



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

需求难有突破，警惕供应压力 ——2024年下半年煤焦投资策略展望

分析师： 冉宇蒙 (F3085160, Z0016375)

2024年06月

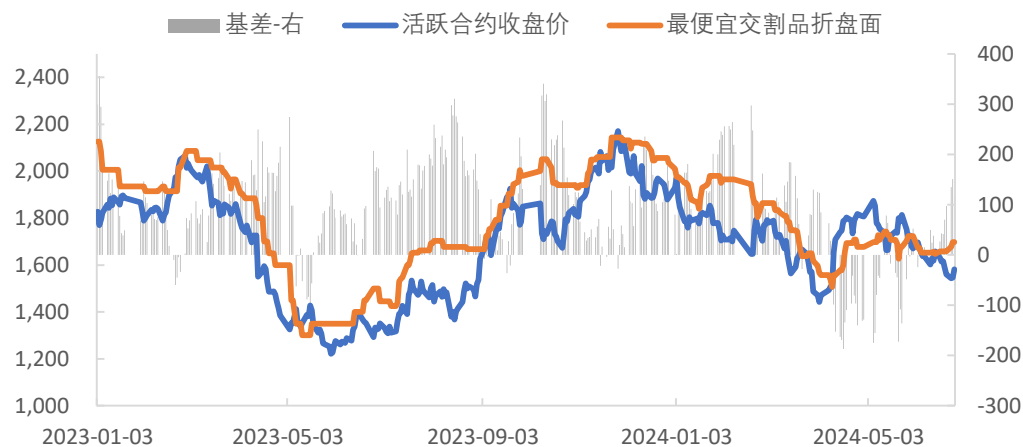
需求难有突破，警惕供应压力

——2024年下半年煤焦投资策略展望

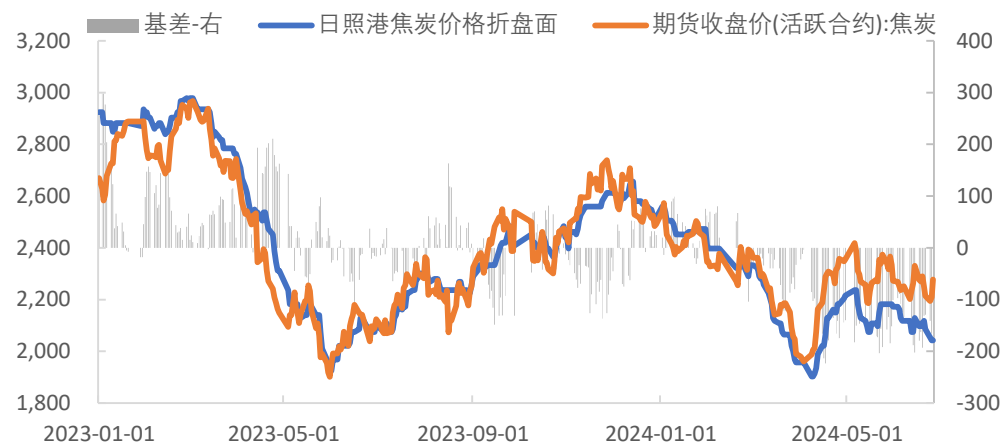
- 煤焦主要驱动因素：终端用钢需求恢复的高度有限；铁水产量难有进一步增长；钢厂原料低库存状态延续，炉料端议价权偏弱；焦煤产能释放存在提升空间，进口持续补充国内供应；焦炭估值水平取决于焦煤端的让价幅度。
- 供需角度：下半年终端用钢需求虽有望修复、但难有超预期的表现，成材利润出现明显扩张的概率偏低，铁水产量难以突破上半年的高位水平，关注金九银十终端消费旺季铁水产量的回升高度。安全监管带来的供给侧扰动趋弱，后市焦煤产能释放仍存提升空间，叠加进口煤对国内供应的补充作用延续，焦煤整体供应难呈紧张状态。焦炭利润受上下游共同挤压扩张艰难，随着铁水产量的见顶，当前焦炭高产量带来的供应压力恐将逐渐显现，焦炭估值水平将取决于上游焦煤的让价幅度。综合来看，终端用钢需求难以恢复至去年同期水平以上，铁水产量易降难增，关注旺季铁水产量的回升高度以及年底钢厂的减产力度；焦煤供应相对宽松，焦炭产量升至高位，随着下游需求的走弱，市场供应端的压力或将使得双焦的上方压力逐渐增加；下半年煤焦价格或呈倒“N”型走势，高点有望出现在金九银十终端用钢需求旺季附近，但考虑到需求端的表现难有突破，整体价格中枢或将有所下移。
- 期价核心波动区间：焦煤01合约1450-1850元/吨，焦炭01合约2000-2400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）



