

双焦二季报

# 供需双弱，价格波动看库存行为

2024年7月5日

红塔期货

投资咨询业务资格

云证监许可[2012]291号

研究员：赵欧娅

投资咨询号：Z0017180

从业资格号：F3067732

Email: zhaouya@hongtaqh.com

### ◆ 宏观因素

关注政策落地情况。

国内政策针对性增强，传统需求有逐步改善预期，但政策力度和落地情况仍需观察，而中外制造业面临阶段走弱风险，短期需求改善幅度暂不乐观。供给约束一刀切去产能概率不大，或以降能耗或减排的方式对供给端进行约束和调节为主。

### ◆ 供需情况

供需双弱。

今年焦煤生产面临约束，后续复产高度有限，仅能依赖进口增量提供补充，且生铁产量有下降的预期，预计焦煤今年基本面处于供需双弱的局面。

焦炭产能过剩格局难改，焦企利润承压之下，供给难有大的增量；年初受益于出口窗口打开，焦炭出口量显著抬升，预计下半年仍处于高位，但增量有限；需求端生铁产量预计下降，焦煤供需偏宽松。

由于焦炭长期产能过剩削弱了焦企议价能力，在下游需求偏弱的局面下，焦炭利润取决于焦煤，因此焦炭价格还是会跟随焦煤波动，尽管库存变动也会导致价格出现差异。

### ◆ 核心观点

供需双弱的局面下，终端偏弱压制价格，但库存行为将会影响价格波动。

下半年煤焦供给约束仍在，而成材需求恢复空间有限，叠加限产政策，铁水下滑概率较大，预计下半年铁水低于上半年，碳元素供需双弱，总体维持弱平衡状态，阶段性补库或带来价格小幅波动。

### ◆ 风险因素

政策超预期，需求放量证伪，矿山安全事故突发等

## ● 国内宏观:上半年较为谨慎, 关注下半年落地情况

上半年《节能降碳行动方案》推出, 表明新一轮供给约束是以降低能耗和碳排放为主。《方案》中明确给出了2024年和2025年具体节能降碳的目标, 和前期年度目标一致, 但也需努力完成“十四五”节能降碳约束性指标(能耗-13.5%, 碳排放-18%)。由于2020年-2023年能耗强度和碳排放强度都未能完成年度指标, 因此2024年、2025年执行任务较重。

国内政策针对性增强, 传统需求有逐步改善预期, 但政策力度和落地情况仍需观察, 而中外制造业面临阶段走弱风险, 短期需求改善幅度暂不乐观。供给方面, 一刀切式去产能概率不大, 或以降能耗和减排的方式对供给端进行约束和调节为主。

## ● 海外宏观:美国政策重心仍为控通胀

上半年美国制造业周期表现偏强, 呈筑底回升态势, 但美国高利率状态压制制造业及房地产周期的回升预期, 且美国房地产周期对耐用品周期的领先性, 使得美国耐用品周期回升高度也不乐观。另外, 美国就业市场降温, 上半年未能形成显著回升趋势, 因此对本轮制造业回升周期的持续性保持谨慎。

高通胀背景下, 美国“宽货币+宽财政”的政策组合以来美国经济的失速下行。上半年美国经济增速仍处于潜在增速上方, 经济下行压力不大, 当前政策重心仍为控通胀。

美国经济软着陆预期的修正会强化货币宽松的预期, 为美国政策转向双宽政策组合埋下伏笔, 若双宽政策组合顺利开启, 未来美国制造业周期回升高度会更值得期待。

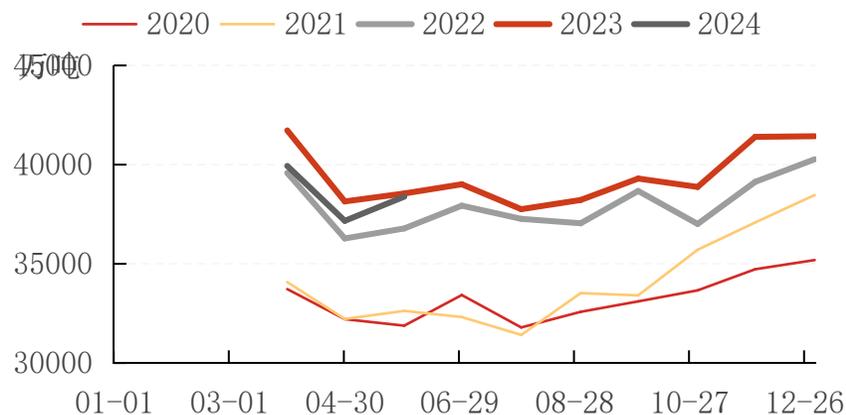
据国家统计局数据显示，2024年1月-5月中国原煤累计产量18.6亿吨，同比-3%；焦煤累计产量1.48亿吨，同比-10.5%。

山西省1-5月原煤累计产量4.74亿吨，累计同比-14.9%。山西作为炼焦煤主产省，受安监减产影响，其煤炭产量大幅下滑直接影响炼焦煤产量。

虽然山西省人民政府办公厅印发《2024年山西省煤炭稳产稳供工作方案的通知》中提出煤炭保供要求——2024年全年煤炭产量稳定13亿吨左右，但前期煤炭产量远不及均值，未来增产压力较大。

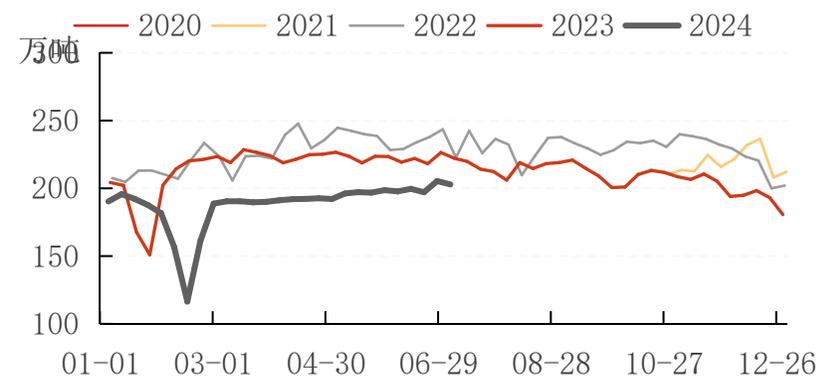
未来安监持续影响，煤炭供应增量有限。

图1:中国：工业产品：产量：原煤（月）



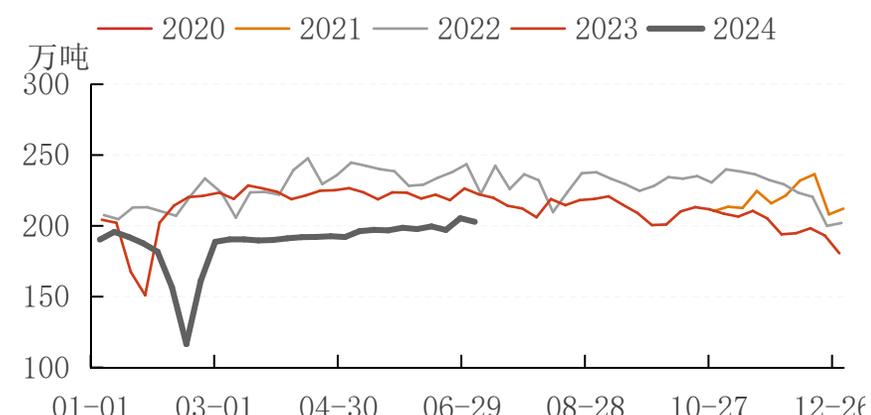
资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图3:精煤：523家样本矿山：日均产量



