

双焦年度展望：2021 年 12 月 28 日

粥少僧多，命运天平偏向何方？

投资逻辑：

【黑色板块】

- 钢材需求低迷削弱黑色产业链利润，但金融条件扩张或带来“阶段性通胀”交易机会；
- 年内中部或为板块估值底部，两端供需错配；
- 钢材端砝码：供给约束严格+集中度提高

【焦炭】

- 供给：2022 年净增 1760 万吨产能，四季度集中去产能；考虑达产周期，预计全年焦炭产量同比略有下滑，季度产量环比波动较为剧烈；
- 需求：一季度粗钢产量预计减少 21%，二季度政策端对供应的扰动逐渐平息，同时稳增长政策于二季度开始发力，产量或跟随需求主动调整，粗钢产量将明显恢复；2022 年粗钢产量预计同比降低 3%；
- 2022 年焦炭：整体供应偏宽松，钢材、焦煤均手握砝码，需求压制+成本冲击下，焦炭稍显弱势。
- 品种季度强弱：二>一>三>四

【焦煤】

- 焦煤端砝码：稀缺资源为王，煤炭偏政策市场
- 国内供给：一季度减量确定，其余有赖于政府调控；
- 蒙煤进口：清零政策下，中蒙口岸防疫优先，假设疫情为常态，日通关量 600 车最合理；此外，中蒙口岸铁路通车不确定较大，存在 600 万吨的增量潜力；
- 2022 年焦煤：整体保持紧平衡，机会在上半年。蒙煤进口增量不确定性较大，国内供应亦受政策调控。
- 品种季度强弱：一>二>三>四

【风险提示】

焦炭

下行风险：粗钢产量压减超预期，钢材需求提振不及预期

上行风险：焦企限产趋严，焦化产能集中淘汰，成本推升

焦煤

下行风险：国内供应增量超预期、进口增量超预期

上行风险：煤矿事故频发，环保安检趋严，口岸防疫升级

双焦年度展望

高级研究员：赵永均

邮箱：zhaoyongjun@csc.com.cn

电话：023-81157287

期货投资咨询号：Z0014584

研究助理：唐惠珽

邮箱：tanghuiting@csc.com.cn

电话：023-81157276

期货从业资格号：F3080720

目录

一、2021：有效市场 VS 有为政府	2
1、焦炭：钢厂限产预期波动，原料煤推高焦价	2
2、焦煤：市场失灵致使煤价疯涨，国家出手稳价保供	3
二、钢材需求决定“粥多”还是“粥少”？	4
1、“稳增长”政策托举，钢材需求二季度或显著改善	4
2、“粥少僧多”局面难免，金融扩张创造交易机会	4
三、煤焦钢，谁手里的砝码更多？	6
1、钢材供给严格受限，行业集中度提高	6
2、年内中期或为估值底部，首尾供需错配	8
3、焦煤偏政策市场，优质主焦资源为王	9
4、需求压制+成本冲击，焦炭如何破局？	12
四、双焦市场展望及投资建议	14

摘要：

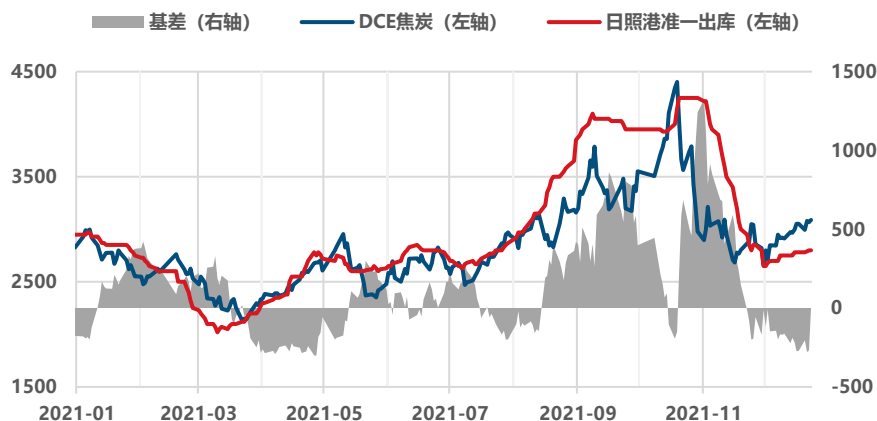
能源转型战略下，传统能源资本开支积弱，掣肘了煤矿产能扩张，原有优质主焦煤资源日渐枯竭，煤炭价格升高后无法带来更多的供给，即煤炭价格弹性趋弱。2021年的煤矿超产红线，进一步放大了市场失灵的影响，炼焦煤价格暴涨，从而抬高焦炭价格。此外，动力煤急剧短缺带来的替代需求，也变相作用于焦煤供给侧。为应对市场失灵带来的绿色危机，政府积极作为，稳价保供政策逐渐加码，并实施电力市场化改革，建立煤电联动机制。10月起政府调控开始奏效，煤炭供需再均衡，双焦价格回归理性。2022年基本面大概率没有新变量，钢材需求低迷削弱黑色产业链利润，既然粥少僧多的局面难以避免，那么命运的天平偏向哪方，就取决于谁手里的砝码更多。

一、2021：有效市场 VS 有为政府

1、焦炭：钢厂限产预期波动，原料煤推高焦价

去年末工信部提出2021年粗钢产量同比不增，3月唐山限产落地，原料需求下降预期不断发酵，与此同时，焦化产能新增项目陆续投产，焦炭波动中枢有所下移。4月起，主产地环保检查频繁，限制焦炭供应，叠加原料煤价格抬升，焦炭强势上探。5-6月焦炭供需两旺、库存低位，但受政策调控影响，焦炭呈剧烈波动态势。7-8月黑色产业链强劲的下游总需求让各环节受益。9-10月下游需求旺季预期被证伪，钢材限产全面落地，铁水大幅减产，但能耗双控下能源供给问题突出，双焦价格大涨。11-12月地产企业暴雷、制造业收缩，黑色产业链下游总需求坍塌，能源价格暴涨引发决策层对民生和经济的担忧，保供政策力度持续加码，焦炭应声下跌。

