



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

夜阑风吹雨，长夜何时旦 ——2024年二季度煤焦投资策略展望

分析师： 冉宇蒙 (F3085160, Z0016375)

2024年03月

夜阑风吹雨，长夜何时旦

——2024年二季度煤焦投资策略展望

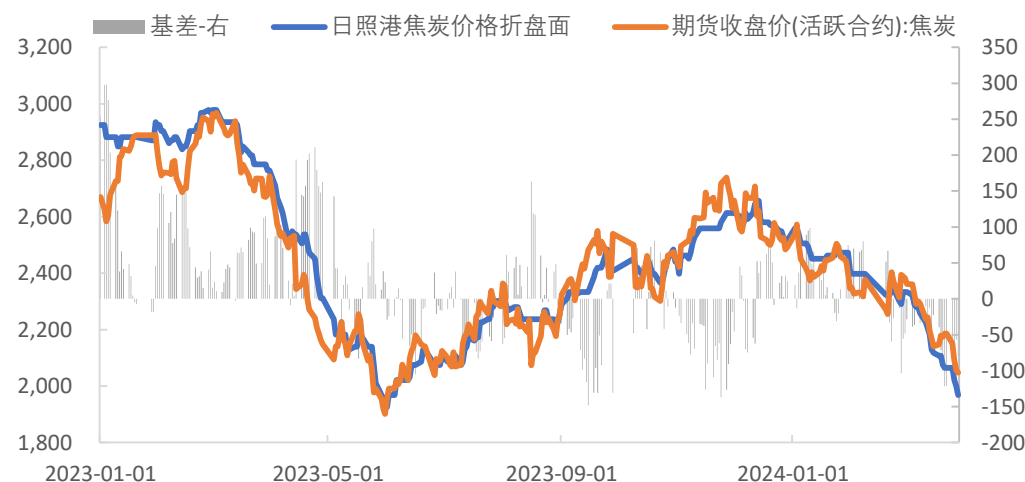
- 煤焦主要驱动因素：终端用钢需求表现不及预期；铁水产量难有超预期增长；钢厂、焦企维持原料低库存状态，煤矿端出货难度较大；焦煤产能释放存在提升空间，进口高位补充国内供应；煤-焦-钢产业链仍存自上而下让渡利润的空间。
- 供需角度：短期地产疲弱状态的改善空间有限，终端用钢需求难有超预期的表现，金三银四旺季过半、后市成材利润的扩张仍显艰难，铁水产量难以恢复至去年同期水平。安全监管带来的供给侧扰动趋弱，虽然当前煤价持续下滑、矿端开采积极性不高，但行业利润尚可、后市焦煤产能释放仍存提升空间。进口煤价格优势仍存，对国内供应的补充作用延续，焦煤整体供应并不紧张。焦炭利润受上下游共同挤压扩张艰难，焦企生产积极性不高，终端用钢需求表现难超预期，钢厂利润扩张艰难，炼焦利润的修复难度较大，焦炭产量难有明显增长。综合来看，终端用钢需求的修复之路长夜漫漫，钢厂生产低利润以及控制原料库存状态难以明显扭转，铁水产量出现超预期的增长的概率较低，需求端对双焦价格的支撑力度有限；考虑到当前焦煤利润尚可、焦企利润较差而钢厂利润偏低，煤-焦-钢产业链自上而下让渡利润的进程仍有延续可能；焦煤供应端扰动弱化、整体供应并不紧张，双焦上游仍存去库压力，价格的上方空间不宜高估。
- 期价核心波动区间：焦煤09合约1300-1700元/吨，焦炭09合约1700-2200元/吨。

