



四季度焦炭将呈现先紧后松的格局

焦炭、焦煤品种：季报摘要

行情回顾：三季度以来煤焦期货均经过大幅上涨后快速回落的倒V走势。其中，焦炭期货创出历史新高，现货也经过六轮提涨至年内高位，但8月下旬后，市场分歧严重，贸易商出货积极，加之环保限产力度不及预期，焦炭盘面大幅回落，修正超额预期，截至21日，焦炭盘面基本平水与现货。此轮“过山车”走势主要因素在于焦炭库存长期维持低位，贸易商囤货惜售进一步加剧焦炭供给紧张局面，推动焦价快速上涨。焦煤方面，山西等地区大规模的煤矿以及洗煤厂的停限产同样激化了供需矛盾，且环保超低排放标准又使得焦煤的品种溢价加剧，低硫资源受到市场疯抢，价格大幅上涨。目前，焦炭期货已修正超额预期，盘面筑底完成，随着成材再次走强，焦价或将再次发力。

后市展望：三季度环保限产呈先严后松格局。焦炭方面，经过对前期超额预期修正后，盘面价格止跌企稳，筑底完成，预期现货完成第三轮提降后企稳。四季度进入采暖错峰限产，官方明确禁止“一刀切”现象发生，达到环保标准的钢厂及焦化厂将不予限产，环保预期稍显不足，焦炭需求得到保证。近期环保逐渐放开，焦企开工小幅回升，库存虽有所回升但部分钢厂复产，对焦炭有一定程度的刚性需求，上周焦炭库存再次大幅下降。另一方面，随焦价大幅下滑，投机需求减少，港口库存快速下滑，库存结构改善，为焦价再次上攻提供动力。进入采暖季，再次面临焦化行业限产，但短期焦炭库存低位仍对焦价有所支撑；而长期来看，焦价依附成材走势，需密切关注下游成材走势，在钢价强势前提下，焦价将维持震荡偏强格局。

四季度策略：焦炭有望呈现先涨后跌的走势，成材的上涨时间和高度决定焦炭整体价格走势。焦煤：现货焦煤有望保持相对强势，但高度受焦化限产制约，高度有限。套利方面：无。

风险点：中美贸易战升级引发系统性风险，汾渭平原蓝天保卫战环保检查力度，唐山限产力度放松，下游成材需求增长不及预期。

程霖

黑色及建材研究员

☎ 021-28291644

✉ chenl@htfc.com

从业资格号：F0211361

投资咨询号：Z0001092

赵钰

黑色及建材研究员

☎ 0755-23616492

✉ zhaoyu@htfc.com

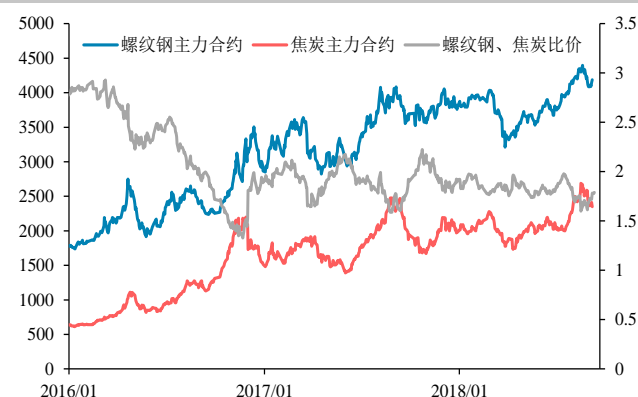
从业资格号：F3042576

更多资讯请关注：www.htfc.com

一、行情回顧

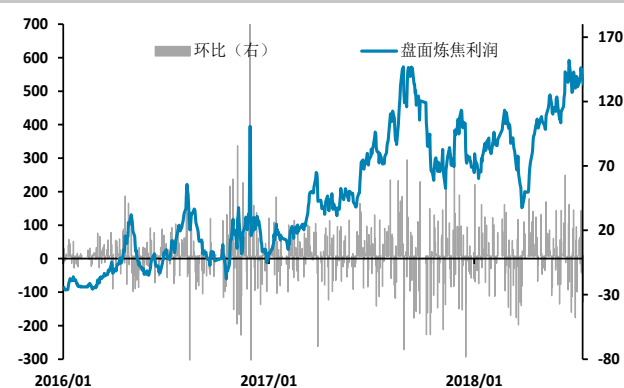
三季度以來煤焦期貨均經過大幅上漲後快速回落的倒V走勢。其中，焦炭期貨創出歷史新高，現貨也經過六輪提漲至年內高位，但8月下旬後，市場分歧嚴重，貿易商出貨積極，加之環保限產力度不及預期，焦炭盤面大幅回落，修正超額預期，截至21日，焦炭盤面基本平水與現貨。此輪“過山車”走勢主要因素在於焦炭庫存長期維持低位，貿易商囤貨惜售進一步加劇焦炭供給緊張局面，推動焦價快速上漲。焦煤方面，山西等地區大規模的煤礦以及洗煤廠的停限產同樣激化了供需矛盾，且環保超低排放標準又使得焦煤的品種溢價加劇，低硫資源受到市場瘋搶，價格大幅上漲。目前，焦炭期貨已修正超額預期，盤面築底完成，隨著成材再次走強，焦價或將再次發力。