图表 1：2021 年焦炭期现价格及基差变化（元/吨）

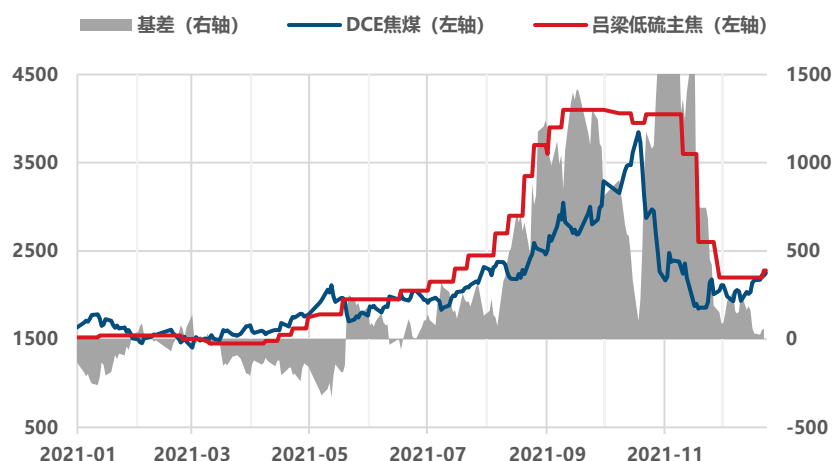


数据来源：Wind、Mysteel，中信建投期货；数据截至2021-12-23

2、焦煤：市场失灵致使煤价疯涨，国家出手稳价保供

对于焦煤而言，其需求端的韧性较强，一方面由于新增焦炉投产强化了焦煤需求，另一方面，钢厂限产传导至焦煤链条较长，冲击被削弱。在此背景下，焦煤供给端迎来“多事之秋”：3月起煤矿超产由违规转为违法，大量表外产量被剔除，国内供应总量大幅下滑；二季度，澳煤暂停进口，切断了我国优质主焦煤主要来源之一，与此同时，国内煤矿事故频发，致使环保安全检查趋严，焦煤供应风险溢价上升；三季度，国内保供力度不及预期，第二大优质主焦煤的进口来源——蒙煤受疫情反复影响，通车量难有起色，焦煤价格疯涨屡创新高。四季度，国家“价格法”出台干预煤炭价格，煤炭保供力度逐渐加码，煤炭价格暴跌，带动中下游大宗商品价格回归理性。

图表 2：2021 年焦煤期现价格及基差变化（元/吨）



数据来源：Wind、Mysteel，中信建投期货；数据截至 2021-12-23

二、钢材需求决定“粥多”还是“粥少”？

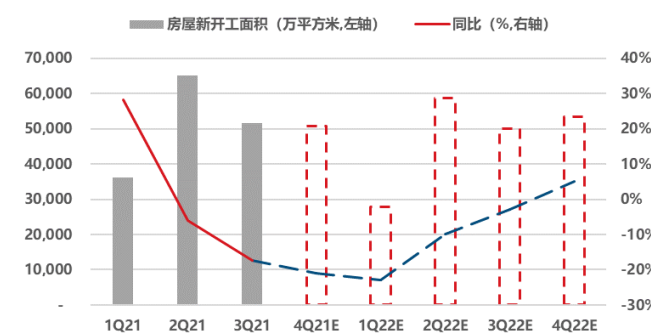
1、“稳增长”政策托举，钢材需求二季度或显著改善

展望 2022 年宏观政策，我们认为一季度先宽基建，二季度宽地产，包括一些先进的制造业都会有所宽松，从而带来 M2 和社会融资增速在明年一季度、二季度形成一个增速跳升，把今年的紧信用变成明年的宽信用。详见《2022 年度展望 | 钢矿：前路漫漫，行稳至远》。

考虑“稳增长”政策托举作用，下游总需求不应过度悲观。分部门看，（1）地产方面，2022 年一季度压力最大，二季度托底政策开始发力；“房住不炒”基调下，保障性住房建设或成为着力点。（2）基建方面，由于税收及卖地收入减少，预计 2022 年专项债额度仅同比增加 0 至 1000 亿，但专项债前置将对 2 季度需求形成强支撑。（3）制造业方面，重型机械、白色家电用钢量直接受累于地产基建疲弱；与此同时，汽车低库存带来结构性增长，而船舶用钢则是 2022 年制造业需求的亮点。（4）出口方面，两次关税调整后，钢材出口量回落态势已定。

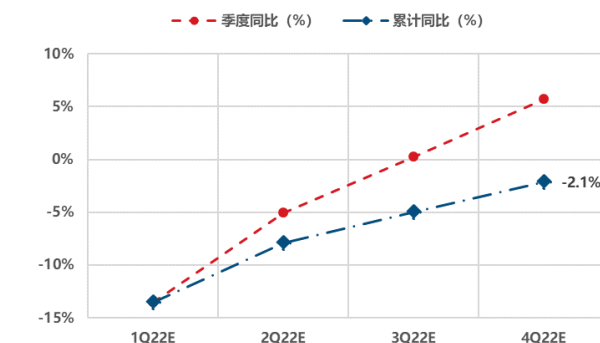
以上述判断为基础，我们预计钢材需求同比略有下滑，降幅约 2.1%，单季度同比增速逐步上调。年内需求在二季度冲高，三季度起稍有回落。

