

冬储临近，山西煤焦市场几何

报告要点

目前煤焦估值偏低，冬储扰动给到下方支撑，同时 12 月仍有政策会议扰动，煤焦深跌空间有限。但中长期需求预期不佳，焦煤的高供应水平仍将给到基本面一定压力，建议区间内逢高做空 01 合约，注意警惕宏观情绪切换带来的波动。

摘要：

据调研反馈，目前焦炭基本面较为健康，焦企采取以销定产，并存在超卖行为。焦炭利润尚存，其中化工副产品利润较好，某焦企焦炭利润 20-30 元/吨，化产利润 200-300 元/吨。当下仍有焦炭订单在产，产能利用率 85-90%水平，基本上处于满产状态，焦企产量一时难以快速提升。焦企焦炭库存偏低，部分焦企基本无焦炭库存。部分贸易商认为继续提降空间有限，或四轮提降后企稳，后续钢厂仍有冬储需求释放，焦炭仍有反弹空间。但中长期预期仍旧偏弱，反弹空间或将受限。

近两年利润不佳以及需求预期偏弱使得下游焦钢企业补库的能力以及意愿偏低，下游普遍控制焦炭焦煤采购节奏，目前焦企和钢厂的焦煤库存处于近年偏低位置，调研焦企焦煤库存 3-7 天，冬储焦煤库存欲达到 7-10 天。目前煤矿端焦煤累库，库存压力仍存，同时贸易商仍有大量库存，焦煤淡季压力仍存，冬储对于焦煤的支撑较为有限。

总体来说，目前煤焦估值偏低，冬储扰动给到下方支撑，同时 12 月仍有政策会议扰动，煤焦深跌空间有限。但中长期需求预期不佳，焦煤的高供应水平仍将给到基本面一定压力，建议区间内逢高做空 01 合约，注意警惕宏观情绪切换带来的波动。

