

【申银万国期货】铁水产量高位难续，关注供应释放节奏 ——黑色系煤焦专题报告

2024 年 6 月 5 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

- 5 月以来双焦价格波动不大。月初焦炭第四轮提涨落地后、第五轮提涨受到下游主流钢厂较强的抵触，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、而焦企利润逐渐修复，5 月下旬焦炭首轮提降全面落地。月底个别焦企尝试首轮提涨焦炭价格，但期货表现偏弱、市场情绪不佳、同时炼焦利润仍存，焦炭提涨预期逐渐走弱，焦企与钢厂博弈持续。月内焦煤价格窄幅调整，山西中硫主焦煤价格在 1800-1850 元/吨之间运行，上游产量增长速度仍显缓慢，而下游焦炭、铁水产量均维持在高位水平，焦煤基本面矛盾尚不明显、价格波动幅度较为有限。
- 展望后市，我们认为以当前的供需情况来看，双焦价格的上方空间不宜乐观：终端用钢需求进入淡季，成材需求端的表现难有突破，后市钢厂利润的扩张仍显艰难，铁水产量存在高位下滑的可能，同时低利润环境下钢厂对双焦的采购积极性仍将较为有限。近期焦煤产量水平逐渐抬升，上游库存已有所积累，政策面约束趋于放松、后市焦煤增产存在加速预期，进口煤对供应的补充作用延续，焦煤整体供应压力趋于增加。目前焦企利润仍存、焦炭库存维持低位，焦炭产量难有明显回落，若后市铁水产量高位下滑、焦炭库存压力趋于增加，焦企议价权或将进一步转弱，焦炭估值水平仍将取决于上游焦煤的让价幅度。综合来看，终端用钢需求淡季铁水产量高位状态难以维持，煤-焦-钢产业链仍存自上而下让渡利润的空间，双焦估值向上修复的难度较大，关注上游产能的释放节奏以及库存的积累情况。



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

5 月以来双焦价格波动不大。月初焦炭第四轮提涨落地后、第五轮提涨受到下游主流钢厂较强的抵触，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、而焦企利润逐渐修复，5 月下旬焦炭首轮提降全面落地。月底个别焦企尝试首轮提涨焦炭价格，但期货表现偏弱、市场情绪不佳、同时炼焦利润仍存，焦炭提涨预期逐渐走弱，焦企与钢厂博弈持续。月内焦煤价格窄幅调整，山西中硫主焦煤价格在 1800-1850 元/吨之间运行，上游产量增长速度仍显缓慢，而下游焦炭、铁水产量均维持在高位水平，焦煤基本面矛盾尚不明显、价格波动幅度较为有限。

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

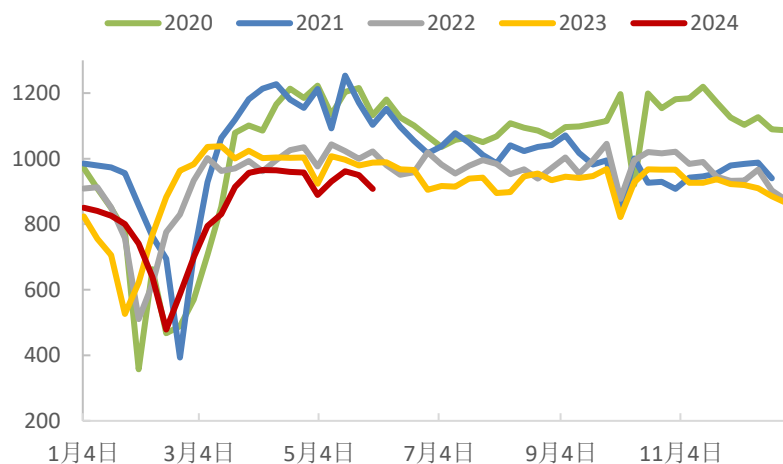
二、煤焦基本面行情解析

1、成材利润扩张艰难，铁水产量高位难续。

近期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，目前地产周期已经进入修复阶段，但居民的购房信心的恢复仍需时日。同时，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。因此从今年下半年来看，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。

