

双焦专题报告

2024 年 11 月 1 日

今年双焦冬储能否拉动价格上行？

摘要

通过对近年双焦库存数据梳理发现，双焦冬储时间根据天气情况、市场供需及库存每年有所差异，一般在春节前 7-12 周开始进行，对应十一月中下旬到十二月初，冬储结束时间则基本上在春节前一两周。

2024 年冬储补库有望在十一月中旬开始，一是当前市场普遍等待后续具体政策出台，市场观望情绪强，而且从时间上来看，目前离春节还有大约 12 周，时间上尚早，焦钢企业不急于补库，等政策进一步清晰后，市场方向也更为明了。补库力度预计介于 2022 年与 2023 年之间，预计焦钢企业对焦煤补库力度在 580 万吨左右，其中焦企 450 万吨，钢厂 130 万吨；钢厂对焦炭补库力度在 100 万吨左右。

不过双焦冬储补库是一个例行的操作，冬储的时间和力度都相对比较固定，很难有超预期的情况出现，并不会从根本上改变供需关系，对价格也仅仅起到阶段性顶托作用，并不能独立推动形成上涨趋势行情。只靠冬储补库这个概念对于价格拉动很有限，后续更多的还是关注宏观面政策是否超预期。

研究员：周涛

期货从业证号：

F03134259

投资咨询证号：

Z0021009

☎:021-65789253

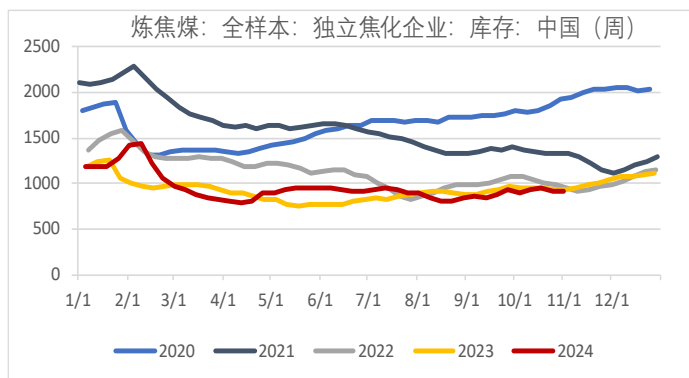
✉:zhoutao_qh1@chinastock.com.cn

一、煤焦冬储原因

每年到了冬季，焦钢企业都会着手开始对煤焦原料进行冬储，具有较强的规律性。煤焦冬储原因一是考虑天气对物流的影响，我国煤焦的主要物流方向是由北往南、由西往东，北方冬季天气严寒，雨雪冰冻天气较多，物流会受到一定影响；二是春节期间大部分煤矿会停产放假，而下游焦化厂和钢厂高炉会连续生产，为了应对煤矿的阶段性停产，下游焦钢企业会多储备一些原料以免影响生产。

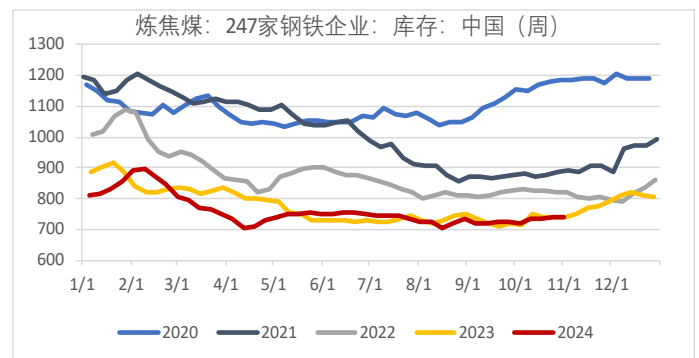
冬储实际上就是上中游库存往下游转移的过程，从近年的数据也可以看出，每年的四季度中后期下游焦钢企业原料库存明显增加，这一过程往往持续两个月以上，一直到春节前一两周结束。近些年随着基础设施的完善，物流受天气影响减小，但是煤矿春节放假并没有改变，而下游在平常维持低库存运行，为应对煤矿放假必须把原料库存进行提升，所以冬储是刚性需求，日常低库存运行与冬储补库并不矛盾。

