

成也萧何 败也萧何

【摘要】

螺纹钢，受政策力度边际转弱和宏观预期不佳的共同影响，三季度走出冲高回落的走势，整个非采暖季环保常态化压制了螺纹产量，但随着环保改造的逐步落实，今年采暖季的限产力度较去年减弱，且不确定性增大。另一方面，国际环境压力增大，国内宏观政策以维稳为主，地产商加快项目周转，新开工增速仍有保障，同时基建项目加快落地，整体需求端短期并无压力，螺纹去库较为流畅，库存低位现货偏紧的状况仍将持续。后期需求重心重新转向华东和华南，刚需对现货仍有支撑，而进入采暖季供给仍有减量，盘面的预期差有修复的动力，因此螺纹尚不具备趋势性下跌基础，但进入冬储期后现货的支撑将明显减弱，盘面进一走弱。预计螺纹的震荡区间在 3800-4100 元/吨。

热卷走势相对疲弱，汽车等下游行业的产销情况整体表现不佳，中间加工企业利润受挤压，导致热卷需求持续疲弱状态，冷卷价格阶段性倒挂。同时热卷仍有新增轧线投产，受政策影响，全年产量弹性较大。后期尽管面临采暖季限产，但政策压力有所减弱，且大型钢厂更有环保改造的优势，对生产卷板的大型企业约束力降低，卷板产量受影响较小。而需求后期难有进一步恶化，随着年底消费的提振，产销有一定改善空间。总体来看采暖季对螺纹影响仍大于热卷，但边际变化有限，卷螺差-200 附近有一定安全边际，反弹动力取决于

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货 研究所

薛娜 高级总监

xuena@nawaa.com

0571-89727545

投资咨询职业资格号

Z0011417

杨雅心 钢矿研究员

yangyaxin@nawaa.com

0571-89727544

从业资格号

F3025703

王泽勇 煤焦研究员

wangzeyong@nawaa.com

0571-89727544

从业资格号

F3035049

热卷需求的复苏情况。

铁矿石，三季度重心抬升，走势较成材更为稳健。目前供给决定了矿石的底部支撑，需求决定了驱动。目前河北处在烧结炉超低排放改造的攻坚阶段，但钢厂的囤货意愿较强，当政策相对放松，复产力度对矿石需求有较强的边际拉动，因此后期针对烧结环节的限产压力大概率不会进一步增强，钢厂对高品质资源的采购意愿稳定或出现增量。供给端目前矿山扩产周期基本结束，且矿山有意控制发货，近期澳矿对中国发货量有明显下降，后期的发货增量空间有限，因此即使港口库存下降空间有限，高品矿和块矿资源仍偏紧，结构性紧张对盘面有一定支撑。总体来看，矿石在 500 以下有较好的做多安全边际，可逢低布局，等待上涨驱动。

焦炭，现阶段港口价格倒挂，贸易商谨慎观望下，港口库存将向下游转移。叠加第三阶段环保督查前焦企环保较为宽松，钢厂控制到货量的情况下焦企库存仍有累积风险，期价向上驱动较弱。进入 11 月，焦企在环保督查下压力较大，供应或将出现缩收。同时由于焦企环保设备投入，升级改造，需要给予焦企一定的利润。在现货下跌空间有限的情况下，贸易商或再次囤货带动期价上行。重点关注贸易商动向及环保政策变化。

焦煤，短期看目前焦企环保有所放松，焦煤需求出现改善。同时季节性补

库即将到来，但由于采暖季因素补库空间较为有限。供应方面煤矿安全检查，运输问题支撑煤价。长期看受采暖季限产以及第三阶段环保督查影响需求受限，同时供应端产量也将出现季节性下降。焦煤进口虽有增长，但整体较为有限。后期焦煤走势偏于震荡，但是受焦炭上涨影响，或将带动焦煤期价上行。煤焦中，焦炭是更好的做多品种，后期值得关注。

风险方面，政策风险增大，限产力度虽边际放缓，但天气污染情况仍有较大的不确定性；警惕宏观经济和全球政治和贸易冲突升级等风险；北材南下的对南方市场的影响；第三阶段环保督查不及预期。

单边策略，成材后期以区间操作为主，螺纹参考区间 3800-4100，后期压力逐步增大。推荐 500 以下适当配置 I1901 多单，2150 附近做多 J1901，目标 2500。

套利与对冲策略，推荐螺纹、热卷 1-5 正套逢低介入，卷螺差-200 附近可考虑逢低介入，目标暂看 0；多 J1901 空 J1905，50 附近可择机介入，目标 150；多 J01 空 JM01，比价 1.8 以下介入，目标 2.0；做空虚拟钢厂利润（RB10-1.65I-0.5J）等待入场时机。

目录

【摘要】	1
1. 宏观和终端需求	7
1.1 货币财政政策适度放松	8
1.2 房地产韧性不减，新开工仍有支撑	9
1.3 国家加快基建落地进度，基建投资有望回升	10
1.4 螺纹实际消费情况	11
1.5 卷板下游：进一步走弱空间较小	12
1.6 热卷实际消费情况	15
1.7 钢材出口	16
2. 钢材供给与库存	17
2.1 行情回顾	17
2.2 钢厂利润与开工情况	18
2.3 螺纹热卷的库存变化	21
2.4 钢材小结	23

3. 铁矿石供求	24
3.1 行情回顾	24
3.2 环保限产影响边际转弱，钢厂采购意愿回升	25
3.3 铁矿石产量与发运	26
3.4 港口库存结构上风险增大	28
3.5 品位价差和块矿溢价	30
3.6 铁矿石小结	31
4. 焦炭焦煤供求	31
4.1 行情回顾	31
4.2 焦企环保限产政策	33
4.3 焦炭开工、产量与库存	34
4.4 焦煤产量、进口与库存	38
4.5 煤炭“公转铁”下运力瓶颈难以缓解	42
4.6 焦炭焦煤小结	43
5. 策略与风险	43
5.1 单边策略	44
5.2 套利与对冲策略	44

5.3 风险提示	44
免责声明	47

1. 宏观和终端需求

今年前三个季度，国内外经济形势都体现出前所未有的复杂性，美联储刚刚完成今年第三次加息，而一些新兴市场国家早已无力承受，新兴市场危机是否会传导并拖累其他经济体，叠加“特朗普风险”，更显得充满不确定性；同时，中美贸易战继续发酵，双方制裁与反制裁的规模都不断升级，中国出口受此拖累，表现一般。国内方面，消费数据 8 月小幅反弹，但难改今年整体消费疲软的局面；2-3 季度商品房销售重新走强，地产投资表现依然强劲，成为今年国内经济的重要支撑点，制造业投资持续走强，民间固定资产投资表现强劲，但是因为基建投资增速大幅下滑，拖累了固定资产投资整体表现不佳；而融资端，因为一季度的金融去杠杆，导致 M2 增速下滑，信用收缩也传导到了融资端，8 月社会融资余额同比增速 10.1%，已降至历史最低水平，货币政策放宽遇到了传导困境，当然，基建投资遇冷，融资需求低迷，也是融资数据不好的原因之一。制造业方面，汽车家电产销依然低迷，工程机械上升周期结束，销量显著放缓，伴随贸易战和新兴市场危机影响，造船订单开始下滑。工业增加值维持稳健，利润依然维持较好增长，应该是受到供给侧改革和行业集中度提高的影响，而非需求的提振，叠加物价水平总体稳定，企业存货投资相对中性。

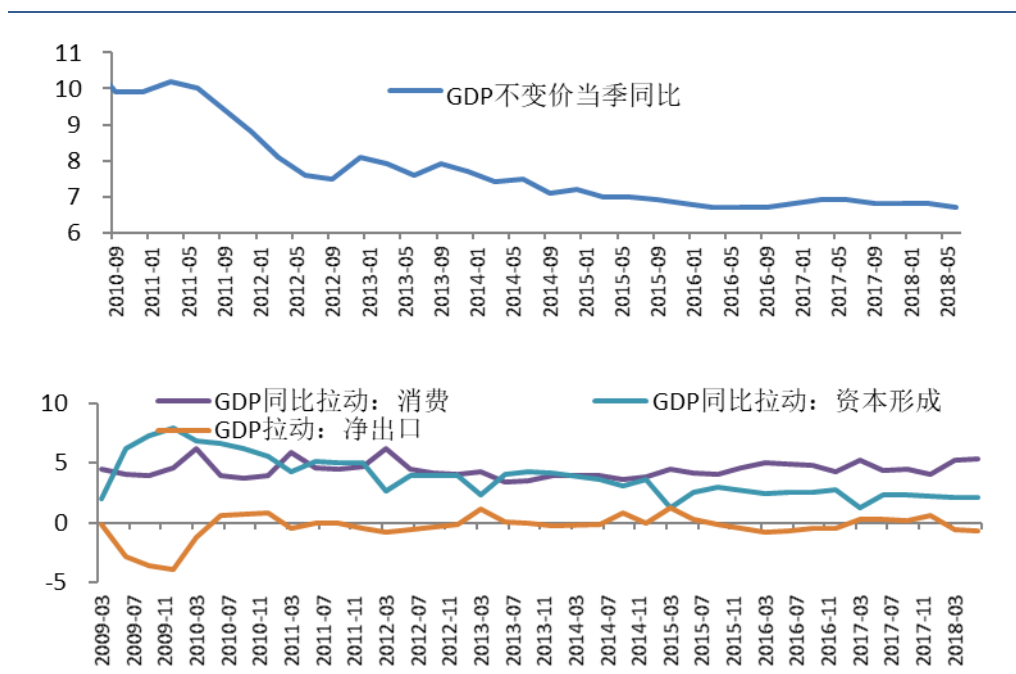
展望 4 季度，因为外部环境复杂，经济仍有下行压力，因此货币政策有望维持适度宽松，而财政政策依然会贯彻国常会精神，继续维持积极的财政政策，包括加速地方债发行，加快重大基建工程项目落地，但因为地方政府受融资约束，积极性不高，因此基建投资能否反弹，仍有不确定性；另一方面，地产销售虽然难以长期持续，但短期依然

有望维持，叠加开发商融资模式改变，自筹资金能力提升，有望支撑新开工，并对相应下游行业起到带动。因为房地产度钢材需求的边际带动远大于基建，因此有望支撑钢材需求保持强势。因为前期利润改善支撑和环保要求提高，企业纷纷增加环保投入，也会支撑制造业投资，但是从中观和微观角度出发，汽车、家电、工程机械和造船等行业都面临周期性走弱的趋势，或许对钢材的需求有一定打压。

1.1 货币财政政策适度放松

三季度以来，货币政策开始明显转向适度宽松，但是因为一季度的金融去杠杆，导致 M2 增速下滑，信用收缩也传导到了融资端，8 月社会融资余额同比增速 10.1%，已降至历史最低水平，货币政策放宽遇到了传导困境，当然，基建投资遇冷，融资需求低迷，也是融资数据不好的原因之一。

图 1：GDP 增速及贡献率



资料来源：国家统计局、南华研究

图 2 货币政策明显放松，但传导并不顺畅



资料来源：国家统计局、南华研究

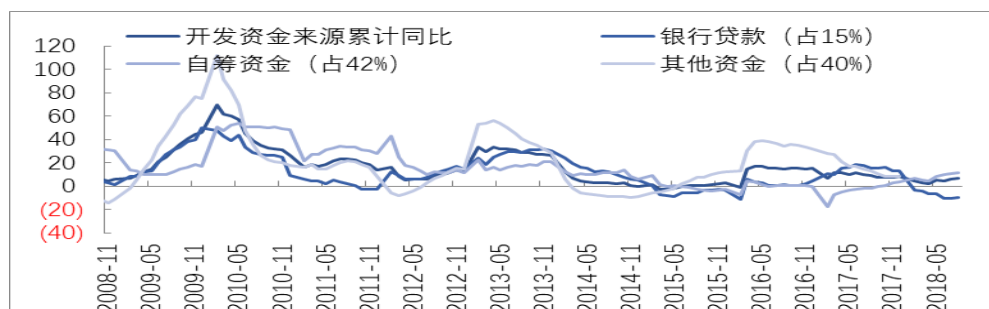
1.2 房地产韧性不减，新开工仍有支撑

2016 以后，伴随调控政策严格，禁止银行贷款购地，土地购置与自筹资金相关性更强。2018 年 4 月后，土地购置回升是自筹资金、销售回款共同作用的结果。销售对土地购置的直接作用不强。

而在新开工中，销售回款决定大趋势，并且具有领先性。但是自筹资金的持续性，决定每一轮上升周期的持续性，或者说会延长顶部拐点的来临。同样，2018 年 4 月后，新开工回升是自筹资金，销售回款共同作用的结果。

今年以来土地流拍增加，不简单是开发商投资意愿下降，首先是因为去年下半年曾经爆发过一轮土地购置高潮，开发商土地库存增加，因此在新拍地时更加理性；其次是政策引导的效果，今年土地投放明显增加，供应增加导致土地溢价率下降，流拍增加。目前开发商土地购置面积增速依然上升，新开工积极。只要销售良好，开发商依然会积极投资，维持高运转。

