

行业
煤焦投资报告

日期
2021 年 3 月 29 日



黑色金属研究团队

研究员：肖维

021-60635725

xiaow@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3011551

投资咨询证书号：Z0011422

研究员：翟贺攀

021-60635736

zhaihp@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3033782

投资咨询证书号：Z0014484

研究员：丁祖超

021-60635735

dingzc@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3063115



做多 09 合约焦化利润投资报告

一、投资建议

建议做多 09 合约焦化利润, 09 焦化利润=09 焦炭价格-1.3*09 焦煤价格-160。实际操作建议做多 J09 合约 3N 吨, 做空 JM09 合约 4N 吨, 其中 N 为整数。现 09 焦化利润在盈亏平衡附近, 建议 09 焦化利润在盈亏平衡附近考虑做多, 初始仓位 10%-20%, 若利润回落至-150 时, 建议加仓 10%-20%, 若利润回落至-300 则止损, 09 焦化利润目标区间 500-700 元。

风险提示: 焦炭产能释放持续超预期; 进口焦煤政策扰动; 钢厂进一步限产。

二、投资逻辑

(一) 盘面过多交易焦炭产能过剩和唐山限产对焦炭需求端影响

1.1 短期产能释放致焦炭产量处于高位, 但增产节奏显著放缓

根据国家统计局数据, 2021 年 1-2 月, 焦炭产量增幅较大, 焦炭供给紧张格局有所改善。1-2 月份, 全国焦炭产量 7911 万吨, 同比增长 10.3%, 而 2020 年 1-12 月焦炭产量则与 2019 年持平, 增幅为零。

前期焦炭利润较高, 高利润下焦化厂普遍保持高负荷生产, 供应量有所增加。根据钢联调研数据, 2 月焦炭产量稳中略增, 目前焦炉产能利用率已处于高位, 只有前几个月投产的新焦炉产能利用率还有一定上升空间, 在现有产能基础上焦炭供应量很有限, 后续焦炭供应增量主要在于新增产能的投产。据 Mysteel 调研统计, 2020 年焦炭净淘汰约 2500 万吨, 而截止到 2021 年 2 月下旬, 2021 年已淘汰焦化产能 396 万吨, 新增 1225 万吨, 净新增 829 万吨, 而 3 月份预计新增 972 万吨, 同时淘汰 994 万吨。进入二季度, 焦炭新增产能利用率已经上升空间非常有限, 增产节奏会显著放缓。

图15: 独立焦化厂日均产量: 万吨

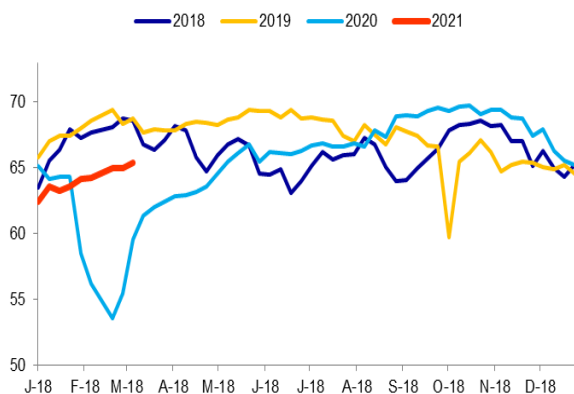
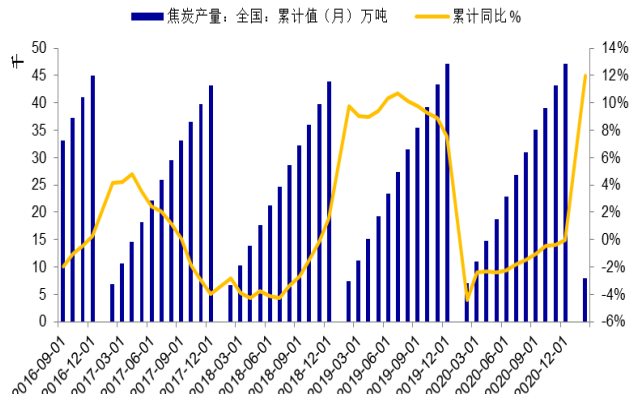


