



双焦策略报告：2021年10月17日

## 推荐 JM1-5 正套，或择机在右侧做多焦化利润

## 双焦策略报告

本期策略：

品种	观点	策略
焦煤	偏多	单边策略：焦炭（J01）区间操作，焦煤（JM01）建议回调做多；
焦炭	中性	套利策略：推荐焦煤 1-5 正套，或择机在右侧做多焦化利润。

利多因素：

- 焦钢产量比回落，焦企限产预期增强；
- 运输恢复叠加复产意愿下，钢厂补库积极；
- 原料主焦煤企稳、炼焦配煤大幅走高；
- 螺纹-焦炭利润率差值 28%，位于 96% 的历史分位；

利空因素：

- 焦炭整体库存有所增加；
- 主产地秋冬钢厂限产政策超预期；
- 核增 2.2 亿吨产能，四季度预计产量 5500 万吨；
- 传言澳煤限制有所松动，蒙煤进口量持续回升；

不确定性风险：

焦钢限产力度、增产保供效果、蒙煤通关快速恢复等

分析师：赵永均

邮箱：zhaoyongjun@csc.com.cn

电话：023-81157287

期货投资咨询号：Z0014584

联系人：唐惠珽

邮箱：tanghuiting@csc.com.cn

电话：023-81157276

期货从业资格号：F3080720

## 目录

一、投资逻辑.....	2
1、焦钢产量比回落，库存低位续增.....	2
2、焦煤缺口短期难改善，价格政策顶上升.....	2
3、JM01 可轻仓短多，等待做多焦化利润机会，推荐焦煤 1-5 正套.....	3
二、行情回顾.....	5
三、宏观数据.....	6
四、双焦基本面数据.....	7
1、焦煤库存低位续降，焦炭库存继续回升.....	7
2、焦钢产量比继续回落，驱动中性向上.....	9
3、钢焦利润均遭挤压.....	10
4、终端需求不佳，市场情绪偏空.....	10
5、双焦贴水修复，近远价差偏强，煤焦比转向.....	12

## 一、投资逻辑

### 1、焦钢产量比回落，库存低位续增

1) 焦钢产量比回落，库存低位续增。山东再次下发焦炭产量控制通知，部委入驻山西吕梁督查，前期暴雨导致运输受阻，部分焦化厂因原料到货不佳被动限产；山西内蒙湿熄焦有暗降现象，其余地区焦企多正常生产，出货积极。需求端，周四新增江苏钢厂或执行停减产，区域需求继续下滑；钢厂限产持续，力度边际减弱，但短期仍大于焦企，运输恢复叠加复产意愿下补库积极；周五港口焦炭报价预涨一轮，暂无成交，贸易商惜售情绪渐浓。

当前，焦企继续累库但幅度放缓，位于同期最高水平；钢厂库存续降，港口库存暂稳；焦炭总库存月度平均值为 965 万吨，焦炭最新总库存达到 1002 万吨，较上周显著增加；焦炭库存驱动中性向下。据测算，9 月焦炭月度供需缺口走扩至 95 万吨，前值 17 万吨。综上，当前焦炭供需双弱，然焦钢产量比回落，库存低位略增，供需维持紧平衡。

2) 钢厂对焦价打压情绪一般，焦价有反弹迹象。成材利润较高、略有下滑，原料主焦煤企稳、炼焦配煤受电煤保供影响大幅走高，焦价有反弹迹象；当前螺纹-焦炭利润率差值 28%，位于 96% 的历史分位，钢厂对焦价打压情绪一般，焦炭上方空间较高。

展望后市，供给端，山西部分焦化厂接到通知 22 年 1-3 月限产 70%，山西地区焦炭供应收紧预期增强；山东发布蓝天保卫行动计划，2025 年退出产能约 650 万吨；后期焦企秋冬限产政策陆续出台。需求端，两部门通知京津冀及周边钢铁企业错峰生产，要求比例不低于去年同期产量 30%。供需双弱仍是常态，持续偏紧或是趋于宽松取决于阶段执行力度。

综合来看，焦炭供需双弱，库存低位续增，然焦钢产量比回落，供给收紧预期增强，市场逐渐惜售；原料紧缺限制供给增量，并提供成本支撑，煤焦比略有反弹；当前钢焦利润率差值仍在历史高位，焦炭易涨难跌，等待做多焦化利润机会。

### 2、焦煤缺口短期难改善，价格政策顶上升

1) 库存驱动向上，电煤保供支撑焦煤。供给端，山西晋中高速路施工管制、发运受阻，矿山库存增加；中蒙通关口岸车辆及蒙煤库存持续回升，市场成交不佳。需求端，下游钢厂限产稍有放松，焦企产能利用率下滑；厂内到货不足，加之冬储需求，后期补库预期较强；保供需求大，市场可交易量小，支撑煤价。

本周，洗煤厂和煤矿库存显著增加，钢厂库存由升转降，港口库存续降，焦化厂库存降幅收窄，整体库存低位续降；库存驱动向上。

2) 远期供给增加预期强，警惕进口增量及需求回落风险。展望后市，供给端，安监局称核增 2.2 亿吨产能，四季度预计产量 5500 万吨，然市场测算其仍不足以弥补动力煤缺口；市场传言澳煤限制有所松动，蒙煤进口量持续回升，或进一步缓解国内供需缺口。需求端，钢厂限产对焦煤的需求减量较大，但焦煤需求韧性较强；焦炭产能持续投产，利润尚存时焦企生产积极，然一旦焦企秋冬限产力度超预期，焦煤需求将大幅回落。

