



2021年4月5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：盛文宇

• 从业资格编号 F3074487

• 投资咨询编号 Z0015486

邮箱：shengwenyu@jinxinqh.com

联系人：林敬炜

• 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com



焦煤刚性缺口 需求复苏确定

内容提要

焦煤供给是否能跟上需求的增长仍将是二季度双焦交易的核心线索，那么从供应方面来说，二季度的焦煤依然看不到可以足够供应增量，二季度进口端存在此消彼长的情况，俄罗斯煤、蒙煤的放量大概率还要等到三、四季度，而走不出战争阴影的情况下，二季度整个海运煤资源退潮还是比较确定的，国内自身产能存在瓶颈，在露天矿复产前无法抱有太大期待。需求方面，焦炭由于强生产弹性，不起决定性作用，核心还在于铁水端的产量，一旦铁水恢复逐步至230、240万吨/日以后，核心煤种的缺口将愈发凸显，且此时库存已经不具备蓄水池的作用。

操作建议

黑色系中多配，单边做多需注意利润顶的问题。

风险提示

利空：蒙煤通关放量、俄罗斯煤进口正常化、俄乌紧张局势缓和、钢厂提产不及预期、终端需求疲软

利多：铁水复产速度超预期、地产管控超预期进一步放开、内/外蒙古疫情再起、焦化产能超预期退出



一、行情回顾

图 1：焦煤期货主力合约走势



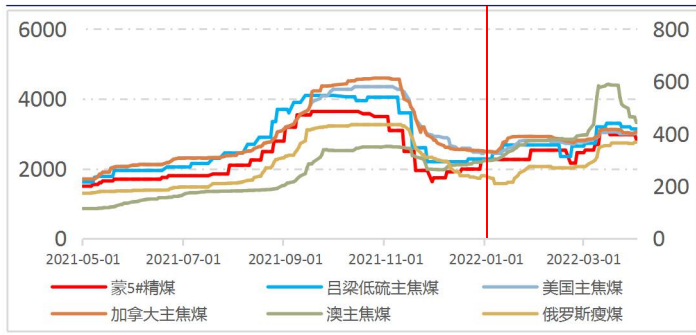
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：焦炭期货主力合约走势



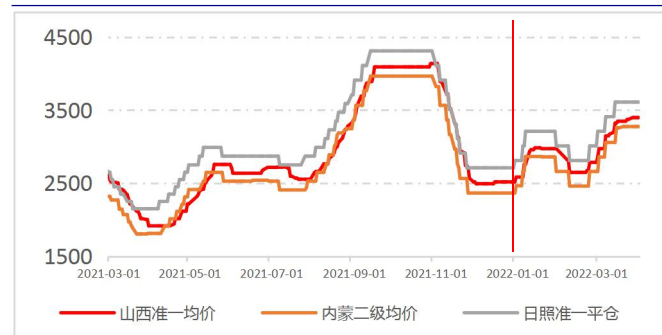
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：焦煤现货价格



资料来源：wind，优财研究院

图 4：准一焦炭现货价格



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

回顾整个一季度，双焦交易的核心线索实际只有一条，那就是焦煤供给刚性，需求复苏背景下焦煤供需的硬缺口无处找补。盘面上可以看到，双焦经过一段时间的底部盘整蓄势后在需求修复预期支撑下跟随黑色整体展开反弹，两度回调后双焦基本面强现实支撑显现，叠加强需求预期，双焦价格重心逐步抬升至去年 9-10 月创下的高位区间内，不过由于疫情背景下产业整体利润扩张受阻，上方压力显现，当前价格运行进入偏强震荡阶段，焦煤主力 2205 合约累涨 44.07%报 3186 元/吨，最高



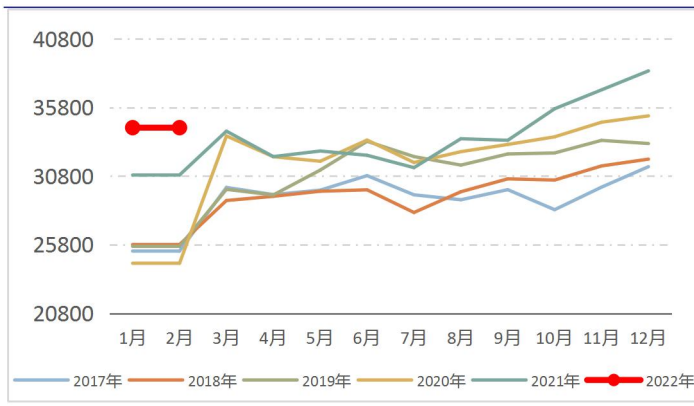
3259.5 元/吨，焦炭主力 2205 合约累涨 35.36%报 3935 元/吨，最高 3955 元/吨。

现货层面，海内外焦煤价格也基本回到了的高位附近，不过整个现货市场格局较去年发生了巨大变化，俄罗斯煤的贸易结算问题、中澳关系未见缓和而口岸滞留资源完成入关、中蒙疫情此起彼伏以及海运煤价格持续倒挂等因素导致一季度国内面临自身供应边际增量有限而进口补充逐步退出的局面，导致焦煤尤其是优质煤种的资源愈发珍贵。焦炭现货方面，涨 3 轮吐 2 轮，最后在成本推动下回涨 4 轮累计 800 元/吨后企稳，山西吕梁准一含税出厂 3360 元/吨，第 5 轮受疫情影响出现分歧。

二、基本面情况梳理

1、焦煤国内供给

图 5：统计局中国原煤产量



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 6：山西原煤产量



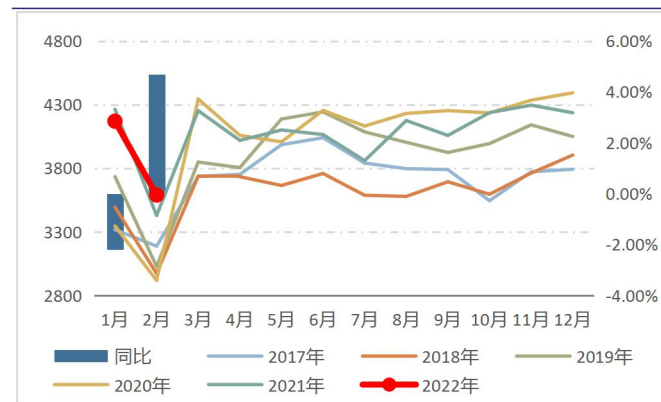
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 7：炼焦煤年产量增长



