

双焦冬储是否值得期待

报告要点

随着淡季到来，钢厂季节性检修或逐渐增加，铁水仍有回落空间。焦炭焦煤的高供应水平仍将给到基本面一定压力，冬储补库带来的支撑较为有限，盘面预计持续承压。不过煤焦估值偏低，12月仍有政策会议扰动，煤焦深跌空间亦有限，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：

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。

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。

随着淡季到来，钢厂季节性检修或逐渐增加，铁水仍有回落空间。焦炭焦煤的高供应水平仍将给到基本面一定压力，冬储补库带来的支撑较为有限，盘面预计持续承压。不过煤焦估值偏低，12月仍有政策会议扰动，煤焦深跌空间亦有限，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

【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、冬储补库或将开启	3
二、冬储补库支撑有限	5
三、淡季煤焦压力仍存	7
免责声明	10

图目录

图 1:	钢厂焦炭冬储情况	3
图 2:	钢厂焦煤冬储情况	3
图 3:	焦企焦煤冬储情况	4
图 4:	247 家钢厂焦炭库存同期持平	4
图 5:	247 家钢厂焦炭库存可用天数同期持平	4
图 6:	钢厂焦煤库存同期偏低	5
图 7:	钢厂焦煤库存可用天数同期偏低	5
图 8:	焦化厂焦煤库存同期偏低	5
图 9:	焦化厂焦煤库存可用天数同期偏低	5
图 10:	2024 年焦炭冬储行情	6
图 11:	2023 年焦炭冬储行情	6
图 12:	2024 年焦煤冬储行情	6
图 13:	2023 年焦煤冬储行情	6
图 14:	2022 年焦炭冬储行情	7
图 15:	2021 年焦炭冬储行情	7
图 16:	2022 年焦煤冬储行情	7
图 17:	2021 年焦煤冬储行情	7
图 18:	国内供应维持高位	8
图 19:	蒙煤进口维持高位	8
图 20:	焦炭日均产量维持高位	8
图 21:	铁水产量或将季节性回落	8
图 22:	焦炭库存小幅累积	9
图 23:	焦煤库存淡季仍有压力	9

一、冬储补库或将开启

冬季北方寒冷天气对物流运输存在限制，而焦钢企业需要在春节假期内维持正常生产，故焦钢企业在春节前有冬储补库需求。目前下游焦钢企业日常低库存运行更能凸显出冬储补库的必要性。

根据近五年数据，煤焦冬储通常开始于春节前 7-13 周，结束于春节前 1 周左右。冬季春节前钢厂对焦炭补库在 120 万吨以内，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。冬储期间，钢厂焦炭库存可用天数提升 1-3 天，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。同时，近两年焦炭的补库时间偏晚，补库的幅度超 30%，而焦煤的补库周期偏长，补库的幅度约 20%。

图 1：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

图 2：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 3：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

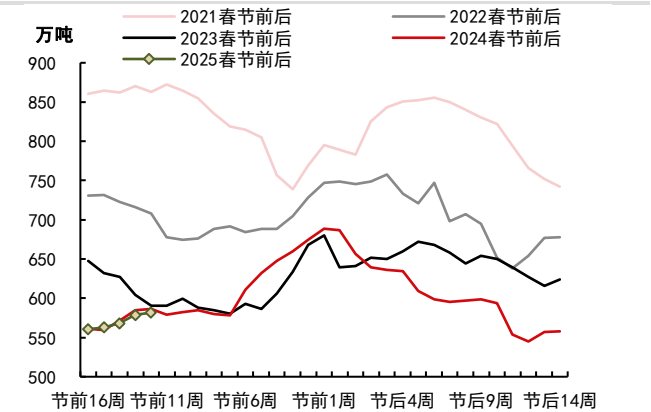
资料来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

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，下游焦炭焦煤库存处于近年偏低位置。故春节前下游焦钢企业仍需补库，以保证春节期间的正常生产。

目前钢厂焦炭库存不足 600 万吨，钢厂焦炭库存可用天数约 11 天，与去年同期持平。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 3 天左右。而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。焦钢企业对于焦煤的补库意愿或较焦炭更为强烈，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。

