

● 主要结论

宏观方面，疫情冲击下，4月地产、工业增加值等宏观数据回落明显，市场信心亟待重铸，监管层面以及政策层面多次出台相关措施稳定市场预期，6月，上海全面恢复正常经济活动，带来终端需求预期以及现实的回暖。

对于焦煤，复产复工带来的需求增长将边际提升原料真实消耗量，供给端国内稳定释放，进口增量可期，焦煤基本面转向供需双增，在市场情绪转暖以及绝对库存低位支撑下价格将有反弹。然而，当前黑色产业链利润集中在上游矿端，在此利润结构之下，焦钢补库动能存疑，焦煤反弹高度受限。进一步上行驱动有待下游利润的实质改善。

分析师：邵荟懂
从业资格号：F3035090
投资咨询号：Z0015224
电话：021-55007766
邮箱：15219@guosen.com.cn

对于焦炭，供应端，原料补充，物流通畅，产能释放，焦炭供应弹性充足。短期在利润受损影响下开工受到一定约束，伴随复工推进，需求改善，焦化利润水平将得到一定修复，焦炭产量环比回升。需求端，短期高铁水产量支撑刚性需求，复工也将带来原料消耗量的边际增加，但粗钢产量控制红线仍在，预计铁水上升空间有限。焦炭自身供需趋于中性平衡，价格跟随成材波动。

风险提示：煤炭进口政策变化、成材去库超预期、钢材限产政策变动

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、本轮疫情对双焦影响回溯

本轮奥密戎疫情对于双焦的影响可大致分为三个阶段：

图：焦煤主连价格走势（单位：元/吨）



数据来源：文华财经、国信期货

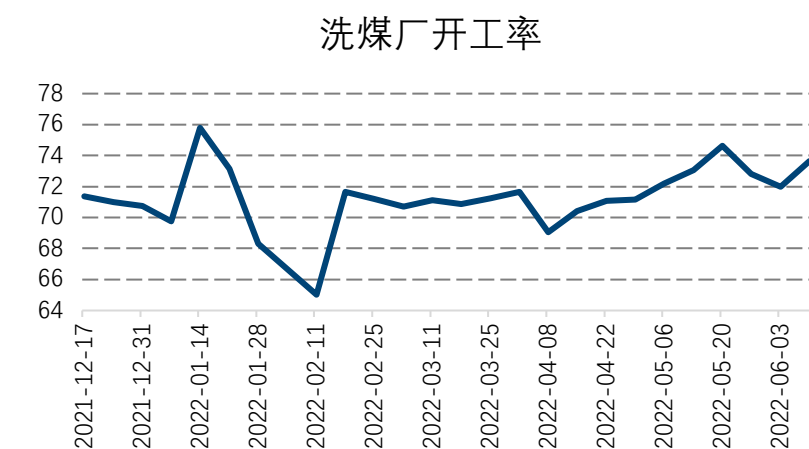
图：焦炭主连价格走势（单位：元/吨）



数据来源：文华财经、国信期货

第一阶段（3月中旬-4月中旬），疫情初期，病例在全国范围内散点式出现，尤其焦煤、焦炭的主产省份山西、河北出现病例，各地执行较为严格的封控措施，公路运输受阻，煤矿发运困难，库存累积，被迫减产，4月上旬，汾渭调研样本煤矿产能利用率降至93.32%，Mysteel调研110家样本洗煤厂开工率跌至69.07%。焦企则由于原料补充不足被动减产，封控与物流的干扰下，双焦供需双弱，并且在弱现实强预期的带动下价格上行。