资料来源：Wind，优财研究院

图 8：炼焦煤月产量

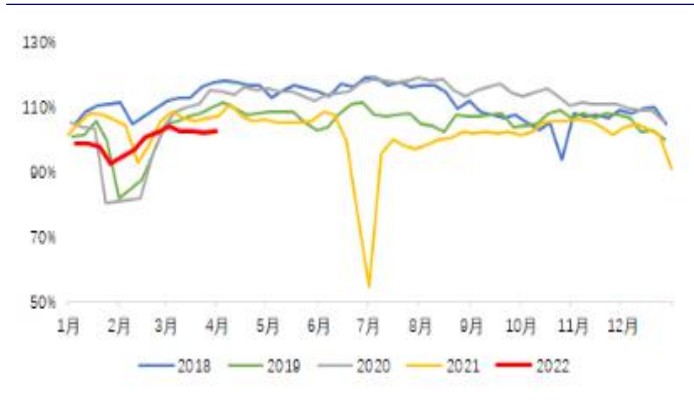


资料来源：Wind，优财研究院



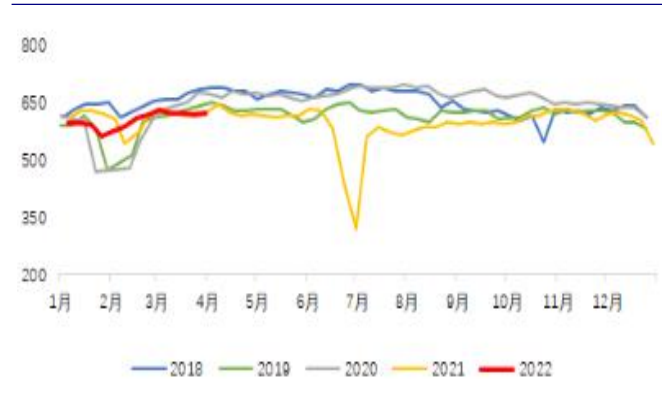
据国家统计局数据显示，我国 1-2 月全国原煤产量出现快速增长，两月累计生产原煤 6.9 亿吨，同比实现 10.3% 的正增长。但是需要认识到这是基于国内保供的大背景下实现的，煤矿供给的增量一是靠去年下半年以来集中产能释放达产；二是春节假期缩短，加快复产来实现的，这也就导致煤炭供给端的增量仍以动力煤资源为主，而炼焦煤的供给增长则显得较为有限，这也可以从山西地区原煤产量数据初窥一二。那么具体来看，可以发现 2021 全年仅实现全年产量 1% 增长，今年 1-2 月炼焦煤 7760 万吨，同比仅增 0.88%，这一增幅也一定程度上得益于高利润激励以及短周期的春节放假，而国内炼焦煤供应的始终存在增长瓶颈的原因主要有三，一是产能的问题，在去年炼焦煤露天矿因为环保问题陆续停产以后一直没有放开，而余下的井工矿由于地质环境、开采技术等原因本身不具备大幅提产的空间，在去年底提产加表外转变内的操作后，在炼焦煤产能上可挖掘的潜力有限，二是冬末春初，正是保安全查环保的时候，又逢需求淡季，煤矿本身提产的意愿也并不强烈，三是一季度大型会议、国际赛事、春节集中，政策扰动较多且夹带假期，对生产节奏也产生一定扰动。

图 9：焦煤煤矿开工率



资料来源：煤炭资源网，优财研究院

图 10：焦煤原煤产量



资料来源：煤炭资源网，优财研究院

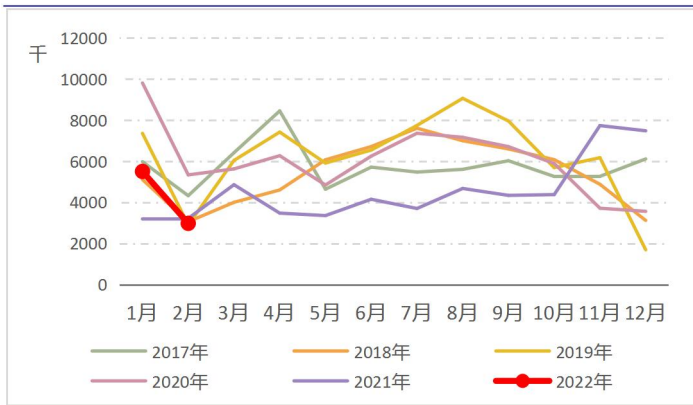
对于二季度国内供应来说，是具备进一步提产空间的，但这较往年来说增量有限。新一轮的环保检查开始，目前主要还是影响内蒙地区，且本轮检查不仅对煤矿生产形成限制，对洗煤厂的检查自一季度延续至今，目前看也没有放松的态势，这本轮检查至少将维持一个月，因此二季度内蒙地区很难给到一个增量。山西方面，



以汾谓数据目前山西地区原煤产量 413 万吨, 开工率 108.3%, 开工率上还有 10%左右的提升空间, 高利润高需求下二季度维持正常生产预期较强, 静待疫情对运输的扰动退去。那另外可能出现的国内增量是保电煤的量回归, 但这一部分有限且基本为配煤资源, 不对核心煤种供应形成补充, 因此可以不用重点考虑。

