

凛冬将至，残灯未尽

—双焦 2020 年年度策略

东海期货 | 东海策略 2019-12-15

投资要点

研究所 黑色金属策略组

刘慧峰 高级研究员

从业资格证号: F3033924

投资分析证号: Z0013026

联系电话: 021-68757223

邮箱: liuhf@qh168.com.cn

联系人: 李公然

从业资格证号: T316470

联系电话: 021-68757827

邮箱: ligr@qh168.com.cn

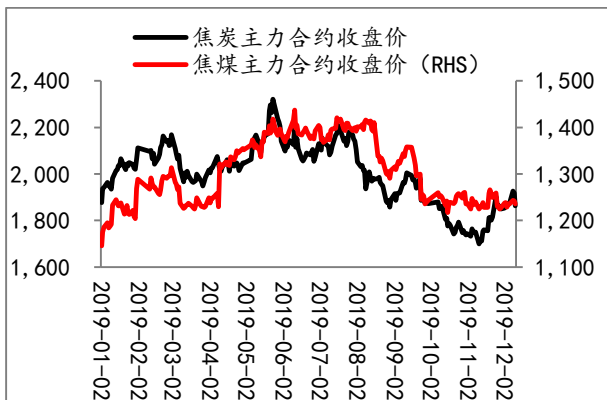
- 按目前各主产地的去产能政策力度测算，叠加明年内蒙、新疆、吉林等地尚有 800-1000 万吨的新建产能投产，我们预计明年焦化产能较今年大约小幅减少 800 万吨左右，但产量的释放潜力还取决于焦化厂的利润情况及政策执行的力度。
- 明年去产能的关键变量在于山东 1300 多万吨焦化产能淘汰的力度及节奏，若山东严格执行产能淘汰的政策任务，在钢材需求中期内仍有韧性的假设下，那么在明年 1 季度末或 2 季度初焦炭可能将出现一定的供需缺口。
- 在全球粗钢产量放缓的大背景下，国际焦煤缺乏需求端的支撑，相应的焦煤价格也难有明显的起色。随着明年进口煤通关额度的恢复，在进口煤政策不明显加严的假设下，我们认为炼焦煤进口量将继续维持高位，从进口这一角度加剧国内炼焦煤供需宽松的格局。
- 在黑色系整体利润中枢缓慢下移的过程中，随着下游部分陷入亏损而减产，焦煤价格或将受到刚需减弱和利润挤压的双重压力。叠加海外低价焦煤的冲击，及上游高库存的压制，我们认为在整体下行周期内，国内煤矿的议价能力将被逐步削弱，焦煤价格缺乏自身走强的动力，更多的是跟随行业整体利润和焦炭价格走势。
- 从今年生铁和焦炭的产量增速来看，1-10 月生铁产量累计增速 5.4%，焦炭产量累计增速 5.6%，总体来看，焦炭基本供需平衡，略微宽松。叠加焦炭出口量的腰斩，焦炭社会库存的居高不下是压制今年焦炭绝对价格及波动幅度的重要原因。
- **综上所述：**对焦煤而言，短中期内（1-2 个月）对应着下游钢焦的季节性补库，叠加终端需求仍有一定韧性，焦煤上游库存有向下游转移的动力，焦煤价格在此过程中也存在企稳反弹的驱动，但长期来看，焦煤供需宽松的格局已经形成，受到刚需减弱和利润挤压的双重压力，焦煤价格长期内难言乐观，总体呈现近强远弱的态势。
- 对焦炭而言，春节后随着钢厂的逐渐复产，叠加山东或有的焦化去产能，焦炭或存在阶段性去库窗口，在终端需求仍有一定韧性的大背景下，焦炭价格也存在一定支撑。但下半年随着终端需求的逐步走弱，行业库存或再度累积，在焦煤成本支撑下移的情况下，焦炭也将重回弱势，更多的跟随钢价上下波动。我们判断明年的焦炭价格重心或较今年下降 200 元/吨，即围绕 1800 元/吨上下呈宽幅震荡走势，上半年或强于下半年。

一、行情回顾：波幅收窄中枢下移，焦煤跟随焦炭波动

年初至今，双焦主力合约均呈现了宽幅震荡的走势。焦炭主力合约在[1699, 2321]的价格区间内波动，平均价格 2001 元/吨（较去年下跌 146 元/吨），波幅 622 元/吨（较去年收窄 336 元/吨）。

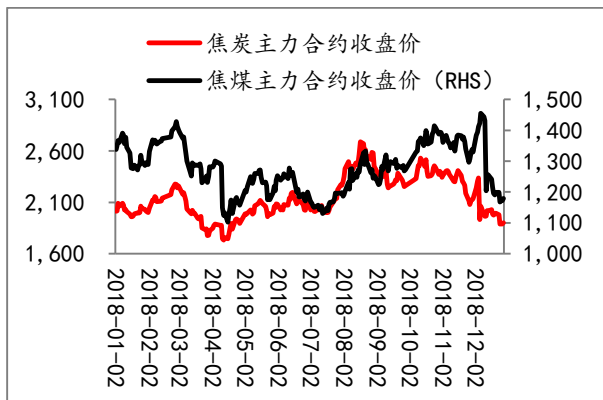
焦煤主力合约在[1145, 1437]的价格区间内波动，平均价格 1305 元/吨（较去年小幅上涨 29 元/吨），波幅 292 元/吨（较去年收窄 62 元/吨）。

