



2021年10月11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



## 供需紧平衡，天冷价不冷

### 投资摘要

焦煤：整体来看四季度焦煤供需两端增量均有限，但整体库存低位，优质煤种补库需求仍强，且电煤强势也会对焦煤价格形成支撑。

焦炭：四季度钢焦分歧或将激化，煤价强势背景下焦炭没有深跌基础，但低需求下钢厂对焦炭提涨有明显抵触，后续关注钢厂高炉产能是否在四季度开始复产，以及冬储需求情况，四季度盘面或先稳后扬。

### 操作建议

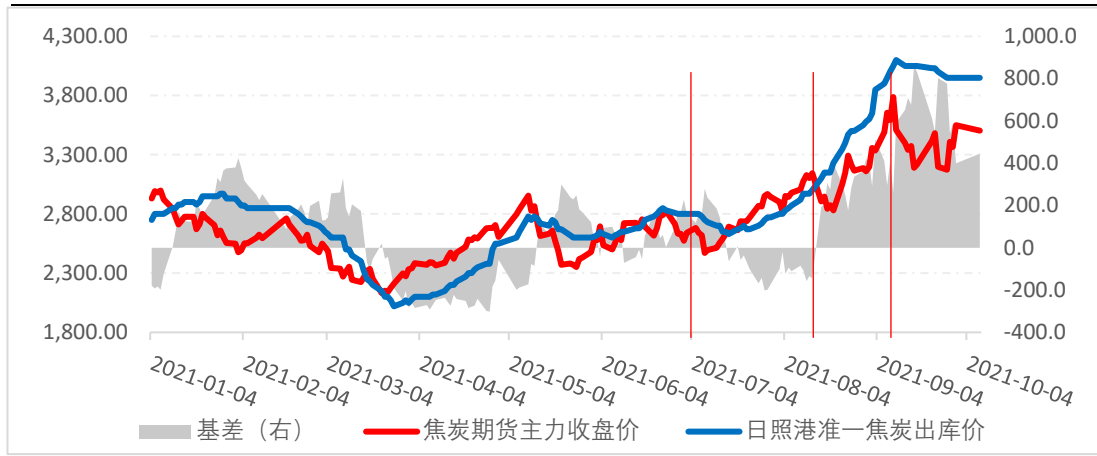
建议四季度回调做多煤焦 01 合约，关注 1-5 正套的机会。

### 风险提示

澳煤进口放开；煤矿安全检查；能耗双控政策进一步收紧。

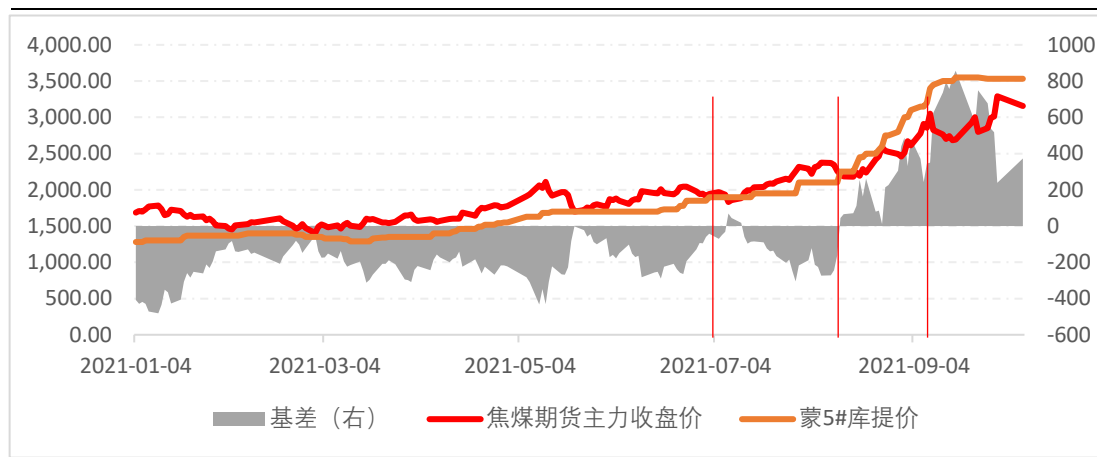
## 一、行情回顾

图 1：焦炭期货行情走势



资料来源：Wind, mysteel, 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

三季度双焦表现抢眼，整体走出单边上行趋势。

7月-8月：这段时期盘面预期先行，现货市场观望待涨。此时虽然有低库存低供应的强现实，但下游需求压减预期持续升温又叠加供应端边际恢复导致观望情绪有所升温，现货相对期货更加保守；