综合来看，电煤保供下焦煤产量低位，主焦煤暂稳运行，炼焦配煤大涨，煤矿产能释放缓慢；288 口岸通关量恢复，非澳进口强劲，进口缺口收窄；库存由升转降，供需缺口短期难有改善，价格政策顶上升。

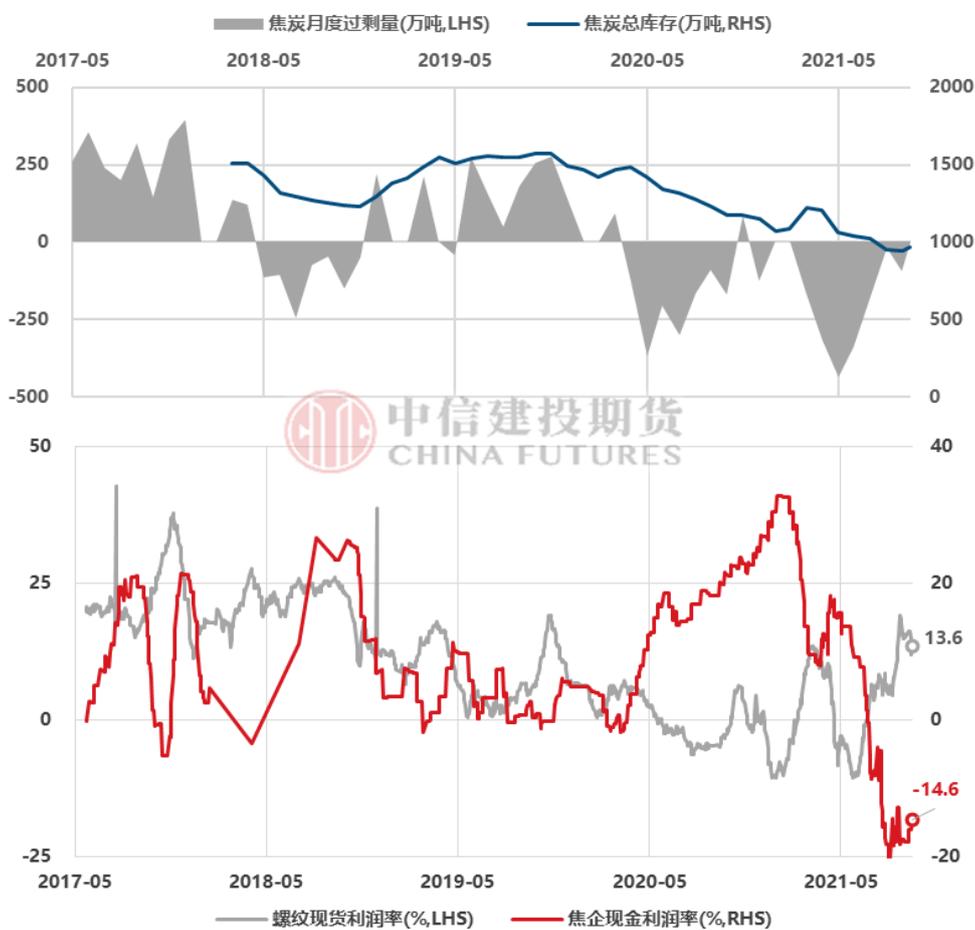
### 3、JM01 可轻仓短多，等待做多焦化利润机会，推荐焦煤 1-5 正套

本周，双焦现货高位震荡，供给端利好消息催化下，盘面强势上涨修复贴水。

**单边策略建议：**1) 焦煤仓单价格 3907 元/吨，蒙 5#精煤 3640 元/吨，盘面贴水仓单价格 342 元/吨，贴水蒙 5#精煤港口价 295 元/吨，考虑动力煤深度贴水带动，焦煤（J01）建议回调做多，然考虑盘面焦化利润较低，上行空间有限。2) 焦炭仓单价格 4324 元/吨，日照港准一 3950 元/吨，盘面贴水仓单价格 188 元/吨，升水港口价格 186 元/吨；焦炭短期有一些利多的消息，然下游钢厂限产力度大，需求端有大幅削减预期，叠加限产计划实际实施力度无法保证，不建议持续做多，建议阶段性区间操作。

**套利策略建议：**1) 建议焦化利润目前暂不做多，因为焦煤高价仍是支撑焦炭上涨的主要动能，需要等到转向机会加强，右侧入场做多焦化利润，或需等待蒙煤进口量或国内供给增量达到预期。2) 多螺纹空焦炭阶段性机会已走完，建议观望。3) 跨期套利：进入 10 月以来，近远价差震荡走高，然明年 1-3 月限产政策推高了焦炭远月合约价格，焦炭跨期套利机会较小，考虑远月焦煤供强需弱预期，可关注焦煤 1-5 正套。

图 1: 焦炭供需缺口、总库存及钢焦利润率 (万吨, %)



