



金瑞期货  
JINRUI FUTURES

江铜集团

# 金瑞期货煤炭 2019 年半年报告

## ——煤焦弱势为主，动力煤待时而动

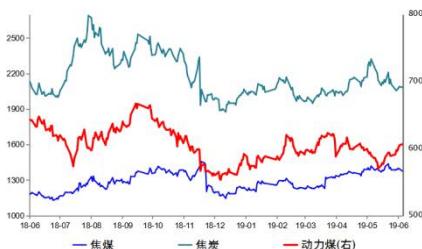
2019 年 6 月 27 日

金瑞网站 : [www.jrqh.com.cn](http://www.jrqh.com.cn)

客服热线 : 400-888-8208

### 核心观点 :

#### 行情回顾



资料来源：Wind, 金瑞期货

#### 相关研究

#### 金瑞期货研究所

研究员：王方超

从业资格号：F3056892

电话：0755-83679661

邮箱：wangfangchao@jrqh.com.cn

研究员：卓桂秋

从业资格号：F3006632

投资咨询号：Z0010839

邮箱：zhuoguiqiu@jrqh.com.cn

- 二季度环保对焦企限产影响有限，而下半年焦煤价格将维持偏弱格局。上半年环保政策频现，唐山、临汾等地对非采暖季焦化行业限产做出了详细规定，但据实际数据看，焦煤需求并未受到较大影响，焦炉产能利用率持续高位运行，焦煤需求旺盛。近期需求端螺纹消费见顶回落，唐山 7 月钢企、焦企环保加码，多重因素都对焦煤需求产生不利影响，下半年焦煤价格将维持偏弱格局，预计京唐港主焦煤库提价（山西产）价格波动区间 1700-1800 元/吨。
- 二季度焦企利润先抑后扬，下半年焦价弱势震荡。3 月份起焦企产能利用率持续高位徘徊，供给较为宽松。4 月份，山西、河北、山东等地执行的非采暖季钢企环保限产政策效果较弱，全国钢厂平均产能利用率维持高位，远高于限产预期。强劲的需求快速完成焦企去库存，钢材持续的高消费引发焦价连涨超 300 元/吨，利润大为改观。而 5 月地产数据有所走弱，并有延续趋弱的可能，焦企未来需求转弱。环保政策也成为主导供需的另一因素，22 日发布的唐山钢企限产政策，预计减少焦炭需求超 200 万吨，将给焦价带来较大冲击。在焦价有利情况下的测算结果显示，三季度若山西环保收紧会短期提振焦价。总之，在下半年整体需求收缩影响下，预计焦价中枢呈弱势震荡格局，随着三季度基建项目推进及钢企限产边际放松，叠加焦企环保限产影响，三季度中后期焦价或有反弹，预计吕梁准一级冶金焦出厂价波动区间 1730-2000 元/吨，策略上以区间操作为主。
- 动力煤整体供给较稳定，二季度需求持续疲软，消费旺季或逐步走强。2019 年 1-5 月份全国原煤产量 14.2 亿吨，同比增加 0.9%，维持较稳定增长；期间进口煤及褐煤 1.27 亿吨，同比增加 6.1%，整体供给较稳定。19 年大概率实行进口平控政策，未来煤炭进口较为平稳。年初以来，水电产量持续增加，不断挤压火电空间，6 月份之后，多省水泥企业开始错峰生产，导致动力煤需求再度下行。而随着夏季电煤消费旺季来临，煤炭消费将呈现回升态势，预计三季度火电产量 14100 亿千瓦时，同比增加或达 9%。动力煤耗高点将出现在 8 月份，当前高库存情况下，电厂短期内不急于采购，而近期南方持续性降雨也将延阻煤耗回升，待降雨减少后，随着气温回升，煤价或将温和缓步上涨。预计秦皇岛动力煤 Q5500 价格运行区间 580 元/吨-620 元/吨。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 目录

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| <b>图表目录.....</b>            | <b>3</b>  |
| <b>一、 焦煤焦炭.....</b>         | <b>5</b>  |
| 1.1 煤焦市场回顾.....             | 5         |
| 1.2 焦煤供给整体稳定.....           | 6         |
| 1.3 二季度环保影响有限，焦煤需求旺盛.....   | 6         |
| 1.4 下半年焦煤价格维持偏弱格局.....      | 8         |
| 1.5 焦炭供给延续宽松.....           | 8         |
| 1.6 二季度焦炭需求强劲.....          | 9         |
| 1.7 下半年焦炭弱势震荡.....          | 11        |
| <b>二、 动力煤.....</b>          | <b>14</b> |
| 2.1 动力煤市场回顾.....            | 14        |
| 2.2 陕西原煤减量明显，全国原煤产量较稳定..... | 14        |
| 2.3 二季度动力煤需求持续疲软.....       | 16        |
| 2.4 动力煤或逐步走强.....           | 17        |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1 : 煤焦主力合约、比价走势.....              | 5  |
| 图 2 : 主产地主焦煤价格 (元/吨) .....          | 5  |
| 图 3 : 天津港一级冶金焦 (山西) 平仓价 (元/吨) ..... | 5  |
| 图 4 : 临汾一级冶金焦车板价 (元/吨) .....        | 5  |
| 图 5 : 焦煤产量较为稳定.....                 | 6  |
| 图 6 : 3-4 月进口焦煤大幅反弹.....            | 6  |
| 图 7 : 六港合计炼焦煤库存破 15 年高点.....        | 7  |
| 图 8 : 全国焦化吨焦利润连涨超 300 元/吨.....      | 7  |
| 图 9 : 炼焦煤库存合计 (万吨) .....            | 7  |
| 图 10 : 炼焦煤煤矿库存低位徘徊 (万吨) .....       | 7  |
| 图 11 : 焦炭产量连创新高 (万吨) .....          | 8  |
| 图 12 : 独立焦化厂库存维持低位 (万吨) .....       | 8  |
| 图 13 : 四港合计焦炭库存高位波动 (万吨) .....      | 9  |
| 图 14 : 样本钢厂焦炭库存探底回升 (万吨) .....      | 9  |
| 图 15 : 全国建材钢厂螺纹钢周产量 (万吨) .....      | 10 |
| 图 16 : 全国钢厂高炉产能利用率.....             | 10 |
| 图 17 : 焦炭出口量 (万吨) .....             | 10 |
| 图 18 : 生铁产量高速增长.....                | 10 |
| 图 19 : 房屋新开工、施工面积等累计同比.....         | 11 |
| 图 20 : 螺纹社库与钢厂库存合计 (万吨) .....       | 11 |
| 图 21 : 螺纹周度表观消费 (万吨) .....          | 11 |
| 图 22 : 钢焦毛利润量 (元/吨) .....           | 11 |
| 图 23 : 汾渭七市 AQI 与山西焦炭产量累计增速走势.....  | 12 |
| 图 24 : 汾渭七市 AQI 走势.....             | 12 |
| 图 25 : 动力煤主产地坑口价 (元/吨) .....        | 14 |
| 图 26 : 动力煤主力合约、基差.....              | 14 |
| 图 27 : 全国原煤产量 (万吨) .....            | 15 |
| 图 28 : 煤及褐煤进口量 (万吨) .....           | 15 |
| 图 29 : 动力煤进口价差 (元/吨) .....          | 15 |
| 图 30 : 北方四港煤炭库存 (万吨) .....          | 15 |
| 图 31 : 六大电厂库存 (万吨) .....            | 16 |
| 图 32 : 秦皇岛煤炭库存 (万吨) .....           | 16 |
| 图 33 : 六大电厂日均耗煤 (万吨) .....          | 16 |
| 图 34 : 六大电厂煤炭库存可用天数.....            | 16 |
| 图 35 : 秦皇岛港锚地船舶数 (艘) .....          | 17 |
| 图 36 : 黄骅港锚地船舶数 (艘) .....           | 17 |
| 图 37 : 水电、火电及电力消费累计同比.....          | 17 |
| 图 38 : 全社会用电量 (亿千瓦时) .....          | 17 |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 表 1 : 焦煤平衡表 (万吨) .....       | 8  |
| 表 2 : 环保对焦炭供需影响测算 (万吨) ..... | 13 |
| 表 3 : 焦炭平衡表 (万吨) .....       | 13 |
| 表 4 : 动力煤平衡表 (万吨) .....      | 18 |

