

焦炭供需改善，焦煤长期偏强

——环保限产扰动下的煤焦市场展望

报告要点

我们对焦炭 4-5 月份的焦炭市场予以展望，总体认为现货还有 2-3 轮的提涨空间，而期现价背离较多，高基差的修复预计以现货上涨的方式完成，基于旺季需求带动、钢厂复产补库，焦煤成本推动，预计焦炭价格短期坚挺，不建议提前做空，建议观察政策变化，谨慎参与，焦煤继续以回调买入思路对待。

焦炭供应：短期产量受政策抑制，潜在产能空间较大。2021 年是焦炭新产能的释放期，产能缺口将逐步弥补，甚至重新走向过剩。目前目前面临的是长期过剩与短期供应减量的矛盾。在环保限产影响下，焦炭日产从 3 月初的 125 万吨降至当前的 119 万吨。4 月 16 日，生态环境部对晋中盲目上马焦化问题予以通报，在环保风声偏紧的时候，焦化厂有利润也很难大幅增产，预计短期内焦炭产量增速或低于预期。

焦炭需求：长期需求受到抑制，旺季下游阶段性补库。唐山限产较严，后期其他区域是否限产跟进，存在不确定性，但目前钢厂利润超过 1000 元/吨，非河北区域的钢厂也在积极复产增产，焦炭的真实需求有阶段性的好转。3 月份钢厂过度压低了厂内库存，247 家钢厂库存低于往年同期，后期将延续补库，需求将有阶段性弹性。

焦煤成本：供应紧张持续，焦炭成本向上。今年焦炭产能释放，焦煤需求端偏稳，核心矛盾在于供应。二季度是迎接建党 100 周年的关键时期，4 月份新疆、山西发生煤矿事故，国内焦煤供应预期收缩。进口端澳煤全面禁止，蒙煤通关又受到疫情影响，即使有其他国家进口补充，进口总量或维持低位。下游焦化厂已转为主动补库，这将放大焦煤的供需矛盾，预计焦煤驱动仍然向上，推动焦炭成本抬升。

焦炭总结：供需边际改善，旺季阶段性反弹。短期焦炭产量已连续 5 周回落，虽然有长期产能过剩的可能，但限产风险未完全解除前，产量增量或低于预期。碳中和背景下，焦炭长期需求趋于下降，短期又面临复产补库，因此当时市场是短期供需好转与长期供需过剩之间的矛盾。现货第一轮提涨已落地，预计还有 2-3 轮的提涨空间，而期现价背离较多，已反应了现货 4 轮的提涨，高基差的修复预计更多以现货上涨的方式完成，在供需驱动还在改善的情况下，基于旺季需求带动、钢厂复产补库，焦煤成本推动，预计焦炭价格短期坚挺，不建议提前做空焦炭，建议观察政策变化，谨慎操作，基于焦煤供需矛盾未缓解，继续以回调买入思路对待。

风险提示：钢铁压减产执行超预期、新产能加速释放（下行风险）；焦炭环保限产超预期、终端需求超预期、焦煤供应短缺（上行风险）

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



黑色建材研究团队

研究员：
曾宁
021-60812995
从业资格号 F3032296
投资咨询号 Z0012676

辛修令
021-60812973
从业资格证 F3051600
投询资格号 Z0015754

任恒
021-60812993
从业资格号 F3063042
投资咨询号 Z0014744

2021年，碳中和成为黑色市场市场的重要逻辑，在唐山环保限产严格的背景下，焦炭表现相对弱势，现货连续提降，期货一度成为黑色最弱的品种，近期焦炭现货开始提涨，期货更是走出大幅升水，市场普遍对焦炭上涨的持续性不乐观，那么焦炭近期的供需现状怎样，后期的走势又将如何，长期看空焦炭又有哪些风险，我们结合近期市场变化，对4-5月份的焦炭走势予以分析展望：

一、市场回顾：限产背景下供给过剩，期现走势背离

一季度以来，焦炭市场持续弱势，现货连续8轮提降，降幅800元/吨，期货大幅下跌超过900元/吨。对于焦炭的运行预期，市场也经历了从相对乐观到极度悲观的转变，究其原因，焦炭高利润下自身产能扩张是原因之一，最关键的因素是碳中和背景下，两会期间开始的唐山严格限产，扭转了市场对于焦炭需求的预期。做空焦化利润，把焦炭作为空头配置，是市场交易者的普遍选择。

