

下游消费预期转弱，焦价大概率震荡转弱

盛文宇

·从业资格编号 F3074487

·投资咨询编号 Z0015486

内容提要

2020年四季度焦炭行业总体上将延续供给收缩需求宽松的大趋势，但供需矛盾或将有所缓和，主因下游需求季节性回落，从统计规律来看，四季度高炉开工都出现不同程度的下降，过去五年环比减少约为4.5%。今年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的收官之年，四季度环保政策预期较难放松，而钢厂自身由于利润低位及库存压力，有较强的动力减产，四季度钢铁产量环比三季度或将较大幅减少。供给方面，四季度属于焦化去产能较为集中的季节，十月产能淘汰可能对焦炭市场产生较大影响，但其影响力度或弱于4月和6月。主因消费淡季下游需求趋弱，现货商备货的力度不足，再者产能退出时间多为月底，10月的产能退出对焦炭的供给影响较大，而12月的产能退出对年内焦炭的供给影响不大。

节奏上，10月仍处于消费旺季，叠加供给端产能淘汰集中期，焦炭的供需偏紧，价格支撑较强，现货市场目前仍处于提涨周期，因此十月仍是期现货市场偏强的时段。11-12月随着天气转冷，工地施工进入淡季，建材消费下降，钢厂高炉开工环比下滑，同时焦炭年内去产能进入尾声，焦炭期现货市场进入偏弱时段，但由于冬季取暖增加环保压力，市场焦点或转向环保限产，因此焦炭市场不宜太悲观。纵观四季度焦炭价格走势，大概率以震荡走势为主，强度上或先强后弱，总体空间幅度不大。

操作建议

焦炭 2101: 震荡走势，波段思路，上方压力 2100-2150，下方支撑 1800/1850

焦煤 2101: 震荡走势，波段思路，上方压力 1330/1360，下方支撑 1180/1200

风险提示

宏观风险不确定，下游消费超预期

一、行情回顾

2020 年三季度焦炭期货的行情大致可以分为两部分，旺季预期的上涨行情和基差修复的震荡行情。

第一部分，旺季预期的上涨行情（7 月至 8 月），我们在 6 月份的半年报中提到“短期南方进入雨季，下游需求转弱对焦炭有一定制约，后市随着需求转强，焦炭价格有望迎来一波升势，下方支撑 1800/1850，上方压力 2100/2200”。7-8 月先跌后涨的走势印证了这一判断，期货价格在供给收缩产量同比下滑，需求拉动铁水同比上行的背景下，走出一波升势，09 合约最高涨至 2100 附近。

第二部分，基差修复的震荡行情（8 月-9 月），焦炭期价一路上涨至 2100，现货并未跟涨，8 月上旬港口现货报价 1850-1880，期价在 2000 上方，基差由正转负，期货价格承压，8 月中旬期价大幅回调至 1900 附近，基差获得修复，随着现货提涨后市场企稳，9 月初期价再次上涨并创出新高，但现货仍然跟涨乏力，基差再次转负，期价回调。但 9 月期价下跌主因下游预期迟迟不能兑现，需求旺季数据不佳所致。

图 1：焦炭 2101 期货走势图



资料来源：Wind，金信期货研究院

二、焦炭行业供需基本面分析

1. 下游需求虽在高位，但四季度下滑概率大

2020 年前三季度全国钢铁生产维持快速增长的态势，据统计局公布的最新数据显示，1-8 月全国生铁产量 58940 万吨，同比增 3.4%，粗钢产量 68889 万吨，同比增 3.7%，钢材产量 84469 万吨，同比增 4.8%。在投资持续较好的背景下，钢铁产业维持较高的水平，全国高炉维持较高的开工水平，据调研数据显示，9 月高炉平均开工为 78.15%，环比略有

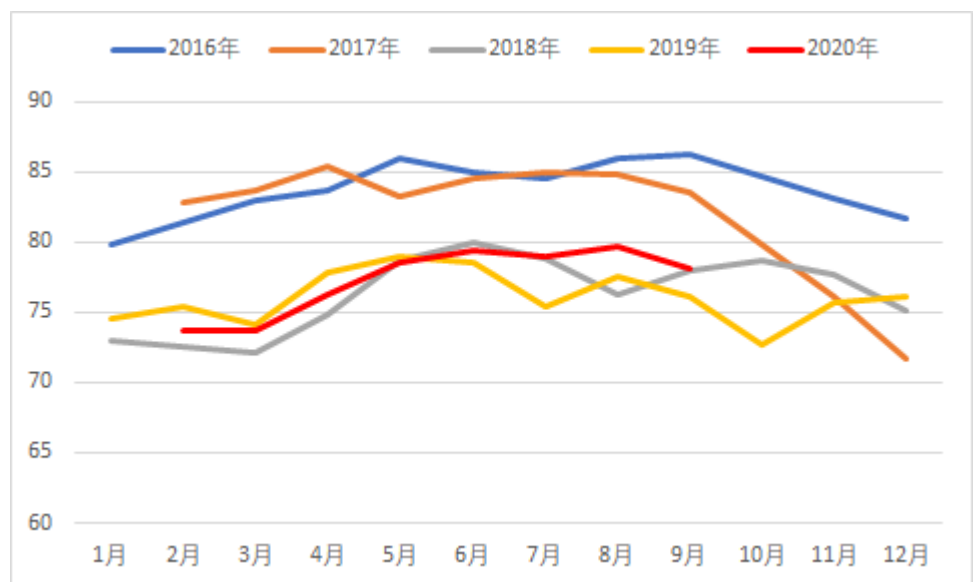
请务必仔细阅读正文之后的声明

下降，同比去年 76%的开工有明显提升。从 247 家钢厂铁水产量来看，9 月周度铁水产量为 251.17 万吨，环比 8 月的 252.45 万吨有所下滑，同比去年的 233.93 万吨提升明显。

