

05 贴水反映提降预期，关注焦炭 5-9 正套机会 ——双焦专题报告

2020 年 02 月 10 日

摘要

- 综合钢焦两端新增产能的投放力度来看，焦化厂在 1 季度存在回吐部分利润的条件，但鉴于新增产能-淘汰产能-生铁投放新增焦炭需求的量较小（日均 1 万吨不到，目前的供需缺口不考虑出口问题大约在 11 万吨/天），且目前盘面已反映大部分焦价提降预期，我们 J05 合约在一季度的走势总体持谨慎乐观态度。
- 今年焦炭总体产能呈现净增加的态势，到年底约有 3600 万吨左右的产能净投放，对远期的 J2009 和 J2101 合约而言将会有一定的压制。
- 近期螺纹产量下跌主要由短流程来完成，铁水的产量表现出了较强的韧性，在目前焦炭各环节库存水平都偏低的情况下，若金三银四的旺季需求兑现，钢厂和贸易商的补库和投机需求将一定程度上支撑焦炭现货价格。
- 从黑色系各品种的估值水平看，双焦目前的贴水相对较大，在临近 05 合约交割的时间窗口期内盘面受深贴水的支撑也最强。根据我们上述对双焦基本面的分析以及对终端需求在 1 季度整体表现的预期，我们认为 J05 合约在春节后存在回调买入的价值。中期操作上建议 5-9 正套节后择机买入，长期可考虑逢高做空 2009 和 2101 焦化利润。

分析师

李公然

从业资格号：F3074720

投资咨询号：Z0015508

电话：021-5058 5802

邮箱：ligr@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



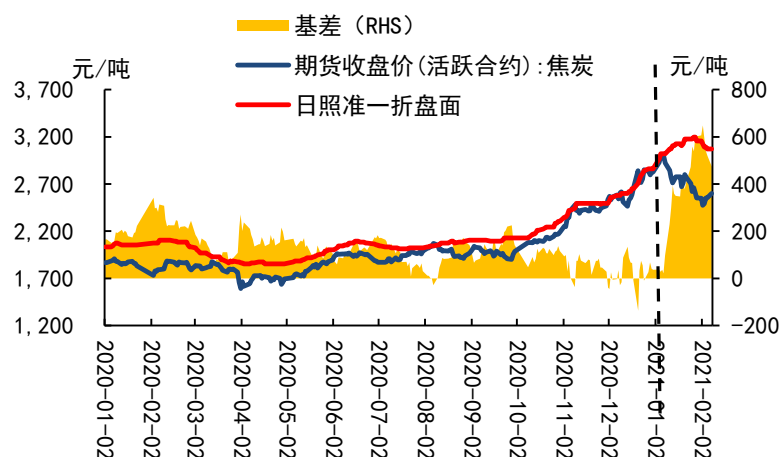
申银万国期货研究

一、双焦期现背离，反应节后焦化提降预期

从 2020 年 8 月下旬开始，收到焦化去产能落地以及生铁产量中枢明显抬升的影响，焦炭开启了 15 轮上涨的牛市行情。从去年 9 月至今，日照港准一平仓价由 2000 元/吨上涨至目前的 3000 元/吨，且从今年 1 月初的第 11 轮开始，提涨幅度由 50 变为 100，现货焦炭呈加速赶顶态势。

但从焦炭 05 合约的走势上看，在今年 1 月初冲击 3000 元/吨大关，且升水当时最便宜交割品后，盘面开始了近 1 个月的下行调整，05 合约收盘价由 2998.5 元/吨调整至 2 月 9 日的 2476 元/吨，跌幅 374 元/吨，相当于现货节后提降 3-4 轮的预期。

