

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

一切反弹都是纸老虎！

近期，黑色品种出现一波明显反弹，其中铁矿石反弹幅度之巨更是令人咋舌，因此市场开始怀疑黑色品种的跌势是否已经结束而就此反转。我们试图抛开市场情绪，从最基本的供给、需求角度梳理决定焦炭价格的因素：需求方面，由于原材料价格的大幅提升，钢厂利润拐点已现，减产或即将到来；供给方面，焦炭库存升势难言改善，仍将对价格形成压制。终端房地产市场库存压力仍大，销售改善难以转化为钢材需求，基于此焦炭价格或将重新回归下跌趋势。

焦炭需求——钢厂利润拐点已现，产能或将下行

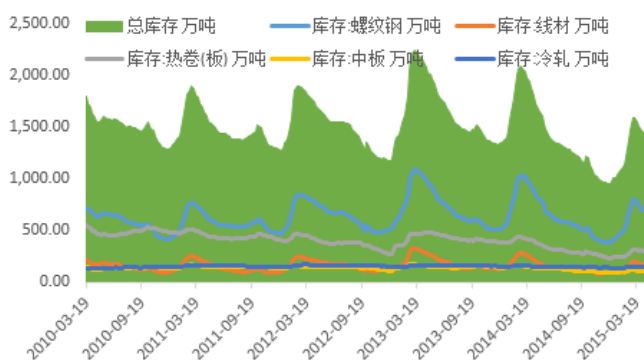
由于近期铁矿石价格的大幅上涨，给钢厂带来较大成本压力，而钢材产成品价格涨幅远远落后，螺纹钢期货与铁矿石期货比价达到历史新高 6.24 最直观地反映了钢厂利润已被大幅压缩。数据显示全国盈利钢厂比例上周降至 58.28%，较前值下跌 1.23%，为连续第三周下滑，而高炉开工率仍维持上行，二者短期出现背离。基于此前研究^①钢厂利润拐点的出现通常领先于产能拐点，而钢厂利润的持续回落必将导致高成本钢厂收缩产能，进而对焦炭等原材料需求形成压制。

从钢材产成品库存角度来看，高炉开工率不断提高，导致钢厂库存不断提升，国内重点钢企日均库存已接近历史高位达到 1667.6 万吨。在下游需求依然疲弱的前提下，高库存将对钢材价格直接形成压制，并进一步向产业链中定价能力相对较弱的煤焦端传导。反观钢材社会库存，由于贸易商对后市钢材价格预期悲观，冬季补库存水平已降至近 5 年来最低水平，因此黑色品种就此反转的概率不大。

图 1：重点钢企旬度钢材日均库存



图 2：钢材社会库存



来源：WIND，东兴期货研发中心

焦炭供给——需求难以为继，过剩压力不减

如前文所述，钢厂利润恶化导致钢厂压缩产能，因此由于高炉开工率提升而向好焦炭需求难以为继。从开工率角度对比上下游产能水平可以发现，高炉开工率尽管经历前期大幅提升，但仍然处于历史低位；而焦化厂开工率，尤其是大型焦化厂（产能大于200万吨）开工率依然保持较高水平，上下游产能的不匹配直接导致焦炭产能相对过剩。从产业链产能发展角度来看，由于需求通常自下而上进行传导，上下游产能的扩张与收缩存在时序性差异，因此产能往往存在不平衡性，而在收缩过成中率先受到需求压力的下游掌握产业链定价权，因此在供给过剩的情况下，焦炭的在产业链中的定价能力更为薄弱。在总体下跌过程中，焦炭更难独善其身。

库存方面，焦炭港口库存和钢厂库存地不断攀升，也令焦炭供给压力不断加大，使供需矛盾不断恶化。短期库存虽然出现小幅回落，或更多归因于4月大秦铁路的例行检修，而需求导致库存下降的迹象尚未显现，库存能否持续回落也有待于进一步观察。

图 3：高炉开工率及盈利钢厂比例



图 5：独立焦化企业开工率

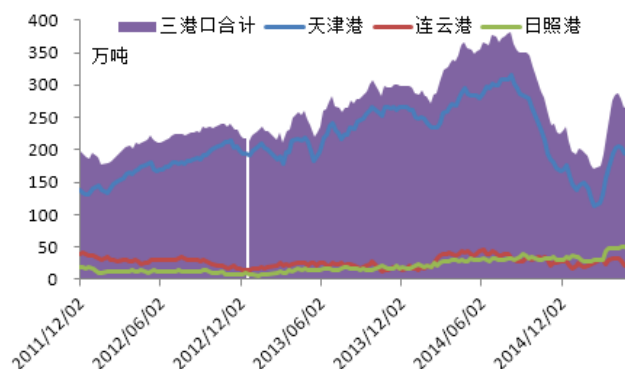


图 4：独立焦化企业开工率

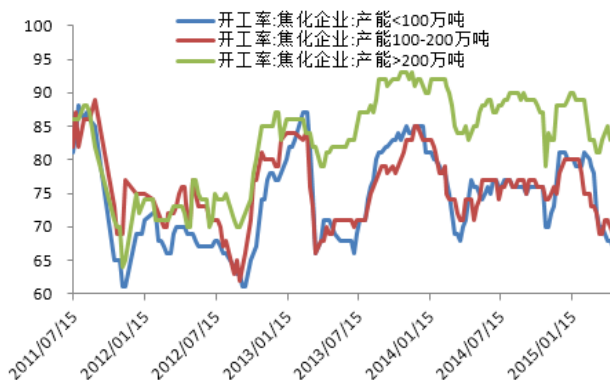


图 6：高炉开工率及盈利钢厂比例



来源：WIND，东兴期货研发中心

终端需求——房地产销售好转，但库存压力依然较大，投资增速难再回升

楼市“330”刺激政策出台以后，房地产销售出现好转，但实际需求更多体现在一线城市和重点二线城市，三、四线城市房地产市场依然疲弱。短期销售好转更多转化为消化现有库存，而新增投资增速和开工面积持续下行，难以拉动钢材需求。数据显示今年3月房地产投资增速自09年7月以来首次跌至个位数，而4月或仍将延续下跌趋势。新屋开工面积跌幅进一步扩大，在建面积也持续下行，所以钢材终端需求仍在恶化。

图 7：房地产投资、新开工和在建情况



图 8：商品房销售面积和待售面积



来源：WIND，东兴期货研发中心

风险点

房地产市场刺激力度加大；政府出台大规模经济刺激计划。

操作建议

综上所述，焦炭期价虽经历反弹，更多受到非理性乐观情绪推动，而基本面尚未改善，疯狂过后终将回归理性，因此我们仍然维持空头思路。09 主力合约背靠 925 积极布局空单，短期目标位置 850，止损 950，注意控制仓位。另外可密切关注铁矿石走势，在目前市场氛围下或起到风向标作用。

近期报告：

- ① 20150415 策略报告：别了！钢厂的好日子
- ② 20150318 专题报告：需求“倒春寒”来袭，焦炭的春天还很远

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。