

政策驱动仍存，关注现实需求

中信期货研究所 黑色建材组

徐 轲

从业资格号：F03123846
投资咨询号：Z0019914

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。
我司不会因为关注、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。

政策释放积极信号

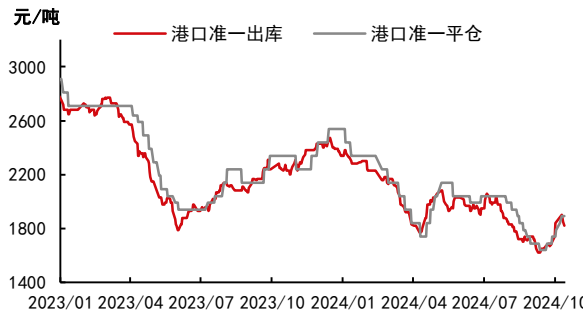
- 若干重要会议和高规格新闻发布会释放积极信号，即“有效落实存量政策、加力推出一揽子增量政策”“努力完成全年经济社会发展目标任务”。
- 9月24日，超10项重磅政策出台，提振市场信心。9月26日政治局会议超常规部署经济工作，凸显稳增长的迫切性与重要性，提振市场与经济预期。“有力度的降息”、“降低存量房贷利率”、“努力提振资本市场”等政策预期已经落地。
- 10月12日，财政部指出后续“允许专项债券用于土地储备，确有需要的地区可以用于新增土地储备项目”，同时“将用好专项债券来收购存量商品房”；而且“拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务”，此外“四季度各地共有 2.3 万亿元专项债资金可以安排使用”。
- 10月仍有人大常委会、政治局会议等召开，关注相关会议进一步释放利好信号的动态。

时间	相关内容
2024/9/24	国新办召开新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清介绍金融支持经济高质量发展有关情况。
2024/9/26	在7月30日的会议对下半年经济工作作出部署后，中共中央政治局再次紧扣经济召开会议，并对下一步经济工作部署了一揽子增量政策。
2024/9/29	国务院常务会议专题研究部署一揽子增量政策的具体落实工作。
2024/10/8	国新办召开新闻发布会，国家发展改革委主任郑栅洁和副主任刘苏社、赵辰昕、李春临、郑备向社会各界介绍“系统落实一揽子增量政策”的具体举措。
2024/10/12	国新办召开新闻发布会，财政部部长蓝佛安，副部长廖岷、王东伟、郭婷婷出席介绍一揽子增量财政政策。
2024/10/14	国新办召开新闻发布会，国家市场监督管理总局局长罗文、工业和信息化部副部长王江平、司法部副部长胡卫列、国家金融监督管理总局副局长丛林出席介绍一揽子助企帮扶增量政策。

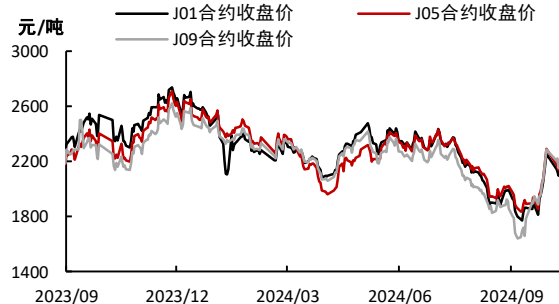
行情回顾

- **2024年：**
- **1-3月**弱现实弱预期：宏观情绪回落，铁水恢复缓慢。
- **4月**弱现实强预期：低供给低库存，复产预期走强。
- **5-6月**政策刺激频发，供给扰动不断，成材终端需求承压，预期与现实博弈，盘面弱势调整，焦炭稍显强势。
- **7-8月**钢厂亏损加剧，铁水高位回落，焦炭开启提降，盘面弱势下行。
- **9月**成材短期供需错配，原料节前补库。月末政策刺激频出，基本面边际改善。
- **10月**政策发力仍存，铁水持续回升，盘面仍有支撑。

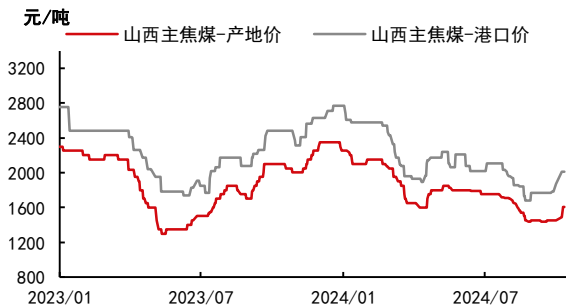
焦炭现货价格



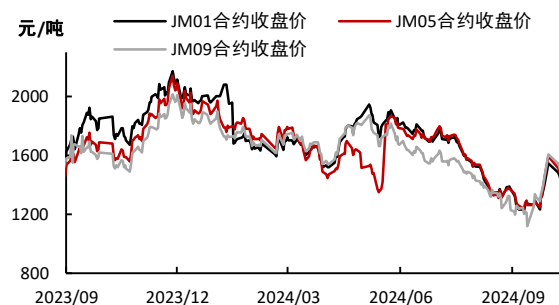
焦炭期货价格



焦煤现货价格



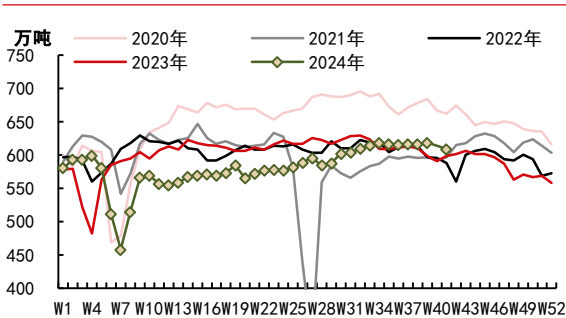
焦煤期货价格



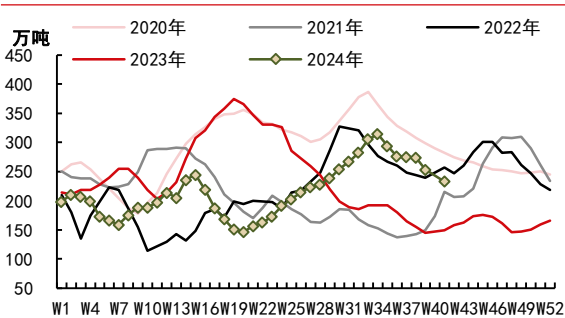
煤矿复产放缓，铁水持续回升

- 2024年3月31日山西下发《2024年山西省煤炭稳产稳供工作方案》，要求在确保安全生产前提下，2024年全省煤炭产量稳定在13亿吨左右，并强调全力抓好电煤安全保供。同时近期市场传闻，（1）山西煤矿存在复产增产预期，可月度按核定产能110%生产，并要求加快发放被暂扣的部分煤矿生产许可证；（2）山西吕梁地区将逐步放开煤矿夜班生产。随着重心转向稳产保供，山西煤炭供应恢复有望加快。
- 煤矿复产放缓，铁水持续回升，基本面边际向好。

