



2021年8月1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

## 限产 or 增产？绝代双焦在险峰

### 投资摘要

双焦：近月供应端问题仍在发酵，焦煤紧缺问题短期没有较好的解决路径，将支持焦煤价格偏强维持，则意味着短期焦炭成本不会轻易坍塌，而展望后市，在保供预期下矿山在后续有望合法增产，煤价要长期高位维持难度较大，煤价松动叠加焦炭自身供需有向宽松演变的趋势因此焦炭远期相对焦煤更弱。综合来看8月双焦仍是近强远弱的格局，焦炭要若于焦煤。

### 操作建议

操作上并不建议在09合约上对双焦做空，单边操作考虑顺着近强的政策风向做空焦炭01合约，组合上可以关注91正套、买01焦煤空01焦、买01焦煤空01动力煤的交易机会。

### 风险提示

煤矿有效增产、钢厂限产政策影响范围扩大、焦化产能超预期退出



请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、七月行情回顾

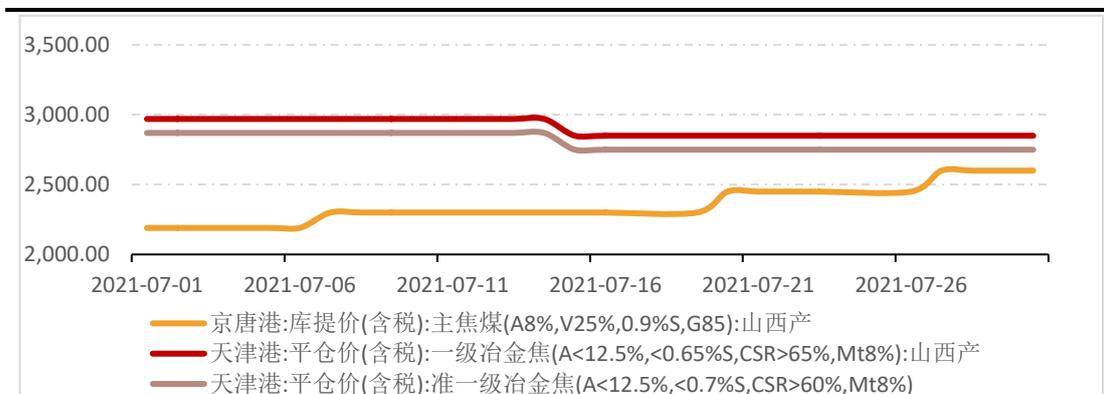
七月双焦整体走势趋同，先抑后扬，下旬开始焦煤 09 合约走的要更强势，快速突破前高后接连刷新历史新高，但焦炭在前高 3000 点的位置受阻提前企稳回调，七月焦煤 09 合约最低 1818，最高 2333，月涨 19.16%收与 2317，焦炭 09 合约最低回调到 2455，最高 2993.5，收涨 11.75%报 2943。盘面高歌猛进的背后是现货端的供需问题的发酵。7 月上旬钢厂限产预期升温导致炉料需求预期走弱，焦炭拖累焦煤小幅回调，但到中旬焦煤供应恢复不及预期、自然灾害阻断运输等问题导致焦煤供应紧缺问题持续发酵，低硫主焦煤现货价格突破历史高位站上 2700 上方，报价直逼成品焦炭，在成本侵蚀下焦化利润快速走低，焦炭 1 轮提降后快速开启首轮提涨。当前理论焦煤仓单成本在 2100 以上，焦炭在 2870 左右，在焦煤供不应求的当下实际仓单还要更贵。

图 1：双焦期货 2109 合约七月走势



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：双焦现货行情走势



资料来源：Wind，优财研究院

## 二、基本面分析

对于焦煤来说，供应的问题一是因为进口不畅，二是由于国内供应恢复缓慢。

对于进口可以看到，一方面是当前中澳关系完全没有出现任何缓和的苗头，这意味着澳煤供应中短期来看不存在恢复进口通关的可能，另一方面，7月至今蒙煤进口仍维持在200车以上，虽然近期蒙古疫情得到明显控制，但奈何国内德尔塔版新冠疫情多点开花，短期疫情管控必然只增不减，则在近月我们很难看到蒙煤进口在边际上有明显的增量。因此对于近月基本不可能依靠进口弥补优质主焦的缺口。

