

东吴期货研究所

朱少楠

0512-62936002

zhushn@dwqh88.com

倪耀祥

021-63123060

niyx@dwqh88.com

投资咨询从业资格号：

Z0000182

期市有风险，投资需谨慎！

研究所办公地址：

上海市-黄浦区西藏南路  
1208号东吴证券大厦6楼

苏州市-工业园区星阳街5  
号东吴证券大厦8楼

## 悲观限产预期下的结构性机会

### 目 录

- 一、双焦行情回顾
- 二、焦炭供需平衡分析
- 三、焦煤供需平衡分析
- 四、当前影响焦炭焦煤行情的要点分析
- 五、后势展望与策略建议



## 一、双焦行情回顾

2019 年上半年，焦企环保限产力度一般，一季度，采暖季限产期间，高炉限产力度强于焦炉，焦炭现货持续走弱，盘面受宏观悲观预期转好和环保限产预期的影响，出现小幅反弹，整体波动幅度较小。二季度，随着采暖季结束，高炉产能利用率回升，焦炭需求转好，在下游钢厂高利润和贸易商抄底的情况下，焦炭现货开始走强，盘面也跟随反弹，5 月环保督查曝光山西环保问题，焦企限产预期强烈，5 月焦炭盘面出现了一波大涨，但后期限产力度明显低于预期，盘面快速回调，6 月底唐山由于环保问题发布高炉限产方案，利空焦炭需求，焦炭弱势震荡。

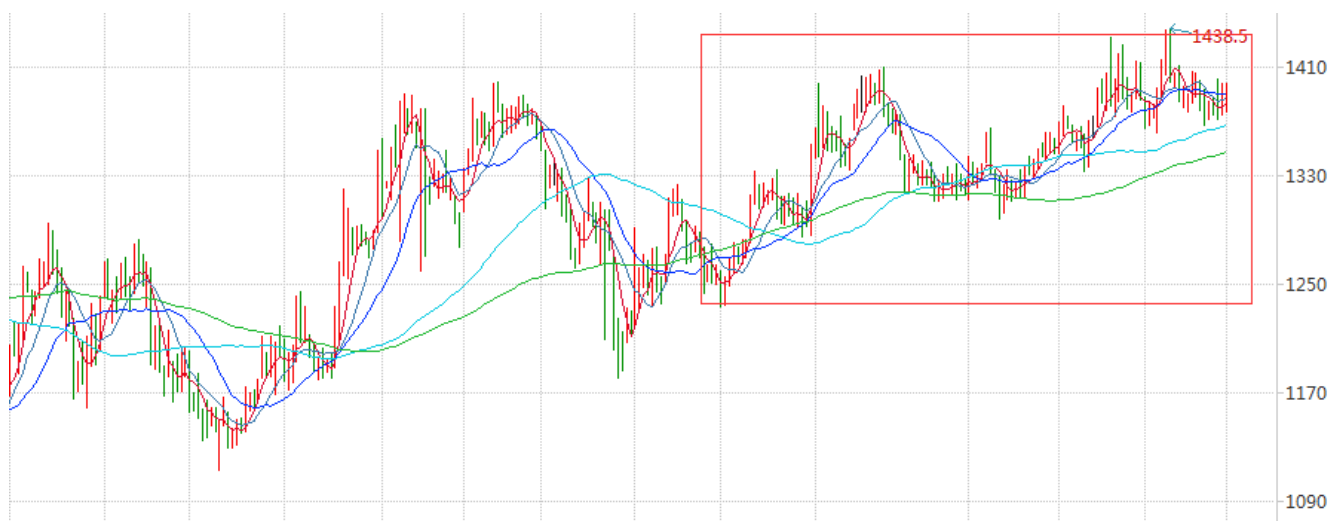
焦煤上半年整体波动范围较小，一季度由于煤矿安全检查和进口受限的影响，走势相对较强，二季度随着煤矿逐步复产，供应增加，盘面相对弱势。