4月份以后，随着终端需求的旺季回归，叠加焦炭供应也受到了限产政策的扰动，焦炭基本面开始出现边际变化，目前焦炭现货已首轮提涨落地，而期货去大幅升水，反弹超过400元/吨，反应了现货4轮的提涨，未来焦炭的走势，关键因素有两点，一是环保政策是否会影响焦炭的产能如期投放，产量释放受限；二是下游高炉有无提产空间。这也决定了本轮焦炭的反弹高度。

二、煤焦市场分析：焦煤成本向上，焦炭供需改善

1、焦炭供应：短期产量受政策抑制，潜在产能空间较大

2020年是焦炭集中去产能的大年，2021年则是焦炭新产能的集中释放期。产能的缺口将逐步弥补，甚至重新走向过剩，原因在于碳中和、压减粗钢产量政策引导下，高炉的产能受到抑制。根据钢联4月份的统计，2021年焦炭新增产量约5900万吨，产能淘汰约2900万吨，产能净回补3000万吨，其中二季度产能新增约1300万吨。因此，单纯从生产能力角度看，焦炭的长期供应是不断增加，产能长期走向过剩的风险并未化解。

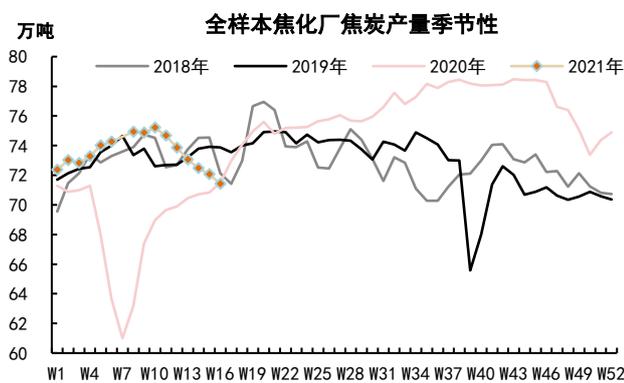
虽然潜在产能增量较多，但我们需要注意的是产能长期过剩不代表产量长期过剩，新产能的如期释放需要政策、资金等宽松环境的配合，若各地政策对焦化行业收紧，绿色金融下焦化行业获得信贷又较为困难，企业看不到投资回报的可能，新产能的投放将不断延后，实际上今年的产能已有延后，从钢联年初预估的产能净增3800万吨，到4月份变为3000万吨。产量方面，焦炭的供应调节滞后于需求变化，作为高污染行业，生产也时常受到环保政策的干扰，因此即使产能过剩，也不代表焦炭要长期亏损。

从近期焦炭的供应来看，全样本焦炭日产从3月初的125万吨降至目前的119万吨。主要是由于前期库存的过度累积，唐山、山西等地的焦化环保限产，使得焦炭出现被动减产。目前焦化全行业保有利润，焦化厂库存降低后，生产积极性

较高，后期对焦炭产量可能造成影响的是山西的环保限产。

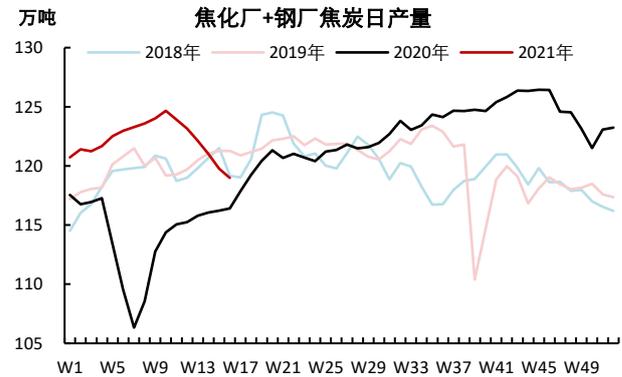
4月16日，生态环境部对晋中市盲目上马焦化项目问题予以典型通报，涉及产能未批先建，违规取水，违法排污等问题。4月17日，山西省生态环境厅表示对通报问题予以整改，这次的环保督察与2019年5月的环保督察回头看有部分相似之处，目前对产量的影响还不大，但是否会引发全省范围内的环保限产，甚至新建产能投产延期，这点不确定性，存在部分政策风险。在环保风声较为紧的时候，焦化厂有利润也很难大幅增产。其他区域焦化厂也可能存在类似问题，预计短期内焦炭产量增速或低于预期。

