



2021 年 12 月 20 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

作者：刘文波

• 从业资格编号 F3070864

• 投资咨询编号 Z0015179

邮箱：liuwenbo@jinxinqh.com

联系人：林敬炜

• 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com

## 英雄一去豪华尽，惟有青山似洛中

### 内容提要

焦煤：从供应方面看，国内煤矿新增产能与蒙煤通关正常化将带来较明显的供应边际增量，不过国内价格重心下移可能导致美、加、俄进口量退潮，预计明年焦煤供给增量在 1500 万吨左右；从需求方面看，在终端弱需求以及政策压力下，铁水、焦炭产量大概率稳中有降，考虑焦炭生产限制较钢厂较小，实际减量大概率小于铁水，最终需求减量预计在 1200 万吨左右。

焦炭：与今年下半年相似，明年还没到需要讨论产能问题的时候，供应的变化仍将由政策、需求引导。需求方面，考虑终端地产需求将持续受政策压制以及碳中和、环保政策压力下钢厂生产限制仍将持续，预计明年粗钢产量可能进一步压降，预计铁水减量在 3000 万吨左右，焦炭需求减量在 1500 万吨。

### 操作建议

综合考量预计中长期内焦煤价格中枢有望下移，但下方仍有支撑，1700 元上下的焦煤价格或成为市场新常态。那对于焦炭而言，下方有焦煤成本作为支撑，供给弹性较强意味着焦炭很难争取超额利润，最终利润水平更多受下游需求表现、终端尤其是地产预期修复情况决定，预计悲观预期下焦炭利润或回到 300 元上下。

### 风险提示

煤矿、焦企超预期限产（利多）；蒙煤通关持续遇阻（利多）；钢厂复产困难（利空）；终端需求预期改善（利多）

请务必仔细阅读正文之后的声明



## 一、2021 年行情回顾

今年双焦打破很多市场的传统认知，可谓天天有故事、季季不相同：

第一季度，我们看到此时由于去产能问题给到了吨焦高额利润，因此在高开工+产能修复预期+需求淡季的三重利空下焦炭价格连降 8 轮累计 800 元/吨，此时中下游仍以消化库存为主，因此双焦行情相对独立，焦煤价格未受到明显影响。

第二季度，价格经过一段时间稳定后，由于产地严查环保、安全问题，双焦生产开工受到明显影响，同时下游进入旺季，钢材开工积极且利润飙升，因此在下游需求旺盛且容忍度较高的背景下双焦价格开始同步拉涨，3000 元焦炭、2000 元焦煤的组合正式登台。虽然 5 月价出于政策担忧等因素价格见顶回落，但在强基本面上价格很快超跌修复进入高位盘整阶段。

第三季度，各种利多因素接连冒头，比如党庆后国内煤矿开工修复不及预期、蒙煤始终无法正常通关、钢厂高利润下铁矿价格走弱等等，各种因素不断对双焦价格形成正向刺激，拉动双焦价格同步加速上行，屡创历史新高。

第四季度，双焦完成了最后的冲顶，至历史高点焦炭累计 11 轮连涨，涨幅达 1560 元/吨，涨价周期后半段单轮涨幅也加到了 200 元/吨。而疯狂的行情也在动力煤受到国家干预后迎来了终点，在地产行业悲观预期发酵、钢厂限产加码等利空因素配合下双焦价格快速下挫，焦炭现货速降 8 轮合计 1600 元/吨，回吐此前全部涨幅。不过随着冬储行情启动以及终端需求预期改善，双焦价格获得支撑超跌反弹。

