

否终则泰

【摘要】

螺纹钢，四季度终端需求有回落预期，但是，更重要的焦点在采暖季“2+26”城市限产。预计螺纹钢产量将下降占当前月产量的 5.77%，对应冬季是需求淡季，需求下降幅度可能在 5-10%之间，此外，因环保要求，部分北方城市建筑业停工，大部分时间适逢冬季停工，对需求有所压制，但影响有限。总体供求不会出现很大的矛盾。但是，环保对 7-9 月需求有一定压制，10 月需求反而可能较好，且当前螺纹库存整体水平仍然偏低，对螺纹价格将形成支撑，预计螺纹主力期价有望在 3300-3900 元/吨宽幅震荡。明年春季后，伴随供求同时回升，价格有望震荡偏强运行。

热卷，虽然宏观和终端需求下行，下游冷卷也面临需求回落和去库存压力，短期价格面临一定下跌压力。但是，环保限产将造成热卷产量下降达到当前全国月产量的 14.5%，进而令热卷明显供不应求，4 季度热卷主力期价有望重新回到 4000-4500 元/吨区间。钢厂利润受到支撑，偏强运行。

铁矿石，第四季度矿山新增产能仍将平稳释放，产量与发货预计维持高位，结合中国采暖季“2+26”城市钢厂将执行严格限产，铁矿石需求大幅下降 5000 万吨以上，铁矿石供应过剩的矛盾突出。当前矿价已经反映了较多的利空，但是伴随四季度减产逐步实现，矿价仍将承压，普氏 62% 现货均价有望长时间跌落 60 美金以下。但另一方面，块矿和高品位矿升水有望维持。明年春季以后，钢厂恢复开工，钢厂利润良好依然会支撑矿石需求，远期矿价已经跌破 55 美金以下，重回主流定价的 1809 及以后的合约，具有长期做多价值。

焦炭，现阶段港口焦炭价格下调，钢材价格走弱，钢厂焦化库存宽松，部分钢厂因天气原因提前限产，导致焦炭采购情绪不佳，焦钢博弈增加。因为限产具有不确定性，四季度在供需格局在小幅紧缺到过剩的之间，库存整体保持

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货 研究所

李晓东 高级总监

lixiaodong@nawaa.com

0571-88393740

投资咨询职业资格号

Z0012065

王泽勇 助理研究员

wangzeyong@nawaa.com

0571-89727505

从业资格号

F3035049

杨雅心 助理研究员

yangyaxin@nawaa.com

0571-87839255

从业资格号

F3025703

稳定的情况下，我们认为四季度焦炭表现将呈现宽幅震荡格局，限产前期仍会相对强于焦煤，后期在钢厂限产影响下，焦炭需求受到压制，焦价偏弱，利润承压。

焦煤，目前整体呈紧平衡关系，尤其低硫高质量煤种比较紧张。但是随着10月份环保限产的开启，四季度焦煤需求将大幅下滑，而供应在十九大后可能有所回升，整体预期将比三季度稍宽松，且下游库存水平偏高，供求关系将从紧平衡走向供过于求。此外，因为交割品质问题，9月期货大幅贴水交割，对1月期价形成压制，后期由于需求乏力，焦煤现货价格或将继续下调，期价进一步承压。

可以关注的策略有，HC1801多单，3800以下逢低配置，目标4500；I1809多单，450以下逢低配置，目标600；JM1801空单，1200以上逢高配置，目标1000；I1801空单，500以上逢高配置，目标400；

多HC1801空HC1805，150附近可择机介入，目标300；多I1809空I1801，于20附近介入，目标-30；多HC1801空RB1801，200以下择机介入，目标400；多HC空I1081和JM1801，择机介入。

需要注意以下风险，宏观经济和终端需求超预期走弱；环保限产已经造成经济承压，因此政策也可能出现放松的风险；煤矿安全检查超预期严格；“十九大”对于目前供给侧改革等政策的重新阐述。

目录

1. 宏观和终端需求	5
1.1. 房地产投资将延续回落.....	5
1.2. 基建投资延续平稳.....	7
1.3. 制造业有一定下行压力，但总体稳健.....	8
1.4. 主要下游消费行业情况.....	9
1.5. 钢材出口.....	12
1.6. 热卷直接下游——冷卷产量与库存.....	12
2. 钢材供给与库存	14
2.1. 行情回顾.....	14
2.2. 钢厂利润与开工.....	14
2.3. 螺纹热卷产量与库存.....	15
3. 采暖季限产影响	18
3.1. 限产对钢材综合影响.....	19
3.2. 限产对螺纹影响.....	19
3.3. 限产对热卷影响.....	20
3.4. 钢材小结.....	21
4. 铁矿石供求	22
4.1. 行情回顾.....	22
4.2. 限产对铁矿石影响.....	23
4.3. 铁矿石产量、发运与进口.....	23
4.4. 库存与高品矿占比.....	25
4.5. 品位价差和块矿溢价.....	26
4.6. 交割贴水与质量调整.....	27
4.7. 铁矿石小结.....	27
5. 焦炭焦煤供求	28

5.1. 行情回顾.....	28
5.2. 限产对焦炭焦煤影响.....	29
5.3. 焦炭开工、产量与库存	30
5.4. 焦煤产量、进口与库存.....	32
5.5. 焦炭焦煤小结.....	35
6. 策略与风险	35
6.1. 单边策略.....	35
6.2. 套利与对冲策略.....	36
6.3. 风险提示.....	36
南华期货分支机构	37
免责声明	39

1. 宏观和终端需求

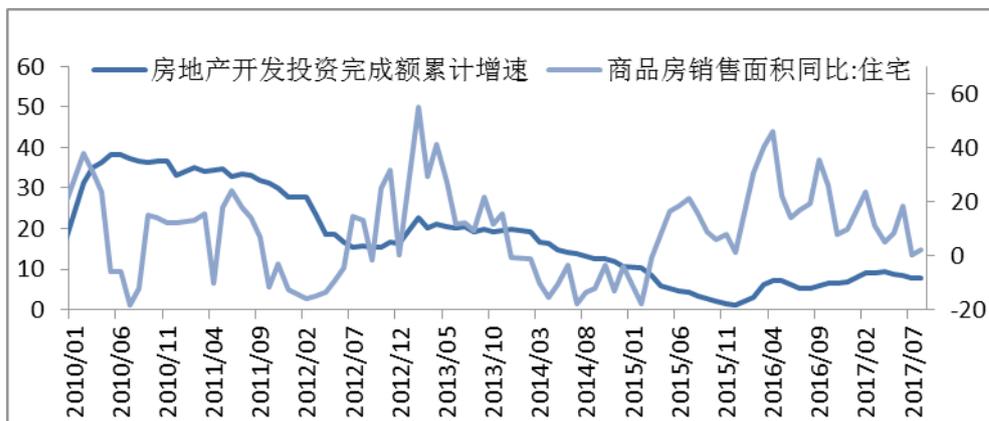
近两个月宏观数据延续回落，地产和基建投资延续下滑，工业企业利润承压，出口也出现回落，表明在房地产调控和去年末的金融政策紧缩下，经济确实面临一定调整压力，而我们认为在供给侧改革政策下，各行业资产负债表改善带来的正反馈效应边际递减，而消费需求的透支将反过来施压供应端，并且价格增长效应减退，也对投资形成压制。宏观经济仍将面临小幅回落的压力，但整体库存水平不高，加上供给侧改革后的行业结构改善，有望提供一定支撑。

终端需求方面，房地产在政策紧缩周期下，销售继续回落，投资承压下行，近期一线城市房价环比出现小幅回落，后续必将对投资进一步施压，但整体去库存状况良好有望对投资提供一定支撑；基建投资增速延续回落，一方面，宏观经济稳健运行，基建投资稳增长的需求不强，另一方面，地方政府大量投资基建的激励不足，财源也受到一定限制，因此基建投资增速高位回落属于正常现象，从季节性上看，4季度基建投资有望维持稳定；而制造业目前虽然整体平稳运行，产成品和原料库存并无压力，但工业企业利润普遍回落，伴随地产和基建投资走弱，制造业有一定向下调整的压力，但是幅度有限，总体稳健。具体到各行业，汽车自去年11月经历了半年的增库存，目前库存已经小幅回落，目前处于政策效应之后的消化期，产销增速可能继续小幅回落；家电行业虽然在上半年表现出较好的增长，但受地产周期带动，后期有一定调整压力；工程机械同样如此；而受全球贸易回暖带动的集装箱行业，有望继续维持产销两旺的局面。因为国内供应偏紧，钢材出口仍有可能延续回落。而热卷的直接下游——冷轧卷板，目前受下游需求偏弱影响，库存出现了一定积压，预计未来生产面临一定压力。

1.1 房地产投资将延续回落

房地产销售一般领先投资1-2个季度，但这一轮销售见顶回落，已经一年有余，因为库存去化良好，因此投资持续保持了稳健增长，但是近期房价也开始回落，地产投资回调的压力越来越大，增速已经连续4个月回落，后续有望延续下行。当然，整体库存水平低，依然有望对投资提供支撑，并且，未来两年内仍有近1000万套未完成的棚户区改造工程，也将对投资有一定支撑。

图 1: 商品房销售持续下行施压房地产投资



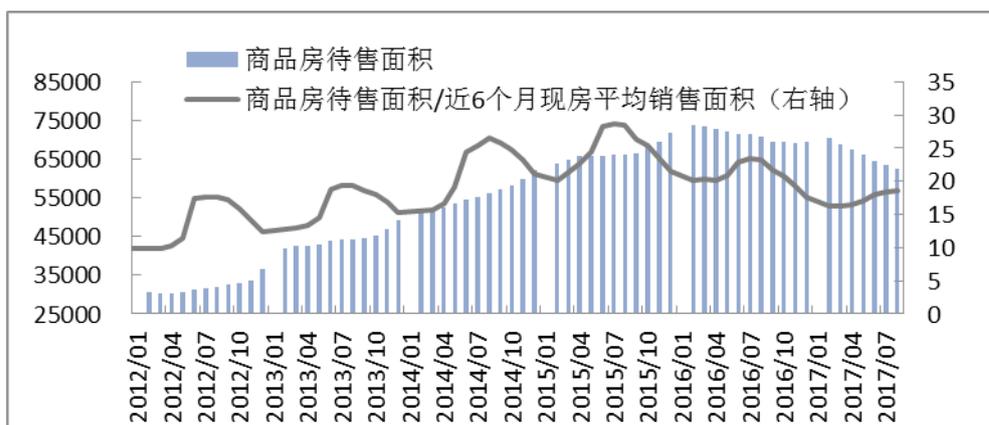
资料来源: 国家统计局、南华研究

图 2 房价回落施压房地产投资



资料来源: 国家统计局、南华研究

图 3 整体库存去化良好将对投资提供一定支撑



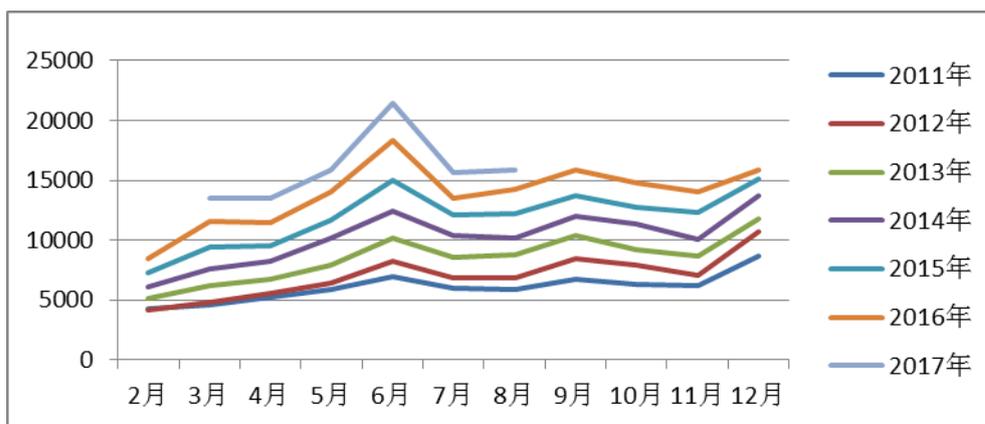
资料来源: 国家统计局、南华研究

1.2 基建投资延续平稳

基建投资增速延续回落。一方面，宏观经济稳健运行，基建投资稳增长的需求不强；另一方面，目前各级政府的施政重点在于供给侧改革，在于环境治理，而非传统的简单盯住 GDP 增长，地方政府大量投资基建的激励不足；并且，今年中央多次发文，对地方政府融资做出规范，叠加“谁举债谁负责”的原则，地方政府财源也受到一定约束。因此，基建投资增速高位回落属于正常现象。从季节性上看，4 季度基建投资有望维持稳定。

