

2020 年 7 月

煤焦

工业品部

煤焦长期供需环境不乐观，短期价格有支撑

刘亮亮
高级分析师
010-85113159
15101163363
liull@yafco.com
Z0011541

摘要：

吨焦炭利润处于零值以下，焦炭现货明显低估

钢厂复产之下，焦炭供需边际持续改善

库存结构性矛盾不突出，库存拐点有望出现

短期内炼焦煤供需边际改善，短期价格有支撑

长期来看，焦煤焦炭供需环境仍不乐观，价格仍有下行空间

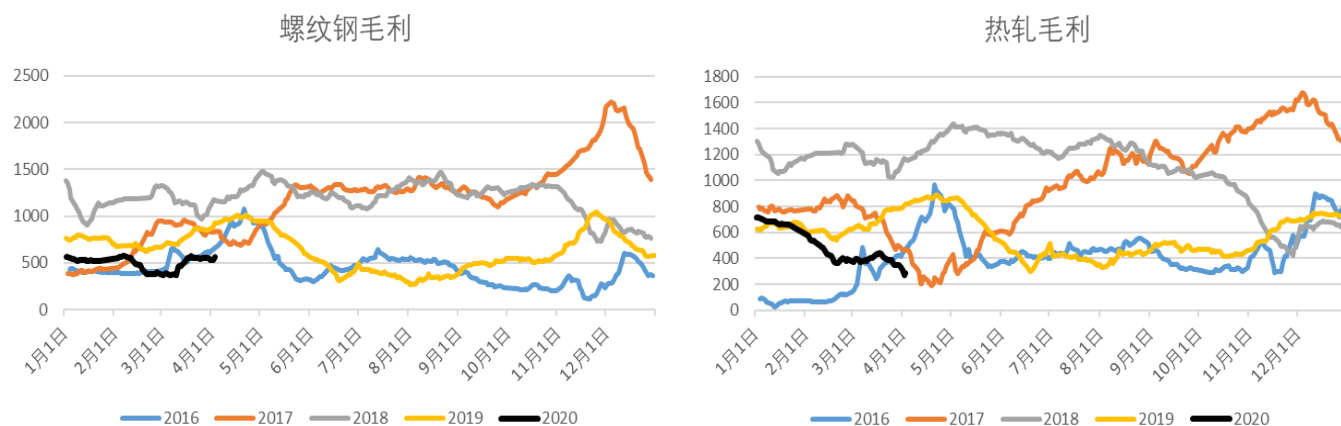
结论：

从估值上，目前焦炭现货估值低估，焦煤现货估值中性偏高。从驱动上看，国内炼焦煤生产恢复正常，但蒙煤通关车辆依然偏少，澳洲焦煤虽然性价比较高，但仍受通关时间的限制，短期内供应增量有限。吨焦炭利润为负，焦化厂生产情况大概率受到抑制，库存矛盾不突出。随着钢厂持续复产，焦煤焦炭边际上持续改善，短期内焦煤焦炭价格有较强支撑。而随着焦炭库存拐点的出现，焦炭价格有望反弹。但对于远月来讲，焦煤焦炭缺乏有力支撑，价格仍有进一步下行空间。

