

供应低位需求拖累，双焦难言乐观



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：焦煤/焦炭：震荡
报告日期：2024年03月29日

王心彤 资深分析师(黑色产业)
从业资格号：F03086853
投资咨询号：Z0016555
Tel: 8621-63325888
Email: Xintong.wang@orientfutures.com

★焦煤：供应增量需求弱势，煤矿库存累积

供应方面，一季度煤矿由于春节放假以及两会影响，开工率整体低位。在供应同比偏低情况下，需求也呈弱势状态，尤其春节后铁水季节性恢复不及预期，钢厂复产较慢。因此在需求偏弱情况下，下游拿货一般，焦煤价格持续下行。相较于供应，需求端铁水季节性复产较弱才是关键因素。二季度来看，随着督导结束，国产端较一季度有增量预期。同时乌海地区同比也有增量。但安监仍在加之需求低位，供应不会大幅增产。需求来看，二季度地产延续疲弱，基建改善程度有限，因此虽铁水有抬升预期但空间有限。因此在供应增量预期下，需求仍为关键因素。

★焦炭：产能过剩利润低位

焦炭方面目前整体产能仍然过剩，开工率由需求决定，因此一季度随着铁水的下滑，焦化厂开工率持续下行。二季度来看，虽焦炭持续产能过剩，焦化利润维持低位，但焦煤价格有持续偏低可能，或阶段性给到焦化厂利润。

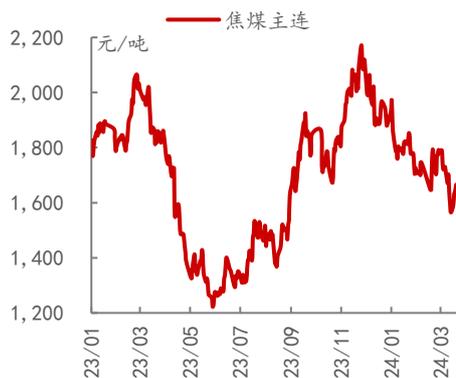
★二季度煤焦市场展望

综合来看，我们认为二季度焦煤供应增加弹性或大于需求端，终端需求面临实际验证，加之下游维持低库存态度，因此二季度焦煤或依然震荡寻底，市场难言乐观。焦炭需求恢复偏慢，成本支撑有限，焦炭或跟随走势为主。

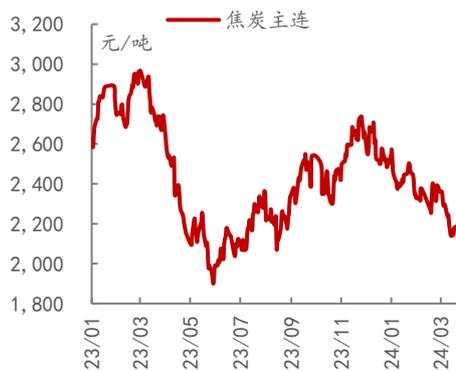
★风险提示：

双焦上行风险主要来自于需求恢复超预期。下行风险在于供应

主力合约行情走势图（焦煤）



主力合约行情走势图（焦炭）



目录

1、一季度市场回顾：供需双弱，煤价下行	4
2、焦煤：需求弱势，二季度上方仍有压力	6
2.1 国产供应低位，但安全督查有上升可能	6
2.2 蒙煤进口持续高位，后期关注海运煤变化量	8
2.3 下游拿货情绪一般，煤矿库存累积	11
3 焦炭：成本下移，利润低位	12
3.1 需求偏弱，利润低位	12
3.2 下游钢厂库存偏低	13
4 二季度焦煤焦炭供需展望	14
5、风险提示	14

图表目录

图表 1: 焦煤现货价格.....	5
图表 2: 焦炭现货价格.....	5
图表 3: 焦煤基差.....	5
图表 4: 焦炭基差.....	5
图表 5: 国内炼焦煤产量.....	6
图表 6: 山西炼焦煤产量.....	6
图表 7: 内蒙古焦煤产量.....	7
图表 8: 国内样本煤矿开工率.....	7
图表 9: 山西样本炼焦煤矿开工率.....	7
图表 10: 长治样本煤矿开工率.....	8
图表 11: 吕梁样本炼焦煤矿开工率.....	8
图表 12: 监管区库存.....	8
图表 13: 甘其毛都通关车辆数.....	8
图表 14: 俄罗斯至全球海运焦煤量.....	9
图表 15: 俄罗斯至中国海运焦煤量.....	9
图表 16: 澳洲冶金焦出口量.....	10
图表 17: 澳煤进口利润.....	10
图表 18: 印度生铁产量.....	10
图表 19: 印度炼焦煤进口量.....	10
图表 20: 炼焦煤加权总库存.....	11
图表 21: 样本煤矿焦煤库存.....	11
图表 22: 钢厂焦煤库存.....	11
图表 23: 焦化厂焦煤库存.....	11
图表 24: 钢厂焦化厂开工率.....	12
图表 25: 独立焦企开工率.....	12
图表 26: 247 铁水.....	13
图表 27: 焦化利润.....	13
图表 28: 焦化厂焦炭库存.....	13
图表 29: 钢厂焦炭库存.....	13
图表 30: 河北地区主流钢厂焦炭库存天数.....	14
图表 31: 山东主流钢厂焦炭可用库存天数.....	14