图 1：双焦主力走势图



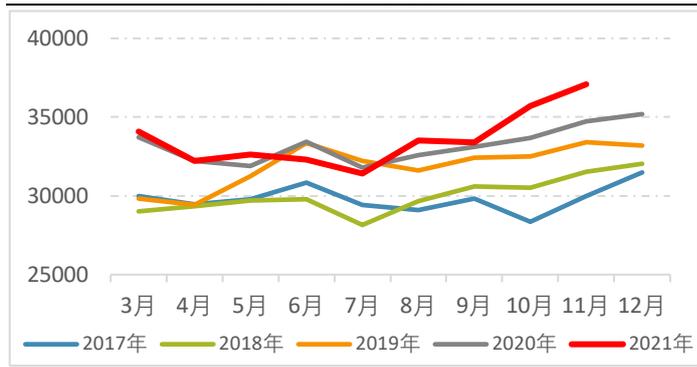
资料来源：Wind，优财研究院

## 二、供需基本面

### (一) 国内焦煤产量

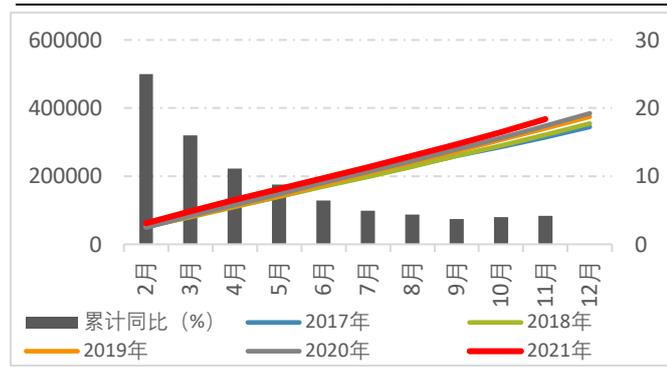
#### 1. 保供政策下煤炭产量创新高

图 2：原煤单月产量



资料来源：统计局，优财研究院

图 3：原煤累计产量

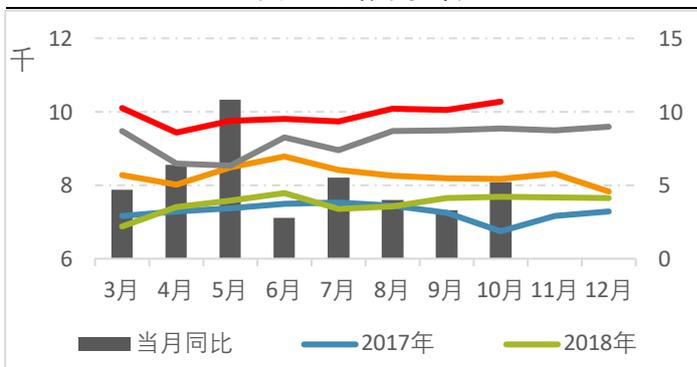


资料来源：统计局，优财研究院

经历过限电危机后我国多部委高效协作，推动煤炭产能短期快速释放，可以看到 10 月起表内单月产量即创下供给侧改革以来新高，而 11 月产量更上一层楼，达到了 37084 万吨，截止 11 月全国累计原煤产量 367427 万吨，同比增长 4.2%。目前来看煤炭供应紧张问题已经得到了充分缓解，煤矿陆续完成保供任务后产量有望在 1 月之后逐步回落，但考虑本轮寒潮可能出现在 1 月以及部分产能属于永久性核增，因此预计明年产量仍将在同期高位运行。

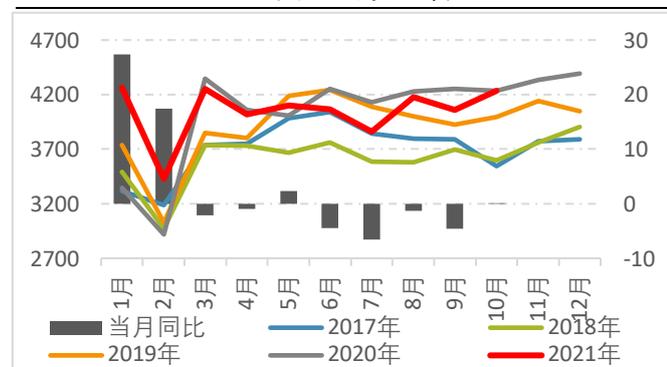
#### 2. 国产炼焦煤增量有限

图 4：山西原煤产量



资料来源：统计局，优财研究院

图 5：炼焦煤产量



资料来源：Wind，优财研究院

数据上看，我国炼焦煤 1-10 月累计生产 40460 万吨，累计同比增长 1.7%。主要发力还在一季度，因为当时就地过年煤矿复产较早，且年初也有一定的保供政策。

