

# 【双焦专题】十二年煤焦的牛

**紫金天风期货**

立足产业 研究驱动

## 熊周期

2023 年 04 月 30 日

作者：李文涛

从业资格证号：F3050524

交易咨询证号：Z0015640

审核人：肖兰兰

交易咨询证号：Z0013951

联系人：刘宇涵

联系方式：liuyuhan@zjtfqh.com

## 观点小结

为了更好研究煤焦价格变化的周期性与驱动因素，我们对过往十二年的价格变化、宏观的产能及需求变化周期、微观产业逻辑进行了复盘。从产能周期来看，煤焦供应端经历了产能扩张、供给侧改革、煤炭保供稳价、双碳政策等阶段，从过往价格变动来看，供应端对价格的影响驱动较强。而需求端主要为钢铁冶炼行业，其受宏观和产业两方面影响，作为典型周期行业的钢铁行业需求变化同样对煤焦价格产生重要影响。而后我们从更微观的产业视角分析煤焦价格涨跌驱动因素，得到的部分结论为：低库存未必带领行情上涨；铁水上涨或维持高位时煤焦大概率随之上涨，而铁水下跌或处于低位时则考虑宏观驱动因素；焦煤供应端受政策约束明显，且供应弹性在减弱。

而通过今年行情比对往年，我们认为今年与 14 年宏观背景有一定类似，但供应端和产业均有较大变化，展望后市，市场较难出现类似的流畅下跌行情，尤其钢厂盈利好转，铁水仍处于回升过程，对于下游库存偏低的原料煤焦来说，不宜太过悲观。煤焦目前在黑色中为基本面较好的品种，供应增量相对有限的情况下，焦煤价格弹性被放大，而焦炭过剩程度相对更为严重，后期行情中，钢材需求表现成为煤焦价格的重要锚定。

# 1 产能周期：过剩与供给侧改革

煤炭是我国的重要的能源矿产资源之一，也是重要的战略资源，主要被应用于电力、钢铁、化工等领域。我国煤炭资源中，炼焦煤占比近三成，属于一种稀缺资源，主要用于钢铁冶炼行业。而冶金焦是烟煤在焦炉中经历高温干馏过程后得到的产物，同样是高炉炼铁的主材料之一。近二十年来，煤焦供应端经历了产能扩张、供给侧改革、煤炭保供稳价、双碳政策等阶段，从过往价格变动来看，供应端对价格的影响驱动较强，根据产能周期划分，2012 年至今，煤焦行业供应端可分为四个阶段：2012-2015 年，产能扩张后的过剩阶段；2016-2020 年，煤炭供给侧改革大力推进，产能结构优化，而焦炭改善有限，逐渐被动；2021-2023 年，高强度保供稳价；2023 年至今，强安监持续抑制产能释放。

2012-2015 年产能过剩阶段：2011 年及之前中国经济正经历了高速增长时期，能源需求高速提升导致大量资本涌入煤炭、焦化行业，煤炭行业新增产能不断释放，而焦炭行业在 2009-2013 年间更是达到每年 6000 万吨以上的新增产能投放，在产业链中话语权逐渐降低，也为后面的产能过剩带来隐患。进入 2012 年后，刺激政策潮水褪去，国内经济增速回落，而煤炭、焦化产能过剩的问题也露出水面。

2016-2020 年供给侧改革阶段：2015 年底，“供给侧改革”的概念被首次提出，2016 年 2 月初供给侧改革纲领性文件正式下发，文件的总目标要求从 2016 年起，用 3-5 年时间退出产能 5 亿吨、减量重组 5 亿吨。从表观产量数据来看，2016-2018 年原煤、炼焦煤产量均有明显减量，之后也呈现增速放缓的趋势。另一方面，进口煤在供应端所发挥的补充作用愈加显著，进口炼焦煤从 2016 年的 5923 万吨增至 2020 年的 7262 万吨，炼焦煤进口依赖性增加。值得注意的是，供给侧改革主要对煤炭及钢铁行业产生影响，而焦炭行业在供给侧改革阶段的改变相对有限，并没有出现大规模的去产能情况，这也导致焦化行业在黑色中的话语权逐渐降低、议价能力减弱，价格主要表现为跟随成本端或需求端波动。