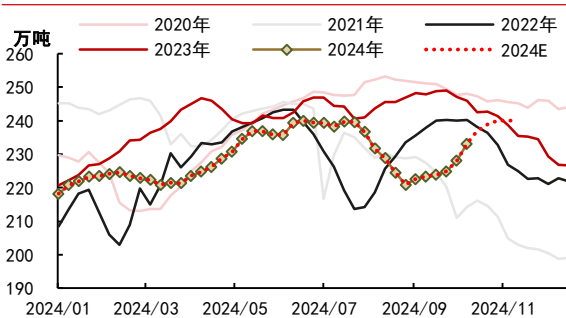
原煤产量



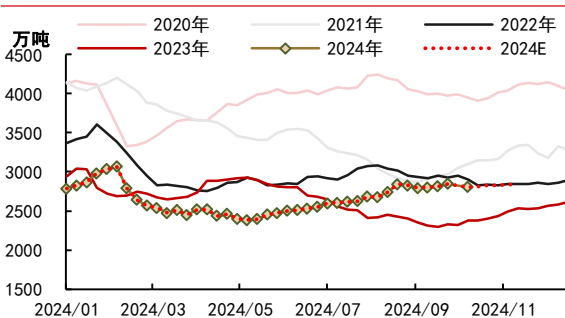
煤矿原煤库存-汾渭



铁水产量



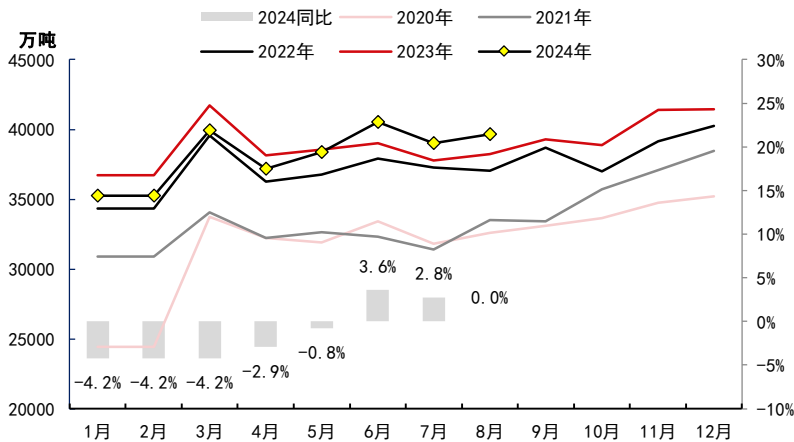
焦煤总库存



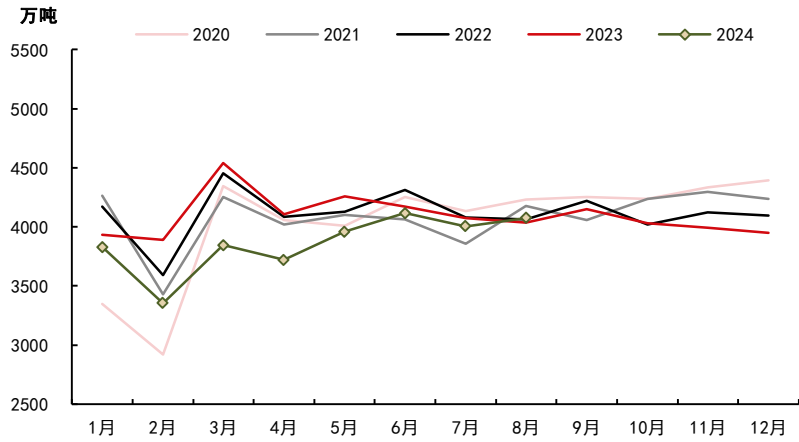
煤炭供应缓慢恢复

2024年1-8月，规上工业原煤产量30.5亿吨（-134万吨），同比持稳。1-8月，国内焦煤累计产量3.09亿吨（-2100万吨），同比-6.4%。

全国原煤产量



炼焦精煤产量



山西减量明显



- 国内炼焦精煤产量主要集中在山西、山东、内蒙古、安徽、贵州、黑龙江、新疆等省份，山西省焦煤供给的边际变化，将直接影响国内焦煤市场供需，进而影响国内焦煤价格。
- 2023年，国内炼焦精煤产量为4.91亿吨，其中山西省产量2.3亿吨，占比46.6%，山东省产量4136万吨，占比8.4%。

炼焦精煤产量	合计	山西	山东	内蒙	安徽	贵州	新疆	河南	黑龙江	云南	河北	其他
2023年	49142	22919	4136	3312	3150	2737	2360	2317	2095	1894	1506	2718
2023年前8月	33014	15471	2706	2365	2150	1766	1551	1518	1399	1299	1004	1785
2024年前8月	30908	14005	2872	2555	1875	1957	1297	1666	985	872	987	1838
同比减幅	-6.4%	-9.5%	6.1%	8.1%	-12.8%	10.8%	-16.4%	9.7%	-29.6%	-32.9%	-1.7%	2.9%
同比减量	-2105	-1466	166	191	-275	191	-255	147	-414	-428	-17	52

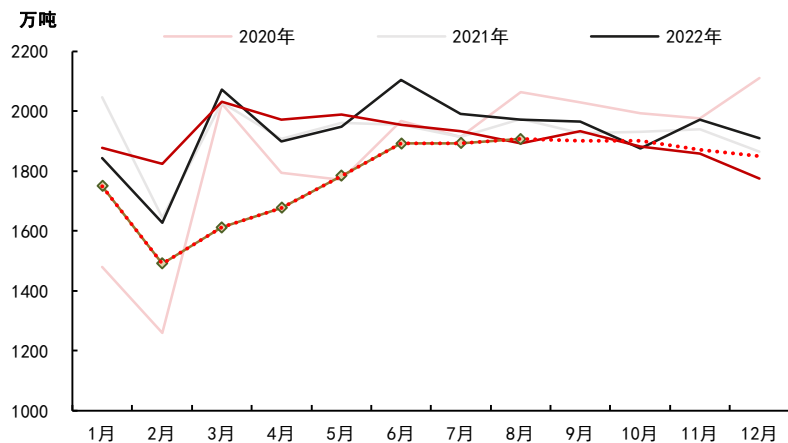
地区	2023煤炭产量	2024计划煤炭产量	亿吨	原煤	炼焦烟煤	炼焦精煤	洗出率
山西	13.6亿吨	稳产保供	全国	47.1	13.3	4.9	36.8%
陕西	7.6亿吨	7.8亿吨	山西	13.6	7.2	2.3	31.8%
内蒙古	12.1亿吨	稳定在12亿吨	山西占比	28.8%	54.1%	46.7%	
新疆	4.6亿吨	5亿吨					
山东	8706万吨	稳定在8500万吨					