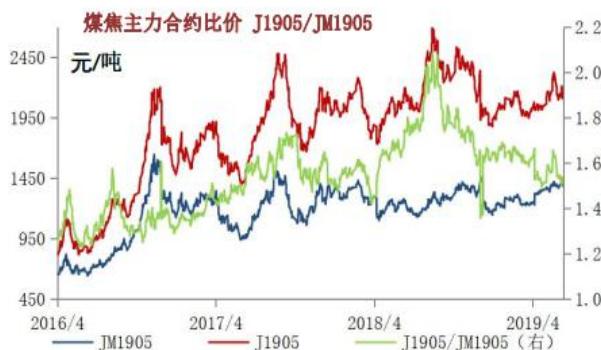
## 一、焦煤焦炭

### 1.1 煤焦市场回顾

上半年，焦炭期货价格自1月初的1870元/吨左右，震荡上行至3月1日的2160元/吨左右，进入三月份后，唐山邯郸等地的钢厂限产而且钢厂高炉检修增多，焦炭需求转弱，价格受到打压，连续进行两轮降价，焦价下滑至1960元/吨的低位。4月中旬起，下游需求恢复后焦价持续反弹，同时，环保督察组通报山西焦化行业整治不力，山西焦化行业整治预期高涨，焦价一度飙涨至2321元/吨的高位，此后，市场情绪缓解，以及山西限产力度不及预期因素影响，焦价得以回调至2150元/吨左右。

上半年焦煤期货价格从1月初1100元/吨缓慢上涨，年初焦煤的上涨受神木矿难及澳煤进口限制的影响，神木矿难后山西省加强对冲击地压、高瓦斯、采深超千米等高风险煤矿监察，安检形势严峻，供给受到一定限制。3月份焦炭需求减弱，煤价承压小幅下行。4月初下游需求逐步开始恢复，受焦价带动影响，开始持续上行后价格维持在1400元/吨左右的高位。

图 1：煤焦主力合约、比价走势



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 2：主产地主焦煤价格（元/吨）



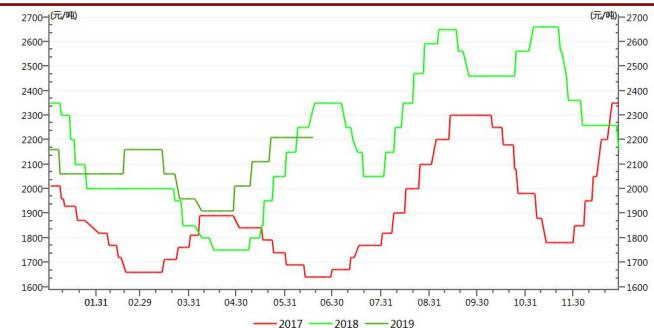
资料来源：Wind, 金瑞期货

图 3：天津港一级冶金焦（山西）平仓价（元/吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 4：临汾一级冶金焦车板价（元/吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

## 1.2 焦煤供给整体稳定

2019年初以来，煤矿事故频发，山西、陕西、内蒙等煤炭主产区安监力度不断升级，对焦煤供给产生有所限制，但整体焦煤产量与2018年同期水平相当。19年1-4月焦煤产量为14417万吨，同比增加3.4%，供给较为宽松。

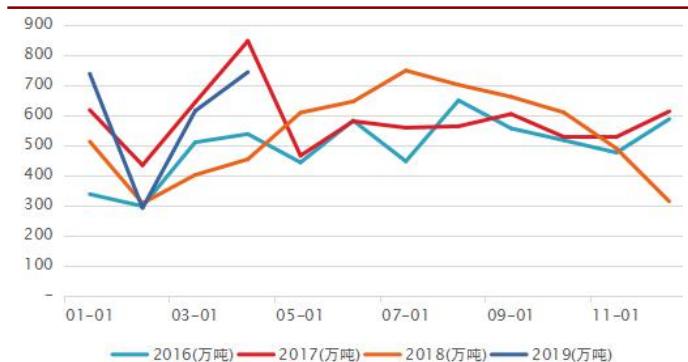
进口煤方面，2月初，网传消息称因配额问题，北方港口严控澳洲进口焦煤，只允许卸货不给通关放行。此后有消息称大连海关监管的五个港口大连、鲅鱼圈等不允许澳洲煤炭清关，华北、华东、南方港口等有不同程度限制澳煤进口，进口焦煤大幅下滑，2019年2月焦煤进口737万吨，环比下滑60.5%，此后澳煤通关时间延长一直延续。由于国内焦煤需求旺盛，叠加澳煤等进口煤的价格优势，19年3-4月份进口焦煤量大幅反弹，实际累计焦煤进口量整体并未减少，19年1-4月进口焦煤2384万吨，较18年同期增加713万吨，同比增42.6%，由18年1-4月份进口焦煤基数较低所致。

图 5：焦煤产量较为稳定



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 6：3-4月进口焦煤大幅反弹



资料来源：Wind, 金瑞期货

## 1.3 二季度环保影响有限，焦煤需求旺盛

上半年环保政策频现。山西临汾4月15日-10月31日对重点企业实施春夏季重点管控；4月唐山发布了《唐山市重点行业2019年第二至第三季度错峰生产实施方案》，对非采暖季期间焦化、钢铁行业限产做出了详细规定。但据跟踪数据看，焦煤需求并未受到较大影响。期间，焦炉产能利用率持续高位运行，自年初的76.4%不断增加至2月中旬的81.8%，年后继续维持在80%以上，截至目前5-6月平均产能利用率81.2%，需求强劲。

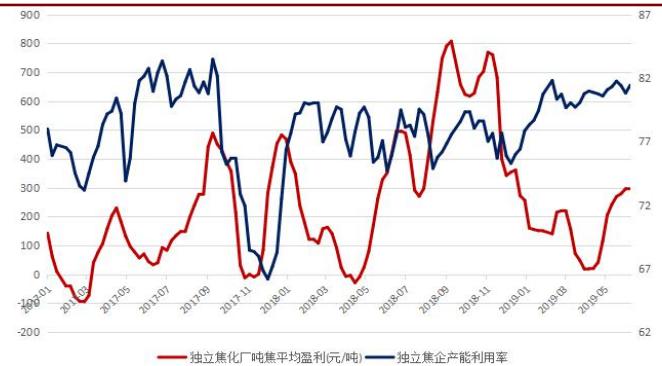
焦企利润先抑后扬。2月底，由于前期部分钢厂库存偏低，叠加天气影响，道路运输不畅，焦炭有一轮涨价，但进入3月份后，受钢企利润下滑及需求偏弱的影响，焦价连续提降两轮，河北、山西等地区多数降价200元/吨左右。4月初，受增值税税率下调影响，多数地区执行焦价第三轮提降约50元/吨左右。4月下旬起，下游需求回暖，高炉产能利用率持续回升，焦价连续三轮轮提涨，累计提涨300元/吨。