风险因素：下行风险有，宏观情绪回落、焦煤进口增量过快；上行风险有，政策刺激超预期、煤矿安监限产。

黑色建材研究团队

研究员：

余典
从业资格号 F03122523
投资咨询号 Z0019832

陶存辉
从业资格号：F03099559
投资咨询号：Z0020955

张真
从业资格号：F03106996
投资咨询号：Z0021418

【重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。】

目 录

摘要：1

一、 调研背景3

二、 焦炭基本面矛盾暂不明显，冬储补库仍有期待3

三、 焦煤淡季压力仍存，中长期预期仍旧偏弱5

四、 煤焦后市展望及调研相关信息7

免责声明.....10

图目录

图 1： 2024 年黑色金属价格走势一览3

图 2： 247 家钢厂日均铁水产量维持高位4

图 3： 焦炭日均产量维持高位4

图 4： 焦炭总库存维持低位4

图 5： 全样本独立焦企焦炭库存维持低位4

图 6： 247 家钢厂焦炭库存并不高4

图 7： 港口焦炭库存并不高4

图 8： 钢厂焦炭冬储情况5

图 9： 国内供应维持高位6

图 10： 蒙煤进口维持高位6

图 11： 焦煤总库存偏高6

图 12： 煤矿精煤库存偏高6

图 13： 全样本焦化厂焦煤库存偏低6

图 14： 247 家钢厂焦煤库存偏低6

图 15： 钢厂焦煤冬储情况7

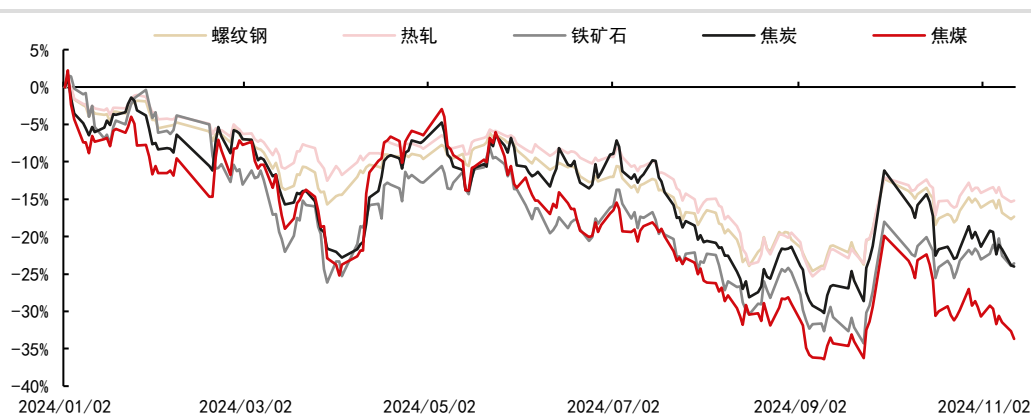
图 16： 焦企焦煤冬储情况7

一、调研背景

2024 年黑色板块价格受累于终端需求不足，原料供应充足，整体呈现震荡偏弱走势，虽然阶段性受政策预期扰动向上反弹，但在预期落空后又重回下行趋势。进入 11 月份，美国大选尘埃落定，人大常委会兑现了有关化债的预期，同时为其他财政政策预留了想象空间，整体偏中性，略不及市场的预期，黑色回调至反弹前水平。近期冬储交易逐步开启，12 月仍有政策会议扰动，叠加煤焦估值已相对偏低，抄底情绪依旧存在。

当前黑色产业链僵持博弈，焦企盈利持续偏低，煤焦行业面临一定困境。环保扰动仍存，焦企实际生产如何？春节将至，下游企业即将开启冬储，冬储能否改善煤焦基本面？宏观情绪反复，煤焦行情复杂多变，市场如何看待后市行情？上述情况备受市场关注，故在此关键时期，我们前往山西吕梁（孝义）地区进行相关调研活动。

图 1：2024 年黑色金属价格走势一览



资料来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

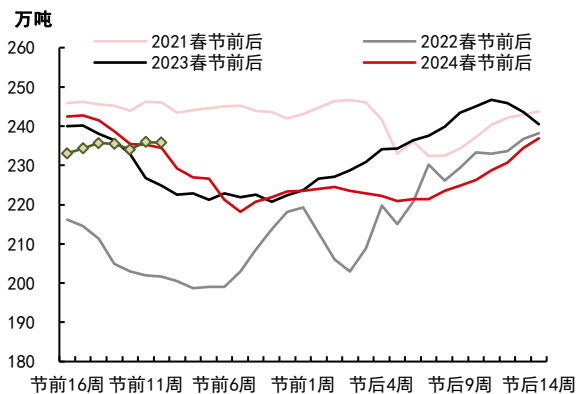
二、焦炭基本面矛盾暂不明显，冬储补库仍有期待

据调研反馈，目前焦炭基本面较为健康，焦企采取以销定产，并存在超卖行为。焦炭利润尚存，其中化工副产品利润较好，某焦企焦炭利润 20-30 元/吨，化产利润 200-300 元/吨。当下仍有焦炭订单在产，产能利用率 85-90% 水平，基本上处于满产状态，焦企产量一时难以快速提升。焦企焦炭库存偏低，部分焦企基本无焦炭库存。部分贸易商认为继续提降空间有限，或四轮提降后企稳，后续钢厂仍有冬储需求释放，焦炭仍有反弹空间。但中长期预期仍旧偏弱，反弹空间或将受限。

国庆节后日均铁水产量约 235 万吨，维持中性偏高位置。目前成材端库存矛盾暂不明显，基本面压力暂不明显，以及钢厂盈利尚存，铁水产量深跌空间有限，短期内铁水产量仍将高位震荡，煤焦刚需支撑仍存。三季度焦炭再次提降八轮，不过提降幅度收窄为 50 元/吨，四季度开启六轮提涨，焦炭产量迅速回升至年内高位，目前焦炭日均产量约 113 万吨，与去年同期基本持平。目前三轮提降落地，但焦企利润尚存，

