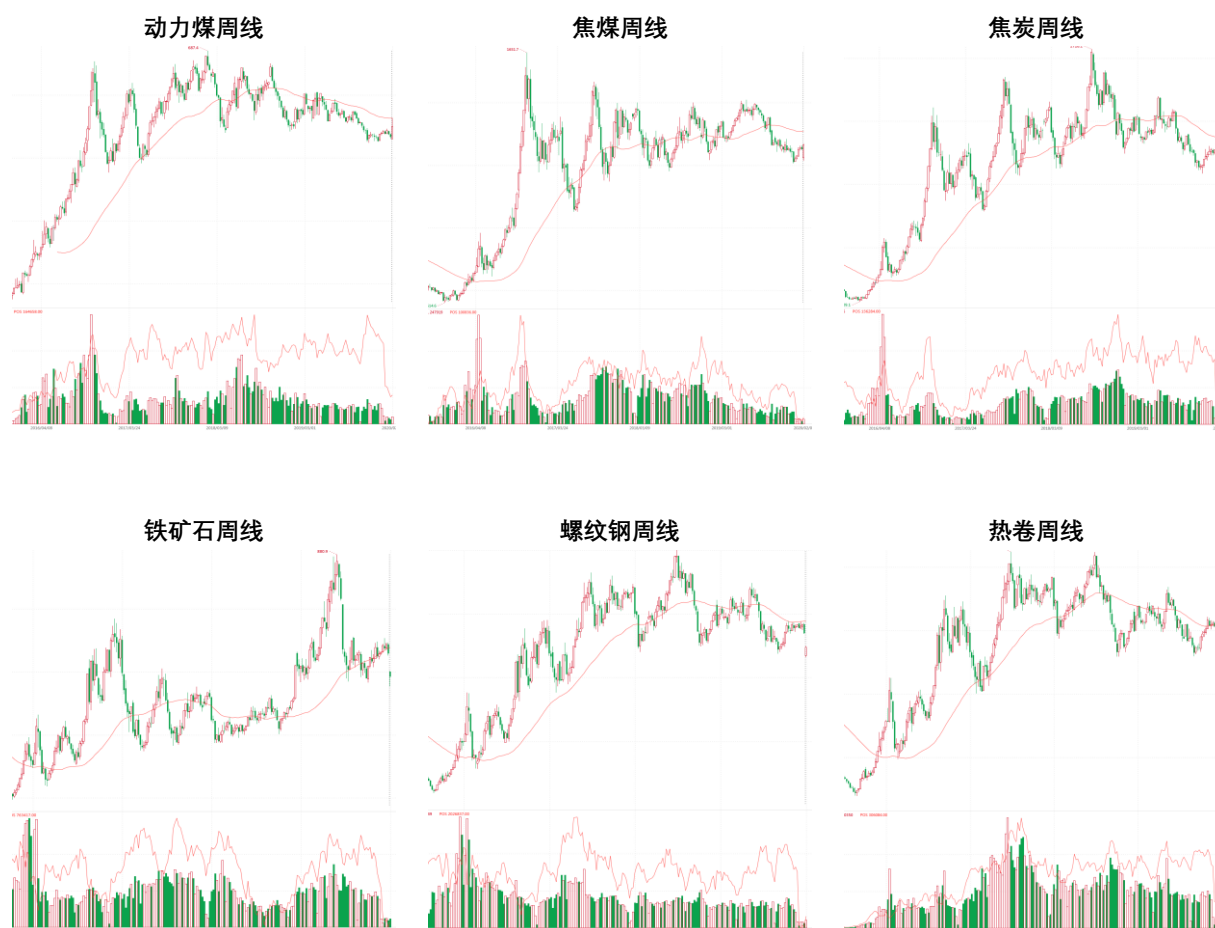


## 继续做空黑色系

杜少伦，海红投资

2020/02/06

春节后开盘以来黑色系经历大跌之后报复性反弹，其中反弹力度最明显的两个品种是动力煤和焦煤。动力煤主要属于能源行业，提供电力热能为主，但是焦煤则属于钢铁行业，主要产品是焦炭用于炼钢铁的还原剂。历史来看他们没有明显的关联性，但是这一次的反弹行情确实是从动力煤开始之后焦煤接力。我们认为从 18 年后期走出的头部趋势基本断定目前的黑色系进入空头趋势，这次反弹只是市场情绪对疫情结束后可能会出现开工小高潮的预期。黑色系个品种周线图如下：



从上图可以看到，煤炭在这次杀跌过程中明显强于钢材，市场给出的预期如下：

疫情影响煤炭工人无法开工导致短期供应紧张→节后一旦恢复生产钢铁厂马上需要煤炭，供应不足导致钢铁厂竞争抬价→钢铁厂的下游企业，房地产和基础建设由于疫情影响没有新增需求，甚至需求会有所减弱，伴随大环境宏观经济下行，地产企业萎靡导致需求不足→钢铁厂的议价能力很弱→钢材价格明显弱于煤炭价格上行。

