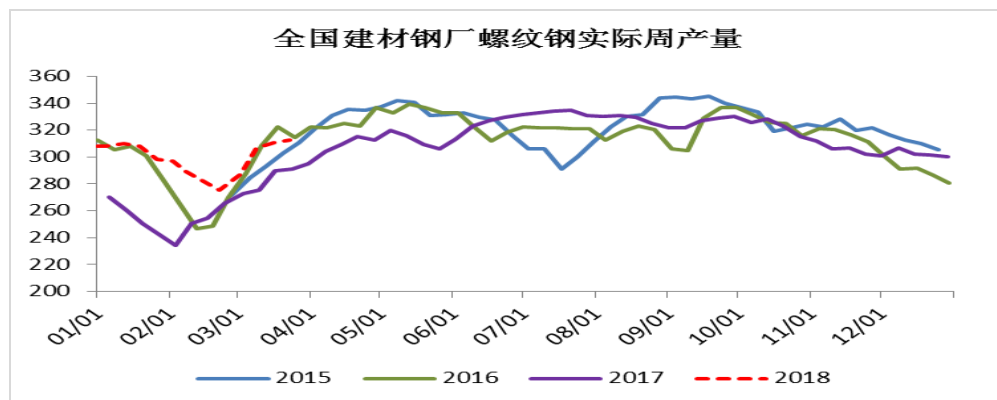
整个采暖季南方钢厂除了必要的检修基本处于满产状态，而北方限产区域的钢厂则通过转炉增加废钢比例等途径最大限度的保证生产，因此国内粗钢日均产量在 2017 年底的集中检修期内有所回落，整个一季度日均产量都保持在 220 万吨以上，直至两会期间限产力度再度加强。分品种来看，螺纹需求季节性更明显，而热卷产量波动较小，年后甚至出现小幅减产。

图 21 粗钢日均产量



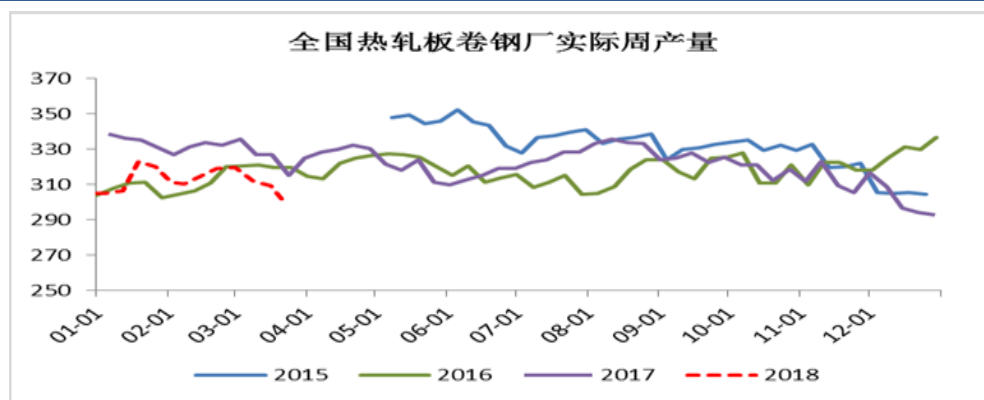
资料来源：Wind、南华研究

图 22 螺纹周度产量持续高位（万吨）



资料来源：Wind、南华研究

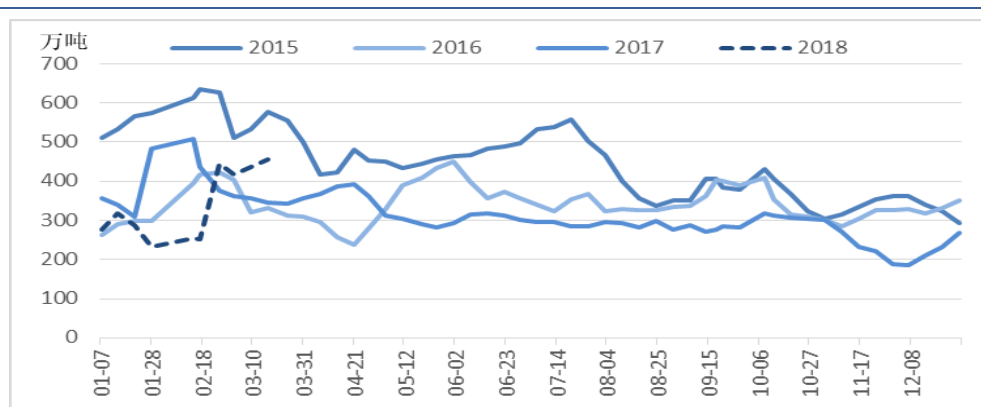
图 23 热卷产量高位回落（万吨）



资料来源：Mysteel、南华研究

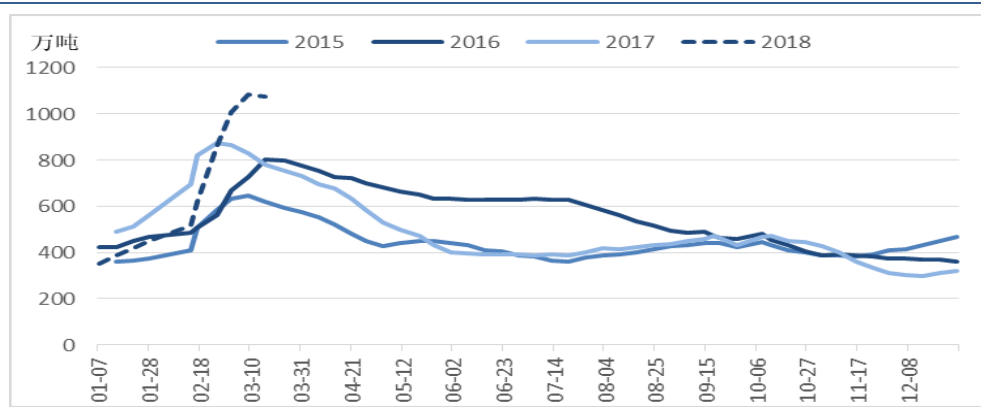
由于整个限产期内钢厂实际产量并未受到明显抑制，一季度螺纹的厂内库存和社会库存均明显上升，其中全国螺纹钢社会库存累计增加超过 600 万吨，高峰期单周累库幅度超过 100 万吨，库存总量创近几年新高，华东、华南等需求集中地区多数仓库出现爆仓、船舶严重压港的现象。由于南方托盘冬储量占比超过 40%，贸易商资金压力较大。但金三银四的需求释放并未如期而至，南方需求释放不及预期，北方复工延后，使得库存压力短期明显激化。而目前需求仍没有大幅改善的迹象，钢厂产量小幅回升叠加库存压力较大对二季度钢价走势仍有压制。

图 24 螺纹钢厂内库存变化



资料来源：Wind、南华研究

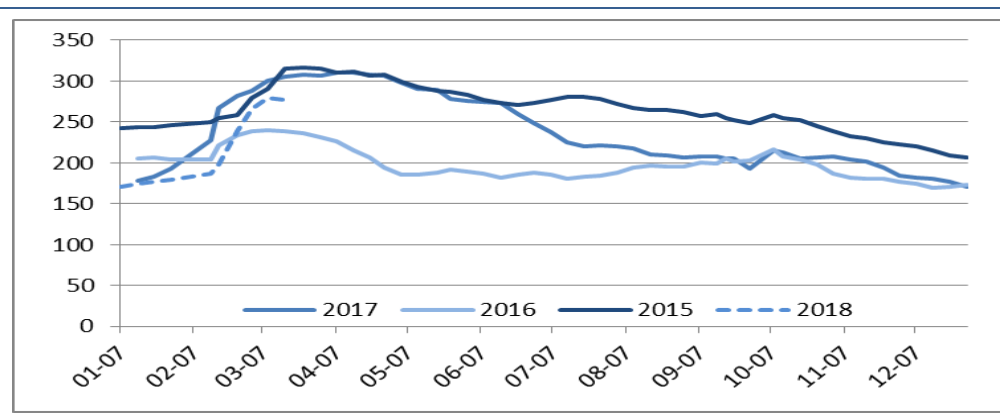
图 25 螺纹钢社会库存压力巨大 (万吨)