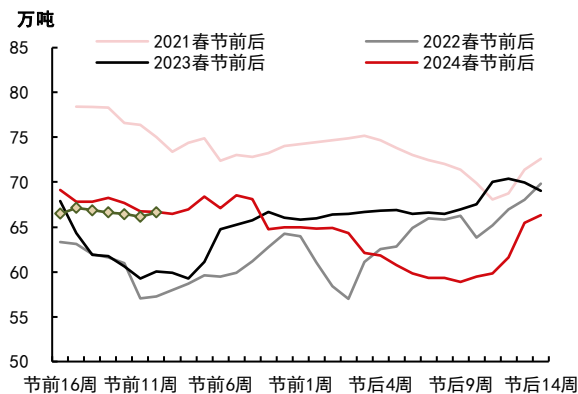
焦炭产量仍旧维持高位。总体来说，焦企库存压力较低，钢厂冬储仍有需求，焦炭基本面矛盾暂不明显，但需求预期偏弱，提降声音仍存。

图 2：247 家钢厂日均铁水产量维持高位



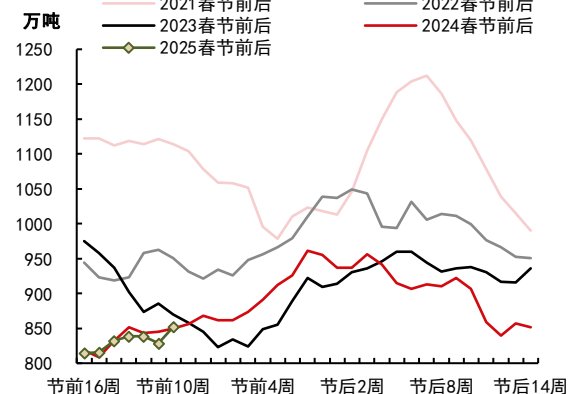
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 3：焦炭日均产量维持高位



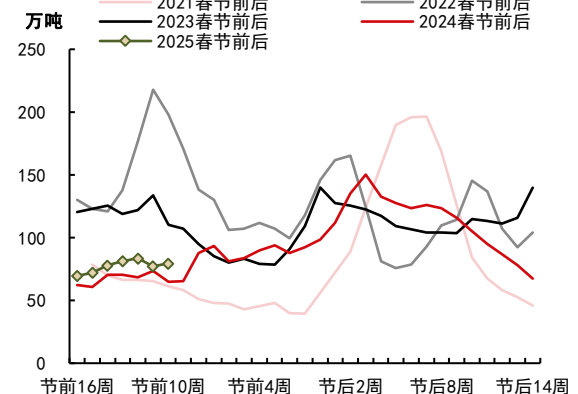
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 4：焦炭总库存维持低位



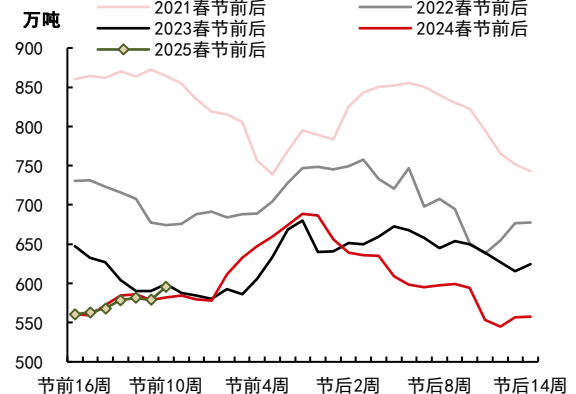
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 5：全样本独立焦企焦炭库存维持低位



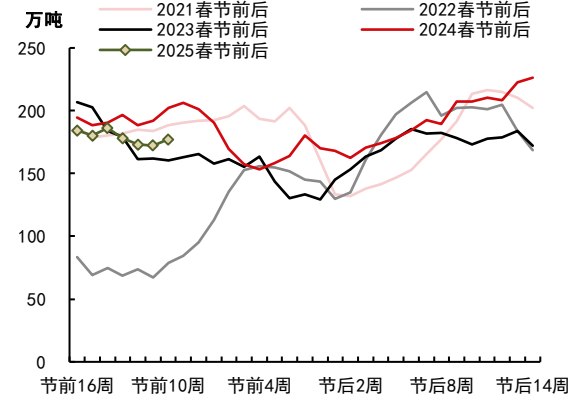
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 6：247 家钢厂焦炭库存并不高