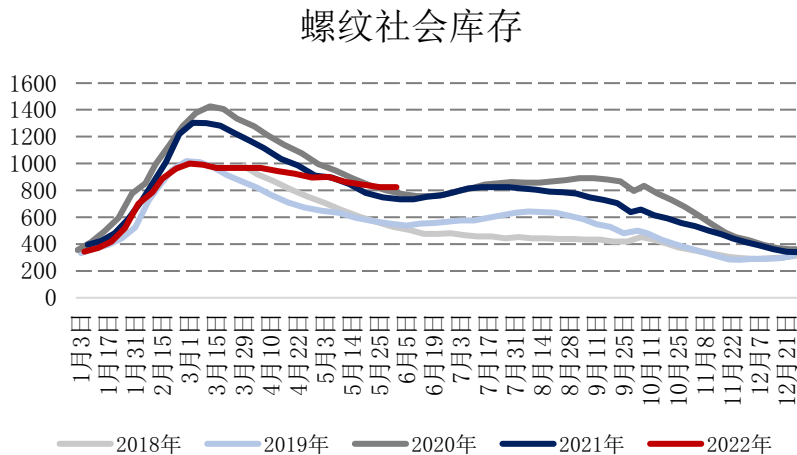
图：110家样本洗煤厂开工率（单位：%）



数据来源：Mysteel、国信期货

第二阶段（4月中旬-5月下旬），疫情中期，一方面主产省份的小范围疫情被快速扑灭，另一方面，主产省份通过发放通行证等方式加快恢复运输，物流畅通之后，煤矿库存压力缓解，焦企厂内原料补充，开工上行。与此同时，需求预期未兑现，工地开工困难，疫情对于终端需求的现实影响逐步显现，成材库存去化缓慢，价格下行。数据显示，在传统消费旺季，2021年5月末螺纹社会库存较3月初高点下降42.6%，而2022年同期社会库存仅下降17.6%。供应回升以及由成材价格下跌带来的黑色板块负反馈共同作用于原料端，促使双焦价格高位回调。

图：螺纹社会库存（单位：万吨）



数据来源：Mysteel、国信期货

第三阶段（5月下旬至今），疫情末期，各地基本实现社会面清零。6月1日，上海全面恢复正常经济活动，释放终端需求复苏信号。从数据表现来看，6月第一周，螺纹总库存周环比下降25万吨至1168万吨，其中社会库存下降1万吨，钢厂库存下降24万吨。终端复产，需求恢复，钢厂库存向下转移，带动成材价格上涨。由此可见，与一、二阶段对于双焦供需端的直接冲击不同，复产期主要通过转换市场预期、提升边际需求、提振成材价格、打开产业链利润空间来影响双焦价格运行中枢。下面，我们将具体分析在复产阶段的双焦走势。