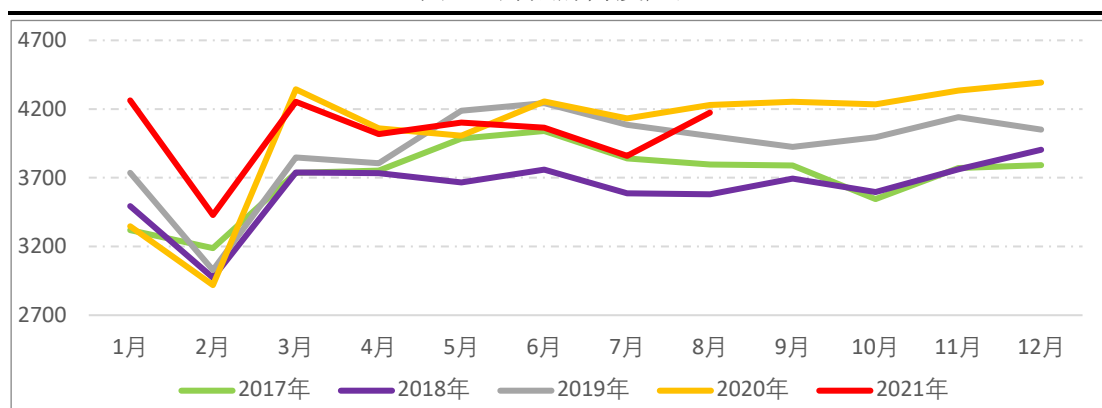
8月-9月：这一阶段，强现实带动强预期，期现同步上行。此路行情的根本还在于焦煤的过度紧张，国内供应端恢复缓慢的同时产地事故、进口疫情等事件扰动不断，导致现货快速飙涨，成本抬升又迫使焦炭需要通过涨价将压力向下游转移。

9月-10月：期现分化，强现实下现货价格居高不下，盘面提前交易若需求预期。由于钢厂限产政策严格落实，需求快速滑落的同时持续下行的双焦库存数据迎来拐点，因此焦炭主力上提前交易弱需求预期，进而对焦煤形成一定拖累。现货层面，高价下风险较大，下游接货意愿明显减弱，焦煤拍卖流拍情况增加，部分超涨煤种开始小幅回调，导致焦炭端成本驱动减弱叠加需求回落，价格止涨企稳，但由于焦煤供应仍未明显改善，且随着动力煤紧张形势日益显现，也对焦煤形成了强支撑，导致无论是焦煤还是焦炭都很难走出深跌行情。

