

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：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱 yaoxinghang@jinxinqh.com

联系人：林敬炜

• 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com



补进库里的，是煤？还是钻？

内容提要

展望明年，需求端目前来看预计较今年持平或小幅降低，推算明年铁水应在 8.5 亿吨上下，折焦炭需求 4.25 亿吨，焦煤需求 5.36 亿，供给侧，焦炭产量预计仍将跟随利润变化，产能过剩问题依然严重，而焦煤国内产量随着产能释放，预计将达到 4.98 亿，而缺口部分将由进口部分补齐，预计明年在蒙古和俄罗斯的支持下，即使不放澳煤，也有望实现 0.72 亿吨规模的进口，即焦煤供给将来到 5.7 亿，焦煤供需紧张的局面或将改善。不过明年不确定依然较多，一是焦化产能进退是否会失序造成短期的产能错配还需跟踪明年利润与政策情况；二是焦煤产能释放的以及老产能煤矿开工是否能保持高负荷均面临不确定性；三是过低的库存会吸纳溢出的供给，库存的重建将提升价格的稳定性。因此综合来看，双焦供需紧张程度将较今年有明显改善，价格重心延续下移，不过明年双焦市场或类似今年的动力煤市场，库存重建的过程中价格依然存在依托，并有阶段性反弹行情，但随着时间推进波动降低。

操作建议

从策略思路来看，明年最大的变量可能就在于焦煤的供给松动，这将有助于利润在产业之中重新分配，建议关注以焦煤为空配的钢厂利润做多策略。

风险提示

疫情造成反复大面积感染、地产需求修复进程无法匹配预期、澳煤进口放开

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

回顾 2022 年，煤焦价格呈前高后低，高波动运行。年初，市场进入强现实、强预期格局，经济稳增长的宏观预期指导下铁水年初开始逐步增加，带动需求一扫疲态，而焦煤彼时尚未走出安监管控，加上焦企亏损严重，煤、焦供应恢复滞后，导致供需阶段错配，又遇俄乌冲突爆发强化全球炭元素紧张预期，煤、炭期现共振上行。

时间推至 4 月中下旬，价格站上高位，但经济复苏受疫情扰动陷入停滞，地产萎靡不振再加上核心城市出现长时间封控，需求强预期迟迟未能得到兑现，供应变库存，乐观情绪反噬，黑链整体正式进入负反馈阶段，下游难以承接高价，钢厂利润收缩，倒逼原料让利，虽中途由于产区疫情爆发出现短暂反弹企稳，但小插曲不改下行主旋律，价格直至 7 月下旬才终于逐步开始筑底。

到 3、4 季度，价格重心整体明显下移，悲观情绪得到充分释放，钢厂端压力开始缓和，加上旺季预期强烈，价格开始筑底震荡。今年下半年整体呈现出供给有限增量，疫情与检修交织，需求全靠补库和未来预期的特点，向上缺乏实质需求支撑，向下供需有托举之力，导致价格表现出高波动震荡，但始终无力突破。



