

王中华

研究员，期货执业证书编号 F0267729

期货投资咨询资格 Z0002447

wangzh@dxqh.net

别了！钢厂的好日子

2015年4月已经过半，黑色产业链“金三银四”的传统消费旺季并未如期而至，但前期原材料（铁矿石、焦炭）较螺纹钢出现更大跌幅而累积的盘面利润却不断驱动钢厂提高开工率，增加供给。在传统旺季钢材需求好转及环保压力驱动减产双重预期落空的同时，钢厂利润的好日子也将就此结束。

期货盘面螺/矿比、螺/焦比拐点已经出现

2015年农历春节过后，螺纹钢价格在经历了前期大幅调整之后迎来了“金三银四”传统消费旺季，同时2015年开始实施的《新环保法》也带来了钢厂减产压缩供给的预期。在供需两端双重利好预期的推动下，螺纹钢现货价格出现了一波大幅上涨，期货表现稍弱。而原材料铁矿、焦炭在自身供给过剩和环保压力带来需求减少的双重打击下，出现了一波明显下跌，“此消彼长”推动螺/矿比、螺/焦比均出现阶段性高点。螺/矿比于4月3日盘中创出历史高点6.24，螺/焦比于3月31日创出近期高点2.61，随后二者均出现不同程度回调。

图 1：螺/矿比走势图



图 2：螺/焦比走势图



来源：文华财经，东兴期货研发中心

“金三银四”需求好转预期落空

4月15日国家统计局公布一季度经济运行情况，房地产数据大幅不及预期。1-3月房地产开发投资增速下滑至8.5%，较前值回落1.9个百分点，为2009年8月以来首次跌破两位数增长。1-3月新屋开工面积和在建面积同比增速分别为-18.4%和6.8%，较前值分别回落0.7个百分点和0.8个百分点，二者均不及预期。唯一的乐观因素是销售面积同比触底反弹，为-9.2%较前值回升7.1个百分点，但依然处于萎缩区间，商品待售面积同比继续攀升0.2个百分点至24.6%，库存压力有增无减。房地产悲观数据表明传统旺季需求好转的预期并未如期兑现，而四月初莫尼塔对部分钢厂的实地调研也佐证了旺季不旺的悲观事实。

图 3: 房地产开发投资、新开工面积、施工面积



图 4: 商品房销售面积、待售面积



来源: WIND, 东兴期货研发中心

环保问题对钢厂影响不大, 产能收放仍取决于利润

据近期国泰君安就环保问题对钢厂的实地调研情况来看, 目前多数钢厂都已经完成了基本环保设备配置, 环保对生产影响不大但随着环保要求的进一步加强, 后期在设备改造和维护上需要投入更多的资金; 同时需要注意的是, 环保的常规检查企业已经基本能够应对, 但重大会议的强制限产无法回避。

受环保问题影响较大的主要为450立方米及以下的落后产能, 而这一部分落后产能可能由于成本问题先期已经停产关闭, 而复产的可行性也微乎其微。从钢厂产量来看, 由于生产有利润加之当前订单尚可, 钢厂都是满负荷生产为主, 部分前期停产高炉也在陆续复产, 可以认为, 由于国内产能基数较为庞大, 钢厂调节生产较为快速, 产量供应不会成为障碍。

钢厂为追求利润提高开工率, 增加供给, 供需矛盾激化将反作用于钢价

随着前期原材料价格的大幅下跌, 而钢材相对跌幅较小, 使钢厂累积了不错的盘面利润, 因此钢厂为了追逐利益最大化不断提高高炉开工率。3月27日, 全国高炉开工率为83.84%, 而4月10日已经攀升至86.88%, 在此期间盈利钢厂比例由3月13日的18.40%大幅跃升至4月10日的60.12%, 不难发现盈利钢厂比例拐点领先于高炉开工率约2周左右。河北及唐山地区的高炉开工率提高更为明显, 目前均超过了90%, 分别为90.91%和94.27%。

正如前文所述, 钢厂为追求利益最大化快速提高产能, 增加供给, 而前期支撑钢价走强的两大前提已然落空。在钢厂提高产能, 增加供给的产量无法得到及时消化时, 必然造成产成品库存的堆积, 进而对钢材价格形成显著压制。利润拐点领先于产能拐点, 可以预期当利润拐点出现, 而产能又得不到及时收缩时, 供需矛盾将极度激化, 钢材价格加速下跌恐难避免。

另外, 原材料价格在经历前期大幅下跌后, 后市下跌空间已经被大幅压缩。以铁矿石为例, 澳洲第四大矿山atlas宣布停产约1300万吨产能, 对铁矿石价格下跌形成阻力, 也直接导致了近期铁矿石价格的报复性反弹, 而今后发生在原材料端的此类事件或将不断增多。此外, 钢厂提高开工率也直接拉动了原材料需求, 对原材料价格形成支撑。

从历史上看, 钢厂营业收入与净利润走势基本保持同步, 而2014年至今出现的原材料价格下跌幅度大于产成品而导致的营业收入与净利润出现背离的现象并不多见, 基于基本面和历史数据我们认为二者走势终将重回常态。

图 5: 全国高炉开工率及盈钢厂比例

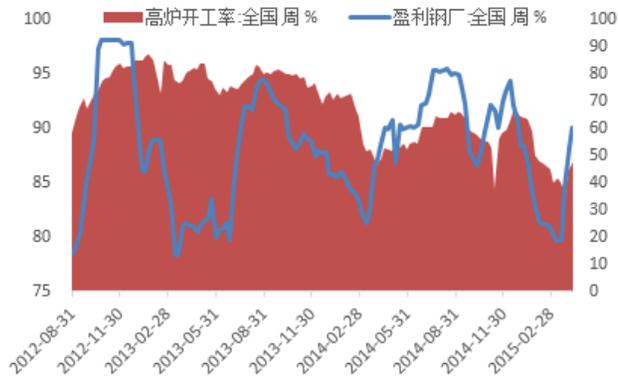


图 6: 河北、唐山高炉开工率



来源: WIND, 东兴期货研发中心

风险点

房地产行业政策加码, 导致实质性需求走强; 政策性文件及法律法规强制落后产能淘汰, 导致实质性减产。

操作建议

综上所述, 我们认为当下做空钢厂利润正合时宜。首选做空螺/矿比价, 当前比价为 5.9354, 目标位置 5.2, 止损为前期高点 6.25, 手数配比为 1 手铁矿对应 2 手螺纹钢。第二选择做空螺/焦比, 当前比价为 2.5466, 目标价位 2.4, 止损价位前期高点 2.61, 手数配比为 1 手焦炭对应 5 手螺纹钢。注意控制仓位, 防范风险。

免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做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品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“东兴期货研发中心”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。