

煤焦季报IV：限产上演，历史轮回

2018年9月27日

黑色煤焦季月报

盛佳峰

黑色研究员

执业编号：F3021430

投资咨询号：Z0013489

联系电话：13757136939

邮箱：525108901@qq.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江

出版物资大厦1125室、

1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

www.cindaqh.com

内容概要

回顾三季度，前半程：超低排放、蓝天保卫战发酵，环保限产预期提前上演，在下游钢材“低库存+供给收缩预期+需求韧性”背景下，焦炭表现出极强的价格弹性，主力合约冲击2700元/吨高位，焦煤跟随上行，但幅度不及焦炭，焦化利润持续走高；后半程：“环保预期弱化+累库担忧”导致焦炭大幅回落，同样，焦煤回落幅度相对较小，焦化利润回调修复。整体来看，变化的是环保预期，不变的是需求韧性。

展望四季度，环保兑现是关键，前期系列文件的发布使得对环保限产的预期出现了弱化，后期汾渭和长三角限产力度仍具有极大的不确定性，且实际限产力度也将根据天气污染情况而定，且需密切关注环保设备的改造进度，预计整体限产力度仍将维持中性偏强。此外，对比17年行情可以发现，18年似乎是去年的翻版，后续也有望兑现“限产上演，历史轮回”的剧本；同时相对成材而言，焦炭手握“产能优化”的王牌，或成为黑色系中的“α”因素。

焦炭：需求端，下游终端维持韧性，采购、成交尚可，同时钢材利润高位下对焦炭需求仍有一定支撑。供给端，环保限产预期有所弱化，前期限产不及预期，后期关注实际天气污染和钢焦企分级；焦化产能优化更偏中长期。库存端，焦企库存维持低位，累库节奏并不流畅，限产扰动仍将影响供给预期；钢厂库存中性偏低，较去年有所不同，后期分级限产对焦炭补库形成利好。短期看，技术面逐步进入震荡，均线逐步粘合，维持震荡偏弱；中期看，四季度仍看中性偏强。

焦煤：需求端，前期补库较为充分，环保预期弱化，利润向下修复削弱补库预期。供给端，环保对供给影响逐步减弱，开工下行收敛，内煤供给有望回升；外煤端，澳煤港口检修逐步恢复，蒙古煤通关回升至高位，供给回升冲击内煤。库存端，上下游背离，钢焦企前期补库已致相对高位，但煤矿焦煤库存仍处低位支撑现货价格。短期看，技术面周线、日线级别进入三角整理，均线粘合下行概率较大；长期看，环保抑制需求持续，空头配置为主。

策略建议：短期，J1901[2200-2400]元/吨区间轻仓操作，JM1901[1270-1290]元/吨空单少量参与，止损1310元/吨，第一目标位1220元/吨；中长期焦炭等待做多，焦煤仍为空头配置。

1. 焦化产能优化可期

全国及重点区域钢焦产能分布—华北、华东为重点整治区域

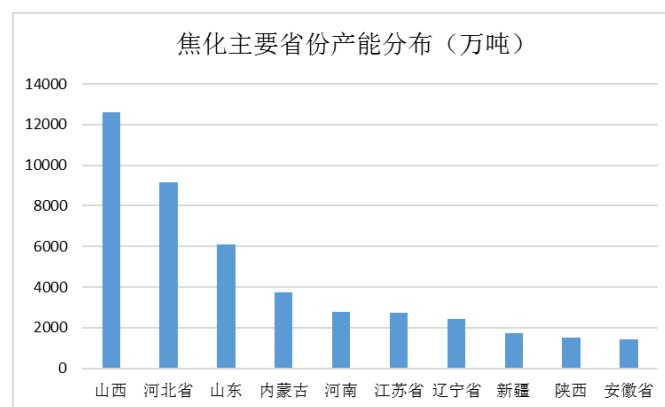
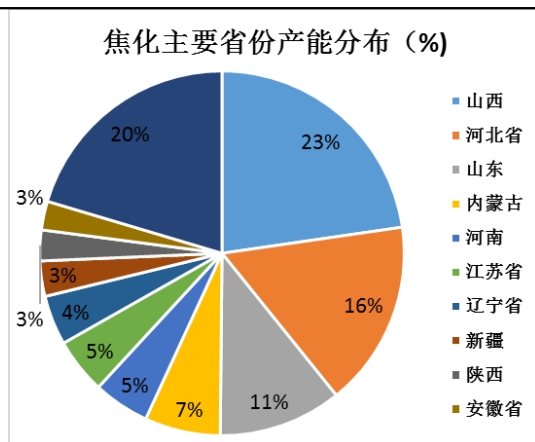
截至 2017 年底，全国焦化产能大约 6.5 亿吨，冶金焦产能 5.9 亿吨。从产能分布来看，华北、华东地区冶金焦产能占比分别为 46%和 20%。按省份分布来看，产能前十省份分别为山西、河北、山东、内蒙古、河南、江苏、辽宁、新疆、山西、安徽，其中河北、江苏、山东、辽宁、山西均为前十钢铁大省。

图：焦化主要生产省份产能占比

单位：%

图：焦化主要生产省份产能分布

单位：万吨



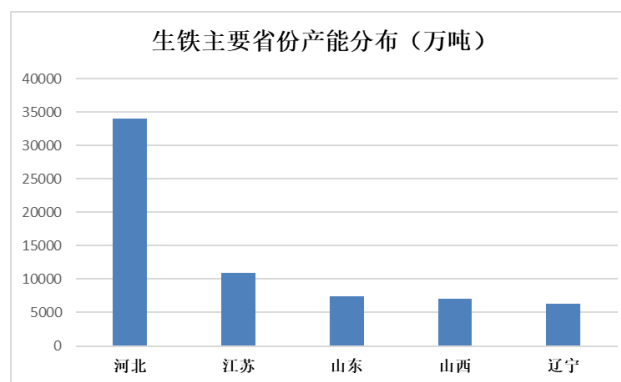
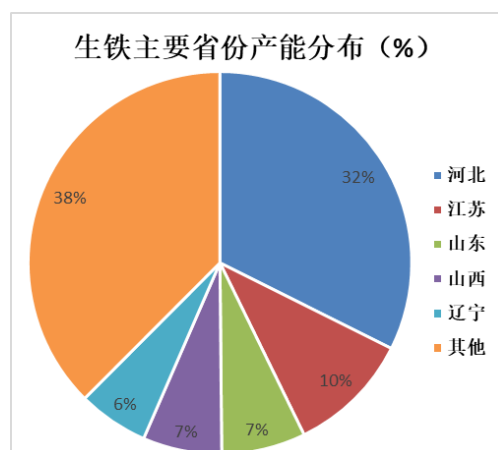
资料来源：信达期货研发中心，公开信息收集

图：生铁主要生产省份产能占比

单位：%

图：生铁主要生产省份产能分布

单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心，公开信息收集

从此次涉及到的蓝天保卫战区域来看，京津冀+长三角+汾渭平原焦化产能达 3.2 亿吨，全国占比 49%；粗钢产能达 6.2 亿吨，全国占比 55%。按照目标比例测算，全国区域冶金焦产能当前焦钢比为 0.52，若按照目标

0.4 测算，仍需淘汰 1.46 亿吨的焦化；蓝天保卫重点区域区域测算当前焦钢比为 0.51，若按照目标 0.4 测算，仍需淘汰 0.8 亿吨的焦化产能。无论是全国产能还是蓝天重点区域，淘汰比例较大（超过去除中频炉对钢铁的影响），影响程度不言而喻，后期重点关注的将是推进力度和方式。