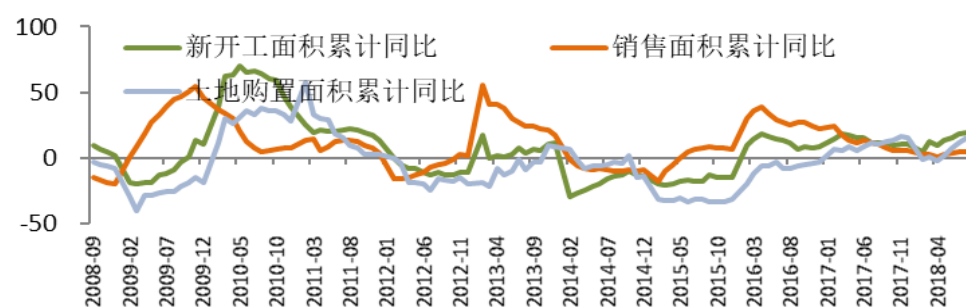
图 3 房地产商资金来源结构



资料来源：国家统计局、南华研究

今年以来，四线以下城市（全国除去40大中城市）商品房销售有所走弱，最好的是主要三线城市。一线城市回暖，但仍是大大拉低平均值的因素，随后销售略有回暖，延续性仍有待于观察。棚改货币化收紧后，三四线城市的地产投资、土地购置和新开工仍保持旺盛。因为开发商维持高周转政策，因此销售，土地周转，项目施工周期都会缩短，其中销售旺盛是保障周转顺畅最重要的环节，目前地产有较强韧性，但若销售持续性不佳，仍将传导至投资和新开工压力增大。

图 4 商品房销售回落后持稳，土地购置和新开工稳健上行



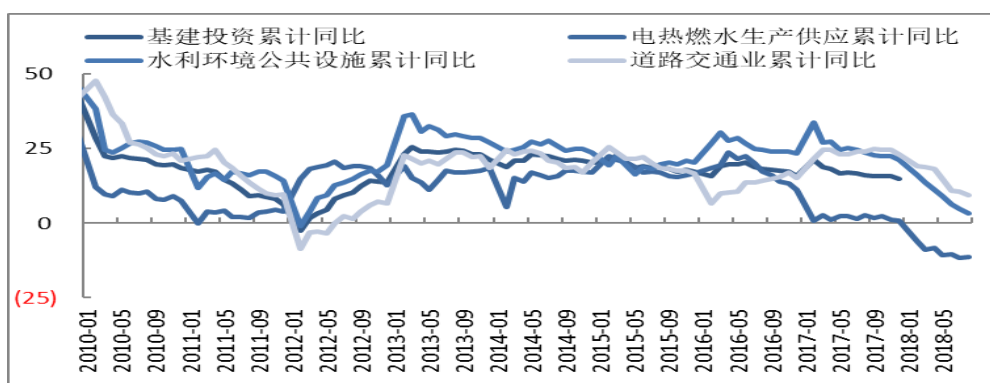
资料来源：国家统计局、南华研究

1.3 国家加快基建落地进度，基建投资有望回升

今年在去杠杆的过程中，随着资金面的收紧，基建投资的下滑幅度最为明显，

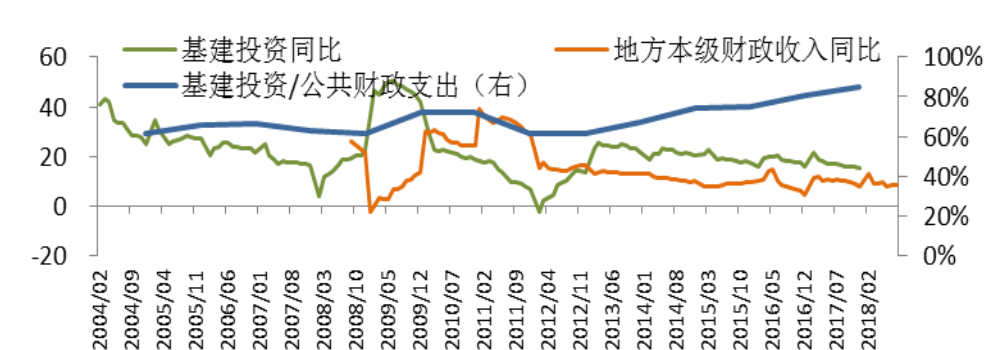
且增速下滑涉及基建投资的各个领域。而经济下行压力增大又使国家重新开始启动基建补短板的进度，一批新的基建项目陆续通过审批，并明确指出要加快基建项目的落地，同时在地方债发行和银行贷款方面给予基建项目更多的资金支持。基建投资增速或企稳回升。

图 5 基础建设投资 (亿元)



资料来源：国家统计局、南华研究

图 6 基建投资对地方财源要求很高



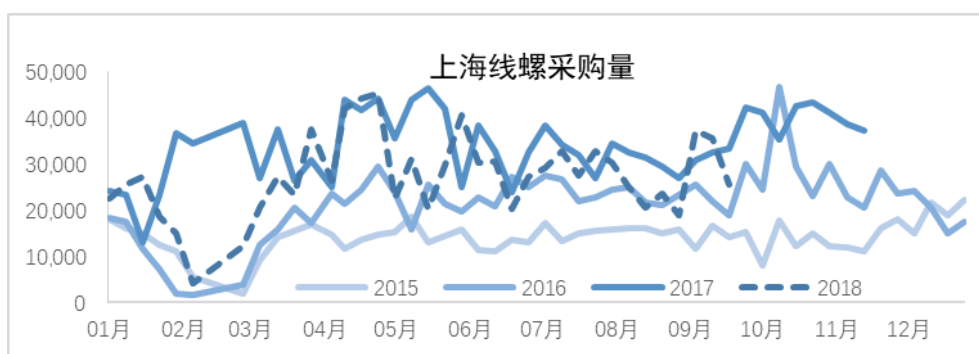
资料来源：国家统计局、南华研究

1.4 螺纹实际消费情况

从日度和周度的建材成交数据来看，今年建材需求从四月份后一直处于历年均

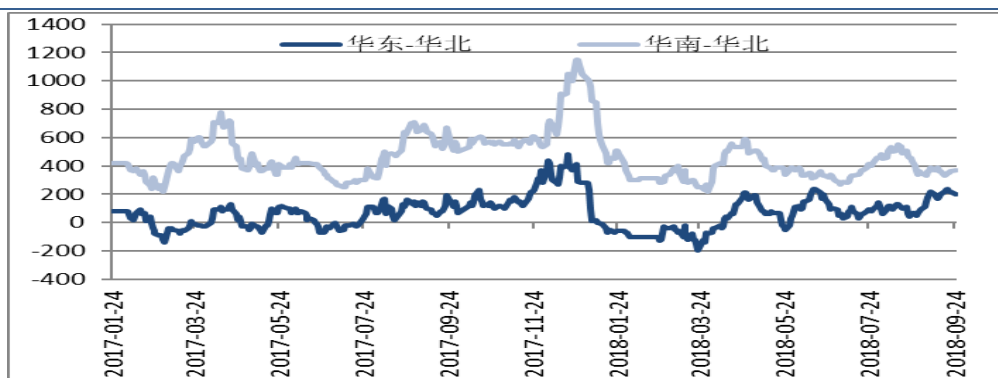
值以上的水平，终端的刚需在年中也稳定在 18-20 万吨，且钢厂货源紧张使得贸易商有一定投机需求，预计到 11 月旺季结束前，建材的需求都有较好的支撑。区域螺纹价差反映出需求重心后期又将逐步偏向华东和华南，但今年北材南下启动偏早，华南或难以达到去年的消化能力。

图 7 上海终端线螺采购（吨）



资料来源：wind、南华研究

图 8 基建投资对地方财源要求很高



资料来源：mysteel、南华研究

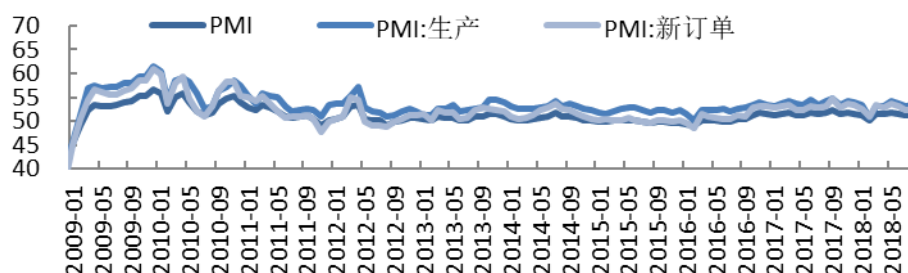
1.5 卷板下游：进一步走弱空间较小

制造业方面，汽车家电产销依然低迷，特别是汽车行业产销两弱仍在持续，车企库存继续被动累积，工程机械上升周期结束，销量显著放缓，伴随贸易战和新兴

市场危机影响，船舶业复苏势头遇阻，造船订单开始下滑，或许对钢材的需求有一定打压。

目前工业增加值维持稳健，利润依然维持一定增长，应该是受到供给侧改革和行业集中度提高的影响，而非需求的提振，叠加物价水平总体稳定，企业产成品库存相对中性。但结构上看，产业链上下游间的利润传导并不顺畅，加工业和偏下游领域仍受制于成本挤压。近期国家再度出台刺激消费的举措，叠加年底集中消费的惯性对家电、汽车等都有边际带动，我们认为制造业较难进一步恶化，总体将维持偏弱状态，或有一定的回升空间。

图 9 制造业基本持稳



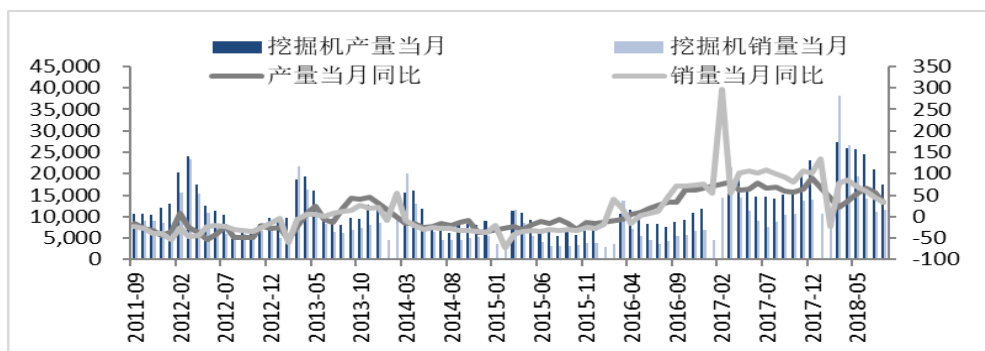
资料来源：Wind、南华研究

图 10 工业企业产成品去库不顺畅



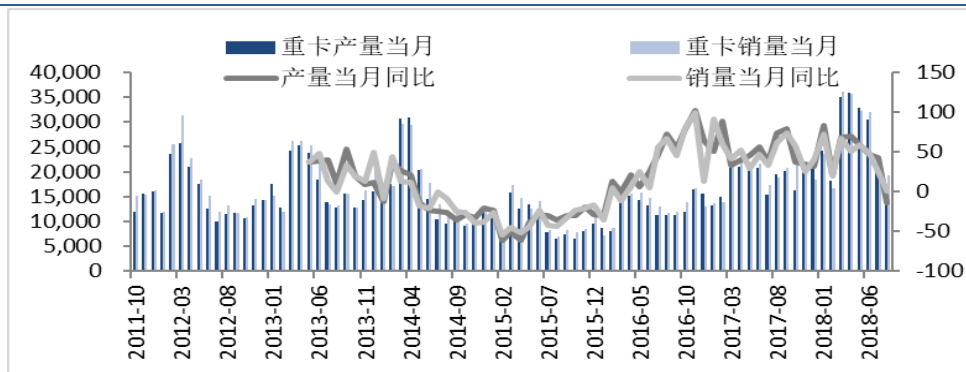
资料来源：国家统计局、南华研究

图 11 挖掘机增速继续回落



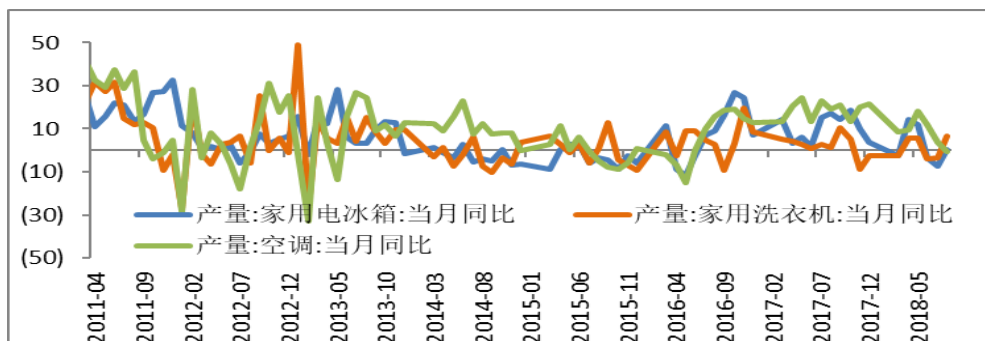
资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

