

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

供需格局反转

焦炭价格将继续下跌

本轮黑色商品下跌自4月底开始，至今已超过一个月，但底部尚未探明。与此前的疯狂上涨相比，“V”型翻转式的下跌同样凶残。抛开交易所采取各项限制措施的不谈，通过对基本面的梳理，发现焦炭的供需格局已经悄然发生变化。在此前价格疯狂上涨时，钢厂利润迅速恢复，吨钢利润非常可观，因此钢材产量快速提高。随着价格暴跌，钢厂利润迅速被压缩殆尽，在需求未大幅好转的情况下，钢厂再次选择减产或不可避免，因此焦炭价格将继续承压。

焦炭需求：高炉开工率、钢材产量上升空间有限，焦炭需求见顶

今年以来，伴随钢材价格的快速上涨，高炉开工率从年初的74%上涨到目前的81%，虽然开工率恢复水平低于预期，但后期继续上升空间仍非常有限。原因在于，本轮上涨之前黑色品种经历了4年多的漫长熊市，截至2015年底，盈利钢厂比例已经不足5%，在价格下跌过程中，一部分落后产能已经退出市场，沦为“僵尸企业”，这部分产能已经不可恢复。今年以来，吨钢利润大幅回升，最可观的时候甚至高达600-800元/吨，可以说能开的产能已经基本满负荷生产，但高炉开工率依然回升缓慢，正是因为一部分落后产能已经永久退出。伴随利润快速回落，钢厂不得不重新面临亏损，而再次减产就将提上日程，高炉开工率将再次回落。

图1：高炉开工率及盈利比例

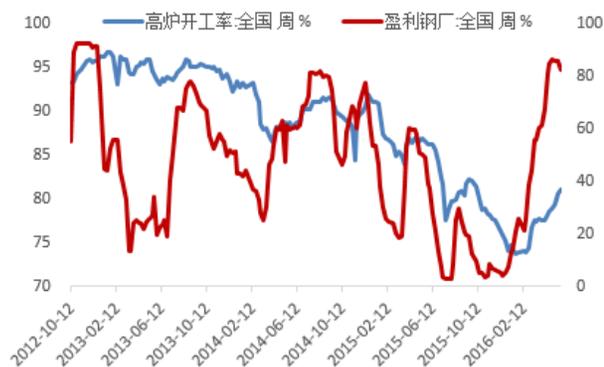


图2：吨钢利润测算



来源：WIND，东兴期货研发中心

虽然开工率并未大幅回升到与之前盈利水平匹配的水平，但钢厂依然通过调节入炉铁矿石品味提升出铁量，从而使粗钢产量达到了接近历史高位水平。数据显示，4月30日当旬，粗钢日均产量为231.44万吨，距历史峰值的239.99万吨仅一步之遥。相较于产量的大幅提升，钢材需求并不乐观，在投资需求和补库存需求相继退潮之后，常规的需求显然无法承接如此之大的产量冲击，直接表现为钢材社会库存的快速回升，使最近三周的库存累计增加近45万吨。而此前几年，在3-5月典型的去库存周期里，钢材库存从未出现增加的情况，因此当前的库存压力可见一斑。

图 3: 粗钢日均产量

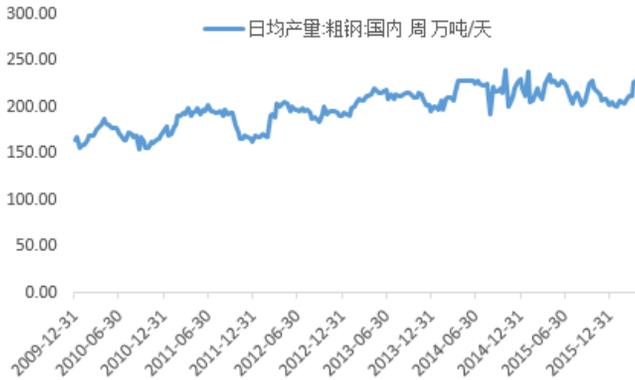
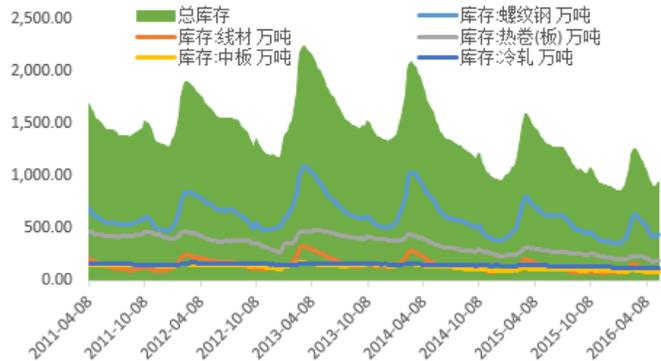