再反观国内，8月下旬国家高层反复提及大宗保供稳价，但从政策的角度出发可以认为相比焦煤，电煤的保供才是重中之重，可以看到近期无论是调节电价还是放开露天矿管制，这些举措基本都是直接针对动力煤，因此我们可以看到虽然国内煤矿在保供，但保的多是动力煤的供应，焦煤矿在安全、环保生产的理念下生产开工恢复还没有看见明显转松的迹象，且部分配煤转做电煤，也在一定程度上导致即使是配煤也没有出现很明显的过剩。

因此基于供应端近月大概率将维持紧张状态的预期，焦煤近月或将维持强势，不过对于远月来说，发改委提出的给煤矿核增产以及减轻露天矿管制，或对远期供应预期产生影响，另外当前优质主焦煤价格已经站在历史高位，当前供应已经没有太大的收紧空间，那么后续再供应持续修复下高煤价的向上驱动将逐步减弱，是否能长期偏强维持暂存疑。因此对于焦煤可以判断8月焦煤仍将维持近强远弱的格局。

再看焦炭，当前焦炭港口准一仓单在2875左右，一级焦要再贵100，当前09合约基本对准一级焦回到了平水状态，若近期焦炭完成止跌再涨一轮，盘面或重新拉开贴水，若现货短期偏强运行，则交割前09合约仍将跟随走强。那么现在是什么在支撑焦炭价格？目前来看有两个因素，一个是居高不下的焦煤价格导致焦化成本持续走高，如果用钢联数据倒推可以测算当前内蒙、山西、河北三地的焦化成本均已突破2400元/吨，最高河北成本到了2535元/吨，当前部分地区焦化利润已回落至200元以内，那么意味着如果成本端不动，焦炭近月没有很大的下跌空间，另外焦煤端的强

势迫使焦企只能向下游寻求利润，这也是为什么焦炭价格在跌了一轮后这么快就开始提涨的原因；另一个就是山西地区限产，目前来看再环保督察组回头看后限产是有切实在做的，也有听到手续不全的新增产能建设被卡、推空炉料，但是对于焦化限产笔者认为仍有待跟踪，首先我们不能单看焦炭端在限产，也要看到由于钢厂端在限产预期下7月进入集中检修期，钢厂整体开工也在下滑，焦炭日耗与需求是在同步走弱的，进入下半年后市场上陆续有了山东、江苏、福建等地的钢厂压减产量的消息，且相比上半年更加明确、有序，那么下半年焦炭需求走弱就成了一件大概率的事件，且近期高层定调电炉不受影响，那么在当前电炉利润尚可的情况下高炉就面临较大的压减压力。其次，本轮山西地区应该对上一轮环保检查发现的问题做出了改正，那么在不搞“一刀切”的共识下中长期或许整体上仍将延着产能置换的路径走，短期对不合规产能进行管控，那么焦化产能持续修复的预期就没有改变。因此焦炭方面，在成本端近月无法实现有效坍塌的情况下下行没有太大空间，现货提涨若顺利落地盘面临近交割有修复基差的需求，远月上仍有需求走弱供应增长预期，且远期煤价预期或有松动，因此与焦煤类似焦炭8月预计也将维持近强远弱的格局。

数据图表：

表 1：2021 年焦化产能

产能情况	1-6月	7月	8月	9月	1-9月	10-12月	合计	2020 合计
淘汰	1311	0	135	320	1766	256	3162	6154.6
新增	3276	516	525	665	4982	330	6895.75	3637.5
净增加	1964.75	516	390	345	3215.75	483.75	3733.75	-2517.1

