



金信期货

GOLDTRUST FUTURES

焦炭·半年度报告

2021年6月21日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

盛文字

·从业资格编号 F3074487

·投资咨询编号 Z0015486

联系人：林敬炜

·从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com

电话：187-9580-7220



## 政策在前稳为先，矛盾未变下有底

### 投资摘要

焦煤：政策调控未实际解决供应端矛盾，国内煤矿上量困难，进口缺口无处找补，预计紧平衡状态将维持至今年年底，关注后续是否出台有力的保供措施。

焦炭：成本无法打压的情况下焦炭支撑较强，但当前焦化利润整体偏高，后续产能投放压力仍在，若无政策干预利润再平衡后焦化利润回落将施压焦炭价格，后续关注各省对安全、环保问题的政策导向以及新产能投放情况。

### 操作建议

单边可以考虑逢低做多焦煤，焦炭在成本支撑下下跌恐并不顺畅，建议谨慎观望为主；

对冲可以考虑通过做多焦煤沽空焦炭做空焦化利润，另外考虑到政策对不同煤种的关注度不同，煤价回调可以尝试多焦煤空动力煤。

### 风险提示

1. 煤矿生产放开
2. 澳煤进口恢复
3. 焦化产能超预期变动
4. 钢厂政策压减产量
5. 下游需求大幅走弱

请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、行情回顾

### 焦炭：

2021 年上半年，焦炭价格在大起大落中再创新高，大致可以分为三个阶段。

第一个阶段为今年第一季度，焦炭价格见顶回吐。年初顺着焦炭去产能的东风价格一度突破 3000 关口站上历史新高，不过当时焦炭现货 12 轮提涨落地后钢厂利润被打压至盈亏平衡点附近，话语权强弱开始反转。一季度由于焦炭产业弱后产能淘汰告一段落，新焦炉开始陆续投放，供应缺口缩窄，叠加钢厂高炉季节性开工回落，需求回落，供应再平衡，盘面已不再跟涨现货。2 月开始现货转弱，“碳中和”政策背景下钢厂限产预期开始发酵，唐山地区限产落地导致铁水产量回升不及预期，恰逢市场预期今年是焦炭新产能释放大年，焦炭开启连续提降，盘面价格快速回落打到年内低点 2096.5。

第二个阶段在 4 月，政策突变拉到价格止跌反弹。四月供应端受政策干扰明显，环保督查入驻检查引发山西焦化产能出现超预期限产，未批先建问题曝光，新产能释放延期；内蒙地区受限于能耗双控政策，新产能释放同样出现了延后的情况，供应端的意外扰动打破了原本紧平衡的格局，同时下游旺季将至的预期进一步强化了焦炭看涨预期，最终在贸易商、投机资金的催化下盘面先于现货开始强势反弹，一度回到年初高点附近，现货最终在 5 月完成第 8 轮提涨。

第三阶段在 5.6 月，国常会三次喊话成为多头离场的信号，监管介入盘面快速见顶回调，恐慌情绪下焦炭盘面向成本线下探。6 月后恐慌情绪过去，盘面回归基本面交易，下有成本以及供应紧张双因素支撑，上有监管政策顶，焦炭转入区间偏强震荡。

### 焦煤：

焦煤上半年逻辑相对简单，在全年供应紧张预期下焦煤价格重心在震荡中走高。年初焦炭去产能影响尚未过去，叠加焦企大多有充足备库，导致供应矛盾并不明显，焦煤价格维持区间震荡蓄势。3 月后下游焦化备煤库存消化到位，叠加下游消费渐起，增库需求快速恢复，供应端进口问题以及国内安全事故引发的煤矿安全检查等矛盾持

续发酵，焦煤上行空间打开，五一节后盘面高开高走攀升历史新高。后续随着监管介入与保供预期发酵，新高后大幅回调，不过6月我们看到悲观情绪过去后焦煤再度回归高位，究其原因，一是建党百年在即，稳字当头监管检查不容煤矿随意增产；二是近期几大产地安全事故频发，部分省份煤矿已有大面积停产检查的情况；三是中澳关系仍未得到缓和，蒙古疫情扰动不断，进口始终无法放开；四是整体焦煤库存偏低，下游铁水需求不减的情况下焦煤需求高位维持。