一、吨焦炭利润处于零值以下，焦炭现货明显低估

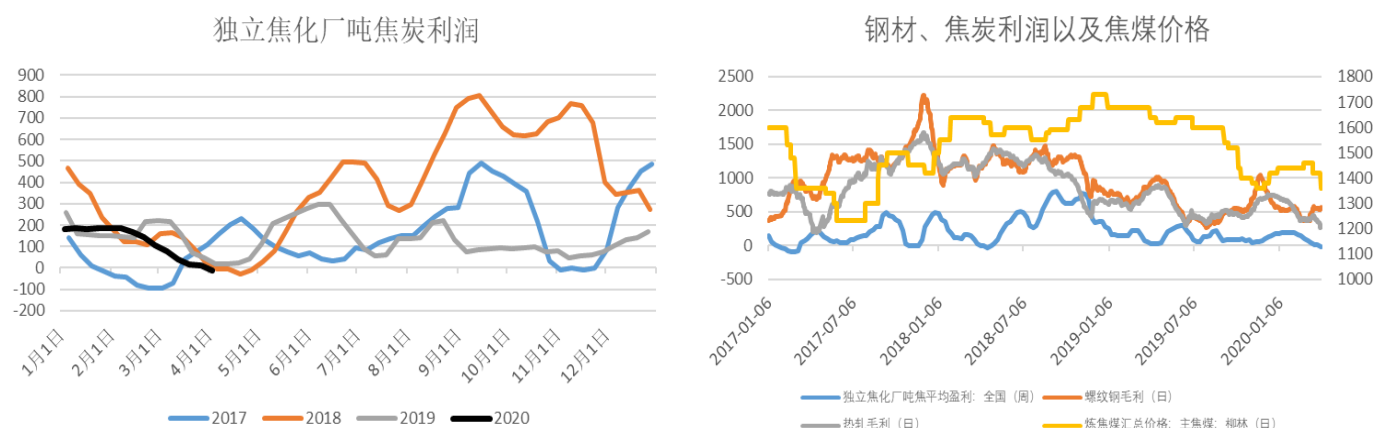
从利润的角度来看，螺纹钢热卷焦炭利润均低于近三年同期水平，但平均来看，焦炭生产已经处于亏损状态。截至4月3日，全国独立焦化厂吨焦炭平均利润为-13.26元/吨。在钢厂仍保有一定且并不低的利润水平下，焦炭现货估值明显低估。从近几年的利润季节性来看，焦炭利润归零后，利润继续下压的空间极为有限，且在半个月到一个月的时间之后，利润倾向于出现较大幅度的反弹，利润反弹几乎全部是靠焦炭价格上涨的方式来完成。基于黑色产业链各品种的相互关系以及综合实际情况来看，钢材利润对焦炭利润通常起到“天花板”和“牵引机”的作用。一方面，焦炭利润极少高于钢材利润；另一方面，当钢材仍保有较好利润时，一旦焦炭利润过低，利润向上的动力通常较强。虽然目前钢材端的利润处于较低的位置，但之前也有例证说明，在如此利润水平下，焦炭利润也有向上修复的可能，焦炭利润不宜过分悲观预期。

图1：钢厂钢材利润



数据来源：钢联云终端，永安期货研究院

图2：焦炭、钢材利润以及焦煤价格



数据来源：钢联云终端，永安期货研究院

二、钢厂复产之下，焦炭供需边际持续改善

随着钢材下游需求的恢复，钢厂订单月环比大幅好转，同期钢材利润转好，叠加采暖季限产结束，钢厂持续复产。截至4月3日，全国钢厂高炉产能利用率75.31%，较同年2月21日的低点回升了2.64

个百分点；247家钢厂铁水产量日均产量217.56万吨，较3月6日的低点回升了5.45个百分点。而从往年的情况来看，高炉产能利用率仍有4个百分点左右、铁水产量仍有5个百分点左右的提升空间。反观焦化厂，春节后产能利用率先是大幅下降，然后又大幅回升。截至4月3日，样本焦化厂产能利用率75.16%，低于往年的水平。从焦化厂大幅减产后的增产开始，焦炭供需边际上持续恶化。直到3月20日当周，随着钢厂的持续复产，焦炭供需边际上开始改善，且一直持续到当前。

