

兴证期货·研发中心

2019年4月17日 星期三

黑色研究团队

李文婧

从业资格编号: F3024409

投资咨询编号: Z0010649

韩惊

从业资格编号: F3010931

投资咨询编号: Z0012908

蒋馥蔚

从业资格编号: F3048894

联系人

蒋馥蔚

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

内容提要

● 当前焦化利润

截至目前,09 焦化盘面利润为 427.6 元/吨。4 月 12 日独立焦化厂吨焦利润为 20.26 元。盘面与现货利润均处于绝对低位。

● 后市展望

我们认为焦化利润再收缩的可能性较小,主要是基于以下基本面逻辑:煤弱焦强,焦煤供给逐渐恢复,而需求端暂时稳定,甚至需求有下降的可能性;焦炭开工有下降的可能性,而高炉正在复产,逐步提升焦炭需求。

● 策略建议

做多焦化利润: 做多 J1909/做空 JM1909。

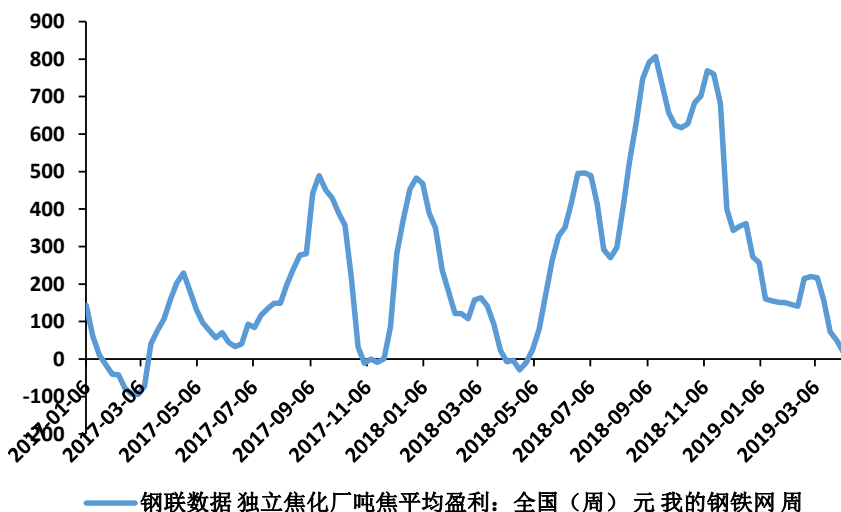
手数比值按照生产工艺来确定为焦煤:焦炭=2:1,目标盘面利润为 700 元/吨。

如遇以下风险可平仓离场:焦煤受安全事故、检查等影响出现严重供给问题;钢材终端需求严重下挫。

1. 煤弱焦强局面已经形成

根据我的钢铁网数据，4月12日独立焦化厂吨焦利润为20.26元/吨，自2016年起煤焦钢产业享受供给侧改革红利以来，焦化利润一直处于较高位置，目前的焦化利润已经是低位水平。我们认为焦化利润再收缩的可能性较小，主要是基于以下基本面逻辑：焦煤供给逐渐恢复，而需求端没有变化，甚至需求有下降的可能性；焦炭开工有下降的可能性，而高炉正在复产，逐步提升焦炭需求。

图 1：焦化现货利润历史走势



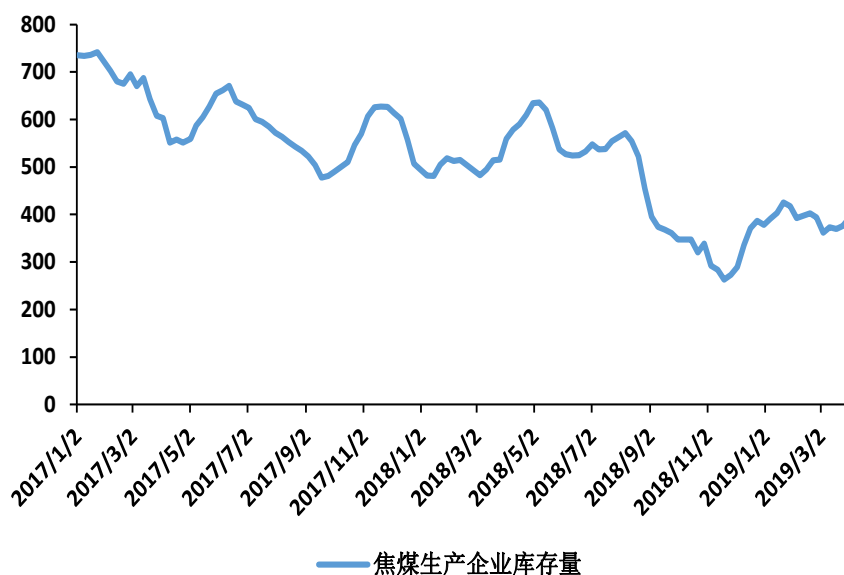
数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.1 焦煤基本面偏强状态已经结束