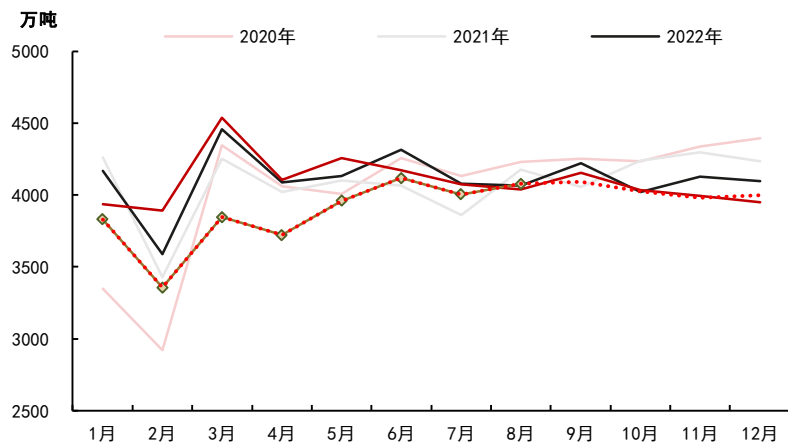
未来焦煤供应增量几何

- 煤矿事故频繁，安监高压态势未改，实际供应恢复程度仍将受限，我们预计全年国产焦煤减量在2000-2500万吨，降幅约4-5%。

山西炼焦精煤产量预测



全国炼焦精煤产量预测



2024年：供需双弱，累库压力仍存

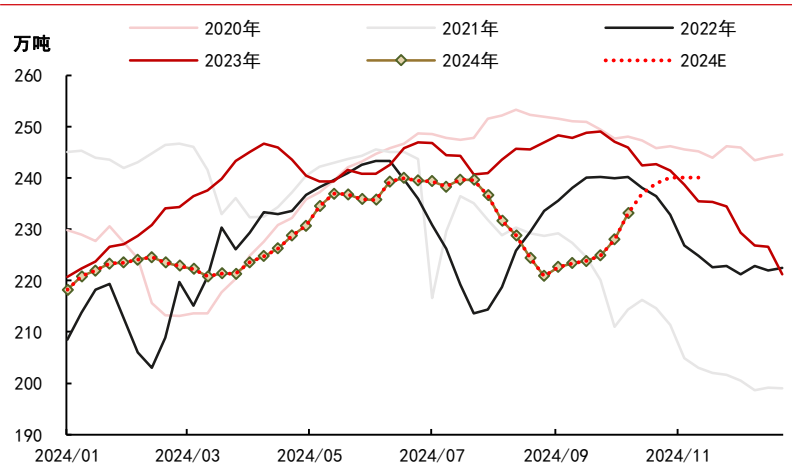
- ◆ **2023基本面由松转紧：供应不及预期；铁水产量超预期。** 2023年同比:生铁+700，焦炭+1900，焦煤进口+3800，焦煤国产+0。
- ◆ **2024供需双弱，累库压力仍存。**（国产-2000至2500，进口+1500-2000）。
 - **2024年1-8月：**生铁产量5.78亿吨，同比-4.3%（-2600）。焦炭产量3.25亿吨，同比-0.4%（-110）。
 - **2024年1-8月：**焦煤产量3.09亿吨，同比-6.4%（-2100）。焦煤进口0.79亿吨，同比+28%（+1700）。

日期	焦炭产量	累计同比	冶金焦产量	炼焦煤需求	焦煤产量	焦煤进口	焦煤供给	焦煤供需差
2022年	47053	1.3%	41407	55899	49351	6384	55734	-165
2023年	49260	4.7%	41871	56526	49142	10190	56365	-160
2024E	47909	-2.7%	40723	55383	46814	11933	56985	1602

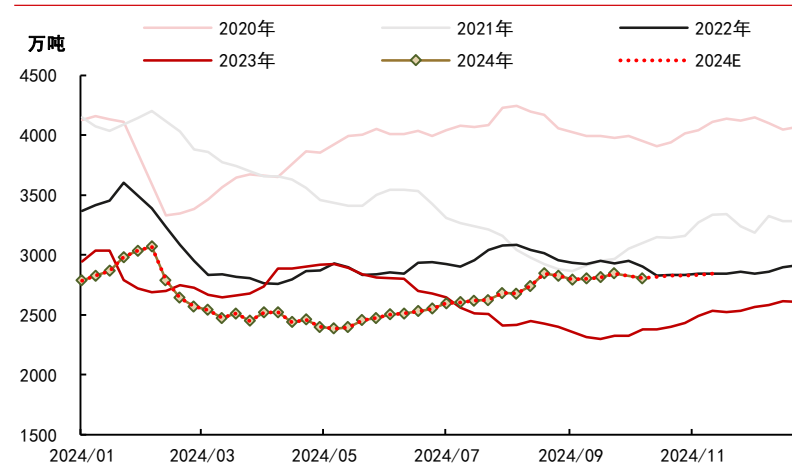
未来焦煤供应增量几何

- 短期煤矿复产放缓，铁水持续回升，基本面边际向好。

铁水产量预测



焦煤总库存预测



全年价格中枢下移

2022年价格中枢:

介休中硫主焦煤2319(1600-2900)

蒙5#原煤1874(1380-2550)

吕梁准一2802(2160-3800)

日照准一出库3022(2450-4030)

2023年价格中枢:

介休中硫主焦煤1914(1300-2350)

蒙5#原煤1439(1045-1780)

吕梁准一2109(1700-2560)

日照准一出库2295(1790-2770)

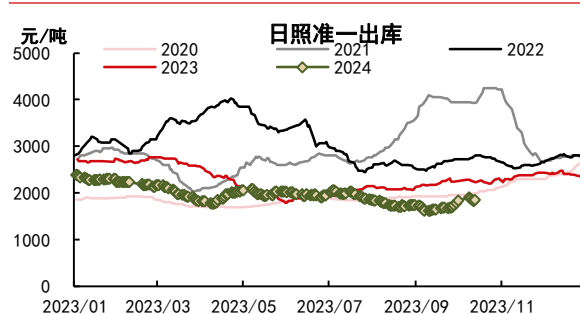
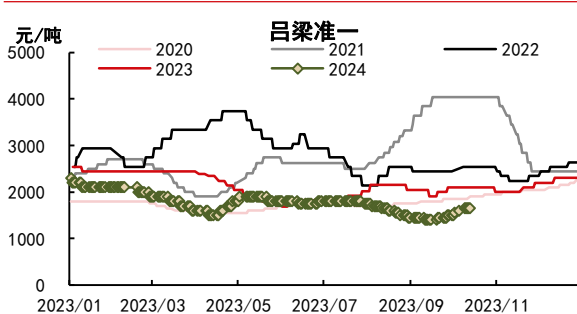
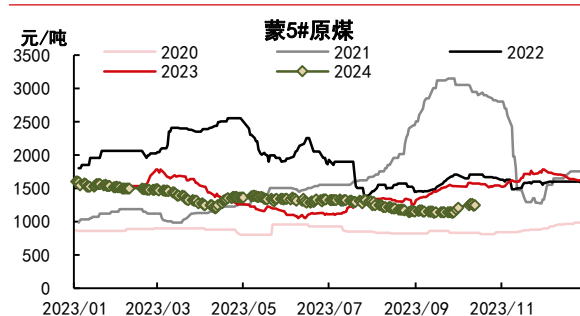
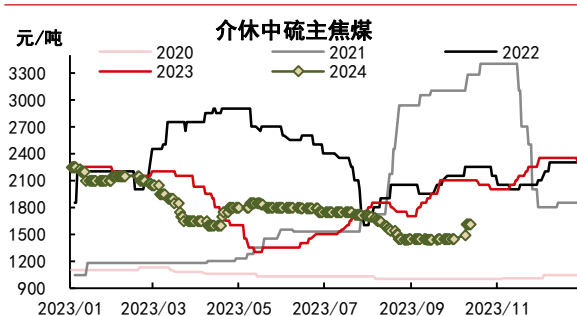
截至目前2024年价格中枢:

介休中硫主焦煤1781

蒙5#原煤1336

吕梁准一1774

日照准一出库1968



政策驱动仍存，关注现实需求



◆ 焦炭基本面较为健康，焦煤基本面边际改善

- 焦企利润改善，钢厂逐步复产，焦炭总供应企稳增加。节后部分煤矿产量陆续恢复正常，国内焦煤供应高位维稳，节后甘其毛都通关显著回升，海外澳煤价格表现坚挺。钢厂盈利改善，铁水持续回升，焦炭产量企稳增加，下游补库意愿仍存。
- 总体来说，焦炭供需企稳回升，产业链库存仍旧偏低，基本面较为健康；上游煤矿去库，焦煤基本面边际改善。随着钢厂复产铁水回升，焦钢企业仍有补库空间，焦炭提涨预期仍存，叠加政策仍有继续发力可能，短期盘面下方仍有支撑。