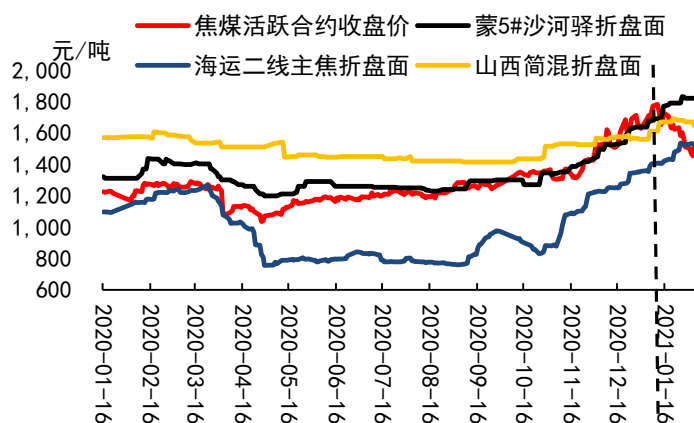
图 1：焦炭期现价格及基差走势（元/吨）



资料来源：Wind，申万期货研究所

类似的，焦煤 1 月初开始也出现了一定程度的期现背离，焦煤住了合约由 1 月 10 日的 1781 元/吨下跌至 2 月 9 日的 1553 元/吨，跌幅 14.7%，而现货价格则以稳为主，焦煤 05 合约目前估值已接近海运二线主焦煤折盘面的 1516 元/吨。

图 2：焦煤及其主要交割品价格走势（元/吨）

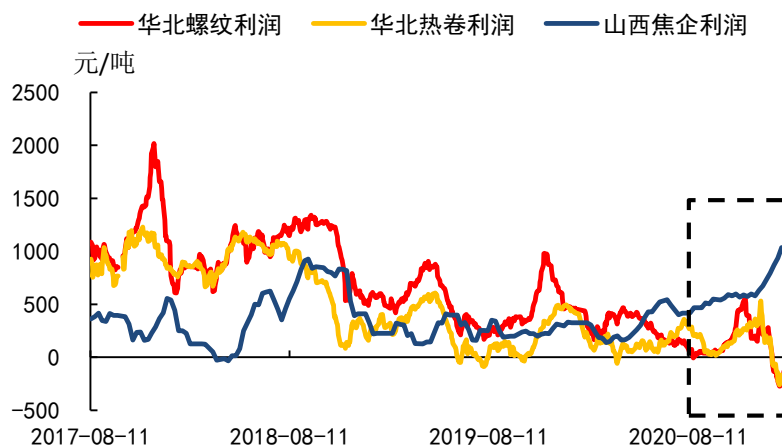


资料来源：Wind，申万期货研究所

二、新增产能投放期，钢焦利润再分配

从焦炭的现货估值上看，由于去年钢焦产能周期的错配，焦炭产量增速明显不及螺纹，叠加澳煤受限后焦煤成本的抬升，焦企利润显著扩张，经我们测算，目前山西地区焦企利润已达 1023 元/吨。但钢厂利润在原料成本的侵蚀下利润明显偏低，目前华北地区螺纹和热卷吨钢利润分别在-208 元和-88 元左右。