焦煤年后的一段时期走势强势，主力合约盘面价格从1204元/吨上涨至1313.5元/吨，主要是受益于焦化厂开工率高而供给紧张。由于年后煤矿受安全检查影响，复产较慢，部分煤矿延长至“两会”结束后才陆续复产，叠加进口煤政策紧张，焦煤供应较为紧张。与此同时，2018-2019年秋冬采暖季限产力度不及预期，焦化厂开工率保持高位，焦煤需求旺盛。

截至目前，煤强局面已经打破。焦煤供给完全恢复，供应量增加。首先，“两会”后，煤矿陆续复产，国内供应恢复正常。其次，虽然澳煤进口政策仍然需要观察，但蒙煤进口车数已经恢复至1000车以上水平，进口数量增加，缓解了前期供需紧张的情况。最后，由于焦炭现货下跌，成本压力较大，延缓采购速度，煤矿陆续有库存累积，截至4月8日，煤矿焦煤库存为417.5万吨，从图1中可以看到自“两会”结束后，煤矿焦煤库存增加了48万吨左右。

图 2：炼焦煤生产企业库存

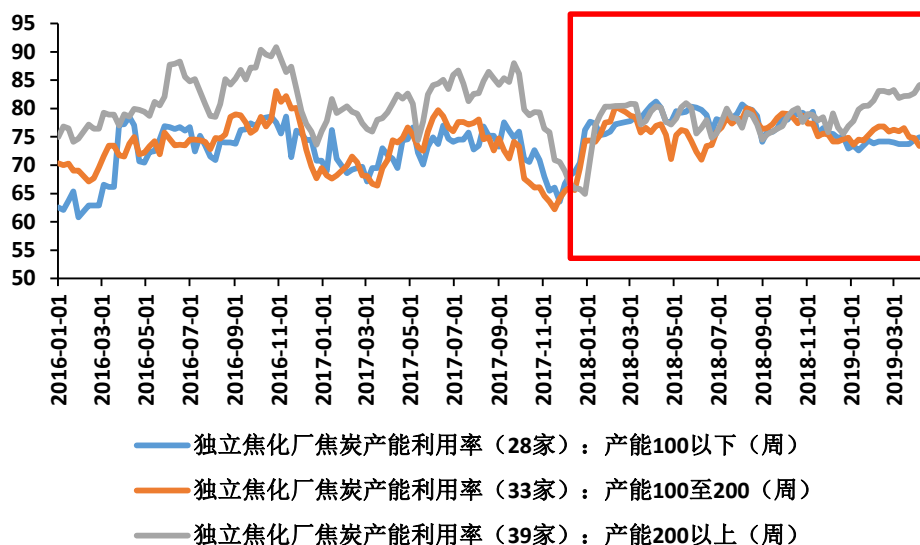


数据来源：中国煤炭资源网，兴证期货研发部

焦煤需求方面，焦化厂开工率高位运行，短期内难以有较大提升，甚至有受到限产检查影响开工率走低的可能性。自 2018 年下半年以来，焦化厂开工率保持在高位运行。截至 4 月 12 日，产能<100 万吨焦化厂开工率为 74.91%，产能 100-200 万吨焦化厂开工率为 73.50%，产能 > 200 万吨焦化厂开工率为 84.38%。焦炉产能利用率已经处于 2016 年以来的高位水平，想继续提高需要依赖工艺的进步，短期内难以达到，焦化厂开工率继续高位持稳。此外，虽然目前焦化企业利润处于低位，但微利并不会阻碍开工的积极性，焦化厂目前主动限产的可能性较低。但鉴于 4 月中旬后山西省焦化进入专项整治阶段，同时临汾市出台了 4 月中旬以后的限产政策，或许将导致焦化企业被动限产。