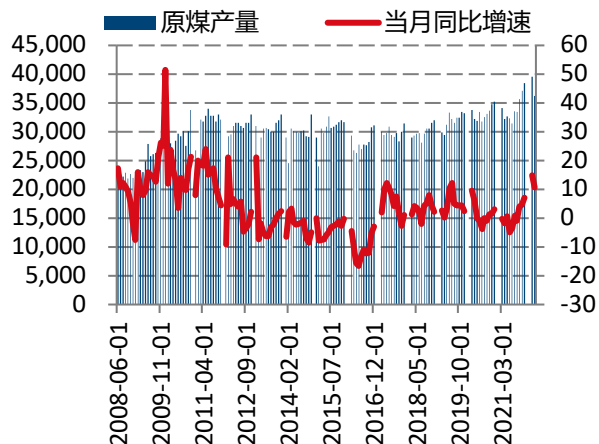
二、复产阶段双焦走势分析

1、焦煤篇

1.1 煤炭保供持续，整体供应回升

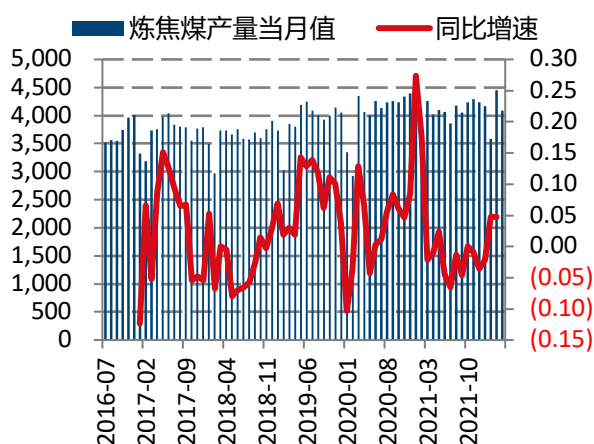
由上文的回溯可知，疫情对于焦煤生产端的影响更多集中在第一、二阶段，终端需求启动对于煤矿生产的影响效果甚微，国内煤炭生产更多要关注到政策调控以及安全检查的影响。虽然一季度末煤矿经历了库存压力下的被动减产，但影响时间较短，因此整体产量数据保持了同比小幅增长。1-4月炼焦精煤累计产量1.63亿吨，同比增长2.1%。从政策角度来看，2022上层延续煤炭保供思路，环保检查与安全检查则更加趋向常态化，对产出的实质影响弱于去年，预计国内焦煤产量保持同比小幅增长趋势。

图：原煤产量及同比（单位：万吨，%）



数据来源：Mysteel、国信期货

图：焦煤产量及同比（单位：万吨，%）

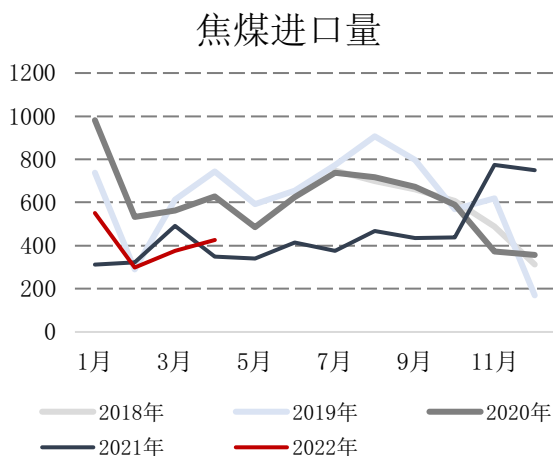


数据来源：Mysteel、国信期货

1.2 外部趋于稳定，进口增量可期

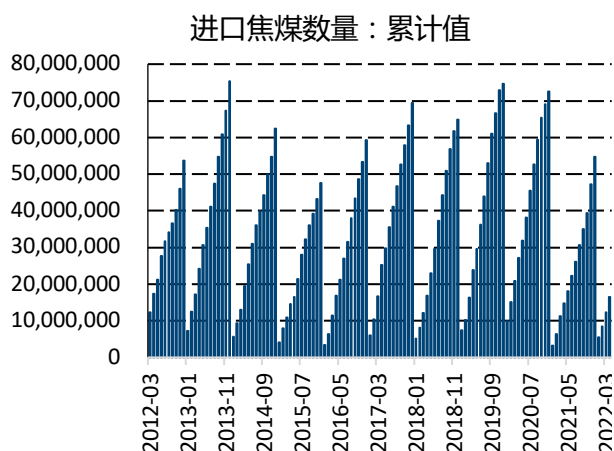
根据海关总署数据显示，2022 年 1-4 月累计进口炼焦煤 1652 万吨，同比增加 12.1%。分国别来看，2022 年进口来源国占比前三依次为俄罗斯、蒙古、美国，占比分别是 30.5%、20.6%、16.1%。目前俄罗斯焦煤进口已处高位，增量有限。美国以及加拿大资源较国内价格倒挂，短期暂无成交，中期难以放量。而蒙古方面，经历疫情冲击波之后，近期国内新增确诊有效控制，在 100 例以下波动。伴随外部环境企稳，中蒙货运通关效率稳步回升。5 月甘其毛都口岸日通关车数最高达到 468 车，虽然近日口岸出现司机阳性导致短时封控，但整体影响不大。接下来策克口岸、满都拉口岸也将提供一定进口增量，预计焦煤进口环比将有上升。

