

焦炭现货面临下行压力，但下方空间有限

东海期货 | 东海策略 2020-02-23

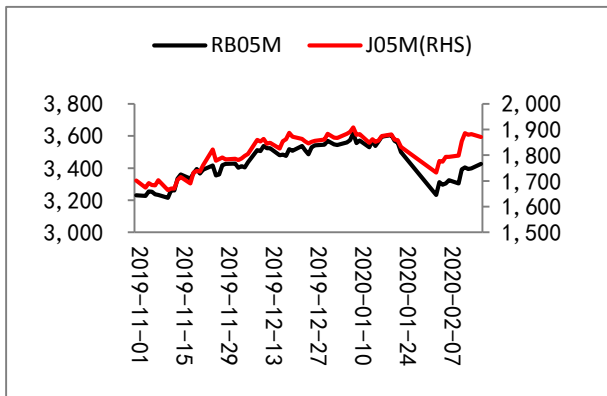
投资要点

- 对处于产业链中间位置的焦炭来说，节后到现在盘面的走势缺乏一定的独立性，矛盾也没有焦煤和螺纹那么突出，焦炭盘面的驱动更像是焦煤缺货和需求恢复预期这两个主逻辑的映射。我们认为后期这一状况仍将持续。
- 目前制约炼焦煤煤矿复工的有两点，分别是民营矿占比偏高和返矿人员劳动力不足这两个问题。从目前煤矿复工的节奏上看，复工的进程环比的确是在加快，但人员返工不足的问题使得煤矿要满产还需要一段时间。
- 我们乐观估计最早3月初才能看到炼焦煤供给的明显放量，届时伴随着汽运的恢复，下游的补库进程会在钢焦库存的回补上得到体现，在补库周期内焦煤的现货价格也还是有基本面的支撑。
- 这一条逻辑链映射到焦炭端最直接影响就是在焦煤现货价格坚挺的时间段内，焦炭入炉煤的成本支撑依旧有效，我们按山西地区焦化企业最低入炉煤成本折算到盘面大约在1800元/吨的位置。
- 随着焦煤供应的逐渐修复，叠加运输逐步恢复正常（近期焦煤运费已有所回落），我们认为焦化厂在200元/吨的高利润水平下有足够的生产动力。而高炉端即便长流程减产有限，但开工的重新回升在成材高库存下预计暂时也难以见到。我们认为在焦炉利润高于高炉，且后期焦化开工率低于钢厂的情况将边际转向的预期下，焦炭现货将面临一定的调整压力。
- 从目前钢焦两端高库存，港口库存中性偏低的库存结构看，且在目前焦企利润与钢厂利润基本持平甚至小幅偏高的情况下，随着焦化厂端库存的累积，不排除钢厂会对焦炭提降的诉求。
- **总结：**对于焦炭而言，前期焦炉供给降幅大于铁水产量降幅的情况后期可能会有边际的转变，由于钢焦两端高库存和焦企高利润的原因，焦炭现货存在提降的可能。但由于短期内焦煤现货的成本比较坚实，所以盘面在1800附近也会遭遇焦炭的成本支撑，05我们认为短期也存在向下调整的可能，但空间不大。我们前期推荐的5-9反套可以继续持有，或者可以选择等待现货提降后单边做多焦炭09合约。一方面基于终端需求恢复后的原材料补库，尤其是风险释放后的港口环节，另一方面下半年焦化去产能的执行情况使得市场还有供给端的炒作题材。
- **风险因素：**终端需求恢复超预期，成材现货价格持续上行

一、节后煤焦钢走势复盘

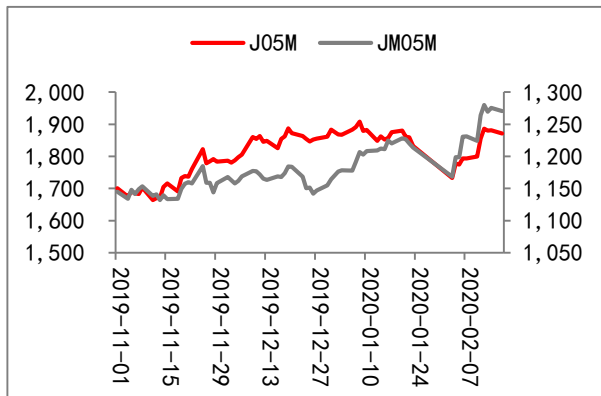
在春节期间疫情爆发后，一直到现在为止，疫情对黑色系最直接，也是最大的影响是延迟复工所带来的供需双弱，这四个字放在煤焦钢任何一个品种上都是准确的。但我们认为，这3个品种中矛盾体现较为激烈的，分别处于产业链上下游两端的焦煤和螺纹。