图 1：焦炭期货行情走势



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：焦煤期货行情走势



资料来源：Wind，优财研究院

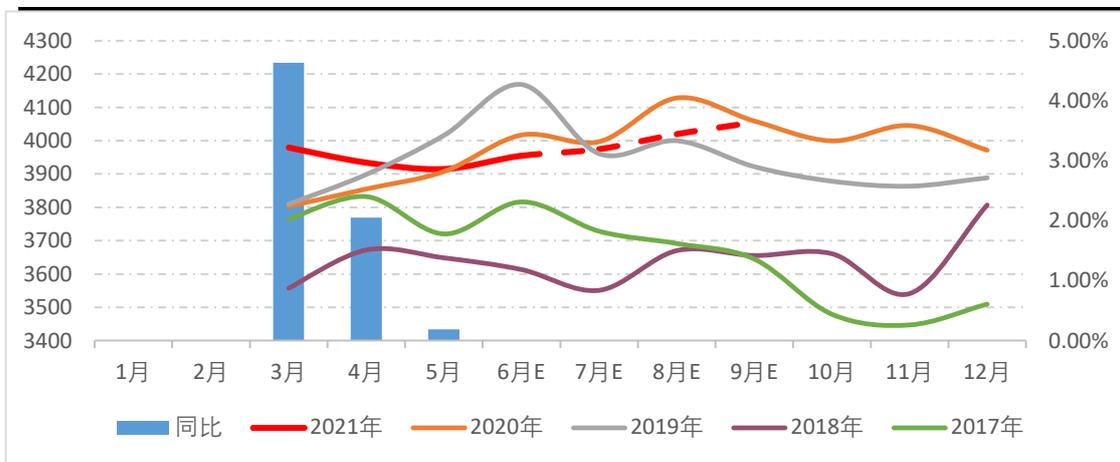
## 二、焦化产能分析

表一：2021年焦化产能

	1-5月	6月E	7月E	8月E	9月E	1-9月E	2021合计E	2020合计
淘汰	1311	130	476	75	170	2162	3302	6154.6
新增	2608	619	630	505	596	4958	6625.75	3637.5
净增加	1121	399	265	634	506	2925	3323.75	-2517.1