表：“以钢定焦”全国及重点区域钢焦产能对比 单位：亿吨

以钢定焦比例换算				
区域	类别	产能（亿吨）	目标（亿吨）	差值（亿吨）
全国	钢铁产能	11.3	11.1	
	焦炭产能	5.9	4.44	1.46 (25%)
	焦钢比	0.52	0.4	
蓝天保卫 重点区域	钢铁产能	6.2	6.0	
	焦炭产能	3.2	2.4	0.8 (14%)
	焦钢比	0.51	0.4	

资料来源：信达期货研发中心，钢联

落后及潜在淘汰产能估算

根据 2018 秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案，河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作；而在 16 年发布焦炭行业十三五规划要求，4.3 米以下焦炉就已经被定义为落后产能；此外，通过江苏省的产能整改方案来看，民营居多的独立焦企可能成为重要整治对象，而钢厂则允许按照“5000m³ 以上的特大型高炉炼钢企业可保留与之配套的 2 台 7 米以上焦炉”的原则合法保留产能。因此，我们总结了以下三条产能淘汰优化原则：1. 以 4.3 米以下焦炉作为后期“以钢定焦”重点淘汰对象；2. “蓝天保卫战”背景下，环保倒逼部分改造不经济或者不合格的产能被市场淘汰；3. 钢厂焦企优先级强于独立焦企。

➤ 独立焦企中 4 米及以下产能为 1.9 亿吨，全国占比 32.3%

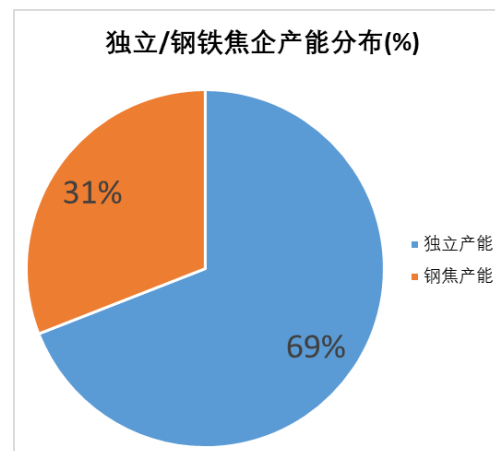
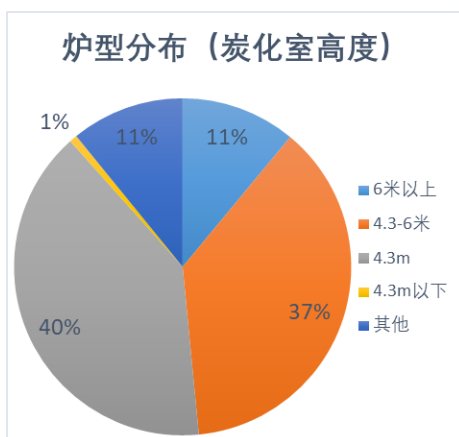
按炭化室高度统计，4.3 米及以下炉型产能为 2.4 亿吨，占全国产能 41%，4.3-6 米炉型占 37%，6 米及以上炉型只占 11% 左右。按照文件的要求进行以钢定焦产能优化，则 41% 能完全覆盖 28% 的去化目标。而在这 2.4 亿吨产能中，独立焦企部分可能成为优先淘汰级别，因此我们需统计独立焦企中该炉型比例。目前，全国独立焦企占比为 69%，钢焦联营焦企占比为 31%；其中独立焦企中 4 米及以下产能为 1.9 亿吨，占全国产能的 32.3%；而钢厂焦企中 4 米及以下产能为 0.49 亿吨，占全国产能的 8.4%。按照该测算方法，优先淘汰级别的焦化产能可能达到 1.9 亿吨，而钢厂焦企中的部分产能可能通过置换整合成符合要求的炉型。

图：主要炉型占比（按炭化室高度）

单位：%

图：全国独立/钢厂焦企占比

单位：%



资料来源：信达期货研发中心，公开信息收集

表：独立/钢铁焦企中 4.3 米及以下焦炉产能占比

单位：亿吨，%

	总产能	4.3 米及以下产能	占全国比重
独立焦企	4.08	1.9	32.3%
钢厂焦企	1.82	0.49	8.3%

资料来源：信达期货研发中心，钢联

➤ 潜在重点淘汰产能为 0.71 亿吨，全国占比 12%

焦化是钢铁生产中对环境造成污染较严重的生产环节之一，其产生的污染物包括废气、废水和废渣污染等。目前处理污染物的手段主要是通过增加化产、脱硫脱硝以及干熄焦工艺、水处理、VOCs、堆场封闭改造为主。

目前来看，增加化产投入资金较高（5-10 亿），建设周期长（3 年以上），且可能会导致焦化开工不稳定，在 15-16 年密集投放后，目前建设进度缓慢；而水处理、VOCs、堆场封闭投入资金较低（5000 万左右），建设周期较短（3 个月），且目前大部分也基本完成改造，因此不是升级重点；脱硫脱硝投入资金也较低（3000 万），建设周期较短（3 个月），但工艺不成熟，19 年 10 月之前完成成熟工艺改造具有不确定性；因此，目前干熄焦改造成为了环保技术改造可行性最高的手段，且焦化行业 1/3 的污染是由湿法熄焦过程中的污染物排放所造成的，干熄焦改造是大势所趋。

表：独立/钢铁焦企中 4.3 米及以下焦炉产能占比

单位：亿吨，%

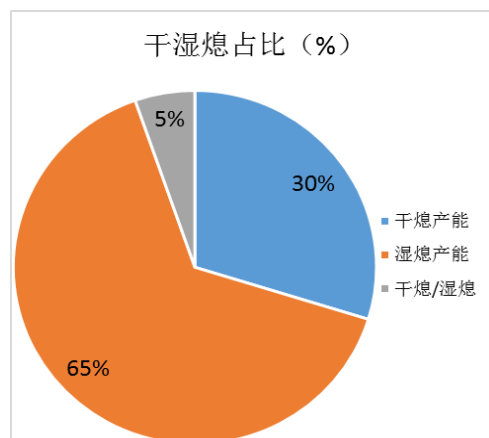
	投入资金	建设周期	推进难点	当前状态
增加化产品	5-10 亿	3 年以上	焦化开工率不稳定	建设增速放缓
脱硫脱硝	3000 万	3 个月	脱硝工艺不成熟	建设中
干熄焦改造	1-2 亿	9-12 个月	资金投入大	试点地区开始改建
水处理	5000 万	3 个月	无	基本完成
VOCs		3 个月	无	基本完成
堆场封闭		3 个月	无	基本完成

资料来源：信达期货研发中心，川财证券研究所，环保部

干熄焦改造投入资金仍较大（1-2 亿），配套设备项目复杂，因此投入资金将会对中小型焦企的小型焦炉形成较强的约束，推进焦化市场化去产能。同时根据上述分析，独立焦企中同时符合 4.3 米及以下炉型、100 万吨及以下小型焦炉和湿熄焦条件的产能将成为重点淘汰产能（以下称：潜在重点淘汰炉型）。根据统计，目前全国焦企湿熄焦产能约为 3.8 亿吨，占比 65%；干熄焦产能约为 1.77 亿吨，仅占比 30%。其中，潜在重点淘汰炉型产能为 0.71 亿吨，全国占比也达到 12%。

