

提降周期开启，焦炭走势如何？

——预见黑色：七月策略之（四）

报告要点

总结：在梅雨季需求走弱、铁水产量预期减少，贸易囤货抛售的情况下，焦炭现货有提降空间，但期货已提前反应，随着钢材成交回暖，期货情绪受到带动。后期若需求回归，叠加供应端扰动，焦炭仍具备向上驱动，建议在淡季提前布局，可逢低买入焦炭，或基于焦炭价格弹性较大，焦煤偏稳，逢低做多焦化利润。

摘要：

7 月份以来，终端需求走弱，焦炭现货在经历 6 轮提涨后，开始转入提降周期，本篇报告我们主要分析当前焦炭市场的供需现状，后期市场可能的演绎方向：

供给：产量提升空间较小，供给维持紧平衡状态：1) 山东去产能落地，焦炭产能有净减量，钢焦生产能力不匹配。2) 产能集中释放在 9 月以后，目前焦炉产能利用率已在 80% 以上，产量提升的空间较小。3) 进口焦炭占比太小，不足以改变焦炭供需全局。4) 若后期环保、去产能再次出现扰动，焦炭仍可能出现区域性的供给偏紧。

需求：铁水有减量可能，总体维持高位。梅雨季终端需求走弱，铁水有减量可能，利空焦炭需求，但从生铁产量的节奏来看，二季度需求超预期，当前地产仍然稳定，基建投资增速提高，市场对需求回归也有期待，开始提前交易旺季需求，钢厂生产意愿较强，铁水产量存在惯性，在钢材走强的情况下，预计铁水减量较小。

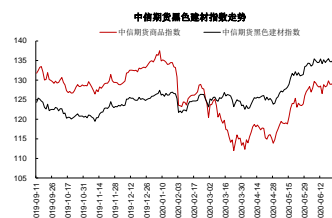
库存：隐形库存显性化，本轮库存难以大幅累积。近期焦炭库存增加，既有供需缓解的原因，又有结构性变化的原因。贸易商囤货集中抛售，隐性库存显性化，同时进口到货也增多。预计贸易抛货仍压制焦炭，贸易可抛销量约 100 万吨，将导致焦化厂累库 3-4 周。若后期铁水减量不大，本轮焦炭库存不会出现过度累积。

成本：焦煤弹性空间较小，焦炭成本总体偏稳。焦煤供应宽松，进口收紧推高短期焦煤价格，价格的上涨持续性不强，但焦炭利润较高，也不会快速打压焦煤，因此焦煤价格偏稳，价格弹性空间较小，暂不构成推高、或拉低焦炭成本的因素。

焦炭展望：等待供需矛盾累积，提前布局做多。预计现货有 3-4 轮的提降空间，期货已反应现货提降，随着钢材成交回暖，市场提前交易旺季需求，期货情绪受到带动，后期需求回归，叠加焦炭供应端可能的扰动，焦炭供需仍将偏紧，建议在淡季提前布局做多焦炭，或基于焦炭的弹性较大，逢低做多焦化利润。

风险提示：终端需求不及预期、铁水产量大幅减产、焦炭产能加速释放（下行风险）

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



黑色建材研究团队

研究员：
曾宁
021-60812995
从业资格号 F3032296
投资咨询号 Z0012676

周涛
021-60812984
从业资格号 F3018906
投资咨询号 Z0011749

任恒
021-60812993
从业资格号 F3063042
投资咨询号 Z0014744

联系人：
辛修令
021-60812973
从业资格号 F3051600

李世朋
010-58135949
从业资格号 F3047240

姜秀铭
021-60812982
从业资格号 F3062206

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目录

摘要：	1
一、基本面现状：短期供需缓解，中期仍可能偏紧.....	3
1、焦炭供给：产量提升空间较小，供给维持紧平衡	3
（1）焦炭-生铁产能变化有差异，短期生产能力不匹配	3
（2）焦炉产能利用率较高，产量提升空间较小	3
（3）进口焦炭占比较小，不足以影响供需全局	4
（4）环保去产能不确定性，供给仍可能有扰动	5
2、焦炭需求：铁水有减产预期，实际减量不明显	5
3、焦炭库存：隐形库存显性化，本轮库存不会过度累计	6
4、成本：焦煤成本端偏稳，价格弹性空间较小	6
二、焦炭展望：等待供需矛盾累积，提前布局做多.....	7
1、囤货集中抛售，现货提降，期价已提前反应	7
2、产量提升空间有限，需求回归后供应仍有缺口	8
3、淡季提前布局，做多焦炭或焦化利润	8
免责声明	9