图 1：J1909 合约日线走势图



数据来源：万得、东吴期货研究所

图 2：JM1909 合约日线走势图



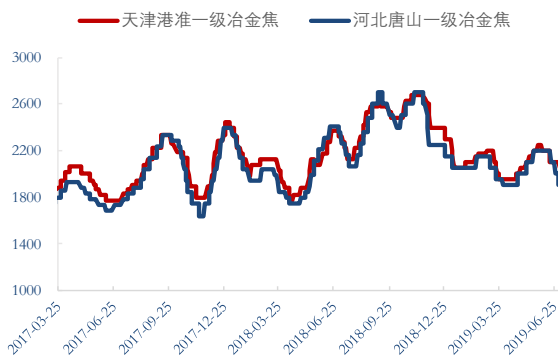
数据来源：万得、东吴期货研究所

## 二、焦炭供需平衡分析

### 1、现货整体弱势，短期考验成本支撑

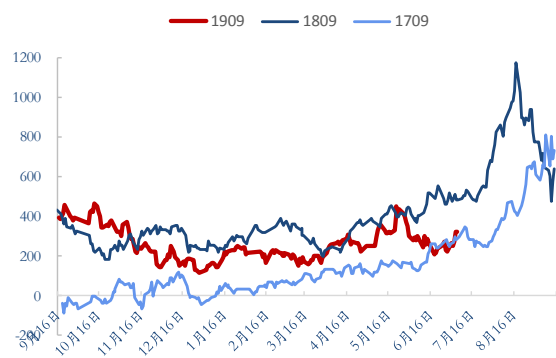
1-4 月份，采暖季焦炉限产力度低于钢厂，焦炭现货走弱，焦炭价格累积跌 3 轮共 300 元/吨。4 月下旬在成本支撑、需求好转和山西环保限产预期的情况下，焦炭开启了一波 3 轮共 300 元/吨的提涨。近期由于唐山高炉限产的影响，现货再次走弱。目前主流焦企已经落实 2 轮共 200 元/吨的提降，降后焦企利润在 100 元/吨附近，因河北环保限产加严，钢厂焦炭需求大幅下降，钢厂打压焦炭意愿强烈，因此不排除焦炭 3-4 轮提降的可能。从时间点来看，受益于山西环保限产和 8 月份第二届青年运动会召开的影响，我们认为 7 月下旬焦炭现货有望逐步摆脱弱势的局面，具体的反弹空间仍需关注具体的限产政策。9 月份，由于国庆节的影响，河北地区仍有较强的限产预期，整体利空焦炭需求，焦炭现货有再次走弱的可能。

图 3：焦炭现货价格（元/吨）



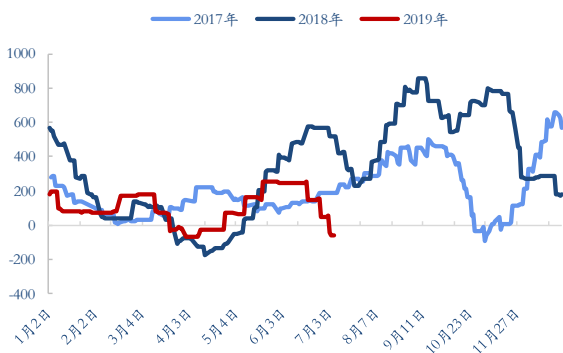
数据来源：Mysteel、东吴期货研究所

图 4：炼焦盘面利润（元/吨）



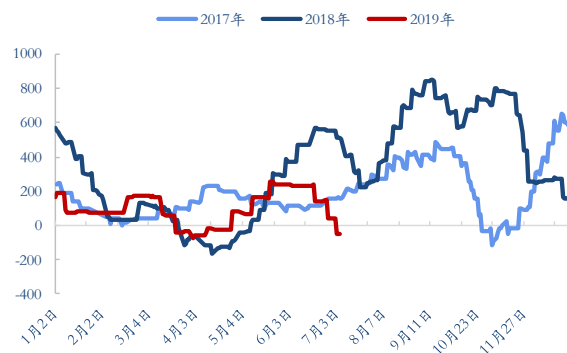
数据来源：wind、东吴期货研究所

图 5：河北炼焦虚拟利润(元/吨)



数据来源：wind，东吴期货研究所

图 6：山西炼焦虚拟利润(元/吨)



数据来源：wind，东吴期货研究所

### 2、环保限产不及预期，供应整体宽松

国家统计局最新数据显示，2018 年 5 月份全国焦炭产量 4016.3 万吨，同比增长 10.08%。2019 年。采暖季以来，焦企限产力度一般，焦企开工率维持在 80% 的高位，焦炭供应充足。从具体的开工率数据来看，产能的增加