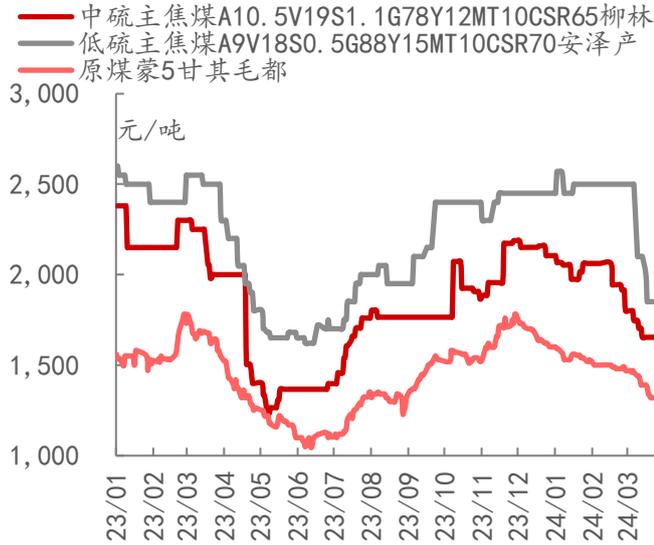
1、一季度市场回顾：供需双弱，煤价下行

一季度来看，焦煤、焦炭呈下行趋势。进入一月，由于需求季节性下降，下游焦化厂钢厂拿货一般，同时蒙煤通关同比较高，盘面价格下行。之后由于煤矿发生安全问题，煤矿事故影响，部分煤矿停限产惜售，焦煤现货价格小幅上涨。加之经前期煤价持续下调之后，产地焦企开始春节前补库，盘面价格上行。但从今年春节前的补库力度来看，冬储补库不及往年。至2月春节前，冬储结束后补库需求下滑，同时需求季节性走弱，市场对于未来需求走弱预期渐强。并且蒙煤通关高位运行，今年蒙煤冬季通车普遍高于往年同期。因此盘面下行。

春节后首日，春节期间甘其毛都口岸放假3天后逐渐恢复通车，但甘其毛都监管区总库存不断上升，由节前不及200万吨不断上升至283万吨左右，库存累积至历史高位，加之蒙煤价格偏低，因此盘面下行释放蒙煤压力。之后山西省发布《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》，文件决定在全省范围内开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治，加之煤矿复产不及预期，部分国有大矿有减产计划，因此供应扰动下盘面大幅拉涨。进入三月，供应处于逐渐恢复的阶段，但需求依然弱势，供应恢复快于需求，因此在供应一些扰动因素退去之后，直面需求的弱势，负反馈盘面下行。至三月中，由于铁水持续低位后见底，铁水环比上升预期，叠加下游低库存，盘面小幅反弹。三月末需求仍未见明显好转，需求弱势拖累下盘面继续下行。虽铁水环比好转，但同比明显下降，市场情绪偏弱。

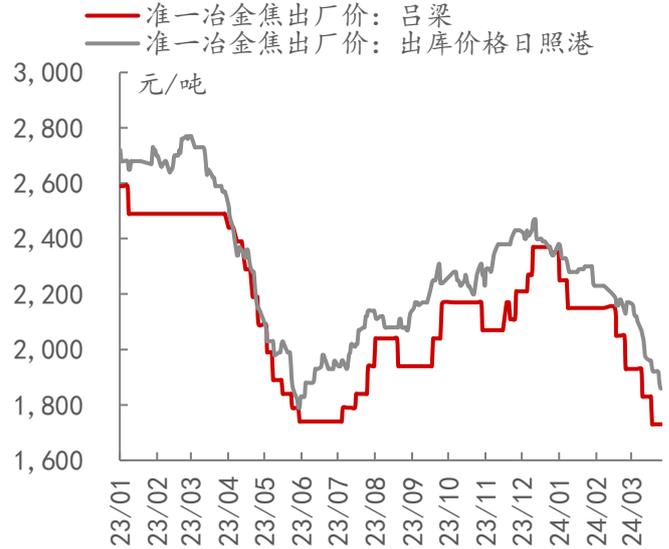
焦炭方面，焦炭盘面基本跟随黑色系波动为主，但现货价格大幅下行。一季度焦炭现货价格七轮下跌，焦化利润持续低位。在焦炭产能过剩的背景下，焦炭价格只能跟随焦煤波动。

图表 1: 焦煤现货价格



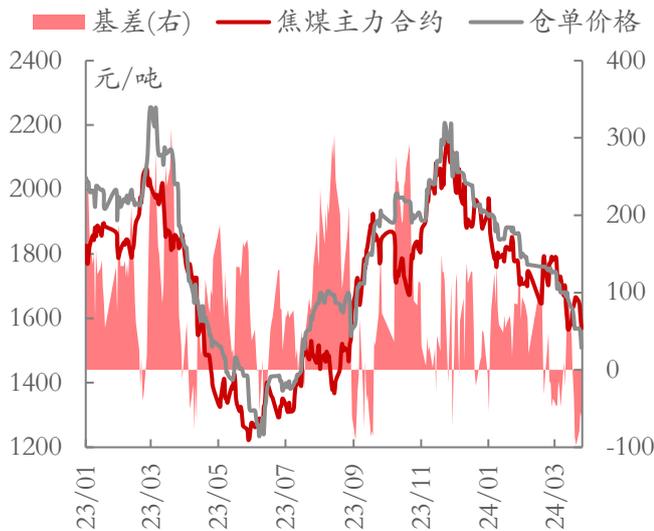
资料来源: Wind, Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 2: 焦炭现货价格



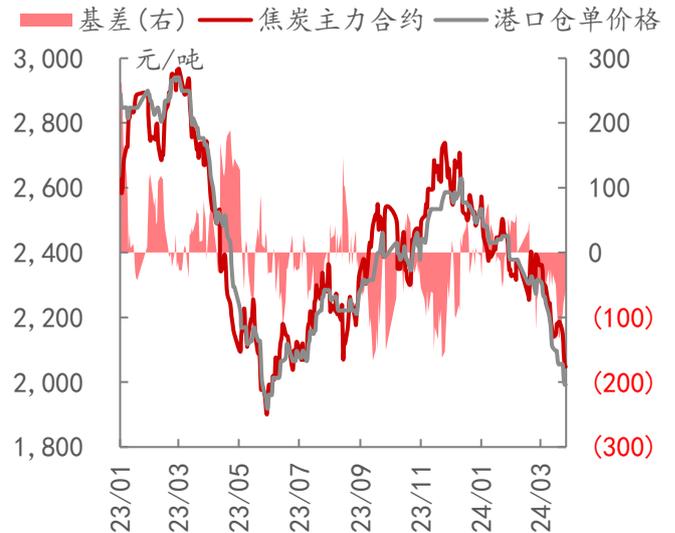
资料来源: Wind, Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 3: 焦煤基差