3 月份以来，焦炭市场经历了过山车式的变化，从 3-4 月份的五轮提降，再到 5-6 月份的六轮提涨，焦炭也从行业亏损转变为大幅盈利。其原因既有需求的强劲拉动，又有供应端环保、去产能的扰动、另外焦煤成本也有坍塌式下移。

7 月份以来，焦炭供需偏紧的情况边际缓解，现货也开始提降，那么当前焦炭市场的供需现状如何，后期又将如何演绎，在此我们予以详细分析：

一、基本面现状：短期供需缓解，中期仍可能偏紧

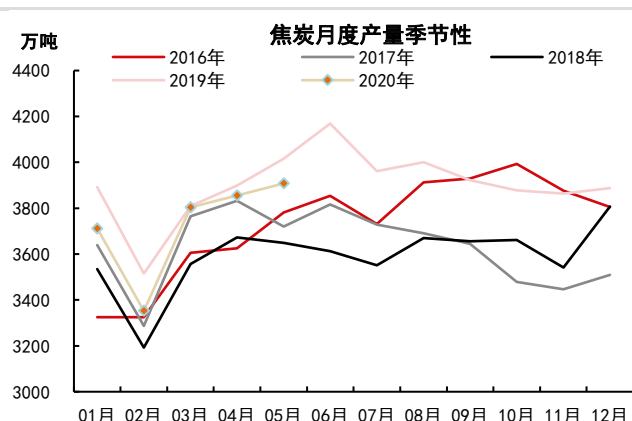
1、焦炭供给：产量提升空间较小，供给维持紧平衡

（1）焦炭-生铁产能变化有差异，短期生产能力不匹配

上半年，焦炭产量始终未能达到去年同期水平，核心在于 2019 年以来的山东去产能落地，淘汰了 1500 万吨的在产产能，因疫情影响，山西、内蒙等其他区域产能投产进度偏慢，导致国内有 1000 万吨左右的产能减量。

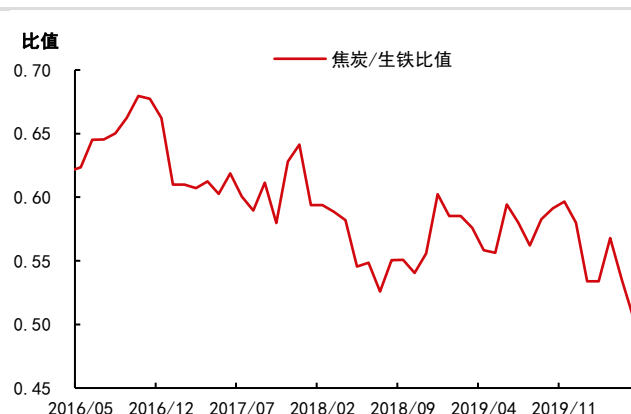
实际上，自 2017 年以来，国内焦炭-生铁生产能力总体较为匹配。2019 年以来，焦炭、钢铁产能进入集中置换期。今年二季度终端需求集中爆发，带动铁水产量大幅增产。同时上半年也有高炉投复产，因此生铁产能、产量同比均保持正增长；而焦炭在 4-5 月份又有山东去产能、“以煤定产”、山西环保限产的扰动，焦炭总产量甚至出现了减量，供应难以满足需求。根据 mysteel 的统计，目前焦炭在产产能 5.4 亿吨，生铁产能约 11 亿吨，考虑到焦炉-高炉开工率的差异，即出现了短期钢焦生产能力不匹配。

