

2021 年 12 月 6 日

恒泰期货研究所

姓名：马思懿

从业资格编号：F3085159

投资咨询编号：Z0016374

2022 年煤焦矿年报：价格运行重心整体下移

摘要

观点：

展望 2022 年，我们预计黑色原料端商品整体价格重心下移；铁矿石或向 80 美元一线运行；焦煤偏紧格局缓解，价格渐回归理性，仍存下行空间，或向 1400 一线运行。

逻辑：

从铁矿石主流矿商的投资项目与 2022 年产量指引看，2022 年供应端趋于宽松；焦煤产量受益于原煤保供适度增加；需求端在“双碳”目标与“能耗双控”的约束下，钢铁产量大概率与 2021 年的产量水平相当，从部分对冲需求逆风的角度看，钢铁产量也不会显著增加；2022 年黑色原料端商品基本面均趋于宽松，价格运行重心将进一步下移。

投资建议：

我们判断 2022 年原料端商品整体价格重心下移，操作上以逢高沽空为主；密切关注房地产政策的边际变化，一旦边际转好，成材端相比原料端更加收益，可关注多成材空原料的套利机会。

风险因素：

粗钢限产不及预期、房地产刺激力度超预期、原料供给端突发扰动

铁矿石： 基本面趋于宽松

一、2021 年行情：高位震荡后转入漫漫熊市

铁矿石从 2020 年 4 月到 2021 年年底，经历了一个完整的牛熊周期，牛熊转化的时间节点为 6-7 月份。上波牛市起点是从 2020 年 4 月份开启，铁矿石期货指数从 560 涨到 2020 年底的 1100，普氏指数从 80 美金/干吨涨到 170 美金/干吨。随后 2021 年上半年矿价呈高位宽幅震荡，运行区间为[1000, 1300]，普氏指数运行区间为（150，230），行情的显著特征是价格高位，波动性加大。5 月上旬，受中澳外贸关系紧张升级影响，市场对于供给端扰动担忧加重，期货盘面在三个交易日从 1100 涨到 1300，普氏从 200 美金/干吨冲至 230 美金/干吨，并带动黑色其他品种一起飙升，黑色板块价格持续高位，大幅偏离基本面，国内通胀压力上升，严重地伤害了下游实体企业，引起了监管层的重视，随着监管层政策发力，多举措缓解大宗商品上涨压力，黑色板块急剧回调，急涨急跌后呈宽幅震荡走势。从 2020 年底至 2021 年上半年，无论是工信部还是中钢协都多次表态，2021 年的粗钢产量不能超过 2020 年，但是直到 7 月份，生铁产量开始逐渐下降，缩减粗钢产量的政策得到了落实，正是在这种背景下，极度高估值的铁矿石迎来了基本面转弱驱动，矿价高位滑落，连铁指数从 1000，经过了 5 个多月的持续下跌，最低探至 500，随后低位震荡，普氏指数从 200 美金/干吨跌至 90 美金/干吨。

铁矿石基差经历了走阔至收敛的过程。自年初以来，市场对于未来粗钢减产抱有预期，但现实中主要企业的生铁日均产量 1 月至 6 月均高于 2020 年，在铁矿石需求强现实与弱预期下，铁矿石基差不断走强，从 100 走扩至 500，后随着粗钢限产的逐步落地，铁矿石进入熊市，现货价格跌幅大于期货，基差逐步收敛。

资金兴趣方面，铁矿石价格高位，市场恐高情绪较浓，这个阶段资金不断流出，持仓量下降；随后价格进入下跌通道，多空博弈加剧，持仓回升，资金重新流入，充分体现了资金在行情进展过程中所起的推动作用。

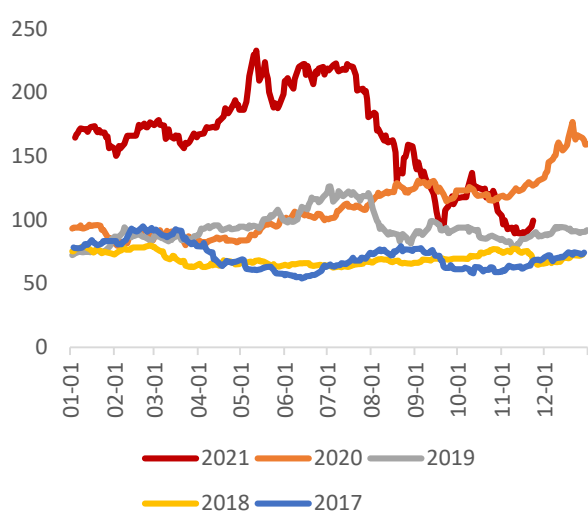
图表：连铁指数

图表：普氏指数



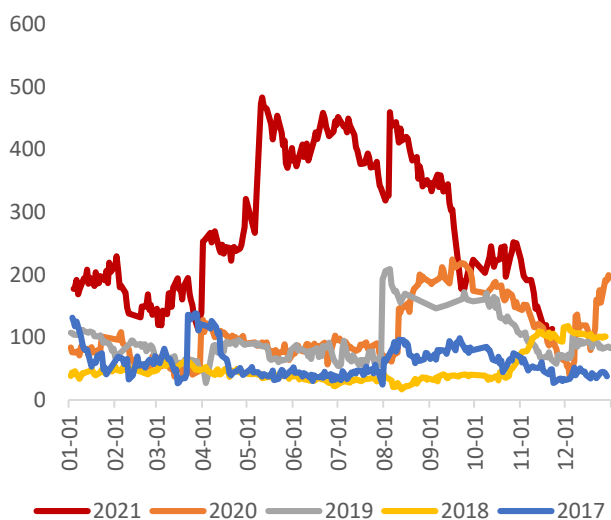
数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：铁矿石基差