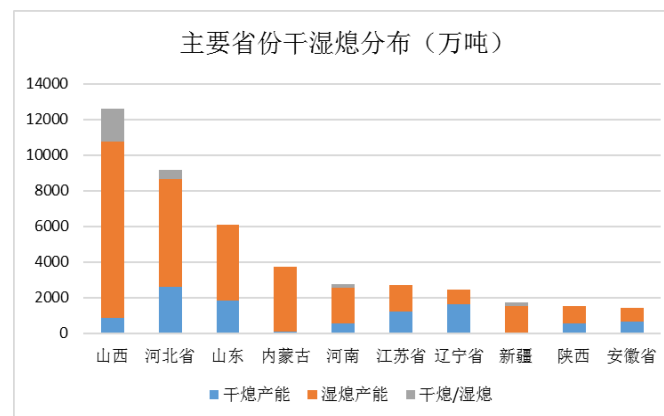
图：干湿熄占比

单位：%



图：主要省份干湿熄分布

单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心，公开信息收集

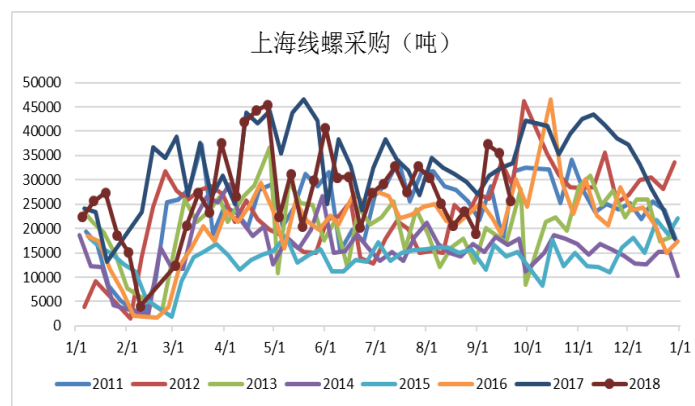
2. “宏观边际改善+稳需求持续”

国常会议再次强调财政政策需要变得更加积极，基建或将成为财政政策放松的重点支持领域。行业监管政策在 7 月 20 日正式放松，以理财新规出台为标志，政策基调从“去杠杆”转变为“稳杠杆”，表外非标将扩容。此外，现阶段宽松政策与 08 年差异明显，无论是目的、方式以及内外部环境均有显著不同，且现阶段政策的边际宽松是一次“精准放水”。整体宏观边际改善支撑。

从实际终端需求来看，房地产“高周转”模式仍在持续，何时回落尚不可知，但从土地成交高品来看，四季度或仍有支撑。从数据来看，房屋新开工 8 月累计同比 15.9%，较 7 月增长 1.5 个 PCT；资金来源看，自筹及其他资金来源同比继续保持增长态势，个人按揭及国内贷款环比向好。微观来看，线螺采购及全国钢材成交继续保持较强韧性。后期，房地产主要依靠高周转维持高开工，何时滑落未知；基建端受到积极财政政策的刺激，有望从边际改善需求，但传导仍有时滞，情绪面或预期带动仍可期。

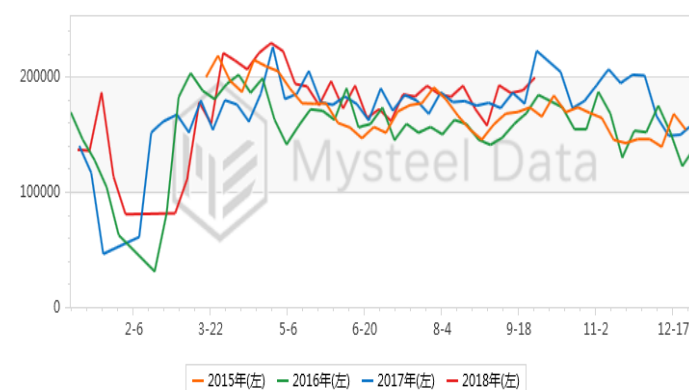
图：沪线螺采购

单位：吨



图：全国钢材成交

单位：吨

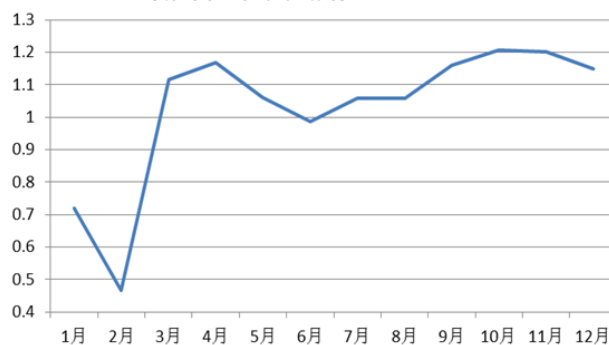


资料来源：信达期货研发中心，钢联，西本新干线，WIND

图：线螺采购季节性

单位：

线螺采购季节性指数（2010-2016）



资料来源：信达期货研发中心

3. 环保预期弱化，利润修复扰动，中长期仍有支撑

下游炼钢利润继续维持高位

钢材利润继续维持极高的利润水平，但长材和板材有所分化，主要是建筑仍维持韧性，但制造业整体有所下滑。目前利润水平来看，对下游焦炭高价仍有较高容忍度，这从本次现货降价并不顺畅可以看出。目前长材即期测算 1310 元/吨，板材即期测算 1000 元/吨。虽然限产对焦炭的需求有一定影响，但在焦炭短期仍供不应求的情况下，钢厂仍保持了较强的补库意愿。铁矿端，由于本身下半年供给压力仍较大，其中最大增量主要来自 VALE，达到 3200 万吨；叠加冬季环保限产对需求端的利空（类似焦煤），铁矿石很难走出独立的上涨行情。因此下游利润的传导更倾向于今年有环保及产能优化加持的焦炭。

当前利润水平看，钢厂生产意愿仍较强，且在钢厂焦炭库存结构比较合理的基础上，金九银十前仍有补库驱动。主要不利来自于钢铁环保限产对需求的利空，目前力度上未明确，且分级限产制度导致预期力度减弱。但后期实际限产仍需观察天气污染情况。

电炉炼钢下半年有增量，短期铁水成本仍有优势。

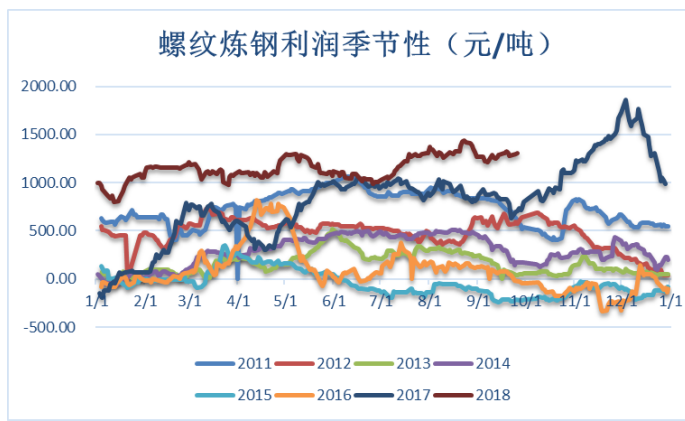
电炉钢方面，由于废钢成本高位，虽然成材端持续上行，但整体利润仍维持在中低水平，其中华东地区小幅盈利，华北地区处于盈亏边缘。而作为钢材供给边际的有效增量，18 年预计有 1500-2000 万吨投产，经测算，废钢作为电炉炼钢原料，中短期供给可能不足，亦会抑制电炉增量。但长期来看，在环保常态化的背景下，随着长流程环保成本的上升，以及从国家层面也更愿意推进相对更环保的电炉炼钢，因此后期长短流程成本差