图 1：焦炭月度产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 2：焦炭/生铁月度产量比值



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

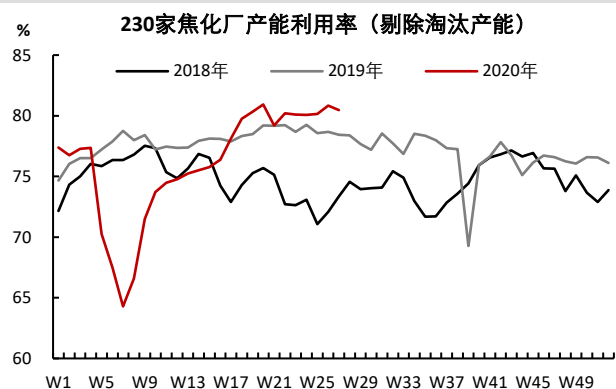
（2）焦炉产能利用率较高，产量提升空间较小

既然焦炭出现了供应的缺口，我们需要关注的是供需错配持续的时间，后期有哪些因素可以扭转这种供给偏紧的局面。从提高供应的方式来看，中期主要依靠在产产能的增加；短期内靠产能利用率的提高，另外也可以增加进口量。

从产能变化来看，在产产能的增加有复产和新投产两种方式，目前行业利润较高，一些企业也积极复产，新产能也加快投产，从烘炉到出焦达产需要时间。根据 mysteel 的调研统计，7-8 月份在产产能增量不大，产能的集中投放要在 9 月份以后。

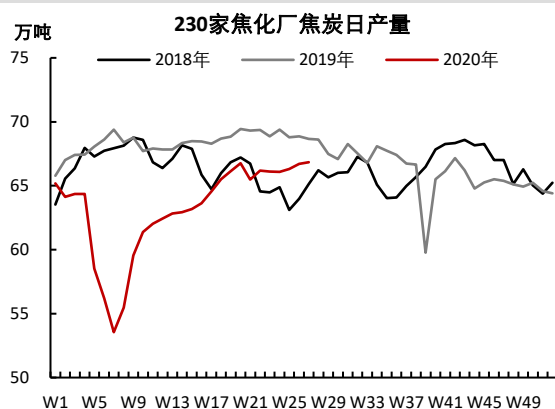
产能利用率方面，近期山东、山西的环保限产，对产量的影响有减弱，徐州 6 月底执行 600 万吨产能的淘汰，但同时也淘汰部分高炉，实际影响相对中性。由于多数焦炉已处在满产状态，焦炉产能利用率在 80%以上，为近两年来的最高点，产量再度提升的空间也较小，从这两周 230 家焦化厂也可以看出，日均产量一直在 67 万吨左右，环比增量较小。若排除环保限产的政策影响，产量更多是在处在高位，缓慢微增的状态。

