

2021 年 3 月 25 日

中期焦炭供需宽松，期价弱勢难改

内容提要

一季度，焦炭现货供应增加，焦炭产量 1-2 月同比增加 10%以上，需求端，年初工信部为落实碳达峰碳中和政策，要求钢铁年度产量负增长，环保部限产政策严格落实，特别是河北唐山地区，焦炭需求被大幅压缩。焦炭库存大幅回升，现货连续 6 轮提降落地，市场悲观情绪严重。港口准一价格从年初的 2950 上方高位回落，目前报价为 2100，降幅超过 850，贸易商囤货意愿较低。一季度期货 J2105 最高 3036，最低 2096.5，波动幅度达到 939.5。我们在年报中认为焦炭会高位回落，但焦炭回落的幅度超出预期，“焦炭指数上半年运行区间为 2400-2850，下半年运行区间为 2150-2500”，主因工信部年度钢产量负增长的政策影响。我们在 1 月的追踪报告中对焦炭观点进行了修正，认为焦炭已经见顶将中期转弱。

展望 2021 年二季度，焦炭供给依然宽松，4-6 月新增产能 1190 万吨，超过一季度的 947 万吨，焦企开工率虽然短期回落，但仍处于较高水平，预计二季度焦炭产量维持高增速的概率较大。需求方面，环保限产或成为常态，由于 1-2 月钢铁产量依然高增速，未来钢产量额度被挤占，只有保持负增长 1.6%以上的速度方能完成工信部指标，二季度的钢产量被压缩的概率较大，焦炭需求前景不佳。库存方面，焦炭行业库存一季度已经拐头向上，二季度供需宽松，库存继续向上概率较大。二季度，焦炭基本面偏弱格局难改，供需宽松，库存累库，现货承压，期货方面，焦炭 2105 难以复制 2009 和焦炭 2101 合约高位交割的行情，贴水交割的概率较大，投资者需注意现货价格对盘面的影响。焦炭 2109 合约将体现焦炭供需面逻辑和预期，策略上属于空头配置，节奏上需参考钢材价格走势灵活调整。

风险提示

宏观不确定性；财政政策和货币政策不确定性；行业政策不确定性

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

王工建

· 从业资格编号 F3075033

· 投资咨询编号 Z0016098



请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

我们在 2021 年年度报告《焦化去产能接近尾声，焦炭供给长期改善》中指出“十四五期间国内经济将以内循环为主导，从以投资出口驱动转向以消费创新驱动为主。这种转变意味着投资项下的建筑用钢需求未来五年内将逐步趋弱”，认为焦炭供给将长期得到改善，焦炭库存将逐步见底，随着供需关系持续改善，焦炭价格将逐步承压。回顾一季度，焦炭期货和现货价格先后下跌，印证了我们的判断，但幅度超出预期。

年初工信部提出 2021 年钢铁产量负增长，利空焦炭需求，同时焦化行业去产能任务基本结束，供给中长期将获得改善，焦炭供需格局急转直下，焦炭期货短暂冲高后大幅下挫。焦炭 2105 合约在 1 月 6 日盘中涨至 3000 上方，随后展开快速下跌行情，1 月收于 2554（下跌 272），2 月宽幅震荡，收 2531.5（下跌 22.5），三月延续弱势，截至 24 日最低 2096.5（最大下跌 435）。

现货市场的价格表现相对滞后，2 月初第一轮提降落地，进入三月份连续多轮提降快速落地，截至 3 月 24 日累计提降 6 轮落地，港口下跌 850 元（最高 2950），山西吕梁现货下跌 600（最高 2700），唐山现货下跌 600（最高 2740）。随着现货价格补跌，焦炭基差高位回落，基差（现货-05）最低下跌至 100 下方（二月初最高 550 附近）。

二、宏观环境分析

1. 基建投资稳定增长，保障了建筑用钢的稳定

我们在年报中指出“2021 年上半年政府将继续实施积极的财政政策，但随着经济企稳，财政政策将会逐步收回，地方债的发行总量也将减少，全年基建投资维持增长的势头不变，但增速将放缓，基建用钢的需求将小幅增长”。从公布的数据来看，2021 年 1-2 月全国固定资产投资（不含农户）45236 亿元，同比增长 35%，超过 2019 年同期的 44849 亿元。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 36.6%。其中，水利管理业投资增长 47.2%；公共设施管理业投资增长 42.3%；道路运输业投资增长 30.7%；铁路运输业投资增长 52.9%。基建投