图表 3：地产明年一季度压力最大，二季度托底政策开始发力



数据来源：国家统计局，中信建投期货测算

图表 4：2022 年钢材需求在二季度冲高，三季度起稍有回落



数据来源：中信建投期货测算

2、“粥少僧多”局面难免，金融扩张创造交易机会

双碳政策元年政策调控导致价格剧烈波动，引发市场各个层级的反思：

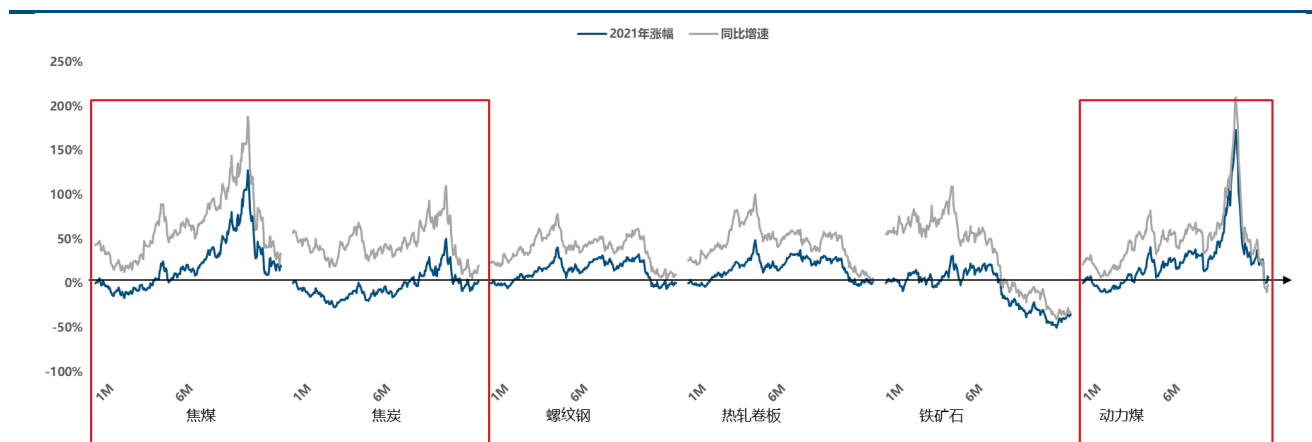
1-8 月份：去年末工信部提出 2021 年粗钢产量同比不增，3 月唐山限产落地，钢材供给收缩原料需求下降预期不断发酵。国内外经济异步复苏，出口需求持续强劲，黑色产业链强劲的下流总需求让各环节均受益，而粗钢产量不增的预期让产业链利润明显向钢厂倾斜。

9-10 月份：地产调控使下游总需求不明朗，全靠旺季预期支撑，粗钢限产及能耗双控使黑色产业链结构性矛盾突出，总体价格水平高位运行，但利润分配重新洗牌。钢材限产全面落地，钢材价格和利润高位震荡；铁水大幅减产，铁矿价格暴跌；能耗双控下能源供给问题突出，双焦价格大涨。

11 月-12 月：地产企业暴雷、制造业收缩，黑色产业链下游总需求坍塌，能源价格暴涨引发决策层对民生和经济的担忧，保供政策力度持续加码，黑色产业链价格与利润泥沙俱下。

2022 年供给端政策回归温和，无法“情景再现”，钢材需求低迷削弱黑色产业链利润，造成“粥少僧多”局面。但是，在金融条件扩张背景下，2022 年二季度可能存在“阶段性通胀”交易机会。

图表 5：双碳政策元年（2021）的大宗商品价格剧烈波动，无法“情景再现”



数据来源：Wind，中信建投期货；数据截至 2021-12-14

三、煤焦钢，谁手里的砝码更多？

1、钢材供给严格受限，行业集中度提高

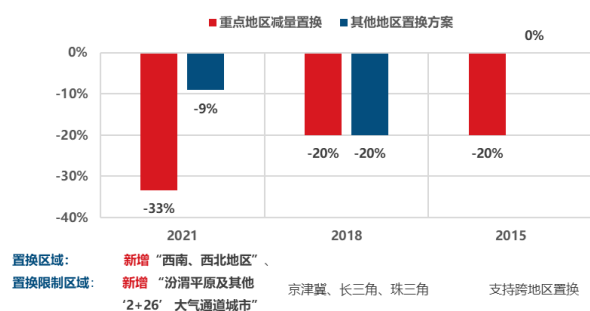
国务院印发《2030 年碳达峰行动方案》，提及压减钢铁产能。其一，要严禁新增产能，现有新建冶炼项目仅有 2 个，一个是广西柳钢防城港项目粗钢产能 1470 万吨，2021 年已投产，另一个是山西日照钢铁 170 万吨，于 2019 年开工建设。其二，严格执行产能置换，此后产能置换的政策只会愈发收紧，根据 2021 年最新钢铁置换方案，重点地区的减量置换比例已经从 1.25 比 1，提升为 1.5 比 1，其他区域置换比例则改为 1.1 比 1。其三，推进钢铁企业跨地区、跨所有制兼并重组，提高行业集中度。

既然粥少僧多的局面难以避免，那么命运的天平偏向哪方，就取决于谁手里的砝码更多。供给约束严格+行业集中度提高，钢材端的话语权是在增强的，这是钢材端的砝码。

未来三年内，产量压减仍是落脚点。对于钢铁行业而言，其碳排放量占全工业行业的 17%，减碳压力最甚。根据中国钢铁发展论坛消息，《钢铁行业碳达峰及降碳行动方案》已经完成修改完善稿，行业碳达峰将提前于总体水平，预计 2025 年前实现碳达峰，2030 年行业碳排放量较峰值下降 30%，预计将实现碳减排 4.2 亿吨，因此留给钢铁行业碳减排的时间不多了。