圖1：焦炭、焦煤主力合約走勢及比價 單位：元/噸



數據來源：Wind 華泰期貨研究院

圖2： 盤面煉焦利潤 單位：元/噸，元



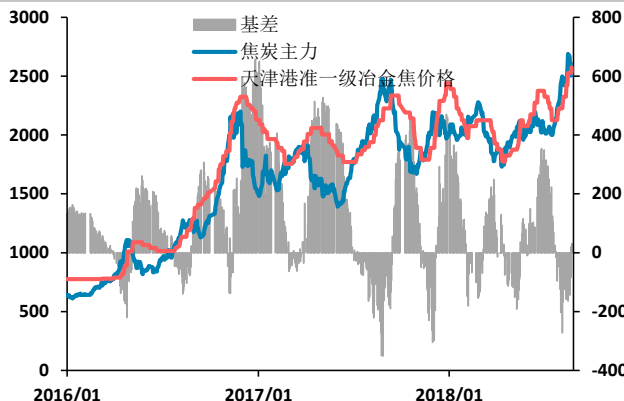
數據來源：Wind 華泰期貨研究院

圖3： 焦煤主力合約與普氏京唐港澳大利亞產中等揮發焦煤價差 單位：元/噸



數據來源：Wind 華泰期貨研究院

圖4： 焦炭主力合約與天津港現貨價差 單位：元/噸



數據來源：Wind 華泰期貨研究院

二、煤焦供給

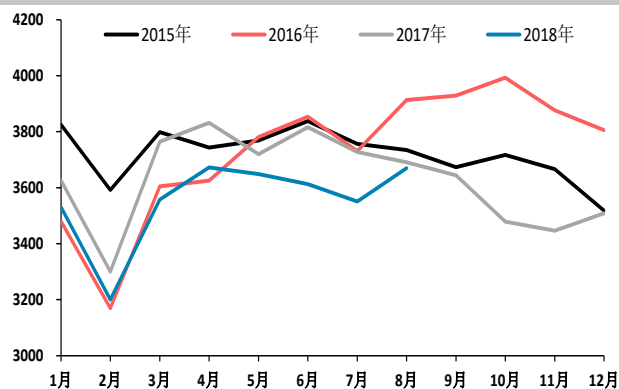
1、唐山限產落地，焦企差異化限產

國家統計局數據顯示，2018年8月中國規模以上焦炭產量3670萬噸，同比下降1.1%；日均產量118.39萬噸，日均環比增加3.35%。1-8月累計焦炭產量28581萬噸，同比下降2.9%，累計年化產量42930萬噸，低於2017年全年的43143萬噸的水平。8月份焦炭產量終止連續四個月下降，三季度焦炭產量總體保持穩定，今年環保限產呈常態高壓化，7、8月徐州、山西等部分地區限產較為嚴格，主產地焦炭產量有所下降但較為穩定；進入9月後限產有逐步放開趨勢。未來進入四季度供暖季，隨著部分焦企環保設備達標，差異化限產力度將間接放寬；此外，禁止“一刀切”的明確也表明限產力度將較前期有所減弱。

三季度全國獨立焦化廠焦爐平均產能利用率為77.54%左右，持平於第二季度。三季度上旬，焦化利潤逐漸擴張，焦炭止跌後快速拉漲，促使焦企生產積極，開工率維持高位。8月20日中央環保督察小組進駐山西，全國獨立焦化廠產能利用率大幅下降，華北、華東地區產能利用率下降幅度較大。進入9月後，限產力度逐步放開，全國產能利用率保持在76%左右。供暖季差異化限產將促使環保達標企業免于限產影響。