图 1. 焦炭螺纹 2005 合约价格走势



数据来源：Wind，东海期货

图 2. 焦炭、焦煤 2005 合约价格走势

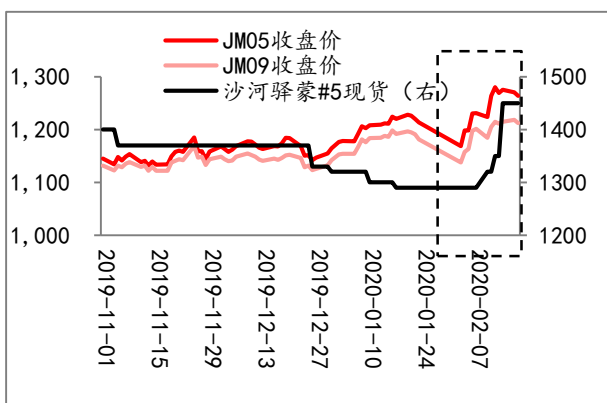


数据来源：Wind，东海期货

从煤焦钢 05 合约盘面走势上可以直接的看出，3 者节后基本都走出了 V 字形走势，低点都出现在节后开盘的第一天。黑色系开盘的集体下挫体现了节日期间累积的风险在情绪上的集中释放。但之后在供需双弱的共同特征下，煤焦钢的集体上涨却有各自的逻辑。

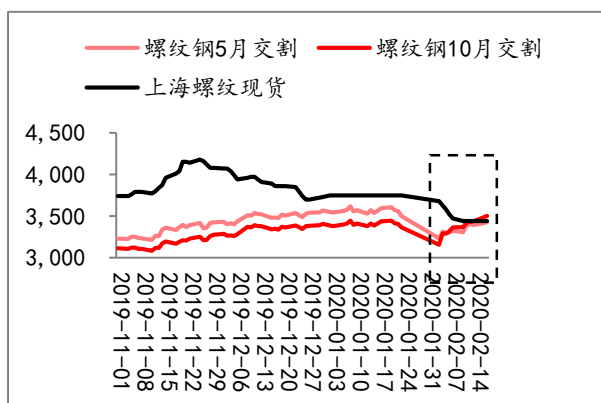
对焦煤来说，由于煤矿复工的延迟和钢焦生产的连续性，焦煤供给端相较于需求更弱一些，叠加上运输的瓶颈，导致了钢焦企业焦煤资源的匮乏。所以焦煤盘面的上涨是由于实实在在的缺货所导致的。这一点从焦煤现货价的强势也能验证。蒙 5 节后价格比节前上涨了 160 元/吨，是 05 和 09 合约的涨幅都不及现货涨幅，其中远月合约涨幅最小。可以看出焦煤节后走出了明显的正套行情，期现 back 的结构进一步加深，这就体现了焦煤节后盘面的上涨走的是现货紧缺的现实逻辑。

图 3. 焦煤期现价格走势



数据来源：Wind，东海期货

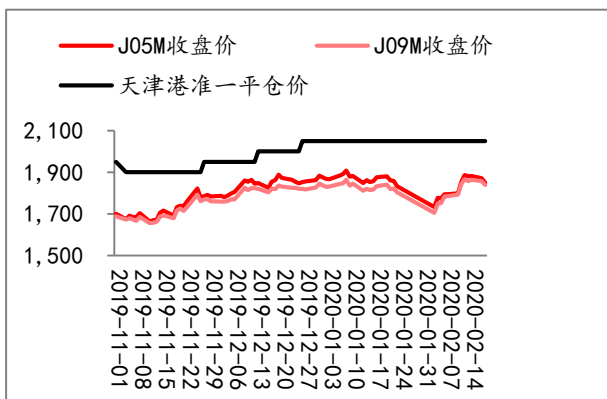
图 4. 螺纹期现价格走势



数据来源：Wind，东海期货

但是反观螺纹，作为黑色系最接近终端消费的品种，其受到终端需求走弱的冲击最为直接，但是高炉开工较为连续，短期内的供需错配也导致了库存的快速累积和现货的承压下跌。盘面在现货弱势的情况下连续反弹更多的体现了市场对宏观稳经济和疫情好转的乐观预期，这一点在螺纹远月合约上体现的尤其明显。螺纹节后远月涨幅明显大于近月和现货，而且盘面也由贴水变为升水，所以说螺纹节后预期主导，带动盘面修复性上涨的逻辑是非常明显的。