图 3：钢焦主要产品利润对比（元/吨）

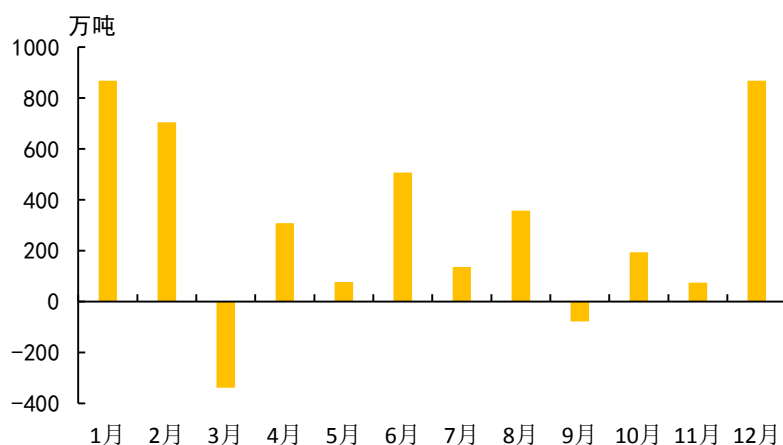


资料来源：Wind，申万期货研究所

单纯从钢焦利润的对比上看，经历了 15 轮提涨的焦炭现货的确存在一定高估的成分，但后期焦价调整的空间和幅度仍然有赖于焦化产能投放的力度以及供需缺口的回补。

从今年焦化产能的投放进度看，1 季度的确是投产的高峰期，按计划约有 1200 万吨左右的净增量。但值得注意的是去年年底由于供暖任务而延期淘汰的焦化产能或将于 1 季度正式退出；另一方面，新增焦化产能从投产到足额释放产量仍有一定的时间间隔，产量的上升或没有产能投放的力度来得大。

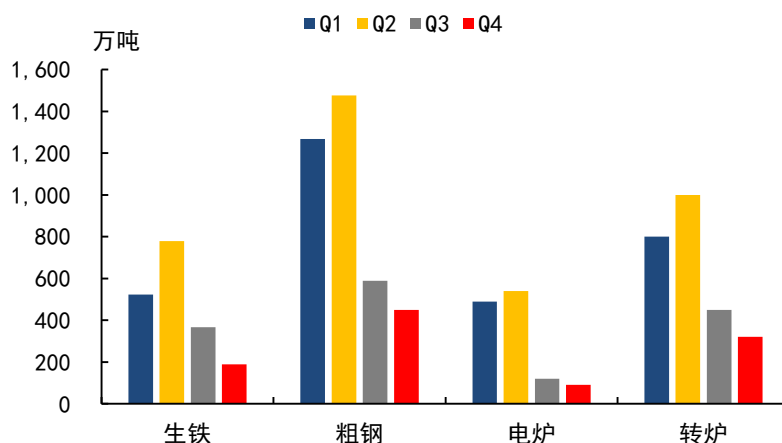
图 4：2021 年焦化产能投放情况



资料来源：CCTD，申万期货研究所

再者，今年上半年同样也是生铁产能的投放集中期，1250 万吨的生铁产能投放或将带来 563 万吨左右的焦炭增量需求。

图 5：2021 年钢材产能投放情况

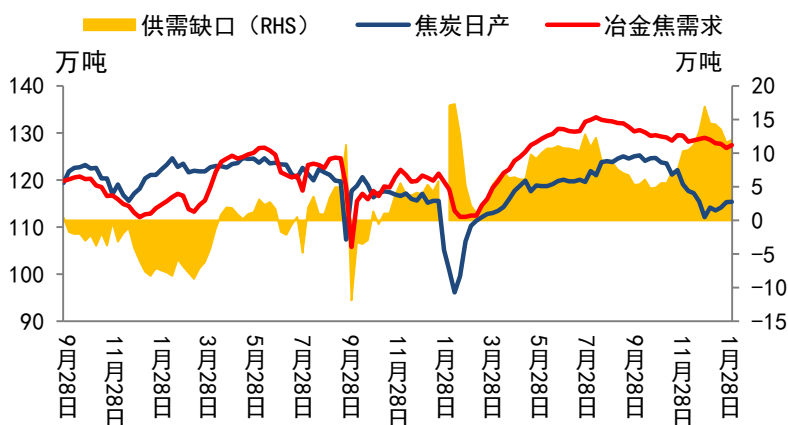


资料来源：申万期货研究所

综合钢焦两端新增产能的投放力度来看，焦化厂在 1 季度存在回吐部分利润的条件，但鉴于新增产能-淘汰产能-生铁投放新增焦炭需求的量较小（日均 1 万吨不到，目前的供需缺口不考虑出口问题大约在 11 万吨/天），且目前盘面已反映大部分焦价提降预期，我们 J05 合约在一季度的走势总体持谨慎乐观态度。