图 12 重卡增速止跌



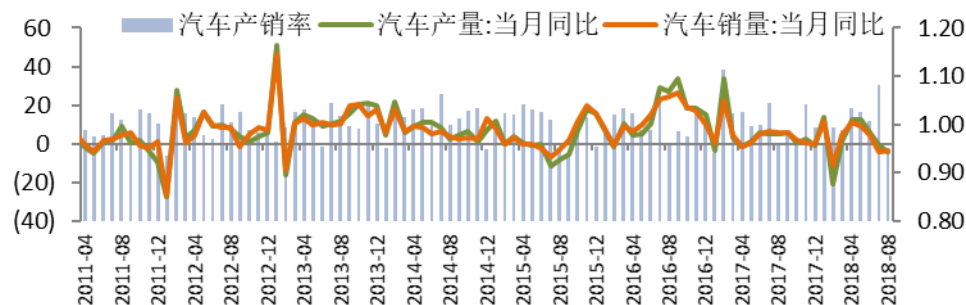
资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

图 13 家电整体表现较为平稳



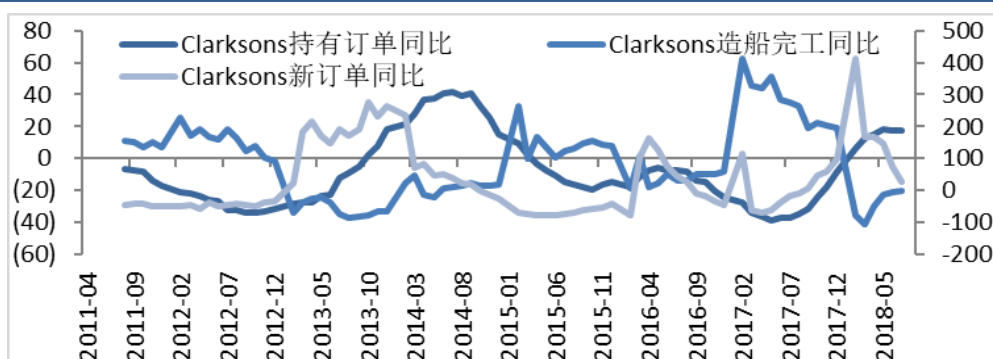
资料来源：国家统计局、南华研究

图 14 汽车产销均明显下滑



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

图 15 造船行业复苏势头受阻

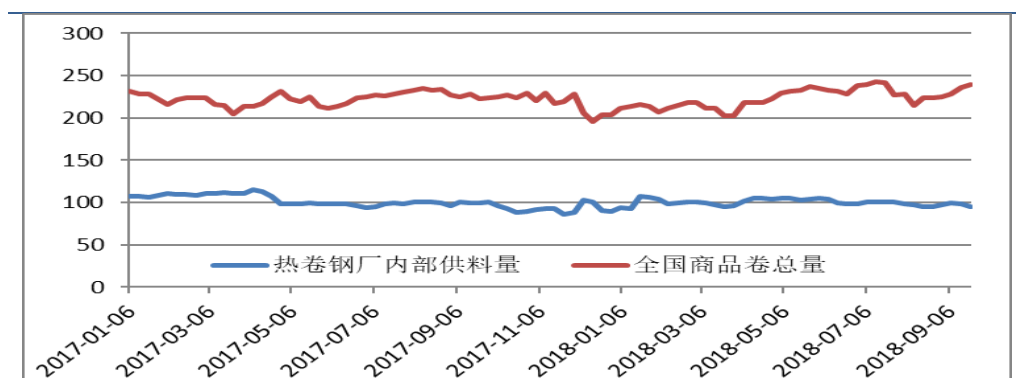


资料来源：国家统计局、南华研究

1.6 热卷实际消费情况

由于热卷的实际需求较为分散，结构性矛盾加剧。直供销售以及钢厂自身进行深加工的卷板产品销售均较为稳健，但现货流通的商品卷量一直处于高位，说明中间的加工企业生产经营压力较大开工受到影响。从价差来看，冷轧和镀锌板最差的阶段已经过去，但加工利润仍处低位，后期价差仍有修复空间。

图 16 商品卷量小幅增加



资料来源：国家统计局、南华研究

图 17 下游冷轧、镀锌的价差边际回升

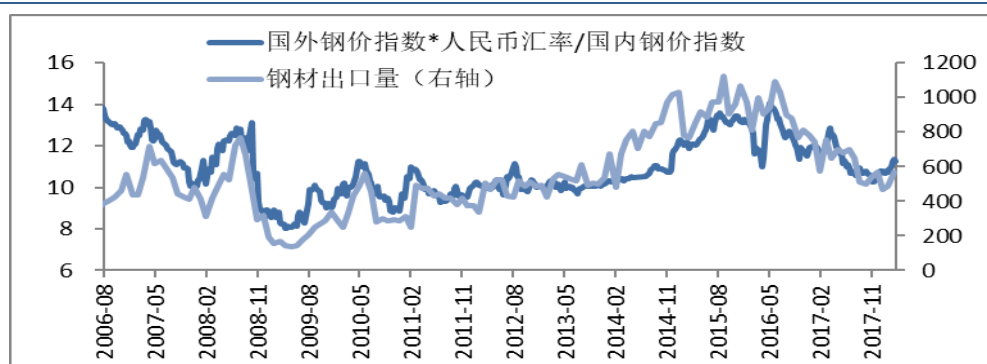


资料来源：国家统计局、南华研究

1.7 钢材出口

美联储刚刚完成今年第三次加息，而一些新兴市场国家早已无力承受，经管中美贸易战对钢材贸易的实际影响不大，但中国出口受国际经济政治形势拖累，表现一般，钢材出口维持低位波动。

图 18 钢材出口低位小幅回升



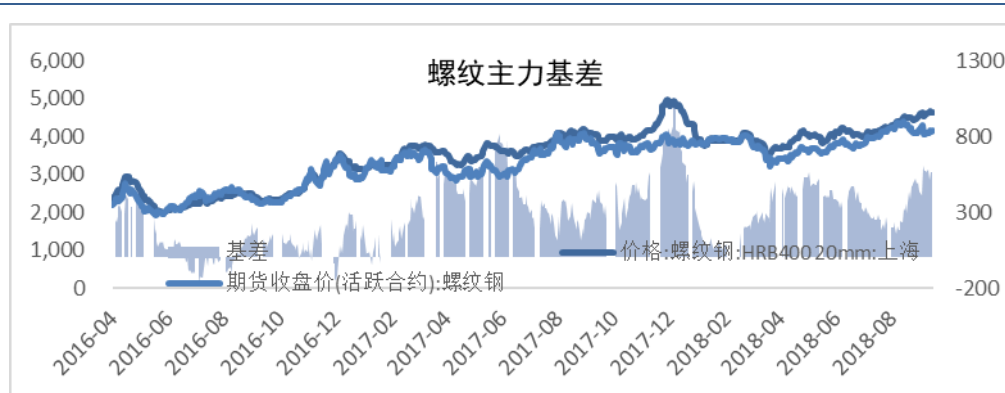
资料来源：国家统计局、南华研究

2. 钢材供给与库存

2.1 行情回顾

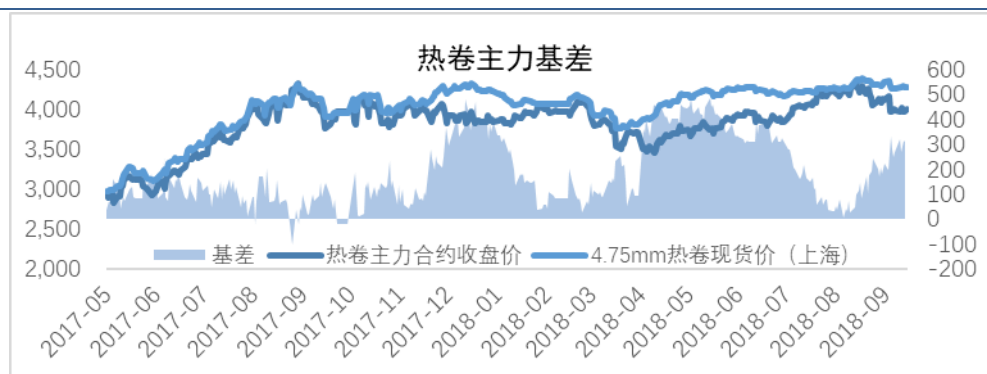
三季度钢材走出冲高回落的走势，整体波动加大，前期环保限产不断升级，持续提振盘面，螺纹一度上冲接近 4500 的高位，但随着采暖季的临近，政策力度边际转弱，市场情绪随即转向。另外宏观预期较差的持续压制，使得远月合约持续大幅贴水的状态，而现货偏紧带动近月合约走强，正套不断创出新高。品种方面，由于螺纹需求端更为强劲，螺纹整体表现强于热卷，卷螺差始终承压。

图 19 螺纹价格走势和基差



资料来源：Mysteel、南华研究

图 20 热卷价格走势和基差

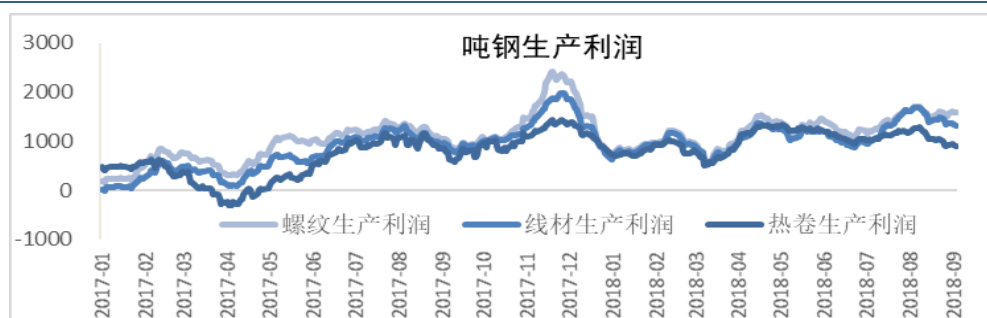


资料来源：Mysteel、南华研究

2.2 钢厂利润与开工情况

钢厂利润三季度总体维持高位波动，目前原料端的价格弹性相对偏低，利润与钢价波动的关联性更高。短期需求支撑钢价高位运行，利润的下降空间有限，远期来看，政策压力边际减弱使得钢厂生产意愿提升，而需求增量逐步缩减，基本面的边际变化将使利润逐步承压。

图 21 吨钢毛利润高位波动

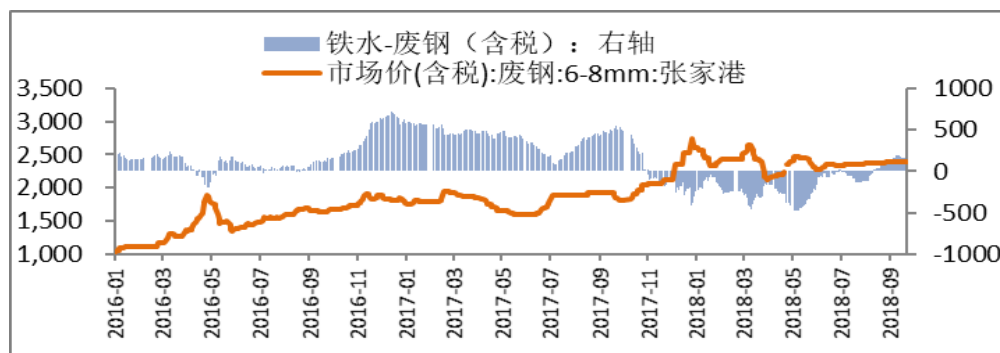


资料来源：南华研究

由于钢厂利润长期维持高位，钢厂的配矿已稳定在高品资源，块矿和废钢

的添加比例也基本处于饱和状态，从铁水和废钢成本比较来看，废钢难有进一步的添加空间。渐进采暖季，钢厂通过配料等技术手段来提升粗钢产量的弹性较小，因此采暖季的产量与开工率的关联性增大。

图 22 铁水废钢成本性价比

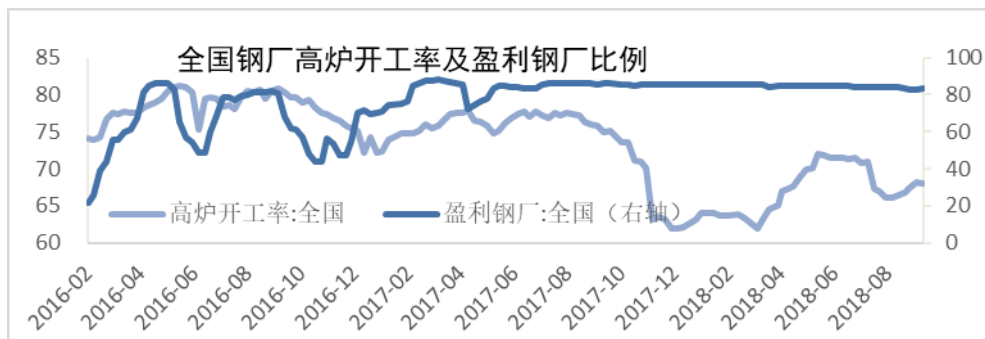


资料来源：wind、南华研究

整个非采暖季国家确定了环保限产常态化的治理方针，并逐步严格钢企的污染排放标准，江苏、河北、江西、山西等地相继执行环保督查和停限产改造，因此年初高炉开工率短暂回升但并未增至去年高位，钢厂产量始终有所受限。