5月终端用钢需求逐渐过渡至淡季，五大材表需仍维持在2023年同期水平以下。5月31日当周、五大材表需在908万吨，同比降幅仍有8%左右。当前成材库存压力尚可，但随着终端用钢需求的转淡，上游产量高位背景下钢厂库存压力趋于增加，疲弱需求端的压制下成材利润的扩张仍显艰难，对高价炉料的接受程度较为有限。

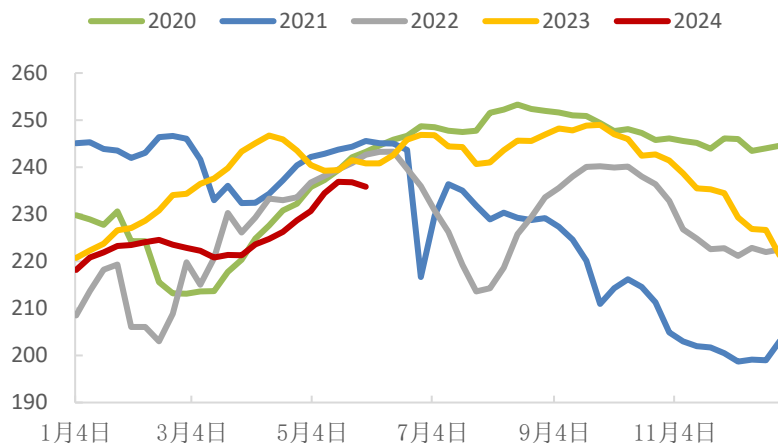
图 3：五大材表需周度统计（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

4月以来成材库存压力有所减轻，铁水产量持续回升，对双焦的需求逐渐恢复。而进入5月，终端用钢需求向淡季过渡，铁水产量的增幅逐渐放缓，下旬铁水产量连续两周出现小幅下滑。截至5月31日当周，247家钢企铁水日均产量在226万吨，同比降幅由月中的1%小幅扩大至2.1%。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。6月在全国温度攀升以及华东地区入梅的环境下、终端用钢需求难有亮眼表现，成材去库压力趋增，钢厂利润的扩张仍显艰难，铁水产量存在进一步下滑的可能，双焦需求端的支撑恐将进一步弱化。

图 4：247 家钢企铁水日均产量周度统计（万吨）

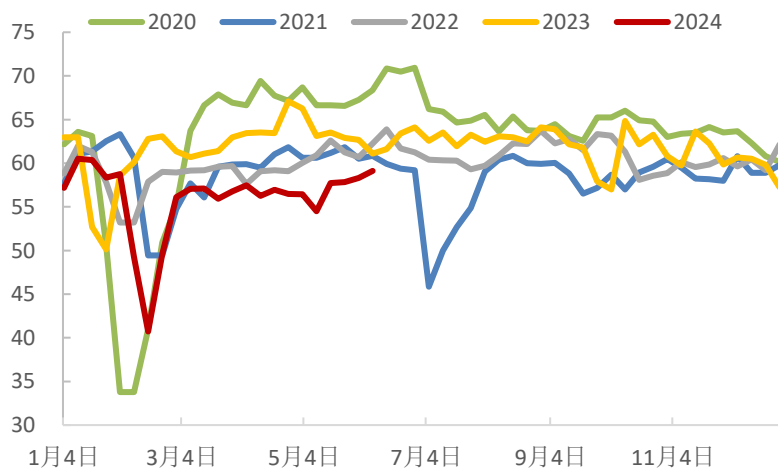


资料来源：Mysteel，申万期货研究所

2、焦煤产量逐渐回升，上游库存压力渐增。

3 月以来，政策面对焦煤产能释放存在约束、叠加焦炭、铁水产量回升缓慢、焦煤需求表现偏弱、上游库存压力逐渐增加，矿端增产积极性受到一定程度的抑制，精煤产量维持在同期低位水平。5 月焦煤上游库存降至低位、叠加政策面的约束逐渐放松，焦煤产量水平小幅抬升。山西煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的时间截止到 5 月底，6 月焦煤产能释放存在加速预期。截至 6 月 5 日当周，样本洗煤厂精煤日均产量 59 万吨，月环比增长 4.8%，同比降幅缩窄至 3.2%。从开采利润的角度，当前焦煤行业利润情况尚可，后市政策面约束放松、焦煤产能释放存在加速预期，产量水平存在进一步抬升的空间。