## 二、基本面情况

### 1. 焦煤供应情况

图 3：炼焦煤月度产量

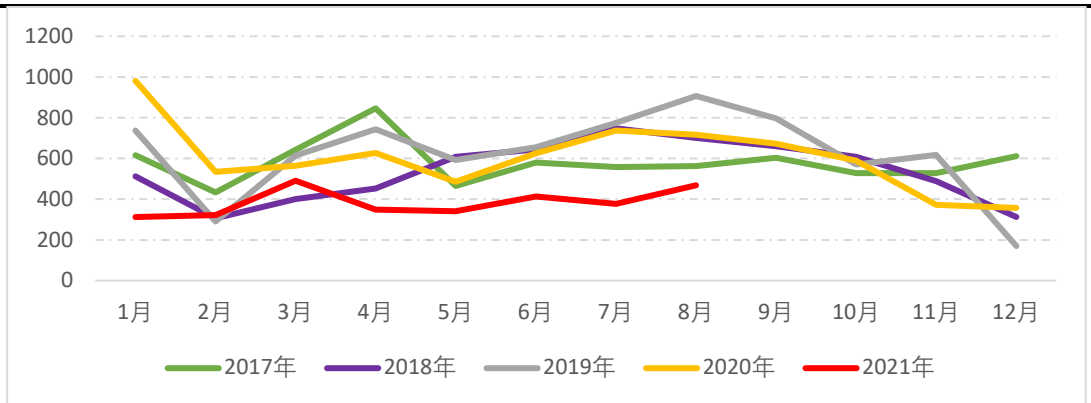


资料来源：WIND，优财研究院

8月我国自产炼焦煤 4175 万吨，数据上来看产量已恢复至年初高位。三季度，随着大庆过去，煤矿进入复产周期，虽然 8 月产量已修复至正常水平，但上分是否还有进一步的增长空间存疑。受供给侧改革以及双碳目标的政策影响，我国煤炭产能自 16 年来即进入低速增长阶段，再没有足够的新增产能的背景下，存量的释放就是供应增长的主要发力点。但一方面，由于今年以来安全事故频发，全国煤矿安全检查严格，虽然三季度检查力度已有一定放松，但安全等级不达标的煤矿依然难以有效复产，且随着临近年尾，几大主产地生产条件变差，在安全生产的背景下进一步提高产量峰

值并非易事；另一方面，由于今年超产入刑，煤矿年产量的天花板已经固定，由于前期煤矿均存在不同程度的超产，超产部分或需要在后续通过调整计划来拉平年度产量，因此即使一定程度上放松监管，上方增产空间也不大。除此之外，由于四季度动力煤供应缺口过大，导致部分煤种转供电煤，也对焦煤供应形成挤占。

图 4：炼焦煤月进口量

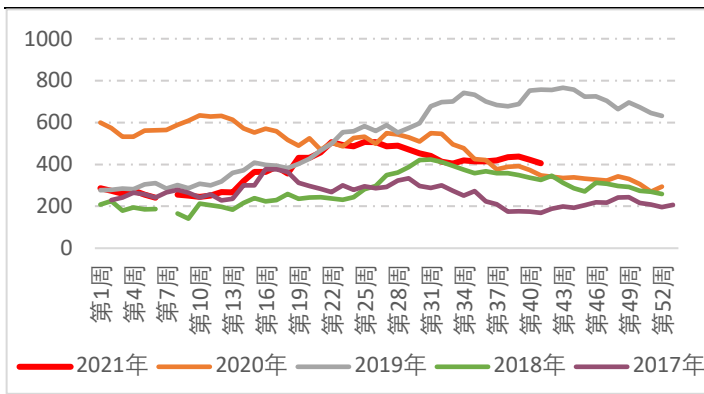


资料来源：海关总署，优财研究院

进口方面，据海关数据，1-8月累计进口炼焦煤306万吨，同比少41.78%，这一缺口主要来自于澳煤的缺失，且目前来看澳煤缺口或将持续存在。虽然近期有港口澳煤卸货传闻，但至今仍未见到官方的表态，目前来看虽然近期大国之间的关系有一定的回暖，但角力仍未至尾声，四季度很难看到澳煤进口限制放松的情况，再考虑到组织货源运抵中国的滞后时间，四季度澳煤即使放开也很难起到实质性的补充作用。除澳煤外，蒙煤今年的通关情况也始终不甚理想，尤其自7月蒙古国内以后疫情进一步恶化，导致关口通关时断时续，日均通关量落至100-200车的区间，远不及往年，而随着冬季将至天气变化，蒙煤进口的最佳窗口将要过去，四季度预计平均通车维持在200-300车的水平，要进一步修复至500车/日希望较小。与蒙煤相似，俄罗斯煤的进口在冬季也同样受到扰动，在四季度很难再突破3季度进口量峰值。