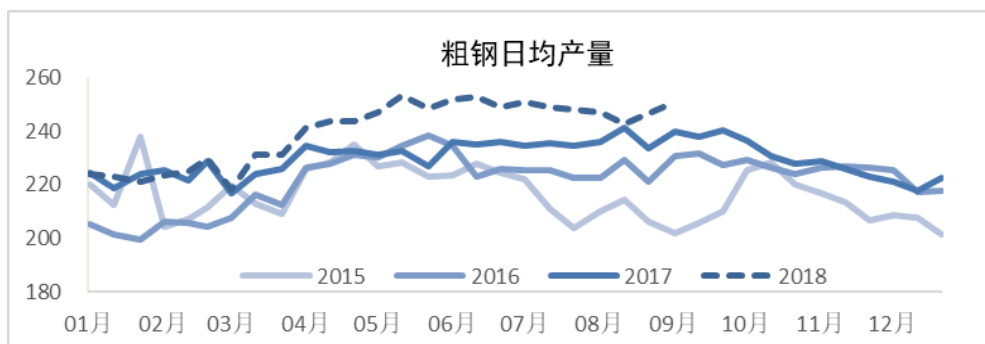
目前采暖季已确定的政策包括山西的第二、三轮环保督查落实，唐山最新的大气污染攻坚方案提出的差异化限产标准，以及江苏在进出口博览会期间要落实的限产政策，尽管采暖季限产不及预期，但粗钢产量整体难破年内峰值。

图 22 全国盈利钢厂比例和高炉开工率



资料来源：wind、南华研究

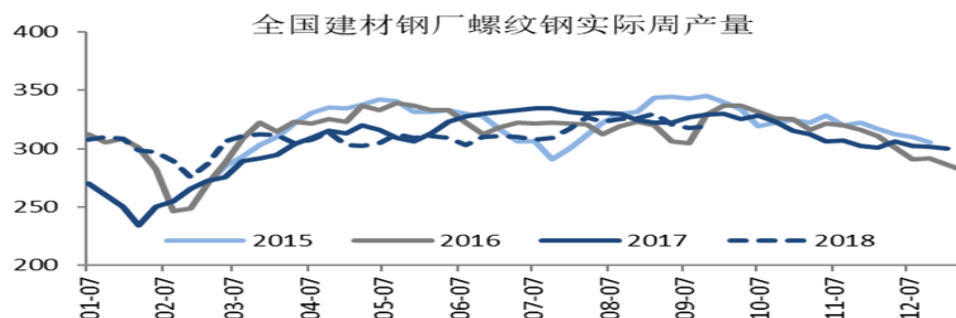
图 24 粗钢日均产量



资料来源：Wind、南华研究

具体分品种来看，螺纹的产区较为分散，区域间限产力度差异较大，总体上螺纹实际产量变化不大，但出于承压状态。采暖季山西的环保督查和江苏的限产仍将限制螺纹产量，螺纹后期还将有一定减量。

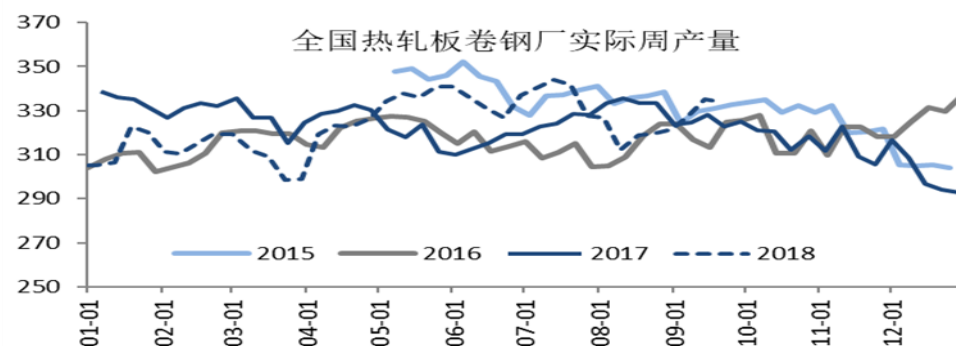
图 25 螺纹周度产量受压制 (万吨)



资料来源：Wind、南华研究

热卷总产能有小幅增加，产量的波动与河北的限产政策执行情况关联性较高，因此整体波动较大，采暖季结束后，产量一度恢复至 340 万吨以上，但随后又随着新一轮限产而回落。采暖季限产力度减弱，考虑到热卷生产企业多为环保改造前列的大中型钢厂，因此对热卷产量的影响进一步削弱，周产量或稳定在 330 万吨以上。

图 26 热卷产量波动较大 (万吨)



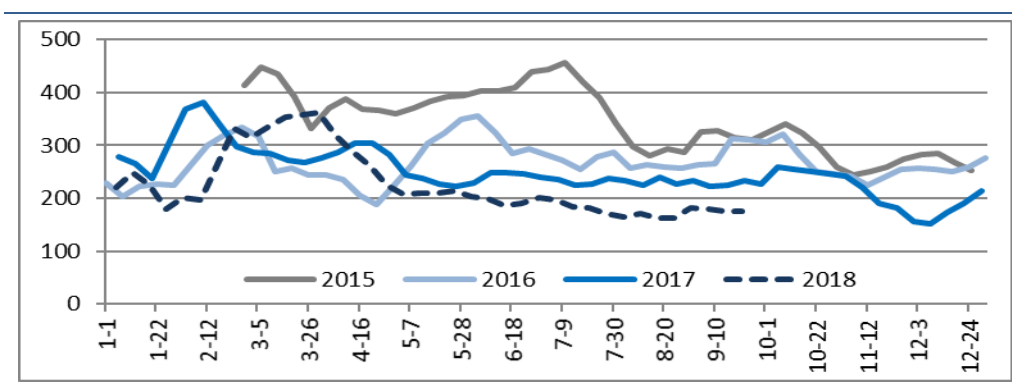
资料来源：Mysteel、南华研究

2.3 螺纹热卷的库存变化

从二季度以来，螺纹的厂内库存和社会库存均去库较为流畅，三季度库存稳定

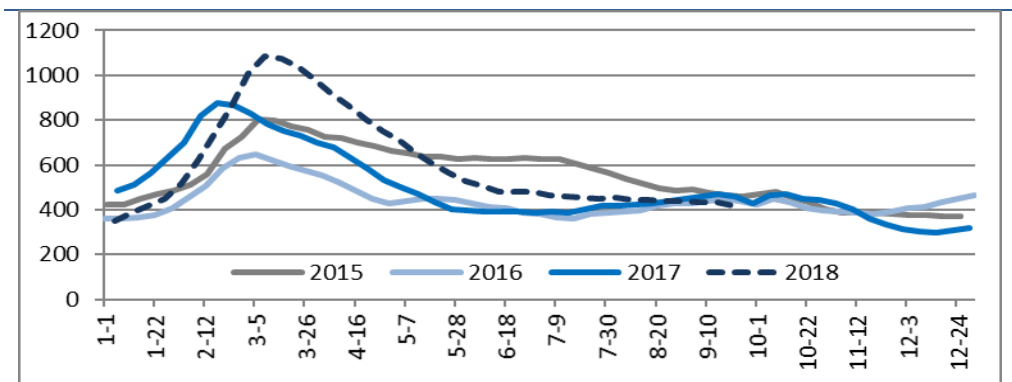
在低位且继续缓降，主产区江苏受限产影响，中天、永钢等主流钢厂销售折扣降至 6 折以下，加剧了华东一级螺纹的紧缺，钢厂订单充裕，库存始终处于低位，由于厂库紧张，贸易商心态较好，但投机性需求并未激化，社库出库也较为流畅，印证了螺纹紧平衡的状态。后期由于现货价格偏高，终端拿货较为谨慎，但 11 月前旺季需求仍支持小幅降库，后期库存的拐点变化则要关注贸易商对价格的接受度。

图 27 螺纹钢厂内库存变化



资料来源：mysteel、南华研究

图 28 螺纹钢社会库存维持低位 (万吨)

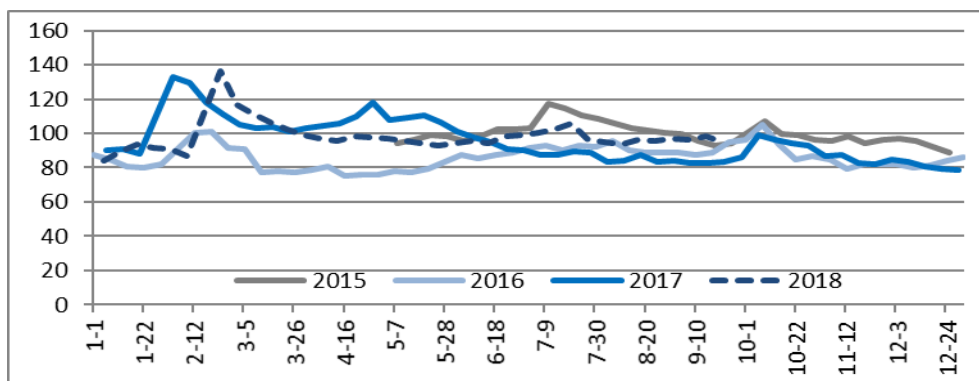


资料来源：mysteel、南华研究

相比螺纹，热卷去库进度较为不力，由于存在一定的扩产，厂库在 4 月后就没有明显的降幅，基本稳定在 100 万吨水平，阶段性被动累积，反映钢厂订单有一

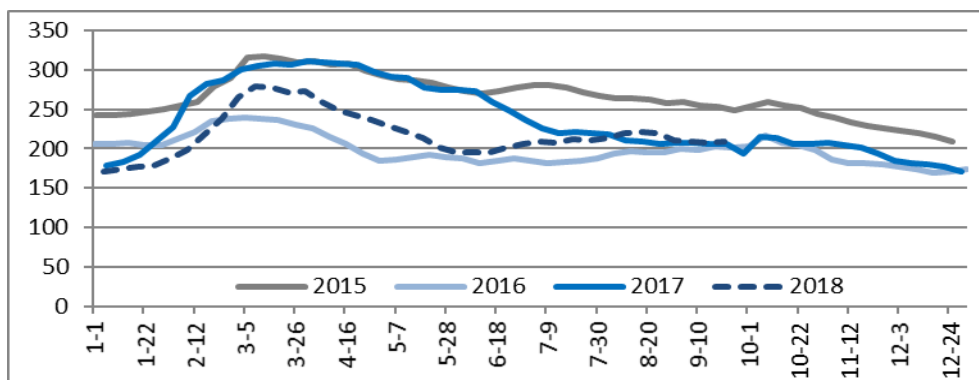
定的压力，同时贸易商由于出货不力也较为谨慎。年前热卷下游的需求较螺纹持续性更好，因此热卷的库存压力有望缓解。

图 29 热卷厂内库存中性（万吨）



资料来源：mysteel、南华研究

图 30 热卷社会库存去化不力（万吨）



资料来源：mysteel、南华研究

2.4 钢材小结

螺纹钢受区域限产影响较大，但随着环保改造的逐步落实，今年采暖季的限产力度较去年减弱，且不确定性增大。国内宏观政策以维稳为主，房地产新开工增速仍有保障，同时基建项目加快落地，需求短期并无压力，螺纹去库较为流畅，库存

低位仍将持续，而进入采暖季供给仍有减量，盘面的预期差有修复的动力，因此螺纹尚不具备趋势性下跌基础，但冬储期后现货的支撑将明显减弱，盘面进一步走弱。预计螺纹的震荡区间在 3800-4100 元/吨。

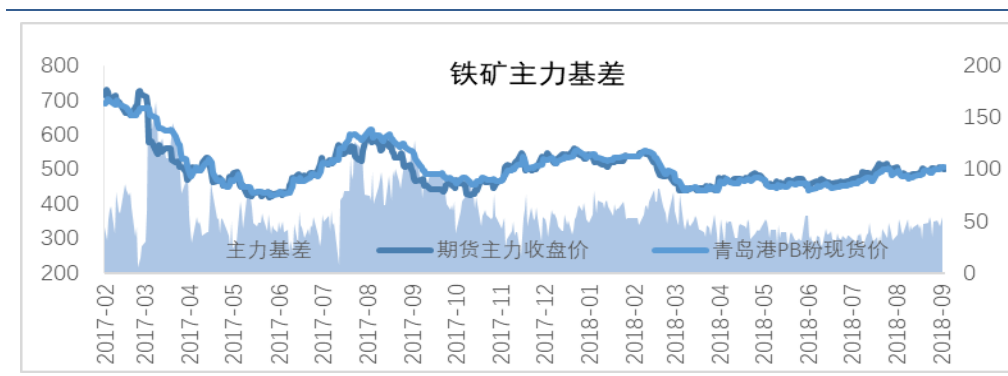
热卷走势相对疲弱，需求持续不佳，冷卷价格阶段性倒挂。同时热卷仍有新增轧线投产，受政策影响，全年产量弹性较大。后期尽管面临采暖季限产，但政策压力有所减弱，且大型钢厂更有环保改造的优势，对生产卷板的大型企业约束力降低，卷板产量受影响不大。而需求后期难有进一步恶化，随着年底消费的提振，产销有一定改善空间。总体来看采暖季对螺纹影响仍大于热卷，但边际变化有限，卷螺差-200 附近有一定安全边际，反弹动力取决于热卷需求的复苏情况。