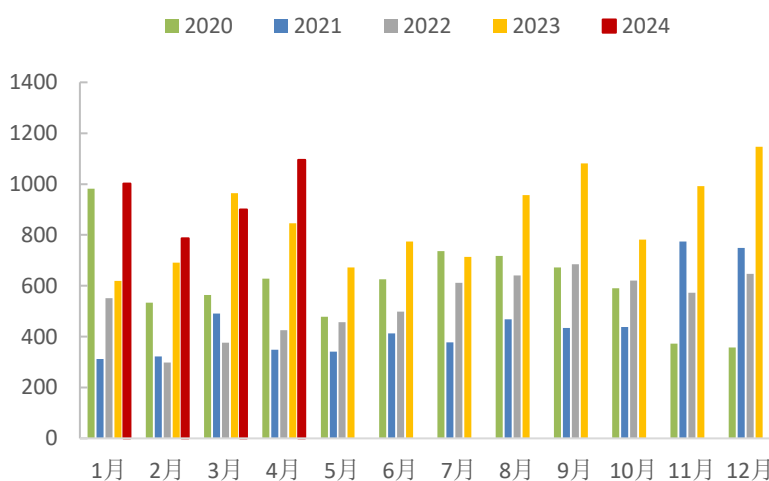
图 5：110 家洗煤厂精煤日均产量（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

今年澳煤进口窗口打开，叠加海外煤存在一定的价格优势，煤炭进口增长明显。1-4 月煤及褐煤进口 1.6 亿吨，同比增长 13%；炼焦煤累计进口 3784 万吨，同比增长 21%。虽然后市国内焦煤价格存在下滑预期，但海外焦煤性价比仍存，进口焦煤对国内供应的补充作用有望延续。焦煤产量水平存在抬升空间，叠加进口煤的补充，整体供应端或逐渐走向宽松。

图 6：炼焦煤进口量（万吨）



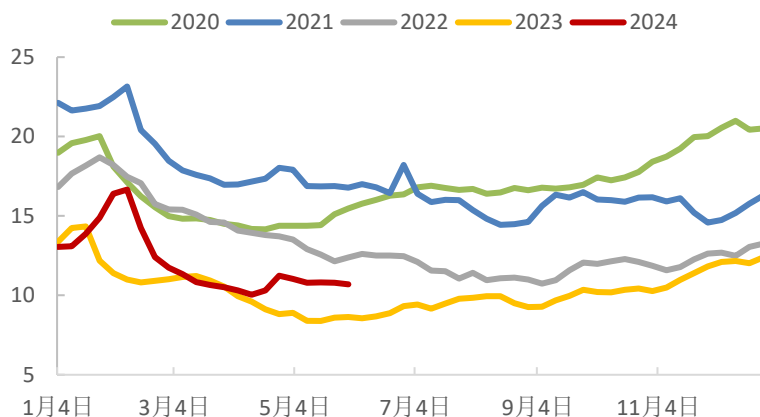
资料来源：Mysteel，申万期货研究所

钢厂利润维持在偏低水平，焦化厂虽仍处盈利状态、但行业利润水平较前期有所收缩、利润的进一步扩张受到下游钢厂的明显压制，钢厂及焦企对焦煤的补库积极性逐渐降温，焦煤可用天数稳定在相对低位水平。截至 5 月 31 日当周，焦企焦煤可用天数由 4 月底的 11.2 天小幅下滑至 10.7 天，钢厂焦煤可用天数由 11.7 天小幅抬升至 12 天。

下游采购需求表现平淡，随着焦煤产量水平的抬升、5 月上游库存的消化进程逐渐放缓，下旬开始供应端由去库转向小幅累库，焦煤价格的上方压力有所增加。5 月 31 日当周洗煤厂与矿山库存合计增至 429 万吨，较 5 月中旬增加 37.6 万吨，同比降幅由 31.5% 缩窄至 16.4%。

