

兴证期货·研发中心

2019年10月9日 星期三

黑色研究团队

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

俞尘泯

从业资格编号: F3060627

联系人

蒋馥蔚

021-68982745

内容提要

● 行情回顾

自2019年9月27日开始,我们在周报、10月报以及早午点评中均推荐尝试焦煤1-5正套策略,当日5-1价差为-59,截至10月9日价差已经扩大至-71。

● 后市展望

近月对应进口煤配额用尽政策收紧预期,短期终端旺季需求尚可以及即将到来的钢焦冬储需求(尽管偏弱,但需求仍然存在),盘面将有支撑。远月应对中长期焦化去产能政策以及宏观需求向下,利润压缩传导至上游焦煤,远月合约偏弱运行。

● 策略建议

JM1-5正套策略:做多JM2001,做空JM2005,入场点位:5-1价差-60左右,目标点位:-100。

● 风险提示

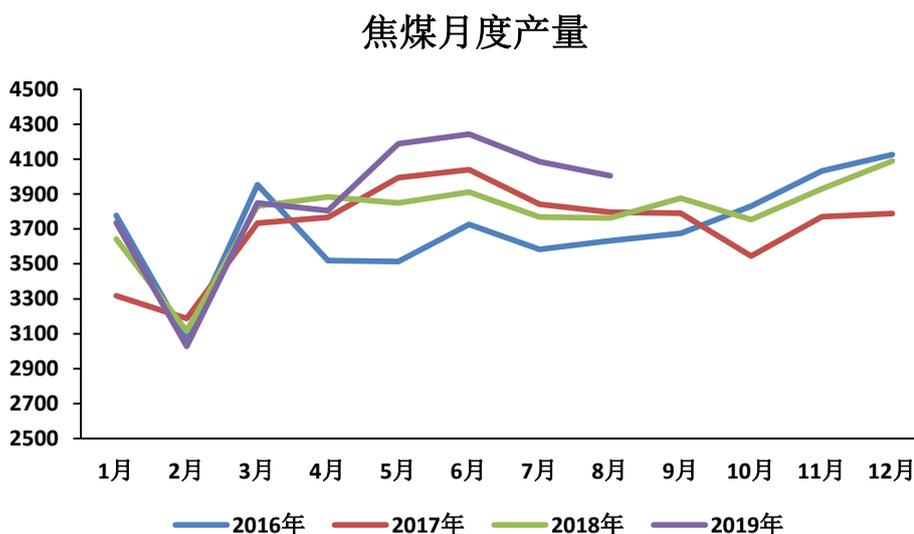
短期终端需求较差;进口煤政策持续放松;焦炭去产能乏力。

1. 焦煤供给

1.1 国内产量变数不大

2019年1-8月我国共生产焦煤30937万吨，较去年同期增加3.95%。从年初受春节、两会等事件影响，焦煤生产受限外，今年在焦炉开工高位的情况下，带动焦煤生产积极性增加，产量高于去年同期水平。短期受国庆保安全生产影响，多数煤矿停工，减少煤炭供应，在进入10月份后受冬储影响，焦煤产量将平稳增加，总体变数不大。