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 7：港口焦炭库存并不高



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

在专题报告《【中信期货黑色建材（双焦）】双焦冬储是否值得期待——专题报告 20241114》中，我们提到冬季春节前钢厂对焦炭补库在 120 万吨以内，钢厂焦炭库存可用天数提升 1-3 天，近两年焦炭的补库时间偏晚，补库的幅度超 30%。目前钢厂焦炭库存不足 600 万吨，钢厂焦炭库存可用天数不足 12 天，与去年同期基本持平。预

计冬储期间补库力度及节奏与去年类似，钢厂焦炭补库 100 万吨左右，钢厂焦炭库存可用天数增加 2-3 天左右。

图 8：钢厂焦炭冬储情况

钢厂焦炭冬储	2024	2023	2022	2021	2020
春节时间	2024/2/10	2023/1/22	2022/2/1	2021/2/12	2020/1/25
钢厂补库开始	2023/12/22	2022/12/9	2021/11/26	2021/1/22	2019/11/8
	节前7周	节前7周	前10周	节前3周	前10周
补库前库存	578	580	675	739	896
补库前可用天数	11	12	15	12	12
钢厂补库结束	2024/2/2	2023/1/20	2022/2/4	2021/2/5	2020/1/24
	节前1周	节前1周	节前0周	节前1周	节前0周
补库后库存	689	680	749	795	957
补库后可用天数	14	14	16	13	15
库存变动	111	100	74	56	60
库存可用天数变动	3	2	1	1	3

资料来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

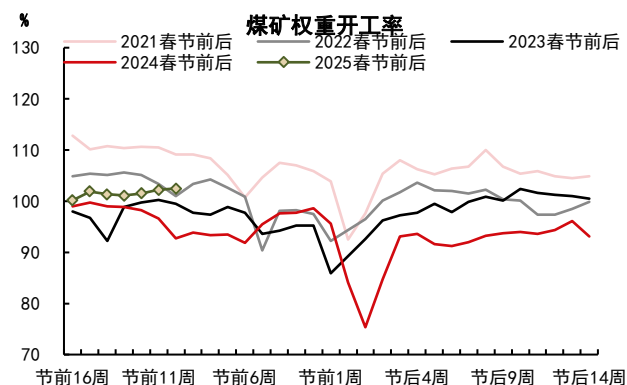
三、焦煤淡季压力仍存，中长期预期仍旧偏弱

据调研反馈，近两年利润不佳以及需求预期偏弱使得下游焦钢企业补库的能力以及意愿偏低，下游普遍控制焦炭焦煤采购节奏，目前焦企和钢厂的焦煤库存处于近年偏低位置，调研焦企焦煤库存 3-7 天，冬储焦煤库存欲达到 7-10 天。目前煤矿端焦煤累库，库存压力仍存，同时贸易商仍有大量库存，焦煤淡季压力仍存，冬储对于焦煤的支撑较为有限。

随着重心转向稳产保供，二季度后山西煤矿复产节奏加快，国内焦煤供应缓慢恢复，三季度开始焦煤产量维持高位，同比变化由-15%回升至 2%，国内焦煤供应持续维持高位。2024 年焦煤进口环境相对宽松，对我国焦煤供应形成重要补充。甘其毛都口岸维持高通关水平，日均通关车数超 1000 车，高于上一年平均水平。受地缘政治影响俄煤出口转向亚洲市场，进口维持高位。受进口性价比吸引，美国煤以及澳煤进口增量较为客观。2024 年前 10 个月，焦煤进口增量约 1800 万吨，增量主要由蒙古、澳大利亚、俄罗斯、美国贡献，巨大的进口量对盘面形成明显压制。

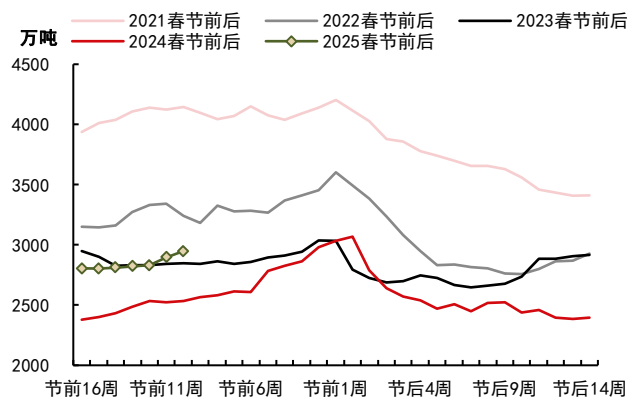
目前国内焦煤供应维持高位，甘其毛都通关维持高位，铁水和焦炭产量均维持高位，焦煤刚需支撑仍存。冬储临近抄底需求仍存，但下游采购谨慎，上游煤矿继续累库，焦煤淡季压力仍存。