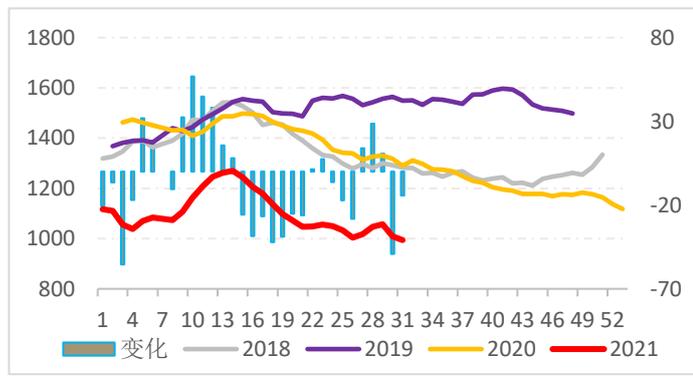
资料来源：钢联数据、优财研究院

表 2：主产地焦化产能变化情况

		2020 总计	1-6月	7月	8月	9月	1-9月	10-12月	2021 汇总
山西	淘汰	2993	1101		75	70	1246	2601	3847
	新增	1335	1467.5	287	160	260	2174.5	3794.5	5969
河北	淘汰	866.6	386		60	80	526	636	1162
	新增	200	300			60	360	360	720
河南	淘汰	840	55				55	55	110
	新增	130	450		70	70	590	590	1180

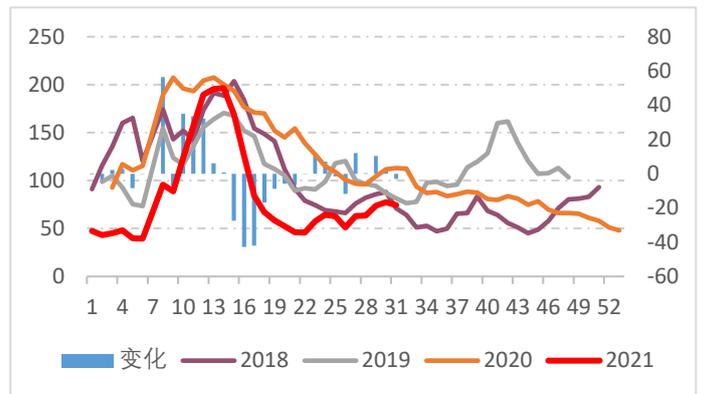
资料来源：钢联数据、优财研究院

图 3：焦炭总库存及变化量（万吨）



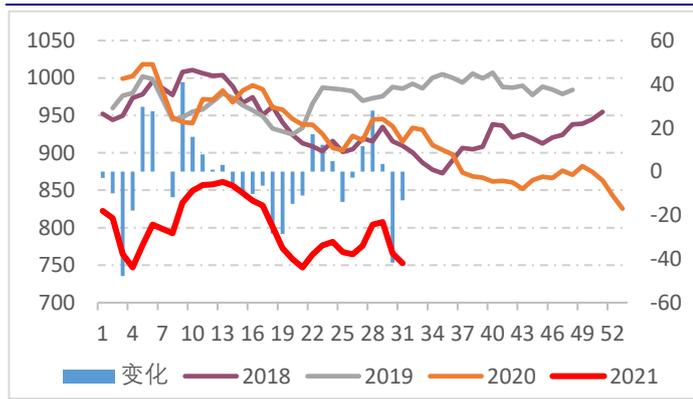
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 4：独立焦企全样本库存（万吨）



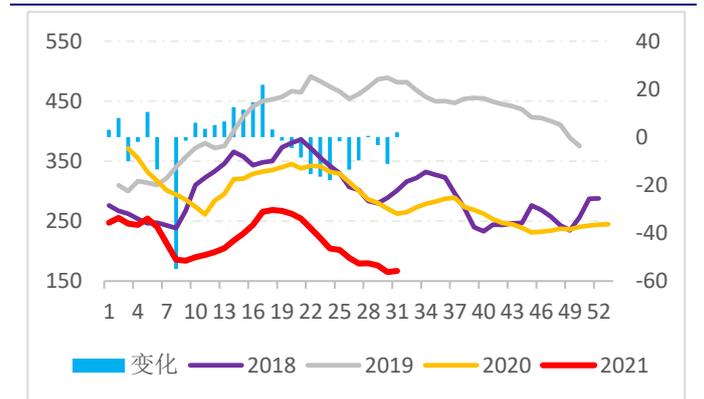
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 5：247 家钢厂焦炭库存（万吨）