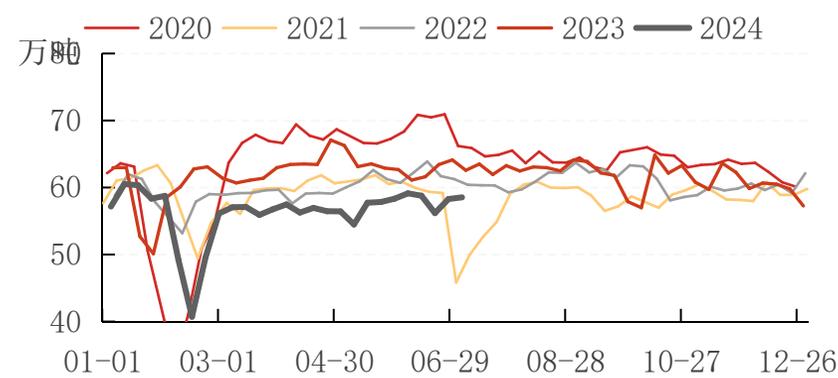
资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图2:原煤：523家样本矿山：日均产量



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图4:精煤样本洗煤厂110家日均产量



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

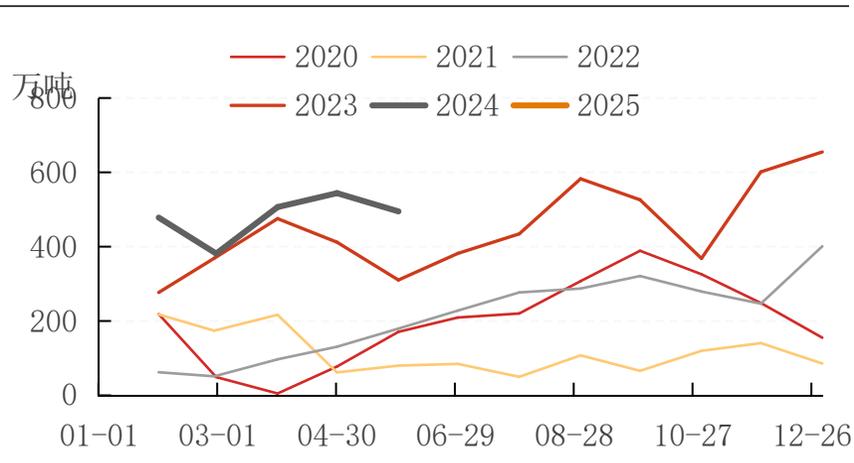
海关总署数据显示，2024年1月-5月累计进口炼焦煤3781.55万吨，同比+23%；其中以“蒙煤、俄煤”为主，蒙煤进口量占进口总量的50.5%。

蒙煤多为露天矿，开采成本低且运输成本低，使得我国对蒙煤的进口需求不断攀升。虽然蒙煤碱金属含量过高且强度不足无法完全代替国产煤，但具备交割经济属性。

俄煤进口受运输成本高、价格缺乏竞争力及美国制裁等多方因素，预计俄煤进口维持去年水平，不会出现较大增量。

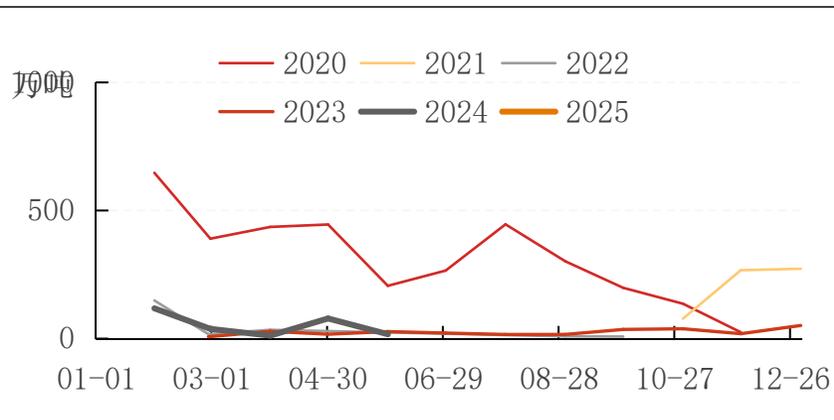
澳煤进口量较往年同期出现大幅增长，除澳煤进口利润窗口打开期较长外，山西优质焦煤产量下降后，其替代性大幅上升。未来，印度大选结束后，澳煤分流使得澳煤进口增长幅度有限。