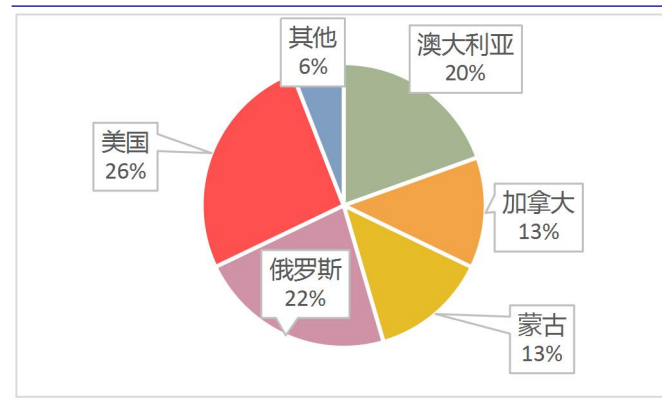
2、焦煤进口

图 11: 炼焦煤分月进口量



资料来源: Wind, 优财研究院

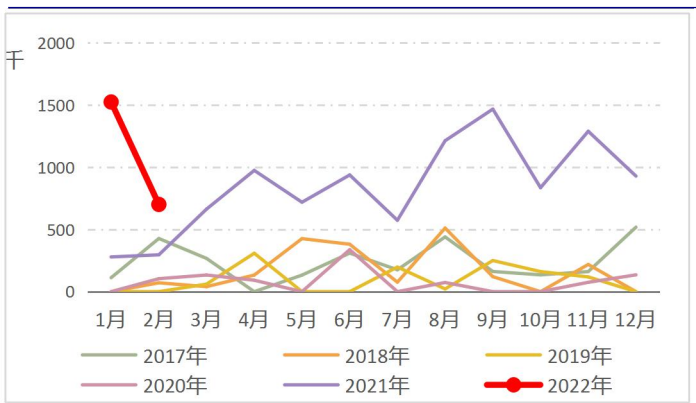
图 12: 进口来源占比



资料来源: Wind, 优财研究院

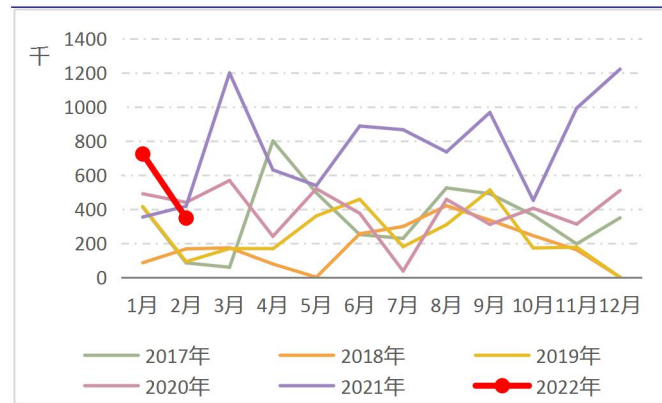
我国 1-2 月合计进口炼焦煤 849.77 万吨, 同比实现 32.22%的增幅, 进口煤主要来源为美国、俄罗斯、蒙古、加拿大, 澳煤部分主要以前期滞港存量入关为主, 无新发量。数据来看 1-2 月份进口量总量不及往年, 且自去年四季度以来出现了大幅度的下滑, 背后还是海运煤资源的退潮以及蒙煤通关不畅所致, 另外可以明显看到由于澳煤退出, 作为替代我国美国煤进口占比明显提升。

图 13: 美国煤进口量



资料来源: Wind, 优财研究院

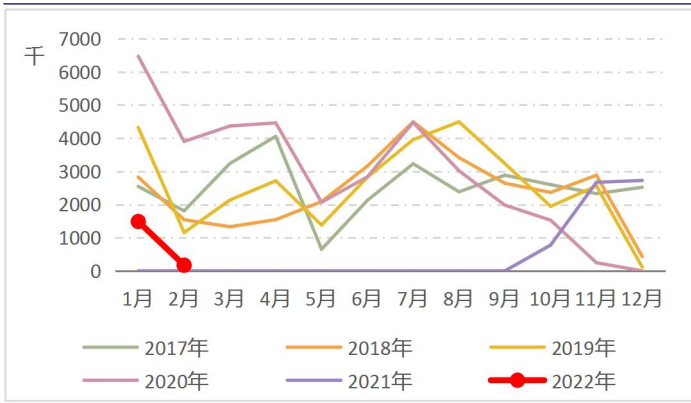
图 14: 加拿大煤进口量



资料来源: Wind, 优财研究院

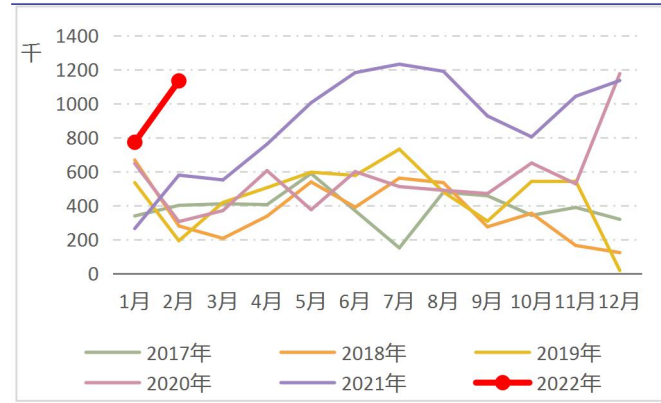


图 15：澳大利亚煤进口量



资料来源：Wind，优财研究院

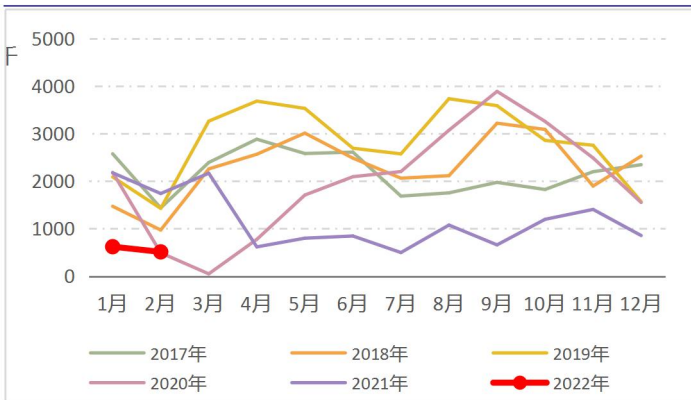
图 16：俄罗斯煤进口量



资料来源：Wind，优财研究院

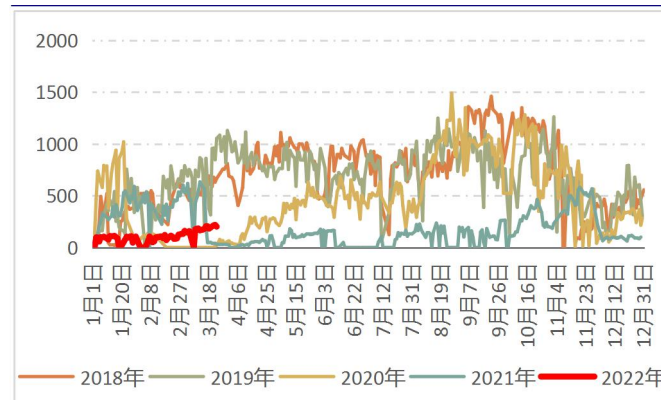
可以看到海运煤方面，我国自美、加两国的进口量在年底见顶后快速下滑，主要还是因为内地煤价回落较快，而海运煤价格坚挺，价格持续大幅倒挂的形势下进口窗口关闭难开，采购骤降进而导致后续进口量快速下滑，而这一情况目前为止仍未扭转，考虑近期海运煤市场也趋于冷静，价格出现快速下滑，虽然倒挂依然，但5月后仍有看到美、加煤进口增量的希望。澳大利亚煤方面由于中澳关系短期看不见回暖迹象，至少二季度不考虑这部分增量，另外此前滞港澳煤经过1季度的集中释放，很难再形成有效的供给增量。俄罗斯方面前两月依然保持稳定的输入，二月战争局势升级后对俄罗斯煤的出口贸易结算形成了极大冲击，因此二月的量存在一部分的冲量，影响将在三月、四月的数据逐步体现。近两周国内俄罗斯煤贸易略有起色，但交易结算的问题还需要时间来磨，因此虽然俄罗斯煤不贵，但它上量困难。