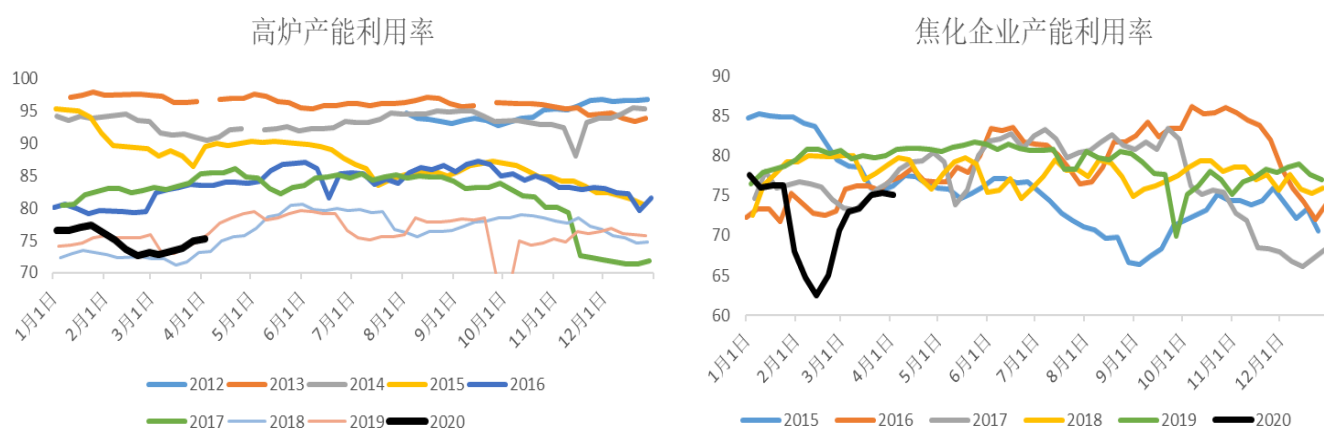
从实际的情况来看，当前焦炭亏损的状态下，焦化企业产能利用率将受到一定程度的抑制。一方面是因为利润本身，即低利润状态下焦化厂生产积极性降低，部分焦化企业可能减产。同时山东焦化企业当下的去产能也将影响实际的在产情况；另一方面，低利润下控制原料到货量压制原料库存的做法也会影响产能利用率的提升。后续来看，钢厂复产之下，焦炭供需仍有改善的空间。

表1：焦炭供需边际对比

日期	全国高炉产能利用率	247家钢厂高炉产能利用率	247家钢厂日均铁水产	100家焦化企业产能利用率	230家焦化企业日均产量	铁水环比上期增量	焦炭环比上期增量	折算全国铁水增量	折算全国焦炭增量(1)	折算全国焦炭增量(2)	折算全国焦炭增量(3)
2020-04-03	75.31	77.8	217.56	75.16	62.93	4.50	0.11	4.45	0.18	0.17	0.16
2020-03-27	74.87	76.19	213.06	75.32	62.82	2.62	0.39	2.59	0.65	0.60	0.56
2020-03-20	73.78	75.26	210.44	75.04	62.43	3.80	0.40	3.76	0.67	0.62	0.57
2020-03-13	73.33	73.9	206.64	73.37	62.03	0.33	0.64	0.33	1.07	0.98	0.91
2020-03-06	72.87	73.78	206.31	73.06	61.39	-0.11	1.83	-0.11	3.05	2.82	2.61
2020-02-28	73.20	73.82	206.42	70.61	59.56	-0.29	4.09	-0.29	6.82	6.29	5.84
2020-02-21	72.67	73.93	206.71	64.97	55.47	-2.15	1.92	-2.13	3.20	2.95	2.74
2020-02-14	73.59	74.70	208.86	62.47	53.55	-8.58	-2.65	-8.49	-4.42	-4.08	-3.79
2020-02-07	75.12	77.76	217.44	64.75	56.20	-6.30	-8.16	-6.23	-13.60	-12.55	-11.66

