

摘要

本期策略

利多因素：

- 1、成材价格下移后，终端补库需求边际好转；
- 2、焦钢毛利差较低，短期有概率修复；
- 3、上游累库不及预期，厂内原料库存创新低；

利空因素：

- 1、强力刺激政策落空，地产、基建亦难有起色；
- 2、铁水产量仍在下行，焦钢产量比反弹；
- 3、蒙煤进口增量不断，澳煤限制有概率放开；

上期策略复盘：

我们上周发表《双焦策略：焦钢毛利差跌破负20%，穷极而变！》一文，其中：

第二点，焦煤获得超额利润的驱动确实在减弱，但我们需要关注国内炼焦煤产量的缩减，使得原料煤上游累库不及预期，焦企厂内炼焦煤库存不断创新低，也给炉料需求恢复后，焦煤反弹带来想象空间。本周焦煤为煤焦钢中反弹力度最大的品种，符合我们的判断。

第四点，此前我们预期焦钢毛利差-20%以下或持续3周左右，然本周焦钢毛利差已回升至-17%，与我们的预判有偏差，主要在于第五轮影响尚未在本周吨焦利润中显现。

此前，我们判断对应焦炭现货价格，预计在3周后有所反弹，反弹空间3轮左右，单轮调整幅度100-200

元/吨，对应港口仓单2900-2950；考虑期货

一般领先现货走势约2周-3周，上述判断将对短期焦炭盘面走强提供支撑。本周盘面震荡走强，周五夜盘最高点位正好打到上方压力位2900附近，符合我们的判断。

正文

01 行情回顾

7月，焦钢企业限产不断，焦煤大幅回吐超额利润，焦炭现货落地第五轮调降，双焦盘面继续下探；然焦钢毛利差跌破负20%后，市场开始交易原料补库需求和高炉复产，双焦盘面强势反弹，期货贴水转为升水。

截至7月29日

，盘面焦煤主力合约收盘价

2133.5点，环比上月-9%，吕梁

低硫主焦煤汇总价2200元/吨，环比上月-800元/吨；盘面焦炭主力合约收盘价282

2点，环比上月-7.7%，日照港准一级冶金焦

出库价2530元/吨，环比上月-500元/吨。

7月，焦炭出口外贸订单价格、蒙5#原煤报价呈现持续下跌态势。

02 宏观数据

据新华社

消息，7月28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，审议《关于十九届中央第九轮巡视情况的综合报告》。

会议强调了下半年“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，“经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。与前期高层传达“争取全

年经济发展达到较

好水平”的论述内核相似，我们认为

能够实现城镇调查失业率

潜在产出水平，因此4%的全年增长水平即为“合理区间”的下限。

会议对近期热点的房地产市场与地方村镇银行风险进行了回应。会议再次强调了“房住不炒”的总基调，指出要“压实地方政府责任，保交楼，稳民生”，我们认为后续“断贷事件”的解决方案应落在“保交楼”，而非“保地产公司”，可能与当前市场的一些传闻有所不同。对于地方村镇银行风险，会议强调应“严防打击金融犯罪”。会议还强调“对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账。要坚持人民至上、生命至上，坚持外防输

入、内防反弹，坚持动态清零，出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战。”

会议精神再次证实此前市场关于下半年经济增长策略建议的预期，强调货币政策要保持流动性合理充裕，没有提及提前发行明年专项债等事宜。会议内容基本符合预期。

03 双焦基本面数据

3.1 焦企、钢厂仍在控制原料到货

焦煤：7月煤矿、洗煤厂、港口小幅累库，焦化厂超常规去库，钢厂小幅去库。

本周，煤矿、洗煤厂被动累库放缓，焦化厂库存降幅收窄，钢厂仍在去库，港口库存转降；

整体库存大幅下滑

，焦煤库存驱动向上。值得注意的是

，煤矿、洗煤厂

库存接近五年最高水平，而焦化厂、钢厂库存创近五年新低，前者跌近800万吨，厂内焦煤可用天数11.06。

焦炭：7月焦化厂累库明显，钢厂、港口小幅去库。本周，焦企加速累库，钢厂持续去库，港口库存小幅下滑；整体库存续增，但仍低于往年同期，焦炭库存驱动中性。焦化厂内库存累积至同期新高，钢厂焦炭库存创下近3年新低，且钢厂焦炭可用天数有下滑迹象。

3.2 焦企生产积极性最弱，焦钢产量比反弹

7月各环节产能利用率均有下滑，其中独立焦化厂生产积极性最弱。

本周，钢厂高炉、焦化厂产能利用率延续下滑，洗煤厂产能利用率小幅回升。钢厂盈利能力修复，但基本仍多处于亏损；焦企亏损程度加剧，生产积极性差，焦化厂产能利用率近三年最低，焦钢产量比回升；内蒙古多数独立洗煤厂停产。

3.3 焦钢毛利差较低，短期有望修复

利润能否从原料煤端传导至下游，有赖于两方面：其一，炉料需求是否持续羸弱；其二，主焦煤供应端能否有明显增量。

对于前者，周度螺纹毛利回落至280元/吨附近（-20），但较前期有所修复，铁水减量预期减弱，炉料需求继续下跌空间有限。考虑季节性规律，我们预计终端需求拐点在8月中旬，届时终端需求改善，将带动产业链估值抬升，铁水产量先止跌，而后缓慢回升。