资料来源：Mysteel、南华研究

热轧卷板的库存情况较为健康，多数生产热卷的钢厂接订单处于饱和状态，厂内库存偏低，春节后卷板仓库的存货流转也较为顺利，终端制造业等行业年后如期恢复生产，部分下游加工企业反映，由于热轧、冷轧基料供应偏紧，导致加工产线的开工不足。因此预计热卷后期去库仍较为顺畅。

图 26 热卷社会库存持续下降 (万吨)



资料来源：Wind、南华研究

2.5 钢材小结

3月份螺纹钢在需求释放不及预期和整个采暖季限产力度不及预期的共同打击下出现暴跌，二季度尽管建材类产品的利润有所压缩，但钢厂仍有意愿快速恢复满产的状态，产量有一定增量。需求端北方工地开工偏慢，南方开工情况较预期也有差距，目前情况来看去库进度仍不力。目前钢价处于电炉炼钢的成本支撑位，继续大跌空间有限，但库存压力叠加长流程钢厂有一定的复产量，除非有需求超预期的提振，否则二季度螺纹也难以有效反弹，整体以偏弱震荡为主。

与螺纹相比，目前热卷的基本面矛盾并不突出，生产热卷的钢厂接订单处于饱和状态，厂内库存偏低，库存流转也较为顺利，但远期来看热卷风险仍存，一方面年中开始，热卷新上轧线较多，有一定的供给增量，另一方面下游涂镀加工产业处于恶性竞争环境下产品利润不断被压薄，但产能过剩短期难以缓解。因此卷板的供需压力还在逐步累积的过程中，并有向上游传导的可能。因此我们认为热卷的正套逻辑强于螺纹，远月的压力相对较大。

3. 铁矿石供求

3.1 行情回顾

2018年一季度，矿石在短暂的区间震荡之后开始大幅下挫，一个月累计跌幅超过20%。从目前情况来看，前两年铁矿石重点炒作的主要矛盾问题现在都有缓和的迹象，需求端，受采暖季环保限产和吨钢利润回落的影响，钢厂原料采购心态偏谨慎，累库意

愿持续减弱，基本转为按需采购为主，直接推高了港存水平。而尽管矿山扩产周期渐进尾声，总产量的增幅放缓，但高品矿供给增长明显，高品资源竞争加剧，港存中高品矿占比不断提升，因此矿石无论总量矛盾还是结构矛盾都明显缓解，盘面缺乏有效的支撑因素，上涨动力只能待于材的提振。

图 27 铁矿石价格走势和基差（元/吨）



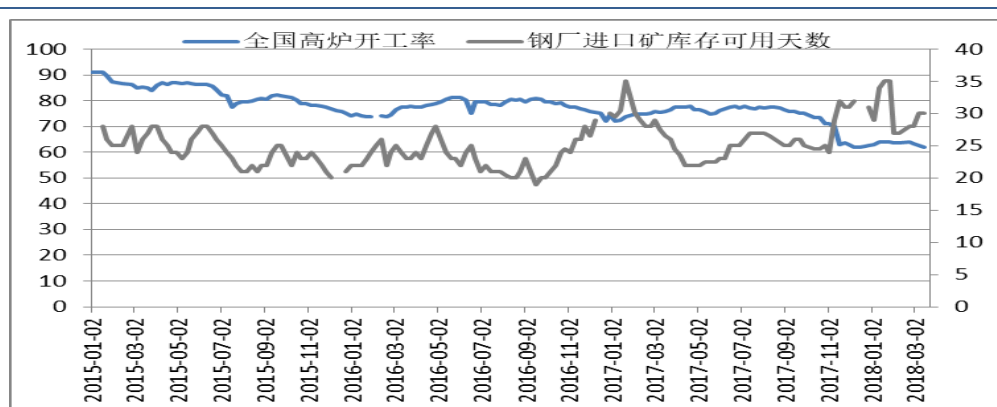
资料来源：南华研究

3.2 环保限产影响钢厂补库意愿和用料结构

采暖季 2+26 城市环保限产政策的执行期从 11 月 15 日持续至 3 月 15 日，因此一季度北方各地均处于采暖季环保限产的执行期，叠加各地级市在重污染天气均执行了阶段性停限产措施，直接限制了北方钢厂烧结矿和高炉的开工和生产。整个采暖季全国高炉开工率始终压制在 65% 以下的低位，唐山地区的开工率一度降至 50% 以下。在产量受限的情况下，进入采暖季的初期，钢厂厂内库存明显被动累积，直接限制了后期钢厂冬储采购的释放，而采暖季临近结束时，吨钢利润又出现明显回落，因此钢厂采购意愿持续较差，基本以按需采购、压低厂库水平为主。

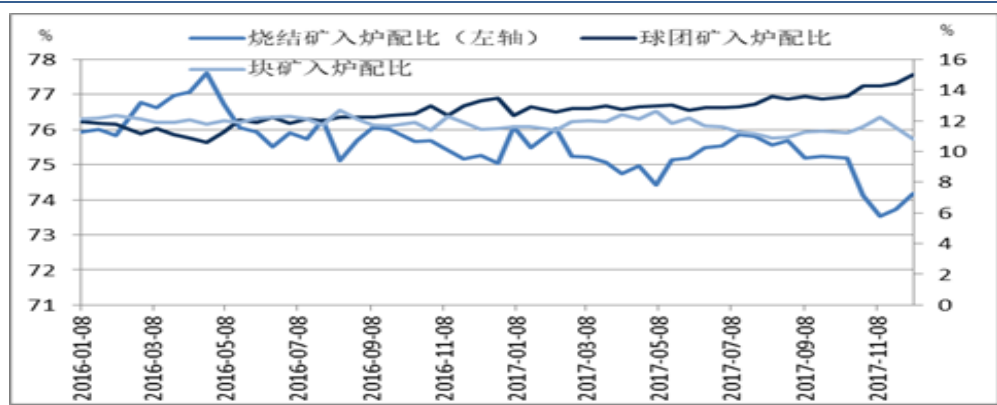
从入炉配比的角度分析，由于烧结机的开工大幅受限，钢厂明显调整了原料高炉入炉配比的结构，烧结矿比例由 76% 降至 70% 左右，而球团矿配比的增加较为明显。这也变相限制了多数粉矿的用量。

图 28 钢厂库存可用天数（天）



资料来源：南华研究

图 29 各种矿入炉配比 (万吨)