在钢铁产量明显提升的同时，钢铁的库存水平也大幅提升。今年钢铁库存高企的原因除了疫情期间的累库外，下游表观需求也是重要原因。今年钢铁需求虽然同比有所提高，但幅度不大，在产量高位的情况下，行业库存未能有效去化，三季度库存基本维持增长态势。在高产量和高库存的压力之下，钢厂利润持续走弱，从我们跟踪的数据看，高炉的利润持续偏弱走势，长流程螺纹钢 8 月模拟平均利润为 65 元，9 月为-16 元，远低于往期水平。钢厂高炉利润同比大幅下滑的最大原因是钢材的高产量和高库存压力，同时高炉原料成本大幅提升挤压钢材的利润空间。9 月以来高炉利润延续 8 月弱势，长流程螺纹利润转为负值，热卷利润同时走弱，导致钢厂开工意愿降低，9 月 247 家钢厂高炉产能利用率为 94.36%，较 8 月的 94.84%环比下滑。从中期角度来看，高炉利润弱势不利于焦炭的消费和价格，钢厂有较强的动力向上游焦炭行业挤压利润，压低焦炭采购价格，近期焦炭现货提涨一波三折落地困难的现象印证了这一判断。

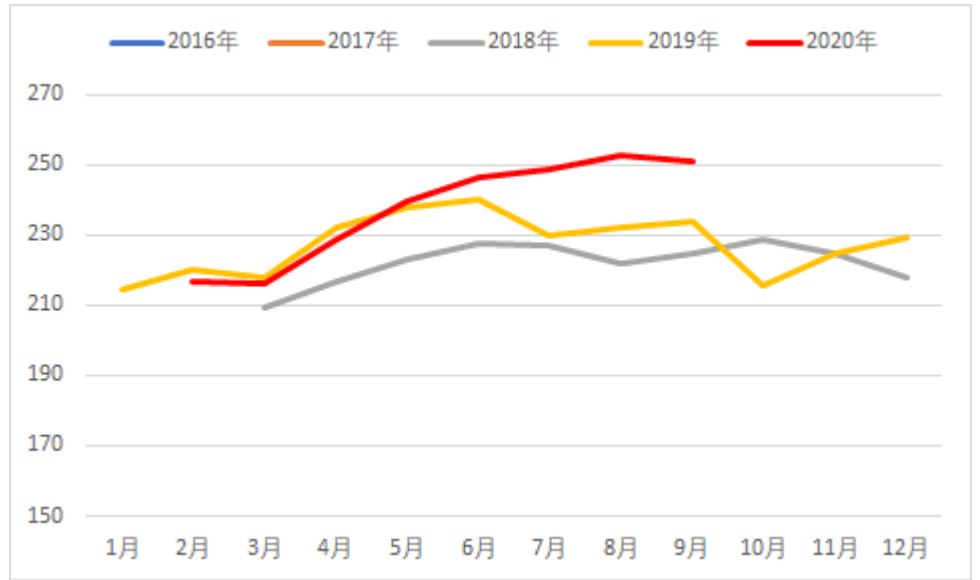
四季度钢铁行业将进入季节性淡季，随着天气转冷工地施工逐步进入收尾阶段，下游需求减弱，同时冬季供暖季来临后北方天气变差，环保限产政策趋严，钢厂高炉检修增加，开工下降。从统计规律来看，四季度高炉开工都出现不同程度的下降，过去五年四季度生铁产量较三季度环比减少幅度为 4.5%。今年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的收官之年，因此四季度环保政策预期较难放松，而钢厂自身由于利润低位及库存压力，有较强的动力减产，四季度钢铁产量环比三季度或将较大幅减少，从而影响焦炭的采购和消费。

图 2：我国钢厂高炉产能利用率



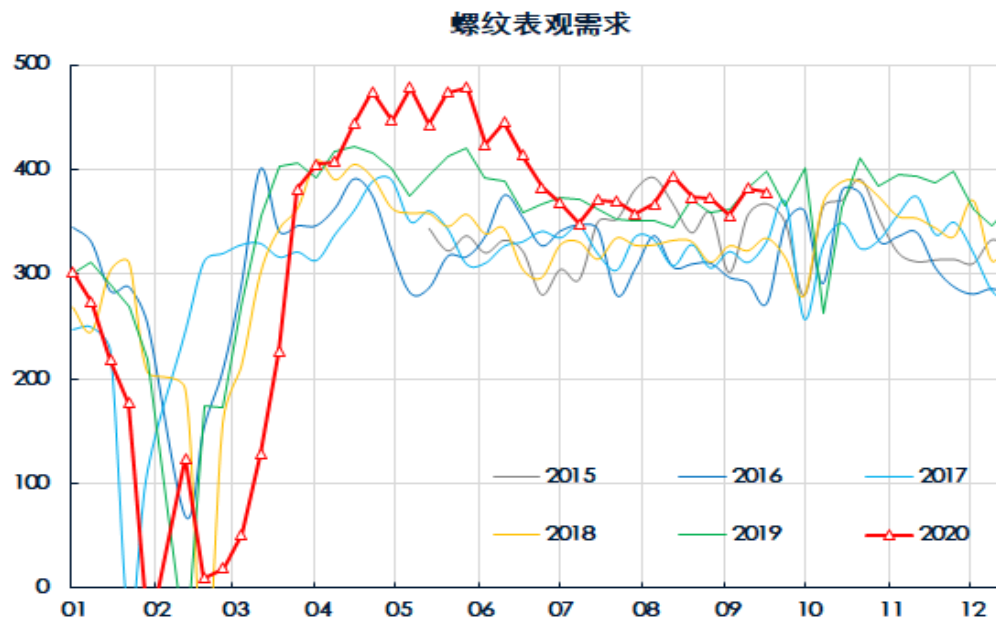
资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