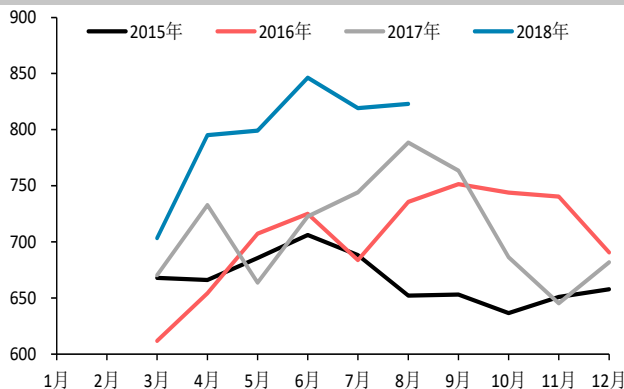
9月16日，唐山市印發《唐山市重點行業秋冬季差異化錯峰生產績效評價指導意見》，實施時間為2018年10月1日-2019年3月31日。文件表明焦化行業差異化指標主要分為排放水平、息焦方式、運輸結構三方面。劃分A、B、C類焦化企業，限產方式以延長出焦時間為主。綜合來看，唐山市供暖季限產將呈現差異化特徵，對於環保設施完善達到排放標準等要求的企業將不予限產，而其中規模較小，沒有資金或條件安裝全部環保設備從未能達到環保標準的企業將受到較大的影響。

圖5：我國焦炭月度產量 單位：萬噸



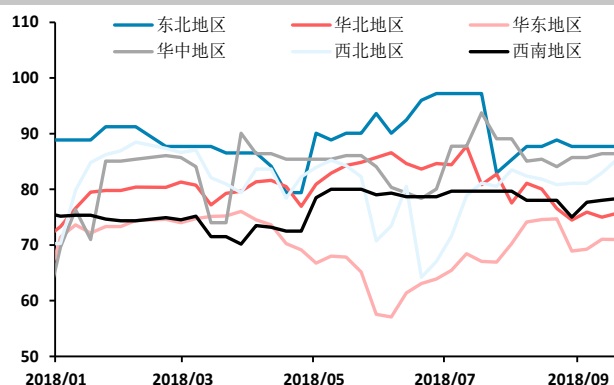
數據來源：Wind 華泰期貨研究院

圖6：山西省焦炭月度產量 單位：萬噸



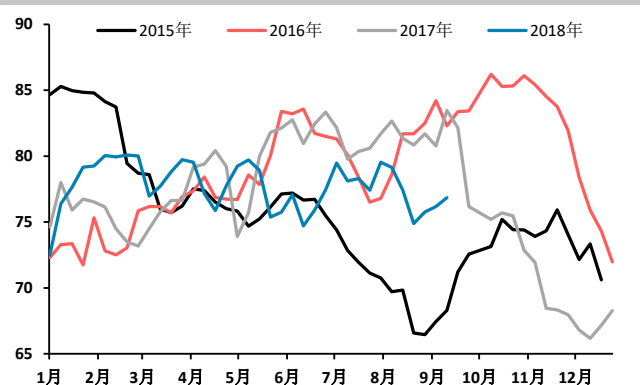
資料來源：中國煤炭資源網 華泰期貨研究院

图 7: 各地区独立焦化厂开工率 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 独立焦化厂焦炉产能利用率 单位: %



资料来源: 中国煤炭资源网 华泰期货研究院

2、环保依旧，焦煤供应缩减

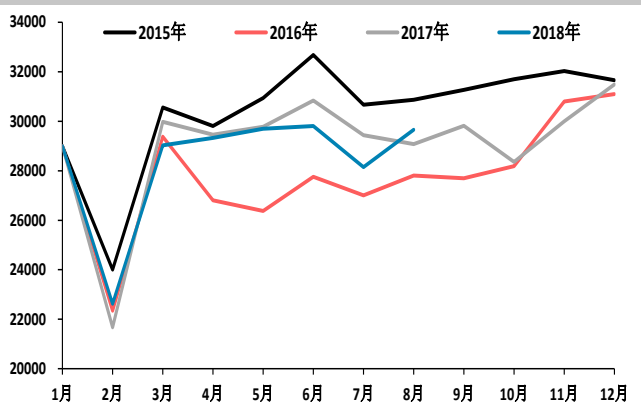
据国家统计局数据显示，2018 年 8 月中国规模以上原煤产量 29660 万吨，同比增长 4.2%，环比增加 1509.8 万吨，日均产量 957 万吨，环比增加 49 万吨；2018 年 1-8 月份，全国原煤累计产量 227846 万吨，同比增长 3.6%。根据中国煤炭资源网数据，2018 年 7 月全国炼焦煤原煤产量 8826 万吨，环比减少 500 万吨，1-7 月累计炼焦煤原煤产量 61660 万吨，同比减少 2.5%。7 月炼焦煤产量 3588 万吨，环比减少 171 万吨，1-7 月累计炼焦煤产量 24951 万吨，同比减少 3.5%。综合来看，三季度炼焦煤产量稳中有降，受煤矿安全检查以及山西环保限产大面积洗煤厂关停，炼焦煤产量较二季度有所下降。