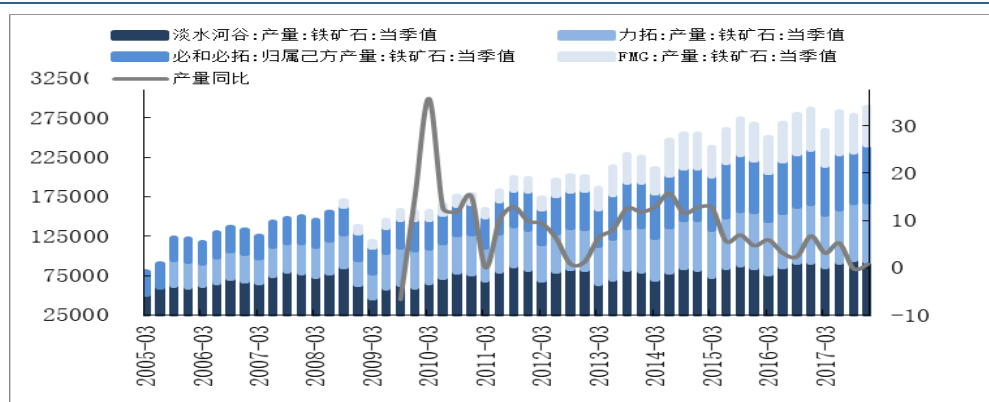


资料来源：南华研究

3.3 铁矿石产量、发运与进口

从四大矿山 2017 年报上看，主流矿山逐步进入到扩产周期的末端，产量增量主要来自自己投产的银草山、S11D 等项目，Atlas、罗伊山等矿山出现了延缓了增产进度和关停退出部分矿山的情况。2017 年四季度四大矿山成品矿产量累计增长 800 万吨，增速回落至 0.8%，2017 年以来，产量增速持续回落。2018 年产量的增量仍集中在巴西，随着两大新矿山的产能释放，二季度四大矿山整体产量将保持小幅增长。

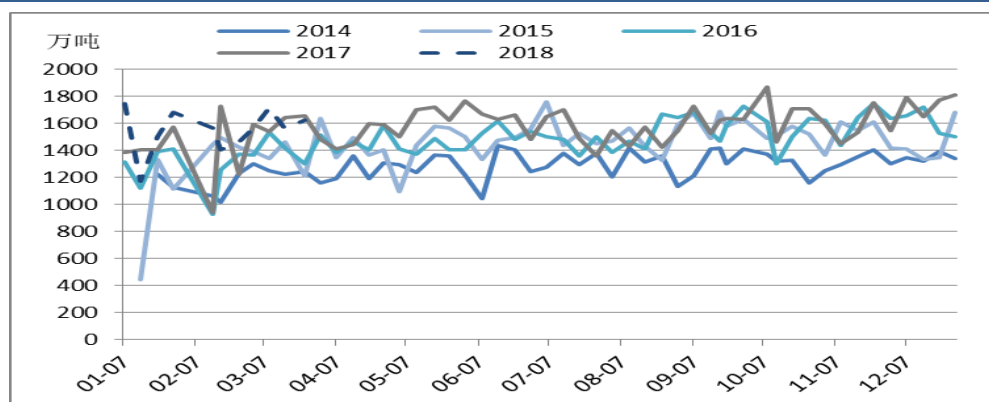
图 30 四大矿山产量与增速 (千吨, %)



资料来源：南华研究

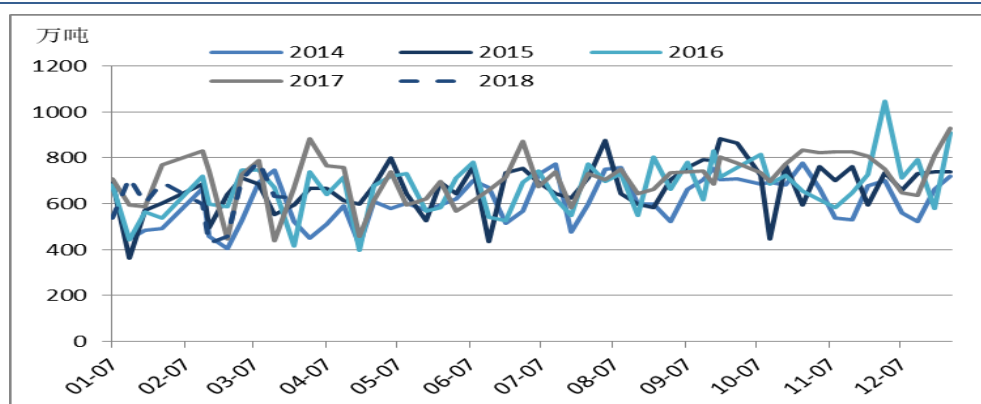
从发货情况上看，2017 年 11 月起，西澳发货量开始明显回升，一直稳定在 1500 万吨以上水平，而巴西发货量始终稳定在 600 万吨上下波动，并未显现出明显的增量，S11D 投产后，淡水河谷适当调低了低品巴粗的产量，叠加巴西国内需求增加，基本抵消了产量的增幅。但是整体上春节后的发货恢复偏快，后期的到港压力仍大。

图 31 澳大利亚铁矿石发货量 (万吨)



资料来源：南华研究

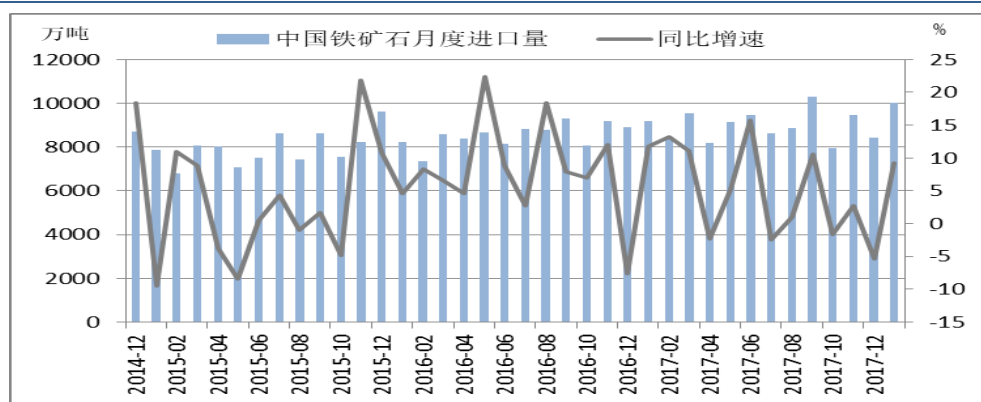
图 32 巴西铁矿石发货量 (万吨)



资料来源：南华研究

2017年中国铁矿石月度进口量波动较大，整体继续增长4.7%。从目前发货情况推断，2018年一季度的进口量仍偏大，二季度有一定回落空间。

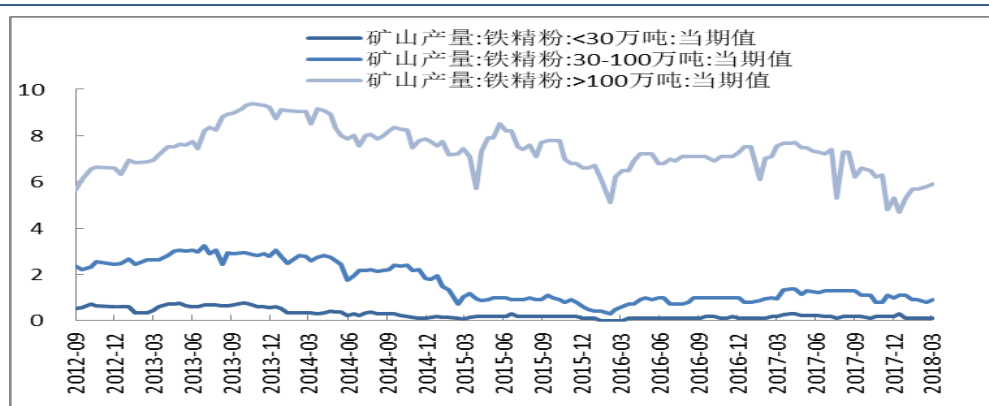
图 33 铁矿石进口量（万吨）



资料来源：南华研究

近几年来国产矿产能向国有矿山集中，产量基本保持平稳，但2017年四季度开始，环保限产压力增大，多数矿山炸药使用量受到限制，产量100万吨以上的大矿产量明显下滑，日均产量从7万吨降至5万吨，同时由于采暖季限烧结的影响，球团矿用量增大，对国产精粉的需求也相应增大，国内矿山有很强的复产动力，预计日均产量后期有望回到6万吨以上。