这一套逻辑的支撑点在节后钢铁厂不因为疫情影响调整策略减产，甚至延迟生产。因为一旦钢铁厂延迟生产，那么煤炭企业恢复生产后反而会导致短期供应过剩。如果钢铁厂预计开工后地产需求萎靡，势必会减产或者延迟开工，盘面预期相对强弱就会和现在完全相反。

给定宏观经济下行，地产需求疲软的前提下，叠加煤炭涨价因素，我们并不认为钢厂会维持原有生产规模。下面我们收集了国内大型钢厂生产利率情况如下：

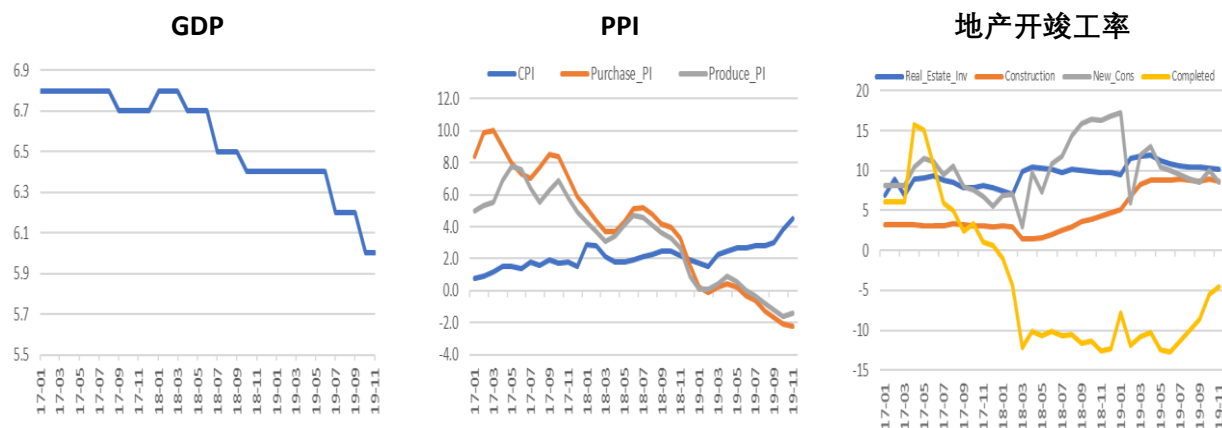
黑色系上市企业毛利率

品种	行业	股票	代码	*2019	2018	2017	2016
铁矿石	开采	海南矿业	601969		3%	31%	12%
铁矿石	开采	金岭矿业	000655	26%	22%	33%	
铁矿石	开采	兴业矿业	000426	57%	58%	59%	65%
铁矿石	开采	宏达矿业	600532		26%	22%	15%
煤炭	开采	陕西煤业	601225		49%	55%	44%
煤炭	开采	中煤能源	601898	33%	30%	34%	
煤炭	开采	兖州煤业	600188		45%	47%	38%
煤炭	开采	神火股份	000933	33%	38%	44%	
煤炭	开采	淮北矿业	600985	39%	40%		
煤炭	开采	潞安环能	601699	44%	44%	45%	
煤炭	开采	新奥股份	603113	33%	31%	45%	50%
煤炭	生产	君正集团	601216		34%	17%	
煤炭	生产	远兴能源	000683	-20%	40%	17%	
动力煤	生产	中煤能源	601898		50%	54%	51%
焦煤	生产	中煤能源	601898		77%	74%	67%
焦化	生产	美锦能源	000723	24%	30%	25%	
焦炭	生产	潞安环能	601699	19%	23%	8%	
焦炭	生产	山西焦化	600740		13%	9%	12%
焦炭	生产	金能科技	603113		24%	21%	
焦炭	生产	陕西黑猫	601015		6%	2%	9%
焦炭	加工	宝丰能源	600989		52%	43%	30%
螺纹钢	加工	三钢闽光	002110	22%	30%	29%	
螺纹钢	加工	方大特钢	600507		32%	31%	17%
螺纹钢	加工	八一钢铁	600581		15%	15%	13%
板材	加工	三钢闽光	002110	20%	28%	21%	
板材	加工	宝钢股份	600019	10%	16%	17%	17%
板材	加工	鞍钢股份	000898	10%	20%	14%	
板材	加工	首钢股份	000959	10%	13%	12%	
板材	加工	杭钢股份	600126	13%	19%	19%	13%
板材	加工	重庆钢铁	601005	10%	13%	3%	
板材	加工	八一钢铁	600581		14%	16%	12%

从表可以看到的黑色系产业链中毛利率最高的部分是煤炭开采，从 17 年以来呈现暴增趋势。2019 年上半年统计煤炭开采毛利润大概在 40%左右，但是同期的炼钢毛利率只有 10%-20%。给定需求走弱的环境下，如果煤炭企业大幅提价自然挤压钢厂毛利导致减产。在宏观经济开始走弱的时候最先被挤压的行业应该是毛利率最高的行业，价格最容易开始松动。目前盘面的煤炭反弹预计不会持续，反倒是诱多的成分更大。至于动力煤反弹主要受到开工后用电高峰预期，导致近期动力煤走势强势，但是从长期来看趋势仍然看空。特别是对比开工后疫情稳定下的总体用电量和没有疫情时候的总体用电量，主要驱动力还是宏观经济影响。