图 3: 全国 247 家钢厂铁水产量



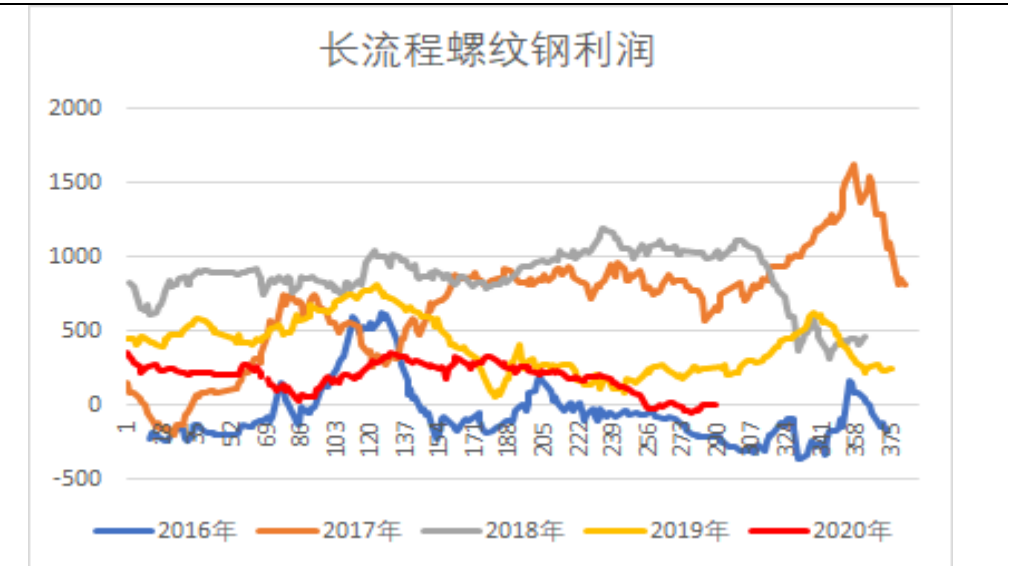
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 4: 全国螺纹表观消费



