

【申银万国期货】高估值难以持续，警惕价格高位回落 ——双焦专题报告

2022 年 3 月 10 日

摘要

申万期货研究所

丁祖超

从业资格号：F3085250

投资咨询号：Z0016514

电话：021-5058 5911

邮箱：dingzch@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 6341

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



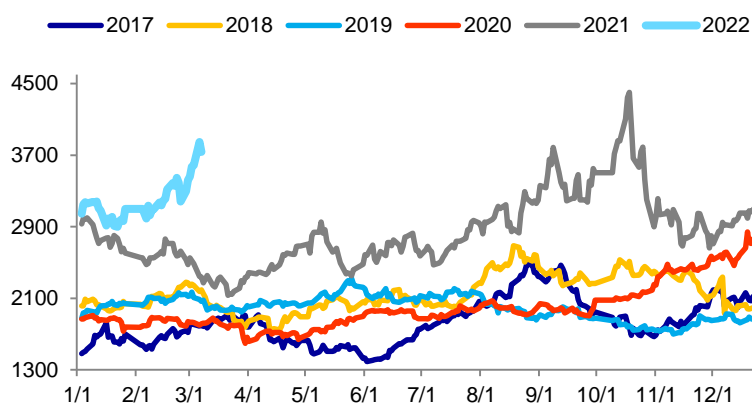
申银万国期货研究

- 终端需求来看，2021 年四季度地产新开工和土地购置面积同比回落超 20%，预计 2022 年上半年地产同比仍会大幅回落，商品房销售、土地成交、房地产开发投资等传统地产三大环节的数据仍有望探底。同时目前高频数据来看地产仍未见显著好转，百城土地成交占地面积持续低位，同时 1 月份新增居民中长期贷款占比仍未好转，但地产调控政策边际好转趋势有望延续。基建方面，为对冲上半年地产投资的下滑，政策层面推动基建投资扩张，上半年市场对基建稳增长预期较强。中性偏乐观情况下，上半年终端用钢需求预计回落 2400 万吨，折算生铁需求回落 2000 万吨（未考虑钢材库存环节）。
- 2022 年上半年焦炭市场交易主逻辑在环保限产，对产量会有一定抑制，但需求端铁水预计难以大幅回升，焦炭供需宽松格局有望得到延续。预计今年上半年焦炭有望进入累库阶段，达到 300 万吨左右。焦煤方面，今年上半年同比来看，国内供应、进口供应有望显著好转，但需求有望回落较多，同时国家调控煤炭政策预期较强，上半年有望累库 300 万吨左右。
- 盘面来看，2 月份至今发改委加大动力煤价格调控力度，从去年 10 月份以来政策调控一直得到延续，预计今年煤炭供应保持平稳增长。前期价格持续上涨主要原因是库存低位支撑现货价格持续上涨，双焦市场情绪面持续高涨，盘面估值持续抬升，但后市在政策调控加强以及供需逐步好转背景下，短期价格可能呈现高位宽幅震荡走势，但中长期价格仍存大幅回落风险。

一、近期双焦价格行情回顾

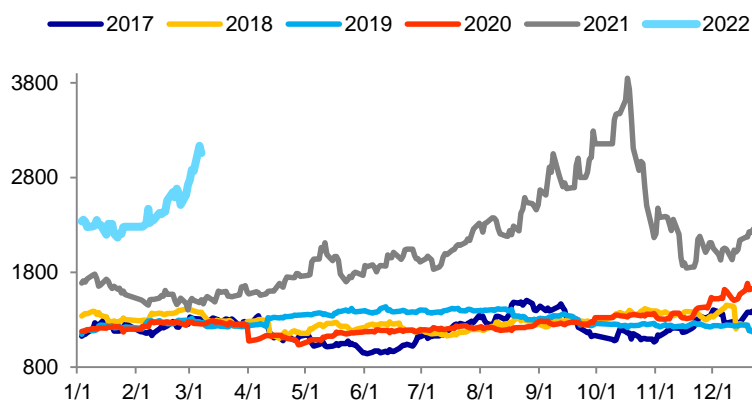
2月初开始，双焦盘面价格持续上涨，焦炭累计三轮提涨落地，盘面提前上涨给出提涨预期，同时原料煤价格持续大涨，短期对焦炭价格形成一定支撑。炼焦煤由于总库存持续回落，叠加内蒙、山西产地由于环保安全检查，产量有所收缩，双焦呈现期现价格共振上涨走势。