将逐步缩小，短流程优势将逐步显现。

目前，由于成材价格高位，电炉钢仍保持较好的利润，生产和投产意愿较为积极，后期需重点关注地条钢带来的边际增量和对长流程炉料的替代。

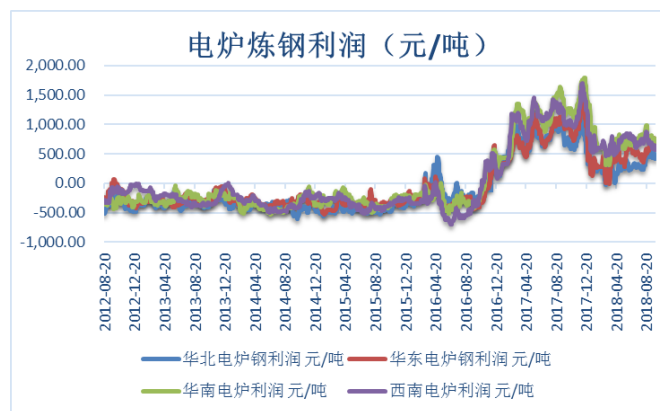
图：螺纹炼钢利润

单位：元/吨



图：电炉炼钢利润

单位：元/吨



资料来源：信达期货研发中心，WIND

钢材低库存超预期，近强远弱格局显现，四季度RB01仍有支撑

从螺纹库存结构来看，常规季节性累库阶段今年并未发生，主要是由于建筑需求韧性持续，且价格高位下贸易商补库谨慎，投机性需求下滑。MYSTEEL 当前厂库+35 城社库为 593 万吨，同比降幅为-10%；测算消费预估为 334.5 万吨，同比需求继续维持高位。板材库存同比偏高，与其需求下滑有关，但随着四季度季节性走强，卷弱螺强会有所修复。

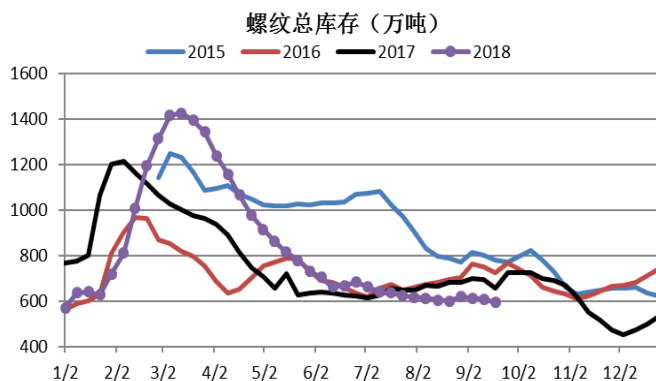
目前螺纹库存已处理历史季节性底部，当前高位下，贸易商补库动力不强，总体偏谨慎为主。进入四季度再度进入去库阶段，同比去库速率将成为市场情绪的另一触发点。当前预估 11 月前需求仍将保持韧性，11 月中下旬后需求可能季节性走弱，带动煤焦需求下行。

图：螺纹总库存

单位：万吨

图：螺纹消费估算

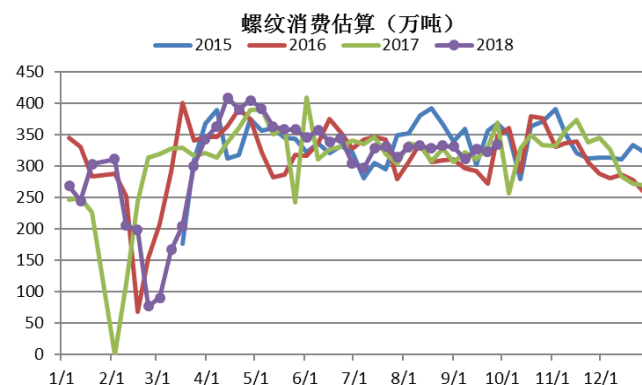
单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心，钢联

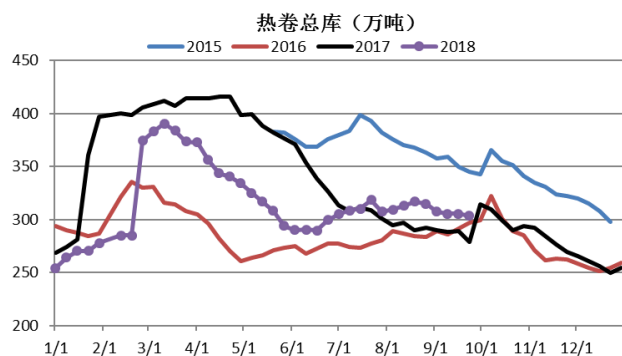
图：热轧总库存

单位：万吨

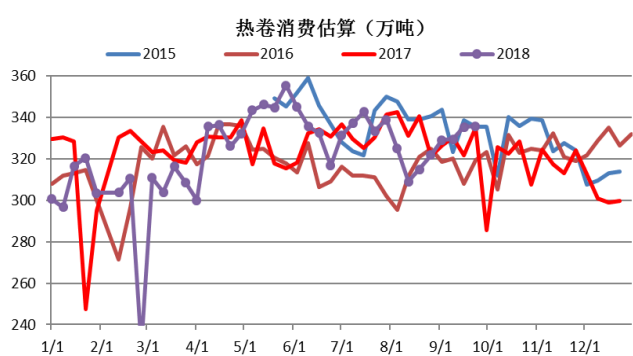


图：热轧消费估算

单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心，钢联



4. 环保限产扰动，低库存+季节性补库支撑 11 月后焦价

焦价回调，期价震荡整理

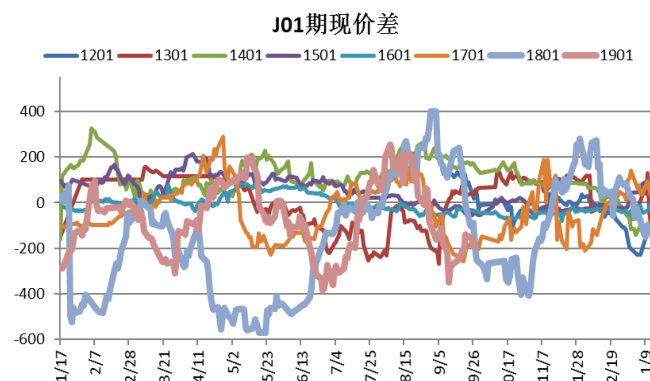
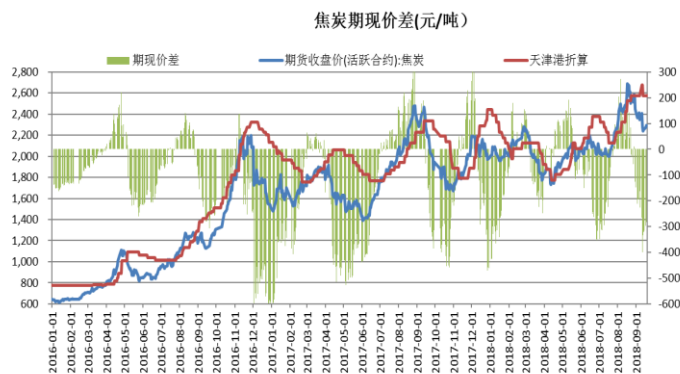
三季度，焦炭现货滞后期价持续提涨，天津港冲击 2675 元/吨高位；8 月中下旬后随后期价回调，目前已进入第三轮调价，相比之前的调价进度，本次调降相对趋缓。一方面，当前焦化库存同比处于低位，且钢厂库存相对去年同期也处于中性偏低水平（华北主要焦企口径）；另一方面，港口库存去化较为迅速，同比也于正常偏低水平。目前期价开始震荡整理，考虑期价的领先性和技术面分析，焦炭行情预计在 10 月中下旬或 11 月走出。