◆ 中长期警惕现实矛盾积累

- 政策尘埃落定；成材矛盾积累；铁水见顶预期；冬储接近尾声；高估值。
- **风险因素：**宏观情绪回落、焦煤进口增量过快（下行风险）；政策刺激超预期、煤矿安监限产（上行风险）。



提涨预期仍存，关注成材表现

01

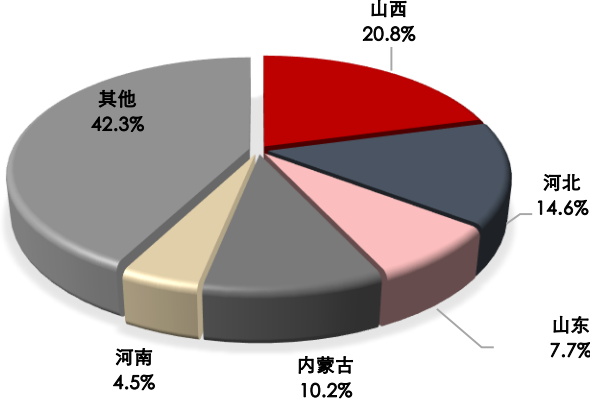
焦炭供给：产业政策+产能置换

- 焦炭行业整体处于产能置换周期，政策引导落后产能淘汰，同时对环境友好的先进产能释放。**截至2024年8月底，全国冶金焦在产产能5.65亿吨，其中碳化室高度4.3米及以下（含热回收焦炉）产能占比约10%。**
- 产能置换主要是独立焦化厂，钢厂焦化更多为长流程配套焦炉。统计局数据，2023年焦炭产量4.9亿吨，根据钢联样本数据测算，2023年独立焦化厂产量2.48亿吨，占比50%，247家钢厂自建焦化厂产量1.70亿吨，占比35%。

焦炭行业产能结构

产能（万吨）	4.3米以下焦炉	5.5米以上焦炉
山西	484	11251
河北	273	7948
山东	0	4340
内蒙古	260	5475
河南	135	2400
其他	4508	19406
合计	5660	50820

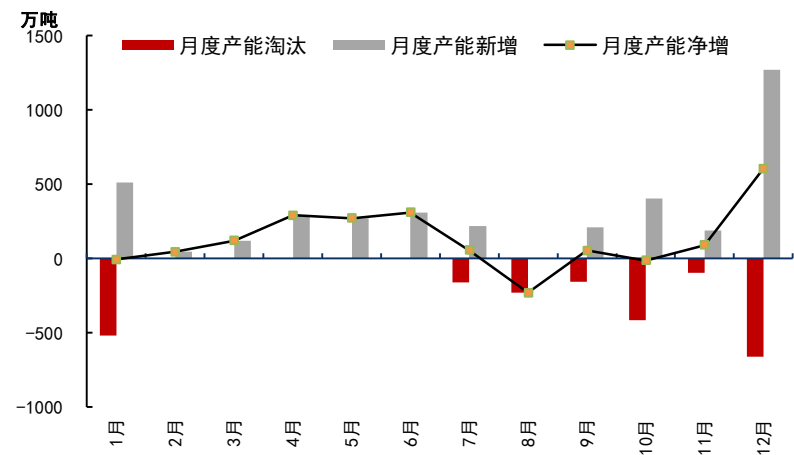
2024年各省份焦化产能占比



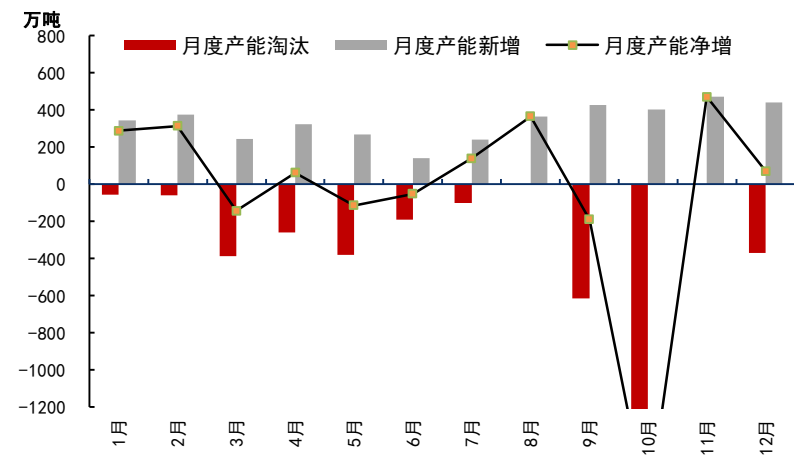
焦炭供给：产业政策+产能置换

- 2021-2022年是新增优质焦化产能的集中释放期，2022年全年净增产能2550万吨。2023年已淘汰焦化产能4578万吨，新增4036万吨，净淘汰543万吨。
- 截止目前，2024年已淘汰焦化产能1068万吨，新增1978万吨，净新增910万吨；预计2024年淘汰焦化产能2242万吨，新增3836.5万吨，净新增1595万吨。
- “能耗双控”已经成为伴随焦化行业高质量发展的长期目标和常态化要求，对焦化生产的集中性限制弱化。当前焦化行业产能充足，行业平均产能利用率80%左右。

2024年焦炭产能淘汰与新增



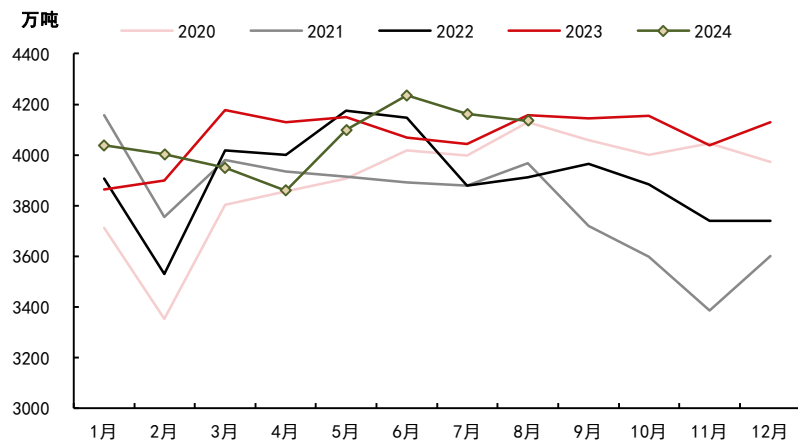
2023年焦炭产能淘汰与新增预估



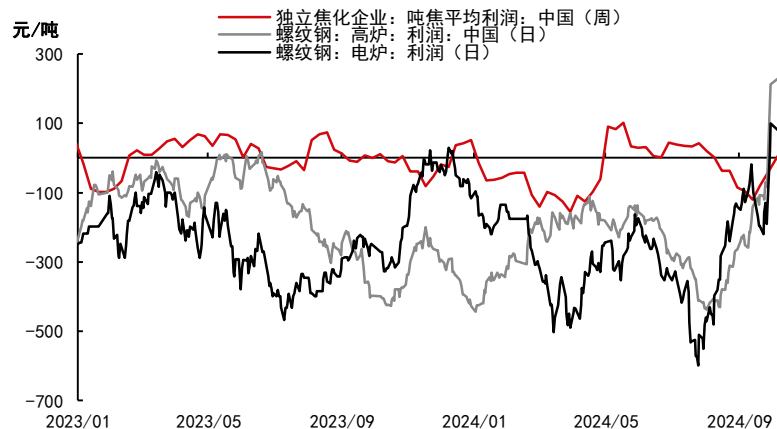
焦炭供给：供应弹性较大，需求及利润引导生产

- 2023年全国焦炭产量4.9亿吨，同比增长4.0%。2024年1-8月全国焦炭产量3.2亿吨，同比-0.4%（-110）。
- 政策性限产、产能约束等外部扰动减弱之后，焦化厂生产主要受到下游需求及焦化利润的引导，供应弹性较大。
- 在下游需求及焦化利润引导下，焦企通过产量调节，实现焦炭供需两侧的动态平衡。