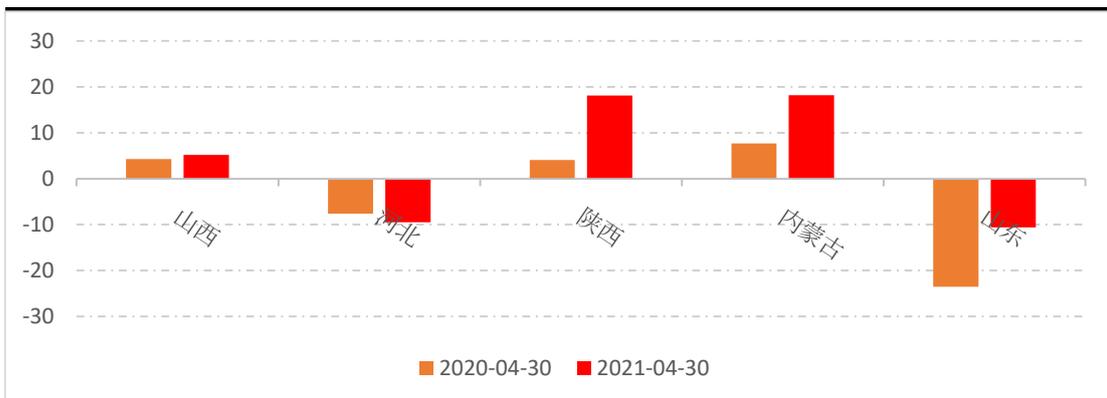
资料来源：MySteel, 优财研究院

图 3：焦炭供应前紧后松



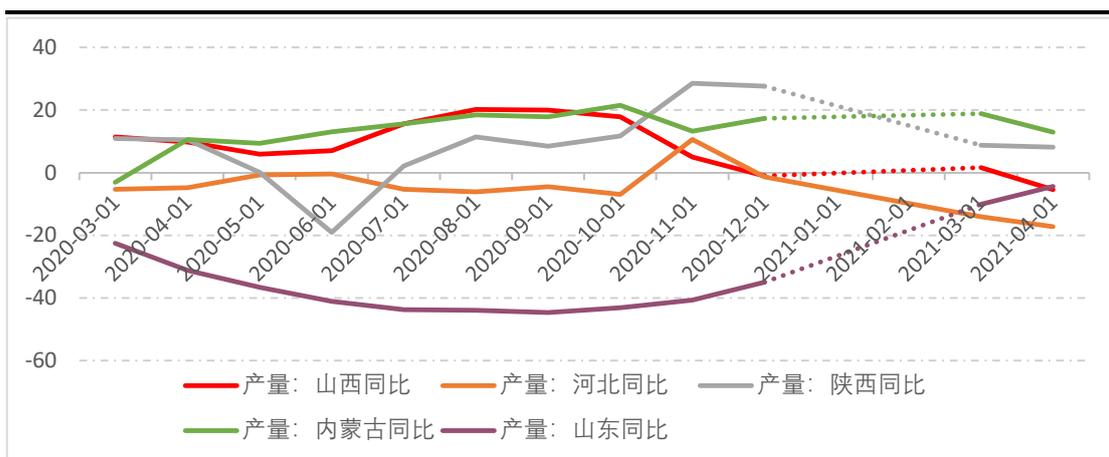
资料来源：统计局, 优财研究院

图 4：分地区焦炭 1-4 月累计产量同比数据对比



资料来源：统计局, 优财研究院

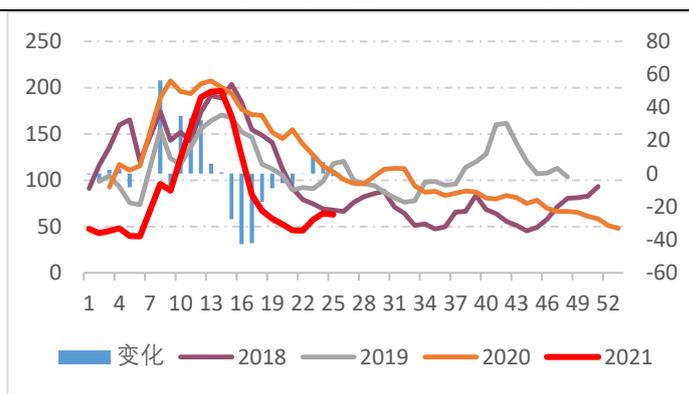
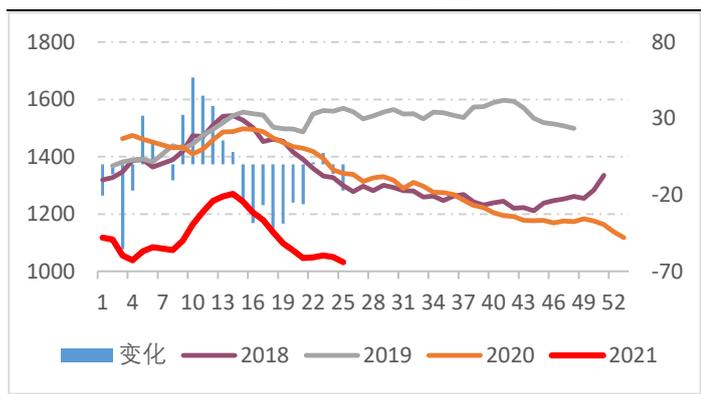
图 5：主产地焦炭产量增速受政策扰动