图 17：蒙古煤进口量



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：甘其毛都口岸日通车量



资料来源：Wind，优财研究院

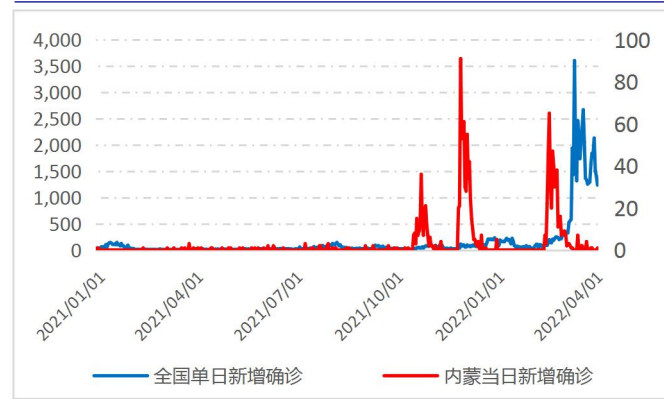


图 19: 蒙古疫情形势



资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 国内疫情形势



资料来源: Wind, 优财研究院

蒙古作为我国炼焦煤重要进口来源,在澳煤退出之后承担了很多期待,但近两年持续受到疫情的困扰,整体进口情况不及预期。1-2月由于蒙古方面防疫形式严峻,因此此前的2月底前完成滞留口岸货物清关以及600车/日的目标均未达成,不过在随着蒙古方面疫情逐步得到控制,目前甘其毛都口岸日均通车量已从一月的百车以下回升至200车以上稳定,虽然短期国内外防内控的防疫政策以及货物杂质问题进一步提量的目标还未达成,但随着中盘运输恢复、策克口岸恢复通关以及中方防疫压力减轻,主要口岸日通车上到300-400车概率还是比较大,蒙煤整体日通车稳定在500-600车的水平仍可期待。

3、国内焦炭生产

表 1: 2022 年上半年焦化产能变化表

	1月	2月	3月	4月E	5月E	6月E	半年合计
新增	792	287	227	459	508	610	2883
淘汰	476	60	203	453	215	695	2102
净增	316	227	24	6	293	-85	781

资料来源: 煤炭资源网, 优财研究院

表 2: 2022 年上半年分省市焦化产能变化表

		1月	2月	3月	4月E	5月E	6月E	半年合计
山西	新增	281		92	198	133	205	909
	淘汰	326	60	160	280		60	886
	净增	-45	-60	-68	-82	133	145	23
宁夏	新增		60		150	150		360
	淘汰						60	60
	净增		60		150	150	-60	300

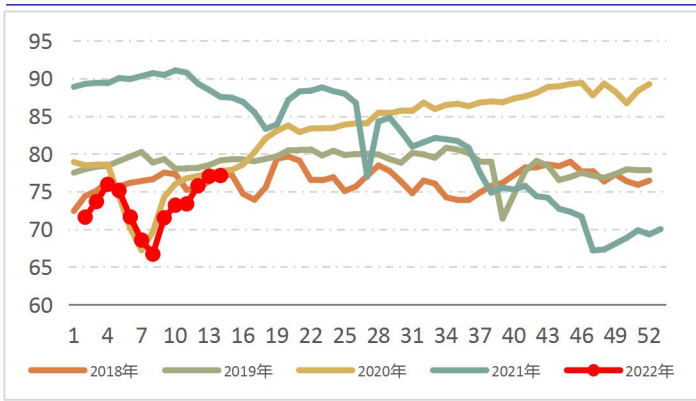


	新增	64		60	124
河南	淘汰	60			60
	净增	4		60	64
	新增		75	225	173
内蒙古	淘汰				0
	净增		75	225	173

资料来源：煤炭资源网，优财研究院

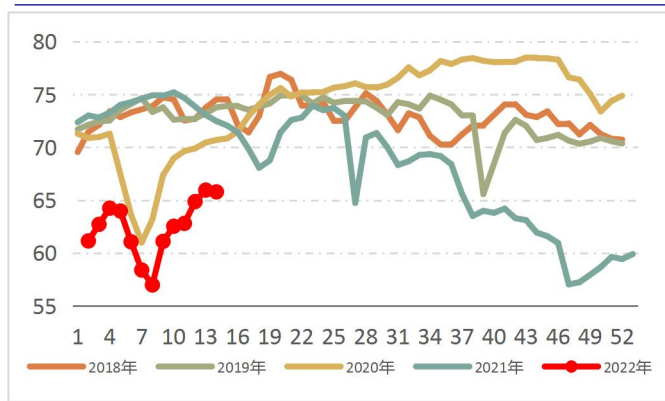
以煤炭资源网统计数据显示，截止2022年3月31日，全国新增产能1306万吨，淘汰739万吨，净增567万吨，预期上半年累计净新增781万吨产能。核心产区山西省1-3月累计新增产能373万吨，淘汰546万吨，净增-173万吨，但二季度有望迎来持续投产，上半年预计基本达成新-退平衡。产能方面目前没有突出问题出现，目前4.3米及以下的小小炉型产能还剩9795万吨，占全部在产产能的18.13%，目前维持有序退出的节奏。

图 21：独立焦企全样本产能利用率（%）



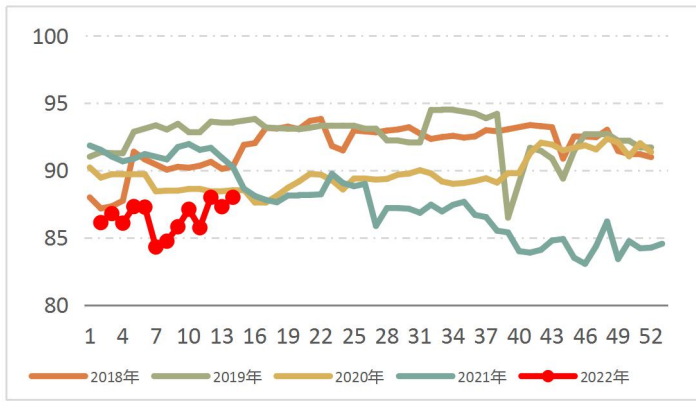
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 22：独立焦企全样本日均产量