图三：焦煤主力合约走势



图四：焦炭主力合约走势



资料来源：iFind，优财研究院

二、 基本面分析

2.1 保生产，稳供应，慢开发

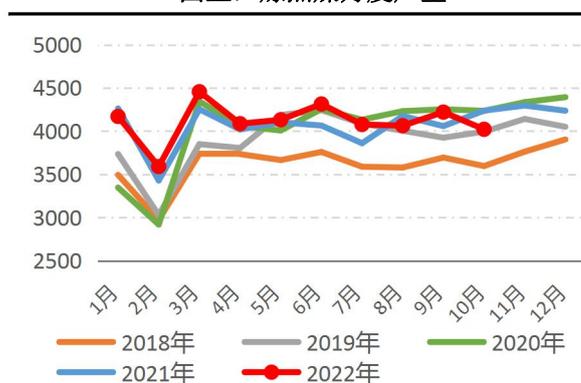
焦煤的供给从汾谓口径来看，炼焦精煤 1-10 月总产量 4.11 亿吨，考虑 11、12 月供应边际可能因为疫情、提前达产出现边际减量，预计全年炼焦精煤产量在 4.93 亿吨上下，同比增长 0.6%。今年汾谓口径焦煤矿平均开工约在 100% 水平，保供需要下，环保、安全检查影响弱化，虽伴随矿难时有煤矿减、停产，不过影响周期缩短，实际对生产扰动降低，全年基本实现平稳生产，而今年产能没有边界增量，因而产量基本持平。不过产量并非完全作为炼焦煤释放，全年今年保供压力仍大，部分中间煤种被挪做动力煤或储备或使用，可能也存在转做动力煤而减少焦煤入洗的情况，而这部分量再明年或将有回流或减少分流。明年目前预计新增产能 3170 万吨，其中核心产区山西预增产能 1610 万吨，这部分产能主要是新增、技改投产或长期停产的僵尸产能复产形成的增量，虽然新增产能敏感全部投产并进入满负荷生产模式的概率不高，不过即使保守预计实现 3-5 成左右的落地，也提供 1000-1500 万吨左右的原煤供应增量，折算下来约 400-570 万吨左右的精煤贡献，那么考虑到明年也没有重大事件会对供应形成明显扰动，那么假设已有产能维持稳定、高强度运转，新增产能稳步投放的情况下，产量同比将有 1% 的增量。

表一：焦煤新增产能投放（万吨）

| 地区 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 地区 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|-----|-------|-------|-------|----|-------|-------|-------|
| 安徽 | 300 | 0 | 0 | 宁夏 | 0 | 0 | 240 |
| 甘肃 | 0 | 0 | 90 | 四川 | 0 | 90 | 120 |
| 规则 | 310 | 0 | 240 | 新疆 | 0 | 60 | 60 |
| 河北 | 0 | 0 | 120 | 云南 | 45 | 210 | 270 |
| 河南 | 0 | 150 | 120 | 陕西 | 0 | 300 | 240 |
| 黑龙江 | 0 | 120 | 60 | 山西 | 180 | 1410 | 1610 |
| 内蒙古 | 120 | 60 | 0 | 合计 | 955 | 2400 | 3170 |

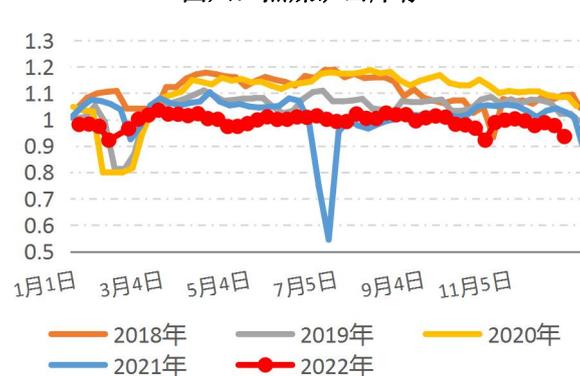
资料来源：慧眼看煤；优财研究院

图五：炼焦煤月度产量



资料来源：Mysteel，优财研究院

图六：焦煤矿山库存



资料来源：Mysteel，优财研究院

2.2 进口市场重铸

今年炼焦煤进口的平稳增长为我国炼焦煤供应稳定发挥了不可忽视的作用，根据海关总署数据，我国1-10月累积实现炼焦煤进口5164.1万吨，同比增长30.8%。与去年相比，进口渠道也明显重塑，蒙古、俄罗斯成为核心进口来源，进口市场份额分别达到37.1%和33.4%，同比增幅巨大。而由于长期的进口窗口关闭，加拿大资源仅保持正常的长协流入，美国煤退出趋势明显，澳大利亚煤由于今年政策仍未放开，因此仅年初有部分此前滞压的资源释放。当下进口资源贡献了10%的供给，且是目前国内炼焦煤供给市场最重要的增长来源。

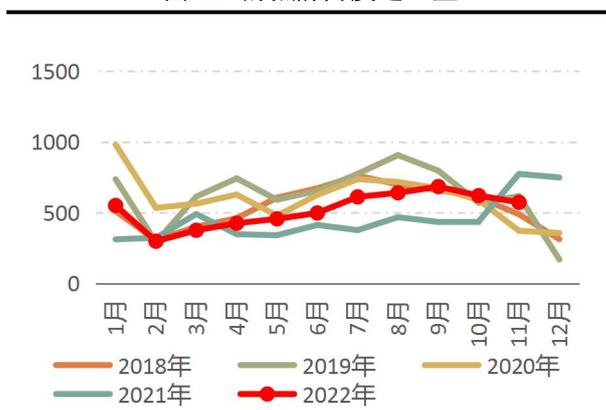
蒙煤这块年中之后开始发力，不过仍有一定限制，不过预计明年随着我国疫情管控完全放开，进口检测能力将不再是瓶颈，配合中蒙煤炭进口政策支持，蒙煤进口量有望进一步提高。后续增量一方面来自于防疫管控放开后的基础车增量，预计主要口岸平均

