

## 现货短期强势延续，关注山东限产完成度

东海期货 | 东海策略 2020-05-31

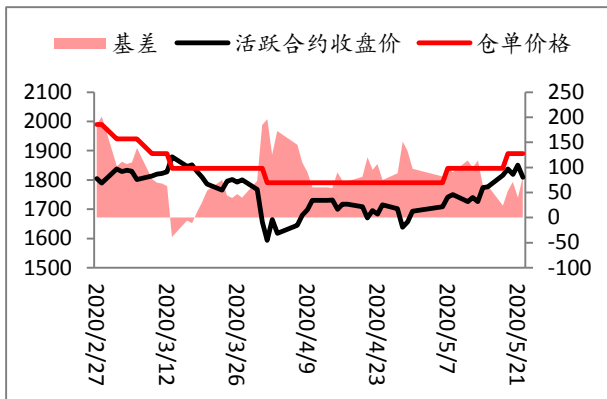
### 投资要点

- ❑ 9月之前新投放产能潜力预计在900万吨左右，综合考虑山东和徐州两地去产能影响，投产的产能无法完全覆盖产能的去化。
- ❑ 当焦化利润处在0轴以上时，焦企开工率受利润的影响明显钝化，利润的进一步回升对产量增加的刺激效用边际递减，在目前山西地区吨焦利润200元以上的环境下，华北地区的焦化开工率已经进入了增长平台区。
- ❑ 两会结束后，山西焦企的限产的恢复预计能带来1.2万吨/天的焦炭增量，弥补山东以煤定减量的40%。其余地区在焦化产能在目前的高利润下继续上行的空间预计较为有限。
- ❑ 历次钢焦利润背离几乎都对应对应了钢焦两端库存比上升+港库存上升+总库存去化的库存变动路径。
- ❑ 在铁水产量屡创新高，焦化供给端依然受到扰动的当下，港口的贸易商或存在囤货待涨的投机采购需求。叠加钢焦两端库存仍处去库通道，总库存去化速度快于去年同期的情况，忌惮与钢厂后期的补库需求，焦炭现货价格的强势短期内仍将持续，钢焦的利润背离也尚未结束。
- ❑ 若铁水产量以上周为基准保持不变，目前也仍然存在9万吨/天的供需缺口，若后期山东去产能逐步推进，供需缺口仍将进一步扩大，短期内焦炭供不应求，现货强势的局面难以有效改观。
- ❑ **综上所述**，从焦化刚性产能投放和区域间开工率调整互补的角度看，山东焦化减产若严格执行所带来的供需缺口均无法得到弥补，焦炭现货价格短期内仍处于上行通道。但废钢转弱后相对于铁水的性价比凸显，叠加需求淡季高炉增产或将进入平台期，需求端难有突破的情况下盘面在冲高后也存在畏高情绪，预计6月焦炭或将呈现先涨后跌，宽幅震荡的走势。
- ❑ **操作策略**：若山东焦化去产能严格执行，可以轻仓做多焦炭9-1价差。若山东去产能执行力度偏松，届时可以逢高做空螺焦比。
- ❑ **风险因素**：山东去产能执行偏松(大幅下行风险)，终端需求强度超预期(大幅上行风险)

## 一、近期煤焦走势复盘

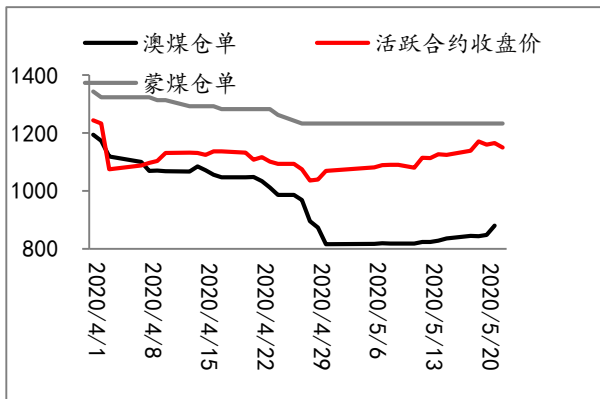
焦炭在成材供需两旺的大环境下，在绝对价格跌至低位后，伴随着铁水产量的不断抬升以及供给端的限产扰动，焦炭供需明显收紧，现货4月底以来已提涨两轮（100元/吨），J09合约也由4月底低点回升200多元/吨。

图 1. 焦炭期现价格及基差走势



数据来源：wind，东海期货

图 2. 焦煤期现价格及基差走势



数据来源：wind，东海期货

焦煤在内产矿两会前减量生产，叠加焦炭补库力度边际加强的情况下跟随焦炭的上行同步走高，目前JM09合约已较4月第1周上涨160多元/吨。考虑到目前澳煤通关明显收紧的情况，后期焦煤的定价标的或转向蒙煤，目前仓单1230元/吨左右。