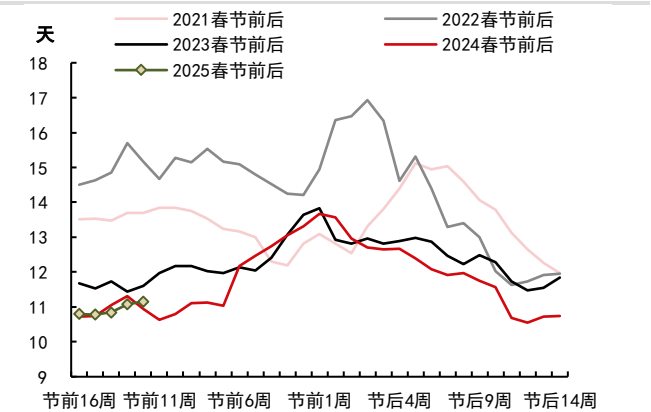
2025 年春节时间为 1 月底，预计下游焦钢企业最早便会在 11 月中下旬开启冬储，补库的空间及节奏与去年不会出现明显差异。

图 4：247 家钢厂焦炭库存同期持平



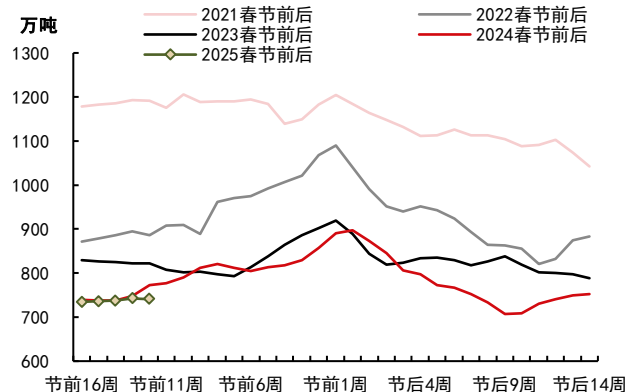
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 5：247 家钢厂焦炭库存可用天数同期持平



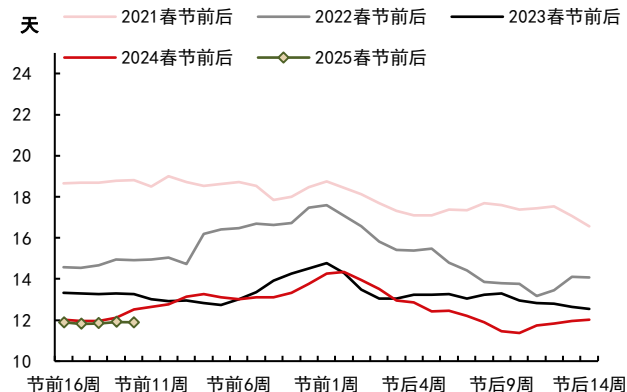
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 6：钢厂焦煤库存同期偏低



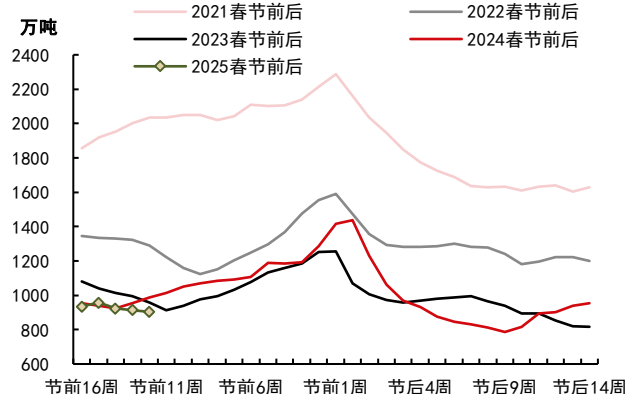
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 7：钢厂焦煤库存可用天数同期偏低