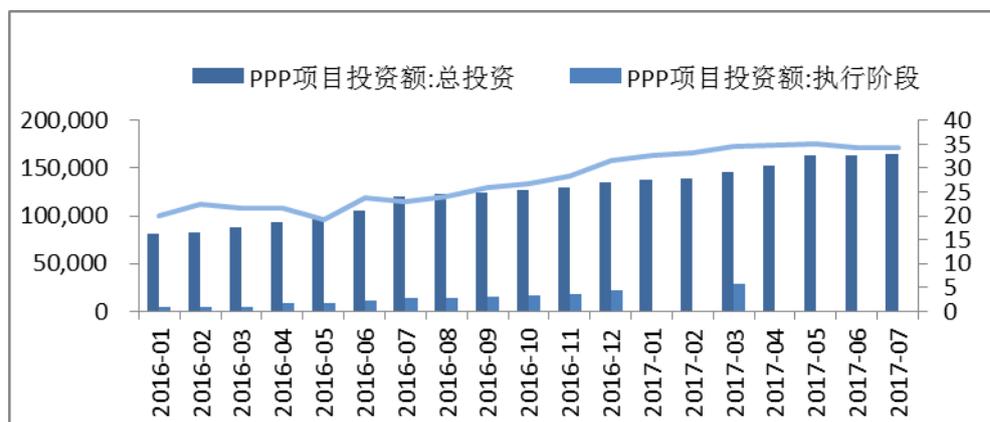
PPP 方面，总入库数，总投资纷纷放缓，截止 2017 年 7 月，总入库数 13599 个，环比仅增 45 个；总投资 5 月以来增长也明显放缓，落地率甚至有所下滑。据了解，经历去年一些地方政府主推的 PPP 集中落地后，具体操作层面仍面临诸多难题，比如，许多地方政府专业人员配备不足，为了完成指标，一些项目强行包装成 PPP 项目，但经济效益性、投资回报期都不明确等；而且，前期主推的都是一些实现难度相对较低的公共交通、污水治理、垃圾治理等项目。后续 PPP 投资继续增长面临一定挑战。

图 4 基础建设投资（亿元）



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

图 5 PPP 投资放缓

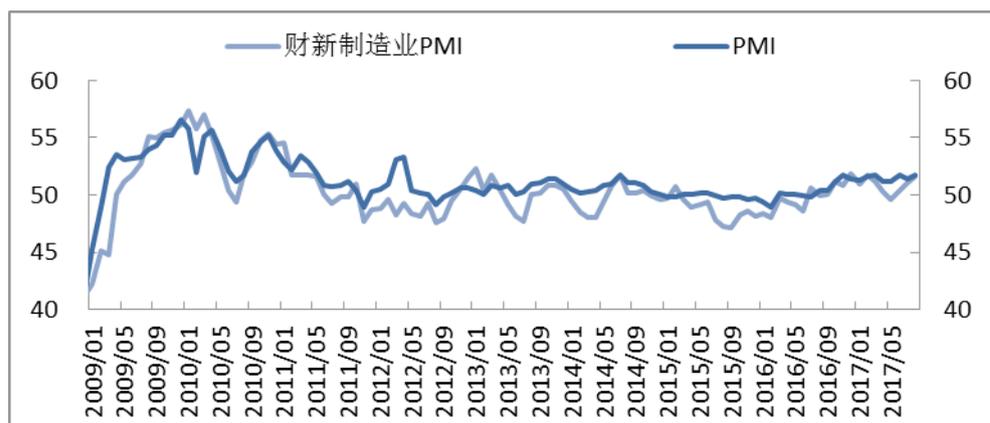


资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

1.3 制造业有一定下行压力，但总体稳健

制造业 PMI 平稳，工业企业利润普遍回落，但产成品库存并无压力，伴随地产和基建投资走弱，制造业有一定向下调整的压力，但整体有望维持稳健。

图 6 制造业总体平稳运行



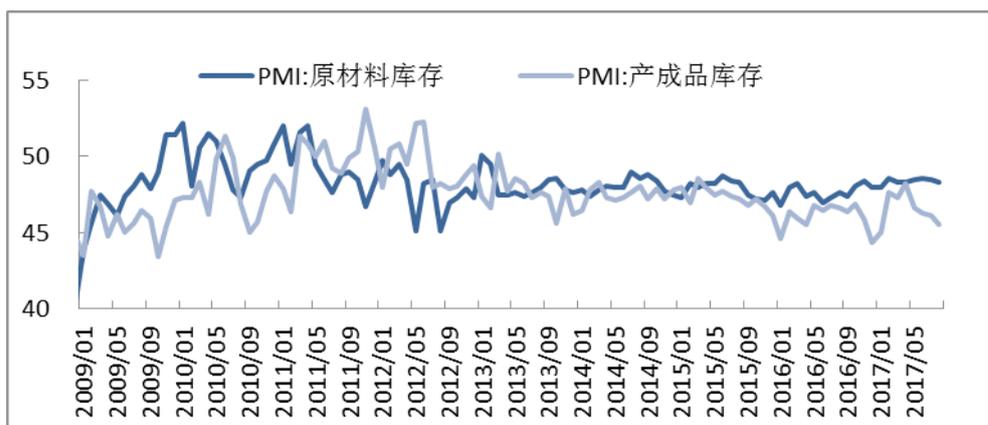
资料来源：国家统计局、南华研究

图 7 工业企业利润普遍回落



资料来源：国家统计局、南华研究

图 8 产成品和原料库存无压力

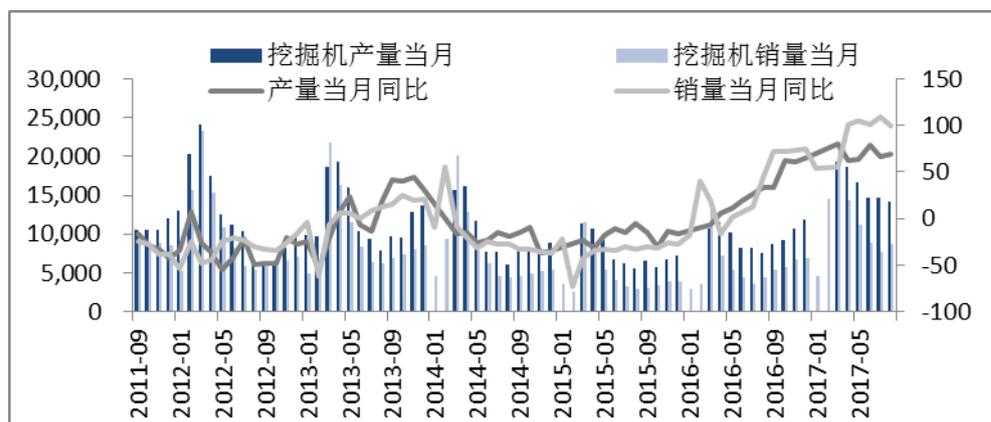


资料来源：国家统计局、南华研究

1.4 主要下游消费行业情况

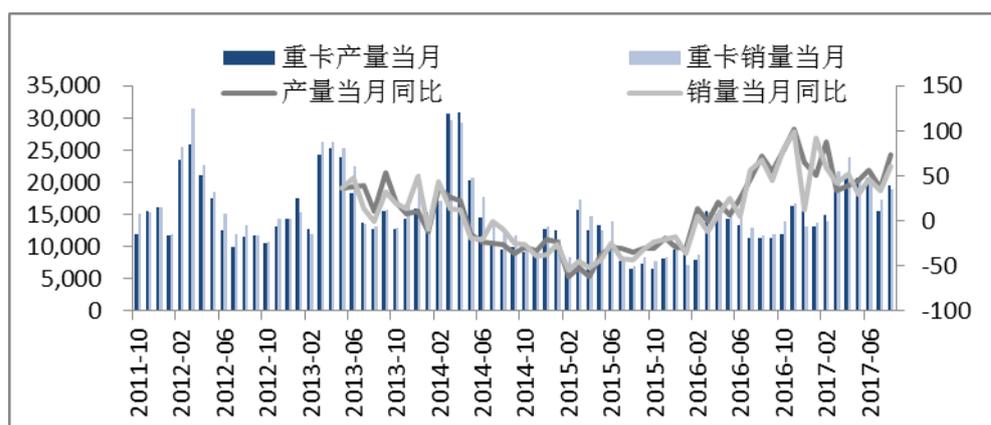
工程机械，如挖掘机、重卡等，今年保持了超高的产销增速，然而，伴随地产投资开工回落，目前已经呈现出一定的回落迹象，未来有望延续回落趋势。

图 9 挖掘机继续保持强劲增长



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

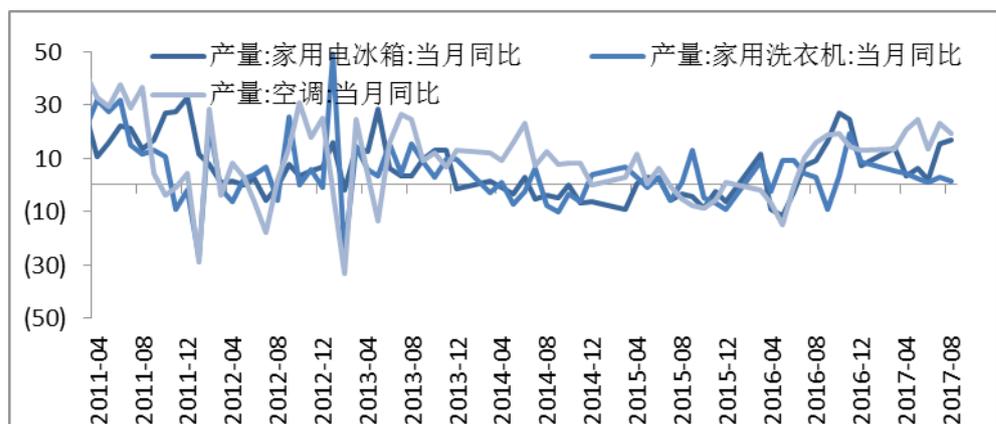
图 10 重卡一方面受建筑业带动，一方面受运输政策影响，产销两旺



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

家电，一方面，同样受去年地产销售良好带动，产销两旺，另一方面，今年高温天气也推动了空调的消费增长。一般的，家电受地产周期影响明显，预计未来产销将呈现逐步回落的局面。