数据来源: Wind, 中信建投期货; 数据截至 2021-10-15

注: 焦炭总库存为 30 天移动平均值

## 二、行情回顾

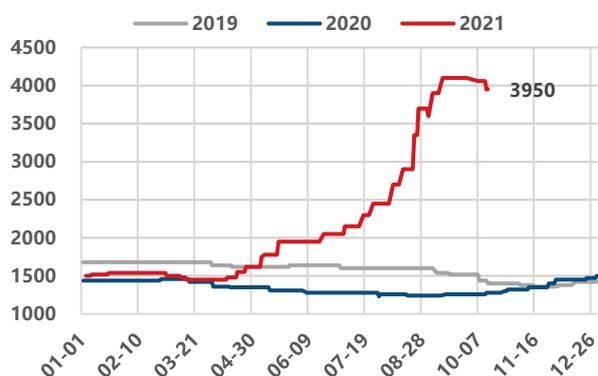
本周，双焦现货高位震荡，供给端利好消息催化下，盘面强势上涨修复贴水。截至10月15日，盘面焦煤01合约收盘价3614点，环比上周+14.5%，吕梁低硫主焦煤汇总价为3950元/吨，环比上周-110元/吨，炼焦配煤竞拍价格回暖；盘面焦炭01合约收盘价4105.5点，环比上周+17.1%，日照港准一级冶金焦出库价为3950元/吨，环比上周暂无波动，周五港口报价预涨一轮，市场传言下周河北某焦化厂或开启一轮提涨。

图 2：焦煤主力合约盘面走势



数据来源：Wind，中信建投期货

图 3：焦煤现货走势（元/吨）



数据来源：Mysteel，中信建投期货

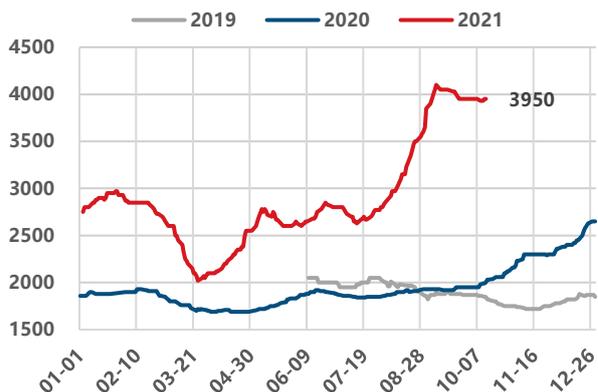
注：“焦煤现货”是指吕梁低硫主焦煤汇总价(含税)

图 4：焦炭主力合约盘面走势



数据来源：Wind，中信建投期货

图 5：焦炭现货走势（元/吨）

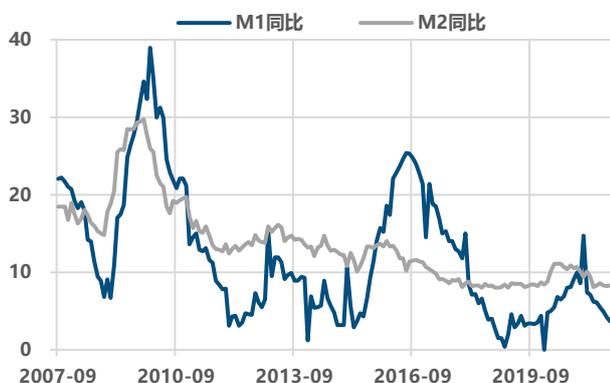


数据来源：Mysteel，中信建投期货

注：“焦炭现货”是指日照港准一级冶金焦出库价(含税)

### 三、宏观数据

图 6: 中国 M1 与 M2 同比增速 (%)



数据来源: 中国人民银行, 中信建投期货

图 7: M1 与 M2 增速差值&CPI



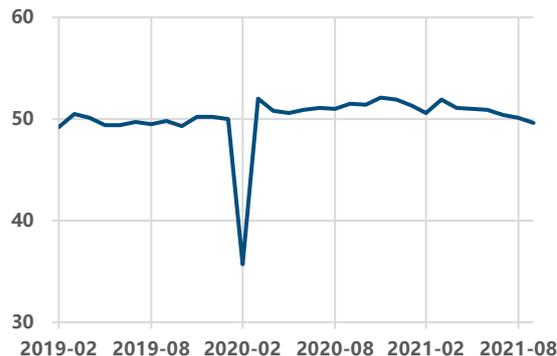
数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

图 8: 工业企业月度利润累计值 (亿元)



数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

图 9: 中国制造业采购经理指数 PMI 走势



数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

## 四、双焦基本面数据

### 1、焦煤库存低位续降，焦炭库存继续回升

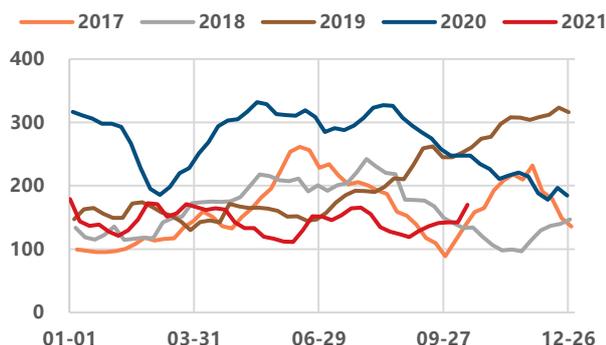
焦煤方面，本周，洗煤厂和煤矿库存显著增加，钢厂库存由升转降，港口库存续降，焦化厂库存降幅收窄，整体库存低位续降；港口库存处于同期中高位水平，煤矿库存处于同期中低位水平，其余库存均在同期最低位置。焦煤库存驱动中性向上。

