

【申银万国期货】上游仍存去库压力，反弹空间不宜高估

——黑色系煤焦专题报告

2024 年 4 月 11 日

摘要

申万期货研究所

冉宇蒙

从业资格号：F3085160

投资咨询号：Z0016375

电话：021-5058 6040

邮箱：ranym@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10、11 楼

邮编：200122

电话：021 5058 6341

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn

- 3 月以来双焦价格弱势下探，焦炭第八轮提降基本落地，焦煤价格持续松动。金三银四旺季过半，黑色产业链终端需求回升缓慢，成材库存压力较大、利润水平偏低，铁水产量的回升程度不及预期、拖累炉料的价格表现，产业链负反馈传导较为流畅。需求表现不佳，今年焦企持续处于亏损状态、生产积极性偏弱，焦炭产量持续下滑。虽然重大会议结束后，安监带来的供给侧扰动趋弱，但焦煤价格走弱、矿端开采积极性不高，焦煤产量也维持在同期低位。然而下游钢厂在低利润+低产量的环境下，对双焦的采购需求偏弱，维持原料低库存状态，因此虽然双焦供应水平不高，上游仍存出货压力，使得价格易跌难涨。4 月双焦价格跌幅放缓，盘面也呈现小幅反弹的走势，主因双焦价格降至低位，市场悲观情绪释放过后，下游企业的补库积极性有所修复。
- 然而我们认为以当前的供需环境来看，双焦价格的上方空间仍不宜过度乐观：终端用钢需求难超预期，随着金三银四旺季逐渐收尾、后市成材利润的扩张仍显艰难，铁水产量难以恢复至同期水平，低利润环境下钢厂对双焦的采购需求难有超预期的集中释放。安监对供给侧的扰动趋弱，当前焦煤行业利润尚可、后市产能释放仍存提升空间；叠加进口煤对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，焦炭产量难有明显增长。综合来看，钢厂生产低利润以及原料低库存状态难以扭转，铁水产量出现超预期的增长的概率偏低，需求端对双焦价格的支撑力度有限；焦煤整体供应具备弹性，双焦上游仍存去库压力，价格的反弹空间不宜高估；煤-焦-钢产业链自上而下让渡利润的进程仍有延续可能。

申银万国期货
宏观金融研究

申银万国期货研究

一、近期煤焦价格走势分析

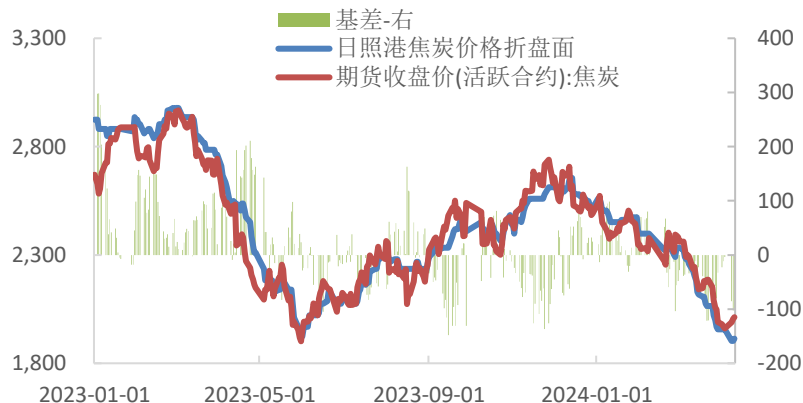
3 月以来双焦价格弱势下探，目前焦炭第八轮提降基本落地，日照港准一级冶金焦价格较 3 月初的水平下跌 390 元/吨；焦煤价格持续松动，山西中硫焦煤价格较 3 月初下跌 450 元/吨至 1600 元/吨。金三银四旺季过半，黑色产业链终端需求回升缓慢，成材库存压力较大、利润水平偏低，铁水产量的回升程度不及预期、拖累炉料的价格表现，产业链负反馈传导较为流畅。需求表现不佳，今年焦企持续处于亏损状态、生产积极性偏弱，焦炭产量持续下滑。虽然重大会议结束后，安监带来的供给侧扰动趋弱，但焦煤价格走弱、矿端开采积极性不高，焦煤产量也维持在同期低位。然而下游钢厂在低利润+低产量的环境下，对双焦的采购需求偏弱，维持原料低库存状态，因此虽然双焦供应水平不高，上游仍存出货压力，使得价格易跌难涨。进入 4 月，双焦价格跌幅放缓，盘面也呈现小幅反弹的走势，主因双焦价格降至低位，市场悲观情绪释放过后，下游企业的补库积极性有所修复。