图 9：国内供应维持高位



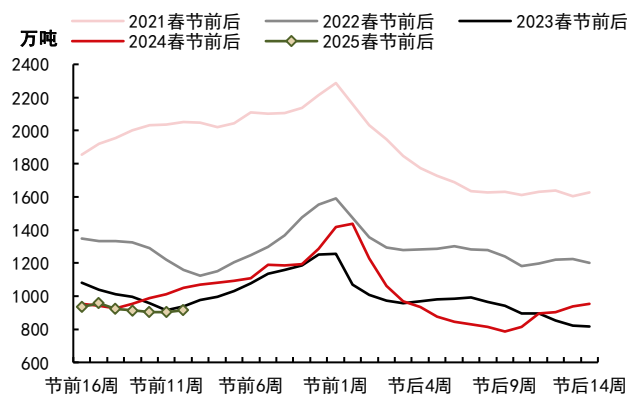
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 11：焦煤总库存偏高



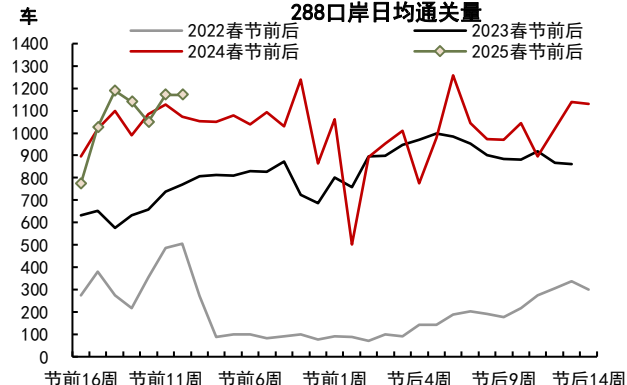
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 13：全样本焦化厂焦煤库存偏低



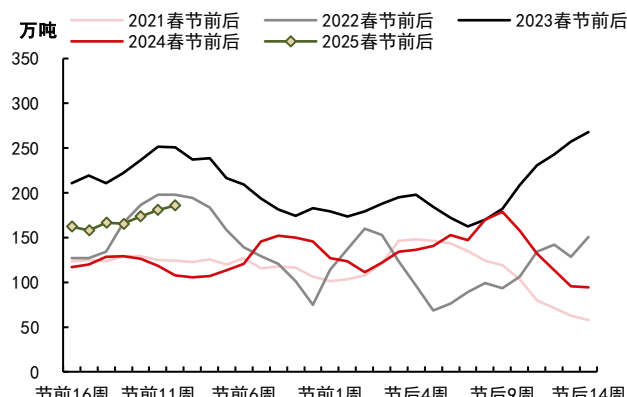
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 10：蒙煤进口维持高位



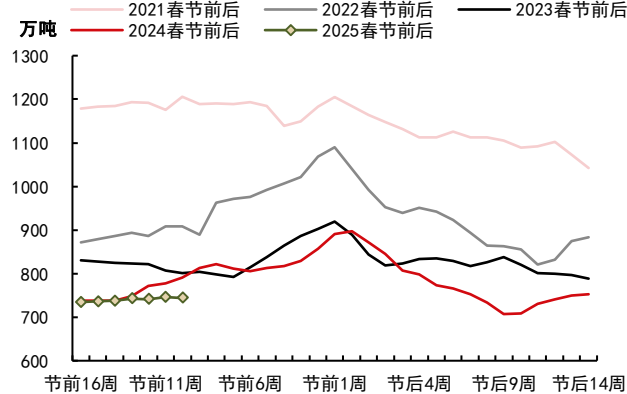
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 12：煤矿精煤库存偏高