表格 1：焦煤库存信息汇总（万吨）

焦煤库存	最新值	周环比	月环比	年同比	同期平均水平
洗煤厂	157.26	17.56	22.76	-70.15	193.64
煤矿库存	169.78	27.34	33.35	-77.61	226.00
焦化企业	1346.57	-22.66	-32.57	-463.49	1597.61
港口	398.00	-7.00	-36.00	56.00	501.00
钢厂	883.56	-11.41	4.32	-297.01	1065.10

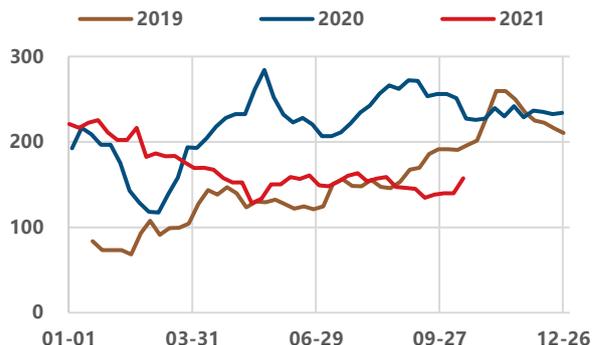
数据来源：Wind、Mysteel，中信建投期货

图 10：煤矿炼焦煤库存（万吨）



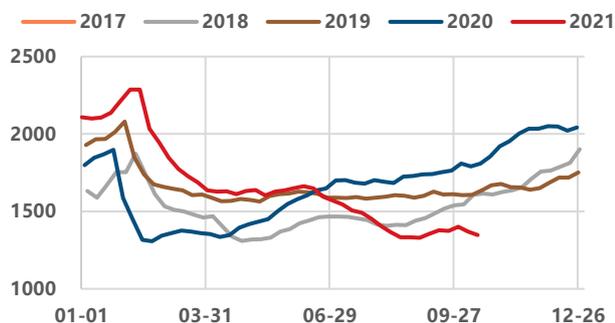
数据来源：Myteel，中信建投期货

图 11：样本洗煤厂炼焦煤库存（110家；万吨）



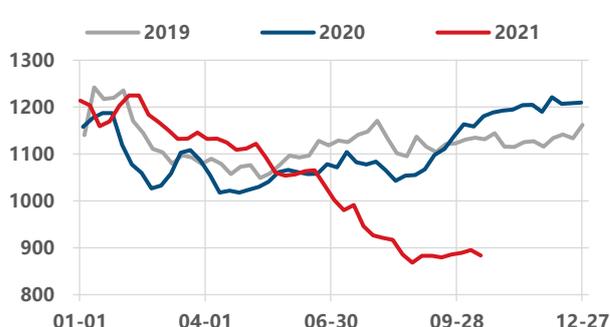
数据来源：Myteel，中信建投期货

图 12：独立焦化厂焦煤库存（万吨）



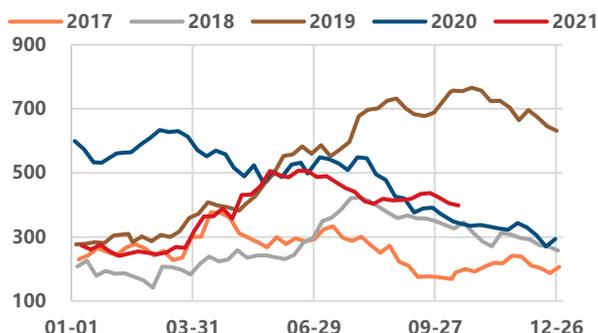
数据来源：Myteel，中信建投期货

图 13：样本钢厂炼焦煤库存（247家；万吨）



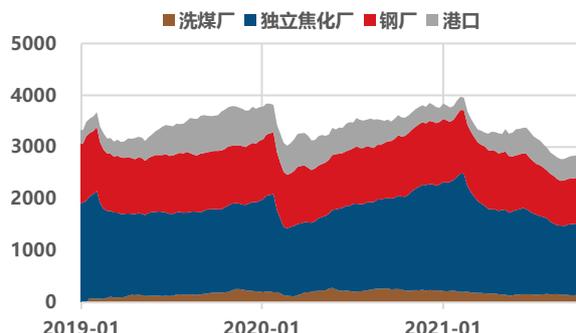
数据来源：Myteel，中信建投期货

图 14: 港口炼焦煤库存 (北方六港; 万吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 15: 炼焦煤总库存 (万吨)



数据来源: Wind、Myteel, 中信建投期货

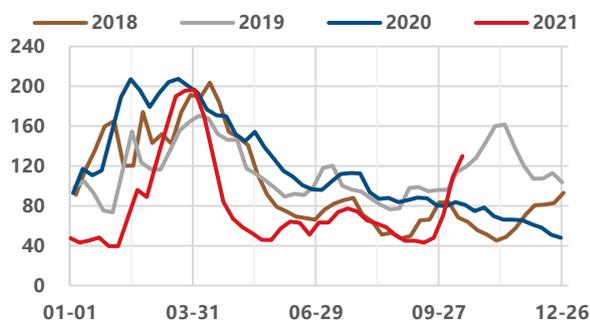
焦炭方面, 前期山西暴雨影响运输, 本周焦企继续累库但幅度放缓, 位于同期最高水平; 钢厂库存续降, 港口库存暂稳, 仍位于历史极低位; 焦炭库存驱动中性向下。

表格 2: 焦炭库存信息汇总 (万吨)