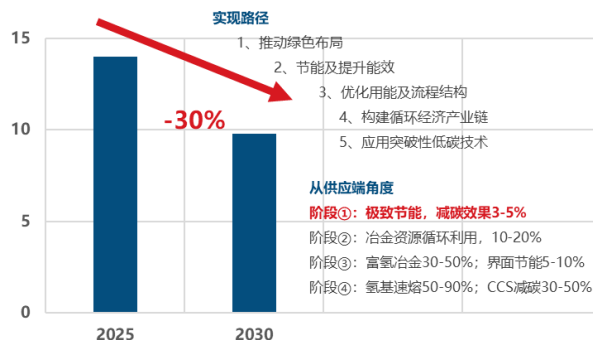
从行业整体角度，实现路径包括 1) 推动绿色布局；2) 节能及提升能效；3) 优化用能及流程结构；4) 构建循环经济产业链；5) 应用突破性低碳技术。从供应端角度，根据宝武钢铁的技术路线图，我们能够看到第一个阶段，极致节能将是主要减排手段，但其减排效果仅为 3-5%。当前，单位钢铁产品能耗下降空间较小，由此可见，未来 3 年内，产量压减仍是碳减排的落脚点。

图表 6：钢铁行业：严格执行产能置换，政策愈发收紧



数据来源：工信部，中信建投期货

图表 7：钢铁行业碳达峰目标：2025 年前碳达峰，2030 年行业碳排放量较峰值降低 30%

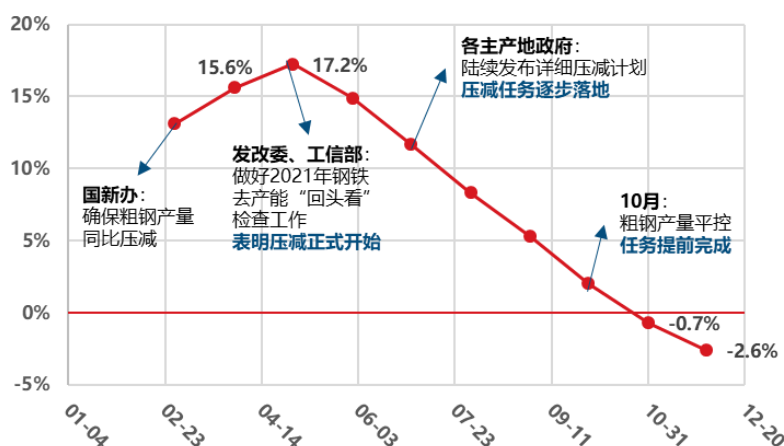


数据来源：中国钢铁发展论坛，宝武钢铁，中信建投期货

2021 年粗钢产量累计同比：前高后低。2020 年底工信部表态 2021 年要坚决压缩粗钢产量，随后国新办分别于 1、3 月再次提及。与此同时，我们看到与强预期相对应的是弱现实，在低基数的助推下，粗钢产量 1 季度同比增长达到 15.6%。

4 月开始转头，10 月提前完成压减。4 月，发改委、工信部联合印发《关于做好 2021 年钢铁去产能“回头看”检查工作的通知》，其中明确将“2021 年粗钢产量压减工作方案、进展、成效”作为检查的重点，表明压减工作正式开始落地执行。4 月累计同比见顶回落。6 月，各地政府陆续推出详细的压减方案，压减任务逐步落地。到 10 月，累计同比已经转负，提前完成总体产量压减任务，11 月累计同比-2.6%。

图表 8：2021 年粗钢产量累计同比（%）4 月开始转头，10 月提前完成压减



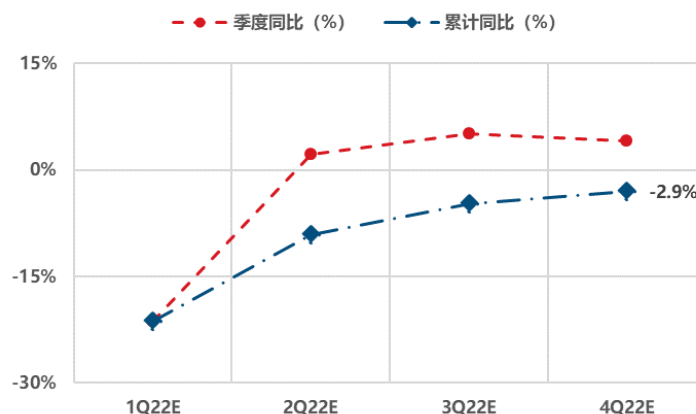
数据来源：国家统计局，中信建投期货；截至 2021-11-30

2022 年粗钢产量同比：按照-3%预计。2022 年粗钢产量同比显著增加概率极小，我们更倾向于政策具有延续性，温和估计全年粗钢产量同比不增或略有下调，我们预测全年或下调 3%。

1) 冬奥期间“史上最严”采暖季限产。根据工信部和生态环境部发布的《关于开展京津冀及周边地区 2021-2022 年采暖季钢铁行业错峰生产的通知》，2021 年 11 月 15 日至 2022 年 3 月 15 日京津冀及周边地区将实行错峰生产。其中，涉及河北、山西、河南、山东、天津五个省份及直辖市，若按照限产 30%测算，一季度该部分地区粗钢减量约为 3385 万吨。考虑季节性及惯性（2021 年四季度产量低位），其余地区预计缩减 15%以内。一季度总体粗钢产量预计下滑 21%。

2) 二季度起，粗钢产量将明显恢复。二季度开始，随着冬奥会的结束，政策端对产量的影响消失，与此同时，稳增长政策于二季度开始发力，预计产量将跟随需求情况而主动调整，粗钢产量将明显恢复。