资料来源: Wind, Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 4: 焦炭基差



资料来源: Wind, Mysteel, 东证衍生品研究院

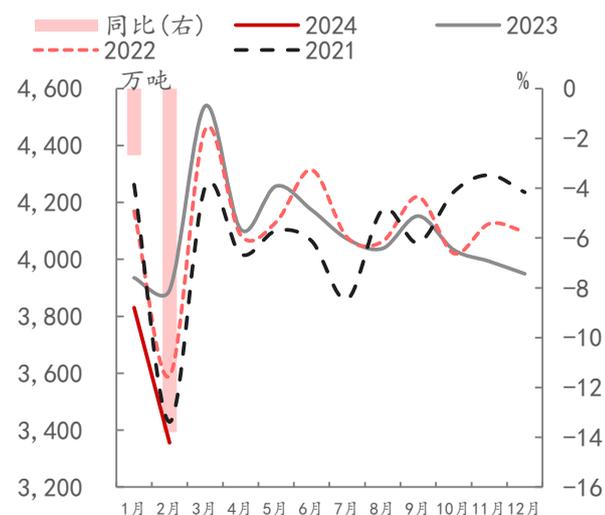
2、焦煤：需求弱勢，二季度上方仍有压力

2.1 国产供应低位，但安全督查有上升可能

今年以来随着煤炭供应紧张的情况逐渐缓解，保证任务压力减小，安全生产将再度加严。在去年11月吕梁煤矿事故后，国务院安委办下发文件对山西省矿山安全生产帮扶指导，此工作为期6个月，持续至2024年5月。同时2月7日山西省发布《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》，文件决定在全省范围内开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治。整治内容涉及煤矿超能力下达生产经营指标情况、煤矿超能力生产情况、超水平超头面组织生产情况和布置隐蔽工作面情况等内容。要求严查全年原煤产量是否超过核定（设计）生产能力幅度的10%、月度原煤产量是否大于核定（设计）生产能力的10%。主产地山西地区焦煤生产节奏逐渐由去年的“增产保供”转变为“稳产保供”，由去年的“保量”转变为今年的“保安”。但与此同时山西省能源局会议也要求今年山西以煤炭稳产保供为基础，坚决稳定基本量。

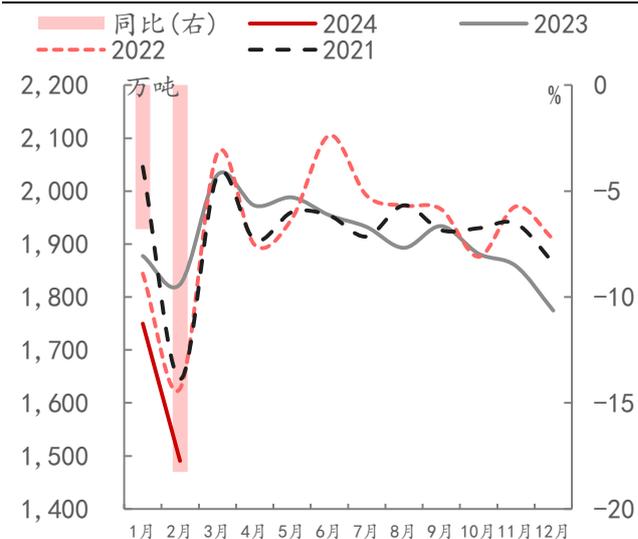
因此，今年山西省焦煤安全生产为前提，但同时稳产为目标。

图表5：国内炼焦煤产量



资料来源：Wind，汾渭，东证衍生品研究院

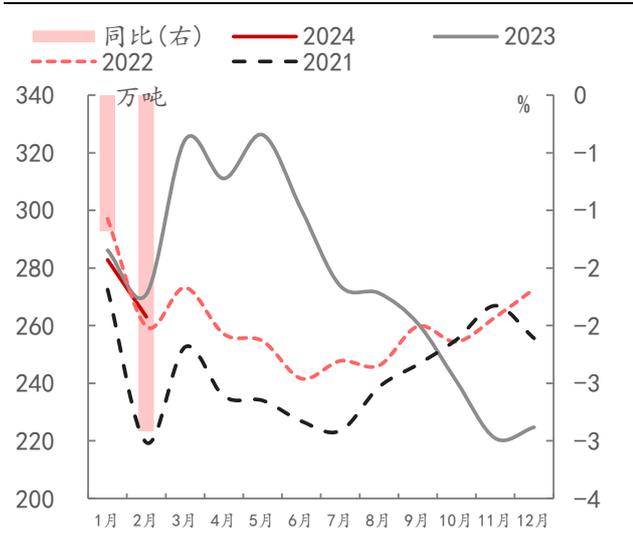
图表6：山西炼焦煤产量



资料来源：Wind，汾渭，东证衍生品研究院

除主产地山西外，今年仍有部分增量来自于内蒙乌海。去年乌海地区由于事故影响，煤矿停产时间较长，今年以来煤矿逐渐复产，后续或带来同比增量。

图表 7: 内蒙古焦煤产量

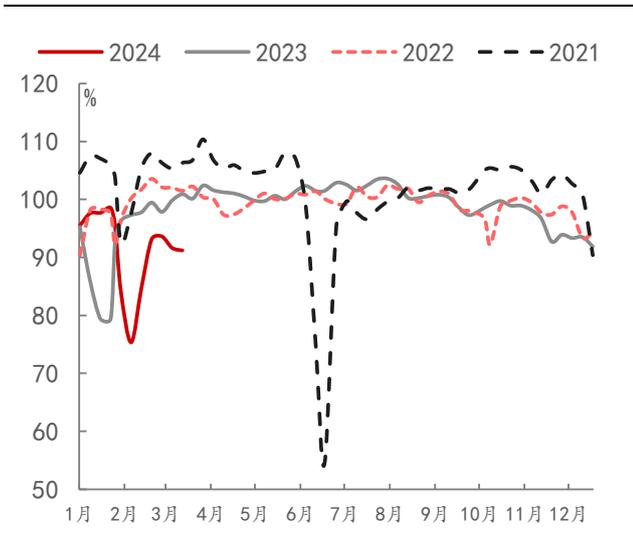


资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

一季度焦煤国产供应同比下降。其中 1、2 月份由于春节放假和安全检查煤矿影响生产节奏，进入 3 月又因为需求恢复缓慢煤矿库存累积产量下降，整体煤矿复产不及预期。据调研了解，主产地山西煤矿春节后复产不及预期，大部分煤矿没到满产，暂未了解到超产情况。尤其是去年存在超产的长治地区，目前煤矿开工率依然偏低未到满产，其他地区开工率更低。因此一季度国产供应低位既有安监压力的影响，又有需求弱勢的拖累。