图 1：焦煤期现价格走势（元/吨）



资料来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

图 2：焦炭期现价格走势（元/吨）



资料来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

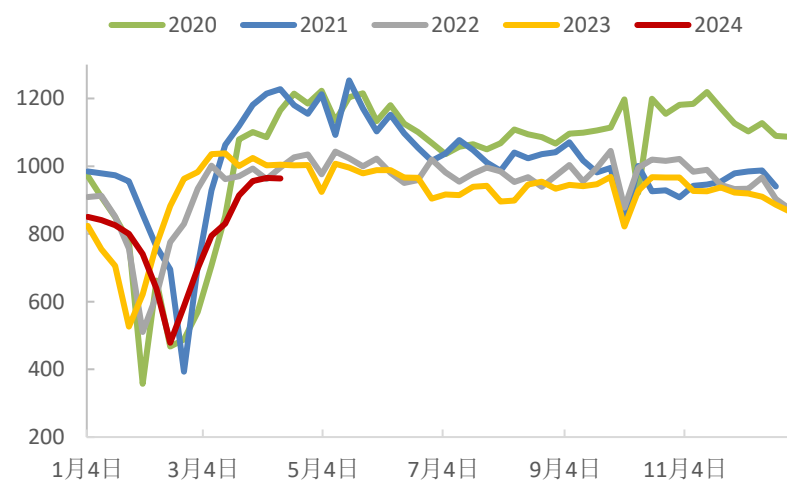
二、煤焦基本面行情解析

1、成材低利润状态难以扭转，铁水增产幅度或较为有限。

尽管一线城市降首付、降利率和调整普宅标准等新政出台，但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，地产市场延续疲态，后市仍存较大复苏空间。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。目前金三银四旺季过半，五大材表需仍未恢复至2023年同期水平，截至4月11日当周五大材表需回升至964万吨，同比降幅仍有4%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。后市终端用钢需求将逐渐过渡至淡季，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。

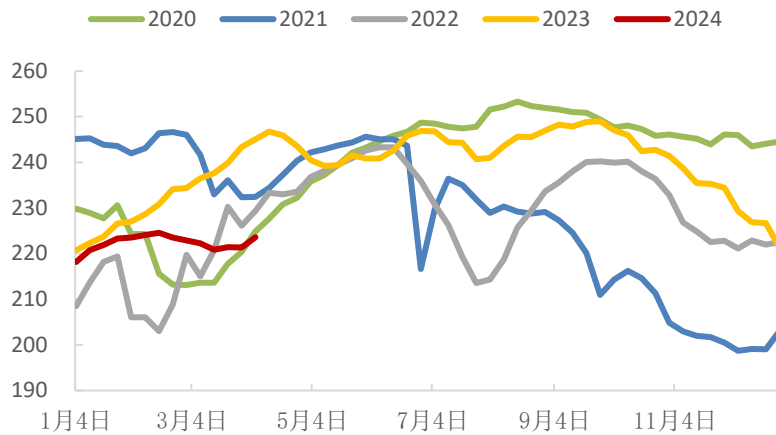
图 3：五大材表需周度统计（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

春节过后由于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4月5日当周，247家钢企铁水日均产量仅有223.6万吨，较去年同期的降幅高达8.8%。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，因此政策端难以对铁水产量形成明显扰动。后市地产疲弱状态的改善空间有限，终端用钢需求的表现难超预期，成材利润的扩张较为艰难，铁水产量恢复至去年同期水平的概率仍然偏低。