因此，我们认为焦煤基本面偏强的状态已经结束。目前焦煤供给逐渐恢复正常，煤矿有库存累积，而需求端短期持稳，有需求下降的政策扰动性因素存在，焦煤走势逐渐转向弱稳。

图 3：焦化厂开工率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

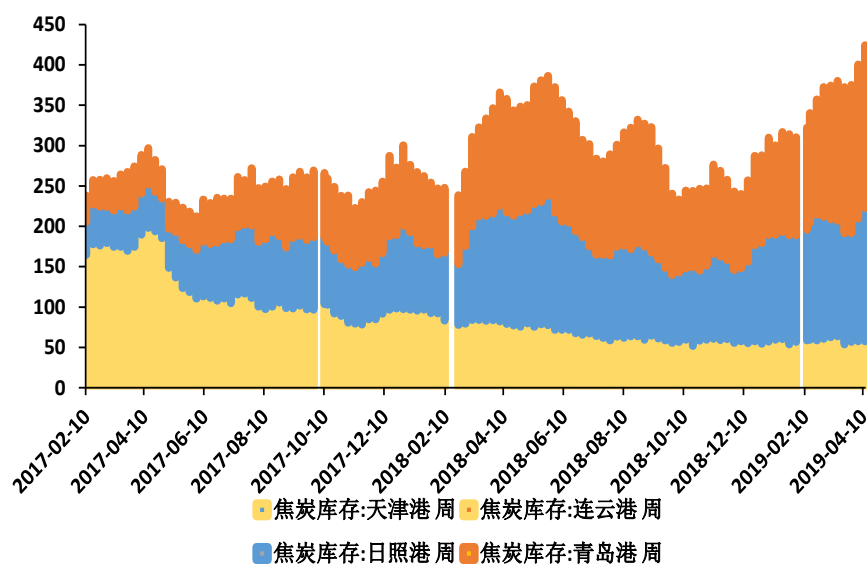
1.2 焦炭转好：供给看政策，高炉复产提升需求

生产方面，焦化厂主动限产可能性低，但开工率较难提升，并且或有政策被动限产影响。焦化厂开工情况如上文所说，短期内提产可能性较小，企业在微利的情况下，基本开满生产，开工率已经是高位水平。焦化企业主动限产可能性较低，但受政策扰动的可能性较大。

近两年来，焦化企业的限产主要来自于去产能政策以及环保限产政策导致的被动限产。近期值得关注的三个影响焦化厂生产的政策因素有：一、山西省焦化专项检查于4月15日结束了自查阶段，自查阶段限产力度较小，对生产影响较小，自4月16日起山西省将进入第二、三阶段，分别为集中专项整治与交叉检查，预计将对焦化企业生产造成一定的影响。二、山西省工业和信息化厅关于《山西省焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级实施方案》的通知要求严格执行“合理平衡淘汰焦炉产能量与新建焦化项目产能量，确保建成焦炉产能总体稳中有降”的要求。三、今年是我国70周年国庆，对于环保限产、安全检查的要求力度可能较以往更大，山西目前已出的焦化行业整治计划时间持续至国庆节前。

库存方面，港口库存仍然是焦炭的矛盾焦点，但本周库存可能迎来拐点。港口库存424万吨，已经超过2018年港口库存高点，尽管焦化厂内库存下降，但其实是将厂内库存转移至港口，总社会库存仍然较高。港口发布的新文件缩短免费仓储时间，提升仓储费用，贸易商可能加速出旧货，控制到货数量，库存有下降可能性。