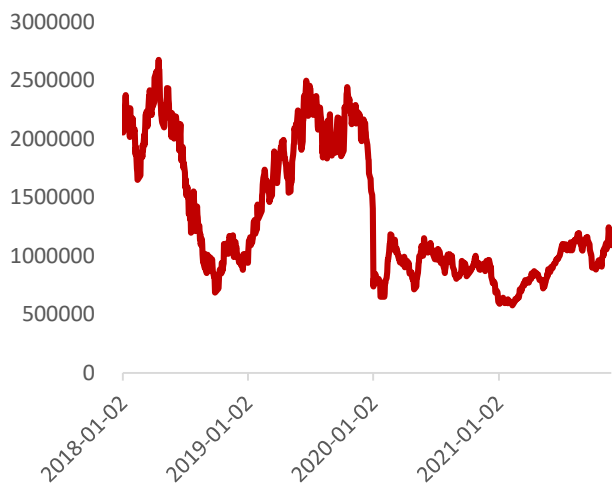


数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：铁矿石主力合约持仓量（手）



数据来源：Wind、恒泰期货研究所



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

二、铁矿石基本面：趋于宽松

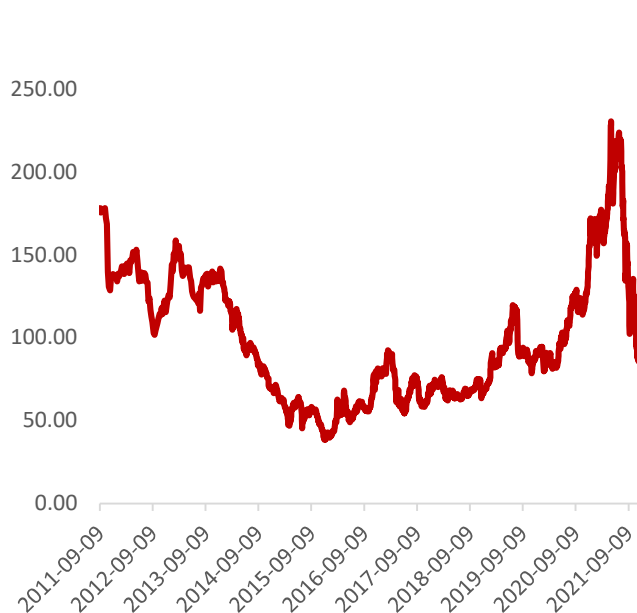
对于 2022 年铁矿石价格走势，我们认为“双碳”目标约束下，粗钢产量难有放松，钢材产量受到约束可能将常态化，从而部分对冲终端需求逆风；供给端，巴西溃坝的影响逐渐淡化，供应

逐渐恢复中，铁矿石基本面整体处于供强需弱格局，基本面的弱势将成为抑制矿价反弹的主要动力。对于 2022 年铁矿石行情展望将从上述方面详细阐述。

2.1 供给端：小幅放量

首先，从铁矿石投资额度看未来 3 年的供给。2013 年以前，澳大利亚对于铁矿石与煤炭的开采投资额度经历了高速增长，在 2013 年前后基本达到投资峰值，资本支出高峰领先产量增量高峰 3-5 年，因此四大矿山产量增量高峰在 2015 年至 2018 年，随后资本开支回落，自 2015 年降到了低点后，一直低位徘徊。资本支出的高位回落，意味着铁矿石供给端由产能扩张走向了产能维护，少量的资本开支主要用于维护现有设施，或勘探、开采新矿，用于替代资源枯竭的老矿，2018 年之后，投资额度小幅增加，但幅度不大。从资本投资周期角度看，未来几年铁矿石供应端小幅增加，但幅度有限。

图表：进口 62%品味铁矿石干基粉矿到岸价（美元/吨）



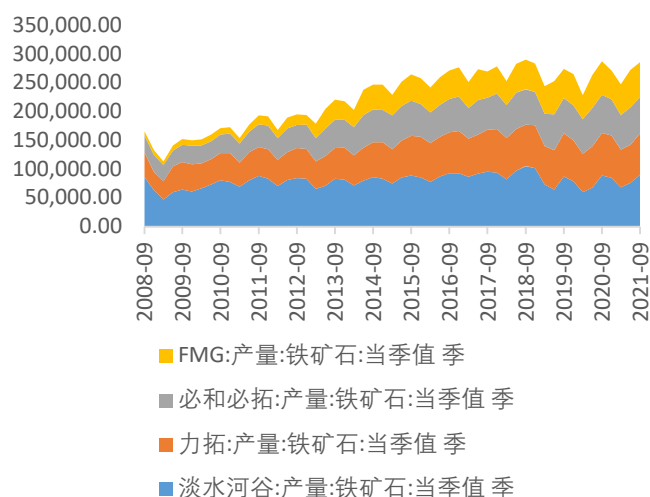
数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：澳大利亚铁矿石开采投资额（百万美元）



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：四大矿山季度产量（千吨）



图表：四大矿山年度产量同比



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

数据来源：Wind、恒泰期货研究所

从主流矿山的未来产量规划看，2021 与 2022 年各公司均有新建项目计划，以替代原有矿山、维持产能为主，新增产能主要集中在淡水河谷。淡水河谷自 2019 年发生溃坝以来，2021 年生产运营才有所恢复，预计 2021 年底产能恢复至 3.43 亿吨，2022 年底产能恢复至 3.7 亿吨，2025 年之前可能恢复至 4 亿吨。具体 2022 年四大矿山的产量指引为：