煤焦核心驱动逻辑及行情回顾

焦煤期现价格走势（元/吨）



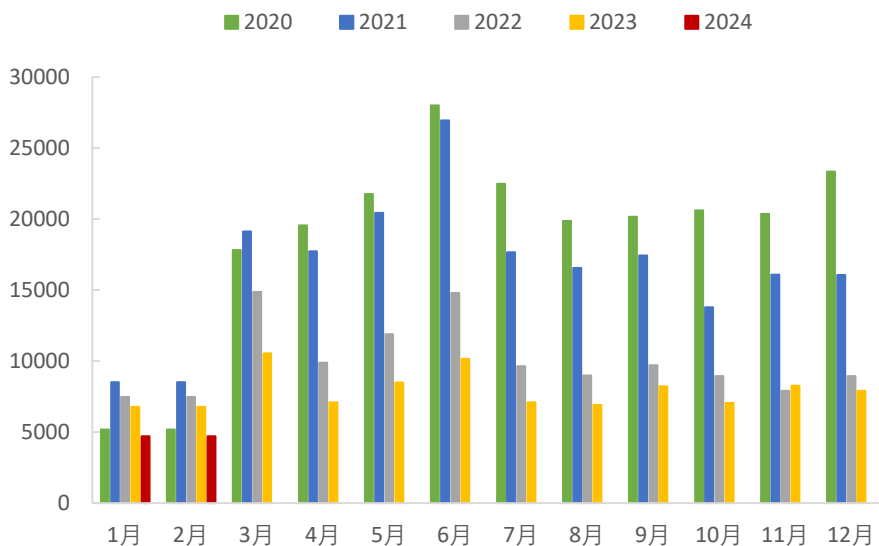
焦炭期现价格走势（元/吨）



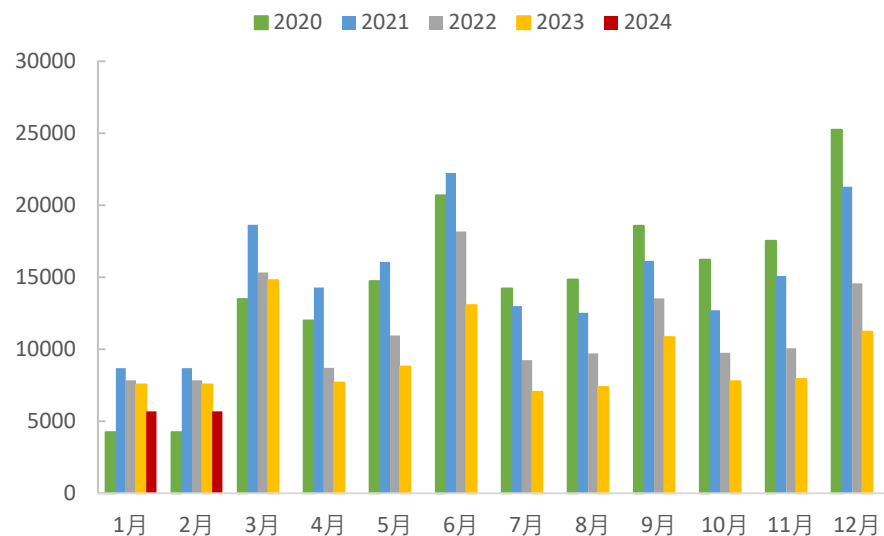
- 去年三季度煤矿事故频发、产区安监力度不减，焦煤产能释放持续受限，铁水产量淡季不降反增、粗钢平控预期逐渐减退，供减需增环境下双焦库存降至低位、给予期价极大的向上弹性，双焦价格强势反弹，国庆节前焦炭4.3米焦炉淘汰消息再次推高盘面价格中枢。
- 四季度产区事故仍有发生、安监对供应端的影响仍存，年底矿端开采积极性偏弱，焦煤产能释放恢复缓慢。但上游低库存状态较前期有所改善，焦煤价格的向上弹性弱化。三轮提涨后焦企利润修复、生产积极性提高，焦炭上游库存低位回升。终端用钢需求进入淡季，成材利润有所缩窄，钢厂生产积极性转弱，铁水产量高位回落，双焦供应偏紧状态有所缓解、价格高位松动。
- 今年年初，终端用钢需求淡季效应明显，成材库存持续积累，钢企利润修复缓慢、增产积极性不足，春节临近双焦开工积极性逐渐下降。
- 春节过后煤矿复工复产，但终端需求释放缓慢、成材库存压力较大、铁水产量的回升程度不及预期、拖累炉料的价格表现，产业链负反馈传导流畅，焦煤价格持续下跌，焦炭节后落地五轮提降、焦企开工降至低位，双焦上游出货压力明显，市场延续供需双弱格局。

需求：地产表现延续疲态

房屋新开工面积当月值（万平方米）



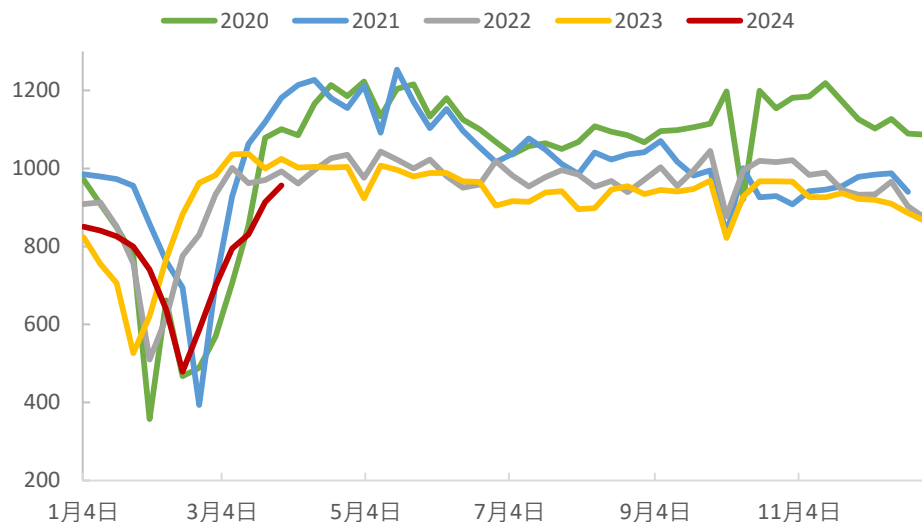
商品房销售面积当月值（万平方米）



- 尽管一线城市降首付、降利率和调整普宅标准等新政出台，1-2月商品房销售面积较2023年同期水平的降幅仍高达25%，新开工面积同比降幅达30.5%。
- 多数地产指标均显示出居民购房需求未有明显改善，房地产景气度继续下探。市场购房需求疲软，房企销售回款能力恶化，房地产市场仍处于底部阶段。
- 尽管“认房不认贷”、降低首套二套首付比例、存量房贷利率降息等一系列政策频频落地，但效果仍不达预期，地产市场延续疲态，后市仍存较大复苏空间。