通车有望稳在 800-900 车水平，无人车有望少量增加，另一方面，一季度预计神华将给出铁路换轨站预算，中蒙铁路有望在年底或明年打通。不过需要注意的是由于风化煤、中煤拉运做动力煤进口存在阶段性获利空间，有挤占进口运力的情况，以甘其毛都口岸为例高峰时一度占了 50% 以上的运力，虽然目前回落至 10-20% 左右，但明年不排除再次出现阶段性扰动。乐观预计明年蒙煤供应将达到 3500 万吨以上，或实现 1000 万吨以上的增量。

俄罗斯由于陷入战争泥潭，不过俄罗斯煤进口仍翻番，主要是由于原有发往欧洲等地的量在被禁售转入国内，考虑到新的煤炭市场格局已经建立，明年随着俄罗斯铁路运力的改善，俄煤或加大流入规模。

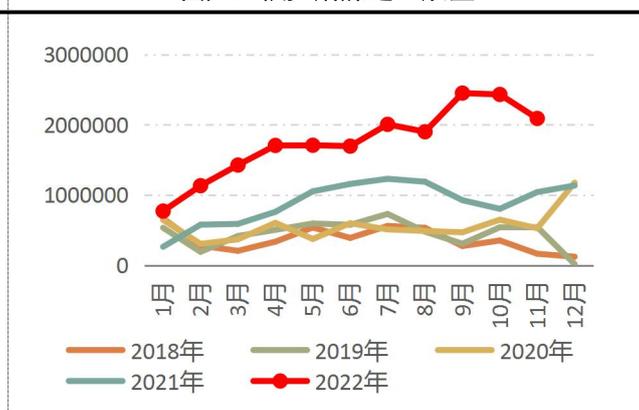
其余海漂煤实际上目前没有太大好谈论的部分，加拿大、美国煤预计于今年的情况发生太大变化，进口的黄金窗口已经随着煤价一去不复还了，唯一可能出现的变化可能就是中澳关系可能破冰，届时有望放开澳煤入关，但考虑到国际煤市相对强势，鲶鱼能否翻起浪花还需后续具体观察。