资数据向好，支撑了黑色产业终端需求。

图 1：固定资产投资大幅改善

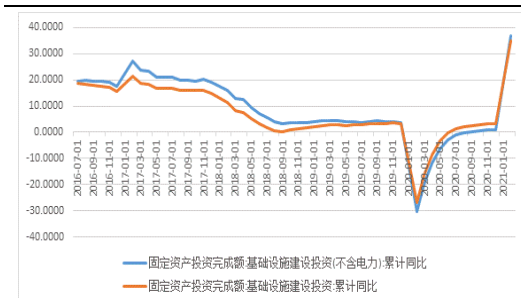
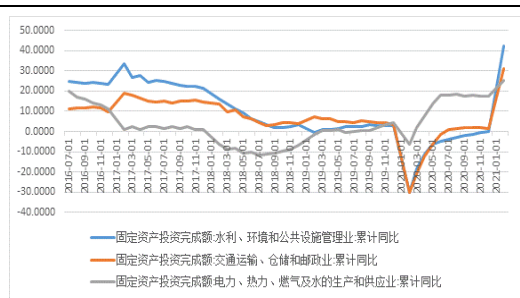


图 2：基建投资各项表现优异



资料来源：统计局，优财研究院

2. 房地产投资依然强势

我们在年报中对于房地产投资进行分析，虽然认为增长的态势有望延续到 2021 年，但更多的关注了政策方面的压力，对 2021 年房产投资的增速持保守态度，但 1-2 月的数据表现亮眼。房地产开发投资完成额 13986 亿元，累计增长 38.3%，2019-2020 年同期数据分别为 12090 和 10115 亿元，今年房产投资远超同期水平，施工、新开工、销售分项数据均较好。1-2 月份，房地产开发企业房屋施工面积 770629 万平方米，同比增长 11.0%。其中，住宅施工面积 542503 万平方米，增长 11.2%。房屋新开工面积 17037 万平方米，增长 64.3%。其中，住宅新开工面积 12736 万平方米，增长 68.5%。房屋竣工面积 13525 万平方米，增长 40.4%。其中，住宅竣工面积 9862 万平方米，增长 45.9%。商品房销售面积 17363 万平方米，同比增长 1.05 倍；比 2019 年 1-2 月份增长 23.1%，两年平均增长 11.0%。其中，住宅销售面积增长 1.08 倍，办公楼销售面积增长 56.4%，商业营业用房销售面积增长 66.4%。房产投资稳中有涨，对带动黑色产业终端消费有积极的作用。

图 3：房屋新开工快速恢复

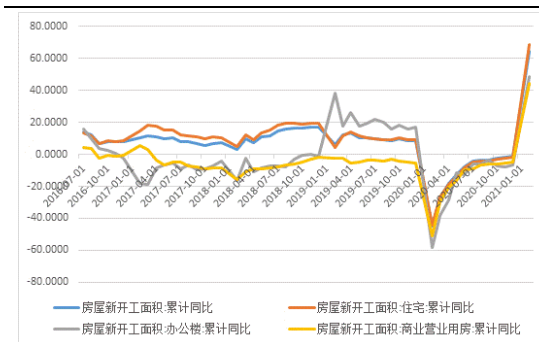
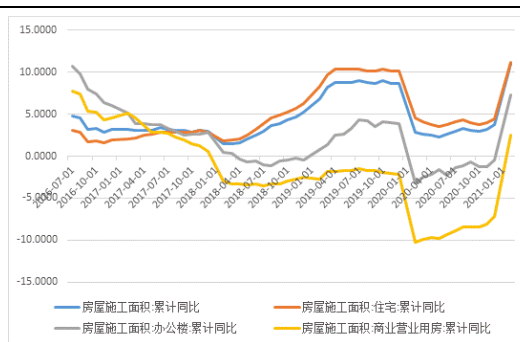


图 4：房屋施工面积保持稳定

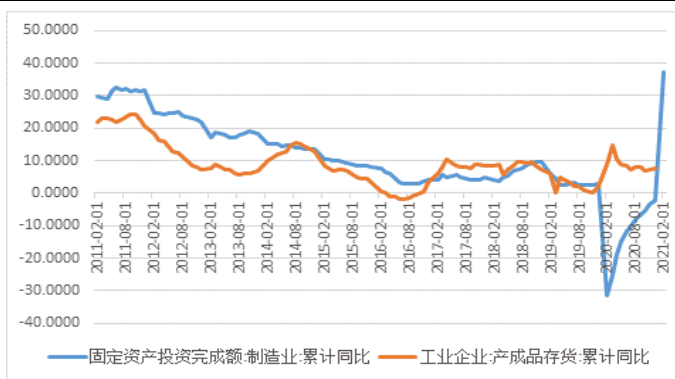


资料来源：统计局，优财研究院

3. 制造业投资如期走强

我们在年报中提出“从制造业相关行业来看，汽车、家电行业处于上升期，工程机械行业处于高峰期，总体需求前景向好。随着我国经济以内需为主导，基建和房地产投资增速相对放缓的背景下，制造业投资有望走强”。从数据来看，1-2月制造业投资完成额同比增长37.3%，其中汽车制造业增长16.1%，金属制品增长34.7%，保持了较高速度的发展。制造业强势表现，有利于带动钢铁需求。

