年度报告：2021 年 01 月 04 日

会当凌绝顶，一览众山小

焦煤、焦炭年度报告

作者姓名：赵永均

电话：023-81157287
期货投资咨询号：Z0014584

联系人：蔡萌
电话：021-58312305
期货从业咨询号：F3080044

研究摘要：

★焦炭：供需缺口上半年达顶，全年偏紧格局延续

2020 年底 4.3 米产能集中退出，供应骤减的影响将延续至 2021 年一季度。而新投产能达产周期的时间较长，供需缺口的恢复进度缓慢。预计焦炭明年的供应将前紧后松。除此之外，海外高炉复产对于焦炭出口的拉动同样不可忽略，明年焦炭回归净出口的可能性较高，使得原本供需偏紧的焦炭雪上加霜。铁水需求的驱动仍是明年的核心，原料挤压成材利润的方向不变。由于高炉产能明年保有一定的净增量，置换也集中在一季度，这将导致焦炭的供需缺口在上半年达到顶峰，随后在下半年逐渐收窄，直至平衡。

★焦煤：进口煤供应不稳，需求驱动确定性更高

澳煤、蒙煤的进口仍存在较大的不确定性，即便澳煤进口能够放开，海外高炉复产将导致澳煤进口被分流的可能性增大，进口焦煤的供应上限不足而下限较低。而国产煤矿在保供的背景下生产相对稳定，预计维持稳步增长。需求受到焦化供给侧改革的影响，前低后高的路径相对明确，全年需求将保有一定的增量。而下半年需求驱动发力，焦煤价格将逐步挤压焦化利润。

★2021 年双焦市场展望及投资建议

2020 年底市场已过多透支明年海外复苏以及去产能的预期，那么在预期向现实的转变中，现实的兑现将变得尤为关键，期间波动性的加大值得投资者警惕。而在明年上半年焦炭缺口的顶部形成之后，“强现实、弱预期”将成为市场交易的主流形态。届时，期货价格的上涨需要依赖现货来驱动。基于海外需求复苏、国内供需偏紧的判断，我们将焦煤、焦炭主力合约的目标价格分别上调至 2300 元/吨、3500 元/吨。套利方面，伴随着下半年焦炭的供需缺口逐步收窄，建议关注焦炭 2105-2109 正套以及 2109 合约焦化利润缩小的机会。

风险提示：

全球疫情加剧，海外复产不及预期，终端需求不及预期。

目录

一、焦炭：供需缺口上半年达顶，全年偏紧格局延续 4
1.1、焦炭行情简要回顾 4
1.2、新投产能难达预期，供应缺口得以延续 5
1.3 铁水产能仍待释放，焦炭高需求难缺席 6
1.4 海外高炉生产复苏，净出口格局等待回归 10
二、焦煤：进口政策难辨，需求驱动确定性更高 12
2.1 焦煤行情简要回顾 12
2.2 进口煤不确定性较大，国产煤供应稳步增长 13
2.3 需求先减后增，路径相对明确 17
三、2021 年双焦市场展望及投资建议： 18

图表目录

图表 1：主力合约及现货价格走势 4
图表 2：2020 年山西省落后产能淘汰执行力度统计 5
图表 3：2020 年焦化产能新增、淘汰统计 5
图表 4：2020 年 1-10 月焦炭产量同比 6
图表 5：2021 年焦化产能新增、淘汰统计 6
图表 6：铁水产量持续处于高位 7
图表 7：生铁产量处于历史同期高位 7
图表 8：原料表观需求测算 7
图表 9：钢材利润受成本挤压 8
图表 10：工艺进步抬高产能利用率上限 8
图表 11：沙钢股份资本结构与偿债能力 8
图表 12：鞍钢股份资本结构与偿债能力 8
图表 13：高炉产能置换统计 8
图表 14：钢厂焦炭库存绝对量处于中等水平 9
图表 15：钢厂焦炭库存可用天数并不充裕 9
图表 16：华北钢厂焦炭库存天数较低 10
图表 17：华东钢厂焦炭储备较为紧张 10
图表 18：港口现货溢价难以覆盖额外成本 10
图表 19：低港口焦炭库存失去“蓄水池”作用 10
图表 20：近两年焦炭进口明显增多 11
图表 21：全球粗钢产量恢复明显 11
图表 22：近期冶金焦出口与港口价差迅速拉开 12
图表 23：近期国际钢材价格上涨加速 12
图表 24：2021 年焦炭供需平衡表推演 12
图表 25：焦煤主力合约与对标煤种价格走势 13
图表 26：进口炼焦煤总量下滑明显 14
图表 27：进口蒙煤累计同比减幅较大 14
图表 28：预计澳大利亚炼焦煤总产量先减后增 15
图表 29：BHP 预计炼焦煤产量将小幅回升 15
图表 30：AngloAmerican 预计产量将小幅回升 15
图表 31：蒙煤产量 1-11 月累计同比减 28% 16
图表 32：蒙煤出口预计转好带动产量增长 16
图表 33：国产炼焦煤 1-11 月累计同比增 1.8% 16
图表 34：国产主焦煤 1-11 月累计同比减 1.8% 16
图表 35：多数省份主焦煤产量下滑 17
图表 36：低硫主焦煤紧缺度相对明显 17
图表 37：炼焦煤矿库存大幅去化 17

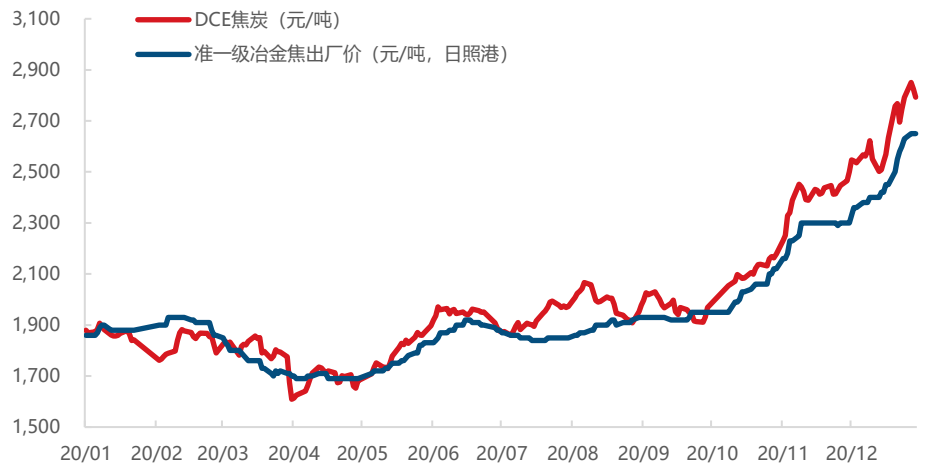
图表 38： 钢厂炼焦煤库存维持稳定高位 17
图表 39：焦企炼焦煤补库意向明显 18
图表 40： 炼焦煤库存向下游转移趋势明显 18
图表 41：焦炭盘面价格多处于高升水状态 19
图表 42： 焦煤盘面价格持续升水国产煤价 19
图表 43：焦炭 5-9 价差走势 19
图表 44： 09 煤焦比走势 19

一、焦炭：供需缺口上半年达顶，全年偏紧格局延续

1.1、焦炭行情简要回顾

2020 年焦炭行情可谓不鸣则已，一鸣惊人。主力合约价格曾跌入近三年的低点，也曾攀至合约上市以来的最高位，振幅达到 77%，远远超出了市场的预期。全年焦炭行情大体可分为五个阶段。第一阶段（1-2 月），国内疫情的爆发重击了终端需求，但焦企受到原料缺货的影响而被动减产，在钢材价格疲软的情况下，焦炭价格却较为坚挺；第二阶段（3 月），国内企业复工复产，焦炭供应迅速恢复，与此同时，海外疫情开始爆发，澳煤价格大幅下挫拖累国内焦煤价格，焦炭成本坍塌，价格也随之跌入谷底；第三阶段（4-6 月），海外无限量 QE 改变了市场的预期，资产价格出现了拐点。与此同时，焦炭供给端受到山东省去产能以及“以煤定产”限产的影响而趋紧，而铁水产量超预期增长提振需求，焦炭价格随即展开大幅的反弹；第四阶段（7-9 月），高利润驱使下，山东焦化限产恢复，同时进口焦炭涌入国内提供了边际上的补充，供需趋于平衡，焦炭价格进入调整期；第五阶段（10-12 月），山西、河南及河北等地 4.3 米焦炉产能淘汰严格执行，而铁水产量依然高位运行，供需缺口逐渐扩大。与此同时，终端需求“虽迟但到”提供正反馈，市场也提前交易明年海外需求复苏的预期，多驱动共同加速了该阶段焦炭价格的爆发。

图表 1：主力合约及现货价格走势



数据来源：Wind，Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.29）

而对于明年的焦炭市场，需重点关注焦炭供需两端产能变化的节奏。供给侧改革虽进入收尾阶段，但其对于焦炭供应的影响依然具有持续性，供应预计在一季度达到低点，随后便在新投产能的释放中恢复。而高炉产能的置换也多发生在上半年，需求的驱动仍然存在。除此之外，海外高炉生产的恢复对于焦炭进出口的改变也需引起重视，焦炭净出口的格局将大概率回归，这也使得原本供需就偏紧的焦炭雪上加霜。供需缺口上半年将达到顶峰，下半年缺口虽逐渐缩小，但仍然存在，全年供需偏紧的格局难以改变。对此，我们将具体展开分析。