焦炭库存	最新值	周环比	月环比	年同比	同期平均水平
焦化企业	130.04	21.40	86.91	46.42	110.25
港口	135.50	0.50	-14.50	-109.00	274.93
钢厂	736.74	-2.97	2.19	-123.56	862.68

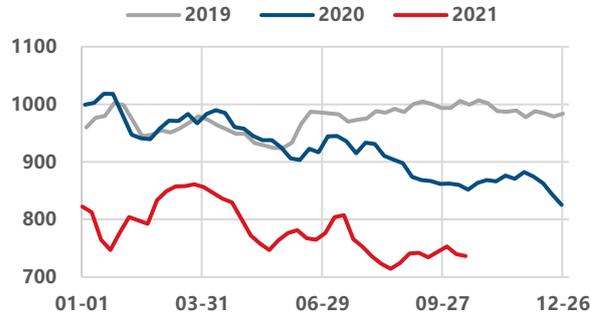
数据来源: Wind、Mysteel, 中信建投期货

图 16: 独立焦化厂焦炭库存 (万吨)



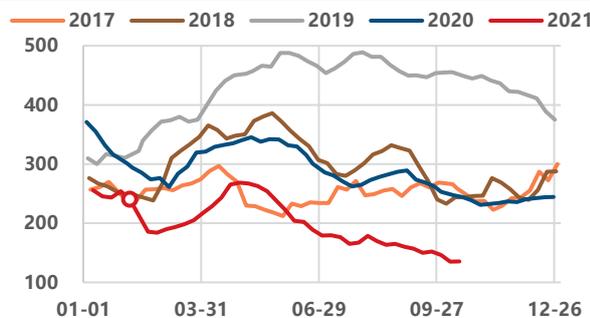
数据来源: Mysteel, 中信建投期货

图 17: 样本钢厂焦炭库存 (247 家; 万吨)



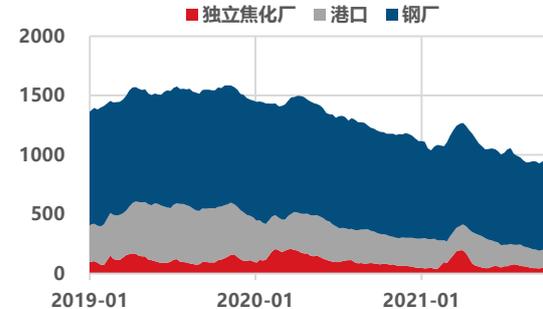
数据来源: Mysteel, 中信建投期货

图 18: 港口焦炭库存 (北方四港; 万吨)



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 19: 焦炭总库存 (万吨)



数据来源: Wind、Mysteel, 中信建投期货

## 2、焦钢产量比继续回落，驱动中性向上

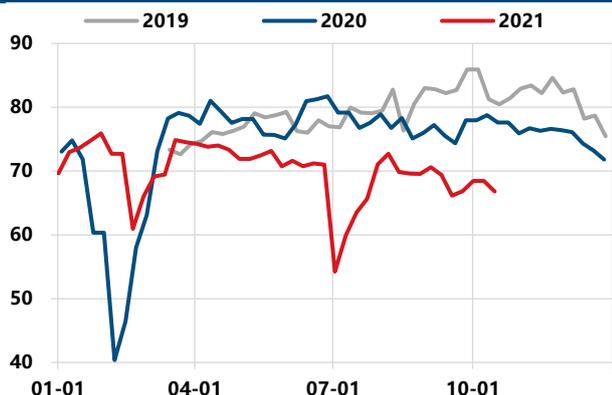
本周，洗煤厂产能利用率下滑，主产地保供增产进行中，预计焦煤产量或小幅回升。部委入驻山西吕梁督察，受暴雨影响山西部分焦企原料煤不足主动限产，华东地区焦化厂限产持续，独立焦化厂产能利用率下滑；江苏限产放松传言不断，实际仍维持较高限产力度，高炉产能利用率继续回升；焦钢产量比继续回落，驱动中性向上。

表格 3：产能利用率及日均产量（%）

产能利用率/日均产量	最新值	周环比	月环比	年环比	同期平均水平
洗煤厂	66.81	-1.65	0.65	-10.79	74.96
独立焦化厂	74.38	-1.37	-0.47	-13.25	80.52
钢厂高炉	80.66	0.72	-2.93	-12.54	85.72
独立焦化厂日均焦炭产量	63.30	-0.91	-0.21	-14.78	71.34
钢厂日均铁水产量	216.22	1.92	-8.38	-31.87	228.67

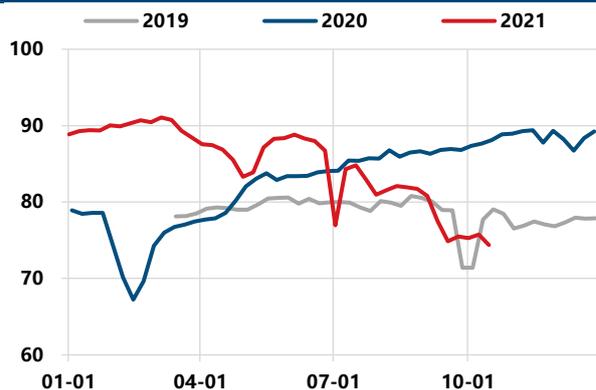
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 20：洗煤厂产能利用率（%）