图 1：焦煤库存-独立焦化 单位：万吨



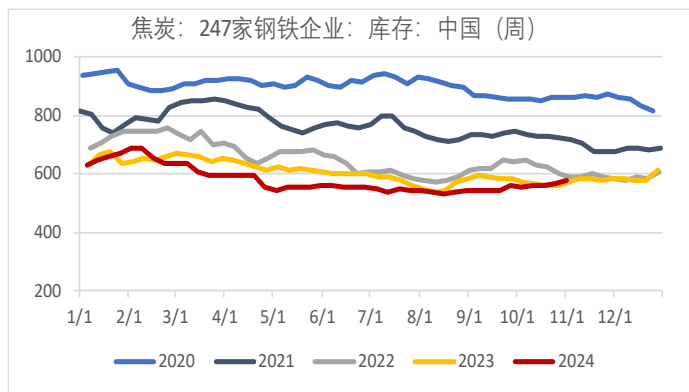
数据来源：Mysteel、银河期货

图 2：焦煤库存-钢厂焦化 单位：万吨



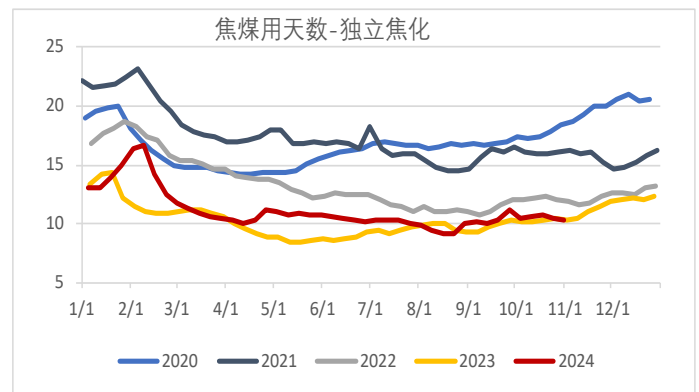
数据来源：Mysteel、银河期货

图 3：焦炭库存-钢厂 单位：万吨



数据来源：Mysteel、银河期货

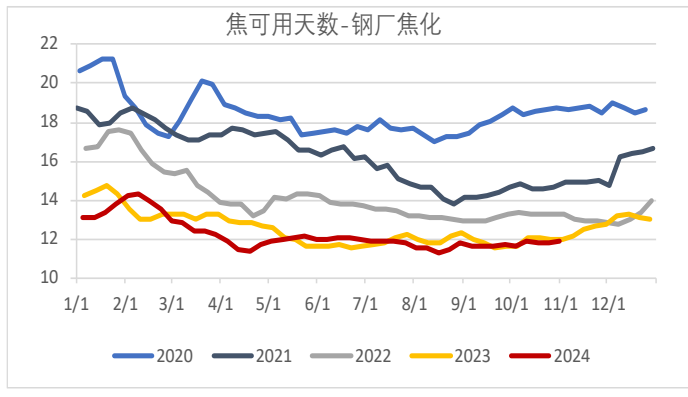
图 4：焦煤可用天数-独立焦化 单位：天



数据来源：Mysteel、银河期货

图 5：焦煤可用天数-钢厂焦化

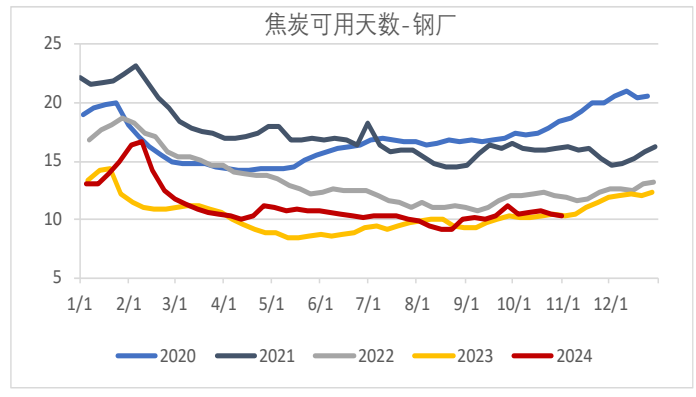
单位：天



数据来源：Mysteel、银河期货

图 6：焦炭可用天数-钢厂

单位：天



数据来源：Mysteel、银河期货

二、近年冬储时间及力度

通过对近年的库存数据梳理，发现煤焦冬储一般在春节前 7-12 周开始进行，对应在一月中下旬到十二月初，每年具体冬储时间根据天气情况、市场供需及库存有所差异，冬储结束时间则基本上在春节前一两周。

冬储补库是每年固定的操作，冬储补库的季节也正好是下游钢材需求的淡季，高炉铁水产量呈现季节性下滑，双焦总库存呈现增库。通过对近年四季度双焦价格表现对比发现，在补库前中期，会对煤焦价格会形成一定支撑，而到了补库的后期，价格往往面临着下跌的风险。

2022 年以来，下游焦化厂及钢厂对于原料采取低库存策略，但是这并不影响冬储补库力度，甚至一定程度上强化了冬储补库的必要性，正是因为常态化保持低库存策略，冬储补库显得更为刚性。2019 年到 2023 年焦煤补库分别为 260 万吨、280 万吨、668 万吨、454 万吨、671 万吨，可以发现，2022 年以及 2023 年补库力度强于 2019 年和 2020 年度补库力度，这似乎与我们的直觉有所差异。日常经营中下游焦钢企业维持低库存主要是下游利润不佳，从企业经营角度看一是减少资金占用，二是降低库存减值风险，在平常维持低库存也很少出现原料紧缺的情况，不过煤矿春节放假，焦煤供应阶段性暂停，为应对煤矿放假必须把原料库存进行提升，所以冬储是刚性需求，日常低库存运行与冬储补库并不矛盾。