图 34 国内矿山产量调研（万吨）

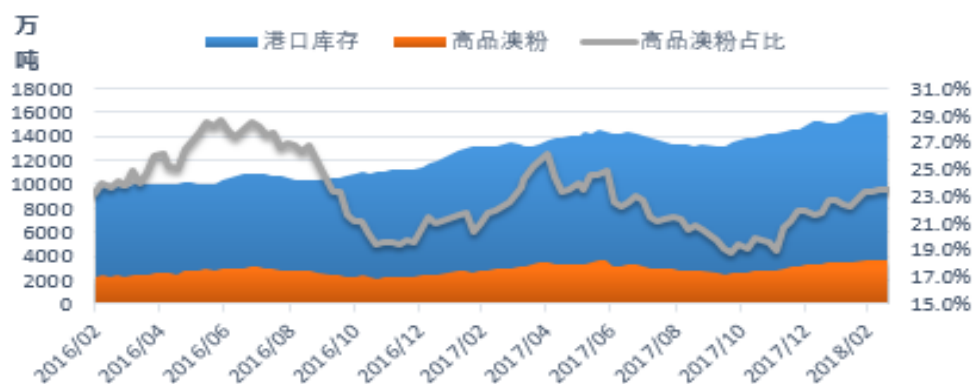


资料来源：南华研究

3.4 港口库存结构上风险增大

从2017年11月起，铁矿石港口库存开始持续大幅增长，从1.3亿吨一路增至突破1.6亿吨，不断创出历史新高。环保限产常态化使得钢厂生产受政策限制的可能性增大，国家要求钢厂进行堆场改造限制了厂内囤货的规模，同时成材价格波动风险增大也促使钢厂采购更趋谨慎，基本都改为按需采购，多数钢厂进口矿可用天数降至一周到10天的水平，变相增大了港存的压力。二季度是传统的钢厂降厂库和低库存阶段，港存的压力还将进一步增大。从港存结构上看，尽管钢厂在高利润的阶段均以高频配比入炉为主，高品矿港口流动性也一直较好，但由于从春节前开始到港以高品矿为主，叠加钢厂采购不力，导致港口高品矿库存大幅增加，高品矿在港存中的占比由20%增至接近40%，由于新增产能都集中在高品资源，预计2018年结构性矛盾大概率缓和。

图 35 进口矿港口库存结构

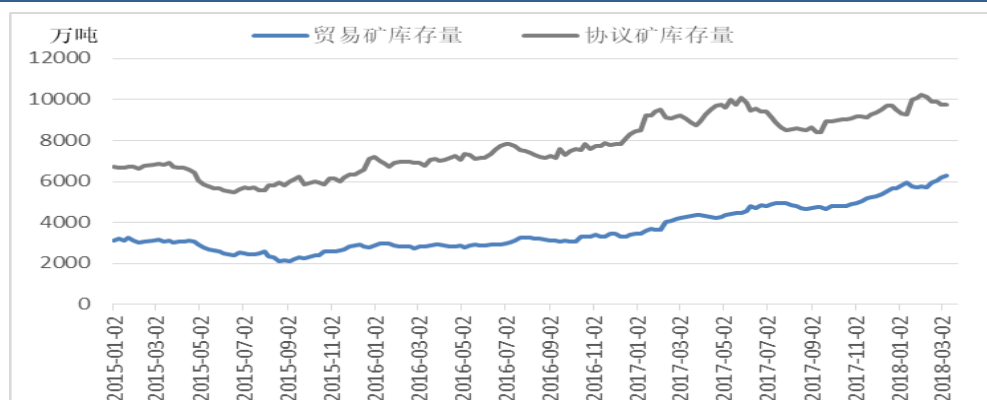


资料来源：南华研究

另一方面，在港口库存从1.3亿吨增至1.6亿吨的过程中，大钢厂和大贸易商

的协议矿库存量并未明显增加，库存量一直维持在 8000 至 9000 万吨水平，库存增量大部分来自于中小贸易商的贸易矿库存。中小贸易商的销售渠道和资金实力都较差，抗风险能力不足，因此港口库存结构的风险明显增大。

图 36 港口库存增量主要来自于贸易矿



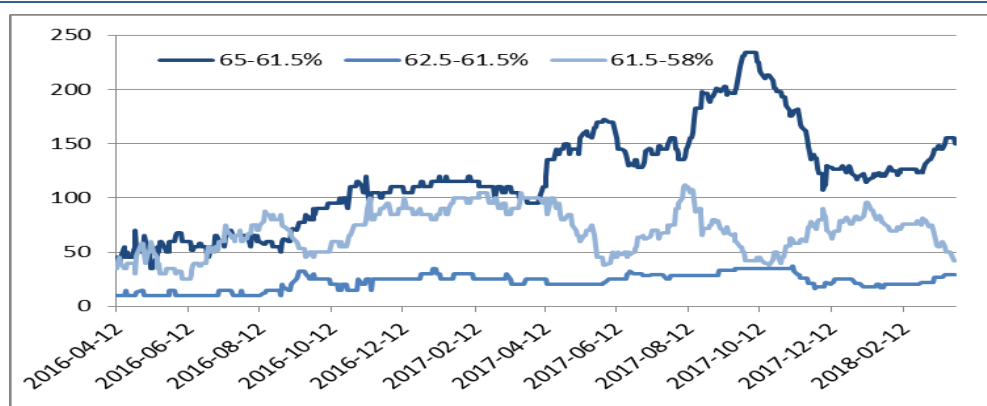
资料来源：南华研究

3.5 品位价差和块矿溢价

跟踪品种价差可以看出，从 2017 年底开始，高低品矿价差有明显回落的趋势，这与港口库存结构的变化较为一致，由于港口高品资源充足，而大量非主流矿的价格已处于绝对低位，钢厂利润若继续压缩，低品矿的性价比也将显现，因此高低品价差还将继续走弱。

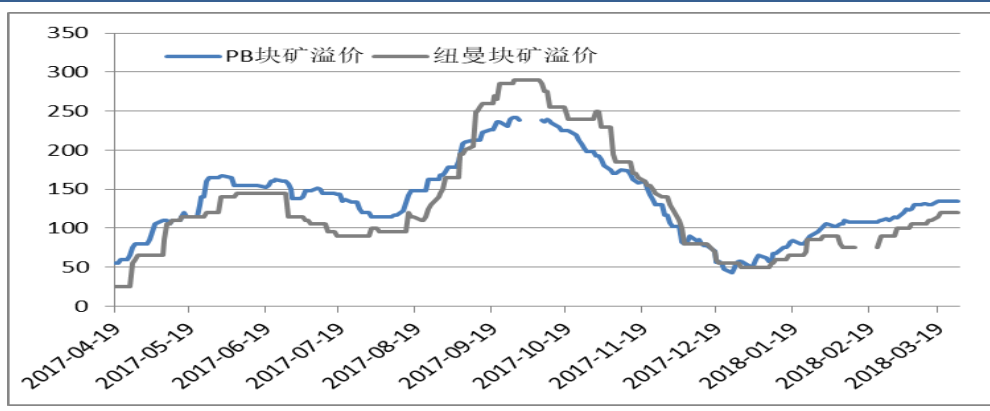
在烧结炉限产压力下，块矿溢价低位回升。目前钢厂继续维持产量最大化的思路，增加铁水产量的需求对块矿溢价有支撑，但溢价很难回升到去年的高水平。