图 5. 焦炭期现价格走势



数据来源: Wind, 东海期货

图 6. 春节后煤焦钢主力合约高低点及涨跌

	RB05M	J05M	JM05M
节前高点	01月20日 3,605.0	01月8日 1,908.5	01月21日 1,226.5
节后低点	02月3日 3,233.0	02月3日 1,733.0	02月3日 1,168.5
节后最大跌幅	-10.32%	-9.20%	-4.73%
节后高点 (截止到02/17)	02月21日 3,485.0	02月12日 1,886.0	02月12日 1,280.0
较节前高点涨跌幅	-3.33%	-1.18%	4.36%
较节后低点涨幅	7.79%	8.83%	9.54%

数据来源: Wind, 东海期货

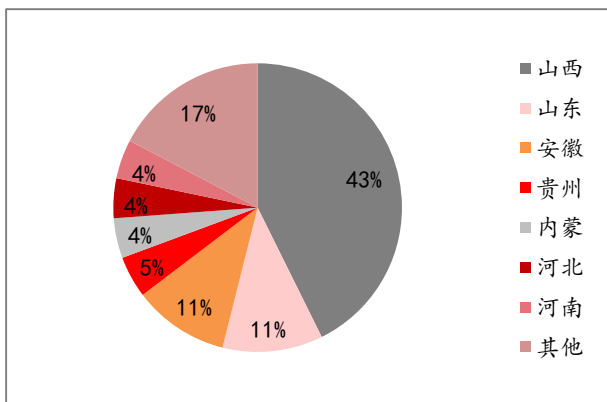
对处于产业链中间位置的焦炭来说,节后到现在盘面的走势可以说缺乏一定的独立性,矛盾也没有焦煤和螺纹钢那么突出,焦炭盘面的驱动更像是焦煤缺货和需求恢复预期这两个主逻辑的映射。具体说的话,入炉煤资源的短缺导致焦炉被动减产,焦炭供给收缩,同时高炉开工又具备一定的连续性,这就给了焦炭现货价格得以持稳的支撑。使得在需求恢复乐观预期的带动之下,焦炭盘面也有了向上修复基差的动力。所以从节后至今煤焦钢涨跌幅的对比来看,焦煤最强螺纹最弱,焦炭的无论涨跌幅都介于两者之间。

二、基本面分析

1. 炼焦煤矿民营占比偏高,复工进程缓慢

与动力煤产区主要在晋蒙陕不一样,炼焦煤产量 43%均由山西贡献,另外比较主要的主产地为山东和安徽,各占到 11%的比重。按照往年煤矿复工的节奏来看,一般国有矿春节期间基本只停工 3-4 天左右,放假时间比较长的是民营矿,但一般从初 8 开始,最晚正月 15 也基本正常开工。从目前复产煤矿的结构来看,复产的煤矿基本以国有矿为主。而且在太原、长治等五个炼焦煤主产地市内,目前具备生产能力的炼焦煤矿,核定产能大约 3.5 亿吨,其中民营和国有地方煤矿产能 1.5 亿吨,占比约 43%。反观动力煤主产地鄂尔多斯、榆林、大同、朔州这 4 个地方的民营矿占比却比较低,在 37%左右。从这个角度看,由于炼焦煤民营矿的占比更高,炼焦煤供给的恢复要比动力煤更慢一些。目前比往年的正常情况晚了 2 周以上。

图 7. 我国炼焦煤分省产量



数据来源: Wind, 东海期货

图 8. 炼焦煤主产地煤矿复产情况

	在产煤矿		日产量	
	在产煤矿	产能复产率	当前产量	占去年比重
全国	1274座	70.20%	712万吨	63%
山西 (02/11)	173座	60%-70%	150万吨	50%
山东 (02/12)	省内煤矿生产基本恢复正常			
安徽 (02/10)	36座	94.50%	24.6万吨	74%

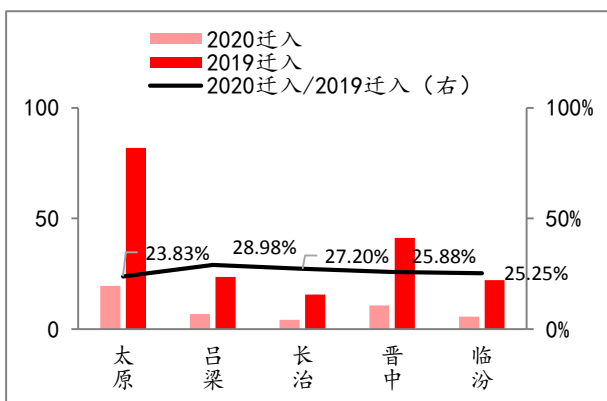
数据来源: Wind, 东海期货

2. 复产产能比例高于产量恢复占比，掣肘在于返程员工

另外，从我们整理的炼焦煤主产地的煤矿复工情况来看，虽然主产地的在产煤矿产能已经到了7成甚至是9成的水平，但产量相较于去年的占比却只有5到7成。所以说，从复工产能占比高于产量恢复占比这个现象可以明显看出，煤矿从开始复工到达到满产还需要人员的大规模返工。