图5:中国:进口数量:炼焦煤:蒙古



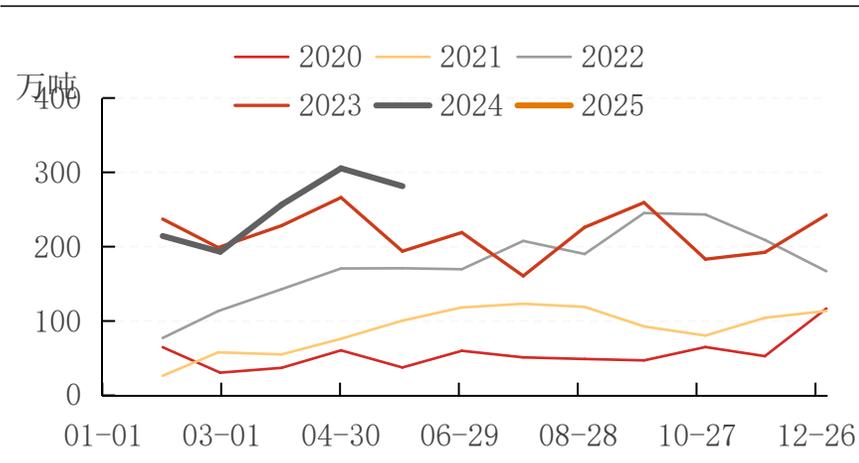
资料来源: 红塔期货 Wind Mysteel

图7:进口数量:炼焦煤:澳大利亚



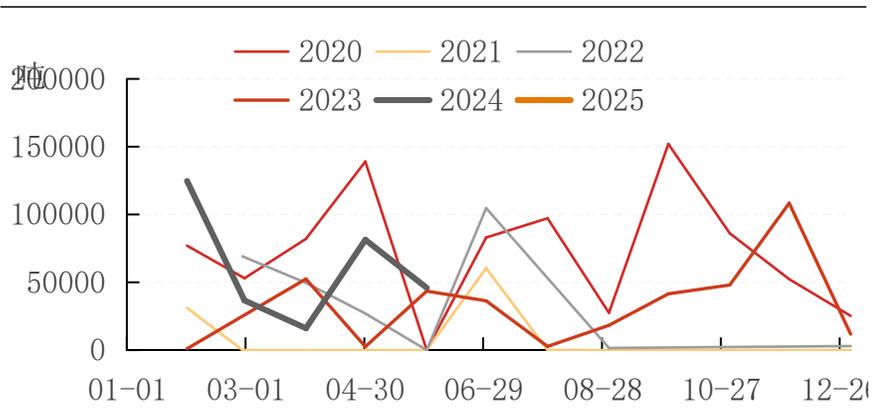
资料来源: 红塔期货 Wind Mysteel

图6:进口数量:炼焦煤:俄罗斯联邦



资料来源: 红塔期货 Wind Mysteel

图8:炼焦煤: 出口数量合计



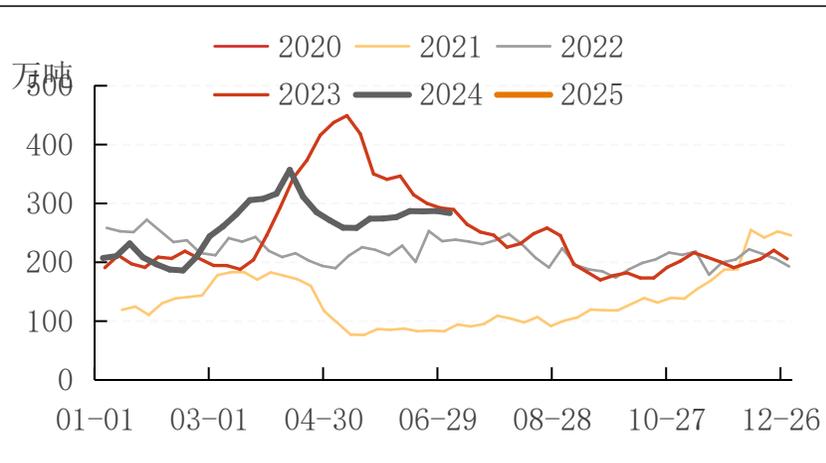
资料来源: 红塔期货 Wind Mysteel

# 焦煤库存：产端累库，下游库存具有弹性

焦煤现货出货不佳，产端累库，下游库存具有弹性，整体库存平稳。

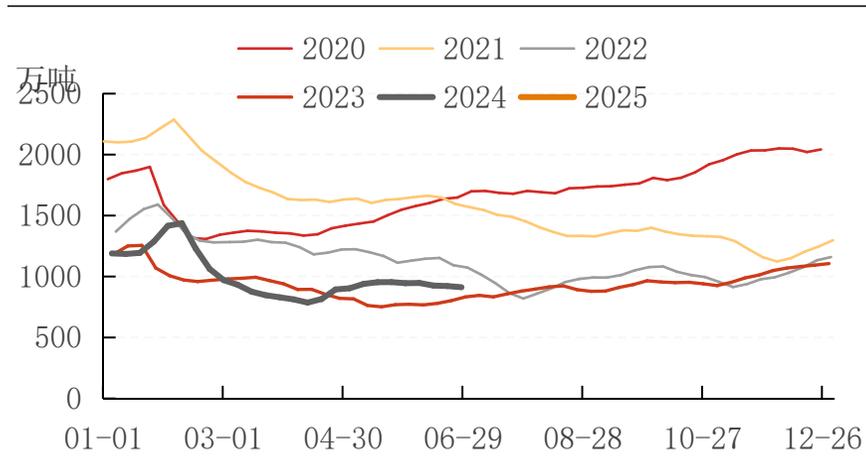
低库存策略保护了钢厂及焦企的利润水平，但减弱行业蓄水池作用，使得价格波动剧烈。低库存叠加煤炭供应问题使得煤价波动幅度大于炭价，这也导致了各地焦化企亏损时间较长，盈利能力减弱，产业链利润分配不均匀。

图9：精煤：523家样本矿山：库存



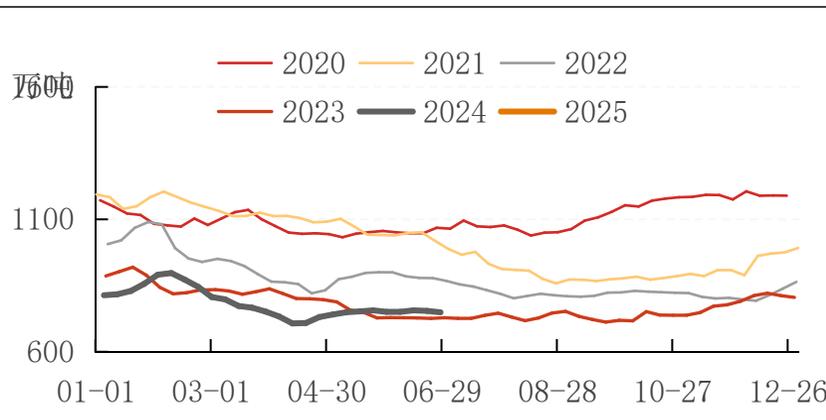
资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图10：炼焦煤：独立焦化企业：库存



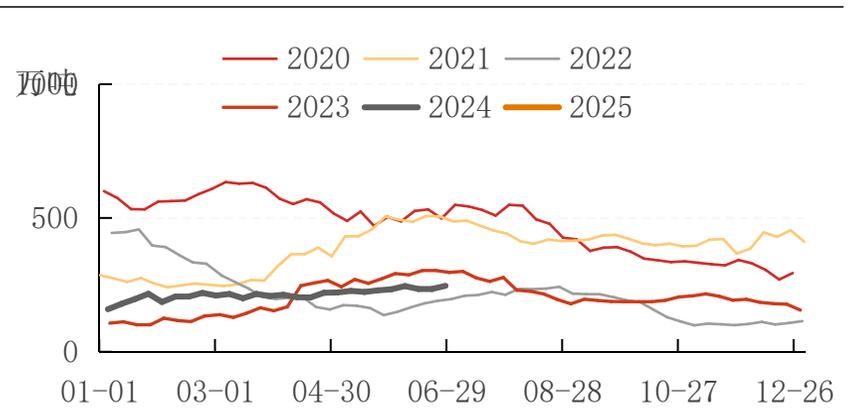
资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图11：炼焦煤：247家钢铁企业库存



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图12：炼焦煤：进口：港口库存（周）



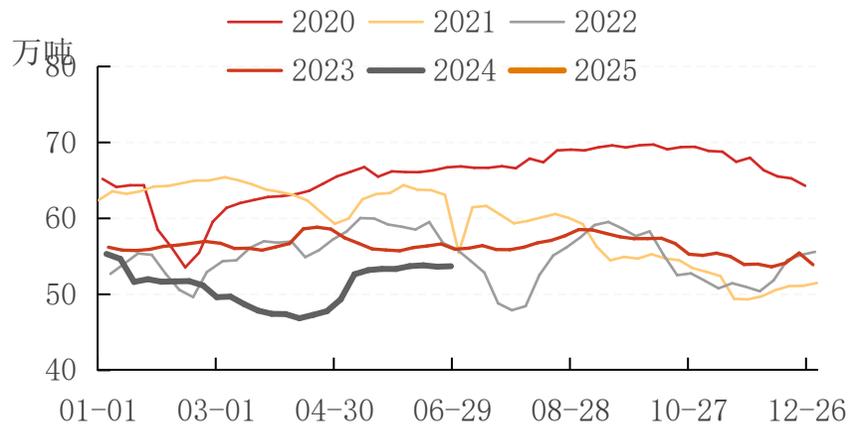
资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