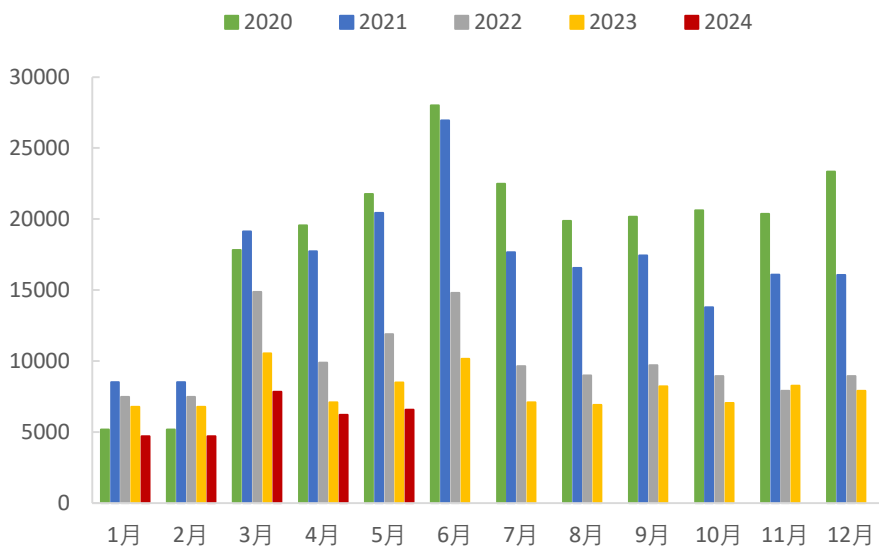
焦炭期现价格走势（元/吨）



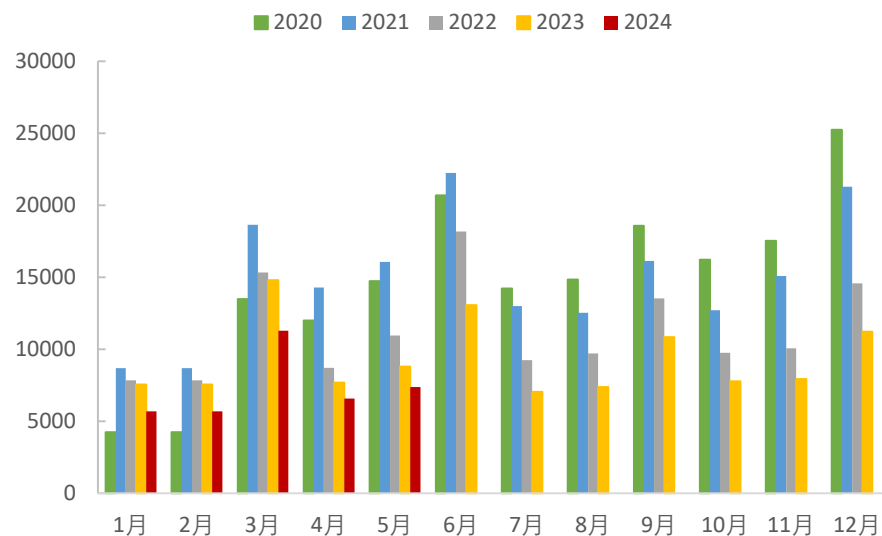
- 年初焦煤、焦炭产量维持平稳，而终端用钢需求淡季效应明显、成材库存积累、钢企利润不佳、增产积极性不足，受需求偏弱拖累、焦炭价格落地两轮提降，焦煤价格逐渐松动。春节临近双焦开工积极性逐渐下降，节后煤矿复工复产，但终端需求释放缓慢、成材库存压力增加、铁水产量的回升程度不及预期、拖累炉料的价格表现，产业链负反馈传导流畅，焦煤价格持续下跌，焦炭节后落地六轮提降、焦企开工降至低位，双焦上游去库压力明显，市场呈现供需双弱格局。
- 4月成材库存压力有所减轻，钢厂复产节奏加快，铁水产量迅速回升。而双焦上游供应压力不大，市场库存逐渐消化，下游提产周期内焦炭价格落地四轮提涨，焦煤价格也呈现偏强走势。
- 5月焦炭第五轮提涨受到下游钢厂较强的抵触，主因铁水产量增幅放缓而焦炭产量升至高位，同时钢厂利润处于偏低水平、而焦企利润有所修复。随着终端用钢需求的转淡，铁水产量存在下滑预期，焦炭落地两轮提降，焦煤上游库存有所积累、价格逐渐松动。年中焦煤价格暂缓跌势，同时焦炭首轮提涨落地。