3. 铁矿石供求

3.1 行情回顾

三季度铁矿石走势较为稳健，重心逐步抬升。新财年计划中，各大矿山的扩产进度基本结束，西澳部分矿山出矿稳定性下降，同时矿山适当控制了对中国市场的发货量，使得澳洲和巴西的主流高品矿紧张程度加剧。由于海漂货的港口落地利润长期倒挂，贸易商更倾向于对港口现货投机采购，叠加随着限产力度的边际放缓，钢厂补货稳步提升，港口现货成交较为活跃，港存稳步回落。矿石基本面较为稳健且边际改善，矿价稳步抬升。

图 31 铁矿石价格走势和基差（元/吨）



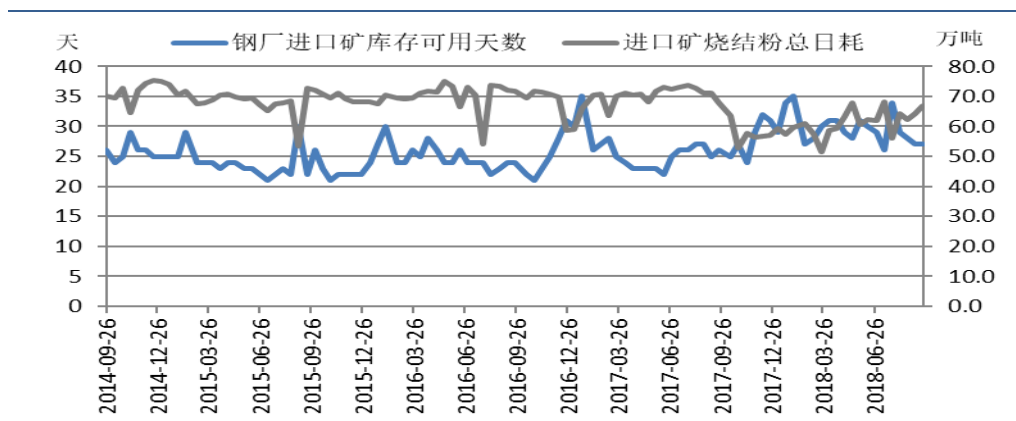
资料来源：南华研究

3.2 环保限产影响边际转弱，钢厂采购意愿回升

烧结矿日耗和钢厂的矿石库存可用天数是反映钢厂实际需求的最直观数据，这两个微观数据今年来的波动明显增大，钢厂为保证非限产时段加大烧结炉生产效率，对粉矿的备货意愿逐步提升，同时由于原料消化不畅，钢厂库存阶段性高位，又影响了采购的持续性。

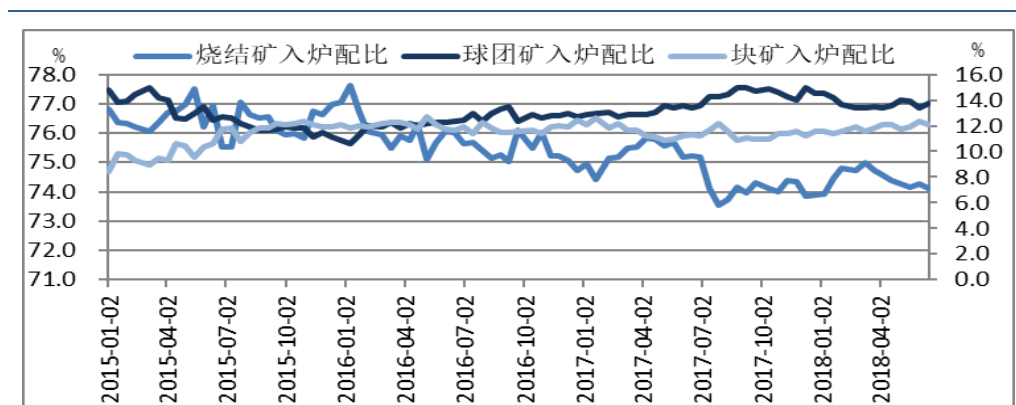
环保限产的常态化，特别是限烧结的加剧，钢厂的采购和补库意愿一直处于偏低水平，但由于河北烧结矿的紧缺使得钢厂转向外购烧结矿，8月以来矿石需求并未进一步下滑。对比烧结、球团和块矿三类入炉原料的成本，烧结矿仍有较好的成本优势，后期钢厂的实际需求要看设备环保改造的落实情况，随着设备改造加紧推进，对烧结环节的限产也将有所减弱，因此后期钢厂对矿石的需求较有保障。

图 32 钢厂库存可用天数 (天)



资料来源：mysteel、南华研究

图 33 各种矿入炉配比 (万吨)

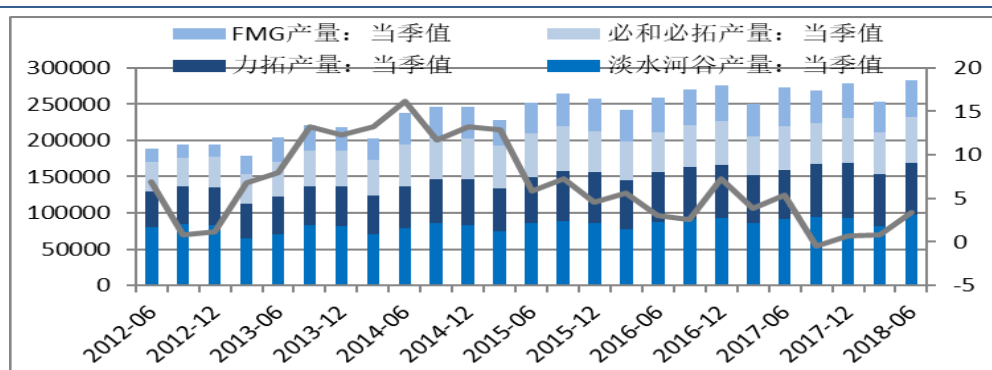


资料来源：mysteel、南华研究

3.3 铁矿石产量与发运

从各大矿山的半年报来看,四大矿山的产量较为平稳,前期投产矿山继续稳步增产,淡水河谷产量增幅最大,再创历史新高,澳洲矿山的增幅逐步回落,两拓后期新投产的矿山基本为老矿山的接替矿山,整体基本结束扩产周期。而 Atlas 等二线矿山均有一定的矿山停产,全球的铁矿石供应有所收紧,且更加向优质高频资源集中。

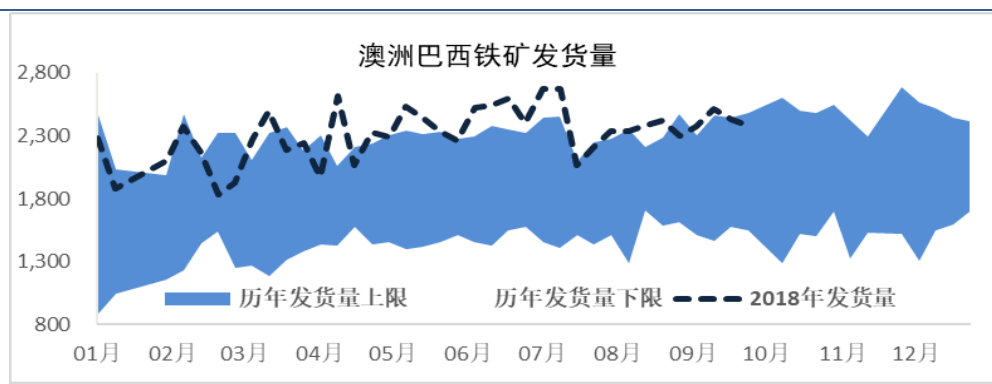
图 34 四大矿山产量与增速 (千吨, %)



资料来源：南华研究

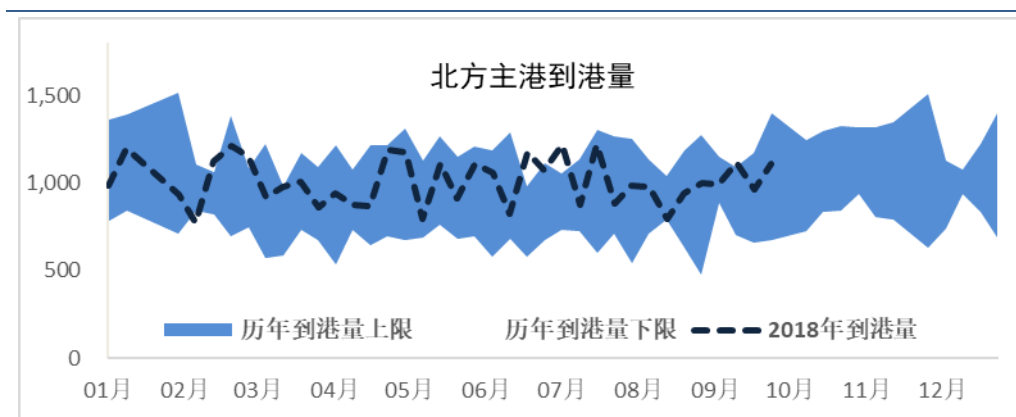
考虑到南半球天气状况等因素，且力拓上半年有一定超发，预计后期澳洲发货量偏紧，而巴西此前在增产背景下发货增量并不明显，变相累积了库存，有利于后期发货稳定提升。从近期发货情况来看，西澳两拓均一定程度的压减了对中国PB粉、纽曼粉以及块矿等高品资源的发货量，由于澳洲货用量比重占主导，巴西矿供应改善而澳矿供应收紧将强化供给端的支撑作用。

图 35 澳大利亚铁矿石发货量 (万吨)



资料来源：南华研究

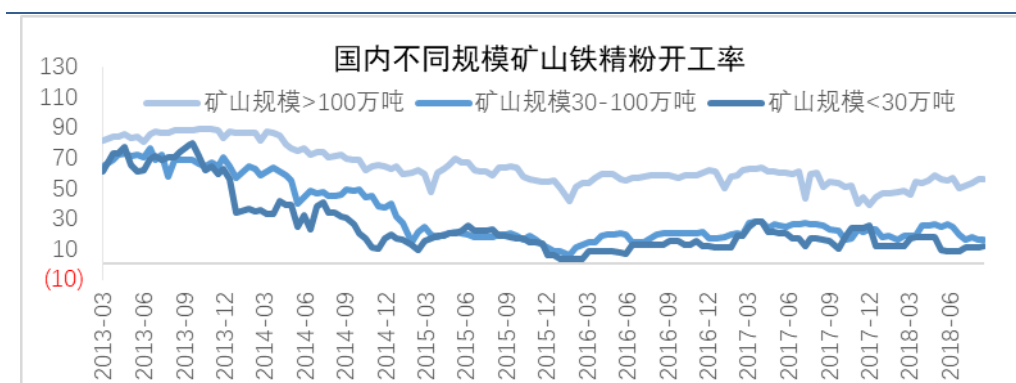
图 36 巴西铁矿石发货量 (万吨)



资料来源：南华研究

今年国产精粉产量明显下滑，环保政策压力下，国内矿山进行了一轮清理整治，一批中小矿山被关停或收并，而大矿山的生产相对较为平稳，总体来看，国内原矿产量大幅减产，截至 8 月国产精粉产量减产超过 1000 万吨。年底东北矿山有 500 万吨以上的新增产量投放市场，此外环保限制仍将影响矿山生产，且多数矿企的库存偏紧，国产精粉供应总体将有小幅回升。

图 37 国内矿山产量调研 (万吨)



资料来源：南华研究

3.4 港口库存结构上风险增大

近两个月，港口库存从高位稳步回落，也直观反映了供需的边际变化，在需

求端相对平稳的情况下，供给一定幅度的收紧使得港存持续下滑。从库存结构来看，PB 粉、块，纽曼粉、块，甚至金布巴粉等澳洲主流资源的港口库存量均有明显的下滑，由于港口高品资源相对紧张，贸易商投机性需求也较为活跃，港口成交有一定保障。