图 1. 2019 年双焦价格走势



数据来源：wind，东海期货

图 2. 2018 年双焦价格走势



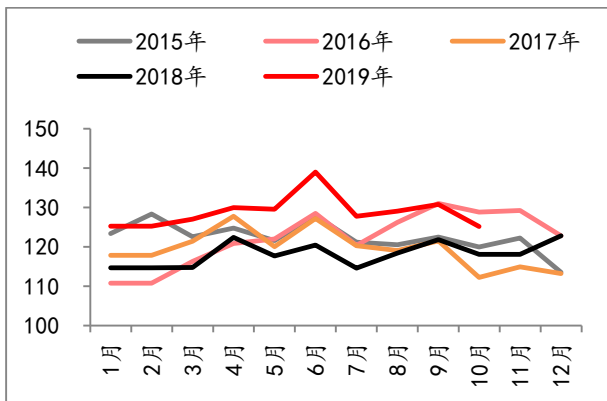
数据来源：wind，东海期货

盘面焦化利润在[-100, 300]之间波动，年平均利润 116 元/吨，较去年 300 元/吨的年均利润显著收缩。

二、焦炭供应：去产能残灯未尽，关注阶段性供需错配

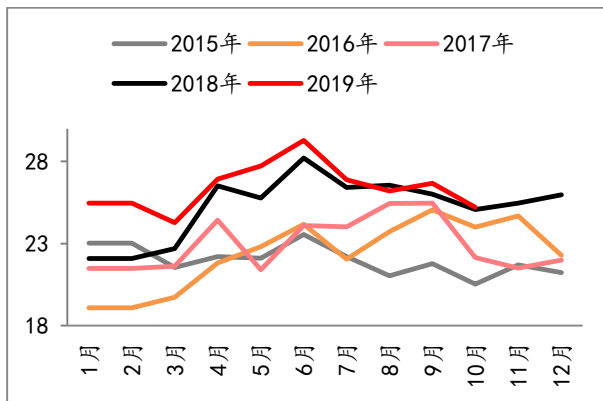
截止到 10 月，我国焦炭累计产量 39280 万吨，较去年同期同比增加 3328 万吨（9.3%）。从几大主产地来看，山西省同比增加 435 万吨，山东省焦炭产量同比增加 1041 万吨，陕西同比增加 716 万吨，江苏省同比增加 119 万吨。

图 3. 全国焦炭日均产量跨年对比



数据来源：wind，东海期货

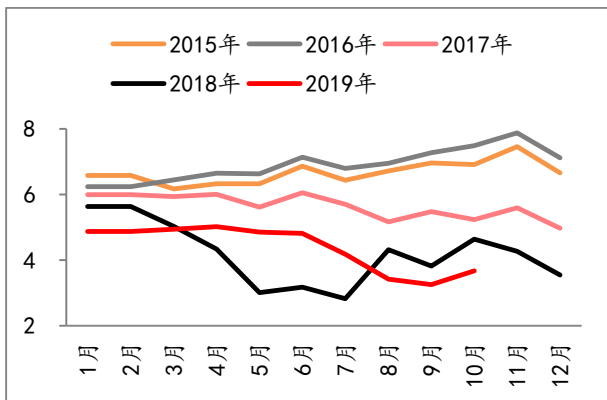
图 4. 山西焦炭日均产量跨年对比



数据来源：wind，东海期货

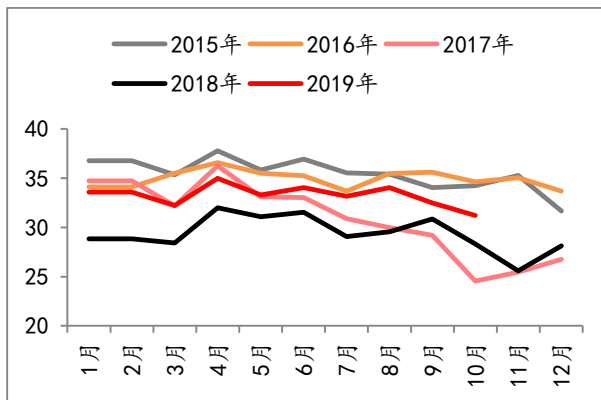
其余一些非主流的产地，例如新疆、内蒙古、黑龙江等省份，由于承接了传统产焦大省的产能转入以及靠近进口焦煤资源的地理优势，今年焦炭产量也有较为明显的增加。三省今年焦炭产量同比累计增加 338.4 万吨（26.7%）、329.2（12.1%）、186.7（26.2%）。