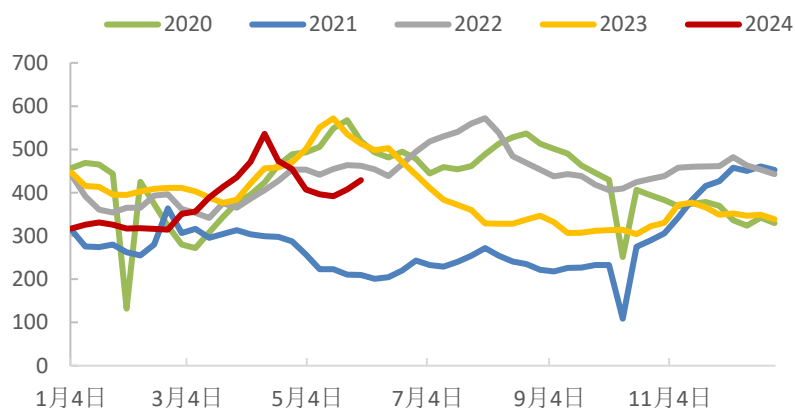
焦煤开采利润尚可、政策面约束趋于放松、后市焦煤增产存在加速预期，而下游铁水产量存在下滑可能，焦煤上游库存恐将进一步积累。终端用钢需求淡季钢厂利润扩张艰难，焦企利润水平承压，虽然当前焦企及钢厂的焦煤库存不高，但在低利润的环境下、下游企业仍将维持原料低库存的备货策略，对焦煤的采购或仍维持按需为主的节奏，下游补库需求难有超预期的释放。

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）

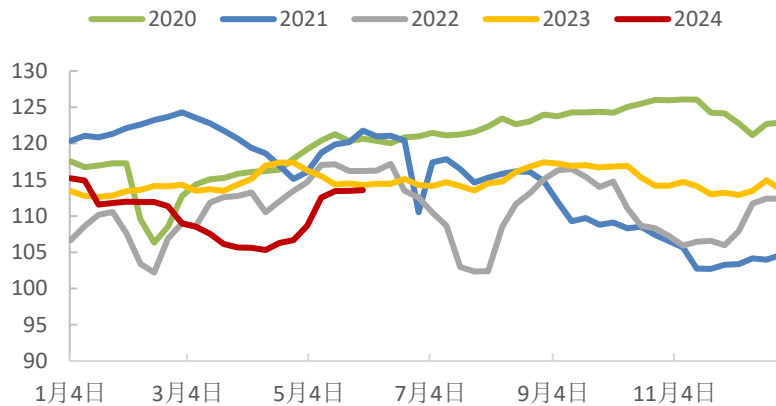


资料来源：Mysteel，申万期货研究所

3、下游需求难超预期，焦炭议价难度增加。

5 月初焦炭第四轮提涨全面落地，炼焦利润重回正值，焦企开工积极性逐渐恢复，焦炭产量水平稳步抬升。截至5月31日当周，焦炭日均产量水平升至 113.6 万吨左右，月环比增长 6.5%，较去年同期水平的降幅收窄至 0.6%。后市来看，钢厂低利润状态仍将延续、炼焦利润的进一步扩张存在较大阻力，焦企利润水平仍将依赖于上游焦煤端的让价空间。而当前升至高位的焦炭产量给予上游焦煤价格一定程度的支撑，若钢厂在利润收缩的情况下进一步提降焦炭价格、焦企盈利状态或难以维系，焦炭产量存在高位下滑的可能。