图16: 全国焦炭产量: 万吨



1.2 盘面过多交易碳排放政策对压减钢材产量的预期

根据相关新闻总结,从短期来看,钢铁行业将严格控制碳排放,力争在2030年前实现“碳达峰”。最重要措施就是压减粗钢产量。从生产方式上来看,高炉炼钢的碳排放远大于电炉炼钢,高炉厂在压减产量的过程中或将受到更大压力。此外,独立焦化厂也将面临压减产量的压力。

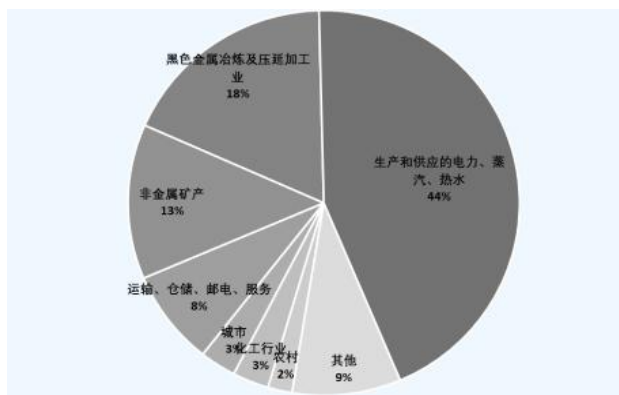
根据工信部要求,钢铁行业的二氧化碳减排要以政策控制粗钢产量为主要手段,但具体政策仍未出台。与国外不同的是,工信部直接要求降低全国粗钢产量,既未要求降低碳排放,也未从提高效率、技术水平、开发低碳生产技术等手段出发,而是直接管理企业的粗钢产量。因此长流程钢厂首当其冲受到影响。因为其吨钢碳排放量大大高于短流程企业,而长流程企业的高炉炼铁环节又是重中之重,如果限制高炉生产,长流程企业可能多用废钢或直接还原铁等来代替高炉铁水加入到转炉中冶炼,因此对于焦炭的需求会形成较大的影响,但从盘面价格回落幅度来看,市场显然过于悲观。

图29: 不同流程生产1吨钢水二氧化碳排放量

生产流程	二氧化碳排放,公斤/吨	电力,kWh/t	二氧化碳总排放,公斤/吨
高炉+转炉(153kgPCl)	2111	187	2198
高炉+转炉(250kgPCl)	2084	184	2170
Corex+电炉	1639	632	1934
Hismelt+电炉	1600	370	1970
电炉(150kg/t 铁水)	396	478	619
电炉(100%废钢)	68	458	232

数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图30: 按部门划分的碳排放占比



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

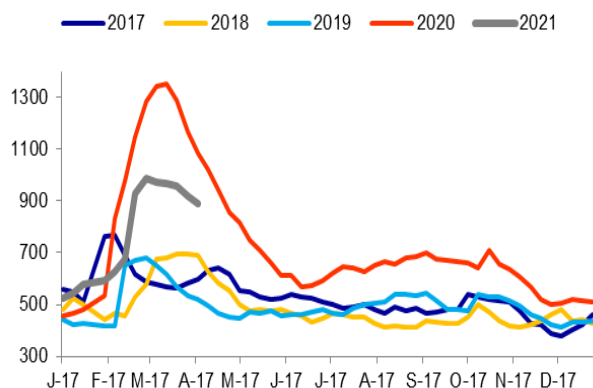
1.3 下游钢材需求进入快速恢复通道

两会时间,唐山限产阶段性增强,同时工信部压减钢铁产量的政策预期较强。期间从采购需求来看,钢厂库存稳定后开始控制焦炭到货,贸易商多处于观望状态,导致焦炭需求阶段性承压。同时根据钢联调研数据,受春节影响,节后钢材库存出现明显增加,但从总量来看高于2019年却明显低于2020年水平。但进入3、4月份,下游钢材需求开始进入上升通道。

从钢联数据可以看出,今年需求恢复力度迟于去年,但多项数据表明,下游

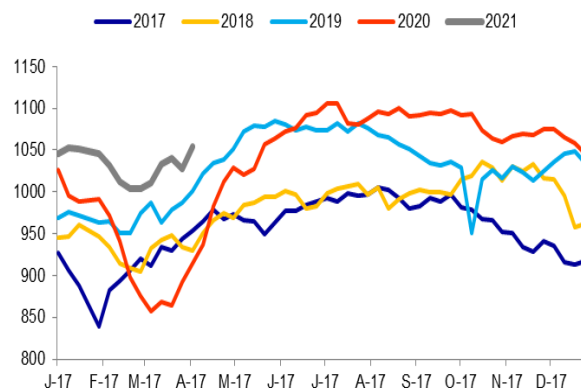
需求有望进入加速恢复通道。在钢材总产量并未下降的情况下钢厂钢材库存开始显著回落，同时总库存去库速度已然接近去年同期水平，而钢材表观需求和建材贸易商成交量已超去年同期水平，种种迹象表明需求恢复较好。