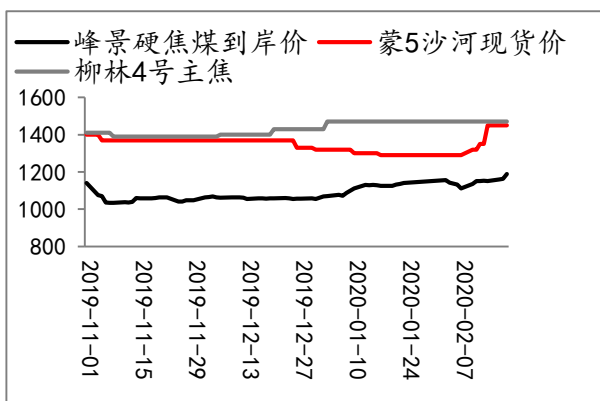
从百度迁徙提供的数据看，去年人员的大规模迁入基本从正月初一开始，但今年山西5个炼焦煤主产地的年后迁入规模都大幅低于去年同期。我们进一步对百度迁徙的数据做了汇总测算，从正月初一到正月二十五，山西5个炼焦煤主产地的人员累积迁入规模只占到去年农历同期的26.23%。一方面，这25天的人员缺口需要时间去回补。另一方面，人员返工后还有14天的隔离期。虽然炼焦煤的产量在边际恢复，但我们认为2月底前煤矿完全达产的可能性并不大。

图 9. 炼焦煤主产地人员迁入情况



数据来源：Wind，东海期货

图 10. 澳洲、蒙古进口焦煤价格



数据来源：Wind，东海期货

从进口端来看，蒙煤通关口岸自3月2日开始煤炭运输恢复运营，前期因策克口岸和甘其毛都关闭而影响的进口量在3月后也将恢复正常。

澳煤方面也是受疫情的影响，在通关时间和疏港汽运环节都造成了一些不变，加上内产煤边际增量有限，所以就直接推高了港口澳煤的价格，澳洲峰景硬焦煤节后已经上涨了16美金，盘面标的煤种价格的上涨也直接推高了近月合约的估值水平。

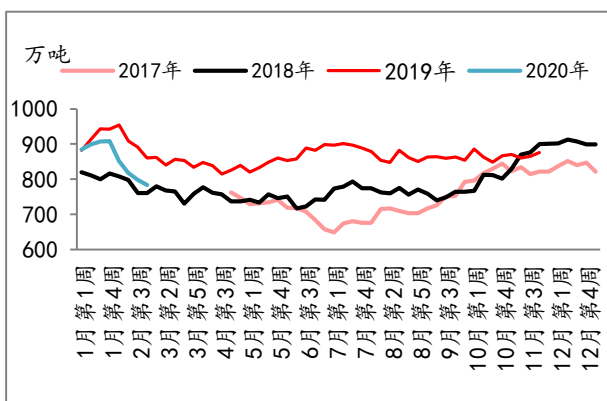
目前制约炼焦煤煤矿复工的有两个难点，分别是民营矿占比偏高和返矿人员劳动力不足这两个问题。从目前煤矿复工的节奏上看，复工的进程环比的确是在加快，但人员返工不足的问题使得煤矿要满产还需要一段时间，我们乐观估计最早3月初才能看到炼焦煤供给的明显放量，届时伴随着汽运的恢复，下游的补库进程会在钢焦库存的回补上得到体现，在补库周期内焦煤的现货价格也还是有基本面的支撑。

这一条逻辑链映射到焦炭端最直接的影响就是在焦煤现货价格坚挺的时间段内，焦炭入炉煤的成本支撑依旧有效，我们按山西地区焦化企业最低入炉煤成本折算到盘面大约在1800元/吨的位置。

3. 钢焦终端季节性去库，绝对水平偏低

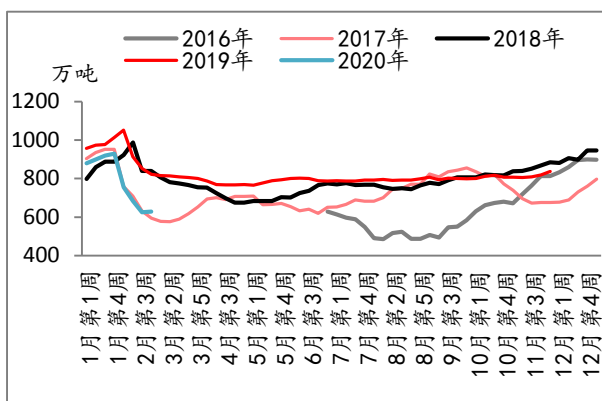
在炼焦煤库存方面，对于钢焦终端用户来说，基本上保持了历年来节前补库节后去库的季节性库存走势，但由于今年焦煤供给的短缺和运输的瓶颈，库存的绝对量处于17年以来的最低水平，只有港口的库存还保持在高位，其中也是由于疏港效率受疫情影响的原因。