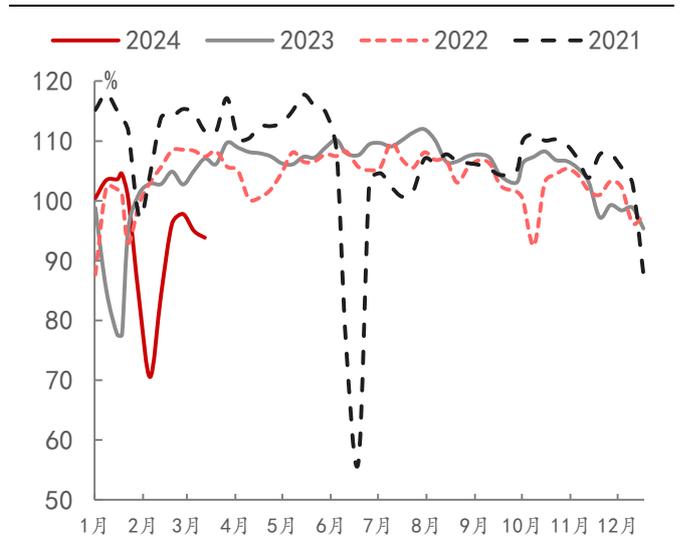
二季度来看，在 5 月安全督导结束前山西依然会维持低开工率，但后续随着需求的环比增加同时安监压力减少，仍有提产可能。同时乌海地区二季度同比或有增量。

图表 8: 国内样本煤矿开工率



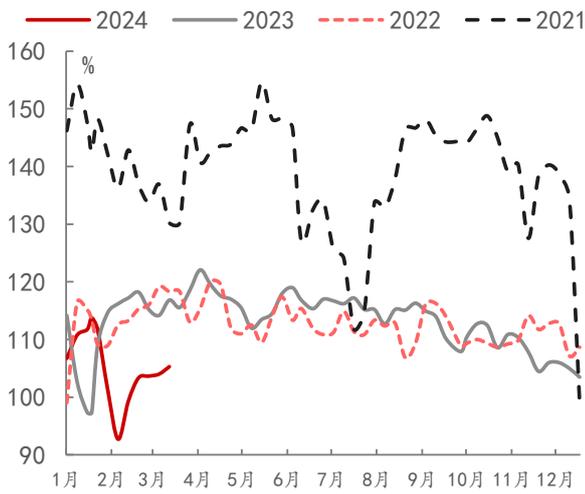
资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

图表 9: 山西样本炼焦煤矿开工率



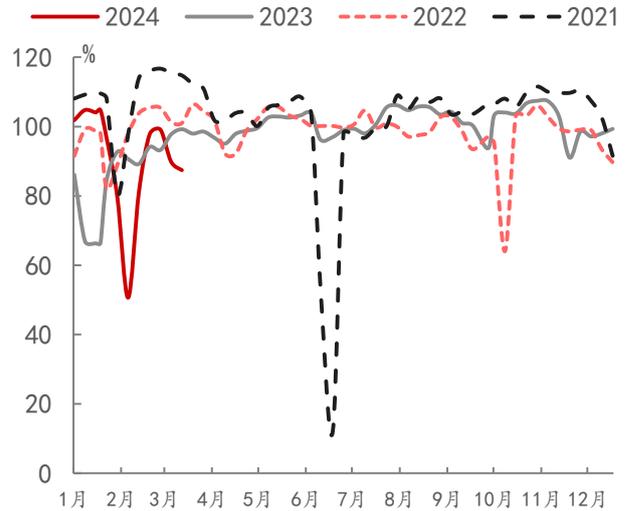
资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

图表 10: 长治样本煤矿开工率



资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 11: 吕梁样本炼焦煤矿开工率



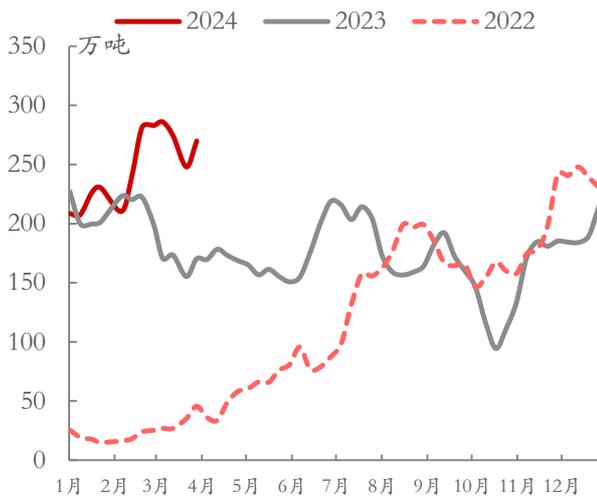
资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

2.2 蒙煤进口持续高位, 后期关注海运煤变化量

今年以来, 蒙煤进口持续高位, 一季度甘其毛都口岸通关车辆数普遍在千车以上。随着无人车的使用, 冬天天气影响通关效率的问题得到改善, 通关效率大幅提升, 因此今年冬季通车辆为历史之最。截止 2024 年 3 月中, 甘其毛都口岸累计进口煤炭 755.09 万吨, 同比增加 150 万吨, 同比上涨 23.83%。

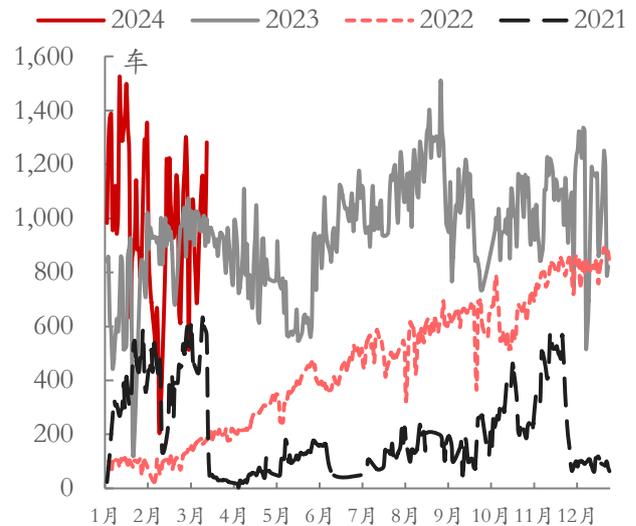
二季度来看, 甘其毛都通车量维持, 同时其他口岸通关量增加, 二季度蒙煤进口或维持高位。但从目前口岸库存来看, 压力较大, 后续关注口岸库存消化问题。