图 1：焦炭期货价格走势（元/吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 2：焦煤期货价格走势（元/吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

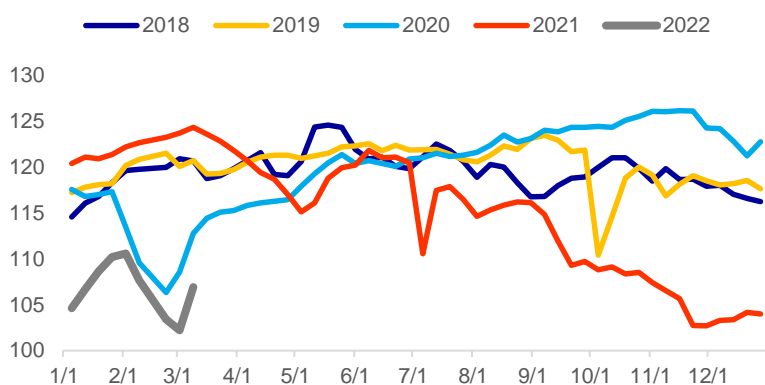
二、国内炼焦煤产量持续恢复

国家统计局数据，2021 年 1-12 月份，焦炭累计产量 46446 万吨，同比回落 2.2%。12 月份炼焦煤产量 4236 万吨，同比回落 3.6%，1-12 月份，国内炼焦煤产量 48992 万吨，同比增长 0.99%。

截止 3 月 4 日，钢厂焦化厂焦炭产量 109 万吨，今年年初至今焦炭产量同比持续回落，一方面由于下游需求持续走弱，另一方面焦企由于环保限产或自身亏损主动减产，同比回落幅度超过 13%。

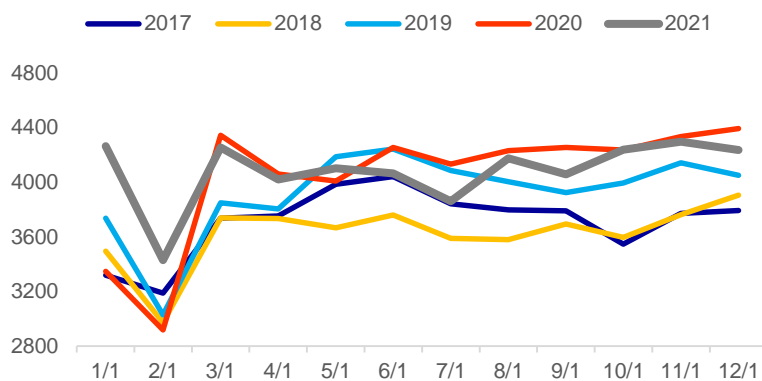
现货层面，随着华东、华北主流钢厂接受焦炭采购价格上调 200 元/吨，焦炭第三轮提涨全面落地执行，截止目前累涨 600 元/吨。供应方面，焦企开工正常，心态乐观，然原料煤采购紧张，焦企利润继续保持承压下行，焦炭供应持续趋紧。下游来看，钢厂采购较为积极，补库需求明显增强，贸易商询货增加。港口方面，港口现货偏强运行，港口交投氛围较好，库存增加幅度较小，且出口订单增多，贸易商囤货意愿较强，市场供应趋紧。