图 9：焦炭日均产量周度统计（万吨）

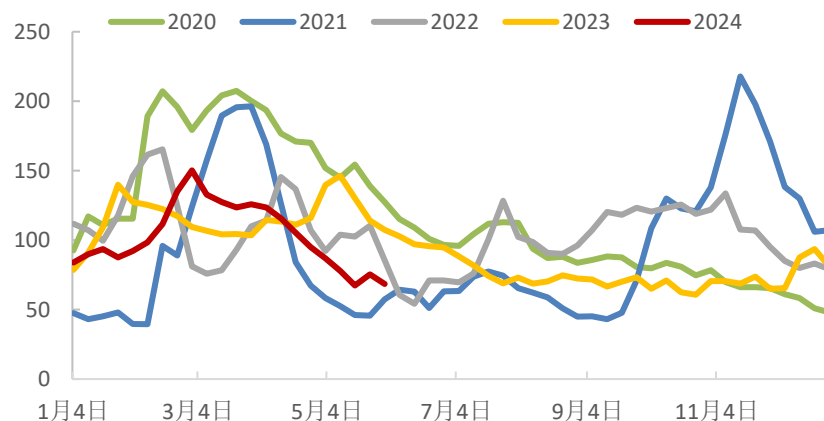


资料来源：Mysteel，申万期货研究所

春节过后焦炭落地六轮提降，焦企亏损程度扩大、生产积极性降低、4 月焦炭产量降至低位，而同期铁水产量回升明显，焦企焦炭库存高位回落，月中库存降至去年同期水平以下，月底库存同比降幅达到 18%，对焦炭连续落地的四轮提涨形成支撑。而 5 月铁水产量增幅放缓、下旬铁水见顶回落，在焦炭产量高位的环境下，焦企焦炭库存的去化进程也有所放缓。5 月 31 日当周焦企焦炭库存 68.5 万吨，同比低 36%，较月中的水平基本持平。后市铁水产量趋于回落，上游焦炭库存存在积累可能，需关注焦炭产能的释放节奏。

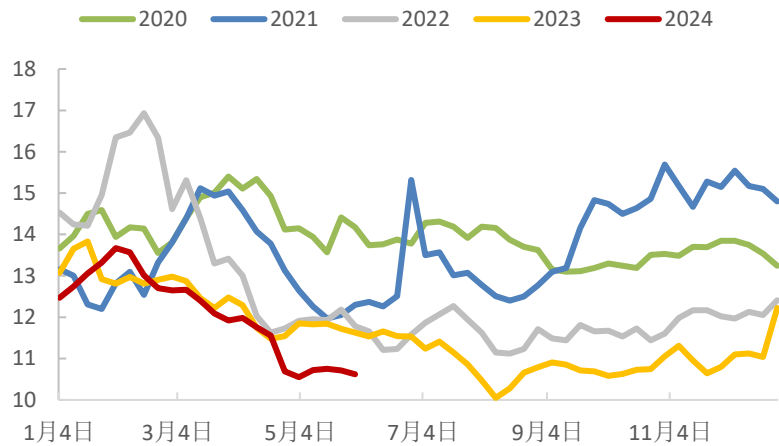
钢厂利润维持在偏低水平、对原料的补库积极性偏弱，5 月钢厂焦炭库存可用天数始终维持在 11 天以下的同期低位水平。当前焦炭产量升至高位、上游供应并不紧张，而铁水产量趋于下滑，钢厂在焦炭的采购过程中议价权逐渐转强，焦炭价格提涨的阻力有所增加。后市成材利润的扩张仍显艰难，钢厂原料低库存策略或将延续，钢厂对焦炭的采购需求也难有超预期的表现。

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，终端用钢需求进入淡季，成材需求端的表现难有突破，后市钢厂利润的扩张仍显艰难，铁水产量存在高位下滑的可能，同时低利润环境下钢厂对双焦的采购积极性仍将较为有限。

焦煤方面，近期焦煤产量水平逐渐抬升，上游库存已有所积累，政策面约束趋于放松、后市焦煤增产存在加速预期，叠加进口煤对供应的补充作用延续，焦煤整体供应压力趋于增加。

焦炭方面，目前焦企利润仍存、焦炭库存维持低位，焦炭产量难有明显回落，若后市铁水产量高位下滑、焦炭库存压力趋于增加，焦企议价权或将进一步转弱，焦炭估值水平仍将取决于上游焦煤的让价幅度。

综合来看，我们认为以当前的供需情况来看，双焦价格的上方空间不宜乐观：终端用钢需求淡季铁水产量高位状态难以维持，煤-焦-钢产业链仍存自上而下让渡利润的空间，双焦估值向上修复的难度较大，关注上游产能的释放节奏以及库存的积累情况。

风险提示：

- 1、政策面约束产能释放节奏，焦煤产量超预期下滑。
- 2、铁水产量进一步增长，需求端的提振下、双焦价格大幅上行。
- 3、终端用钢需求的表现淡季不淡，钢企利润大幅扩张，产业链各环节估值同步向上修复。

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不当利益。

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。