图表 12: 监管区库存



资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 13: 甘其毛都通关车辆数

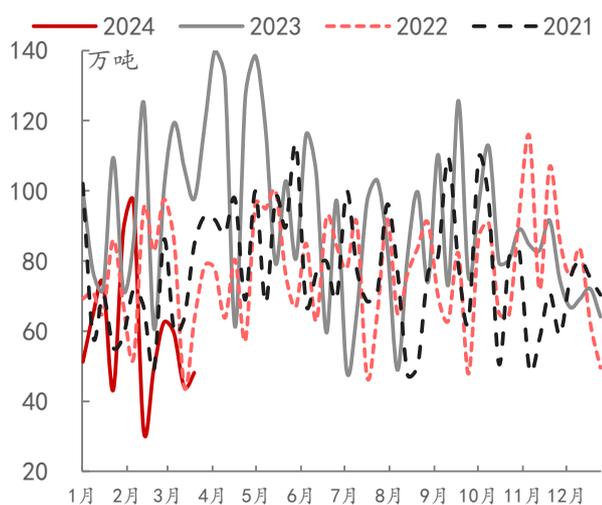


资料来源: 掌上煤焦, 东证衍生品研究院

俄煤方面，从一季度的海运数据来看，俄罗斯至中国海运煤下降。俄煤下降主要有以下因素。首先最主要的就是运输问题，目前俄罗斯国内运力明显不足，留给煤炭的运力更少，因此运至港口焦煤量减少。其次，俄罗斯煤矿自身一季度出现了生产问题，因此产量下降。再次，1、2月份俄罗斯至韩国和印度运煤量增加，因此挤出了部分运至中国的焦煤量。

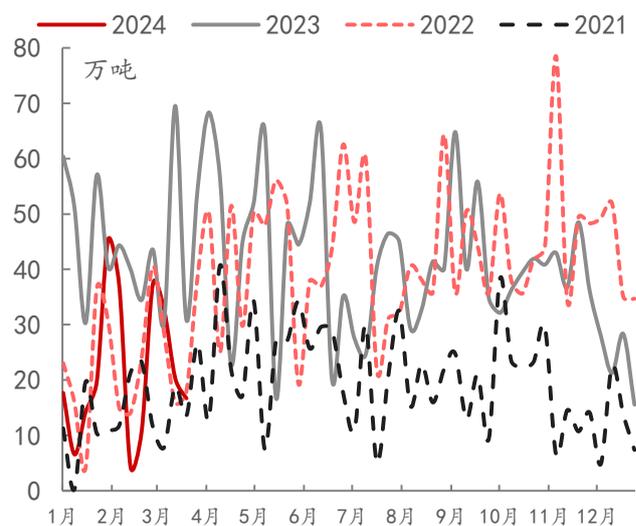
总体来看，俄煤一季度进口量有所下降。二季度来看或较一季度微增，但增幅不大，年度俄煤进口量或同比下降。

图表 14: 俄罗斯至全球海运焦煤量



资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 15: 俄罗斯至中国海运焦煤量

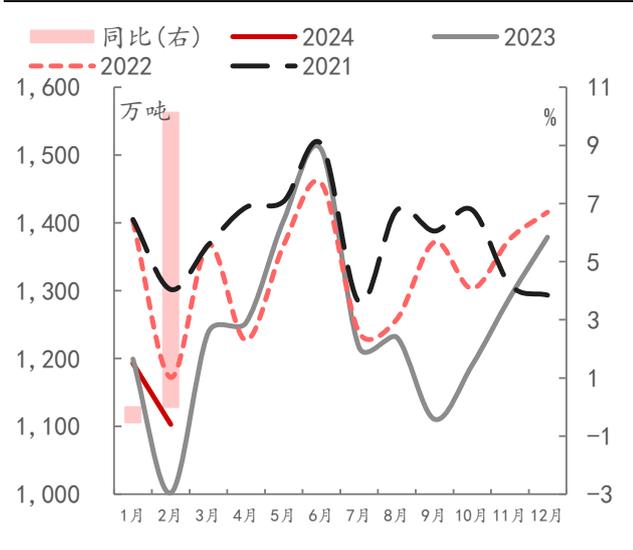


资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

澳煤方面，一季度澳洲炼焦煤生产正常，产量基本和去年同比持平。从出口数据来看，1、2月份澳洲炼焦煤累计出口 2296 万吨，同比增加 4.3%，较去年同期增量。但从印度数据来看，1、2月份生铁同比增加 4% 左右，较去年同期 8% 有所下滑。因此后续还需关注印度需求对澳煤价格的支撑情况。

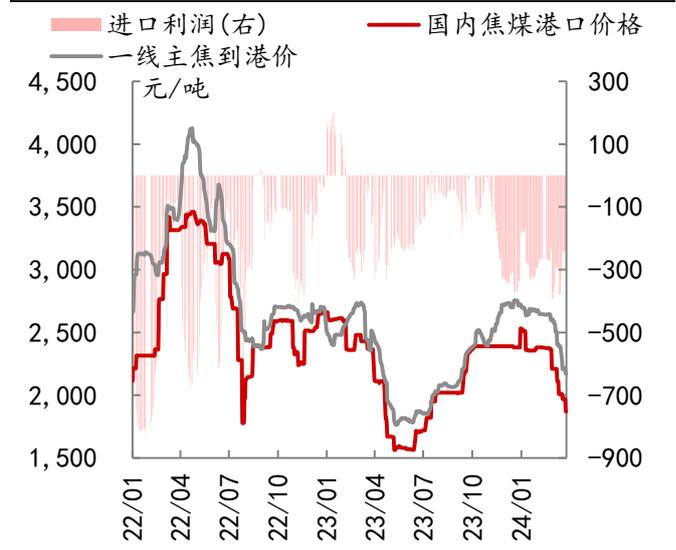
我国进口利润来看，虽然一季度澳煤价格有所下滑，但国内煤下降幅度更大，因此澳煤进口仍无利润。目前东南亚对澳煤的需求仍在，因此短期澳煤进口仍为负利润，暂不会看到澳煤的大量进口。