图 37 铁矿石品位价差



资料来源：南华研究

图 38 块矿溢价



资料来源：南华研究

3.6 交割贴水与质量调整

从 1705 合约开始，由于高低品价差持续处于高位，铁矿石主力合约的交割量越来越转向非主流交割标的，从金步巴粉、品质较好的巴粗进一步下降到低品巴粗，而 1803 合约最终的交割标的为印粉。由于目前港口资源较多，可供交割的流通性较差的资源量也较多，因此对买方参与交割较为不利，1805 合约大概率将出现空逼多的行情，而 1809 合约即将实行最新的交割品扣罚标准，在高低品价差难以再度激化的背景下，有利于交割标的向主流资源回归。

3.7 铁矿石小结

经过一轮大幅下挫，矿石的绝对价值在黑色品种中偏低，400 附近的现货价格对于钢厂采购有较好的性价比，因此矿石继续大幅下跌的空间不大，但上涨动力仍有待于成材的提振。后期矿石更多是节奏化的走势。短期来看钢厂库存下降明显，叠加北方钢厂陆续复产，有一定补库需求支撑。但中长期来看，前两年铁矿石重点炒作的主要矛盾问题现在都有缓和的迹象，吨钢利润阶段性回落叠加高品矿供给增长明显，矿石无论总量矛盾还是结构矛盾都明显缓解，中长期上涨空间也将受限。

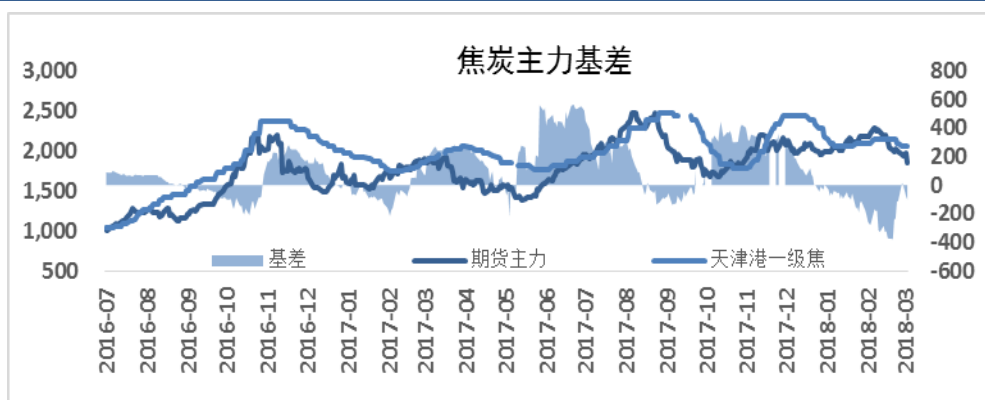
交割角度来看，I1805 受交割标的继续指向流通性较差的非主流矿的影响，价格受到压制，临近交割可能出现空逼多的行情，因此矿石短期仍以反套逻辑为主，如果需求好转，矿价走强，远月表现将会明显好于近月。

4. 焦炭焦煤供求

焦炭，12 月份以来，由于钢厂利润从高位大幅下滑，叠加焦化限产不及预期，钢厂不断打压焦炭价格，焦炭现货价格从 1 月初开始下跌 5 轮共计 450 元/吨，焦炭期价震荡下行。随后由于焦化陷入亏损以及贸易商的提前囤货补库行为和节前钢厂对原料所进行的补库，港口价格大幅上涨，期价也开启上涨模式。节后由于预期钢厂集中复产将带来对原材料的补库，焦化厂对焦炭现货价格进行了一轮 100 元/吨的提涨，但由于钢厂焦炭库存偏高，且仍在限产期间，焦化供应偏宽松，导致整个提涨落实时间较长。3 月份，由于贸易商对钢厂复产预期过于乐观，港口库存偏高，在现货空间有限的情况下开始降价出货。叠加节后钢材需求迟迟不来，钢材库存偏高下钢价大跌，导致钢厂利润大幅收窄，原料价格承压。以及随后发生的中美贸易战，导致整个金融市场充满了恐慌情绪，截止目前焦炭期价从高位下跌了 520 点，跌幅达到 22.6%，焦炭现货也开始了第三轮降价，累计 200 元/吨，目前焦化厂即将再一次陷入亏损中。

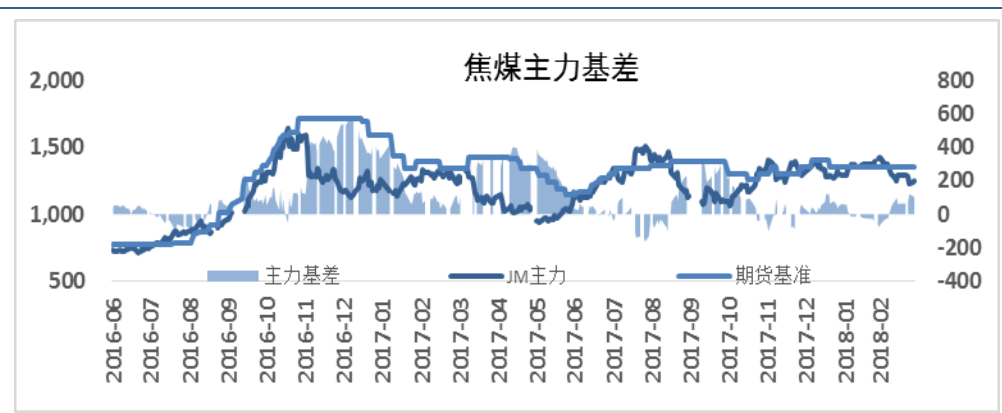
焦煤，1 月份受到焦化限产不及预期以及保障天然气供应放开限产影响，期价震荡。进入 2 月，由于焦化厂节前对原料进行补库，采购积极性较高。叠加煤矿放假，蒙煤通关不畅，整体供应偏紧，期价拉涨，于此同时澳洲二线炼焦煤上涨 12 美元/吨至 199 美元/吨。节后受到澳洲飓风影响以及焦化厂对炼焦煤的去库存，煤矿逐步复产，钢价大跌影响，期价冲高回落。截止目前焦煤期价从高位下跌了 200 点，跌幅达到 14%，澳洲二线炼焦煤回落 10 美元/吨至 195 美元/吨。