资料来源：统计局，优财研究院

图 6：总库存及变化量（万吨）

图 7：独立焦企全样本库存（万吨）

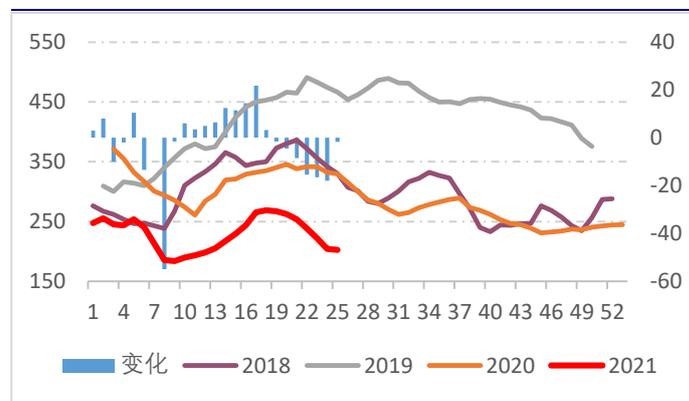
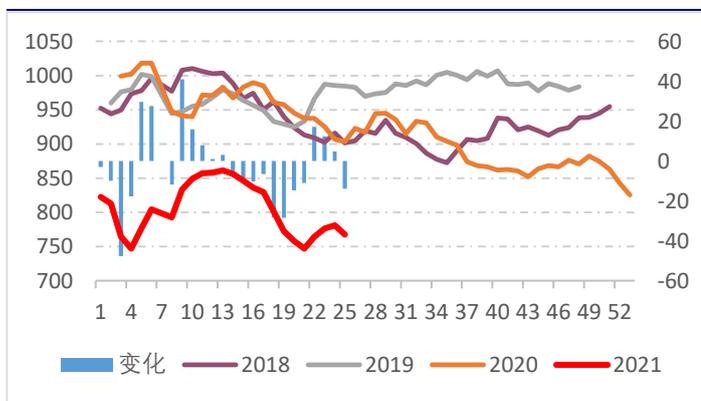


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 8：247 家钢厂焦炭库存（万吨）

图 9：四港口焦炭库存（万吨）



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2021 年上半年焦炭供应整体上看有一定修复，但受政策干扰较大。虽然去产能暂告一段落，但环保检查、安全检查等政策收紧对焦炭供应影响明显，4 月开始总产量同比增速腰斩，5 月总产量已回落至 20 年同期水平附近，同比 19 年产量下滑 2.42%。展望后市 6 月虽有一定产能增量，但临近建党百年，安全检查收严，几大主要产地都受到不同程度影响，预计以修复、稳定为主，难见明显增量。7 月后随着安全检查边际宽松，新产能陆续投产，产能投放大年预期将逐步兑现，预计 9 月左右可以回升至去年同期水平。

分地区来看，由于各省产量、政策执行力度差异，政策的表现也不尽相同。累计产量同比数据上看，山西地区小增 5.2%，去年同期增 4.2%；河北地区小降-9.5%，去年同期降 7.6%；山东地区产量小降 10.6%，去年同期降 23.6%；内蒙古地区大增 18.2%，去年同期增 7.7%；陕西地区大增 18.1%，去年同期增 4.1%。河北、山西受政策干扰较为明显，河北地区由于唐山受政策限产，焦化产能受到了连带冲击，4 月河北同比降幅扩大至 17.2%；山西地区在 4 月被环保督察发现部分焦企存在未批先建、超采地下水等情况，强制限产、自主检查导致产量修复不及预期，自分月数据亦可得到印证，我们看到 3、4 月山西地区同比增速转负，4 月山西同比产量下滑 5.4%。

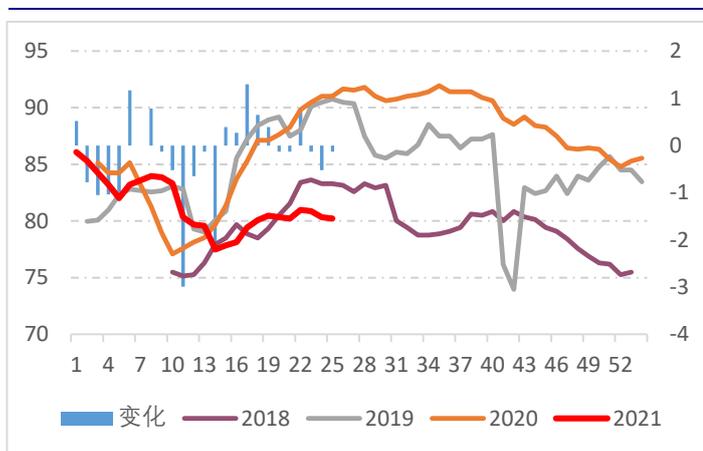
对于下半年我们预期供应最紧张的时期正在过去，原因有二，一是前文提及的，焦炭尚有大量规划内的产能等待投放，参考钢联统计数据，上半年 1-6 月合计淘汰 1441 万吨，新增产能投放 3227 万吨，合计净新增产能约为 1520 万吨；三季度预计淘汰产能 701 万吨，新增产能 1731 万吨，净新增产能达有 1405 万吨，接近上半年合计值。另外我们看到 2020 年全年实现净压减焦化产能 2517.1 万吨，而可预计今年 1-9 月合计焦化产能净投放可达 2925 万吨，即若下半年政策趋于平稳新产能得以如期释放，8、9 月即可完成对去产能减量修复。这轮产能投放完成后除了直接释放焦炭产量增长空间，由于新产能基本为 5 米以上的大焦炉，受环保、安全检查的影响较小，因此相对的供应端的抗干扰能力也得到了加强；二是政策的角度来看，7.1 日建党百年过后安全检查方面有望边际宽松；环保检查自 4 月后几大主产地均已开始整改，叠加旧产能被置换退出，环保检查可实现的效果亦在边际递减；去产能的政策角度来看，由于十三五规划期内实际已基本完成了落后产能淘汰任务，我们认为焦化去产能不再