图表 9：粗钢产量：一季度承压，二季度或有明显改善



数据来源：中信建投期货测算

2、年内中期或为估值底部，首尾供需错配

综合钢材供需两端的预测，我们可以发现 2022 年的中部可能属于黑色板块估值底部，因为二季度开始，供给松绑后会出现报复性生产，稳增长预期也已经在一季度兑现了一波，稳增长的执行落地到效果兑现需要时间，二季度金融条件的扩张会带来阶段性交易机会，但仅出现在二季度前段。

而年初、年末则存在供需错配的情况。一季度，采暖季限产的加码使得钢材产量的萎靡能够完全对冲需求不振的压力，结合二季度前段的“再通胀”交易机会，我们认为 **1-4 月**可能是全年黑色板块的估值高地。其次是四季度，因为政策托举效果将延续，但是秋冬季供给端约束又会增强。

3、焦煤偏政策市场，优质主焦资源为王

2021 年焦煤国内供给最典型的两个特质：总量缩减、结构性短缺加剧。1) 总量缩减。在 2021 年 3 月，我国煤矿超产违规转为违法，仅允许超产 10%，这直接导致大规模的表外黑煤被削减，估计总量缩减 20%。

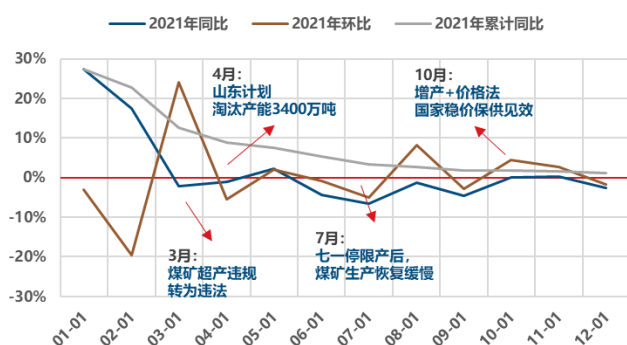
2) 结构性短缺加剧。主产地优质主焦煤资源枯竭，根据我们调研情况，山西柳林地区的优质主焦煤（可媲美澳洲主焦煤），部分煤矿剩余开采年限已不足 10 年。由于前期过度开采，优质主焦煤现存煤层开采完毕，剩余煤层煤质为高硫高灰的劣质资源。这导致了我国炼焦煤的结构性短缺。

我国优质主焦煤储量有限，往年均是通过进口来补充，去年澳煤进口暂停后，蒙煤又因疫情反复导致通关量增长承压。

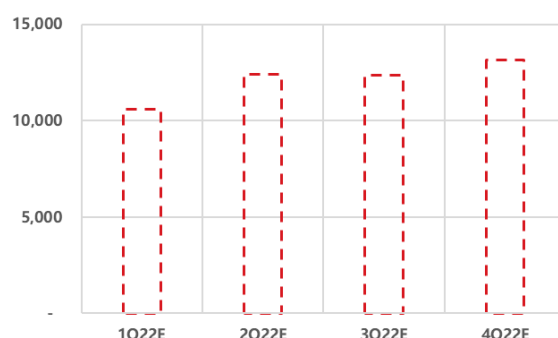
有效市场 VS 有为政府，后者主导炼焦煤市场。1) 市场失灵带来“绿色危机”。能源转型战略下，传统能源资本开支积弱，掣肘了煤矿产能扩张，原有优质主焦煤资源日渐枯竭，煤炭价格升高后无法带来更多的供给，即煤炭价格弹性趋弱。2021 年的煤矿超产红线，进一步放大了市场失灵的影响，炼焦煤价格暴涨。此外，动力煤急剧短缺带来的替代需求，也变相作用于焦煤供给侧。

2) 国家 7 月起频繁提及稳价保供，10 月逐步兑现。如何应对市场失灵，毫无疑问需要政府作为，需要对煤炭进行一定的干预。其一，国家从 7 月起开始着手对煤炭实施稳价保供；其二，电力市场化改革，电煤上下浮动限制，使得煤电更加联动。10 月政府调控开始奏效，煤炭供需再均衡，价格回归理性，炼焦煤的产量累计同比也逐步恢复到 1%（12 月估计）的水平。

2022 年一季度减量较确定，其余有赖于政府调控。焦煤国内供给方面，一季度，较为确定的是减量空间大约在 1500 万吨，对应 2021 年 1、2 月份的表外产量。剩余时期可量化空间较小，一方面焦煤生产受政策扰动频繁，可带来阶段性的交易机会，另一方面，优质主焦煤的供给边际变化将主导市场方向，毕竟稀缺资源为王。焦煤的砝码在于：稀缺资源为王，煤炭生产 80% 属于国企，焦煤偏政策市场。

图表 10：2021 年国内炼焦焦煤月度产量同比、环比及累计同比（%）


数据来源：国家统计局，中信建投期货；2021 年 11 月、12 月数据为预测数据

图表 11：2022 年国内炼焦焦煤季度产量（万吨）


数据来源：中信建投期货测算

那么优质主焦煤的两大主要进口来源，蒙煤、澳煤 2022 年会有哪些边际变化？

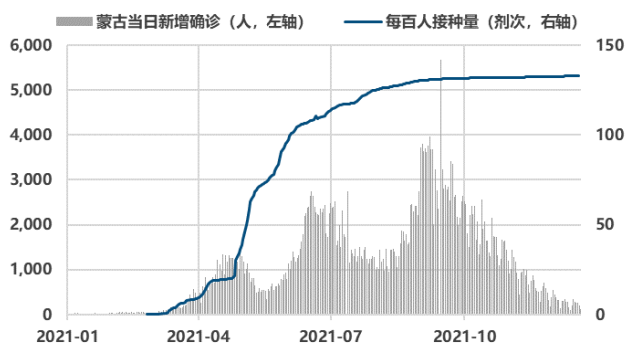
清零政策下，中蒙口岸防疫优先。2021 年 10 月原本计划实现 288 口岸 600 车/日通关量，约 7.8 万吨日进口量，但是后因疫情计划搁置。近期，蒙古新增确诊已逐步降低 200 人/天附近，但是由于“奥密克戎”变异毒株引发全球恐慌，再加上中国的清零政策，中国政府对中蒙主要通关口岸的通关限制是非常严格的。