图17：全国主要钢厂钢材库存：万吨



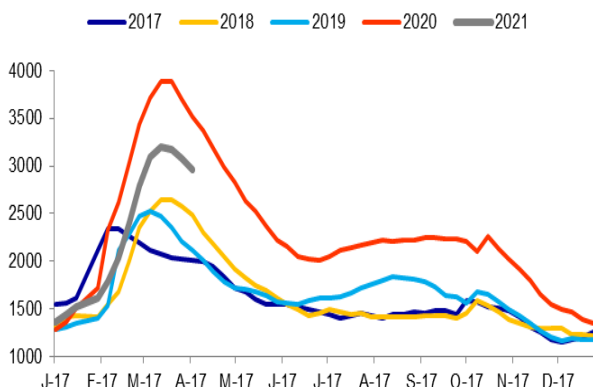
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图18：钢厂五大钢材总产量：万吨



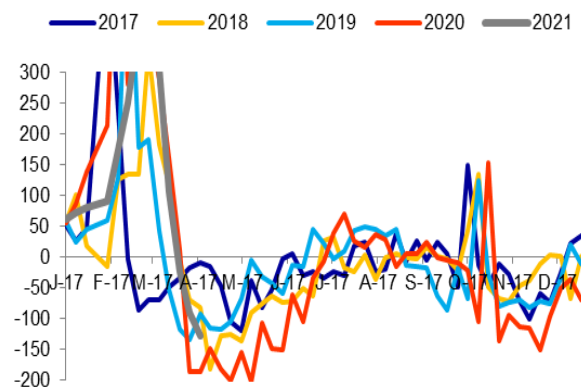
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图19：全国五大钢材总库存：万吨



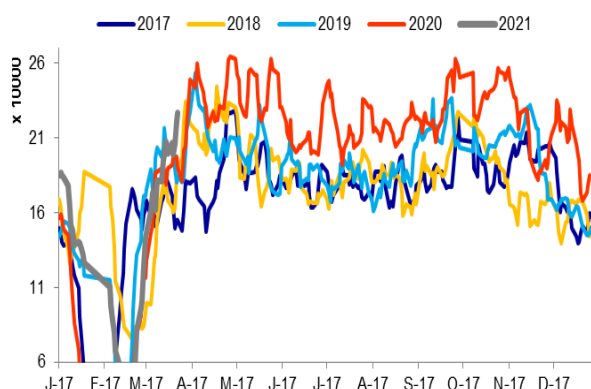
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图20：全国五大钢材总库存去库速度：万吨



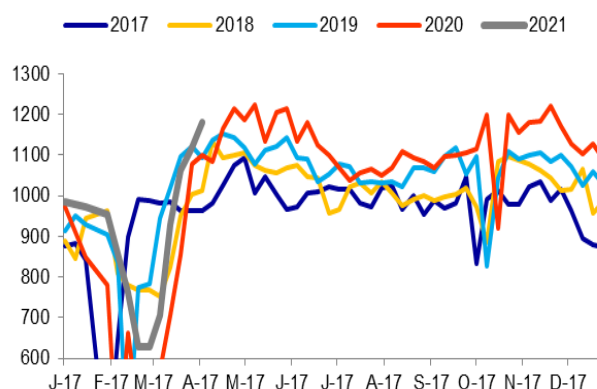
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图21：全国主流贸易商建材成交量：万吨