是十四五规划重心，现仍在运行的 4.3 米小焦炉可以随着置换政策在 2022 年底前陆续淘汰，短期要出现政策引导的大规模提前淘汰可能性较低。

另外从库存的角度来看，焦企库存整体偏低但拐点初见，当前焦企库存几无，贸易商方面前期囤积货物已消化大半，而钢厂库存近期虽有回升但尚未摆脱中低水平，因此整体抗波动的能力不高。

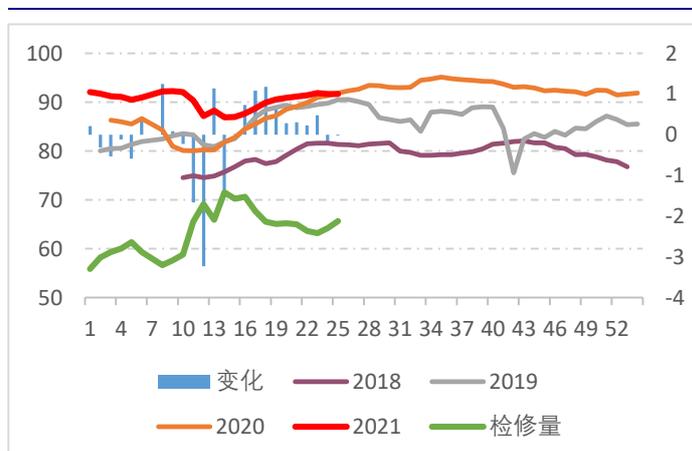
### 三、钢厂需求分析

图 10：247 家钢厂高炉开工率



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 11：247 家钢厂高炉炼铁产能利用率



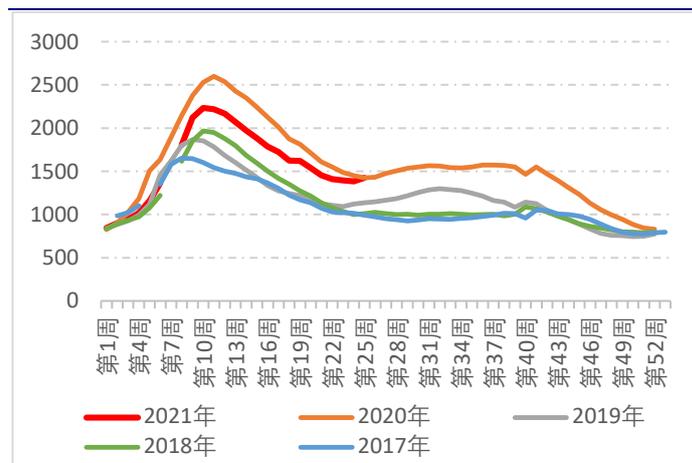
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 12：日均铁水产量



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 13：全国钢材社库



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

上半年焦炭需求强势复苏并高位稳定维持，下游钢铁产业在高利润引导下生铁产量快速反弹接近去年峰值。统计局数据显示 1-5 月全国累计生铁产量达 37990 万吨，同比增长 6.72%；月单月产量已达 7597.2 万吨，折算日均产量 253.2 万吨，回顾去年 8 月生铁产量历史新高时日均产量为 255.5 万吨，仅差 2.3 万吨的空间；5 月生铁产量 7815 万吨，日均铁水产量 252.1 万吨，仍于高水平维持。生铁产量持续走高导致钢厂上半年焦炭需求居高不下，从季节性规律来看，三季度为钢铁行业旺季，焦炭需求基本可以维持至 9 月，自季度开始环比回落。