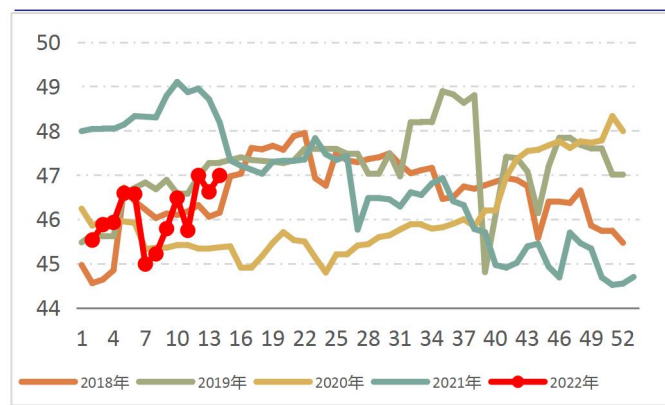
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 23：钢厂焦化产能利用率



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

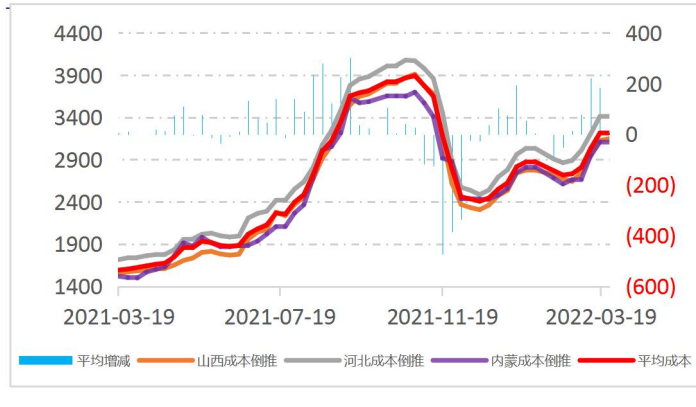
图 24：钢厂焦化日均产量



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

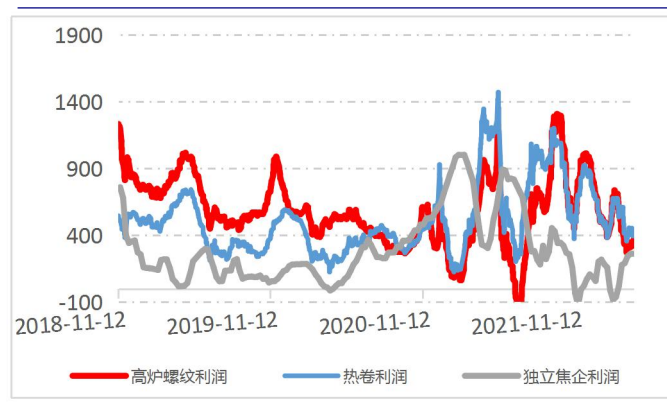


图 25：焦化成本



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 26：螺焦利润对比

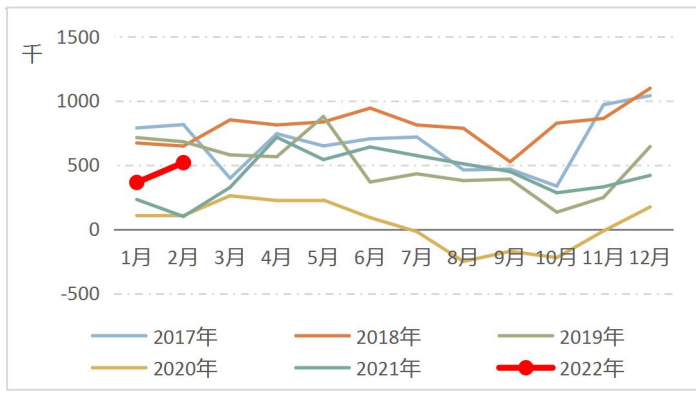


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

一季度受政策限产、利润不足等原因生产开工情况不及往年，二季度不一样的点在于政策限产退出，疫情在平复的路上，这意味着后续焦炭供应的弹性增强，产能不存在瓶颈的情况下，焦炭很难独立获取额外利润，可能短期的疫后集中式补焦炭库存会短期推升焦化利润，但拉长周期来看焦化利润预计维持在 200 元左右，后续焦炭定价的核心仍在成本端即焦煤供需变化，焦炭更多作为一个传导环节。

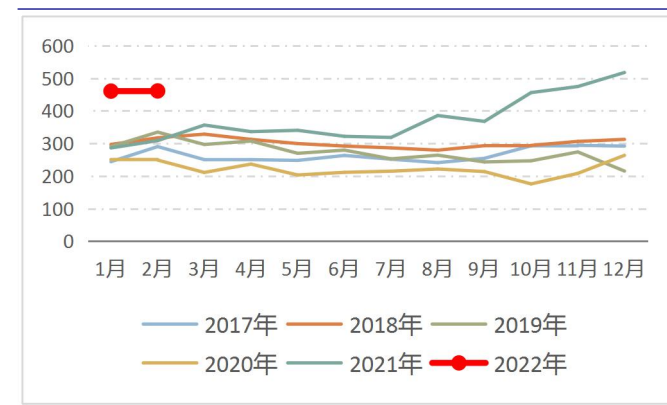
4、焦炭进出口

图 27：焦炭净出口



资料来源：Wind，优财研究院

图 28：焦炭出口单价

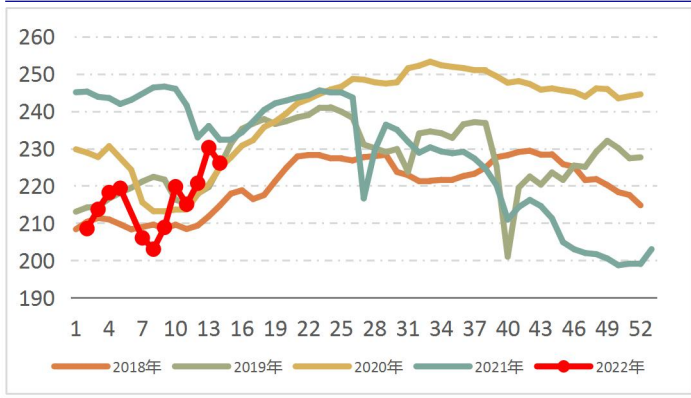


资料来源：Wind，优财研究院

海关总署数据显示，我国 1-2 月累计进口焦炭 5.4 万吨，同比大降 85%，累计出口 93.59 万吨，同比大增 35.5%。其中二月开始出口发力明显，主因还是内外价差走阔，3 月甚至出现海外焦煤比国内焦炭贵的现象，极大的刺激了外贸积极性。目前焦炭出口利润仍有 300 左右，弱进口强出口的情况仍将在 3、4 月份的数据得以展示。