焦炭产量季节性



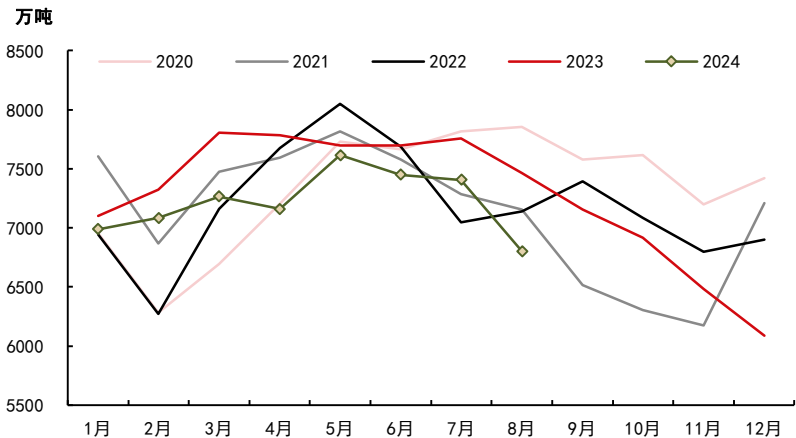
煤焦钢利润分配



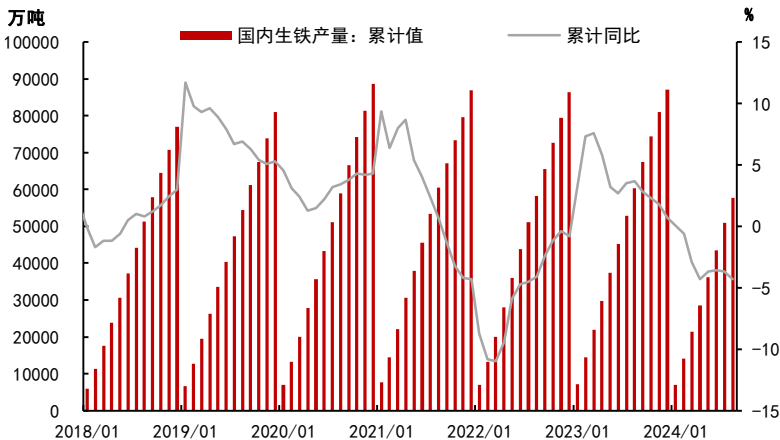
国内需求：铁水高位回落

- 2023年全国生铁产量8.7亿吨，同比增长0.7%。2024年1-8月中国生铁产量5.8亿吨，同比-4.3%（-2600）。

国内生铁产量季节性



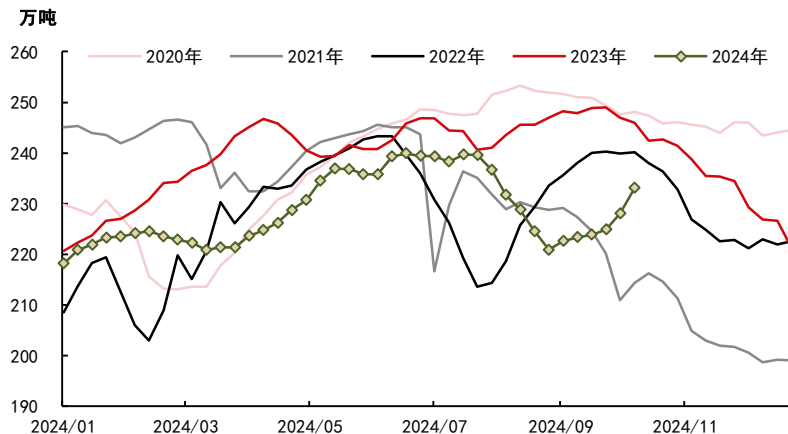
国内生铁产量累计值及同比变化



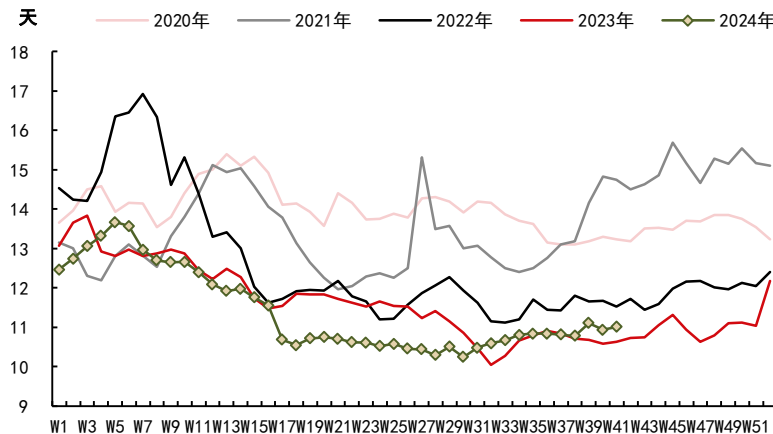
国内需求：铁水触底回升

- 一季度，终端需求未见明显改善，铁水恢复缓慢。四月铁水持续走强，刚需持续改善。五至七月铁水增速放缓，铁水居于高位。八月铁水高位回落。九至十月铁水持续回升。
- 1-4月八轮提降，4月四轮提涨，5-6月两轮提降，6月一轮提涨。7-9月八轮提降落地。9月底提涨声音渐起，六轮提涨落地。

247家钢厂日均铁水产量

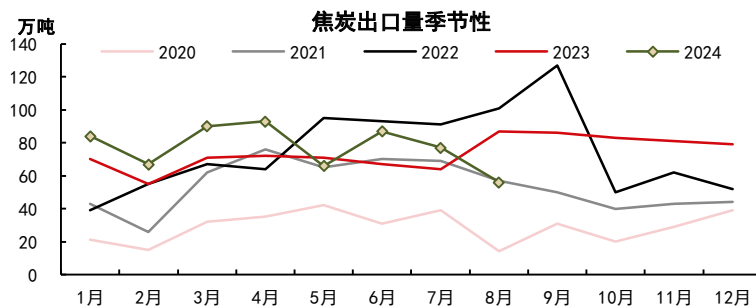
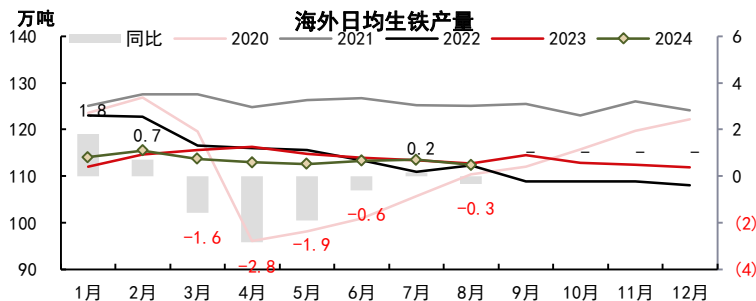
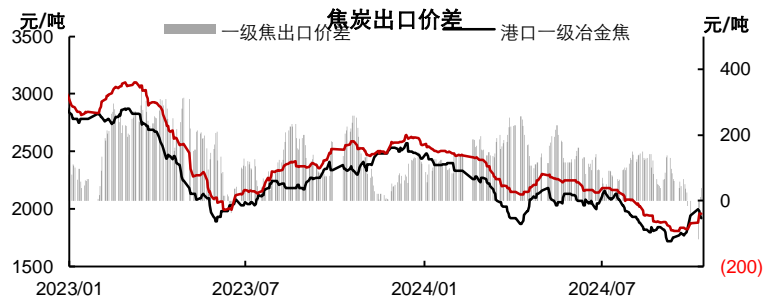