2021-2023 年双碳与保供：2021 年，“双碳”政策降低了市场对于未来煤炭、焦炭消费的预期，煤企新增煤矿投产的意愿减弱，焦企产量增速也相应减慢。双碳政策的执行，叠加部分煤矿安监政策扰动，导致了供需的极大缺口。雪上加霜的是，2020 年 11 月开始，地缘政治因素导致澳煤进口完全停止。供应端多个扰动因素使得黑色行情大起大落。而到 22 年之后，双焦最终也在煤炭保供稳价的主线下高位回落，一直到 2023 年上半年，煤矿生产均以高强度保供为主线。

2023 年至今安全成为生产主线：高强度保供之后随之而来的是安全的问题。2023 年全国煤矿百万吨死亡人数同比增 24%，矿难事故中五起属重大事故，一起特大事故，超过 21、22 年水平，且互联网对于矿难事故的披露增多也使其对于市场情绪的影响被放大。24 年两会期间，国务院总理李强提出“积极稳妥推进碳达峰碳中和；发挥煤

炭、煤电兜底作用，确保经济社会发展用能需求”等相关目标，由此可见，2024 年煤矿生产或以“稳产”为主要基调，安全监管或持续抑制产能释放。同时，双碳政策的大背景之下，增产周期同样难以开启。

图 1：中国炼焦煤年度产量及同比增速



图 2：焦炭产量及同比增速

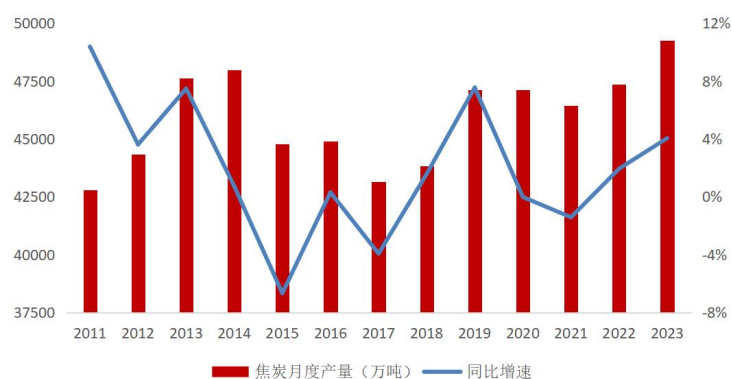


图 3：焦煤进口及同比增速

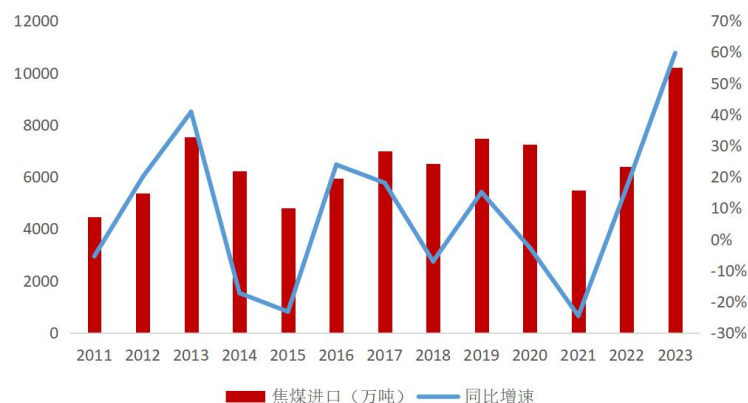


图 4：中国煤炭开采和洗选业利润总额



数据来源：钢联，wind，紫金天风期货研究所

## 2 下游需求：钢铁行业周期轮动

过往行情中，价格周期与产能周期相对应，而需求端也同样存在典型的周期性特征。对于煤焦而言，下游需求端主要为钢铁冶炼行业，即钢铁市场需求变化同样对煤焦价格产生重要影响。钢铁行业也是典型的周期行业，2012-2015 年，行业呈现产能过剩格局，需求增速放缓；2016-2020 年为复苏期，房地产、制造业增速缓慢回升；2021 年至今，受疫情影响，经济增速下滑，地产需求负增长。