图 7：六港合计炼焦煤库存破 15 年高点



资料来源：Wind, 金瑞期货

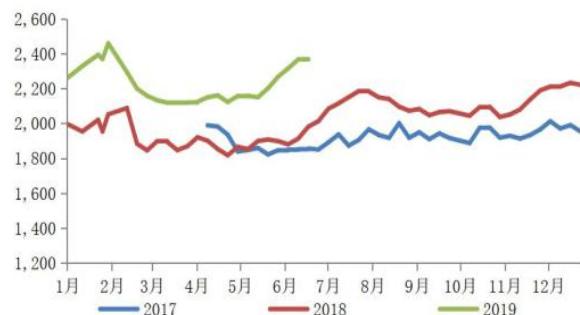
图 8：全国焦化吨焦利润连涨超 300 元/吨



资料来源：Wind, 金瑞期货

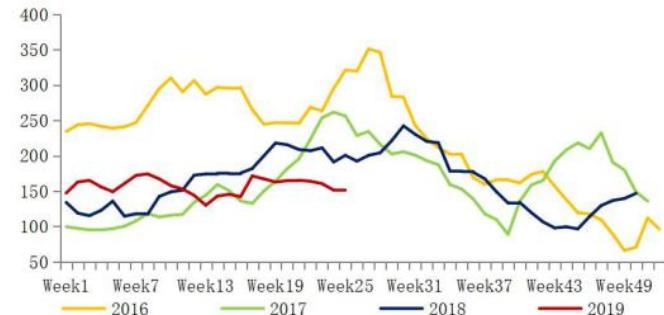
6月中旬，全国焦企利润 300 元/吨左右，而下游螺纹受原料涨价影响，利润不断下滑至 250 元/吨左右，在当前铁矿石强势的情况下，焦炭成为打击首选目标。钢企提降焦价 100 元/吨后，部分焦企考虑自身库存积累及出货放缓原因，已落实降价。而河北等部分焦企提涨 100 元/吨，涨跌互现，博弈激烈。截止 23 日，天津、山西临汾、长治等地已落实二级冶金焦降价 100 元/吨。

图 9：炼焦煤库存合计（万吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 10：炼焦煤煤矿库存低位徘徊（万吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

截至 6 月 14 日，炼焦煤煤矿库存 152 万吨，较上季度末减少 38 万吨，库存持续低位徘徊，得益于焦炭的旺盛需求，销售顺畅。下游钢厂及焦化厂自年初以来持续去库存，但在 5 月下旬起开始小幅累库。同时，六港合计库存也不断累积至 558 万吨的历史高位，炼焦煤库存合计 2370 万吨，较上季度末增加超 150 万吨，高库存的存在对焦煤长期价格形成压制。

#### 1.4 下半年焦煤价格维持偏弱格局

从产量上看，19 年 1-4 月焦煤产量为 14417 万吨，同比增加 3.4%，总体焦煤供给较为稳定，受安检影响较小。进口焦煤方面，澳煤进口仍未放松，进口通关时间仍在 40 天

左右，当前中澳关系未有明显变化，预计进口政策将延续收紧现状，全年料将继续执行进口煤平控政策，因此下半年煤炭供给端矛盾对价格影响较小。

库存方面，焦煤煤矿库存尚处在低位阶段，一定程度上对煤价有所支撑。而需求端的钢厂焦化厂库存开始累积，且高于历年均值水平，短期对焦煤采购积极性减弱，主要港口库存由于出口减弱等因素也持续累库，焦煤总库存位居近三年历史高位，对煤价上涨形成利空。

需求端，近期唐山钢企开始限产，执行时间6月底至7月31日，限产力度大，大部分钢企限产达50%，据测算影响焦炭需求量超200万吨，短期焦炭消费受到限制，焦煤或跟随焦价震荡下行。同时，山西部分地区空气质量较差，焦企限产预期不断加强，山西三季度环保亦有再度收紧可能，多重因素都将对焦煤下游的需求产生不利影响。

焦煤供给端扰动较小，焦煤总库存高企短期难改变，下游需求大概率受限，焦煤煤价或将弱势震荡。预计京唐港主焦煤库提价（山西产）价格波动区间1800-1700元/吨。

**表 1：焦煤平衡表（万吨）**

|       | 201901 | 201902 | 201903 | 201904 | 201905E | 201906E | 201907E | 201908E | 201909E | 201910E | 201911E | 201912E |
|-------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 炼焦煤产量 | 3735   | 3028   | 3849   | 3805   | 3800    | 3800    | 3850    | 3880    | 3850    | 3800    | 3750    | 3700    |
| 炼焦煤进口 | 737    | 291    | 614    | 743    | 700     | 600     | 600     | 650     | 600     | 550     | 500     | 450     |
| 炼焦煤出口 | 19     | 13     | 17     | 20     | 3       | 8       | 3       | 5       | 6       | 5       | 8       | 3       |
| 炼焦煤供应 | 4453   | 3306   | 4446   | 4527   | 4497    | 4392    | 4447    | 4525    | 4444    | 4345    | 4242    | 4147    |
| 焦炭产量  | 3695   | 3695   | 3810   | 3899   | 4016    | 3900    | 3800    | 3800    | 3720    | 3650    | 3550    | 3500    |
| 炼焦煤需求 | 4367   | 4367   | 4503   | 4609   | 4747    | 4610    | 4492    | 4492    | 4397    | 4314    | 4196    | 4137    |
| 炼焦煤平衡 | 86     | -1061  | -57    | -81    | -250    | -218    | -45     | 33      | 47      | 31      | 46      | 10      |

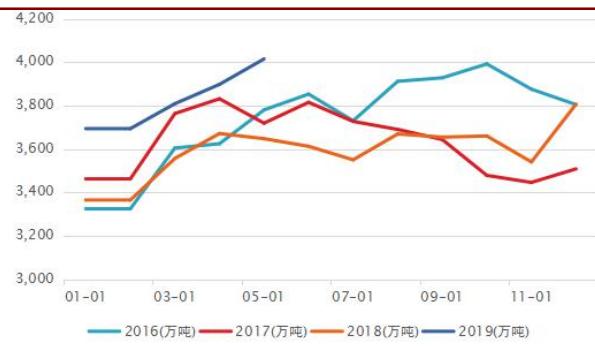
资料来源：Wind，金瑞期货

## 1.5 焦炭供给延续宽松

受益于下游钢厂焦炭需求的增加及环保限产较弱，本季度焦炭产量快速增加，5月产量达到4016万吨的历史高位，1-5月累计焦炭产量19114万吨，同比增加1505万吨或8.5%，产量为近四年高位。