图 5. 江苏焦炭日均产量跨年对比



数据来源: wind, 东海期货

图 6. 京津冀+河南+山东焦炭日均产量跨年对比



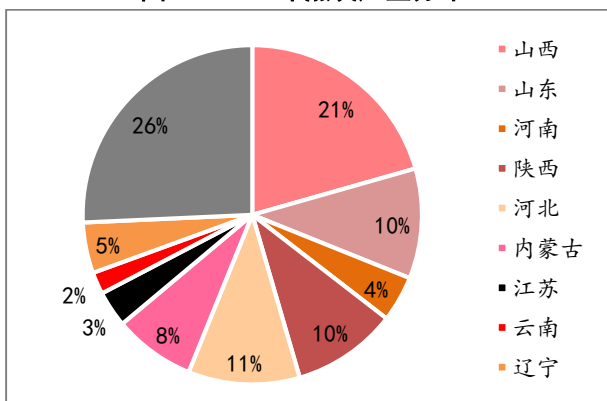
数据来源: wind, 东海期货

由于各个省份焦化去产能政策口径各不相同, 下面我们分省份来对明年焦化产能的变动做一个大致的拆分。

(1) 山西省

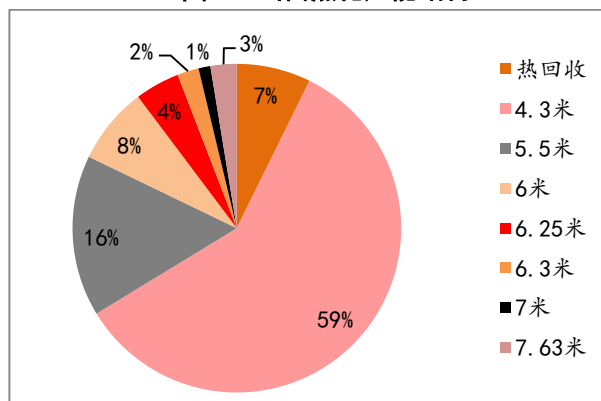
山西省作为我国第一产焦大省, 近年来的焦化产量占全国焦化产量比重均在 20%左右。而且从焦化产能的类型来看, 60%左右的产能均为 4.3 米以下焦炉的落后产能, 显示出了巨大的产能淘汰潜力, 市场也对山西焦化产能淘汰的力度抱有不小的期待。

图 7. 2020 年焦炭产量分布



数据来源: wind, 东海期货

图 8. 山西焦化产能结构



数据来源: Mysteel, 东海期货

从山西近 3 年的焦化产能管控的政策表述上也能看出, 山西焦化产能淘汰以 4.3 米焦炉产能的去化为主线, 并借此提高省内 5.5 米以上焦炉的产能占比。所以政府的表述中不止一次的提到了“5.5 米以上大型焦化项目产能占比达到 50%以上。”而我们从最近文件的表述上看, 山西省把“大型机焦产能达到 60%以上”的时间节点从 2021 年延后到了 2022 年, 我们认为山西淘汰 4.3 米焦炉的计划进度正在被逐渐推后。

另一方面, 今年 8 月份发布的《关于印发山西省焦化产业高质量绿色发展三年行动计划的通知》中要求将全省焦化总产能压减至 14768 万吨以内, 并将产能去化的目标分解到了各个地级市(总计 4027 万吨)。

值得注意的是, 生态环境部在 5 月份发文指责山西产能去化越改越多时曾指出:“山西省经济和信息化部门 2009 年核定全省焦化产能为 18794 万吨, 截至 2018 年 9 月实际建成产能 14768 万吨。”山西要求淘汰的 4027 万吨产能, 加上 14768 万吨的目标产能, 正好等于 18795 万吨的核定产能。所以我们认为山西此次的去产能涉及的基本均为已经淘汰的僵尸产能, 对在产能和实际产量的影响微乎其微。

新增产能方面, 根据 Mysteel 的数据, 山西省目前有 800 多万吨的待投产产能, 投产时间基本在今年年底, 这部分产能将在明年贡献新增产量。

总的来说, 我们认为山西省在去化僵尸产能为主, 且新增产能年底投产的政策导向下, 明年去产能的力度大概率依旧偏弱, 且有 800 万吨左右的新增产能潜力。

表格 1. 山西省焦化产能管控文件梳理

时间	文件	主要内容
2017. 10	《山西省焦化行业中央环境保护督察问题整改工作方案》	力争到 2020 年底前，炭化室高度 5.5 米以上大型焦化项目产能占比达到 50%以上。
2017. 11	《山西省焦化产业布局意见》	用 5-10 年时间，打造 6 个五百万吨级和 6 个千万吨级重点焦化产业园区，焦化产业通过产能置换、联合重组等方式，进一步控制焦炭总产能，现有产能进一步向重点园区和优势企业集中，形成以重点园区为载体、优势企业为龙头的产业格局。
2018. 09	《山西省焦化产业打好污染防治攻坚战推动转型升级实施方案》	力争全省焦炭年总产量较上年度只减不增；炭化室高度 5.5 米以上焦炉产能占比达到 50%以上；利用环保、能耗标准倒逼和市场化手段，合理平衡淘汰焦炉产能与新建焦化项目产能，确保建成焦炉产能总体稳中有降。
2019. 04	《关于印发山西省焦化产业高质量绿色发展三年行动计划的通知》	2019 年，力争新增建成大机焦产能 1000 万吨，建成大机焦占比达到 40%；2020 年，力争再新增建成大机焦产能 700 万吨，建成大机焦产能占比达到 50%；2021 年，力争建成大机焦产能占比达到 60%。
2019. 08	《山西焦化行业压减过剩产能行动方案》	全省焦化总产能压减至 14768 万吨以内，并在此基础上保持建成产能只减不增。实施焦化行业三年升级改造行动，全面推进焦化产业园区化、链条化、绿色化、高端化发展，实现焦化行业技术装备水平质的提升，到 2022 年，先进产能占比达到 60%以上。

数据来源：政府文件，东海期货

(2) 山东省

今年山东焦炭产量约占全国焦炭产量的 10%左右，但却贡献了 31%的焦炭产量增量。与山西省不同，山东省今年的焦化去产能力度远超市场预期。

今年 7 月底，山东省发布的关于对《山东省煤炭消费压减工作总体方案（2019-2020 年）》征求意见的函中要求全省 24 家重点企业 2019 年压减焦化产能 1031 万吨，2020 年压减 655 万吨，累计压减 1686 万吨。