需求：钢厂利润扩张仍显艰难

五大材表需周度统计（万吨）



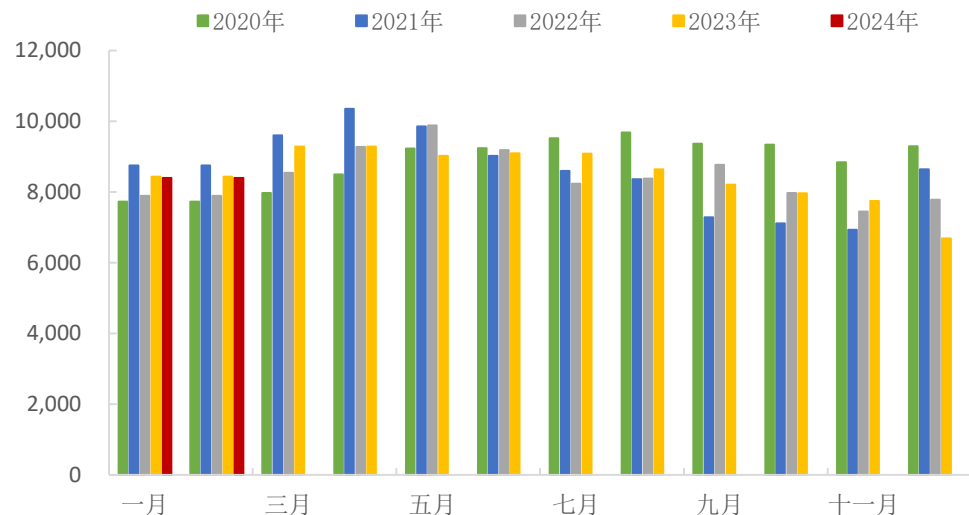
螺纹钢利润走势（元/吨）



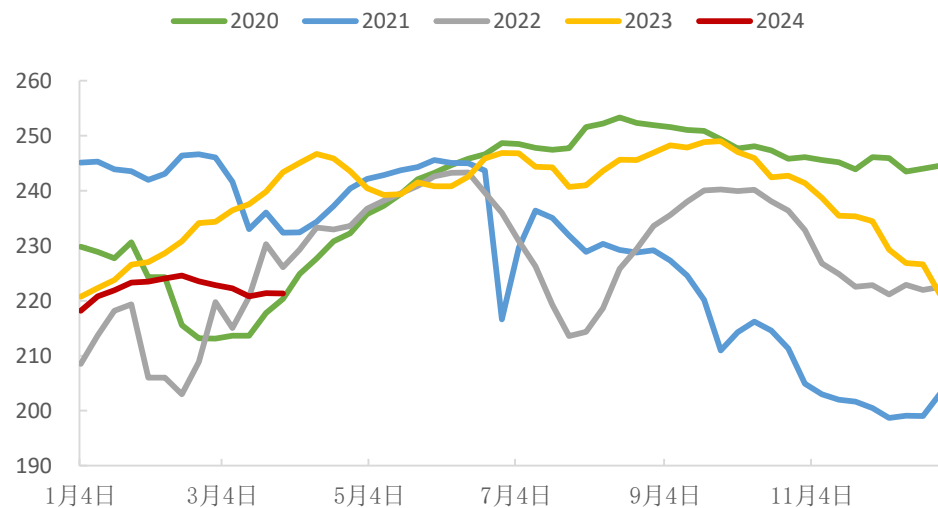
- 地产表现低迷持续拖累终端用钢需求，春节过后五大材表观需求的恢复情况不及预期。金三银四旺季过半，五大材表需仍未恢复至2023年同期水平，截至3月29日当周五大材表需同比降幅仍有6.7%左右。
- 终端需求表需疲弱，成材库存压力渐增，钢厂利润修复艰难。节后产业链负反馈通道开启，偏低的产量水平压制了炉料价格，钢企利润缓慢恢复，但受到需求端的抑制，利润扩张之路仍显艰难。
- 二季度终端用钢需求将逐渐过渡至淡季，成材需求端难有超预期的亮眼表现，5-6月成材利润水平难回高位，在一定程度上抑制钢厂增产的积极性。