**2012-2015 年需求增速回落：**2011 年之后，刺激政策潮水退去，经济增速放缓，GDP 增速由 2011 年 9.6% 持续下滑至 2015 年 7% 水平。而从钢铁行业终端需求分板块来看，房地产投资增速由 2011 年的 27.9% 大幅降至 2015 年的 2.5%，基建投资增速由 2011 年 6.48% 增至 2015 年 17.29%，制造业增速由 2011 年 31.8% 降至 2015 年 8.1%，可以看到在此阶段经济增长压力较大，而政府调控下基建投资增长起到了稳经济的作用。更直观来看，12-15 年间生铁产量年均增速 1.7%，与 09-11 年间 10% 以上增速相比有较大差距。供应端过剩背景下，需求弱势带动煤焦价格一路下滑。

**2016-2020 年结构改善：**十三五期间中国经济进入新常态，保持中高速发展。在此期间下游需求表现相对平稳，房地产、基建、制造业投资增速小幅下滑，而煤焦下游需求生铁产量增速在 16-20 年间均值 3%，较 11-15 年均值 1.7% 有小幅回升。此阶段行情主要由供给端政策推动，需求表现并不强势，但落后产能出清背景下并未出现明显的过剩。

**2021 年至今疫情与复苏：**此阶段内需很大程度受到疫情突发与复苏影响。2021 年国内外经济共振复苏奠定了当年黑色大牛市的基础，而 2022 年开始，疫情导致的需求衰退拖累了用钢需求，地产需求的缺失更使得终端需求结构发生变化。粗钢平控政策下，生铁产量在 21-22 年分别呈现 -2.1%、-0.5% 的负增长。而 21-23 年期间，房地产投资年均增速 -5.1%，基建投资年均增速 6.7%，制造业投资年均增速 9.7%，目前制造业成为钢需主要来源。

图 5：生铁产量及同比增速

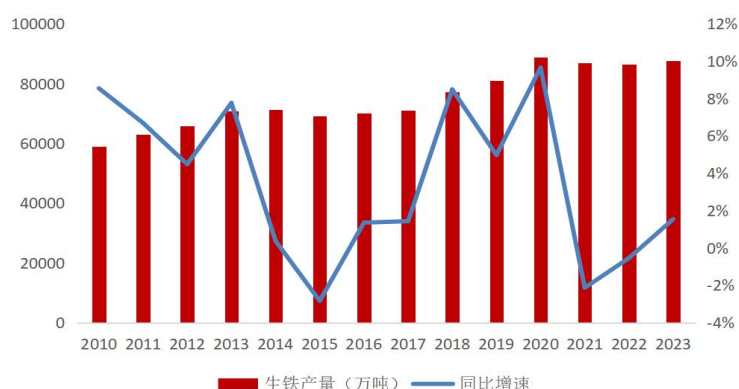
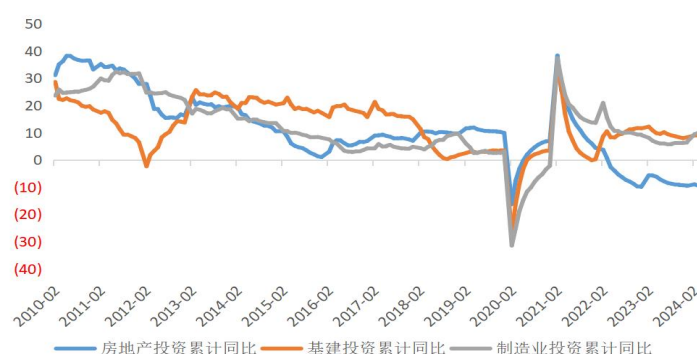


图 6：房地产、基建、制造业等固定资产投资增速



数据来源：钢联，wind，紫金天风期货研究所

### 3 煤焦价格涨跌驱动回顾

宏观的供需周期决定大宗商品的价格重心，而短期的价格变化展现的是产业矛盾与市场预期的交易结果。因此，我们也要从更微观的产业视角分析煤焦价格涨跌驱动因素，判断价格的大幅波动、拐点与库存、利润或事件驱动等因素的关系。