假设疫情为常态，日通关量 600 车最合理。假设疫情为常态，那么 288 口岸日通关量能恢复到多少？历史最高能到 1500 车，结合口岸实际情况，我们认为恢复至 600 车最为合理：1) 环保要求下，现在不让露天堆场，只能放口岸棚内；2) 棚内储存能力较小，按照一天放行计算；3) 考虑疫情控制，人员及设备限制。考虑这三点，我们认为合理值为 600 车，除非任何一点有所变化。**折算得到月度蒙煤进口量 234 万吨，年度蒙煤进口量 2800 万吨（+109%）。**

中蒙口岸铁路通车不确定较大，存在 600 万吨的增量潜力。陆路运输运费昂贵，且运力有限，我们也需要关注中蒙口岸铁路的建设进展。蒙古国至甘其毛都口岸的铁路，建成之后将与我国甘泉铁路相连，计划 2022 年 7 月通车，设计运量 1500-2000 万吨/年；目前建设已完成 70% 左右。明年通车不确定性非常大，加上存在宽轨窄轨的问题（希望与中国接轨，修出来轨却不一样，中方也不太满意）。铁路通车后，对于公路运输威胁不大，铁路运输是增量，但是运输成本大大降低，对公路运输费用会有好的传导作用。若明年 7 月按时通车，蒙煤进口量增加 600 万吨。

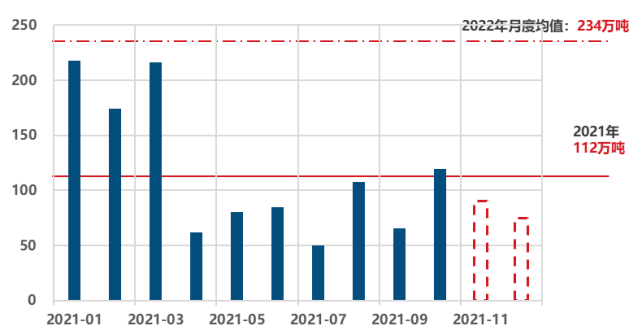
综上可得，2022 年蒙煤进口量约 2800 至 3400 万吨。

图表 12: 蒙古新增确诊逐步降低 200 人/天附近



数据来源: Wind, 中信建投期货; 数据截至 2021-12-20

图表 13: 蒙煤 2021 年月度进口量 (万吨)



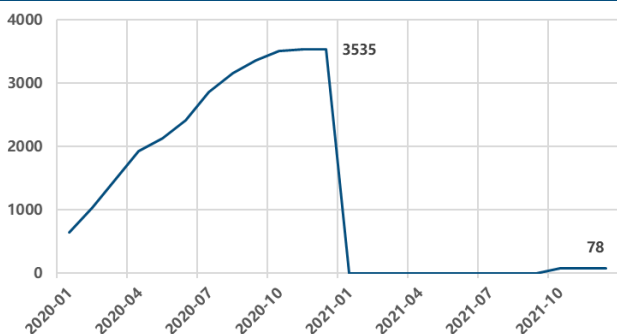
数据来源: 海关总署, 中信建投期货; 2021 年 11 月、12 月数据为预测数据

地缘政治影响或延续, 2022 年澳煤进口限制放开概率小。第一, 自去年 10 月份以来, 已有 70 余艘澳洲煤船滞留中国港口无法卸货, 大约 800 万吨煤炭滞留。今年 10 月, 这部分已卸货澳煤陆续通关, 但仍禁止新发运澳煤。

第二, 澳方尚未显露转变对华态度的征兆: 澳洲政府固执己见, 同时民众以及部分受损企业的呼吁并没有形成摧枯拉朽之势; 更为重要的是虽然中澳关系的恶化打击了澳洲的经济, 但国际环境风云变化, 各国经济发展不确定性强, 澳洲作为世界主要经济体之一, 其经济发展的韧性同样很强。

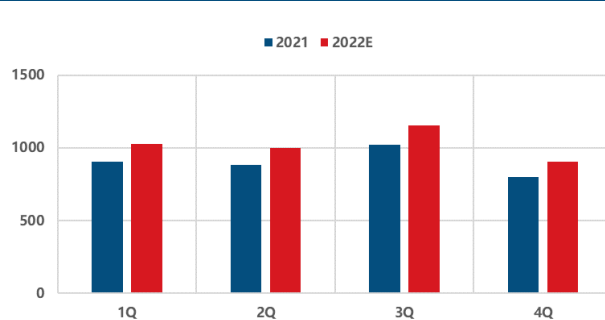
第三, 2022 年整体需求疲软, 对优质主焦煤紧缺程度边际减弱, 这意味着中方选择开放澳煤来增加焦煤供应的可能性减弱。

图表 14: 2020 年至 2021 年澳洲炼焦煤月度累计进口量 (万吨)



数据来源: 海关总署, 中信建投期货

图表 15: 2022 年进口炼焦精煤: 同比+480 至 960 万吨



数据来源: 中信建投期货测算

2022 年进口炼焦精煤同比增加 480 至 960 万吨，其中：若①新发运澳煤不开放，蒙煤日通关 600 车，价格中枢回落致使其余国家焦煤进口量暂缓上行，全年进口炼焦精煤 4080 万吨，较 2021 年增加 480 万吨。在上一个假设的基础上，若中蒙口岸铁路计划如期兑现，全年进口炼焦精煤将同比增加 960 万吨。