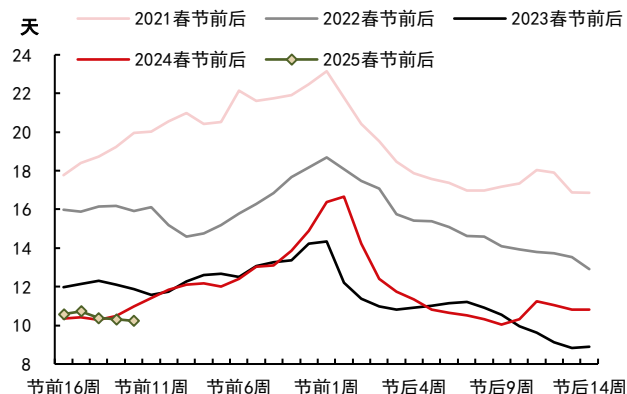
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 8：焦化厂焦煤库存同期偏低



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 9：焦化厂焦煤库存可用天数同期偏低



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

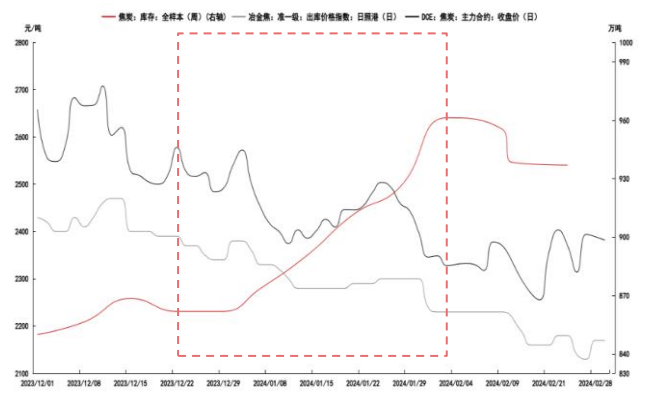
二、冬储补库支撑有限

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。

2023 年 12 月开始，宏观情绪回落，铁水季节性下行，高估值下煤焦价格高位下行，即使下游库存因冬储持续增加，仍未给到价格支撑。

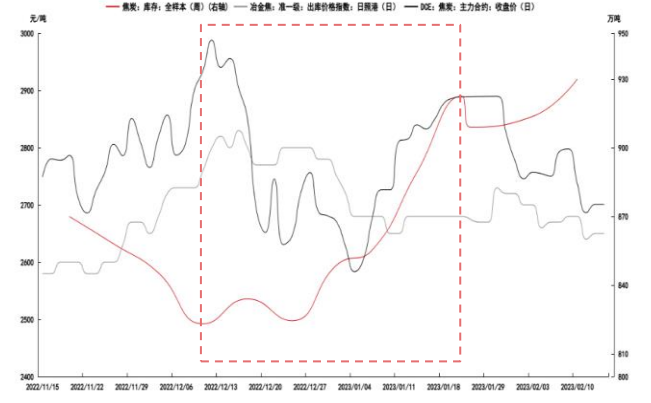
2022 年 12 月中央经济工作会议政策利好不及预期，加之全国疫情扩散抑制下游钢材终端需求，盘面进入宽幅震荡调整状态，补库预期的兑现并没有对盘面价格形成支撑。

图 10：2024 年焦炭冬储行情



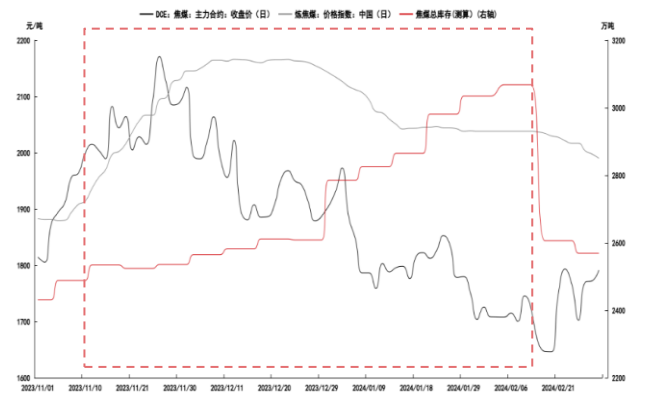
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 11：2023 年焦炭冬储行情