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 14：247 家钢厂焦煤库存偏低



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

在专题报告《【中信期货黑色建材（双焦）】双焦冬储是否值得期待——专题报告20241114》中，我们提到冬季春节前钢厂对焦煤补库在200万吨以内，焦化厂对焦煤补库大约250-480万吨水平，钢厂焦煤库存可用天数提升1-3天，焦企焦煤库存可用天数提升3-6天，近两年焦煤的补库周期偏长，补库的幅度约20%。

目前焦钢企业的焦煤库存却明显低于去年同期水平，目前钢厂焦煤库存不足750万吨，钢厂焦煤库存可用天数不足12天，焦企焦煤库存约900万吨，焦企焦煤库存

可用天数约 10 天。预计钢厂焦煤补库 150 万吨左右，钢厂焦煤库存可用天数增加 2 天左右，焦企焦煤补库 350 万吨左右，焦企焦煤库存可用天数增加 4 天左右。

图 15：钢厂焦煤冬储情况

钢厂焦煤冬储	2024	2023	2022	2021	2020
春节时间	2024/2/10	2023/1/22	2022/2/1	2021/2/12	2020/1/25
钢厂补库开始	2023/11/10	2022/12/9	2021/12/3	2021/1/15	2019/11/8
	节前13周	节前7周	节前9周	节前4周	节前11周
补库前库存	748	793	889	1139	1116
补库前可用天数	12	13	15	18	19
钢厂补库结束	2024/2/9	2023/1/20	2022/1/28	2021/2/5	2020/1/3
	节前0周	节前1周	节前1周	节前1周	节前3周
补库后库存	897	919	1090	1205	1172
补库后可用天数	14	15	18	19	21
库存变动	149	127	201	65	56
库存可用天数变动	2	2	3	1	2

资料来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 16：焦企焦煤冬储情况

焦企焦煤冬储	2024	2023	2022	2021	2020
春节时间	2024/2/10	2023/1/22	2022/2/1	2021/2/12	2020/1/25
焦企补库开始	2023/11/10	2022/11/11	2021/12/3	2020/12/18	2019/11/22
	节前13周	节前11周	节前9周	节前8周	节前9周
补库前库存	952	914	1124	2021	1639
补库前可用天数	10	12	15	20	17
焦企补库结束	2024/2/9	2023/1/20	2022/1/28	2021/2/5	2020/1/24
	节前0周	节前1周	节前1周	节前1周	节前0周
补库后库存	1437	1256	1590	2287	1899
补库后可用天数	17	14	19	23	20
库存变动	485	342	467	266	259
库存可用天数变动	6	3	4	3	3

资料来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

四、煤焦后市展望及调研相关信息

目前焦企利润尚存，环保限产影响弱化，焦炭总供应环比回升。国内焦煤供应维持高位，但煤矿事故扰动仍存，甘其毛都通关维持高位。铁水高位震荡，刚需支撑仍存。总体来说，焦企库存压力较低，钢厂冬储仍有需求，焦炭基本面矛盾暂不明显，但需求预期偏弱，提降声音仍存。焦煤下游焦钢企业采购谨慎，上游煤矿继续累库，焦煤淡季压力仍存。

在专题报告《【中信期货黑色建材（双焦）】双焦冬储是否值得期待——专题报告 20241114》中，回顾历年冬储期间煤焦行情，冬储补库对于煤焦行情的支撑相对有限。下游对于煤焦的冬储需求较为刚性，补库周期弹性较大，煤焦的价格驱动更多得取决于当下的基本面以及对于未来的供需预期，故冬储补库未必会造成价格强势上涨。

2025 年春节时间为 1 月底，预计下游焦钢企业最早便会在 11 月中下旬开启冬

储，补库的空间及节奏与去年不会出现明显差异。中长期需求预期不佳下，弱冬储补库预期仍将持续。年底若无明显的强政策刺激，冬储补库对于价格的支撑依旧有限，不会造成价格的强势上涨。