图表 16：2022 年焦煤供给：前低后高，先减后增

单位：万吨	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
产量	11,945	12,185	12,093	12,867	49,090	10595	12385	12343	13147	48470
净进口	903	880	1019	796	3,599	1024	998	1155	902	4080
同比增减	-	-	-	-	-	-1229	318	386	386	-139
环比增减	-	-	-	-	-	-2043	1764	115	551	-

数据来源：中信建投期货测算

4、需求压制+成本冲击，焦炭如何破局？

预计净增 1760 万吨产能，四季度集中去产能。2021 年净增 2638 万吨焦化产能，已弥补 2020 年的产能置换缺口（净淘汰 2517 万吨）；根据 Mysteel 最新统计，2022 年焦化产能预计淘汰 5373 万吨，新增 7133 万吨；2022 年新增产能分布合理，淘汰产能则集中在四季度。

图表 17：2020 年至 2022 年国内焦化产能新增、淘汰情况（万吨）

单位：万吨	2020	2021	2022
新增	3637.5	5214	7133
淘汰	6154.6	2576	5373
新增-淘汰	-2517.1	2638	1760

数据来源：Mysteel，中信建投期货

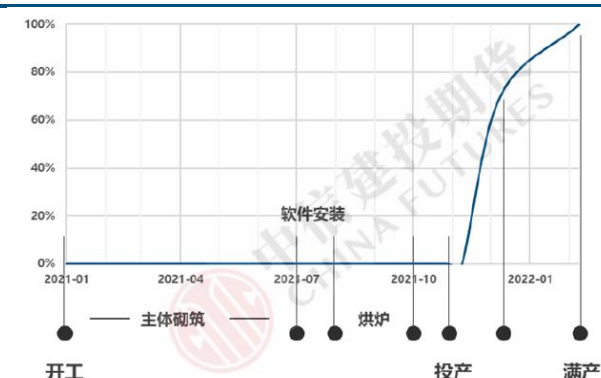
图表 18：2020 年至 2022 年国内焦化产能新增、淘汰情况（万吨）

单位：万吨	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
新增	1878	1667	1370	2220
淘汰	1204	752	0	3417
新增-淘汰	674	915	1370	-1197

数据来源：Mysteel，中信建投期货

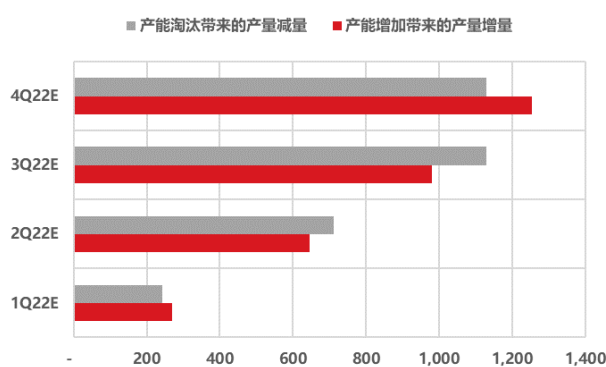
2022 年产量同比略有下滑，季度产量环比波动剧烈。我们利用焦炭的新增、淘汰产能计划，以图表 18 为计算依据，按照相应的原则¹推算，计算得到全年焦炭产量同比减少 62 万吨，季度产量环比波动较为剧烈。可以看到，新增产能达产周期的存在，使得全年同比略有下滑。

图表 19：一座年产 60 万吨的焦炉建设投产周期



数据来源：中信建投期货绘制

图 20：根据 2022 年国内焦化产能新增、淘汰情况计算的季度产量增/减情况（万吨）



数据来源：中信建投期货测算

图表 21：2022 年焦炭供给：同比略有下滑，季度产量环比波动剧烈

单位：万吨	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
产量	11,897	11,812	12,036	10,479	46,223	11,926	11,746	11,886	10,604	46,161
同比增减	-	-	-	-	-	28	-66	-149	125	-62
环比增减	-	-	-	-	-	1447	-180	141	-1283	-

数据来源：Mysteel，中信建投期货测算

2022 年焦炭：整体供应偏宽松，成为最弱势品种。2022 年需求压制+成本冲击下，焦炭破局大概率无解，可能出现的杀手锏：集中大批淘汰 4.3 米焦炉，据煤炭资源网统计，目前 4.3 米以下焦炉产能占全部在产焦炉的 20%；尽管“运动式去产能”可夺回部分话语权，但在“双碳”政策回归温和的背景下，可取性较低。在供需平衡表的基础上，考虑原料支撑作用，品种季度强弱：二>一>三>四。

2022 年焦煤：整体保持紧平衡，机会在上半年。焦煤端有砝码：稀缺资源为王，煤炭生产 80% 属于国企，偏政策市场。蒙煤进口增量仍有较大不确定性，国内供应亦受国家调控。品种季度强弱：一>二>三>四。

¹ 淘汰产能当季生效，均分到每个季度，计算减量；新增产能按照 80% 的产能利用率，投产至达产 80% 耗时一个季度，均分到每个季度，计算增量。

图表 22：焦炭供需平衡表

单位：万吨	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021F	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022F
产量	11,897	11,812	12,036	10,479	46,223	11,926	11,746	11,886	10,604	46,161
净出口	66	190	152	97	504	66	190	152	97	504
需求	11,711	12,476	11,379	9,850	45,416	9,223	12,756	11,962	10,249	44,191
库存变化（期初-期末）	120	-854	505	532	303	2,636	-1,200	-228	258	1,467