## 二、基本面逻辑梳理

### 1. 山东限产成为市场焦点，其余地区9月前供给增量难以弥补

5月22日，山东省发布《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定焦”工作的通知》，文件要求2020年山东焦炭年产量控制在3200万吨以内，对省内不同类型的焦企按照其核定产能的60%~76%进行产量控制。

在短期内在焦炭现货端“供减需增”的大环境下，若山东的焦企限产严格执行，将使得原本偏紧的焦炭供需雪上加霜。山东地区限产执行的严格与否，以及其他地区的焦炭增量能否弥补本次限产带来的供给缺口成为市场关注的焦点。下面本文将从焦炭供给的刚性和弹性两个角度来分析当前焦炭供给边际释放力度。

#### （1）焦化去产能面临多个节点，关注各省政策执行情况

就山东省而言，在去年7月，山东省要求2019年压减焦化产能1031万吨，2020年压减655万吨，两年共压减1686万吨。虽然前期政策执行进度偏慢，但去年年底山东地区焦企淘汰进度显著加快。根据Mysteel的统计，调研截止到5月中旬已经完成1596万吨，基本完成任务。

表格 1. 山东省焦化产量控制政策

地区	时间	文件	具体内容
山东	2019.07	《山东省人民政府办公厅关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》	2019年压减焦化产能1031万吨，2020年压减655万吨，两年共压减1686万吨。
	2020.05	《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》	2020年山东焦炭年产量控制在3200万吨以内，对省内不同类型的焦企按照其核定产能的60%~76%进行产量控制

数据来源：政府官网，东海期货

根据山东“以煤定焦”的政策要求测算，今年前4个月山东焦炭产量1246万吨，预计1-5月山东焦炭产量1540万吨，按此测算6-12月山东剩余1530万吨焦炭产量指标（相当于全省焦企限产40%），日均产量7.15万吨，较前5个月焦炭日均产量环比下降3万吨，占全国焦炭日均产量2.5%。

表格 2. 江苏、河北去产能政策影响测算

地区	时间	文件	具体内容
江苏	2018.09	《江苏省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案》	2018 年底前，沿江地区和环太湖地区独立炼焦企业全部关停，其他地区独立炼焦企业 2020 年前全部退出。 2020 年底前，除沿海地区外钢焦联合企业实现全部外购焦。徐州市要在 2020 年底前，压减 50% 的炼焦产能。
	2019.04	《江苏省公开中央环境保护督察“回头看”及大气污染问题专项督察整改方案》	2020 年 6 月前，伟天化工关停退出，中泰能源、龙山制焦、东兴能源 3 家焦企整合搬迁并入沂州焦化，观茂焦化整合并入天安化工。2020 年 12 月底前，保留沂州焦化、天安化工、建滔能源 3 家焦化企业，全市焦化产能压减 50%。
	2020.03	徐州市《2020 年五大行业整合整治工作方案》	全市 11 家焦化企业，优化整合形成 3 家综合性焦化企业，到 2020 年焦化产能压减 50%。已关停、拆除 3 家，包括强盛、腾达、华裕；过渡生产 5 家， <b>2020 年 6 月底前关停，包括东兴、中泰、伟天、龙山、观茂 5 家焦化</b> ，其中观茂并入天安；整合后剩余 3 家，分别为沂州、天安、建滔。
河北	2019.04	《关于促进焦化行业结构调整高质量发展政策的若干政策措施》	<b>2020 年底前，全省所有 4.3 米焦炉全部关停</b> ；2020 年底前，自然保护区、生态保护红线、饮用水水源保护区内的焦炭产能必须全部退出；2019 年 10 月 1 日前未完成特别排放限值改造，2020 年 10 月 1 日前未完成地方超低排放改造的企业，依法整治后仍不达标企业依法关停。 <b>新增产能必须执行减量置换（1.25:1），且必须达到超低排放标准；鼓励钢厂收购与焦企并购重组。</b>

数据来源：政府官网，东海期货

就江苏来说，今年上半年焦化去产能的焦点在于徐州地区6月底前的产能淘汰任务。目前徐州东兴能源、徐州沂州科技、徐州中泰、徐州伟天、徐州龙山均为在产状态，2020年6月之后将退出680万吨焦化产能，同步新增置换龙兴泰能源260万产能。**6月底之前产能净减少420万吨。**

河北的焦化去产能的主线在于4.3米焦炉的淘汰，根据其去年4月份发布的焦化去产能文件，今年河北4.3米焦炉后续待退出1200万吨，考虑到1.25:1的减量置换办法，**2020年底前剩余240万吨的产能淘汰任务。**

山西地区焦化去产能任务政策繁多，我们根据最新的2020年3月《山西省打赢蓝天保卫战2020年决战计划》中提到的焦化去产能要求做简单测算。文件中提到：“太原、临汾、长治等市按照已批准的压减方案退出炭化室高度4.3米及以下焦炉，晋中、吕梁、运城、忻州、阳泉属于“1+30”区域的县(市、区)力争全部退出炭化室高度4.3米及以下焦炉。2020年采暖季前，全省关停淘汰压减焦化产能2000万吨以上。”