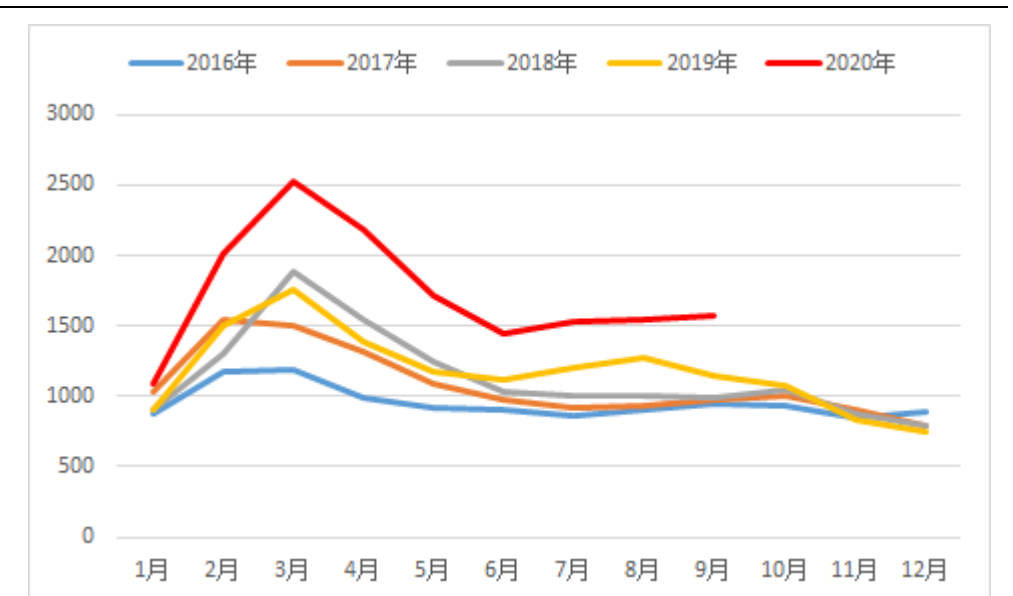
资料来源: 我的钢铁网, 金信期货研究院

图 5：全国高炉螺纹长流程利润



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 6：全国主要钢材品种合计库存



资料来源：Wind，金信期货研究院

2. 焦炭供给偏紧状态

上半年我国的焦炭供给总体偏紧，产量保持负增长的趋势，统计局数据显示，1-8 月

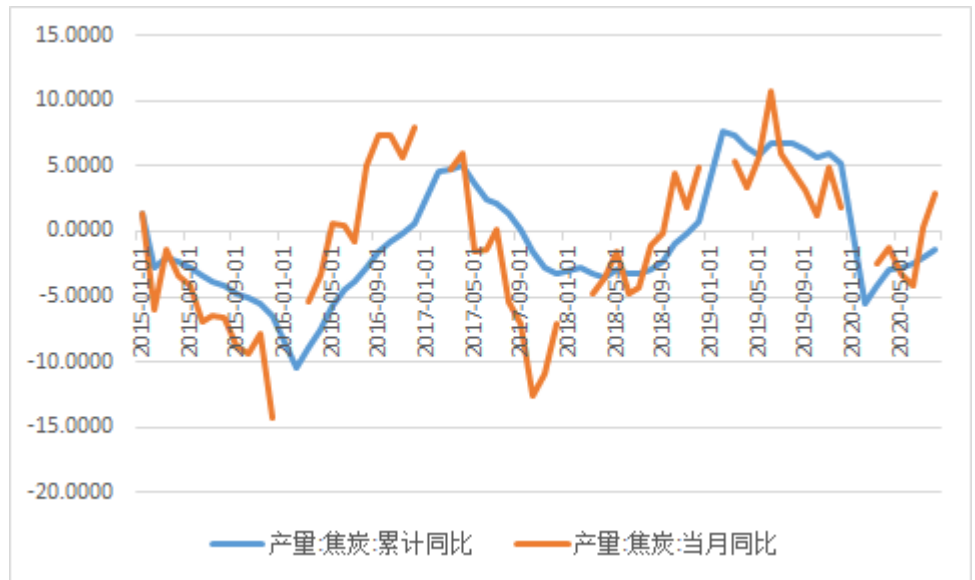
份全国焦炭产量 31030 万吨，同比-1.4%，降幅有所收窄。与下游钢铁行业增产不同，焦化行业今年的主题是去产能。根据我的钢铁网数据，全年淘汰产能达到 6000 万吨以上，与之对比新增产能不足 5000 万吨。在产能收缩及需求旺盛的背景下，焦化行业迎来利润大年，行业利润大幅提高，截至 9 月下旬，全国焦化行业吨焦利润达到 360 元高位，远超高炉利润。较高的行业利润推升焦厂开工率，9 月 100 家焦炉产能利用率为 81.49%，疫情以来连续 7 个月环比正增长。如果下游终端消费转弱和高炉利润持续走弱，高炉开工将下滑并导致焦炭消费减少，而焦炭供应保持稳定并持续高位，供需紧张格局会得到一定缓解。

四季度属于焦化去产能较为集中的季节，十月产能淘汰可能对焦炭市场产生较大影响。今年焦化行业的产能缩减主要集中在 4 月、6 月、10 月和 12 月，其中 10 月淘汰产能在 1700 万吨左右，新增产能 860 万吨，产能净减少 840 万吨左右，12 月有 1100 万吨的产能净减少，在数量级别上超过 4 月和 6 月份，但对焦炭价格的影响力度弱于 4 月和 6 月。主因为四季度为消费淡季，下游需求趋弱，现货商备货的力度不足，再者产能退出时间多为月底，10 月的产能退出对焦炭的供给影响较大，而 12 月的产能退出对年内焦炭的供给影响不大。

焦炭库存总体呈现下降趋势，钢厂备货积极导致库存向下游集中。我们在半年报中预计“下半年焦炭需求增速依然会大于供给增速，焦炭行业去库存或将加速”，目前来看，这一预测基本验证。焦炭库存总体呈现出下降趋势，截至 9 月下旬焦炭总库存为 744 万吨，同比去年下降 217 万吨，或 22%，去库顺畅。其中焦化行业库存 26.8 万吨，同比下降 17 万吨，或 39%，钢厂焦炭库存为 455 万吨，同比下降 6.6 万吨，或 1.4%，基本持平，港口焦炭库存为 262 万吨，同比下降 193 万吨，或 42%。

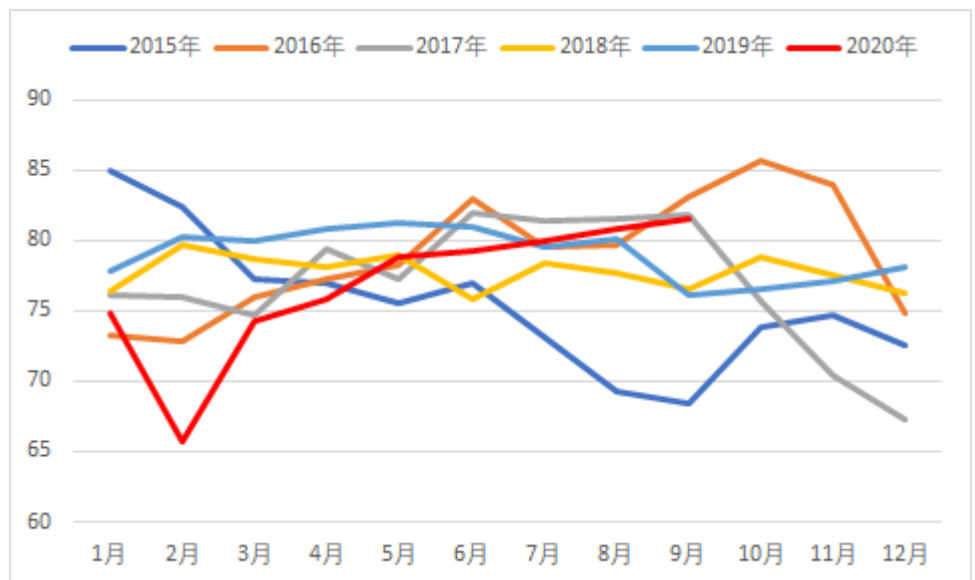
今年焦化行业呈现出了供给偏紧，需求旺盛，库存下降，焦化利润持续偏强的特征，库存结构也发生了一些变化，即焦炭库存向下游转移。焦炭行业总库存同比大幅下降，去年的库存压力早已解除，钢厂为满足生产需求，对焦炭的采购力度较大，虽然上游焦化厂维持高开工但库存仍在持续下降，中游港口库存大幅减少，库存基本上集中到下游钢厂。四季度，随着钢厂高炉检修增加，开工下降，对焦炭的需求转弱，焦化偏紧的格局或有所缓和。