从政策明细中焦化企业焦炉类型来看，淘汰的均为在产的 4.3 米焦炉，2019 年淘汰的在产产能占山东焦化总在产产能的 18%。但目前来说，原定的今年年底 1031 万吨的焦化产能淘汰进度严重滞后于文件要求，只有潍坊和临沂 300 万吨左右的焦化产能关停。

关于山东淘汰 1686 万吨焦化产能的时间节点是否延后的问题目前暂无定论，但若山东严格执行产能淘汰的政策任务，在钢材需求中期内仍有一定韧性的假设下，那么在明年 1 季度末或 2 季度初焦炭可能将出现一定的供需缺口。

表格 2. 山东 2019 年焦化淘汰产能现状

地区	焦企	状态	压减焦炭产能 (万吨)	焦炉产能 (万吨)	炭化室高度	焦炉类型
济南	山东钢铁有限公司莱芜分公司	在产	62	62	4.3 米	机焦
	山东富伦钢铁有限公司	在产	119	119	4.3 米	机焦
	淄博鑫港燃气有限公司	在产	95	95	4.3 米	机焦
济宁	山东同泰能化有限公司	在产	60	60	4.3 米	机焦
	山东济宁盛发焦化有限公司	在产	60	60	4.3 米	机焦
德州	金能科技股份有限公司	在产	80	80	4.3 米	机焦
聊城	东阿东昌焦化有限公司	在产	60	60	4.3 米	机焦
滨州	山东铁雄冶金科技有限公司	在产	155	155	4.3 米	机焦
	邹平福明焦化有限公司	在产	50	120	5.5 米	机焦
	山东邹平金光焦化有限公司	在产	60	60	4.3 米	热回收焦
	山东广福集团有限公司	在产	60	60	4.3 米	机焦
	山东博兴胜利科技有限公司	在产	80	80	4.3 米	机焦
	山东巨铭能源有限公司	在产	90	90	4.3 米	机焦
合计			1031			

数据来源：政府文件，东海期货

(3) 河北省

从河北省焦化去产能的政策导向上看，河北去产能主要以“以钢定焦”和淘汰 4.3 米及以下焦炉为主线推进。

根据今年 5 月份河北省提出的“到 2020 年底全省所有 4.3 米的焦炉全部关停。但允许全省 4.3 米的焦炉进行升级改造”的要求，我们预计明年这部分的产能减量在 800 万吨左右。

另外，今年 11 月河北省环境厅要求唐山市对 11 家未取得排污许可证的焦化企业责令停业、关闭。此 11 家焦化企业共涉及在产产能 1435 万吨，占比河北焦化产能 16%，唐山当地焦化产能 42%。

我们认为本次因排污许可证不到位而关停的焦化产能占唐山市焦化总产能比重较大，一刀切关停将对唐山的焦炭供给产能较大影响，我们认为一次性全部关停的可能性比较有限。

表格 3. 河北省焦化去产能文件

2018. 09	生态环境部	《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	河北、山西省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；
2018. 09	生态环境部	《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气	河北、山东、河南省要按照 2020 年底前炼焦产能与钢铁产能比不高于 0.4 的目标，

		污染综合治理攻坚行动方案》	加大独立焦化企业淘汰力度。
2019.05	河北省	《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》	到 2020 年底全省所有 4.3 米的焦炉全部关停。但允许全省 4.3 米的焦炉进行升级改造，严格按照 1.25:1 的比例进行减量置换，用减量的 0.25 部分计入压减产能
2019.11	河北省生态环境厅	《关于对唐山市汇丰炼焦制气有限公司等 11 家无证排污焦化企业依法停业、关闭及处置的函》	对 11 家未取得排污许可证的焦化企业责令停业、关闭。对已关停和正在关停焦炉设施的企业，确保关停到位，并强化后续监管，不得恢复生产。

数据来源：政府文件，东海期货

(4) 江苏省

江苏省《关于加快全省化工钢铁煤炭行业转型升级高质量发展的实施意见》中要求 2020 年底前，除沿海地区外钢焦联合企业实现全部外购焦(5000m³ 以上的特大型高炉炼钢企业可保留与之配套的 2 台 7 米以上焦炉)。徐州市要在 2020 年底前对现有 11 家炼焦企业实施关停、搬迁、改造、提升，整合成 2-3 家综合性焦化企业，压减 50% 的炼焦产能。我们预计到 2020 年底的政策节点前，江苏还需淘汰 500 万吨左右的焦化产能。

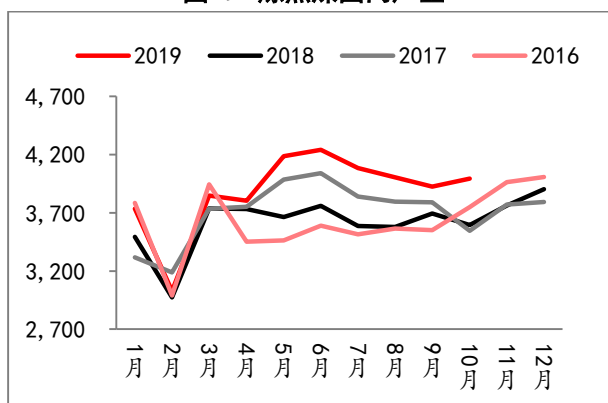
综上所述，按目前各主产地的去产能政策要求计算，叠加明年内蒙、新疆、吉林等地尚有 800-1000 万吨的新建产能投产，我们预计明年焦化产能较今年大约小幅减少 800 万吨左右，但产量的释放潜力还取决于焦化厂的利润情况及政策执行的力度。