1.2、新投产能难达预期，供应缺口得以延续

继煤炭行业“276”政策、钢铁行业去地条钢之后，焦化行业也在 2020 年迎来了供给侧改革的大年。对于 4.3 米焦炉落后产能的集中淘汰，政府的执行力度十分到位。山东省于 2019 年底打响了去产能的第一枪，江苏省也于 2020 年 6 月底前成功接力，严格完成产能淘汰的任务。而对于市场普遍不看好的山西省，10 月底前也开启了 4.3 米焦炉淘汰的进程。河南、河北省不甘落后，落后产能淘汰的任务也有望在年底前完成。

旧产能执行力度较大而新产能投放不及预期，是今年焦化产能置换的重要特点。以山西省为例，根据政府相关网站的不完全统计，山西省已完成近 76%的淘汰任务，其中太原及运城的产能淘汰任务已基本落实，而其他城市 4.3 米焦炉仍在陆续退出中。而今年新投产能的达产却较为缓慢，其原因在于两方面：1）焦企资金紧张，获取银行信贷难度较大；2）产能置换以“上大关小”的方式展开，新增的产能多数为大型焦炉，投入使用存在技术上的适应期，使得达产进度缓慢。

根据 Mysteel 的数据统计，2020 年焦化产能出现了约 1700 万吨的减量。然而，丰厚的焦化利润使得焦企产能利用率高位运行，焦企大多数时间内都处于满产的状态，因此即便产能上出现了较大的缺口，实际焦炭产量的降幅甚微。根据统计局数据，1-10 月全国焦炭产量累计同比仅减少 0.7%，其中河北、河南、山东以及江苏产量的降幅较为突出，而山西及内蒙古地区则贡献了较大的增量。

图表 2：2020 年山西省落后产能淘汰执行力度统计

（万吨）	城市	计划淘汰产能	实际淘汰产能	执行力度	待淘汰
1	晋城	40	13	33%	27
2	晋中	344	60	17%	284
3	临汾	580	336	58%	244
4	吕梁	838	680	81%	158
5	太原	872	872	100%	0
6	长治	288	250	87%	38
7	运城	187	187	100%	0
8	阳泉	60	30	50%	30
	合计	**3209**	**2428**	**76%**	**781**

数据来源： 省政府网站，中信建投期货

图表 3：2020 年焦化产能新增、淘汰统计

（万吨）	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月 E	合计
淘汰	95		180	390	246	760			60	1,230	1,246	1,667	5,874
新增	240	85	145	72	185	318	235	592		963	275	1,022	4,131
净增	145	85	(35)	(318)	(61)	(443)	235	592	(60)	(267)	(971)	(646)	(1,743)

数据来源： Mysteel，中信建投期货

图表 4：2020 年 1-10 月焦炭产量同比

产量同比	山西	河北	山东	江苏	河南	内蒙古	全国
2020 年 1-10 月	9.8%	-4.7%	-34.8%	-21.5%	-9.9%	21.5%	-0.7%

数据来源： 国家统计局

进入“十四五”的开局之年，2021 年不仅要承接“十三五”遗留下来的产能淘汰任务，同时也需开启新的产能置换任务的制定，将成为政策过度的年份。由于 2020 年已完成大多数产能淘汰任务，仅剩部分有供暖任务的焦企仍未淘汰，这些也将在采暖季结束后逐渐退出。2021 年虽然存在多数 2020 年滞后的新投产能，但根据过往的新增项目投产时长来看，新投项目从烘炉、出焦再至满产的时间要普遍大于市场的预期，这个过程通常需要 3 个月左右的时间，如果再叠加我们以上所提到的资金及技术适应期的问题，实际达产的时间则可能要更长。因此，仅从产能的增减来看，2021 年存在近 3700 万吨的净增量。但如果考虑到 2020 年底集中淘汰的近 3000 万吨产能对 2021 年上半年供应的减量，以及新投产能达产周期过长的影响，焦炭供应在 2021 年上半年仍存在巨大的缺口，下半年才开始缓慢收缩。

图表 5：2021 年焦化产能新增、淘汰统计

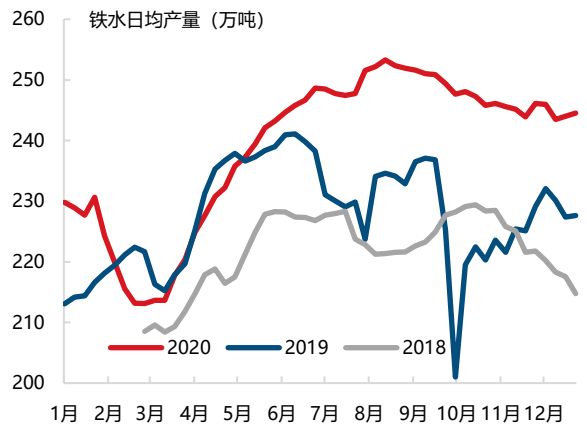
（万吨）	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	合计
淘汰	156	100	998		90	352	42		212			550	2,500
新增	1,025	806	660	309	168	860	179	358	135	194	75	1,418	6,186
净增	869	706	(338)	309	78	508	137	358	(77)	194	75	868	3,686

数据来源： Mysteel，中信建投期货

1.3 铁水产能仍待释放，焦炭高需求难缺席

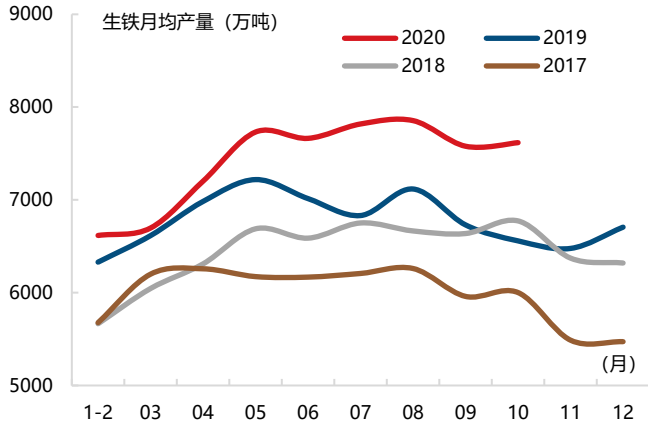
市场对于原料的需求后知后觉，如果仅从焦炭自身的数据来看，全年总库存大幅去化可能会被认为是焦化去产能以及钢铁产能置换、技术工艺提升共同推动的结果，这个结论本身没有什么问题，但是焦化去产能强驱动的存在使得市场容易忽略真实的需求水平。从 Mysteel 数据的直观感受上来看， 2020 年铁水日均产量已远高于以往的表现，即便在第四季度多家钢厂检修之际，铁水日均产量仍高于 2019 年二季度生产旺季时的水平。但是，我们测算出的 2020 年 1-10 月焦炭的表需增速仅有 1.6%，而测算出的铁矿表需数据接近 5.2%，更加贴合 Mysteel、统计局口径的铁水、生铁产量同比增速。因此，根据统计局焦炭产量倒推出的焦炭需求数据有所被低估，这可能是由于统计的样本有所变化而导致。同时，根据我们与市场的交流来看，样本外也存在大量未被统计到的新增铁水，实际的铁水产量增速可能会更高。

图表 6：铁水产量持续处于高位



数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.25）

图表 7：生铁产量处于历史同期高位



数据来源：国家统计局，中信建投期货（数据截至 2020.10）

图表 8：原料表观需求测算

	Mysteel 铁水产量同比	统计局生铁产量同比	焦炭表观需求同比	铁矿表观需求同比
2020.1-10	4.60%	4.30%	1.60%	5.20%

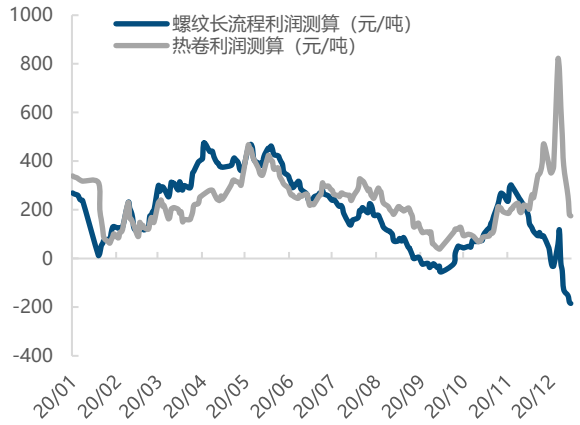
数据来源：Mysteel，国家统计局，海关总署，中信建投期货（注：焦炭表需按照统计局数据折算冶金焦产量、净出口以及库存变化测算，铁矿表需按照进口矿、国产矿供应以及库存变化测算）