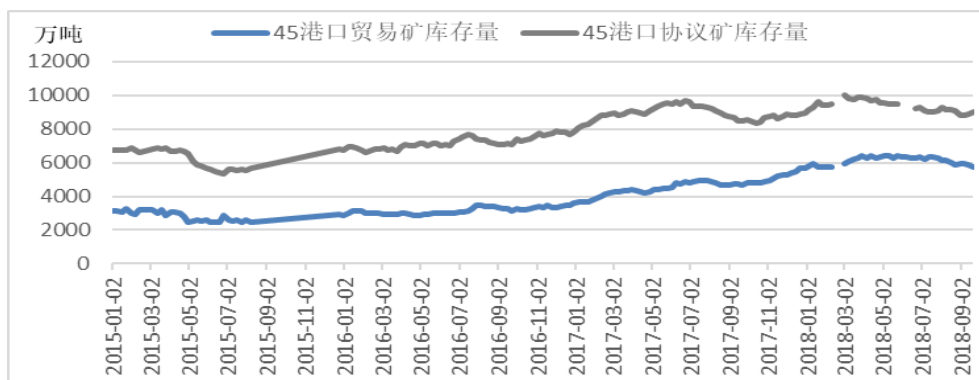
图 38 澳矿港口库存持续下降



资料来源：mysteel 南华研究

另一方面，前期降库以协议矿库存的下降为主，由于矿石没有落地利润，部分大贸易商相应降低了协议订货量，而7月之后，随着钢厂采购的回暖，贸易矿库存也转向下跌，主流矿种都较为紧俏，随着矿石近远月价格倒挂收窄，后期协议矿库存或有所回升，但港口现货偏紧的状况难有改观。

图 39 协议矿库存转稳，贸易矿库存下降

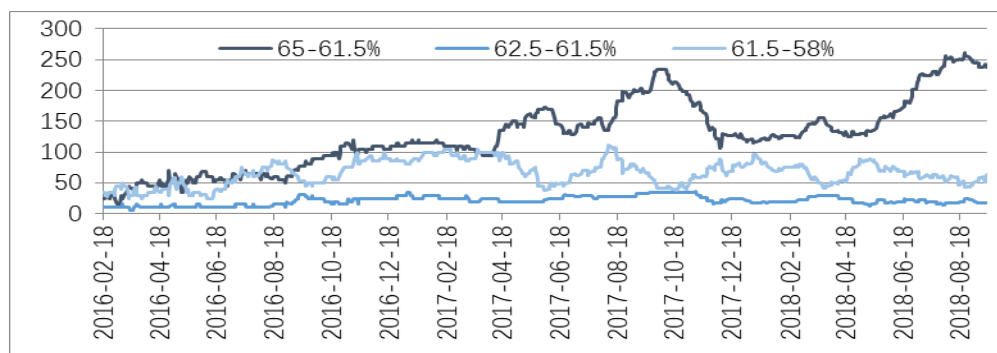


资料来源：南华研究

3.5 品位价差和块矿溢价

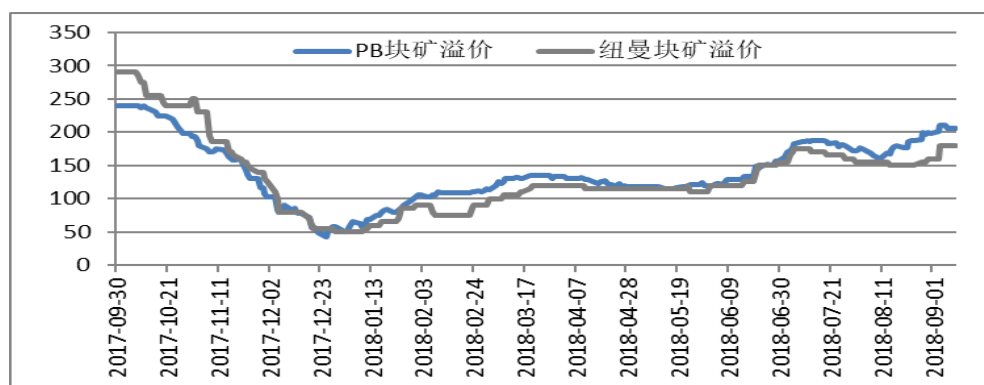
品种间价差也印证了库存结构的变化，今年港口现货中巴西矿的溢价持续处于高位，随后 PB 粉、纽曼粉等主流澳矿的溢价稳步回升，巴粗、巴混的溢价有所回落，卡粉和块矿溢价持续坚挺。考虑到吨钢利润仍将维持高位，品位价差和块矿溢价短期没有回落的基础。

图 40 铁矿石品位价差



资料来源：南华研究

图 41 块矿溢价



资料来源：南华研究

3.6 铁矿石小结

从基本面来看，供给决定了矿石的底部支撑，需求决定了驱动。在秋冬季环保限产的背景下，铁矿石行情的驱动更加倾向于需求端的持续性和力度。目前河北处在烧结炉超低排放改造的攻坚阶段，进入采暖季前限烧结力度仍将保持在较强水平，因此钢厂采购的边际变化较大，从钢厂的囤货意愿来看，政策相对放松对矿石需求有较强的边际拉动，随着设备改造的推进，针对烧结的限产压力大概率有所减弱，钢厂对高品资源的采购意愿稳定或出现增量。供给端来看，目前矿山扩产周期基本结束，且矿山有意控制发货，近期澳矿发往中国的量有明显下降，后期的发货增量空间有限，因此即使港口库存下降空间有限，高品矿和块矿资源仍偏低，品位溢价后期仍将高位运行，对盘面有一定支撑。总体来看，矿石底部有所抬升，500以下有较好的做多安全边际，可逢低布局，等待上涨驱动。

4. 焦炭焦煤供求

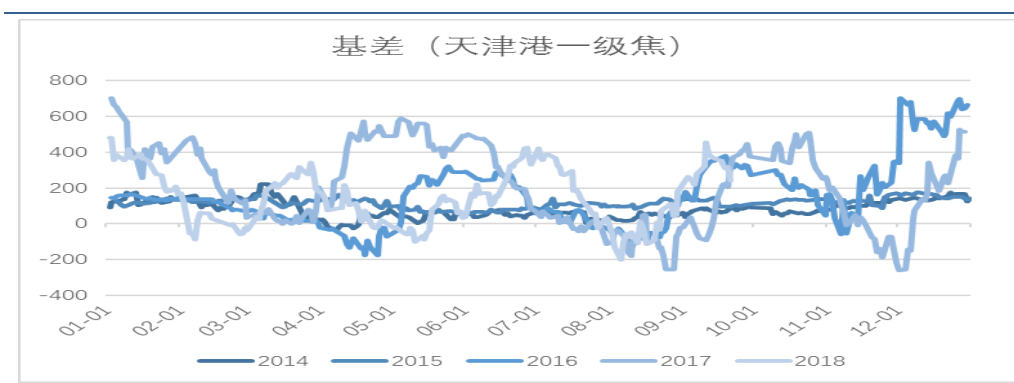
4.1 行情回顾

焦炭，7月初由于焦化环保阶段性放松，港口价格倒挂。同时部分钢厂焦炭库存已高，在终端需求有所走弱的情况下，钢厂采购积极性不高，控制到货量。焦炭现货价格从月初开始下跌4轮共计350元/吨，而焦炭期价由于贴水过大，跌幅小于现货。但是从7月下旬以来，山西、河北等焦炭主产区纷纷出台限产政策，8月中旬也将开展环保督查第二阶段，环保限产持续炒作。同时由于焦化环保限产的无法证伪，叠加贸易商的囤货补库，焦企低库存，焦炭“高歌猛进”。期价大幅拉涨700点，涨幅达到35%，而现货也提涨了6轮，共计640元/吨。在8月20号之后，环保督查逐步落地，限产力度不

及大家之前的高预期。随着港口价格的倒挂再一次出现，贸易商投机性需求出现萎缩，钢厂库存开始回升。钢厂有动力对高利润焦企进行打压，期价大幅下挫 500 点，跌幅达到 20%。

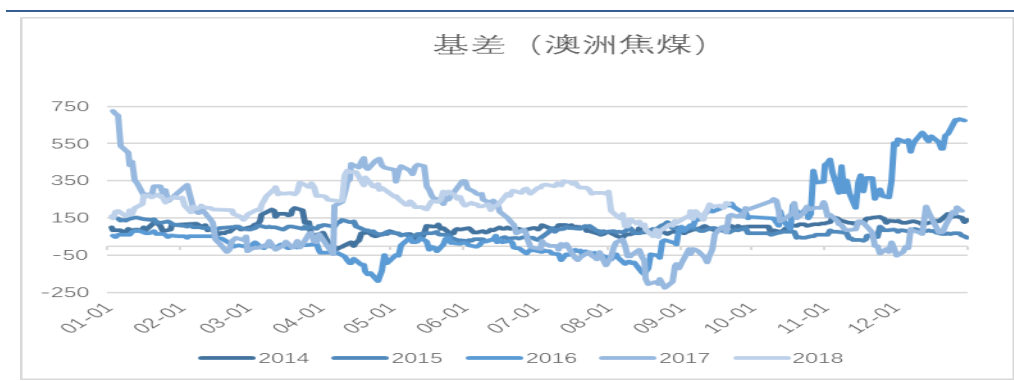
焦煤，虽然 7 月初环保有阶段性放松，但是在焦煤库存偏高下，焦企采购积极性并不强。供应端虽有改善，但整体宽松格局不变，焦煤期价跟随焦炭逐步走弱。7 月下旬，部分洗煤厂环保停产，同时焦企受限产预期影响焦价大幅拉涨，焦煤被动跟涨。但由于焦煤供应整体仍宽松，叠加焦企环保限产需求承压，焦煤期价涨幅明显小于焦炭期价。第二阶段环保督查落地后，环保不及预期导致煤焦大幅下跌。而焦煤受到运输，煤矿安全督查持续开展影响，资源偏紧。同时焦化环保有所放松，焦煤需求出现改善，期价反弹，盘面焦化利润出现大幅回撤。

图 42 焦炭走势和基差



资料来源：wind 南华研究

图 43 焦煤走势和基差



资料来源：wind 南华研究

4.2 焦企环保限产政策

《汾渭平原 2018—2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》征求意见稿发布,为了推进环境空气质量持续改善,全面完成 2018 年空气质量改善目标。要求在 2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日,汾渭平原细颗粒 (PM_{2.5}) 平均浓度同比下降 6% 左右,重度及以上污染天数同比减少 6% 左右。方案要求加大现有焦化、钢铁企业整合力度,提升产业装备水平,大幅减少企业数量,2018 年 12 月底前,山西省制定相关工作方案。积极推进焦化、钢铁、建材等行业产能淘汰和压减工作,列入去产能的钢铁企业,一并退出配套的烧结、焦炉、高炉等设备。全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作。而山西省的 4.3 米焦炉占比非常大,达到 66%。其中山西晋中地区要求今年 10 月底之前出台 4.3 米焦炉升级或淘汰三年计划,山西运城、临汾和吕梁计划于 12 月底之前出台三年计划。在产能的退出方式上,大概率是以产能置换的方式,总体产能并不会出现大幅下降。从目前公布的限产文件来看,并没有明确规定限产比例,而是将具体限产比例下放给了地方政府,要求在 2018 年 10 月底前完成限产方案的制定,同时方案强调实施差异化错峰限产。

关于特别排放标准,山西省要求在 2018 年 10 月 1 日前完成 40% 的焦化企业改造, 2019 年 10 月 1 日前现有焦化企业全部完成改造。此前由于环保部门只强调了二氧化硫排放的限制,对于氮氧化物的排放没什么要求。因此大部分焦化企业只上了脱硫设备,脱硝设备几乎都没上。同时从上市公司的报告以及环保部的督查报告来看,二氧化硫的排放能勉强达到标准,但是氮氧化物的排放距离特别排放标准仍有一定的距离。从调研企业了解到,普遍反映特别排放标准比较严格,需要进行一定的限产比例才能达到排放标准。

第三阶段的环保督察将从 2018 年 11 月 12 日开始,一直贯穿到采暖季结束,共 11 个轮次。此轮督查将重点督促“2+26”城市、汾渭平原 11 城市、长三角地区落实秋冬季减排措施,排查错峰生产及重污染天气各项应对措施落实情况。而第二阶段主要是排查工业炉窑、矿山治理、小火电淘汰、“公转铁”落实、扬尘治理及秸秆焚烧等方面存在的问题,几乎不针对焦化企业的排放督查,因此 8 月 20 号后的焦化限产普遍不及大家的预期。但是从第三阶段的督查内容来看,这次“狼”或许真的要来,焦化限产大概率将要落实。