需求：地产表现仍将拖累终端用钢需求

房屋新开工面积当月值（万平方米）



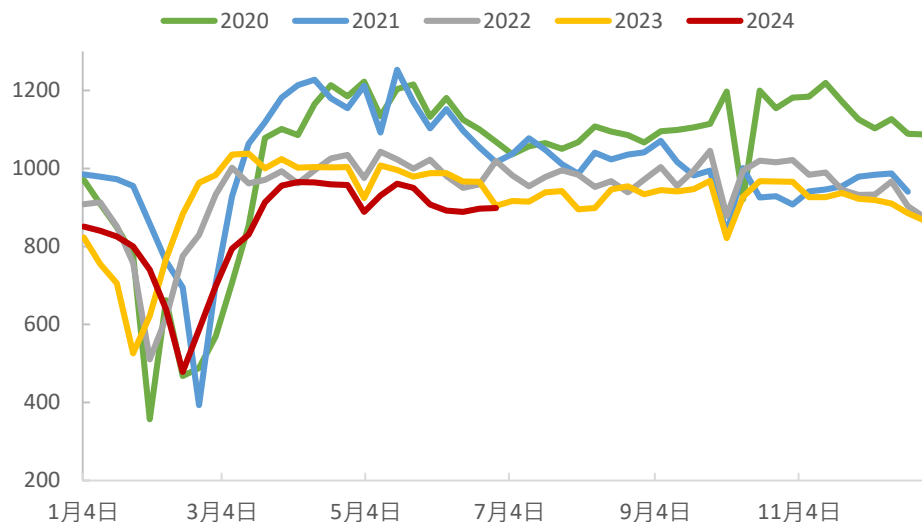
商品房销售面积当月值（万平方米）



- 上半年下调首付比例及贷款利率、地方政府收购存量住房等一系列重磅房地产救市政策集中发布，地产周期进入修复阶段，但居民购房信心的恢复仍需时日。
- 今年1-5月，全国商品房销售面积较2023年同期水平的降幅仍在21%左右，新开工面积同比降幅则高达24%。
- 从销售端的好转到新开工数据的全面修复是个较为长期的过程，房企的回款首先需要修复自身的资产负债表之后、才有望看到新开工数据的好转。
- 从今年下半年来看，决定黑色系终端用钢需求、尤其是螺纹下游需求的地产新开工数据的明显恢复仍显艰难，处于周期底部的地产板块表现仍将拖累终端用钢需求。

需求：成材利润明显扩张的概率偏低

五大材表需周度统计（万吨）



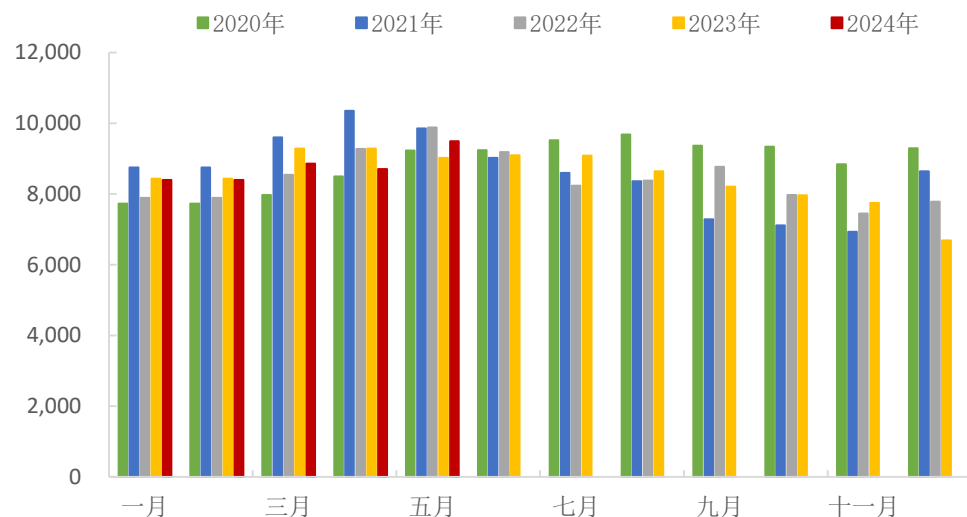
螺纹钢利润走势（元/吨）



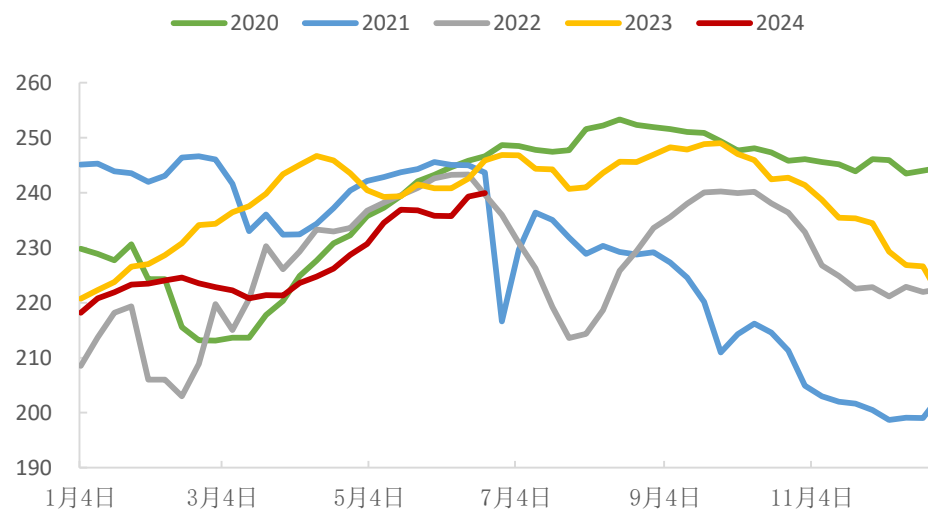
- 春节过后五大材表观需求的恢复情况不及预期，金三银四旺季期间五大材表需始终没有回升至2023年同期水平以上。随着终端用钢消费淡季的临近，6月五大材表需延续同比低位水平，截至6月28日当周、Mysteel统计五大材表需898万吨，同比低0.7%左右。成材需求端表现疲态，上半年钢厂利润始终维持在低位水平。
- 当前成材库存压力尚可，但随着7-8月终端用钢需求的进一步转淡，上游产量高位背景下钢厂库存压力趋于增加，成材利润的扩张仍显艰难。
- 金九银十消费旺季、五大材表需有望突破上半年高点，但受地产板块的拖累、终端用钢需求回升的高度仍需谨慎看待，预计成材利润出现大幅扩张的概率较低。随着年底用钢消费淡季的临近，五大材表需趋于回落，成材利润或将再次进入收缩阶段。