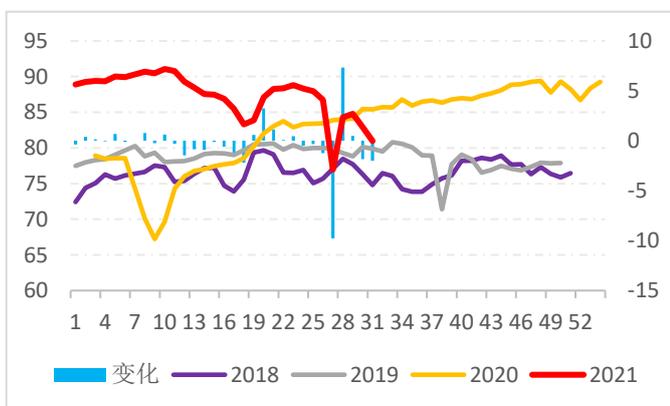
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：四港口焦炭库存（万吨）



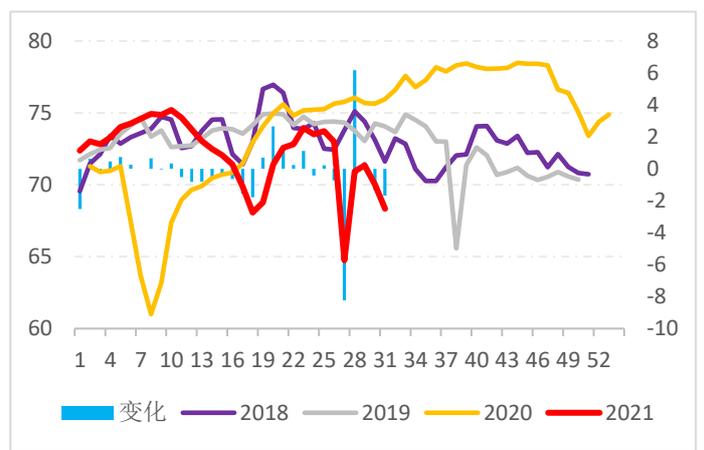
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 7：独立焦企全样本产能利用率（%）



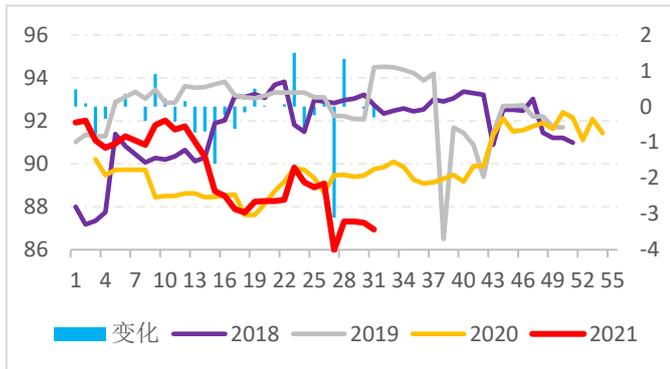
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 8：独立焦企全样本日均产量



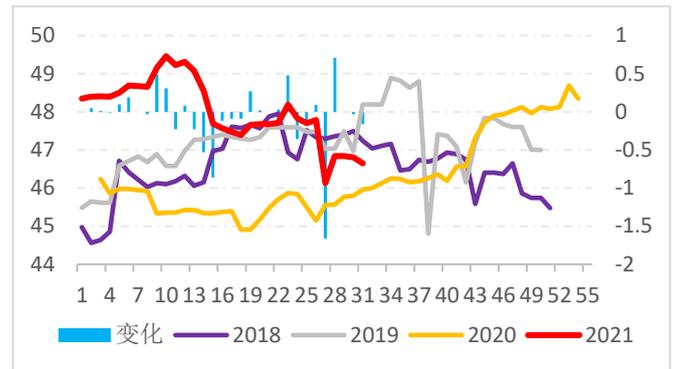
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 9：247 家钢厂焦化产量利用率