海关总署公布的最新数据显示，7 月份，中国进口炼焦煤 744 万吨，同比增长 35.8%，环比增加 119 万吨，增长 19.04%。1-7 月累计进口炼焦煤 3662 万吨，同比下降 10.6%。三季度海运煤供给紧张，价格有较大涨幅。进入 9 月份，美国港口飓风导致美国焦煤供应减少，澳洲港口也因检修存在不同程度滞港，导致国际焦煤供应趋紧。蒙煤因通关有所放开，通关量保持在 1300 车左右，但因多数流向内蒙等西北地区，对山西供应缺口弥补有限。此外，近两个月人民币汇率的大幅下跌也进一步推动了进口煤价的上涨。近期山西煤矿限产，国内主焦煤供给也相对紧缩。港口汽运受限等因素也进一步加剧焦煤供给不足的情况，导致近期焦煤价格大幅上涨。

综合来看，三季度我国炼焦煤供给紧张，环保限产导致山西部分地区矿井开工受限，焦煤产量缩减。山西当地洗煤厂大面积关停，导致炼焦煤尤其以低硫煤种供应较为紧缺。山西省限制省内柴油车通行，港口汽运限制以及需集装箱疏港，长期内运力将受影响，焦煤运输成本上升。截至 21 日，山西吕梁、临汾等地煤矿开工受限，原煤供应偏紧，下游部

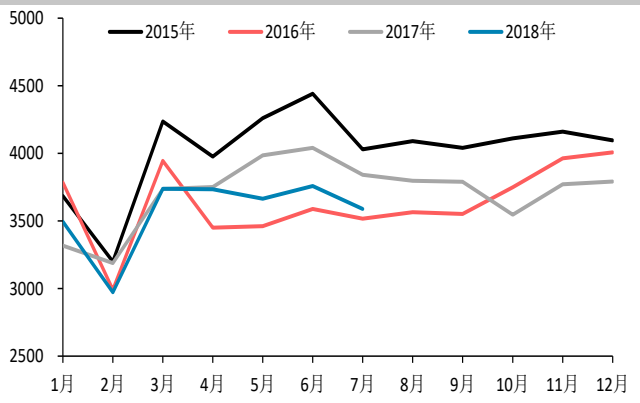
分洗煤厂及焦化厂采购积极，但多数洗煤厂仍处于停产改造状态，精煤供应仍受到一定程度限制。山东受环保安全检查影响，主流煤矿产量减少。