图 7：焦煤焦炭十二年价格走势



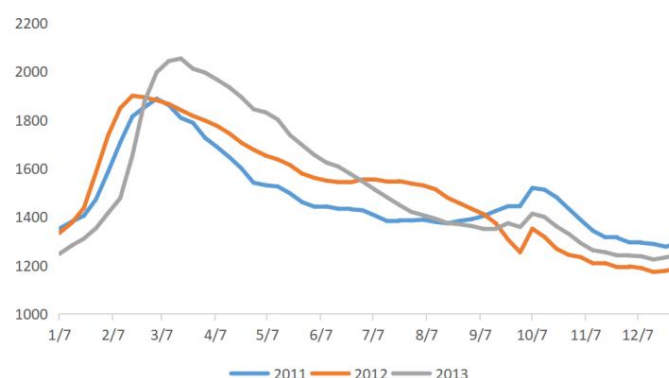


2011 年原煤、炼焦煤、焦炭产量分别呈现 8.7%、7.9%、10.4% 的大幅增长且在未来几年内均保持产量高位，为 2012 年后煤、焦均逐步走向产能过剩格局奠基。2012 年二季度，下游钢材去库斜率逐渐放缓，累库压力开始显现，一直到 9 月之后，钢材去库速度加快，铁水产量见底回升，对于原料也起到了明显的拉动作用，煤焦价格走出一段反弹。2013 年春节成为行情分水岭，春节前数据较好带动下游钢材大规模补库，铁水产量在一月也延续涨势，而春节后钢材去库不及时叠加地产下行使得煤焦价格急转直下，直到三季度金九银十旺季预期才走出反弹，之后在年底前维持窄幅震荡走势。

图 8：2012-2013 年日均铁水产量



图 9：钢材社会库存季节性（万吨）



2014 年初，供需矛盾使得行情走出流畅下跌。2014 年原煤产量达到了 38.7 亿吨的阶段高点，而需求端，年初钢材库存高企，市场整体需求预期悲观，供需过剩矛盾凸显。二月后铁水产量下跌带来黑色板块负反馈，金三银四传统旺季需求较好叠加钢利回升，铁水复产，带来价格小幅反弹。但四月后较差的宏观数据使得市场情绪转空，此后市场主要交易宏观经济下行，产业基本面中旺季需求的驱动在产能过剩背景下被弱化。而到了 2015 年，宏观下行未改，而产业层面也极为悲观，钢厂利润持续下跌，陷入亏损局面，铁水全年基本呈现下行趋势，宏观、产业双弱使得煤焦价格一跌到底。

图 10：2013-2015 年房地产、基建、制造业等固定资产投资增速下行

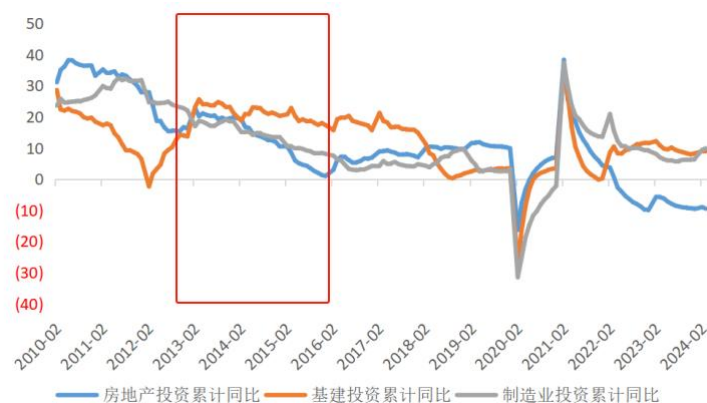


图 11: 2014-2015 年钢企盈利率下行



2016 年开始，煤焦价格的主要驱动因素转变为供应端。二月份《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》标志着煤炭行业供给侧改革的开启，上半年行情处于预期阶段，走出了力度较大的反弹行情，而到下半年开始，动力煤开始表现出缺货，钢厂的焦煤、焦炭库存进入去库通道，库存处于低位。同时，宏观环境向好也是全年上涨行情的重要基础，房屋新开工及销售数据较好，铁水产量回升，带动煤焦供需紧张下主动上涨行情，八月后虽然宏观有所走弱但钢需仍维持一定韧性。16 年作为供给侧改革的开始，全年焦煤产量分别同比减 10%，煤炭产能利用率快速回升，盈利能力改善，在后面几年内也对行情有着深远影响。而焦炭供给侧改革力度不强，在黑链中地位更加被动。