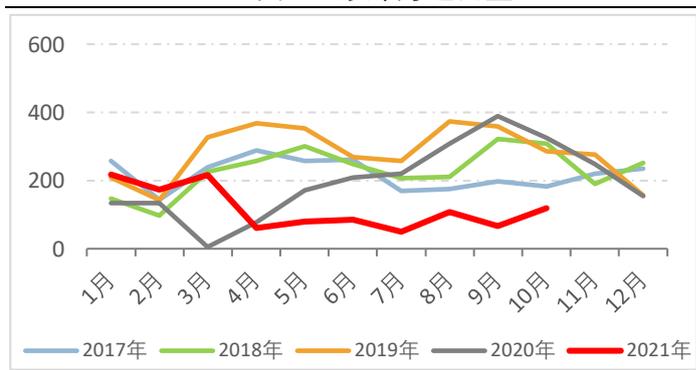
二三季度同比转负主因还在于事故频发，安全、环保监管加严，煤矿开工被动下降。进入四季度后由于煤炭供应链问题，保供政策开始发力，虽然保供主要针对动力煤，但实际上由于部分配煤、中煤参与保供，再加上整体管制环境放松，部分焦煤矿产能也得到了核增，产量也追平去年同期。目前来看煤矿产量已经恢复正常水平，不过年底陆续有煤矿完成核定产能开始停产，预计年底产量会有小幅回落。预估今年全年累计生产炼焦精煤 49000 万吨左右，同比增幅在 1% 左右。

展望明年，产能方面，现在焦煤矿缺少政策支持，且在双碳的大框架下，产能新增审批较为严格，主要还是产能置换为主，预计明年焦煤的总产能还将保持相对稳定的状态，可能会有表外产能合法化，但对实际产量而言不会再有太大的边际增量；开工方面，今年下半年煤矿持续高负荷运转，又遇一季度春节连冬奥，预计会给出一个减产去做维护工作比如检修、倒工作面等的窗口期，二季度开始煤矿进入复产阶段，不过考虑到安全、环保检查常态化，高度也很难较今年有明显增长，另外注意明年下半年为保障中国共产党第二十次全国代表大会的顺利召开，可能会出现今年建党百年类似的产量控制情况。总体预计明年炼焦煤产量在 50000 万吨左右。

## （二） 海外焦煤进口

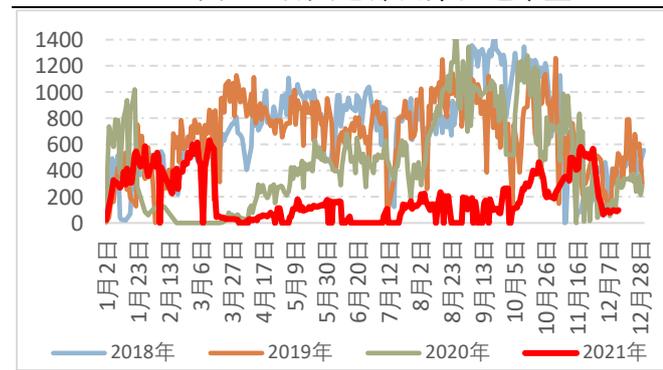
### 1. 蒙煤进口恢复可期

图 6：蒙煤月进口量



资料来源：海关总署，优财研究院

图 7：甘其毛都口岸日通车量

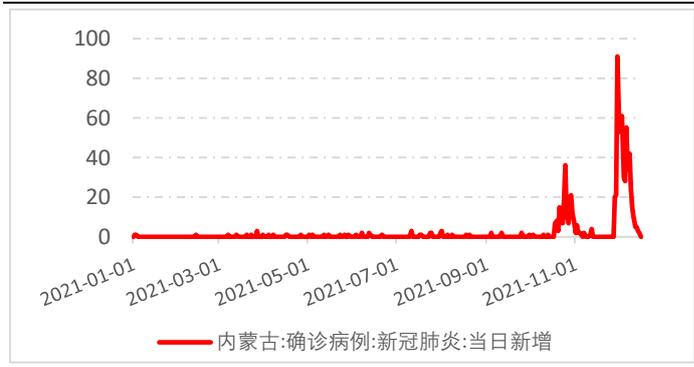


资料来源：汾渭，钢联，优财研究院

今年曾备受期待的蒙煤持续受到疫情扰动，自 3 月起中蒙口岸的防疫政策开始大力收紧，直至 10 月前主要通关口岸甘其毛都单人通关量都鲜有超过 200 车/日，后在中蒙两国协议下 10 月开始逐步着手提高口岸通关能力，意图将日通车水平提