图 11. 钢厂炼焦煤库存



数据来源: Wind, 东海期货

图 12. 独立焦化厂炼焦煤库存



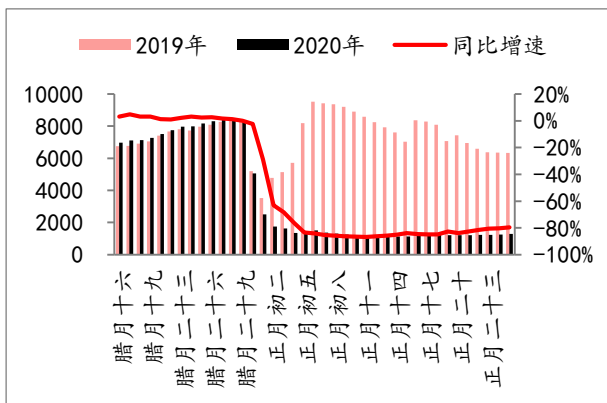
数据来源: Wind, 东海期货

4. 疫情好转端倪初现, 人员复工依旧困难

对于目前的复工进度, 从交通运输部春运期间的发运人数来看, 从腊月 16 到正月 24 的这 40 天的春运期间内, 今年的发运人数明显前高后低, 显示出假期结束后, 返程人数的明显不足。我们以正月初三为节点, 将正月初三到正月 24 这段时间内的发运人数加总, 用来表示今年节后返程的人员规模, 与去年同期的数据对比后发现, 今年春运返程人员规模较去年下降了 70% 的水平。返工人员的严重不足是制约终端开工的最直接原因。

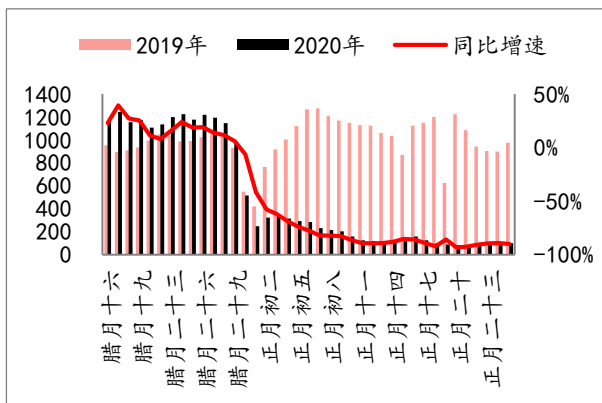
另外, 我们从沿海 6 大电厂的日均耗煤量也能侧面看出目前终端的复工进程。往年日耗的拐点均出现在正月初八附近, 虽然近几日的日耗水平有小幅抬头, 但相比往年同期仍处于明显低位。复工的现实情况远没有预期的这么乐观。

图 13. 春运期间每日发送旅客总数 (万人)



数据来源: Wind, 东海期货

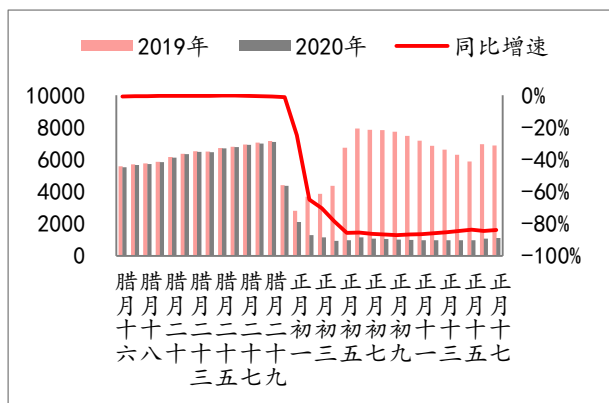
图 14. 春运期间铁路发送旅客数 (万人)