巴西矿业公司淡水河谷于 11 月 29 日下调了 2021 年的铁矿石产量预期，同时发布了低于预期的 2022 年产量预测。作为全球第二大铁矿石生产商，淡水河谷预计今年的铁矿石产量为 3.15 亿至 3.2 亿吨，此前的预期为 3.15 亿至 3.35 亿吨。淡水河谷预计 2022 年的产量为 3.2 亿至 3.35 亿吨。由于近几个月铁矿石期货价格大幅下跌，淡水河谷因此暂停供应一些质量较差的铁矿石，该公司希望省下 10 亿美元成本，以此来捍卫利润率。不过，淡水河谷仍将其长期年度产能目标定在 4 亿吨，若能实现目标，该公司有望夺回全球第一大铁矿石生产商的宝座。2019 年发生矿坝坍塌事故后，力拓集团成为全球铁矿石第一大供应商；FMG 对于 2022 年的发货量指导目标为 1.8 至 1.85 亿吨；必和必拓对于 2022 财年铁矿石产量预期为 2.49 亿吨至 2.59 亿吨，2021 年的产量预期为 2.53 亿吨；力拓对于 2022 财年铁矿石产量预期为 3.2 亿吨至 3.25 亿吨，此前的产量预期为 3.2 亿吨至 3.4 亿吨。

图表：矿业公司新增产能投产计划（百万吨）

公司	项目	位置	投产时间	产能	描述
必和必拓	South Flank	Pilbara region of Western Australia	2021	80	项目位于西澳 Pilbara 地区，于 2018 年 7 月开工建设，计划于 2021 年交付第一批铁矿石，用于替代 Yandi 矿
力拓	Western Turner Syncline phase 2 mine	Pilbara region of Western Australia	2021	-	项目位于西澳 Pilbara 地区，用于维持现有产能
	Robe River and West Angelas	Pilbara region of Western Australia	2021	-	项目位于西澳 Pilbara 地区，用于维持现有产能
	Gudai-Darri	Pilbara region of Western Australia	2022	43	项目（原名 Koodaideri）距离西澳 Pilbara 地区 Newman 约 110km，将于 2022 年投产，用于支撑 Pilbara Blend 的生产
FMG	Eliwana Mine	Near Port Hedland in Pilbara region of Western Australia	2020.12	30	矿山位于西澳 Pilbara 地区的 Hedland 港附近，将使 West Pilbara Fines 年产能增加到 4000 万吨，取代 Firetail 矿
	Iron Bridge Magnetite project	Pilbara region of Western Australia	2022.06	22	项目位于西澳 Pilbara 地区，将提供高品位 67% 铁精矿产品
淡水河谷	Timbopeba 扩产	Antônio Pereira, Brazil	2021Q1	7	矿山位于巴西 Antônio Pereira 地区，将 Timbopeba 矿坑目前的 500 万吨/年尾矿完全处理能力提高到 1200 万吨/年
	Vargem Grande	State of Minas Gerais, Brazil	2021Q1	7	项目位于巴西 Minas Gerais 州，解锁站点的传送带容量，将站点容量增加到 3600 万吨
	Fábrica	State of Minas Gerais, Brazil	2021Q2	4	项目位于巴西 Minas Gerais 州，选矿厂恢复活动，提升产能至 600 万吨
	Vargem Grande	State of Minas Gerais, Brazil	2021Q3	4	项目位于巴西 Minas Gerais 州，Maravilhas III 大坝和尾矿过滤厂的启动
	Torto dam	State of Minas Gerais, Brazil	2021Q4	17	项目位于巴西 Minas Gerais 州，将现场容量从目前的 1100 万吨增加到 2800 万吨
	S11D	Canaã dos Carajás, Brazil	2021Q4	2	项目位于巴西 Canaã dos Carajás，安装破碎机以处理 jaspilite
	Gelado	Canaã dos Carajás, Brazil	2022H1	10	项目位于巴西 Canaã dos Carajás，启动 Gelado 项目
	Tailings Filtering and Dry Stacking	State of Minas Gerais, Brazil	2022	14	项目位于巴西 Minas Gerais 州，启动尾矿过滤厂和干堆活动
	Fábrica	State of Minas Gerais, Brazil	2022	-	项目位于巴西 Minas Gerais 州，视市场情况而定恢复球团厂
	240Mt 项目启动	State of Para, Brazil	2022H2	10	项目位于巴西 Para 州，将系统容量增加 1000 万吨

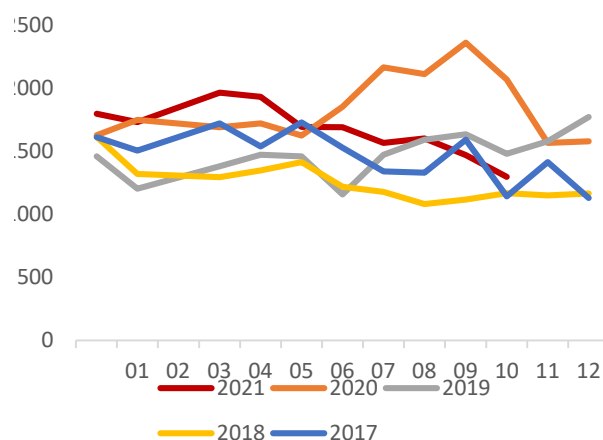
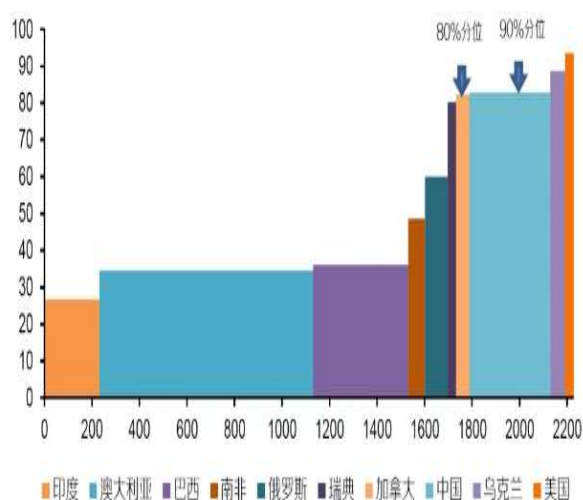
数据来源：上市公司公告、恒泰期货研究所