图：焦煤进口量季节性（单位：万吨）



数据来源：Mysteel、国信期货

图：焦煤进口量累计值（单位：吨）



数据来源：Mysteel、国信期货

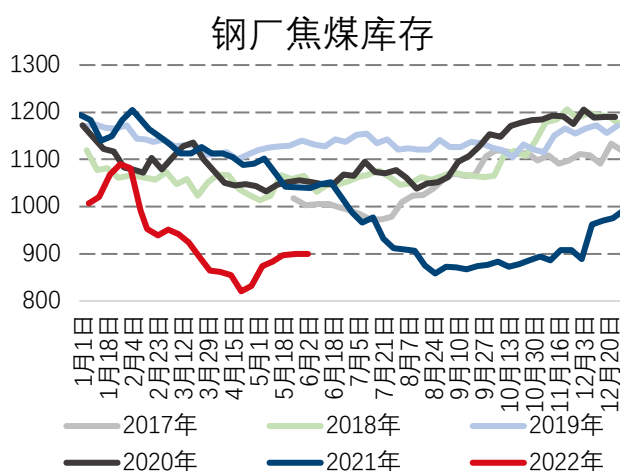
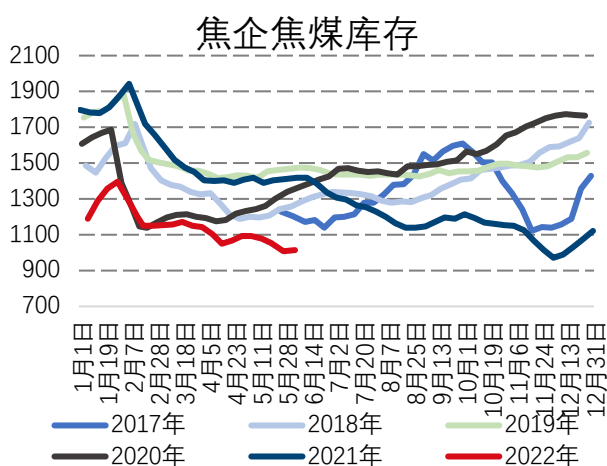
2.3 库存水平低位，支撑煤价

港口方面，俄罗斯资源报价小幅下调，成交放量，但美国、加拿大资源较国内焦煤价格倒挂严重，远期几无成交。港口焦煤库存整体维持低位窄幅波动。截止6月3日，京唐港、日照港、连云港、青岛港、湛江港焦煤库存合计149万吨，月环比下降25万吨。

疫情冲击尾声，运力不再是制约流通的因素。然而，前期由于终端需求未有明显回暖，钢厂与焦化端利润被严重压缩，导致下游采购积极性下降。亏损状态焦企主动降低厂内原料库存，钢厂在少量补库之后也维持低库存策略按需采购。截至6月3日，Mysteel调研全国230家独立焦企焦煤库存1015.72万吨，月环比减少78.73万吨。247家钢厂样本焦化厂焦煤库存899.97万吨，月环比增加26.14万吨。我们认为，现阶段，焦煤绝对库存水平低位对于价格形成一定支撑，在上海全面解封后，下游心态逐渐好转，采购积极性回升，贸易商投机需求入场，现货成交回暖。

