



携手杉立
共创宏图

杉立研发部

沈皓

0574-87729761



一、行情简介.....	5
1、7月煤焦探至新低，8月初有所企稳.....	5
二、煤焦供给分析.....	5
1、6月焦煤产量迅速回升，焦炭延续负增长.....	5
2、6月炼焦煤进口环比微减，焦炭出口提振有限.....	6
3、钢厂淡化旺季补库，下跌逻辑转向上游去库存.....	7
三、煤焦需求分析.....	9
1、政府加速淘汰落后产能、中远期利空煤焦需求.....	9
2、房地产政策逐步宽松，短期改善市场预期.....	10
3、基建投资维持高位，棚改利好相对有限.....	11
4、制造业数据环比好转，利于机械用钢需求走稳.....	12
五、后市行情展望及操作建议.....	13
1、总结：8月煤焦有望阶段性上涨，9月后或将再度转弱.....	13
2、操作建议.....	13
2.1 8月逢低做多 J1501.....	13
2.2 多 J1501 空 JM1501 对冲策略.....	14
2.3 9月后逢高抛空 JM1501.....	14



插图目录

图 1 煤焦行情回顾	5
图 2 山西炼焦煤产量	5
图 3 主要焦煤企业产量(万吨).....	5
图 4 山西煤炭业投资情况	6
图 5 焦煤现价走势	6
图 6 炼焦煤进口情况	6
图 7 炼焦煤前 6 月累计进口分国别(万吨).....	6
图 8 炼焦煤主要出口国汇率	7
图 9 焦炭出口情况	7
图 10 钢厂及焦化厂炼焦煤库存	7
图 11 炼焦煤库存消费比.....	7
图 12 钢厂冶炼模拟利润	8
图 13 钢材社会库存情况.....	8
图 14 煤焦港口库存情况.....	8
图 15 焦煤坑口库存情况.....	8
图 16 粗钢产能预测.....	9
图 17 煤钢产能变化图示.....	9
图 18 商品房库存销售比.....	10
图 19 全国百城住宅价格指数走势	10
图 20 温州商品房成交情况	10
图 21 徐州商品房成交情况	10



图 22 我国社会资金利率走势(年率,%)	11
图 23 房地产建筑情况	11
图 24 基建固定资产投资	11
图 25 铁路固定资产投资	11
图 26 主要基建项目固定资产投资	12
图 27 基建投资资金来源	12
图 28 机械相关 PPI、PMI 新订单	12
图 29 制造业固定资产投资	12
图 30 工程机械产量增速	13
图 31 机床类机械产量增速	13

表格目录

表 1 山西煤炭政策性收费下调情况	6
-------------------	---



一、行情简介

1、7月煤焦探至新低，8月初有所企稳

图1 煤焦行情回顾



7月，因下游钢材需求端尚处施工淡季，实际需求偏弱，且市场对房地产悲观情绪并未消退，各环节囤货意愿较低，使得钢材价格上涨乏力。而煤焦因供给压力大于钢材，且产业链中话语权又较弱，使得现价连连下挫，亦带动期价持续向下探出新低。

8月初，受各地方政府对房地产调控政策频出，市场氛围有回暖迹象，期价亦在底部企稳后出现小幅上涨。

二、煤焦供给分析

1、6月焦煤产量迅速回升，焦炭延续负增长

截止6月，山西炼焦洗精煤累计产量4514万吨，同比增速14.7%，较上月6.8%的增速大幅扩大(见图2)。另从主要焦煤生产企业产量看，同期山西焦煤洗精煤产量累计增速从上月的-0.23%扩大至5.59%，潞安集团产量也从上月的2.21%扩大至4.33%(见图3)。整体焦煤产量在6月呈现出大幅增加态势。

图2 山西炼焦煤产量



图3 主要焦煤企业产量(万吨)



截止6月，全国焦炭累计产量2.34亿吨，同比增速-1.13%，14年来产量持续运行于负区间内(见图4)。截止7月25日，产能<100万吨焦化厂开工率77%，产能100-200万吨开工率76%，产能>200万吨开工率89%，对比5月以来开工率数据，基本保持稳定(见图5)。产量数据与开工率数据相吻合，一方面体现年内焦炭产量较为稳定，并持续负增