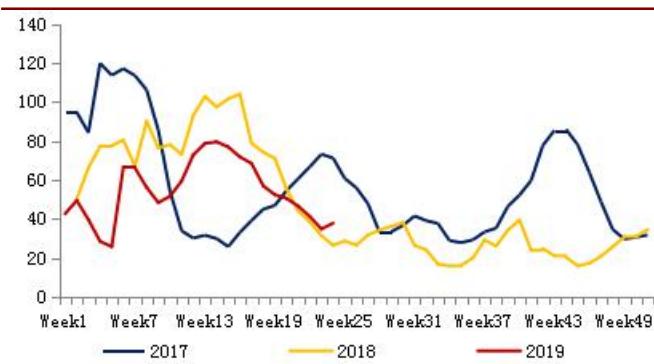
山西、河北等地环保限产政策对焦炭供给影响有限，焦炉产能利用率持续高位运行，目前5-6月平均产能利用率为81.2%，高于18年的76.8%，供给持续宽松。

**图 11：焦炭产量连创新高（万吨）**



资料来源：Wind，金瑞期货

**图 12：独立焦化厂库存维持低位（万吨）**



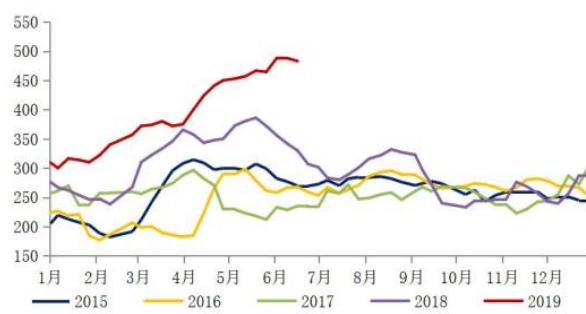
资料来源：Wind，金瑞期货

一季度初，钢厂补库存，焦企库存转移至下游港口及钢厂。2月中旬，北方地区由于天气原因运输受阻，钢厂短暂被动去库存，除此外，由于钢厂采购放缓及焦化厂高产能利用率运行，导致独立焦化厂整体库存维持增长状态，季度末库存合计78.7万吨，比期初增加36万吨，整体位于高位。期间港口库存持续增加至375万吨，增加65.5万吨，高于历年水平。

二季度，受钢厂需求强劲影响，独立焦企焦炭库存自4月初持续去库，维持低库存，也为焦价提涨提供了必要条件。6月4日，独立焦企库存34.8万吨，较前期高位累计下滑44.7万吨，直到6月14日，钢企需求有所转弱后，库存小幅反弹至37.7万吨，但仍处低位。

同时，样本钢厂库存自4月初开始，随着下游需求的回暖，去库持续进行至5月底的440万吨，因季节性原因需求转弱后库存反弹至6月14日的448万吨。而四港合计焦炭库存自年初来持续累库，截至6月14日库存483万吨，略有松动，但高于近三年均值120万吨以上。下游显示累库迹象，港口库存高位波动，焦价反弹受到限制。

图 13：四港合计焦炭库存高位波动（万吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 14：样本钢厂焦炭库存探底回升（万吨）

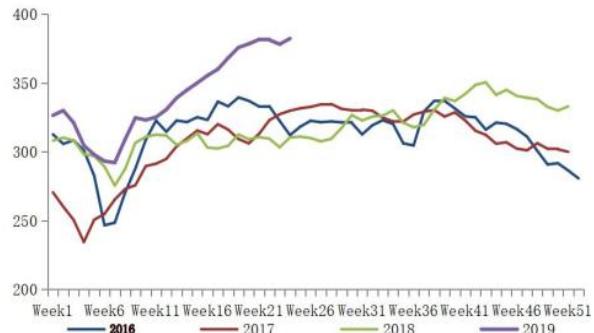


资料来源：Wind, 金瑞期货

## 1.6 二季度焦炭需求强劲

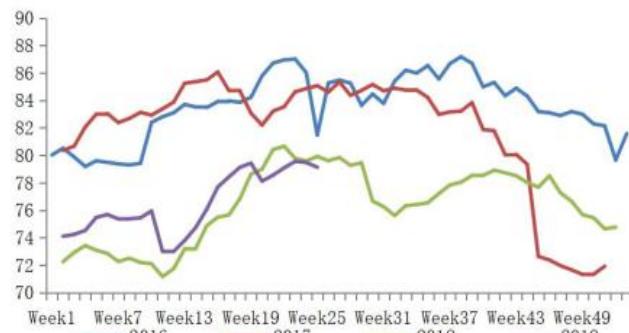
一季度全国样本钢厂产能利用率缓步增加，最高达到75.9%，同比有较大幅度提升。3月初，河北邯郸、唐山等地环保限产力度加强，部分钢厂进行检修，导致开工率大幅下滑至72.99%，焦炭需求减缓，同时钢厂进行一轮焦炭价格提降100元/吨左右。至3月中旬后，随着采暖季结束天气好转，唐山、徐州等地先后解除重污染天气预警，产能利用率开始回升。4月份开始，山西、河北、山东等地陆续发布非采暖季钢焦环保限产要求，但据实际产量及高炉产能利用率看，限产不及预期，5月份以来全国平均产能利用率79%，远高于限产预期，需求强劲，但略低于去年同期0.7pct。

图 15：全国建材钢厂螺纹钢周产量（万吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 16：全国钢厂高炉产能利用率



资料来源：Wind, 金瑞期货

从下游螺纹钢产量来看，随着年后复工，周产量持续攀升，期间受到唐山等地限产影响，产量增幅短暂趋缓，总体看产量水平高于历年同期，而同期螺纹总库存持续去化，反映了下游的旺盛需求，在此影响下，焦炭需求强劲，供不应求，价格更是三连涨。

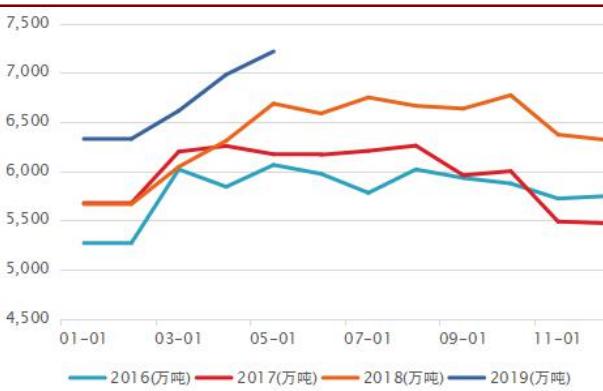
19 年 1-5 月生铁产量 33477 万吨，同比增加 10.2%，同比上期收窄 1.5pct，为近四年高位。焦炭出口方面，19 年 1-5 月出口焦炭 346.9 万吨，同比减少 11.7%，焦炭出口量占比国内焦炭产量较小，出口变化对焦炭总需求影响较小。