总体来说，目前煤焦估值偏低，冬储扰动给到下方支撑，同时 12 月仍有政策会议扰动，煤焦深跌空间有限。但中长期需求预期不佳，焦煤的高供应水平仍将给到基本面一定压力，建议区间内逢高做空 01 合约，注意警惕宏观情绪切换带来的波动。

风险因素：下行风险有，宏观情绪回落、焦煤进口增量过快；上行风险有，政策刺激超预期、煤矿安监限产。

附：调研相关信息

调研对象 1：某煤焦贸易商

企业在山西地区拥有煤矿、铁矿，同时仍在积极拓展煤矿产能，焦煤和铁矿主要销往河北唐山、山东等地区钢厂。其中煤矿原煤成本约 400 元/吨，精煤完全成本约 600-700 元/吨。

欲通过与焦企合作获取焦炭产能，通过与其他企业合作压缩贸易环节，以缩短账期。焦企采取以销定产，并存在超卖行为，企业库存较低，焦炭供需紧平衡。焦企利润处于盈亏平衡状态，焦企产能已处于相对饱和状态，焦企产量一时难以快速提升。

对于后市判断，认为短期深跌空间有限，焦炭四轮提降后或将企稳。焦企钢厂冬储或将于价格偏低位置缓慢开启，同时年底煤矿减产，北方雨雪天气影响蒙煤运输，春节后伴随焦企开工负荷提升下游或仍有补库空间，后期或有反弹可能。

后续欲开展煤焦期现业务，主要包括两种模式（先货后点，先点后货），取决于对于后市价格判断。算上运费、装卸仓储及资金成本，当前盘面价格并不支持期现操作。

调研对象 2：某焦炭生产商

承包焦炉，120 万吨焦炭产能，当前化工副产品利润尚存，基本上满产。下游以贸易商为主，钢厂以长协为主较为稳定。

焦化厂对钢厂赊销，买煤是先款后货，去年 12 月企业因资金链出现问题（下游不拿货，上游不给原料）停产。

对后市较为悲观，认为大周期向下，产能过剩，企业长期亏损，焦煤供应维持高位，价格难以出现大幅上涨。

调研对象 3：某焦炭生产商

焦炭产能 180 万吨，基本满产。销售以钢厂为主。焦企焦炭基本上没库存，焦煤库存大约 7 天，冬储欲补库至 10 天。

合作洗煤厂有精煤约 2 万吨，后期视情况预增加 3 万吨库存。

认为冬储对于煤焦价格支撑有限，中长期煤焦价格仍有下行空间。

调研对象 4：某焦炭生产商

焦炭产能 120 万吨。目前企业利润尚可，入炉煤成本 1200-1300 元/吨，焦炭利润 20-30 元/吨，化产利润 200-300 元/吨。产能利用率 85-90%，维持较高水平。

下游以山西周边钢厂为主，南方钢厂主要以铁路或者海运运输，如到南方铁路运费 300 元/吨（当下铁路优惠 30%），若以海运运输则成本约 100 元/吨。

焦企焦炭库存偏低，焦煤库存 3-5 天，冬储焦煤库存欲达到 7 天。近年来物流运输条件改善，上游煤矿库存较高，焦企和钢厂冬储的迫切性下降。

对于后市仍旧悲观，认为居民收入预期偏弱，地产周期向下，钢厂和焦企产能过剩，钢厂和焦企利润长期维持低位，焦煤进口维持高位，煤焦价格仍有下行空间。

调研对象 5：某煤焦仓库

仓库场地面积约 2.6 万平方米，仓库库容 6 万吨左右，目前以存储焦炭为主，后续欲增加焦煤存储。仓储服务费 15 元/吨，提供一定免堆期（如 30 天），随着仓储周期的增加，日仓储费将有所增加（0-0.4 元/吨）。此外，还有过户费、装卸车费、起倒垛费、打水费等。

仓库的功能主要包括第三方仓储（为客户提供中短期仓储服务）、基差业务（寰球与客户在合同约定的时间内以期货合约+“基差”即期现货升贴水的方式开展购销业务）和仓单服务业务（通过约定购回为产业链中的上、中、下游客户提供流动性支持）。

目前仓库库存水平偏低，其中湿熄焦 1 千吨，干熄焦 2400 吨，后续仍有持续出入库操作。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826