

2022年7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

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



## 需求一去难复返，利润收缩成定局

### 内容提要

对于下半年来说，双焦的价格锚点依然是在焦煤的供需问题上，焦炭很难摆脱传导者的定位。那么从供给侧来说，保持国内煤炭生产供应稳定是目前大势，下半年焦煤自给部分维持稳中小幅增长确定性较大，只需关注二十大形成的扰动。而进口部分虽然加、美难以再放量，但蒙煤进口恢复高位形成了对冲，进口侧关注蒙古铁路通车情况。需求侧来看，下半年很难看见补库需求释放，而生产需求来看随着铁水见顶，刚需也将逐步减弱。节奏上看，预计7月底到8月可能会有一轮跌价后的旺季提前补库，随后需求再度开始逐步走弱。综合来看，目前双焦的供应足以撑起220-230区间的铁水，下半年双焦供需紧张的程度缓和的确定性较大，黑链负反馈是一条走的通的道路，不过整个过程会偏的紧张局势缓和的中长期，注意节奏变化。

### 操作建议

策略方面建议单边逢高建空焦炭，套利方面焦化利润有阶段性修复的机会，但难以走出趋势，走负反馈预期双焦可做套利空配。

### 风险提示

煤矿意外减产、中蒙疫情爆发、国际煤价坍塌、焦炭提前退产能、终端需求异动

## 一、行情回顾

回顾 2022 年上半年，在宏观政策利好刺激与国内疫情多点散发的大环境下，黑色产业的博弈持续围绕这强预期与弱现实来展开，在此环境下双焦今年并没有走出明显的独立行情，不过可以看出今年由于原料端整体供需矛盾更加明显，价格强度与弹性较成材而言都更加突出。

一季度双焦走出四季度阴影走出一轮持续性上行行情。1-2 月，虽然当时在政策限制下高炉生产被大幅压制，生铁产量低位焦炭需求不显，但全年稳增长目标指导下市场信心重建，对于终端需求复苏抱有极强期待，因此双焦价格稳中向好。而在冬奥、两会、采暖等扰动结束后高炉开工持续恢复，进而带来的一轮原料补库需求之间刺激起了双焦价格，不过由于终端需求预期未能如期兑现，产业利润扩张受阻，导致产业整体情绪出现分化，也未后续暴跌埋下伏笔。

二季度市场重在围绕疫情的发展进行交易。三月底至四月上旬，由于北方多地疫情散发，煤、焦、钢正常生产、物流秩序被打乱，有货拉运不出，想生产拿钱买不到货，极端环境下需求侧原料过度紧张的问题短暂的掩盖了终端需求不振的现实，双焦价格进一步飙升侵蚀钢厂利润，至四月下旬北方产地疫情逐步得到平复而上海疫情爆发，供应回归而需求疲弱，市场理性回归，价格高位快速向下修正。

五月整体情绪平复，基于对疫后需求复苏的期待以及双焦强现实的兑现，价格企稳反弹，但进入六月随着上海解封，市场仍未看到需求复苏，负反馈预期自预期向现实落地，成材价格一轮快速坍塌导致产业利润整体收缩，亏损压力自钢厂向上游传导，进一步压低双焦价格运行中枢。