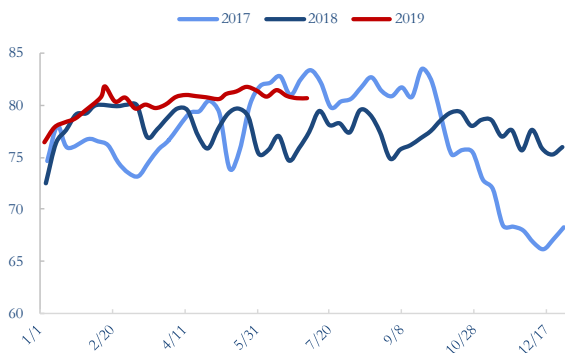
主要是由于 200 万吨及以上的焦炉产能增加所致，由于大型焦炉的环保设备较为完善，因此简单的限产指标对其影响较小。整体看，由于环保限产禁止一刀切，焦炭供应总体偏宽松。

不过 7-8 月份焦炭仍有较强的限产预期，近期山东在《山东关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》中明确规定 2019 年 7 月底前，制定出台全省焦化行业产能总量压减和转型升级方案，明确提出 2019 年压减焦化产能 1031 万吨，2020 年压减 655 万吨，两年共压减 1686 万吨。

江苏省钢铁行业超低排放改造推进会议中要求严格落实《全省钢铁行业转型升级优化布局推进工作方案》，严格落实焦化去产能，南钢、梅钢和沙钢等钢焦联合企业需倒排时序，确保 2020 年底前实现全部外购焦，徐州市进一步整合保留的 3 家炼焦企业，做好 4 家过渡期炼焦企业从严管控，确保 2020 年底前炼焦产能压减 50%以上。

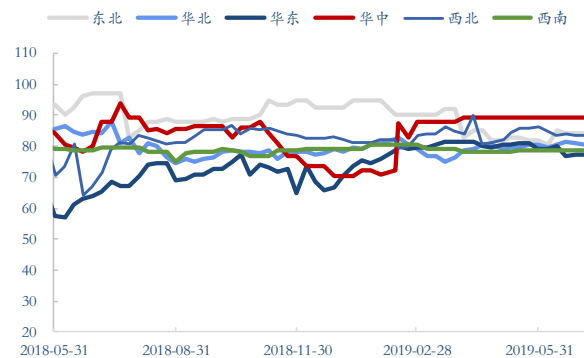
山西焦炭产能占全国 21%以上，其生产情况对焦炭市场的影响非常大，6 月环境保护督察组曝光山西省焦化环保问题，8 月份太原举行第二届青年运动会，同时全国第二轮第一批中央生态环境保护督察进驻近期也开始启动，山西仍有较强的限产预期，若政策执行较为严厉，焦炭有望阶段性改变供应宽松的局面。