图 7：全国焦炭产量同比增速放缓



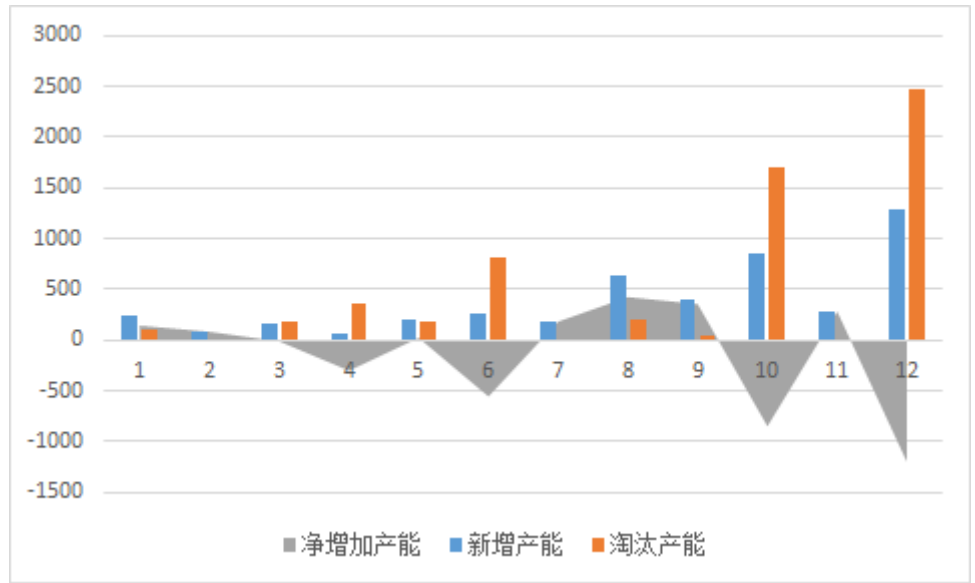
资料来源：统计局，金信期货研究院

图 8: 全国焦炭产能利用率 (100 家)



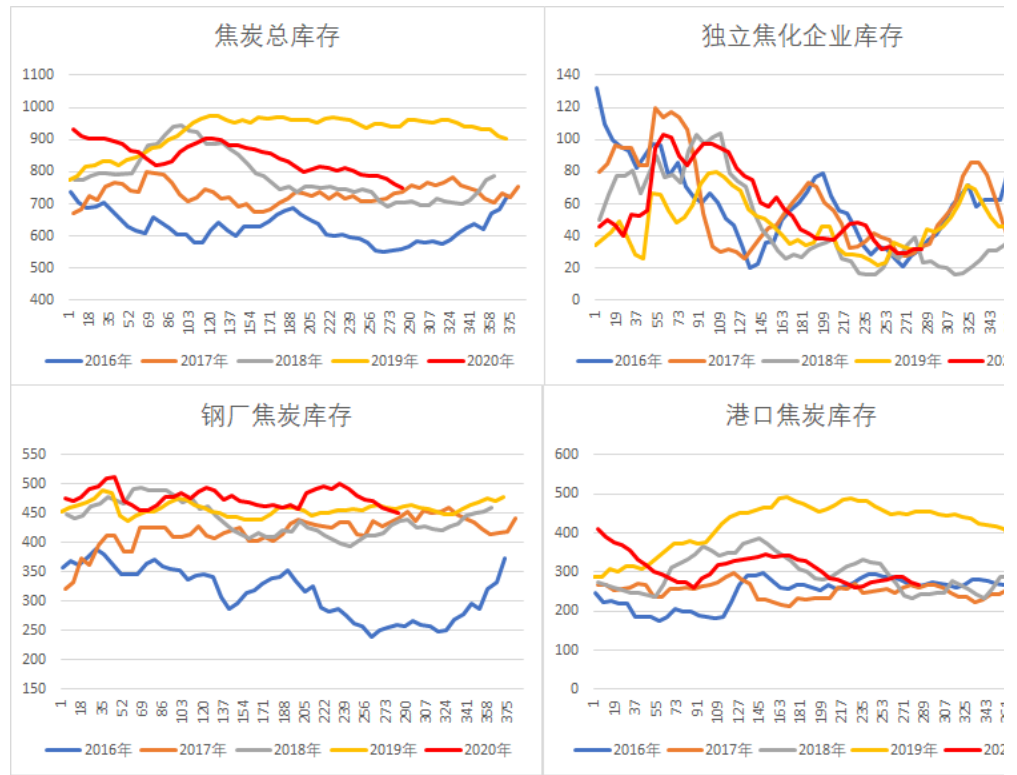
资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