图 12: 2016 年下半年钢厂原料煤焦库存进入去库通道

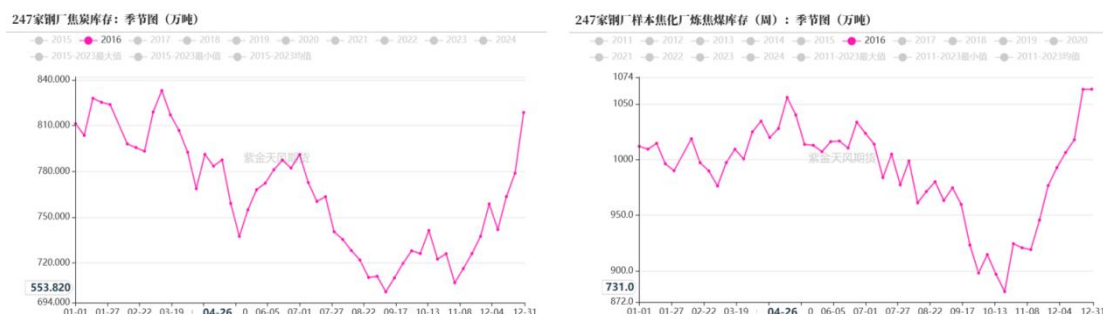
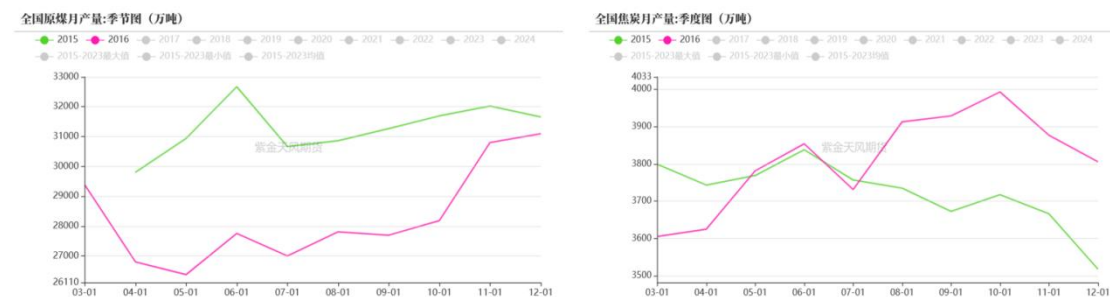


图 13: 2015-2016 年煤炭产量减量明显而焦炭受改革影响小

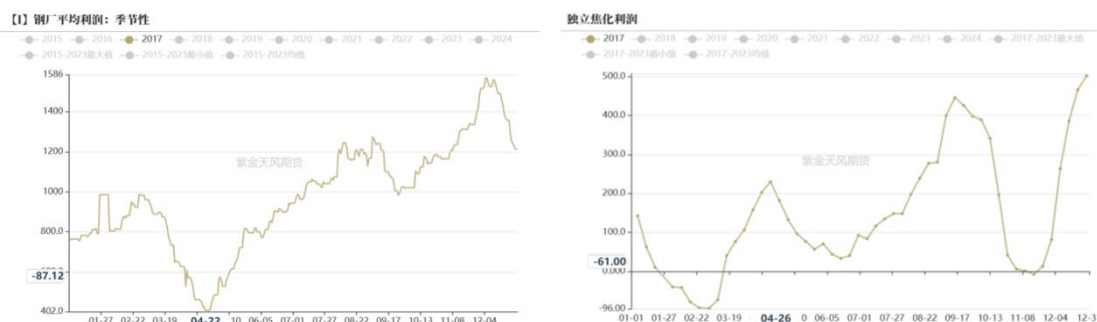


2017 年钢铁的供给侧改革成为市场主线，前两个月市场有所期待，但金三银四需求落空，煤炭供应端“276”取消带来价格高位回落；六月之后，“清理地条钢”效果显著，原料下跌给到成材利润，铁水持续复产带动正反馈；九月之后，市场开始预期钢厂环保限产，十月到十二月，大规模环保限产的落实使得铁水大幅下滑，焦化限产程度低，降价九轮让利下游。11 月后钢厂利润达到高位，有复产预期，同时焦企主动限产以改善供需，煤焦价格走出回涨行情。