需求：铁水产量难回同期水平

粗钢月度产量（万吨）



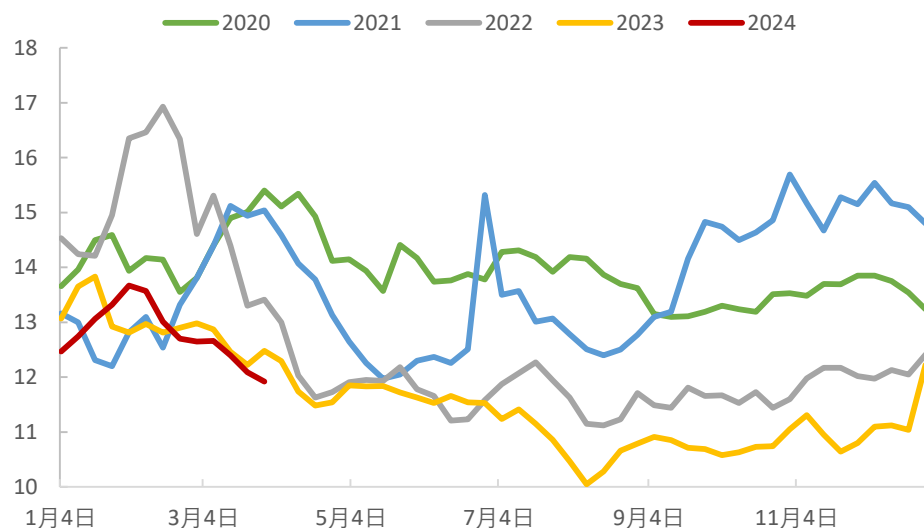
247家钢企铁水日均产量周度统计（万吨）



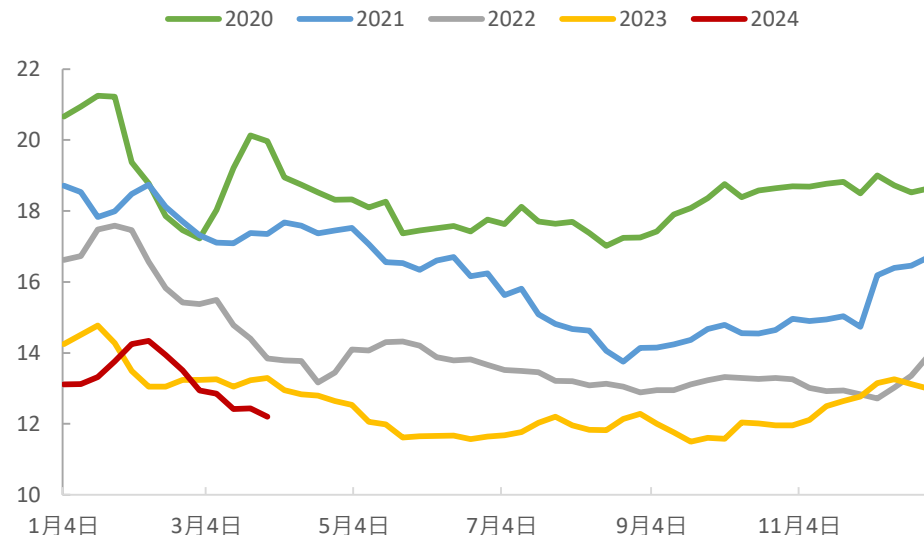
- 今年1-2月，粗钢累计产量1.68亿吨，较去年同期下滑0.44%左右。年初钢厂利润水平偏低，铁水产量不及同期水平；节后终端用钢需求在旺季的表现不及预期，成材库存压力渐增，铁水产量的回升速度远不及去年同期。截至3月29日当周，247家钢企铁水日均产量仅有221万吨，较去年同期低9.1%。
- 在稳增长、稳经济的宏观背景下，今年粗钢平控政策难有明确的要求落地。二季度政策端难以对粗钢产量以及铁水产量形成明显扰动。
- 地产疲弱状态的改善空间有限，二季度终端用钢需求难有超预期的表现。目前金三银四旺季已经过半、后市成材利润的扩张仍显艰难，铁水产量恢复至去年同期水平的概率偏低。关注4月底铁水产量的上行高度。

需求：钢厂原料低库存策略仍将延续

钢厂焦炭库存可用天数（天）



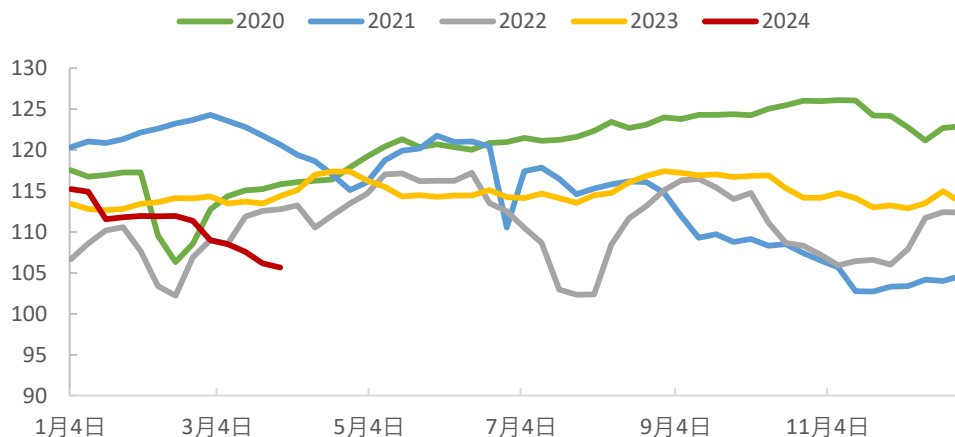
钢厂焦煤库存可用天数（天）



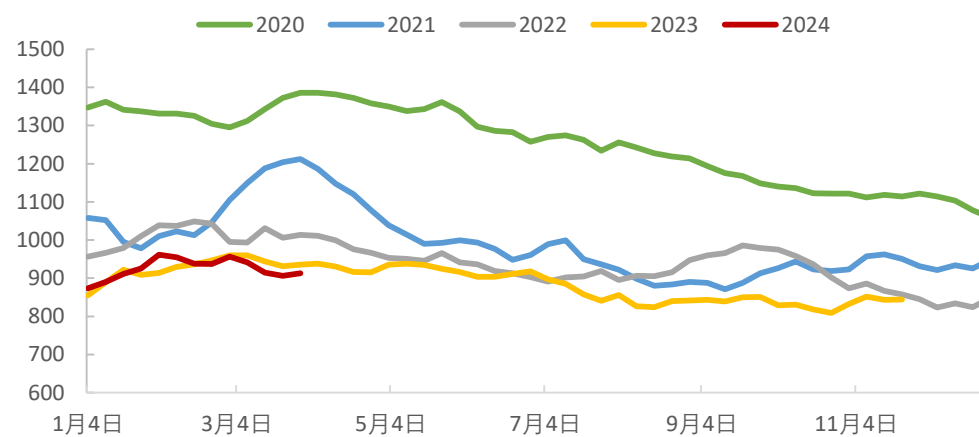
- 春节前钢厂补库需求集中释放，焦煤、焦炭可用天数明显增加，2月8日钢厂焦炭可用天数13.6天、焦煤可用天数14.3天。节后归来，由于终端需求表现不及预期，成材累库明显，钢厂利润水平偏低、对原料的补库积极性不佳、以消耗节前库存为主。截止3月29日当周，钢厂焦炭库存可用天数降至11.9天、焦煤可用天数12.2天，均低于历史同期水平。
- 原料库存的持续下滑使得钢厂在原料的采购过程中议价权有所增加，在一定程度上加速了焦煤、焦炭价格的下降过程。
- 二季度成材利润难有明显扩张，钢厂原料低库存策略仍将延续。虽然当前钢厂原料库存可用天数低于同期水平，但较去年下半年的绝对低位（焦炭10天、焦煤11.5天）仍有一定距离，低利润的环境下钢厂对双焦的采购需求难有超预期的集中释放。