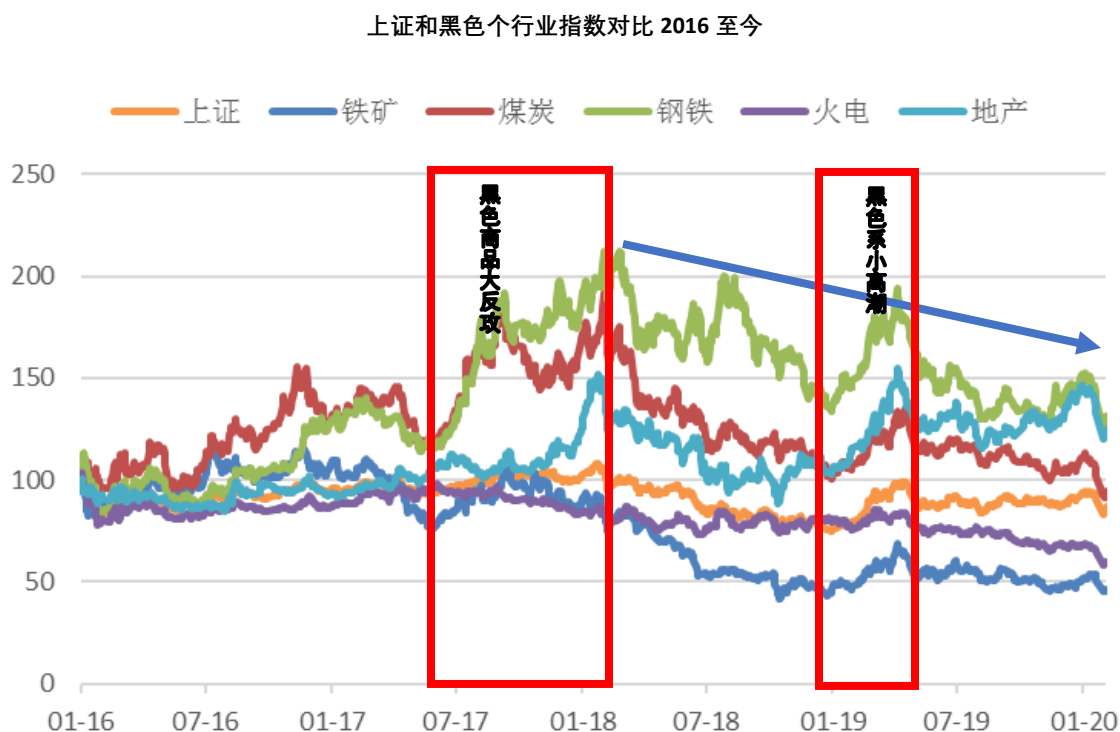
下面是目前宏观经济概况：

### 宏观经济疲软，地产投资下滑，高估的工业品仍面临价值回归



中国 GDP 还是呈现缓慢下滑态势，同时生产者价格指数连续下跌说明工业品需求仍在下滑价格持续下跌，同时地产新开工率（灰色线）连续下滑直接左右了今年的钢材需求情况。总的来看大环境下行趋势确定且明显，但是短期内政策为钢材价格兜底导致不太可能出现短期剧烈下跌，长期来看重心缓慢下移。

再看近 4 年黑色系上下游对比大盘走势：



以 5 年期为跨度发现只有钢铁和地产目前强于上证指数，但是趋势已经走弱进入空头。煤炭，火电和铁矿行业指数明显弱于上证。钢铁走势明显稍强于煤炭总体处在下行通道，在 17 年黑色系大反攻之后逐年呈现指数重心缓慢下移走势。动力煤的主要下游产业---火力发电行业明显已经被市场抛弃，取而代之的是清洁能源发电，所以动力煤需求缓慢下行已成定局。

## 操盘策略

目标品种	动力煤 09 合约
方向	空
前三主要原因	1.周线空头趋势
	2.远期基差持平
	3.生产企业高毛利，火电需求疲软
进场策略	价格下破 55 均线
止损	价格上破 55 日线
止盈	利润回吐 50%或价格上破 55 日线

目标品种	焦煤 09 合约
方向	空
前三主要原因	1.周线空头趋势
	2.生产企业高毛利，钢材需求疲软
	3.煤炭指数进入空头
进场策略	价格下破 55 均线
止损	价格上破 55 日线
止盈	利润回吐 50%或价格上破 55 日线

目标品种	螺纹钢 10 合约
方向	空
前三主要原因	1.周线空头趋势
	2. 远期基差持平
	3.地产需求疲软，走势弱于热卷
进场策略	价格下破 55 均线
止损	价格上破 55 日线
止盈	利润回吐 50%或价格上破 55 日线