我们强调焦炭需求被低估的意义在于，焦炭价格全年亮眼的表现离不开强劲的需求，同时也是处于产业链上相对弱势的焦企却能够分得更多利润的重要原因。那么，如果高需求所带来的缺口未能被有效解决，焦钢利润倒挂的问题将会延续。

但是，随着原料成本进一步地挤压成材利润，市场对于钢厂是否会主动减产的担忧也时常被挂起。然而，即便在 9 月时钢材利润已接近盈亏平衡，盘面也多次打入减产的预期，但实际上绝大多数钢厂依然没有因为利润问题而减少产出。这其中的原因主要来自以下三个方面：1）多数钢厂对于成本管理的技术日益成熟，钢厂实际的利润可能要高于市场所计算出的数值；2）近几年来钢铁行业利润丰厚，钢企负债率已大幅改善，现金流充足，即便短期面临亏损，钢厂也不会轻易减产；3）利润收缩主要来自于原料成本端的挤压，而终端需求的旺盛依然能给到钢厂源源不断的生产动力。该逻辑同样适用于 2021 年，除非在吨钢亏损区间能够预见到终端需求转差，否则钢厂很难出现大规模减产的现象。

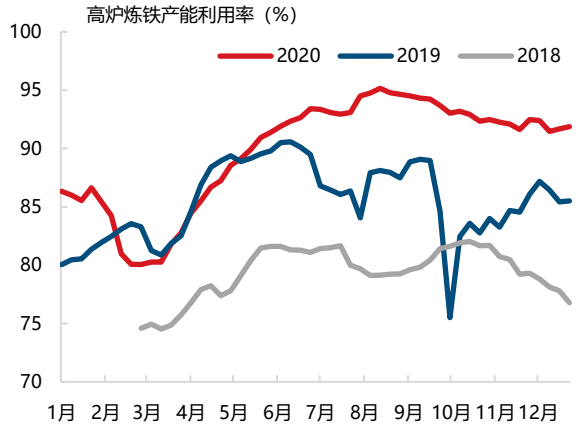
与此同时，高炉生产系数的逐年提高也不断抬升高炉产能的上限，产能利用率高位运行仍是 2021 年的主旋律。因此，高炉产能的增减将很大程度上决定了 2021 年焦炭需求的高低。根据公开资料整理，2020 年 12 月-2021 年末仍有接近 1000 万吨净增高炉产能，若考虑到生产系数的提升，实际的高炉产能可能会更高。其中，大部分的产能置换发生在 2021 年上半年，焦炭需求也将呈现前高后低的形态。由此可知，焦炭需求升级的脚步从未停止。而这不仅仅体现在需求的规模上，需求的结构也会发生改变，一级、准一级焦对其他品质焦炭的替代将会增多，尽管新置换的焦炉普遍能够满足高品质焦炭的生产，但新旧焦炉产能的转换以及填补供需缺口的进程也非一朝一夕能够完成。因此，需求仍是焦炭 2021 年行情的主要推动力，而焦钢利润倒挂的问题在供需缺口解决之前也将会常态化。

图表 9： 钢材利润受成本挤压



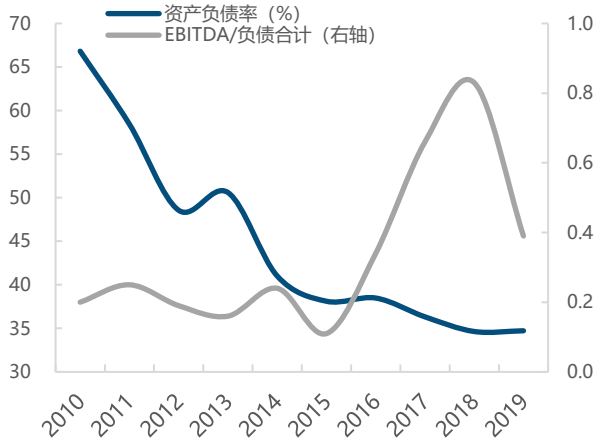
数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.28）

图表 10：工艺进步抬高产能利用率上限



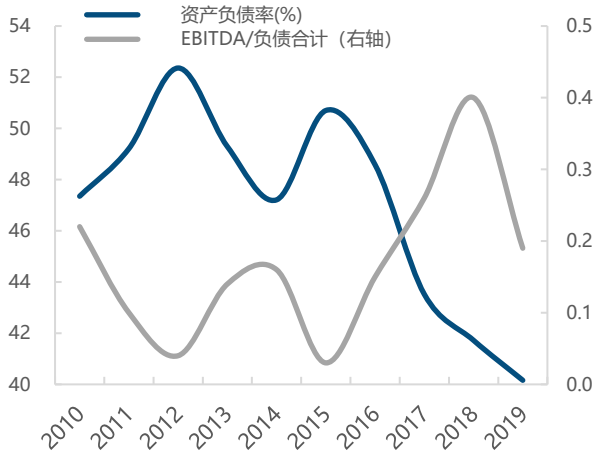
数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.25）

图表 11：沙钢股份资本结构与偿债能力



数据来源：Wind，中信建投期货

图表 12：鞍钢股份资本结构与偿债能力



数据来源：Wind，中信建投期货

图表 13：高炉产能置换统计

（单位：万吨）	2020.12+2021H1	2020H2	合计
新建高炉产能	8,388	2,161	10,549
淘汰高炉产能	7,701	1,830	9,531
净增减	687	331	1,018

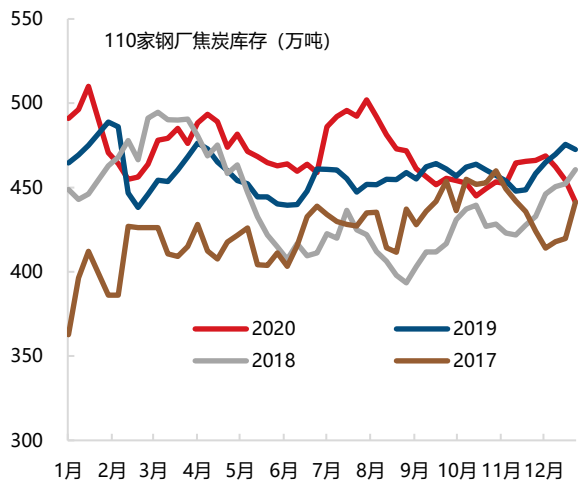
数据来源：公开资料整理，中信建投期货

钢厂补库需求往往是行情重要的驱动力。尽管从历史同期水平来看当前 110 家钢厂焦炭库存绝对量并不算低，但今年焦炭的需求同样上了新的台阶，钢厂焦炭库存可用天数并不显得充裕。尤其以华东及华北地区

为代表的焦炭主消费区，钢厂焦炭的储备天数已经相对紧张。那么在应对 2021 年铁水产量的进一步提高，合理的储备天数需要维持，对焦炭的补库仍是 2021 年钢厂采取的主要策略。焦化厂也将维持低库存来提高自身在钢、焦博弈中的话语权。

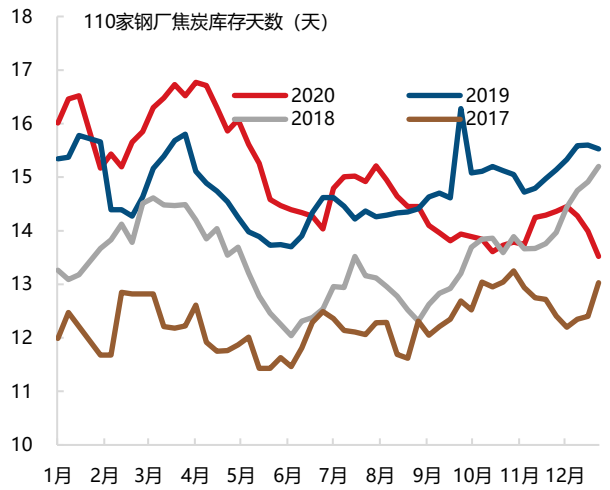
与以往不同的是，尽管今年焦炭市场行情波动较大，但贸易投机需求却十分低迷。究其原因，主要是由于 2019 年港口天量投机库存的失利出清了大批资深贸易商，2020 年市场贸易投机力量薄弱。而焦炭上下游之间通常是焦企直供钢厂的方式来连接，尤其在供应紧缺的时间点，港口贸易商拿货难度较高，成本相较于钢厂直供价格要高出 100 元/吨以上。因此，即便产地焦炭发港口出现利润，多数时间也难以覆盖 100 元/吨的额外成本。贸易商全年多以出货为主，港口焦炭库存持续下滑至低位，失去了以往连接上下游的“蓄水池”作用。这种低库存的现象依然会延续至 2021 年，而在失去了港口焦炭库存的保护之后，钢厂焦炭储备的来源则会更为紧张。

