

【建投黑色】利润分配视角下，焦炭跌回 2500 指日可待

发布日期：2022 年 5 月 27 日 分析师：张少达 电话：023-81157295 期货投资咨询号：Z0017566
研究助理：唐惠珽 电话：023-81157285 期货从业资格号：F3080720

摘要：

高炉炼铁是焦炭最主要的消费领域，自 2018 年焦化产业实施供给侧改革以来，焦炭话语权有所增强，但是在大多数情况下依旧处于买方市场。在这种环境中，焦炭现货形成了独特的定价机制——通过轮数定价。焦炭现货的涨跌是焦炭与钢厂博弈的结果，反映了其背后的利润再分配。

为摸清利润分配与焦炭涨跌价之间的规律，我们提出两个指标辅助研究，焦钢毛利差与焦煤超额利润率。研究发现：（1）通常情况下，焦炭价格走势与焦钢毛利差曲线的吻合度是极高，但后者不是领先指标；（2）焦钢毛利差通常在 0 轴下方，超常规的供给侧改革是扰动因素；（3）去年焦炭价格与焦钢毛利差曾出现过劈叉，根源在于焦煤对焦钢利润的侵蚀。

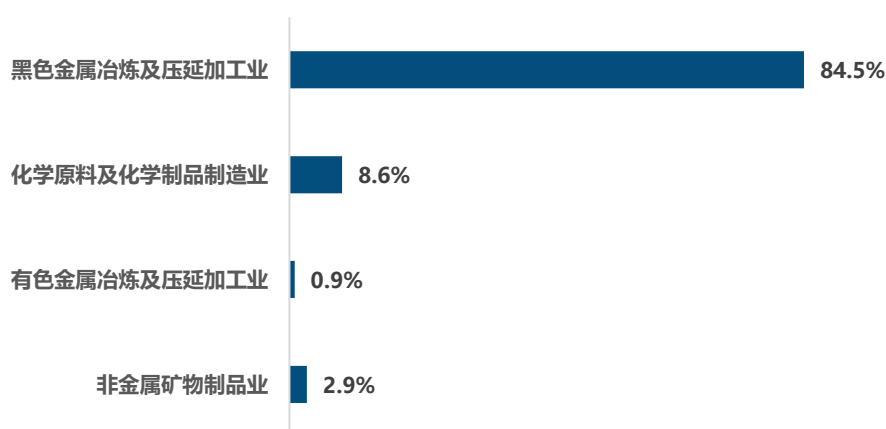
结合上述规律，我们判断未来焦钢毛利差或将继续在 0 轴以下运行，焦钢毛利差越高，做空焦炭现货的边际风险越低。此外，焦煤获得超额利润的驱动正在减弱，未来焦煤超额利润率有望下滑至 27%（去年末的低点）以下，对应低硫焦煤价格 2190 元/吨，意味着成本端至少有 700 元的下降空间，焦炭现货年内跌回 2500 指日可待。

一、焦炭市场多为买方市场

焦炭，重要的冶金原材料，由焦煤（烟煤）在隔绝空气的条件下高温干馏炼焦所制得。焦炭下游需求主要集中在钢铁工业（占比 85%），涉及烧结、高炉、铁合金生产等细分工序，其中高炉炼铁是焦炭最主要的消费领域。大中型钢厂有自备焦化设施，不足部分需要外采，从市场上采购量比例在 40% 左右；中小型钢厂则主要依赖外采。因此，市场上流通的现货基本上是独立焦化厂生产的焦炭。

自 2018 年焦化产业实施供给侧改革以来，焦炭话语权有所增强，但是在大多数情况下依旧处于买方市场。在这种环境中，焦炭现货形成了独特的定价机制——通过轮数定价。若焦炭现货供应宽松，钢厂根据生产销售情况，通过几轮向焦化厂提出降价的通知，焦化厂也根据自身的利润情况决定接受与否。换句话说，焦炭现货的涨跌是焦炭与钢厂博弈的结果，反映了其背后的利润再分配。本文统计了 2018 年以来焦炭现货的 30 个涨跌价周期，并站在利润分配的角度研究其涨跌的内在逻辑。