图 5：制造业投资与产成品库存

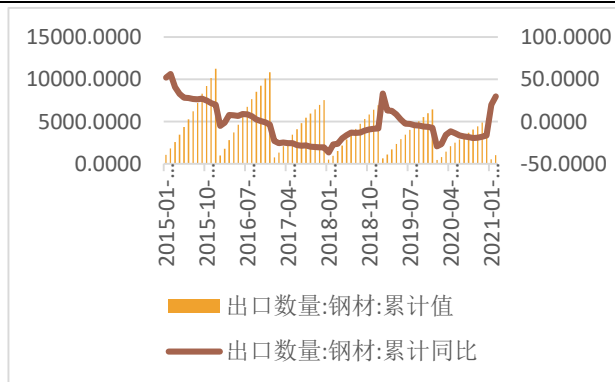


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

4. 预计 21 年钢材出口将减少

我们在年报中预计“2021年我国的钢材出口将小幅增长，原来暂时流入中国的钢材将重回欧美等地，进口将减少，钢材的净出口将同比大幅增加，但将低于2019年水平，重回净出口逐年稳步下降的通道之中”。由于今年执行碳中和、碳达峰的政策，年度钢材产量同比负增长，国内钢材供给压力较大，出口的限制较大，如果海外生产恢复良好，我国可能会增加进口，但前两个月的钢材进口数据不多，维持同期水平，后期有增加的可能。

图 6：钢材进出口（截至 2020 年 10 月）



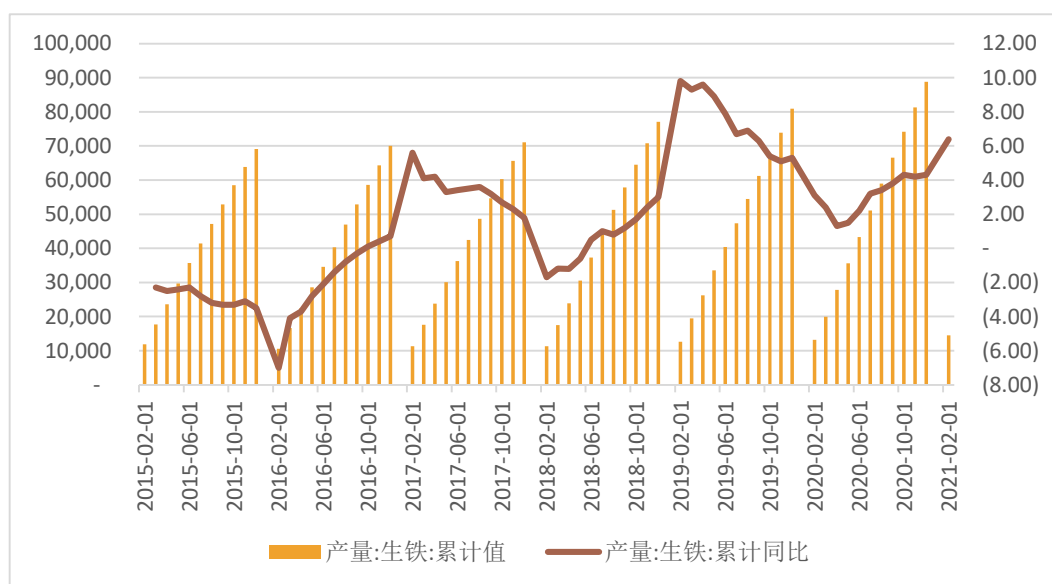
资料来源：Wind，优财研究院

三、需求分析

我们在年报中对钢材产量即焦炭的消费做了预测，“2021 年钢材消费增长幅度维持大约 1.9%的水平，焦炭消费或将在小于 1%的水平上”，认为焦炭消费会大幅下降，从目前的政策导向看，2021 年年度钢产量负增长，即焦炭消费负增长，超出了我们年初的预期。1-2 月生铁产量为 14475 万吨，去年同为 13234 万吨，同比增长 6.4%。如果按照 2020 年总产量 88752 万吨计算，2021 年还剩的额度为 74277 万吨，而去年同期该数值为 75519 万吨，即未来 3-10 月生铁产量最少同比下降 1.6%，方能完成 2021 年工信部提出的年度钢产量负增长目标。