图 7：焦炉开工率（%）



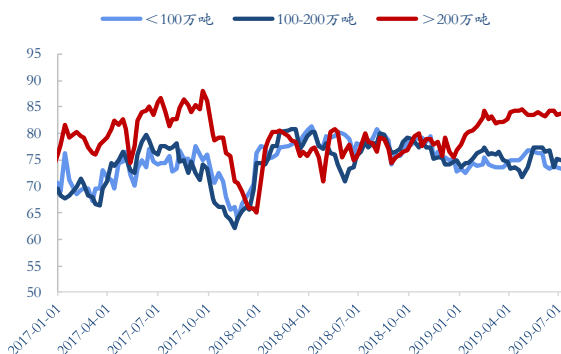
数据来源：Mysteel、东吴期货研究所

图 8：焦炉开工率（分地区，%）



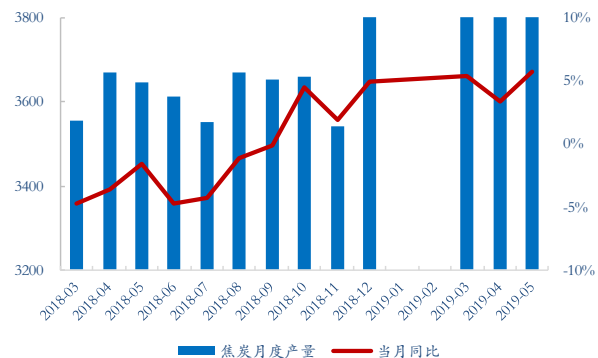
数据来源：wind、东吴期货研究所

图 9：焦炉开工率（按产能分，%）



数据来源：Mysteel、东吴期货研究所

图 10：焦炭月度产量（万吨）



数据来源：Mysteel、东吴期货研究所

### 3、部分地区高炉限产严格，但不确定性仍较强

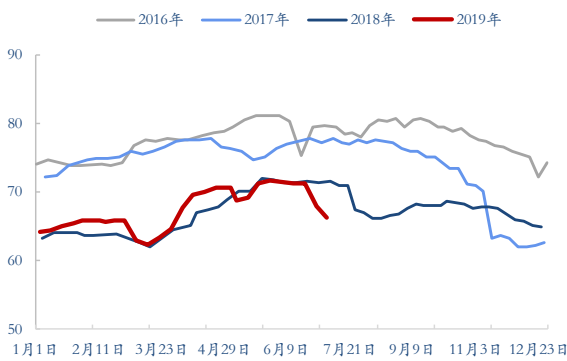
上半年高炉限产力度一般，生铁月度产量维持在 6500 万吨以上，统计数据显示，2019 年 5 月全国生铁产量 7219 万吨，同比增长 6.6%。2019 年 1-5 月份，全国生铁累积产量 3.35 亿吨，同比增长 8.9%。

唐山 6 月 23 日，唐山市印发《关于做好全市钢铁企业限产工作的通知》，除沿海 5 座钢厂限产比例为 20%，

其余钢厂限产比例均为 50%，武安市 6 月 30 号发布《关于钢铁、焦化、水泥行业差别化管控暂行通知》，自 2019 年 7 月 1 日起，钢铁企业烧结机机头烟气仍不能稳定达到超低排放标准要求的直接停产。随着北方地区限产政策出台，市场普遍预期高炉限产力度较强，经过测算若严格按照唐山限产方案执行，日影响生铁产量约 9 万吨，焦炭需求 3.6 万吨。不过 7 月 1 日唐山市人民政府发布的《7 月份全市大气污染防治强化管控方案的通知》对此前的限产方案有所调整，对钢厂的限产力度有所放缓，首钢迁钢，首钢京唐、文丰钢铁限产 20%变化为 7 月 15 日至 31 日可不限产，华西钢铁、天柱钢铁、国义特钢由原来的限产比例不低于 50%变化为 7 月 15 日至 31 日可不限产，唐钢不锈钢由原来的限产比例不低于 50%变化为 7 月 1 日至 15 日可不限产。根据测算变化后生铁产量约 40 万吨，焦炭需求将增加 17.2 万吨，对焦炭市场有一定的利好影响。

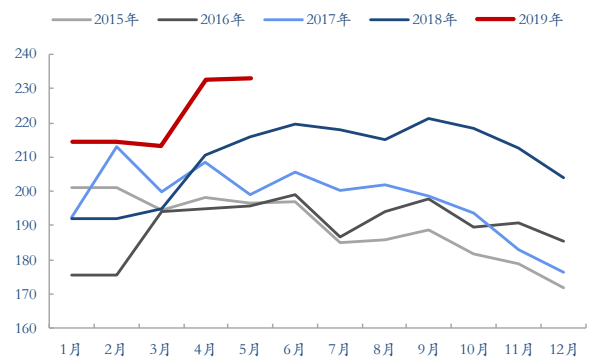
江苏省生态环境厅 6 月 28 日在江阴召开全省钢铁行业超低排放改造工作推进会中表示，全省推进钢铁企业超低排放改造，对完成改造企业可豁免停限产。因此总体来看看由于三季度开始唐山、武安高炉限产，高炉开工率由涨转降，焦炭需求减弱，但由于环保禁止一刀切，对于环保设备达标的企业后期强制限产也很困难，考虑到上半年较高的粗钢产能，以及螺纹钢相对价格的高位，后期焦炭需求仍有较大不确定性。