山西地级市已经按照省政府的要求向地方焦化厂下达了焦化去产能的任务目标，目前相对明确

的市区临汾、吕梁、长治、晋中四市 2020 年压减过剩产能任务 1749 万吨，目前在产产能 1188 万吨，其余多为从未投建或早已关停。

表格 3. 山西各市分配去产能任务

市区	2019 年要求压减过剩产能	目前状态	2020 年要求压减过剩产能	目前在产产能
临汾	510	已全部压减	580	300
吕梁	464	已全部压减	368	330
长治	354.4	已全部压减	288	60
晋中	160	已全部压减	513	428
合计	1488.4		1749	1118

数据来源: Mysteel, 东海期货

在新增产能方面，今年的新增产能主要集中在山西和内蒙。根据我们的统计，2020 年焦炭新投产产能预计 3400 万吨左右，结合年初至今的各省的产能淘汰政策更新情况，全年尺度看，2020 年焦化产能同比去年仍是净增加的情况。

表格 4. 2020 年焦化产能变动测算

省份	城市	企业数量	产能投放	产能淘汰
山西	晋中	5	760	-1200 (采暖季之前)
	长治	2	344	
	运城	1	150	
	临汾	5	200	
	太原	4	510	
广东	湛江	1	160	
广西	防城港	1	120	
广东	临沂	1	180	
	泰安	1	90	
内蒙		1	260	
	乌拉特前旗	1	200	
	鄂尔多斯	1	140	
河南	汝州	1	170	
吉林		1	120	
河北				-240 (2020 年底前)
山东				-1000 (日产量折年化产能)
江苏				-420 (6 月底之前)
合计			3404	-2860

产能净增减

544

数据来源: Mysteel, 政府官网, 找焦网, 东海期货

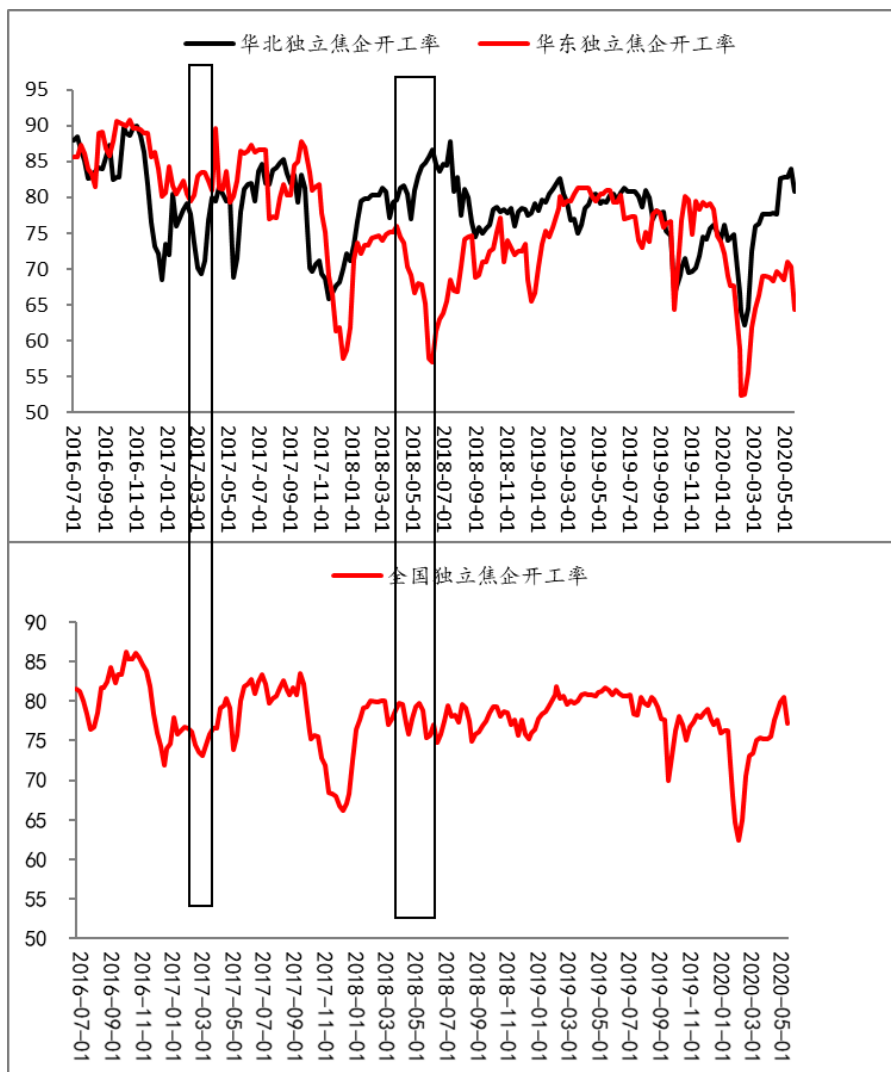
9月之前新投放产能潜力预计在900万吨左右, 综合考虑山东和徐州两地去产能影响, 投产的产能无法完全覆盖产能的去化。