图 9: 我国原煤月度产量 单位:万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

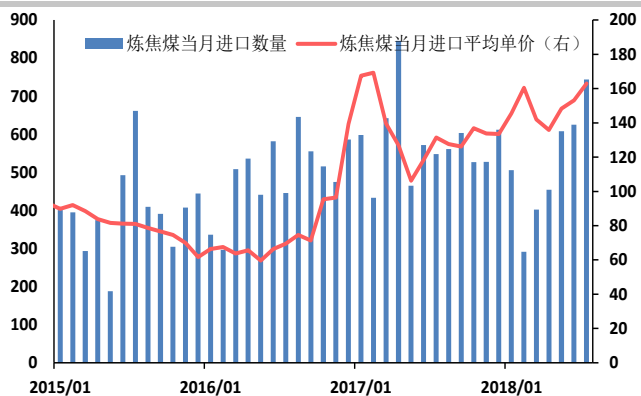
图 10: 我国炼焦煤月度产量 单位:万吨



资料来源: Wind 华泰期货研究院

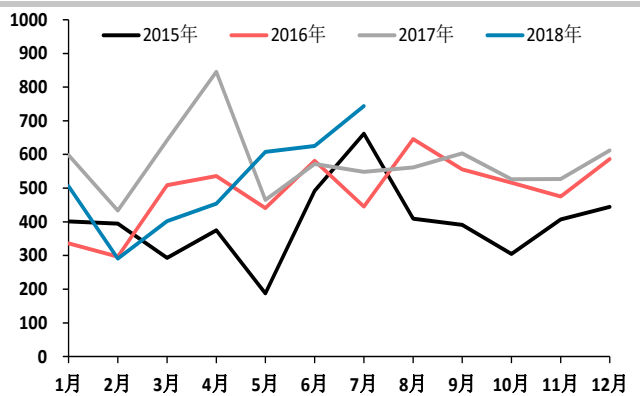
图 11: 炼焦煤当月进口量及平均单价

单位: 万吨, 美元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 我国炼焦煤进口量 单位: 万吨



资料来源: Wind 华泰期货研究院

三、煤焦需求

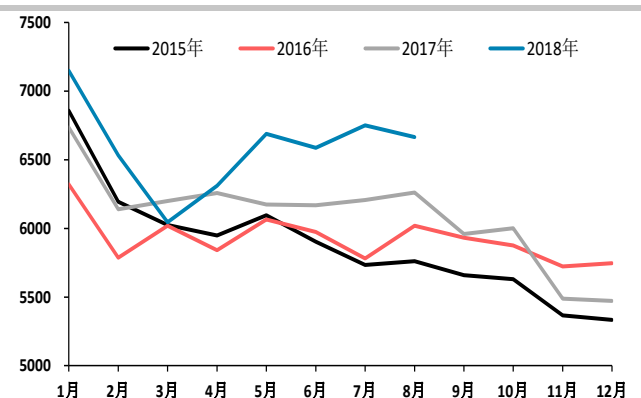
1、明确禁止“一刀切”，焦炭需求有所保证

据统计数据显示，2018年8月我国生铁产量6666万吨，同比持平；8月生铁日均产量215.0万吨，较7月日均产量低2.79万吨。1-8月生铁产量51227万吨，同比增长0.8%。三季度铁水产量较二季度呈持续增长趋势。三季度环保发力，7月下旬至8月底全国钢厂高

炉开工率大幅下滑，生铁产量达年内高点后小幅下滑。与去年相比，今年钢厂普遍不要求按一定比例减产，焦炭需求或将有所支撑。

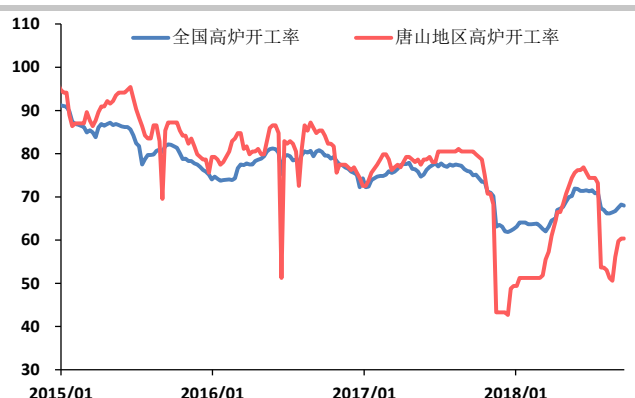
综合来看，8月以来，环保组进入各省，停限产不断，萍钢全面停产，唐山丰南地区加大限产力度，限产量改为50%，并禁止闷炉代替停炉。安阳市降低转炉高炉开工时间8小时。但进入9月，下游钢厂限产逐步放松，9月16日唐山市印发《唐山市重点行业秋冬季差异化错峰生产绩效评价指导意见》，差异化限产将贯穿整个供暖限产季，达标钢厂将不予限产，环保预期稍有放松。9月21日，临汾第二批钢厂停产20天，涉及生铁产量11万吨。近期限产力度放开，唐山钢厂高炉开工率也从8月下旬最低的50.61%逐渐回升至60.37%。同时，环保限产力度的放松导致焦炭需求得到保证，焦炭盘面也在回调将近500点左右后企稳。近期环保政策频发，即将步入冬季限产，虽然禁止“一刀切”的明确使得焦炭需求有所保证，但仍需关注下游钢厂限产情况。

图 13: 我国生铁月度产量图 单位: 万吨



数据来源: 中国煤炭资源网 华泰期货研究院

图 14: 全国及唐山高炉开工率 单位: 万吨, %



资料来源: 中国煤炭资源网 华泰期货研究院

2、焦企限产放松，焦煤需求大幅上升

8月20日中央环保督查小组入驻山西，环保回头看全面启动，吕梁大部分焦企限产30%-40%，晋中部分焦企限产50%，徐州地区焦企再次闷炉，武安市焦炉出焦时间延长至48小时，都进一步缩减焦煤需求。进入9月，随着焦企限产小幅放松，且焦化利润仍处高位，下游部分洗煤厂和焦化厂采购积极，焦煤需求大幅上升。四季度采暖限产，焦企差异化限产对焦煤需求有一定支撑。

四、煤焦库存

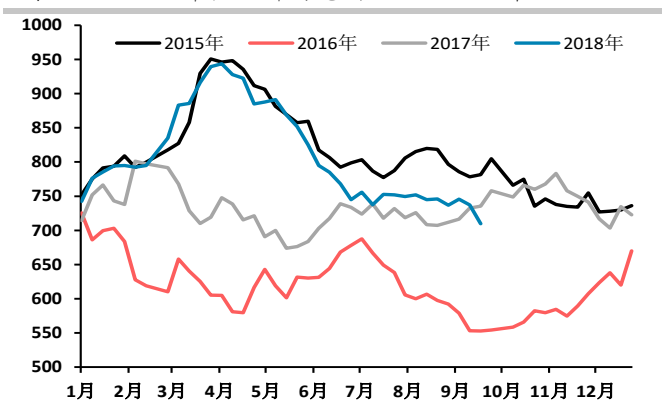
1、限产放松，焦炭库存大幅下滑

上周焦炭四大港口库存减少 24.2 万吨至 272 万吨，国内样本钢厂焦炭库存减少 0.04 万吨至 411.71 万吨，独立焦化厂焦炭库存减少 3.05 万吨至 26.05 万吨，整体焦炭库存减少 27.29 万吨至 709.76 万吨。