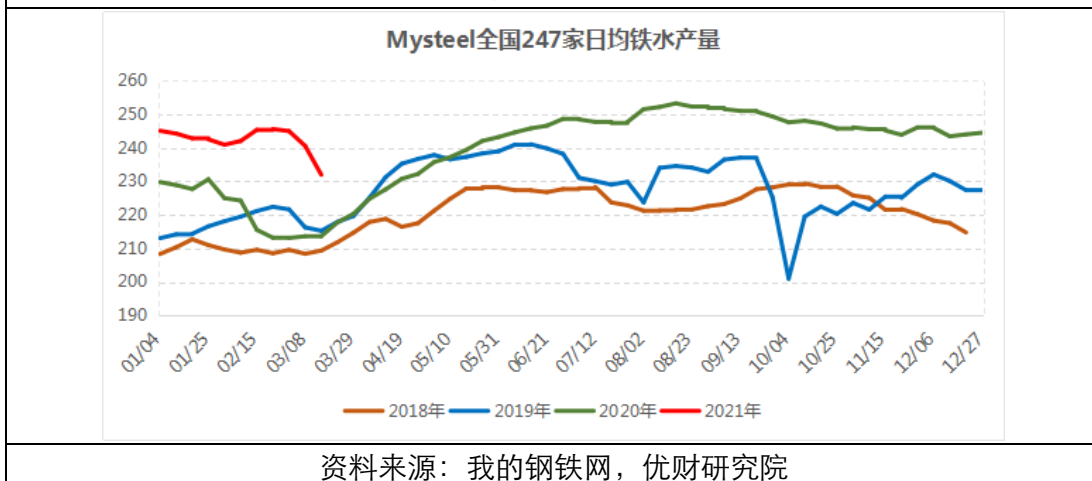
下游需求情况，Mysteel 调研 247 家钢厂高炉开工率 79.69%，同比去年持平；高炉炼铁产能利用率 87.16%，同比增加 5.36%；日均铁水产量 232.00 万吨同比增加 14.26 万吨。近期高炉限产趋严，唐山发布《钢铁行业企业限产减排措施的通知》草案，对全市全流程钢铁企业（除首钢迁安、首钢京唐）实施限产减排措施，文件要求 3 月 20 日至 6 月 30 日，唐山日均减少焦炭约 4.6 万吨；7 月 1 日至 12 月 31 日，日均减少焦炭量约 4.01 万吨。我们认为，在碳达峰、碳中和的背景下，环保限产将成为常态。如果钢厂严格执行限产政策，焦炭的消费无疑会大幅减少。