去产能的关键变量在于山东 1300 多万吨焦化产能淘汰的力度及节奏，若山东严格执行产能淘汰的政策任务，在钢材需求中期内仍有一定韧性的假设下，那么在明年 1 季度末或 2 季度初焦炭可能出现一定的供需缺口。

三、焦煤：进口冲击依然显著，供需整体宽松

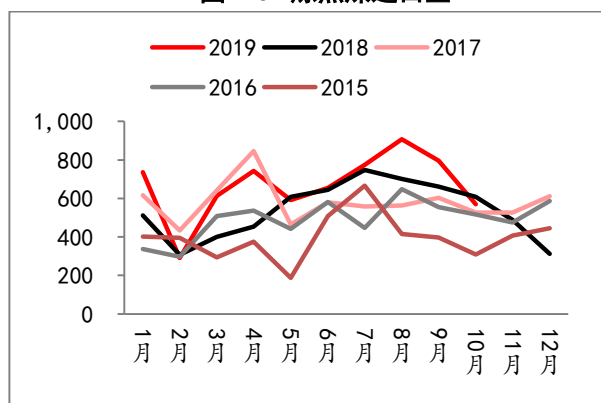
今年前 10 月，我国炼焦煤产量 3.89 亿吨，较去年同比增加 0.3 亿吨(8.5%)。进口炼焦煤 6678 万吨，较去年累计增加 1036 万吨(18.4%)。占总供给 14% 的进口炼焦煤却贡献了供给增量的 1/4。

图 9. 炼焦煤国内产量



数据来源：wind，东海期货

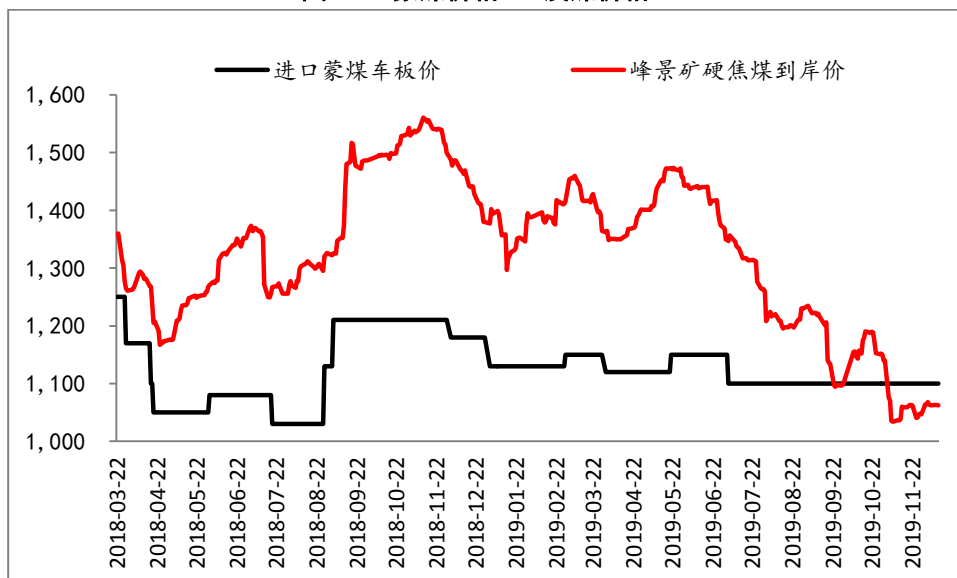
图 10. 炼焦煤进口量



数据来源：wind，东海期货

年初至今，澳洲一线主焦的到岸价从 1 月底的 208 美元/吨跌至 12 月中旬的 151 美元/吨，跌幅达 38%。并且各项指标都更优秀的澳洲主焦煤已经同蒙煤倒挂。进口煤突出的性价比大幅刺激了国内对澳煤的进口。

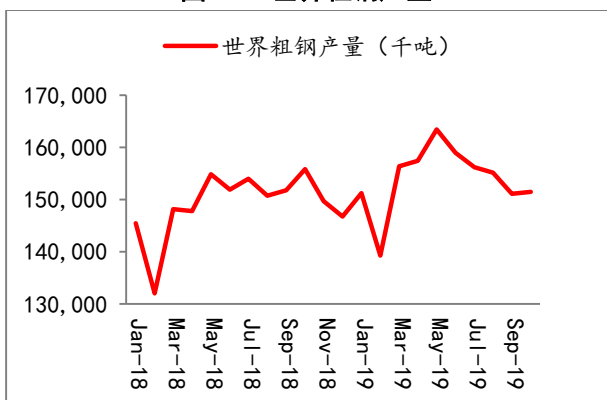
图 11. 蒙煤价格 VS 澳煤价格



数据来源: wind, 东海期货

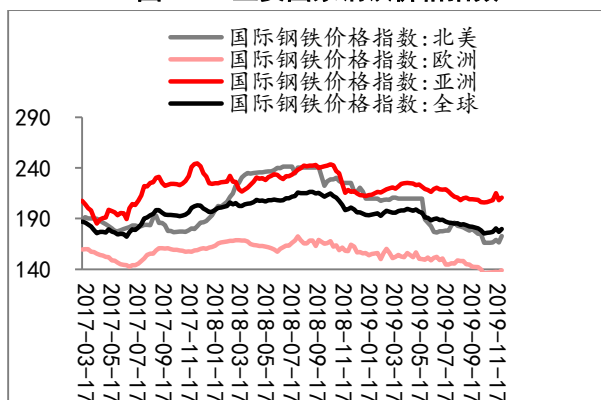
关于澳煤持续下跌的原因我们认为与世界范围内钢铁产业的量价齐跌有直接关系,世界粗钢产量从5月的1.63亿吨下降到了7月的1.51亿吨,降幅7.4%。而各主要国家的钢铁价格指数也在缓慢回落,中国仍是价格高地。世界范围内炼钢原料需求的弱化对澳煤价格形成了很大压力,使得进口澳煤的成本优势凸显。

