



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

顾双飞

期货从业证号：

F3038578

投资咨询证号：

Z0013611

联系人

李春阳

期货从业证号：

F03086646



南华期货研究 NFR

2022 商品半年度展望

焦煤焦炭

预期VS现实，复产复工下的估值再重塑

摘要

逻辑：大体上，我们对焦煤保持先抑后扬的观点。关于今年7月8月是否会“淡季不淡”，我们持比较偏空的态度——淡季大概率还是会来临，需求难以看到起色。

目前盘面的原料还在继续走负反馈，我们也倾向于认为负反馈将会持续一段时间。但对于四季度，我们依然认为“金九银十”是可以期待的，尽管今年难以重现2020年疫情后的“深V”走势，不过今年政策端也是超预期发力，预计可以在四季度反应在数据上。站在当前角度，房地产的一些高频销售数据已经有边际好转的倾向，我们认为经济复苏是可以期待的。

对比焦煤，我们认为焦炭近月更乐观一些，远月更悲观一些。考虑到焦化利润偏低以及焦炭各环节的低库存，焦炭价格有一定支撑，在这轮下跌中产业链利润结构会得到一定修复，因此三季度焦炭大概率强于焦煤。

展望下半年行情，我们同样认为焦炭会先抑后扬，在第三季度的淡季中继续偏弱震荡，在四季度的旺季中迎来复苏。同上半年一样，需求依然是指引价格最重要的因素，只有终端真正回暖，原料价格才能打开上方空间。不确定因素在于4.3米焦炉的淘汰进程，以及粗钢压减的具体政策。

风险点：进出口政策；疫情风险；减产政策；国际形势变化。

目录

第 1 章	双焦行情回顾	6
1.1.	焦煤上半年行情回顾	6
1.2.	焦炭一季度行情回顾:	6
第 2 章	2020 VS 2022——复产复工下的黑色商品	7
2.1.	疫情对比: 2020 年集中爆发, 2022 年多点分散	7
2.2.	宏观经济对比: 2020 年深 V, 2022 年?	8
2.3.	政策对比: 2020 年财政政策+货币政策, 2022 年全面稳增长	10
2.4.	两次疫情中黑色商品表现对比	11
2.4.1.	2020 年: 淡季不淡, 高景气贯穿全年	11
2.4.2.	2022 年: 雪上加霜, 恢复之路漫漫	12
2.5.	哪些商品疫情后更具向上的弹性?	14
第 3 章	焦煤: 王者不再, 价格中枢下移	16
3.1.	焦煤供给: 国产增量有限, 进口增量可期	16
3.1.1.	国产焦煤: 难有大幅增量	16
3.1.2.	进口焦煤: 预计下半年依然有增量	17
3.2.	焦煤需求: 焦炭利润不佳, 产量开始下行	18
3.3.	焦煤库存: 上游累库&下游去库	20
3.4.	焦煤平衡表: 弱需求下基本处于供需平衡状态	20
3.5.	焦煤下半年展望: 繁华渐行渐远	21
第 4 章	焦炭基本面: 需求驱动&成本推涨, 亦有上行空间	21
3.1	焦炭供给: 产能稳中有增	21
3.2	焦炭需求: 逐步见顶	22
3.2.1	铁水产量与高炉开工:	22
3.2.2	出口需求: 十分亮眼, 不过难以维持	22
3.2.3	钢厂利润&焦化利润: 难兄难弟, 相爱相杀	23
3.3	焦炭库存: 对比焦煤更加紧张	23
3.4	焦炭供需平衡表: 铁水下滑, 缺口收紧	24
3.5	焦炭下半年展望: 负反馈继续, 但是希望犹存	25

第 5 章 逻辑推演及策略推荐.....	25
5.1 二季度路径推演.....	25
5.1.1 焦煤路径推演.....	25
5.1.2 焦炭路径推演.....	26
5.2 总结：繁华不再，希望犹存	27
免责声明.....	28