图一：焦煤期货主力合约走势



资料来源：iFind，优财研究院

图二：焦炭期货主力合约走势

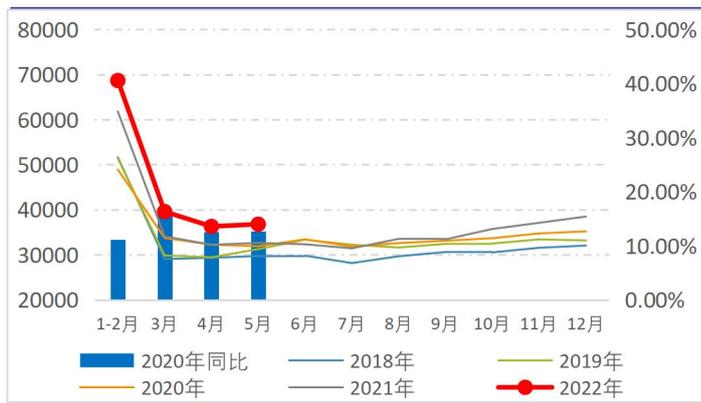


资料来源：iFind，优财研究院

## 二、基本面分析

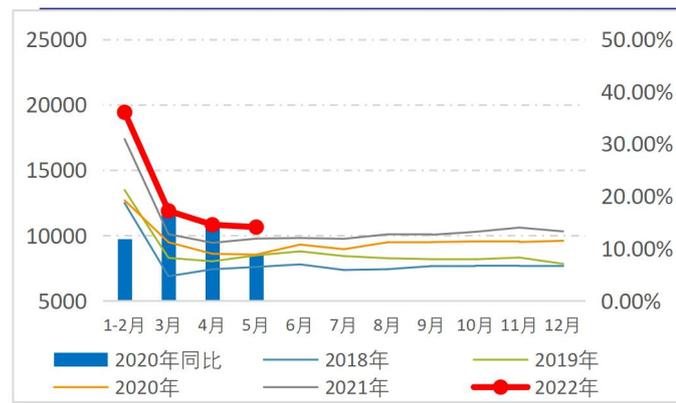
### 2.1 国内焦煤供应维持低速增长

图三：全国原煤产量及同比



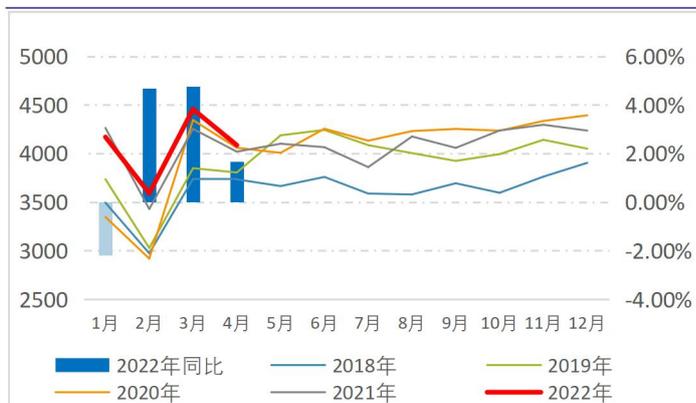
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图四：山西原煤产量



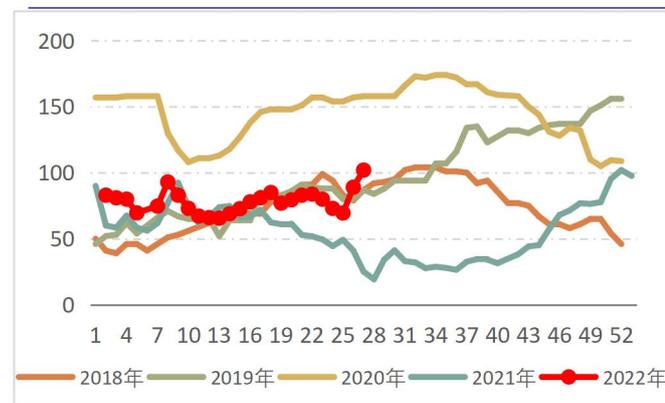
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图五：全国炼焦煤产量及同比



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图六：山西煤矿焦煤库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

今年我国煤炭产量保持平稳增长态势，去年下半年释放产能产量得到体现，1-5月我国原煤累计产量181440.9万吨，同比大增11.93%，聚焦焦煤核心产区山西，原煤产量累计52823.8万吨，同比增产4931.5万吨，增幅也达10.3%，但是真正归结到焦煤上可以发现，1-4月炼焦煤累计产量16302万吨，同比仅实现2.1%的增长，在全国煤炭产量高增长，核心产区大幅提产的背景下，焦煤产量增速较往年并未出现明显偏离，反应现实层面焦煤产能并没有出现跃迁式增长，保供力量仍集中对动力煤发力，对焦煤供应没有形成明显正向刺激。

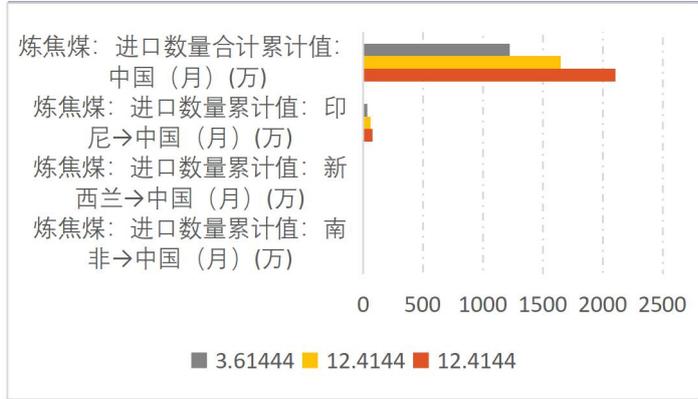
今年年初预期今年焦煤新增产能在2300万吨，部分去年开始就已形成实际产量，只是从表外转归表内，且其中大部分增量在内蒙古、新疆地区，以气煤为主，核心煤种没有明显增量预期，结合数据表现来看目前这一情况基本可以得到印证。山西方面露天矿目前仍然没有任何放开的迹象，去年底煤炭供应最紧张的时候都没有放开，现在更没有理由去放。综合来看，国内焦煤供应从产能的角度今年基本没有太多的故事可以讲。

就产量来说，今年安全、环保的影响是明显在弱化的，一方面是压力常态化后煤矿基本适应且多整改到位，另一方面是今年有保经济、保供应的需求，因此今年安全、环保对生产的扰动不会太强，后续需要注意的点，一是下半年召开二十大期间有概率限产，二是保供的问题，今年煤矿多有保供任务，焦煤矿这边多是拉中煤去，对核心煤种不会形成产量侵占，不过气煤的模糊定位导致其可用于动力煤保供建储，最明显的就是山东区域，三是自去年开始煤矿对超产的态度就比较暧昧，就焦煤矿而言，若没有强制力量，大概率是看不到超产了，另外山东那边今年因为资源枯竭和冲击地压的问题，可能要退一批，后续产量可能出现滑坡，不过主要是配煤供应受到影响。

综合来看，产量方面，今年国内焦煤的供应其实没有太多的故事可以讲，持续的高利润也没有激起更高的产量，说明能增的量已经形成工作量了，保守预计下半年产量同比增长在2%以内，需要特别关注的是，二十大是否会对生产节奏形成扰动，产业低库存状态下可能会引发短期的错配。价格方面，今年以来焦煤大矿长协明显是偏低的，对标市场价基本都让利了500元/吨以上，三季度原先有提涨预期，不过考虑到当下中下游的利润情况不佳，大概率维稳，大矿长协对市场煤价的还将起到重要的压舱石作用。