图 7：生铁产量



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

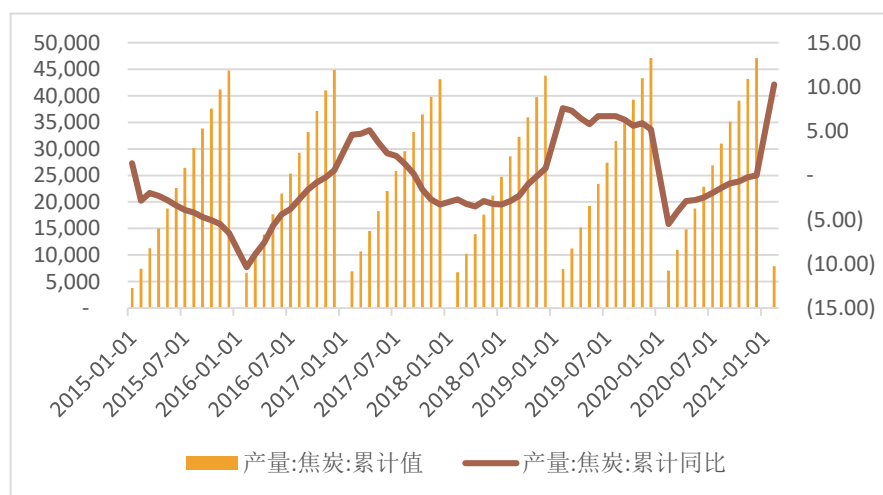
图 8：高炉开工率回落，日均铁水产量下降



四、供给分析：焦炭产能扩张，产量增加

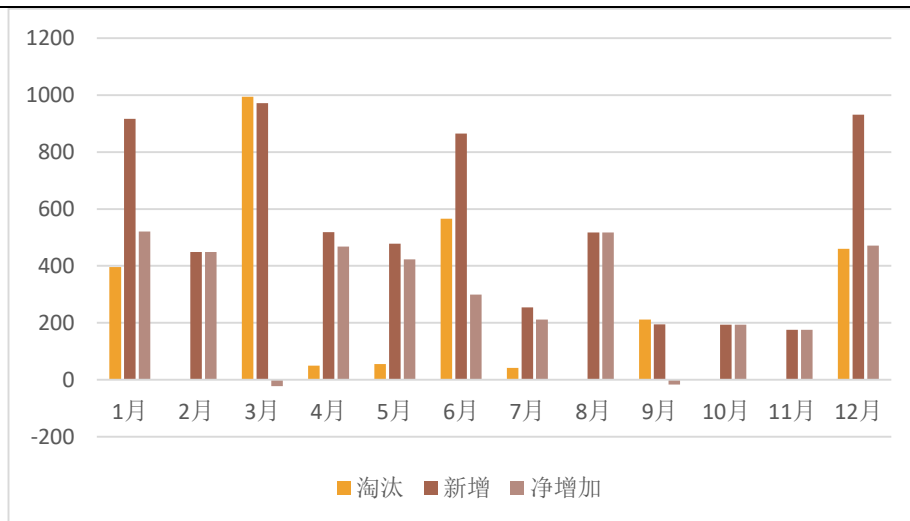
我们在年报中提出“2021 年焦炭去产能将告一段落，焦炭供给有改善空间”，焦炭产能呈现扩张态势，根据 Mysteel 调研统计 2021 年全年淘汰 2775 万吨，新增 6548.5 万吨，净新增 3773.5 万吨。而 2020 年全国已淘汰焦化产能 6154.6 万吨，新增 3637.5 万吨，净淘汰 2517.1 万吨。产能扩张直接推动了焦炭产量的增加，从统计局公布焦炭数据，1-2 月焦炭累计产量为 7911 万吨，同比去年增加 10.3%，较 2019 年增 7%。从样本独立焦化日均产量数据来看，当前焦炭产量以高于去年同期水平，焦炭供应处于相对偏宽松状态，企业自身也受到高利润驱动，焦炉开工高位，销售积极，但库存累计。

图 9：焦炭产量



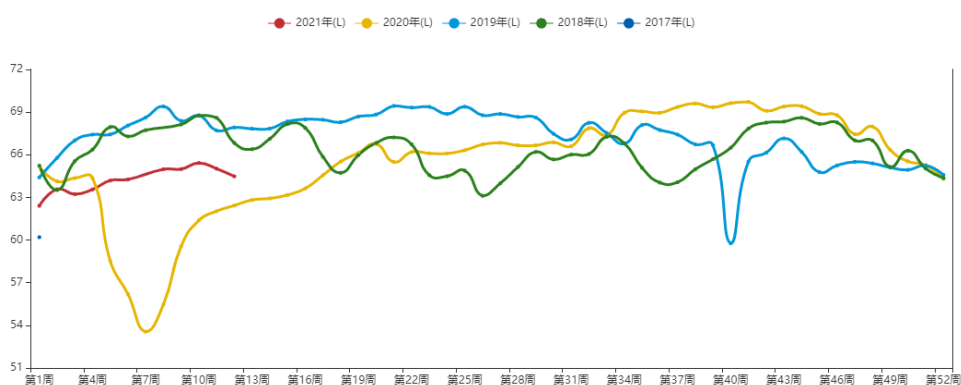
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 10: 2021 年全国焦炭产能变化