但需求看到，今年焦炭总体产能呈现净增加的态势，到年底约有 3600 万吨左右的产能净投放，对远期的 J2009 和 J2101 合约而言将会有一定的压制。

图 6：焦炭周度供需平衡表

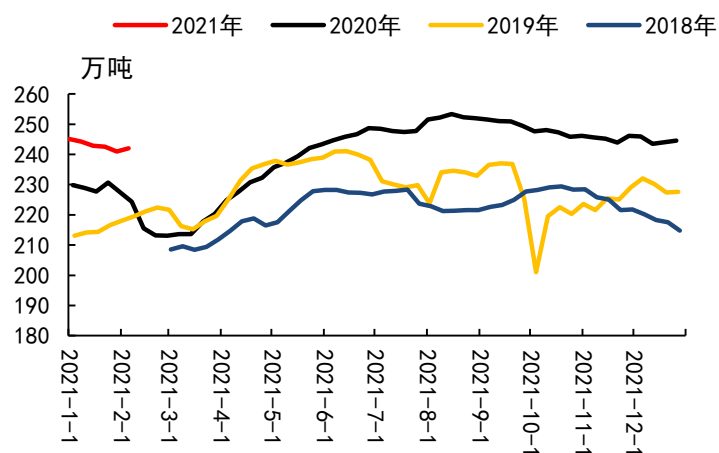


资料来源：Mysteel, 申万期货研究所

三、铁水产量降幅有限，钢厂仍有补库需求

从 1 月中旬开始，由于终端需求在春节前的弱势，叠加长流程持续亏损，引发了市场对于钢厂的淡季由于利润问题减产所引发的黑色系整体负反馈，当时炉料铁矿、焦炭、焦煤等品种的跌幅也明显大于螺纹和热卷。但从近期的数据来看，铁水产量在年前并没有出现明显的下降。上周 247 家钢厂高炉铁水产量 242 万吨，较 1 月初的 245 万吨仅小幅下降 3 万吨，较去年同期高出 18 万吨左右，1 月高炉的产能利用率也始终保持在 90% 以上高负荷运转。

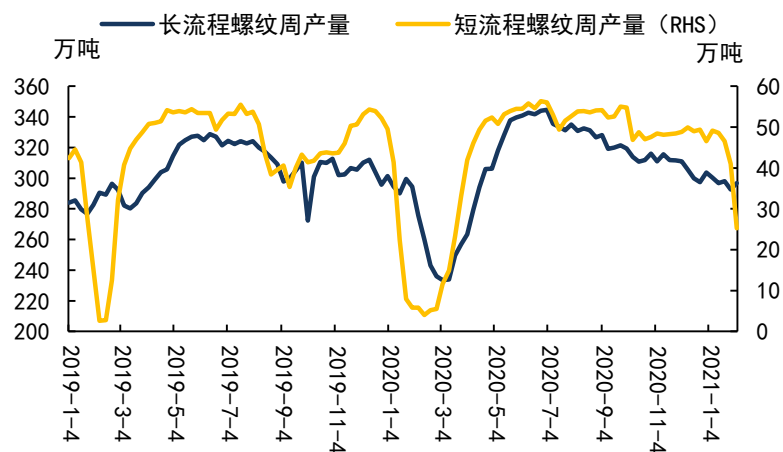
图 7：铁水产量降幅有限



资料来源：Mysteel, 申万期货研究所

从铁水产量的降幅看，由于对节后需求的乐观预期，高炉并没有做出超季节性的减产举动，对品种产量的调节主要由电炉完成。1 月份电炉螺纹钢减量生产 21.4 万吨，占 1 月至今螺纹供给总减量的 75%。由于长流程生产的韧性，若旺季终端需求兑现，那么在目前的库存水平下焦炭需求端的支撑依存在。