图：焦炭期现价差

单位：元/吨

图：焦炭主力合约期现价差

单位：元/吨



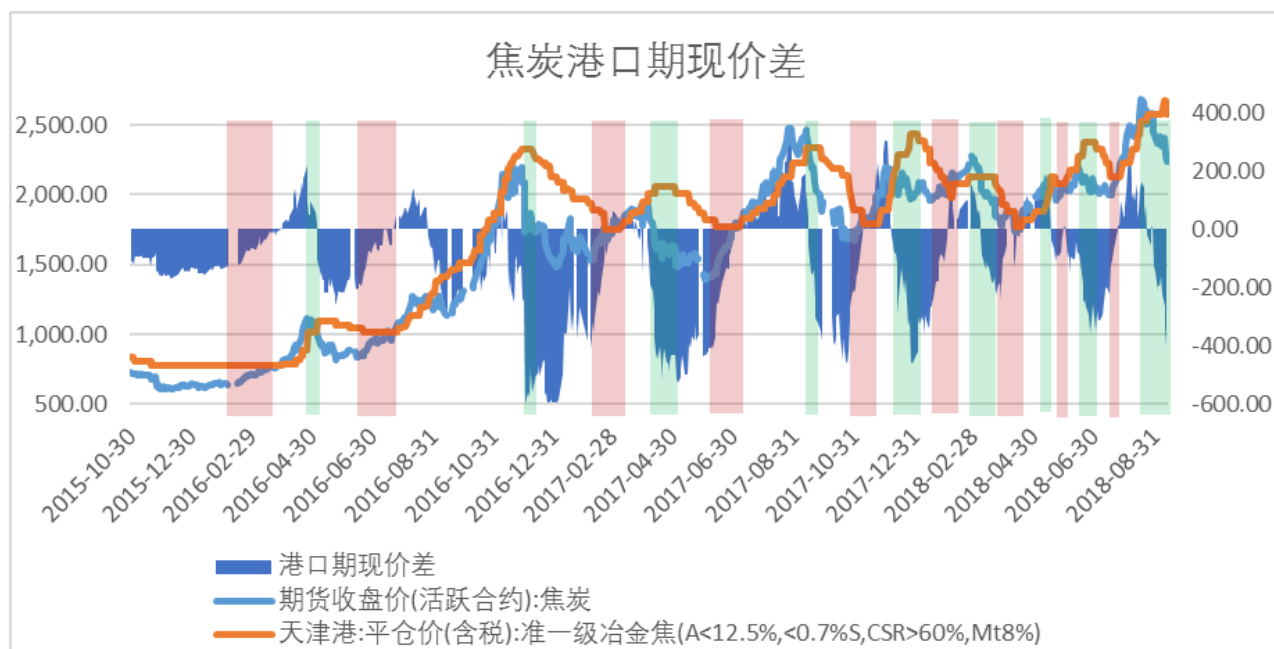
资料来源：信达期货研发中心，钢联

焦炭期货价格明显领先于现货：统计了 18 次明显的领先时间段，期价平均领先现货 20 天（剔除第一次的 58 天），调整现货报价平均延迟 1-2 天，则期价领先幅度在 18 天左右。从 16 年以来，每次期价领先启动，待现货启动时，期价已平均已走出 16.4% 的幅度；期现价差调整幅度绝对值在 322.75 左右。

期价领先性分析										
序号	期货领先时间	期货价格		期货涨跌幅	现货		现货涨跌幅	期现价差		期现涨跌
1	58	642	927.5	44.5%	775	790	1.9%	-133	137.5	270.5
2	27	1107	842.5	-23.9%	1010	1065	5.4%	97	-222.5	-319.5
3	36	842.5	1079.5	28.1%	1015	1040	2.5%	-172.5	39.5	212
4	14	2084	1761.5	-15.5%	2325	2255	-3.0%	-241	-493.5	-252.5
5	26	1533	1798.5	17.3%	1890	1755	-7.1%	-357	43.5	400.5
6	27	1915	1573.5	-17.8%	2010	2005	-0.2%	-95	-431.5	-336.5
7	25	1453	1798.5	23.8%	1825	1770	-3.0%	-372	28.5	400.5
8	15	2468	1984	-19.6%	2335	2335	0.0%	133	-351	-484
9	24	1670.5	2019.5	20.9%	1890	1790	-5.3%	-219.5	229.5	449
10	29	2186	2090	-4.4%	1990	2390	20.1%	196	-300	-496
11	21	1959	2155.5	10.0%	2225	1975	-11.2%	-266	180.5	446.5
12	23	2239.5	1852	-17.3%	2125	2075	-2.4%	114.5	-223	-337.5
13	5	1759	1851	5.2%	1775	1775	0.0%	-16	76	92
14	6	2106.5	1959.5	-7.0%	2025	2075	2.5%	81.5	-115.5	-197
15	9	1959.5	2081	6.2%	2075	2075	0.0%	-115.5	6	121.5
16	18	2196	2036	-7.3%	2275	2325	2.2%	-79	-289	-210
17	9	2000.5	2221	11.0%	2125	2125	0.0%	-124.5	96	220.5
18	25	2689	2275.5	-15.4%	2525	2675	5.9%	164	-399.5	-563.5
平均统计	20			16.4%			4%			322.75

图：期价领先性

单位：元/吨



资料来源：信达期货研发中心，钢联，WIND

近期环保预期扰动，实际落地时点关注 11 月

前期环保限产去产能文件公布后，“区域扩大”、“力度加强”、“以钢定焦”等使得市场一致性预期较强，其中重点六市焦化产能达到 0.92 亿吨，占比 14%，蓝天 80 市产能 3.26 亿吨，占比 50%，产能影响较大。同时，《京津冀秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》要求河北、山西省全面启动 10 年以上 4.3m 焦炉的淘汰，河北、山东、河南省钢铁炼焦产能按照 0.4 比例“以钢定焦”。

后期随着实际限产力度的不及预期，以及国内外扰动因素的增加，限产方式和力度逐步有所转变，预期差再度导致焦炭下行。内部环境看，7 月 31 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议对下半年经济工作提出六个方面的要求，其中，在第一个方面要求中提出“六个稳”，即要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。9 月 13 日，河北省环保厅网站发布《河北省严格禁止生态环境保护领域“一刀切”的指导意见》，对能够稳定达到国家或省规定的超低排放限值的工序和设备及企业，按照“多排多限、少排少限、不排不限”的原则，采取适度应急减排措施，严禁“一刀切”。而从近期公布的《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》会签件与 8 月的征求建议稿对比来看，会签件将采暖季前后空气质量下降的目标从双 5%下降为双 3%，并取消了对于唐山、邯郸、

石家庄、天津、邢台、安阳 6 个城市采暖季钢铁限产 50%，其他城市限产比例不得低于 30%。最新文件的出台确实对冬季限产预期产生了扰动，短期焦化限产力度确实有弱化的可能。

后期来看，焦炭环保限产力度是否大于钢铁是关键，10/1 后唐山率先启动采暖季分级限产，形成一定利空，焦炭或仍将震荡偏弱运行，11 月后焦化限产逐步落地，焦价有望企稳上行。