表 1：双焦冬储启动时间及库存情况 单位：万吨

双焦冬储启动时间及库存								
年份	冬储启动 时间:距离 春节周数	焦煤库 存: 独立 焦化	焦煤可用天 数: 独立焦化	焦煤库 存: 钢厂 焦化	焦煤可用 天数: 钢 厂焦化	焦煤库 存: 独焦+ 钢焦	焦炭库 存: 钢厂	焦炭可用 天数: 钢 厂
2019	9	1639.35	17.45	1115.84	19.14	2755.19	896.34	11.88
2020	7	2021.17	20.43	1190.22	18.52	3211.39	756.6	12.31
2021	8	1123.5	14.58	889.05	14.74	2012.55	675.84	15.15
2022	10	913.98	11.59	807.2	13.01	1721.18	590.25	11.98
2023	12	925.84	10.27	737.97	11.96	1663.81	571.94	11.05
均值	9.2	1324.77	14.86	948.06	15.47	2272.82	698.19	12.47
2024/11/1	当前库存	913.71	10.31	742.4	11.9	1656.11	578.79	11.08

数据来源：Mysteel、银河期货

表 2：双焦冬储结束库存情况 单位：万吨

双焦冬储补库结束库存							
年份	焦煤库 存: 独立 焦化	焦煤可用 天数: 独 立焦化	焦煤库 存: 钢厂 焦化	焦煤可用 天数: 钢 厂焦化	焦煤库 存: 独焦+ 钢焦	焦炭库 存: 钢厂	焦炭可用 天数: 钢 厂
2019	1898.84	20.03	1116.41	21.22	3015.25	956.71	14.59
2020	2286.96	23.15	1204.82	18.74	3491.78	795.14	13.1
2021	1590.26	18.69	1089.84	17.59	2680.1	746.88	14.95
2022	1255.5	14.34	919.27	14.77	2174.77	680.07	13.83
2023	1437.19	16.66	897.16	14.34	2334.35	686.65	13.57
均值	1693.75	18.57	1045.50	17.33	2739.25	773.09	14.01