247家钢厂焦炭库存可用天数



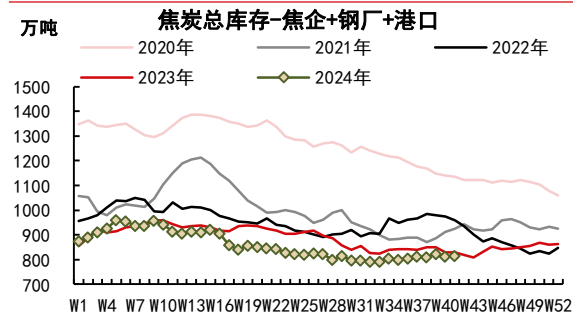
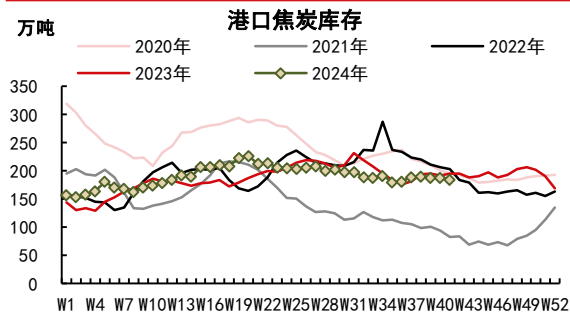
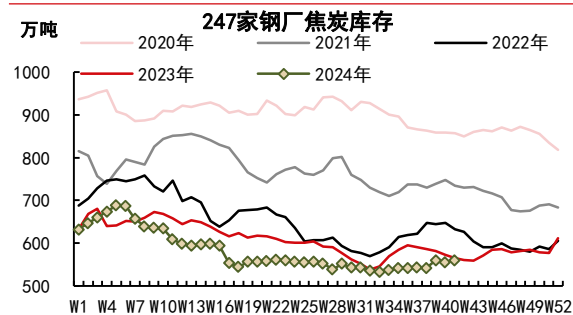
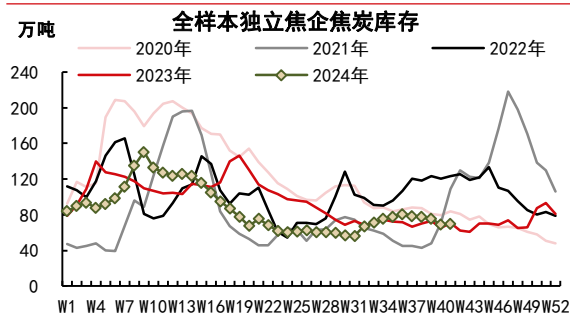
出口需求：出口利润中性，出口影响有限

- 2023年我国累计出口焦炭879万吨，同比-1.4%。
- 1-8月焦炭累计出口619万吨，同比+11%。其中8月出口56万吨，环比-27%。
- 海外日均生铁产量环比持平，海外需求未见明显起色，预计出口表现维持中性，在总需求中占比较小，对国内焦炭市场的影响亦相对有限。



焦炭库存：产业库存依旧偏低

- 上游出库放缓，下游补库偏慢，钢厂库存维持低位，总库存仍旧偏低。

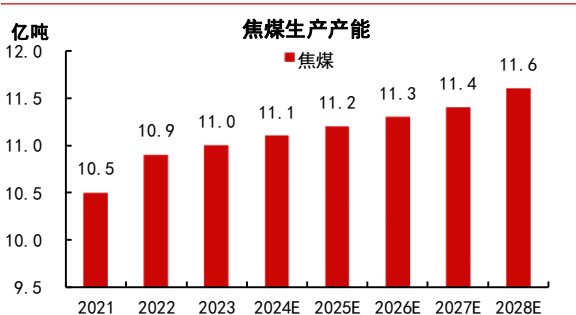
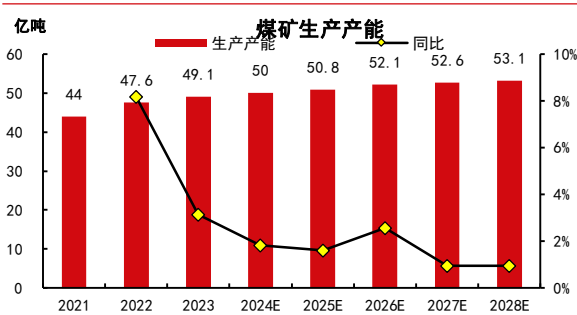


政策驱动仍存，关注现实需求

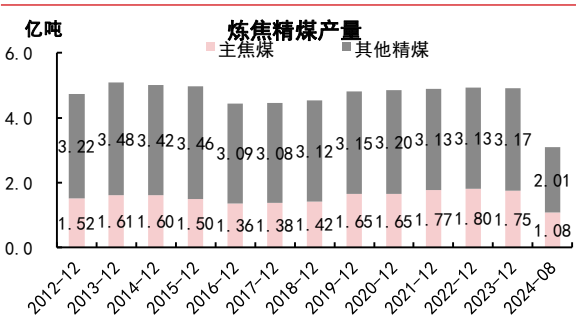
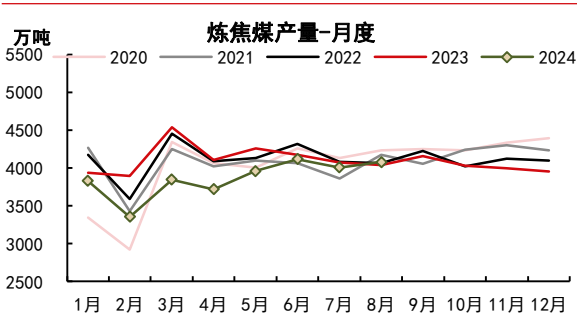
02

国内供给：煤矿事故频发，关注产地供应变化

- 2023年国内焦煤累计产量4.9亿吨，同比-0.3%。2023年前12月主焦煤产量为1.75亿吨，较去年同期偏低3%左右，主焦煤产量难有增量空间。
- 2023年生产炼焦烟煤13.34亿吨，远超焦煤生产产能。