随着二季度焦炭库存的大幅下滑，进入 7 月份，焦炭库存回落至年内低位，叠加超强环保预期，焦炭盘面价格快速拉涨，短期涨幅将近 800 点。贸易商囤货惜售，港口库存随之上升，投机需求大幅增加，又进一步推动市场看涨情绪。8 月下旬，环保力度逐渐减弱，期现同时达到年内高点后，盘面率先回落，截至 21 日收盘，主流现货市场完成第二轮提降，期现价格基本处于平水状态。三季度焦炭各环节库存基本持稳略有降幅，但库存结构却是引发此轮暴涨的核心因素，焦企库存的低位推升盘面大幅拉涨，环保限产压制焦炭供给，但库存并未合理转移至下游钢厂，而是被贸易商囤积至港口，导致供给的再次缩减，钢厂一再面临原料短缺的局面，盘面价格创出上市新高。目前，环保限产力度稍显不足，短期内焦炭供应小幅宽松，库存结构也小幅改善，港口库存快速下滑而钢厂焦炭库存小幅增长，同时盘面价格回调修正前期超额预期，焦炭盘面筑底完成，回归合理价格区间。

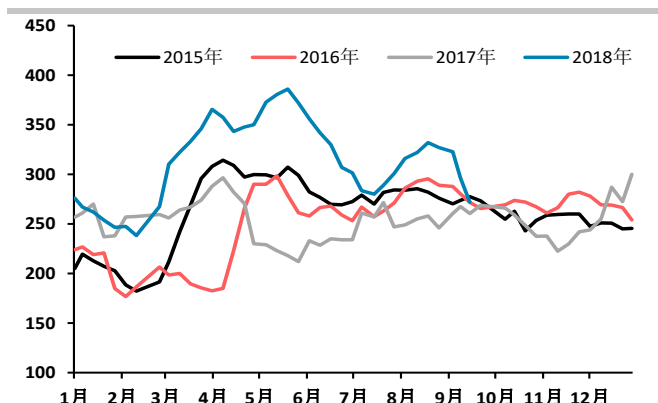
预期四季度焦炭依旧处于供给紧张状态，但临近 10 月唐山限产，限产政策扰动较多，采暖季错峰生产影响下游钢厂。此外，限产政策明确禁止“一刀切”，差异化限产措施将促使限产力度有所减弱，且目前成材库存较低，钢厂仍有一定补库需求，届时焦炭需求仍有一定程度的增量，从而四季度焦炭将维持震荡偏强的格局。

图 15：各环节焦炭库存总计 单位：万吨



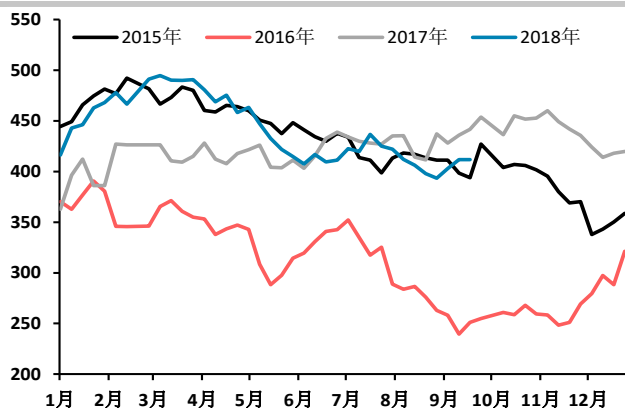
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16：港口焦炭库存 单位：万吨



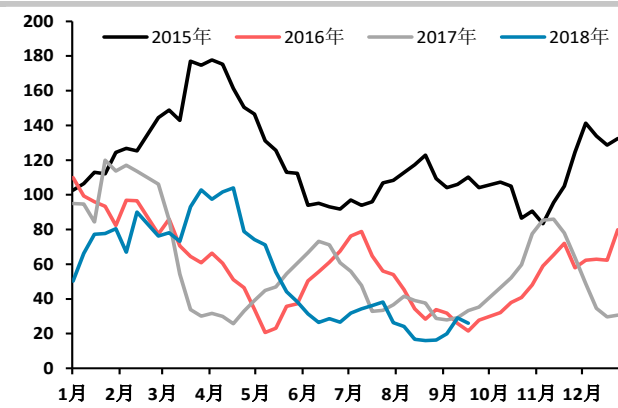
资料来源：Wind 华泰期货研究院

图 17: 国内样本钢厂焦炭库存 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 独立焦化厂焦炭库存 单位: 万吨