从政策的角度来看，不确定成上半年的主基调，我们看到上半年自粗钢 2000 万吨政策预期开始，到唐山限产落地再到市场传江苏、山东限产却始终看不到文件，最后唐山限产略有放松市场开始预期是否限产整体要放松，整个上半年随着钢材价格暴动政策也在持续变化。我们看到今年 1-5 月，我国粗钢产量 47310 万吨，同比增长 13.9%。2020 年 1-5 月我国粗钢产量为 41175.1 万吨，即 2021 年 1-5 月同比 2020 年 1-5 月份粗钢产量同比增加 6000 万吨粗钢；2021 年 5 月份，我国钢材产量 12469 万吨，同比增长 7.9%；1-5 月，我国钢材产量 57657 万吨，同比增长 16.8%。钢厂在不断增产的背景下我们看到库存却始终没有出现超预期表现，钢联社库数据显示钢厂社库至 5 月充分去化且下游需求走弱后才追回到去年同期水平，且海外以欧美为首的经济体在宽松的财政、货币政策支持下需求自去年开始始终维持强势，在此背景下我们认为当前钢铁需求并没有预想中的差，因此从政策的角度短期继续压制粗钢产量并非首要任务。不过从长期来看，“谈中和”仍是我国当前规划的长期目标，后续限产政策限产仍会有，但最终实现形式仍有待跟踪。

## 四、钢焦利润分析

从利润的角度来看，上半年才“粗钢产量压减”预期下钢厂价格一路暴涨，部分成材利润一度维持在千元上方，丰厚的利润意味着钢厂必然会尝试通过推好炉料、提高设备生产效率等手段去实现产量的增长来兑现利润，因此不仅是需求增长，钢厂对于下游的价格容忍度也会水涨船高，因此为上半年焦炭价格暴涨提供了充足空间。

不过目前随着政策打压钢材价格已大幅回调到了相对合理区间，随着高利润驱动消失钢厂生产也会回到相对理想的状态，这意味着一是当前出现了利润倒挂的情况，以螺纹为例吨钢利润被压到 100 以下接近去年低点，而焦炭利润在 800 元上方高位维持，原料利润丰厚而钢厂利润低迷，钢厂必然希望进行利润重分配，打压原料价格，因此在铁矿价格居高不下的情况下炭系在当前利润水平维持即是较好的情况；二是若钢厂利润在低位维持，钢厂生产积极性也将出现下滑，超产、赶产的情况也会逐渐减少，使焦炭需求下滑。