非主流矿山方面，当普氏指数在 90 美金以上，非主流矿商减产意愿不强，90 美元以下，非主流矿因成本问题逐渐退出市场，进而改善铁矿石基本面，带动矿价企稳；国产矿方面，近些年国产矿产量一直受到成本因素制约，但后期内矿发展或加快，以降低对海外的依赖度。国家发展改革委表示“将加大铁矿石资源的勘察力度”，中钢协表示，力争“十四五”期间，国内铁精粉产量增加一亿吨以上。

对于铁矿石的供给端，我们从矿商的投资数据、四大矿山的产量指引与新建项目综合判断，新增产量来自淡水河谷与 FMG，预计 2022 年淡水河谷将新增产量 7000 万吨，FMG 旗下的 Iron Bridge 项目将新增产量 1100 万吨。我们预计 2022 年全球产量增速或达 3%，铁矿石供给端延续宽松态势。

图表：铁矿石成本曲线

图：非主流发货量（万吨）



数据来源：USGS、恒泰期货研究所

2.2 需求端：钢铁产量下降，对冲需求逆风

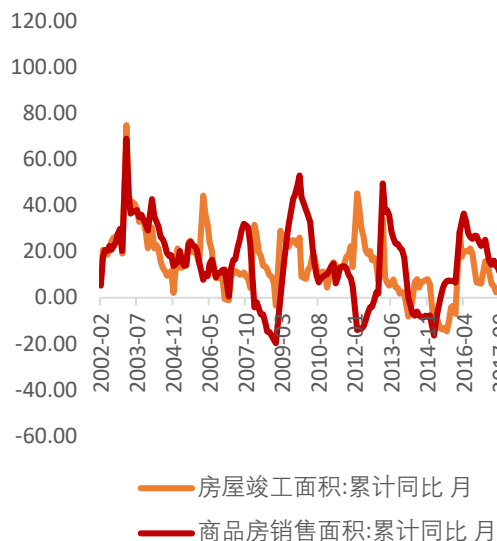
终端需求方面，钢材的主要需求分布在房地产、基建与制造业。房地产投资和销售连续七个月回落，九月份、十月份房地产销售面积和销售金额同比呈-21.7%和-22.6%的下滑，带来了开发商资金链的紧张，导致地方大量土地流拍，房屋新开工面积累计同比-4.5%和-7.7%，置地面积累计同比-8.5%和-11%，意味着未来房地产对钢材需求的拉动面临着巨大的压力，尤其是对上半年的钢材需求影响较大。房地产行业对于我国经济金融系统的稳定至关重要，我国早就采取了应对房地产风险的多种举措，目前看房地产的融资环境边际转好，现金流状况或逐渐好转，市场的一致性悲观预期得到修正，但从人口周期与经济转型角度看，投资增速下行是必然；基建投资方面，地方政府的土地收入减少，必然又会影响到其基建投资的力度，所以 2022 年，建投资难有起色，主要起逆经济周期调节的作用，2018 年以后，基建投资的实际增速明显低于预期。从刚公布的数据看，前三季度基建投资同比增速只有 1.5%。结合前三季度地方专项债的发行进度只完成全年的 6 成多，可见依靠基建难以弥补房地产投资增速下滑；制造业方面，受疫情影响，经济增速放缓，在内需偏弱、环保政策严厉以及中美贸易摩擦持续发酵的影响下，制造业前景恐面临更多挑战。

2022 年粗钢产量是否再受到控制，取决于国内经济状态，考虑到钢材终端需求的下降，此背景下的控制产量能够起到部分对冲需求逆风的作用。同时从环保角度看，在“双碳”目标下，控制粗钢产量将成为常态。未来几年钢铁产量大幅度增长的概率极度，大概率会在 10 亿吨左右徘徊，这也是“十四五”期间我们要高度关注的。我们预计，2022 年粗钢的产量将以较高的概率和 2021 年的产量水平相当。