至 600 甚至 700 车/日，但很快内蒙疫情恶化，通车量再度被压至百车以下，因此整体看今年蒙煤减量较大，预计今年全年蒙煤进口量在 1400 万吨上下，同比去年减量在 980 万吨左右。

图 8：内蒙古新冠确诊单日新增



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：蒙古国内疫情



资料来源：Wind，优财研究院

目前来看疫情最严重的时候大概率已经过去，蒙煤要再今年的基础上再减量空间不大，随着两国合作加深——不接触通关模式推广、防疫资源加码以及流程优化，明年蒙煤进口量有望得到一定修复，以甘其毛都口岸为例，再疫情不再产生大规模扰动的情况下，明年日均通车量回到计划中的 600 车/日附近是有较大可能的，也意味着明年蒙煤进口有望恢复至较 2020 年稍好的水平，预计带来 1000 万吨左右的增量。

## 2. 澳煤进口依然困难重重

据统计当前只有京唐港、曹妃甸港尚有滞港澳煤，其中京唐港约有 250 万吨，曹妃甸钢厂有 130-140 万吨，此前已经通知滞港澳煤可以办理通关手续，意味着这 380 万吨左右的澳煤将在明年年初陆续完成通关流入国内市场。不过需要注意的是我们始终没有看到中澳关系出现缓和信号，这也意味着清关之后短期不会再有澳煤增量。

## 3. 俄加美煤撑起进口半边天

今年在澳煤退出、蒙煤进口不及预期的背景下俄罗斯、美国、加拿大煤源可以说撑起了我国今年进口焦煤市场的半边天，按海关数据测算，我国 1-10 月进口焦煤中俄、加、美三国焦煤占了 59.63%，而这一比例在往年从不曾超过 20%。从体量

上看，1-10月我国累计进口三国炼焦煤合计 2350.63 万吨，较去年同期增加 1390.15 万吨，同比增长 145%，其中最大贡献来自于美国煤的 722.02 万吨的增量，其次是俄罗斯增量 347.33 万吨。

图 9：三国进口量占比飙升



图 10：加拿大煤单月进口量

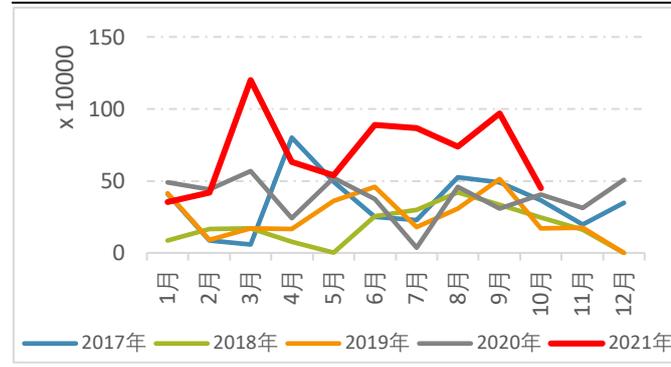


图 11：俄罗斯单月进口量

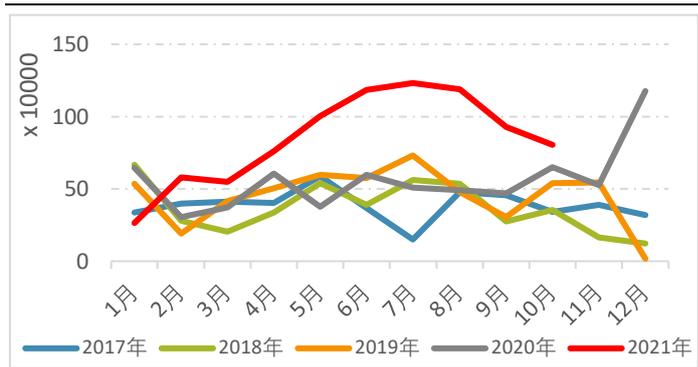
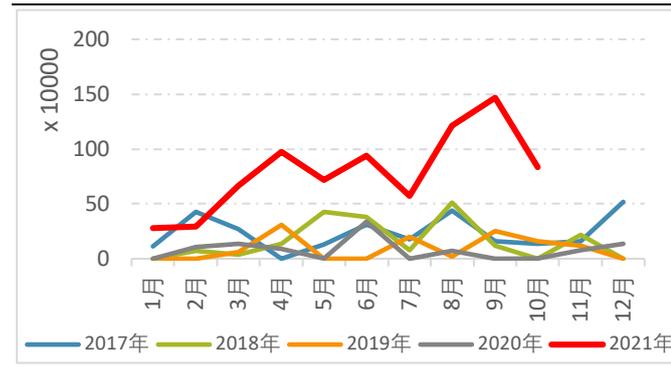