图 3：焦炭周度产量（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 4：炼焦煤产量当月值（万吨）

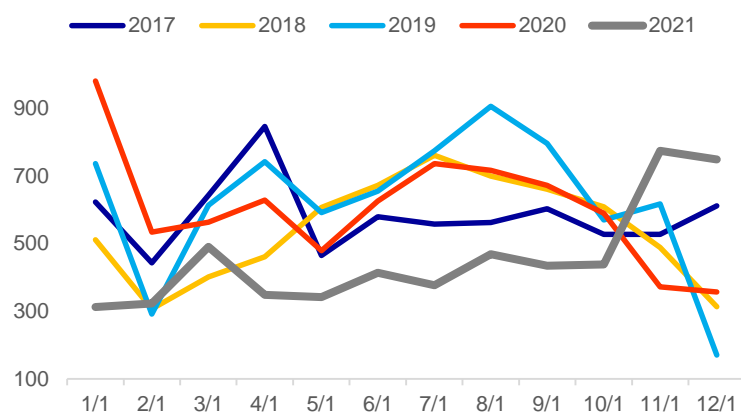


资料来源：Mysteel，申万期货研究所

进口焦煤方面，1-12 月份进口炼焦煤累计 5470 万吨，同比降低 24.6%。1-12 月份蒙古焦煤进口 1404 万吨，同比下降 40.9%。

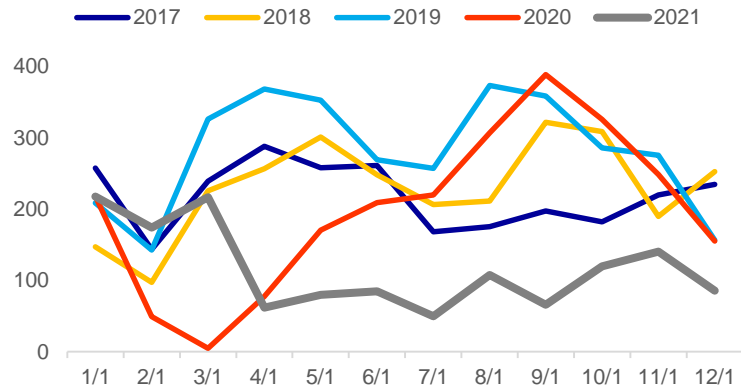
进口焦煤方面，进口煤港口报价倒挂严重，可售资源稀少，且国内焦煤价格不断上调，部分贸易商存有捂货惜售心理，报价继续上调。蒙煤方面，运费上调，成本端支撑力度较强，叠加个别口岸召开疫情防控会议讨论通关事宜，贸易商心态较好，报价继续小幅探涨。

图 5：炼焦煤进口数量（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 6：蒙古炼焦煤进口数量（万吨）

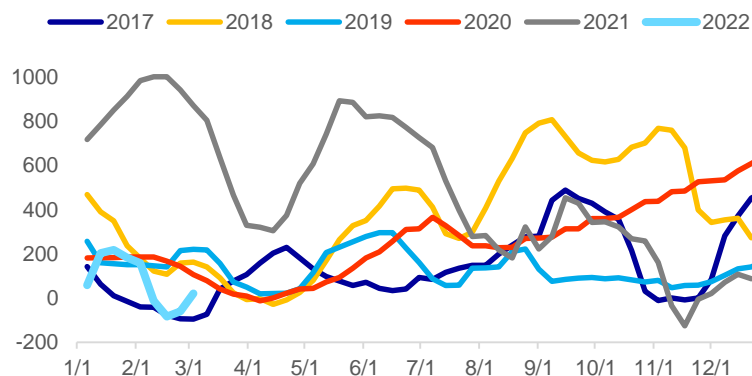


资料来源：Mysteel，申万期货研究所

截止 3 月 4 日当周，Mysteel 煤焦事业部调研全国 30 家独立焦化厂吨焦盈利情况，全国平均吨焦盈利 178 元/吨；山西准一级焦平均盈利 224 元/吨，山东准一级焦平均盈利 206 元/吨，内蒙二级焦平均盈利 188 元/吨，河北准一级焦平均盈利 252 元/吨。

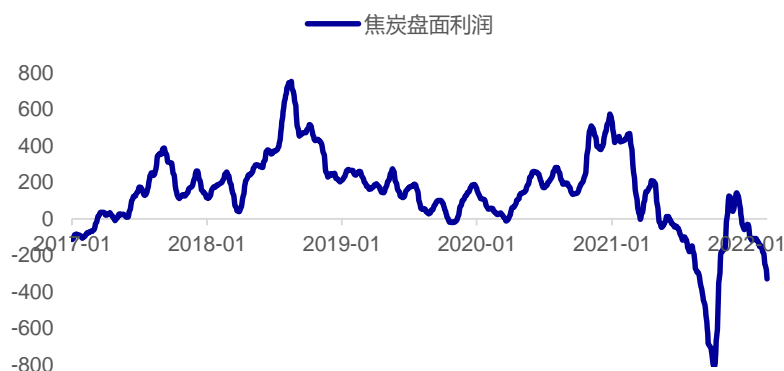
本周焦炭第三轮提涨落地，但原料煤价格持续上涨，当前多数煤种已高于年前价格或与年前持平，焦企的盈利继续受到原料煤成本的挤压。

图 7：独立焦化厂吨焦盈利（元/吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 8：焦炭盘面利润（元/吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