图表：房地产投资前端数据



图表：房地产投资后端数据



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

图表: 专项债发行额累计同比



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

图表: 房地产投资前端数据



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

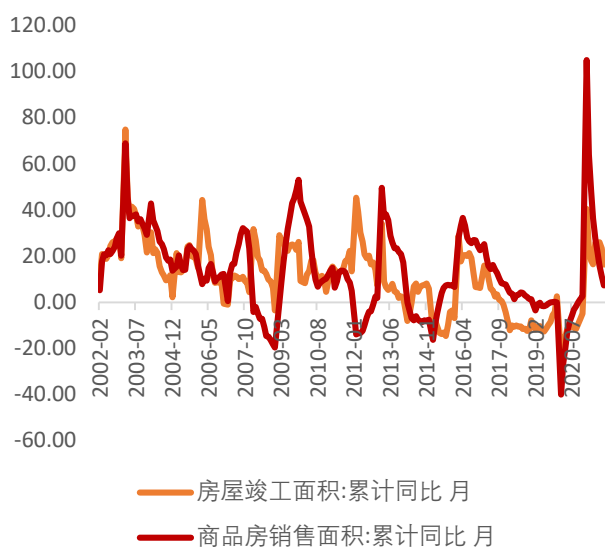
数据来源: Wind、恒泰期货研究所

图表: 制造业采购经理指数



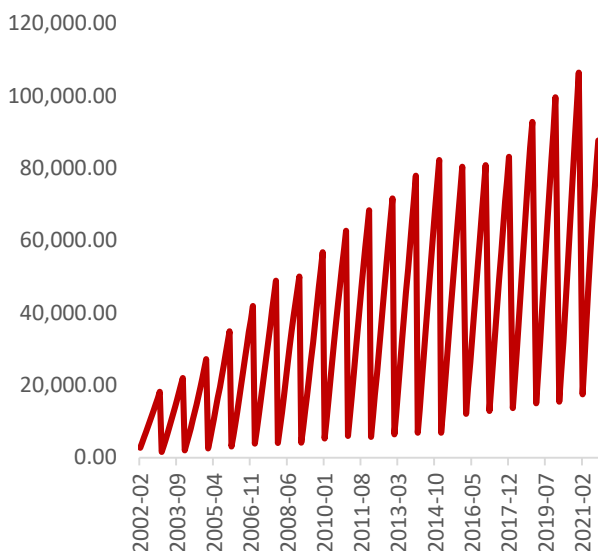
数据来源: Wind、恒泰期货研究所

图表: 房地产投资后端数据

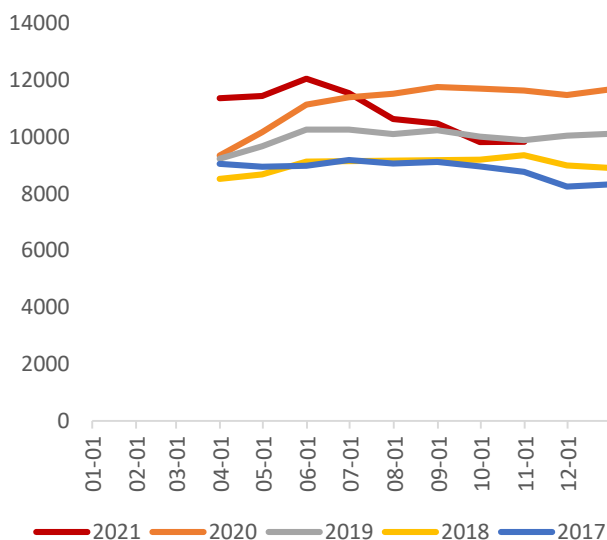


数据来源: Wind、恒泰期货研究所

图表：国内粗钢产量累计值（万吨）



图表：中国钢材表观消费（万吨）



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：2018-2022 年铁矿石供需平衡表

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
供给（亿吨）	21.4	21.6	22.6	23.2	23.8
同比增速		0.90%	0	2.60%	2.58%
需求（亿吨）	21.5	22	22.5	22.8	22.5
同比增速		2.30%	2.20%	1.30%	-1.30%
供需差（万吨）	-1000	-4000	-1000	4000	13000

数据来源：Wind、恒泰期货研究所

三、2022 年铁矿石行情展望

展望 2022 年，铁矿石的供给将更加宽松；需求端，我们预测在“双碳”目标约束与国内房地产进入下行周期的双重作用下，需求放缓不可避免，铁矿石基本面同 2021 年相比将趋于宽松，价格运行中枢还将进一步下移，80-90 美元附近是非主流矿山的成本，当矿价长期运行 90 美元下方

时，非主流供给将逐渐退出市场，供需将迎来新的平衡，改善铁矿石基本面，推动矿价企稳；但考虑到在疫情阴霾下，经济下滑风险加大，为稳增长、保就业以及防止房地产引发系统性风险，货币政策将结构性宽松，地产融资环境正边际转好，在黑色整体重心下移的同时，需要关注政策的边际好转带来的阶段性反弹机会。

焦煤/焦炭：2022 年煤焦价格重心下移

一、2021 年煤焦走势回顾

2021 年煤焦价格走势以 10 月下旬为时间节点上的分水岭，2020 年 4 月至 2021 年 10 月，焦煤焦炭走出了一波壮阔的牛市，大商所焦煤指数从 1000 涨到 3788，中间鲜有回调。这背后是基本面支撑与投机热情高涨综合作用的结果。生铁产量累计同比始终高于焦煤产量累计同比，焦煤的基本面呈偏紧格局。同时资金不断流入焦煤合约，导致焦煤价格大幅偏离基本面，出现了很大的泡沫；煤炭价格大幅上涨对民生产生了负面影响，2021 年 10 月下旬，发改委发声表示，将研究对煤炭价格依法进行干预，在政策压力下，动力煤、焦煤、焦炭价格快速坍塌，大商所的焦煤指数短时间内从 3700 跌到 1700；焦炭价格走势和焦煤高度相关，被动跟涨跟跌，属于成本推动型商品，焦炭指数/焦煤指数比值从年初的 1.7 不断下行至 1 附近，随后比值有所止跌回升，从 1 回升到 1.3 附近，但焦化厂仍处于亏损状态。

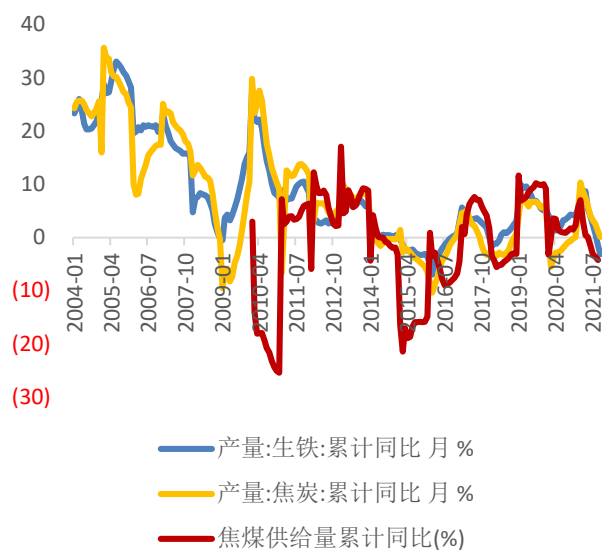
图表：焦煤期现货价格走势（元/吨）

图表：生铁与煤焦累计产量同比



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

图表: 焦炭期现货价格走势(元/吨)