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 11: 焦化企业日均产量处于较水平



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

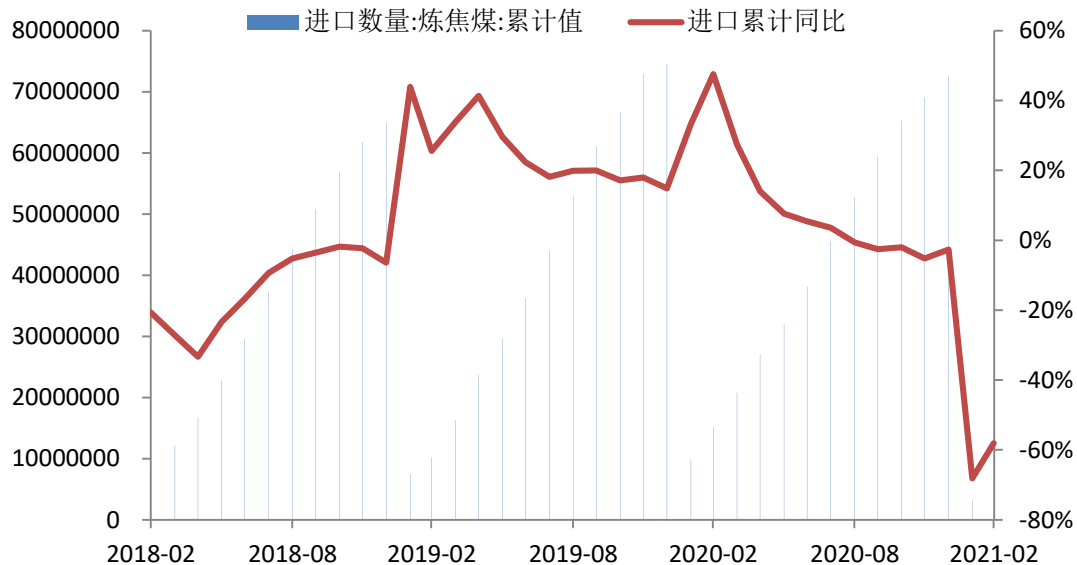
五、进出口分析

我们在年报中对焦煤焦炭的进出口做过分析, 认为“2021年澳煤进口不确定性较大”、“随着冬季天气转冷, 蒙煤进口进入淡季”, 提示一季度蒙古焦煤处于淡季。根据海关数据, 2021年1-2月炼焦煤进口累计635万吨, 同比下降58%, 其中澳大利亚进口为0, 蒙古进口391万吨, 去年同期为267万吨, 同比增加46%, 2019年同期为351万吨, 增幅11%。澳大利亚进口暂停后, 加大了蒙古等国的进口, 但增量部分不足以弥补澳煤缺口。

受到澳煤进口政策严格的影响, 一季度, 焦煤相对焦炭价格表现坚挺, 焦炭/焦

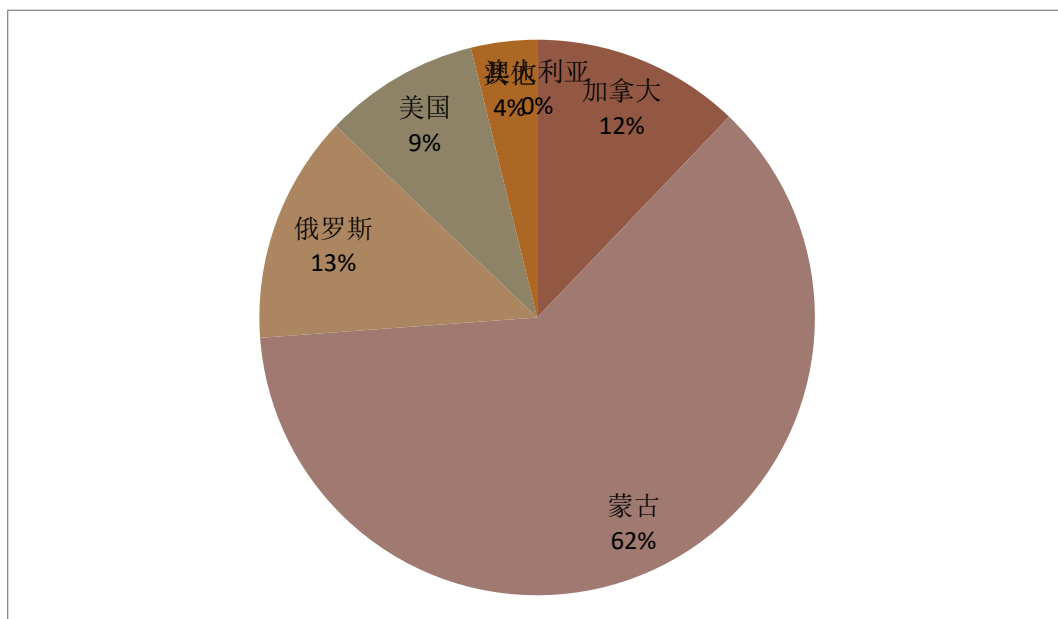
煤比价大幅回落，J/JM2105 从一季度初的 1.7348 下降到 3 月底的 1.39 附近，季度跌幅创近年新高，对于焦化利润下滑的逻辑，资金保持了高度的一致。随着焦炭供给持续增加，需求持续减少，焦化利润和焦炭焦煤比价年度内继续维持偏弱走势的概率较大。

图 12: 炼焦煤进口大幅减少



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 2021 年 1-2 月主焦煤进口结构



资料来源: Wind, 优财研究院

六、库存分析

1. 焦炭累库概率高

2020-2021 年焦炭行业库存有可能复制 2018-19 年库存模式, 即 2018 年和 2020 年的焦炭库存去化, 2019 年和 2021 年累库。背后的逻辑是, 去产能导致供需偏紧库存下降, 价格走强, 焦化利润抬升, 焦企开工增加, 供给增加, 供需矛盾转化, 考虑到 2021 年钢厂限产焦炭需求下滑, 焦炭行业累库的可能性大幅增加。

从产业链上来看, 上游独立焦企库存在一季度触底反弹, 目前已升至中性水平, 随着时间推移, 焦企库存继续增加的可能性非常大。中游港口方面, 贸易商担忧焦炭价格偏弱走势, 囤货的积极性较低, 港口库存维持小幅回升的态势。下游钢厂库存目前处于偏高水平, 但随着钢厂限产进行, 焦炭采购的策略会转向偏消极的按需采购, 钢企焦炭库存可能会维持中性水平。从库存分布来看, 2021 年港口累库与 2019 年有较大区别, 今年贸易商对未来偏悲观, 累库积极性不高, 因此焦炭库存可能会在上游积累, 随着库存增加引起现货跌价, 焦化利润下降, 倒逼焦企限产。