长，另一方面亦反映出对焦煤需求并未出现增加。

图 4 山西煤炭业投资情况



图 5 焦煤现价走势



因下游需求无丝毫增加，6 月焦煤大幅增产的原因就集中于成本端的变化。

14 年以来，因省内多数煤企出现经营困难，山西省连续调整多项政策性收费项目(见表 1)，经估算累计下调 40 元/吨左右。同时，各主要产煤城市也推出了各自“救市”政策，使得山西煤炭整体成本出现明显下滑。

表 1 山西煤炭政策性收费下调情况

14 年山西煤炭政策性收费下调情况	
煤炭可持续发展基金	下调 3 元/吨
环境治理保证金和转产发展基金	暂停收取 10 元/吨、5 元/吨
煤炭公路出省费	各市各煤种收费标准不同，预计 20 元以上

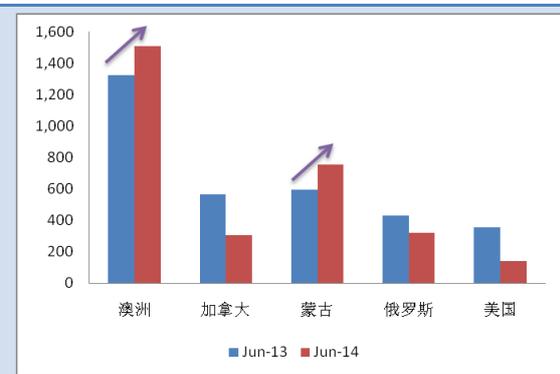
受地方政府逐步对企业让利，使得焦煤成本迅速下移，在产能过剩且完全竞争的市场环境下，煤矿自然加速生产，最终导致整体价格继续下滑。故从后市看，焦煤产量仍难以减少，供给端压力不减，焦炭也因焦煤降价，无法独善其身，但产量情况相对优于焦煤。

2、6 月炼焦煤进口环比微减，焦炭出口提振有限

图 6 炼焦煤进口情况



图 7 炼焦煤前 6 月累计进口分国别(万吨)





截止 6 月，我国炼焦煤单月进口 572 万吨，环比增速-2.8%，14 年累计进口 3104 万吨，同比增速-12.14%(见图 6)。分国别来看，前 6 月除澳洲、蒙古累计进口量增加外，其余各国均呈减少态势。反映在国内煤价持续下行背景下，仅澳洲、蒙古炼焦煤因成本优势，仍具备一定市场竞争力(见图 7)。

另从两国货币角度看，14 年初以来，蒙古图格里克持续贬值，带动本国出口产品价格下降，利好出口增加。而澳元在上半年持续强势，货币优势尚未有体现(见图 8)。后市随着美国经济复苏态势进一步明朗，美联储有望提前进入加息周期，对其它国家货币则构成较大下行压力。尤其在当前商品熊市背景下，以蒙古、澳洲为首的资源出口大国影响更甚。

截止 6 月，我国焦炭累计出口 393 万吨，同比增速 160%，依然维持年初一年的高增速(见图 9)。但只占国内产量的 1.68%，影响仍较为有限。

图 8 炼焦煤主要出口国汇率



图 9 焦炭出口情况



整体看，受国内焦煤价格持续下降，进口焦煤数量较 13 年出现下滑，后市澳洲、蒙古煤因成本优势和汇率优势将取代其它国家市场份额，有望继续保持当前增速。而焦炭虽出口增量较大，但整体占比太小，利好较为有限。

3、钢厂淡化旺季补库，下跌逻辑转向上游去库存

图 10 钢厂及焦化厂炼焦煤库存



图 11 炼焦煤库存消费比



后市我们认为煤焦期价变动的供给端因素将取决于两个库存的变化，即下游钢厂库存和上游坑口、港口库存。

首先，从钢厂库存情况来看，钢厂及焦化厂炼焦煤库存自年初高点已出现大幅减少，但



仍高于 13 年，12 年水平(见图 10)。以目前需求预期悲观的情形，与 12 年同期有较大相似之处，那么是否就意味钢厂原料去库存仍未结束，后市下跌的逻辑仍为钢厂继续去库存呢？

从我们整合的炼焦煤库存消费比数据看，目前库存消费比数据在 0.7 左右，与 13 年、12 年低点基础处于同一水平(见图 11)。这说明在 0.7 水平附近基本为钢厂正常安全生产的边际库存，后市继续去库存可能性不大。