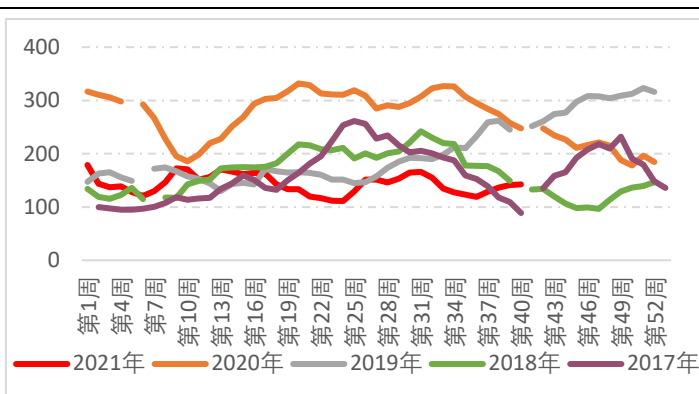
## 2. 焦煤库存情况

图 5：焦煤港口库存（万吨）



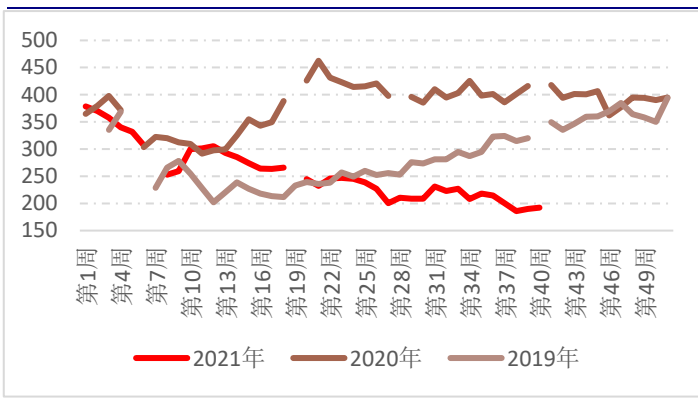
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：焦煤矿山库存（万吨）



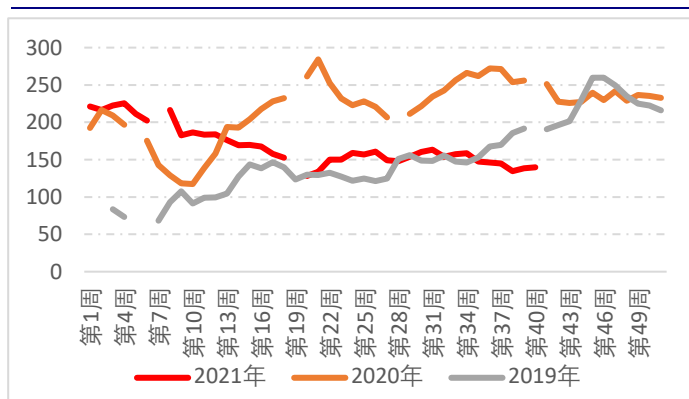
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 7：洗煤厂原煤库存（万吨）



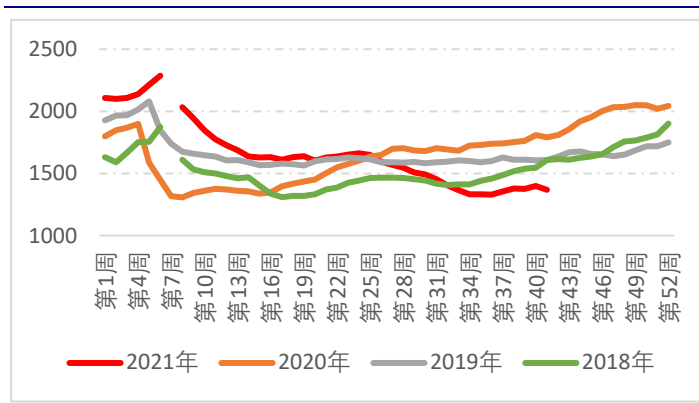
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 8：洗煤厂精煤库存（万吨）



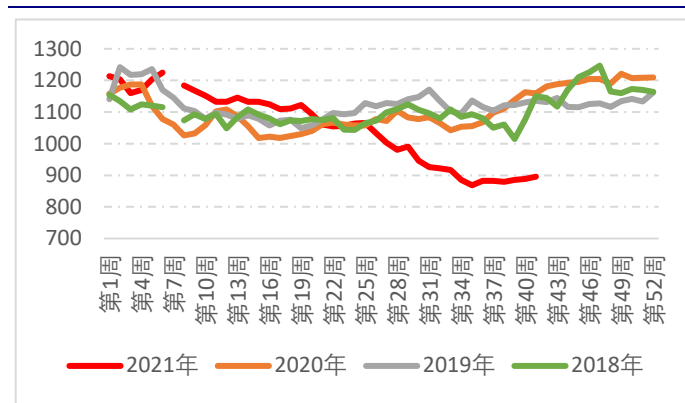
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 7：全样本焦企库存（万吨）