三、上半年终端用钢需求大幅回落

2021 年四季度地产新开工和土地购置面积同比回落超 20%。预计 2022 年上半年地产同比仍会大幅回落，商品房销售、土地成交、房地产开发投资等传统地产三大环节的数据仍有望探底。

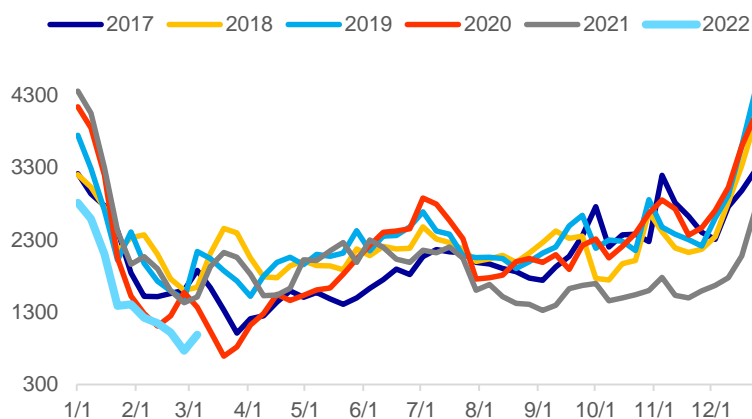
目前高频数据来看地产仍未见显著好转，百城土地成交占地面积持续走低，同时 1 月份新增居民中长期贷款占比仍未好转。但地产调控政策边际好转趋势有望延续，1 月新增社融 6.2 万亿，同比多增 9842 亿，1 月社融存量增速 10.5%。11 月社融同比 10.3%，已经连续 3 个月同比增速持续改善，社融放量力度超越市场之前预期。近年基建和地产对社融的贡献比重达到了 80%~90%，未来有望看到更多地产政策调松。

根据测算，2022 年 H1 房地产新开工面积同比持续大幅回落，中性情况下预计回落 20%，折算房地产市场用钢需求回落 3900 万吨。

地产企稳改善的传导链条比较长，从政策发力再到地产投资和拿地数据企稳，理论上至少需要 2-3 个季度的时间。为对冲上半年，尤其一季度深度下探的地产投资，政策层面推动基建投资扩张。虽然今年新增专项债券额度尚待将于 3 月份召开的全国人大会议批准，但财政部已于 2021 年底向各地提前下达了 1.46 万亿元额度。测算表明，上半年预计基建用钢增量在 700 万吨左右。

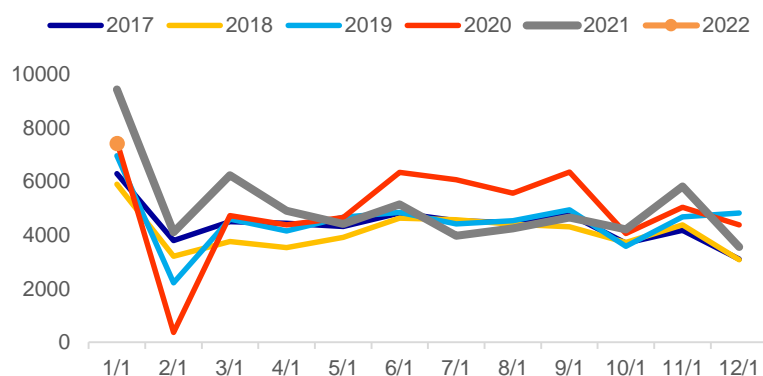
制造业方面，上半年预计汽车增量在 300 万吨，家电船舶增量在 300 万吨，机械增量在 200 万吨，总增量在 800 万吨左右。

图 9：100 城土地成交占地面积（万平方米）



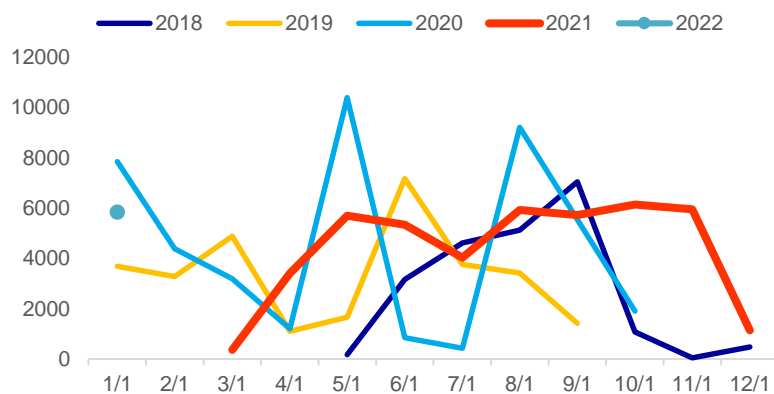
资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 10：新增居民中长期贷款（万亿元）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 11：新增地方政府专项债（万亿元）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