图 12 钢厂冶炼模拟利润

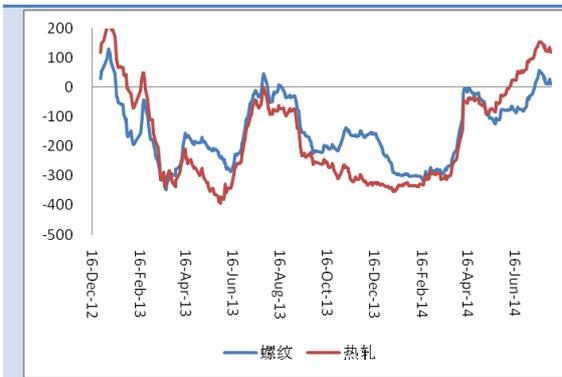
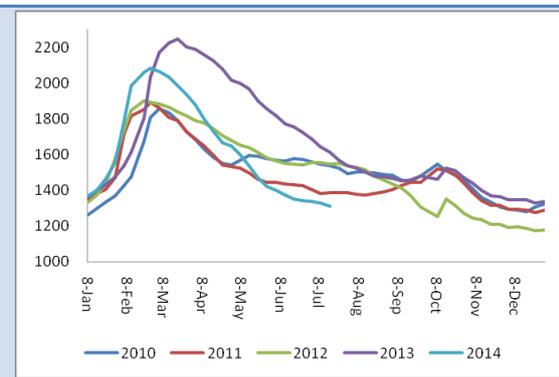


图 13 钢材社会库存情况



既然钢厂原料库存已无去库压力，8-9 月又将迎来传统的用钢旺季，且此时钢厂冶炼利润也处于高位(见图 12)。看似已具备足够多的必要条件促使钢厂加大对原料的补库，但实际上忽略了最主要的充分条件——钢厂或市场整体对未来悲观预期始终没有改变。从最能反映整体市场信心的钢材社会库存指标看，截止 6 月，钢厂社会库存为近 4 年同期最低水平，环比年初也遭遇近年来最大幅度的去库存过程(见图 13)，完全体现市场悲观的心态。此外，较大的资金压力亦使得钢厂倾向于压低库存，以获得相对充沛的现金流。因此，8-9 月份传统的补库周期需求将会出现明显的淡化。

如前文所述，钢厂库存继续减少可能性较低，但同时旺季补库需求也将较为有限，故钢厂库存环节对期价影响将相对较小。

图 14 炼焦煤港口库存情况



图 15 焦煤坑口库存情况



其次，来看上游坑口、港口库存情况。截止 7 月 25 日，炼焦煤四港口库存 681 万吨，焦炭三港口库存 379 万吨(见图 14)，焦炭港口库存持续增加，压力明显，焦煤港口库存相对偏低，主要与 14 年来进口煤持续减少有关。

坑口方面，以主要焦煤厂家山西焦煤和潞安集团为例，13 年后库存呈持续上升态势，



其中山西焦煤库存上升幅度尤为明显(见图 15)。另据我们调研结果来看，山西多数煤矿和洗煤厂库存均明显上升，大幅超过原有仓库容量，去库压力巨大。

结合港口和坑口库存情况，后市上游库存矛盾依然突出，且钢厂补库需求较差，降价销售成为煤企唯一的选项。故我们认为下一阶段，煤焦价格下跌的动力主要源自上游去库存。

三、煤焦需求分析

1、政府加速淘汰落后产能、中远期利空煤焦需求

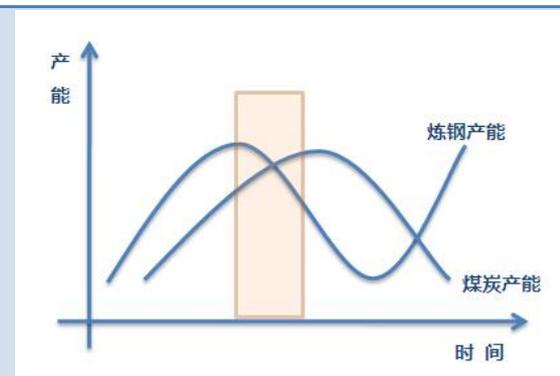
受国内经济转型需求，及部分高耗能行业供需矛盾日益凸显等影响，7 月国家对淘汰落后产能力度再次加码。