图 39 焦炭走势和基差



资料来源：南华研究

图 40 焦煤走势和基差



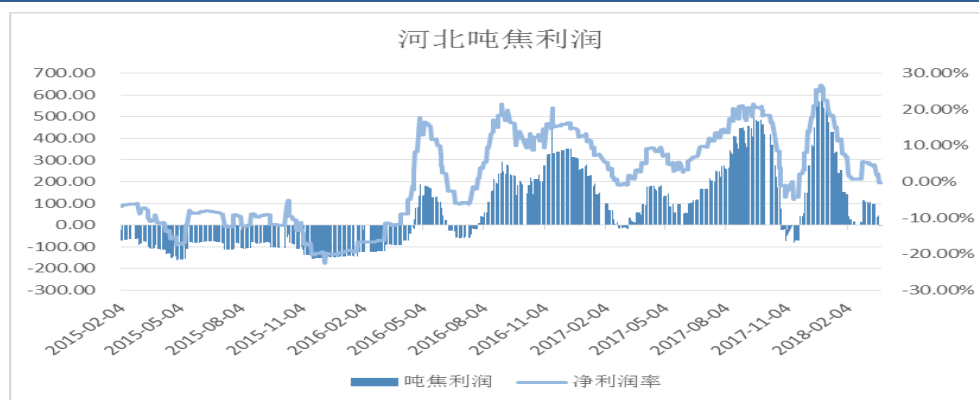
资料来源：南华研究

4.1 焦炭开工、产量与库存

1 月份以来钢厂利润一直保持在较高的位置，吨钢利润将近一千元。但是年后随着钢价大跌，利润大幅缩小，但整体利润仍较为可观。2018 年 1-2 月全国生铁产量 11331 万吨，同比下降 1.7%，粗钢产量 13682 万吨，同比增加 5.9%，每月生铁产量相比限产前有 10% 的下降。截止 3.23 号，全国 163 家高炉产能利用率为 71.74%，处于历史地位，相比限产前出现了 12 个点的下降。虽然 2018 年 3 月 16 日至 2018 年 11 月 14 日，也就是除采暖季之外，唐山在非采暖季也将实行限产，限产最低比例为 10%，最高比例为 15%。唐山市此番非采暖季钢铁行业高炉炼铁产能错峰生产总任务为 987.5 万吨，但是随着采暖季限产的结束，在钢厂利润良好的情况下，高炉产能利用率的提升空间仍较大。

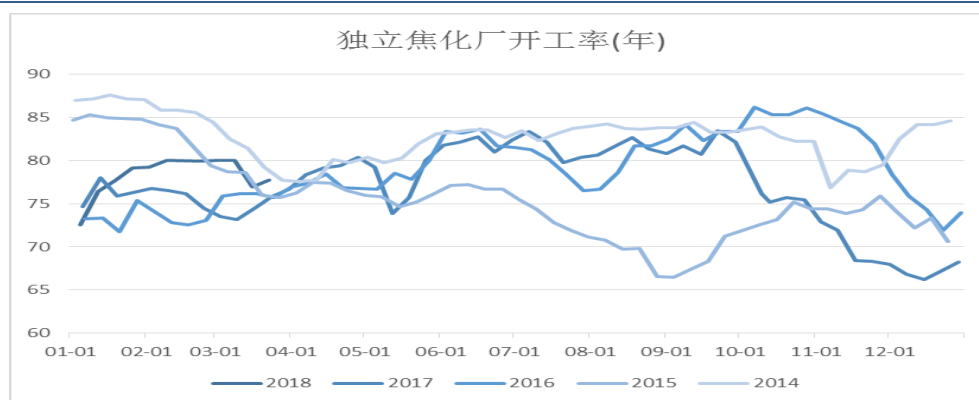
2018 年 1-2 月全国焦炭产量 6731 万吨，同比下降 2.7%，虽然焦化厂处于采暖季限产，但由于限产的不及预期以及后续的保天然气供应放开限产，整个采暖季的月均产量比限产前的月均产量只下降了 7 个点。截止 3.23 号，全国 100 家独立焦企样本的产能利用率为 77.72%，已从限产期间的低点回升了 10 个点。因此采暖季结束后，焦化开工率的提升空间较为有限。而且从焦化利润来看，随着焦炭三轮累计 200 元/吨的降价，焦化厂已经处于盈亏平衡点，部分企业甚至已经亏损。后期钢厂继续开展第四轮降价的话，不排除焦化厂进行主动限产。

图 41 焦化厂处于盈亏平衡点



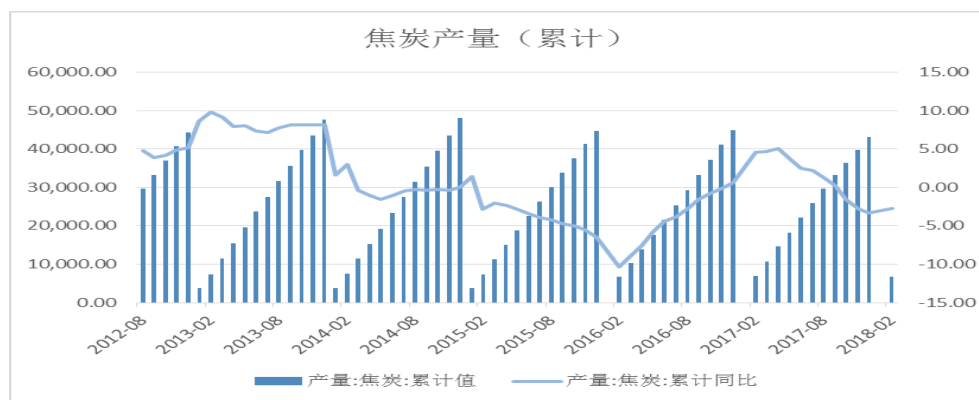
资料来源：南华研究

图 42 焦化开工受利润及环保压制



资料来源：南华研究

图 43 焦炭产量小幅下降



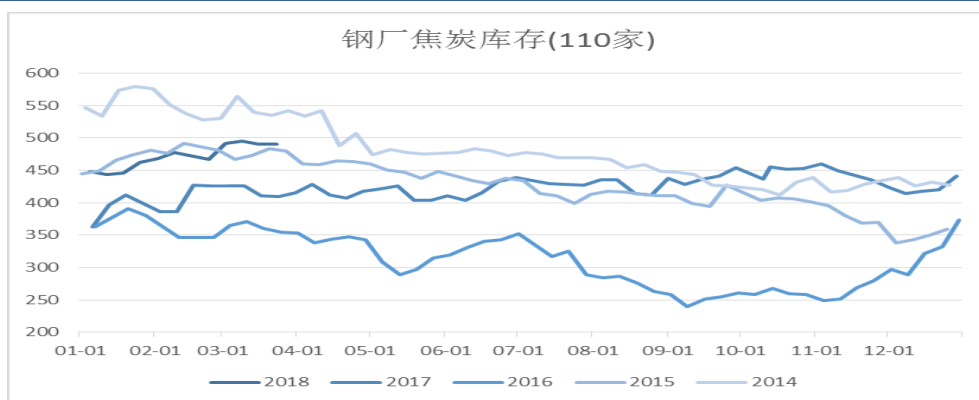
资料来源：南华研究

一季度以来，由于钢厂处于采暖季限产，整体的产能利用率处于低位，以按需采购为主。后续为了应对采暖季的复产，提前补库，焦炭库存缓慢爬升，目前处于历史较高的位置。虽然二季度限产放开，对焦炭需求有提升，但是在目前钢价大跌的情况下，钢厂利润大幅缩小。叠加自身的高库存，钢厂或将放缓对焦炭的采购，打压焦价。同时由

于贸易商对钢厂复产预期过于乐观，提前进行补库囤货以及后续焦化厂的库存转移到了港口，造成了港口焦炭库存处于历史高位。从二季度看，钢材库存和焦炭库存同时处于高位，伴随钢厂增产和焦化厂可能限产，焦炭港口库存预期缓慢向下游转移速度。