图表 14： 钢厂焦炭库存绝对量处于中等水平



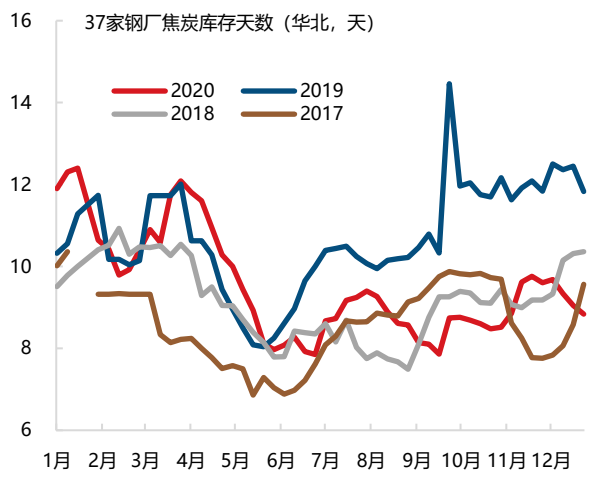
数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.25）

图表 15： 钢厂焦炭库存可用天数并不充裕



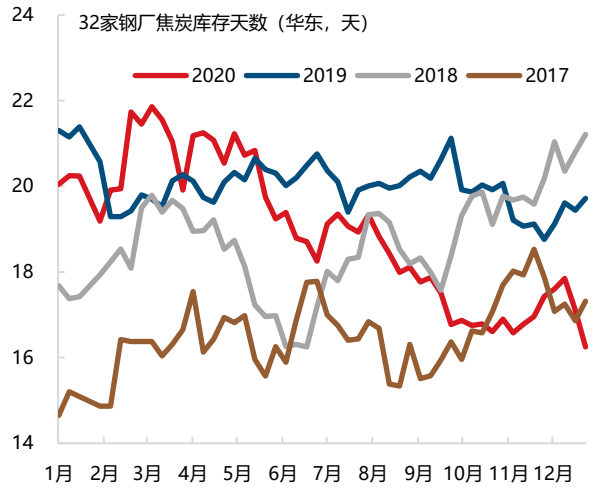
数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.25）

图表 16： 华北钢厂焦炭库存天数较低



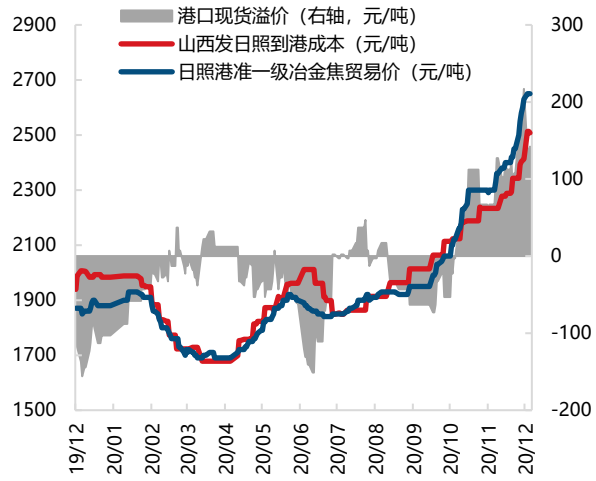
数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.25）

图表 17： 华东钢厂焦炭储备较为紧张



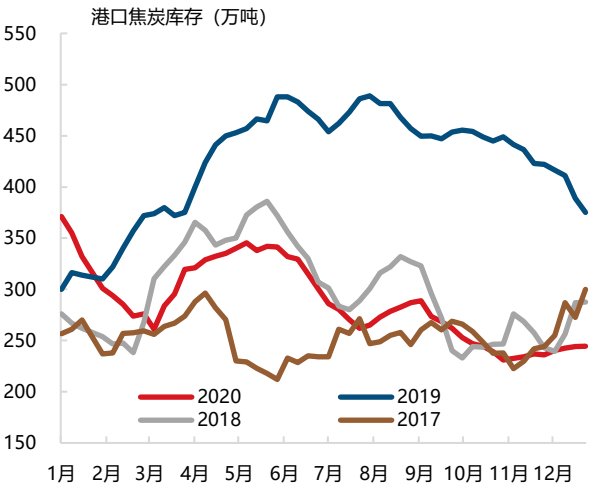
数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.25）

图表 18： 港口现货溢价难以覆盖额外成本



数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.29）

图表 19： 低港口焦炭库存失去“蓄水池”作用



数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.25）

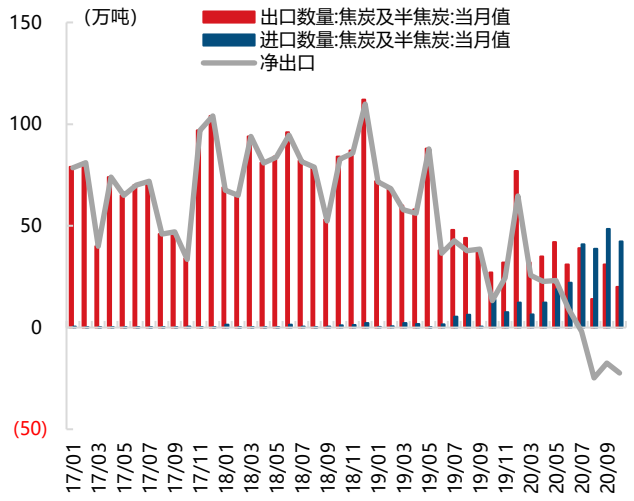
1.4 海外高炉生产复苏，净出口格局等待回归

尽管焦炭的进、出口的体量非常低，所占总供、需的比例不到 2%，但我们依然不能忽略焦炭进出口的变化给焦炭价格带来的影响，原因在于：1）从结构上看，进口焦炭多为品质优异的一级、特级焦炭，该类焦炭的资源相对比较稀缺，可替代性不大；2）供需边际上的影响较大，这往往能够缓解或打开焦炭阶段性的供需缺口，但却容易被市场给忽略。由于国内丰富的煤炭资源以及规模庞大的焦化产能，历年来焦炭都是以出口为主。但 2019 年由于海外钢铁行业开始萎靡，2020 年又遭受新冠疫情的重挫，导致部分过剩

的海外焦炭持续出口至中国，自 2020 年 7 月份开始，中国由一个焦炭净出口国变为焦炭净进口国。虽然这部分多出来的供应难以弥补今年焦炭庞大的缺口，但也缓解了阶段性的矛盾，给成本价格上涨过快的钢厂提供了一个“保护垫”。

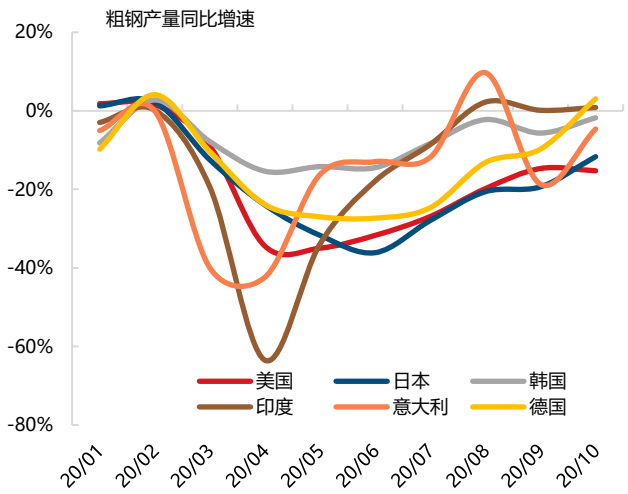
然而，焦炭的净进口格局很大程度上是海外疫情引起，那么一旦海外需求恢复，焦炭也很容易再次回归净出口的格局。截至 2020 年 10 月，海外钢铁重点生产国的粗钢产量增速已恢复至 0 附近，产量已接近去年同期水平。从周度数据看，截至 2020 年 12 月 18 日，近期的一级冶金焦的出口 FOB 价格与港口一级焦的价差已迅速拉开，而国际钢材价格展现了强劲的上涨趋势，这在一定程度上反映出了海外钢铁行业复苏的迹象。尽管海外疫情仍有反复，但工业生产的步伐也难以回到首次疫情时停滞的状态。如果海外消费端复工能够顺利推进，那么势必将带动生产端的积极性，原料的需求也将进一步发力。我们认为 2021 年焦炭大概率回归净出口的格局，那么原先由进口提供的边际供应上的“保护垫”也将不复存在。