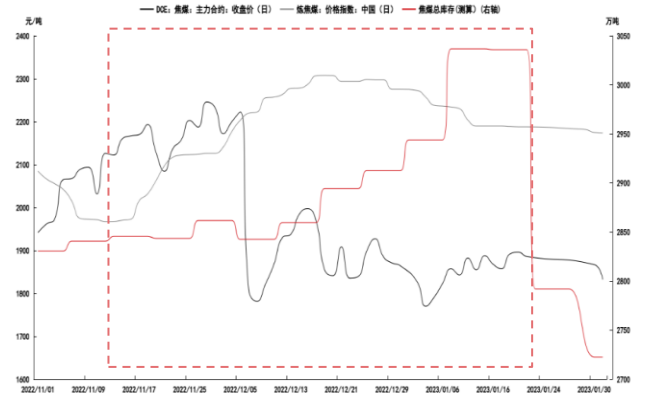
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 12：2024 年焦煤冬储行情



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 13：2023 年焦煤冬储行情

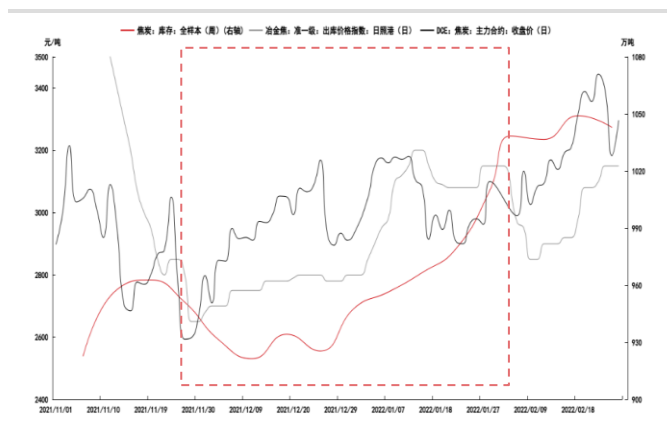


数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

2021 年底中央经济工作会议释放地产利好预期，定调经济“稳增长”，地产预期大幅转好。2022 年 1 月 10 日召开的国务院常务会议上，稳增长被指出为宏观政策的重心，强调将稳增长放在更加突出的位置，实施扩大内需战略。当时宏观驱动为主，冬储补库为辅，煤焦价格表现强势。

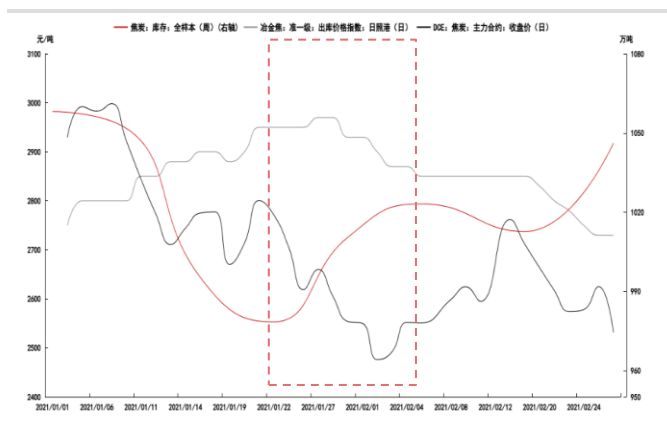
2021 年初需求进入淡季，钢厂减产预期增强，基本面阶段性走弱，价格高位回落，冬储影响并不明显。

图 14：2022 年焦炭冬储行情



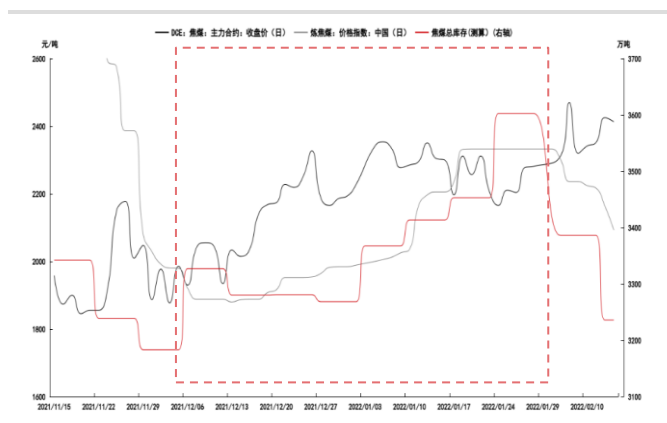
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 15：2021 年焦炭冬储行情