在下游港口和钢厂库存普遍处于高位的情况下，焦化厂焦炭库存也开始出现了积累。在二季度，由于山东某主流钢厂将新建环保大棚，预计会降低一半焦炭库存，大概在 30 万吨左右。同时某主流钢厂在焦炭现货上具有一定的话语权，或将造成焦化厂焦炭库存的进一步累积，从而导致焦炭现货价格的承压。后期，随着钢材需求的来临，钢厂或将加大对焦炭的采购，以及在自身因亏损主动限产的情况下，出现焦炭去库存的状态。目前各个环节的焦炭库存都处于高位，焦化厂的库存持续累积，因此后续焦化厂焦炭的去库将是关键。

图 44 钢厂焦炭库存偏高



资料来源：南华研究

图 45 港口库存高位

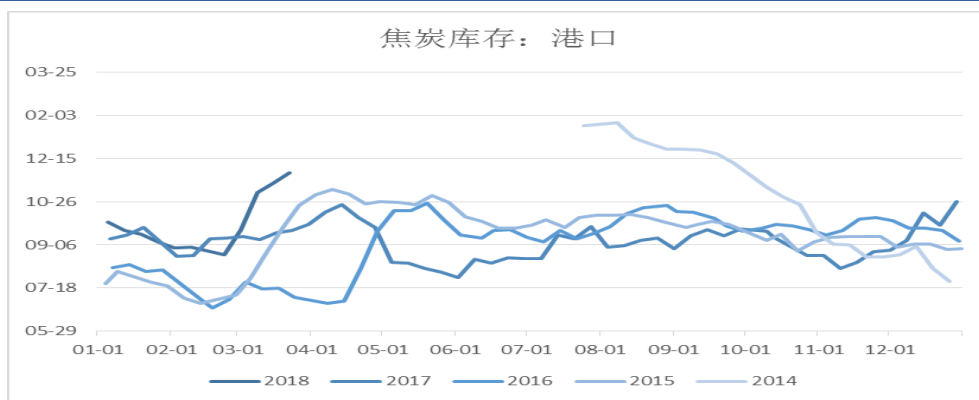
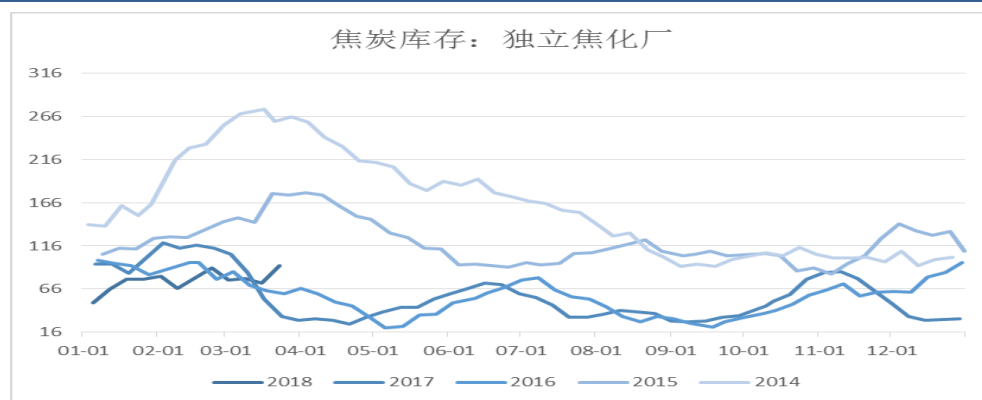


图 46 焦化厂库存出现累积

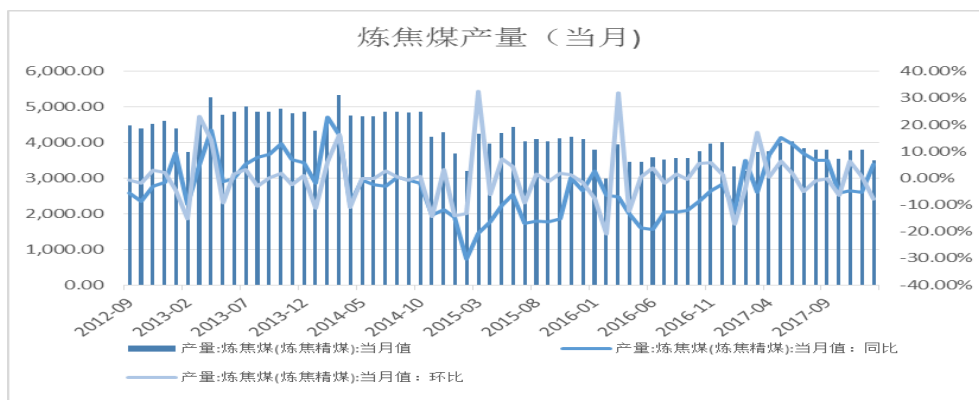


资料来源：南华研究

4.2 焦煤产量、进口与库存

数据显示 1-2 月炼焦煤累计产量为 6467 万吨，同比下降 0.6%。同比小幅下降的主要原因是今年 2 月份由于天气不佳，运输不畅等原因导致煤矿比往年提前放假，导致 2 月份产量出现大幅下滑。二季度开始，煤矿都已经开始复产，产量将出现季节性的增加。同时 2018 年新增产能在 1.6 亿吨左右，但先进产能投放进度具有一定的不确定性，取决于政策的执行力度，而且今年也有大量的产能需要淘汰，2018 年削减煤炭产能在 1.5 亿吨。总体来说今年煤矿产能相比去年有所增加，但炼焦煤的产能增量并不大。从煤矿利润来看，2017 规模以上煤炭企业利润总额 2959.3 亿元，同比增长 290.5%，受益于去年煤价大涨，90 家大型煤企 2017 年利润大增 4.5 倍。在先进产能有所释放以及利润良好的情况下，二季度炼焦煤产量将增加。

图 47 炼焦煤产量将出现季节性增加

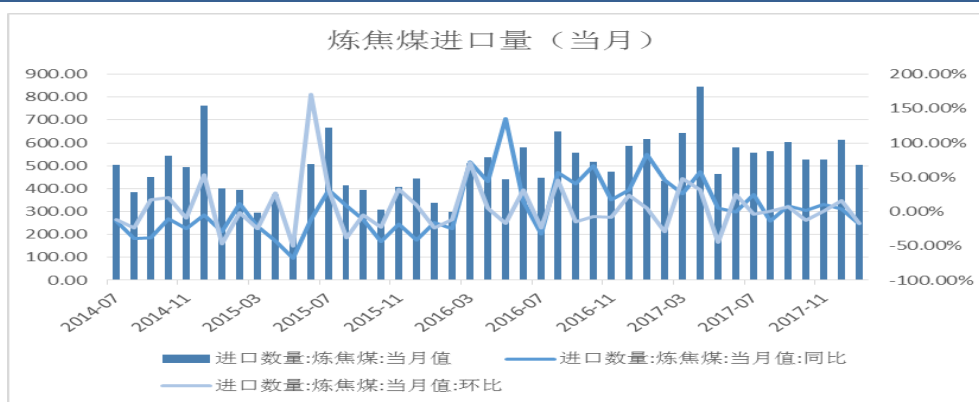


资料来源：南华研究

数据显示 2 月份，中国进口炼焦煤 291 万吨，同比下降 32.8%，环比减少 215 万吨，

下降 42.49%。1-2 月累计进口炼焦煤 797 万吨，同比下降 22.8%。 同比大幅下降的原因在于蒙方一系列通关政策上的变化导致了司机出现了罢工的情况，通关车辆数大幅下降，蒙煤 1-2 月进口量同比下降了 39%。澳煤由于受到了飓风以及铁路运营商的运力缩减，1-2 月进口量同比下降了 1.1%。关于澳洲铁路局缩减运力，这将会影响 300-500 万吨炼焦煤的出口量，每个月的影响在 25-42 万吨之间。从二季度来看，最大的变数来自蒙煤，近一个月蒙煤的通关车辆变数较大，通关数量也极不稳定，如果保持目前 600-700 辆的通关车辆，整体也将比一季度有所增加。