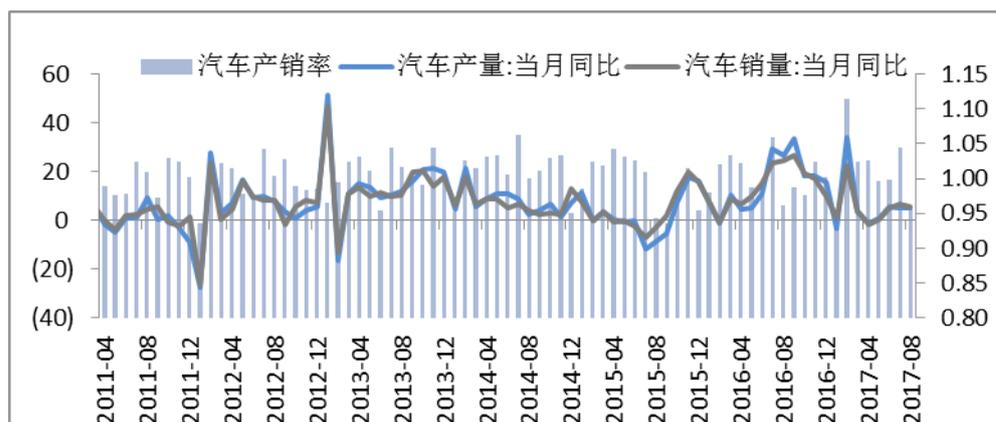
图 11 家电受房地产周期影响，预期回落



资料来源：国家统计局、南华研

汽车目前产销平稳，去年末至今年上半年经历了一定的增库存，现正处于去库存阶段，预计未来产量增速有可能小幅回落。

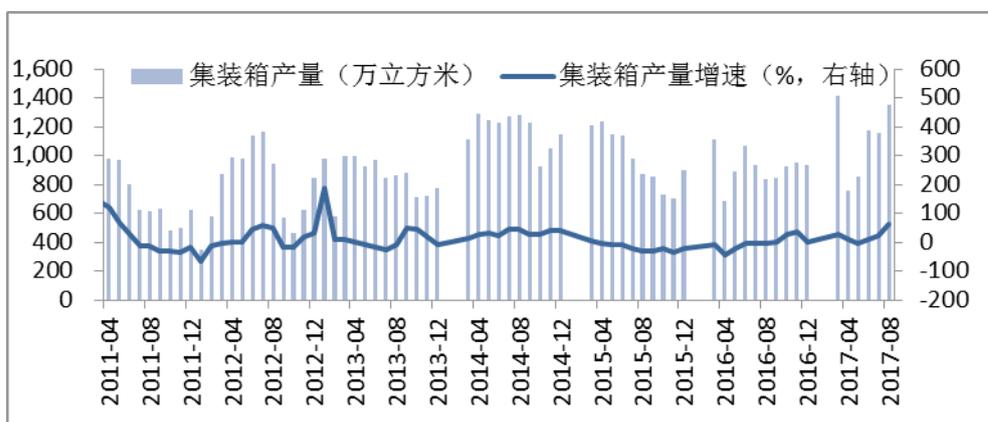
图 12 汽车去库存，政策效应后消化期，产销增速可能继续回落



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

伴随全球贸易回暖，航运业长期整合，集装箱业逐步回暖，未来有望维持产销两旺。

图 13 集装箱制造维持强势复苏



资料来源：国家统计局、南华研究

1.5 钢材出口

钢材出口不断下滑。一方面，国内钢材供应偏紧，钢价持续走高，钢厂出口意愿较低；另一方面，人民币持续升值进一步削弱了出口价格优势。预计四季度，出口仍保持偏弱。

图 14 钢材出口维持弱势



资料来源：国家统计局、南华研究

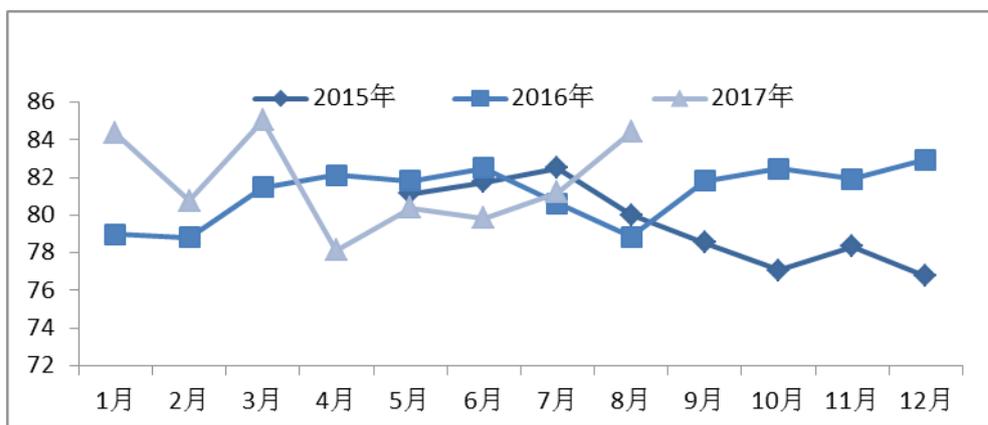
1.6 热卷直接下游——冷卷产量与库存

今年上半年，因下游汽车等行业原材料库存出现一定积压，加上宏观预期偏悲观，下游原料采购意愿低迷，导致卷板价格大幅回落。同样压制了冷卷生产。4-5月以来，价格逐步回暖，产量也逐步回升，但目前冷卷库存已经明显回升，价格也高位承压回落。

结合终端需求有走弱预期，预计4季度，冷卷需求和价格仍面临一定压力，并且上

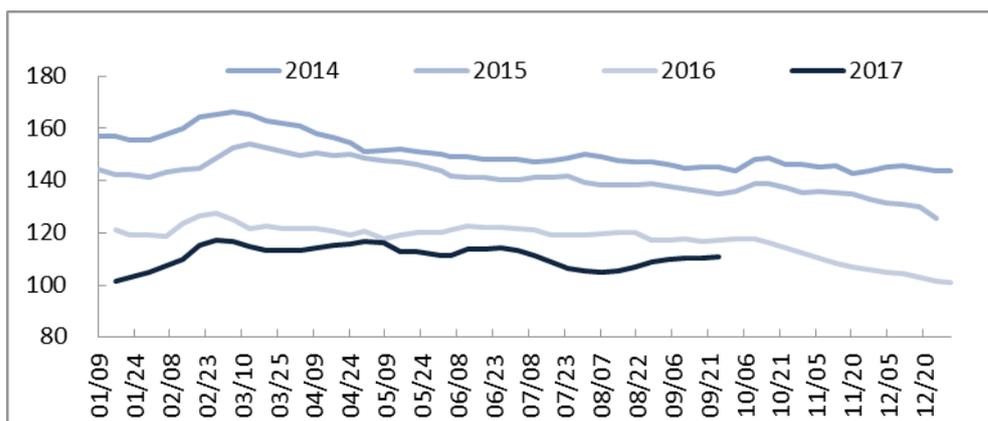
下游有一定去库存需求，继而压制冷卷的产量。

图 10 调研钢厂冷轧产量（万吨），近期重新回到高位



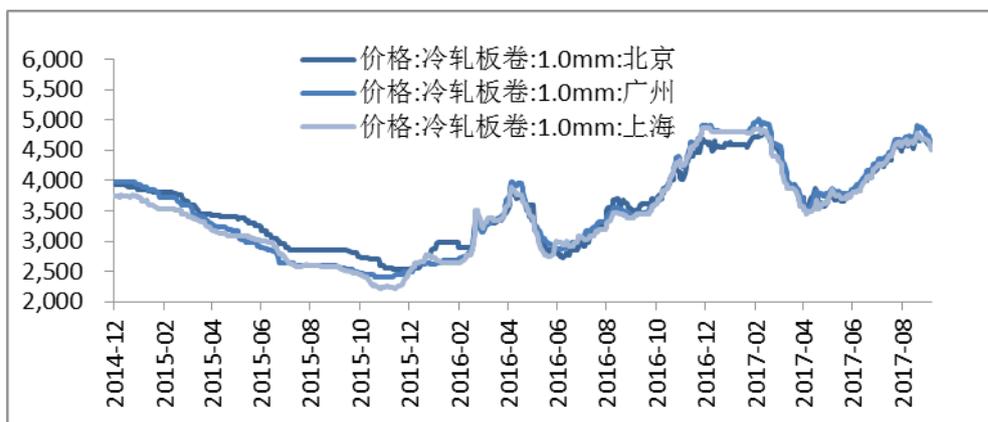
资料来源：Mysteel、南华研究

图 11 近期冷卷库存也出现了一定积压（社会库存，万吨）



资料来源：Mysteel、南华研究

图 12 冷卷价格高位承压回落



资料来源：Wind、南华研究

2. 钢材供给与库存

2.1 行情回顾

前三季度螺纹整体表现出震荡上行的趋势，特别是现货价格较为坚挺，而期货波动较大。年中在出清地条钢、限产政策频出和需求淡季不淡的多重利好作用下，期现价格持续上行，特别是主力合约从六月起连续两个月持续上行，连破钢价反弹以来的新高，抬升了全年的价格重心。但进入九月后，随着利好出尽、宏观大环境压力增大、需求端受限表现不及预期，钢价高位承压，随即转为下行，近期出现一波较为凌厉的跌势，市场受资金情绪影响波动持续增大。

图 13 钢价走势



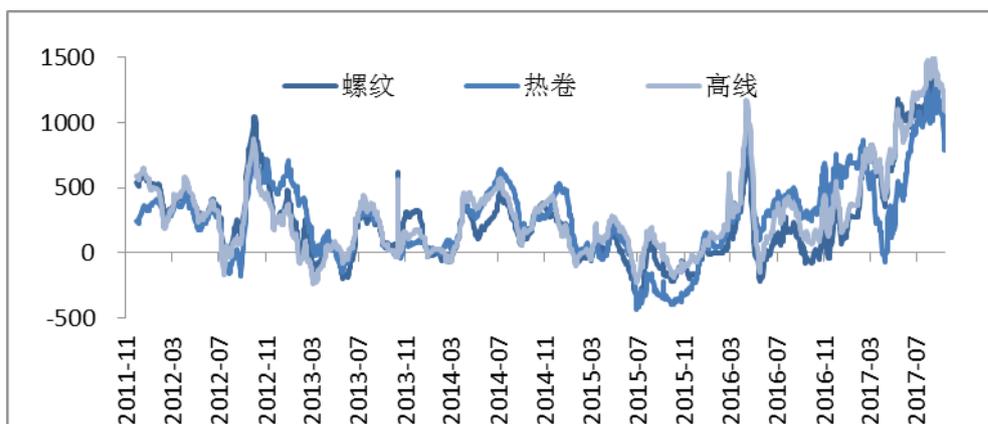
资料来源：Mysteel、南华研究

2.2 钢厂利润与开工

上半年在供给侧改革去产能、淘汰地条钢的政策红利下，钢材价格和毛利润率大幅走高，吨钢毛利在下半年来，一度超过千元，刺激钢厂生产持续位于高位，甚至有钢厂因为连续生产时间过长，检修不及时而引发生产事故。目前整体产能利用率依然位于高位，吨钢利润高企激励钢厂维持满负荷生产。