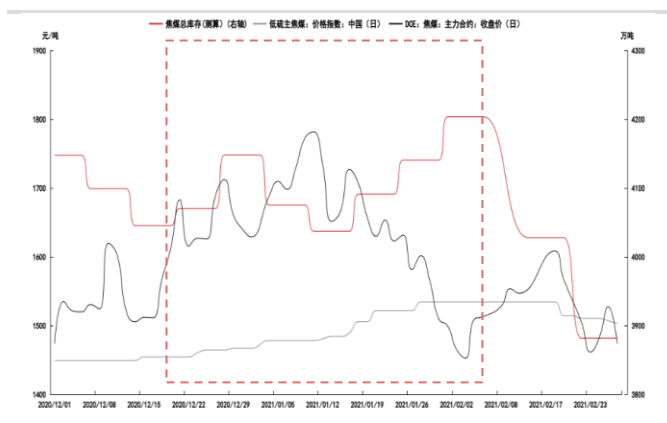
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 16：2022 年焦煤冬储行情



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 17：2021 年焦煤冬储行情



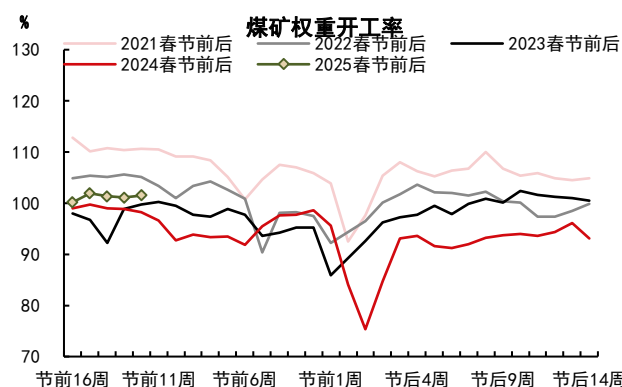
数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

故冬储补库不是行情的核心驱动，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。

三、淡季煤焦压力仍存

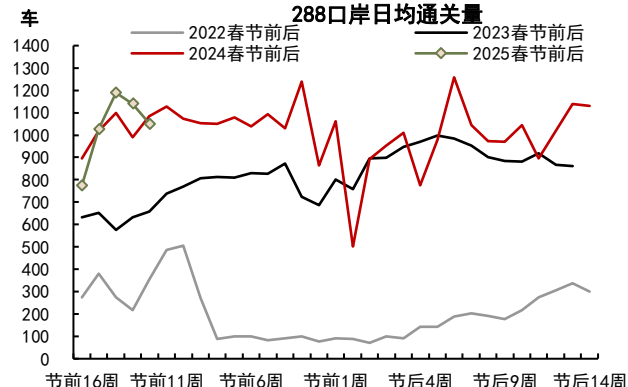
随着重心转向稳产保供，二季度后山西煤矿复产节奏加快，国内焦煤供应缓慢恢复，三季度开始焦煤产量维持高位，同比变化由-15%回升至 2%，国内焦煤供应持续维持高位。2024 年焦煤进口环境相对宽松，对我国焦煤供应形成重要补充。甘其毛都口岸维持高通关水平，日均通关车数超 1000 车，高于上一年平均水平。受地缘政治影响俄煤出口转向亚洲市场，进口维持高位。受进口性价比吸引，美国煤以及澳煤进口增量较为客观。2024 年前 9 个月，焦煤进口增量超 1600 万吨，增量主要由蒙古、澳大利亚、俄罗斯、美国贡献，巨大的进口量对盘面形成明显压制。