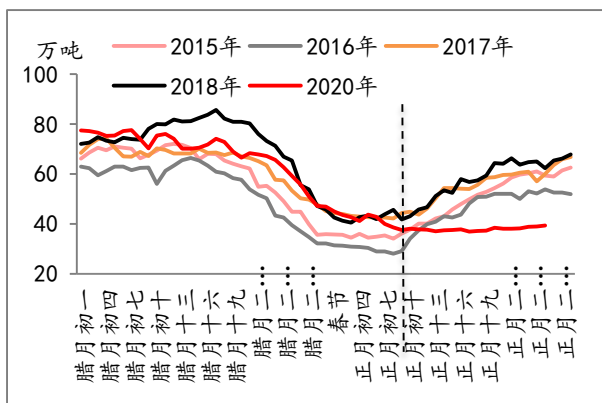
数据来源: Wind, 东海期货

图 15. 春运期间道路发送旅客数 (万人)

图 16. 沿海 6 大电厂日均耗煤



数据来源: Wind, 东海期货



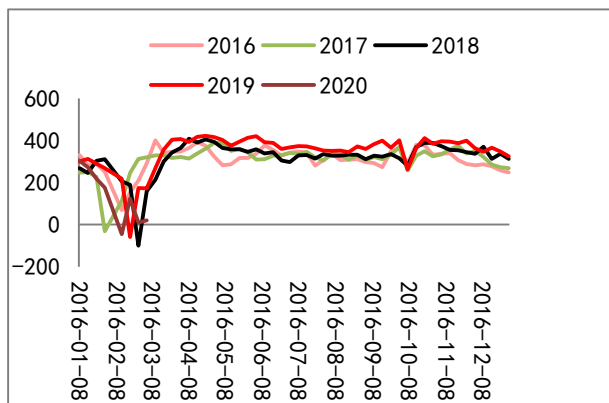
数据来源: Wind, 东海期货

5. 终端消费阶段性崩塌, 成材显著累库

所以, 一方面由于今年各终端消费地开工时间的延后, 另一方面, 春运运力发挥不足所造成的人员返工缺口也需要时间回补, 这两个因素就造成了今年春节后螺纹消费端的停滞。今年春节后第三周的螺纹表观消费量只有 21 万吨, 而去年同期这个数据是 173 万吨, 这个降幅完全可以用需求崩塌来形容。

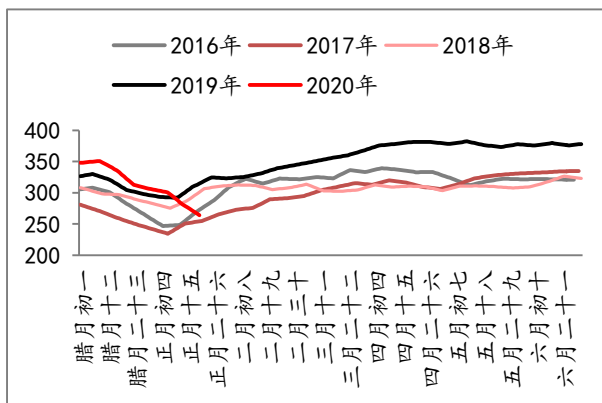
但反观螺纹产量的话, 下降的幅度就没有这么剧烈, 螺纹周产量较去年同期仅仅下降了 20% 不到, 供需阶段性错配直接导致了螺纹的暴库。