需求：铁水产量难以突破上半年高位

粗钢月度产量（万吨）



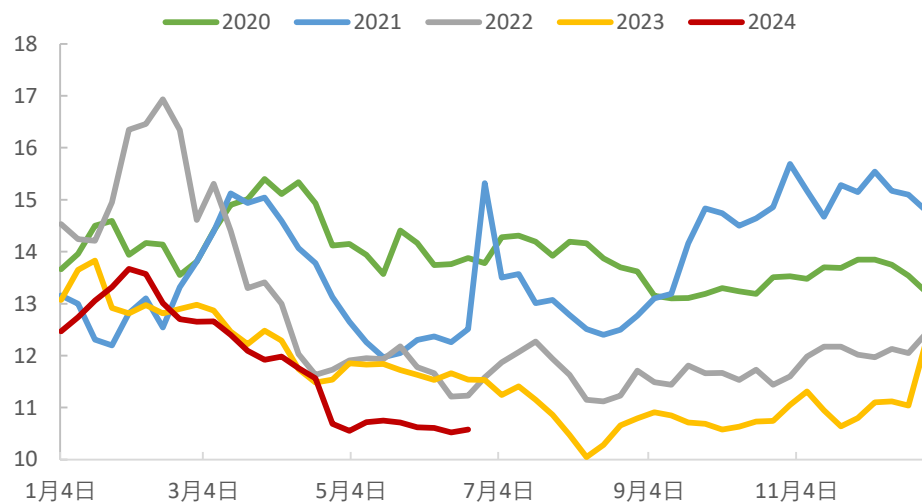
247家钢企铁水日均产量周度统计（万吨）



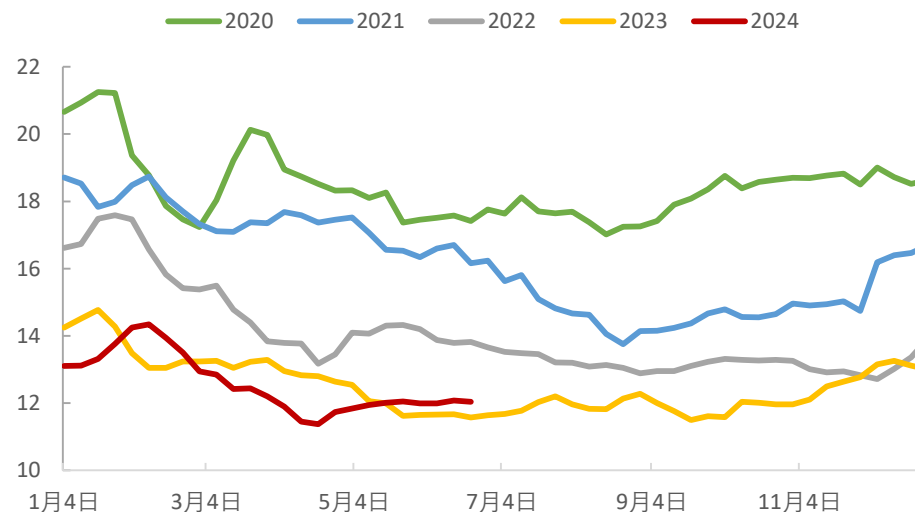
- 今年1-5月，粗钢累计产量4.39亿吨，较去年同期下滑1.35%左右。稳增长背景下粗钢平控政策难有明确的要求落地，目前政策端难以对铁水产量形成明显扰动，成材产量水平将更多地依赖利润以及库存的自发调节。
- 年初钢厂利润水平偏低，铁水产量回升缓慢、且低于去年同期水平。节后终端用钢需求在旺季的表现不及预期，成材库存压力渐增，铁水产量的增速远不及去年同期。4月成材库存压力有所减轻，铁水产量加速回升。而进入5月，终端用钢需求向淡季过渡，铁水产量的增幅有所放缓。
- 7-8月终端用钢需求进一步转淡，钢厂利润的扩张较为艰难，铁水产量存在高位回落的可能，双焦需求端的支撑恐将逐渐弱化。金九银十终端用钢消费旺季铁水产量有望回升，对双焦的需求存在回升空间，但铁水产量水平突破上半年高位的概率偏低。年底用钢消费淡季的临近，成材利润或将再次进入收缩阶段，铁水产量趋于回落，对双焦的需求或将再次下降。