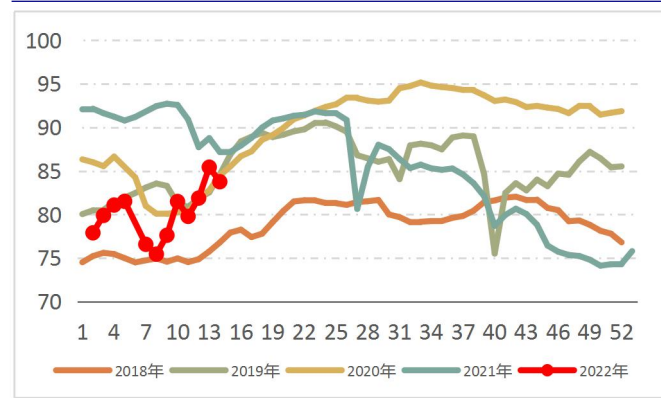
5、双焦需求

图 29：铁水日均产量



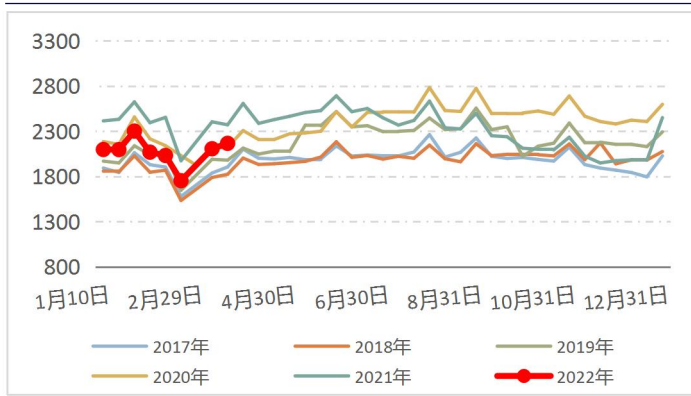
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 30：247 家钢厂高炉开工率



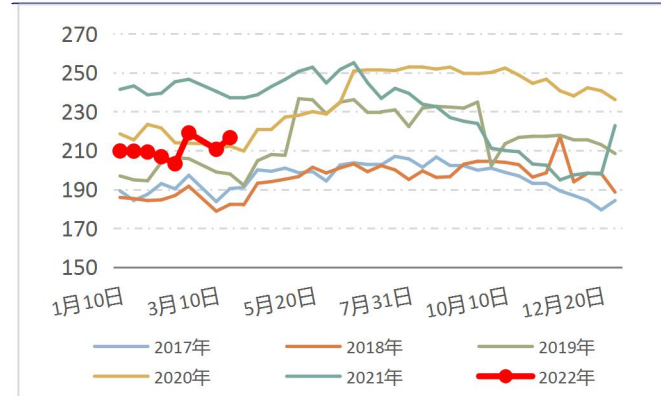
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 31：CISA 旬度铁水产量



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 32：CISA 旬度铁水日产量



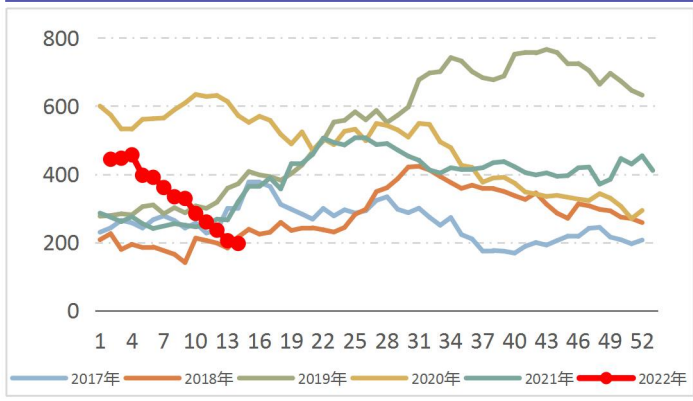
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

统计局口径我国铁水 1-2 月累计产量为 13213.1 万吨，同比降 8.72%，粗钢累计产量 15795.8 万吨，同比降 10%。前期主要由冬奥、采暖等较为硬性的限产，而目前来看限产政策已然放松，而一季度的大幅减产也为接下来二、三季度减轻了调控压力，另外我们看到粗钢减量幅度大于铁水，反应当前短流程明显发力不足，那么后续这部分量或许还会由长流程来补。那么从高频数据来看，限产放松后钢厂复产积极性较高，各口径铁水日产都修复到了 220 关口以上，而近期唐山等区域疫情管控逐步放松的预期在不断得到强化，可以想见的是一旦疫情管控放松运输恢复，铁水还将迎来新一轮增长，二季度铁水日产稳定恢复到 240 附近是可以预期的，而一旦复产至此恐怕全行业都不得不面对这样一个问题——优质焦煤从哪来？



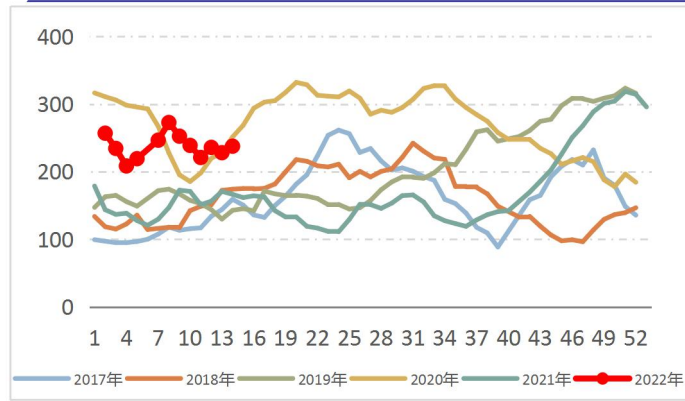
6、双焦库存

图 33：焦煤港口库存



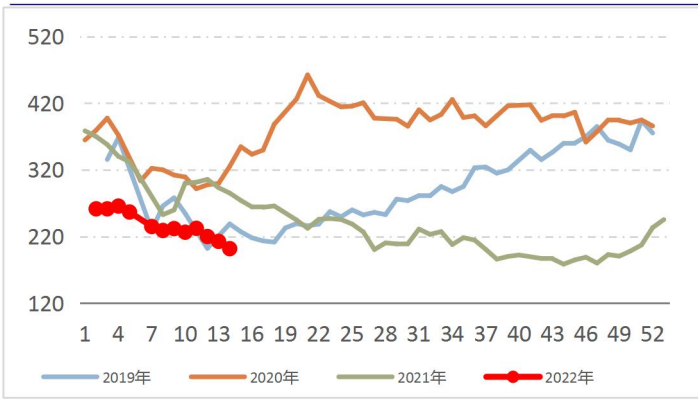
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 34：焦煤矿山库存