据统计局数据显示，2024年1月-5月焦炭累计产量1.995亿吨，同比-1.9%。

2月-4月焦企连续降价八轮，库存严重，受利润制约及下游铁水复产缓慢，焦企主动限产30%-50%；而进入四月后焦炭快速提涨四轮，而焦煤涨幅让利，焦化利润走阔，焦企快速提产抢占市场，目前焦企利润有空间产量维持高位。

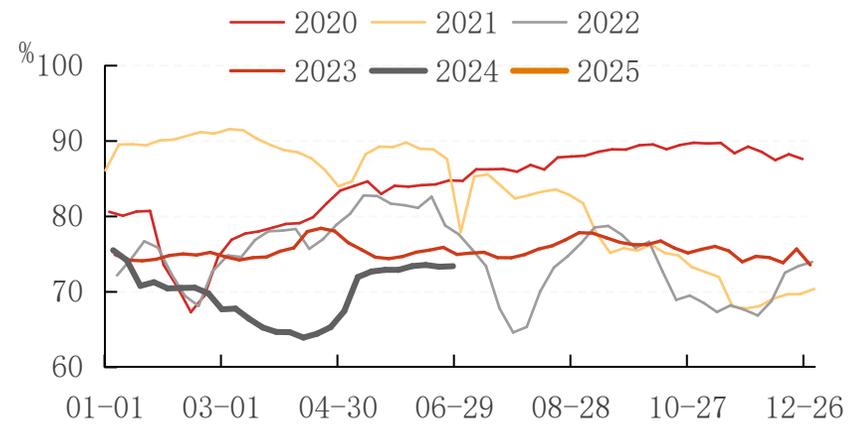
截止6月7日Mysteel调研显示，2024年已淘汰焦化产能520万吨，新增1346万吨，净增826万吨；预计2024年焦化产能新增2059万吨，焦化产能过剩。

### 图13:焦炭230家独立焦化厂日均产量



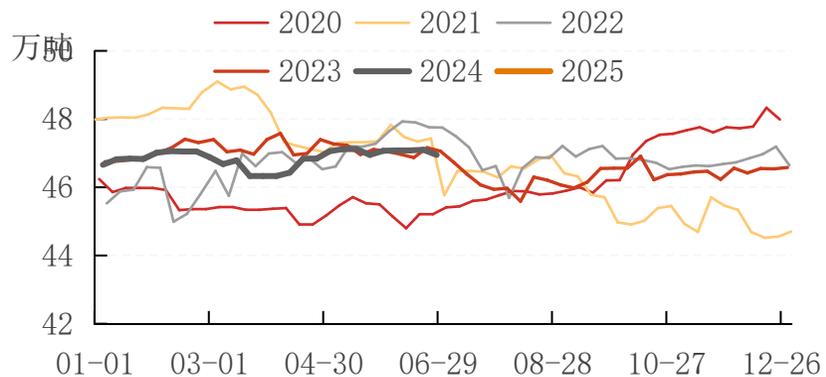
资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

### 图14:焦炭230家独立焦化厂产能利用率



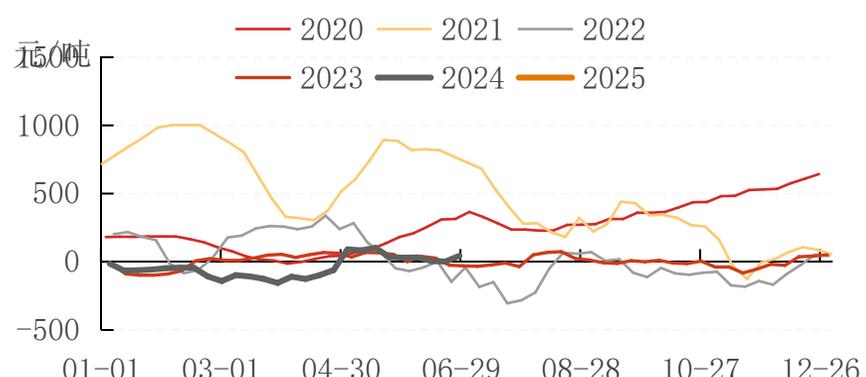
资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