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 8：247 家钢厂库存（万吨）



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

整体来看产业库存仍在低位，由于价格高位风险较大，导致中下游接货谨慎，从

洗煤厂端可以看到，虽然在矿山和港口库存企稳的情况下原煤库存仍在下探，说明中间环节存在畏高情绪，不敢补库。下游焦企、钢厂焦煤库存三季度引来拐点，虽然库存仍在历史低位，但受益于限产政策严格执行平均可用天数均回升至 15.16 天，补库紧迫感下降，叠加价格高位，补库节奏因此放缓。不过需要注意的是，虽然在需求减弱的情况下矿山库存出现小幅回升，但我国焦煤最重要的主产地山西的矿山依然没有库存积累，或许从侧面说明核心煤种的依然供不应求。

### 3. 焦炭供应端情况

表一：2021 年焦化产能增减情况（6 月）

	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	60	70	75	170	1686	3302	6154.6
新增	2788	508	625	441	751	5113	6795.75	3637.5
净增加	1477	448	555	366	581	3427	3493.75	-2517.1

资料来源：MySteel, 优财研究院

表二：2021 年焦化产能增减情况（9 月）

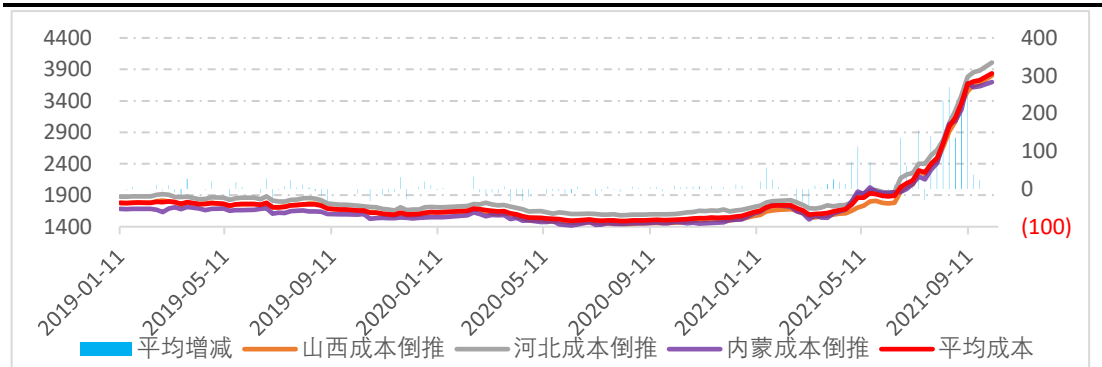
	1-6 月	7 月	8 月	9 月	1-9 月	10-12 月	合计	2020 合计
淘汰	1311	60	0	255	1626	1140	2731	6154.6
新增	3221	215	145	290	3871	1667.75	5535	3637.5
净增加	1909.75	516	145	35	2605.75	118	2804	-2517.1

资料来源：钢联数据、优财研究院

据统计上半年焦化产能实际净新增 1909.75 万吨，与半年报时统计没有太大出入，但从三季度开始，产能投放出现了大面积延后的情况，此前预估三季度净新增 1502 万吨，但目前来看实际三季度仅增 696 万吨。而这一现象背后，一是由于此前查出来的项目未批先建、手续不全的问题，导致山西地区诸多项目停工整顿，等待手续；二是当下煤炭资源紧张问题凸显，能耗双控严格，高煤耗行业被严格监管。目前新增项目多已停滞，四季度的仍有出现进一步延期的可能。在产产能方面，目前看并没有因为新增产能延期置换产能延期退出而导致淘汰量出现明显的减少，4.3 米焦炉仍在按部就班的退出，特别的山东地区有要求在今年完成全部退出的任务，产量控制在 3200 万吨。