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

图表: 焦炭/焦煤比值



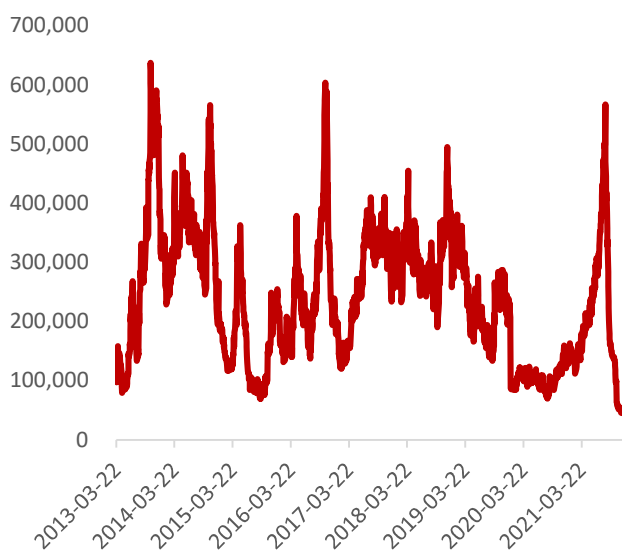
数据来源: Wind、恒泰期货研究所

图表: 焦煤持仓量(手)

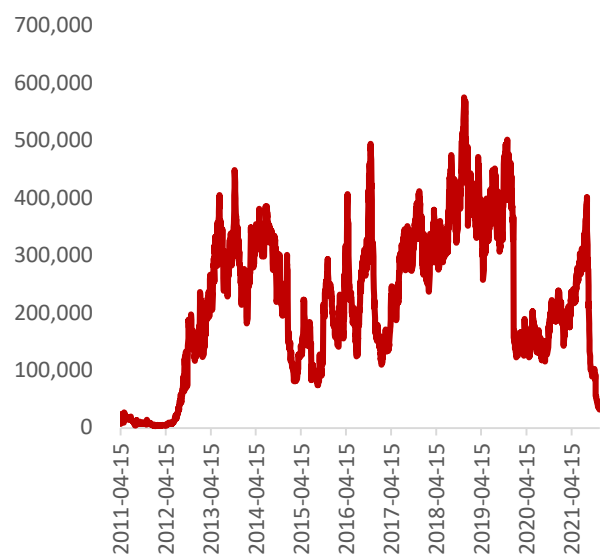


数据来源: Wind、恒泰期货研究所

图表: 焦炭持仓量(手)



数据来源: Wind、恒泰期货研究所



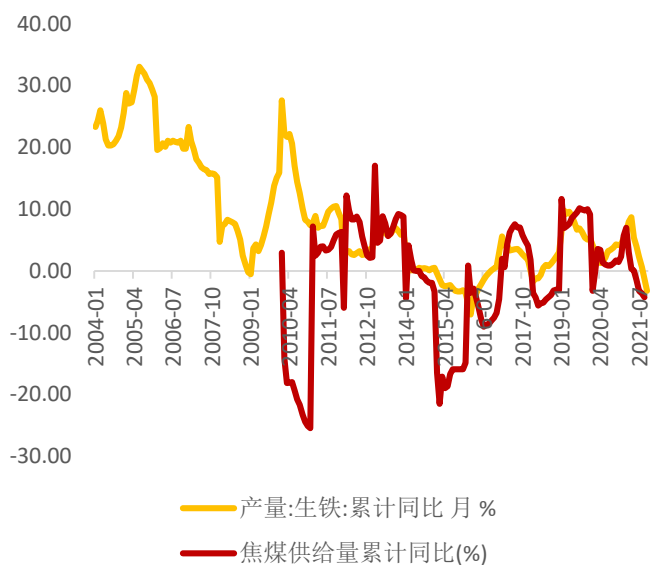
数据来源: Wind、恒泰期货研究所

二、基本面：偏紧格局缓解，价格渐回归理性

2021 年前三季度我国炼焦煤累计消费量为 4.1 亿吨，同比增加 0.5%。而炼焦煤供给较紧，前三季度我国炼焦煤累计产量为 3.62 亿吨（精煤口径），同比增加 1.9%，累计进口量为 0.35 亿吨，同比-41%，总供给量为 3.97 亿吨，同比降低 14.2%。可见 2021 年焦煤的基本面整体呈偏紧格局，国内产量受环保与安全约束，产量受限，进口方面，受疫情与中澳贸易政策影响，进口量下滑较快，一直低位徘徊，进口端受阻导致焦煤紧缺。但上半年需求却大幅高于 2020 年，7 月份开始粗钢产量平控目标约束下，需求端转弱，但 2021 年总体而言，焦煤供给量累计同比不断下滑，且下滑速度高于生铁产量下降速度，焦煤存在供需缺口。对于 2022 年，焦煤供给将受益于原煤产量增加而得到改善，需求端受地产疲弱投资数据影响或进一步下行，总体而言，在 2022 年焦煤供需偏紧格局将得到缓解，价格回归理性，下文将从供给与需求两个方面进行详细阐述。

