

竺子寒

研究员，期货执业证书编号 F3027453

zhuzh@dxqh.net

需求继续收缩库存高企

煤焦下寻支撑不容乐观

焦炭需求——钢厂采暖季大面积限产即将开始，焦炭需求继续收缩

焦炭近期表现较为弱势，现货价格连续下调，已累积下调 500-600 元/吨。目前主要影响焦炭需求的因素是钢厂的限产。除今年的“2+26”政策之外，部分地区钢厂已于 10 月中下旬起提前限产，利空焦炭需求。目前钢厂高炉产能利用率已经开始下降，最新一期数据为 80.03%，剔除淘汰产能后的利用率为 86.84%，较上一期数据下降约 1-2%。进入 11 月，正式执行“2+26”限产政策后，预计钢厂的产能利用率届时将会出现更明显的下滑。

焦炭库存方面，由于钢厂对焦炭的需求即将收缩，叠加钢厂前期积累了较多的焦炭库存，钢厂为了维持自身的利润，对焦炭实施压制，采购情绪快速减弱，以主动消化钢厂焦炭库存为主。最新一期钢厂焦炭库存为 452.8 万吨（110 家钢厂样本），较上周数据增 1.04 万吨。在钢厂主动去库存意愿较强的背景下焦炭库存仍出现累积，在需求减弱的背景下，焦炭库存承压较大。

图 1：高炉产能利用率

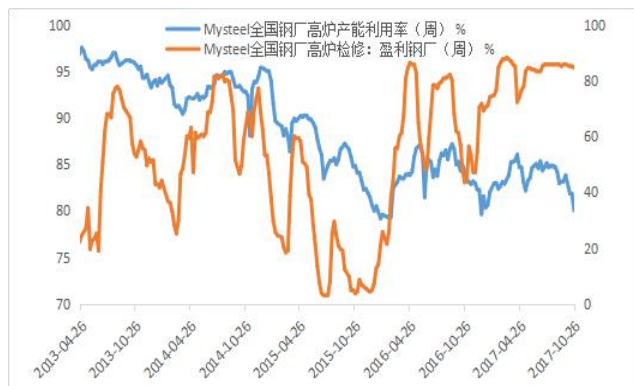
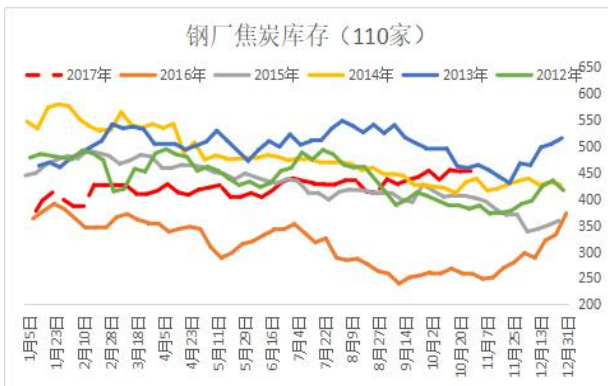


图 2：钢厂焦炭库存



来源：MYSTEEL，东兴期货研发中心

焦炭供给——焦炭限产力度低于预期，供给偏松

“2+26”限产主要针对钢厂和焦化厂执行，政策中规定，2+26 重点城市焦化厂于今年 10 月 1 日起至明年 3 月 31 日期间延长出焦时间至 36-48 小时，相当于限产 30%-50%左右。然而进入 10 月以来，焦化厂的焦炉产能利用率稳

定在 75% 左右，低于限产预期，在钢厂 11 月开始限产前焦炭的供给完全没有出现缺口，反而库存持续出现累积。由于需求收缩钢厂采购焦炭力度减弱，100 家独立焦化厂焦炭库存快速累积，最新一期数据为 77.61 万吨，较上期增 17.93 万吨。焦炭供给方面或已偏宽松。