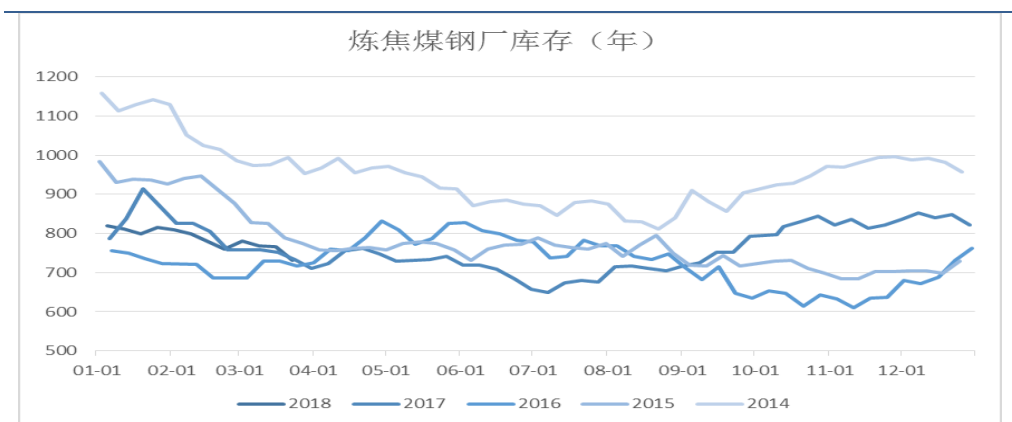
图 48 炼焦煤进口将小幅增加



资料来源：南华研究

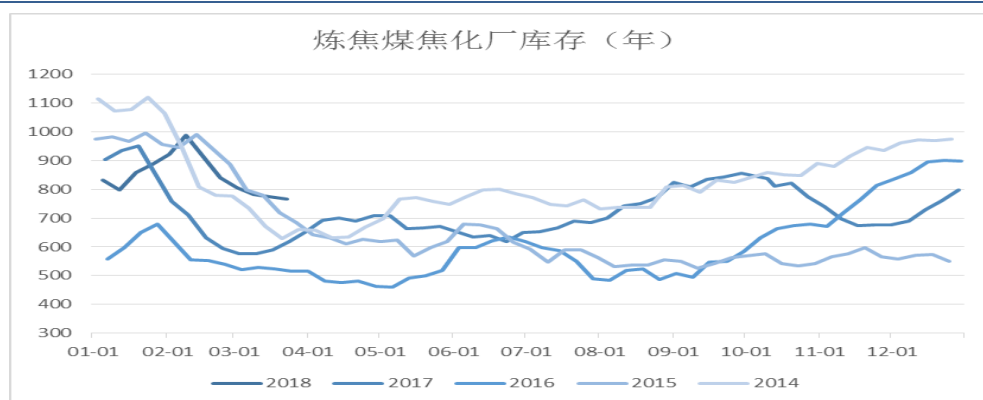
由于钢厂季节性的去库存以及钢材价格大跌，导致钢厂炼焦煤持续下滑到3月底的730万吨，鉴于目前钢厂的低产能利用率和二季度的复产，钢厂有需要对炼焦煤进行补库。节后焦化厂对炼焦煤进行季节性的去库存以及焦化利润的不断缩小，导致对炼焦煤的采购减少，持续降低库存，向煤矿诉求降价。目前100家独立焦化厂的炼焦煤库存为766万吨，由于焦化厂普遍处于盈亏平衡点，部分甚至出现亏损，炼焦煤库存仍有小幅下降空间。在下游普遍去库存的情况下，煤矿复产导致煤矿库存出现增加。

图 49 炼焦煤钢厂库存小幅下降



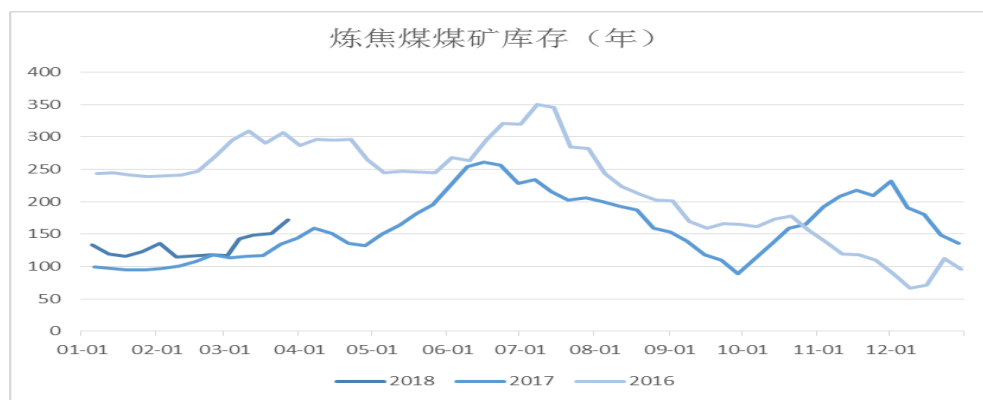
资料来源：南华研究

图 50 炼焦煤焦化厂去库存



资料来源：南华研究

图 51 炼焦煤煤矿库存持续增长



资料来源：南华研究

4.3 焦炭焦煤小结

我们认为，对于焦炭，现阶段焦化厂已经处于盈亏平衡点，在成本端焦煤价格比较刚性因此有支撑的情况下，焦企或主动限产。我们预期终端需求仍会复苏，钢材库存逐

步去化，钢厂在复产的基础下将进行补库，带动焦炭价格重回上涨。但在目前下游港口和钢厂库存均处于高位，去库速度仍是关键。此外，环保限产也需要重点关注。钢材终端需求不及预期是最大的风险。

焦煤，目前高低硫煤结构依然存在。随着焦炭现货价格的大幅下跌，焦化利润大幅缩窄，焦企或有主动限产。同时继续压低库存，压价煤价。供应方面，煤矿复产，下游去库存，导致煤矿库存继续增加，外煤或有小幅增量，整体供需稍宽松，焦煤价格仍将承压。如果后市钢材需求转暖，由下而上传导，也将提振焦煤价格，但是焦煤上涨动能较弱。

5. 策略与风险

5.1 单边策略

J1809 多单，1700 附近逢低配置，目标 2100；I1809 多单，450 以下逢低配置，目标 520。

5.2 套利与对冲策略

多 J1809 空 J1901，40 附近可择机介入，目标 120；多 I1809 空 I1805，于 10 附近介入，目标 30；多 I1809 空 I1901，10 以下择机介入，目标 30；

多 J09 空 JM09，比价 1.5 以下介入，目标 1.65；

做空 10 螺纹虚拟钢厂利润，1750 以上（ $RB10-1.65I-0.5J$ ）入场，目标 1400。

5.3 风险提示

宏观经济和终端需求超预期走弱；

钢材去库存不及预期；

全球政治和贸易冲突风险。

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: 0577-89971808

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

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 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 801、802、810
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 1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话: 021-20220312、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

广州营业部的地址是广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38904626

广州营业部

广州营业部的地址是广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38904626, 传真: 020-38810969

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
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
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼

电话：0579-89292777

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至8间首层至二层
电话：0663-2663855**桐乡营业部**浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538**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**南通营业部**江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168**厦门营业部**厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291**汕头营业部**汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339**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。



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