图 17：焦炭出口量（万吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 18：生铁产量高速增长



资料来源：Wind, 金瑞期货

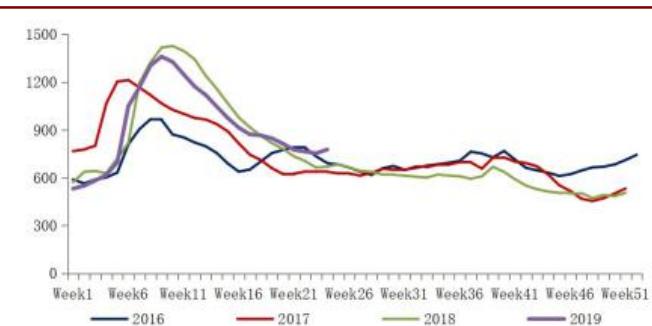
## 1.7 下半年焦炭弱势震荡

5 月房地产数据走弱，基建或有支撑。19 年 1-5 月，房地产投资累计同比+11.2%，增速较前值回落 0.7pct；房屋施工面积累计同比+8.8%，持平前值；房地产销售面积累计同比-1.6%，相比上期跌幅扩大 1.3pct；新开工面积累计同比+10.5%，相比上期减少 2.6pct。房屋新开工面积的下降，将逐步传导至房地产施工环节，拖累地产用钢需求，从而一定程度削弱焦炭远期需求预期。

第三季度预计将有约 1.3 万亿专项债推向市场，近期有关部门发文称地方专项债可以补充重大项目资本金，进一步撬动资本市场，下半年基建或将发挥一定托底作用，支撑力度受专项债政策执行宽松情况影响，尚需进一步确认，长期看基建对焦价有一定支撑。

**图 19：房屋新开工、施工面积等累计同比**

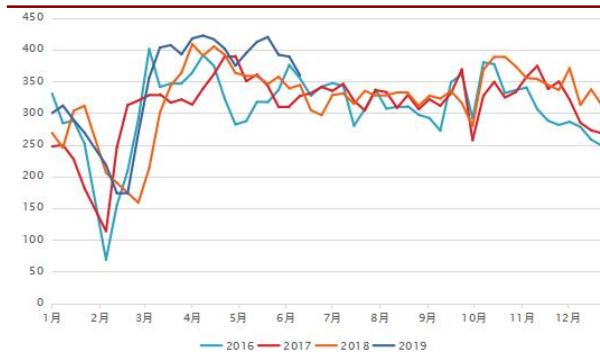

资料来源：Wind, 金瑞期货

**图 20：螺纹社库与钢厂库存合计（万吨）**


资料来源：Wind, 金瑞期货

**下游消费边际转弱，螺纹或延续累库。**二季度螺纹产量高速增长，表观消费强劲，但截至 6 月 14 日数据，总库存去化速度减缓，开始累库，消费显示转弱迹象，当前螺纹周度表观消费 359 万吨，连续两周下滑，按照目前下滑趋势，月底前可达近年年均消费水平，此后三季度螺纹消费将以小幅波动为主。目前库存水平已达 776 万吨，高于近年平均水平，而在当前环保限产偏弱，高炉产能利用率维持较高水平的情况下，三季度螺纹或将延续累库，下游对焦炭的消费将有所减弱。

**上下游利润再调整。**近期钢焦博弈后，主流消费地区已落实焦价提降 100 元/吨。当前螺纹利润压缩至 350 元/吨，热卷已在盈亏平衡线附近，而焦炭全国平均利润 230 元/吨，在铁矿石强势的情况下，焦炭易成为打击目标。同时，需求端螺纹消费见顶回落，焦企环保限产尚未发力情况下，短期焦价易跌难涨。

**图 21：螺纹周度表观消费（万吨）**


资料来源：Wind, 金瑞期货

**图 22：钢焦毛利润量（元/吨）**


资料来源：Wind, 金瑞期货

**三季度环保政策将收紧，扰动焦炭供需。**尽管在二季度初唐山、邯郸、山西等地相继出台钢焦限产政策，但实际落实不及预期，而近期环保限产政策或将再度收紧。

6月3日，山西省印发《山西省打赢蓝天保卫战2019年行动计划》，启动炭化室4.3米及以下且运行时间超过10年机焦炉淘汰工作，2019年淘汰焦化产能1000万吨以上。推进焦化行业深度治理，完成剩余74家5652万吨产能焦化企业特别排放限值改造，要求2019年10月1日起焦化行业全面执行特别排放限值标准，逾期未达标的停产整治。就总产能而言，考虑到19年新投产能或超1000万吨，退出产能对焦炭供需市场影响有限，主要影响或体现在产能投入与退出的时间衔接上。

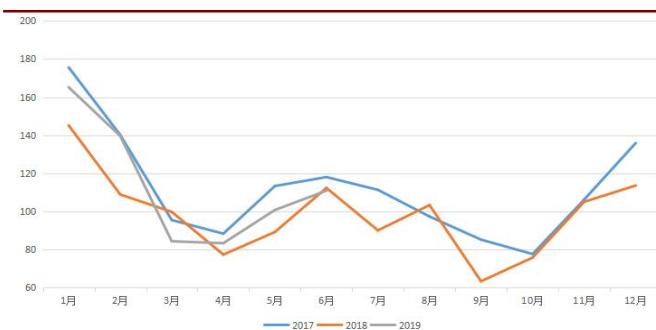
6月19日，山西省生态环境厅联合山西省相关部门就今年以来山西生态环境质量恶化问题，约谈了大同、太原、长治、晋城、吕梁等7个市政府，对这7个市提出了整改要求，明确提出要确保今年9月30日前，重污染企业和落后产能压减退出、工业企业深度治理、清洁取暖和公转铁建设、“散乱污”企业动态清零等均取得实质性进展，环保整治信号频出。由于空气质量较差，目前临汾市对焦化行业的整改力度较大；山西吕梁大土河焦化等两公司6月25日-8月25日进行限产，预计影响日产焦炭3000吨/天。

图 23：汾渭七市 AQI 与山西焦炭产量累计增速走势



资料来源：真气网，金瑞期货

图 24：汾渭七市 AQI 走势



资料来源：真气网，金瑞期货

18年以来汾渭平原临汾、晋中等七市AQI变化与山西焦炭产量累计同比增速变化存在较高的相关性，汾渭七市AQI近三年变化显示，近期汾渭平原地区总体空气质量已逼近17年以来高位值，而山西地区焦炉产能利用率自年初以来持续攀升，若未来继续维持当前超80%的产能利用率情况下，山西地区将面临较大环保恶化压力，此外，70年国庆前山西等周边地区预计将会加大环保管控，因此，山西三季度执行环保限产政策概率较大。

22日，因6月份唐山空气质量不降反升问题，唐山市加严了6月份各行业停产措施，下一步还将加大工业企业减排力度，目前相关部门草拟了针对7月份钢企相关停限产政策，要求通宝、蓝海等焦企7月10日前关停；钢企方面，若环保限产严格执行政策要求，预计影响的铁水产量超10万吨/天，按照40天限产期限计算，折合影响焦炭需求超200万吨。

**山西环保或短期提振焦价。**以山西焦炭供给和唐山焦炭消费量为主要研究对象，以上半年二者平衡状态为基准，我们测算下半年两地环保政策对焦炭供需的影响。19年1-6月山西焦炭产量4780万吨（6月数据为预估值），同期，唐山焦炭消费量为2388万吨，供需平衡2392万吨，月均值为基准值399万吨。下半年对焦价最不利的情况为：钢企限产，焦企不限产。最有利情况为：钢企不限产，焦企限产。下半年焦炭供需平衡测算如下：