图 14：2017 年四季度铁水产量大幅下滑



图 15：2017 年四季度焦炭降价九轮让利钢厂



2018-2019 年行情振幅收窄，18 年前两月市场仍在走冬储补库行情，对春节后行情有乐观预期，但三月后钢材持续累库、需求弱现实使价格持续下跌，四月后宏观环境改善，高炉复产带动下游补库，煤焦行情反弹。七月后行情受到环保限产影响，焦化严格限产带来一波反弹，且煤矿端有矿难发生，十月前价格偏强震荡为主，而最后两月受全球经济衰退、钢需走弱影响，钢厂利润下跌主动减产，原料煤焦跟随下跌。19 年供给侧改革影响有所减弱，上半年由宏观向好、铁矿带涨带动煤焦价格走强，而下半年由于钢



材累库、需求弱势，钢厂利润压缩后开始减产叠加四季度钢厂环保限产影响，煤焦供需格局宽松难改，但整体波动不大。

图 16: 2018 年四月后下游复产带动原料补库



图 17: 2018 年七月后焦企开启严格限产

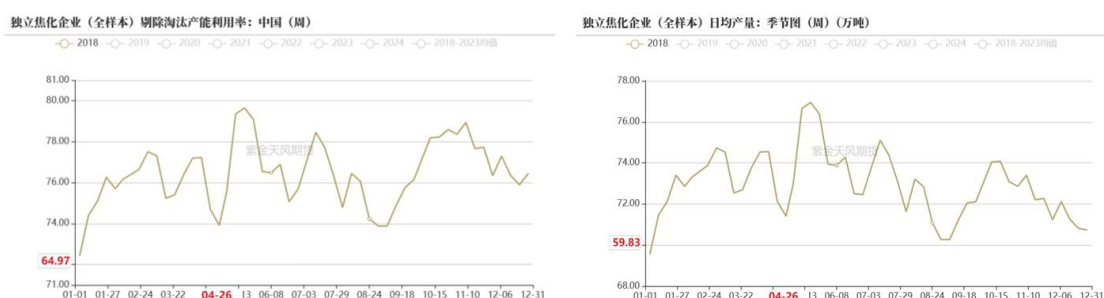


图 18: 2018-2019 年日均铁水产量



2020 及之后三年内，疫情成为重要影响因素。前三月疫情影响严重，煤焦需求萎靡，市场恐慌下跌，三月后煤矿复产较快，我国海运煤及蒙煤进口也快速恢复，过剩压力显现，到四月底创下价格低点。四月之后，海外疫情严重，国内钢材出口订单增加，钢厂预期好转，铁水迅速增长带动煤焦价格持续上行，七月之后，澳煤进口开始减量，原煤产量也有收缩，而下游焦钢企开工均维持高位，强预期强现实带动煤焦流畅上涨。

图 19: 2020 年疫情影响减弱后铁水迅速复产



图 20：2020 年焦企开工产量走高

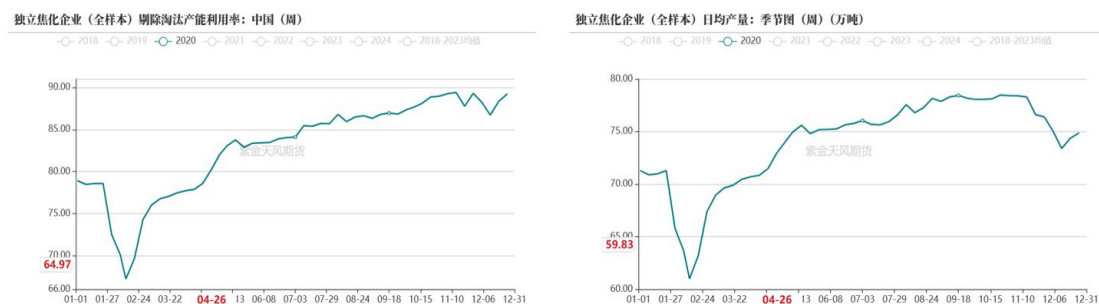
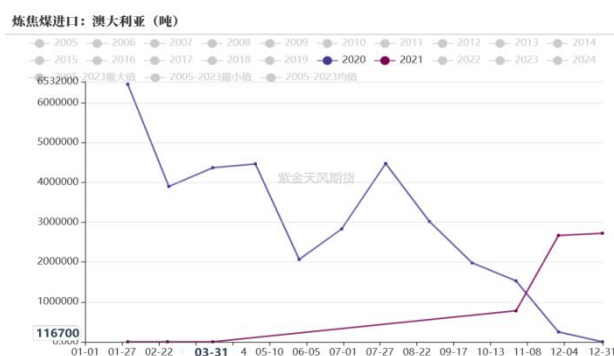