图 11：高炉开工率（%）



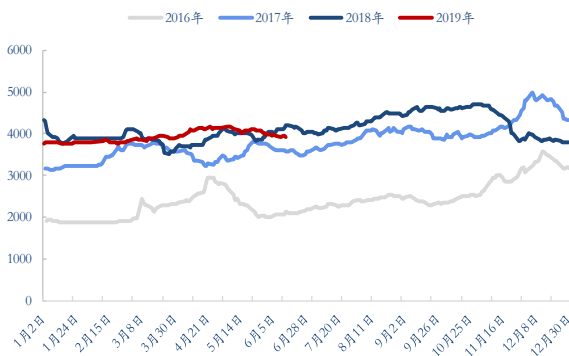
数据来源：Mysteel、东吴期货研究所

图 12：生铁日均产量（万吨）



数据来源：Mysteel、东吴期货研究所

图 13：上海 20mm 螺纹钢现货价格（元/吨）



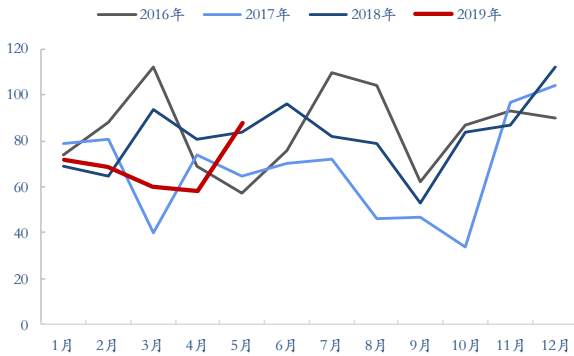
数据来源：Mysteel、东吴期货研究所

#### 4、上半年出口弱势，下半年有望小幅好转

由于国外焦炭价格低于国内，同时国内焦炭价格走势较弱，上半年出口窗口始终未能打开，出口较去年大幅下

降。海关总署数据显示，2019 年 1-5 月份，焦炭累计出口 346.6 万吨，较去年同期减少 37 万吨，下降 9.7%。5 月份我国出口焦炭 87.9 万吨，同比增加 4.1 万吨，增长 4.9%，为上半年首次增长，从目前的情况来看，随着焦炭产能的释放加之港口库存高企，下半年焦炭出口有望小幅好转。

图 14：焦炭出口量（万吨）



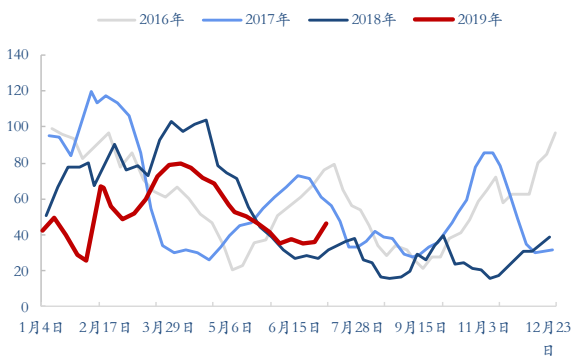
数据来源：wind，东吴期货研究所

## 5、库存高位，压力明显

2019 年上半年，焦炭总库存明显高于近几年平均水平，1-5 月份始终处于累库的局面，6 月份受山西焦企限产的影响，总库存小幅度下降。截止到 2019 年 6 月 28 日 Mysteel 统计的数据显示目前焦炭总库存为 963.1 万吨，较一月份最低点 816.6 万吨增加了 120.5 万吨，当前库存明显高于去年同期水平，高库存一直是限制本轮焦炭上涨的主要阻力，从库存结构来看，库存压力主要来自于港口和钢厂，Mysteel 统计的四大港口的库存为 466 万吨，同比增加 159 万吨，由于港口高价资源较多，短期去库压力非常明显。4 月份高炉复产，钢厂库存下降，但补库后由于限产因素的影响，库存也开始累积，110 家钢厂库存为 460.6 万吨，同比增加 49.3 万吨。焦化厂库存由于二季度高炉复产，需求较好，库存仍处相对低位，100 家独立焦企库存为 36.2 万吨，同比增加 8.7 万吨。

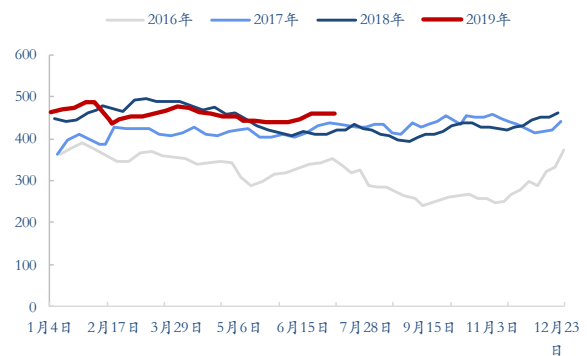
2018 年受益于 4.3m 焦炉的淘汰和以钢定焦政策的影响，焦炭供应端大幅缩减，随着 4 月份高炉复产，焦炭库存大幅下降。今年由于环保限产对焦炭影响较小，6 月份河北地区高炉限产，造成焦炭需求受限，库存累积，降库速度大幅下降。环保对于焦炭影响非常大，后期山西的限产政策将会对焦炭库存产生较大影响，若环保限产加强，预计库存将会有一定程度去化，若限产不能有效落实，焦价仍有下行压力。