图：焦炭全国开工

单位：%



资料来源：信达期货研发中心，钢联

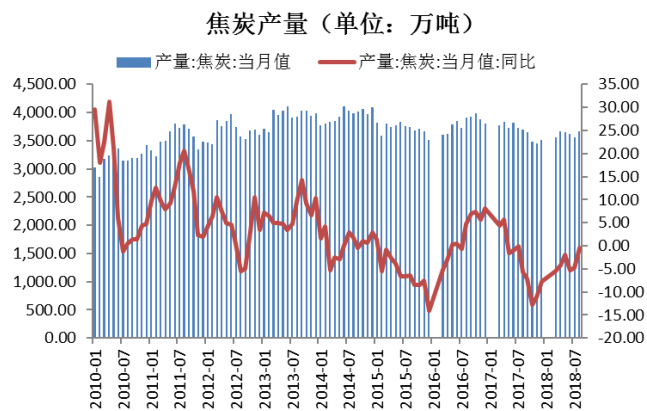
图：焦炭区域开工

单位：%



图：焦炭产量

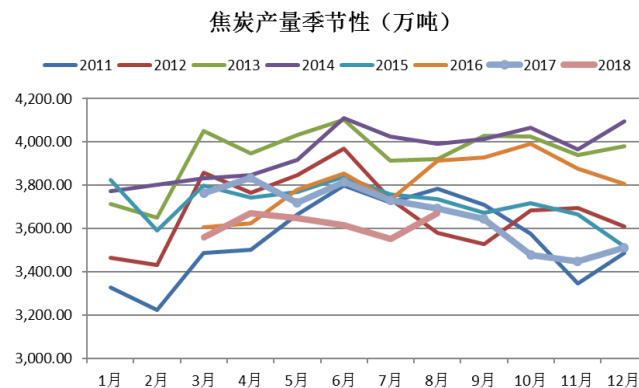
单位：万吨，%



资料来源：信达期货研发中心，钢联

图：焦炭产量

单位：万吨



库存风险逐步释放，回调为做多蓄势

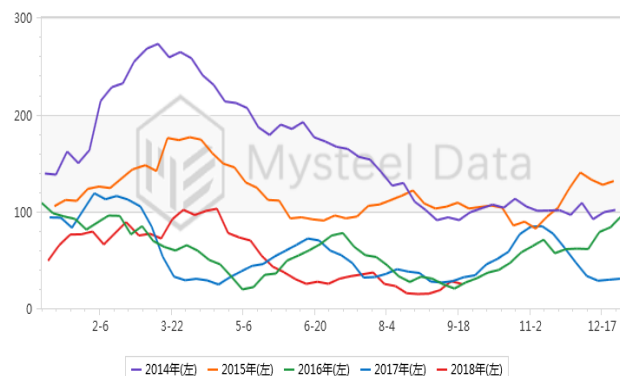
贸易商作为先知先觉的群体，是焦炭的主要领先指标。7月中旬，港口、出厂价格倒挂逆转后，贸易利润

窗口打开，贸易商补库积极，表现为库存明显累积，价格上行。而随着港口库存到达高位，产地焦炭到港逐步倒挂，贸易商高位接货明显谨慎，出货情绪开始累积，前期处于持续抛盘中，焦炭现货价格开启下跌模式。目前港口库存为 296.2 万吨，仍处于去库当中，但整体可抛库存已逐步去化，压力减弱。

根据统计数据来看，焦企库存和现货价格表现出极强的负相关性（除了 16 年末的那波，价格极高位，库存也处于高位，是现货带着期货走，期货未升水），焦炭的低点往往对应价格的高点。而在高利润生产意愿极强的背景下，在到达库存低位 15.9 万吨后，焦企库存再累积，但累计幅度和速度较往次有所不同（有点类似 18 年 6 月份），近期库存甚至再度回落。后期来看，若下游终端维持当前水平，焦炭库存依然难以大幅累积，对四季度焦价形成支撑。

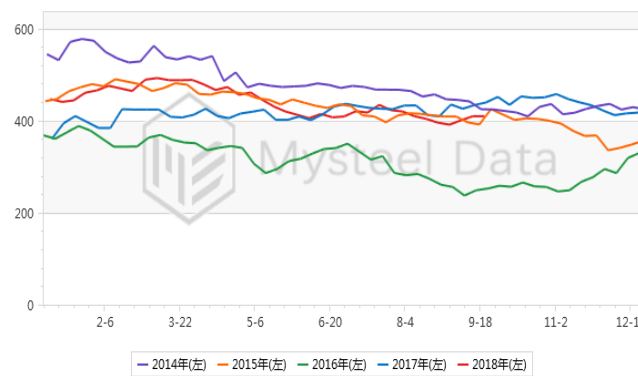
图：焦企焦炭库存

单位：万吨



图：钢厂焦炭库存

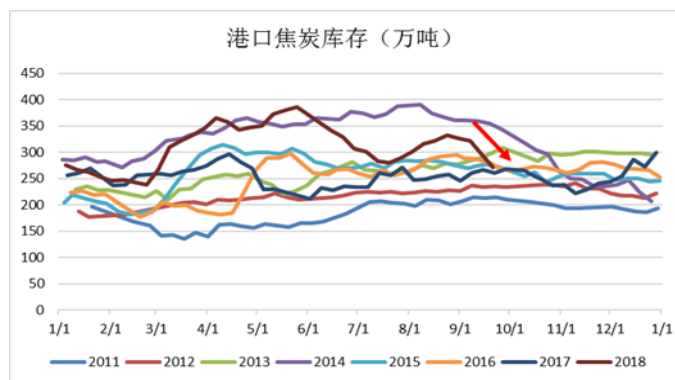
单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心，钢联

图：焦炭港口库存

单位：万吨



图：焦炭价格和库存对比

单位：天/吨，万吨



资料来源：信达期货研发中心，钢联

焦化利润整体仍处于高位，限产预期弱化打压盘面利润

当前整个黑色系均保持了较高的利润率（即期利润测算），整体传导来看，实际焦化利润有所下滑，但幅度并不大。三季度主要是环保预期弱化后对盘面利润的打压，但随着实际利润仍维持高位，盘面利润也获得了支撑。后期，一方面，在内部经济环境走弱的背景下，我们需考虑上游高利润下对下游制造业的挤压是否会引起高层重视，通过政策调控使得黑色系利润合理回归；另一方面，需谨慎限产预期弱化（也是政策的一部分）兑现带来的继续下移。中长期看，焦化限产“常态化+产能优化”组合将使得焦化利润仍维持中高水平（200-400元/吨区间）。