图 12. 世界粗钢产量



数据来源: wind, 东海期货

图 13. 主要国家钢铁价格指数



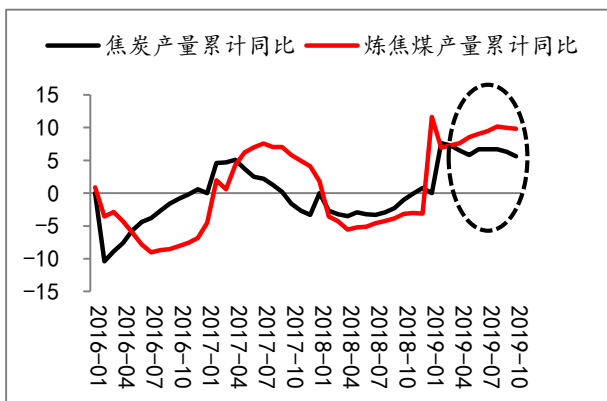
数据来源: wind, 东海期货

对明年的进口煤价格,我们认为在全球粗钢产量放缓的大背景下,国际焦煤缺乏需求端的支撑,相应的焦煤价格也难有明显的起色。随着明年进口煤通关额度的恢复,在进口煤政策不明显加严的假设下,我们认为炼焦煤进口量将持续维持高位,从进口这一角度加剧国内炼焦煤供需宽松的格局。

从焦煤的需求端看,今年前10个月焦炭产量累计同比增速5.6%,而炼焦煤内产+进口的累计增速达到9.8%。焦炭和炼焦煤产量增速的剪刀差不断扩大,焦煤供需格局逐渐转向宽松,从今年焦煤各环节的库存变动上也能窥见端倪。

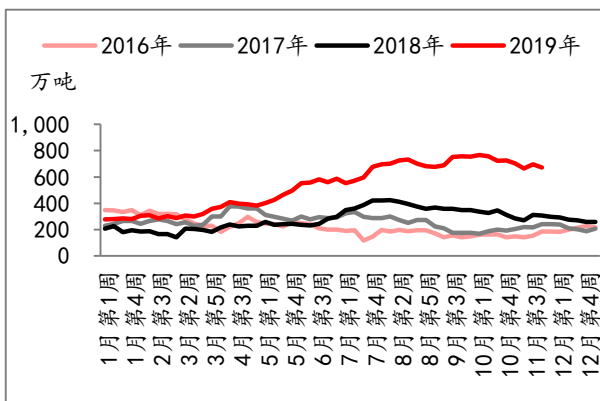
下游焦化厂和钢厂焦煤库存基本全年维持高位,且在一个月出现了反季节性的去库走势。截止到12月中旬,焦化厂焦煤库存837万吨,较去年同期偏低46万吨(5%);钢厂焦煤库存876.2万吨,低于去年同期24万吨(3%)。反观上游环节的煤矿和港口的焦煤库存却出现了被动累库的情况,其中港口焦煤库存673万吨,较去年同期高出一倍以上。焦煤库存从下游向上游的转移也是供需宽松环境下,焦煤价格走弱的必经之路。