图 12：美国煤单月进口量



但今年之所以三国进口量出现巨幅增长，一方面是澳煤的退出导致我国焦煤资源尤其是优质煤种资源出现了较大缺口，需要寻找新的煤源填补，另一方面就是今年国内疯涨的价格使得进口窗口持续打开，进口煤性价比提升。对于明年而言，由于国内煤价快速回落，进口煤性价比明显下降，且由于关税的问题，价格下行将率先冲击美国煤，因此在高煤价无以为继的条件下美国、加拿大的进口量也将出现明显回落。不过从煤质来说，美国煤的品质相对较好，可对一线澳煤进行替代，而俄罗斯焦煤主要为海外二线焦煤，因此从煤质的角度看在澳煤进口空窗期，美国煤进口需求一定存在韧性。因此我们预计明年三国进口煤总量会有一定降幅，预估全年进口总量 2700 万吨左右。

### (三) 国内焦炭产量

#### 1. 产能退出节奏存在扰动

表 1: 焦炭产能变化

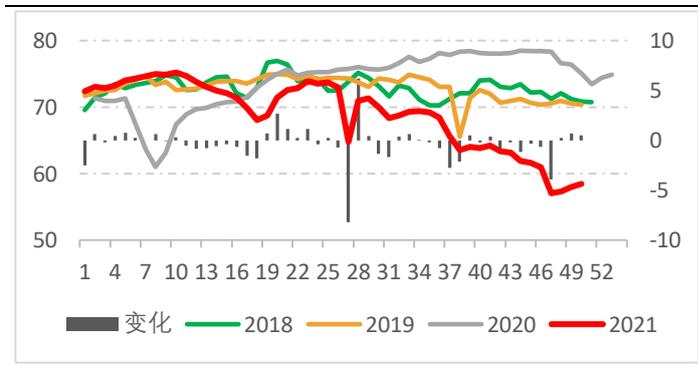
2022	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	总计
新增	482	647	749	594	457	616	571	595	204	664	390	1166	7573
淘汰	430	130	644	376	70	306	0	0	0	90	0	3327	7133
净增加	52	517	105	218	387	310	571	595	204	574	390	-2161	1760
2021	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	总计
新增	966.25	378.75	455	534	609	278	215	195	230	274.5	446.5	467.25	5049.25
淘汰	396	220	343	352	0	0	60	50	185	120	125	685	2536
净增加	570.25	158.75	112	182	609	278	155	145	45	154.5	191.5	-217.75	2513.25

资料来源：钢联、优财研究院

经历了 2020 年 4.3 米焦炉产能大规模退出后，2021 年新建 5 米以上大焦炉产能开始逐步投产，全年预计净新增 2513.25 万吨，基本修复 2020 年退出产能部分。按此前规划，至明年底 4.3 米焦炉将完全退出，置换为新产能，目前预计明年全年产能净增 1760 万吨左右。不过需要注意的是，从今年开始基于双碳这一大目标，多地开始严控高耗能企业产能投放，内蒙古和山西两大焦炭产地新增产能投放延期的现象多有发生，且山西地区还有产业政策、环保手续等因素干扰，明年产能退出是硬性的，但新增产能投放可能受到扰动，因此明年可能出现产能提前退出而新增产能投放滞后的情况。