7 月 25 日，工信部公布今年第一批淘汰落后产能企业名单，经核算炼铁淘汰 2540.6 万吨、炼钢 2145.5 万吨、焦炭 1473 万吨，分别完成全年任务的 134%、75%、123%，整体淘汰规模超出市场预期。7 月 31 日《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》公布，对钢铁等过剩产能行业新建、改建和扩建项目 须制定产能置换方案 实施等量或减量置换。这为国内首次就过剩产能置换提出相关办法，且有效期至 2017 年底，从时间周期来看，近 3 年将是国家加快钢铁行业产能退出的重要时点。

图 16 粗钢产能预测



图 17 煤钢产能变化图示



鉴于近期政策端对产能退出驱动力度有所加强，我们将调整半年报对粗钢产能的预测。预计 14 年粗钢产能小幅增加至 10.4 亿吨(较半年报-0.2)，产能利用率 78.8%(+1.5)，15 年产能保持 10.4 亿吨(-0.3)，产能利用率 81.25%(+2.28)(见图 16)。虽产能过剩整体仍未解决，但利用率或将回到 11 年前相对合理的区间内。

前文所提煤炭行业政策仍以减少企业成本为主，很少涉及过剩产能退出，这与钢铁行业减产能为主的政策相背离。这种产业链内的政策差符合正常产业链上下游产能轮动的规律，即当前下游钢铁行业无论经营压力，还是社会压力均高于煤炭，市场化、政策化的产能退出亦由钢铁行业率先启动，随后再将影响扩大至上游行业(见图 17)。故对后市来说，钢铁产能下降幅度要大于煤炭，中长期煤焦供需格局难以出现好转。



2、房地产政策逐步宽松，短期改善市场预期

截止7月，主要房地产数据依然弱势运行，十大城市商品房库存比为13.58，环比增加0.03(见图18)，体现房地产高库存去化进程并无理想。百城房价指数环比继续下滑0.81%，已连续3周呈现负增长(见图19)，房价走弱预期已逐步形成。

图18 商品房库存销售比

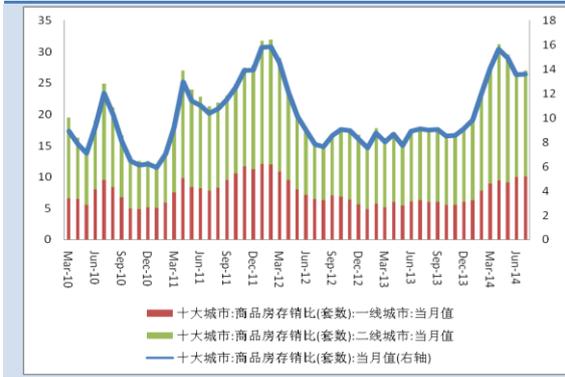


图19 全国百城住宅价格指数走势



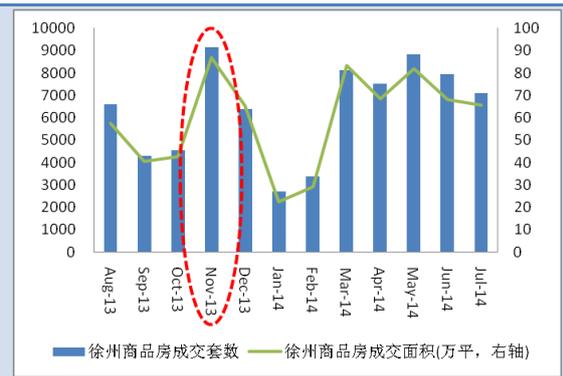
但在房地产基本面持续走弱的同时，政府也加大了政策调控力度。截止8月6日，此前限购的46个城市中已有36个城市不同程度调整了限购政策。我们以13年率先放宽限购城市为例，观察解除限购对实际成交量的影响情况。

具体从温州、徐州来看，两城市分别于2013年8月和11月放宽限购政策。在限购放宽当月，交易量出现显著增加，但随后刺激效果持续下降(见图20、21)。显示放宽限购政策更倾向于短期效果，对长期需求影响相对较弱。此外应注意，三季度中央政府仍有较大保增长任务，且地方政府也希望维持财政收支平衡的情况下，各地房地产放宽政策仍有望加速出台。