图 9: 焦化行业产能变化 2020 年



资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

图 10：焦炭库存总体向下



资料来源：我的钢铁网，金信期货研究院

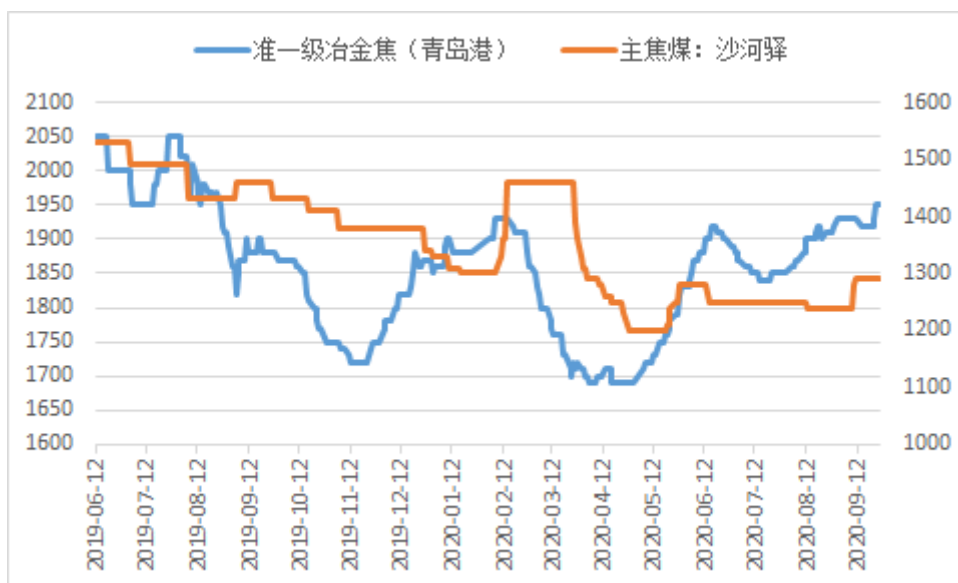
3. 上游焦煤供给平稳

上游焦煤供给相对平稳，焦煤产量和进口都录得正增长，据统计局数据 1-7 月全国炼焦煤产量累计 27063 万吨，同比小幅增长 0.48%，炼焦煤进口累计 4554 万吨，同比增加 3.6%，供应区域稳定。与下游焦炭产量同比下降 1.4% 相对比，焦煤供需总体处于宽松状态，表现在价格上，焦炭价格相对强势，而焦煤价格总体平稳。

焦煤在进口上存在结构性矛盾，上半年以澳煤进口为主，下半年或以蒙煤进口为主。由于疫情影响，上半年从蒙古进口焦煤同比下滑 50% 以上，随着疫情得到控制，中蒙边境通关目前已恢复至正常水平。澳大利亚方面上半年进口宽松，但在 5 月后政策收紧，从澳大利亚的进口减少，目前政策影响仍未解除，属于焦煤市场的一个重要不确定因素。

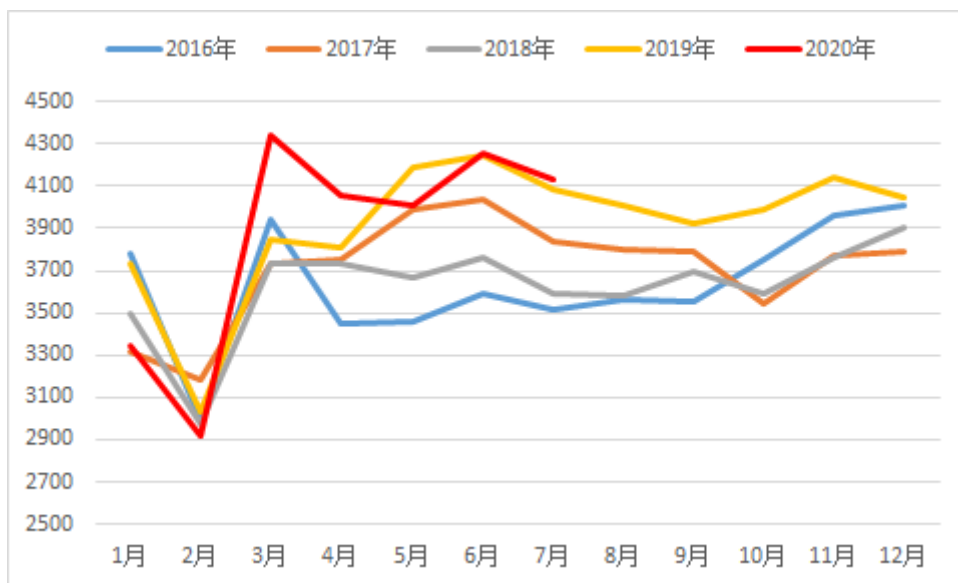
焦煤库存呈现趋势下行的态势，港口库存降幅贡献绝大数的降幅。截至 9 月 25 日焦煤总库存为 2297 万吨，较年初下降 383 万吨，较去年同期下降 377 万吨，其中港口库存为 391 万吨，较年初下降 209 万吨，较去年同期下降 361 万吨，独立焦化企业和钢厂库存为 811 万吨和 836 万吨，分别较年初下降 68 万吨和 47 万吨，较去年同期增加 10 万吨和减少 22 万吨，煤矿库存为 257 万吨，较年初减少 58 万吨，较去年同期增加 12 万吨。总体看，上游煤矿和下游焦化厂和钢厂的库存同比降幅不大，基本保持持平状态，港口库存降幅较大，与焦煤进口政策趋紧有关。