整体来看，上半年终端用钢需求预计回落 2400 万吨，折算生铁需求量回落 2000 万吨。（未考虑钢材库存环节）

表 1：2022 年 H1 终端用钢需求测算（万吨）

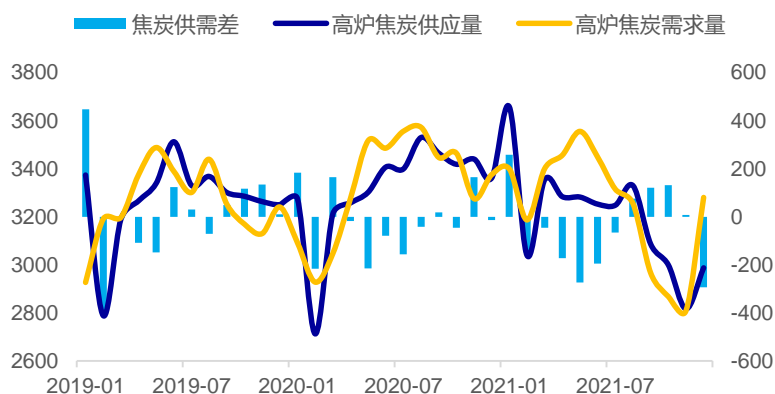
	地产用钢增量	基建用钢增量	制造业用钢增量	用钢总增量	折算生铁需求量
2022H1	-3900	700	800	-2400	-2000

资料来源：Mysteel，申万期货研究所

四、双焦供需宽松格局难改

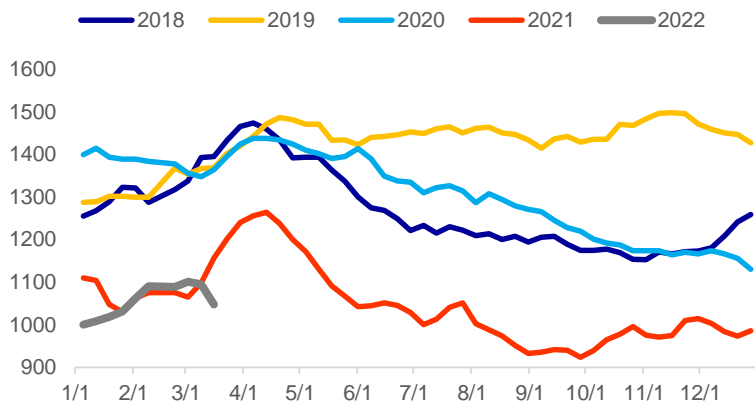
2021 年 1-8 月份，国内焦炭由于炼焦煤短缺、供应快速收缩，供应缺口达到 600 万吨。9 月份起下游需求持续大幅回落，同时供应端政策调控预期较强，焦炭市场供应逐步宽松，供应缺口逐步恢复。2021 全年来看，总供应缺口回到 300 万吨以内。

图 12：焦炭供需分析（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 13：焦炭总库存（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

2022 年上半年焦炭市场交易主逻辑在环保限产，对产量会有一定抑制，但需求端铁水预计难以大幅回升，焦炭供需宽松格局有望得到延续。测算表明，今年上半年焦炭有望进入累库阶段，达到 300 万吨左右。