数据来源：钢联云终端，永安期货研究院

图3：钢厂高炉产能利用率和焦化企业产能利用率

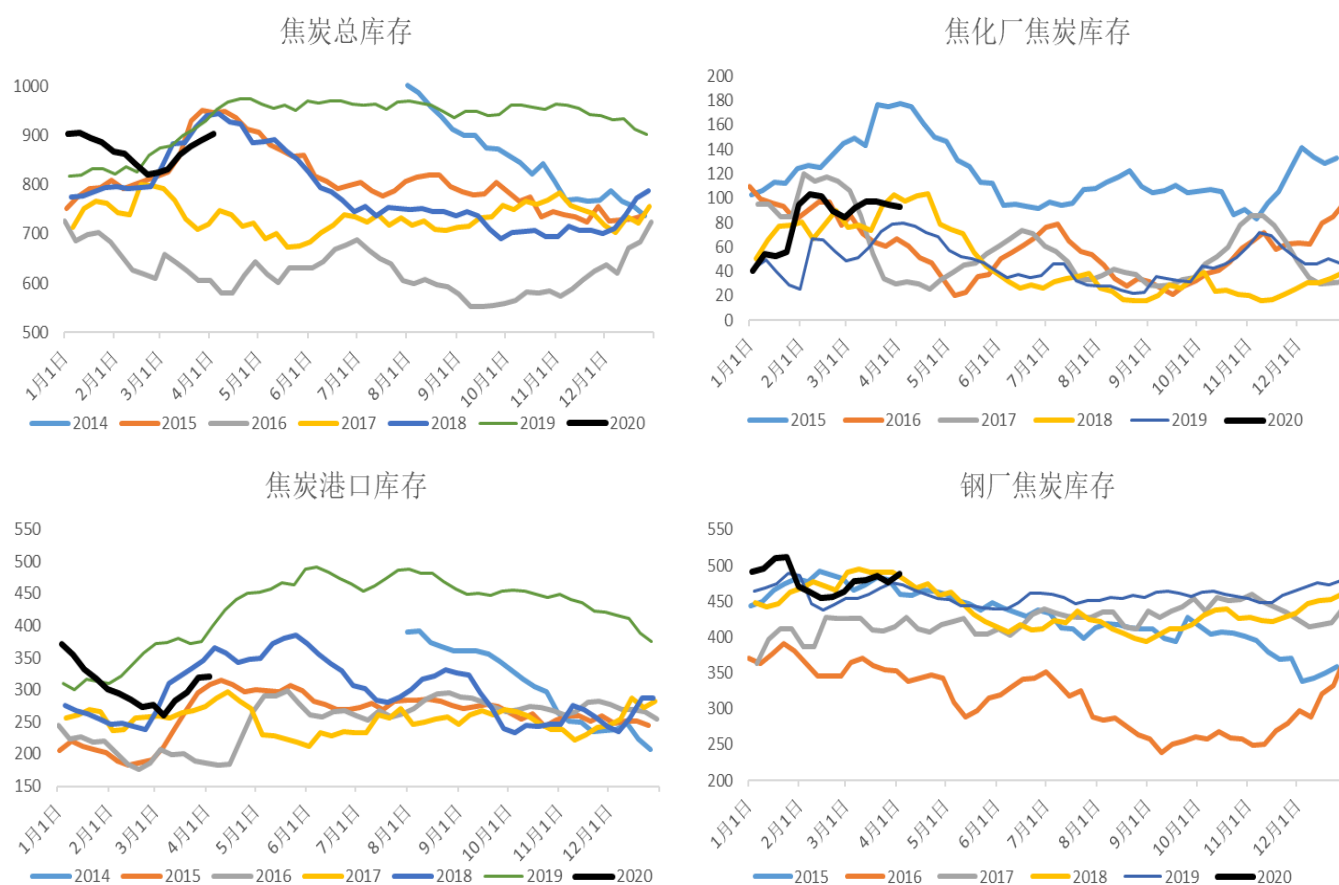


数据来源：钢联云终端，永安期货研究院

三、库存结构性矛盾不突出，库存拐点有望出现

从库存结构上看，焦化厂焦炭库存虽然稍高，但在目前利润水平下，对价格的杀伤力极为有限，且焦化厂焦炭库存连续下降。下游钢厂由于复产的需要，拿货较为积极，但钢厂库存水平已处于高位，后续可能面临较长时期的去库行为。从库存总量角度来看，虽然焦炭总库存持续攀升，但目前仍低于近两年的同期水平，且库存上升的斜率在下降，这同焦炭供给边际上出现改善的时点相吻合。根据我们的推断，若钢厂继续按照目前的节奏复产，且焦化企业的低利润压制焦化厂提产，焦炭库存拐点有望在三周内出现。