图 18：国内供应维持高位



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

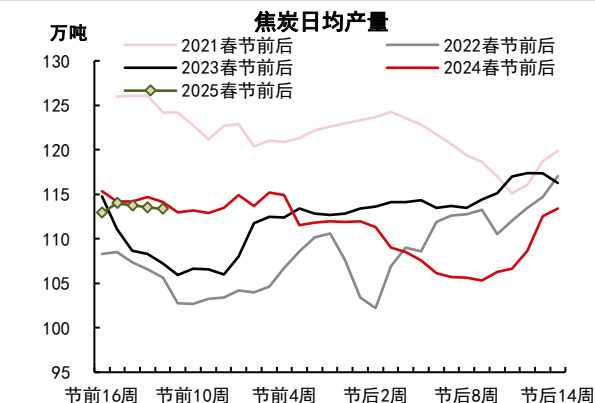
图 19：蒙煤进口维持高位



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

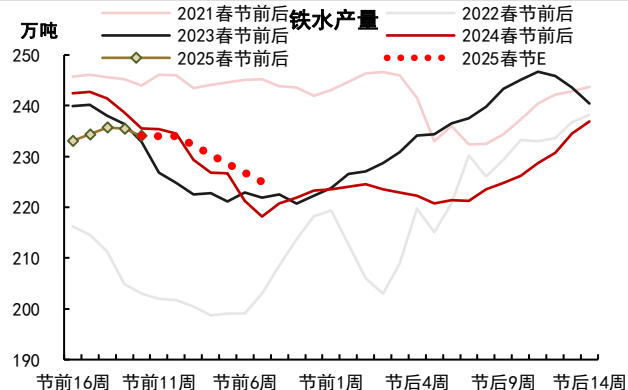
2024 年 9 月底之后焦炭开启六轮提涨，焦企利润快速恢复，焦炭产量迅速回升至年内高位。目前三轮提降声音渐起，但焦企利润尚存，下游补库仍偏谨慎，焦炭产量偏高使得焦企库存小幅累积，焦炭基本面边际宽松。

图 20：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

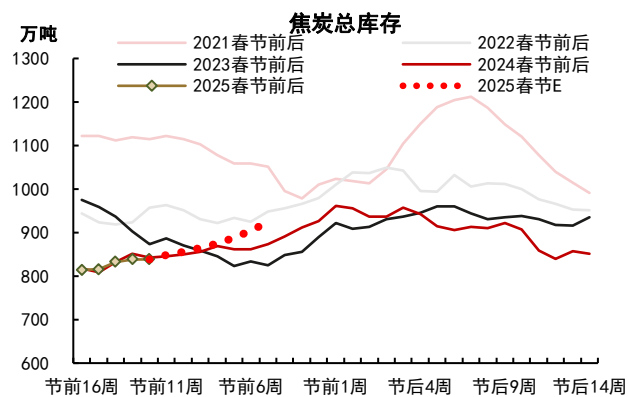
图 21：铁水产量或将季节性回落



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

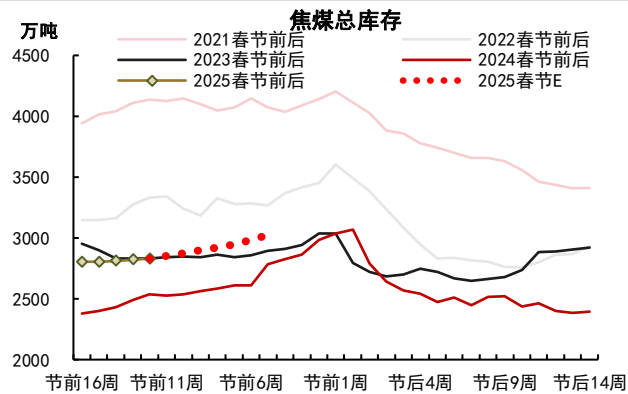
随着淡季到来，钢厂季节性检修或逐渐增加，铁水仍有回落空间。焦炭焦煤的高供应水平仍将给到基本面一定压力，冬储补库带来的支撑较为有限，盘面预计持续承压。不过煤焦估值偏低，12 月仍有政策会议扰动，煤焦深跌空间亦有限，建议区间内逢高做空 01 合约，注意警惕宏观情绪切换带来的波动。

图 22：焦炭库存小幅累积



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图 23：焦煤库存淡季仍有压力



数据来源：Wind Mysteel 汾渭 中信期货研究所

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。

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