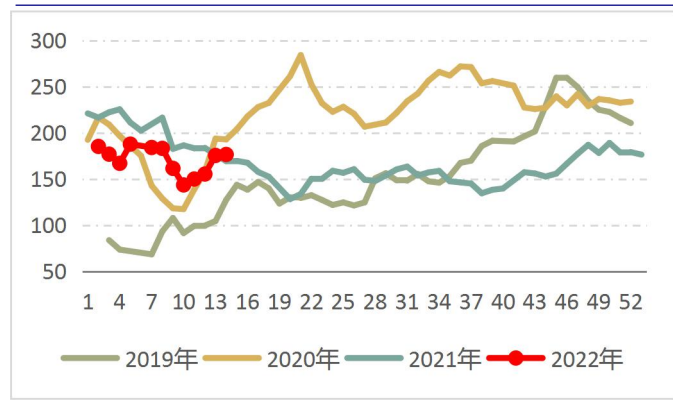
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 35：110 家洗煤厂原煤库存



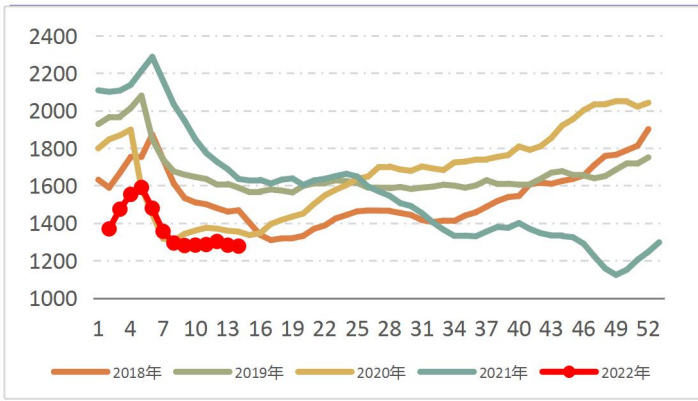
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 36：110 家洗煤厂精煤库存



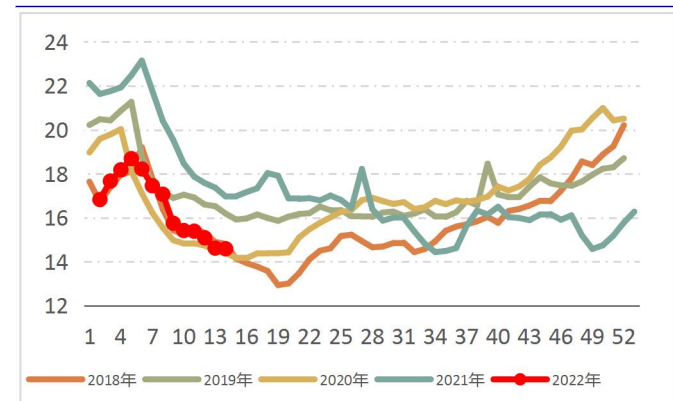
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 37：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

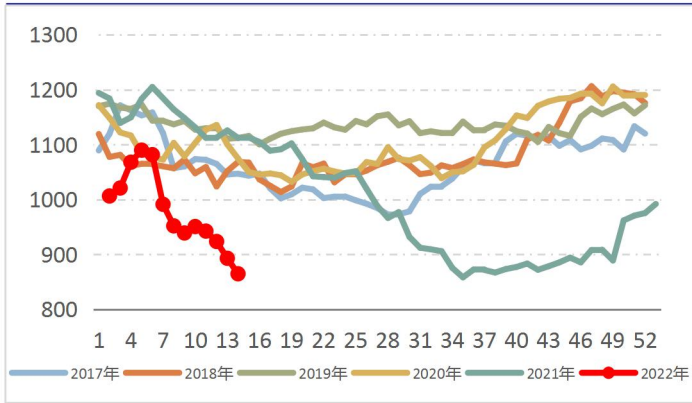
图 38：焦企存煤可用天数



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

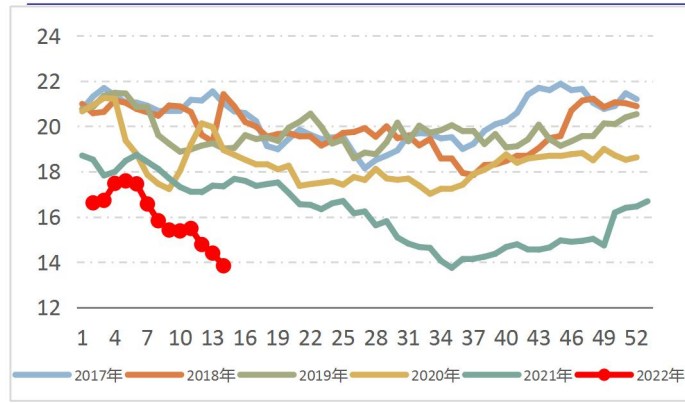


图 39：247 家钢厂焦煤库存



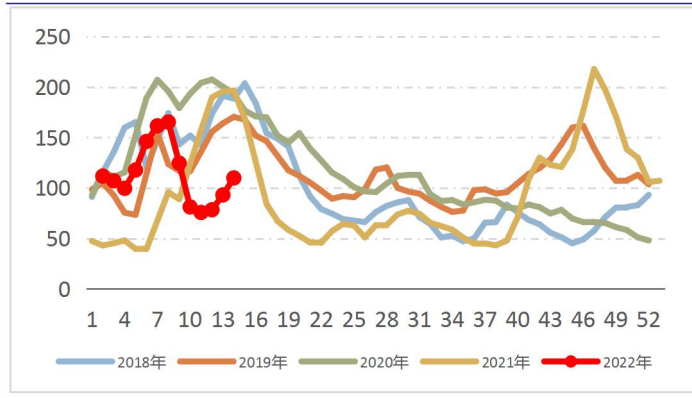
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 40：247 家钢厂存煤可用天数