图1： 独立焦化厂产量季节性



数据来源：Wind 中信期货研究部

图2： 钢厂+焦化厂焦炭总产量季节性



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

2、焦炭需求:长期需求受到抑制，旺季下游阶段性补库

一般来说，焦炭市场的运行，具有明显的季节性特点，也是受到下游需求的引导。4-5月为传统旺季，钢材库存去化，3月底采暖季结束后的高炉逐步复产，对焦炭的需求也增加，钢厂也有一段时间的补库。

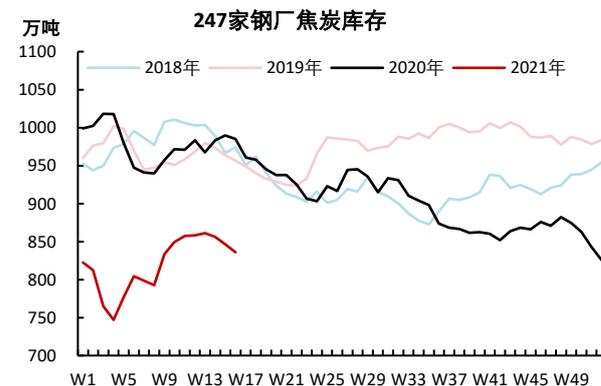
今年的需求除了正常的市场季节性，又叠加了政策的影响，唐山限产较严，为落实全面粗钢产量下降的目标，后期全国范围内，是否会出台更为严格的限产要求，还存在不确定性，但目前钢厂利润超过1000元/吨，唐山有高炉复产，其他区域的钢厂也在积极复产增产，焦炭的真实需求有阶段性的好转。补库需求来看，3月份钢厂过度压低了厂内库存，以我们调研的唐山钢厂为例，部分钢厂库存天数从10天以上降至5-7天，若后期补库，需求将有阶段性弹性。

图 3： 247 家钢厂铁水日产量



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 4： 247 家钢厂焦炭库存季节性



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

3、焦煤成本:供应紧张持续，焦炭成本向上

今年焦炭产能释放，因此焦煤的需求端偏稳，焦煤的核心矛盾在于供应。

2016 年供给侧改革以来，煤炭行业已基本完成去产能淘汰任务，新增的产能也较少。在供应能力相对稳定的情况下，政策端的安全监管情况，将成为国内焦煤产量变化的重要影响因素。我们在今年的报告中反复强调，今年是建党 100 周年，2021 年的煤矿安全监管或强于 2020 年，这对国内煤矿产能的释放有部分抑制，焦煤产量的季节性也将有异于往年。

往年两会过后，安全管控放松，国内焦煤进去增产期，价格也趋于走弱，而今年二季度是迎接建党 100 周年的关键时期，又是国家安全生产行动计划的关键年份，4 月份新疆、山西却发生煤矿事故，势必导致煤矿的安全监管更严，4 月 14 日，全国矿山安全生产紧急视频会议召开，要求开展全国范围内的安全整顿，山东也提出未来 3 年淘汰 3000 万吨的冲击地压产能，预计以上因素将持续影响二季度的焦煤产量，国内焦煤供应预期收缩。