图：230家独立焦企焦煤库存

图：247家样本钢厂焦煤（单位：万吨）

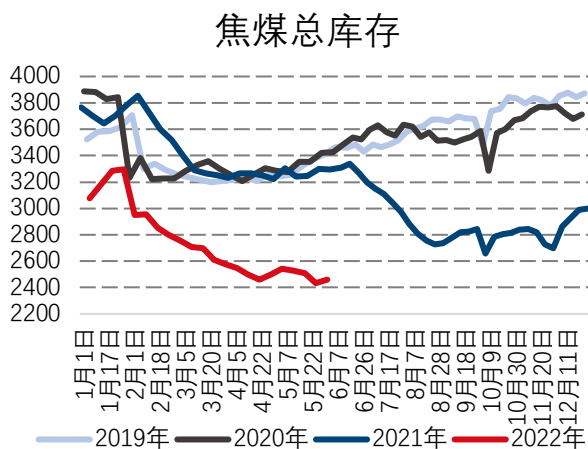
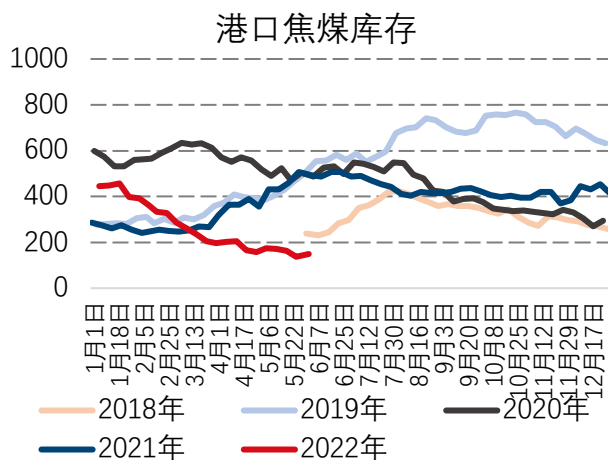


数据来源：Mysteel、国信期货

数据来源：Mysteel、国信期货

图：港口焦煤库存（单位：万吨）

图：焦煤总库存（单位：万吨）



数据来源：Mysteel、国信期货

数据来源：Mysteel、国信期货

2.4 焦煤需求有支撑

短期来看，焦炭现货提降，焦企出现亏损，主动开工动能下滑。截至6月3日，独立焦企焦炭日均产量58.9万吨，周环比下降0.3万吨。虽然目前焦炭日均产量较历年同期仍处低位，但是下游复产复工进程将同步推动原料需求，同时，钢厂高位高炉开工率以及铁水产量也将对焦煤刚性需求形成支撑。

因此，我们认为，复产复工带来的需求增长将边际提升原料真实消耗量，供给端国内稳定释放，进口增量可期，焦煤基本面转向供需双增，在市场情绪转暖以及绝对库存低位支撑下价格将有反弹。然而，当前黑色产业链利润集中在上游矿端，在此利润结构之下，焦钢补库动能存疑，焦煤反弹高度受限。进一步上行驱动有待下游利润的实质改善。