## 2.2 内外市场割裂依旧

图七：各来源国进口占比变化



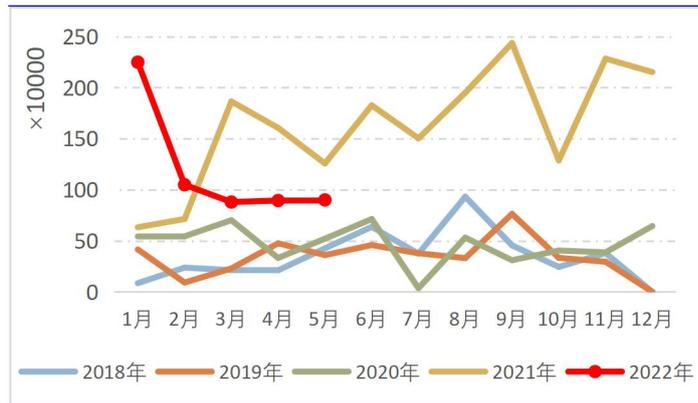
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图八：港口炼焦煤库存



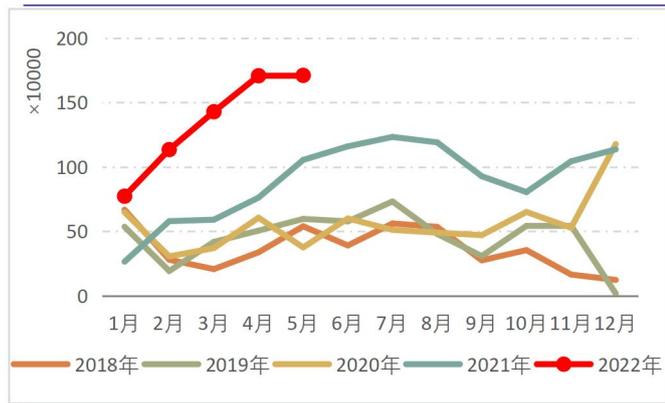
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图九：加拿大和美国煤合计月进口量



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图十：俄罗斯煤月进口量



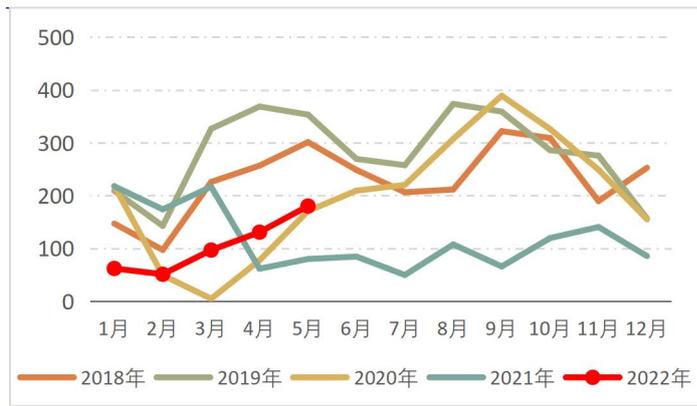
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

从进口占比不难发现，今年以来加拿大和美国煤的资源如预期在逐步退出，由于内外煤价的长期持续倒挂，国内煤价预期转弱，加上船期长，价格波动大，加、美资源的流入窗口难以充分打开，存量澳煤基本释放完毕没有后续增量，海运煤资源退潮的趋势三四季度很难扭转，去年大规模进口的盛况较难重演。需要注意的是近期市场有传澳煤恢复的传言，但目前来看中澳关系的本质还是中美问题，双方离破冰尚有距离，三季度甚至年内，澳煤回归可能都没有很高的交易价值。

俄罗斯煤占比在今年出现进一步提升，目前来看主要是由于地缘政治影响，部分原先流向日韩等国的资源改道流入国内，而随着8月国际市场对俄罗斯煤的限制生效，预计俄罗斯资源将进一步向中国倾斜，不过需要注意的有两点，一是俄罗斯在战争结束前

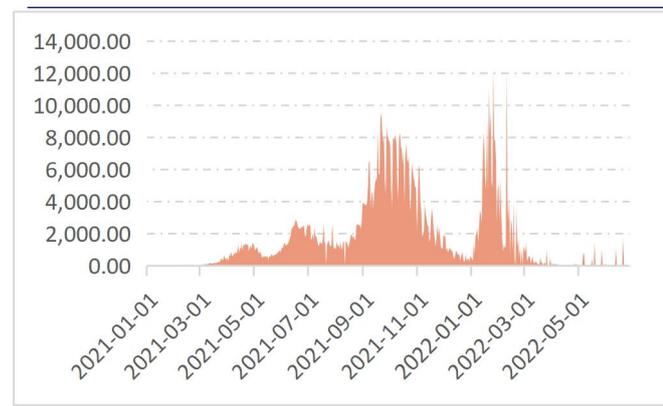
远东部分铁路运力大概率都不会向煤炭倾斜，存在运力瓶颈，运价优惠取消后运输成本也有所抬升，二季度一波冲量后预计三季度会一定回落，二是俄罗斯煤的品质无法与一线资源进行平滑替代，以K4为例，独立成焦后强度极差，无法大量配入，适合做肥煤小配比使用，这就意味着原先使用海运煤资源的焦企无法直接改用俄罗斯煤，仍需向山西或其他海运市场寻找优质资源替换，即有量无质。