图 4：247 家钢企铁水日均产量周度统计（万吨）

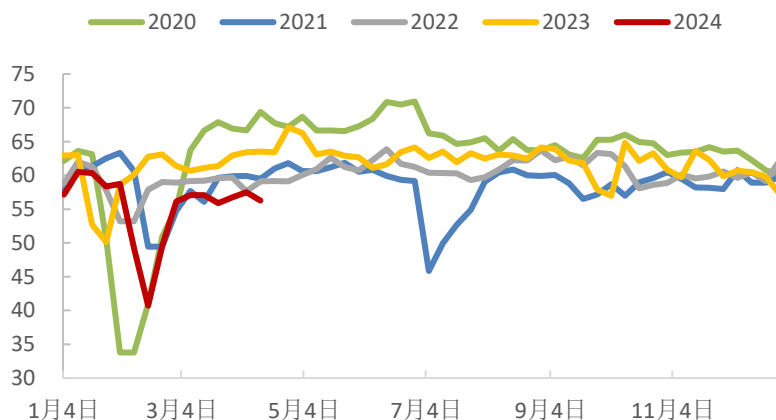


资料来源：Mysteel，申万期货研究所

2、焦煤供应仍存弹性，上游库存压力明显。

春节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，精煤产量低位回升。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，使得 3-4 月精煤产量维持在同期低位。截至 4 月 11 日当周，样本洗煤厂精煤日均产量 56.3 万吨，同比降幅达 11.4%。从开采利润的角度，当前焦煤行业利润情况尚可，安监对供应的扰动趋弱，后市焦煤产能释放仍存提升空间。

图 5：110 家洗煤厂精煤日均产量（万吨）

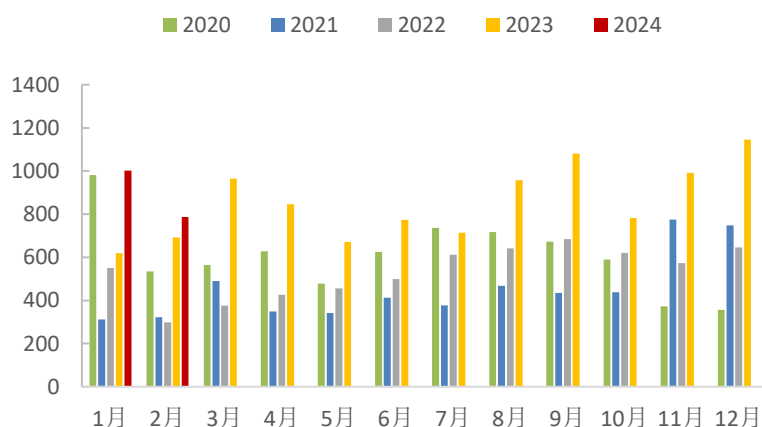


资料来源：Mysteel，申万期货研究所

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%；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。上游产能释放存在提升空间，叠加进口煤的补充，整体来看焦煤供应端并不紧张。

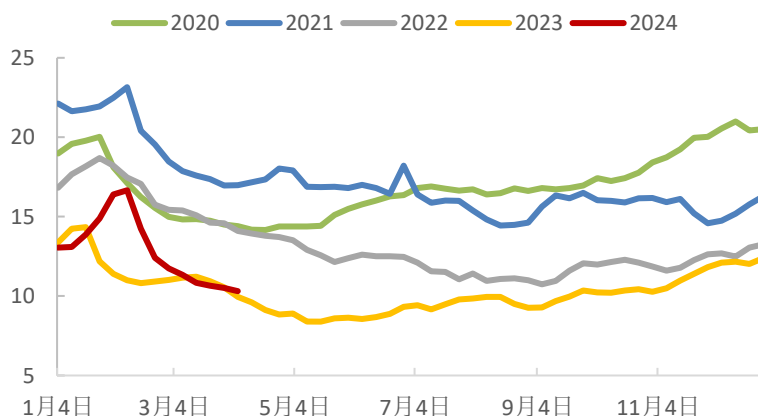
图 6：炼焦煤进口量（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