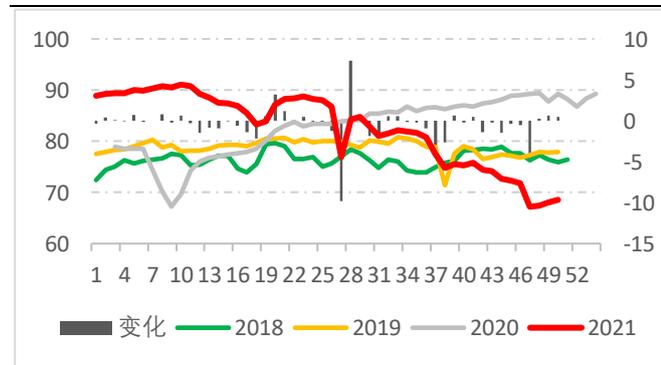
#### 2. 产能利用率持续受到压制

图 13: 全样本焦炭日均产量



资料来源：钢联、优财研究院

图 14: 全样本焦企产能利用率



资料来源：钢联、优财研究院

今年在新增产能持续净投放的大背景下产量不仅没上已台阶，日均产量反而一路走低，回顾今年主要因素有四点：一是产能的投放到满产需要时间上半年实际没

有享受到新产能增量，而到了下半年新产能投放不断出现延期导致原先预期的集中投产落空，也导致今年产量增长不及预期；二是今年主产地环保检查频繁且严格，另外还有能耗控制、安全检查等因素制约，导致产能利用率一去不返；三是年底产能利用率进一步探底主因在于钢厂限产加码，需求快速走弱使得焦炭价格领先焦煤回落，利润快速收缩导致焦企被动减产；四是由于大焦炉增加，对于优质煤种的需求提升，再加上今年焦煤供应受到较多扰动，导致今年原料供应吃紧，下半年在储备资源大幅消耗后，出现部分焦企因为炉料短缺而导致被动减产的情况。

### 3. 产量影响因素变化

图 15: 焦炭累计产量



资料来源：统计局，优财研究院

图 16: 独立焦企利润



资料来源：钢联，优财研究院

据统计局数据，今年 1-11 月全国焦炭产量 72839 万吨，同比减量 330.6 万吨，降幅 1.6%，考虑 12 月焦企开始小幅度复产，预计全年焦炭产量 46520 万吨左右，同比减量约 600 万吨。

明年焦炭供应方面需要注意，一是安全、环保的压力存在将常态化，且随着焦炉迭代、设备更新以及制度补全，焦企生产的合规性必然是在持续提升的，也就意味着安全、环保的扰动在逐步减弱，焦企生产的弹性也就同步增强；二是高额利润难以复现，焦炭作为中间加工品，在产能不再是生产瓶颈之后，生产将更多受到原料供应、焦化利润等因素影响。

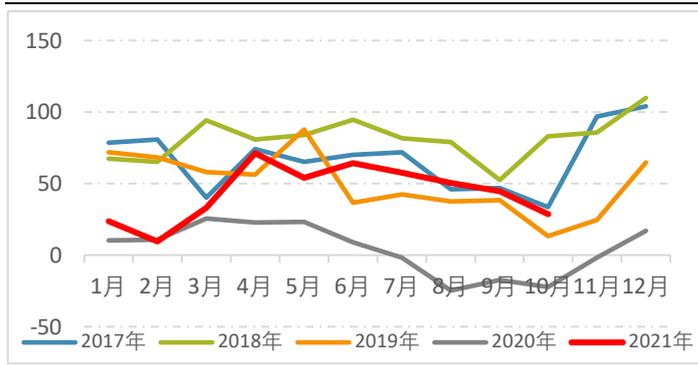
### (四) 焦炭进出口

今年 1-10 月累计净出口 437.22 万吨，前两月尚未走出疫情阴影，量相对偏低，3 月起净出口即恢复至往年正常水平，不过焦炭进出口的规模并不大，所以实际对

于焦炭供需的影响较小。进口方面值得注意的是澳煤禁止通关后，我国部分企业前往东南亚投资建设焦化厂，可利用澳煤炼成焦炭后再进口，预计明年将陆续落成。出口方面，今年开始海外高炉已经陆续进入复产周期，疫情扰动逐步减弱背景下预计海外需求还将有一定增加，明年净出口量有望维持在 500 万吨左右。