图 14: 焦炭总库存

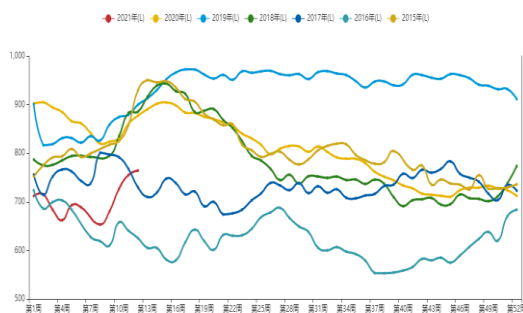
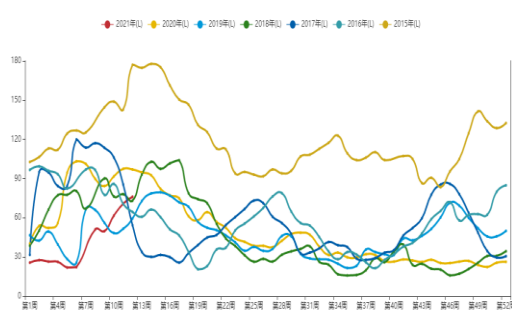


图 15: 焦企焦炭库存 (100 家)



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 16: 钢企焦炭库存 (110 家)

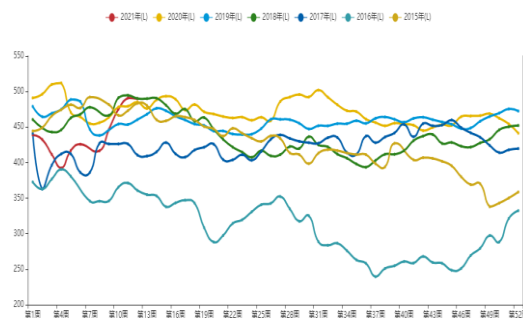
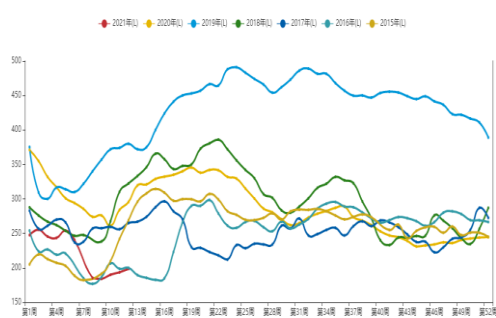
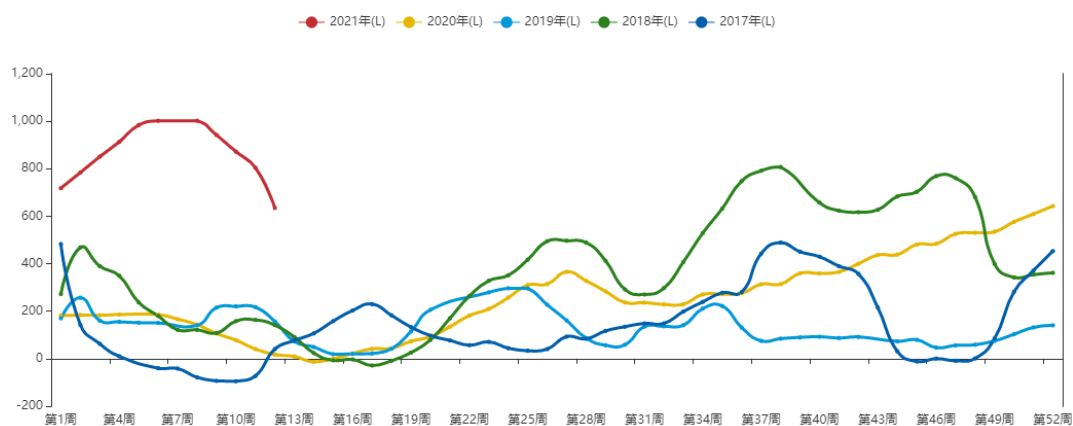


图 17: 港口焦炭库存



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 18: 焦化行业利润高位回落



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

2. 焦煤库存处于合理水平, 下游处于去库周期

截至 2021 年 3 月 19 日, 焦煤总库存为 2105 万吨, 库存水平处于近年平均水平以上, 总体合理。焦煤库存在春节前后达到最高, 节后开始去库, 特别是独立焦企库存快速回落, 从 1080 上方降至 810 附近, 下降幅度超过 20%。这与一季度焦炭高产量相一致, 焦企受到高利润驱动, 开工积极, 焦炭产量维持 10% 的增幅, 焦煤需求旺盛。在 2 季度焦煤进口偏紧和下游焦炭产量高位的背景下, 焦煤库存仍有下降的可能。