图表 16: 澳洲冶金焦出口量



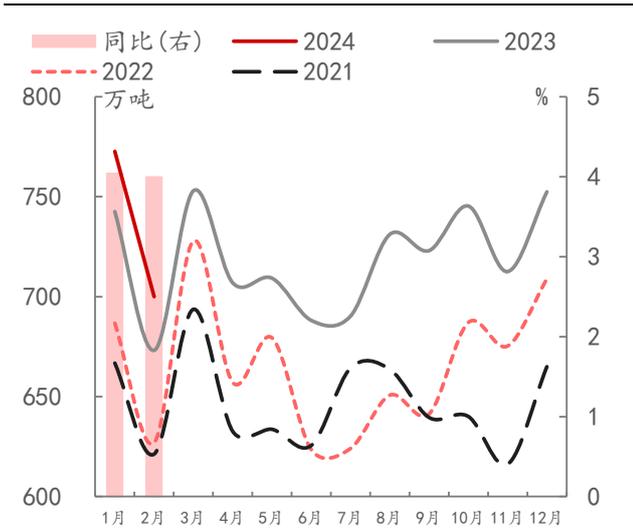
资料来源: 克拉克森, 东证衍生品研究院

图表 17: 澳煤进口利润



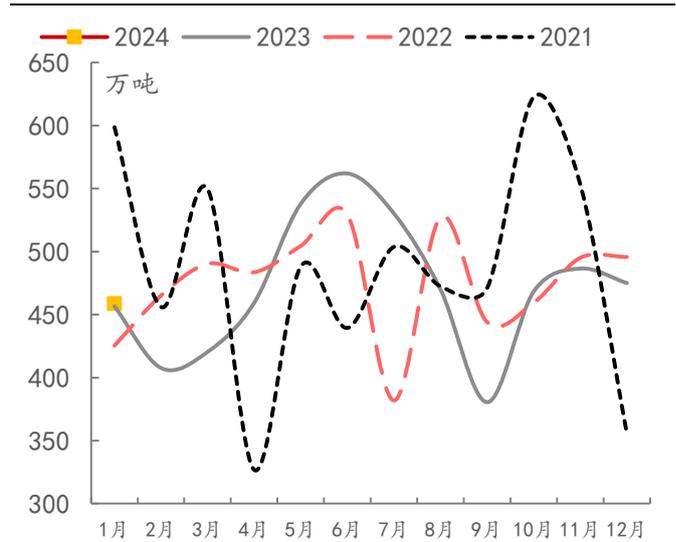
资料来源: Wind, Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 18: 印度生铁产量



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 19: 印度炼焦煤进口量

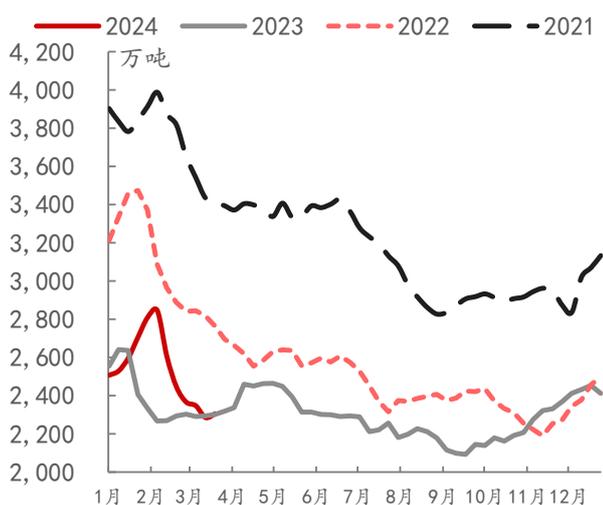


资料来源: 印度煤炭部, 东证衍生品研究院

2.3 下游拿货情绪一般，煤矿库存累积

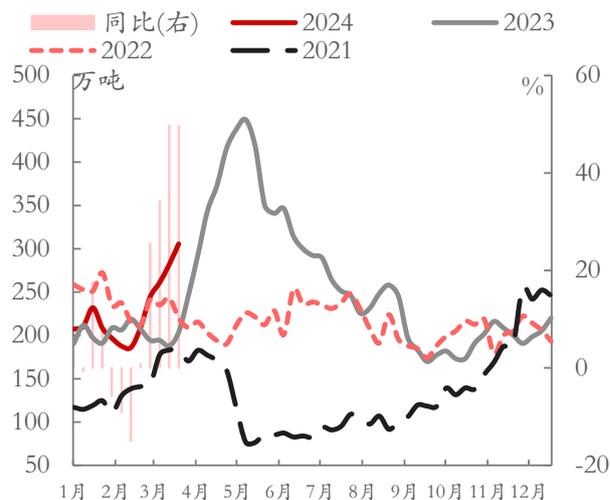
库存方面，一季度由于需求持续弱势，高炉复产不及预期铁水低位，焦化厂开工率下降，下游心态普遍较差。因此下游钢厂和焦化厂消化库存为主，并不愿意进行补库，维持低库存结构。因此焦煤库存普遍累积在上游煤矿端，这也使得现货价格承压下行。但是从总库存来看数据偏低，主要为下游库存较低，结构性问题，因此低库存也会使得焦煤价格向上弹性较大。

图表 20：炼焦煤加权总库存



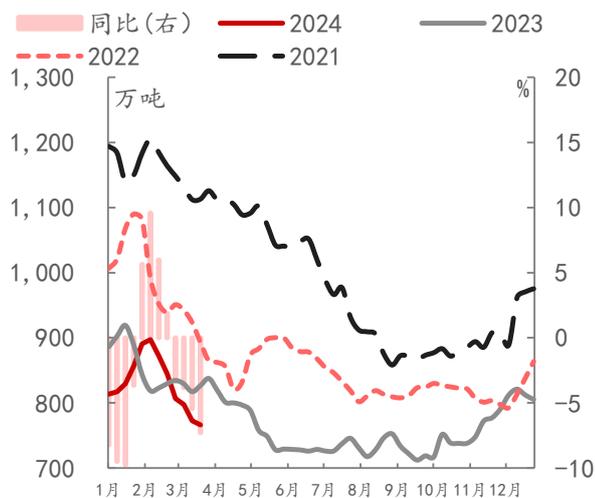
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 21：样本煤矿焦煤库存