图十一：蒙古煤月进口量



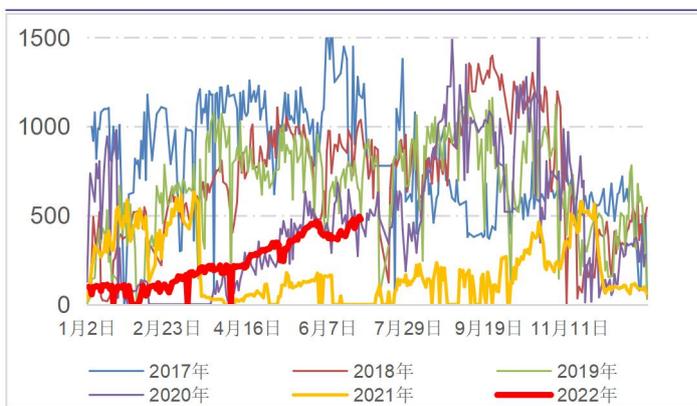
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图十二：蒙古新冠单日新增



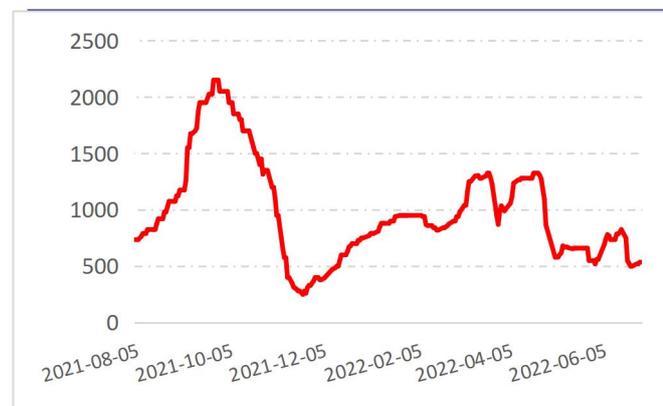
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图十三：甘起毛都口岸日通车量



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图十四：甘其毛都口岸短盘运费



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

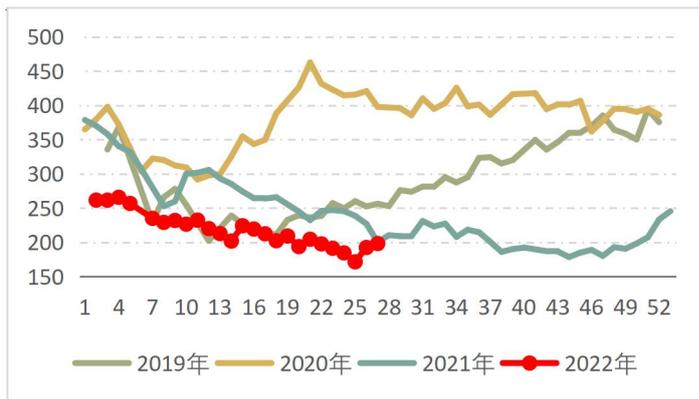
目前数据来看，蒙煤主要通关口岸通车逐步恢复，甘其毛都日通车量接近 500 车，策克口岸恢复通关目前仍尚处试通车阶段，满都拉口岸集装箱换装产地完成改建投入使用，蒙煤进口稳步攀升接近往年正常水平，而与去年四季度不同的是目前蒙古疫情基本平复，因此目前疫情对进口的直接威胁较小，整体进口量维持高稳可以期待。

后续中蒙公路运输能力提升可能将面临瓶颈问题，甘其毛都口岸由于检疫能力限制，

日通车在 500 车以上进一步增长的难度较大，人员管理、防疫能力、车辆周转都存在制约，后续策克结束试通车后有一定增长空间，但也就在 100 车左右，虽然目前蒙方有发展无人运载技术来提高运力与出口稳定性，但目前这一技术 7 月初开始试用，离成熟运营还需时间观察。铁路方面，市场比较关注塔矿-查干哈达-甘其毛都这条线路，虽然此前预计 7 月下旬可以通车，但目前了解下来换轨问题还有待解决，另外即使正常通车后还有试运行阶段，因此三季度很难看到铁路形成有效运力，后续再持续跟踪相关情况。价格方面，目前拿货成本基本在 150 美金每吨，以目前短盘运价推算至唐山成本在 2600 上下，考虑当前国际市场焦煤价格仍处高位，长协价格下探可能性不大。