但环保政策越来越严厉，尤其是即将启动的采暖季“2+26 城市”高炉限产措施，影响巨大，后文将独立分析。

图 14 去产能和淘汰地条钢的政策红利下，吨钢毛利润大幅走高



资料来源：南华研究

图 15 全国盈利钢厂比例和高炉开工率

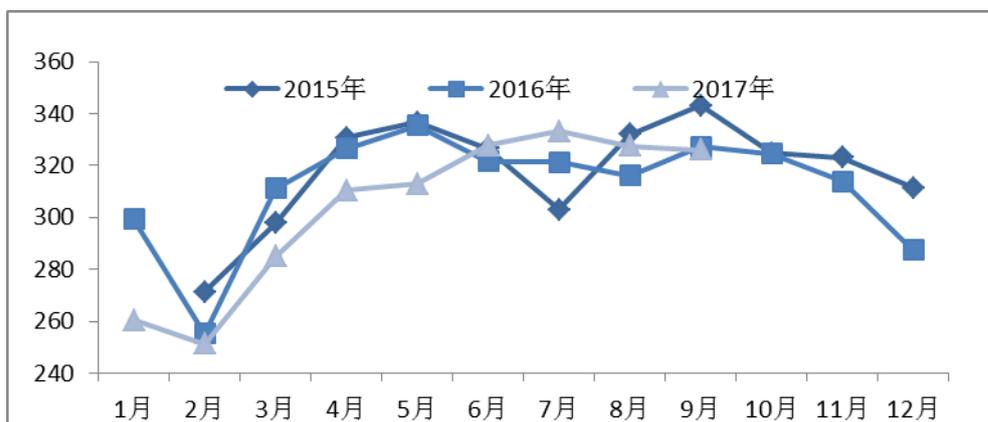


资料来源：Wind、南华研究

2.3 螺纹热卷产量与库存

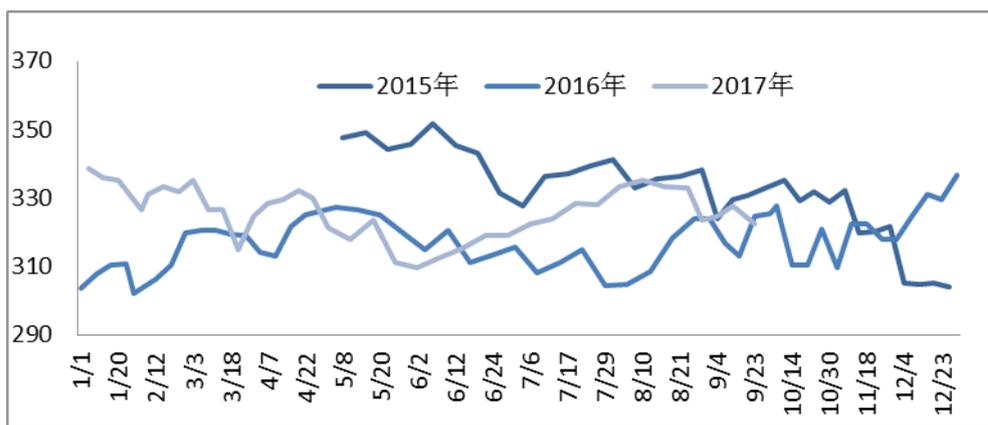
螺纹、热卷产量自 5 月以来逐渐攀升至高位，9 月以来，因高炉事故和检修增加，叠加环保限产越来越多，产量高位小幅回落。

图 16 螺纹产量持续高位，但近期有所回落（万吨）



资料来源：Mysteel、南华研究

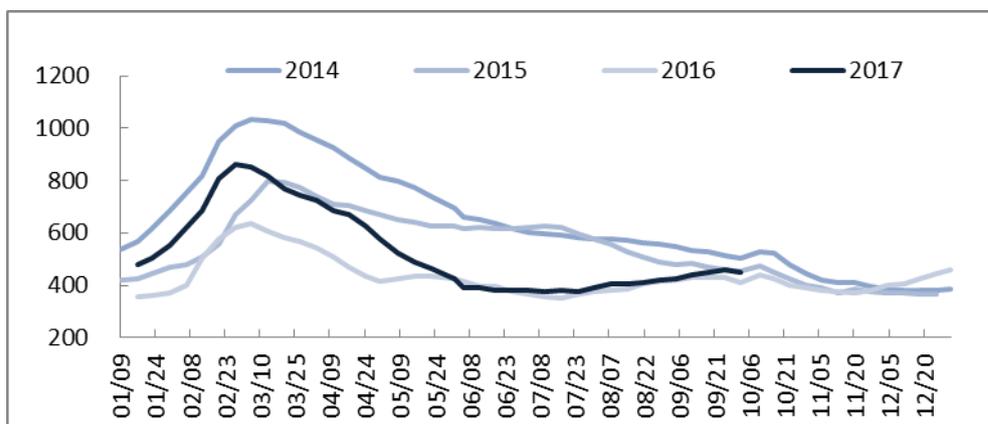
图 17 热卷周度产量持续高位，但近期有所回落（万吨）



资料来源：Mysteel、南华研究

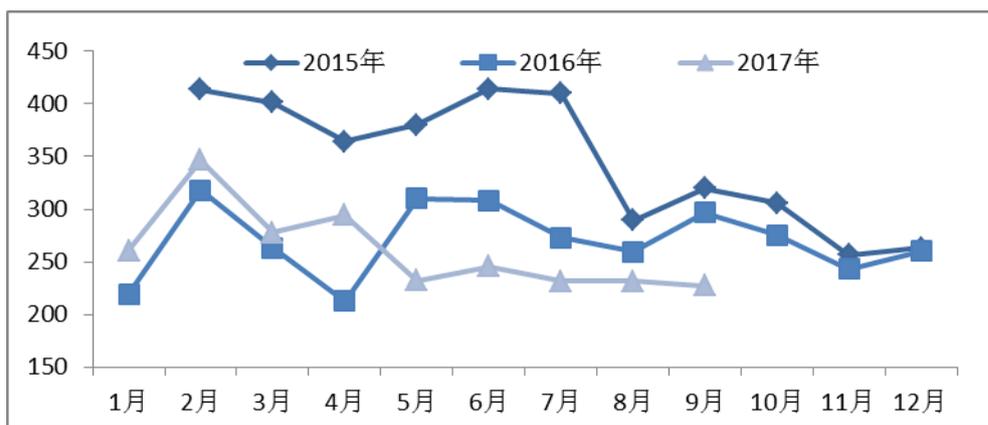
今年在淘汰地条钢的政策下，螺纹钢供不应求，3-5月库存大幅下降，6-7月库存低位持稳，7月后因为贸易商对旺季需求抱有较好预期，主动增库存，结合螺纹钢产量处于高位，供应充分释放下，库存上升与价格上涨形成共振。但是进入9月后，终端需求不及预期，采购成交偏弱，贸易商出货遇到一定阻力，近期价格大幅回调。

图 18 螺纹钢社会库存自 7 月以来持续回升（万吨）



资料来源：Wind、南华研究

图 19 螺纹钢钢厂库存低位持平 (万吨)

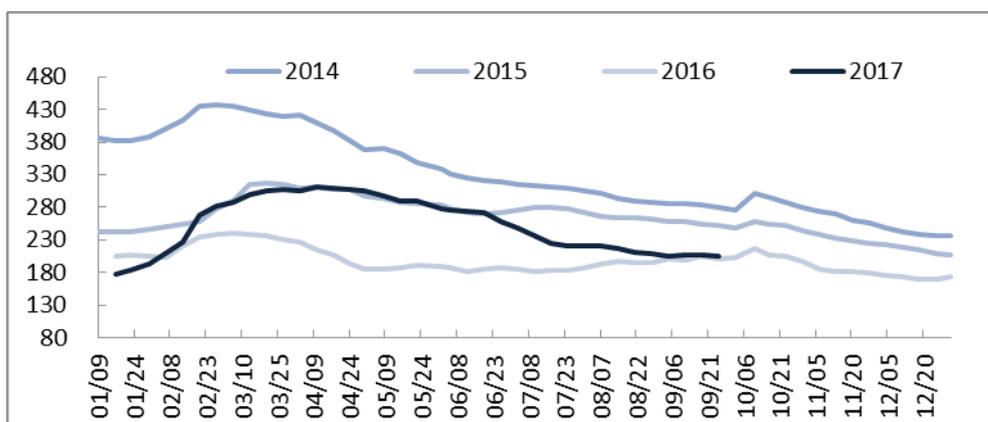


资料来源：Mysteel、南华研究

为对于热轧卷板，虽然5月以来产量持续上涨，但是库存仍持续下降，可以看出，热卷的下游需求非常好。不过，9月以来，热卷产量已经高位下降，但是库存也停止回落，维持平稳，可以看出，需求旺季不旺，目前供求基本平衡。但下游冷卷有一定库存压力，终端需求也承压，因此热卷可能转向供应小幅过剩的格局。

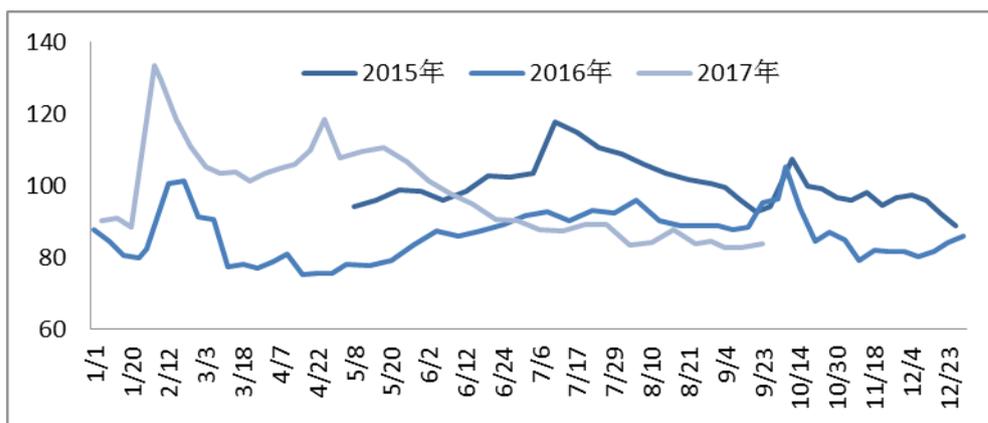
不过，虽然目前看螺纹、热卷都有一定供应压力，但更重要的是采暖季限产政策对供求两端的影响。

图 20 热卷社会库存经历持续下降后，近期走平 (万吨)



资料来源：Wind、南华研究

图 21 热卷钢厂库存同样停止下降，维持平稳（万吨）



资料来源：Mysteel、南华研究

3. 采暖季限产影响

根据《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》（下文简称《方案》）以及相关文件，要求“2+26”城市在采暖季施行错峰限产，钢厂限产 50%，焦化厂从 10 月 1 日开始环保限产至 2018 年 3 月 31 日，结焦时间至少延长至 36 小时，焦化厂在主城区的，结焦时间延长至 48 小时。根据《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》（下文简称《攻坚方案》），“2+26”城市要事实分类管理，按照污染排放绩效水平，制定错峰限产方案。目前，除石家庄、唐山、邯郸、安阳四个重点城市明确要求限产之外，天津、淄博、长治、焦作和晋城也明确发布过文件进行限产 50%。邢台、廊坊、保定和衡水召开了相关工作会议，也做出明确要求，但尚未有文件发布。值得一提的是，除了《方案》的规定，目前“2+26”城市中，对焦化限产做出

规定的城市很少。

3.1 限产对钢材综合影响

根据 Mysteel 统计 2016 年全国钢铁煤炭产能，采用 2017 年 1-8 月未剔除淘汰钢铁产能的利用率，对采暖季（2017.11.15-2018.03.15）限产影响进行了估算。焦炭、铁矿分别采用吨铁耗 0.5 吨焦以及 1.67 吨铁矿石估算，焦煤按吨焦耗 1.35 吨估算。

表 1 环保限产对生铁、铁矿、煤焦供求影响估算（万吨）

	炼铁		焦炭
	2+26（未剔除淘汰）	已公布城市	2+26合计
产能合计	31175	27671	16277
利用率（2017年1-7月平均）	83.81%	83.81%	79.87%
采暖季产量（不限产）	8709	7730	6500
限产开工率	50%	50%	63%
采暖季产量（限产）	5196	4612	4063
产量减少（不限产-限产）	3513	3119	2438
焦炭需求减少	1757	1559	
焦炭需求净减	-681	-878	
焦煤需求净减			3291
铁矿需求减少	5867	5208	

资料来源：Mysteel、南华研究

可见，目前对钢厂高炉限产的政策比较多，且比较明确。影响生铁产量在 3100-3500 万吨左右。根据今年 1-8 月生铁平均产量 6084 万吨，减产幅度为 12.8%-14.4%。

环保限产目前虽然是“一城一策”，但如表 1 所示，已公布限产的城市涉及产能已经达到“2+26”城市产能的 89%，因此限产基本不会低于预期，鉴于“十九大”的召开，部分城市限产可能从 10 月中旬就开始执行，因此影响会进一步扩大。

3.2 限产对螺纹钢影响

对于螺纹钢和热轧卷板，根据 Mysteel 调研产量与中钢协公布产量比较，估算出 Mysteel 样本占全国比；假设（1）Mysteel 调研的华北产量，占总产量与此相当，可以估算出华北地区总产量；再根据其调研螺纹（或热卷）平均产能利用率，假设（2）华北螺纹/热卷企业产能利用率与此相当，则可以估算出华北地区螺纹（或热卷）总产能。这里估算的是华北减产的情况，但实际“2+26”城市不包含华北所有钢铁产能，但包含部分山东产能。总体上相差不大。