图 15：独立焦企焦炭库存（万吨）



数据来源：Mysteel，东吴期货研究所

图 16：钢厂焦炭库存（万吨）



数据来源：Mysteel，东吴期货研究所

图 17：港口焦炭库存（万吨）

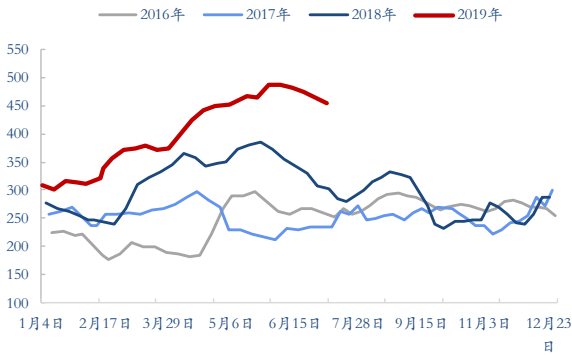
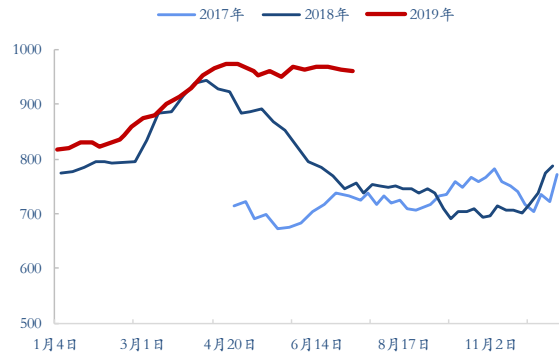


图 18：焦炭总库存（万吨）

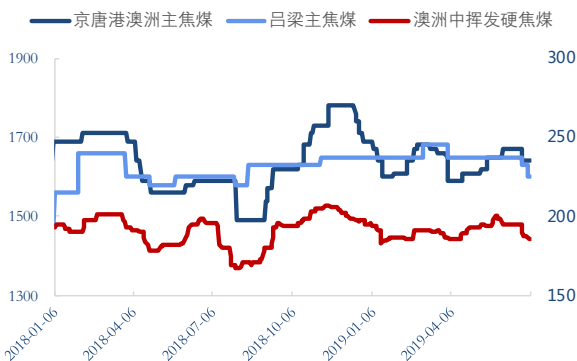


### 三、焦煤供需平衡分析

#### 1、炼焦煤现货开始走弱

一季度受煤矿安全检查和进口受限的影响，国内炼焦煤市场偏强运行。二季度炼焦煤价格整体上跟随焦炭波动，4月初受税率下降、焦炭价格下行和煤矿复产的影响，炼焦煤价格走弱，5月随着焦炭价格走强，焦企开始补库，焦煤企稳反弹。近期焦炭现货再次走弱加之炼焦煤自身库存压力明显，焦煤现货再次下跌。整体来看炼焦煤价格波动幅度很小，国内煤矿供应基本稳定，进口较为紧张，后期价格主要受焦炭需求和煤矿安全检查的影响。

图 19：焦煤现货走势（元/吨）



数据来源：Mysteel，东吴期货研究所

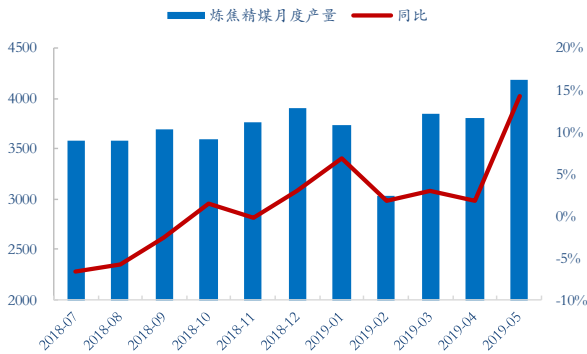
#### 2、安检仍较为严厉，煤矿供应增量有限

2019年4月份炼焦精煤产量3805万吨，环比下降1.14%，1-4月份炼焦精煤累计产量14417万吨，同比增加3.43%。2018年下半年以来，煤矿事故频发，煤矿安全检查严厉，炼焦煤供应紧缺，随着两会结束，国内煤矿复产，炼焦煤供应紧缺有所缓解。不过6月连续发生的多起矿难，导致部分煤矿再次停产，其中6月3日山西省阳泉市东升阳胜煤业有限公司发生的瓦斯爆炸造成2人死亡，9人受伤，6月19日武宁县钜盛能源集团庄旺煤业发生的冒顶事故造成6人死亡。今年煤矿监管更为严格，预计三季度焦煤产量相对平稳，四季度受国庆节和临近年底保安全生产为主的影响，国内焦煤产量或将有所收缩。