图 19: 焦煤总库存

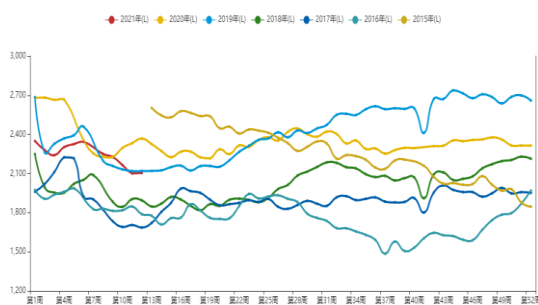
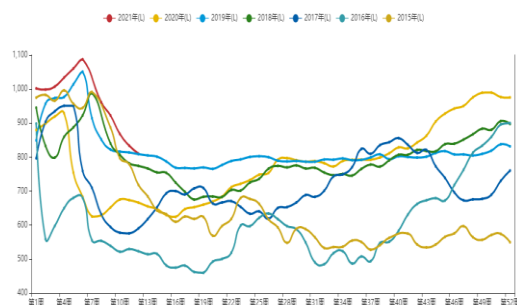


图 20: 独立焦企焦煤库存



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 21: 钢企焦煤库存

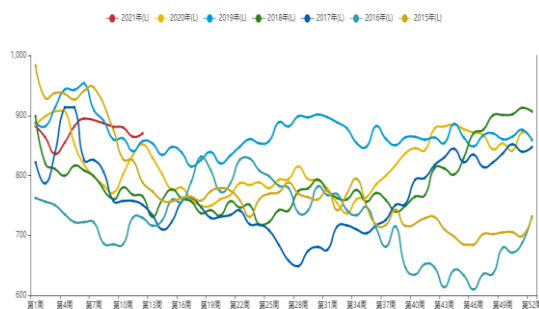
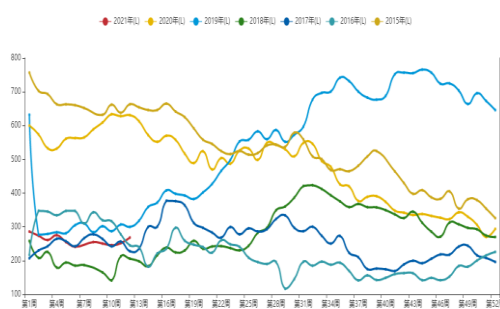


图 22: 港口焦煤库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

七、二季度展望及策略

一季度，焦炭现货供应增加，焦炭产量 1-2 月同比增加 10% 以上，需求端，年初工信部为落实碳达峰碳中和政策，要求钢铁年度产量负增长，环保部限产政策严格落实，特别是河北唐山地区，焦炭需求被大幅压缩。焦炭库存大幅回升，现货连续 6 轮提降落地，市场悲观情绪严重。港口准一价格从年初的 2950 上方高位回落，目前报价为 2100，降幅超过 850，贸易商囤货意愿较低。一季度期货 J2105 最高 3036，最低 2096.5，波动幅度达到 939.5。我们在年报中认为焦炭会高位回落，但焦炭回落的幅度超出预期，“焦炭指数上半年运行区间为 2400-2850，下半年运行区间为 2150-2500”，主因工信部年度钢产量负增长的政策影响。我们在 1 月的追踪报告中对焦炭观点进行了修正，认为焦炭已经见顶将中期转弱。

展望 2021 年二季度，焦炭供给依然宽松，4-6 月新增产能 1190 万吨，超过一季度的 947 万吨，焦企开工率虽然短期回落，但仍处于较高水平，预计二季度焦炭产量维持高增速的概率较大。需求方面，环保限产或成为常态，由于 1-2 月钢铁产量依然高增速，未来钢产量额度被挤占，只有保持负增长 1.6% 以上的速度方能完成工信部指标，二季度的钢产量被压缩的概率较大，焦炭需求前景不佳。库存方面，焦炭行业库存一季度已经拐头向上，二季度供需宽松，库存继续向上概率较大。二季度，焦炭基本面偏弱格局难改，供需宽松，库存累库，现货承压，期货方面，焦炭 2105 难以复制 2009 和焦炭 2101 合约高位交割的行情，贴水交割的概率较大，投资者需注意现货价格对盘面的影响。焦炭 2109 合约将体现焦炭供需面逻辑和预期，

策略上属于空头配置，节奏上需要根据钢材价格的走势灵活调整。

图 23：焦炭指数走势图



资料来源：Wind，优财研究院

风险提示

宏观不确定性；财政政策和货币政策不确定性；行业政策不确定性。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。