## (2) 焦化开工率弹性探究

上文从焦化产能投放刚性的角度分析了9月前焦化产能的增减情况, 接下来我们将从不同地区间焦化企业开工弹性的角度来分析在目前焦企的高利润下, 其余地区能否调高焦企开工率来弥补山东地区的供给缺口。

从华东和华北这两大主产区以及全国范围内的焦化开工率变动走势可以看出, 在没有政策扰动的情况下, 两个区域的焦化开工率走势基本保持一致。但在区域性限产政策影响某地焦企生产时, 其余地区均能调高焦化开工率从而弥补限产带来的供给减量。

图 3. 焦化主产区间开工率互补



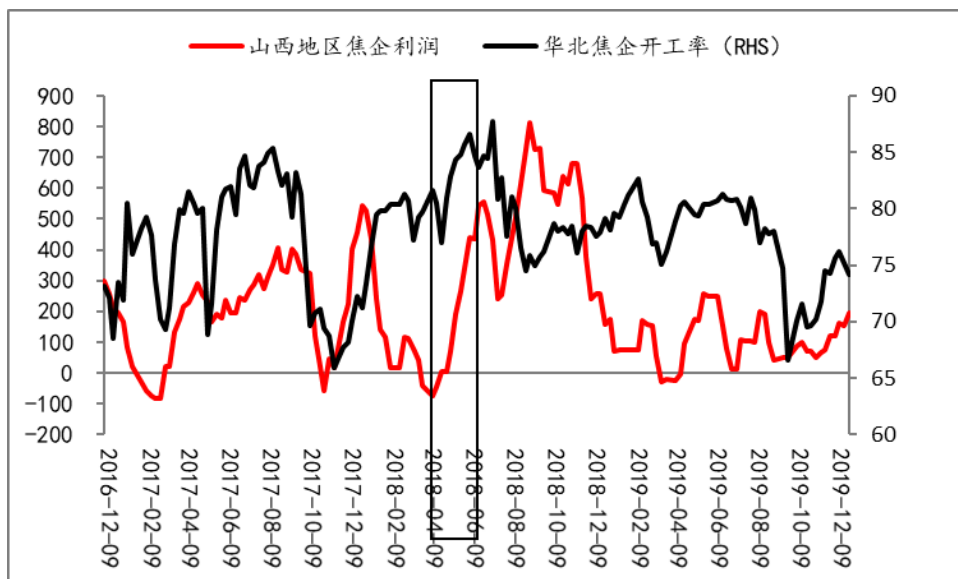
数据来源: wind, 东海期货

较为明显的比如: 2017. 2. 17-3. 10: 华北焦化开工率由 77%降至 69% (8%), 华东由 79%升至 84% (5%), 全国由 76%降至 73% (3%); 2018. 04. 06-06. 08: 华东焦化开工率由 74%降至 57% (17%); 华北由 81%升至 87% (6%), 全国由 79%降至 75% (4%), 焦炭日产量由 122 万吨降至 118 万吨 (3%)。



与本轮山东限产较为类似的是 2018 年 4 到 6 月的徐州焦化去产能，该段时间徐州以供端缩减的方式将利润让渡给了其余地区的焦企，在促使焦化利润由负转正的同时，也刺激了其开工率的上行。

图 4. 2018 年徐州停产让渡利润空间

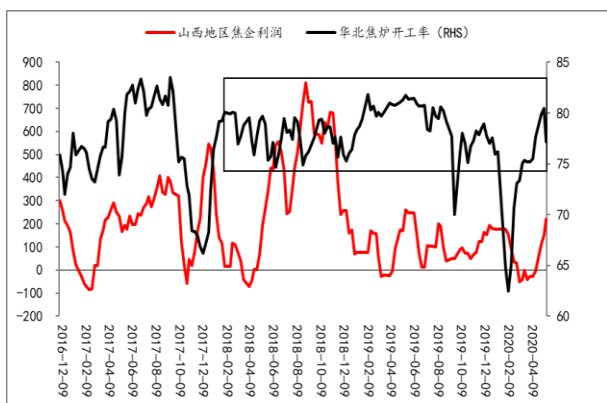


数据来源: wind, 东海期货

与此同时，我们也可以看到，从 2018 年开始，当焦化利润处在 0 轴以上时，焦企开工率受利润的影响明显钝化，开工率并非随着利润的增厚而上行，两者不存在线性关系。利润的进一步回升对产量增加的刺激效用边际递减。