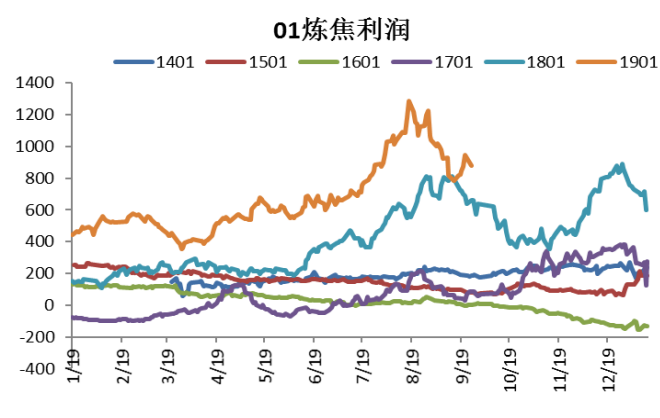
图：炼钢、炼焦、焦煤利润对比

单位：元/吨



图：J/JM 比值

单位：



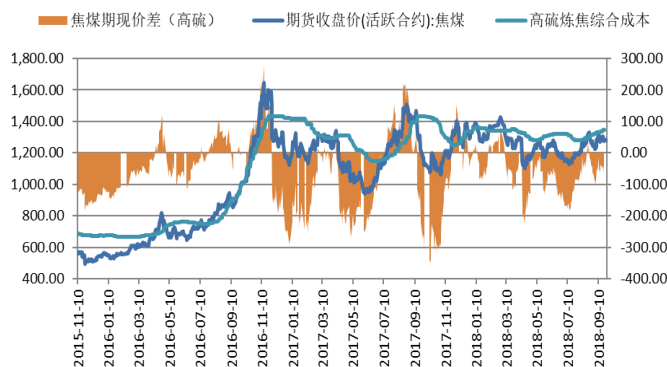
资料来源：信达期货研发中心，钢联

5. 混煤价格上方有压制

焦煤盘面对标混煤现货成本当前测算为 1347 元/吨，从现货角度考虑，参考 16 年 9、10 月的极端上涨（276 政策）以及 17 年 8、9 月环保供给炒作，混煤现货 1400 元/吨将成为上行重要阻力位；此外，当前低硫主焦已开始跌价，而高硫主焦上涨属于补涨，补库驱动走弱背景下亦难大幅上涨。从期现价差来看，目前 JM1901 贴水盘面现货 60-70 元/吨，幅度处于中性水平，盘面震荡三角整理未有明显趋势。由于焦煤在自身基本面未有突出矛盾的情况下，也呈现一定的领先性，因此，盘整过后的方向具有重要意义，目前结合技术分析和基本面来看，下行概率偏大。

图：焦煤期现价差

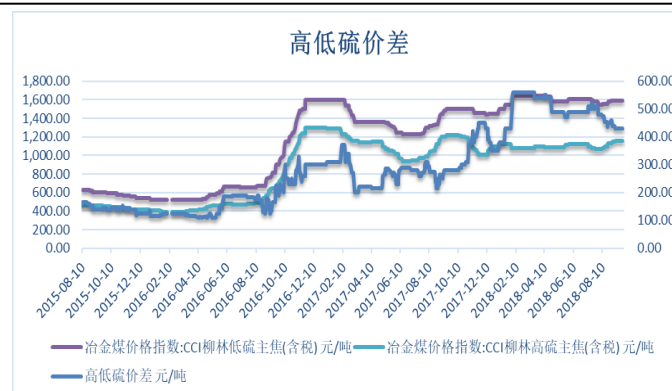
单位：元/吨



资料来源：信达期货研发中心，钢联，wind

图：焦煤高低硫价差

单位：元/吨

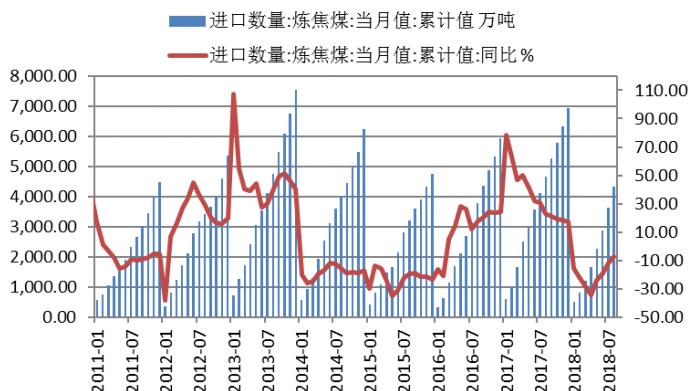


外焦煤供给趋向宽松

从4月以来，外煤进口累积同比降幅大幅收敛，截止8月，炼焦煤月度累积进口4329.7万吨，同比值为-7.2%；虽然，蒙煤方面，进口通关车辆再度上行至1400辆的高位；澳煤随着港口检修恢复正常，发运也将逐步回升，对内煤形成冲击。

图：炼焦煤进口

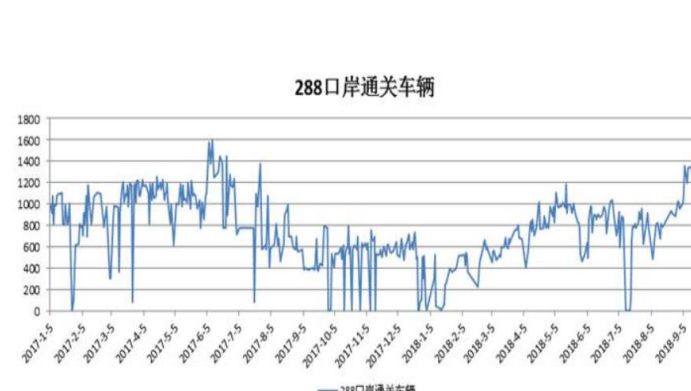
单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心，WIND，海关总署

图：蒙古焦煤通关车辆

单位：万吨



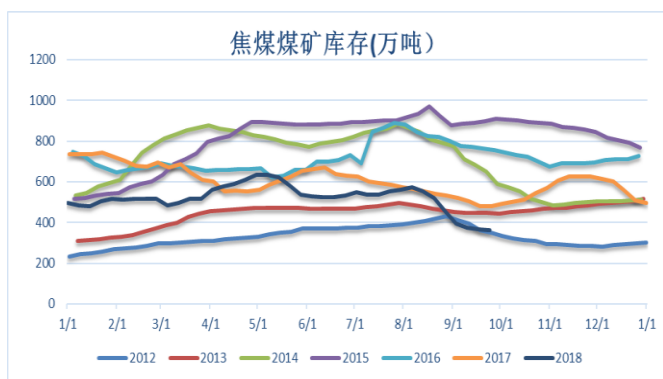
环保影响供给受限逐步缓解，下游库存偏高削弱补库驱动

随着环保预期的变化以及近期洗煤厂改造逐步完善，焦煤供给持续下行有缓解趋势。从煤矿开工来看，随着整体开工仍处于下行，环比下行速率已开始逐步收敛。从焦煤煤矿库存来看，由于前期开工大幅下滑导致供

给受限，库存下滑明显，但随着近期开工下行逐步收敛，煤矿下行也逐步趋缓，焦煤内煤端供给收缩压力逐步缓解。从价格与焦煤煤矿库存的对应关系来看，也表现出了极强的负相关性，煤矿库存低点往往对应价格高点，随着后期降幅趋缓，甚至需求走弱后逐步累积，焦煤价格将逐步承压。