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）



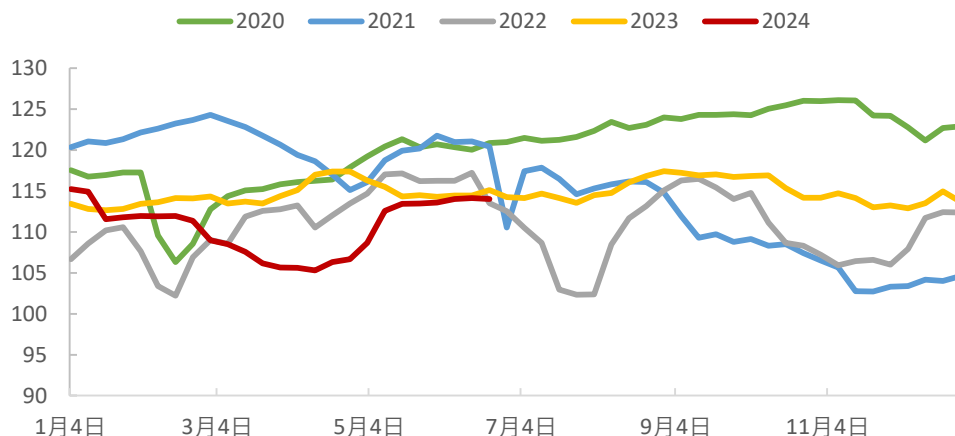
钢厂焦煤库存可用天数（天）



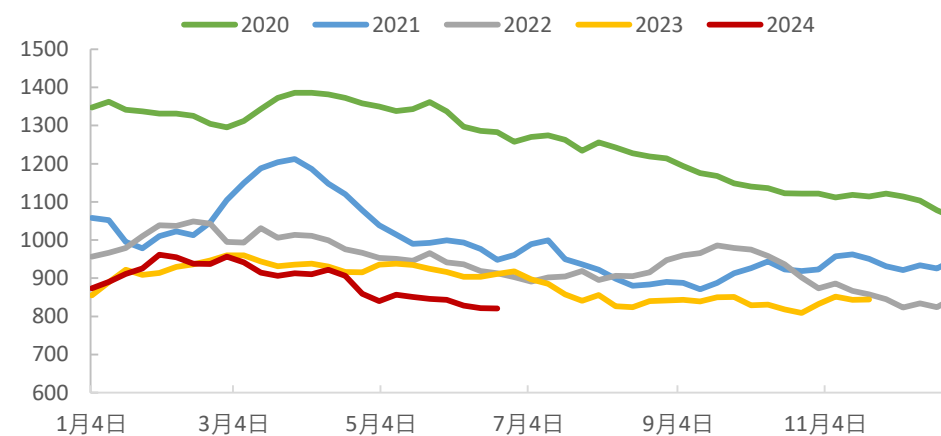
- 春节前钢厂补库需求集中释放，焦煤、焦炭可用天数明显增加。节后归来，由于终端需求表现不及预期，成材累库明显，钢厂利润水平偏低、对原料的补库积极性不佳、以消耗节前库存为主。原料库存的持续下滑使得钢厂在原料的采购过程中议价权有所增加，在一定程度上加速了焦煤、焦炭价格的下跌过程。
- 4月铁水产量加速回升，但焦炭提涨周期内钢厂对原料的补库积极性欠佳，加之成材利润的修复程度有限，钢厂焦煤、焦炭库存低位状态延续，双焦下游补库需求的释放程度不及预期。截至6月21日当周，钢厂焦炭库存可用天数10.6天，焦煤12天，均处于历史同期偏低水平。
- 下半年成材利润明显扩张的概率仍然偏低，钢厂原料低库存状态或将延续，双焦下游补库需求难有超预期的集中释放，关注金九银十终端用钢消费旺季钢厂原料补库需求的表现。