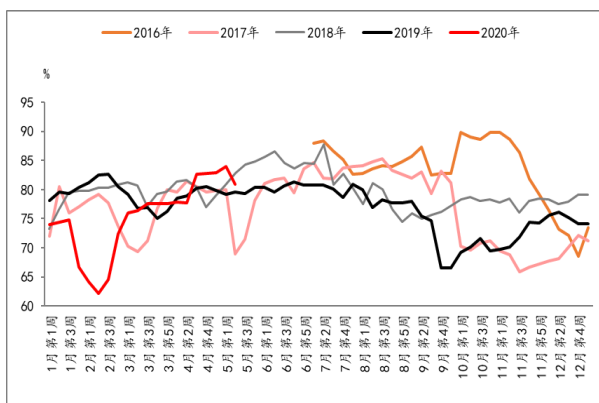
所以，不同于 18 年利润由负转正带来的华北地区开工率上行，在目前山西地区吨焦利润 200 元以上的环境下，华北地区的焦化开工率已经进入了增长平台区。

图 5. 焦化开工率进入平台区



数据来源: wind, 东海期货

图 6. 山西限产放松后华北产量存在回升空间



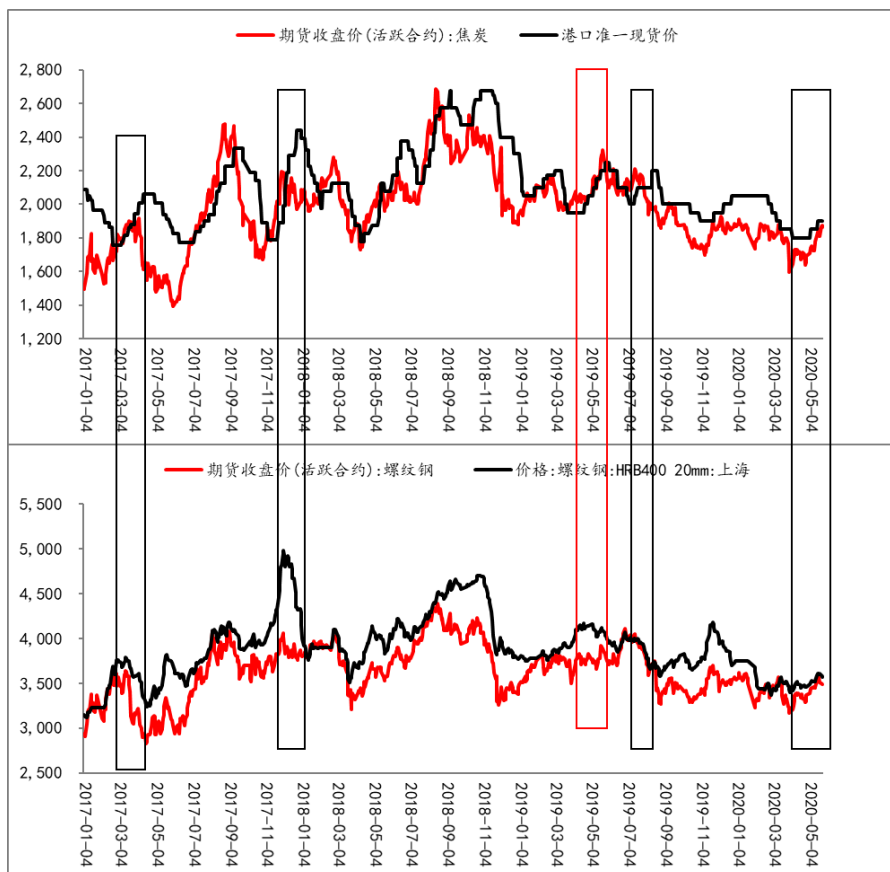
数据来源: wind, 东海期货

比较确定的开工率回升动力在于山西的吕梁和运城，两地目前焦企限产 30%-40%，山西其他地区环保限产相对宽松，开工率也处于 3 年来高位。两地焦企开工率由于两会的原因下降 2%-10% 不等。两会结束后，两地的限产的恢复预计能带来 1.2 万吨/天的焦炭增量，弥补山东以煤定减量的 40%。其余地区在焦化产能在目前的高利润下继续上行的空间预计较为有限。

## 2. 钢焦利润背离，后期修复路径探究

除了山东地区限产的影响外，另一个市场较为关注的点在于目前严重背离的钢焦利润是否会制约焦炭的价格涨势。下面我们将通过历史上历次的钢焦利润背离情况下，焦炭价格的走势复盘来探究在当前基本面环境下，后期钢焦利润的修复路径。

图 7. 钢焦利润背离历史行情复盘



数据来源：wind，东海期货

通过复盘我们发现，历次钢焦利润背离都对对应着一轮完整的焦炭现货涨价周期，涨价幅度在 100-550 元/吨之间，焦炭现货的转弱对应着背离的结束。由于焦炭盘面大部分时间领先现货的特性，利润背离周期内焦炭盘面价格涨跌不一，但方向上基本均跟随螺纹盘面走势。而从后期的修复路径上看，都以钢焦利润的反向劈叉作为修复方式。