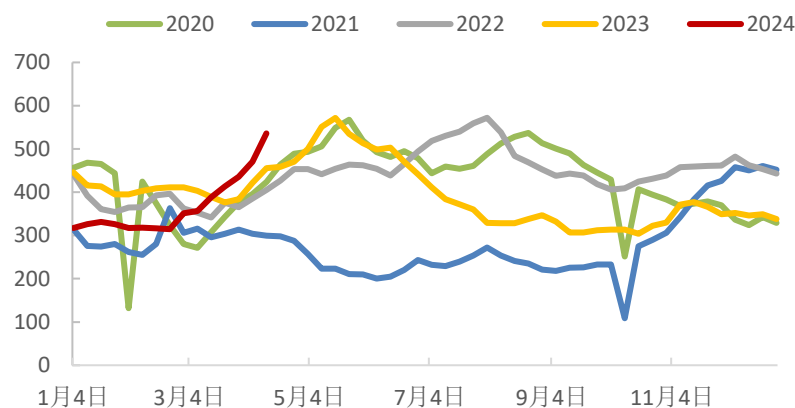
钢厂利润维持在偏低水平，焦企陷入较长时间的亏损状态，下游对焦煤的采购情绪不佳。下游企业在节前原料补库过后，节后以消耗前期库存为主，钢厂、焦企的焦煤可用天数逐渐降至同期低位。截至 4 月 5 日当周，焦企焦煤可用天数由节前的 16.7 天降至 10.3 天，钢企焦煤可用天数由节前的 14.3 天降至 11.9 天。下游采购需求表现低迷，焦煤上游库存逐渐累至高位，对价格的表现形成压制。4 月 11 日当周洗煤厂与矿山库存合计增至 535.9 万吨，较去年同期高 17.5%。

图 7：焦企焦煤可用天数（天）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 8：洗煤厂+矿山库存合计（万吨）



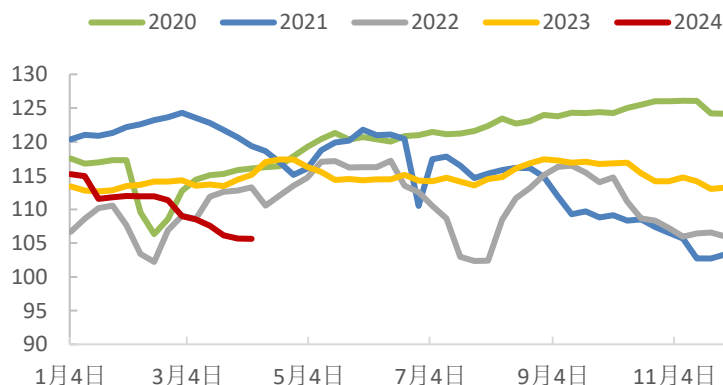
资料来源：Mysteel，申万期货研究所

目前焦煤开采利润尚可，后市若焦煤产量水平有所抬升，将加剧上游库存的消化难度。而下游钢厂利润扩张艰难，焦企利润水平承压，虽然当前焦企及钢厂的焦煤库存降至低位，但在低利润的环境下、下游企业或仍将维持原料低库存的备货策略，在铁水产量回升幅度有限的背景下，焦钢企业对焦煤的采购或仍将维持按需为主 的节奏，下游补库需求难有超预期的释放。

3、炼焦利润修复艰难，产业链利润向下分配。

年初铁水产量偏低，焦炭进入提降周期后、产量逐渐下滑至同期水平以下。节后产业链负反馈开启，焦炭价格连续落地六轮提降，焦企亏损程度有所扩大，焦炭产量加速下滑。截至 4 月 5 日当周，焦炭日均产量水平降至 105.6 万吨左右，远低于历年同期水平。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相对偏低。