图表 20：近两年焦炭进口明显增多



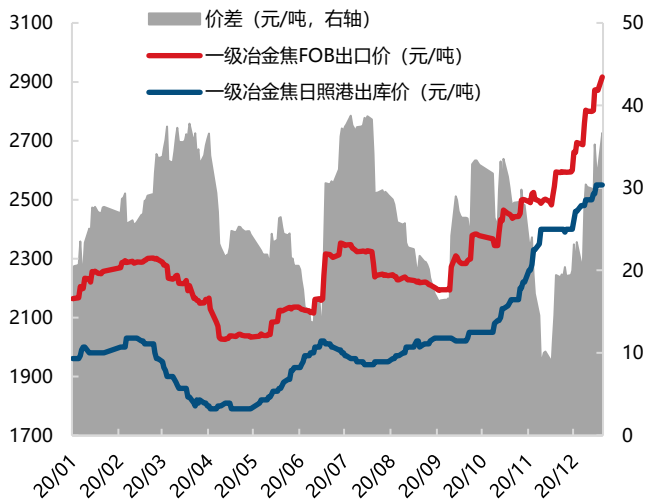
数据来源：海关总署，中信建投期货（数据截至 2020.10）

图表 21：全球粗钢产量恢复明显



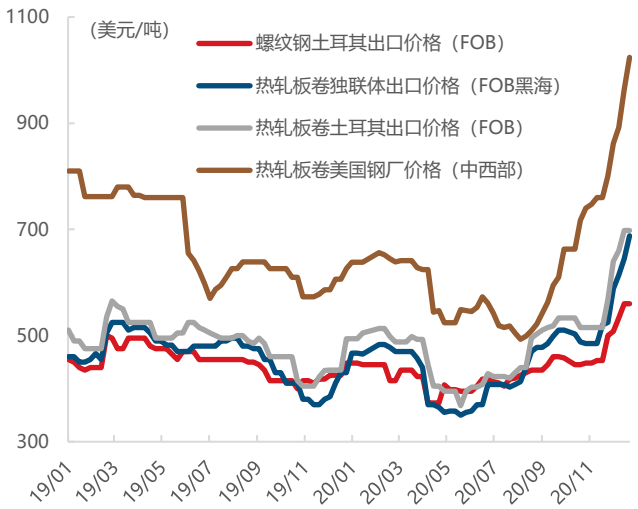
数据来源：国际钢铁协会，中信建投期货（数据截至 2020.10）

图表 22：近期冶金焦出口与港口价差迅速拉开



数据来源：Wind，中信建投期货（数据截至 2020.12.18）

图表 23：近期国际钢材价格上涨加速



数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.18）

总结下来，2020 年底 4.3 米产能集中退出，供应骤减的影响将延续至 2021 年一季度。而新投产能达产周期的时间较长，供需缺口的恢复进度缓慢。预计焦炭明年的供应将前紧后松。除此之外，海外高炉复产对于焦炭出口的拉动同样不可忽略，明年焦炭回归净出口的可能性较高。铁水需求的驱动仍是明年的核心，原料挤压成材利润的方向不变。由于高炉产能明年保有一定的净增量，置换也集中在一季度，这将导致焦炭的供需缺口在上半年达到顶峰，随后在下半年逐渐收窄，直至平衡。我们预计明年焦炭库存将有小幅累库，但需要更多关注库存节奏性的变化给行情带来的影响。

图表 24：2021 年焦炭供需平衡表推演

（万吨）	2017	2018	2019	2020E	2021E
产量	36,672	37,247	40,057	39,657	40,767
净出口	687	821	510	30	500
需求	35,943	36,414	39,463	39,817	40,215
库存变化（年初-年末）	-41	-12	-84	190	-52

数据来源：Mysteel，国家统计局，海关总署，中信建投期货

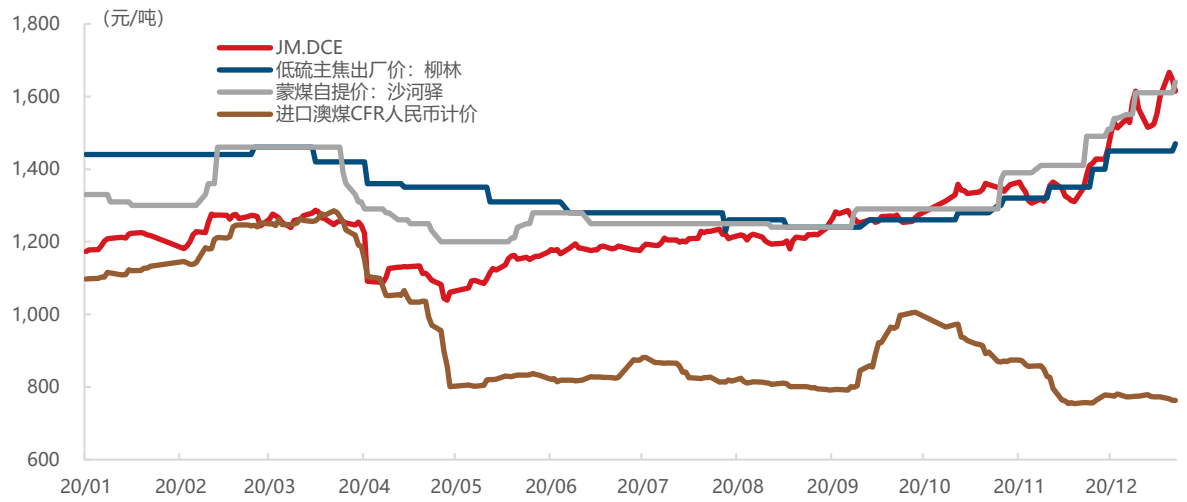
二、焦煤：进口政策难辨，需求驱动确定性更高

2.1 焦煤行情简要回顾

焦煤主力合约全年价格同样呈现先抑后扬的走势。由于焦煤品种繁多，盘面价格对标的锚也时常切换。1-3 月，受国内疫情影响，国产煤运输、开工均受到了海外疫情的爆发导致国际焦煤需求萎靡，澳煤价格断崖

式下跌给出了盘面可观的交割利润，焦煤主力合约也因此对标澳煤运行。然而，澳煤进口形势随后发生了转变，由于去年底大量积压港口的澳煤涌入国内，同时价低质优的澳煤也吸引了国内大量的买家，导致余下的大半年内进口额度不足，澳煤的进口受到了阻碍。除此之外，下半年中澳两国关系愈发紧张，澳煤的进口限制难有缓解的空间。因此，由于进口的缺失，盘面价格自 5 月后便与澳煤价格大幅分化，再次回归国产煤、蒙煤的定价方式。那么在缺少了澳洲优质主焦煤资源的供给，同时蒙煤的进口通关受疫情影响也非一帆通顺，导致低硫主焦煤的供应缺口显现，下半年焦煤主力合约价格一路上扬，直至年底前，炼焦煤结构性短缺的矛盾仍未得到有效解决。

图表 25：焦煤主力合约与对标煤种价格走势

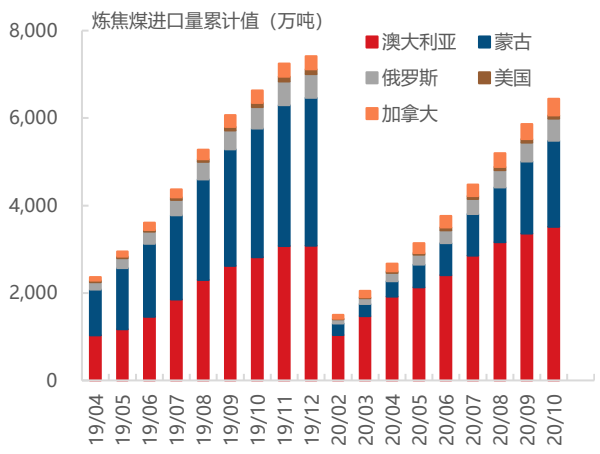


数据来源：Wind，Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.24）

2.2 进口煤不确定性较大，国产煤供应稳步增长

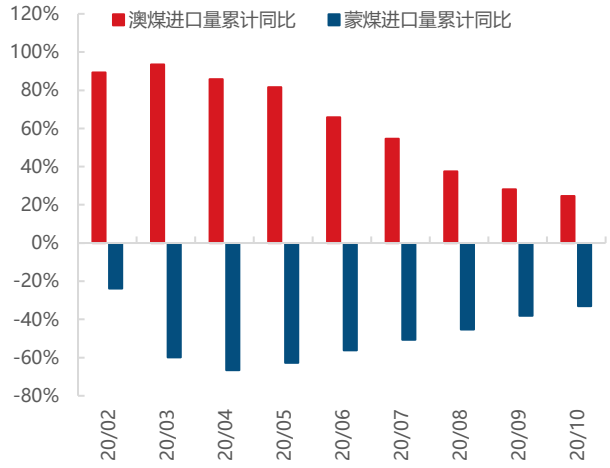
2020 年进口主焦煤的减少是引发炼焦煤结构性紧缺的核心原因，截至 10 月底，进口炼焦煤总量累计同比减少 2.0%。市场更多将进口煤的减少归咎于澳煤的通关限制，但实际上今年澳煤进口总量并不低，1-10 月累计同比仍有 24.6%的增速。这是由于年初通关额度放开后，大量去年底积压在港口的澳煤涌入国内，造成一季度进口澳煤累计同比增幅达到 90%以上。真正导致进口煤减少的主要原因是在于蒙煤进口量的大幅下滑。中蒙边境疫情的频繁扰动使得依靠陆地运输的蒙煤通关受限较为严重，1-10 月进口累计同比减幅达到 33%之多。尽管炼焦煤的供给大部分来自于国内，进口焦煤仅占其中的 10%-15%，但澳煤及蒙煤资源的优质性是其他煤种难以替代的，若进口问题未能得到有效的解决，低硫主焦煤的紧缺将会延续。