### 图15:焦炭：247家钢铁企业日均产量



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

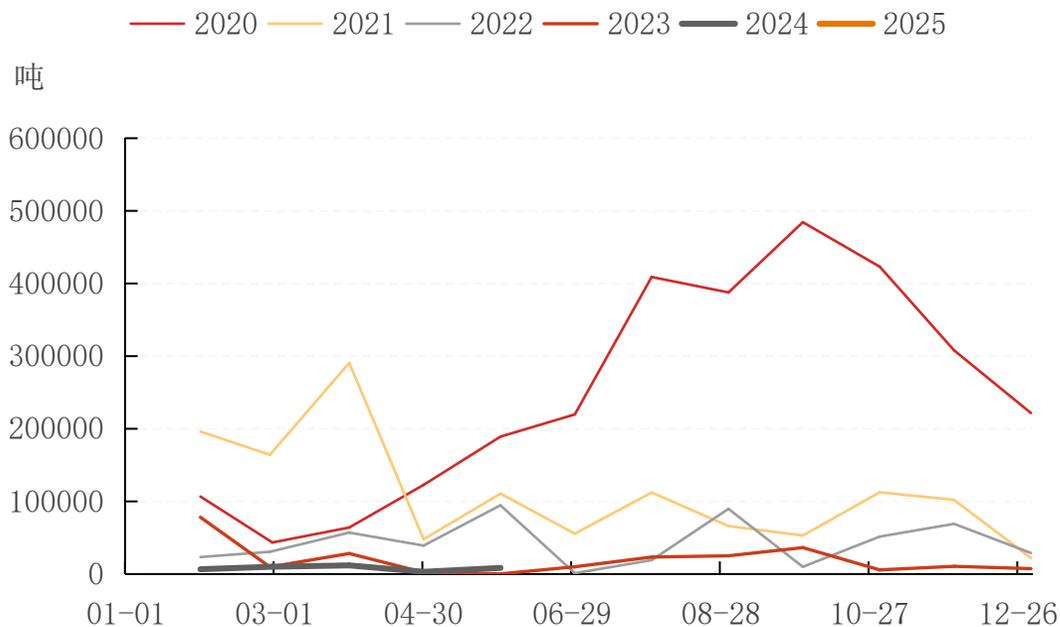
### 图16:独立焦化企业：吨焦平均利润



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

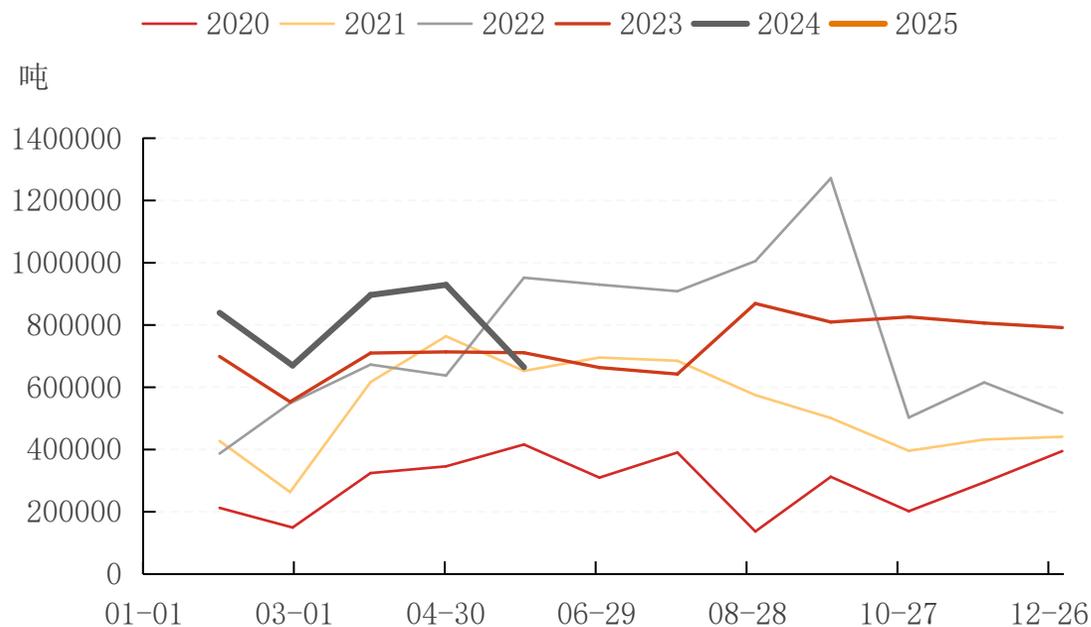
据海关总署数据显示，1月-5月中国累计出口焦炭及半焦炭400万吨，同比+18%。我国焦炭产能过剩，焦炭价格偏低，给出了较好的出口利润。我国焦炭主要出口流向印尼、印度、马来西亚等国家。未来焦炭出口仍受东盟及印度制造业发展支撑。

图17:焦炭及半焦炭：进口数量合计：中国



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图18:焦炭及半焦炭：出口数量合计：中国

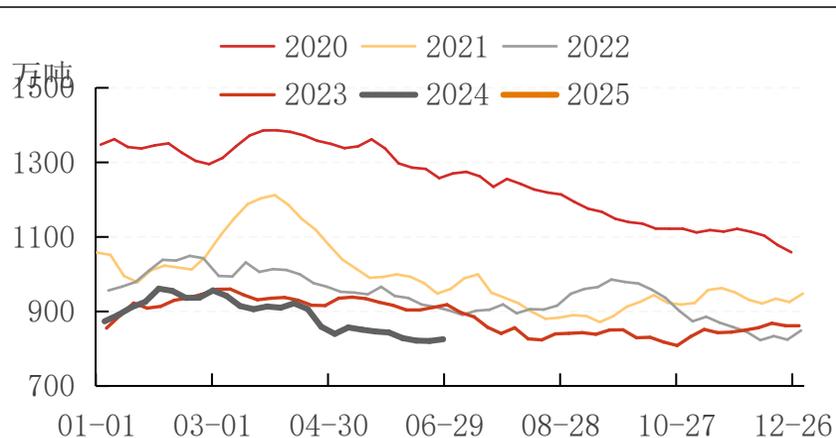


资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

焦炭处于去库阶段，上游焦企库存低位，库存压力小于焦煤。低位库存并不会直接提供价格向上的驱动，仍需现实需求带动。

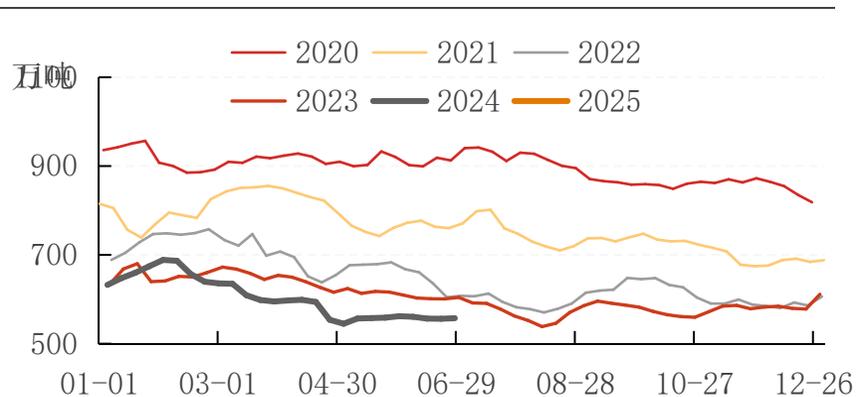
钢厂低库存状态下进行补库时，易带动焦炭价格反弹。目前钢厂库存处于历史同期低位水平，维持刚需采购，此结构下会放大价格弹性，在补库过程中现货价格易涨难跌。但要注意钢厂利润微薄，补库需求受到抑制。

图19:焦炭：库存：全样本（周）



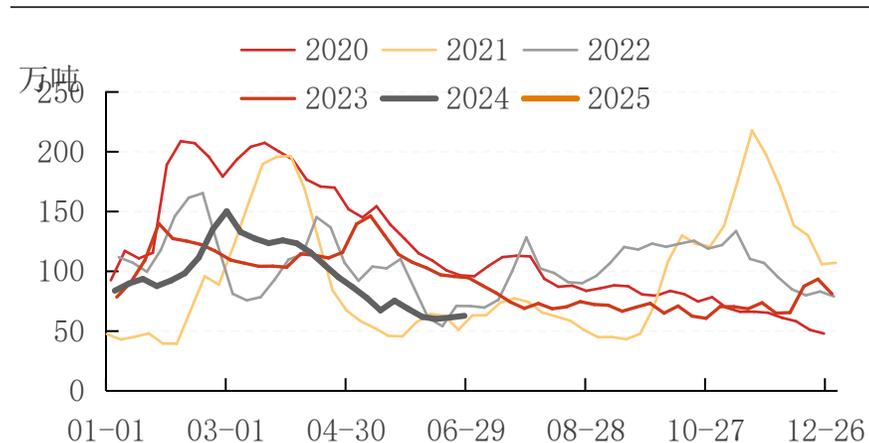
资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图21:焦炭：247家钢铁企业：库存



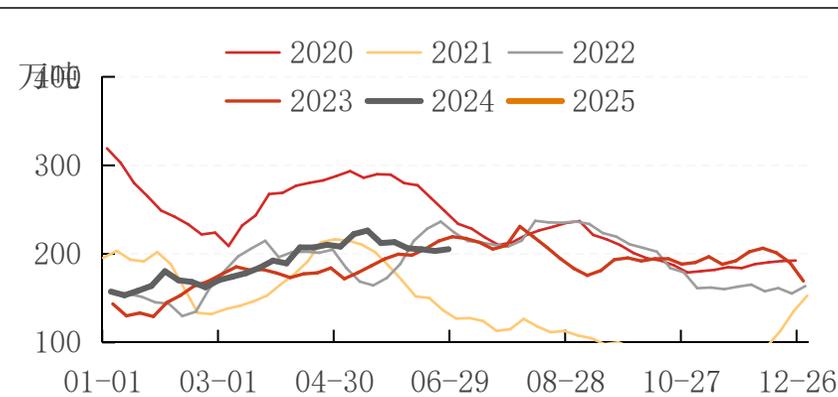
资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图20:焦炭：独立焦化企业：库存