图 9：焦炭日均产量周度统计（万吨）

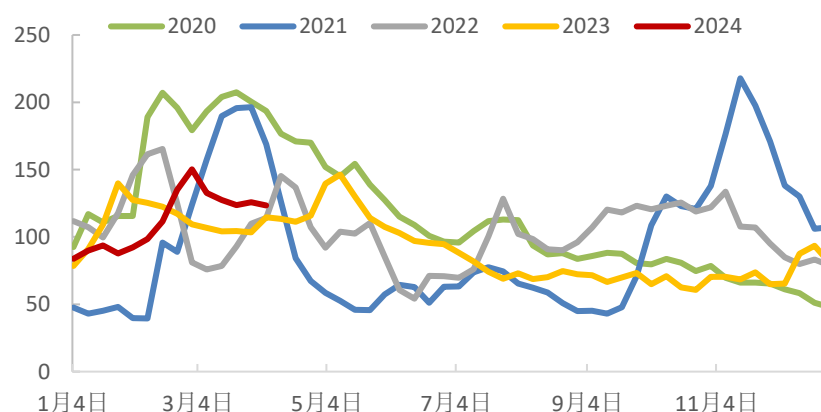


资料来源：Mysteel，申万期货研究所

春节过后虽然焦炭全口径库存降至同期低位，但库存的去化均由钢厂原料库存的消耗实现。从上游库存来看，2 月焦企库存明显积累，3 月随着焦炭产量的大幅下滑、焦企库存小幅回落，但库存水平仍高于去年同期，在下游采购需求偏弱的环境下焦企仍存出货压力。截至 4 月 5 日当周，独立焦企焦炭库存 123.4 万吨，同比高 7.7% 左右。

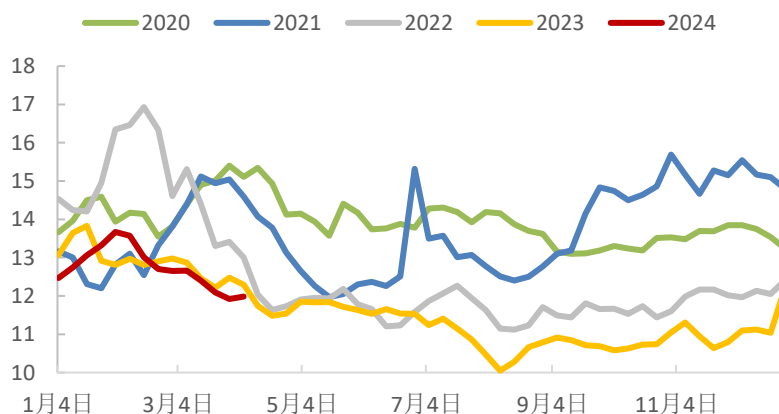
金三银四期间、终端需求表现不及预期，钢厂利润水平偏低、对原料的补库积极性不佳、以消耗前期库存为主。截止 4 月 5 日当周，钢厂焦炭库存可用天数降至 12 天附近，低于历史同期水平。铁水产量水平偏低、原料库存持续下滑，使得钢厂在焦炭的采购过程中议价权有所增加，在一定程度上加速了焦炭价格提降的落地过程。后市成材利润难有明显扩张，钢厂原料低库存策略仍将延续，铁水产量增幅较为有限，钢厂对焦炭的采购需求难有超预期的集中释放。

图 10：独立焦企焦炭库存（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 11：钢厂焦炭库存可用天数（天）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

三、投资逻辑与交易策略

需求方面，短期地产疲弱状态的改善空间有限，终端用钢需求难超预期，随着金三银四旺季逐渐收尾、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，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。

焦煤方面，安全监管带来的供给侧扰动趋弱，当前焦煤行业利润尚可、后市产能释放仍存提升空间；叠加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。

焦炭方面，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，而钢厂利润扩张艰难，炼焦利润的修复难度仍然较大，焦炭产量难有明显增长。

综合来看，钢厂生产低利润以及原料低库存状态难以扭转，铁水产量出现超预期的增长的概率偏低，需求端对双焦价格的支撑力度有限；焦煤整体供应具备弹性，双焦上游仍存去库压力，价格的反弹空间不宜高估；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。

风险提示：

- 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。

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。