图表 1：焦炭下游需求主要集中在钢铁工业



数据来源：中信建投期货，国家统计局；数据为 2019 年焦炭消费量 TOP4 下游占比

二、涨价周期长于跌价周期

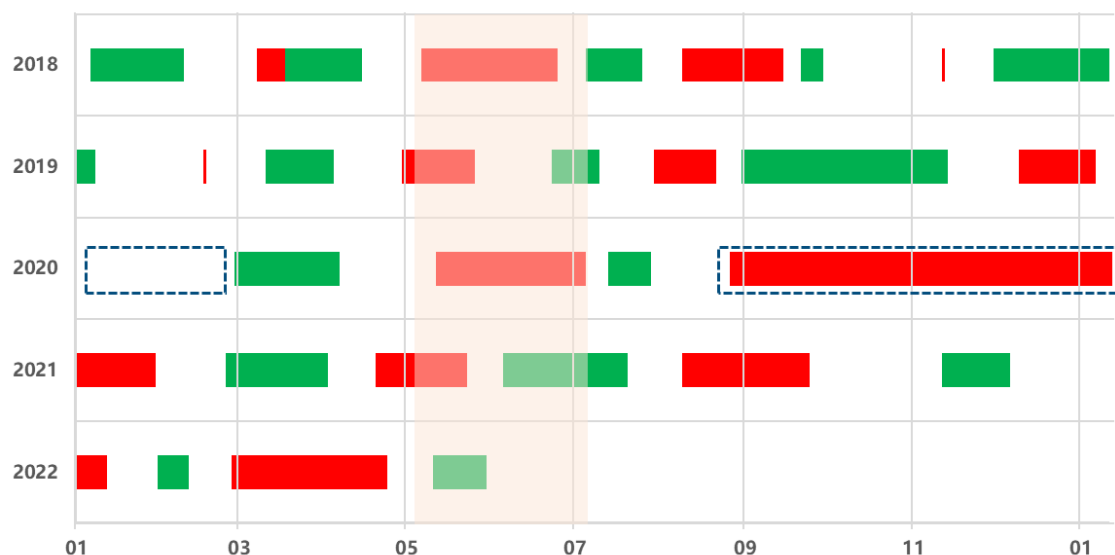
从涨跌周期窥见交易心理。2018 年以来，焦炭现货总计出现 30 个涨跌价周期：整体来看，每个周期平均调整天数 33 天（中位数 27 天），持续时间最长的周期出现在 2020 年下半年，由大批淘汰落后产能驱动，持续 163 天，落地 15 轮提涨，累涨 1000 元/吨。此外，涨跌周期之间通常存在间隔，平均间隔 22 天（中位数 19 天），最长间隔出现在 2020 年初新冠疫情爆发期间，距上一涨价周期 61 天后，进入跌价周期。

请参阅最后一页的重要声明

若区分涨跌周期，涨价周期（均值 38 天）通常长于跌价周期（均值 29 天），表明下跌时市场抛售情绪严重；而涨前间隔（均值 26 天）也长于跌前间隔（均值 19 天），可见悲观情绪后信心重建需要更多时间，而涨价周期尾部会快速滋生恐高情绪。不过，若拉长时间尺度，我们认为涨价周期长于跌价周期，主要源于本文摘取的数据阶段处于焦化产业供给侧改革进程，焦炭估值修复是主流趋势。

分月份来看，季节性规律似乎无法沿用，这源于外部因素扰动：过去四年 3 月至 4 月通常有一个跌价周期，但今年却出现涨价周期；同理，往年 5 月多为涨价周期，而当前正值 5 月，市场却正在经历跌价周期，我们倾向将这种逆季节性归因于宏观周期以及疫情的扰动。