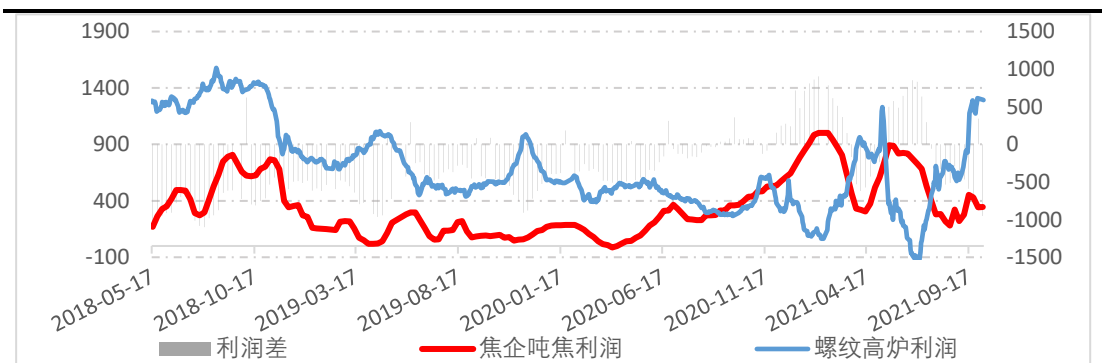
4. 焦企利润情况与产量

图 9：各地区焦炭平均成本



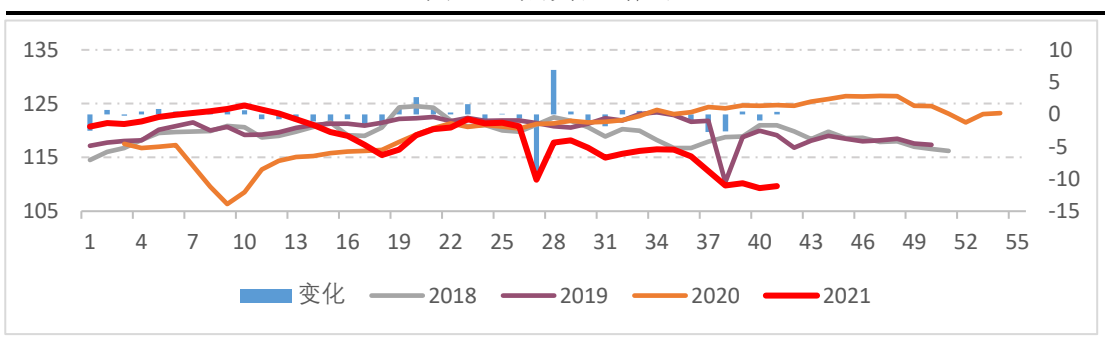
资料来源：海关总署，优财研究院

图 10：焦炭与螺纹利润对比



资料来源：海关总署，优财研究院

图 11：焦炭日均产量



资料来源：海关总署，优财研究院

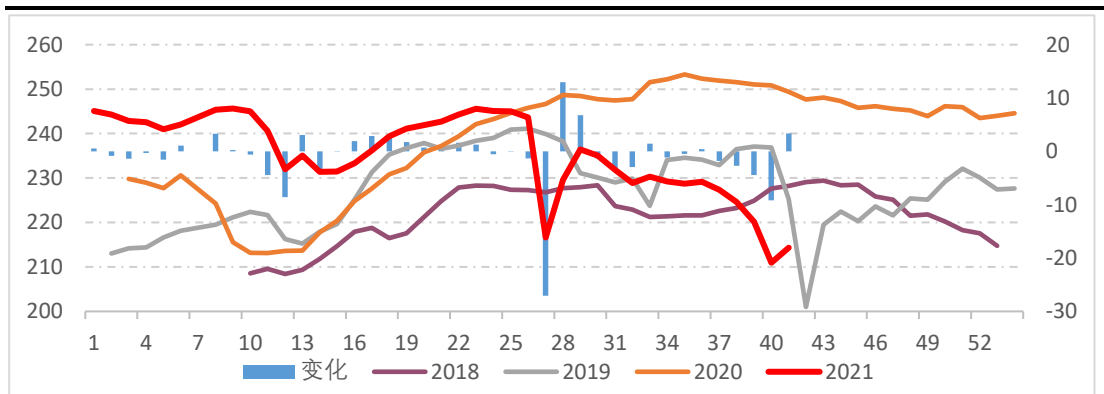
当前焦炭完成 11 轮连涨，合计涨 1560 元/吨，煤价的过快上行侵蚀了焦化利润，