图 21：2020 年七月后澳煤受地缘政治影响进口减少



2021 年大行情主要受“双碳”政策影响，上半年处于政策预期阶段而六月后煤焦产量大幅下降，焦煤库存快速去化，达到极低位置，为三季度极大供需缺口下的快速上涨提供向上弹性，十月中，监管开始控制煤焦上涨，在“保供稳价”与粗钢平控背景下，煤焦价格急转直下。十二月后，经济稳增长政策扭转宏观预期，黑色板块价格反弹。进入 2022 年后，焦钢复产带动原料补库，叠加海外通胀，拉涨煤焦价格。四月后钢材现实需求较弱，但开工仍在高位，六月后铁水见顶、宏观转弱，煤焦大幅累库。强预期与弱现实博弈之下，煤焦价格继续震荡走弱。

图 22：双碳政策影响洗煤厂精煤产量下降



图 23：2021 年七月后粗钢平控



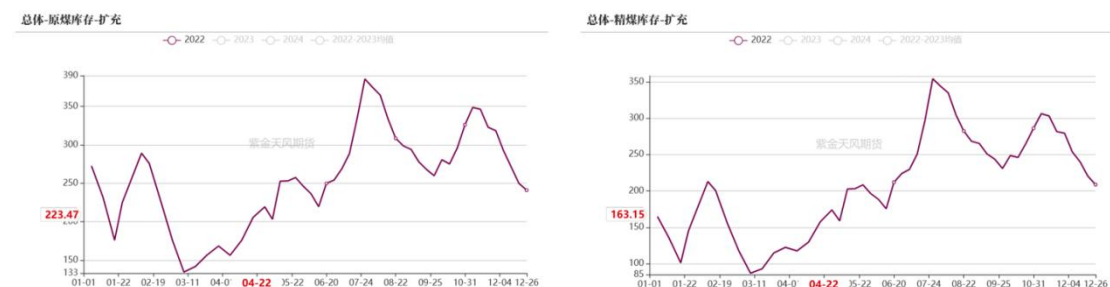
图 24：2021 年煤焦大幅去库至历史偏低位置



图 25：2022 年日均铁水产量



图 26：2022 年煤矿大幅累库



2023 年为疫情放开后的第一年，前两月管控放开改善了宏观预期，下游需求回暖向炉料端传导走出了一段小幅上涨。三月起海外宏观利空带动整个商品市场下跌，焦煤的供应端扰动减弱、进口煤增量而开始让利下游。六月之后，宏观好转，焦煤矿难多发，供应扰动增多，叠加铁水居高不下，直到十一月份煤焦走出了长达半年的上涨行情。而十二月之后，由于冬储行情抢跑，铁水持续减产，煤焦供需开始转向过剩。