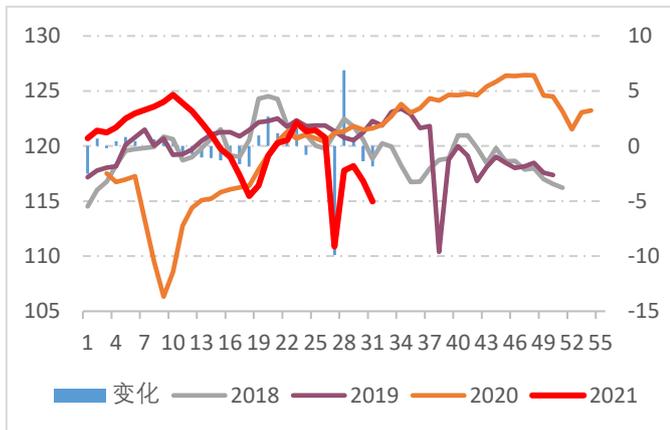
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 10：247 家钢厂焦炭日均产量



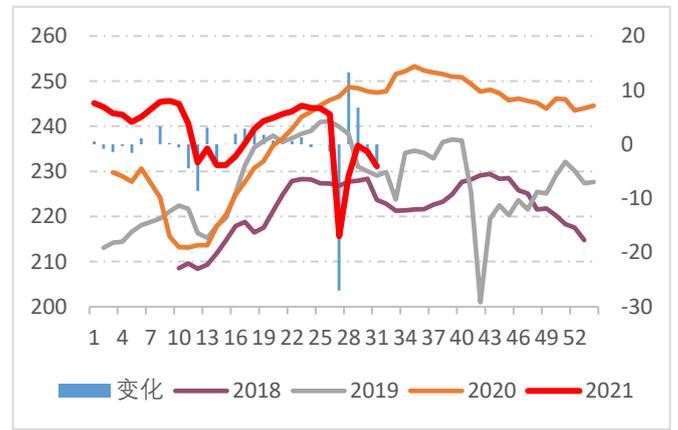
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 11：焦炭日均总产量



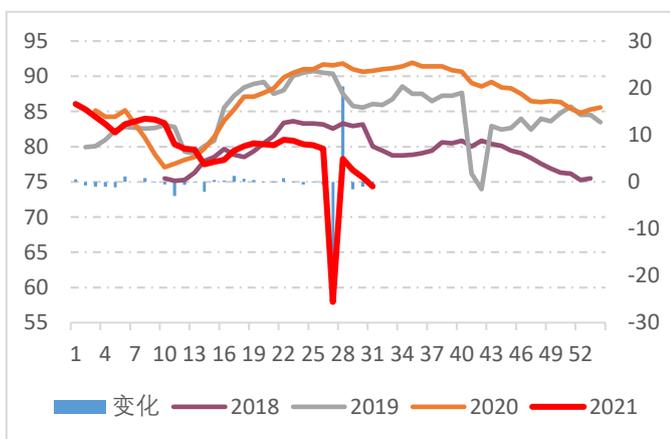
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 12：247 家钢厂日均铁水产量



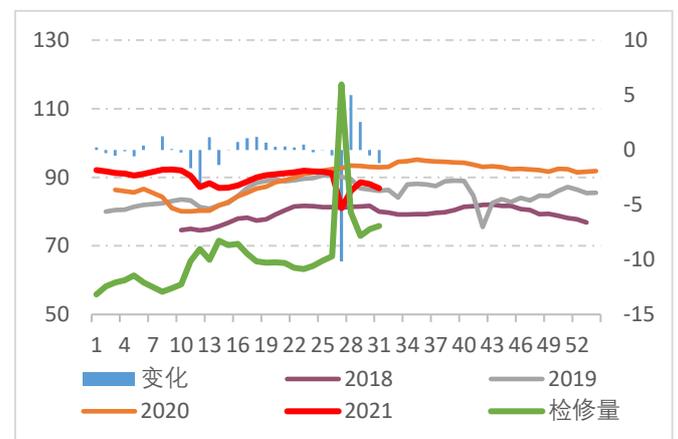
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 13：247 家钢厂高炉开工率