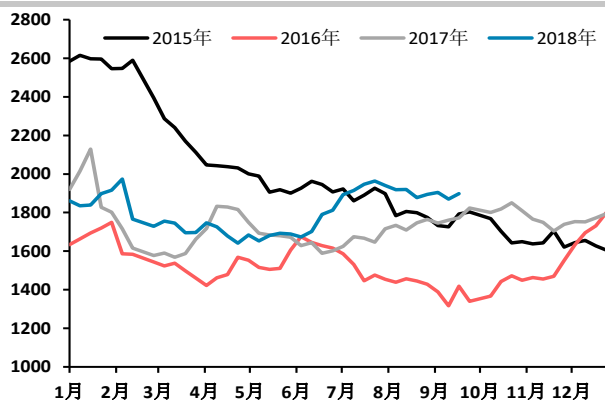
资料来源: Wind 华泰期货研究院

2、 库存改善，炼焦煤库存微增

上周港口炼焦煤库存减少 0.78 万吨至 357.66 万吨，国内样本钢厂炼焦煤库存增加 9.5 万吨至 749.39 万吨，独立焦化厂炼焦煤库存增加 18.66 万吨至 790.6 万吨，整体炼焦煤库存增加 27.38 万吨至 1897.65 万吨。

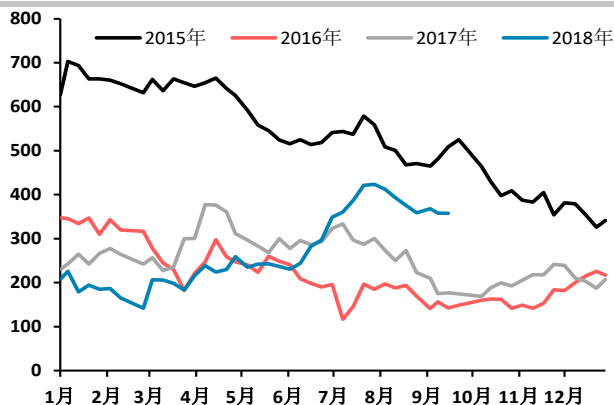
7 月以来，环保限产导致山西柳林、临汾地区部分煤矿以及洗煤厂大面积关停，焦煤供给不断紧缩，同时焦化利润的大幅扩张使得焦煤需求不断增加，尤其在环保标准限制下，低硫主焦煤需求大幅增加，下游焦企采购积极性较高。8 月焦炭价格涨至新高，炼焦利润进一步扩大，焦企有意增加炼焦煤库存量，但山西省内限制柴油车通行，运力大幅降低，煤矿安全检查都导致焦企订单出现延迟，进一步加剧焦煤供给紧张局面。低硫煤资源价格大幅上涨，此外，柳林主要煤矿的停产也促使高硫煤价上涨。目前焦煤库存结构逐渐改善，为适应环保要求，增加低硫焦煤库存。预期四季度供暖季错峰限产将影响焦企开工，进而压缩焦煤需求，焦煤价格或将震荡偏弱运行。

图 19: 各环节炼焦煤库存总计 单位: 万吨



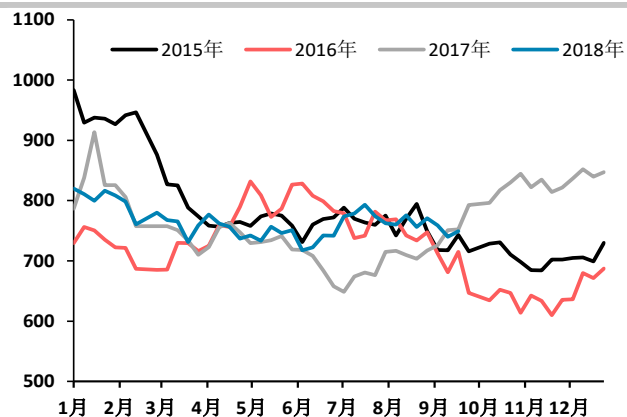
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 港口炼焦煤库存 单位: 万吨



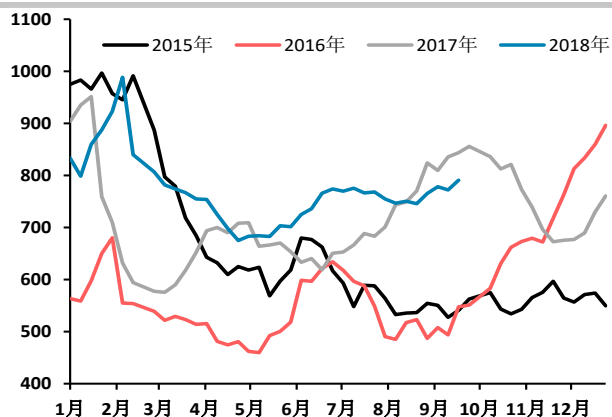
资料来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 国内样本钢厂炼焦煤库存 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 独立焦化厂炼焦煤库存 单位: 万吨