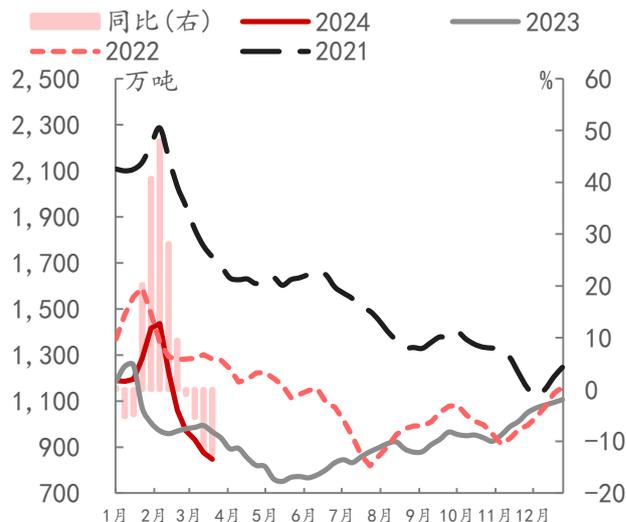
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 22：钢厂焦煤库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 23：焦化厂焦煤库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

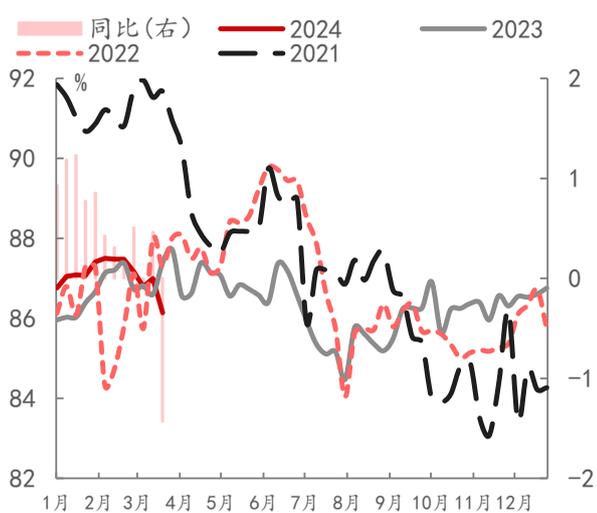
3 焦炭：成本下移，利润低位

3.1 需求偏弱，利润低位

焦炭产能过剩严重，开工率由需求决定。因此一季度随着铁水的下滑，焦化厂开工率持续下滑。

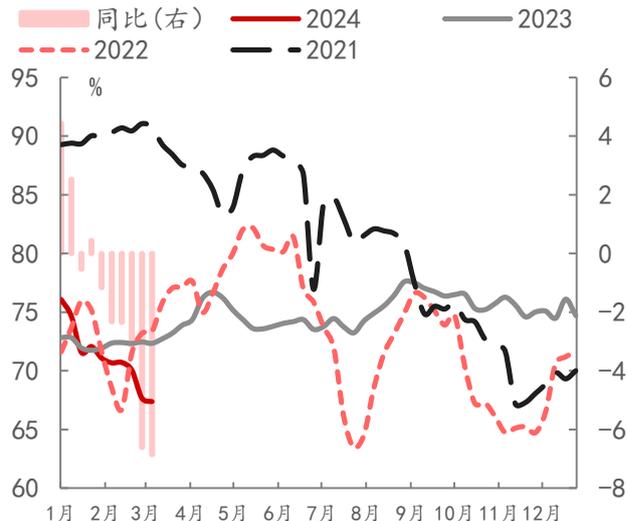
利润方面，对于产能过剩的焦化来说，供给弹性较大，因此焦化利润维持低位。一季度虽然焦炭供应降七轮，但入炉煤成本下行更大，因此按目前点对点利润焦化厂少许盈利。因此二季度来看，随着铁水的环比上升，需求抬升，焦化开工率或有上升。

图表 24：钢厂焦化厂开工率



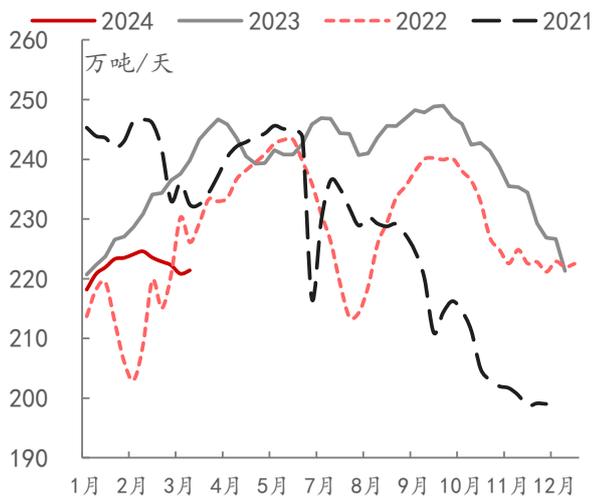
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 25：独立焦企开工率



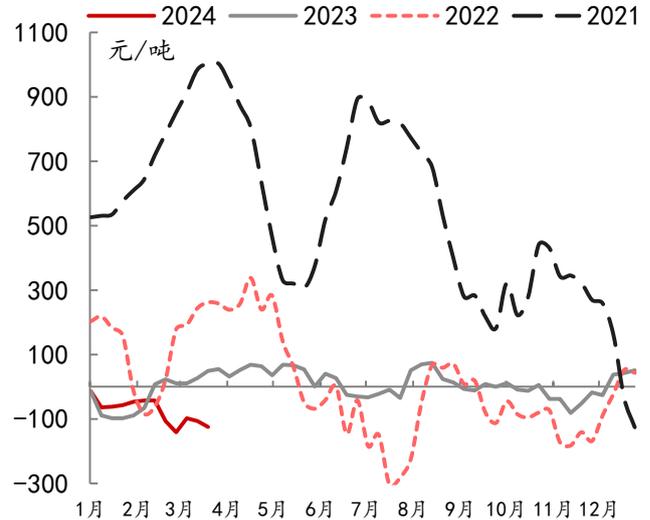
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 26: 247 铁水