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图22：钢材表观需求：万吨



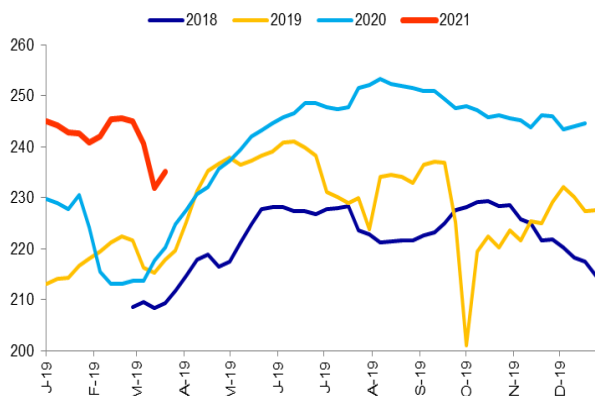
数据来源：Wind，建信期货研投中心

1.4 短流程钢厂产量已超去年同期水平，进一步增产难度较大

根据钢联数据，按照焦化产能新增淘汰计划，以及高炉限产和新增影响，对焦炭供需缺口推测进行修正，可以看到当前焦炭供需已偏宽松。前期数据显示日均铁水产量回落 10 万吨左右，折算焦炭需求日均减少 5 万吨，且截至 5 月底将维持当前态势。

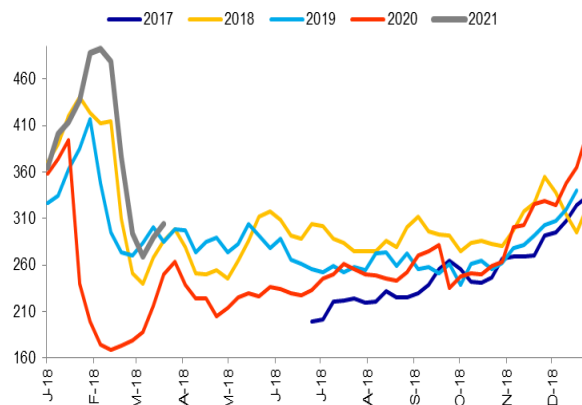
但这一数据的可持续性显然存疑，一是铁水产量很难持续性回落 10 万吨，从钢厂钢材产量并未降低甚至小幅增加可以看出，铁水产量的降低需要通过短流程钢厂来补充，但实际情况是钢厂废钢库存较低且短流程钢厂产量已超去年同期水平，进一步上升空间有限。二是在钢材需求进入旺季后，钢厂钢材产量有望持续处于高位，导致铁水产量有望进一步回升，因此焦炭需求的回落并没有市场现在所预期那么悲观。

图17：全国247家钢厂日均铁水产量：万吨



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图18：钢厂废钢库存：万吨



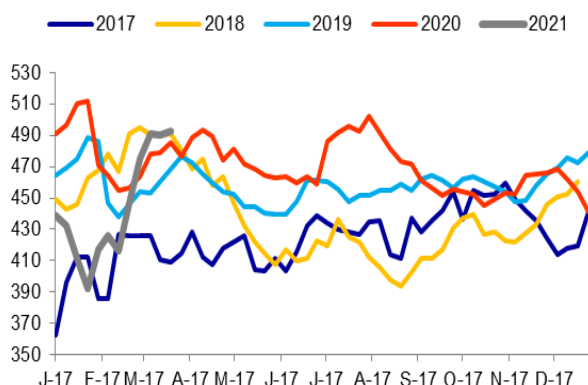
数据来源：Wind，建信期货研投中心

（二）焦炭潜在的环保限产扰动今年有望得到加强，但盘面并未交易

3月15日唐山解除Ⅱ级应急响应，但随后3月19日再发《关于报送钢铁行业企业限产减排措施的通知》，执行对未落实响应的钢厂3月20日-12月31日的差异化限产，幅度为30%-50%。当前看执行力度严格，钢企高炉已经陆续开始停限产，也反映出碳中和背景下的整体基调。

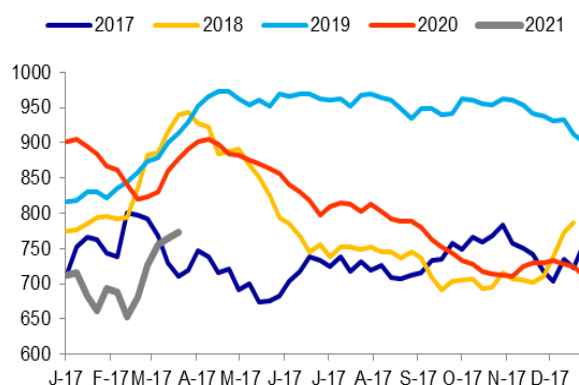
对于此次为落实“碳达峰”政策下的限产，市场关注点只在终端钢材侧，但实际原料端焦化企业也存较强的限产预期。现在市场对焦炭交易逻辑一直是去年去产能导致供需偏紧——今年产能过剩叠加唐山限产，前期焦化行业环保限产已然被市场遗漏。因此今年二季度之后，环保限产将会是一个较大的不确定性变量，在焦炭去产能和唐山限产故事讲完之后，环保限产是一个较为确定性的方向。因此，考虑这一因素焦炭总库存进一步累库预期会有所降低。