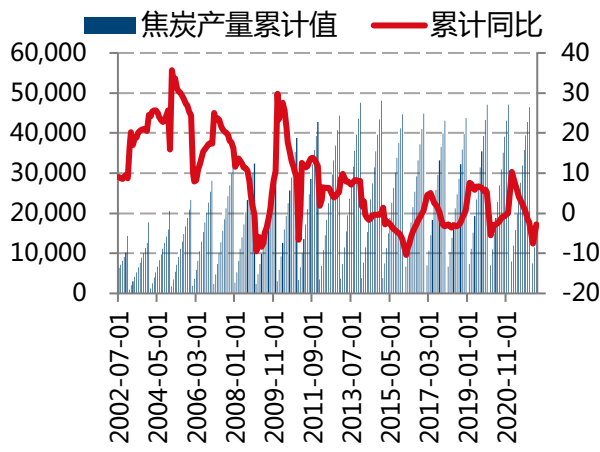
2、焦炭篇

2.1 焦炭产量同比小降，短期利润制约产量释放

2022年，焦企整体开工水平较2021年平均水平偏低，一季度春节、冬奥、两会、疫情等影响焦企生产的因素接连出现，导致焦炭产量同比出现下滑。1-4月，焦炭产量1.55亿吨，同比下降2.7%。4月焦炭产量4001万吨，月环比下降15.9万吨。从单月数据来看，焦炭产量同比降幅逐步收窄，新产能释放叠加焦企开工水平回升，使得国内整体焦炭供应逐步恢复。目前，由于焦炭现货连续实现提降，焦煤降幅不足以打开利润空间，焦企出现亏损性减产。而从产能角度来看，据Mysteel调研反馈，2022年全年净新增产能在1500万吨水平，焦炭产能充足，供应弹性较大，短期主要制约产量释放的因素是利润受损，预计伴随复产推进，钢材价格上行，产业链利润修复，必将带动焦化端利润好转，进而使得焦炭供应环比回升。

图：焦炭产量累计及同比（单位：万吨，%）

图：焦企开工率（单位：%）



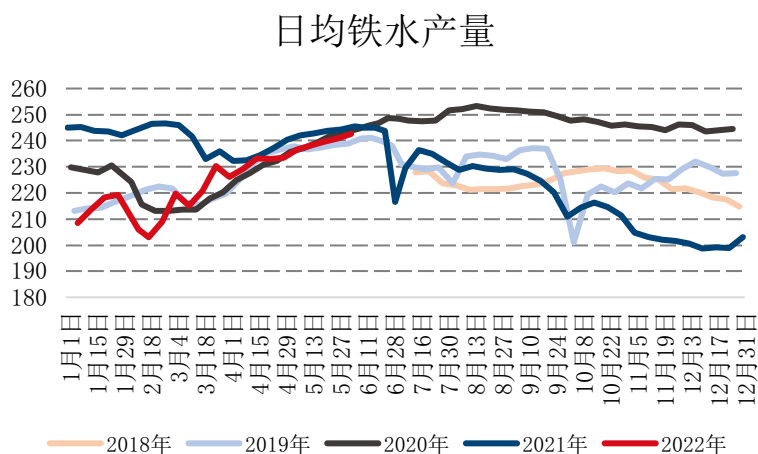
数据来源：WIND、国信期货

数据来源：Mysteel、国信期货

2.2 焦炭需求高位，上方空间有限

从直接需求来看，前期钢厂亏损主要通过电炉调节产量，在高炉一端则保持了相对高位的开工率和日均铁水产量，截至6月3日，Mysteel 调研 247 家钢厂日均铁水产量回升至 242.61 万吨。短期高铁水产量支撑了焦炭的刚性需求，复产推动成材消费，将进一步带动铁水产量上行。政策面，4 月发改委再次表示，要求确保实现 2022 年全国粗钢产量同比下降，压产政策仍悬于顶，虽然短期生产未受到冲击，但鉴于目前铁水产量已在近年来的相对高位，我们预计后期铁水产量环比有增长，但增量空间有限。

图：日均铁水产量（单位：万吨）



数据来源：Mysteel、国信期货

3.3 焦企出货顺畅，贸易商囤情绪回暖

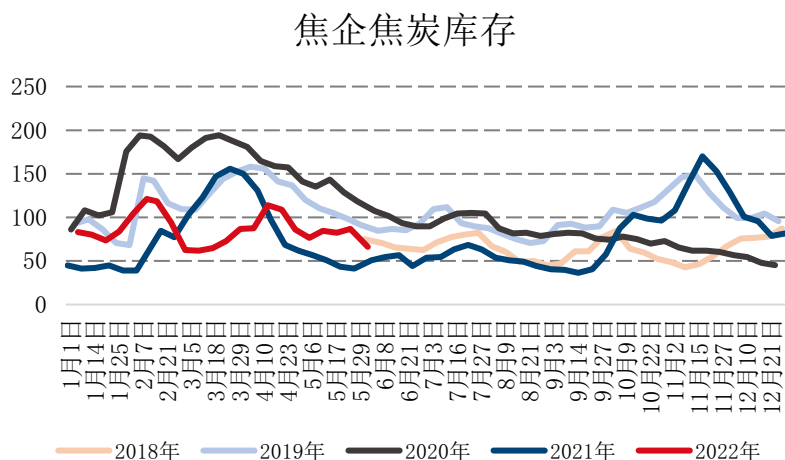
运力恢复，物流通畅。需求端，钢厂高炉维持在一个高开工水平，虽然下游补库动能较弱，采购谨慎，但高开工率支撑了炉料的高消耗量，因此在按需补库的策略下，焦企出货顺畅，厂内焦炭库存回落，暂无