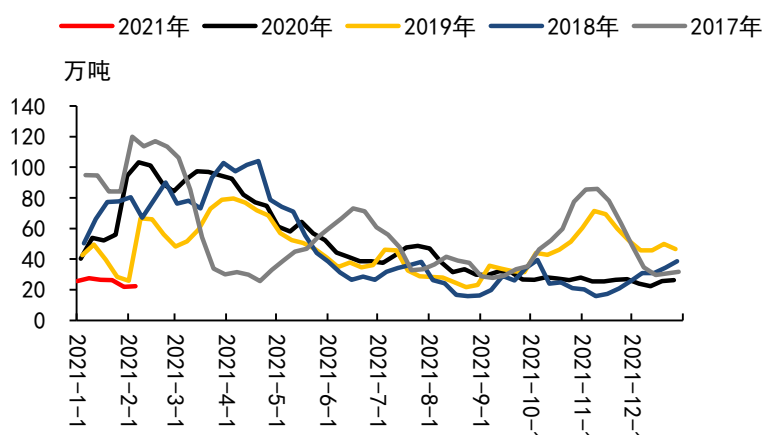
图 8：螺纹产量调节主要由电炉完成



资料来源：Mysteel, 申万期货研究所

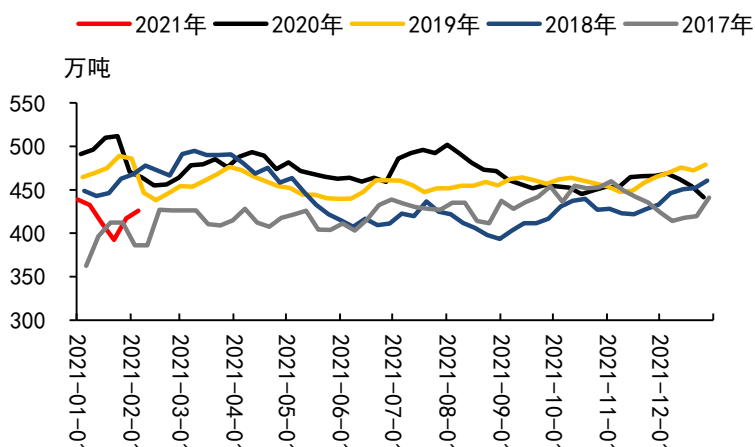
截止到 2 月 5 日，全国 100 家独立焦化厂库存 22.3 万吨，较 1 月初下降 3 万吨左右，只有 2020 年同期的 1/5 左右。钢厂焦炭库存虽然较 1 月低点有一定的回补，但目前 425 万吨的库存较去年同期偏低 8% 左右。

图 9：焦企库存历史低位



资料来源：Mysteel, 申万期货研究所

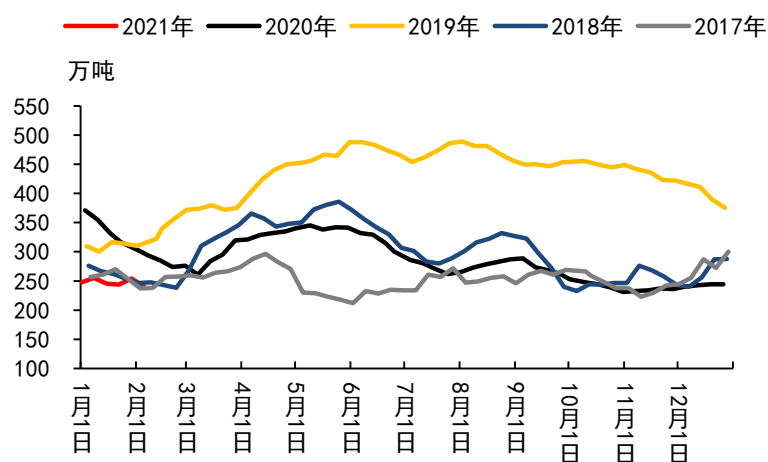
图 10：钢厂旺季仍有补库需求



资料来源：Mysteel, 申万期货研究所

除了钢焦两端外，中间环节港口焦炭库存也处于往年来偏低的位置，2月5日港口库存240万吨，较去年同期偏低44万吨。若节后焦炭价格出现回调，基于钢厂的补库需求以及金三银四的乐观预期，港口贸易商的补库力量也将一定程度上支撑焦价。