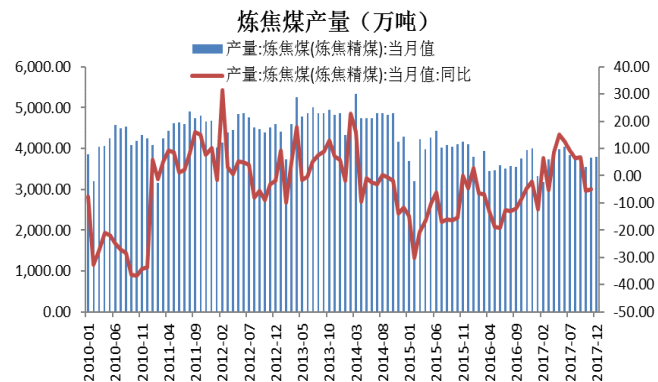
图：焦企煤矿库存

单位：万吨



图：炼焦煤产量

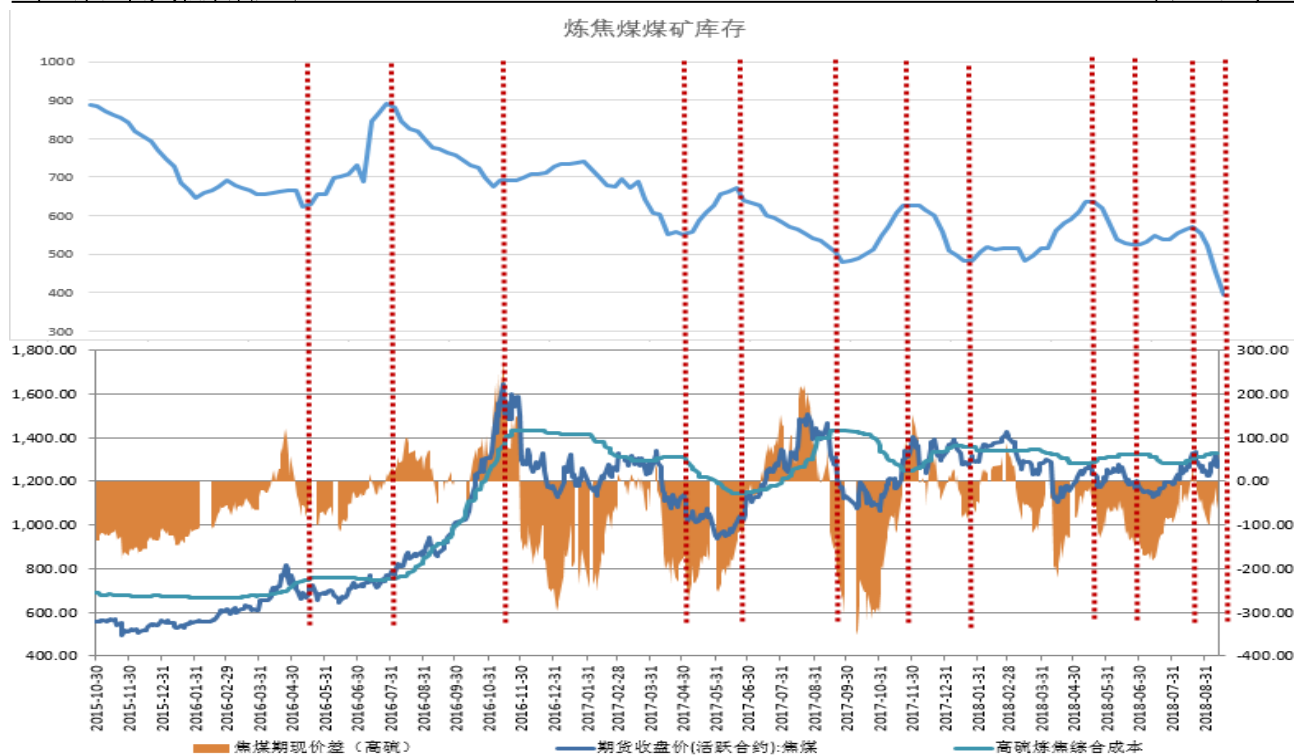
单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心，钢联，煤炭资源网

表：煤矿库存与焦煤价格比较

单位：万吨，元/吨

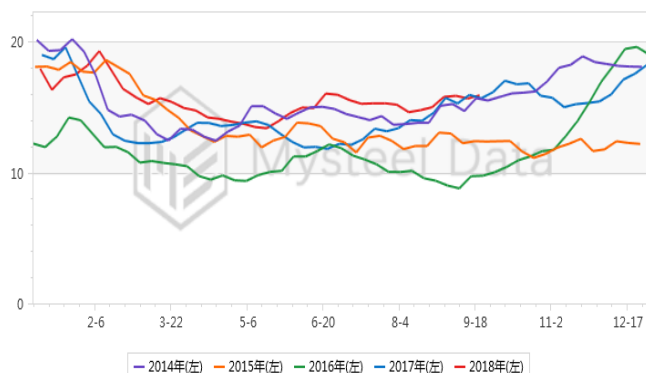


资料来源：信达期货研发中心，wind，煤炭资源网

从下游实际库存反应，焦煤整体在下游高利润的背景下，绝对库存已处于较高水平，其中焦企焦煤库存790.6万吨，可用天数15.97天，处于历史高位水平；钢厂焦化焦煤库存749.4万吨，可用天数14.93天，处于同比高位水平。后期来看，随着焦炭下跌叠加环保限产，在焦化开工高位的情况下，边际开工将逐步走弱，对焦煤需求明显压制；且目前下游库存已处于高位，季节性补库未来临前，后期补库驱动将逐步减弱。

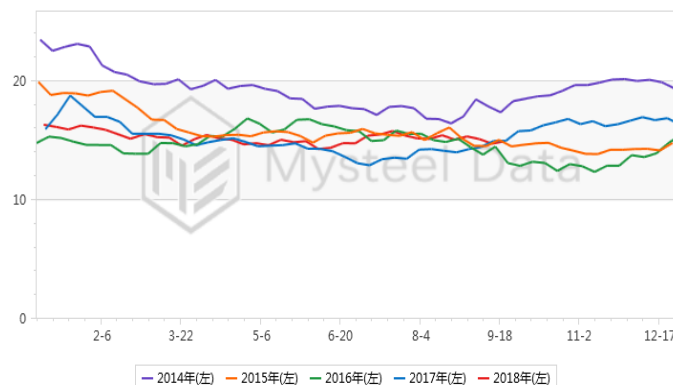
图：焦企焦煤库存可用天数

单位：天



图：钢厂焦煤库存可用天数

单位：天



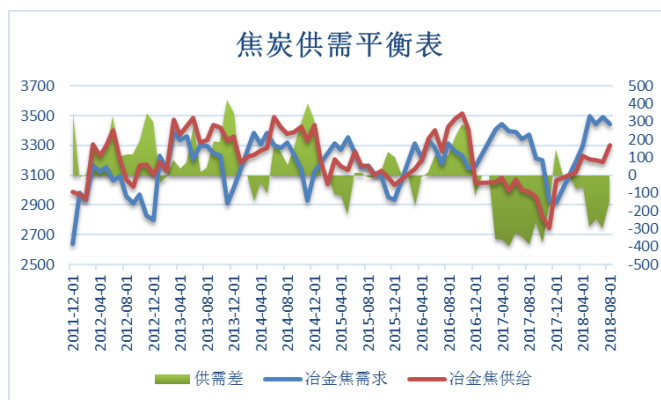
资料来源：信达期货研发中心，钢联，wind

6. 供需平衡测算

从前期的供需平衡测算，8月焦炭供需缺口放大。环保限产常态化，且力度同比有望增强的背景下，供需缺口收窄幅度有限，焦炭仍有继续上行空间。近期来看，焦炭整体呈现供增需减局面，恰好也对应了焦炭价格下滑，但预估四季度缺口仍在，且在成材高位震荡，焦化低库存支撑下，焦价难大幅下跌

图：焦企供需平衡测算

单位：万吨



图：焦炭总库存

单位：万吨



资料来源：信达期货研发中心，钢联

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 330000000014832），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

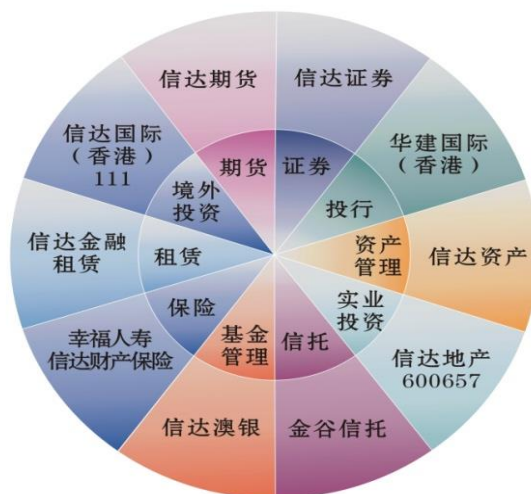
公司总部设在杭州，下设 20 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川 5 家分公司，以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭 15 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。