图 3： 230 家焦化厂产能利用率 单位：万吨/日



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 4： 230 家焦化厂焦炭日产量 单位：万吨/日

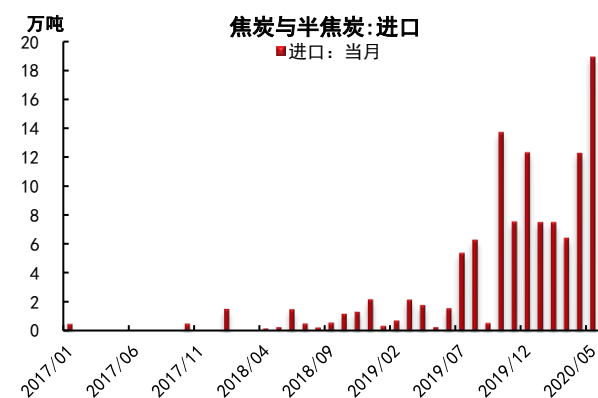


数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

（3）进口焦炭占比较小，不足以影响供需全局

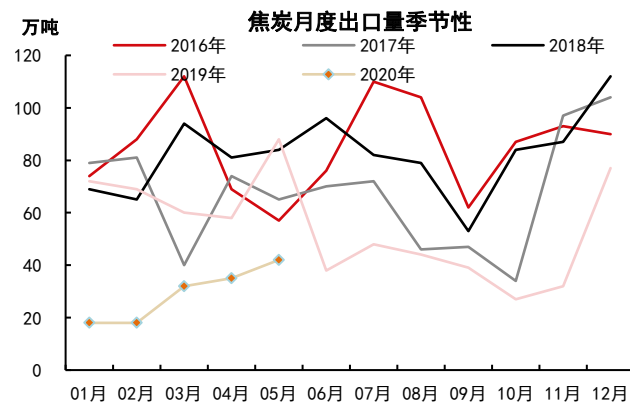
焦炭进口方面，今年焦炭进口量同比去年大幅增加，1-5 月份进口量 53 万吨，虽然 6-7 月份进口量继续增加，但相比于每年 4 亿吨的冶金焦产量，进口占比太小，不足以改变国内焦炭供需全局，更多是对部分沿海钢厂起到边际补充的作用。

图 5： 近几年来焦炭月进口量



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 6： 焦炭月度出口量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

（4）环保去产能不确定性，供给仍可能有扰动

今年的疫情影响了国内外经济，从政策导向来看，也将保就业、保民生放在重要位置，市场对环保、去产能的预期并不高，但山东、江苏等地针对焦炭的产业政策又较为严格，明显超出了市场预期。究其原因在于今年是蓝天保卫战的收官之年，焦化行业污染问题又没能根本解决，今年的两会重提污染防治攻坚战，且焦化行业以民营企业为主，如若环保问题重现，焦炭将首当其冲。

因此，虽然当前环保、去产能对产量的影响不大，但无法排除后期限产扰动的可能，以山东为例，要求全年焦炭产量低于 3200 万吨，上半年的产量已 1750 万吨，若严格执行控煤政策，下半年日产量环比减量在 1.5-2 万吨，且其他区域的产能利用率已较高，难以对产量减量予以补充，仍可能造成区域性的供给偏紧。

2、焦炭需求：铁水有减产预期，实际减量不明显

对焦炭而言，绝大多数需求集中在高炉炼铁环节，实际的需求量取决于铁水产量，而铁水产量又取决于钢材总需求。7 月份以来终端需求走弱明显，其原因既有大范围降雨的季节性原因，也有赶工放缓的超季节性原因。前期在梅雨季需求走弱的背景下，铁水产量也有减产预期，但目前来看，电炉产量的减少支撑了钢材，成材-原料负反馈并未发生，且市场开始提前交易旺季需求，钢材走强下，铁水的减量会减小。

从生铁产量的节奏来看，二季度需求超预期，由于当前地产端仍然稳定，基建投资增速提高，市场整体对旺季需求也有期待，导致钢厂相对乐观，生产意愿较强，铁水产量存在惯性，三季度铁水产量可能仍较高。

从这两周的铁水产量来看，247 家钢厂铁水日产量保持在 248 万吨的高位，对应焦炭的真实需求仍较为旺盛。钢厂环保限产方面，唐山 7 月份限产稍有趋严，若严格执行限产，铁水环比减量在 3 万吨左右，一定程度上利空焦炭需求，但实际铁水的减量，仍需要不断的跟踪观察。考虑到终端需求的韧性，以及钢厂生产节奏的惯性，我们总体认为铁水产量环比减量较小，这对焦炭需求予以支撑。