图 5： 国内主焦煤现货价格



数据来源：Wind 中信期货研究部

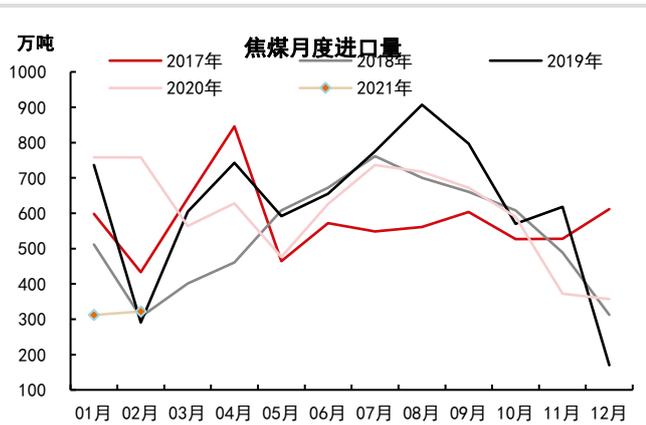
图 6： 国内煤矿焦煤权重开工率



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

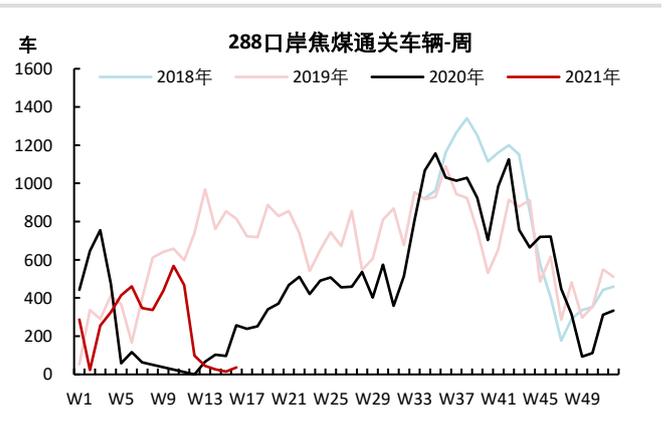
从进口来看，今年的澳洲焦煤全面禁止，蒙古国又受制于疫情，通关量仍处于低位，其他国家如俄罗斯，加拿大，哥伦比亚虽有进口增量，均难以弥补澳煤的减量缺口。4 月份以来，随着焦炭企稳，焦煤供应矛盾显现，下游焦化厂已由主动去库变为主动补库，这将放大焦煤的供需矛盾，预计焦煤驱动仍然向上，这将推动焦炭成本抬升，甚至可能出现焦煤短缺影响焦炭产量的风险。

图 7： 焦煤月度进口量季节性



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 8： 288 口岸焦煤通关量



数据来源：Wind Mysteel 中信期货研究部

三、焦炭总结:供需边际改善，短期延续反弹

短期焦炭供应受到限产扰动，产量已连续 5 周回落，虽然有长期产能过剩的可能，但限产风险未完全解除前，短期的产量增量或低于预期。而焦炭需求长期趋于下降，但短期又面临复产补库，因此我们认为当时市场是短期供需好转与长期供需过剩之间的矛盾。

现货已第一轮提涨落地，预计还有 2-3 轮的提涨空间，而期现价格背离较多，期货已反应了 4 轮的提涨，高基差的修复预计更多以现货上涨的方式完成，在供需驱动还在改善的情况下，基于旺季需求带动、钢厂复产补库，焦煤成本推动，预计焦炭价格短期坚挺，不建议提前做空，建议观察政策变化，谨慎操作。基于焦煤供需矛盾未缓解，继续以回调买入思路对待。

图 9： 港口焦炭现货价格

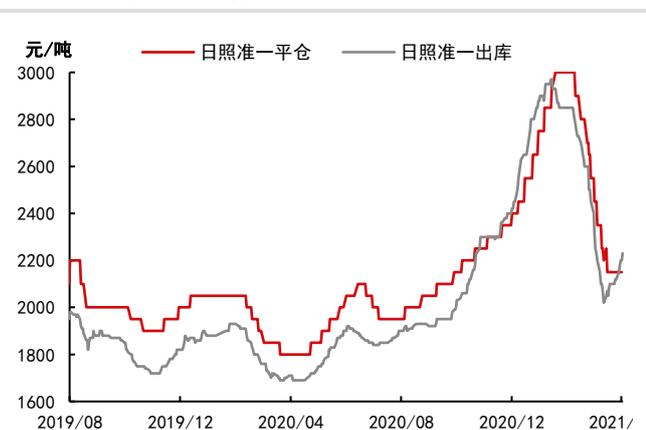


图 10： 焦炭期货价格走势



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>