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

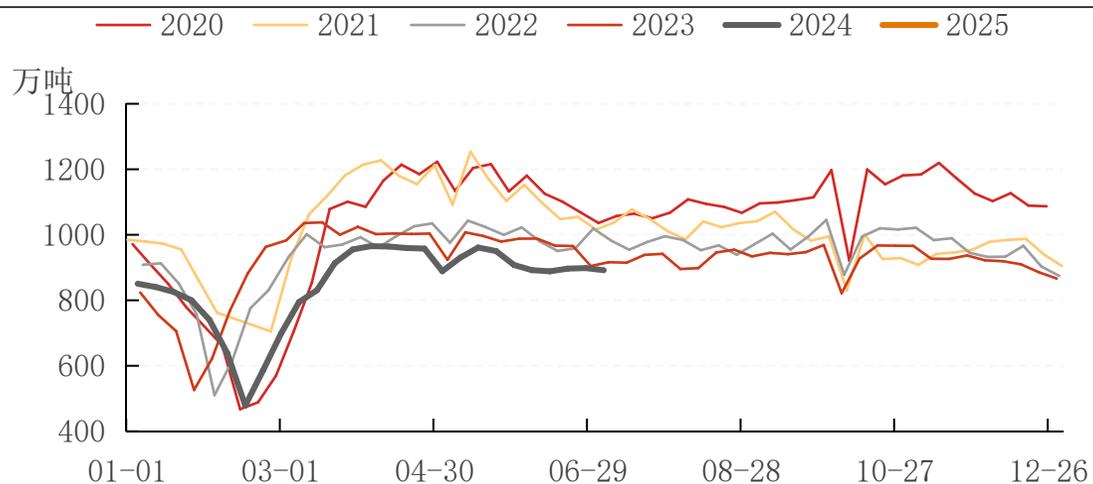
图22:焦炭：港口库存：中国（周）



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

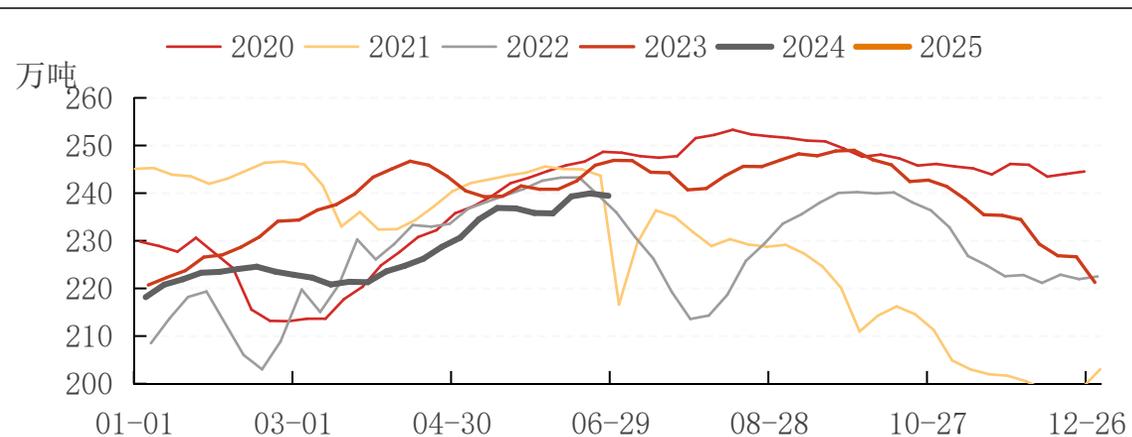
根据国家统计局数据显示，2024年1月-5月我国粗钢产量累计3.38亿吨，同比-4.1%；生铁累计产量3.61亿吨，同比-3.7%。考虑到焦炭下游主要用于高炉炼铁（85%占比），相比起焦煤自身的供需表现定价而言，焦炭价格将跟随钢材价格为主。从钢材终端需求来倒推钢厂日均铁水产量，钢材终端需求难出亮点时，焦炭产能过剩格局难改，因此在焦企利润承压之下，供应难有大增量，三季度在实体项目落地带来现实需求增加，那么焦炭或有阶段性上涨行情。

### 图 24:五大材消费量



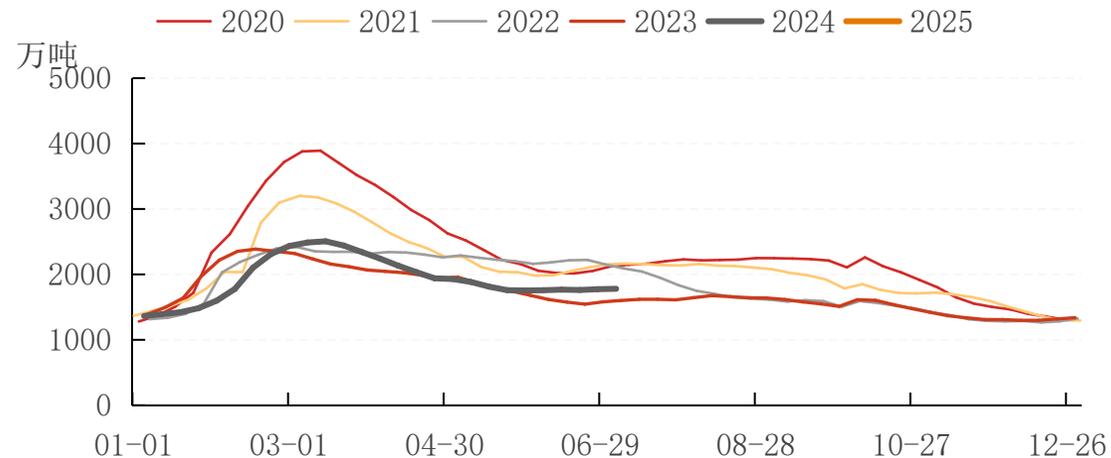
资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

### 图23：247家钢铁企业：铁水：日均产量



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

### 图 25:五大材库存



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

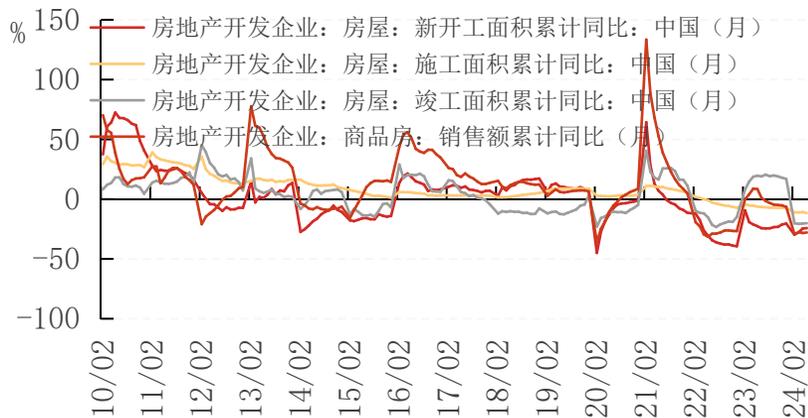
上一轮黑色产业产能过剩依靠扩大内需和约束供给共同化解。目前工业产能利用率大幅走低，不仅在于产能释放过快，同时叠加需求大幅下滑。