图 16：焦钢利润对比



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

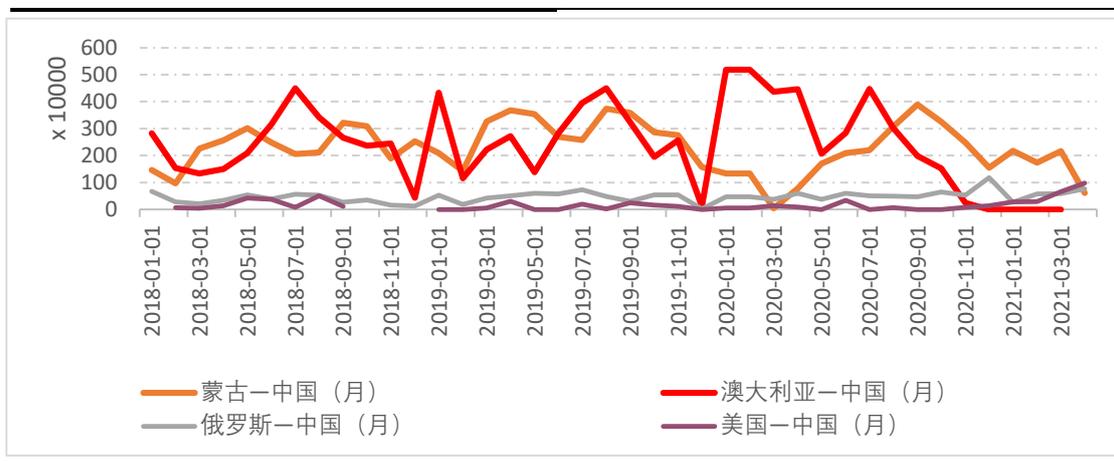
## 五、焦煤供应分析

### (一) 进口问题悬而未决

1-4 月我国合计进口炼焦煤 1473.7 万吨，同比减少 45.58%；分国别来看，澳煤今年已完全停止进口，去年同期澳煤累计进口量为 1921.2 万吨；蒙古焦煤 1-5 月合计进口 749.98 万吨，同比增长 43.99%，蒙古 4 月单月进口 61 万吨，环比锐减 71.53%。从海关数据上我们可以看到，今年焦煤进口量出现了巨大滑坡。澳大利亚为我国之前最大的焦煤进口国，2020 年澳焦煤进口量占我国进口总量 54%，在中澳关系冻结后进口基本完全停止，这也是进口缺口产生的重要原因。而蒙古作为我国第二大进口焦煤来源国，由于疫情管控，口岸通车量始终无法有显著增量，去年高峰时日通过多维持在

千车以上，然当前基本各港口日通车基本维持在百辆左右，4月拉运车辆再查出新冠后原本初见放松的管控再度收紧，进口量再度锐减。展望后市，我们认为在当前的国际形势下中澳关系难以缓和，澳煤进口放开并不是一朝一夕的事情，而蒙煤方面预计年底之前受益于两国新冠疫苗的接种率提高，进口有望持续放宽，但总量和质量都难以达到澳煤的水平，全年也很难实现可观的增量。全年预计澳煤缺失产生3500万吨左右的缺口，蒙煤乐观预计可以回到17、18年水平，难见太大增量，其他地区如美国、俄罗斯等可能可以提供1000万吨左右的额外增量，整体来看全年进口缺口难以补齐。

图 17：澳煤进口停滞



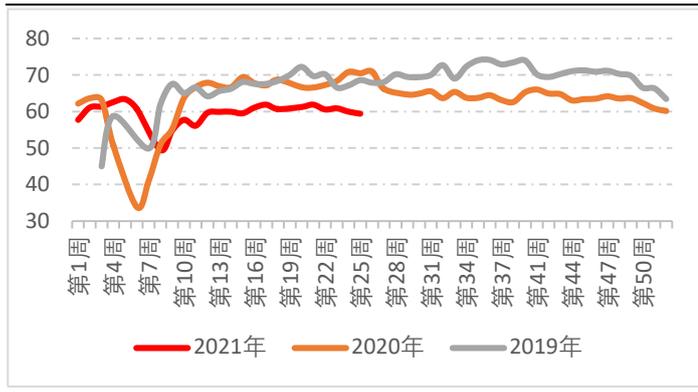
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

## (二) 安全检查收紧，国内煤矿供应难见增量

海外供应补充缺失，国内自身又如何呢？数据上看，钢联调研数据显示110家洗煤厂日均产量持续稳定在60万吨上下，明显不及2019年、2020年，统计局数据1-5月原煤累计生产162100万吨，同比增长10.17%；wind数据显示1-5月焦煤精煤产量15964万吨，同比增8.8%，3月开始同比增量转负，3月产量同比减2.09%，4月同比减0.99%。从数据上看焦煤产量整体仍在增长，似乎并没有非常的紧张，实际上我们看到一是20年1、2月疫情扰动较大，基数效应导致同比较高，年初几起矿难过后我们看到3月开始同比产量出现下降，而刚有宽松迹象又在六月连发几起矿难，又恰逢建党百年生产经营稳字当天，限产、停产潮再起，预计6、7月供应下滑趋势难改；二是近两年生产运输监管强化，超产入刑对供应端形成威慑，过去大量的表外产量消

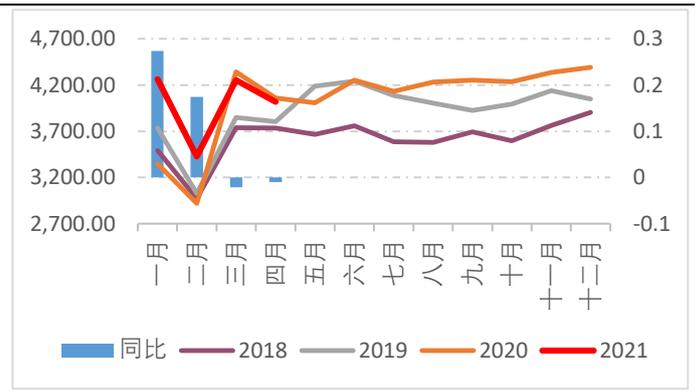
失：三是优质主焦煤短缺，焦化产能持续置换出新的大焦炉，而相对过去小焦炉来看对于优质焦煤的需求更高，而国内优质焦煤产出稳定难见明显增长，因此焦煤品种间出现结构性价格分化。