图17：焦炭钢厂库存：万吨



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图18：焦炭总库存：万吨

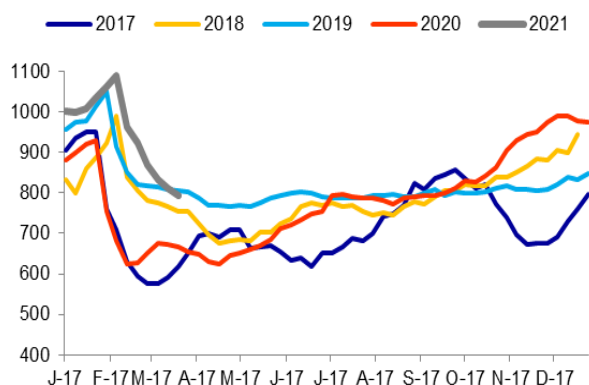


数据来源：Wind，建信期货研投中心

（三）焦煤短期受煤矿安全检查影响较大，但持续去库难度较大

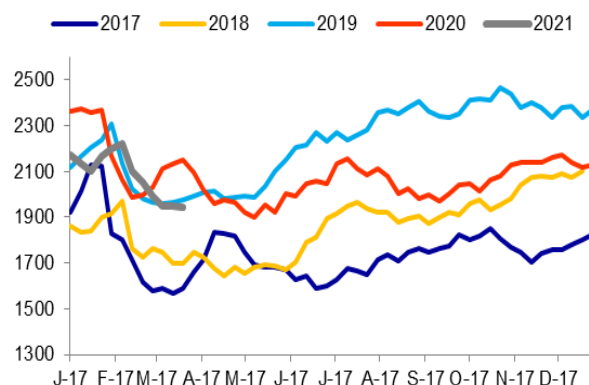
煤矿近期主要受陕西、山西地区安全检查加强，内蒙古地区要求严格按照核定产能生产并发放煤管票，同时国内山西矿难事故发生，导致国内产区供应阶段性收紧，焦煤价格走势较强。但从过去几年来看，煤矿侧供给很难持续性收紧，待安全检查结束之后，产量有望迎来新一轮释放，因此焦煤近期的去库难以持续。

图17：焦化厂焦煤库存：万吨



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图18：焦煤总库存：万吨



数据来源：Wind，建信期货研投中心

（四） 焦化利润是焦企调节产量的重要变量

从供给端传导分析，焦炭利润的高低影响焦企的生产意愿。不考虑其他干扰因素的情况下，焦化高利润将带动焦炉开工快速上行，从而导致焦炭供给增加，若下游补库平稳，将会反应到焦企库存上。相反，焦化利润走低至亏损区间后亦将快速反映至焦炉开工，供给收缩对焦炭利润形成支撑。

图2：焦炭利润传导分析框架图



数据来源：Wind，建信期货研究中心

由于焦炉停炉成本过高，焦企通常通过调节结焦时长来控制生产。在利润扩

张时会尽量缩短结焦时间来增产，而在亏损时则会通过延长结焦时间来减产来调节供给。环保举措也会通过改变焦化企业结焦时长反向作用于焦化利润。由于焦化行业同钢铁行业类似，同属于大气污染防治的重点行业之一，因此当其受环保影响，焦企的结焦时间被动延长导致产能利用率大幅下降后，行业利润率也会因短期供需错配而出现大幅回升。