目前，房企资金压力加大，居民信心缺失，使得新开工和保交付能力下降，新开工面积及竣工面积双双下降；未来关注政府购买规模及保交付贷款节奏，信心恢复，地产才可见修复。

2024年基建保持适当强度可能性较大，1-5月基建累计增速6.7%，基本符合年初预期，下半年基建投资增速有望保持稳定。

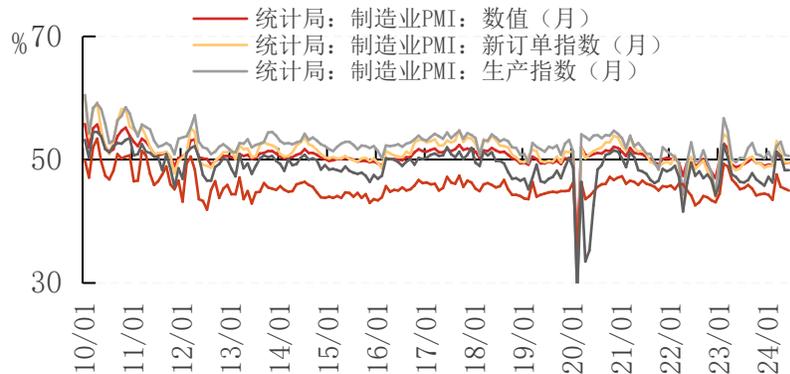
受益于政策支持和下游利润修复，2024年制造业固投增速有回升预期，1-5月制造业固投累计增速9.6%，而下游利润有持续修复预期，下半年制造业固投增速有望保持高强度。

图26:地产相关数据



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图28:制造业相关数据



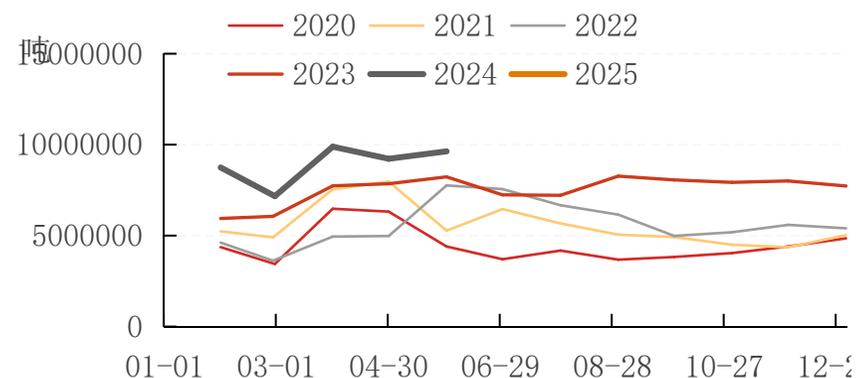
资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图27:基础设施投资额累计同比



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

图29:钢材：出口数量合计：中国



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

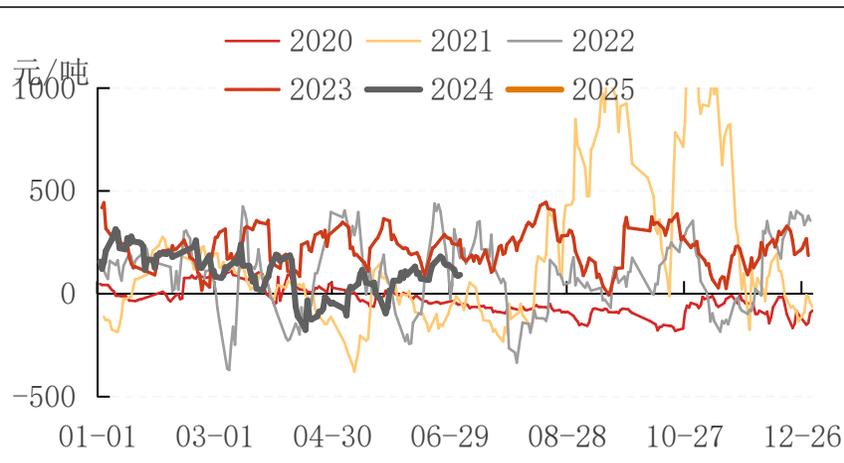
焦煤仓单主要分布于唐山港与曹妃甸港，蒙5现货交割主要集中于沙河驿站（以上交割库均升水170元/吨）。焦煤仓单成本计算有难度，主要因无明确的现货价格指标参考。

焦炭仓单主要分布在保定（交割库贴水100元/吨）、唐山市曹妃甸生态工业园（升贴水为0）与日照港（升贴水为0）。因此焦炭仓单成本主要参考保定、唐山与日照港当地准一级焦现货价格。