图表 2：2018 年至今焦炭现货涨跌价周期及持续时间



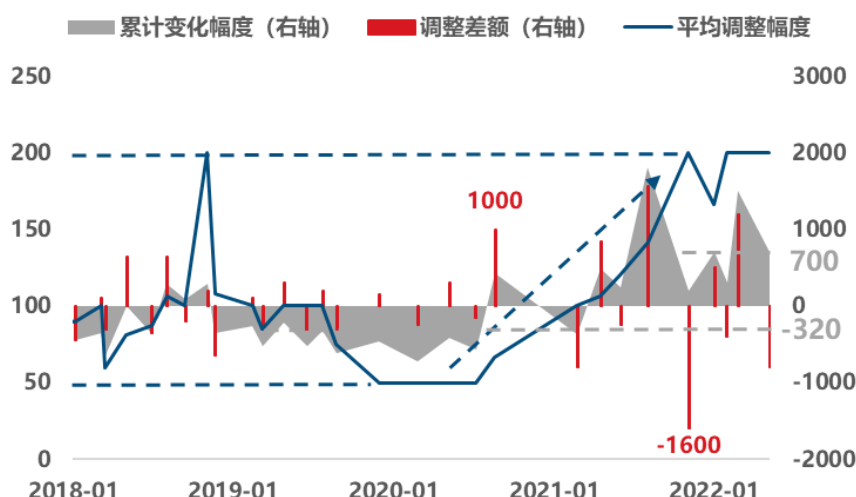
数据来源：中信建投期货，Mysteel；备注：1、数据截至 2022 年 05 月 17 日，假设当前降价周期第三轮于 2022 年 5 月 20 日落地；2、绿色表示跌价周期、红色表示涨价周期，条形长度表示周期持续时间；3、调整天数为首轮落地至最后一轮落地期间天数；4、涨跌间隔天数为上一周期最后一轮落地当天至该周期首轮落地前的期间天数

焦价波动增加，价格中枢上移。观察这 30 个涨跌周期，我们容易发现每个周期单轮的平均调整幅度有明显的区间，均在 50~200 元/吨/轮；自 2020 年 8 月起（累涨 15 轮），单轮平均调整幅度逐步上行，至 2021 年末基本稳定在 200 元/吨。

2020 年下半年，由大规模淘汰落后产能驱动的涨价周期提升了市场对焦炭价格调整的容忍度，在此后的每个涨跌周期，调整差额的绝对值基本在 1000 元/吨上下波动，最高调整差额达到-1600 元/吨（2021 年 11 月）。

若以 2018 年的首个周期为基点（2365 元），在这 30 个涨跌周期调整过程中，2020 年 8 月以前，尽管经历多轮涨跌，但相较于基点，焦炭现货价格中枢维持在下移 320 元左右；2020 年 8 月之后，价格中枢逐步上移，在始于 2021 年 8 月这轮涨价周期中，焦价中枢最高上移了 1800 元，随后价格中枢回落；时至今日，焦价中枢较基点上移幅度已回落至 700 元左右。

图表 3：2018 年至今每个涨跌周期的调整幅度（元/吨）



数据来源：中信建投期货，Mysteel；备注：平均调整幅度取每轮调整幅度的绝对值，调整差额是指该周期调整幅度（累涨/累降），累计变化幅度是指以 2018 年首个周期为基点，综合涨跌变化后的实际变化幅度

三、焦钢毛利差如何释放做空信号？

为摸清利润分配与焦炭涨跌价之间的规律，我们提出两个指标辅助研究，焦钢毛利差与焦煤超额利润率。

若将焦钢毛利差与焦炭现货价格做对比，我们发现三个有意思的点：其一，2019 年以前，焦炭价格走势与焦钢毛利差曲线吻合度极高；其二，2019 年起至 2021 年 8 月，两者走势仍保持一致，但焦钢毛利差曲线较焦炭价格曲线明显上移，我们认为这是供给侧改革背景下，焦炭话语权显著增强带来的必然结果；其三，2021 年 8 月之后，两条曲线劈叉，焦钢毛利差重回 0 轴下方，2021 年 11 月两条曲线走势恢复一致。

对于第三点，为了解释两条曲线劈叉，我们不得不引入第三条曲线——焦煤超额利润率，以衡量焦煤对于下游利润的侵蚀。不难发现，2020 年 8 月起，焦煤超额利润率曲线与焦炭价格曲线愈发贴合，我们的解释是 2020 年 3 月内蒙古启动涉煤腐败“倒查 20 年”，该事件效果滞后了 5 个月才显现。同年 10 月澳煤滞留港口无法通关，亦加强了焦煤对焦炭价格的支撑作用。后疫情时代需求刺激下，2021 年 4 月起，由焦煤推动的行情愈演愈烈，焦煤超额利润