使得焦炭被动涨价，出现涨价不增利的现象。当前来看焦炭利润还在正常水平，由于钢厂需求下降对焦炭涨价出现抵触情绪，煤炭价格企稳后涨价驱动也有所减弱，因此目前焦企出现企稳态势，钢焦博弈加剧，但考虑到目前焦钢利润劈叉，成材高利润且低库存低供应的情况下，打压原料价格阻力较大，叠加煤价短期难见明显回调，预计冬储前最多回吐 2-3 轮。

生产上，受原料不足、环保限产、能耗双控以及自然灾害等因素影响，三季度以来焦炭产量就已进入下行通道，目前了解到，扰动主要集中在山东、山西两大产地，其他地区开工基本正常。山东地区主要受环保检查制约，且不少焦企已经用完年度煤耗指标被动减产，目前正在与有关部门协商，四季度有可能小面积复产；山西地区，当下主要还是受雨水灾害困扰，生产、运输都受到影响，但属于偏短期影响，待灾害过去即可得到恢复。四季度随着扰动减弱、新投产能释放，预计产量会有一些修复，但能耗双控持续趋紧的形势下产量也很难再回到上半年的水平。

## 5. 钢厂需求情况

图 12：铁水日均产量



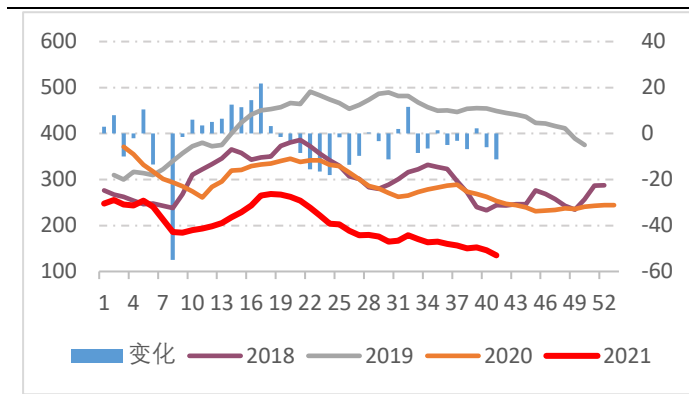
资料来源：海关总署，优财研究院

在能耗双控政策压制下钢厂端出现大面积的检修，铁水日均产量见到年内新低，210-220 万吨的铁水水平已经可以实现粗钢平控的需求，政策继续收紧的空间不大，四季度铁水或有望反弹至 220 万吨/日维持。后续还需关注我国电力供应新式是否再度出现变化。



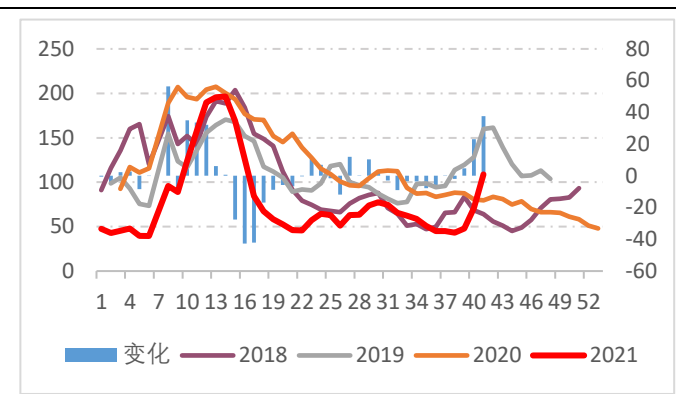
6. 焦炭库存情况

图 13: 焦炭港口库存 (万吨)