数据来源：Mysteel、银河期货

表 3：双焦冬储库存变化情况 单位：万吨

双焦冬储库存变化							
项目	焦煤补库：独立焦化	焦煤可用天数变化：独立焦化	焦煤补库：钢厂焦化	焦煤可用天数变化：钢厂焦化	焦煤补库：独焦+钢焦	补库库存：钢厂	焦炭可用天数变化：钢厂
2019	259.49	2.58	0.57	2.08	260.06	60.37	2.71
2020	265.79	2.72	14.6	0.22	280.39	38.54	0.79
2021	466.76	4.11	200.79	2.85	667.55	71.04	-0.2
2022	341.52	2.75	112.07	1.76	453.59	89.82	1.85
2023	511.35	6.39	159.19	2.38	670.54	114.71	2.52
补库均值	368.98	3.71	97.44	1.86	466.43	74.90	1.53
2024 (E)	450		130		580	100	

数据来源：Mysteel、银河期货

三、双焦库存结构

可以确定的是，冬储补库还会如期出现，由于冬储是确定的事件，是在预期之中的，由于冬储补库只是库存的转移，当前双焦库存结构对于下游钢焦企业补库节奏及力度有较大影响。

2024 年由于需求偏弱，焦煤库存累积明显，这给焦煤价格带来不小的压力。当前焦煤库存已经明显高于 2022 年以及 2023 年同期，尤其是口岸、港口以及煤矿端库存增幅明显，截止到 11 月 1 日，**焦煤总库存 3736.2 万吨，同比增加 673.2 万吨**，其中焦煤矿山精煤库存 290.6 万吨，同比增加 88.5 万吨，甘其毛都口岸库存 303.8 万吨，同比增加 149.4 万吨，独立焦企焦煤库存 913.7 万吨，同比下降 12.1 万吨，钢厂焦煤库存 742.4 万吨，同比增加 4.4 万吨。焦炭作为中间品种，上中下游库存都偏低，**焦炭总库存 868.9 万吨，同比增加 1.2 万吨**。

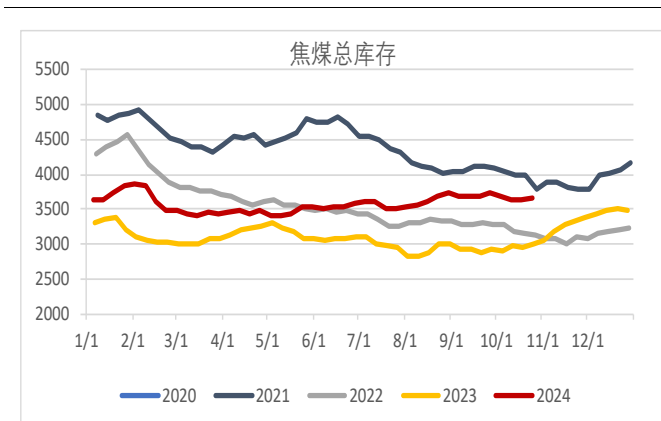
总体看来，焦煤库存压力更大，库存主要累积在上中游，下游观望情绪强。焦炭作为中间产品，利润较薄，近两年产量调节较快，上中下游库存都偏低，这也从近期焦炭表现相对强于焦煤得以体现，但整体看碳元素不缺。