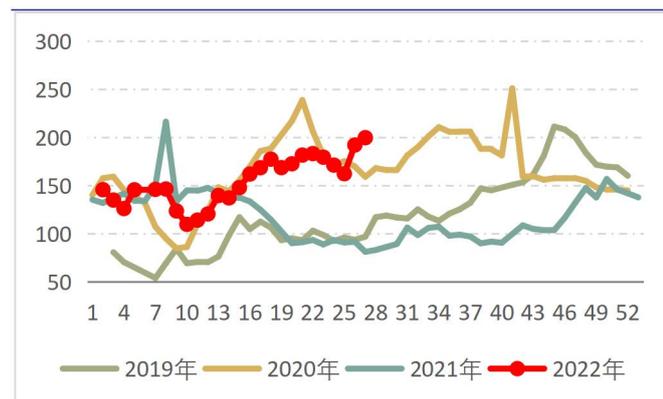
### 2.3 洗煤厂的压力不容忽视

图十五：洗煤厂原煤库存



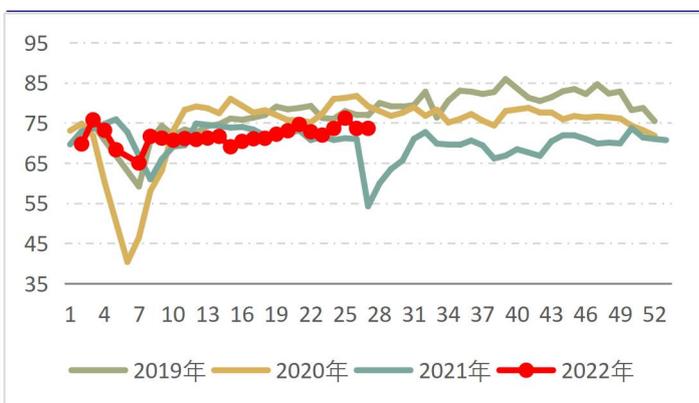
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图十六：洗煤厂精煤库存



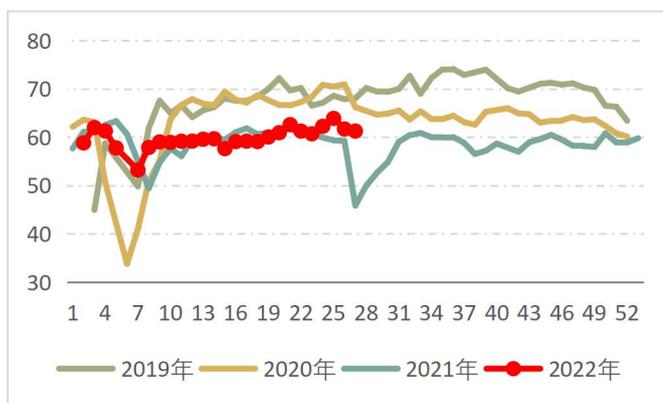
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图十七：洗煤厂开工率



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图十八：洗煤厂开工率

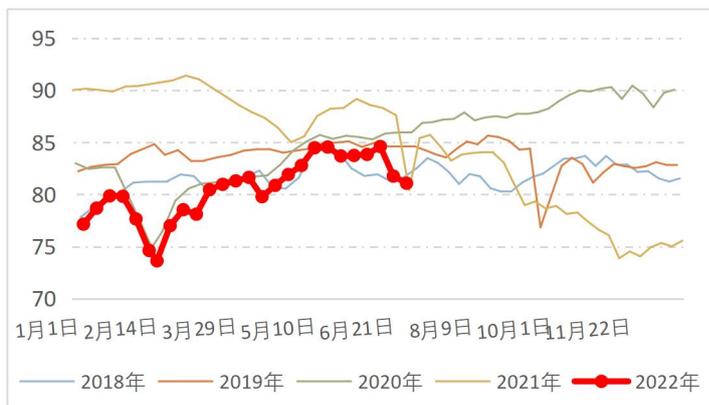


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

今年以来洗煤厂开工状态整体与去年接近，但原煤库存持续偏低，一方面反应当前原煤资源偏紧，另一方面也反应在煤价高企且波动较大的情况下，中下游企业会主动收缩原料采购规模，既可以避免大波动产生库存亏损也可以保证不挤占过过多的流动资金，这一情况在下游焦企、钢厂的采购上也有体现。不过需要注意无论是主动囤货还是价格两轮急跌导致需求不振，洗煤厂环节精煤高库存已经形成，如果这一块库存后续没有得到很好去化，很可能对洗煤厂环节形成较强的资金周转压力，存在抛货砸价的风险。

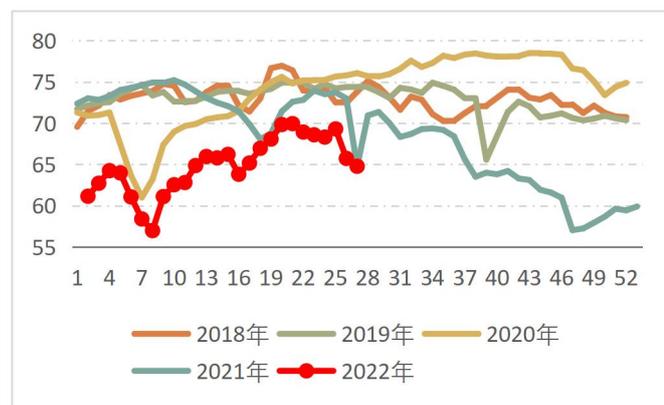
## 2.4 焦企供给弹性充足

图十九：焦化产能利用率



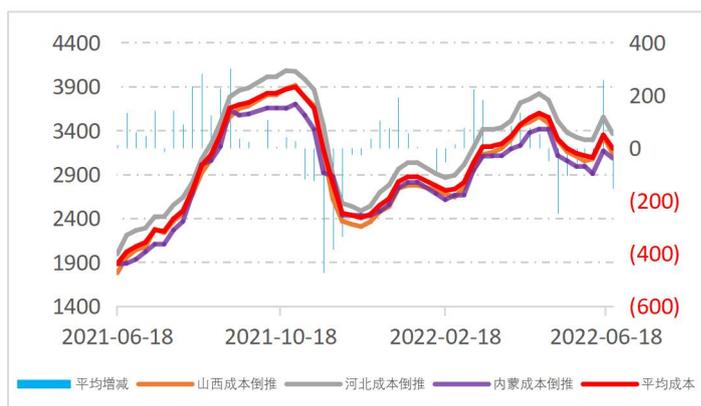
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图二十：焦炭日均产量