**(五) 焦炭消费**

图 17: 焦炭净出口量



资料来源：海关总署，优财研究院

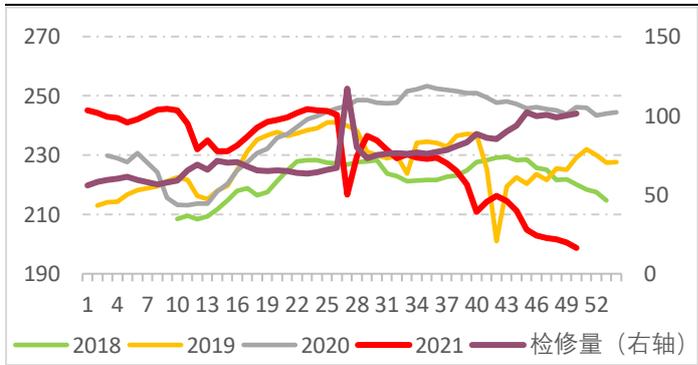
图 18: 出口占比



资料来源：优财研究院

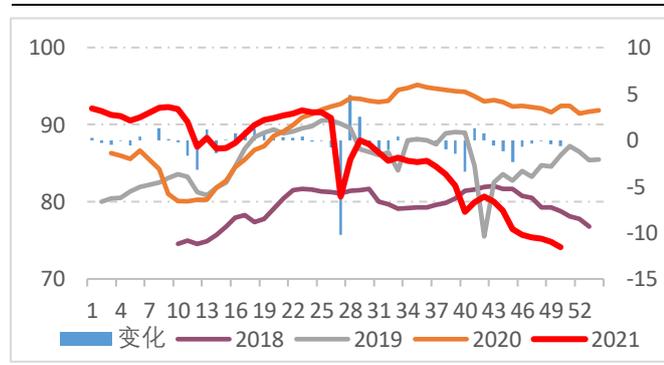
**(五) 生铁需求**

图 19: 247 家钢厂日均铁水产量



资料来源：Wind，优财研究院

图 20: 247 家钢厂产能利用率



资料来源：Wind，优财研究院

图 21: 铁水焦炭产量

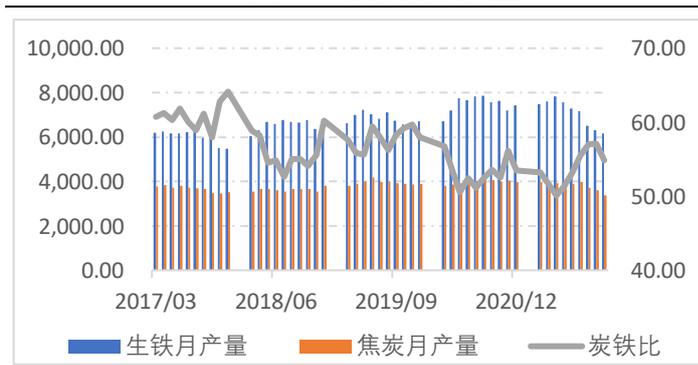
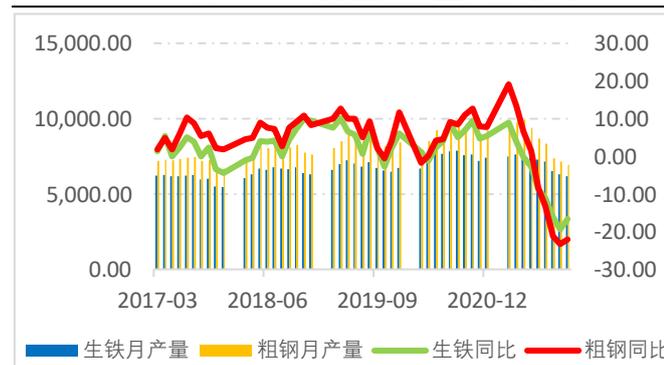


图 22: 生铁粗钢减量大体趋同



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

2021年初国家有关部门即提出今年各省需要主动压减粗钢产量，保证今年产量不超去年，但由于没有统一规划，又逢上半年成材需求较好给出了极高的利润，钢厂上半年大幅增产，直至8月中旬发改委给出上半年各地区能耗双控完成情况表，多省市发现能耗双控目标难以实现，被迫抓紧实施产量控制。因此在限电、能耗双控、环保治理等多因素影响下下半年钢厂开工持续压降，钢联铁水日产也已降至200万吨低位。因此今年铁水产量呈现出前高后低走势，从统计局数据看，今年全年累计铁水产量79623万吨，同比去年同期减量1667万吨，降幅4.2%，考虑12月钢厂没有明显复产，预计全年铁水减量将在3000万吨左右。