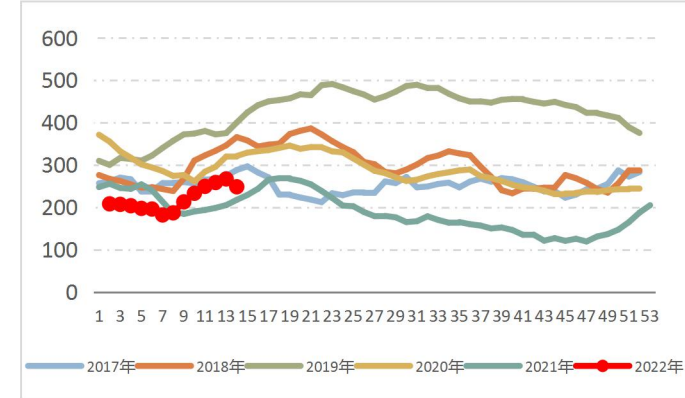
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 41：全样本焦企焦炭库存



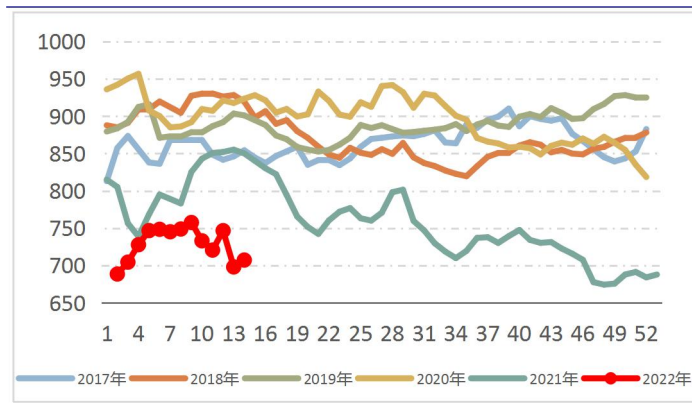
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 42：焦炭港口库存



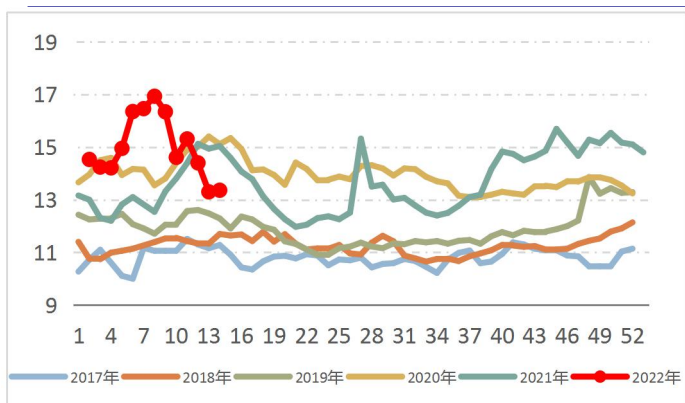
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 43：247 家钢厂焦炭库存



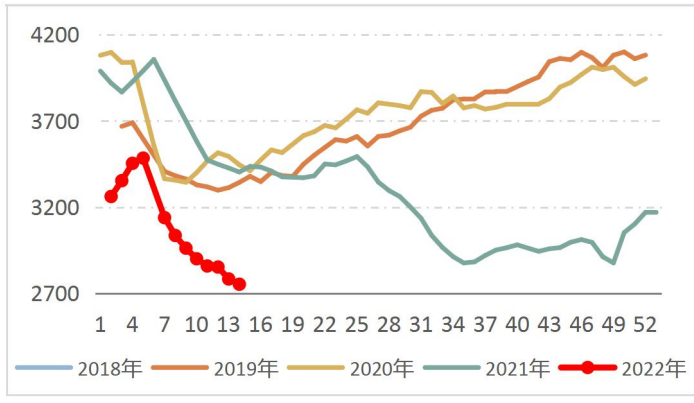
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 44：247 家钢厂焦炭库存平均可用天数



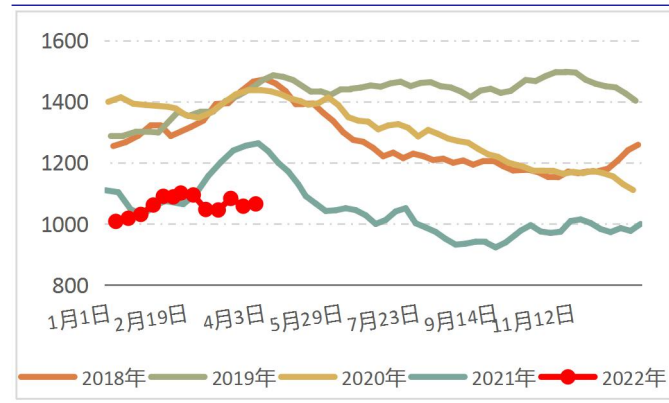
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 43：焦煤总库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 44：焦炭总库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

双焦库存状态都比较清晰，各环节均处于低库存状态，焦煤的问题还要更加明显，除了中下游补库需求可以期待以外，需要注意的是低库存状态下下游的生产很容易受到供给的扰动影响，库存蓄水池作用失效导致供需上的变化会很快的反应到价格上，导致价格波动放大。

三、总结与展望

综合来看，焦煤供给是否能跟上需求的增长仍将是二季度双焦交易的核心线索，那么从供应方面来说，二季度的焦煤依然看不到可以足够供应增量，二季度进口端存在此消彼长的情况，俄罗斯煤、蒙煤的放量大概率还要等到三、四季度，而走不出战争阴影的情况下，二季度整个海运煤资源退潮还是比较确定的，国内自身产能存在瓶颈，在露天矿复产前无法抱有太大期待。需求方面，焦炭由于强生产弹性，不起决定性作用，核心还在于铁水端的产量，一旦铁水恢复逐步至 230、240 万吨/日以后，核心煤种的缺口将愈发凸显，且此时库存已经不具备蓄水池的作用。因此二季度双焦在基本面依然强劲，价格很难出现深跌行情，只要合约具有足够流动性，依旧可以作为黑色系中多配品种。但是单边做多请注意，由于终端需求具有较大不确定性，铁水-粗钢-成材的快速复产在没有终端需求支撑的情况下，可能面临较强压力，这一意味着产业整体利润是否能进一步扩张目前是存疑的，那么中下游整体低利润的情况下，原料端的价格天花板也是存在



的，因此单边操作需要谨慎，谨防从终端开始的价格-产量负反馈。

四、风险提示

利空：蒙煤通关放量、俄罗斯煤进口正常化、俄乌紧张局势缓和、钢厂提产不及预期、终端需求疲软

利多：铁水复产速度超预期、地产管控超预期进一步放开、内/外蒙古疫情再起、焦化产能超预期退出



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/>