以当前的产能利用率作为不限产情况下的产能利用率，与限产后产能利用率下降到 50% 做比较分析。

通过估算(见表2),限产导致螺纹月产量下降105万吨,占全国当前月产量的5.77%。与此对应,2014-2016年,因为需求淡季和春节因素,采暖季(见表3,用11-次年2月Mysteel调研产量数据代替,表5同)螺纹钢产量平均下降5-10%左右。并且,目前环保限产对需求端建筑施工也造成了一定的压制,因此采暖季环保限产,预计不会造成螺纹明显的供给紧缺。

表2 环保限产对螺纹产量影响估算(万吨/月)

mysteel 调研产 量:全国	中钢协 螺纹产 量:全国	mysteel 样本占 比:全国	mysteel 调研:华 北	华北总 产量 (估)	mysteel 产能利 用率	华北总产 能(估)
1086.09	1814.27	59.86%	190.46	318.16	74.53%	426.92
华北总 产能 (估)	不限产 产能利 用率	不限产 产量	限产产 能利用 率	限产产 量	产量减 少	产量减幅
426.92	74.53%	318.16	50%	213.46	104.70	5.77%

资料来源: Mysteel、南华研究

表3 过去4年冬季产量历史回顾(万吨/月)

	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2 17
月均产量(11-次年2月)	1134	1109	989	962
月均产量(当年3-10月)	1144	1169	1102	1064
产量减少	0.9%	5.1%	10.2%	9.6%

资料来源: Mysteel、南华研

3.3 限产对热卷影响

通过估算(见表4),限产导致热卷月产量下降253万吨,占全国当前月产量的14.5%。并且,与螺纹不同,热卷需求的季节性特征较弱(表5),除2015年末-2016年初,因普遍大幅亏损减产,热卷产量一般比较平稳。此外,环保限产对热卷下游钢材加工行业的影响,与高炉限产程度相比,相对较小。

表4 环保限产对热卷产量影响估算(万吨/月)

Mysteel 调研产 量:全国	中钢协 热卷产 量:全国	Mysteel 样本占 比:全国	Mysteel 调研产 量:华北	华北总 产量 (估)	Mysteel 产能利 用率	华北总产 能(估)
1551.85	1748.65	88.75%	598.81	674.75	80.04%	843.04
华北总 产能 (估)	不限产 产能利 用率	不限产 产量	限产产 能利用 率	限产产 量	产量减 少	产量减幅 (占全 国)

843.04	80.04%	674.75	50%	421.52	253.23	14.48%
--------	--------	--------	-----	--------	--------	--------

资料来源: Mysteel、南华研究

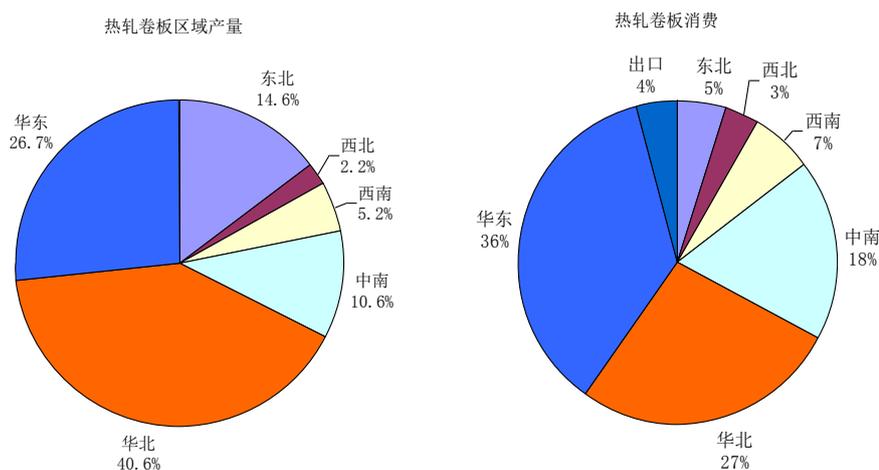
表 5 过去 4 年冬季产量历史回顾 (万吨/月)

	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017
月均产量(11-次年 2 月)	1406	1559	1544	154
月均产量(当年 3-10 月)	1402	1512	1663	151
产量减少	-0. %	-3.1%	7.2%	-0.3%

资料来源: Mysteel、南华研究

并且, 华北为我国卷板主要生产地, 占全国产量近 4 成, 以 2017 年 1-8 月为例, Mysteel 调研产量合计 12415 万吨, 其中华北产量 4791 万吨, 占比 38.6%。如果加上山东省(也受冬季环保限产影响), 产量占比更高。但华北热卷消费占全国比重只有 1/4 左右, 为卷板的主要流出地区, 主要流向为华东和中南。因此, 环保限产主要发生在华北, 为热卷产地, 而非消费地, 对供给影响远大于需求。

图 22 全国主要地区的热卷产销占比, 华北为最大产区, 区域产量净流出



注: 图中中南其实指中南和华南。

资料来源: 南华研究

因此, 冬季环保限产对热卷的供给端远远大于需求端, 可能导致热卷出现明显的供小于求。并且, 由于当前螺纹吨钢毛利仍大于热卷, 但是产能从螺纹向热卷转换已经没有空间, 因此, 热卷的紧缺无法通过产能转换来调节。

3.4 钢材小结

第四季度, 终端需求有回落预期, 但是, 主要的焦点在采暖季“2+26”城市限产。

预计螺纹钢产量将下降占当前月产量的 5.77%，对应冬季是需求淡季，需求下降幅度可能在 5-10% 之间，此外，因环保要求，部分北方城市建筑业停工，大部分时间适逢冬季停工，对需求有所压制，但影响有限。总体供求不会出现很大的矛盾。但是当前螺纹库存整体水平仍然偏低，对螺纹价格将形成支撑，预计螺纹有望在 3300-3900 元/吨宽幅震荡。明年春季后，伴随供求同时回升，价格有望震荡偏强运行。

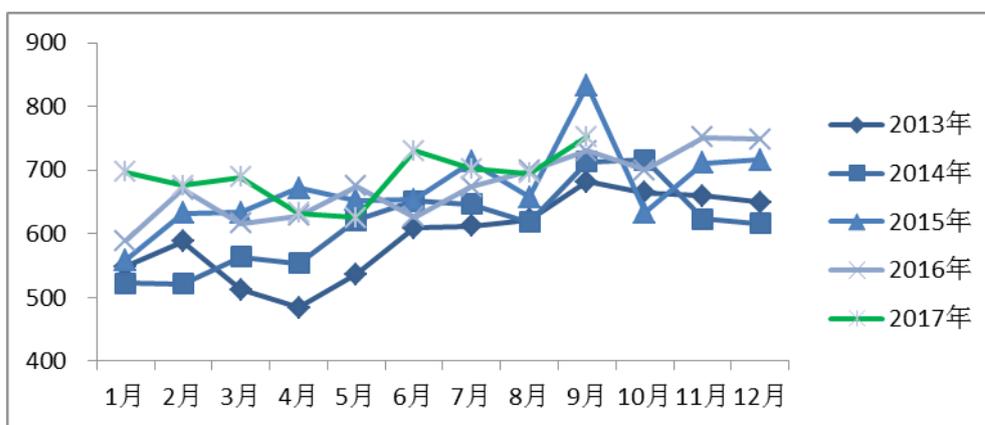
对于热卷，限产将导致产量下降占当前月产量的 14.48%，而热卷需求季节性不明显，热卷将出现明显的供小于求矛盾。并且，当前钢厂产能从螺纹向热卷转换已经没有空间，因此热卷的供应矛盾，除了减少出口可以部分缓解外，不易解决。因此，热卷价格将维持偏强运行，价格有望重回 4000-4500 元/吨甚至以上。对应明年春季后，限产结束，供应回升，热卷价格有望出现回落。

4. 铁矿石供求

4.1 行情回顾

前三季度矿石宽幅震荡，在黑色系中表现偏弱。经历了去年的大幅反弹后，年初矿价持续下行，钢厂补库意愿偏低，港存一路大增，市场氛围惨淡。由于钢厂利润持续高位运行，特别是煤焦年中转入涨势，带动了钢厂对原料的补库积极性，叠加澳洲矿供应下降，整个夏季港口高品矿持续偏紧，钢厂询价积极，结构性矛盾再起，促使矿价走出近 200 点的反弹。但目前矿石供给端并不存在明显的压力，整体走势严重依赖需求端的响应，在钢厂持续限产和废钢利用率提升的背景下，九月重新转为承压下行。

图 23 巴西铁矿石发货量（万吨）



资料来：南华研究

4.2 限产对铁矿石影响

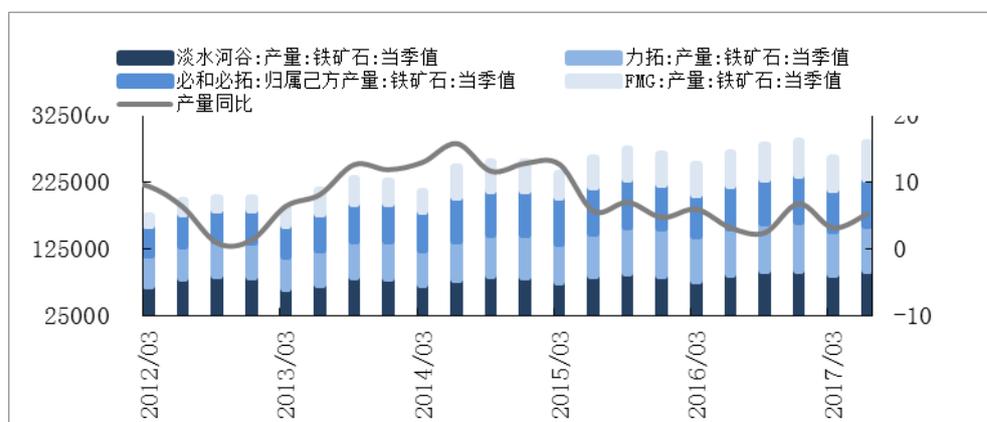
如前文所述（表 1），采暖季限产预估影响铁矿石需求量 5208-5868 万吨，如果考虑部分地区在“十九大”前就开始限产高炉，那么影响还要扩大。对应，9 月中下旬以来，很多河北地区钢厂对限产已经做出应对，主动压缩库存，出售部分长协矿，导致矿价大幅下挫。即矿价已经反应了部分限产利空，但是预期进入采暖季后，钢厂实际的限产仍然会对矿价持续施压。

不过，长期看，明年春季限产结束后，钢厂恢复开工，钢厂利润良好依然会支撑铁矿石需求，远期矿价已经跌破 55 美金以下，重回主流定价的 1809 及以后的合约，具有长期做多价值。

4.3 铁矿石产量、发运与进口

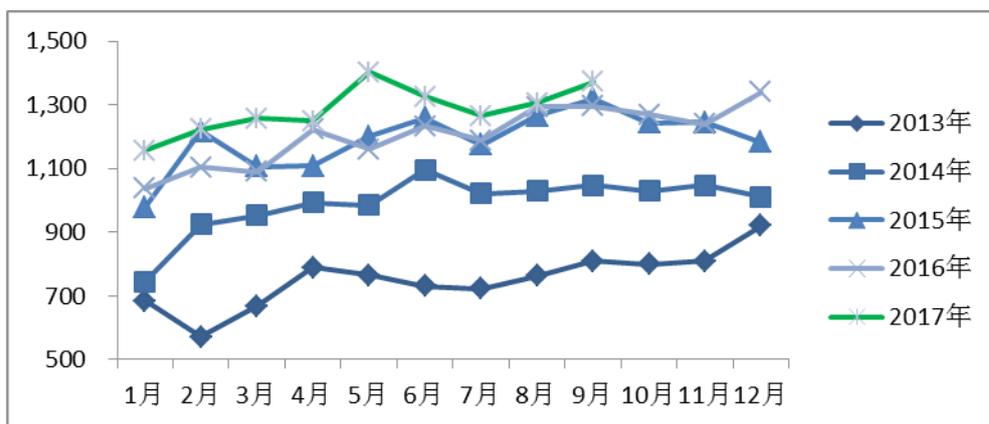
今年上半年，四大矿山产量维持平稳增长，一季度增长 3.1%，二季度增长 5.2%。矿山新投产增产项目，包含 Vale 的 S11D、Roy hill、BHPB、Anglo American 的 Minas Rio、力拓的 NIT II、Citic 等，都运行平稳。三季度，因力拓和 BHPB 加工厂和港口检修事件较多，发货有所回落，9 月后都已恢复正常，预计四季度矿山产量和发货将维持高位。