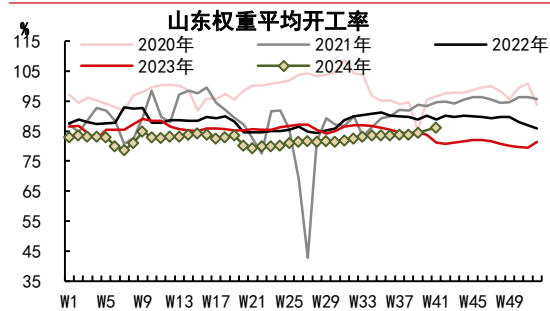
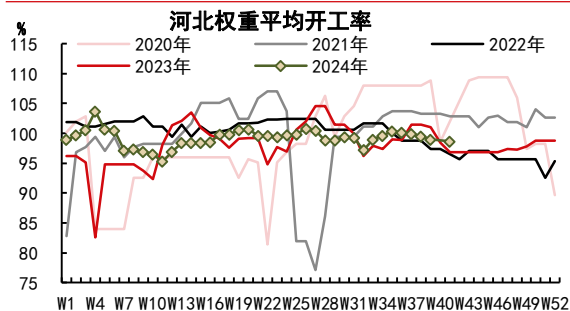
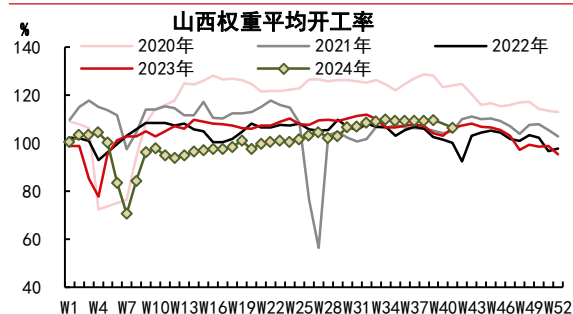
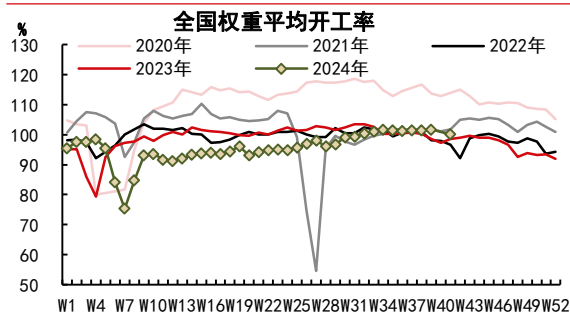


- 2024年1-8月，国内焦煤累计产量3.09亿吨（-2100万吨），同比-6.4%。其中主焦煤产量1.08亿吨，同比-8.2%。



国内供给：煤矿事故频发，关注产地供应变化

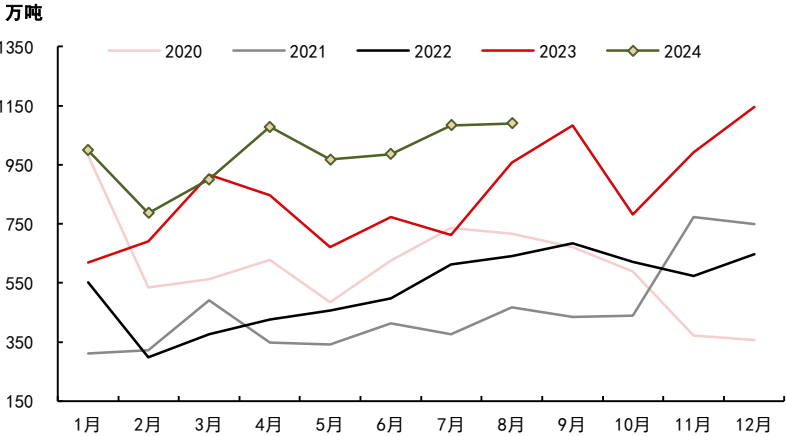
- 2023年国内焦煤累计产量4.9亿吨，同比-0.3%。2023年前12月主焦煤产量为1.75亿吨，较去年同期偏低3%左右，主焦煤产量难有增量空间。
- 2023年生产炼焦烟煤13.34亿吨，远超焦煤生产产能。
- 2024年1-8月，国内焦煤累计产量3.09亿吨（-2100万吨），同比-6.4%。其中主焦煤产量1.08亿吨，同比-8.2%。



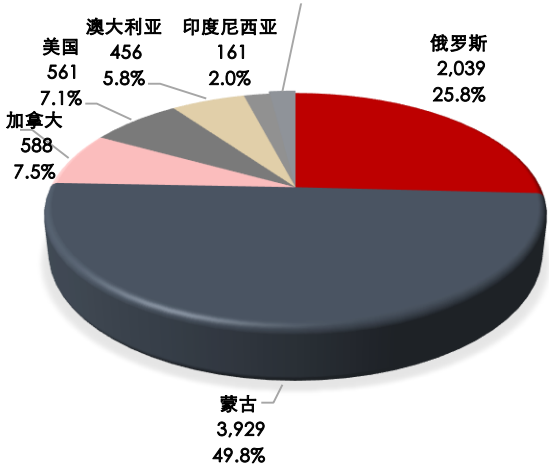
进口焦煤：进口环境相对宽松，进口量受到国内需求调节

- 根据世界煤炭协会的数据，近几年，全球焦煤年贸易量约为3.1-3.2亿吨。在国际焦煤出口市场中，主要出口国家有澳大利亚，美国、加拿大、俄罗斯等国，其中澳大利亚是最大的焦煤出口国。
- 炼焦煤进口需求主要集中在亚洲，多年来，中国一直是最大的炼焦煤进口国，但由于钢铁产量疲软、澳大利亚煤炭进口禁令以及新冠肺炎疫情对蒙古出口的限制，2021年中国的冶金煤进口量急剧下降，印度跃居首位。
- 2023年我国累计进口焦煤1.0亿吨，同比增长60%。2024年1-8月，我国累计进口焦煤7893万吨，同比+28%。**

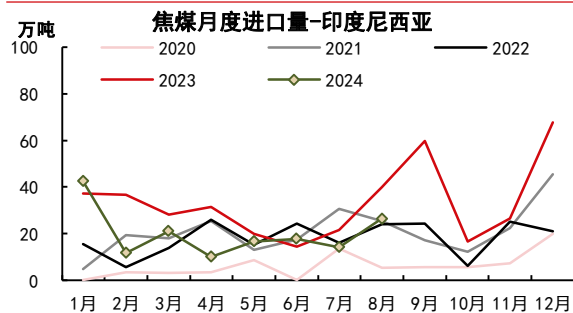
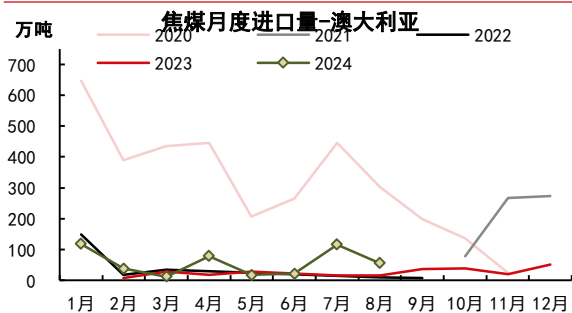
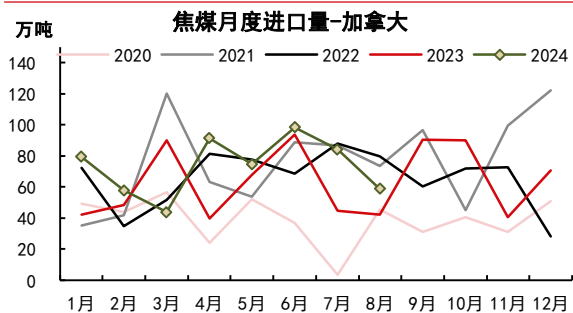
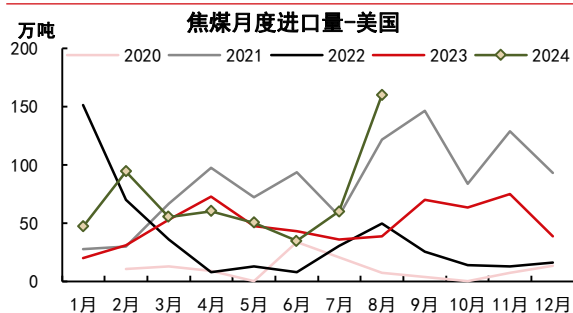
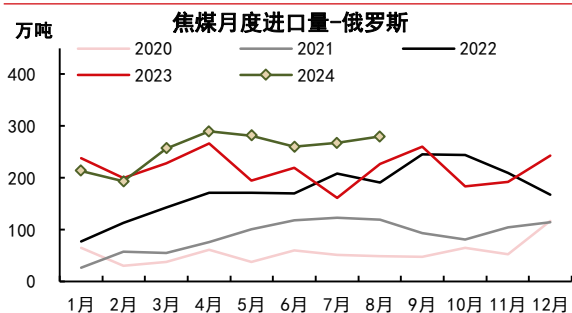
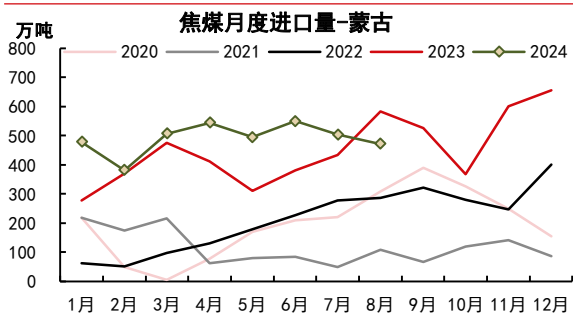
焦煤月度进口量