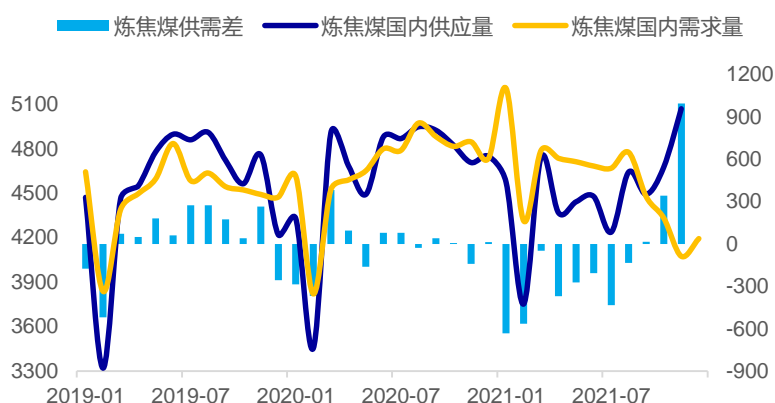
表 2：2022 年 H1 焦炭供需分析（万吨）

	总供应同比	高炉需求同比	化工需求同比	库存变化(万吨)
2022H1	-3.6%	-4.9%	2%	300

资料来源：Mysteel，申万期货研究所

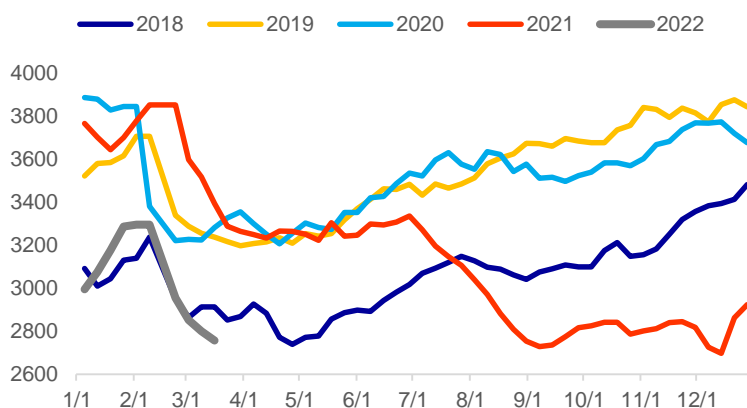
2021 年 1-8 月份，国内炼焦煤由于国内产量难以释放，同时进口大幅回落，供应缺口达到 1600 万吨。9 月份起国内在政策调控下供应逐步好转，同时下游需求持续大幅回落，炼焦煤市场供应逐步好转，2021 全年来看，总供应缺口回到 1000 万吨以内。

图 14：炼焦煤供需分析（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

图 15：炼焦煤总库存（万吨）



资料来源：Mysteel，申万期货研究所

2022 年上半年来看，国内炼焦煤产量有望持续处于高位，在下游需求回落背景下，整体供需有望逐步宽松。测算数据表明，2021 年上半年总缺口最大达到 2000 万吨左右，今年上半年同比来看国内供应、进口供应有望显著好转，但需求有望回落较多，同时国家调控煤炭政策预期较强，上半年有望累库 300 万吨左右。

表 3：2022 年 H1 炼焦煤供需分析（万吨）

	国内供应同比	进口供应同比	总需求同比	库存变化(万吨)
2021H1	5.3%	-42%	5.3%	-2000
2022H1	3%	9%	-4.7%	300

资料来源：Mysteel，申万期货研究所

五、投资逻辑与交易策略

终端需求来看，2021 年四季度地产新开工和土地购置面积同比回落超 20%，预计 2022 年上半年地产同比仍会大幅回落，商品房销售、土地成交、房地产开发投资等传统地产三大环节的数据仍有望探底。同时目前高频数据来看地产仍未见显著好转，百城土地成交占地面积持续低位，同时 1 月份新增居民中长期贷款占比仍未好转，但地产调控政策边际好转趋势有望延续。基建方面，为对冲上半年地产投资的下滑，政策层面推动基建投资扩张，上半年市场对基建稳增长预期较强。中性偏乐观情况下，上半年终端用钢需求预计回落 2400 万吨，折算生铁需求回落 2000 万吨（未考虑钢材库存环节）。

2022 年上半年焦炭市场交易主逻辑在环保限产，对产量会有一定抑制，但需求端铁水预计难以大幅回升，焦炭供需宽松格局有望得到延续。预计今年上半年焦炭有望进入累库阶段，达到 300 万吨左右。焦煤方面，今年上半年同比来看，国内供应、进口供应有望显著好转，但需求有望回落较多，同时国家调控煤炭政策预期较强，上半年有望累库 300 万吨左右。

盘面来看，2 月份至今发改委加大动力煤价格调控力度，从去年 10 月份以来政策调控一直得到延续，预计今年煤炭供应保持平稳增长。前期价格持续上涨主要原因是库存低位支撑现货价格持续上涨，双焦市场情绪面持续高涨，盘面估值持续抬升，但后市在政策调控加强以及供需逐步好转背景下，短期价格可能呈现高位宽幅震荡走势，但中长期价格仍存大幅回落风险。

风险提示：1、焦炭环保限产持续较严；2、铁水产量持续较快恢复。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，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。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。