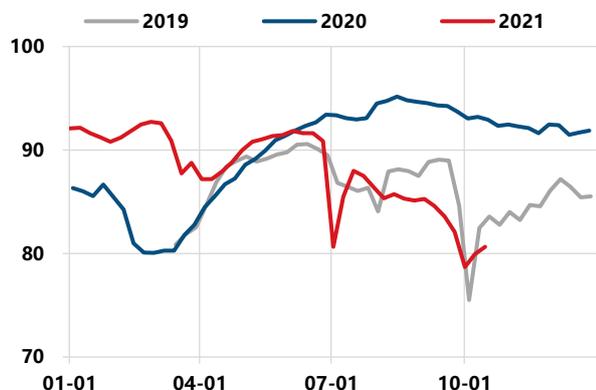
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 21：独立焦化厂产能利用率（%）



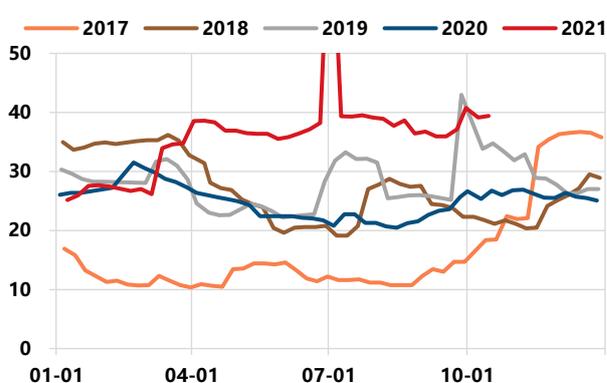
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 22：钢厂高炉产能利用率（%）



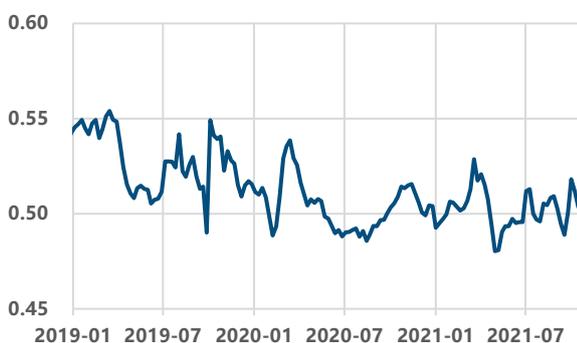
数据来源：Mysteel，中信建投期货

图 23：河北高炉检修量（万吨）



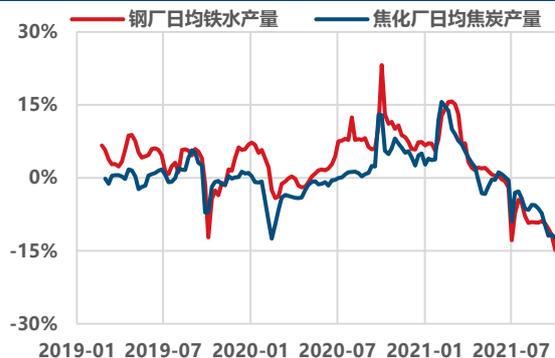
数据来源：Wind，中信建投期货

图 24: 焦钢产量比



数据来源: Mysteel, 中信建投期货

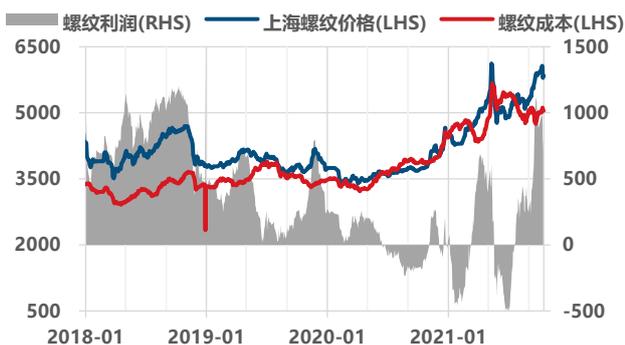
图 25: 钢厂、焦化厂日均产量同比增速 (%)



数据来源: Mysteel, 中信建投期货

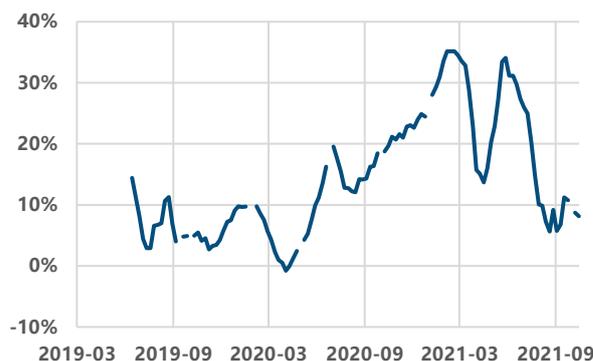
### 3、钢焦利润均遭挤压

图 26: 螺纹现货利润 (元)



数据来源: Wind, 中信建投期货

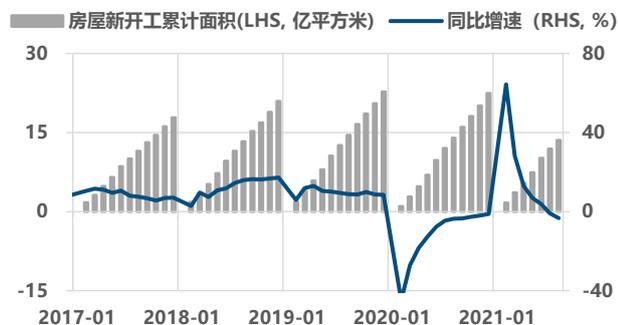
图 27: 吨焦利润率 (%)