供应：焦炭开工水平难有大幅回升

焦炭日均产量周度统计（万吨）

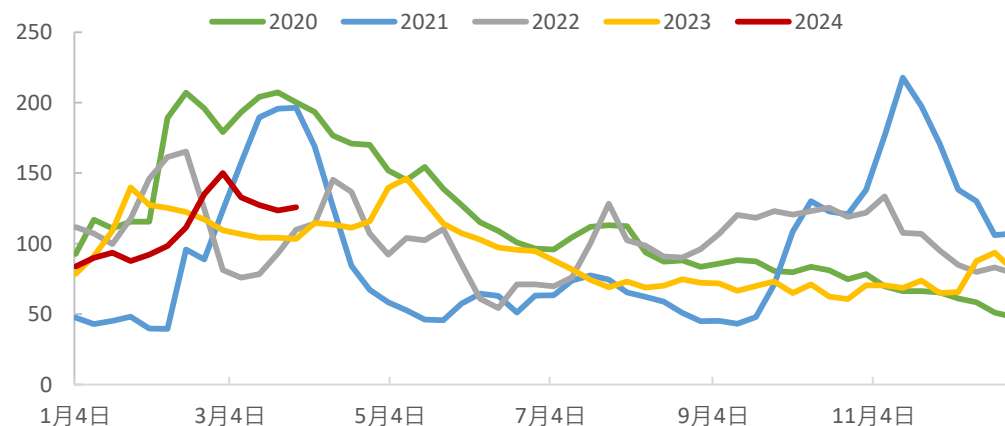


焦炭全口径库存（万吨）



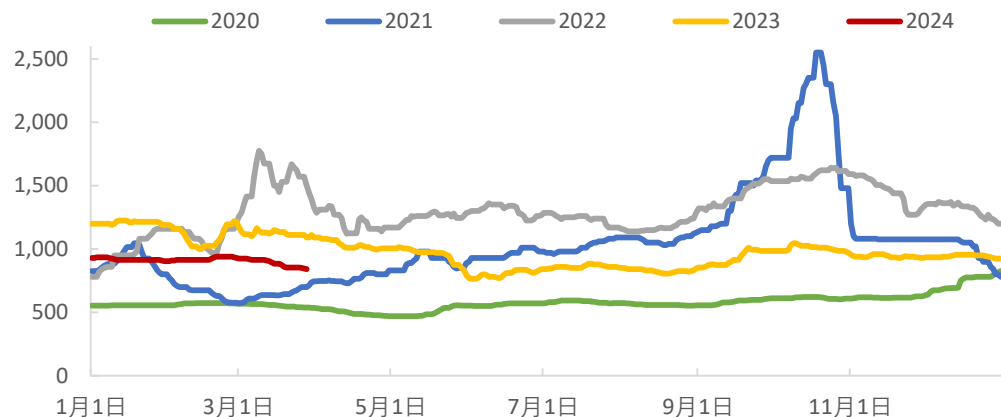
- 年初铁水产量偏低，焦炭进入提降周期，产量随之下滑至同期水平以下。节后产业链负反馈开启，焦炭价格连续落地五轮提降，焦企亏损程度逐渐扩大，焦炭产量加速下降。3月29日当周，焦炭日均产量水平降至105.7万吨左右，远低于历年同期水平。
- 春节过后虽然焦炭全口径库存小幅去化，但去库多由钢厂原料库存的消耗实现。2月焦企库存明显积累，3月随着焦炭产量的大幅下滑、上游库存高位去化。但目前焦企库存仍高于同期水平，上游出货压力仍存。
- 后市来看，钢厂低利润状态难以扭转、而焦煤端议价权相对偏强，炼焦利润受上下游共同挤压扩张艰难，焦企生产积极性难有明显提升，焦炭产量出现大幅增长的概率偏低。