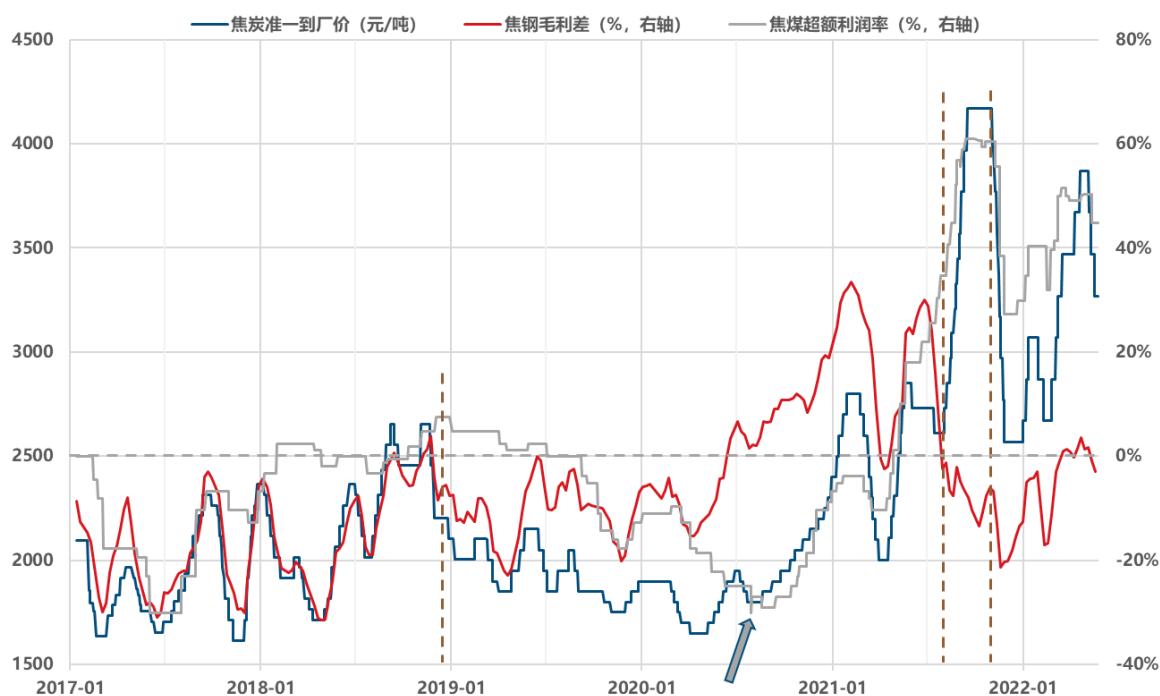
率也从 2021 年初的-5.3%，最高升至 60%。由此，我们判断“两条曲线劈叉”的原因在于焦煤对于焦钢利润均产生了侵蚀，且价格上涨由焦煤主导。

那么如何解释“焦钢毛利差重回 0 轴下方”？事实上，焦钢毛利差大部分时间都在 0 轴以下，这符合“焦炭市场通常为买方市场”的判断。明显突破 0 轴的时间区间为 2020 年 6 月至 2021 年 8 月，最高一度飙升至 34% 附近，也就意味着当时焦企的毛利率比钢厂高出 34%。我们判断，焦钢毛利差的有效突破，来自焦化厂话语权的提高，而这是由焦化产能集中淘汰关停所驱动的。此后的触顶回落，则是来自政策端的压力——粗钢压减政策，它削弱了焦炭的话语权，加之焦化产能进入动态置换期，焦钢毛利差重回 0 轴下方也不难理解。

此外，我们发现焦钢毛利差无法作为判断价格走势的领先指标，因为大部分时候两者是同步的，有时前者甚至是滞后的，因为本文选取的利润数据是即期利润，而非即时利润。

综上所述，我们精炼出三个要点：（1）通常情况下，焦炭价格走势与焦钢毛利差曲线的吻合度是极高，但后者不是领先指标；（2）焦钢毛利差通常在 0 轴下方，超常规的供给侧改革是扰动因素；（3）去年焦炭价格与焦钢毛利差曾出现过劈叉，根源在于焦煤对焦钢利润的侵蚀。