图表 26：进口炼焦煤总量下滑明显



数据来源：海关总署，中信建投期货（数据截至 2020.10）

图表 27：进口蒙煤累计同比减幅较大



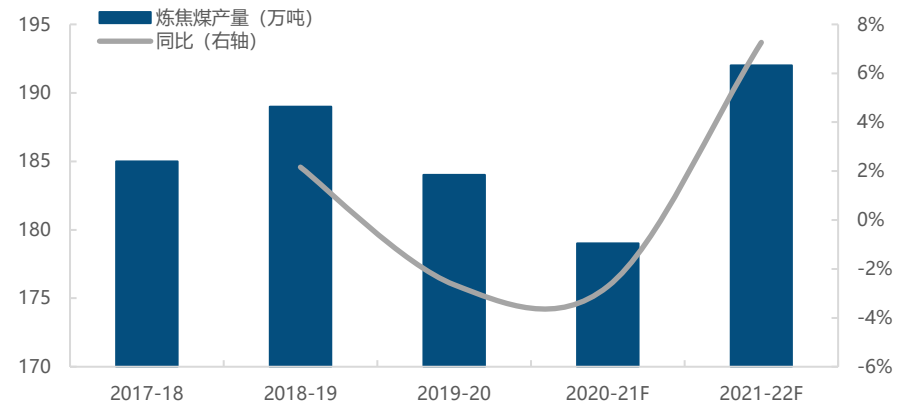
数据来源：海关总署，中信建投期货（数据截至 2020.10）

澳煤核心的问题在于 2021 年中国是否会延续进口限制的政策。从以往的经验来看，每年 1 月份进口额度便会恢复，澳煤得以顺利通关。然而今年中澳关系紧张使得进口政策能否放开变的扑朔迷离，我们对此从两个方面来进行考虑。

第一，中国恢复澳煤进口，低硫主焦煤的供应得以补充。那么短期内，低价澳煤会吸引国内大量的买家，丰厚的交割利润也会使得有资质的机构抛压盘面，主力合约面临对标品种再转移的风险。但盘面的下跌是短暂的，因在中国恢复进口的假设前提下，澳煤价格在明年有望迎来快速复苏，直至填平与国产煤之间的价差。后疫情时代，海外终端需求的恢复必将刺激海外钢厂生产端的需求。但是，由于近两年澳洲炼焦煤出口需求萎靡导致澳洲各大煤矿企业检修增多，产量逐年下滑，并且出于对中国进口政策的不确定性考虑，澳洲大型炼焦煤生产企业诸如 BHP、AngloAmerican 等生产报告中对于明年焦煤生产的预期并非十分乐观。Department of Industry，Innovation and Science, Australia 给出了展望，认为 2020-21 财年澳洲煤矿企业仍有继续减产的预期，而产量将在 2021-22 财年恢复。由于终端需求的刺激对于上游的传导始终是滞后的，2021 年澳煤将迎来供需错配，主要的需求增量将来自于印度、日韩以及欧洲等炼焦煤主消费区，澳煤价格将进一步增长。海外需求的复苏也将一定程度上分流澳洲至中国的发运量，澳煤仍会有少量的缺口，这部分缺口则需要其他海运煤以及蒙煤来填补。

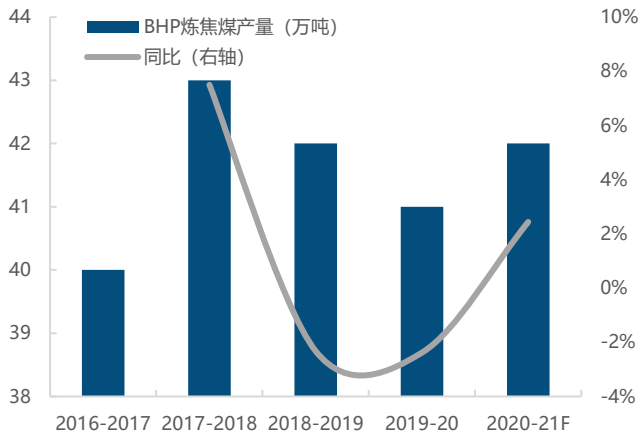
第二，中国延续对澳煤进口的限制。无论是完全限制还是部分限制，澳煤价格与国产煤价格延续分化走势，盘面价格也将不再受到澳煤价格影响。政策限制造成的缺口是蒙煤以及其他海运煤难以去填补的，低硫主焦资源将维持紧缺的格局。

图表 28：预计澳大利亚炼焦煤总产量先减后增



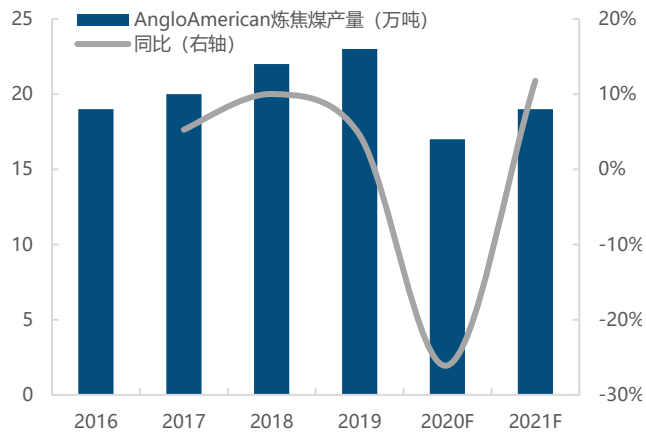
数据来源：Department of Industry，Innovation and Science, Australia

图表 29：BHP 预计炼焦煤产量将小幅回升



数据来源：公司公告，中信建投期货

图表 30：AngloAmerican 预计产量将小幅回升



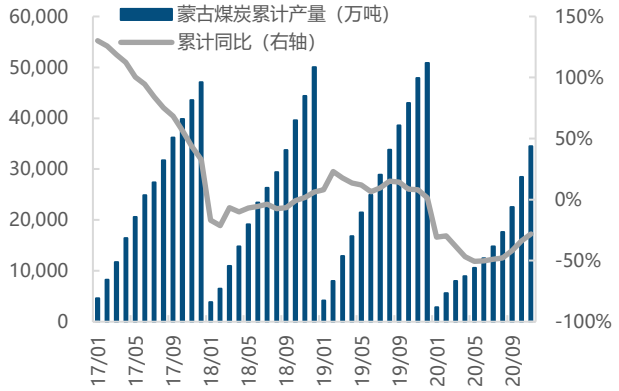
数据来源：公司公告，中信建投期货

在缺少澳煤供应的支撑下，蒙煤毫无疑问成为最合适的替代品。但 2020 年由于新冠疫情的扰动，导致中蒙边境通关受到了极大的影响，蒙煤出口量一季度跌落谷底，即便后半年通关逐渐恢复至正常水平，也难以填补此前巨大的缺口。煤矿端生产因此受到了牵连，1-11 月累计同比减少 28%，但由于出口预期逐渐转好，煤炭生产积极性也进一步提高。与澳煤进口有别之处在于，中蒙两国外交关系无需怀疑，国务院关税税则委员会近期也调整了进口税率方案，对蒙古开始执行亚太贸易协定税率，展现了两国外贸积极合作的态度。除此之外，煤炭出口也是蒙古重要的创汇手段。因此，2021 年无论澳煤进口政策如何发展，蒙煤都将有进一步替代澳煤的趋势。在没有新的不可抗力事件发生的前提下，2021 年蒙煤进口量预计将有显著的增长。

总结下来，2021 年进口煤供应是否仍有缺口将取决于澳煤进口政策的变动。2020 年煤炭供应偏紧的问题不仅仅体现在炼焦煤上，关乎于民生的动力煤也存在同样的问题。保供必然是 2021 年国家的重点任务之一，因此对于澳煤进口一刀切的观点，我们持有怀疑态度。但无论政策如何调整，蒙煤替代澳煤的结构性