图4：焦炭库存



数据来源：钢联云终端，永安期货研究院

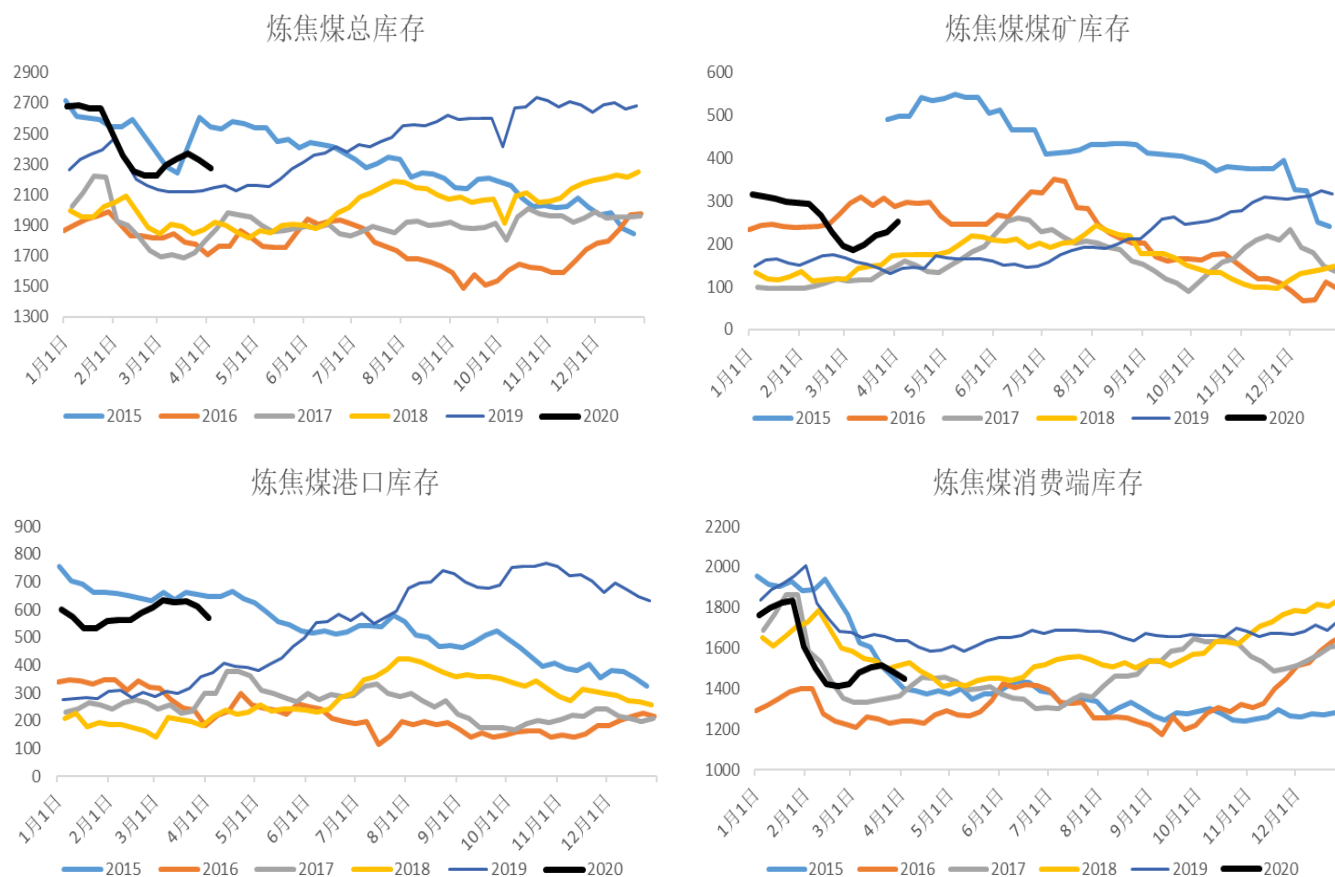
四、短期内炼焦煤供需边际改善，短期价格有支撑

春节后，虽然曾经因为煤矿复产延迟导致了短期内主焦煤供不应求的情况，炼焦煤库存大幅下降。而随着煤矿的快速复产伴随着钢厂减产，炼焦煤供需对比逆转，库存回升。而随着钢厂的持续复产，有利于炼焦煤的因素正在发酵，短期内炼焦煤供需边际或持续改善，短期价格有支撑。