**表 2：环保对焦炭供需影响测算（万吨）**

|          | 最不利情况     |         |                |         |      | 最有利情况        |         |             |         |      |
|----------|-----------|---------|----------------|---------|------|--------------|---------|-------------|---------|------|
|          | 焦企产量（不限产） | 焦炉产能利用率 | 钢企焦炭需求（7-9月限产） | 高炉产能利用率 | 供需平衡 | 焦企产量（8-9月限产） | 焦炉产能利用率 | 钢企焦炭需求（不限产） | 高炉产能利用率 | 供需平衡 |
| 2019-12E | 859       | 80.6%   | 399            | 76%     | 460  | 859          | 80.6%   | 399         | 76%     | 460  |
| 2019-11E | 859       | 80.6%   | 399            | 76%     | 460  | 859          | 80.6%   | 399         | 76%     | 460  |
| 2019-10E | 859       | 80.6%   | 341            | 65%     | 518  | 703          | 66.0%   | 368         | 70%     | 336  |
| 2019-09E | 859       | 80.6%   | 341            | 65%     | 518  | 703          | 66.0%   | 368         | 70%     | 336  |
| 2019-08E | 859       | 80.6%   | 341            | 65%     | 518  | 703          | 66.0%   | 399         | 76%     | 304  |
| 2019-07E | 859       | 80.6%   | 294            | 56%     | 565  | 859          | 80.6%   | 294         | 56%     | 565  |

资料来源：Wind, 金瑞期货

当前山西环保限产压力较大，我们认为 8-10 月份山西焦企环保限产仍有进一步收紧可能，因此焦炭未来供需趋势与有利情况的测算结果更为接近，即在 7 月份唐山收紧环保政策后，山西环保跟进之前，焦炭供给偏宽松。随着唐山钢企限产减弱或解除后，山西环保收紧将导致供需平衡由 565 万吨减至 294 万吨，低于上半年 398 万吨的基准值，焦价有所回升。从整个下半年看，最有利情况下，供需平衡月均值 410 万吨，略高于上半年 398 万吨的基准值，因此，尽管山西环保政策会对焦价产生支撑，但其价格总体走势偏弱。

总体上，下半年焦炭以弱势震荡为主。此次唐山限产将影响超 200 万吨焦炭需求量，占比全国月度焦炭需求量的 5%左右，三季度初焦价将受到较大冲击，目前仍有继续下行可能。

长期而言，地产数据走弱，螺纹消费见顶回落，焦炭未来消费也不甚乐观，但三季度随着专项债的推进，季末基建或有积极表现，对焦炭需求有所支撑。环保政策也是下半年焦价走势的重要变量，近期山西环保限产信号频出，70 周年国庆逐渐临近，下半年 8-10 月份焦炭环保整治仍有进一步收紧可能，焦炭供给端扰动或将在三季度凸显。

总之，在下半年整体需求收缩影响下，预计焦价中枢呈弱势震荡格局，随着三季度基建项目推进及钢企限产边际放松，叠加焦企环保限产影响，预计三季度中后期焦价将有所反弹，预计吕梁准一级冶金焦出厂价波动区间 1730-2000 元/吨，策略上以区间操作为主。

**表 3：焦炭平衡表（万吨）**

| 焦炭平衡表 (2019.6) |        |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                | 201901 | 201902 | 201903 | 201904 | 201905 | 201906E | 201907E | 201908E | 201909E | 201910E | 201911E | 201912E |
| 焦炭产量           | 3695   | 3695   | 3810   | 3899   | 4016   | 3900    | 3800    | 3800    | 3720    | 3650    | 3550    | 3500    |
| 焦炭进口           | 0      | 1      | 2      | 1      | 1      | 1       | 1       | 1       | 1       | 1       | 1       | 2       |
| 焦炭出口           | 72     | 69     | 60     | 58     | 88     | 80      | 85      | 85      | 65      | 90      | 90      | 100     |
| 焦炭供应           | 3623   | 3627   | 3752   | 3842   | 3929   | 3821    | 3716    | 3716    | 3656    | 3561    | 3461    | 3402    |
| 生铁产量           | 6330   | 6330   | 6615   | 6983   | 7219   | 7150    | 6750    | 6750    | 6800    | 6800    | 6750    | 6600    |
| 焦炭需求           | 3285   | 3285   | 3433   | 3624   | 3747   | 3711    | 3503    | 3503    | 3529    | 3529    | 3503    | 3426    |
| 焦炭平衡           | 338    | 341    | 319    | 217    | 182    | 110     | 213     | 213     | 127     | 32      | -42     | -24     |

资料来源：Wind, 金瑞期货

## 二、 动力煤

### 2.1 动力煤市场回顾

1月份神木矿难后榆林地区多数民营煤矿停工，部分国营煤矿也受到波及，涉及产能超1亿吨/年，产地供给收紧。事故后，煤矿复工进度较为迟缓，期间榆林煤价快速上涨从411元/吨最高涨至3月8日的557元/吨，受限于产地供给量，周边内蒙、山西煤价随后跟涨。动力煤主力合约也顺势上涨，自565元/吨涨至3月4的620元/吨的高点。

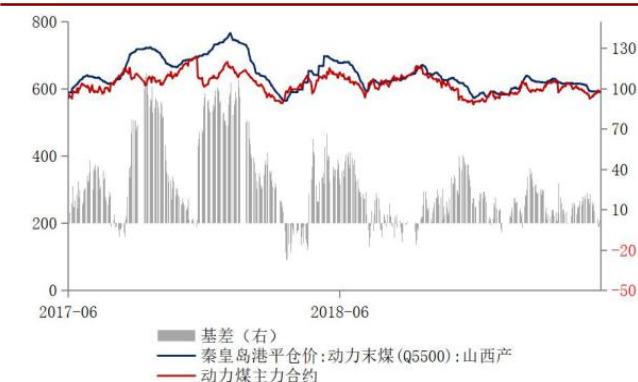
进入3月后，高涨的煤价导致港口报价倒挂，贸易商拿货趋弱，且随着两会保供要求的出台及煤矿复产预期的改变，产地煤价开始松动，叠加北方采暖季结束，动力煤消费逐渐进入淡季，高价位难以持续，榆林产地煤价逐渐下滑至月底460元/吨左右，周边内蒙、山西产地煤价也逐渐回归合理水平。4月份主产地产能延续恢复，但随着陕西、内蒙等主产地因煤管票管控影响，煤炭供给受限，煤价止跌反弹，而港口煤价由于南方雨季及水电替代作用影响，弱势震荡。5月后，随着多地区水泥厂开始错峰生产，削弱了对产地煤的需求，主产地煤价开始回调。

图 25：动力煤主产地坑口价（元/吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 26：动力煤主力合约、基差