资料来源: Wind 华泰期货研究院

五、后市展望

三季度环保限产呈先严后松格局。焦炭方面，经过对前期超额预期修正后，盘面价格止跌企稳，筑底完成，预期现货完成第三轮提降后企稳。四季度进入采暖错峰限产，官方明确禁止“一刀切”现象发生，达到环保标准的钢厂及焦化厂将不予限产，环保预期稍显不足，焦炭需求得到保证。近期环保逐渐放开，焦企开工小幅回升，库存虽有所回升但部分钢厂复产，对焦炭有一定程度的刚性需求，上周焦炭库存再次大幅下降。另一方面，随焦价大幅下滑，投机需求减少，港口库存快速下滑，库存结构改善，为焦价再次上攻提供动力。进入采暖季，再次面临焦化行业限产，但短期焦炭库存低位仍对焦价有所支撑；而长期来看，焦价依附成材走势，需密切关注下游成材走势，在钢价强势前提下，焦价将维持震荡偏强格局。

四季度策略：

焦炭有望呈现先涨后跌的走势，成材的上涨时间和高度决定焦炭整体价格走势。焦煤：现货焦煤有望保持相对强势，但高度受焦化限产制约，高度有限。套利方面：无。

风险点：

中美贸易战升级引发系统性风险，汾渭平原蓝天保卫战环保检查力度，唐山限产力度放松，下游成材需求增长不及预期。

表格 1: 2018 年预估焦炭月度平衡表

月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月E	10月E	11月E	12月E	年度同比增长
焦炭产量	3531	3200	3557	3672	3648	3613.2	3551	3670	3700	3700	3700	3750	-0.10%
焦炭出口数量	69	65	94	81	84	96	82	78	70	80	90	100	11.00%
焦炭消费量	3690	3280	3714	3873	3850	4188	4292	4243	3700	3650	3450	3450	-0.25%
月度库存	-228	-145	-251	-283	-286	-671	-823	-651	-70	-30	160	200	-6.40%
库存使用比	-6.19%	-4.41%	-6.77%	-7.30%	-7.43%	-16.02%	-19.18%	-15.34%	-1.89%	-0.82%	4.64%	5.80%	-

资料来源: 华泰期货研究院

表格 2: 2018 年预估炼焦煤月度平衡表

月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月E	9月E	10月E	11月E	12月E	年度同比增长
精煤产量	3494	3100	3738	3734	3665	3759	3588	3700	3650	3750	3750	3850	-1.25%
焦炭产量	3531	2973	3557	3672	3648	3613	3551	3670	3700	3700	3700	3750	-0.10%
精煤消费量	3945	3573	3947	4222	4236	4163	4218	4200	4137	4150	4150	4250	-0.02%
焦煤进口量	506	420	402	454	608	615	739	600	600	600	600	650	-0.20%
月度库存	54	-53	193	-34	37	211	109	100	113	200	200	250	16.20%

资料来源: 华泰期货研究院

● 免責聲明

此報告並非針對或意圖送發給或為任何就送發、發布、可得到或使用此報告而使华泰期貨有限公司違反當地的法律或法規或可致使华泰期貨有限公司受制於的法律或法規的任何地區、國家或其它管轄區域的公民或居民。除非另有顯示，否則所有此報告中的材料的版權均屬华泰期貨有限公司。未經华泰期貨有限公司事先書面授權下，不得更改或以任何方式發送、復印此報告的材料、內容或其復印本予任何其它人。所有於此報告中使用的商標、服務標記及標記均為华泰期貨有限公司的商標、服務標記及標記。

此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用。此報告的內容並不構成對任何人的投資建議，而华泰期貨有限公司不會因接收人收到此報告而視他們為其客戶。

此報告所載資料的來源及觀點的出處皆被华泰期貨有限公司認為可靠，但华泰期貨有限公司不能擔保其準確性或完整性，而华泰期貨有限公司不對因使用此報告的材料而引致的損失而負任何責任。並不能依靠此報告以取代行使獨立判斷。华泰期貨有限公司可發出其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。本報告及該等報告反映編寫分析員的不同設想、見解及分析方法。為免生疑，本報告所載的觀點並不代表华泰期貨有限公司，或任何其附屬或聯營公司的立場。

此報告中所指的投資及服務可能不適合閣下，我們建議閣下如有任何疑問應諮詢獨立投資顧問。此報告並不構成投資、法律、會計或稅務建議或擔保任何投資或策略適合或切合閣下個別情況。此報告並不構成給予閣下私人諮詢建議。

华泰期貨有限公司2018版權所有。保留一切權利。

● 公司總部

地址：廣東省廣州市越秀區東風東路761號麗豐大廈20層、29層04單元

電話：400-6280-888

網址：www.htfc.com