供应：焦炭供应压力恐将逐渐显现

焦炭日均产量周度统计（万吨）

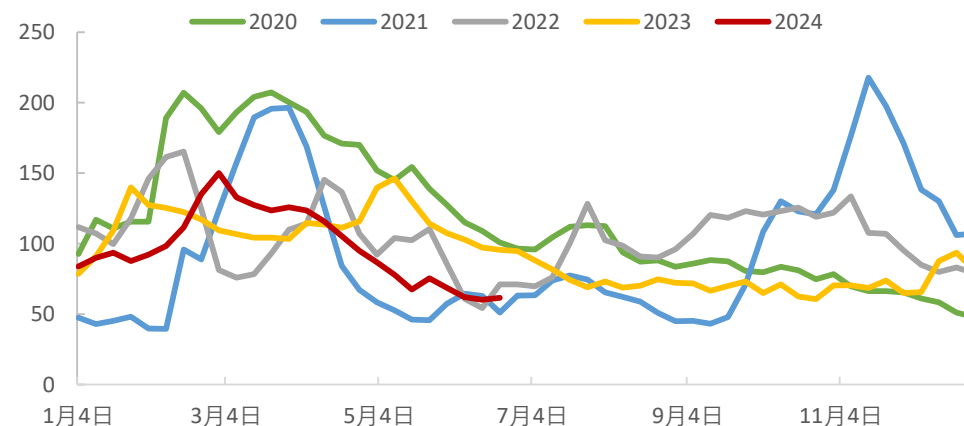


焦炭全口径库存（万吨）



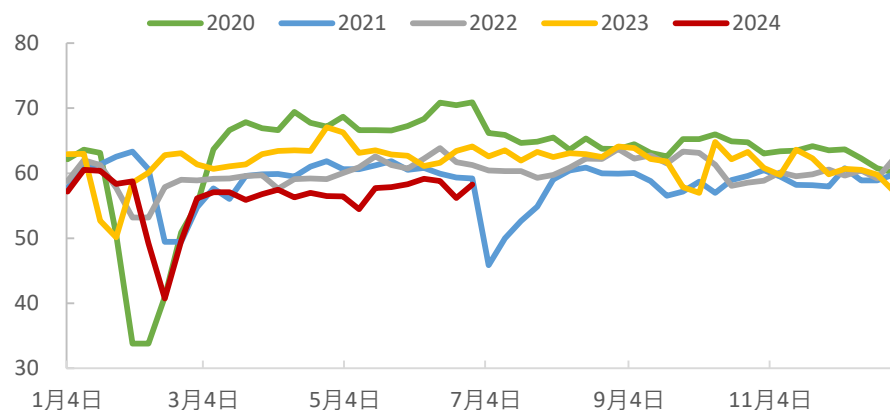
- 年初焦炭进入提降周期，焦企亏损程度逐渐扩大，而铁水产量增长缓慢、焦炭库存有所积累，焦企开工积极性逐渐走弱，焦炭产量降至历史低位。
- 二季度随着铁水产量回升的加速，焦炭库存高位消化，上游产量低位回升。6月21日当周焦炭日均产量升至114万吨左右，基本接近去年同期水平。
- 后市钢厂低利润状态难以扭转、而焦煤端议价权相对偏强，炼焦利润受上下游共同挤压扩张艰难，焦炭产量进一步抬升的空间或较为有限。
- 随着铁水产量的下滑，当前焦炭高产量带来的供应压力恐将逐渐显现，焦炭上游库存存在低位回升的可能。需关注7-8月以及年底终端用钢消费淡季、焦企开工的调整节奏。