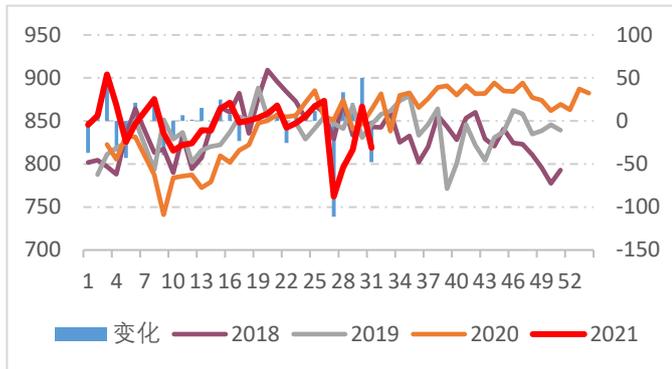
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 14：247 家钢厂高炉炼铁产能利用率



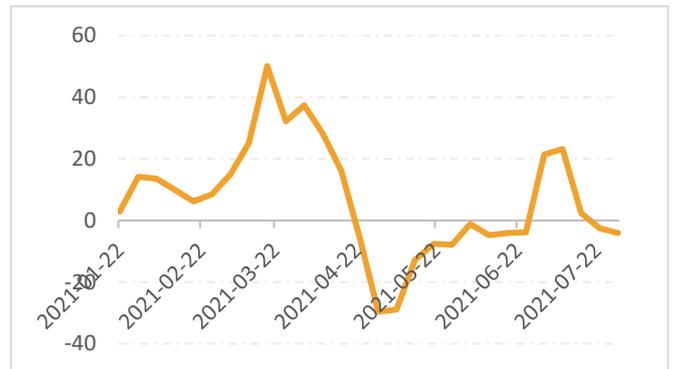
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 15: 焦炭表观需求



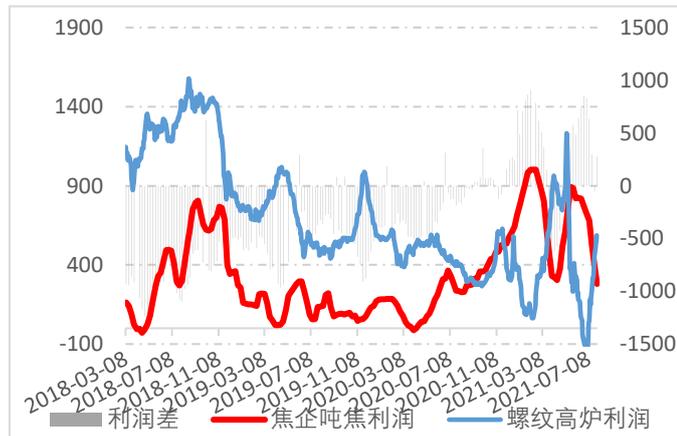
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 16: 焦炭周供需差