图表：焦煤与生铁累计产量同比

图表：生铁与焦煤供给量累计同比差



数据来源：Wind、恒泰期货研究所



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：焦煤现货价格长期走势

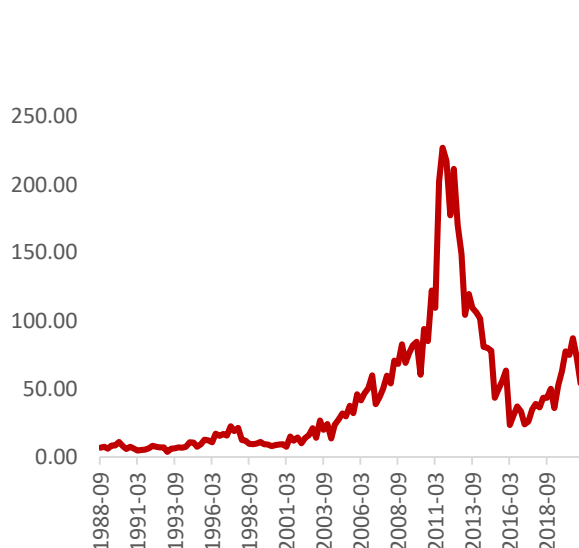


数据来源：Wind、恒泰期货研究所

2.1 供给端：供给改善，程度有限

从大的时间框架看，焦煤经历了从 2007 年至 2016 年近 10 年的价格下行周期，价格的连续下跌，导致煤矿的资本开支严重不足，无论是中国还是澳大利亚，煤炭的开采投资额度不断下滑，我国的焦煤产量也是几年下一台阶；同时焦煤的开采，危险系数较高，在安全生产与合法合规意识越来越强的环境下，即使焦煤价格上涨，煤企的盈利状况明显改善，矿工也不会贸然受利润驱动去增加产量，在焦煤价格上涨过程中，供给端失去供给弹性，但价格下行，供给弹性正常。虽然从 10 月下旬开始，在发改委保供下，焦煤产量小幅增加，但考虑到主焦煤的稀缺性与开采的难度，产量增量的程度有限。2022 年，我们综合上述方面综合判断，焦煤供给最紧张的时刻已经过去，受益于原煤保供政策，基本面偏紧情况将有所改善，但考虑到供给前端的投资数据、焦煤开采的难度系数，预计供给增量相对有限。

图表：澳大利亚煤炭投资额 （百万美元）



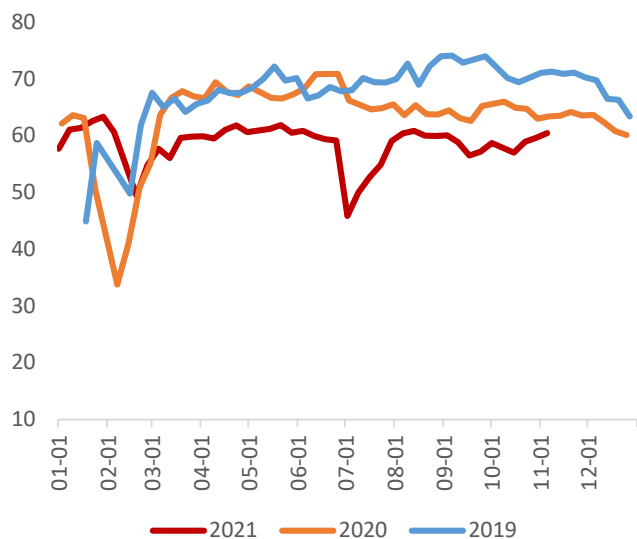
数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：国内煤炭开采及洗选业投资额累计同比



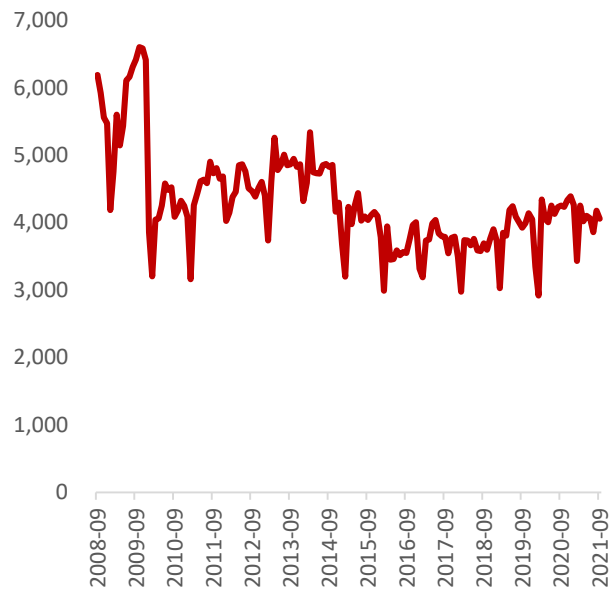
数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：110 家洗煤厂精煤日均产量（万吨）



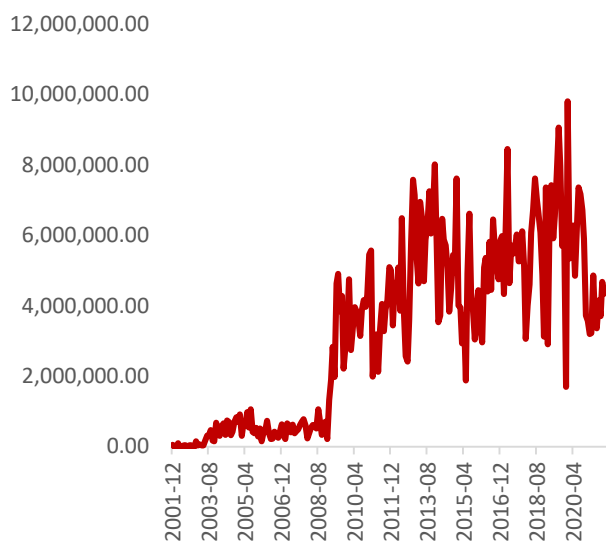
数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：炼焦煤产量当月值（万吨）