数据来源: Wind, 中信建投期货

### 4、终端需求不佳, 市场情绪偏空

图 28: 房屋新开工面积及同比



数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

图 29: 房屋投资完成额及同比



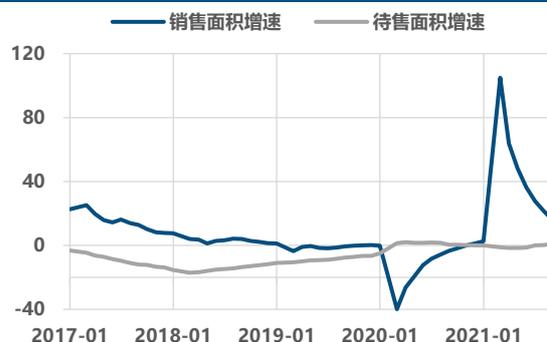
数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

图 30: 房屋竣工累计面积及同比



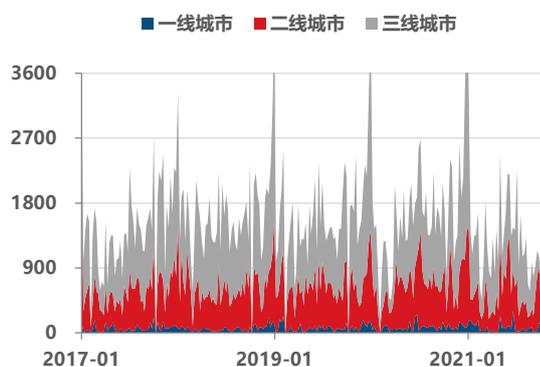
数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

图 31: 房屋销售及待销面积累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

图 32: 成交土地占地面积 (万平方米)



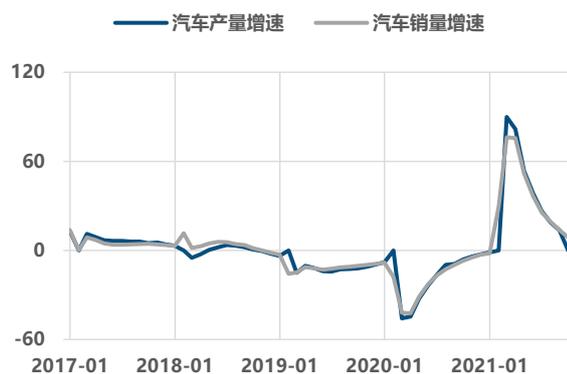
数据来源: Wind, 中信建投期货

图 33: 基础设施建设投资累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

图 34: 汽车产量和销量累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

图 35: 家电产量累计同比 (%)

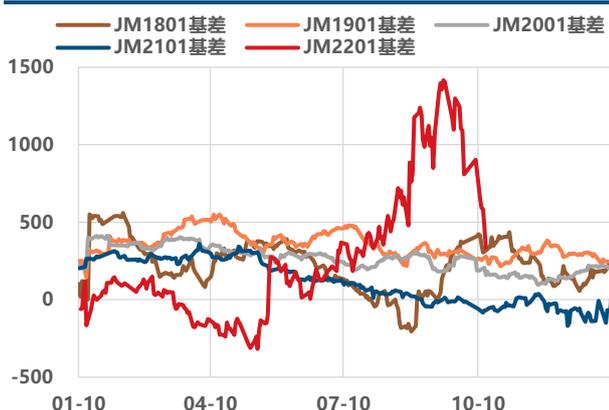


数据来源: 国家统计局, 中信建投期货

## 5、双焦贴水修复，近远价差偏强，煤焦比转向

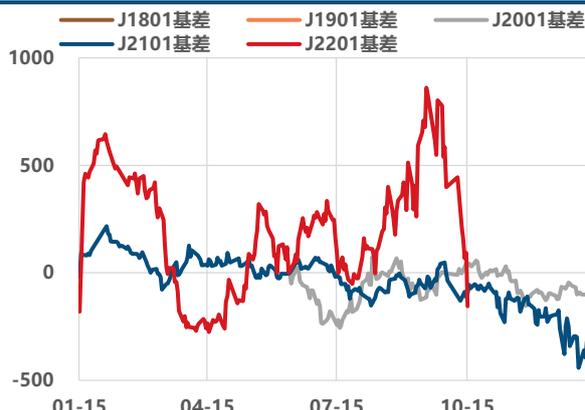
基差方面，国庆长假后再现走扩迹象，整体贴水幅度在历史较高位（66%、78%），随后在本周基差快速收敛，截至周五基差修复至历史中低位（36%，8%）。主要原因是焦煤现货企稳且有反弹迹象，叠加焦炭供给端利好消息催化，盘面强势拉涨向上修复。