图 11: 焦煤焦炭现货价格走势



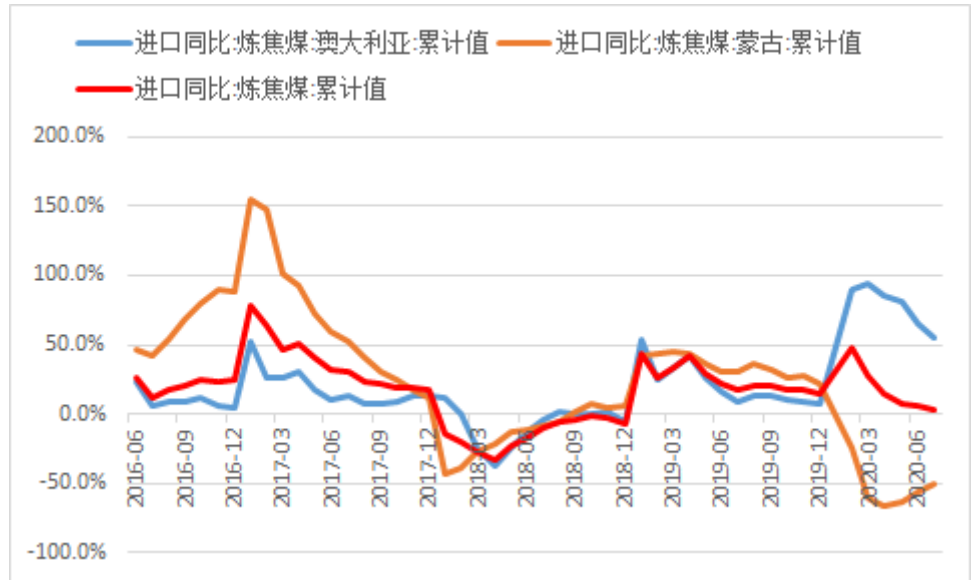
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 12: 全国炼焦煤产量稳定



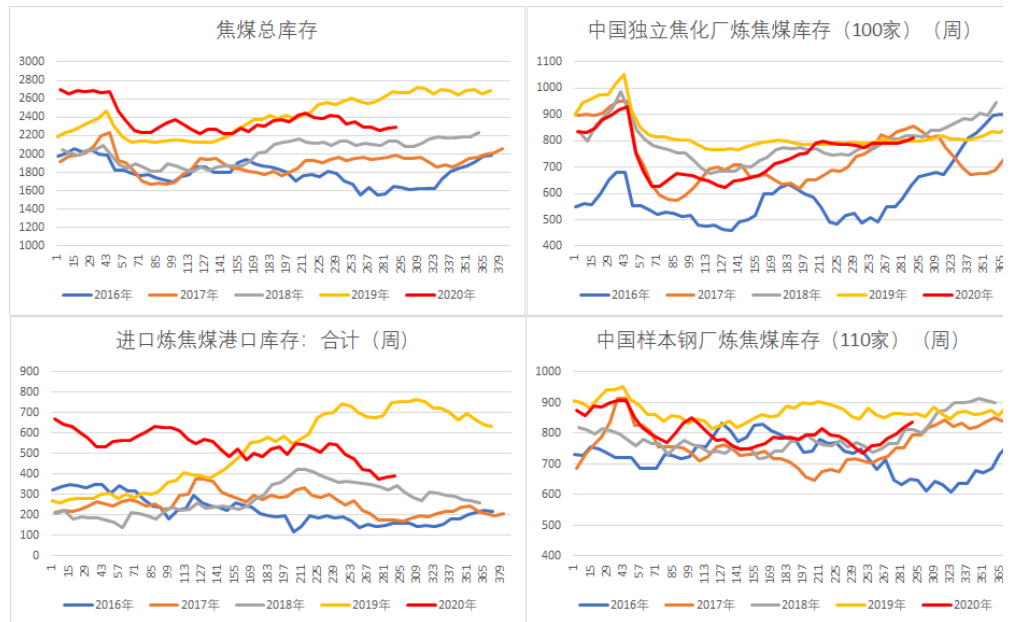
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 13: 主焦煤进口同比