图 14. 焦炭产量增速 VS 炼焦煤产量增速



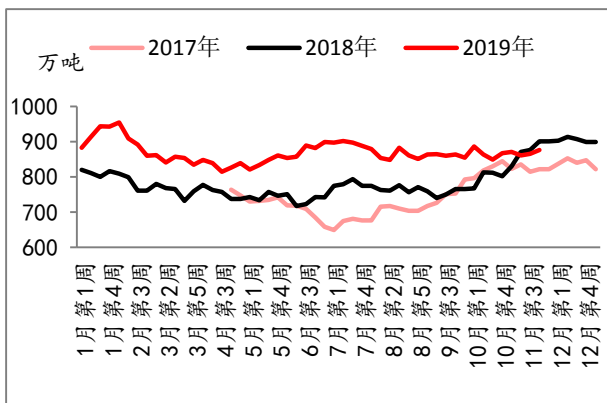
数据来源: wind, 东海期货

图 15. 炼焦煤港口库存



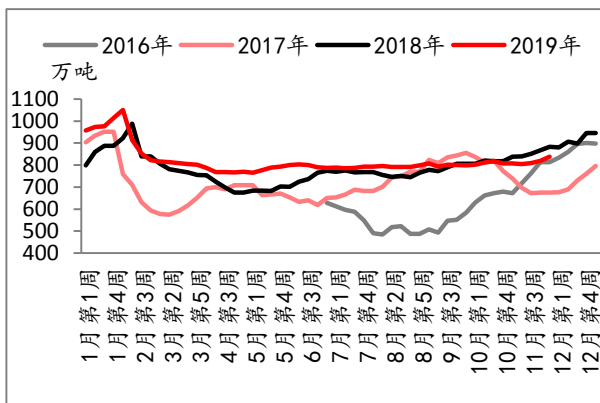
数据来源: wind, 东海期货

图 16. 样本钢厂炼焦煤库存



数据来源: wind, 东海期货

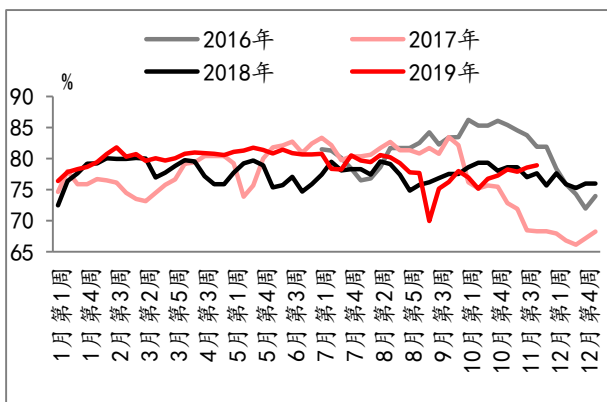
图 17. 样本焦化厂炼焦煤库存



数据来源: wind, 东海期货

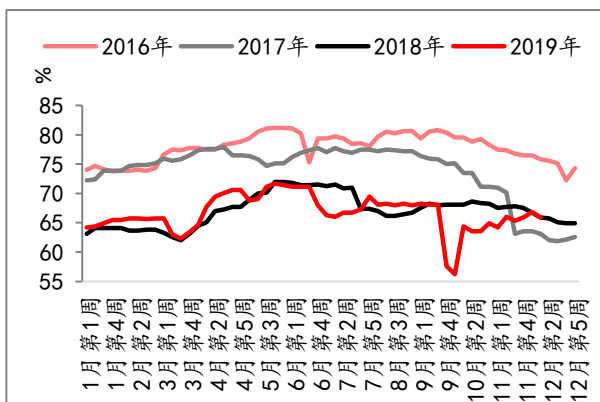
另一方面,在黑色系整体利润中枢缓慢下移的过程中,随着下游部分陷入亏损而减产,焦煤价格或将受到刚需减弱和利润挤压的双重压力。叠加海外低价焦煤的冲击,及上游高库存的压制,我们认为在整体下行周期内,国内煤矿的议价能力将被逐步削弱,焦煤价格缺乏自身走强的动力,更多的是跟随行业整体利润和焦炭价格走势。

图 18. 焦化厂开工率



数据来源: wind, 东海期货

图 19. 钢厂开工率



数据来源: wind, 东海期货

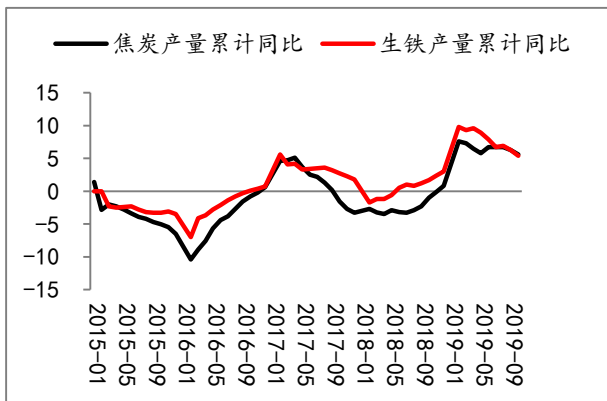
从具体节奏来看,短中期内(1-2个月)对应着下游钢焦的季节性补库,叠加终端需求仍有一定韧性,焦煤上游库存有向下游转移的动力,焦煤价格在此过程中也存在企稳反弹的驱动,但长期来看,焦煤供需宽松的格局已经形成,受到刚需减弱和利润挤压的双重压力,焦煤价格长期内难言乐观,呈

现近强远弱的态势。

四、焦炭需求：凛冬将至，产业链利润中枢缓慢下移

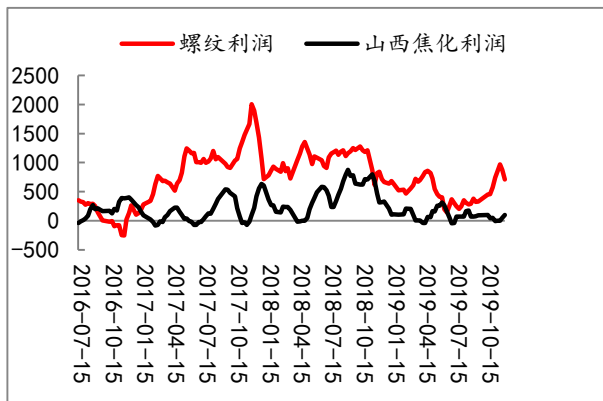
从今年生铁和焦炭的产量增速来看，1-10月生铁产量累计增速5.4%，焦炭产量累计增速5.6%，总体来看，焦炭基本供需平衡，略微宽松。而从今年钢焦环保限产的力度而言，由于70大庆的原因，各省环保力度呈现从北京向外逐步宽松的格局，所以从开工率上看，高炉的开工率明显弱于焦化。