图 17：洗煤厂日均产量不及往年



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 18：炼焦精煤分月产量

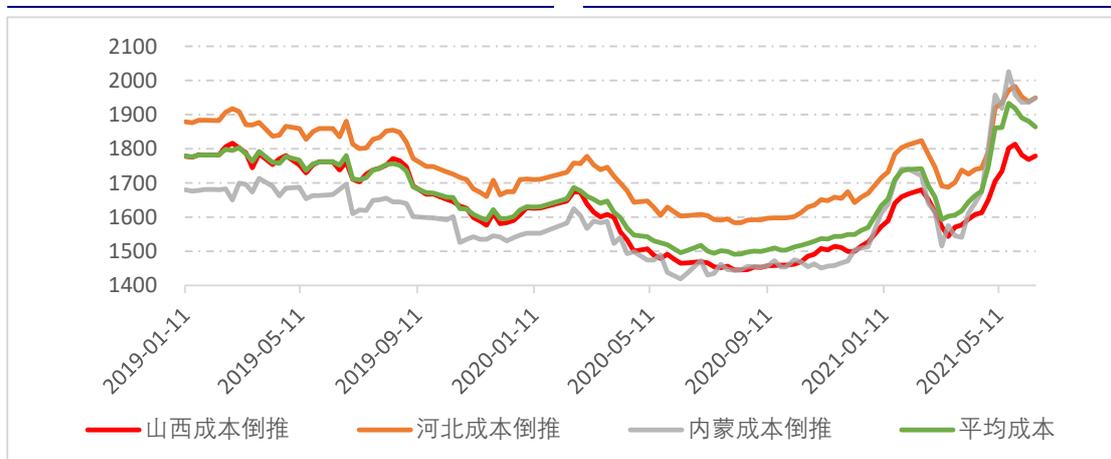


资料来源：WIND，优财研究院

## 六、综合分析和交易策略

成本端焦煤进口问题已上升至国家博弈，无法靠市场自身化解，而国内自身供应面临着“谈中和”、安全、环保等多重政策凭据，下半年要煤矿充分放开生产并非易事，所以焦煤端下半年大概率仍将面临供应紧张的问题，而其中优质焦煤的紧缺将更加突出。不过目前来看得益于监管部门的持续关注，尚可期待政策调控来适当平抑焦煤价格的波动，因此下半年焦煤可能仍有探高表现，但此前激进的走势难以复现。

图 17：准一焦化平均成本接近 1900 元/吨



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

资料来源：我的钢铁网，优财研究院

而焦煤价格偏强维持则意味着下半年焦炭的成本支撑不会轻易崩塌，以当前 1900 的焦化成本核算，给 200 元的运杂费再给 200-300 的利润则对应盘面 2200-2400 可以认为是未来基本面的一个底部区域，即意味着黑色系整体利润再分配，焦炭由于高利润以及供应修复导致争夺利润的话语权减弱，回补部分利润给钢厂，则后市需重点关注几大产地关于环保、产能投放的政策导向，以及成本端的供应扰动。

综合来看双焦基本面仍相对健康，在宏观调控的大背景下黑色系整体利润空间将从上半年的持续扩张转向下半年的收缩，而当前我们看到焦-矿-钢三者中下游钢铁的利润已打压至合理区间，下半年预计焦化利润有一定收缩空间。不过预计在煤端供应问题缓和之前焦炭成本端支撑不会轻易坍塌，因此下半年焦炭面临上有顶下有底的局面。预计双焦三季度偏强震荡，价格重心仍有抬升空间，四季度承压等待拐点。从操作上单边可以考虑逢低做多焦煤，焦炭在成本支撑下下跌恐并不顺畅，建议谨慎观望为主，对冲可以考虑通过做多焦煤沽空焦炭做空焦化利润，另外考虑到政策对不同煤种的关注度不同，煤价回调可以尝试多焦煤空动力煤。

## 重要提示

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！