首先，目前煤矿生产已经恢复至正常水平，短期内继续提产的空间有限。若“两会”在4月份召开，则“两会”前后，煤矿生产将会受到很大的影响，产量有望收缩。其次，钢厂持续复产之下，炼焦煤需求稳步提升。不同于之前春节后煤矿抓紧复产而钢厂减产时情形，目前正好颠倒，炼焦煤库存持续下降。虽然下游钢厂焦化厂库存基于控制现金流以及压价的角度仍在下降，但目前库存已经偏低，下游对炼焦煤的补库可以期待；最后，虽然进口炼焦煤具有很高的性价比，但鉴于澳洲焦煤通关时间的问

题以及蒙煤通关量仍较低的现实来看，短期内进口炼焦煤对国内供需环境的冲击有限，短期炼焦煤价格有较强的支撑。

图5：炼焦煤库存



数据来源：钢联云终端，永安期货研究院

五、长期来看，焦煤焦炭供需环境仍不乐观，价格仍有下行空间

在 2020 年的焦煤焦炭年报——《估值下移，供需逆转，价格承压》中，我们基于预期的偏正常钢材需求以及炼焦煤产能扩充产量放量的基本判断得出了炼焦煤价格仍将大幅下行的悲观判断。对于焦炭来讲，若大规模的焦化去产能被证伪，则焦炭利润重心将归零，焦炭价格也将大幅下行。站在现在的时点来看，我们的预期尚属乐观，因为我们对钢材需求的预期相对乐观，看空焦煤焦炭的理由主要是基于其自身的供需状况。现在来看，情况进一步恶化。首先，我们对于炼焦煤全年产能扩充产量放量的判断不变，但是在焦炭大规模去产能方面，我们倾向于该结论大概率将被证伪。虽然今年 3 月份，山东省已经淘汰了 180 万吨的焦化产能，且 4 月份仍有超过 400 万吨产能要淘汰，上半年江苏省按计划也要去除 600 万吨左右的焦化产能。但基于保就业的角度考虑，我们认为后续的焦化去产能大概率要延迟或打折扣。因为去除产能不但要使相关焦化厂的部分工人失业，同时与焦化厂相关配套产业的工人也将出现失业。而新建产能虽然有可能延迟生产，但疫情平稳后，延迟的可能性将大大降低。其次，疫情在海外扩散，钢材终端需求受到重大影响，这将通过多种途径影响国内的焦煤焦炭供需。1) 影响制造业，转而影响我国钢材出口，部分钢材品种甚至出现回流，对国内钢材生产产生

影响，进而影响国内焦煤焦炭需求；2）对国际钢材生产形成抑制，造成国际矿山将更多的炼焦煤资源发往中国，进而影响国内炼焦煤供需。目前，澳洲焦煤价格指数连续大幅下挫，相对国内焦煤的性价比进一步提高。同时，焦炭出口量也将进一步下降，进口量则倾向于上升。当然疫情的影响具有较大的偶然性，实际的情况可能有较大的不同；最后，国内钢材需求也将受到很大的负面影响，房地产市场可能加速下行，制造业再库存周期也被打破，基建虽有可能出现超预期改善，但仍独木难支。长期来看，焦煤焦炭的供需环境仍不乐观，价格仍有下行空间。

六、结论

从估值上，目前焦炭现货估值低估，焦煤现货估值中性偏高。从驱动上看，国内炼焦煤生产恢复正常，但蒙煤通关车辆依然偏少，澳洲焦煤虽然性价比较高，但仍受通关时间的限制，短期内供应增量有限。吨焦炭利润为负，焦化厂生产情况大概率受到抑制，库存矛盾不突出。随着钢厂持续复产，焦煤焦炭边际上持续改善，短期内焦煤焦炭价格有较强支撑。而随着焦炭库存拐点的出现，焦炭价格有望反弹。但对于远月来讲，焦煤焦炭缺乏有力支撑，价格仍有进一步下行空间。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。