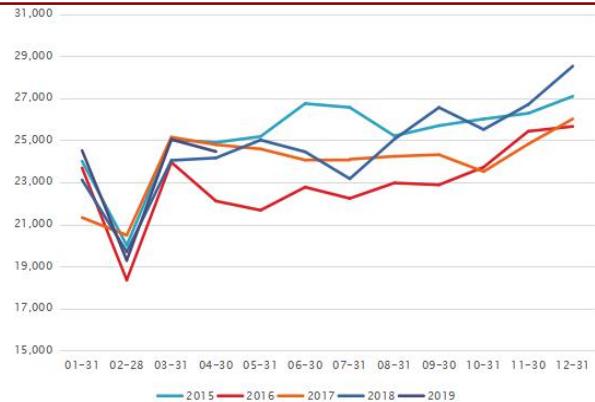
资料来源：Wind, 金瑞期货

### 2.2 陕西原煤减量明显，全国原煤产量较稳定

受神木矿难影响，一季度榆林煤矿停工导致陕西煤炭产量大幅下滑，同时严苛的复工验收条件进一步延缓了产能释放。2019年1-3月份陕西原煤产量11310万吨，同比减少14%；1-3月份全国原煤产量81259万吨，同比增加0.4%。受新产能投放影响，全国原煤产量整体受矿难影响较小。

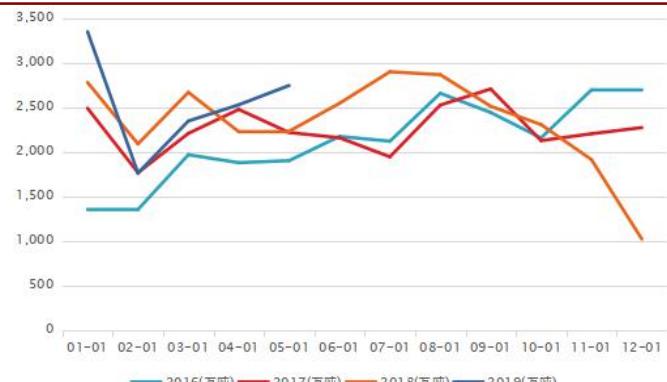
二季度，榆林煤矿复产进度继续推进，6月11日，榆林市累计同意175处煤矿开展复工复产工作，累计同意产能41830万吨/年。煤矿事故对原煤供给的影响有所减弱，但全面复产一再推迟，未来复产进度或仍需较长时间。2019年1-5月份全国原煤产量142268万吨，同比增加0.9%，维持较稳定增长。

图 27：全国原煤产量（万吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 28：煤及褐煤进口量（万吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

根据海关数据，19 年 1-5 月进口煤及褐煤 12739 万吨，同比增加 6.1%，低于去年同期 7.5% 的增速。分煤种来看，烟煤进口小幅下滑，褐煤、无烟煤进口显著提高。进口煤政策方面，19 年大概率实行进口平控政策，19 年煤炭进口量将持平于 18 年进口量的 2.8 亿吨，月均 2300 万吨，对比 19 年 1-5 月煤炭进口月均值 2547 万吨，煤炭进口较为平稳。

图 29：动力煤进口价差（元/吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 30：北方四港煤炭库存（万吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

19 年 1 月开始澳煤进口开始受限，多地区港口进口澳煤通关时间延长，目前，澳煤进口限制仍未有放松迹象，印尼煤、蒙煤等其他国家进口煤则通关正常，受此影响，1-4 月累计进口澳煤 2385 万吨，低于 18 年同期的 2646 万吨，同比减少 9.9%。从结构上看，炼焦煤大幅增加，而动力煤从 18 年的 1745 万吨降至 1342 万吨，降幅达 23%，主要受到进口澳煤限制及 4 月之后内外价差收窄影响。

4 月份大秦线检修，导致秦港集港小幅减少。受发运倒挂及港口成交不佳影响，秦皇岛港煤炭总库存自 6 月开始持续下滑，截至二季度末，秦皇岛港煤炭总库存为 600 万吨。

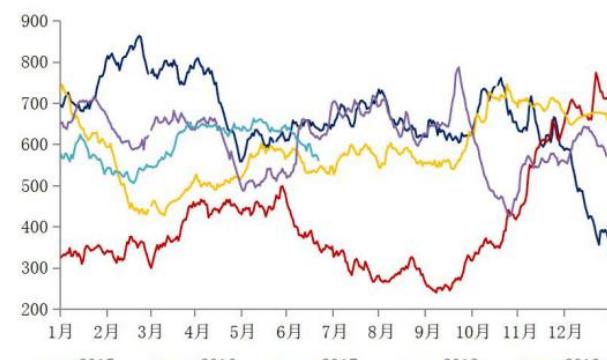
环渤海四港煤炭总库存二季度有所累库，但自5月下旬开始持续去库至1479万吨，较上季度末增加约30万吨，煤炭库存总体较稳定。

图 31：六大电厂库存（万吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 32：秦皇岛煤炭库存（万吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

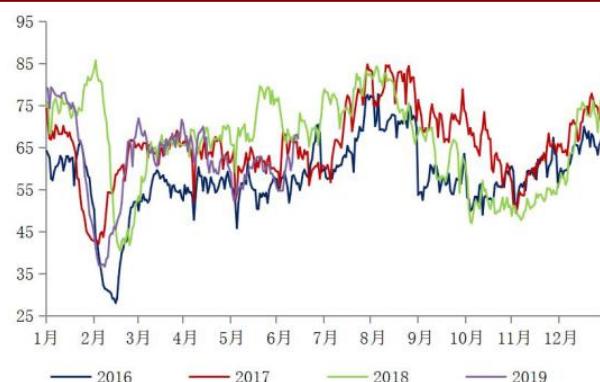
自19年初至今，六大电厂的库存为近四年历史高位。本季度末，六大电厂库存总量1802万吨，同比增加400万吨。高库存导致下游电厂补库不积极，港口成交偏淡，煤价支撑较弱。

### 2.3 二季度动力煤需求持续疲软

3月初，由于水泥、化工等企业逐渐复工带来了短期耗煤的增加，中旬但随着北方供暖季的结束，南方地区用电增加尚未开启，电厂发电机组耗煤水平逐渐回落。水电产量大幅增加，不断挤压火电空间，4月份之后，电厂需求持续下行。

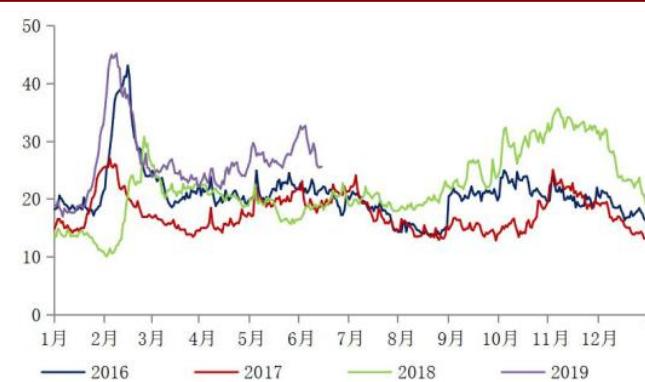
二季度末，六大电厂电煤库存可用天数为25.6天，处于近三年高位水平。日耗总量自6月初以来开始逐步恢复，截至二季度末为67万吨/天，与近年平均水平相当。