库存压力。截至6月3日，Mysteel 调研 230 家独立焦企焦炭库存 66.17 万吨，月环比下降 10.49 万吨，焦企再次去库。

港口方面，焦炭四轮提降落地之后，贸易商心态有所回暖，集港量小幅增加。截止6月3日，焦炭港口库存合计 240.5 万吨，周环比增加 15.7 万吨，港口焦炭库存抬升。

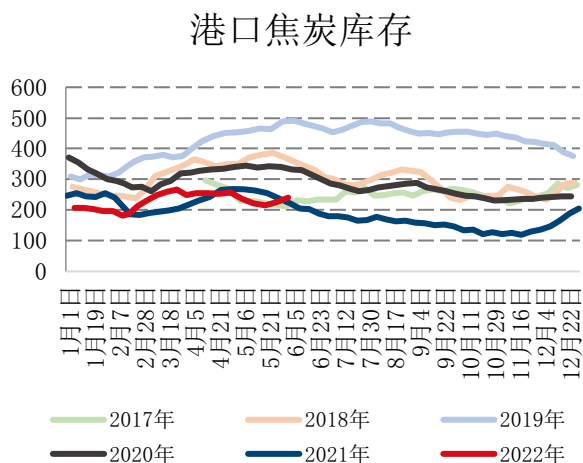
钢厂方面，前期焦炭库存去化至近五年来最低位，近期开始小幅补库，但由于钢厂端利润仍未打开，对于原料采购偏谨慎。截至6月3日，247 家样本钢厂焦炭库存 667.77 万吨，月环比减少 8.91 万吨，基本持平。伴随复工进程，成材成交回暖，钢厂焦炭库存将有一定增量。

图：焦企焦炭库存（单位：万吨）



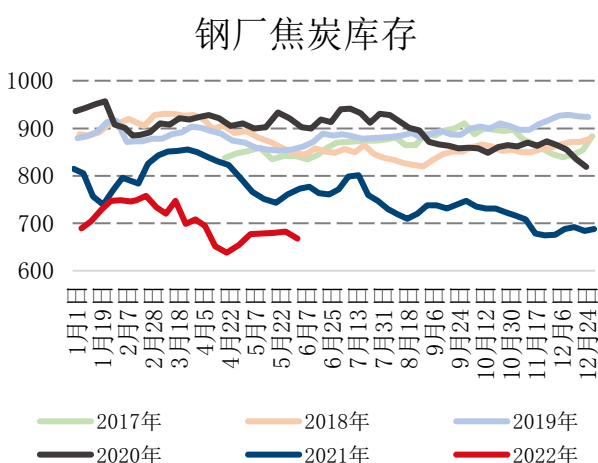
数据来源：Mysteel、国信期货

图：港口焦炭库存（单位：万吨）



数据来源：Mysteel、国信期货

图：钢厂焦炭库存（单位：万吨）



数据来源：Mysteel、国信期货

综上，供应端，原料补充，物流通畅，产能释放，焦炭供应弹性充足。短期在利润受损影响下开工受到一定约束，伴随复工推进，需求改善，焦化利润水平将得到一定修复，焦炭产量环比回升。需求端，短期高铁水产量支撑刚性需求，复工也将带来原料消耗量的边际增加，但粗钢产量控制红线仍在，预计铁水上升空间有限。焦炭自身供需趋于中性平衡，价格跟随成材波动。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。