图 24 四大矿山产量与增速（千吨，%）



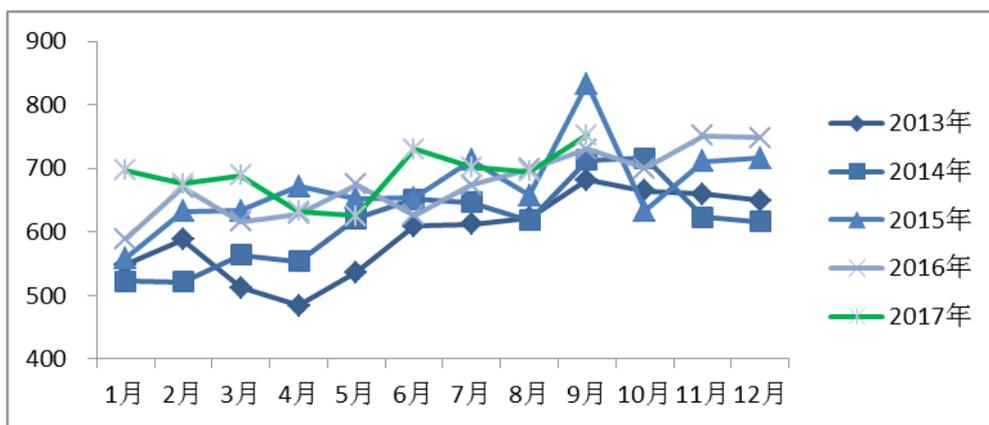
资料来源：南华研究

图 25 澳大利亚铁矿石发货量（万吨）



资料来源：南华研究

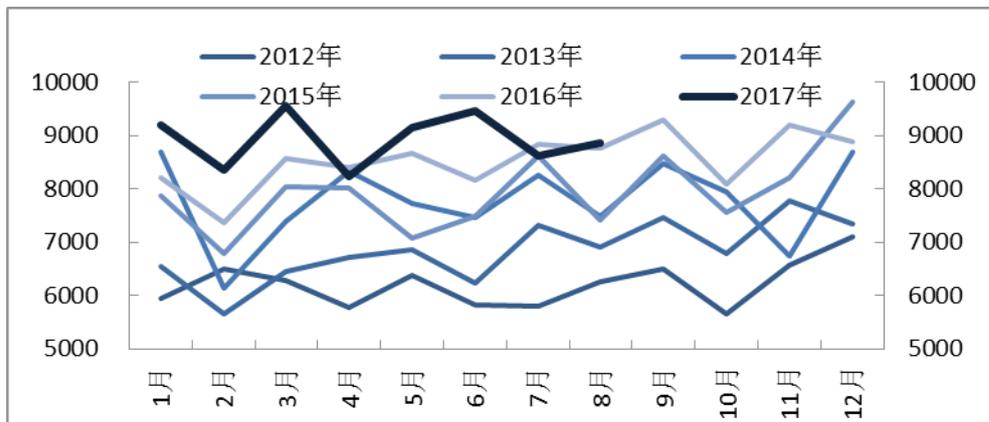
图 26 巴西铁矿石发货量 (万吨)



资料来源：南华研究

与矿山发货对应，上半年进口维持高位，7-8月矿山发货受到干扰，预计9月进口重新回升。

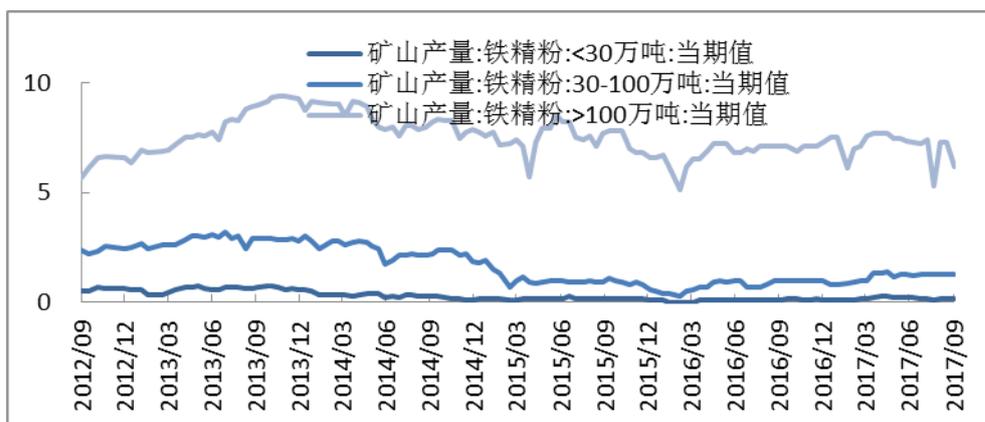
图 27 铁矿石进口量 (万吨)



资料来源：南华研究

今年国内矿山产量总体维持平稳，三季度以来，因环保检查严格，部分矿山停产，开工和产量小幅下滑，7-8月国内原矿产量同比下滑1.5%。

图 28 国内矿山产量调研（万吨）

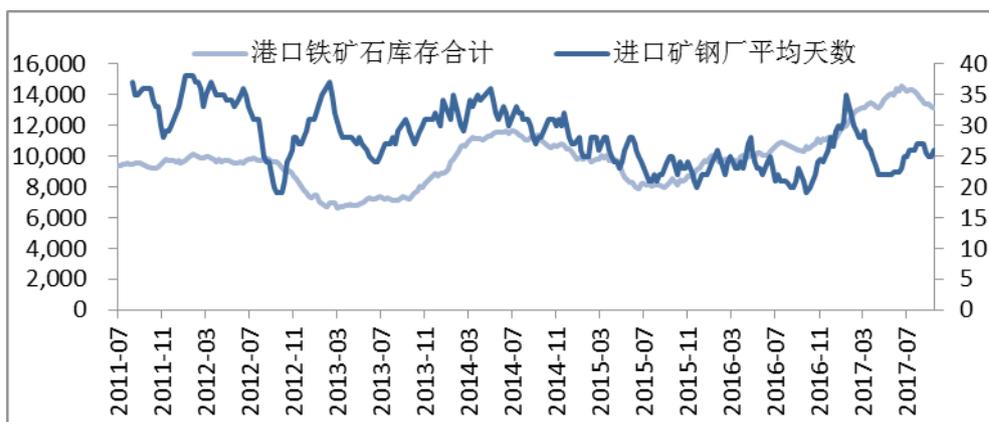


资料来源：南华研究

4.4 库存与高品矿占比

今年 2 季度，伴随矿价大幅走弱，钢厂主动降低库存，与此对应，港口库存积压，持续攀升至 1.45 亿吨以上。三季度后，伴随钢厂利润开工良好，进口矿采购好转，铁矿石港口库存持续下降至目前的 1.32 亿吨，钢厂进口矿库存平均使用天数重新回升至 26 天左右。并且，由于三季度矿山发货一度减少，尤其是力拓和 BHPB，导致港口 PB 粉、纽曼粉等主流矿紧缺。近期伴随矿山发货恢复，港口库存有止跌迹象，高品位矿紧缺情况已经明显缓解。预计伴随四季度矿山发货维持高位，并且采暖季国内钢厂限产增多，铁矿石港口库存有继续增加的压力，各品种铁矿石供应都比较宽松。

图 29 进口矿港口库存（万吨）与钢厂库存平均可用天数（天）



资料来源：南华研究

表 6 全国主要地区的热卷产销占比，华北为最大产区，区域产量净流出

	低品 (%)	中品 (%)	高品 (%)	合计 (万吨)
2017/05/26	39.6	39.9	20.5	7728.1
2017/06/02	39.9	39.2	29.9	7743.7
2017/06/09	39.4	39.2	21.4	7910
2017/07/21	45.8	38.6	15.6	6364.5
2017/07/28	42.5	40.2	17.3	8051.9
2017/08/18	40.9	40.2	18.9	7709.1
2017/08/29	41.9	39.7	18.4	7615.1

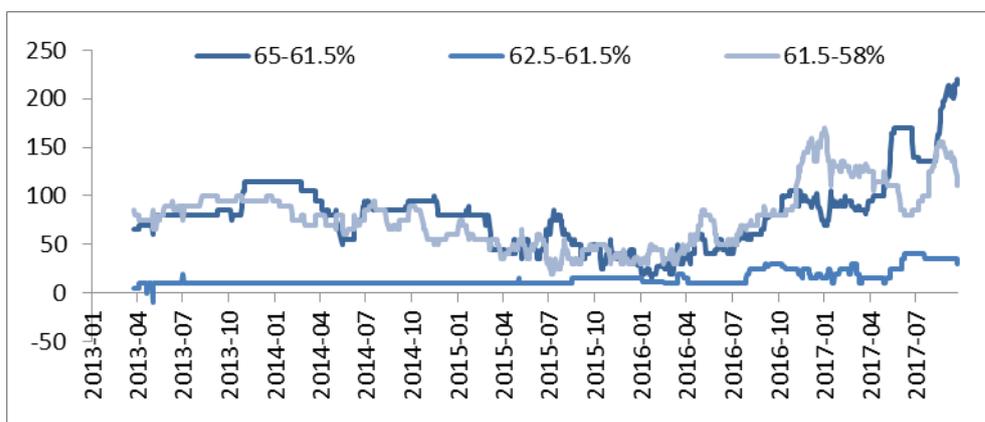
资料来源：南华研究

4.5 品位价差和块矿溢价

8 月，高低品位价差逼近历史高位，随后伴随供应恢复，PB 粉升水回落。但是卡粉依然受到青睐，目前各种混矿、配矿都对卡粉有较强的需求，卡粉与 PB 粉价差有望维持在 200 元/吨上方。

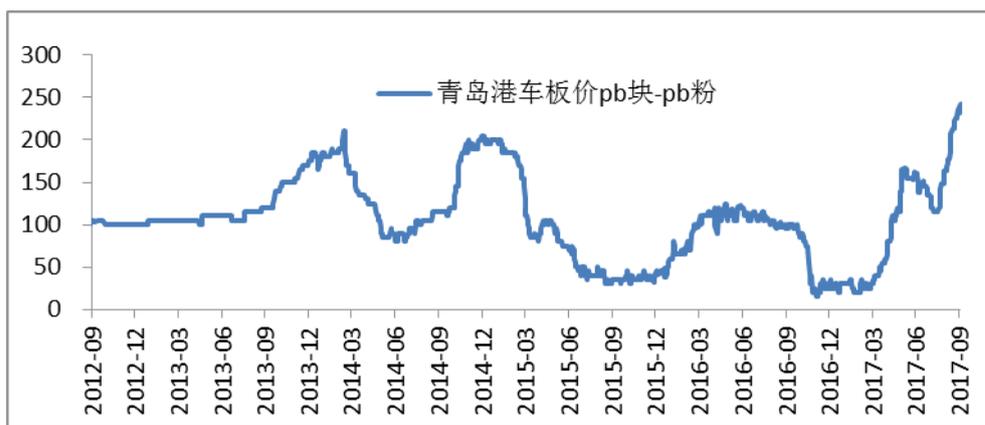
在烧结炉限产压力下，块矿溢价也创出历史新高。四季度高炉和烧结炉限产压力持续存在，块矿升水有望维持高位。