展望明年，分季度来看，现行政策如采暖季错峰生产、冬奥天气保障都将持续压制钢厂尤其是华北地区钢厂的开工恢复，预计明年一季度会有部分区域，如南方的钢厂会有小幅度复产，但整体产量大概率仍在低位运行，3月之后陆续进入复产周期，产量在三季度见到年内峰值；从总量的角度看，明年粗钢平控政策大概率还将持续，考虑明年终端需求预期走弱，尤其是地产领域消费受政策冲击，投资谨慎且有向后期施工、竣工端倾斜的趋势，因此弱需求预期下明年粗钢预计还将在今年产量上有进一步减量，假若如我们钢、矿年报中的推算明年的铁水减量在3000万吨左右，则可推算明年焦炭总体需求将减量1500万吨左右。

### 三、双焦市场展望

#### (一) 供需判断

表 2：供需平衡表

	1-9月	10-12月 E	2021E	2022E	同比
焦煤产量	36223.00	12767.00	48990.00	50000	2.06%
焦煤进口	3499.23	1238.40	4737.63	5700	20.31%
需求	41839.33	13004.61	54843.94	53865	-1.78%
供需差	<b>-2117.10</b>	<b>1000.79</b>	<b>-1116.31</b>	<b>1835.00</b>	
	1-9月	10-12月 E	2021E	2022E	同比
焦炭产量	31543.33	9777.90	41321.23	40500	-1.99%
炼铁需求	31347.40	9431.91	40779.31	39500	-3.14%
净出口	398.46	133.00	531.46	500	-5.92%
供需差	<b>-202.53</b>	<b>212.99</b>	<b>10.46</b>	<b>500.00</b>	

资料来源：优财研究院

焦煤：从供应方面看，国内煤矿新增产能与蒙煤通关正常化将带来较明显的供应边际增量，不过国内价格重心下移可能导致美、加、俄进口量退潮，预计明年焦煤供给增量在 1500 万吨左右；从需求方面看，在终端弱需求以及政策压力下，铁水、焦炭产量大概率稳中有降，按铁水推算焦煤需求减量在 1950 万吨左右，但考虑焦炭生产限制较钢厂较小，实际减产量大概率小于铁水，最终需求减量预计在 1200 万吨左右。

焦炭：与今年下半年相似，明年还没到需要讨论产能问题的时候，供应的变化仍将由政策、需求引导。需求方面，明年偏乐观预期即全年粗钢平控，但考虑终端地产需求将持续受政策压制以及碳中和、环保政策压力下钢厂生产限制仍将持续，预计明年粗钢产量可能在今年的水平上进一步压降，预计铁水减量在 3000 万吨左右，焦炭需求减量在 1500 万吨。

## （二） 价格展望

近期随着冬储需求启动与终端需求预期改善，现货价格超跌修复并尝试探涨，但我們需要注意政策纠偏与预期修复并不等于着政策调头与管制取消，“稳”字当头，疯涨的价格已没有再现的土壤，中长期需求下行的压力将持续推动双焦价格回归合理。

综合来看，明年双焦需要面临需求上有顶（即粗钢平控）且下行压力较大的局面。对于焦煤来说，由于国内双碳大框架下煤炭高产量难以持续，国内焦煤有增量预期，但实际能实现与否存在较大不确定性，供给端需要重点关注疫情平复后蒙煤可能出现的大量通关对煤炭市场形成的冲击（如今年四季度），以及价格中枢下移后海运煤退出导致的优质煤种资源量收缩的问题。综合考量预计中长期内焦煤价格中枢有望下移，但下方仍有支撑，1700 元上下的焦煤价格或成为市场新常态。那对于焦炭而言，下方有焦煤成本作为支撑，供给弹性较强意味着焦炭很难争取超额利润，最终利润水平更多受下游需求表现、终端尤其是地产预期修复情况决定，预计悲观预期下焦炭利润或回到 300 元上下。

## 四、 风险提示

煤矿、焦企超预期限产（利多）；蒙煤通关持续遇阻（利多）；钢厂复产困难（利空）；终端需求预期改善（利多）

## 重要声明

### 分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证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。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

### 免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。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，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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/>