至于后者，国内供应增量数据不透明，在预期之外，跟踪进口增量更为现实；对于进口蒙煤，甘其毛都口岸外运恢复，但监管区库存高企，本周平均通关车量500车，8月有望增加至600车/日。与此同时，甘其毛都口岸已启用AGV无人驾驶车辆技术，蒙煤进口增量预期进一步增强。此外，市场传出澳煤进口有概率放开的消息，无疑将对国内市场产生冲击。

短期来看，供需两旺的预期下，焦煤利润回吐将受阻，需关注阶段性错配情况。然而，年内经济下行压力较大，蒙煤进口增量确定性较强，利润再分配进程虽有阻力，但趋势难改。

我们上周发表《双焦策略：焦钢毛利差跌破负20%，穷极而变！》一文，其中：第二点，焦煤获得超额利润的驱动确实在减弱，但我们需要关注国内炼焦煤产量的缩减，使得原料煤上游累库不及预期，焦企厂内炼焦煤库存不断创新低，也给炉料需求恢复后，焦煤反弹带来想象空间。本周焦煤为煤焦钢中反弹力度最大的品种，符合我们的判断。

3.4 终端需求有好转，但不容乐观

3.5 期货贴水转为升水，煤焦比/螺焦比回落

基差方面，焦钢毛利差跌破负20%后，市场开始交易原料补库需求和高炉复产，双焦盘面强势反弹，期货贴水转为升水，符合上周判断（基差历史分位：JM09 26%，J09 0%），投机需求逐步显现，有利于上游库存去化。

现实：焦炭方面，钢厂盈利能力修复，但基本仍多处于亏损，钢厂多控制到货，以按需采购为主；焦企亏损程度加剧，生产积极性差，焦化厂产能利用率近三年最低，焦钢产量比回升。焦煤方面，煤矿销售压力倍增，新增订单较少，价格承压下调后销售并未有明显好转；下游除少量刚需采购外，炼焦煤采购基本停滞；内蒙古多数独立洗煤厂停产。

需求预期：1) 成材价格下移后，终端补库需求边际好转，但持续性不强，预计终端需求拐点在8月中旬；2) 假设下半年产量平控，则3-4季度的日均铁水产量约为216万吨；更乐观一点，假设全年产量平控，则3-4季度日均铁水产量约为229万吨

。最新数据213万吨，钢厂利润好转，铁水减量预期减弱。

供应预期：1) 288口岸

每周无阳性则增加通关，预计8月有望增至600辆，若闭环出现疫情，通关或受影响；中盘重启补充查干哈达堆场库存，然通关仍受防疫政策限制；甘其毛都口岸已启用AGV无人驾驶车辆技术，蒙煤进口增量预期进一步增强；2) 中澳关系有缓和迹象，澳

煤重新通关担

忧渐起，但暂无确切消息。

3) 市场传出山西地区4.3米焦炉计划提前关停消息，集中关停概率较小。

当前焦炭港口仓单2750，盘面强势上涨，升水130，期现商入场或对盘面形成压制，带动上游去库存；焦钢毛利差回升至负17%，上游累库不及预期，市场开始交易原料补库和高炉复产；上周我们预计现货反弹3轮，单轮幅度100-200元/吨，对应现货仓单价格2900-2950，本周五夜盘最高点正好打到2900这一上方压力位，继续上行阻力较大。按每轮调整幅度200计算，下一压力位3100。综上，我们预计短期内基差走强概率较大。

期差方面，近期铁水下降预期已兑现，焦钢毛利差有修复预期，远期国内供应与进口增量担忧四起，近远月合约价差有望走强，可轻仓尝试9-1正套。

比价方面，煤焦比1.323，位于历史高位（80%）；钢焦比1.416，位于历史中位（65%）。焦煤获得超额利润的驱动确实在减弱，但我们需要关注国内炼焦煤产量的缩减，使得原料煤上游累库不及预期，焦企厂内炼焦煤库存不断创新低，也给炉料需求恢复后，焦煤反弹带来想象空间。本周焦煤为煤焦钢中反弹力度最大的品种，符合我们的判断。

在“就业优先”的政策基调下，叠加下半年强力刺激政策落空，我们预计疫情改善后地产、基建亦难有起色；钢厂持续减产，铁水逐步减量，但下方空间有限。当前焦炭港口仓单2750，盘面强势上涨，升水130，期现商入场或对盘面形成压制；焦钢毛利差回升至负17%，上游累库不及预期，市场开始交易原料补库和高炉复产；上周我们预计现货反弹3轮，单轮幅度100-200元/吨，对应现货仓单价格2900-2950，本周五夜盘最高点正好打到2900这一上方压力位，继续上行阻力较大。按每轮调整幅度200计算，下一压力位3100。操作上，双焦单边建议观望，期货升水，期现商、生产商可适度参与卖出套保，逢高逐步建仓，参考区间焦炭09 2870-3070元/吨，焦煤09 2200-2360元/吨。

利润能否继续从原料煤端传导至下游，有赖于两方面：其一，炉料需求是否持续羸弱；其二，主焦煤供应端能否有明显增量。短期来看，供需两旺的预期下，焦煤利

润回吐将受阻，需关注阶段性错配情况。然而，年内经济下行压力较大，蒙煤进口增量确定性较强，利润再分配进程虽有阻力，但趋势难改。套利策略，短线建议暂时观望，中长线等待逢低做多焦化利润机会。

不确定性风险：

疫情形势严峻、终端需求不及预期、进口增量超预期、铁水减量超预期等

本文源自CFC金属研究