独立焦化厂焦炭库存（万吨）



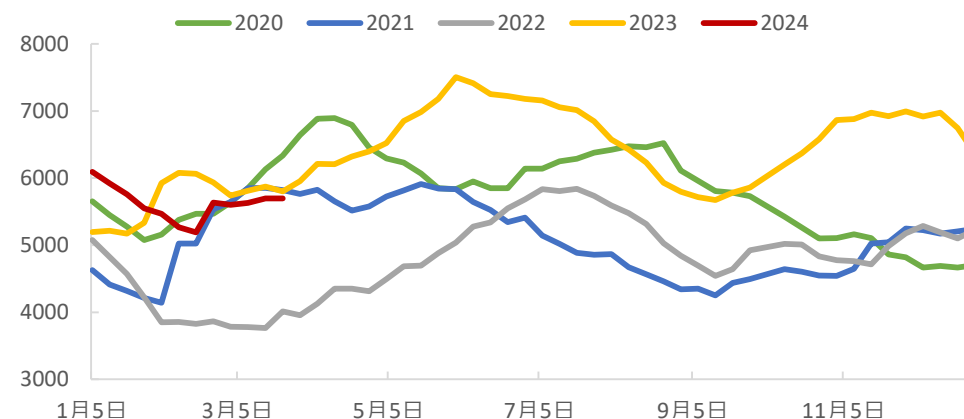
供应：碳元素估值持续下移

秦皇岛港5500K动力煤价格（元/吨）

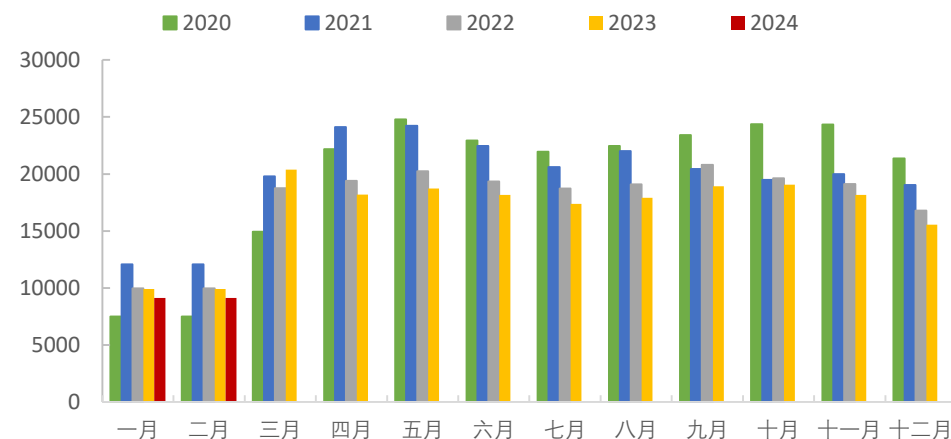


- 一季度秦港5500K动力煤价格持续阴跌，虽然春节期间煤炭供应有所下滑，但终端电厂库存充足、叠加节日前后非电需求表现偏弱（水泥产量同比下降7.9%），需求端对煤价的支撑力度有限，煤炭港口库存消化缓慢，电煤价格上方承压。
- 3月进入用煤用电淡季，加之非电需求支撑力度不足（甲醇产量高位回落），煤价下滑速度加快。截至3月28日秦港5500K动力煤价格自2月底的940元/吨回落至840元/吨。
- 二季度终端用煤用电需求仍处淡季，非电需求难有亮眼表现，需求端对碳元素估值的支撑作用有限。在产能维持高位、安监扰动趋弱、煤炭产量难有超预期的下降，叠加进口煤的补充，需求淡季碳元素估值仍存下移空间，关注二季度末迎峰度夏临近、终端电厂的备货节奏。