图七：炼焦煤月度进口量



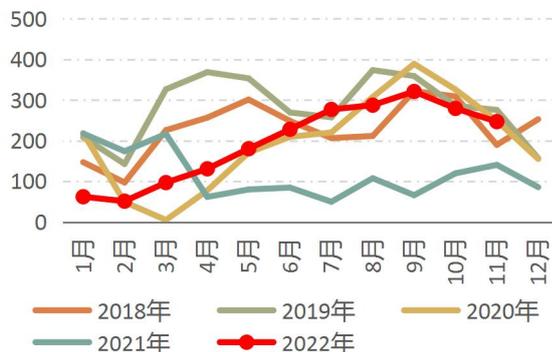
资料来源：Mysteel, 优财研究院

图八：俄罗斯煤进口放量



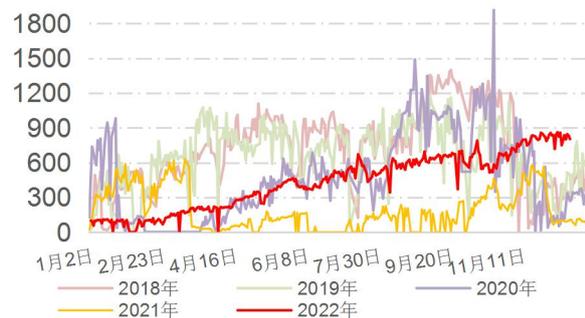
资料来源：Mysteel, 优财研究院

图九：蒙煤进口修复



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十：蒙古主要口岸通车



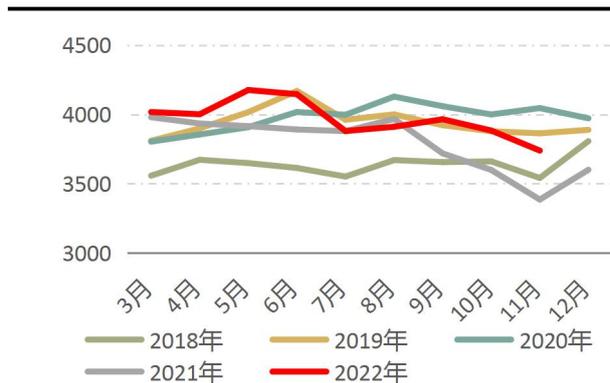
资料来源: Mysteel, 优财研究院

2.3 焦化产能过剩

经历了两年的产能净投放, 焦化产能无可争议的进入偏过剩的状态, 截止 12 月中旬, 根据钢联统计样本看, 已实现 2342 万吨净新增产能投放, 全年预计累计将净新增产能规模将达到 2400 万吨的水平, 而展望明年, 产能投放周期还未结束, 作为退老旧上大新的收官之年, 明年预计将有 4260 万吨产能退出, 5050 万吨产能投放, 或实现近 800 万吨的净新增产能投放, 因此目前产能过剩的问题在明年还将延续。不过明年 4.3 米焦炉将逐步完成退出, 由于利润问题, 投放于退出的节奏上可能出现变化, 可能出现短期密集产能退出而新增产能未及时跟进的情况, 目前全国尚有 2 成约 1.12 亿吨的 4.3 米焦炉产能。另外近年随着新产能的投放, 干熄焦工艺增加, 将有助于未来市场进一步降本提质, 届时工艺直接的利润差也会对老炉型、旧工艺形成挤出效应。

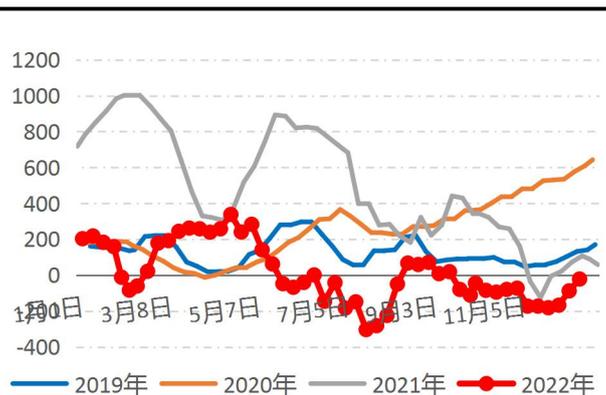
产量的角度看, 1-11 月累计焦炭产量 43438 万吨, 同比增加 0.7%, 全年预计产量 4.65 亿吨, 同比基本持平, 由于产能过剩加上今年需求呈弱势运行, 焦化行业处于行业弱势地位, 利润分配不足, 抑制了焦企的生产开工意愿, 再加上年内疫情扰动不断, 因此焦炭生产基本都以利润为指导, 产量仍维持相对平稳。展望明年, 考虑到产能过剩问题仍需时间和需求来化解, 因此弱势地位仍难改变, 焦化利润扩张阻力重重, 预计全年焦化利润水平将维持在-200-400 区间波动。