图表 4：焦炭价格演变、焦钢毛利差以及焦煤超额利润率



数据来源：中信建投期货，Mysteel；备注：1、焦钢毛利差是指焦炭毛利率与螺纹毛利率的差值；2、焦煤超额利润率是焦煤超额利润与现价的比值，取 2017 年初的焦煤价格为基准值。

结合当前的实际情况，我们认为粗钢压减政策下，焦炭在产业链中的话语权难有突破，只能寄希望于第二次的“产能集中淘汰”，但目前焦化产能已进入动态置换期，“一刀切”式的集中淘汰不符合国家政策，因此焦钢毛利差未来将继续在 0 轴以下运行，否则做空焦炭现货的边际收益将增加。

此外，焦煤获得超额利润的驱动正在减弱，一方面后疫情下的需求不在，取而代之的是疲弱的地产和持续的粗钢压减，另一方面，蒙煤进口增量正在逐步显现。近期，288 口岸通车量回升至 400 车附近，我们预计今年恢复至 600 车的概率较大，折算出日通关量 8.4 万吨。据悉，288 口岸进口量占进口蒙煤的 40%，占进口蒙古主焦煤的 80%，这意味 600 车的日通关量将填补至少 16 万吨的日均铁水产量，对国内市场冲击明显，焦煤超额利润率有望下滑至 27%（去年末的低点）以下，对应焦煤价格 2190 元/吨，意味着成本端至少有 700 元的下降空间，焦炭现货跌回 2500 指日可待。

联系我们

名称	地址	邮编	电话
中信建投期货有限公司	重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务中心 27 楼、30 楼	400015	023-86769605
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元	200122	021-68765927
济南分公司	济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座六层 611、613 室	250011	0531-85180636
湖南分公司	长沙市岳麓区茶子山东路 112 号湘江财富金融中心 C 座 21 楼 2127-2128 室	410011	0731-82681681
大连分公司	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2901 号房间	116023	0411-84806336
河南分公司	郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房	450008	0371-65612397
河北分公司	廊坊市广阳区吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层	065000	0316-2326908
深圳分公司	深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I	518048	0755-33378759
杭州分公司	浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场 3 幢 702 室	310020	0571-87380613
宁波分公司	浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 F 座 1809 室	315100	0574-89071681
西安分公司	西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G	710075	029-89384301
重庆渝北分公司	重庆市渝北区龙山街道新南路 439 号中国华融现代广场 3 幢 19-1/2 号	401120	023-67380500
上海浦东分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 528 号 2202 室	200120	021-68597013
四川分公司	成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号	610041	028-62818701
重庆分公司	重庆市渝中区中山三路 107 号上站大楼平街名义层 11-A4-A6	400014	023-86769600
北京朝阳门北大街营业部	北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室	100027	010-85282866
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室	330003	0791-82082702
广州东风中路营业部	广州市越秀区东风中路 410 号第 16 层自编 1605C、1605B、1606 房	510030	020-28325286
漳州营业部	福建省漳州市龙文区九龙江大道以东漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号	363000	0596-6161588
合肥营业部	安徽省合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室	230011	0551-2889767
上海徐汇营业部	上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室	200030	021-64040178
武汉营业部	武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 13 层 1301-06、07 号	430021	027-59909521
南京营业部	南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座	210016	025-86951881
北京北三环西路营业部	北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912	100086	010-82129971
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室	030006	0351-8366898
广州黄埔大道营业部	广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406	510630	020-22922102
北京国贸营业部	北京市朝阳区光华路 8 号 17 幢一层 A113 房间	100026	010-85951101
方顿物产（重庆）有限公司	重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务中心 2603 室	400015	023-86769662
福州营业部	福建省福州市台江区宁化街道振武路 70 号（原江滨西大道北侧）福晟钱隆广场 18 层 01	350000	0591-83625596
海南分公司	海南省海口市龙华区滨海大道 77 号中环国际广场 10 层 1002 号	570000	0898-68538536

重要声明

本报告观点和信息仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。中信建投不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则投资者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请投资者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告中资料意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布的内容并非投资决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。投资者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com