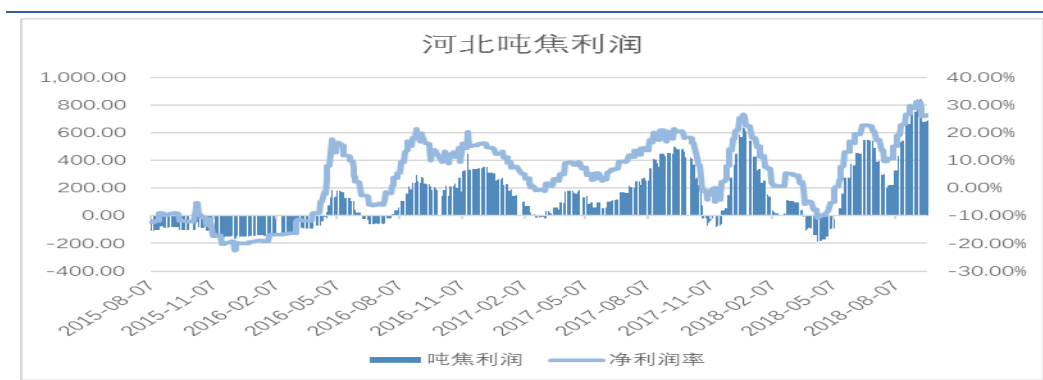
4.3 焦炭开工、产量与库存

2018 年 1-8 月份,全国焦炭累计产量达到 28581 万吨,同比下降 2.9%。8 月份焦炭产量 3670 万吨,产量同比下降 1.1%,环比增加 119 万吨,增长 3.35%。这是从 4 月份以来产量连续下降后首次出现产量增长情况,也从侧面反映了 8 月份初期焦化环保的阶段性放松以及 8 月 20 日之后的限产力度不及市场预期。同比下降主要是由于今年非采暖季焦化企业也采取了常态化的限产,开工率普遍低于去年。从四季度来看,焦企环保压力仍大,尤其是特别排放标准对焦企而言非常严格。而且第三阶段环保督查主要

是检查焦企秋冬季减排措施的落实情况，因此焦企开工率以及产量将大概率出现下滑。

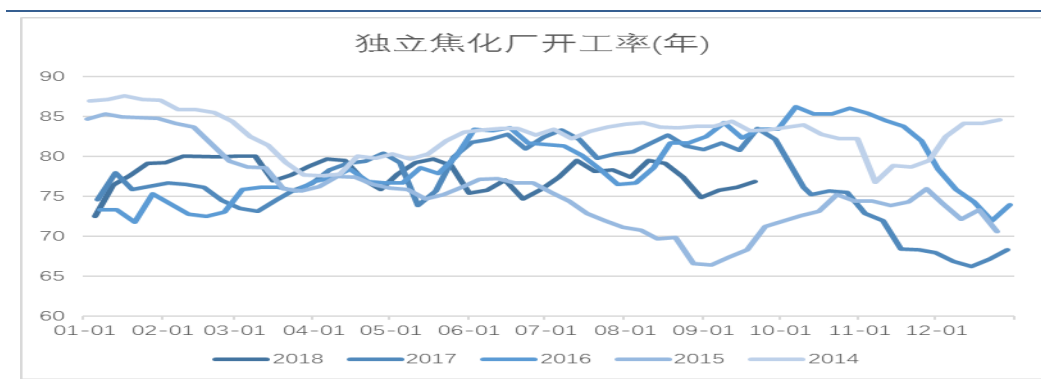
随着 7 月份焦炭六轮累计 650 元/吨的提涨，焦化利润达到了历史新高 900 元/吨以上，叠加环保限产放松，焦企生产积极性较高。虽然目前焦炭现货开始第三轮降价，炼焦煤上涨，成本有所抬升，但是焦化利润仍然非常可观。环保放松下，焦企仍开足马力生产。四季度随着特别排放标准的实施，环保设备的改造，需要给予焦企一定的利润，因此焦企至少能保持 100-200 的利润。尽管四季度焦企利润合适，但是由于环保限产的常态化以及采暖季的限产，焦企开工率难以出现上升。在 11 月第三阶段环保督查期间，焦企环保压力会比较大。需要注意的是，冬季一旦天然气供应不足，焦企限产或有可能放松。

图 44 焦化厂大幅盈利



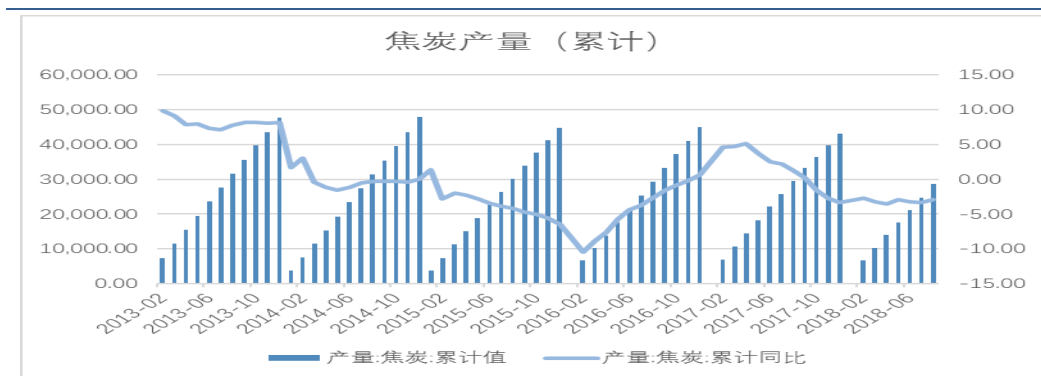
资料来源：wind 南华研究

图 45 焦化开工受高利润及环保常态化影响，区间波动



资料来源：mysteel 南华研究

图 46 焦炭产量持续小幅下降



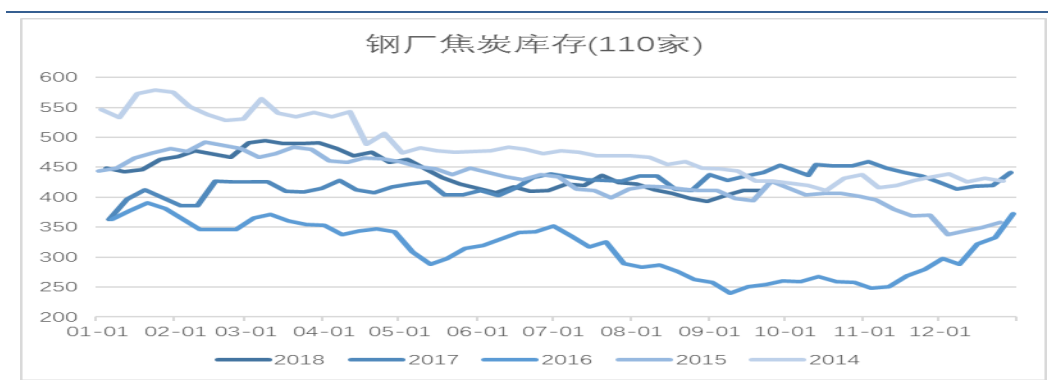
资料来源：wind 南华研究

焦炭总库存从 7 月初的 755 万吨小幅下滑到 710 万吨，但是整个三季度库存上下波动只有 40 万吨左右，整体保持平稳。可以反映出焦炭供应处于一个紧平衡的状态。7 月初由于港口价格倒挂导致贸易商采购积极性不足，港口库存持续下滑。而钢厂由于限产的常态化，叠加库存适中，放缓了对焦炭的采购，库存小幅下滑。随着港口价格倒挂的消失，贸易商开始囤货补库，库存连续五周上涨，合计达到 50 万吨。而钢厂由于贸易商投机性需求的兴起，以及后续运输问题导致焦炭到货量减少，补库不理想，库存持续下降。从目前看，港口焦炭价格再一次倒挂，贸易商谨慎观望下，焦炭港口库存开

始陆续转移至钢厂，钢厂库存开始回升。我们发现，在库存总体平稳的情况下，焦炭期价主要跟随贸易商的采购节奏。从四季度来看，当焦炭出厂价下滑到一定价格后，港口价格倒挂局面改善，叠加采暖季限产预期，贸易商利润窗口打开。或将再次触发贸易商的投机性需求，港口库存开始上升。

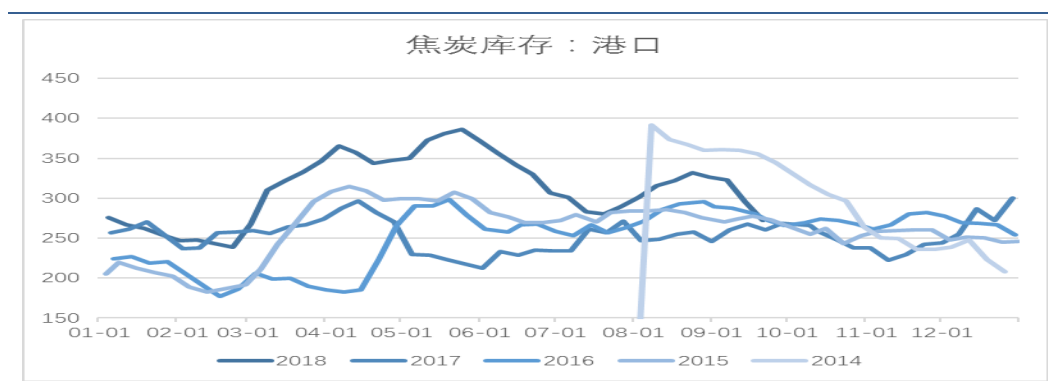
三季度，由于环保原因厂内难以堆积大量的露天焦炭，焦化厂多采取低库存策略。在焦炭供需紧平衡的情况下，焦炭库存持续在低位徘徊。目前由于贸易商的谨慎观望，港口库存流向钢厂，导致厂内库存出现了小幅积压。后期一旦供应端出现政策收紧，焦炭供应将出现紧张。在贸易商的推波助澜下，焦企库存或将再次下滑。同时焦企库存低位，缓冲余地较小，容易造成焦价快速上涨。

图 47 钢厂焦炭库存开始累积



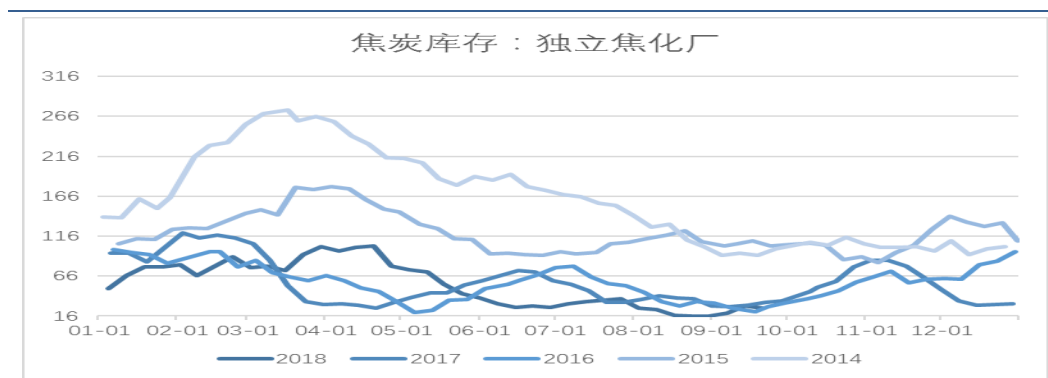
资料来源：mysteel 南华研究

图 48 港口价格倒挂以及外贸船影响下，库存大幅下滑



资料来源：mysteel 南华研究

图 49 焦化厂库存低位徘徊



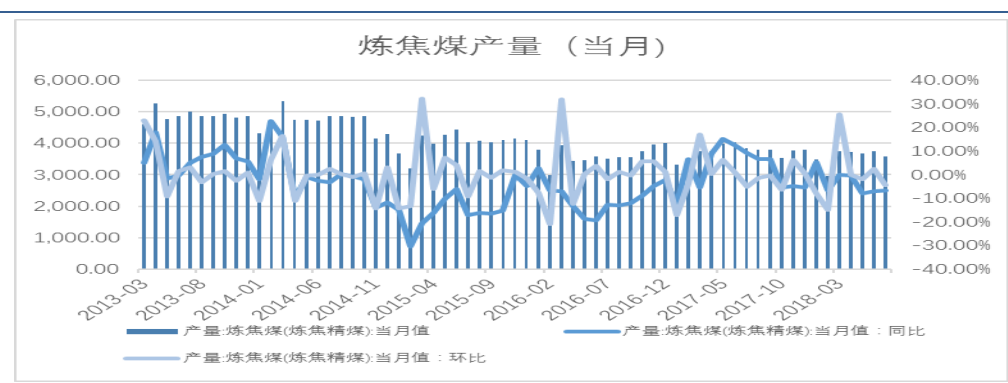
资料来源：mysteel 南华研究

4.4 焦煤产量、进口与库存

数据显示 1-7 月炼焦煤累计产量为 24951 万吨，同比下降 3.52%。同比大幅下降的主要原因是今年环保政策频繁公布，环保和安全检查限制了煤炭的运输和生产，导致产量释放不及预期。环保限产对炼焦煤的影响主要在于洗煤厂的关停，导致其蓄水池的作用大幅削弱。同时白天汽运装车受限，火车运力不足。7 月底由于山西地区打黑除恶，柳林凌志集团所属煤矿全部关停整顿，该企业炼焦煤产量较大，导致用该煤矿的炼焦煤来进行配煤的焦企采购困难。从四季度来看，这一影响难以缓解。

从新增产能来看，2018 年煤炭新增产能在 1.6 亿吨左右，但是在炼焦煤供应上基本没有太多的新增产能。同样虽然今年有大量的产能需要淘汰，2018 年削减煤炭产能在 1.5 亿吨，但是炼焦煤的落后产能淘汰并不多。关于煤矿利润，今年的利润普遍较好，生产积极性较高。但是进入四季度后煤矿将面临着安全生产检查，在年度生产任务陆续完成的情况下，煤矿会以保安全生产为主。炼焦煤煤矿的开工率基本上将在三季度见顶，四季度面临季节性的回调，产量将出现回落。