图十一：焦炭产量变化



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十二：被压制的焦化利润

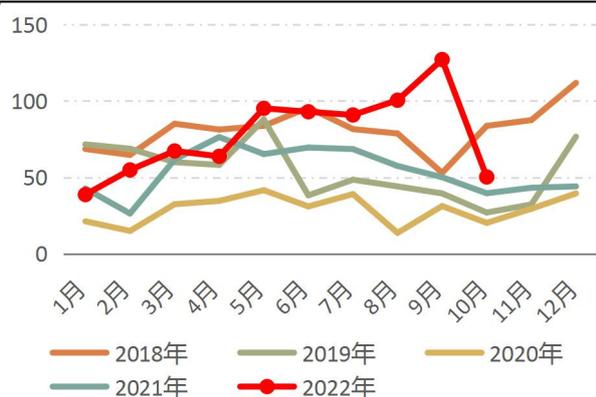


资料来源: Mysteel, 优财研究院

2.4 出口短暂的放量

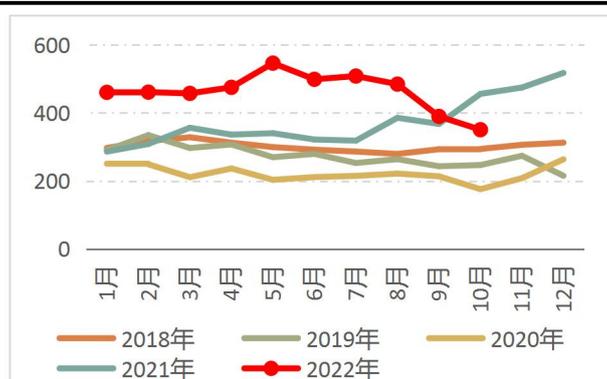
今年虽然内需表现平淡，但焦炭的出口订单曾在一段时间风光无两，根据海关数据，1-10月焦炭出口总量781.6万吨，同比增长40%。从目的地来看，印度、印尼、马来等亚洲国家的需求是焦炭出口订单的重要增长引擎。从时间来看，出口的增量主要集中在5-9月，正是俄乌冲突影响最强烈的时段，全球碳元素的紧张导致国内焦炭性价比凸显，加上印度等国需求处于稳定增长期，因此海外订单明细增加，不过当前来看，本轮冲量已经基本过去，国际煤价下修，海外需求走疲，使得出口在10月基本已经回到正常水平。

图十三：出口短期放量



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十六：出口单价同步抬升



资料来源: Mysteel, 优财研究院

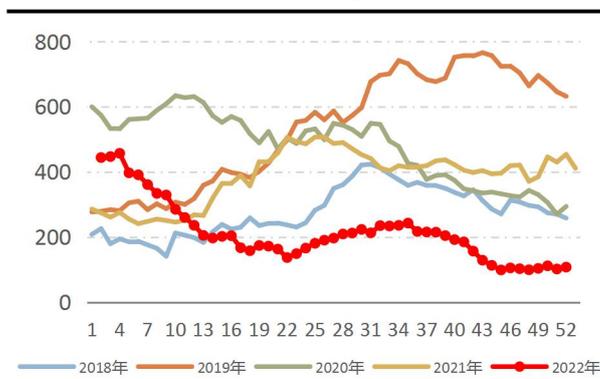
2.5 需求有望筑底企稳，修复尚需时日

需求侧，先看统计局数据，1-11月粗钢累计产量9.35亿吨，预计全年粗钢产量10亿吨，同比实现2400万吨减量，同步增速-2.31%，1-11月铁水产量7.95亿吨，预计全年产量8.6亿吨，同比减量800万吨，同比增速-0.9%，废钢全年用量预计2.2亿吨，同比减量1500万吨，同比增速-6.6%。今年虽然需求有失速的迹象，但由于废钢供给出现持续、超预期的紧张，导致今年铁/废比提升，生铁产量得以维持，进而使得焦炭需求得以维系。对于明年，倾向于明年是需求企稳的一年，但复苏到重新旺盛还需要时间来磨合，明年粗钢产量预计在±2%的范围，大概率与今年一样没有严格产量控制政策，更多依赖市场化决策。而废钢方面，考虑到明年疫情、税票等扰动因素将逐步被淡化，废钢供应有望恢复2%左右的正常增长速率，压低铁水占比。综合推算明年铁水应在8.5亿吨上下，相比今年产量略降，折焦炭需求4.25亿吨，焦煤需求5.36亿吨。

2.6 各环节低库存有待回补

当下，信心确实是比金子还珍贵的东西，可以看到年初市场信心曾得到过修复，但强预期换来弱现实对信心的二次破坏是巨大的，本轮极度悲观的情绪即使用了一季度的时间来磨，也很难说充分的释放。而信心的缺失直接导致的是各环节都在尽可能的去压低自身库存来换取流动性以保证自身抗波动能力，另外也间接的导致投机库存被压制在极低的水平，但这样的结构也使得库存蓄水池消失，供需扰动对价格的传导更快，价格变化更极端，展望明年，如果需求筑底带动市场信心企稳回升，那么明年大概率将是各环节回补库存的一年（类似今年的动力煤市场），届时库存的重建将吸纳富余的供给。