图1：焦煤月度产量



数据来源：中国煤炭资源网，兴证期货研发部

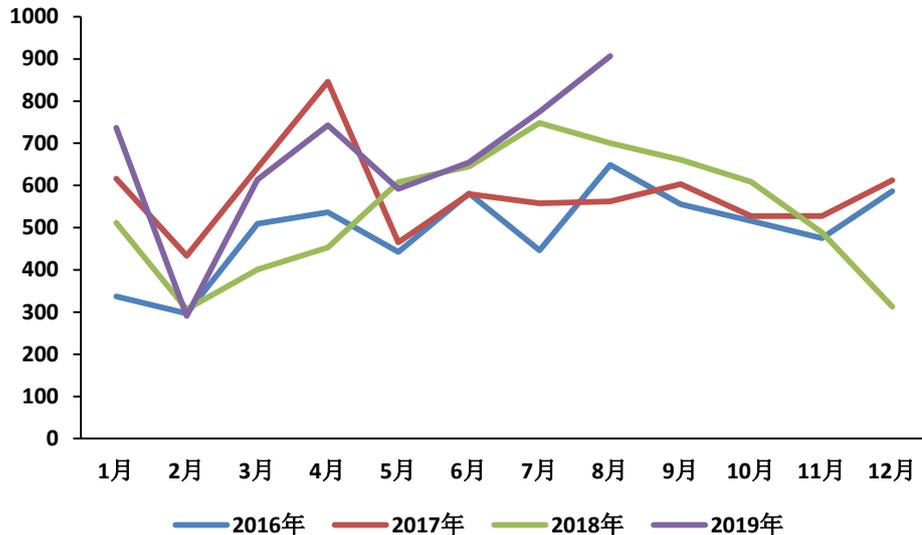
1.2 进口煤成为焦煤行情最大推动力

2019年1-8月我国共进口炼焦煤5299万吨，累计同比增加19.84%。自2018年底实行进口煤平控政策后，进口煤数量骤减，供应紧张。2019年1月进口配额重置后，在关口受限的煤炭涌入国内，1月进口煤数量同比增加44%，2月后受澳煤通关限制影响，进口煤数量减少，但由于不限数量而是限制通关天数，因此进口煤数量依然较多。

9月下旬焦煤盘面大跌，众所周知是由于国外焦煤需求下降，导致澳煤价格下跌，仓单成本进而下移所致。当前澳煤与国内到港主焦煤之间价差较大，进口利润丰厚，按照正常进口流程来看，四季度进口煤优势更大，量理应更多，但市场上认为**2019年进口煤数量暴增**，本年度配额已经几乎用尽，四季度进口煤数量或将得到控制。此外，澳煤属于优质低硫煤，相较于以往，多头更愿意在盘面交割存有利润的优质进口煤。因此近月01焦煤有支撑。

对于远月 05 来讲，可以明确的是，2020 年 1 月进口配额重置后，在低价进口煤与高价国内焦煤对比之下，2019 年 1 月进口煤高峰将有可能重演，更加利空远月焦煤。

图 2：炼焦煤月进口量



数据来源：wind，兴证期货研发部

2. 焦煤需求

2.1 限产/去产能相关分析

根据 2018-2019 年采暖季情况来看，严禁“一刀切”政策无疑放开了焦化厂生产的自主性，再加上焦化厂积极改造环保设备，努力满足环保排放标准，采暖季限产对于焦炭生产的边际影响无疑在降低，由此看来焦炭去产能才是四季度最大的炒作点。

焦化去产能政策集中在山西、山东、河北三省，具体去产能规划如下表所示：

表 1：重点省份焦炭去产能规划（万吨）

省份	在产产能	去产能目标	2019 年目标	2020 年目标
山西省	13515	14768 万吨以内	1000	未定
河北省	8900	8000 万吨以内	300	200
山东省	5970	3644 万吨以内	1031	655
总计	28385	26412	2331	

数据来源：Wind，兴证期货研发部

在《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》中，要求河北省于 2019 年 11 月底之前淘汰四座焦炉共计 300 万吨产能，均属在产产能。在 8 月 8 日出台的《山东省煤炭消

费压减工作总体方案（2019-2020 年）》中公布了山东省产能淘汰计划，共涉及焦化产能 1686 万吨，其中 2019 年压减 1031 万吨，2020 年压减 651 万吨，期限截至 2020 年 4 月份。根据我们的分析，在山东省在产产能 5900 万吨之中，4.3 米焦炉产能占比高达 30%，将要淘汰的 1686 万吨产能正好是 4.3 米焦炉产能，均属在产产能。

山西 8 月 14 日公布《山西省焦化行业压减过剩产能、打好污染防治攻坚战行动方案》，方案中指出全省焦化总产能压减至 14768 万吨以内，并在此基础上保持建成产能只减不增。2019 年将压减任务分解落实到具体企业和焦炉，其中未建焦炉及停产焦炉产能今年压减落实到位，运行焦炉产能分两年压减落实到位。其中各市具体压减目标合计为 4027 万吨。根据我们在 8 月 14 日发表的《山西去产能政策分析》短评，山西省当前在产焦化产能有 13842 万吨，已经在去产能总目标内，因此预计 2019 年主要去产能目标为僵尸产能及小部分在产不达标产能。