图 27：2023 年焦煤供应端受到扰动较多

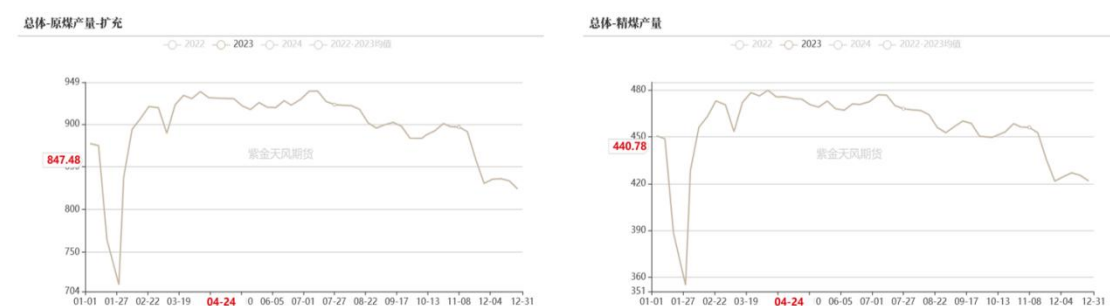


图 28：2023 年铁水产量



图 29：2023 年煤焦库存低位提供价格弹性



数据来源：钢联，wind，紫金天风期货研究所

## 4 结论

通过对过往行情的分析，我们可以感受到，首先，低库存并不一定带领行情上涨，近年中下游在低利润格局下长期保持低库存策略；其次，铁水上涨或维持高位时煤焦大概率随之上涨，而铁水下跌或处于低位时，若宏观预期向好，则煤焦仍会上涨；此外，焦煤供应端受政策约束明显，且供应弹性也在减弱。

从今年煤焦基本面情况来看，前三个月主导行情的是需求弱现实，钢材累库、铁水持续低位，即使焦煤产端有明显减产，依然表现为供需过剩格局。从库存表现来看，春节后下游焦钢企持续消耗煤焦库存至3天左右的低位，而煤矿、焦企产端库存明显累积，下游在弱需求下消极补库。而四月之后铁水见底回升，钢厂利润持续好转下，焦钢开始对原料增加采购，带动一波快速回涨。从宏观背景看，今年与14-15年有一定类似，国内总需求偏弱，地产需求弱势，弱现实弱预期。但行情并未走出流畅下跌，首先重要的一点是，今年与14年之间隔着影响深远的供给侧改革，其中煤炭是重点改革品种，目前国产煤的供应弹性已经大幅减弱；上下游利润分配也发生了变化，目前煤焦钢产业链利润集中在上游煤端，而下游焦钢企均是产能严重过剩的，利润也受到挤压；此外，从产业表现来看，去年十月增发万亿国债，强预期刺激价格上涨，冬储补库积极，而节后钢材累库超预期，铁水复产速度较慢，钢材价格下跌打下负反馈带动原料下跌，而后钢材需求好转开始去库，利润回升后也进入复产阶段，市场认为需求后置，因此价格开始回涨，而月差远月升水近月也可以看出资金普遍更加看好远端市场。

展望后市，市场并不容易再现14-15年的流畅下跌行情，尤其钢厂盈利好转，铁水仍处于回升过程，对于下游库存偏低的原料煤焦来说，不宜太过悲观。今年一季度原煤产量减量明显，作为炼焦煤主产省的山西更是有超过6000万吨的减产，供应增量相对有限的情况下，焦煤价格弹性被放大，而焦炭过剩程度较焦煤更为严重一些，因此仍将被动跟随成本或需求端变化，后期的钢材需求表现成为煤焦价格的重要锚定。

图 30：2024 年焦煤年后复产速度慢





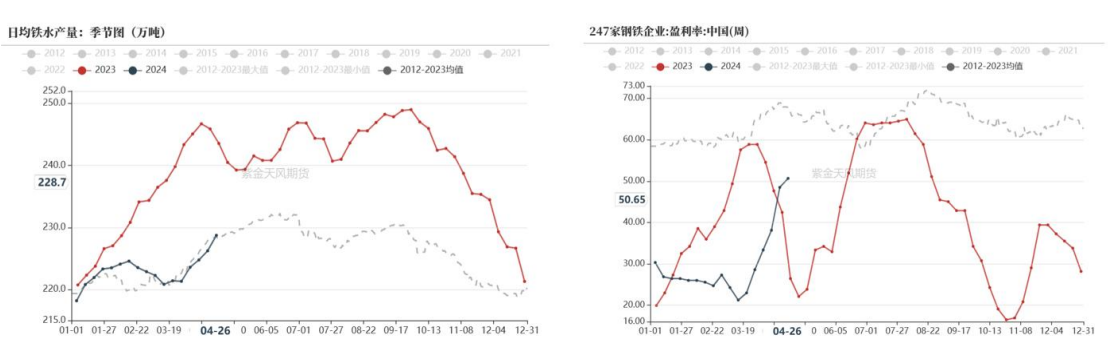
图 31：2024 年焦化亏损下限产幅度大



图 32：焦钢企原料库存均在低位



图 33：钢厂盈利好转下铁水处于复产周期



## 免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。