图 11：港口焦炭库存历史低位



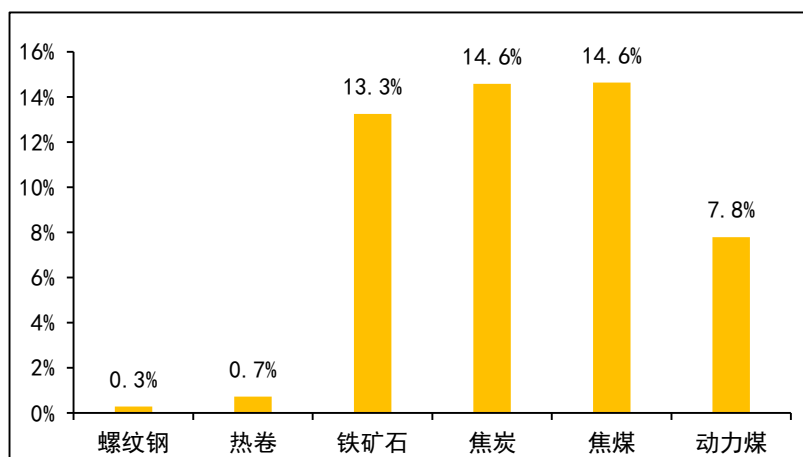
资料来源：Mysteel, 申万期货研究所

四、盘面贴水偏大，节后面临基差修复窗口

从黑色系整体而言，节后走势的共同影响因素在于旺季需求强度的验证以及去库的速度。目前的螺纹期现价格水平已经体现了市场节后需求的乐观预期。由于螺卷盘面基本平水，我们不排除因为库存压力和需求恢复速度偏慢所导致成材盘面回调的可能（预计节后螺纹库存高点1800万吨左右，累库进程或将延续到3月中旬），届时或将对05焦炭价格造成一定压力。

但我们对1季度整体终端需求的表现持较为乐观的态度，主要逻辑还是在于地产需求在短期内的韧性以及海外复苏进程的逐步推进。

图 12：黑色各品种主力合约基差率



资料来源：Mysteel, 申万期货研究所

另外，从黑色系各品种的估值水平看，双焦目前的铁水相对较大，在临近 05 合约交割的时间窗口期内盘面受深贴水的支撑也最强。

五、小结

综合钢焦两端新增产能的投放力度来看，焦化厂在 1 季度存在回吐部分利润的条件，但鉴于新增产能-淘汰产能-生铁投放新增焦炭需求的量较小（日均 1 万吨不到，目前的供需缺口不考虑出口问题大约在 11 万吨/天），且目前盘面已反映大部分焦价提降预期，我们 J05 合约在一季度的走势总体持谨慎乐观态度。

今年焦炭总体产能呈现净增加的态势，到年底约有 3600 万吨左右的产能净投放，对远期的 J2009 和 J2101 合约而言将会有一定的压制。

近期螺纹产量下跌主要由短流程来完成，铁水的产量表现出了较强的韧性，在目前焦炭各环节库存水平都偏低的情况下，若金三银四的旺季需求兑现，钢厂和贸易商的补库和投机需求将一定程度上支撑焦炭现货价格。

从黑色系各品种的估值水平看，双焦目前的贴水相对较大，在临近 05 合约交割的时间窗口期内盘面受深贴水的支撑也最强。根据我们上述对双焦基本面的分析以及对终端需求在 1 季度整体表现的预期，我们认为 J05 合约在春节后存在回调买入的价值。中期操作上建议 5-9 正套节后择机买入，长期可考虑逢高做空 2009 和 2101 焦化利润

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。