图 17. 螺纹表观消费



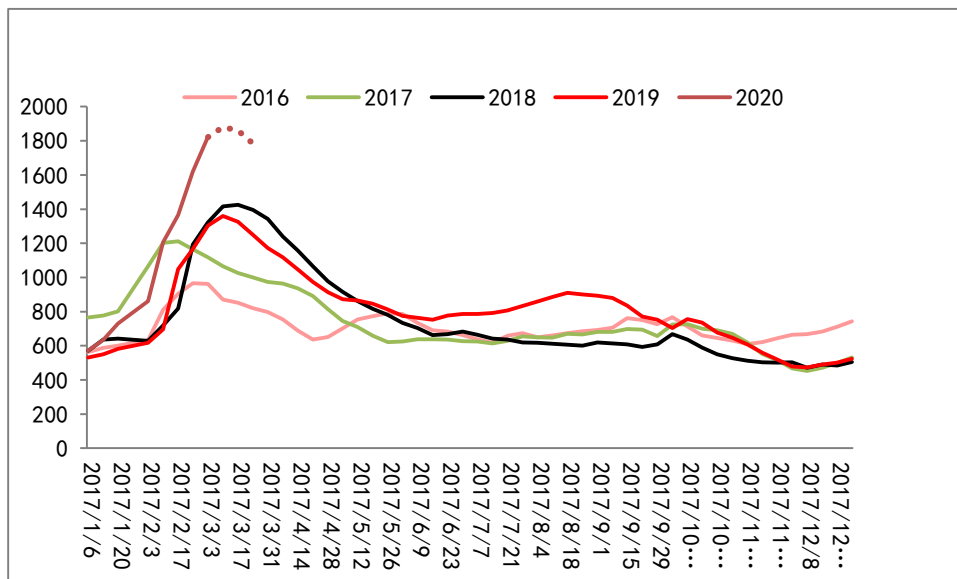
数据来源: Wind, 东海期货

图 18. 螺纹周产量



数据来源: Wind, 东海期货

图 19. 螺纹库存春节前后走势



数据来源: Wind, 东海期货

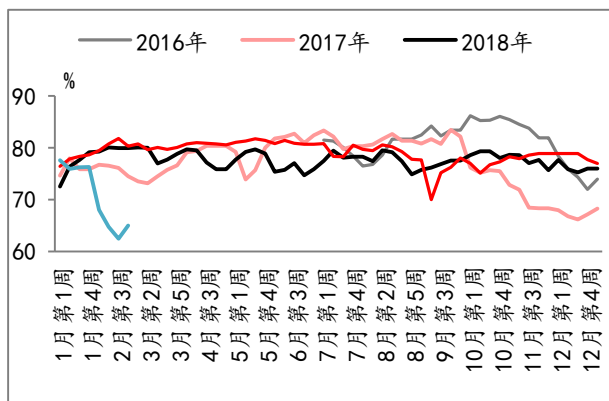
我们从2016年来春节前后的螺纹库存走势上可以看出,往年春节螺纹最高的累库幅度在214%,而截止到上周,今年春节的累库幅度已经接近300%。

我们认为成材库存,尤其是厂库端库存的不断累积,在销售端运输不畅的叠加下将会给钢厂带来比较大的资金压力,如果下游需求恢复的速度没有超预期,那么我们认为部分资金压力较大的钢厂或贸易商可能会有抛货的行为,对成材的现货价格造成一定压力。

6. 钢焦开工率或将边际转向, 焦炭现货面临调整压力

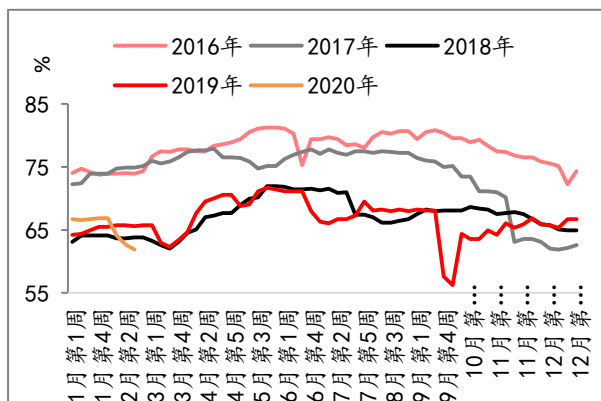
而我们对比钢焦两端的开工率后不难发现,节后焦化的开工率要明显低于钢厂。一方面是由于焦化厂入炉煤资源紧缺引发的被动限产,另一方面是由于焦化厂延长结焦时间的限产方式的成本和灵活性要比高炉好一些。但是从后期来看,焦煤供应紧张的局面将边际缓解,且随着运输逐步恢复正常(近期焦煤运费已有所回落),我们认为焦化厂在200多元/吨的高利润水平下有足够的生产动力。而高炉端即便长流程减产有限,但开工的重新回升在成材高库存下预计暂时也难以见到。我们认为在焦炉利润高于高炉,且后期焦化开工率低于钢厂的情况将边际转向的预期下,焦炭现货将面临一定的调整压力。

图 20. 焦炉生产率跨年走势



数据来源: Wind, 东海期货

图 21. 全国高炉开工率开年对比



数据来源: Wind, 东海期货

7. 库存逐步向下游转移, 港口库存下降明显

从焦炭各环节的库存情况来看，钢焦两端的焦炭库存基本处于正常的季节性去库和累库的趋势内，分别比去年同期高出 2%和 59%，钢焦两端的焦炭库存水平并不低。焦炭整体库存去化的动力主要来自港口，由于一部分南方的钢厂受汽运的瓶颈的限制而转向港口采购，导致港口的调出大于调入，所以港口库存较节前有了 10%左右的去化。从目前钢焦两端高库存，港口库存中性偏低的库存结构看，且在目前焦企利润与钢厂利润基本持平甚至小幅偏高的情况下，随着焦化厂端库存的累积，不排除钢厂会对焦炭提降的诉求。

但从港口库存来看，中间环节库存的下降的确释放了一部分压力。但这部分压力的释放要实质性转换成利多的话，需要看到贸易商对未来预期的转变，也就是下游复工，钢厂提产的开启，此时贸易商才会去港口投机采购。乐观估计这部分投机需求最早释放也要到 3 月中旬。