图 20. 生铁产量增速 VS 焦炭产量增速



数据来源：wind，东海期货

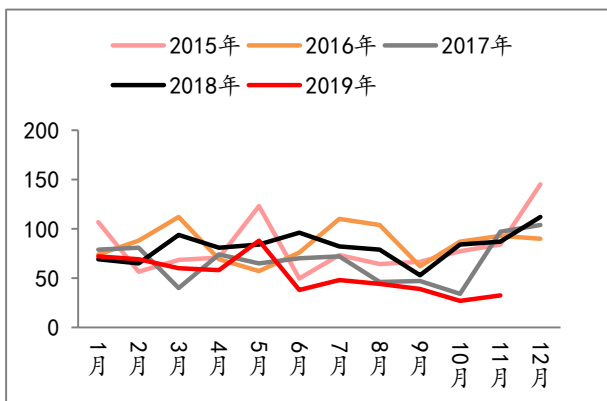
图 21. 螺纹利润 VS 焦炭利润



数据来源：wind，东海期货

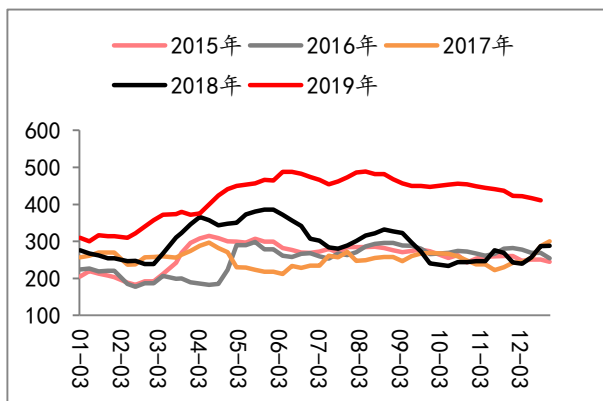
从出口量上看，由于国内焦炭价格较国际焦炭价格偏高，出口无竞争力，叠加今年全球粗钢产量的放缓，今年前11个月焦炭出口量32.3万吨，较去年同比下降63%。焦炭出口量腰斩是导致港口焦炭库存居高不下的主要原因，12月中旬焦炭港口库存较去年同比高出43%。

图 22. 焦炭出口跨年对比



数据来源：wind，东海期货

图 23. 焦炭港口库存

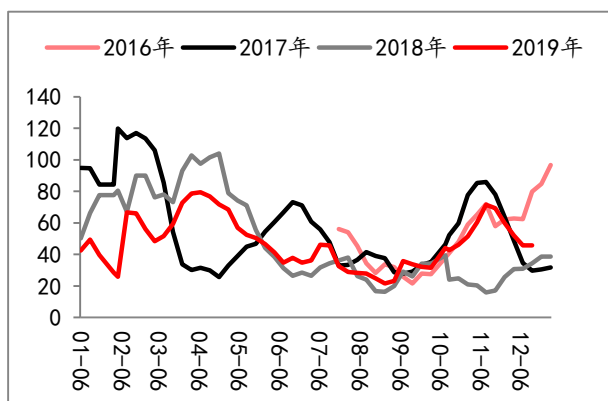


数据来源：wind，东海期货

另一方面，焦化厂和钢厂的焦炭库存也较往年处于相对高位。截止到12月中旬焦化厂焦炭库存45.8万吨，较去年同期高出11万吨（31%），钢厂焦炭库存较去年同期高出42万吨（10%）。焦炭社会库存的居高不下是压制今年焦炭绝对价格及波动幅度的重要原因。

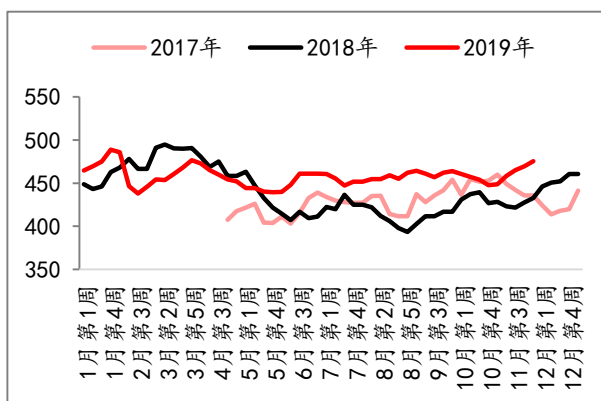
对明年而言，春节后随着钢厂的逐渐复产，叠加山东或有的焦化去产能，焦炭或存在阶段性去库窗口，在终端需求仍有一定韧性的大背景下，焦炭价格也存在一定支撑。但下半年随着终端需求的逐步走弱，行业库存或再度累积，在焦煤成本支撑下移的情况下，焦炭也将重回弱势，更多的跟随钢价上下波动。我们判断明年的焦炭价格重心或较今年下降200元/吨，即围绕1800元/吨上下呈宽幅震荡走势，上半年或强于下半年。

图 24. 样本焦化厂焦炭库存



数据来源: wind, 东海期货

图 25. 样本钢厂焦炭库存



数据来源: wind, 东海期货

五、总结及展望

对焦煤而言,短中期内(1-2个月)对应着下游钢焦的季节性补库,叠加终端需求仍有一定韧性,焦煤上游库存有向下游转移的动力,焦煤价格在此过程中也存在企稳反弹的驱动,但长期来看,焦煤供需宽松的格局已经形成,受到刚需减弱和利润挤压的双重压力,焦煤价格长期内难言乐观,呈现近强远弱的态势。

对焦炭而言,春节后随着钢厂的逐渐复产,叠加山东或有的焦化去产能,焦炭或存在阶段性去库窗口,在终端需求仍有一定韧性的大背景下,焦炭价格也存在一定支撑。但下半年随着终端需求的逐步走弱,行业库存或再度累积,在焦煤成本支撑下移的情况下,焦炭也将重回弱势,更多的跟随钢价上下波动。我们判断明年的焦炭价格重心或较今年下降 200 元/吨,即围绕 1800 元/吨上下呈宽幅震荡走势,上半年或强于下半年。

风险因素: 炼焦煤进口管控超预期;焦化去产能力度超预期;终端需求韧性超预期

免责声明:

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断,提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用,在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议,我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

联系方式:

公司地址: 上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码: 200125

公司网址: www.qh168.com.cn