进口方面，虽然进口政策有所收紧，但从数量来看总量并未减少，主要是由于年初进口煤配额放开，炼焦煤进口量激增的原因导致。5月份开始出现小幅下降，2019年5月份，中国进口炼焦煤592万吨，环比下降20.28%。

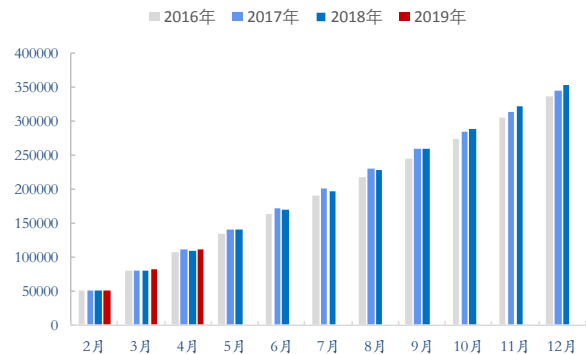
2019 年 1-5 月份，我国进口焦煤 2976 万吨，同比增加 30.2%。分国家来看，2019 年 1-5 月份，我国从蒙古国进口焦煤 1400 万吨，同比增加 36.2%，占总量的 47%，成为我国焦煤第一大进口国，目前蒙煤日均通关量总体维持 600 车以上。2019 年 1-5 月份，澳大利亚焦煤进口量达到 1181 万吨，同比增加 27.2%，目前澳大利亚焦煤进口仍受限制，主要体现在通关时间上，现在通关时间在 40 天左右。从上半年的进口数据来看，在进口煤平控政策和澳洲焦煤进口受限的情况下，下半年焦煤进口预计将会有一定程度下滑。