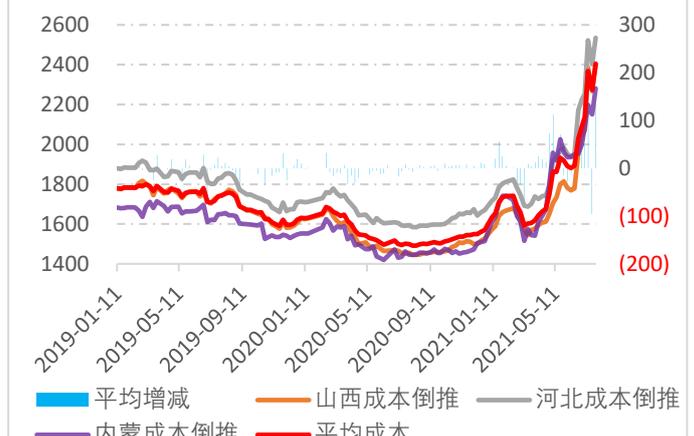
资料来源: WIND, 优财研究院

图 17: 焦钢利润对比



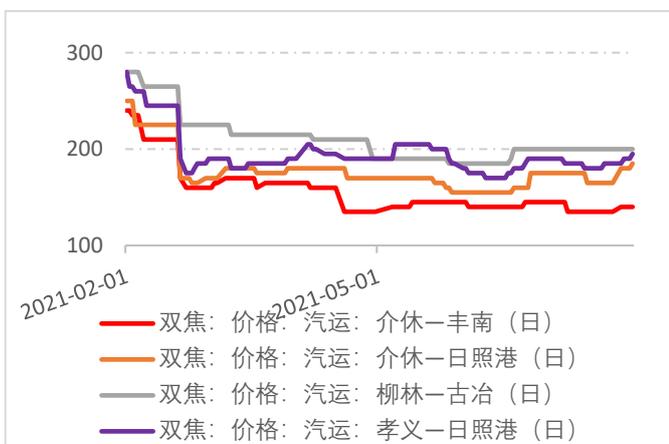
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 18: 焦企成本倒推



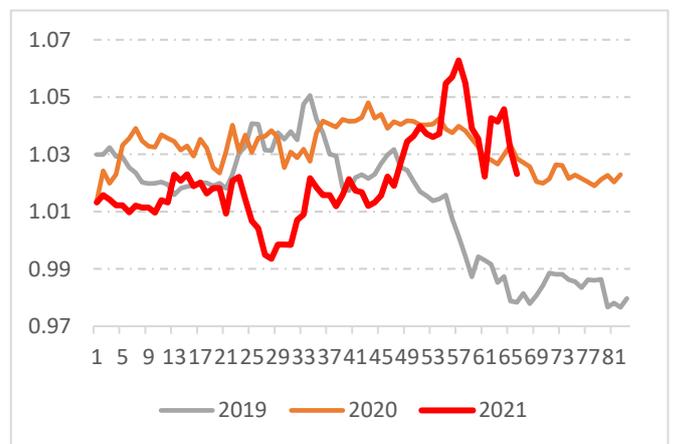
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 19: 双焦运输价格



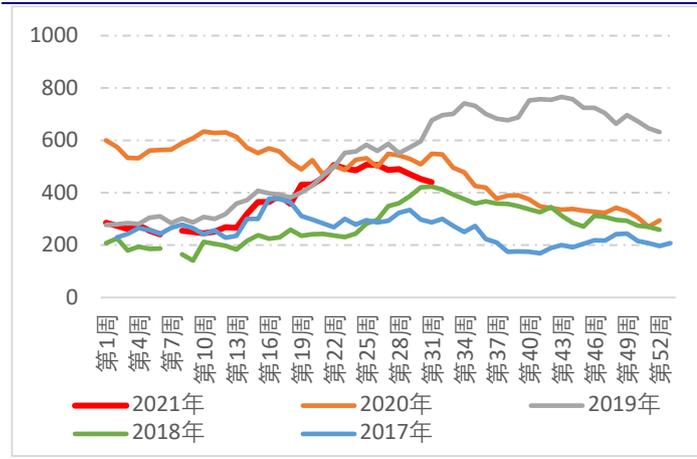
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 20: 焦炭 9/1 合约比值