表 2：四季度焦化产能计划（万吨）

省份	计划淘汰（在产）	计划投产	净淘汰
山西	1200	800	400
河北	300	-	300
山东	1031		1031
其他		640	-640
合计	2531	1440	1091

数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

根据各省市计划淘汰、投产的政策计算，四季度共计划淘汰在产产能约 2531 万吨，计划投产产能 1440 万吨，净淘汰 1091 万吨产能，因此去产能政策在四季度对焦炭生产的影响较大。但从民生、就业等方面看淘汰产能，从行情、资金等方面看投产产能，双边均有压力，因此计划能否按期实施仍然存疑，可以明确的是，从中长期来看，焦炭产能压减是必然趋势。

2.2 宏观需求向下，焦煤难以独善其身

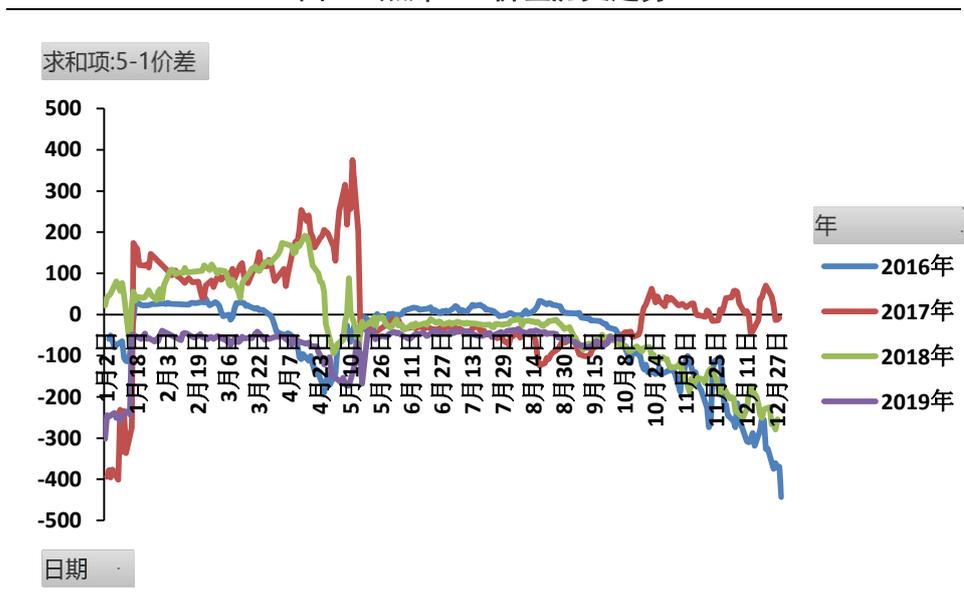
从全球需求来看，全球宏观经济不容乐观，钢材需求向下，进而导致全球高炉炼铁产量下降，而相较之下澳洲焦煤供应增加，澳洲焦煤偏弱走势短期难以改善。

从国内需求来看，宏观经济向下是市场共识，钢材利润收缩验证了这一共识。在整个黑色产业链中，目前焦化、钢材利润已经收缩，价格重心下移，今年只有铁矿可以和焦煤媲美，保持较高利润空间。在大方向向下的行情里，高利润不可维持，因此焦煤利润有较大压缩空间。

3. 策略推荐：焦煤 1-5 正套

从历史统计数据来看，2016/2018 年均走出正套走势，仅 2017 年走势相反。2017 年下旬环保限产政策利好消息在盘面体现，但随后终端需求转淡，钢材下跌带动黑色整体下行，但 JM1805 合约较为抗跌。

图 3：焦煤 5-1 价差历史走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

从前文所述来看，近月对应进口煤配额用尽政策收紧预期，短期终端旺季需求尚可以及即将到来的钢焦冬储需求（尽管偏弱，但需求仍然存在），盘面将有支撑。远月应对中长期焦化去产能政策以及宏观需求向下，利润压缩传导至上游焦煤，远月合约偏弱运行。因此推荐尝试焦煤 2001/2005 正套策略。

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。