图 20：炼焦煤月度产量（万吨）



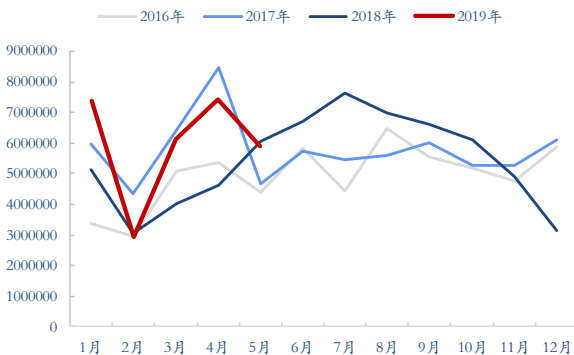
数据来源：wind，东吴期货研究所

图 21：原煤产量累计值（万吨）



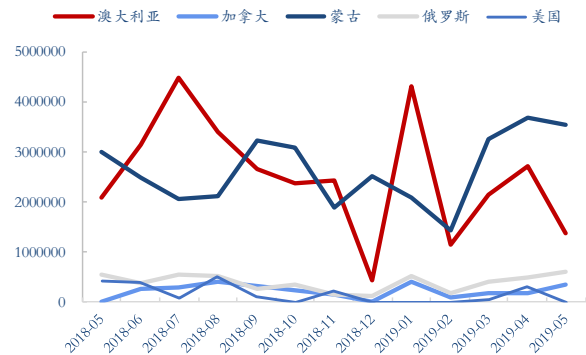
数据来源：wind，东吴期货研究所

图 22：炼焦煤净进口数量（万吨）



数据来源：wind，东吴期货研究所

图 23：炼焦煤净进口数量/分地区（万吨）



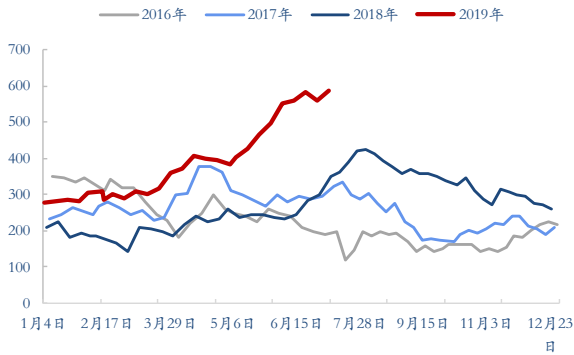
数据来源：wind，东吴期货研究所

### 3、库存高位，下半年降库压力明显

2019 年上半年焦化行业环保限产不及预期，独立焦化企业产能利用率始终在 80% 的高位附近，焦煤刚性需求旺盛，不过由于二季度煤矿的复产和进口量的增加，当前炼焦煤库存压力明显。截止到 2019 年 6 月 28 日，炼焦煤总库存为 2231.04 万吨。其中港口炼焦煤库存 559.7 万吨，国内样本钢厂炼焦煤库存为 881.84 万吨，独立焦化厂炼焦煤库存为 789.5 万吨。随着环保限产的加强、焦化利润的收缩，焦煤需求将出现阶段性的弱化，库存仍有小幅上涨的可能。

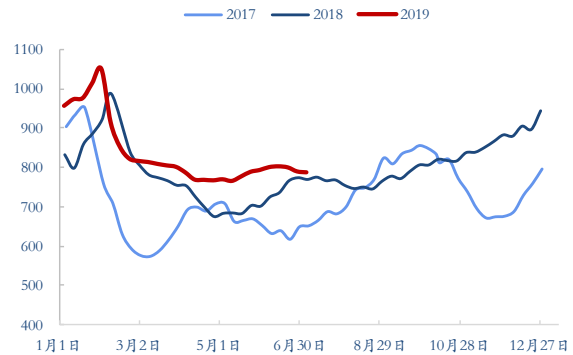


图 24：港口焦煤库存（万吨）



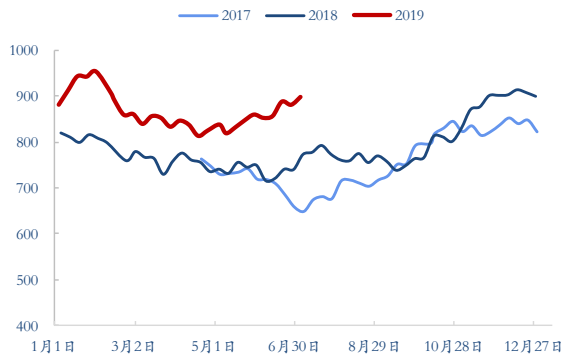
数据来源：Mysteel，东吴期货研究所

图 25：独立焦企焦煤库存（万吨）



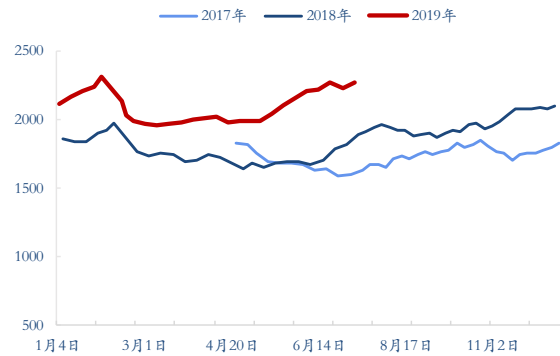
数据来源：Mysteel，东吴期货研究所

图 26：钢厂焦煤库存（万吨）



数据来源：Mysteel，东吴期货研究所

图 27：焦煤总库存（万吨）



数据来源：Mysteel，东吴期货研究所

#### 四、当前影响焦炭焦煤行情的要点分析

- 1、焦煤整体供需基本面变化不大，价格波动范围较小，短期价格的走势主要依靠焦炭的需求和煤矿安全检查的力度。
- 2、焦炭短期考验成本支撑，后期关注山西、山东、江苏焦炭产能置换和环保限产落实的情况。

#### 五、行情展望与策略建议

##### （一）行情展望：

三季度仍有一定的环保限产预期，焦炭有望走强，焦煤相对较弱，四季度可能会再次面临需求走弱的预期，焦煤走势强于焦炭。预计下半年焦炭的震荡区间在 1900-2400，焦煤窄幅震荡，波动范围在 1250-1500。

**(二) 交易策略建议：**

**1、单边投资策略**

近期策略：焦炭在2000-2050附近逢低做多。

**2、对冲套利策略**

焦炭9-1正套：-50入场。

**声明：**

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

**期市有风险，投资需谨慎！**