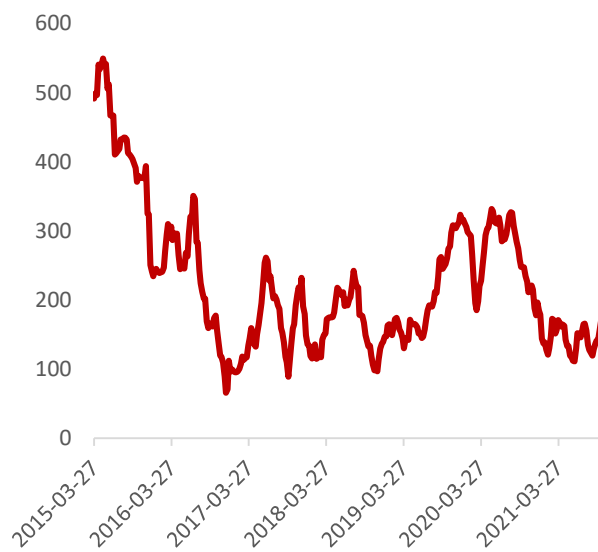
数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：炼焦煤月度进口量（吨）



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：炼焦煤矿山周度库存（万吨）



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

2.2 需求端：钢铁供需双弱

焦煤的终端需求是钢铁行业，受“双碳”政策和“能耗双控”硬性约束，我们认为2022年钢铁供给受限或将延续，大概率粗钢产量与2021年持平。钢铁需求方面，当前地产行业处下行周期，投资数据持续走弱并不断扩大，融资环境的改善有助于缓解这种局面。考虑到房地产投资数据传导到建筑用钢的需求具有时滞，预计明年建筑用钢需求整体偏弱；传统基建更多的起到逆周期调节作用，基建提速但力度不会太大；制造业方面，2022年受大宗商品整体价格中枢下移，制造业企业利润得到一定修复，投资仍有一定的增长空间，但受供给约束和全球经济放缓负面影响，预计整体空间相对有限；**总体判断，在2022年钢铁的供给与需求或呈现双弱特征。**

三、2022年焦煤焦炭行情展望

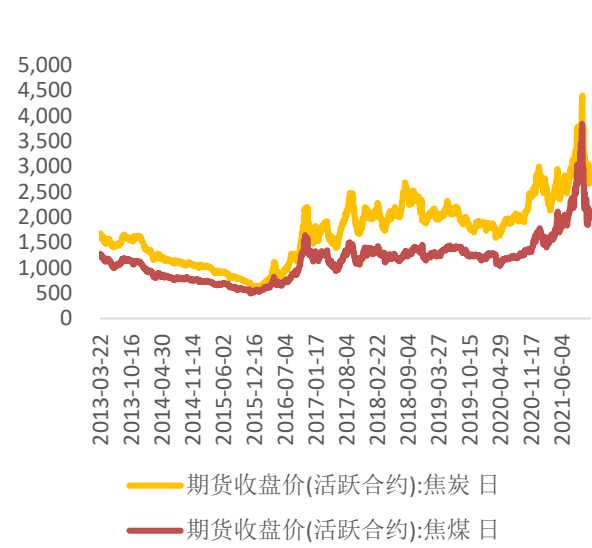
展望2022年，我们认为焦煤供给最紧张的时刻已经过去，受益于原煤保供政策，焦煤供给情况将有所改善，但考虑到供给前端的投资数据、焦煤开采的难度系数与优质主焦煤的稀缺性，预计2022年焦煤的产量有所增加，但增量相对有限。进口方面，主要取决于疫情的发展态势与中澳贸易政策，进口量有望适度增加；需求端在“双碳”目标与“能耗双控”的约束下，钢铁产量大概率与2021年的产量水平相当，从部分对冲需求逆风的角度看，钢铁产量也不会显著增加，在钢材供需双弱下，焦煤需求无明显转强驱动；**综合供需情况看，焦煤的基本面同2021年基本面偏紧格局相比将有所宽松，向均衡方向运行，价格运行中枢将下移；焦炭价格走势逻辑主要是成本跟随型，将被动跟随焦煤价格走势运行。**

图表：焦煤供需平衡表

年份	2017年	2018年	2019年	2020年	2021E	2022E
焦煤产量（百万吨）	445.6	434.9	470	485	485	487
同比增长	0.30%	-2.60%	8%	3%	0	0
净进口量	69	64	74	72	48	58
焦煤总供给量（百万）	514.6	498.9	544	557	533	545
总供给同比增长	0.30%	-2.80%	8.80%	2.30%	-4.30%	2.25%
焦煤消费量（百万）	515	519	552	558	545	545
消费同比增长	-3.60%	0.70%	6.30%	1%	-2.30%	0
供需差	-0.4	-20	-8	1	-60	0

数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：焦煤焦炭价格走势



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

图表：山西焦化销售毛利率



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

免责声明:

本报告由恒泰期货研究所制作,在未获得恒泰期货股份有限公司授权的情况下,任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料,但本公司对所用信息准确性和完整性不作任何保证,且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断,可能会随时调整,报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货股份有限公司及其研究人员知情的范围内,恒泰期货股份有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系,同时提醒期货投资者,期市有风险,入市须谨慎。

恒泰期货股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区峨山路 91 弄 120 号 2 层 201

公司网址:

<http://www.cnhtqh.com.cn>

微信号:

htqhwx88

电子邮件:

htqh@cnhtqh.com.cn



相关关联机构:

恒泰证券股份有限公司

办公地址:

中国北京市西城区金融大街 17 号中国人寿中心 11 楼

公司网址:

<http://www.cnht.com.cn>

联系电话:

956088

恒泰盈沃资产管理有限公司

办公地址:

上海市浦东新区峨山路 91 弄 120 号 2 层 201

公司网址:

<http://www.cnhtqh.com.cn/ywindex.shtml>

电子邮件:

htqh@cnhtqh.com.cn