图20 温州商品房成交情况



图21 徐州商品房成交情况



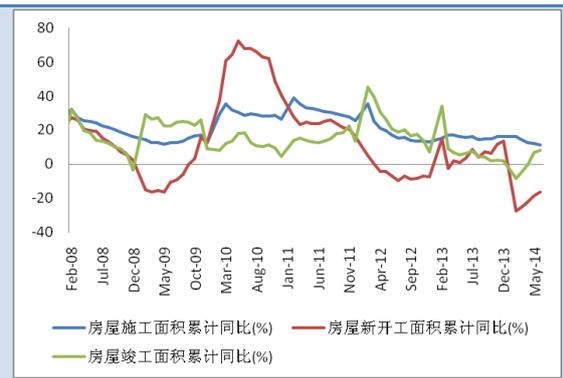
除放宽限购外，个人按揭贷款政策也将对房地产需求产生较大影响。14年初以来，国内一般利率水平持续处于高位，个人住房贷款利率亦持续上升(见图22)，较高的贷款利率已对部分刚性需求产生了抑制作用。对此，部分地方政府也推出了相关支持政策，如四川省给予金融机构首套房按揭3%的补助，以及绍兴下调二套房首付比例至40%，均有利于刺激刚需的增长。



图 22 我国社会资金利率走势(年率,%)



图 23 房地产建筑情况



整体看，房地产行业政策拐点已经来临，后续相关政策有望继续推出，但整体依然以刺激首套房和改善型二套房需求为主，即释放此前被抑制的刚性需求，这将有利于短期房地产需求类数据回暖，提振市场信心，即 8-9 月需求端有利于煤焦反弹行情出现。但因房地产库存巨大，刚需难以拉动房价上涨，开发商拿地、新开工积极性依然较差(见图 23)，使得需求端利好无法最终传导至用钢需求增加，限制煤焦反弹的空间。

3、基建投资维持高位，棚改利好相对有限

在今年房地产行业需求下滑情况下，政府延续“加大基建投资，保经济增长”的策略。截止 6 月，基建固定资产投资累计额 44466 亿元，同比增速 22.84%，维持自 13 年来的高增速(见图 24)。

图 24 基建固定资产投资



图 25 铁路固定资产投资



从各投资分项来看，铁路仍是基建投资的最主要方向。截止 6 月，相关投资继续维持在 14.2%左右的高增速，且年内有望继续提速(见图 25)。而其它传统基建类项目(公路、内河、沿海建设等)虽增速较缓，但 6 月环比也有一定程度的增加(见图 26)。

而基建资金来源情况则并不乐观，截止 6 月，除国家预算内资金仍相对充沛外，其余三项(固定资产投资资金、国内贷款、自筹资金)增速均较为有限(见图 27)。以铁路投资为例，14 年全年制定了 8000 亿元的投资目标，下半年仍有 6000 亿任务需要完成，为此铁总尝试成立“铁路发展基金”，计划每年向社会公开融资 2000-3000 亿左右的规模。这一方面，体现传统资金来源已无法满足持续高增速的铁路建设；另一方面，社会资金是否愿意流入铁



路项目也仍在疑问。

图 26 主要基建项目固定资产投资

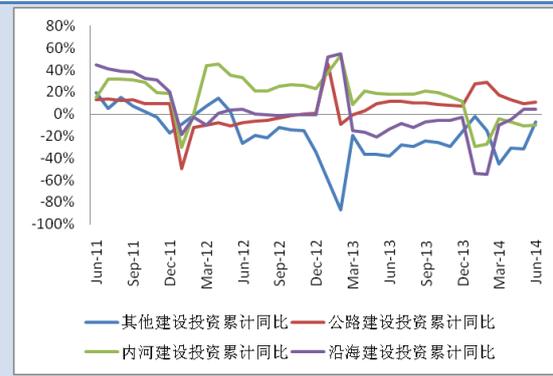


图 27 基建投资资金来源



除基建项目外，保障房建设也是保增长的主要手段。2014 年开工量为 700 万套，以 60 m²/套，每平方需要 50Kg 钢材简单计算，用钢量仅为 2100 万吨，占全年产量的 2.7%，且 13 年新开工量也有 600 万套，故 14 年整体增量因素较为有限。