表 4：当前双焦库存结构及同比 单位：万吨

大项	项目	本期	上期	环比	去年同期	年同比
焦煤库存	煤矿					
	原煤库存：523家样本矿山	404.31	414.95	-10.64	304.29	100.02
	精煤库存：523家样本矿山	290.55	276.84	13.71	202.05	88.50
	洗煤厂					
	原煤库存：样本洗煤厂（110家）	252.02	250.43	1.59	259.68	-7.66
	精煤库存：样本洗煤厂（110家）	189.81	180.49	9.32	131.2	58.61
	焦煤库存：全样本独立焦化企业	913.71	923.29	-9.58	925.84	-12.13
	焦煤库存：247家钢铁企业	742.40	737.53	4.87	737.97	4.43
焦炭库存	焦煤甘其毛都口岸库存	303.80	265.90	37.90	154.4	149.40
	焦煤库存：16港	967.80	949.90	17.90	629.6	338.20
	焦煤总库存					
	焦煤总库存（折算成精煤）	3736.24	3666.64	69.60	3063.05	673.19
	焦炭库存：全样本独立焦化企业	81.28	77.89	3.39	70.45	10.83
	焦炭库存：247家钢铁企业	578.79	568.08	10.71	571.94	6.85
	焦炭库存：18港	208.80	214.00	-5.20	225.3	-16.50
	焦炭总库存	868.87	859.97	8.90	867.69	1.18

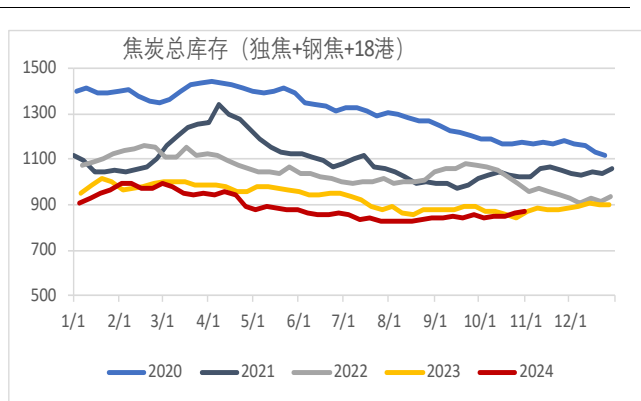
数据来源：银河期货、统计局、Mysteel

图 7：焦煤总库存 单位：万吨



数据来源：Mysteel、银河期货

图 8：焦炭总库存 单位：万吨



数据来源：Mysteel、银河期货

四、供需情况简析

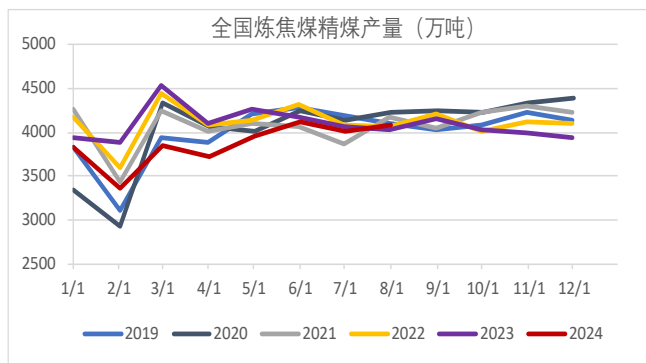
国内供给，预计四季度国内焦煤产量能实现同比增加。受安全监管等影响等原因影响，今年山西煤炭产量呈现前低后高的趋势。上半年煤炭产量偏低，随着煤矿安全形势的好转，对于煤矿生产的扰动减少，山西煤炭产量逐月提升，3月份山西原煤产量9432.5万吨，同比下滑20.8%；到9月份，山西原煤产量11806.6万吨，环比增长3.76%，同比增长0.05%，为今年以来单月产量新高。国内焦煤产量也逐步恢复正常，根据汾渭数据，9月份国内焦煤产