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 14: 主焦煤库存下降



资料来源: Wind, 金信期货研究院

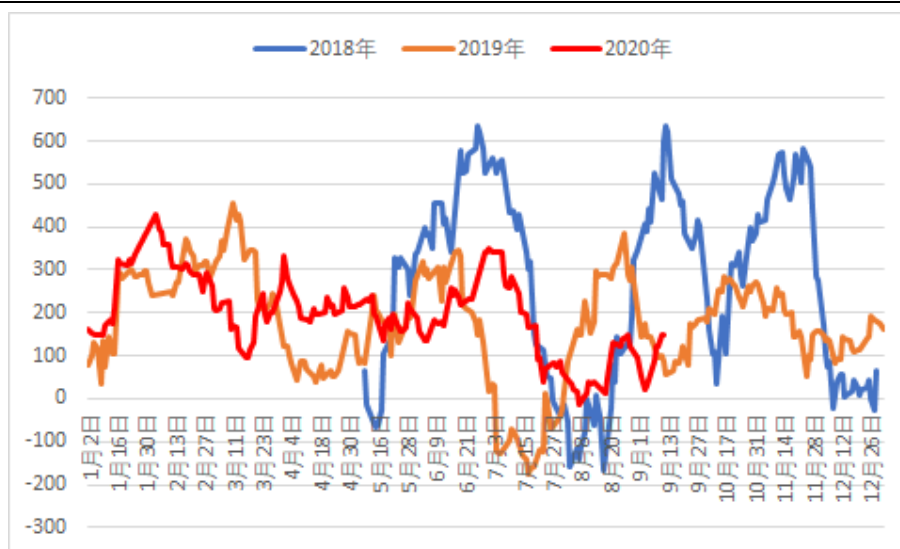
5. 价差分析

焦炭基差具有较强的时滞性或无效性。我们在半年报中曾经分析过现货走势与期货走势的时滞性。一般来说,不论是现货的提涨周期和提降周期基本上是晚于期货价格的走势,

即期货价格的高点和低点均领先现货价格的高点和低点,这或许与产业的定价模式或焦炭的购销方式相关。焦炭的销售主体是焦企,采购主体是钢厂,通常钢厂具有主导权,且报价方式是 50 元或 100 元一个单位,类似于长协协议,有利于下游钢厂成本控制,但与期货盘面报价方式相悖,这导致基差(即现货-期货)存在很强的时滞性或无效性。

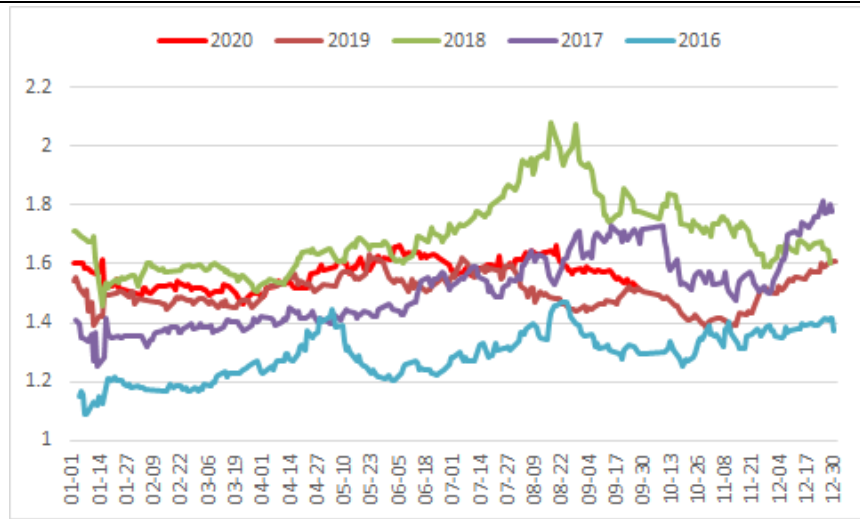
焦炭和焦煤比价大概率由三季度的偏强转为四季度的偏弱走势。我们在半年报中认为“焦炭行业去产能政策影响,焦炭焦煤比价持续走高”,并建议“在焦炭/焦煤 2009 合约上建立多头头寸,下方支撑 1.55/1.6,上方压力 1.8”,实际走势也基本符合判断。而四季度焦炭和焦煤关系或许会发生一些变化,主要因为焦煤的煤矿安全生产政策和进口政策影响。四季度煤矿安全加查加码,有利于焦煤价格走强,进口政策方面目前偏紧,但也有放松的可能,进口政策影响有较大的不确定性,焦炭方面,主要受到需求边际走弱影响有走弱的可能,因此,焦炭 2101 与焦煤 2101 的比价有走弱的可能。

图 15: 焦炭基差(唐山现货-01) 走势



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 16: 焦炭焦煤 01 比价走势



资料来源：Wind，金信期货研究院

三、结论与投资建议

2020 年四季度焦炭行业总体上将延续供给收缩需求宽松的大趋势，但供需矛盾或将有所缓和，主因下游需求季节性回落，从统计规律来看，四季度高炉开工都出现不同程度的下降，过去五年环比减少约为 4.5%。今年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的收官之年，四季度环保政策预期较难放松，而钢厂自身由于利润低位及库存压力，有较强的动力减产，四季度钢铁产量环比三季度或将较大幅减少。供给方面，四季度属于焦化去产能较为集中的季节，十月产能淘汰可能对焦炭市场产生较大影响，但其影响力度或弱于 4 月和 6 月。主因消费淡季下游需求趋弱，现货商备货的力度不足，再者产能退出时间多为月底，10 月的产能退出对焦炭的供给影响较大，而 12 月的产能退出对年内焦炭的供给影响不大。

节奏上，10 月仍处于消费旺季，叠加供给端产能淘汰集中期，焦炭的供需偏紧，价格支撑较强，现货市场目前仍处于提涨周期，因此十月仍是期现货市场偏强的时段。11-12 月随着天气转冷，工地施工进入淡季，建材消费下降，钢厂高炉开工环比下滑，同时焦炭年内去产能进入尾声，焦炭期现货市场进入偏弱时段，但由于冬季取暖增加环保压力，市场焦点或转向环保限产，因此焦炭市场不宜太悲观。纵观四季度焦炭价格走势，大概率以震荡走势为主，强度上或先强后弱，总体空间幅度不大。

策略交易：

焦炭 2101：震荡走势，波段思路，上方压力 2100-2150，下方支撑 1800/1850

焦煤 2101：震荡走势，波段思路，上方压力 1330/1360，下方支撑 1180/1200

四、风险提示

宏观风险不确定，下游消费超预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！