独立焦化厂焦炭库存（万吨）

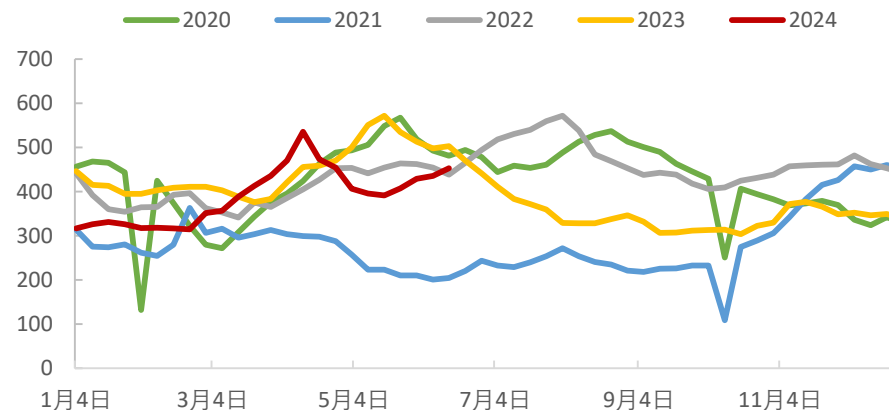


供应：焦煤产量仍存抬升空间

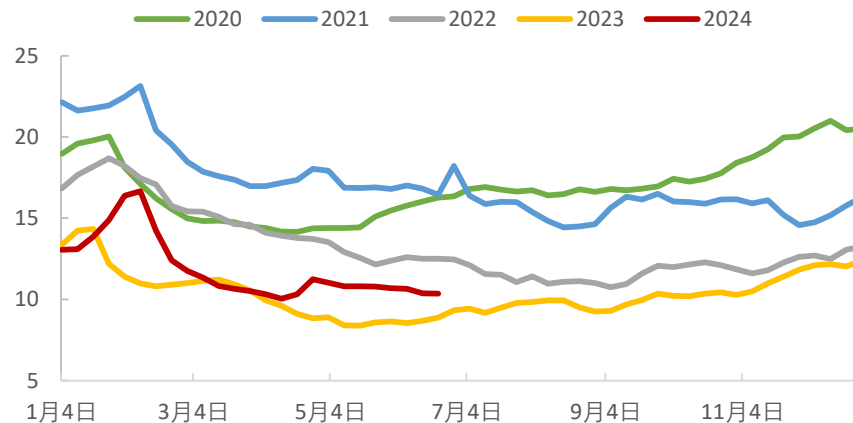
110家洗煤厂精煤日均产量（万吨）



洗煤厂+矿山库存合计（万吨）



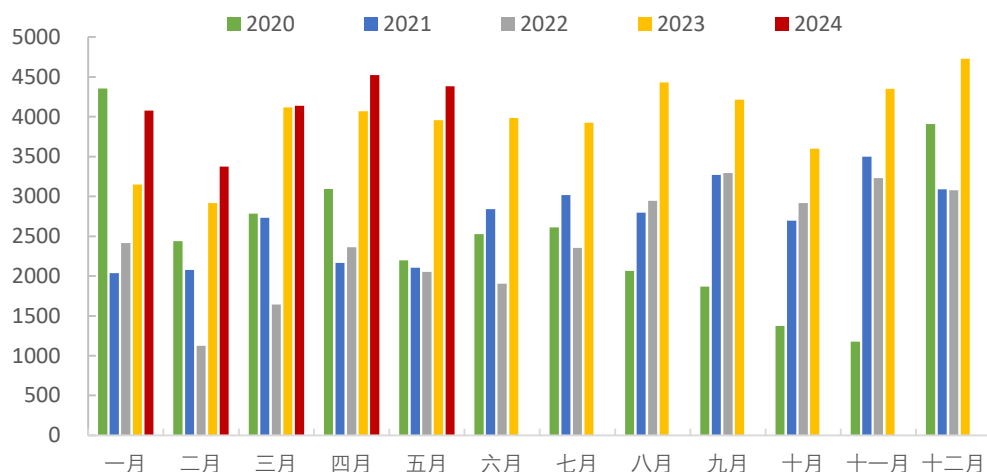
焦企焦煤可用天数（天）



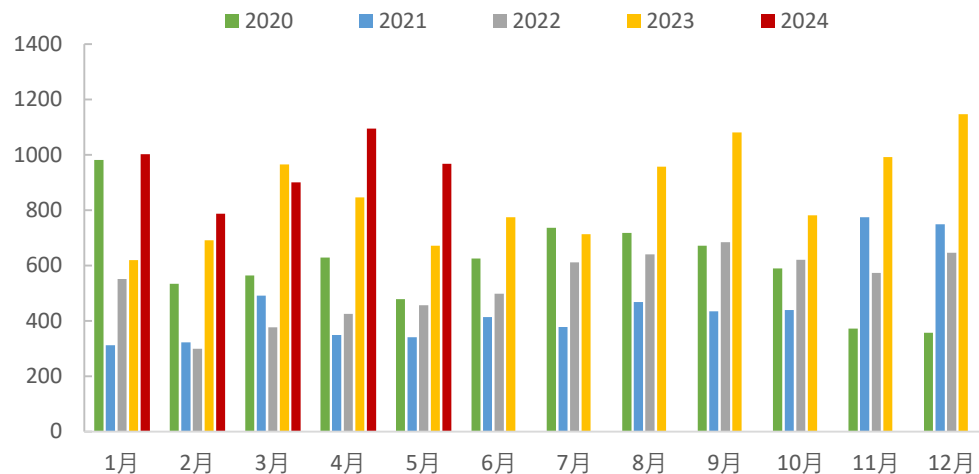
- 年初洗煤厂开工积极性平平，春节期间精煤产量降至年内低位。节后煤矿陆续复工复产，但政策面对焦煤产能释放存在约束、叠加焦煤价格走势偏弱，矿端开工积极性受到一定程度的抑制。但由于铁水回升缓慢、焦炭产量下滑，焦煤上游库存明显积累。
- 二季度随着铁水、焦炭产量的回升，焦煤上游库存高位消化。5月中旬开始焦煤产量水平有所抬升而下游铁水及焦炭的产量增幅放缓，洗煤厂+矿山库存重回缓慢积累状态。
- 钢厂利润扩张艰难，焦企利润水平承压，焦企及钢厂原料低库存状态有望延续。焦炭产量进一步抬升的空间有限，铁水产量难以突破上半年高位，焦煤下游补库需求的释放难超预期。
- 当前焦煤开采利润较为可观，焦煤上游库存压力不及去年同期，后市政策面对产能释放的约束趋于放松、焦煤产量水平仍存抬升空间。后市需关注焦煤增产节奏以及上游库存的积累程度。