图 22. 焦化厂焦炭库存

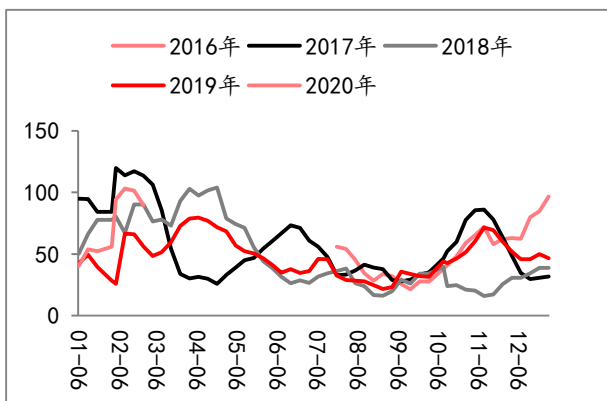


图 23. 钢厂焦炭库存

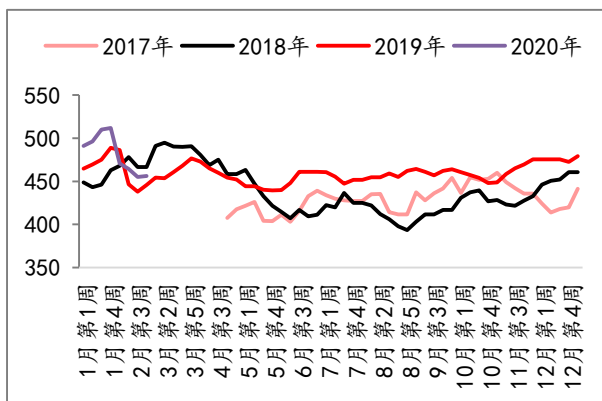


图 24. 港口焦炭库存

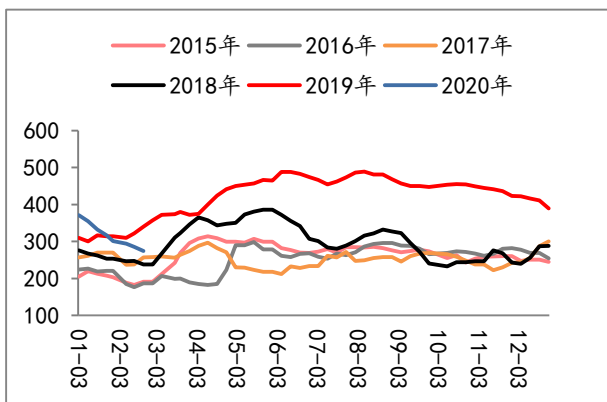
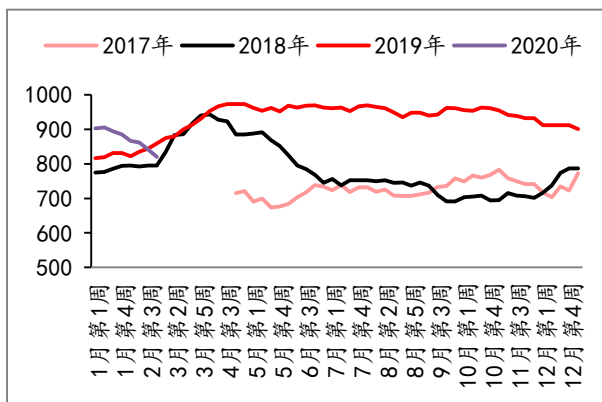


图 25. 样本企业焦炭库存



二、总结及展望

从我们上面的分析来看，焦煤由于短期内供需整体还是偏紧的原因，我们认为焦煤的现货在供应显著放量前仍有支撑。目前蒙煤仓单 1400，澳洲二线主焦仓单 1280 左右，在焦煤现货短期存在支撑的情况下，我们认为短期内盘面的下调空间也较为有限。

对于焦炭而言，前期焦炉供给降幅大于铁水产量降幅的情况后期可能会有边际的转变，由于钢焦两端高库存和焦企高利润的原因，焦炭现货存在提降的可能。但由于短期内焦煤现货的成本比较坚实，所以盘面在 1800 附近也会遭遇焦炭的成本支撑，05 我们认为短期也存在向下调整的可能，但空间不大。我们前期推荐的 5-9 反套可以继续持有，或者可以选择等待现货提降后单边做多焦炭 09 合约。一方面基于终端需求恢复后的原材料补库，尤其是风险释放后的港口环节，另一方面下半年焦化去产能的执行情况使得市场还有供给端的炒作题材。

风险因素：终端需求恢复超预期，成材现货价格持续上行

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