表格 5. 钢焦利润背离情况及修复路径

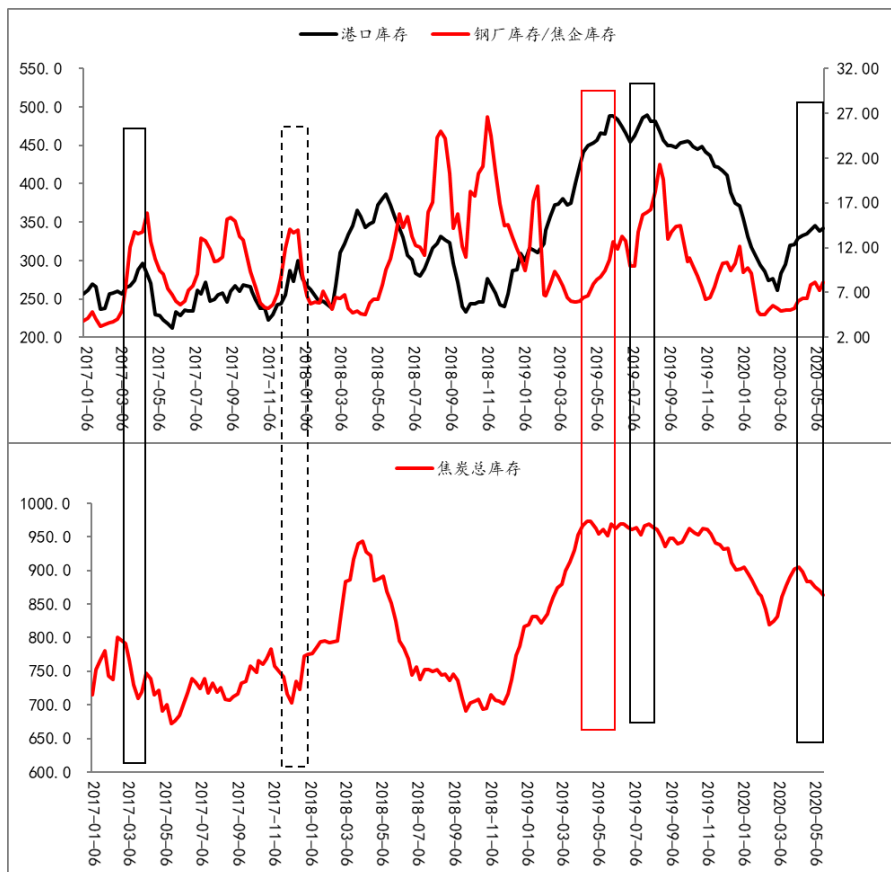
	钢焦利润		差额	修复路径
2017. 03. 03-2017. 04. 21	703	96	607	焦利润反向劈叉，利润差走扩
2017. 12. 01-2018. 01. 12	1640	36	1604	焦利润反向劈叉，利润差走扩
<b>2019. 04. 19-2019. 06. 14</b>	<b>817</b>	<b>26</b>	<b>791</b>	<b>焦利润反向劈叉，利润差走扩</b>
2019. 07. 12-2019. 08. 16	286	4.5	281.5	焦利润反向劈叉，利润差走扩
2019. 11. 22-2020. 02. 14	831	9.7	821.3	焦利润反向劈叉，利润差走扩
2020. 04. 17-2020. 05. 22	383	29	354	焦利润反向劈叉，利润差走扩

数据来源：wind，东海期货

历次钢焦利润背离几乎都对对应了钢焦两端库存比上升+港库存上升+总库存去化的库存变动路径，钢焦库存比阶段性升高结束+港口补库告一段落往往对应了利润背离走势的终结

综合库存变动路径以及期现结构，本轮的钢焦利润背离与 2019 年 4 月中到 6 月中的情况最为类似。

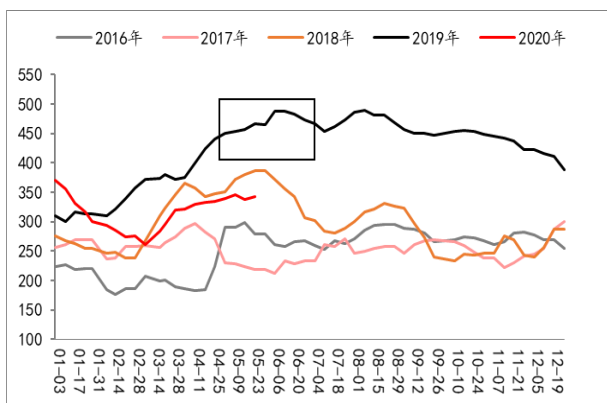
图 8. 钢焦利润背离下的焦炭库存结构



数据来源: wind, 东海期货

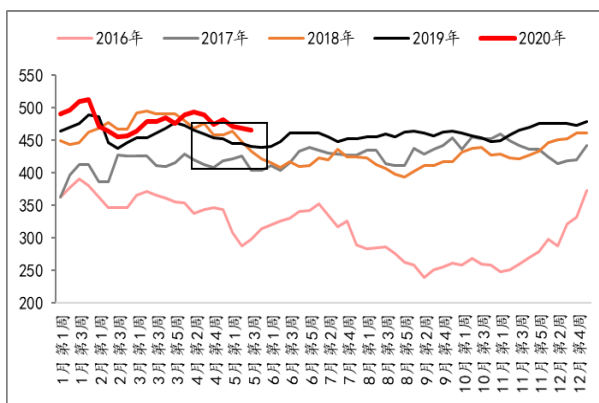
从当时的库存结构来看, 当时的港口贸易商主动补库, 钢焦利润随着钢厂和焦化厂库存的同时回落而持续背离 (铁水产量不断攀升, 焦炭产量保持稳定), 总库存也呈现缓步下降态势。