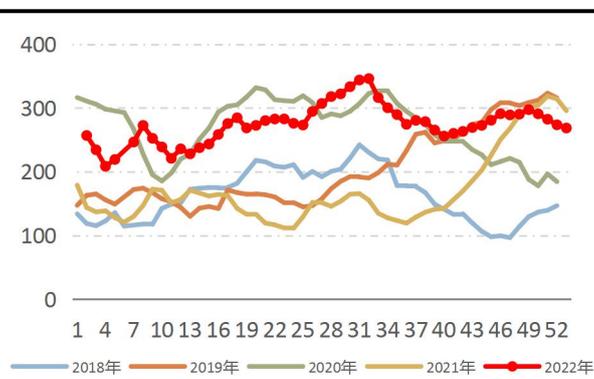
图十七：焦煤港口库存



资料来源：Mysteel，优财研究院

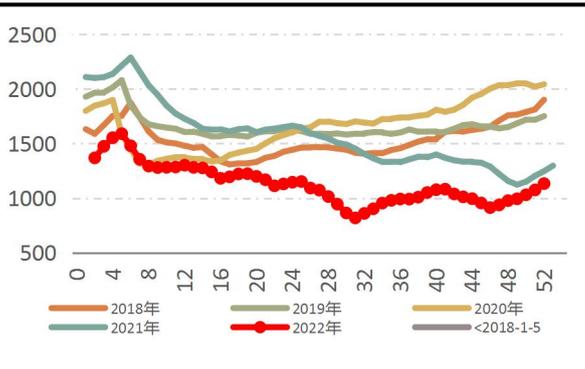
图十九：独立焦企焦煤库存

图十八：焦煤矿山库存



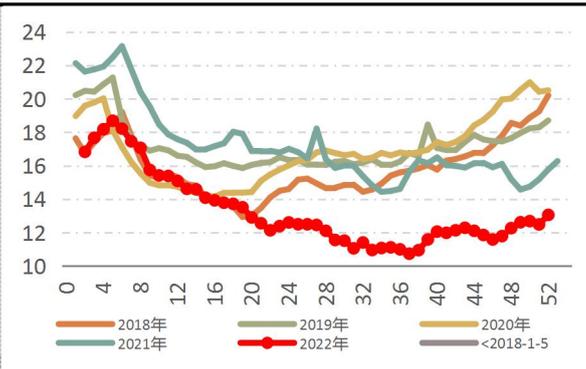
资料来源：Mysteel，优财研究院

图二十：独立焦企存煤可用天数



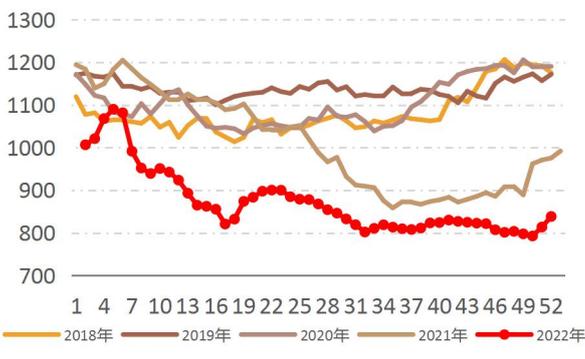
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十一: 钢厂焦煤库存



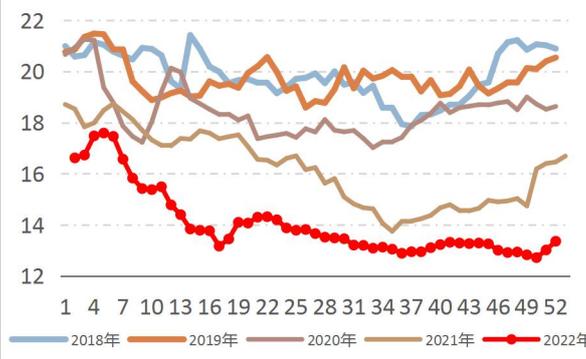
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十二: 钢厂存煤可用天数