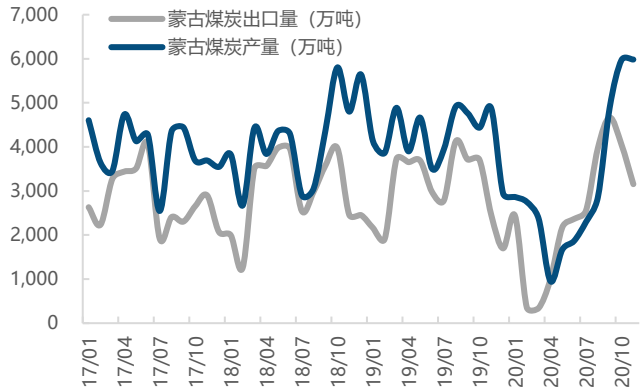
变化可能将成为未来几年中国煤炭进口的新趋势。

图表 31： 蒙煤产量 1-11 月累计同比减 28%



数据来源：蒙古统计局，中信建投期货（数据截至 2020.11）

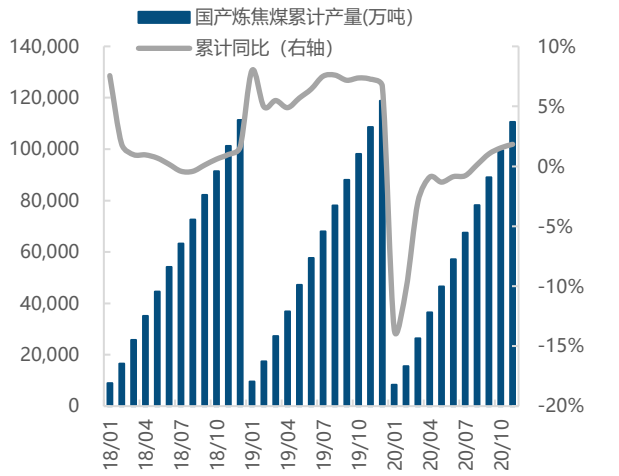
图表 32： 蒙煤出口预计转好带动产量增长



数据来源：蒙古统计局（数据截至 2020.11）

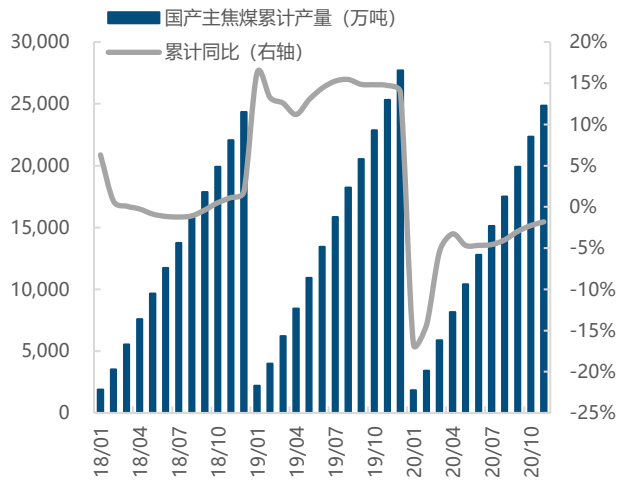
一季度疫情对国内煤矿的开工造成了一定的限制，但随后各大煤矿的生产展开大幅反弹，迅速弥补了此前缺失的产量，1-11 月录得 1.8%的增幅。从国内总供给来看，炼焦煤并非紧缺，但结构上却出现了分化。1-11 月主焦煤产量同比减少 1.8%，尽管主产区山西的产量小幅增加，但其他省份受到落后产能淘汰以及安监力度加强的影响，主焦煤产量出现了不同幅度的减少，而低高硫主焦煤价差的不断扩大也反映出了低硫主焦煤资源的相对紧缺。2021 年，对于煤炭保供的整体方针不会改变，且国内煤矿利润尚可，下游需求有保障的情况下，预计炼焦煤产量将稳步增长。

图表 33： 国产炼焦煤 1-11 月累计同比增 1.8%



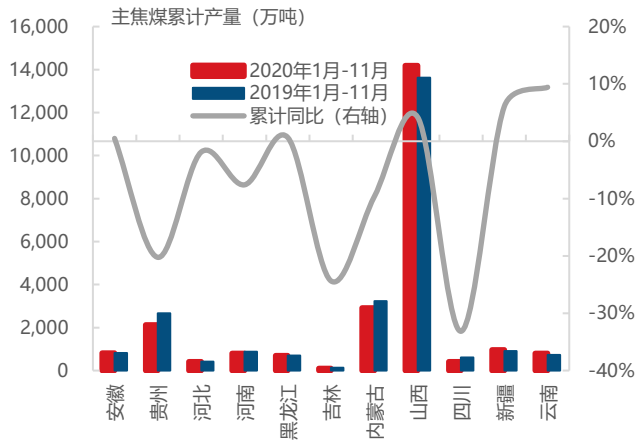
数据来源：国家统计局，中信建投期货（数据截至 2020.11）

图表 34： 国产主焦煤 1-11 月累计同比减 1.8%



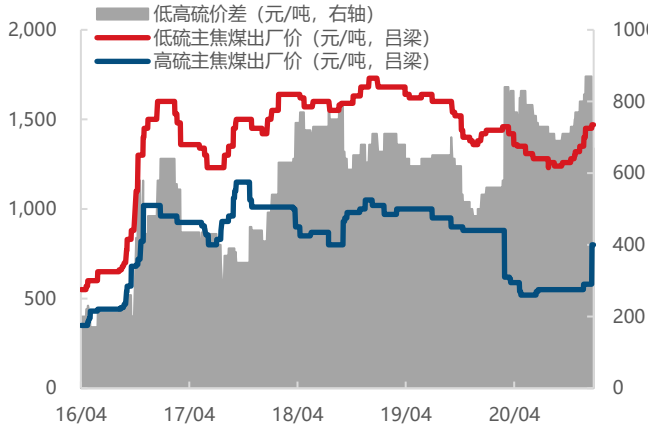
数据来源：国家统计局，中信建投期货（数据截至 2020.11）

图表 35： 多数省份主焦煤产量下滑



数据来源：国家统计局，中信建投期货

图表 36： 低硫主焦煤紧缺度相对明显

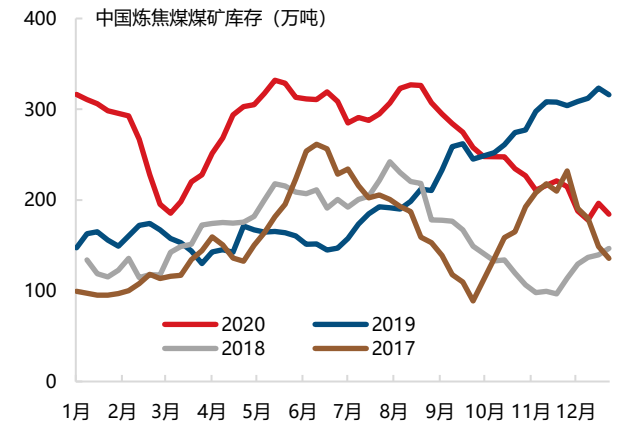


数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.28）

2.3 需求先减后增，路径相对明确

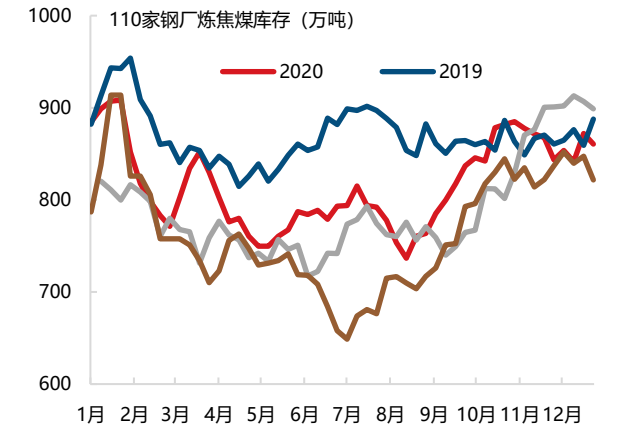
尽管下游焦化行业的供给侧改革给焦化产能带来了缩减，但全年高开工背景下，1-11 月焦炭产量仅有 0.2%的减幅，焦煤的需求仍有保障。而下半年焦化利润普遍处于较高的水平，多数焦企加大采购原料的力度来锁定丰厚的利润，即便是有长协煤稳定供应的钢厂焦化也出现了明显的补库动作，炼焦煤库存由上游不断向下游转移，造就了当前焦企炼焦煤库存相对的高位。2020 年底前以及 2021 年一季度仍有大量的焦化产能待压减，炼焦煤的需求将受到压制，下游可能会出现阶段性的主动去库存动作。但在明年 3 月底前去产能的阶段结束后，剩余的大半年时间内将处于新增产能不断释放的过程，那么炼焦煤需求的增加也会相对确定。

图表 37：炼焦煤矿库存大幅去化



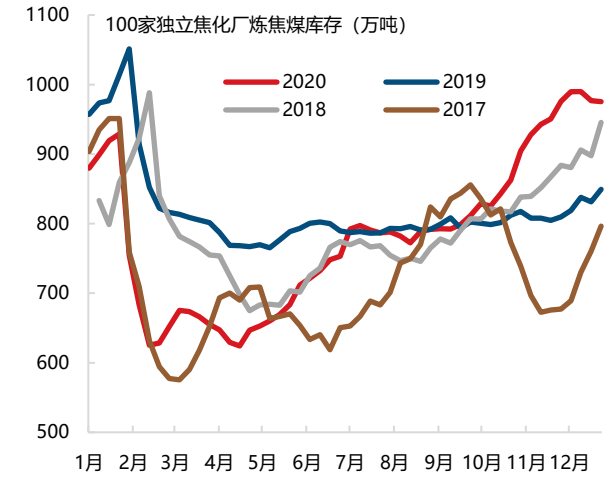
数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.25）

图表 38： 钢厂炼焦煤库存维持稳定高位



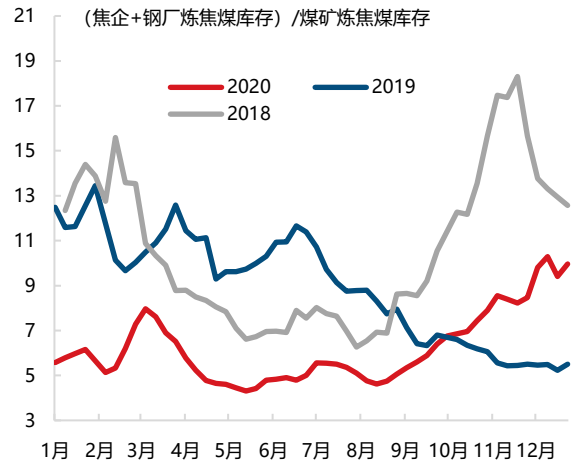
数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.25）