图 3：焦化厂焦炉产能利用率

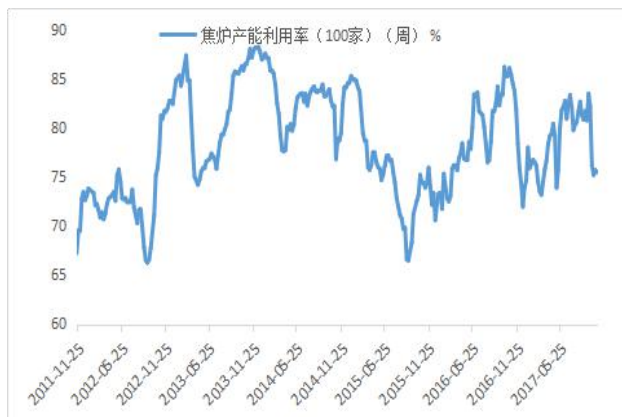


图 4：独立焦化厂焦炭库存（100 家）

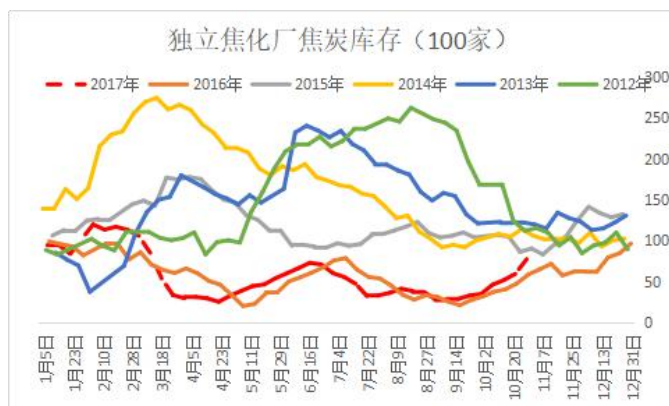


图 5：钢厂+焦化厂焦炭库存

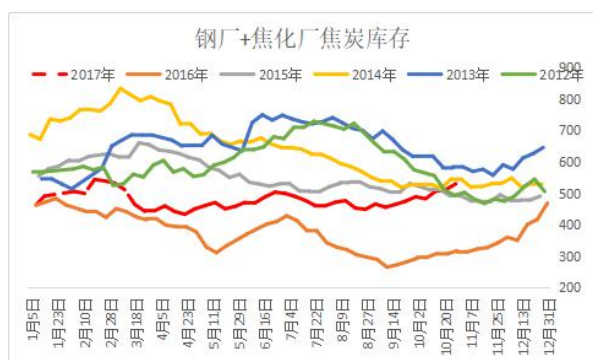


图 6：焦炭利润



来源：WIND, MYSTEEL, 东兴期货研发中心

然而值得注意的是，由于焦炭近期格局过于弱势，焦炭价格快速下跌，焦企的焦化利润已下滑至-50 元/吨，加上化工副产品的利润贡献吨焦利润仅维持在 100-150 元/吨。焦化利润若继续陷入亏损届时会使得焦企主动停工限产，主被动限产叠加的格局后市或使得焦炭的供给有所收缩。

综上所述，焦化厂目前的限产力度小于预期，供给偏松，而钢厂即将进入大范围限产期，需求收缩，叠加目前焦炭不断累积的库存，焦炭的基本面或已转向供过于求的格局，焦炭价格或以继续下寻支撑为主。后市需要关注焦炭是否进行主动限产。

焦煤需求——焦企面临亏损或主动限产，限产幅度再度升级焦煤需求收缩确定性强

根据今年的“2+26”限产政策，焦化厂从今年 10 月 1 日起开始限产至明年 3 月 31 日，延长出焦时间至 36-48 小时，原本预计限产幅度约为 30%-50% 左右；然而，自焦化厂进入限产期四周以来，焦炉产能利用率皆维持在 75% 左右（100 家焦化厂样本），最新一期数据为 75.47%，焦企的限产幅度低于预期。

焦企限产幅度势必对焦煤的需求有影响，然而从目前看来，更关键的问题在于焦企较弱的限产力度叠加焦炭较

高的库存，使得钢厂对焦炭的采购力度大幅减弱，焦炭现货价格连续下调，而在此轮下跌过程中，焦煤价格表现强于焦炭，导致焦化厂的焦化利润快速下滑。据测算，实际焦化利润已由前期高点的 250 元/吨下滑至-50 元/吨，仅仅靠化工副产品的利润贡献，使整体的吨焦利润维持在 100-150 元/吨，焦化厂的焦化利润已经陷入了亏损的局面。

由于焦化企业中有很大一部分为民营企业，对利润比较敏感，在焦企的焦化利润陷入亏损之后或执行主动限产，另外，焦化限产的面积也在政策的影响下扩大，近日，原本非“2+26”限产城市名单的山西吕梁也将进行焦化限产。焦化厂主被动限产互相叠加的背景下，在目前的基础上限产幅度或增强，焦煤的需求将继续收缩。