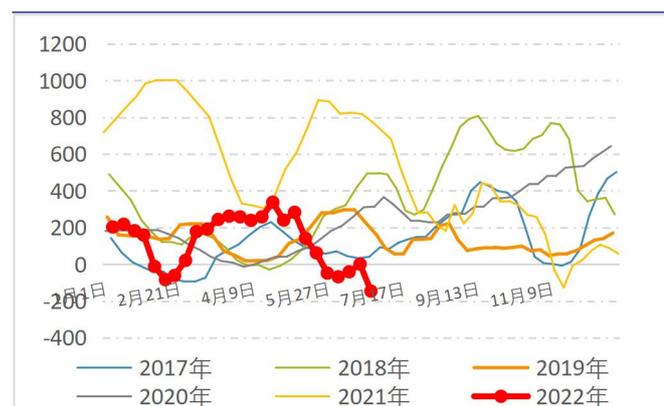
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图二十一：焦化成本推算



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图二十二：焦化利润



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

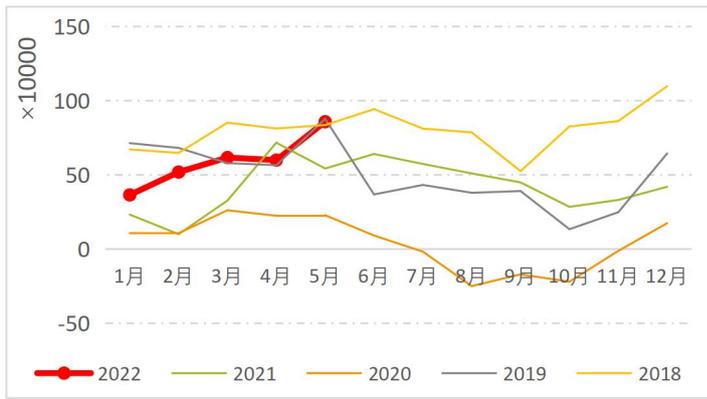
焦炭产能的迭代已经进入后半程，自去年下半年开始我国焦炭产能整体已经进入平稳运行阶段，进退有序，焦炭产能紧张的情况基本没有再出现，根据 Mysteel 统计，当前全国冶金焦在产产能 5.51 亿吨，其中碳化室高度 4.3 米及以下（含热回收焦炉）产能

约 1.27 亿吨，5.5 米及以上产能约 4.24 亿吨。截至 6 月初，全国已淘汰焦化产能 555 万吨，新增 1871 万吨，净新增 1316 万吨；预计 2022 年全年淘汰 5108 万吨，新增 6555 万吨，净新增 1447 万吨。今年全年产能维持增态势，三四季度新增产能将陆续释放、达产，产能不再是焦炭供应增长的瓶颈。

产能整体偏过剩的形式下，今年焦炭自身的议价能力不足，可以发现今年以来焦炭焦化成本居高不下，支撑焦炭价格维持高位，但焦化利润基本处于过往正常水平，高盈利周期短且易亏损，因此焦炭现在更多是作为成材-焦煤直接价格传导的润滑剂，全年不看好焦化利润头寸做扩。下半年预计焦企还将维持低利润状态，整体开工或回落至 70-80% 区间。

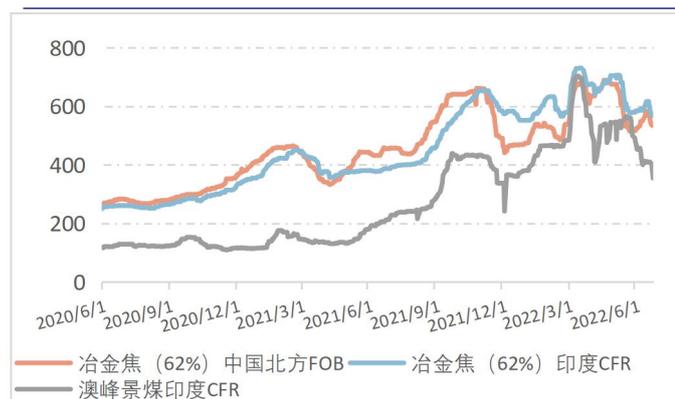
### 2.5 性价比下降出口热度降温

图二十三：焦炭净出口



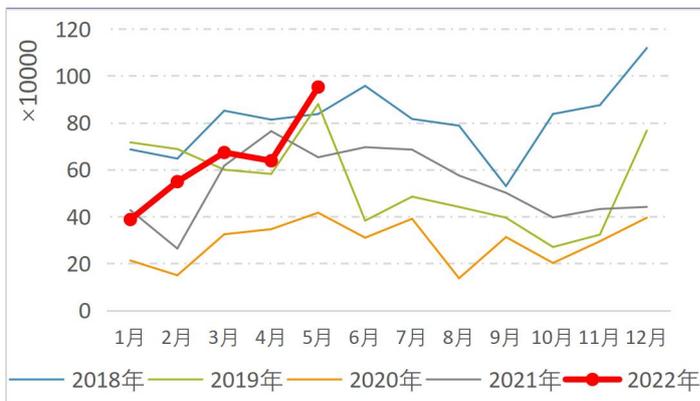
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图二十四：国际市场煤焦比价