图 50 炼焦煤产量将出现季节性下滑



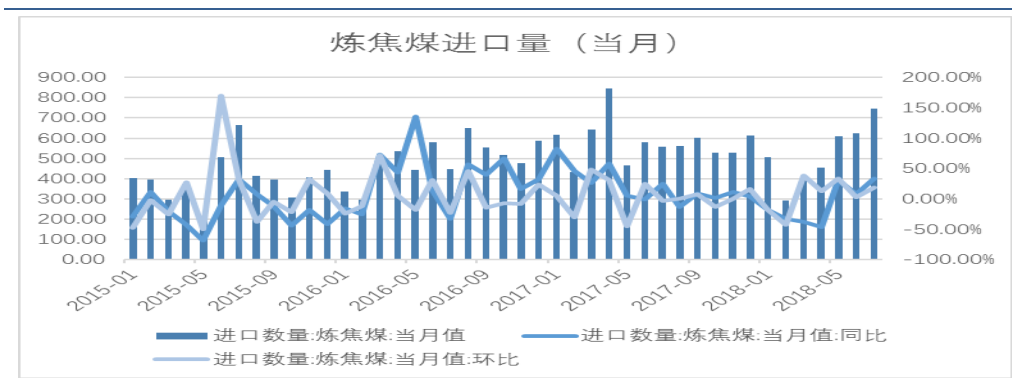
资料来源：wind 南华研究

数据显示 7 月份，中国进口炼焦煤 744 万吨，同比增长 33.4%，环比增加 120 万吨，上升 19%。1-7 月累计进口炼焦煤 3630 万吨，同比下降 12.3%。7 月同比大幅增加一方面在于去年 7 月进口基数较小，另一方面在于澳煤发运量的增加，而目前由于澳洲港口的例行检修澳煤发运已经有所下滑。1-7 月累计进口炼焦煤数量同比大幅下降的原因在于澳洲飓风影响，澳煤铁路运营商的运力缩减，蒙煤通关车道的修建以及煤炭进口政策的收紧。

从四季度来看，蒙煤通关改善后，通关车辆将保持在高位。但由于治理超载，载重量有所下降。整体看四季度进口量仍将高于前三季度，但整年蒙煤进口量将不超过去年。

澳煤虽然整体出口量出现大幅增加，但是由于日本、东南亚等国和地区对炼焦煤需求有所增加，四季度增量将有限。总体看，四季度炼焦煤进口将有所增加，但幅度有限。

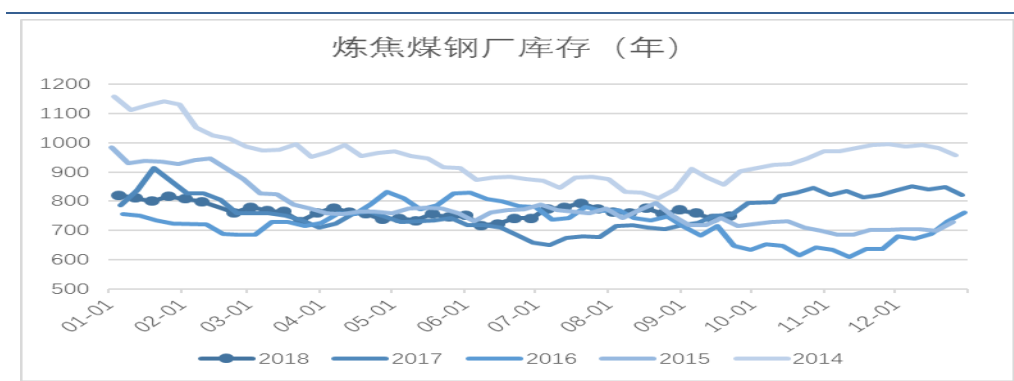
图 51 炼焦煤进口将小幅增加



资料来源：wind 南华研究

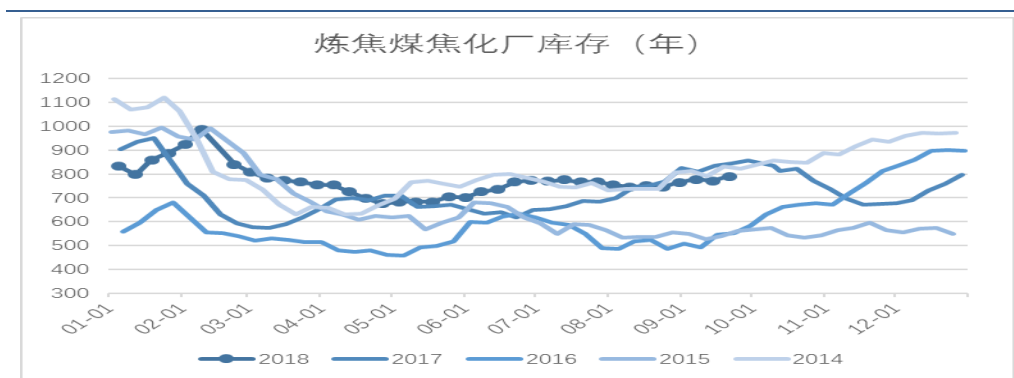
从炼焦煤库存结构来看，高硫煤库存较高，而低硫煤受到洗煤厂环保停产以及运输影响库存处于低位。从炼焦煤库存周期来看，下半年上游煤矿将是一个去库周期，而下游焦化厂钢厂处于一个明显的补库周期。但是由于今年下游焦化厂钢厂环保限产的常态化，焦化开工率与高炉开工率难以大幅提升，补库积极性不是很足。下游库存并未出现大幅上升的情况，库存比较平稳，甚至出现下滑。而上游煤矿库存相反出现了累积，随后由于煤矿环保安全检查以及焦化厂的补库，煤矿库存才出现了下滑。从四季度来看，11月前焦企环保压力不会很大，同时存在着对炼焦煤的冬季储备情况，下游库存将出现增加。煤矿库存在自身环保和安检下压力并不大。第三阶段环保督查开展后，焦企限产力度加大减少了对焦煤的需求，采购积极性将有所下降。而煤矿由于临近年底，注重安全生产，产量有所下滑，库存压力并不会很明显。

图 52 炼焦煤钢厂库存持稳，未来存在着季节性补库



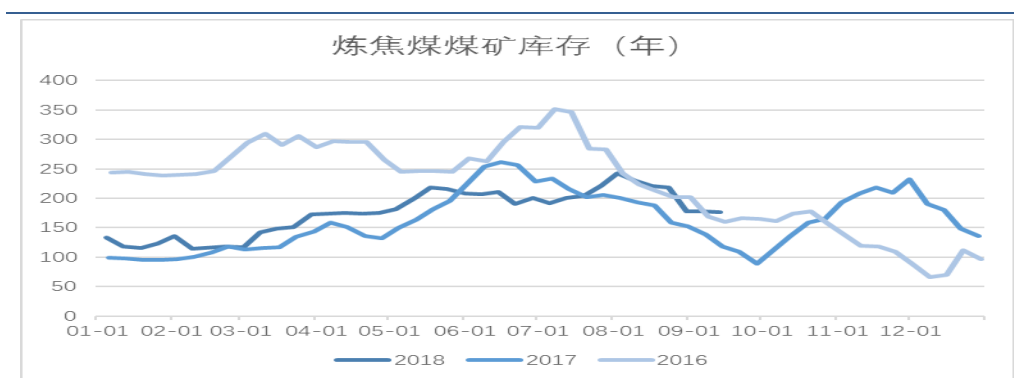
资料来源：南华研究

图 53 炼焦煤焦化厂季节性补库，但受环保影响补库空间有限



资料来源：mysteel 南华研究

图 54 炼焦煤煤矿库存



资料来源：mysteel 南华研究

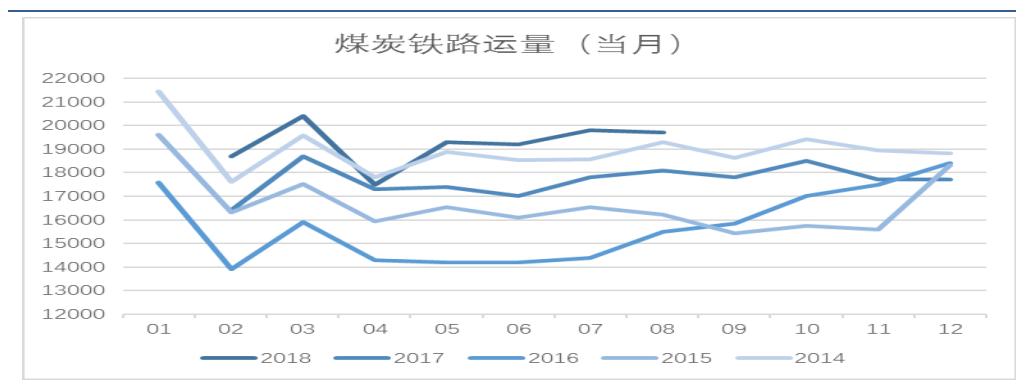
4.5 煤炭“公转铁”下运力瓶颈难以缓解

2018 年 1-7 月我国煤炭铁路运量累计达到 13.7 亿吨，同比增长 10.4%。目前我国铁路运力处于局部宽松、整体偏紧的局面。随着煤炭先进产能的释放和产量向山西、陕西、内蒙地区集中，带来了铁路运输需求也随之向上述地区的铁路局集中。2018 年煤炭产能、铁路运输需求进一步向以上地区集中，今年晋陕蒙地区预计新增煤炭铁路外运需求超 1 亿吨。

环渤海港口于去年禁止汽运煤集港后，加上今年国家加强京津冀及周边地区大气污染防治，强化对公路汽车运输煤炭排污治理。国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》：优化调整货物运输结构，大幅提升铁路货运比例，到 2020 年，全国铁路货运量较 2017 年增长 30%。在环渤海地区、山东省、长三角地区，2018 年底，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的煤炭集港改由铁路或水路运输；2020 年采暖季前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输。随着煤炭“公转铁”，西煤东运需求量陡增，但是今年西煤东运的四大干线运力增长不足 1 亿吨，短期内仍难以解决煤炭的运输瓶颈。

从成本端来看，汽运适合于短途运输以及需要多次倒装运输。对于铁路运输来说，多次倒装会增加货物的损耗，无形中增加了运输成本。此外从 8 月 15 日开始，山西省在全省范围内开展了对柴油车的整治的联合执法专项行动，这也导致了煤炭运输的时间和成本都有所增加。因此在推行“公转铁”后，一定程度上会促使煤焦的小幅涨价。

图 55 煤炭铁路运量大幅增加



资料来源：mysteel 南华研究

4.6 焦炭焦煤小结

我们认为，对于焦炭，现阶段港口价格倒挂，贸易商谨慎观望下，港口库存将向下游转移。叠加第三阶段环保督查前焦企环保较为宽松，钢厂控制到货量的情况下焦企库存仍有累积风险，期价向上驱动较弱。进入 11 月，焦企在环保督查下压力较大，供应或将出现缩收。同时由于焦企环保设备投入，升级改造，需要给予焦企一定的利润。在现货下跌空间有限的情况下，贸易商或再次囤货带动期价上行。重点关注贸易商动向及环保政策变化。

焦煤，短期看目前焦企环保有所放松，焦煤需求出现改善。同时季节性补库即将到来，但由于采暖季因素补库空间较为有限。供应方面煤矿安全检查，运输问题支撑煤价。长期看受采暖季限产以及第三阶段环保督查影响需求受限，同时供应端产量也将出现季节性下降。焦煤进口虽有增长，但整体较为有限。后期焦煤走势偏于震荡，但受焦炭上涨影响，或将带动焦煤期价上行。

5. 策略与风险

5.1 单边策略

成材后期以区间操作为主，螺纹参考区间 3800-4100，后期压力逐步增大。推荐 500 以下适当配置 I1901 多单，2150 附近做多 J1901，目标 2500。

5.2 套利与对冲策略

推荐螺纹、热卷 1-5 正套逢低介入；

卷螺差-200 附近可考虑逢低介入，目标暂看 0；

多 J1901 空 J1905，50 附近可择机介入，目标 150；

多 J01 空 JM01，比价 1.8 以下介入，目标 2.0；

做空虚拟钢厂利润（ $RB10-1.65I-0.5J$ ）等待入场时机。

5.3 风险提示

政策风险增大，限产力度虽边际放缓，但天气污染情况仍有较大的不确定性；警惕宏观经济和全球政治和贸易冲突升级等风险；北材南下的对南方市场的影响；第三阶段环保督查不及预期。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

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

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

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

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

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

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

宁波分公司

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

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

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

绍兴营业部

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

温州营业部

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

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

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

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

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

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

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

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

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

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

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

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 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省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

郑州营业部

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

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

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

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

济南营业部

山东省济南市历下区冻源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室
电话：0531-80998121

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