全国55个港口动力煤库存（万吨）

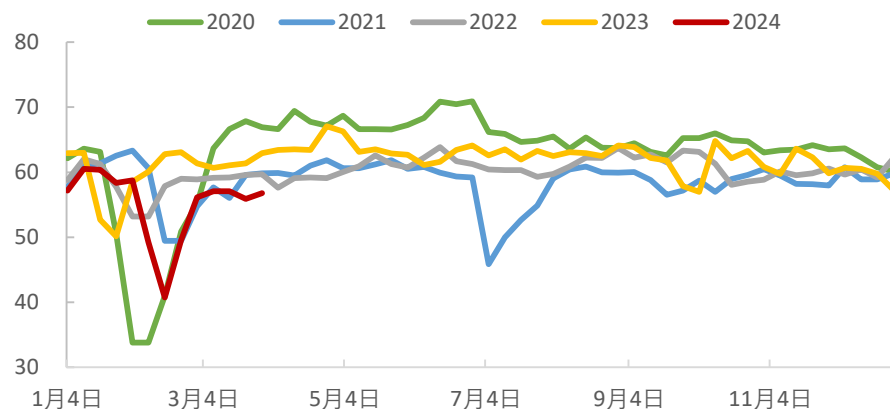


水泥月产量（万吨）

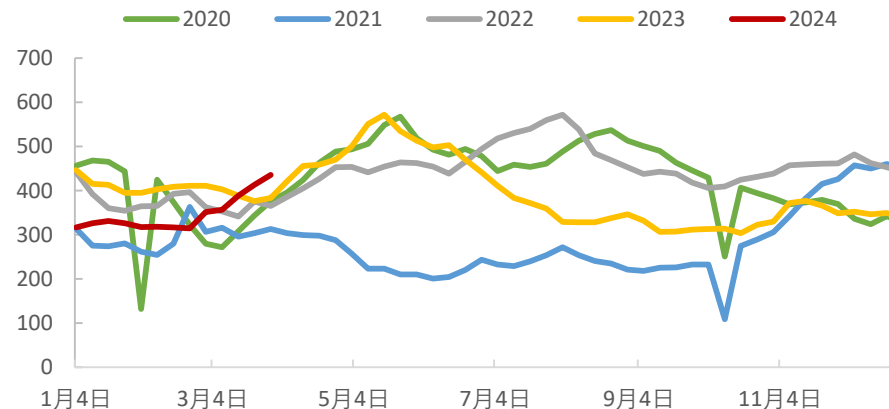


供应：焦煤产能释放存在提升空间

110家洗煤厂精煤日均产量（万吨）

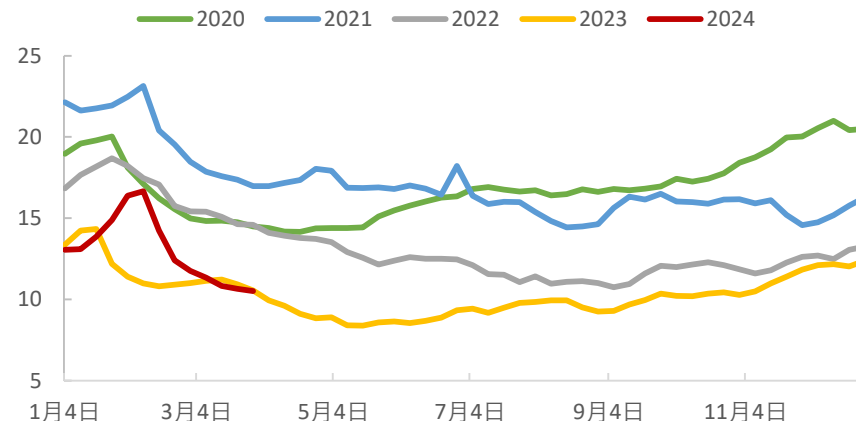


洗煤厂+矿山库存合计（万吨）



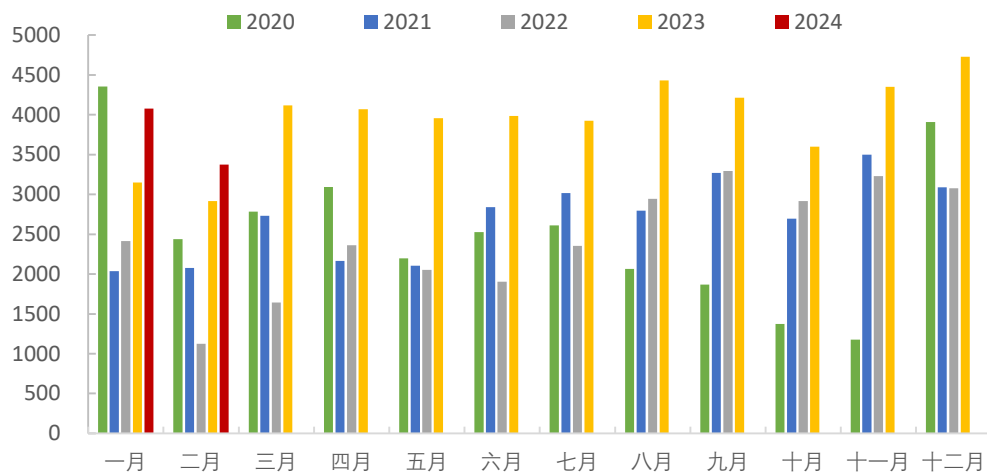
- 年初铁水产量偏低、焦企开工下滑，春节临近洗煤厂开工积极性平平。节日期间煤矿端进入假期状态，精煤产量降至年内低位。节后煤矿陆续复工复产，但重大会议前后安全监管力度严格、叠加焦煤价格走势偏弱，矿端开工积极性受到一定程度的抑制，3月精煤产量处于同期低位。截至3月29日当周，样本洗煤厂精煤日均产量同比降幅达9.8%。
- 钢厂利润水平偏低，焦企亏损程度扩大，下游对焦煤的采购情绪不佳。焦化厂节前原料补库过后，节后以消耗前期备货为主，焦煤可用天数逐渐降至同期低位。然而因节后下游采购需求表现低迷，3月焦煤上游库存逐渐累至同期高位，压制价格的上方空间。
- 当前焦煤端利润情况尚可，安监扰动趋弱的环境下焦煤产能释放仍存提升空间，加剧上游库存的消化难度。钢厂利润扩张艰难，焦企利润水平承压，当前焦企及钢厂焦煤库存尚未降至去年全年低位，需求端对焦煤的采购需求难有超预期的释放。