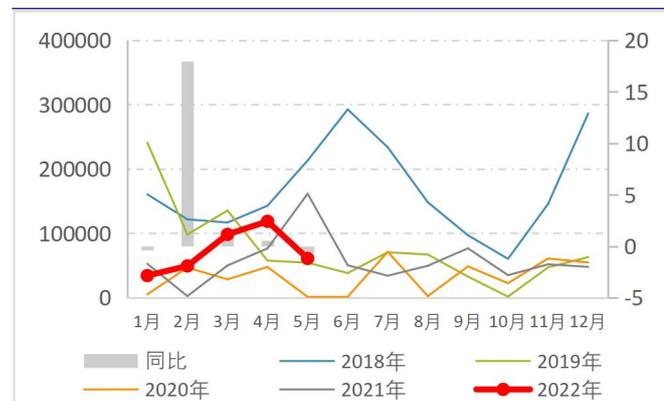
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图二十五：焦炭出口



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图二十六：中国对印度出口量

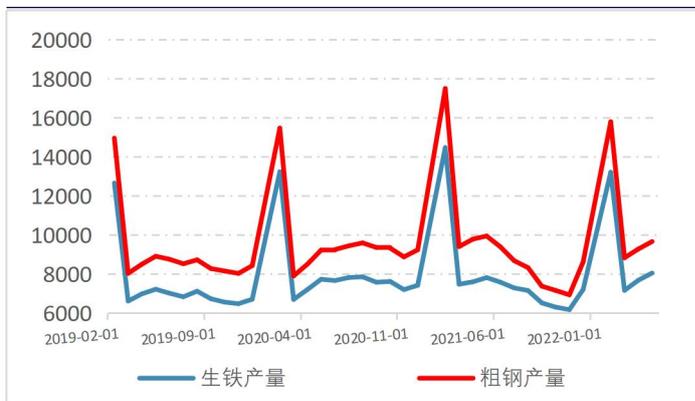


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

今年 1-5 月，由于海外焦煤价格大幅飙升，导致焦炭价格抬升，国内成为相对价格洼地，利润窗口打开出口增加，五月的出口订单可以说是这轮焦炭库存去化的重要推手。不过目前海外整体需求出现疲软，焦煤价格快速回落，焦炭性价比走低，同时国内进入跌价周期，因此焦炭出口六月以后呈现逐步转弱的迹象，后续还是关注海外市场焦煤价格表现，预计下半年出口热度会有所降温。

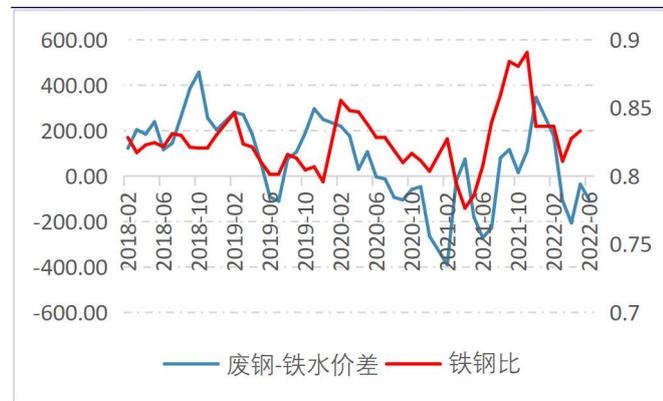
## 2.6 需求顶或以给出

图二十七：粗钢生铁生产情况



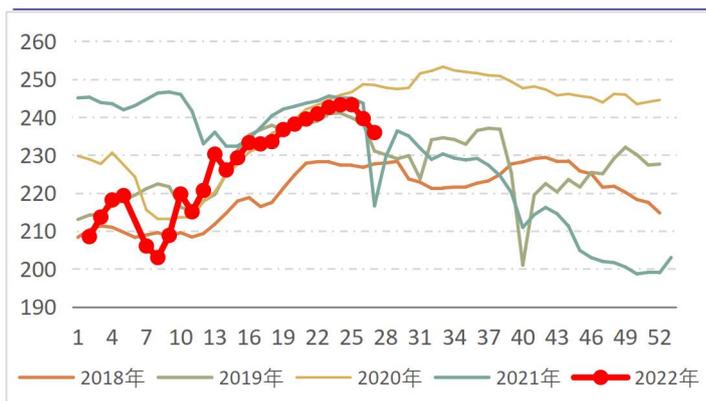
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图二十八：废钢与铁水性价比对比



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图二十九：钢联口径日均铁水



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图三十：钢厂库存与利润水平



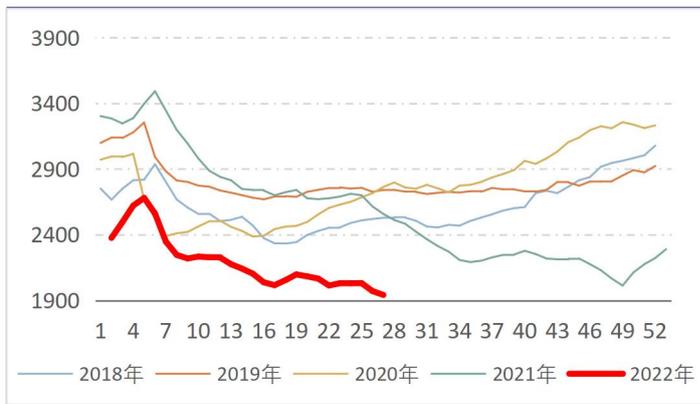
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