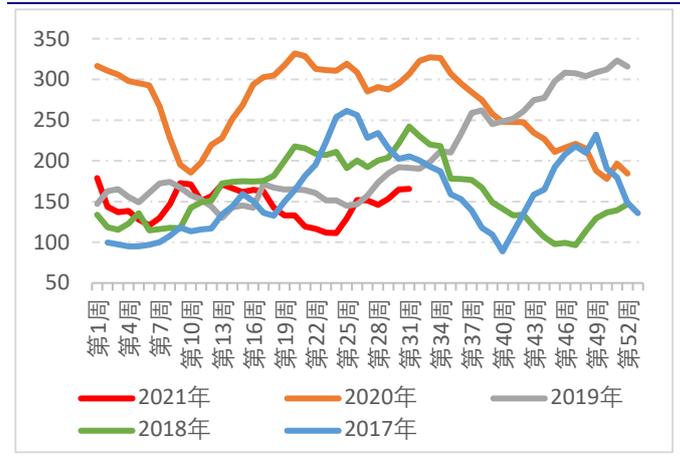
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 21: 焦煤进口港口库存合计



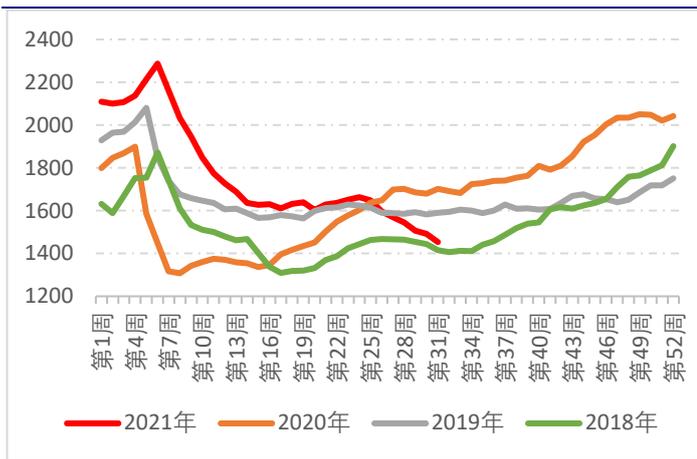
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 22: 焦煤煤矿库存合计



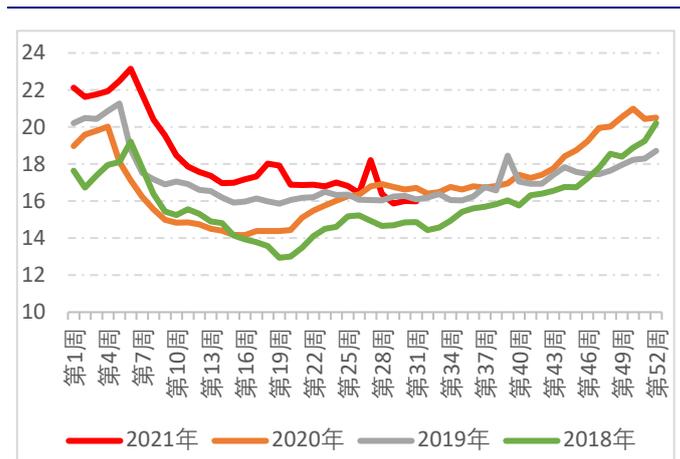
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 23: 独立焦企全样本焦煤库存



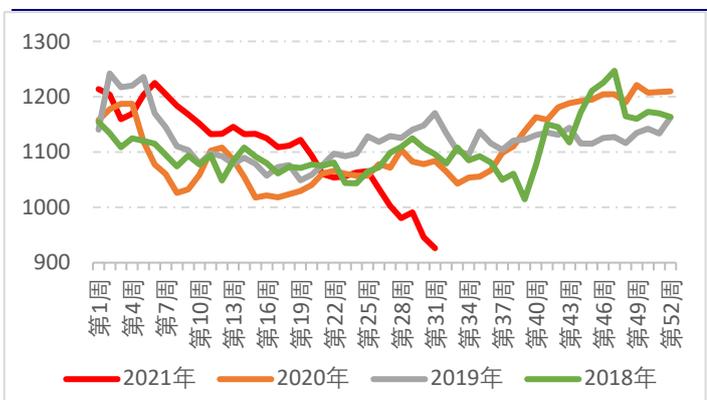
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 24: 独立焦企全样本库存可用天数



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 25: 247 家钢厂焦煤库存



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

## 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！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>