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 27: 焦化利润



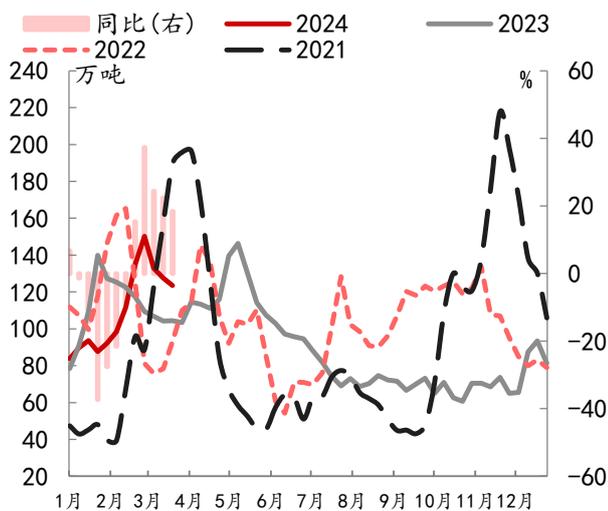
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

3.2 下游钢厂库存偏低

近两年以来,随着钢厂利润的下滑,钢厂对原料的库存始终保持谨慎态度,维持低库存结构,可用天数也一直维持低位。因此一季度春节后钢厂焦炭库存一降再降。

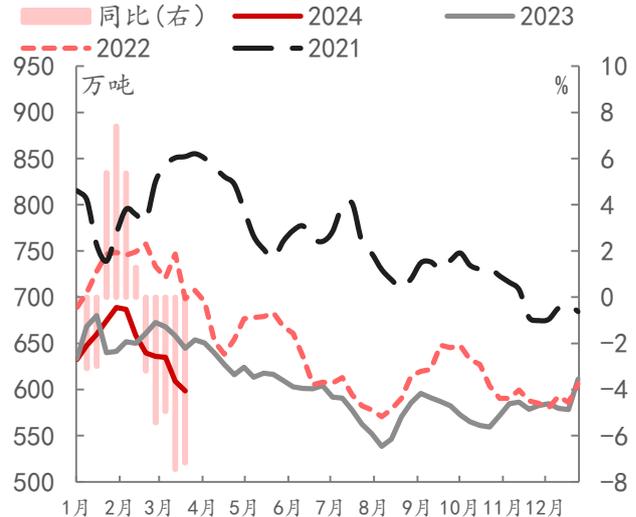
二季度来看,在未看到明显的需求恢复之前,钢厂对未来的需求仍谨慎观望,短期不会增加焦炭库存天数,多按需补库为主。但一旦出现短期的需求恢复或市场超预期扰动,钢厂会对原料集中补库而造成价格波动。

图表 28: 焦化厂焦炭库存



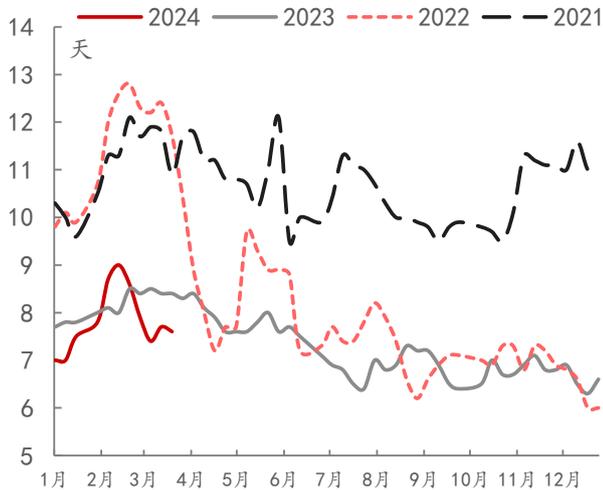
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 29: 钢厂焦炭库存



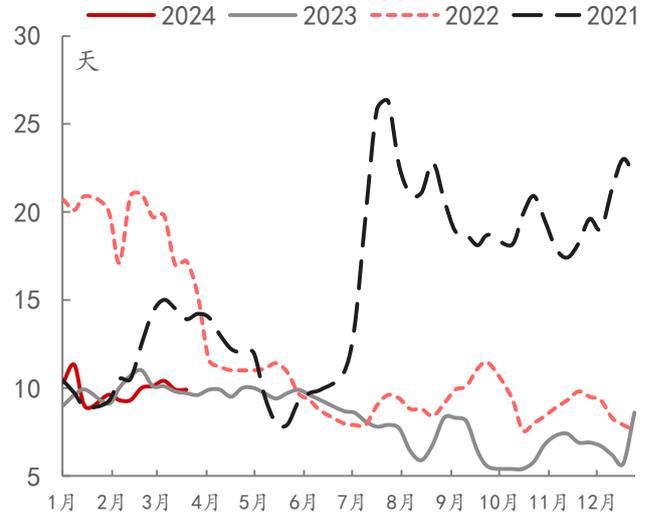
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 30: 河北地区主流钢厂焦炭库存天数



资料来源: 卓创, 东证衍生品研究院

图表 31: 山东主流钢厂焦炭可用库存天数



资料来源: 卓创, 东证衍生品研究院

4 二季度焦煤焦炭供需展望

焦煤方面, 一季度焦煤呈现供需双弱格局。供应方面, 煤矿由于春节放假以及两会影响, 开工率整体低位。在供应同比偏低情况下, 需求也呈弱势状态, 尤其春节后铁水季节性恢复不及预期, 钢厂复产较慢。因此在需求偏弱情况下, 下游拿货一般, 焦煤价格持续下行。相较于供应, 需求端铁水季节性复产较弱才是关键因素。二季度来看, 随着督导结束, 供应端较一季度有增量预期。同时乌海地区同比也有增量。但安监仍在加之需求低位, 供应不会大幅增产。但从目前需求来看, 地产延续疲弱, 基建改善程度有限, 因此二季度虽铁水有抬升预期但空间有限。

焦炭方面目前整体产能仍然过剩, 开工率由需求决定, 因此一季度随着铁水的下滑, 焦化厂开工率持续下行。二季度来看, 虽焦炭持续产能过剩, 焦化利润维持低位, 但焦煤偏弱下行, 或阶段性给到焦化厂利润。

综合来看, 我们认为二季度焦煤供应增加弹性或大于需求端, 终端需求面临实际验证, 加之下游补库态度偏弱, 因此二季度焦煤或依然震荡寻底, 市场难言乐观。焦炭需求恢复偏慢, 成本支撑有限, 焦炭或跟随走势为主。

5、风险提示

双焦上行风险主要来自于需求恢复超预期。下行风险在于供应大量释放。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com