图 7： 247 家钢厂高炉产能利用率

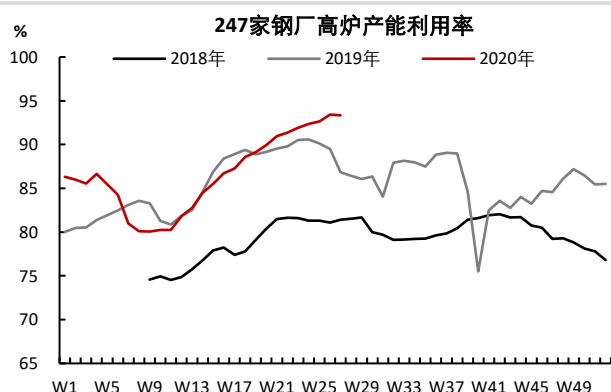
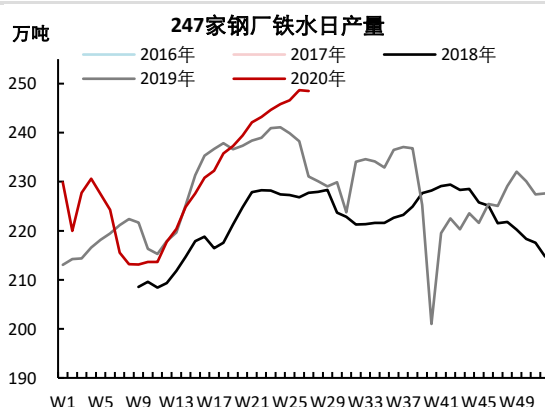


图 8： 247 家钢厂铁水日产量季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

3、焦炭库存：隐形库存显性化，本轮库存不会过度累计

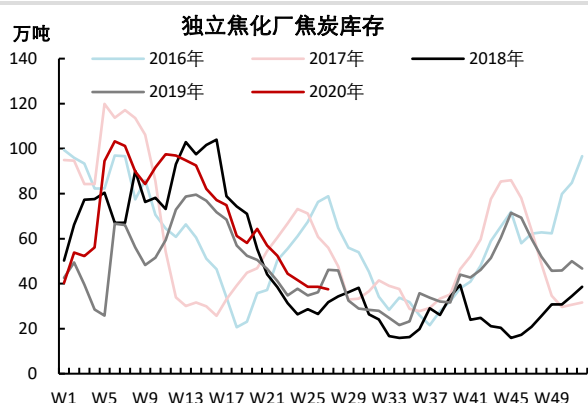
4 月份以来，随着需求的启动，高炉开工率的增加，焦炭进入去库存阶段，100 家独立焦化厂库存从 95 万吨降至 38 万吨，钢厂库存也是不断降低。

6 月底以来，焦炭去库存的趋势放缓，上周焦炭库存已开始增加，特别是钢厂库存增加明显，这其中既有供需缓解的原因，又有结构性变化的原因。在现货转弱后，贸易商囤货集中抛售，部分唐山社会库存、以及京唐港、曹妃甸等港口库存不在钢联统计范围，但进入钢厂后，隐性库存显性化，同时近期进口到货也增多。预计贸易商抛货短期仍压制焦炭，下周焦化厂库存将转为增库存。

因此，从库存的变化角度来看，我们需要关注的是可抛售的贸易囤货有多少，焦炭的进口增量有多少，在囤货抛售结束后，真实的供需下，焦炭的累库存能否持续。焦炭作为黑色原料的中间品，从生产到消费，更多是厂对厂销售，贸易流通量并不大，钢联统计的港口库存已降至 286 万吨，叠加部分社会隐形库存，可抛售量在 100 万吨左右，大概相当于全国 1 天的焦炭产量，若铁水产量减量变动不大，以周供需缺口 20-30 万吨估算，这将导致焦化厂累库 3-4 周。若后期铁水产量减量较大，则焦化厂累库时间延长。

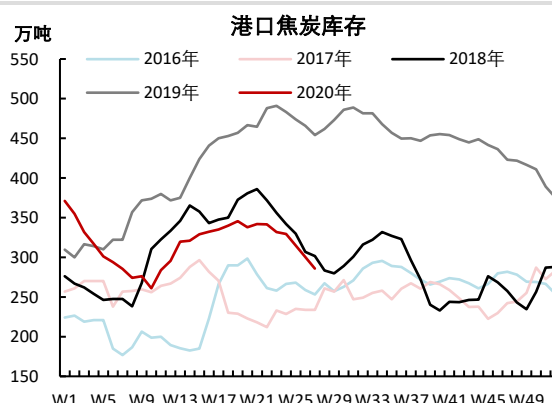
总体来看，我们认为铁水大幅减产的可能性不大，焦炭真实供需仍偏紧，港口、焦化厂库存变化趋势与 2018 年的情形有几分相似之处，均为贸易囤货抛售压制现货价格，待需求回归或明确后，贸易商抢货又加剧了现货的偏紧程度。