整体看，基建和保障房依然是国家稳增长的主要手段，但整体仍受资金偏紧，及用钢量有限影响，仅能部分对冲房地产用钢需求的下滑。

4、制造业数据环比好转，利于机械用钢需求走稳

截止 7 月，制造业相关指标均不同程度环比回升。其中 PPI 机械工业指数为 99.16，虽仍在收缩区间内，但延续自 13 年年中以来持续恢复的态势。PMI 新订单指数也继续上升至 53.6，体现后市需求有望继续增加(见图 28)。制造业固定资产投资增速虽同比下滑明显，但环比也出现微幅好转(见图 29)。

图 28 机械相关 PPI、PMI 新订单



图 29 制造业固定资产投资



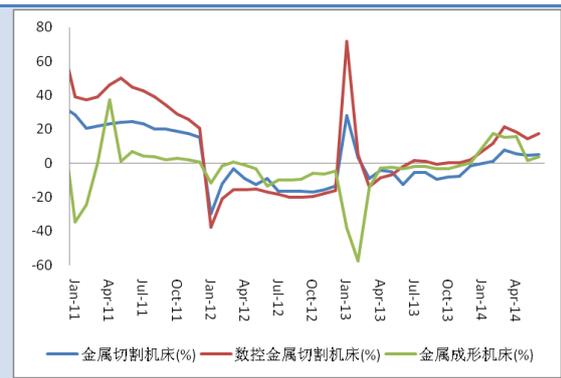
具体机械产量来看，工程类机械继续受房地产新开工数下降影响，弱势需求无明显转变(图 30)。而机床类机械则受制造业回暖提振，14 年整体情况已较 13 年出现较大好转，后市也有望继续企稳走强(见图 31)。



图 30 工程机械产量增速



图 31 机床类机械产量增速



整体看，后市受制造业逐步回暖影响，工程机械用钢需求亦有望企稳后小幅增加。

五、后市行情展望及操作建议

1、总结：8 月煤焦有望阶段性上涨，9 月后或将再度转弱

相关变量影响综述				
驱动因素	一级指标	二级指标	状态描述	多空影响
宏观面	/	/	国内宏观企稳	中性
中观层	供给	产量	焦煤产量增加 焦炭产量收缩	焦煤偏空 焦炭偏多
		进口	焦煤进口放缓	焦煤偏多
		库存(钢厂)	焦煤、焦炭均处低位，但钢厂补库意愿低	焦煤、焦炭中性
		库存(港口、坑口)	焦煤坑口库存高 焦炭港口库存高	焦煤偏空 焦炭偏空
	需求	出口	焦炭出口增加	焦炭偏多
		粗钢	增速微增	中性
		房地产	8 月相关数据阶段好转，整体弱势难改	8 月偏多，整体偏空
		基建	增速维持	偏多
		制造业	增速企稳	中性
微观层	价差		焦炭、焦煤基本均处于平水	中性

2、操作建议

2.1 8 月逢低做多 J1501

核心原因：

- (1) 地方政府加速放宽房地产相关政策，利于短期改善房地产过度悲观预期。
- (2) 基建项目投资仍处于高位。
- (3) 虽供需两端主要矛盾并未减弱，但也无增量利空冲击，无碍期价短期上涨。



潜在风险点：

(1) 主要焦企加速降价促销，打压现价。

具体操作：

J1501 多单于 1130-1140 处介入，目标位 1180-1200，止损位 1110，策略期限至 9 月。

2.2 多 J1501 空 JM1501 对冲策略

核心原因：

(1) 焦煤产量仍在继续释放，焦炭产量则小幅收缩。

(2) 焦煤坑口库存压力明显，部分主要煤企仍有降价意愿。

具体操作：

买 J1501 卖 JM1501 价差 320-325 入场，目标价差 350-360。

2.3 9 月后逢高抛空 JM1501

核心原因：

(1) 焦煤产量仍在继续释放，坑口库存压力有增无减，后市去库存压力大。

(2) 房地产库存高企，需求端短期好转无法传导至房价上涨，市场预期难以扭转。

具体操作：

JM1501 空单，目标位 770 下方。



杉立期货

Shanli Futures

携手杉立

共创宏图

客服电话 0574-87716270

传真：0574-87717386

分析师简介

沈皓：品种分析师，负责煤钢焦相关品种研究。

联系电话：0574-87729761

邮 箱：13926338@qq.com

分析师承诺

负责本研究报告内容的期货分析师 在此申明 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责条款

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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为杉立期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。