图 9. 焦炭港口库存



数据来源: wind, 东海期货

图 10. 钢厂焦炭库存

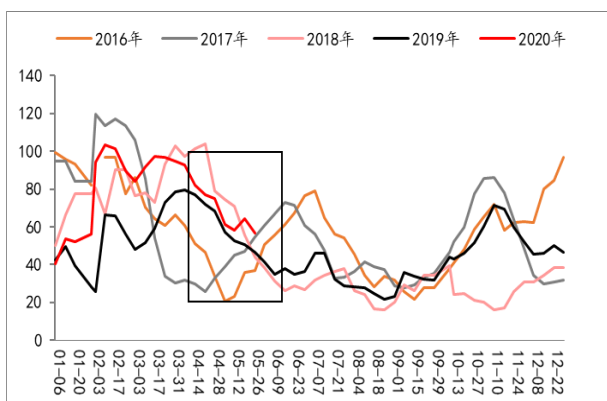


数据来源: wind, 东海期货

在铁水产量屡创新高, 焦化供给端依然受到扰动的当下, 我们认为港口的贸易商存在囤货待涨的投机采购需求。叠加钢焦两端库存仍处去库通道, 总库存去化速度快于去年同期的情况, 忌惮与钢厂后期的补库需求, 焦炭现货价格的强势短期内仍将持续, 钢焦的利润背离也尚未结束。

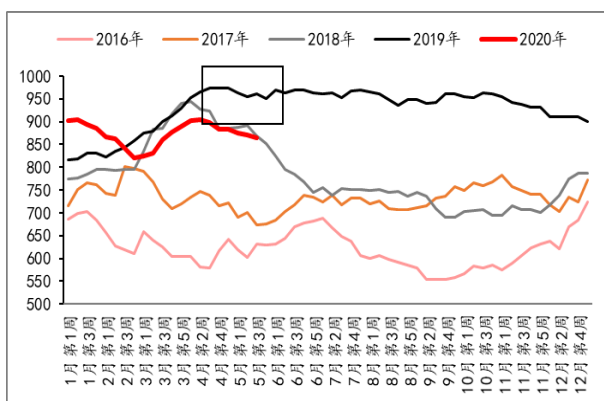


图 11. 焦化厂焦炭库存



数据来源: wind, 东海期货

图 12. 焦炭全环节库存



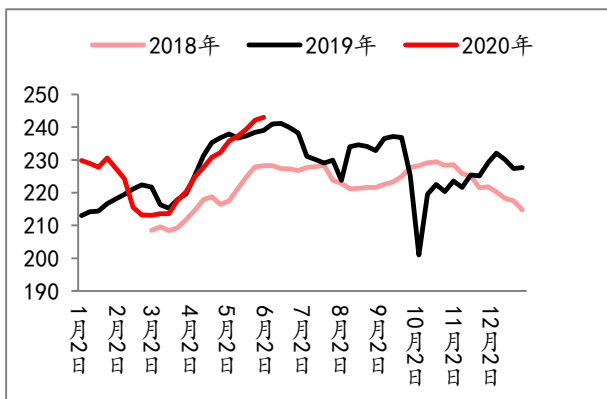
数据来源: wind, 东海期货

### 3. 废钢性价比凸显, 铁水产量上升空间有限

从焦炭的需求端看, 长流程的铁水产量在终端需求的超预期韧性下屡创新高, 但在高炉开工率接近去年极值且梅雨季节需求淡季的情况下, 铁水产量进一步上行的空间也较为有限。

另一方面, 电炉利润跌至盈亏平衡点附近, 废钢终端需求的减弱叠加其本身较为充裕的库存, 导致其相对于铁水的性价比凸显, 从这个角度看, 铁水对原料焦炭需求的进一步提升也存在阻碍。