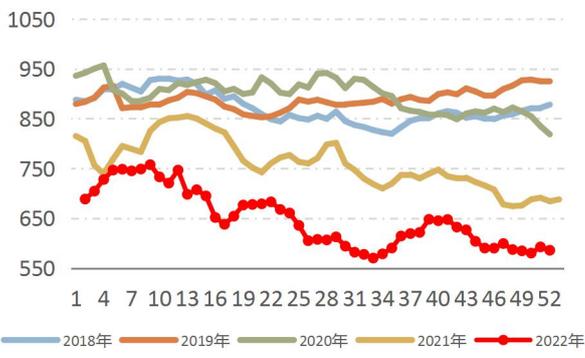
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十三: 钢厂焦炭库存



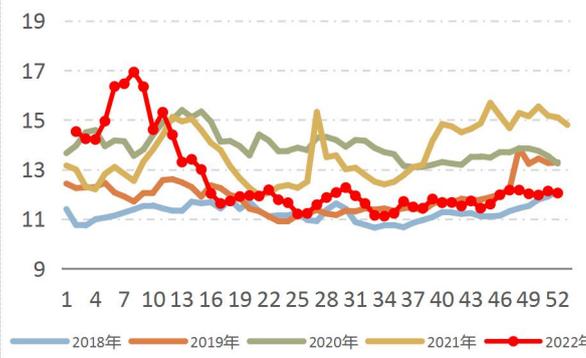
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十四: 钢厂焦炭可用天数



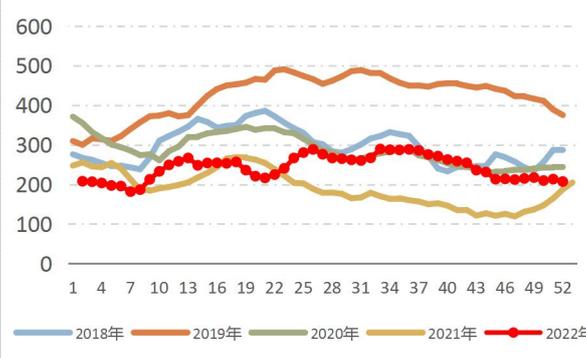
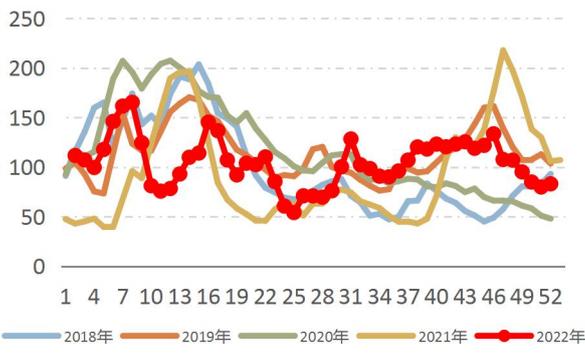
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十五: 焦企焦炭库存



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十六: 港口焦炭库存



资料来源: Mysteel, 优财研究院

资料来源: Mysteel, 优财研究院

三、逻辑总结与策略建议

展望明年,需求端目前来看预计较今年持平或小幅降低,推算明年铁水应在 8.5 亿吨上下,折焦炭需求 4.25 亿吨,焦煤需求 5.36 亿,供给侧,焦炭产量预计仍将跟随利润变化,产能过剩问题依然严重,而焦煤国内产量随着产能释放,预计将达到 4.98 亿,而缺口部分将由进口部分补齐,预计明年在蒙古和俄罗斯的支持下,即使不放澳煤,也有望实现 0.72 亿吨规模的进口,即焦煤供给将来到 5.7 亿,焦煤供需紧张的局面或将改善。不过明年不确定依然较多,一是焦化产能进退是否会失序造成短期的产能错配还需跟踪明年利润与政策情况;二是焦煤产能释放的以及老产能煤矿开工是否能保持高负荷均面临不确定性;三是过低的库存会吸纳溢出的供给,库存的重建将提升价格的稳定性。因此综合来看,双焦供需紧张程度将较今年有明显改善,价格重心延续下移,不过明年双焦市场或类似今年的动力煤市场,库存重建的过程中价格依然存在依托,并有阶段性反弹行情,但随着时间推进波动降低。从策略思路来看,明年最大的变量可能就在于焦煤的供给松动,这将有助于利润在产业之中重新分配,建议关注以焦煤为空配的钢厂利润做多策略。

四、风险提示

疫情造成反复大面积感染、地产需求修复进程无法匹配预期、澳煤进口放开

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/>