图 4: 钢材社会库存



来源: WIND, 东兴期货研发中心

在需求下滑，利润压缩的前提下，钢厂减产或许是能够缓解价格快速回落的最有效手段。伴随供给侧改革的深化推进，产能退出已经成为趋势，对上游原材料的需求也将因此削弱。

焦炭供给: 产量、库存同步恢复，供给压力再次显现

4月底之前，在黑色商品价格疯狂上涨的同时，焦炭供给一直是被炒作最多的话题，现货端也确实出现供不应求的局面，这也直接导致焦炭价格在此前一波上涨过程中明显超过其他黑色品种。但在价格经历了“V”型反转以后，焦炭供给端也宽松了下来。

在价格上涨过程中，焦化厂开工率出现明显回升，其中产能200万吨以上的大型焦化厂开工率就从年初的74%上升到了80%以上，同时产量也在逐步恢复。今年1-4月，焦炭累计产量1.39亿吨，虽然产量同比下跌7.6%，但是与2.61亿吨粗钢产量相比，仍然相对偏高（粗略地按吨钢消耗焦炭0.5吨计算）。

图 5: 焦化厂开工率

图 6: 焦炭产量及累计同比



来源: WIND, 东兴期货研发中心

由于产量持续回升和钢厂持续补库存, 焦炭的港口库存和钢厂库存双双回升。其中, 港口库存从4月中旬的155万吨快速回升至268.5万吨。国内大中型钢厂的库存也从最低的7天恢复至10天。在钢材价格大幅下跌的同时, 钢厂对焦炭的采购意愿明显降低, 以消化现有库存为主。如果钢材价格持续下跌, 减产将难以避免, 对原材料的需求也将减少, 焦炭价格将因此承压。下游钢厂利润的挤压也将伴随需求的衰减向上游焦化厂传导, 焦化利润也将以焦炭价格下跌的形式被吞噬。

图 7: 焦炭港口库存

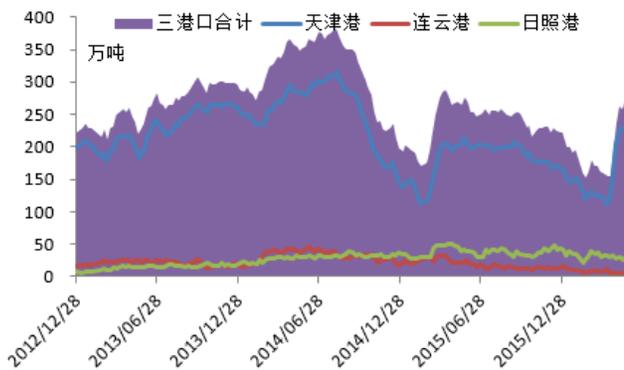


图 8: 焦炭钢厂库存



来源: WIND, 东兴期货研发中心

操作建议

综上所述, 焦炭供给端与需求端的此消彼长已经在悄然发生, 供需格局的反转将作用于未来的焦炭价格。从目前来看, 基本面并不支持焦炭价格止跌, 大概率将延续跌势。高炉开工率出现反转时, 或许会成为焦炭加速下跌的引爆点。

中长期来看, 1609 合约背靠 850 逢高抛空依然是最佳策略, 目标位置 700, 止损 900。潜在风险包括高炉开工率继续回升, 焦炭库存再度大幅下降, 宏观刺激政策出台等。

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。