图 13. 247 铁水产量屡创新高



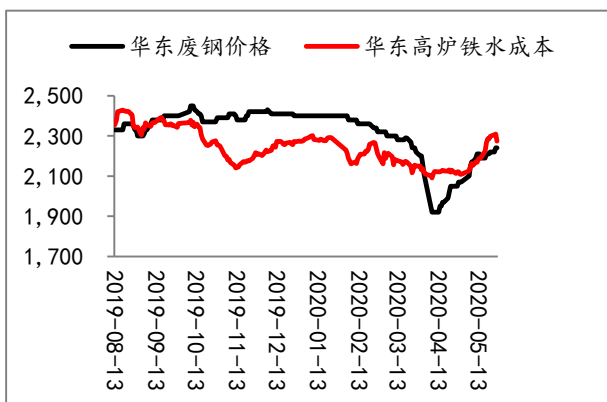
数据来源: wind, 东海期货

图 14. 电炉平电利润跌入负值



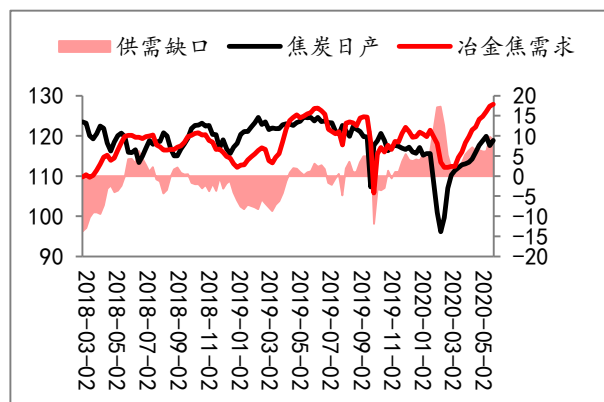
数据来源: wind, 东海期货

图 15. 电炉亏损后废钢性价比凸显



数据来源: wind, 东海期货

图 16. 现货短期供不应求情况持续



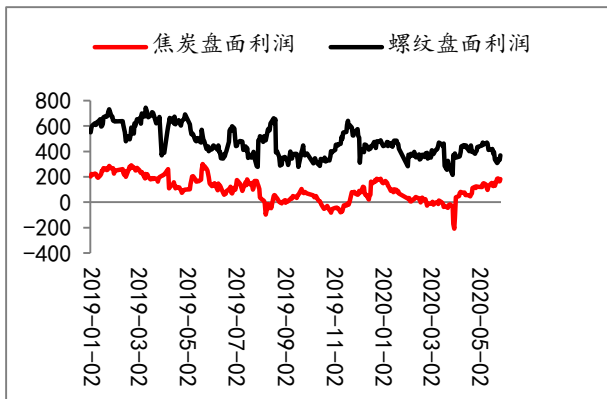
数据来源: wind, 东海期货

综合来看, 若铁水产量以上周为基准保持不变, 目前也仍然存在 9 万吨/天的供需缺口, 若后期山东去产能逐步推进, 供需缺口仍将进一步扩大, 短期内焦炭供不应求, 现货强势的局面难以有效改观。

### 三、价差分析

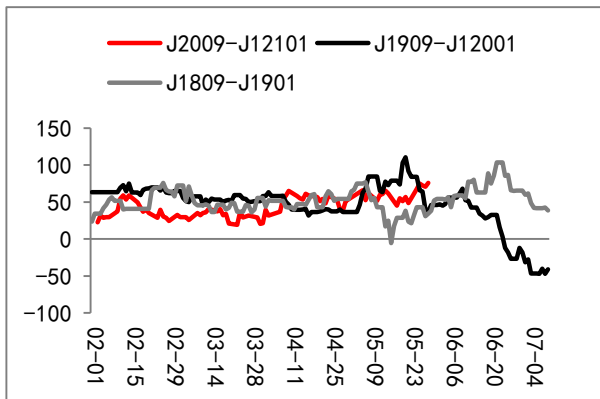
目前焦炭盘面的矛盾是于连续背离（焦炭高估值）的钢焦例如和现货强势（向上强驱动）间的矛盾。结合上文的分析我们认为焦炭现货短期的强势仍将持续，目前港口仓单成本 1970 元/吨左右，若第四轮提涨落实，仓单成本将涨至 2020 元/吨。

图 17. 钢焦盘面利润历史走势



数据来源: wind, 东海期货

图 18. 焦炭 9-1 价差



数据来源: wind, 东海期货

后期套利方面考虑两种情况，若山东焦化去产能严格执行，我们预计能到焦炭的第 4 轮提涨，在近月贴水大于基差的情况下，可以轻仓做多焦炭 9-1 价差。若山东去产能执行力度偏松，那么焦炭盘面的高估值将成为黑色系首要的打压对象，钢焦利润的背离也将修复，届时可以逢高做空螺焦比。

### 四、总结与展望

从焦化刚性产能投放和区域间开工率调整互补的角度看，山东焦化减产若严格执行所带来的供需缺口均无法得到弥补，焦炭现货价格短期内仍处于上行通道。但废钢转弱后相对于铁水的性价比凸显，叠加需求淡季高炉增产或将进入平台期，需求端难有突破的情况下盘面在冲高后也存在畏高情绪，预计 6 月焦炭或将呈现先涨后跌，宽幅震荡的走势。

**风险因素：**山东去产能执行偏松(大幅下行风险)，终端需求强度超预期(大幅上行风险)

### 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