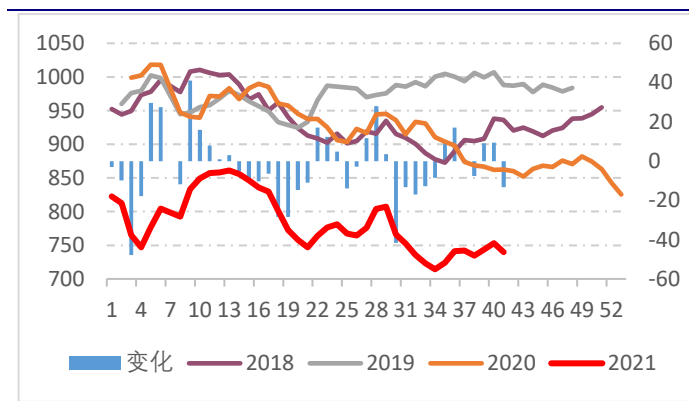
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 14: 全样本焦企库存 (万吨)



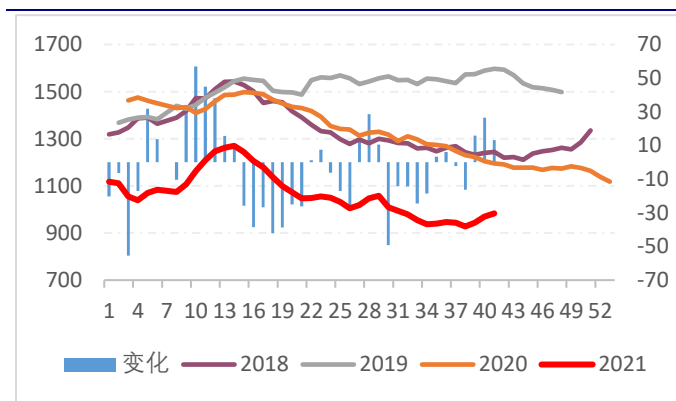
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 15: 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 16: 焦炭总库存 (万吨)



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

整体来看库存开始见底反弹, 主要累积在焦企端, 主要原因: 一是钢厂需求下滑, 按需采购, 低品级焦炭出货面临一定阻力; 二是主产地山西受灾害影响, 发运不畅, 导致厂内库存积压, 对应的可以看到钢厂端库存反弹遇阻; 三是高价位下贸易商恐高情绪渐起, 同时港口价格倒挂严重, 进而导致贸易商集港意愿偏低, 随着低价货源出清, 多转为观望。整体低库存下后市钢厂冬储补库仍有难度。

### 三、煤焦总结与交易思路

焦煤方面，三季度已经经历了焦煤供应最紧张的时段。随着煤矿复产，供应边际修复，但是，对于四季度而言，保供电煤并不会使得焦煤供应增长，相反会对配煤资源形成挤占，四季度在安全、环保压力下国内焦煤产量继续增长空间不足，另外进口端澳煤很难在四季度形成有效的进口补充，而蒙煤四季度也很难摆脱疫情、天气的影响。需求端，受能耗双控政策影响，下游需求回落明显，但随着保供逐步落实，用电压力缓解，需求在四季度或有一定反弹。整体来看四季度焦煤供需两端增量均有限，但整体库存低位，优质煤种补库需求仍强，且电煤强势也会对焦煤价格形成支撑。

焦炭方面，三季度成本驱动的涨势放缓，随着钢厂大面积限产，需求快速下滑，焦炭供需进入相对平衡的阶段，优质焦需求良好，低品级焦出货可能面临一定阻力。四季度钢焦分歧或将激化，煤价强势背景下焦炭没有深跌基础，但低需求下钢厂对焦炭提涨有明显抵触，后续关注钢厂高炉产能是否在四季度开始复产，以及冬储需求情况，四季度盘面或先稳后扬。

交易思路方面，本轮是以降需求来实现的稳价格，供应端焦煤的紧缺仍将在四季度持续，在成本端强支撑下焦炭同样不具备深跌基础，建议四季度回调做多煤焦 01 合约，关注 1-5 正套的机会。

## 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/>