图 9： 焦化厂库存季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 10： 港口焦炭库存季节性



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

4、成本：焦煤成本端偏稳，价格弹性空间较小

2020 年是焦煤供需转向的一年，无论是国内焦煤还是进口量，供给能力均大幅提升，这种宽松的供给格局也导致了焦煤价格的大幅下跌，即使有 5 月份以来焦炭连续提涨 6 轮，国内焦煤价格也没有明显的反弹。

近期在焦化厂补库、进口煤政策收紧的情况下，焦煤市场出现了零星探涨迹

象，那么焦煤的上涨能否持续，或者在焦炭进入提降周期后，焦煤也转入下跌？我们认为影响焦煤市场的关键在供应端，焦煤需求端的变化不大。

国内方面，近两周煤矿开工率均回升，国内焦煤供应能力较强。国际焦煤方面，市场分化较大，首先是进口煤政策有明显收紧，海关严格进口煤终端去向，导致通关较为困难，港口压港船只较多，压港量在 200 万吨左右。海外需求则呈现企稳复苏的状态，日韩、印度高炉开始有复产，焦煤采购增多，海运焦煤价格震荡反弹。蒙古煤进口量增多，日通关量在 500 车左右，后期可能仍有增量空间。

因此，由于需求区域的不同，后期国内煤、蒙古煤、海运煤走势将出现分化，即国内煤偏稳，海运煤反弹，蒙古煤弱势的局面。

总体来看，焦煤供应宽松，但进口收紧推高短期焦煤价格，价格的上涨持续性不强，但焦炭利润较高，也不会快速打压焦煤，落实到焦炭成本的结果变成，焦煤价格偏稳，向上空间有限，跟随需求有阶段性走弱，价格弹性空间较小，并不会构成推高焦炭价格、或拉低焦炭成本的因素。

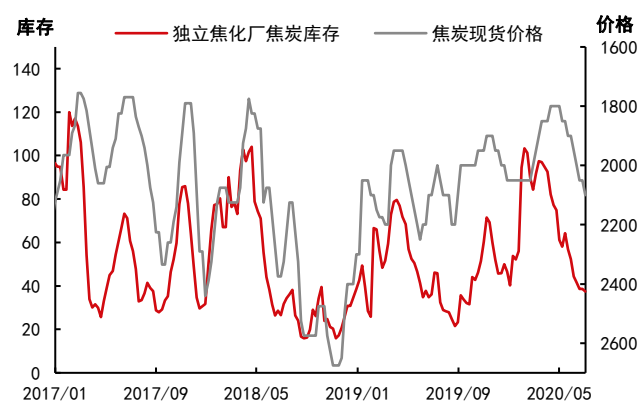
二、焦炭展望：等待供需矛盾累积，提前布局做多

1、国货集中抛售，现货提降，期价已提前反应

前期焦炭现货经历了 6 轮提涨，累计涨幅 300 元/吨。焦炭现货利润更是达到了 400 元/吨以上的高位，明显超过钢材利润。7 月份以来，随着终端需求的走弱，钢厂在库存企稳后，也开始打压焦炭。