图 30 铁矿石品位价差



资料来源：南华研究

图 31 块矿溢价



资料来源：南华研究

4.6 交割贴水与质量调整

因去年以来高低品位价差扩大，按照此前大商所合约要求，利用低品位矿交割有套利空间，因此 1705 和 1709 合约交割时，交割结算价平均贴水港口 PB 粉现货（折盘面）48 元/吨，主要是低品位的托克粉拉低了交割价格。因此，从 1809 合约起，在大商所修改合约质量标准，盘面将重回主流矿定价。我们认为，1809 以 PB 粉折算价作为基准。但是 1710-1808 合约仍参考 PB 粉折算价贴水 48 元作为基准。

4.7 铁矿石小结

第四季度矿山新增产能仍将平稳释放，产量与发货预计维持高位，结合中国采暖季“2+26”城市钢厂将执行严格限产，铁矿石需求大幅下降 5000 万吨以上，铁矿石供应

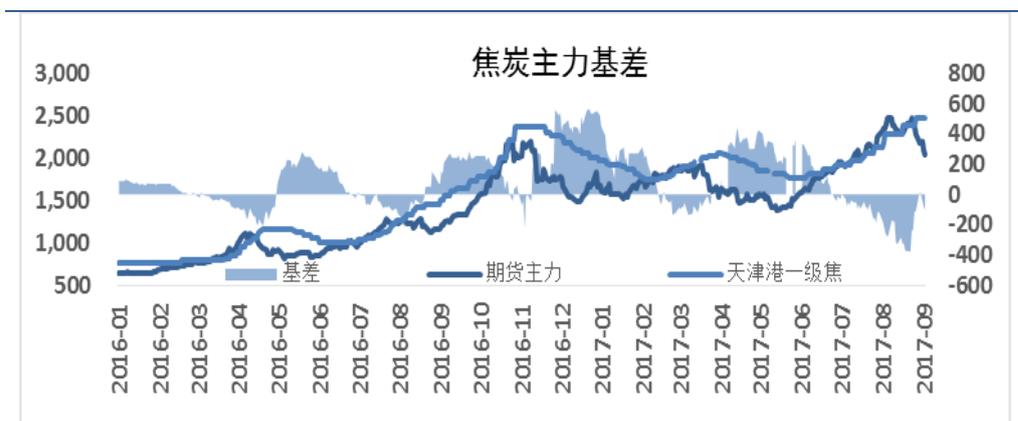
过剩的矛盾突出。当前矿价已经反映了较多的利空，但是伴随四季度减产逐步实现，矿价仍将承压，普氏 62% 现货均价有望长时间跌落 60 美金以下。但另一方面，块矿和高品位矿升水有望维持。明年春季以后，钢厂恢复开工，钢厂利润良好依然会支撑矿石需求，远期矿价已经跌破 55 美金以下，重回主流定价的 1809 及以后的合约，具有长期做多价值。

5. 焦炭焦煤供求

5.1 行情回顾

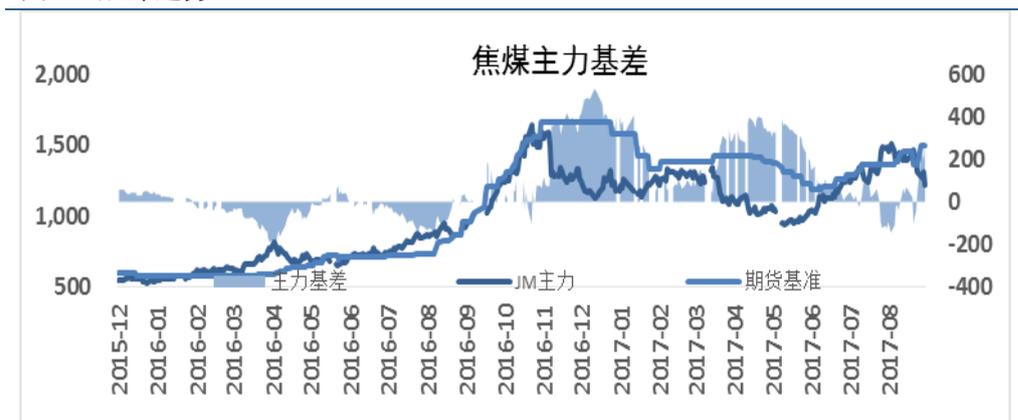
焦煤、焦炭期价从六月初的低点以来一直上涨到八月底，九月中旬开始大幅回调。焦炭现货价格从六月初以来至也已经有了九轮的提涨，从六月初旭阳提涨 50 元/吨，中期的 80 元/吨，再到八月底一周 100 元/吨的涨幅，截止八月底主流地区累计涨幅达到 660 元/吨。三季度以来，焦煤主力从 910 元/吨上涨至 1218 元/吨，涨幅达到 34%，最低至 886 元/吨，最高达 1528 元/吨；焦煤现货，内盘山西产京唐港主焦煤库提价（含税）从 1400 元/吨涨至 1650 元/吨，涨 250 元/吨，涨幅 17.8%，外盘澳产京唐港主焦煤库提价从 1390 元/吨涨至 1520 元/吨，涨 130 元/吨，涨幅 9.4%。焦炭主力自 1333 元/吨上涨至 2086 元/吨，涨幅高达 56%，最低至 1276.5 元/吨，最高达 2502.5 元/吨；焦炭现货，山西产天津港一级冶金焦平仓价（含税）从 1930 元/吨涨至 2405 元/吨，约涨 475 元/吨，涨幅 24.6%。我们可以清晰看出，整个三季度的煤焦基差逐步收敛，期货从大幅贴水现货到现在的小幅贴水。现货价格的动态调整存在较大的滞后性，焦煤内外盘价差的机会也比较多。焦煤期货从六月初的大幅贴水 400 元走到八月底的升水 50 元再到现在的贴水 250 元，焦炭期货也从六月初的大幅贴水 400 元走到八月底的升水 300 元再到现在的贴水 150 元。

图 32 焦炭走势



资料来源：南华研究

图 33 焦煤走势



资料来源：南华研究

5.2 限产对焦炭焦煤影响

对于焦化限产，如果严格按照《攻坚方案》规定，“2+26”城市结焦时间由目前的平均 22.5 小时，延长至至少 36 小时，则根据当前的产能利用率折算，6 个月共计减产 2438 万吨。而钢厂限产下，焦炭需求减少 1559-1757 万吨。因此焦炭供应净减少 681-878 万吨，会导致明显的供小于求情况（见表 1）。这也是 9 月初焦炭期货出现明显的升水行情的原因。目前出台政策的城市，除唐山、邯郸、天津外，太原、临汾、徐州（非“2+26”城市）等城市都是根据空气质量水平进行限产，因此具有很大的不确定性，加上延长结焦时间在监督上存在一定难度，因此限产影响产量可能会不及上文估算。

对于焦煤，如果焦化厂严格执行限产，将导致需求下降 5208-5867 万吨（见表 1），而焦煤生产基本不受采暖季限产影响，主要影响焦煤供应的是安全检查。因此，采暖季限产将明显对煤价施压。

5.3 焦炭开工、产量与库存

今年以来钢厂利润十分良好，三季度更是一直保持在上千元的吨钢利润，在如此高的利润下，上游焦化企业仍然处于盈亏平衡状态，从三季度开始利润也逐渐向上游传导，拉抬了焦炭价格。9月下旬，随着钢材现货价格向下调整，利润也随之下降，但整体利润还是非常可观。预期四季度钢企的利润仍能保持在较高水平。在高利润的情况下，钢厂满负荷生产，三季度平均产能利用率达到84%，剔除淘汰产能的利用率达到90%。进入9月，钢厂因生产事故频发，临时检修增加，开工率下降，并且多地提前开启环保限产，焦炭需求继续承压。

从供应端来看，虽然六月份焦炭第一轮提涨以来，焦化利润一路走高，目前山西吨焦利润达到500元，处于历史高位，在高利润背景下，焦化厂生产意愿强烈。但因为部分地区不间断的环保督查，导致焦化开工率一直难以上升，产量甚至出现小幅下降。焦炭7月份产量同比增加0.1%，环比下降2.31%，8月份产量同比下降5.3%，环比下降1%。

随着10月初的环保限产即将到来，而且部分地区焦化厂9月下旬已陆续限产。从环保限产政策来看，比预期的要严格，时间上也比较长，有将近六个月，从结焦时间来看，从目前平均22-23小时，延长至至少36个小时，即在目前的产能利用率（当前83.5%，考虑前期一些企业的环保设备安装完毕，有部分产能复产，产能利用率有一定提高空间）基础上，产能利用率可能进一步下降63%左右。

图 34 焦化利润持续攀升至高位



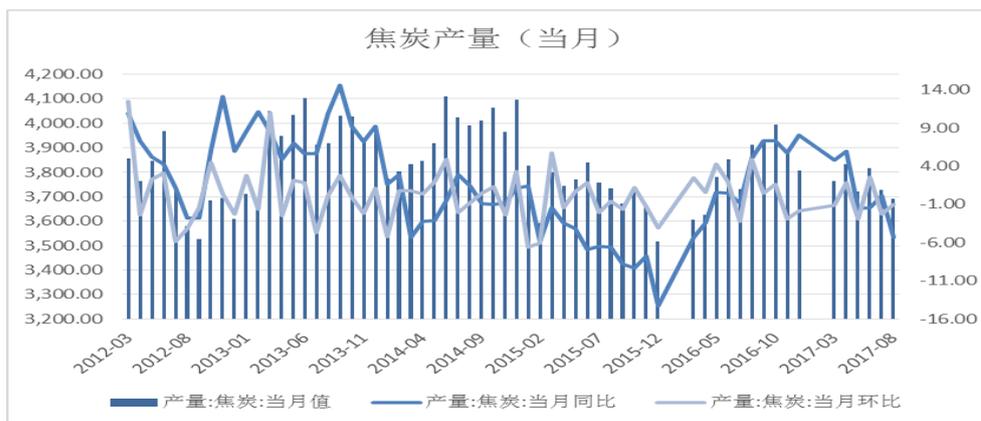
资料来源：南华研究

图 35 焦化开工受环保压制



资料来源：南华研究

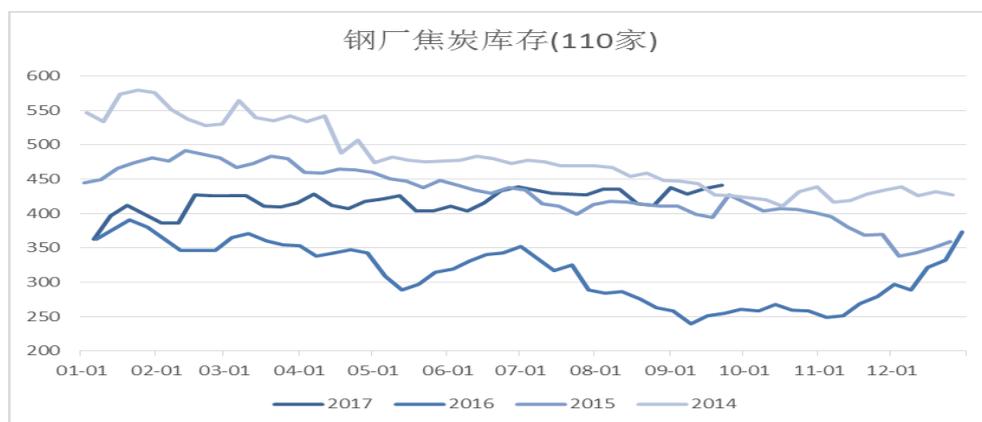
图 36 焦炭产量小幅下降



资料来源：南华研究

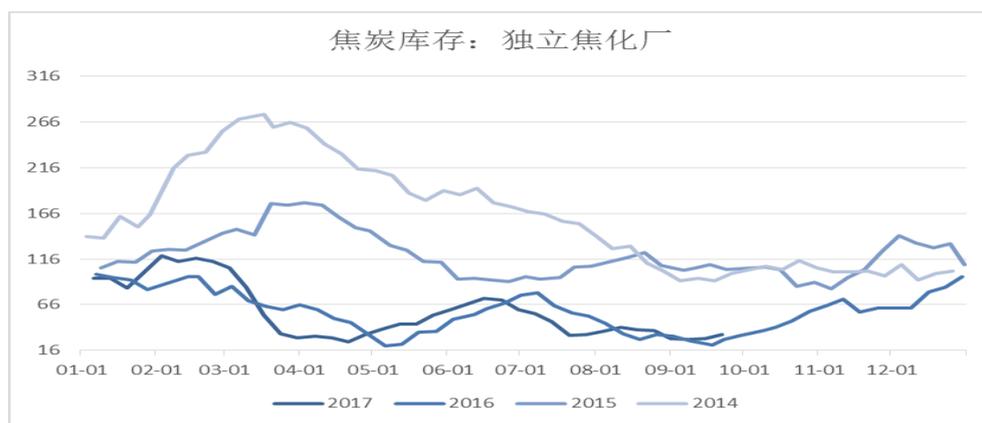
8 月份以来焦化厂受到环保限产，下游需求旺盛影响焦炭库存持续低位，随着焦化厂环保限产到来，焦化厂库存难以大幅回升。三季度以来钢厂库存整体保持稳定，目前虽然处于相对较高的位置，有前期钢厂开工率高，对焦炭需求好，保持较高库存的原因，也有后期焦化厂提前限产，备足焦炭库存的原因。总体来看，四季度焦化厂库存依然在低位徘徊，钢厂仍按需采购，库存保持稳定。