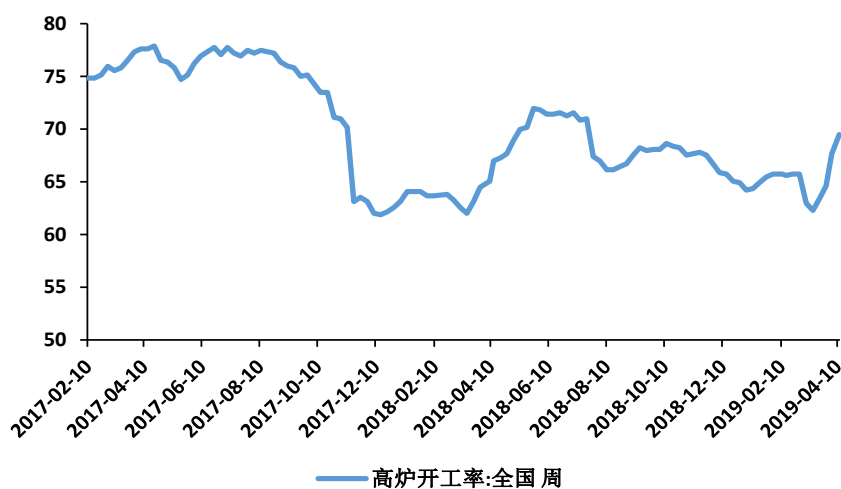
图 4：焦炭港口库存



数据来源：Wind，兴证期货研发部

需求方面，高炉复产预期正在缓慢兑现，焦炭需求有望提升。年后河北地区高炉限产力度大，导致焦炭库存累积，持续走弱。自 4 月起，山西临汾、河北等地区高炉复产增多，高炉开工率缓慢恢复，提升对焦炭的需求。截至 4 月 12 日，Mysteel 调研 163 家钢厂高炉开工率 69.48%，环比增 1.8%，产能利用率 77.69%，环比增 1.62%。由于高炉尚没有完全复产，因此高炉开工率仍有继续提升的空间。

图 5：全国高炉开工率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

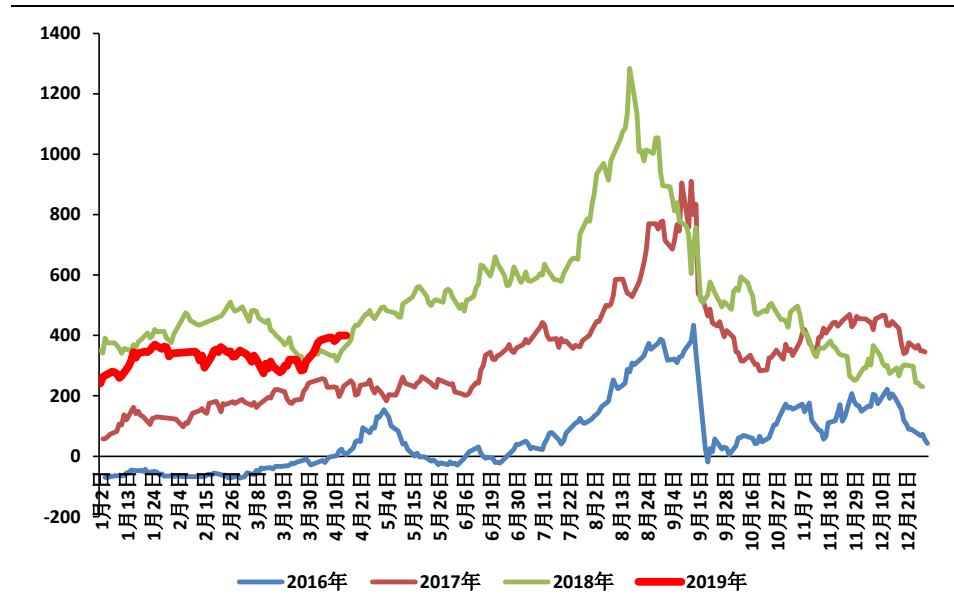
综上，我们认为，在高炉逐渐复产，提升焦炭需求的前提下，焦炭库存一旦能够消化顺利，基本面转好，焦炭盘面将恢复上涨，加上去产能以及限产等预期因素，焦炭将重新具备上涨的驱动力。

2. 盘面利润情况

一般来说 1.3 吨炼焦煤生产一吨焦炭，但是炼焦煤需要按照一定比例来配煤，大商所合约标的是主焦煤，因此按照通过焦炭价格与主焦煤价格拟合得到的公式，焦炭-1.2*焦煤-50 模拟利润，来计算盘面利润。从历史统计角度来看，09 合约盘面利润五月后具有季节性上涨的空间。截至目前，09 焦化盘面利润为 427.6 元/吨，处于较低位置。

焦煤基差（按照 1907 改合约标准后折算蒙煤现货价格）为 185.5 元/吨，基差率为 12.33%。焦炭基差（日照港准一级冶金焦折算价）为 9 元/吨，基差率为 0.43%。焦煤基差处于历史正常区间，焦炭基差处于历史偏低水平，但我们认为这正是基于市场对于未来预期的乐观判断而造成的，对策略影响不大。

图 6：09 合约盘面利润历史走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 策略建议

鉴于目前焦企利润已处低位，焦炭成本下移尚有空间，并且 4 月后焦炭库存压力如有缓解，将重新具备反弹动力，可通过做多 J1909/做空 JM1909 来做多焦化利润，手数比值按照生产工艺来确定为焦煤：焦炭=2:1，目标盘面利润为 700 元/吨。

如遇以下风险可平仓离场：焦煤受安全事故、检查等影响出现严重供给问题；钢材终端需求严重下挫。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。