2024年1-8月焦煤进口来源分布



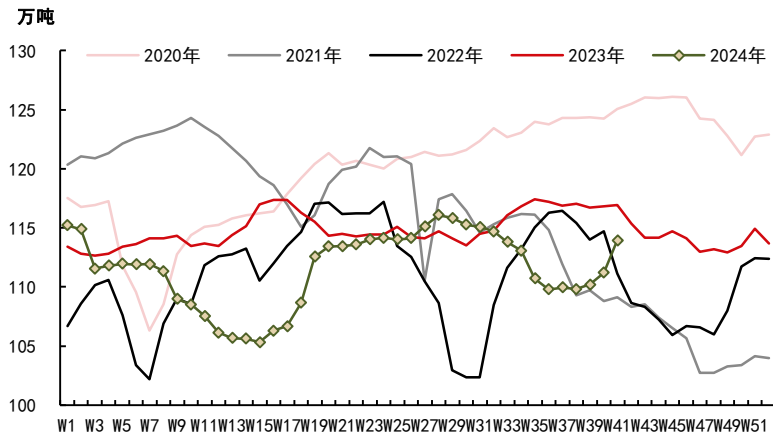
分国别焦煤进口量+1700（蒙古+690，俄罗斯+310，澳大利亚+320，美国+220）



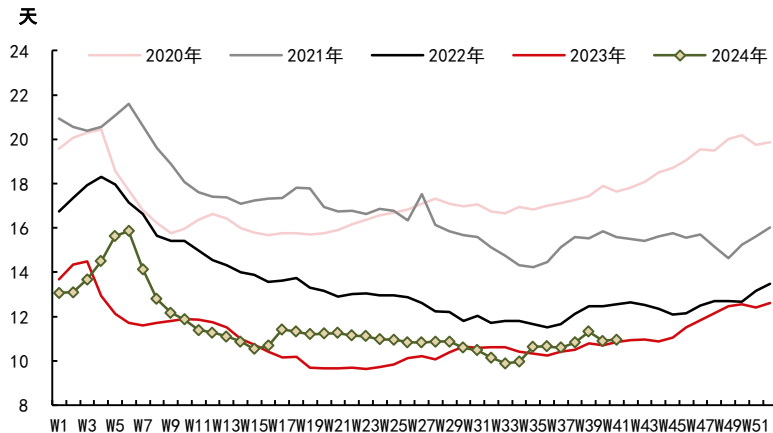
需求：下游采取低库存策略

- 2022年下半年以来，伴随焦煤供应恢复，以及焦钢企业利润收窄，下游对于焦煤的采购态度更为谨慎，焦煤库存天数延续低位。

国内焦炭日均产量

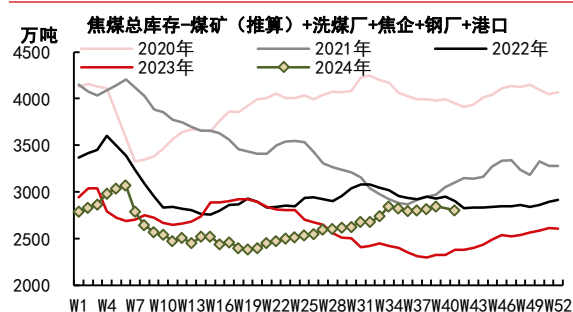
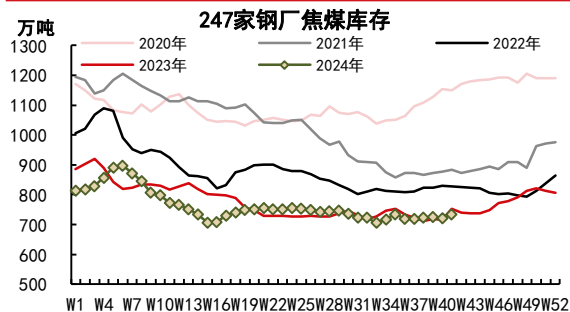
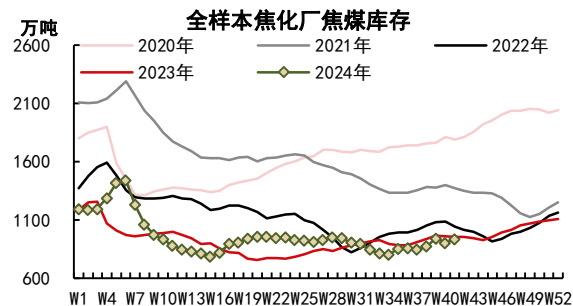
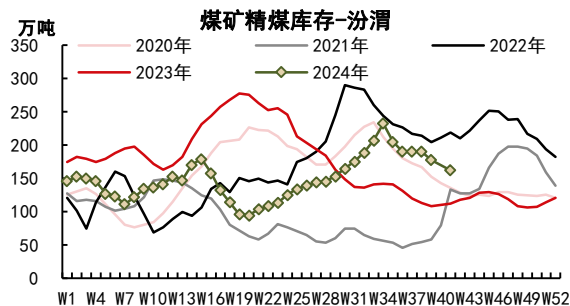


焦钢企业焦煤库存可用天数



焦煤库存：下游到货增加，上游库存去化

- 焦煤企业普遍控制焦煤采购节奏，下游焦煤库存已至近五年低点，库存的蓄水池作用弱化，放大焦煤价格弹性。
- 焦煤供应恢复放缓，下游到货增加，上游库存去化。



【中信期货机构服务平台】邀您体验高质量投研！



业务功能全覆盖

平台横跨研究服务、路演会议、行情资讯、资产管理、场外衍生品、业务办理等模块。



全面覆盖商品、权益、固收市场，满足机构客户查询、订阅研报的研究服务需求



聚合路演直播，为客户提供查看、订阅、报名、参会以及回放的全链路场景



多维度丰富的投研报告/路演集结于此，助您及时掌握市场深度走向，不落当下的每一次深度观点碰撞。金牌团队集体亮相，为您推送专业的市场声音。



PC端入口

<https://inst.citicsf.com>



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，且不承担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。
- 中信期货有限公司

致谢



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

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室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场

3号楼23层