图 37 钢厂焦炭库存攀升至偏高水平



资料来源：南华研究

图 38 焦化厂库存位于低位

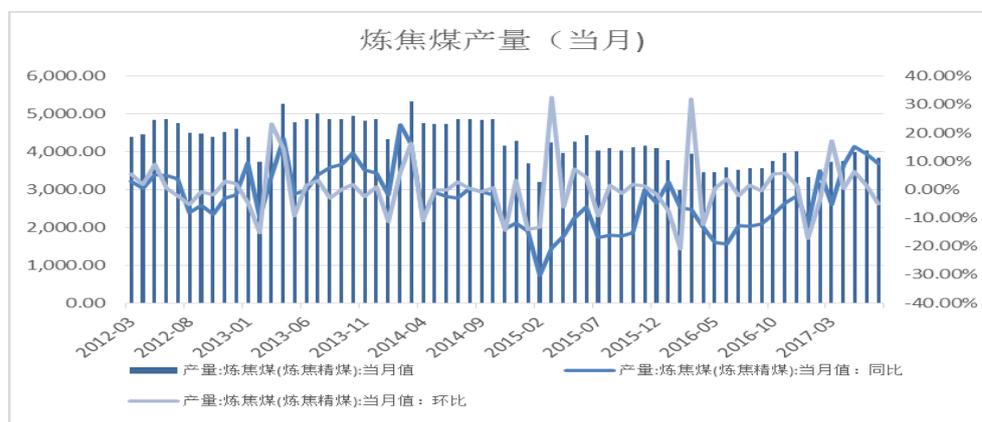


资料来源：南华研究

5.4 焦煤产量、进口与库存

数据显示 7 月炼焦煤产量为 3840 万吨，同比增长 9.23%，环比下降 4.94%。同比大幅增长主要原因是去年同期执行了 276 政策，今年执行的是 330 政策；环比下降的主要原因是 7 月份开始的持续的煤矿安全大检查。第三季度炼焦煤产量受限的原因在于煤矿安全大检查，10 月份即将召开十九大，预计安全检查仍将持续严格，后期或将逐渐恢复正常水平，预计第四季度炼焦煤产量将小幅增加。

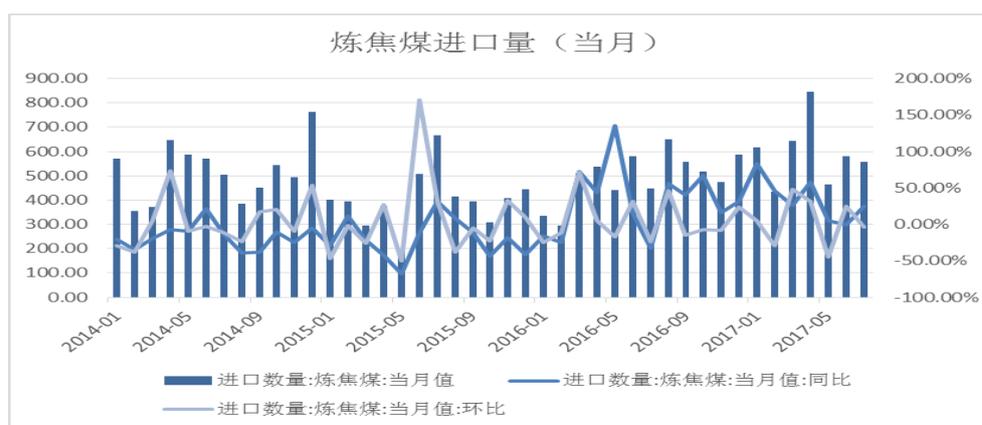
图 39 焦煤产量



资料来源：南华研究

数据显示7月份炼焦煤进口量为557.83万吨，同比增加25.03%，环比降低3.72%，上半年炼焦煤累计达到3582万吨，同比大幅增加32.52%。由于上半年进口炼焦煤大幅增加，为了留住供给侧改革的红利，从7月份开始采取了现在劣质进口煤的措施，同时延长了蒙煤的通关时间，港口限制汽运，三季度进口炼焦煤大幅下降。从四季度来看，虽然目前蒙煤通关车辆处于历史低位，由于政策原因，蒙煤通关时间难以恢复。9月30日起环渤海港口全面停止煤炭汽车集港和疏港运输，后期或许允许LNG运输，总体来看四季度炼焦煤进口量环比三季度小幅增加也属正常。

图 40 炼焦煤进口

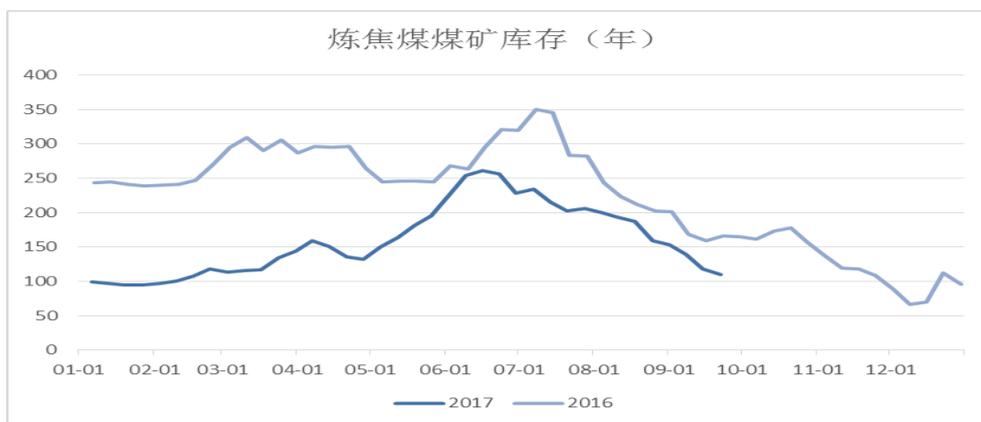


资料来源：南华研究

由于煤矿安全检查持续进行和陆陆续续的环保检查，煤矿库存从6月初的230万吨持续下降到9月底的110万吨，由于煤矿库存的下降也支撑着三季度炼焦煤现货的上涨。四季度随着安全检查的逐步放开，库存下跌走势将放缓。三季度以来随着焦化利润逐步

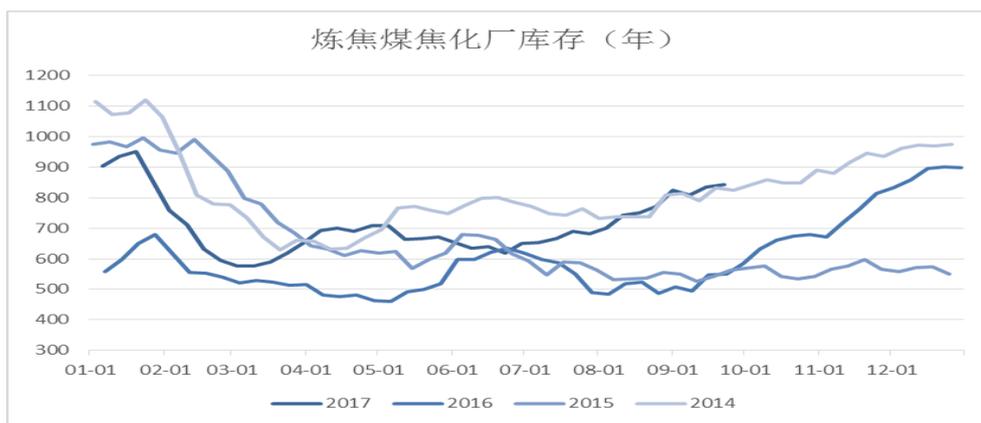
改善，8月份利润达到历史高位，焦化厂主动补库。焦化库存从6月初的653万吨大幅增加到9月底的840万吨，与往年相比库存处于高位。钢厂库存从六月初的720万吨小幅增加到9月底的750万吨，钢厂库存整体稳定、适中。

图 41 炼焦煤煤矿库存



资料来源：南华研究

图 42 炼焦煤焦化厂库存



资料来源：南华研究

图 43 炼焦煤钢厂库存



资料来源：南华研究

5.5 焦炭焦煤小结

我们认为，对于焦炭，现阶段港口焦炭价格下调，钢材价格走弱，钢厂焦化库存宽松，部分钢厂因天气原因提前限产，导致焦炭采购情绪不佳，焦钢博弈增加。因为限产具有不确定性，四季度在供需格局在小幅紧缺到过剩的之间，库存整体保持稳定的情况下，我们认为四季度焦炭表现将呈现宽幅震荡格局，限产前期仍会相对强于焦煤，后期在钢厂限产影响下，焦炭需求受到压制，焦化利润承压，煤焦价比在 1.70 以上可以适当做空，即多 JM1801 空 J1801。重点关注十九大对供给侧改革和钢铁去产能的政策的变化、执行度，环保限产的执行力度和钢材终端需求的变化。

焦煤目前整体呈紧平衡关系，尤其低硫高质量煤种比较紧张。但是随着 10 月份环保限产的开启，四季度焦煤需求将大幅下滑，而供应在十九大后可能有所回升，整体预期将比三季度稍宽松，供求关系将从紧平衡走向供过于求。9 月底经历了一波大幅下跌后，由于焦化厂库存高位，后期反弹可能较为乏力。因为交割品质问题，9 月期货大幅贴水交割，对压制 1 月期价，后期由于需求乏力，焦煤现货价格或将继续下调，期价进一步承压。整体来看四季度炼焦煤价格偏弱，投资者可以采取反弹抛空的策略，谨慎投资者可以关注焦煤 1-5 反套。重点关注十九大对供给侧改革和钢铁去产能的政策的变化和执行度以及环保限产的执行力度。

6. 策略与风险

6.1 单边策略

HC1801 多单，3800 以下逢低配置，目标 4500；I1809 多单，450 以下逢低配置，目标 600；

JM1801 空单，1200 以上逢高配置，目标 1000；I1801 空单，500 以上逢高配置，目标 400。

6.2 套利与对冲策略

多 HC1801 空 HC1805，150 附近择机介入，目标 300；多 I1809 空 I1801，于 20 附近介入，目标-30；

多 HC1801 空 RB1801，200 以下择机介入，目标 400；多 HC 空 I1081 和 JM1801，择机介入。

6.3 风险提示

宏观经济和终端需求超预期走弱；

环保限产已经造成经济承压，因此政策也可能出现放松的风险；

煤矿安全检查超预期严格；

“十九大”对于目前供给侧改革等政策的重新阐述。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、811 室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

广州营业部的地址是广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38904626

广州营业部

广州营业部的地址是广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38904626, 传真: 020-38810969

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net