进口：进口煤补充国内供应

煤及褐煤进口量（万吨）

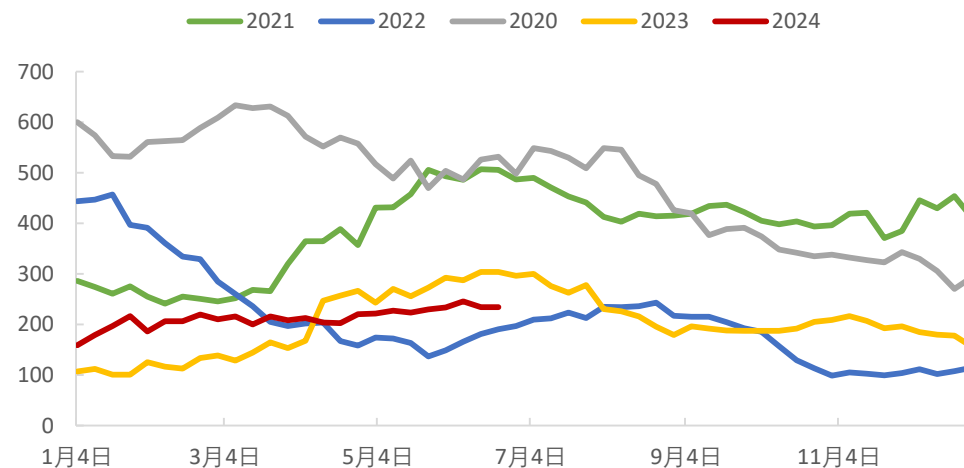


炼焦煤进口量（万吨）



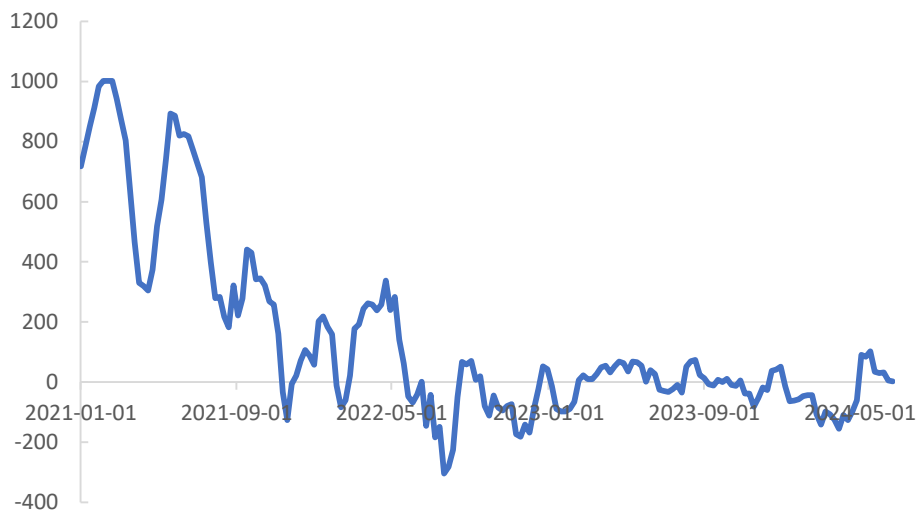
- 海外煤存在价格优势，今年澳煤进口放开，煤炭进口增量明显。1-5月煤及褐煤累计进口量2.05亿吨，同比增长12.6%；炼焦煤累计进口4752万吨，同比增幅25.3%。
- 上半年国内焦煤估值水平较去年有所下滑，但出货压力下海外煤报价同步下探。展望后市，海外焦煤性价比仍有望得到体现，进口焦煤对国内供应的补充作用仍将延续。
- 今年焦煤港口库存水平波动不大，5月以来港口市场成交氛围明显降温，库存水平小幅抬升。后市焦煤进口货源难呈紧张态势，而国内炼焦煤市场需求的回升空间有限，港口库存压力或将有所增加。

焦煤港口库存（万吨）

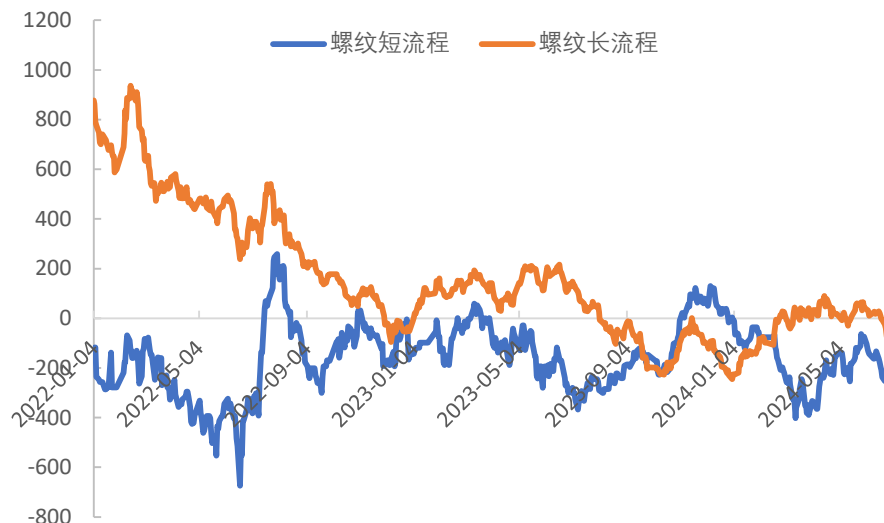


利润：焦炭估值取决于焦煤让价幅度

焦化厂利润走势（元/吨）



螺纹钢利润情况（元/吨）



- 年初终端用钢需求表现不及预期，成材利润水平不佳，焦炭价格连续落地八轮提降。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。
- 4月中旬开始铁水产量回升加速，焦炭价格进入提涨周期，炼焦利润逐渐修复。5月下旬产业链淡季效应明显，铁水产量增幅放缓，成材利润焦炭价格落地两轮提降，焦企利润重回低位。
- 后市钢厂利润偏低状态难以扭转，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，焦炭估值水平将取决于上游焦煤的让价幅度。焦煤产量水平存在抬升空间，焦炭供应压力或将逐渐显现，在下游需求表现难超预期的环境下，煤-焦-钢产业链仍存自上而下让渡利润的空间。

小结

- 下半年终端用钢需求虽有望修复、但难有超预期的表现，成材利润出现明显扩张的概率偏低，铁水产量难以突破上半年的高位水平，关注金九银十终端消费旺季铁水产量的回升高度。
 - 安全监管带来的供给侧扰动趋弱，后市焦煤产能释放仍存提升空间，叠加进口煤对国内供应的补充作用延续，焦煤供应难呈紧张状态。
 - 焦炭利润受上下游共同挤压扩张艰难，随着铁水产量的见顶，当前焦炭高产量带来的供应压力恐将逐渐显现，焦炭估值水平将取决于上游焦煤的让价幅度。
 - 综合来看，终端用钢需求难以恢复至去年同期水平以上，铁水产量易降难增，关注旺季铁水产量的回升高度以及年底钢厂的减产力度；焦煤供应相对宽松，焦炭产量升至高位，随着下游需求的走弱，市场供应端的压力或将使得双焦的上方压力逐渐增加；下半年煤焦价格或呈倒“N”型走势，高点有望出现在金九银十终端用钢需求旺季附近，但考虑到需求端的表现难有突破，整体价格中枢或将有所下移。
- 风险点：
- 1、政策面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、终端用钢需求的回暖程度超出预期，钢企利润明显扩张，产业链各环节价格共振上行。

下半年煤焦期货操作建议

波段操作

- ❖ 等待JM2401合约空配机会，上方压力参考1850元/吨。
- ❖ 等待J2401合约空配机会，上方压力参考2400元/吨。

套利操作

- ❖ 三季度可配置焦煤或焦炭的9-1反套策略。

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。