焦企焦煤可用天数（天）

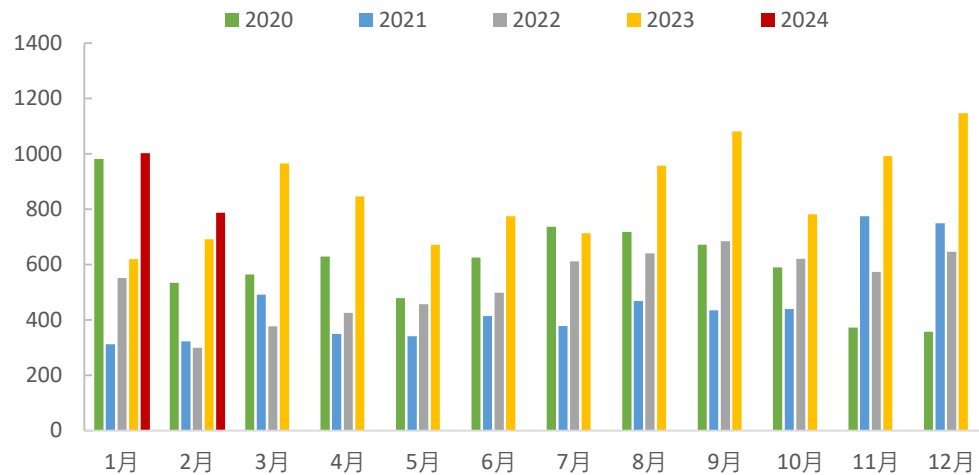


进口：进口煤持续补充国内供应

煤及褐煤进口量（万吨）

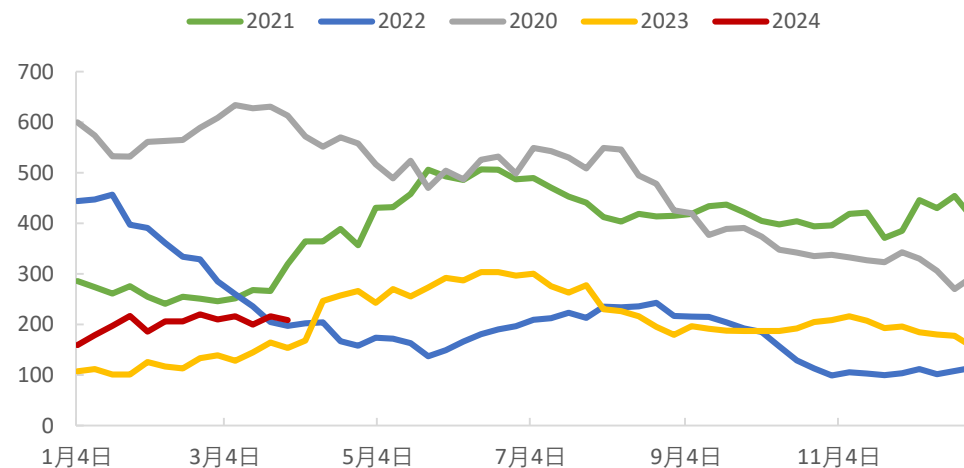


炼焦煤进口量（万吨）



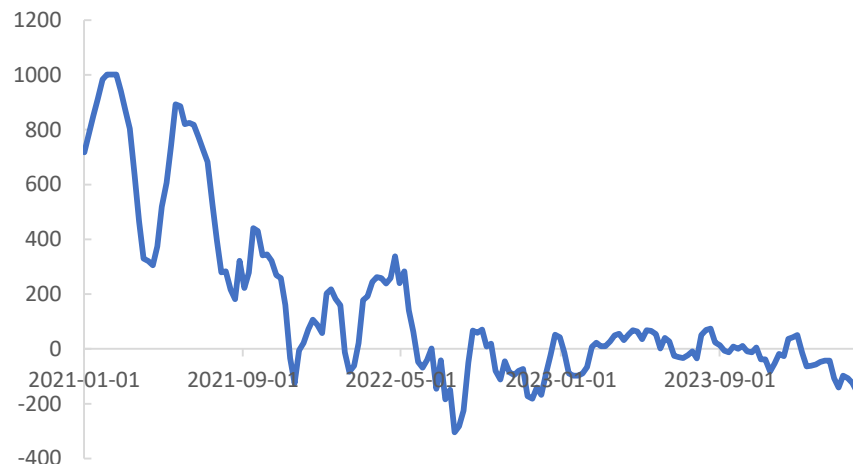
- 海外煤仍存价格优势，年初煤炭进口增量明显。1-2月煤及褐煤进口7452万吨，同比增长23%；1-2月炼焦煤累计进口1789万吨，同比增幅54%。
- 1月1日起煤炭进口关税恢复，但澳煤进口不受影响，后市部分具备性价比的澳煤仍有望流入中国市场。受地缘政治因素影响，俄煤进口或将有所下滑。而蒙煤为突破全年通关车数，进口量有望维持高位。
- 虽然国内焦煤估值逐渐回落，但海外煤价格同步下探，后市海外焦煤性价比仍有望得到体现，进口焦煤对国内供应的补充作用仍将延续。今年焦煤港口库存较去年同期水平有所增长，后市随着焦煤进口的增加，港口库存水平仍有上行空间。

焦煤港口库存（万吨）

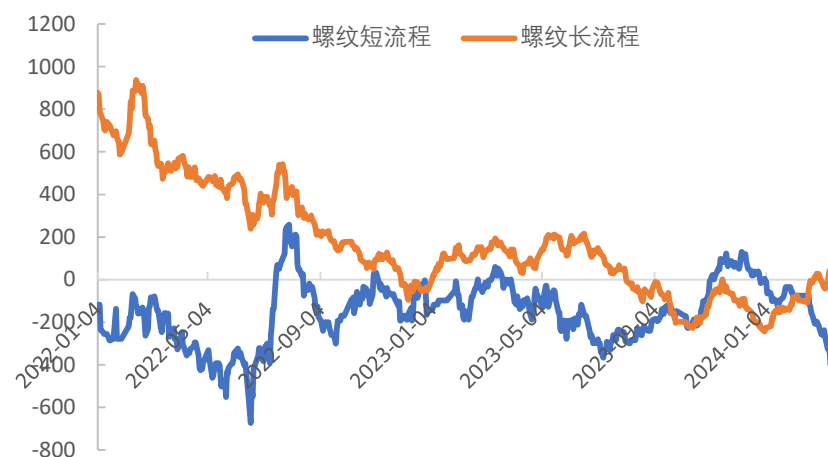


利润：产业链仍存自上而下让渡利润的空间

焦化厂利润走势（元/吨）



螺纹钢利润情况（元/吨）



- 年初铁水产量同比偏低，节后钢企复产节奏不及预期、补库需求偏弱，需求端表现较为低迷。原料端焦煤价格跌幅不及焦炭，焦化厂利润持续收缩、炼焦亏损程度逐渐扩大。截止3月29日当周，独立焦化企业吨焦平均利润低至-155元/吨。
- 二季度终端用钢需求将逐渐过渡至淡季，成材需求端难有超预期的亮眼表现，受需求端的拖累，煤-焦-钢产业链条上的各环节利润同步扩张的实现难度较大。相较于焦企及钢企、焦煤端利润水平尚可，煤-焦-钢产业链仍存自上而下让渡利润的空间。
- 行业利润尚可、焦煤产能释放仍存提升空间，叠加进口煤的补充，焦煤供应并不紧张，在下游环节生产利润偏低的环境下、焦煤估值的上方空间不宜高估。下游钢厂利润扩张艰难，而焦企在产业链条中议价能力偏低，焦炭进一步让价的空间取决于焦煤价格的回落程度。

小结

- 短期地产疲弱状态的改善空间有限，终端用钢需求难有超预期的表现，金三银四旺季过半、后市成材利润的扩张仍显艰难，铁水产量难以恢复至去年同期水平。
- 安全监管带来的供给侧扰动趋弱，虽然当前煤价持续下滑、矿端开采积极性不高，但行业利润尚可、后市焦煤产能释放仍存提升空间。进口煤价格优势仍存，对国内供应的补充作用延续，焦煤整体供应并不紧张。
- 焦炭利润受上下游共同挤压扩张艰难，焦企生产积极性不高，终端用钢需求表现难超预期，钢厂利润扩张艰难，炼焦利润的修复难度较大，焦炭产量难有明显增长。
- 终端用钢需求的修复之路长夜漫漫，钢厂生产低利润以及控制原料库存状态难以明显扭转，铁水产量出现超预期的增长的概率较低，需求端对双焦价格的支撑力度有限；考虑到当前焦煤利润尚可、焦企利润较差而钢厂利润偏低，煤-焦-钢产业链自上而下让渡利润的进程仍有延续可能；焦煤供应端扰动弱化、整体供应并不紧张，双焦上游仍存去库压力，价格的上方空间不宜高估。

■ 风险点：

- 1、矿难频发、安监收紧再次扰动焦煤产能释放节奏，焦煤供应重回偏紧态势。
- 2、铁水产量超预期增长，需求端的提振下双焦价格大幅上行。
- 3、终端用钢需求超预期改善，钢企利润明显扩张，产业链各环节价格共振上行。

二季度煤焦期货操作建议

波段操作

- ❖ JM2409合约逢高空配，上方压力参考1700元/吨。
- ❖ J2409合约逢高空配，上方压力参考2200元/吨。

套利操作

- ❖ 空配盘面焦化利润策略，JM2409/J2409比例可设置为5/2。

套保操作

- ❖ 结合行情发展和基本面阶段性变化，根据企业需求选择阶段性的买入或卖出套期保值。

声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。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。