图表 39：焦企炼焦煤补库意向明显



数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.25）

图表 40： 炼焦煤库存向下游转移趋势明显



数据来源：Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.25）

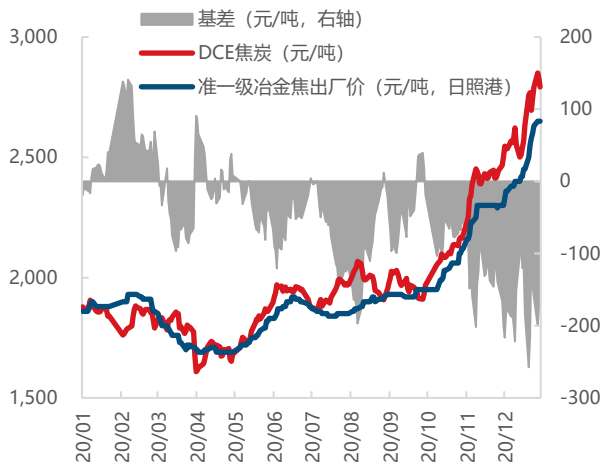
综上所述，中国政府对澳煤进口限制的力度十分关键，这将决定明年进口煤供应缺口的大小。值得注意的是，即便澳煤进口能够完全放开，海外高炉生产的复苏也会分流国内的进口量。阻碍蒙煤进口的唯一关卡是疫情的复发，但在中蒙外交无明显障碍的背景下，蒙煤对澳煤的结构性替代趋势将愈发明显。进口焦煤的供应上限不足但下限较低，是明年炼焦煤供应端最大的变量，而国产煤供应则相对稳定，能够保持稳步增长。焦化产能置换以及高额的焦化利润也使得炼焦煤需求保有一定的增量，2021 年炼焦煤整体供需难以脱离偏紧的格局。

三、2021 年双焦市场展望及投资建议：

今年双焦能够取得如此骄人的成绩，得益于疫情后的宏观驱动以及供给侧改革引发的基本面驱动。尤其是第四季度，“强现实、更强的预期”加速了行情的上涨，使得市场能够持续给出盘面高升水。需要注意的是，市场已过多透支明年海外复苏以及去产能的预期，那么在预期向现实的转变中，现实的兑现将变得尤为关键。尽管我们相信强现实最终能够被印证，但这期间波动性的加大值得投资者警惕。而在明年上半年焦炭缺口的顶部形成之后，“强现实、弱预期”将会成为市场交易的主流形态。届时，期货价格的上涨可能需要依赖现货来驱动，而盘面高升水的阶段也将成为过去。

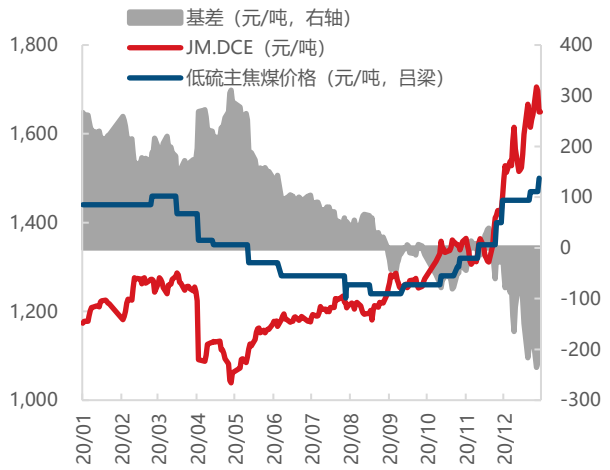
总结下来，明年焦炭供需缺口预计将在上半年达到顶峰，随后逐渐收窄。而焦煤下半年需求端增加的确定性则相对更高，同时海外高炉的快速复产也将抬升全球焦煤价格的底部。因此，基于海外需求复苏、国内供需偏紧的判断，我们将焦煤、焦炭主力合约的目标价格分别上调至 2300 元/吨、3500 元/吨。套利方面，伴随着新投焦化产能的不断释放，建议关注焦炭 2105-2109 正套以及 2109 合约焦化利润缩小的机会。

图表 41：焦炭盘面价格多处于高升水状态



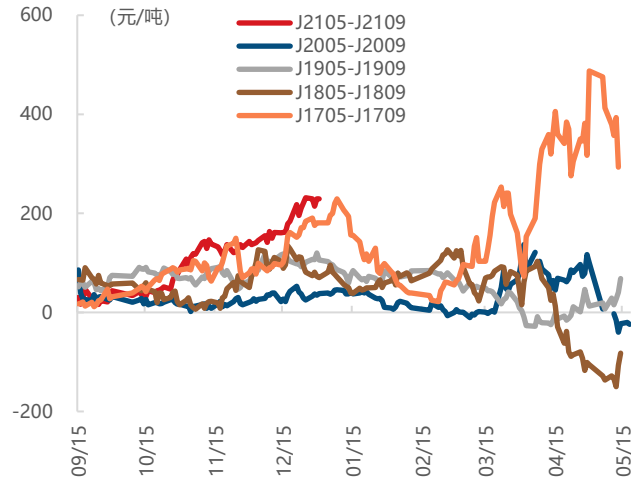
数据来源：Wind，Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.28）

图表 42： 焦煤盘面价格持续升水国产煤价



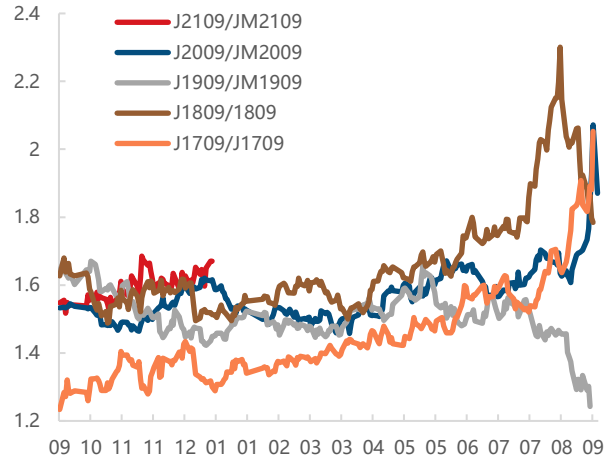
数据来源：Wind，Mysteel，中信建投期货（数据截至 2020.12.28）

图表 43：焦炭 5-9 价差走势



数据来源：Wind，中信建投期货（数据截至 2020.12.28）

图表 44： 09 煤焦比走势



数据来源：Wind，中信建投期货（数据截至 2020.12.28）

风险提示：

全球疫情加剧，海外复产不及预期，终端需求不及预期。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路107号皇冠大厦11楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：上海市自贸试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 8 楼 10-11 单元

电话：021-68765927

湖南分公司

地址：长沙市芙蓉区五一大道 800 号中隆国际大厦 903 号

电话：0731-82681681

南昌营业部

地址：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 室电话：0791-82082701

河北分公司

地址：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

电话：0316-2326908

漳州营业部

地址：漳州市龙文区万达写字楼 B 座 1203

电话：0596-6161566

合肥营业部

地址：安徽省合肥市马鞍山路 130 号万达广场 6 号楼 1903-1905 室

电话：0551-62876855

西安营业部

地址：陕西省西安市高新区高新路 56 号电信广场裙楼 6 层 6G

电话：029-89384301

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街 6 号首创大厦 207 室

电话：010-85282866

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街 180 号国际金融服务中心 1809-1810

电话：0574-89071687

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街 6 号中电信息大厦 9 层 912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：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

电话：0351-8366898

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路 8 号和乔大厦 A 座向东 20 米

电话：010-85951101

济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街 150 号中信广场 A 座六层 611、613 室

电话：0531-85180636

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座大连期货大厦 2901、2904、2905、2906 室

电话：0411-84806305

河南分公司

地址：郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 2205、2211、1910 室

电话：0371-65612356

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路 410 号时代地产中心 20 层自编 2004-05 房

电话：020-28325302

重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路 5 号扬子江商务小区 4 幢 24-1

电话：023-88502030

成都营业部

地址：成都武侯区科华北路 62 号力宝大厦南楼 1802,1803

电话：028-62818708

深圳分公司

地址:深圳福田区车公庙 NEO 大厦 A 栋 11 楼 I 单元

电话：0755-33378736

杭州分公司

地址：杭州市江干区国际时代广场 3 号楼 702 室

电话：0571-28056982

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路 2899 号 1 幢 1601 室

电话：021-33973869

武汉营业部

地址：武汉市江汉区香港路 193 号中华城 A 写字楼 13 层 1301-06、07 号

电话：027-59909521

南京营业部

地址：南京市玄武区黄埔路 2 号黄埔大厦 11 层 D1 座、D2 座

电话：025-86951881

广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西 100 号富力盈泰广场 B 座 1406

电话：020-22922100

上海浦东营业部

地址：上海浦东新区世纪大道 1777 号 3 楼 F1 室

电话：021-68597013

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