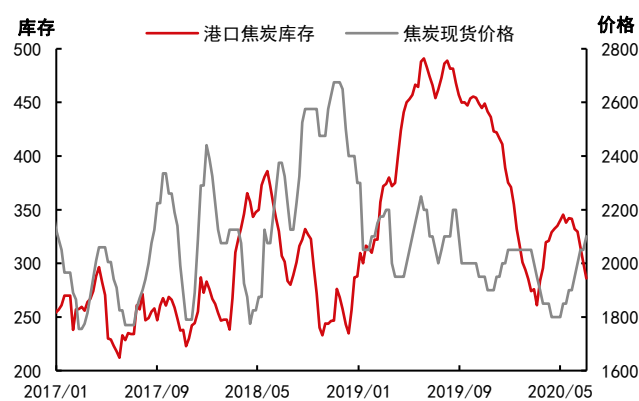
在铁水有减量，贸易国货集中抛售的情况下，焦化厂也将转为累库存，进而压制短期现货价格，预计现货有 3-4 轮的提降空间，实际提降落地多少，取决于后期铁水的减量，但期货价格往往提前反应，最低已反应现货 3 轮左右的提降，在铁水减量未出现大幅减量的情况下，进一步深跌的可能性也不大。随着钢材成交的好转，也带动焦炭市场预期，导致期现走势分化。

图 11： 焦化厂库存与焦炭价格



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 12： 港口焦炭库存与价格走势



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

2、产量提升空间有限，需求回归后供应仍有缺口

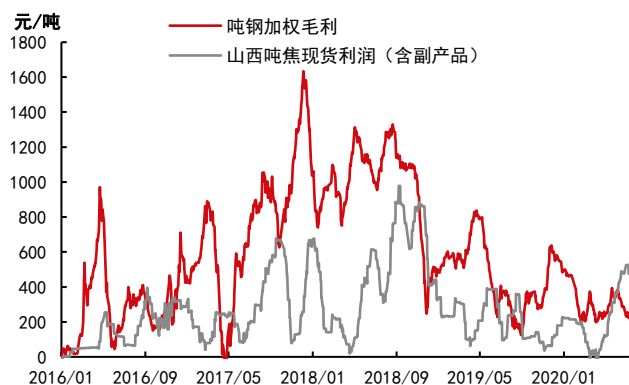
结合上文焦炭需求上的分析，我们认为焦炭需求的真实降幅可能不大，在淡季需求阶段性走弱、钢厂低利润情况下，高利润状态的焦炭前期最先被打压，也变的较为合理，根据我们的估算，若焦炭维持当前产量，铁水产量降至 240 万吨以下时，供应才会由偏紧转为过剩，这种情况发生的概率较小。

因此当市场风格转变为交易需求回归时，对铁水减量的预期也在变弱，如果后期终端需求回归，铁水产量也将继续保持高位，同时焦炭供应端的扰动也有可能，因此焦炭供需仍可能偏紧，在钢厂利润扩大后，焦炭利润也有再次向上的驱动。

3、淡季提前布局，做多焦炭或焦化利润

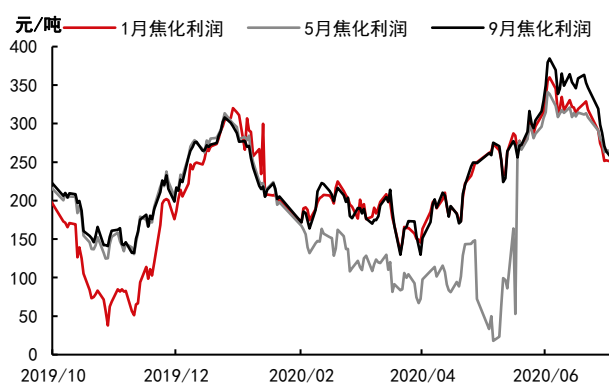
总体来看，在需求淡季、铁水产量预期减少，贸易囤货集中抛货的情况下，焦炭现货有提降调整空间，但期货已提前反应，大幅深跌的可能性也不大，随着钢材成交的回暖，期货市场情绪也将受到带动，后期若需求回归，叠加供应端扰动，焦炭仍具备向上驱动。建议在淡季提前布局，把焦炭作为黑色中的多头配置，或基于焦炭价格的弹性较大，焦煤总体偏稳，逢低做多焦化利润。同时密切关注需求的持续性及其下游铁水产量变化，防范需求不及预期，预期差导致的再度回调。

图 13： 焦炭现货利润与钢材利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 14： 焦炭期货利润



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>