量 4235 万吨，同比增加 83 万吨，其中山西产量 1966 万吨，同比增加 32 万吨。9 月 23 日，山西省能源局召开全省煤炭稳产稳供和“四个一批”工作调度视频会议，会议要求各市、各集团要进一步提高政治站位，压紧压实责任，保持奋进斗志，力争完成全年目标任务。要锚定全年目标不放松。根据《2024 年山西省煤炭稳产稳供工作方案》，今年山西将在确保安全生产前提下，全省煤炭产量稳定在 13 亿吨左右。按照当前产量看，预计四季度山西煤炭产量仍有增长空间，今年四季度国内焦煤产量有望实现同比增长。

进口煤方面，1-9 月份，中国进口量炼焦煤总计 8929 万吨，同比上涨 22.8%。预计四季度进口焦煤仍维持高位，10-12 月均进口量在 1000 万吨左右，全年进口蒙古炼焦煤预计在 5800 万吨左右，澳煤进口在 800 万吨左右，预计全年进口焦煤总量在 1.18 亿吨左右，同比增加 1600 万吨左右。

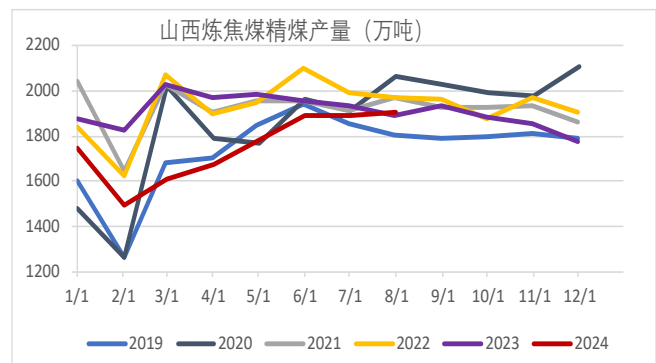
需求端，随着金九银十即将过去，后续钢材即将进入传统的累库周期，钢材利润的下滑，对于原料价格形成压制。宏观面上，市场仍有期待，十四届全国人大常委会第十二次会议 11 月 4 日至 8 日在京举行，当前市场等待后续进一步具体的财政政策出台。不过而即使财政政策出台，预计主要也是在于化债、补充银行资本金及消费等方面，投向传统基建、房地产领域的占比也会下降，对于钢材需求的改善程度不宜过于乐观。

图 9：全国炼焦精煤产量 单位：万吨



数据来源：Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 10：山西炼焦精煤产量 单位：万吨



数据来源：Mysteel、汾渭能源、银河期货

五、今年冬储预估及行情判断

基于以上分析，2024 年冬储补库有望在十一月中旬开始，一是当前市场普遍等待后续具体财政政策出台，市场观望情绪强，而且从时间上来看，目前离春节还有大约 12 周，时间上尚早，焦钢企业不急于补库，等政策进一步清晰后，市场方向也更为明了。补库力度预计介于 2022 年与 2023 年之间，预计焦钢企业对焦煤补库力度在 580 万吨左右，其中焦企 450 万吨，钢厂 130 万吨；钢厂对焦炭补库力度在 100 万吨左右。

而根据前文所述，当前焦煤总库存同比已经增加 673 万吨，按照当前预计下游补库力度甚至没有焦煤库存同比增量多，在上游库存高企且供给相对充足的情况下，冬储的需求增量

难以对当前的行情有扭转的趋势，当前焦煤基本面核心矛盾在于上中游库存偏高，同时供给在可预见的四季度没有明显的制约，那么煤矿的话语权也会逐渐削弱，供需双方议价权与2023年同期相比已经有了很大不同。

综上，双焦冬储补库是一个例行的操作，冬储的时间和力度都相对比较固定，很难有超预期的情况出现，并不会从根本上改变供需关系，对价格也仅仅起到阶段性顶托作用，并不能独立推动形成上涨趋势行情。只靠冬储补库这个概念对于价格拉动很有限，后续更多的还是关注宏观面政策是否超预期。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799