图 36：焦煤主力合约基差



数据来源：Mysteel、Wind，中信建投期货

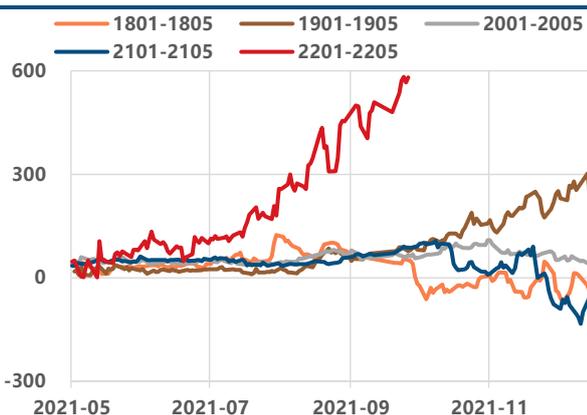
图 37：焦炭主力合约基差



数据来源：Mysteel、Wind，中信建投期货

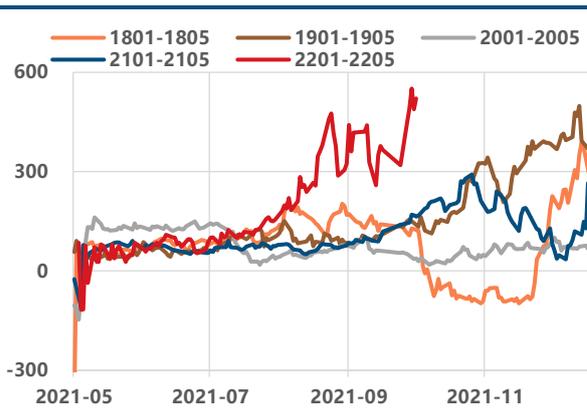
价差方面，焦煤近远价差震荡走强，焦炭近远价差横幅整理，后受消息面驱动向上突破。市场对远期焦煤供需改善的预期强烈，但对焦炭紧缺缓解信心不足。然明年 1-3 月限产政策推高了焦炭远月合约价格，焦炭跨期套利机会较小，考虑远月焦煤供强需弱预期，可关注焦煤 1-5 正套。

图 38：JM01 合约与 JM05 合约价差



数据来源：Wind，中信建投期货

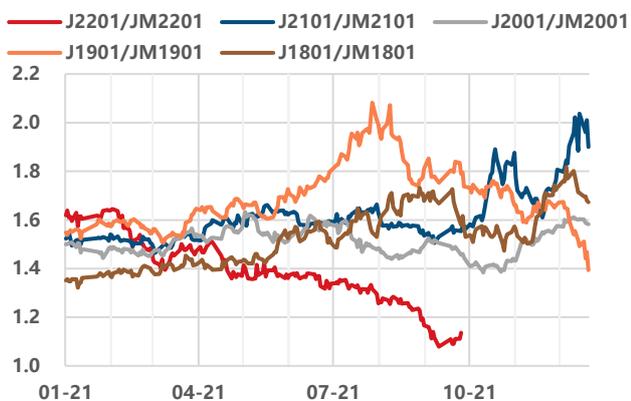
图 39：J01 合约与 J05 合约价差



数据来源：Wind，中信建投期货

比价方面，煤焦比上移至 1.14，有触底反弹之势，位于历史较低位（12%），钢焦比大幅下挫至 1.34，位于历史极低位。建议焦化利润目前暂不做多，需要等到转向机会加强，右侧入场做多焦化利润，主要原因：当前原料煤的成本支撑仍是焦炭上涨的主要动能之一，需等待蒙煤进口量或国内供给增量达到预期。多螺纹空焦炭阶段性机会已走完，建议观望。

图 40: J01 合约与 JM01 合约比价



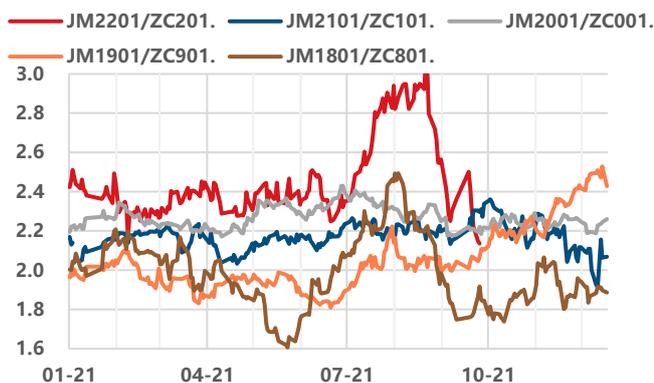
数据来源: Wind, 中信建投期货

图 41: RB01 合约与 J01 合约比价



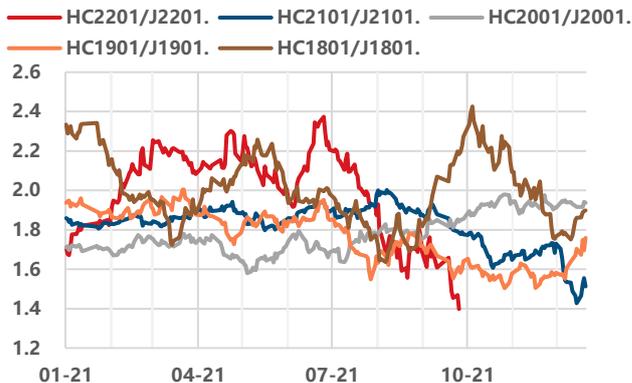
数据来源: Wind, 中信建投期货

图 42: JM01 合约与 ZC01 合约比价



数据来源: Wind, 中信建投期货

图 43: HC01 合约与 J01 合约比价



数据来源: Wind, 中信建投期货

## 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	长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903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东漳州碧湖万达广场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**