焦煤基差在50元附近，可进行期现反套。

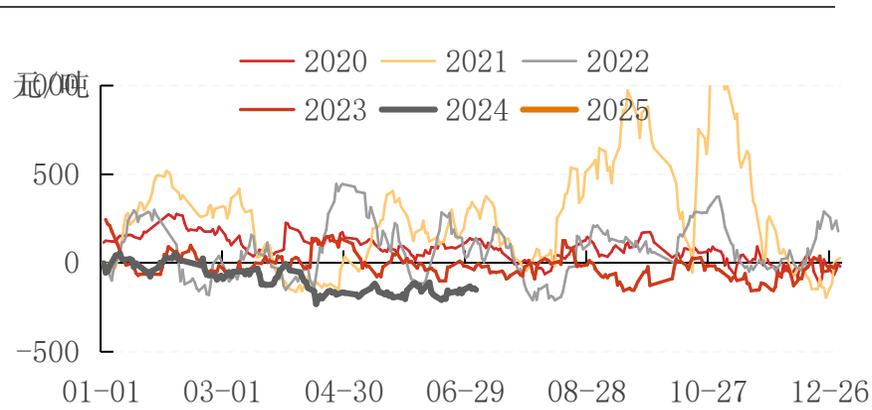
焦炭基差在-150元附近，可进行期现正套。

### 图30:焦煤基差



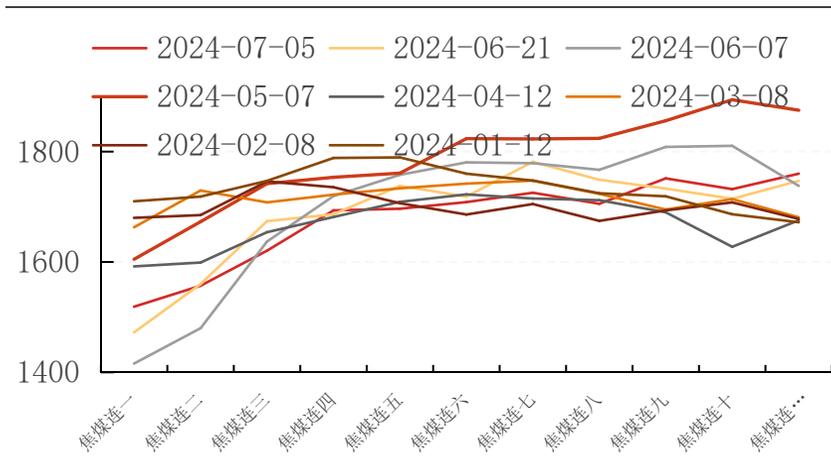
资料来源: 红塔期货 Wind Mysteel

### 图32:焦炭基差



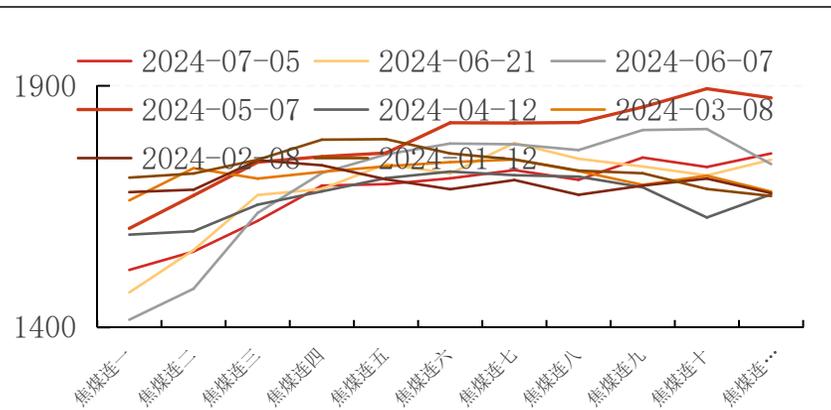
资料来源: 红塔期货 Wind Mysteel

### 图31:焦煤期限结构



资料来源: 红塔期货 Wind Mysteel

### 图33:焦炭期限结构



资料来源: 红塔期货 Wind Mysteel

焦煤加权周K呈下跌后调整走势，短线延续反弹走势。从日K级别走势来看，自低点1500反弹测试第一压力1650后延续下跌，未来还将测算第二压力位1700附近；因此，操作上建议短期逢低试多，止损位位于前压力位1600，中长线逢高试空，尤其是第二压力位附近试空，止损位上移20个点。

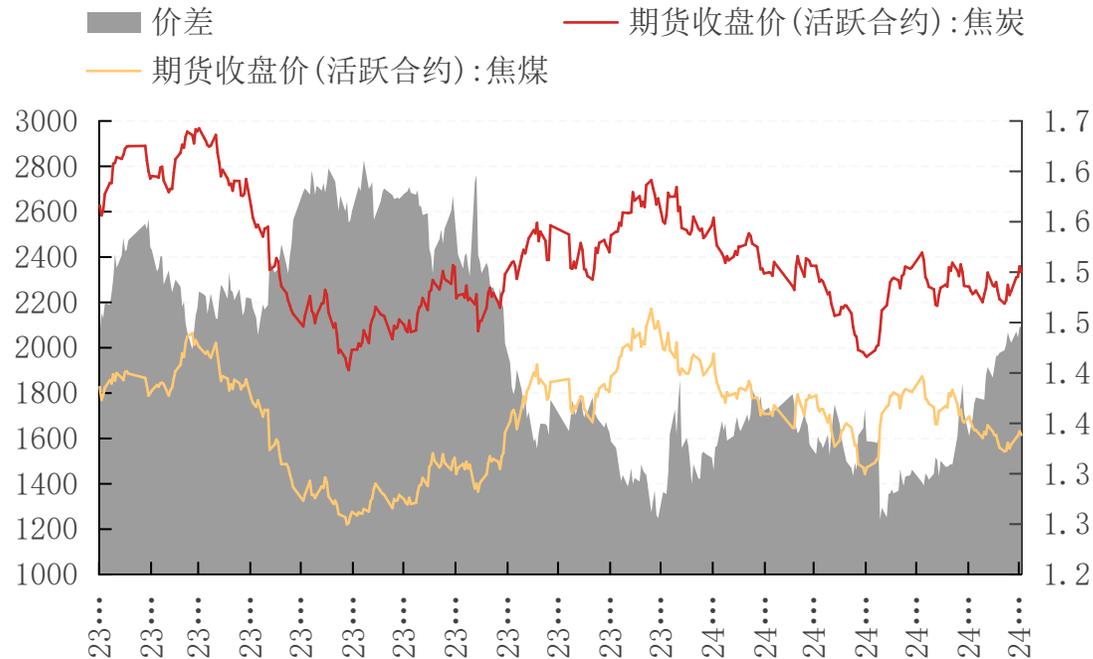
焦炭加权周K呈震荡收敛走势，短线延续窄幅震荡。从日K级别走势来看，价格呈现2200-2400间区间震荡。操作上建议短期封支撑短多，封压力短空；中长线逢高试空，第一压力2400，第二压力2550。

图34:焦煤期价



资料来源：红塔期货 文华财经

图35:期价&价差 (Futures Price & Spread) - A combined line and area chart showing the price of active futures contracts for焦炭 (Coke) and焦煤 (Coking Coal) from late 2023 to late 2024. The left Y-axis represents price (1000-3000), and the right Y-axis represents the spread (1.2-1.7). The焦炭 price (red line) and焦煤 price (yellow line) both show a downward trend, while the 价差 (grey area) remains relatively stable around 1.4-1.5.



资料来源：红塔期货 Wind Mysteel

# 免责声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。红塔期货有限责任公司（以下简称“红塔期货”）不会因任何订阅或接受本报告的行为而将订阅人视为红塔期货的客户。

尽管本报告所含信息是报告作者于发布之时从我们认为的可靠渠道获得，且基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告，但红塔期货对于本报告所载的信息、观点及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且红塔期货不对因使用本报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的任何观点、结论仅供交易者参考，不构成投资建议。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险且谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主作出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容作出的任何决策与红塔期货及相关作者无关。

本报告所载观点并不代表红塔期货及其下属子公司、分支机构的立场。

本报告版权归仅为红塔期货所有，未经书面许可，任何个人、机构不得对本报告进行任何形式的翻版、复制及发布。否则，红塔期货将保留随时追究其法律责任的权利。如征得红塔期货同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔期货有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要和节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以红塔期货最终解释权为准。所有基于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为红塔期货的商标、服务标记及标记。



### 昆明分公司

电话：0871-63614770 邮编：650021  
地址：云南省昆明市青年路387号华一广场17楼

### 四川分公司

电话：028-65782202 邮编：610000  
地址：中国（四川）自由贸易试验区成都高新区交子大道219号C座08层04单元

### 大理营业部

电话：0872-2223100 邮编：671000  
地址：云南省大理白族自治州大理市下关镇经济开发区登龙街八号榆都商务楼四层ZX409号

### 张家港营业部

电话：0512-58229789 邮编：215600  
地址：江苏省张家港市杨舍镇人民东路801号（国泰新天地广场）Z206

### 浙江分公司

电话：0571-86650970 邮编：310000  
地址：浙江省杭州市上城区四季青街道瑞晶国际商务中心705室-2

### 广州分公司

电话：020-22036733 邮编：510620  
地址：广州市天河区华夏路16号4406室

### 蒙自营业部

电话：0873-3691559 邮编：661100  
地址：云南省红河哈尼族彝族自治州蒙自市锦华路红必园C区759号

### 山东分公司

电话：0532-55795735 邮编：266061  
地址：山东省青岛市崂山区香港东路69-6号

### 河北唐山营业部

电话：0315-5910086 邮编：063000  
地址：河北省唐山市路北区文化路街道北新道富强里13-14号商业

### 曲靖营业部

电话：0874-3297788 邮编：655000  
地址：云南省曲靖市翠峰路龙源花园53、54、55号商铺

### 上海分公司

电话：021-60737270 邮编：200080  
地址：上海市虹口区黄浦路99号2106室

### 玉溪营业部

电话：0877-6577468 邮编：653100  
地址：云南省玉溪市东风南路2号红塔银行大楼1楼B区

### 常州营业部

电话：0519-86885850 邮编：213016  
地址：江苏省常州市钟楼区怀德中路50-1806

## 公司总部

电话：0871-63614058 邮编：650011

地址：云南省昆明市春城路168号