图 33：六大电厂日均耗煤（万吨）



资料来源：Wind, 金瑞期货

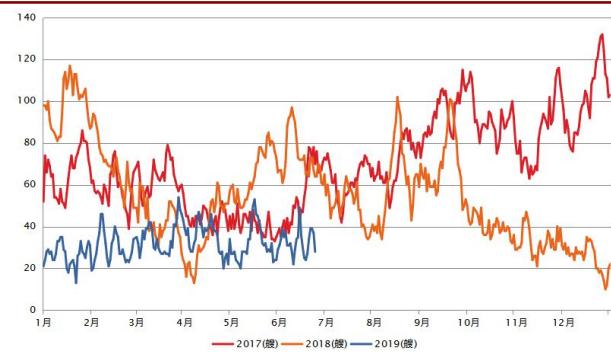
图 34：六大电厂煤炭库存可用天数



资料来源：Wind, 金瑞期货

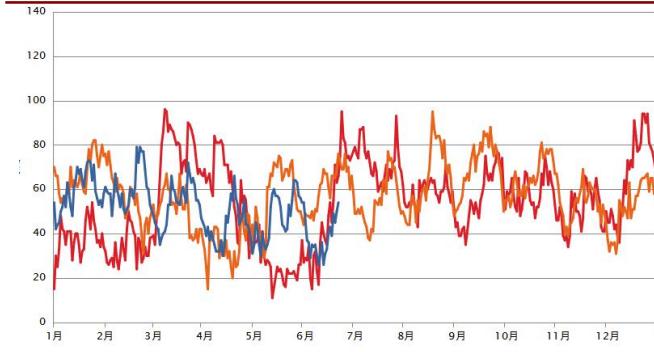
在终端需求偏弱，库存偏高的情况下，锚地船舶数波动较为平缓，终端用户补库周期正逐步放缓。而下游主动补库力度的边际增加是推涨港口煤价的主要原因。在二季度下游的补库节奏继续保持稳定的情况下，港口采购缺乏需求增量的支撑，港口煤价大幅上涨也将面临较大压力。

图 35：秦皇岛港锚地船舶数（艘）



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 36：黄骅港锚地船舶数（艘）



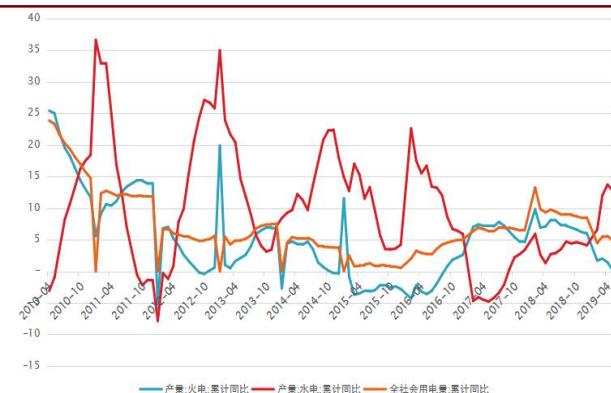
资料来源：Wind, 金瑞期货

## 2.4 动力煤或逐步走强

进口煤方面，目前澳煤进口仍无放松迹象，全年大概率维持进口量平控政策，按照2.8亿吨平控目标计算，月均2300万吨，而1-5月进口煤月均值2500万吨，预计进口煤量月进口量波动不大。

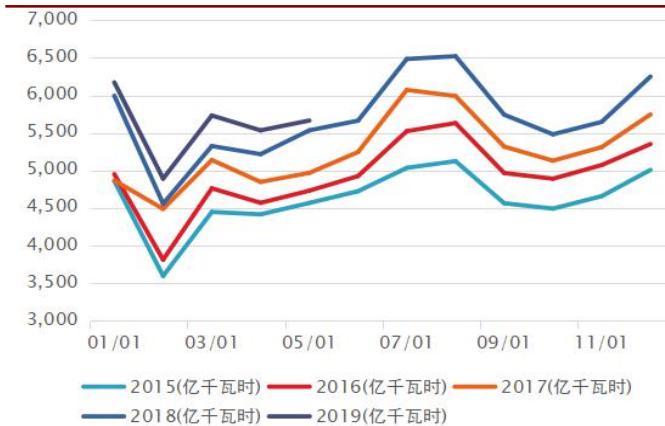
1-5月份全国原煤产量142268万吨，同比增加0.9%，维持较稳定增长。榆林市能源局公布的同意开展复工复产工作煤矿的名单，累计涉及产能4.18亿吨煤矿，截至6月初，榆林市在产煤矿93座，核定产能3.39亿吨，产能利用率70.39%，尚未全面复产。此外，陕西煤管票管控及内蒙的治超政策成为煤炭供给短期波动的因素。

图 37：水电、火电及电力消费累计同比



资料来源：Wind, 金瑞期货

图 38：全社会用电量（亿千瓦时）



资料来源：Wind, 金瑞期货

从全社会用电量看，5月份全社会用电量5665亿千瓦时，同比增加2.3%，累计同比增加4.9%，延续下滑。进入6月份以来，社会用电需求快速回升，上、中旬的增速已经超过了1-5月份的平均水平，在三季度社会用电量维持5%增量水平情况下，预计三季度社会用电量19700亿千瓦时；5月水电发电量增速呈现下滑迹象，若能维持累计同比产量增速10%，则三季度贡献产电量4080亿千瓦时；同理，核电维持累计同比增速20%时三季度贡献产电量950亿千瓦时，其他产量保持不变，则预计三季度火电产量14100亿千瓦时，同比增加1176亿千瓦时或9%，折合3600万吨标准煤增量需求。旺季电力需求的增加将带动煤炭消费，煤价将呈现回升态势。

然而，当前南方大部分地区有持续性降雨，居民、企业空调用电减少，水电将持续发力，替代火电，另一方面对水泥的生产销售也有不利影响，短期内动力煤消费仍难以明显改观。

同时，六大电厂可用天数26.8天，二季度可用天数持续高于历年均值，导致电厂采购不积极。动力煤耗高点出现在8月份，高库存情况下，电厂不急于采购，更倾向于平缓的采购方式，因而煤价不会出现18年快速上涨局面，短期内仍将按照正常采购节奏进行。随着南方降雨减弱，气温回升，动力煤需求或将温和缓步上涨，带动煤价回暖。预计秦皇岛动力煤Q5500价格运行区间580元/吨-620元/吨。

**表 4：动力煤平衡表（万吨）**

| 动力煤平衡表(2019.6) |        |        |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                | 201901 | 201902 | 201903 | 201904 | 201905E | 201906E | 201907E | 201908E | 201909E | 201910E | 201911E | 201912E |
| 动力煤产量          | 24506  | 19283  | 25037  | 24463  | 24900   | 25200   | 26000   | 26500   | 26000   | 26000   | 26500   | 26500   |
| 动力煤进口          | 2613   | 1473   | 1734   | 1787   | 1700    | 1750    | 1800    | 1850    | 1750    | 1680    | 1420    | 1100    |
| 动力煤出口          | 41     | 53     | 39     | 29     | 42      | 36      | 32      | 45      | 12      | 39      | 31      | 36      |
| 动力煤供应          | 27078  | 20703  | 26732  | 26221  | 26558   | 26914   | 27768   | 28305   | 27738   | 27641   | 27889   | 27564   |
| 动力煤需求          | 28104  | 25180  | 27168  | 25853  | 25800   | 26300   | 27500   | 28500   | 27800   | 27000   | 27200   | 27800   |
| 动力煤平衡          | -1026  | -4477  | -436   | 368    | 758     | 614     | 268     | -195    | -62     | 641     | 689     | -236    |

资料来源：Wind, 金瑞期货

## 分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

## 免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

## 金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市福田区彩田路东方新天地广场 A 座 31 楼

电话：0755 - 8860 5629

传真：0755 - 8367 9900