双焦需求侧，1-5 月粗钢累计生产 43501.6 万吨，同比减量 3808.7 万吨，同比降幅 8.05%，铁水累计产量 36086.8 万吨，同比降幅 5.01%。以数据测算预估今年废钢贡献粗钢产量为月 1780 万吨左右，若考虑全年废钢供应难起以及电炉利润难扩，则推算后续产量直接以目前月产外推，则 6-7 月废钢贡献粗钢产量因为 12500 万吨左右，那么以此为

基础做 n 种模拟：一是若全年粗钢减量在 2000 万吨，即下半年粗钢产量可同比回增 1800 万吨左右，即 57700 万吨左右，减去废钢贡献部分余 45200 万吨，折铁水 47000 万吨，日均铁水需降至 225 万吨上下，较上半年日均铁水需下调 15 万吨左右。因此从产量的视角来看，240 的日均铁水很有可能将成为今年的高点，三四季度大概率将逐步回落至 220-230 区间，呈前高后低的走势。

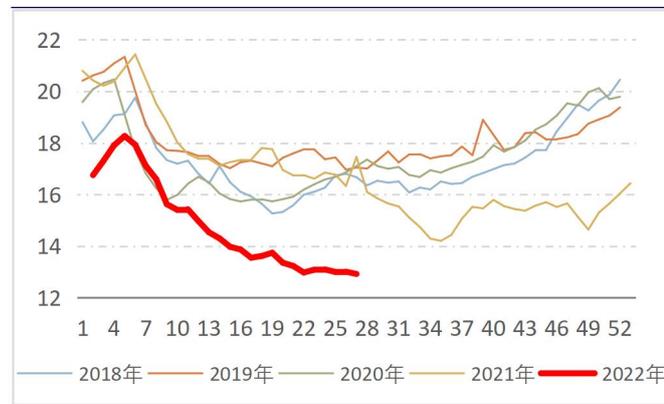
### 2.7 低库存高弹性

图三十一：下游焦煤库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图三十二：下游焦煤可用天数



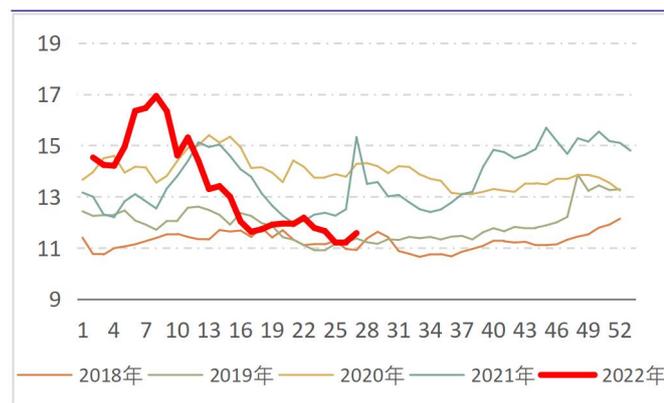
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图三十三：钢厂焦炭库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图三十四：钢厂焦炭库存可用天数



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

今年煤焦市场上可以看到一个比较突出的特点就是，下游低库存的状态长期延续，一方面是今年价格居高不下，且价格波动较往年剧烈，高库存在挤占大量现金流的同时容易形成较大的库存损益变化，不利于现金流管理和成本控制；另一方面是今年上半年以来煤、焦供需持续处于偏紧的状态，产业库存持续去化，没有太大可增的量。对于下

半年来说，钢厂端在完成成材库存去化资金回笼前不太可能会出现加码补库的情况，尤其是进入减产周期，而对焦企来说，目前形势下，由于焦煤降价较焦炭降价滞后，维持低库存有利于控制价格下行导致的亏损，方便拉低成本。因此下半年从库存的角度很难看到很强的补库需求释放，不过低库存策略延续也意味着价格高弹性的状态延续，供需两侧的突发性变化都有可能短期形成价格扰动。

### 三、逻辑总结与策略建议

对于下半年来说，双焦的价格锚点依然是在焦煤的供需问题上，焦炭很难摆脱传导者的定位。那么从供给侧来说，保持国内煤炭生产供应稳定是目前大势，下半年焦煤自给部分维持稳中小幅增长确定性较大，只需关注二十大形成的扰动。而进口部分虽然加、美难以再放量，但蒙煤进口恢复高位形成了对冲，进口侧关注蒙古铁路通车情况。需求侧来看，下半年很难看见补库需求释放，而生产需求来看随着铁水见顶，刚需也将逐步减弱。节奏上看，预计7月底到8月可能会有一轮跌价后的旺季提前补库，随后需求再度开始逐步走弱。综合来看，目前双焦的供应足以撑起220-230区间的铁水，下半年双焦的紧张局势缓和的确定性较大，黑链负反馈是一条走的通的道路，不过整个过程会偏中长期，注意节奏变化。策略方面建议单边逢高建空焦炭，套利方面焦化利润有阶段性修复的机会，但难以走出趋势，走负反馈预期双焦可做套利空配。

### 四、风险提示

煤矿意外减产、中蒙疫情爆发、国际煤价坍塌、焦炭提前退产能、终端需求异动

## 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/>