数据来源：中信建投期货测算；备注：1、忽略了焦煤出口量；2、假设焦炭净出口量同比持平；3、假设生铁占粗钢的比例同比不变；4、库存变化包括隐形库存变化

图表 23：焦煤供需平衡表

单位：万吨	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021F	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022F
产量	11,945	12,185	12,093	12,867	49,090	10,595	12,385	12,343	13,147	48,470
净进口	903	880	1,019	796	3,599	1,024	998	1,155	902	4,080
需求	13,682	13,583	13,841	12,050	53,157	13,714	13,508	13,669	12,194	53,086
库存变化（期初-期末）	-834	-518	-729	1,612	-468	-2,095	-125	-171	1,855	-536

数据来源：中信建投期货测算；备注：1、忽略了焦煤出口量；2、假设焦炭净出口量同比持平；3、假设生铁占粗钢的比例同比不变；4、库存变化包括隐形库存变化

四、双焦市场展望及投资建议

2021 年双焦波澜壮阔的行情，得益于国内外异步复苏以及市场失灵引发的“绿色危机”。2022 年基本面大概率没有新变量，钢材需求低迷削弱黑色产业链利润，既然粥少僧多的局面难以避免，那么命运的天平偏向哪方，就取决于谁手里的砝码更多。综合来看，供给约束严格+行业集中度提高，钢材端的话语权是在增强的，这是钢材端的砝码。结合钢材供需两端的预测，预计 2022 年的中部可能属于黑色板块估值底部，而年初、年末则存在供需错配的情况。

煤炭偏政策市场的底层逻辑仍未改变，加之优质主焦煤的结构性短缺，焦煤端也手握砝码。蒙煤进口增量仍有较大不确定性，国内供应亦受国家调控，但我们预计焦煤整体保持紧平衡，做多机会积聚在上半年。需求压制+成本冲击下，2022 年焦炭破局大概率无解，尽管“运动式去产能”有希望夺回部分话语权，但在“双碳”政策回归温和的背景下，可取性较低。因此，基于上述判断，我们预计焦煤主力合约上半年价格区间 1800-2400 元/吨，下半年价格区间 1600-2200 元/吨；对应的焦炭价格区间 2300-3100 元/吨，下半年价格区间预计 2100-2800 元/吨。套利方面，考虑到焦炭需求约束及成本冲击，建议关注焦化利润缩小的机会，推荐逢高做空焦化利润；依据品种季度强弱，推荐焦煤 5-9 正套。

风险提示：

(1) 焦炭

下行风险：粗钢产量压减超预期，钢材需求提振不及预期

上行风险：焦企限产趋严，焦化产能集中淘汰，成本推升

(2) 焦煤

下行风险：国内供应增量超预期、进口增量超预期

上行风险：煤矿事故频发，环保安检趋严，口岸防疫升级

联系我们

名称	地址	邮编	电话
中信建投期货有限公司	重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务中心 27 楼、30 楼	400015	023-86769605
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元	200122	021-68765927
济南分公司	济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座六层 611、613 室	250011	0531-85180636
湖南分公司	长沙市岳麓区茶子山东路 112 号湘江财富金融中心 C 座 21 楼 2127-2128 室	410011	0731-82681681
大连分公司	辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2901 号房间	116023	0411-84806336
河南分公司	郑州市未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 房	450008	0371-65612397
河北分公司	廊坊市广阳区吉祥小区 20-11 号门市一至三层、20-1-12 号门市第三层	065000	0316-2326908
深圳分公司	深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦 11I	518048	0755-33378759
杭州分公司	浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场 3 幢 702 室	310020	0571-87380613
宁波分公司	浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融中心 F 座 1809 室	315100	0574-89071681
西安分公司	西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层北侧 6G	710075	029-89384301
重庆渝北分公司	重庆市渝北区龙山街道新南路 439 号中国华融现代广场 3 幢 19-1/2 号	401120	023-67380500
上海浦东分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 528 号 2202 室	200120	021-68597013
四川分公司	成都市武侯区科华北路 62 号（力宝大厦）1 栋 2 单元 18 层 2、3 号	610041	028-62818701
重庆分公司	重庆市渝中区中山三路 107 号上站大楼平街名义层 11-A4-A6	400014	023-86769600
北京朝阳门北大街营业部	北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室	100027	010-85282866
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 998 号绿地中央广场 A1#办公楼-3404 室	330003	0791-82082702
广州东风中路营业部	广州市越秀区东风中路 410 号第 16 层自编 1605C、1605B、1606 房	510030	020-28325286
漳州营业部	福建省漳州市龙文区九龙江大道以漳州碧湖万达广场 A2 地块 9 幢 1203 号	363000	0596-6161588
合肥营业部	安徽省合肥市包河区马鞍山路 130 号万达广场 C 区 6 幢 1903、1904、1905 室	230011	0551-2889767
上海徐汇营业部	上海市徐汇区斜土路 2899 甲号 1 幢 1601 室	200030	021-64040178
武汉营业部	武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 13 层 1301-06、07 号	430021	027-59909521
南京营业部	南京市黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1、D2 座	210016	025-86951881
北京北三环西路营业部	北京市海淀区中关村南大街 6 号 9 层 912	100086	010-82129971
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 103 号阳光国际商务中心 A 座 902 室	030006	0351-8366898
广州黄埔大道营业部	广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰大厦 B 座 1406	510630	020-22922102
北京国贸营业部	北京市朝阳区光华路 8 号 17 幢一层 A113 房间	100026	010-85951101
方顿物产（重庆）有限公司	重庆市渝中区中山三路 131 号希尔顿商务中心 2603 室	400015	023-86769662

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：**400-8877-780**

网址：**www.cfc108.com**