图 1：焦炉开工率

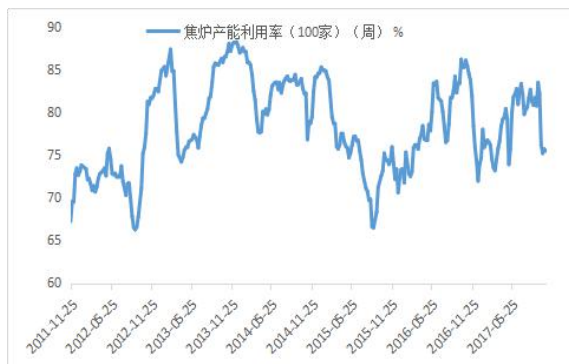


图 2：焦化利润



来源：MYSTEEL，东兴期货研发中心

焦煤供给——焦煤库存反弹，供给有释放预期，价格出现松动

今年三季度 6-9 月份山西四大煤企联合限产，煤炭安全检查力度加大，进口焦煤由于蒙煤方面的那达慕大会以及澳煤的运输问题影响也出现下滑，市场焦煤供应一度处于紧张局面。然而目前即将进入 11 月，四大煤企的联合限产结束，十九大结束后前期停产限产的煤矿预计或在一周之内复产，焦煤供给大概率有所释放。

另外，焦煤库存目前也不容乐观。焦煤煤矿库存经历了 6-10 月份的流畅去库存之后，库存出现反弹，最新一期数据焦煤煤矿库存为 158.6 万吨，较上一周增 23.13 万吨。焦化厂以及钢厂焦煤库存上周为 1665.6 万吨（100 家独立焦化厂样本+110 家钢厂样本），库存持续累积整体处于较高位置。考虑到目前焦炭较弱的供需格局，以及接近亏损的利润水平，结合目前较高的焦煤库存水平，焦化厂对焦煤的采购将会减弱，价格压力自下游往上传导，焦钢企业对焦煤价格的接受程度将减弱，焦煤价格中枢存在下移空间。

图 3：焦煤煤矿库存

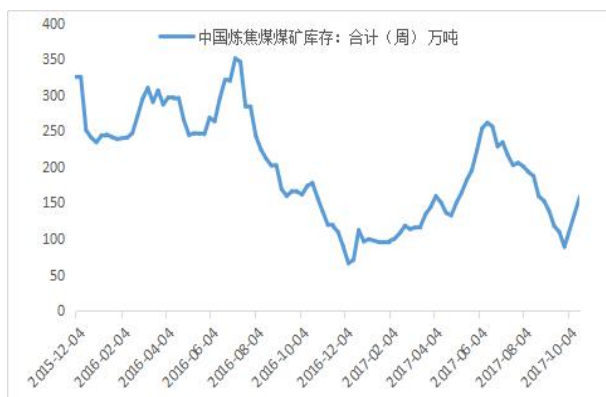
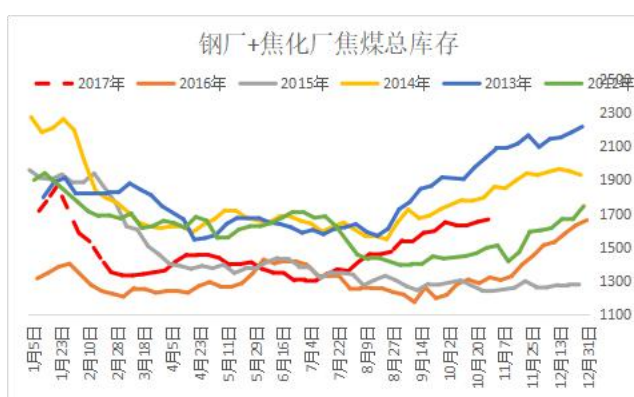


图 4：钢厂焦炭库存



观点总结及操作建议

冬季的采暖季限产主要包括钢厂限产和焦企限产，利空焦煤焦炭等原材料；而目前焦企在高库存钢材采购不积极的背景下焦化利润即将陷入亏损状态，届时亏损焦企或主动停工限产，因此焦企主被动限产叠加，后市焦煤需求收缩确定性较强。而焦煤供给方面，前期受到四大煤企限产以及煤矿停工限产影响扰动，叠加进口方面的不可抗政策因素，导致焦煤供给出现紧张。目前煤矿复产速度快于预期，四大煤企也已解除限产，焦煤供应端承压。与此同时，焦煤库存反弹，下游焦炭在被钢厂打压后选择主动消化焦煤库存，焦煤库存同样承压。

综上所述，焦煤的需求供应库存各环节皆存在利空因素，焦煤三季度的紧平衡状态或逐渐转向供过于求的格局，焦煤价格具备下行空间在，逢高可试空焦煤 1801 合约。

免责声明：本报告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不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。