对焦化企业来说， $\text{焦炭盘面利润} = \text{焦炭价格} - 1.3 \times \text{焦煤价格} - 160$ （其他费用）

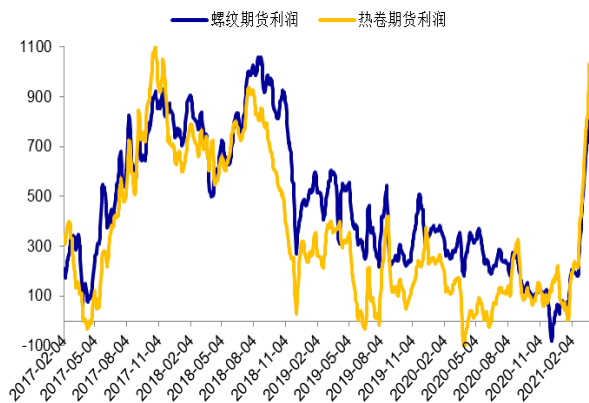
除了持续盈利的铁矿、煤炭生产企业外，利润率对钢铁企业和焦化企业的生产均有一定调节作用，从而通过影响供给，来使利润率回归到均值水平。

（五） 全年钢厂利润有望维持高位，焦化企业利润有望均值回归

螺纹热卷盘面利润从2月份开始快速增加，现在盘面利润在1000元/吨左右，已经接近2018年时期的高点，而2018年同期焦化企业的利润也在600元/吨以上，而且现在市场预期螺纹热卷盘面利润会一直维持在高位，因此焦化企业利润在近期大幅回落之后存较强的向均值恢复的预期。

现在焦炭05合约和09合约盘面利润已经回落至盈亏平衡附近，盘面反映的是非常悲观情形下的利润，而焦化企业现货平均利润依然还有450元/吨，因此对于09合约来说，后市盘面进一步向均值恢复或逐步走强的可能性较强。

图17：螺纹热卷盘面利润：元



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图18：焦炭盘面利润：元



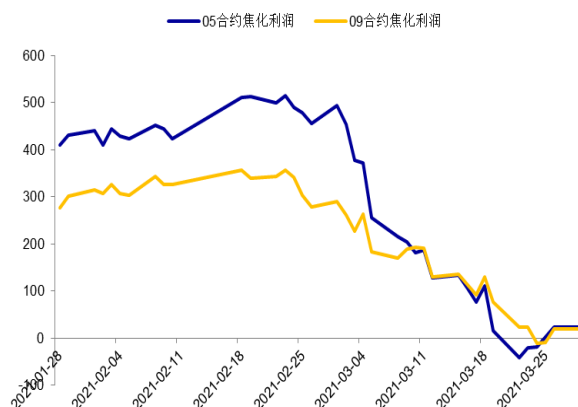
数据来源：Wind，建信期货研投中心

图17：独立焦化厂吨焦平均盈利：全国：元



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图18：焦炭05合约和09合约盘面利润：元



数据来源：Wind，建信期货研投中心

三、投资逻辑总结

对于焦炭盘面利润回升的关键点，一是焦炭环保限产是一个潜在的扰动变量，今年二季度之后，环保限产将会是一个较大的不确定性变量，在焦炭去产能和唐山限产故事讲完之后，环保限产将会是一个较为确定性的方向。二是多项数据表明下游钢材需求快速恢复，在短流程钢厂产量难以弥补缺口的情况下，日均铁水产量在近期回落 10 万吨之后有望回升，拉动焦炭需求。三是焦炭产能利用率已经处于高位，增产空间已经较低。四是焦煤自身因煤矿安全检查导致价格估值较高，后期产量存较强的释放预期。

考虑焦化利润与钢厂利润方面，螺纹热卷盘面利润从 2 月份开始快速增加，现在盘面利润在 1000 元/吨左右，已经接近 2018 年时期的高点，而 2018 年同期焦化企业的利润也在 600 元/吨以上，而且现在市场预期螺纹热卷盘面利润会一直维持在高位，因此焦化企业利润在近期大幅回落之后存较强的向均值恢复的预期。因此对于 09 合约来说，后市盘面进一步向均值恢复或逐步走强的可能性较强，建议投资可以做多 09 合约焦化利润。

风险提示：焦炭产能释放持续超预期；进口焦煤政策扰动；钢厂进一步限产。

【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 020-38909340

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：本报告谨提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“建信期货研投中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
电话：0531-81752761 邮编：250014

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路 438 号 1306 室（电梯 16 层 F 单元）
电话：021-62528592 邮编：200122

杭州营业部

地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
电话：0571-87777081 邮编：310003

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼
电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
电话：029-88455275 邮编：710075

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
电话：010-83120360 邮编：100031

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 233 号 3316 室
电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
电话：0592-3248888 邮编：361000

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼

邮编：200120

全国客服电话：400-90-95533

邮箱：service@ccbfutures.com

网址：http://www.ccbfutures.com