图表目录

图 1：焦煤指数(元/吨).....	6
图 2：焦炭指数(元/吨).....	7
图 3：疫情对比.....	7
图 4：GDP 同比.....	8
图 5：需求分项.....	9
图 6：房地产开发面积累积同比（%）.....	10
图 7：政策对比.....	11
图 8：2020 年南华黑色商品指数.....	12
图 9：铁水产量与粗钢产量.....	12
图 10：2022 年南华黑色商品指数.....	12
图 11：钢材毛利（元/吨）.....	13
图 12：建材成交量（万吨）.....	13
图 13：产成品存货同比.....	14
图 14：产成品存货同比.....	15
图 15：两次疫情黑色商品涨跌幅对比.....	15
图 16：螺纹钢和焦煤库存对比(万吨).....	16
图 17：原煤产量（万吨/月）.....	16
图 18：炼焦煤产量（万吨/月）.....	16
图 19：上半年焦煤进口量一览（万吨）.....	17
图 20：焦煤总进口（吨）.....	17
图 21：焦煤总进口（吨）.....	17
图 22：澳煤进口量（吨）.....	18
图 23：蒙煤进口量（吨）.....	18

图 24: 俄美加炼焦煤总进口(吨).....	18
图 25: 国内外焦煤价差 (元/吨)	18
图 26: 独立焦企焦炭日均产量(万吨).....	19
图 27: 独立焦企产能利用率 (%)	19
图 28: 钢厂焦化厂焦炭日均产量 (万吨/天)	19
图 29: 钢厂焦化厂产能利用率 (%)	19
图 30: 吨焦利润&独立焦企焦炭产量.....	19
图 31: 独立焦企焦炭日均产量(万吨/天).....	20
图 32: 独立焦企产能利用率 (%)	20
图 33: 焦煤供需差(万吨)	21
图 34: 2022 年焦炭预计净增产能(万吨)	22
图 35: 铁水日均产量 (万吨/天)	22
图 36: 高炉开工率 (%)	22
图 37: 焦炭出口利润 (元/吨)	23
图 38: 焦炭进出口(吨/月).....	23
图 39: 利润对比 (元/吨)	23
图 40: 焦炭总库存(万吨)	24
图 41: 库存分项(万吨)	24
图 42: 焦炭周度供需缺口&焦炭主力合约价格.....	24
图 43: 焦煤路径推演.....	26
图 44: 焦炭路径推演.....	26

第1章 双焦行情回顾

1.1. 焦煤上半年行情回顾

“强预期”是一季度的关键词。一季度行情可以划分为春节前和春节后，尽管期间发生了俄乌战争、疫情爆发等边际影响因素，但是整体行情还是以上涨为主，主线逻辑也比较明确，即低库存+需求恢复。对比现货市场，盘面资金往往更加看重预期，因此一季度经常出现期现劈叉的情况，即现货还在跌，但是盘面继续拉涨的情况。

“弱现实”是二季度的关键词。二季度高估值的焦煤开启了下跌通道，4月下旬，粗钢减产再提，焦煤首当其冲开启下跌。五一节后没有看到需求起色的情况下，黑色板块大幅下跌，焦煤跌幅居前。尽管铁水产量进一步回升，但是终端需求依然十分悲观，本应是一年旺季，由于疫情+房地产下行，旺季不旺，建材成交量近两日仅有14万左右。整体来看，二季度焦煤供给偏强，需求偏弱，基本面转势。除了在疫情后继续炒作复产的一段上行趋势外，二季度基本都以下跌为主。

图1：焦煤指数（元/吨）



资料来源：万得 南华研究

1.2. 焦炭一季度行情回顾：

年焦炭上半年走势基本与焦煤保持一致，在波动率上还是略小于焦煤。上半年焦炭价格依然受成本和需求主导，独立走势较少。这也是焦炭去产能后价格的常态，即自身驱动较少，受上下游驱动较多。

图2：焦炭指数（元/吨）

焦炭指数（元/吨）



资料来源：万得 南华研究

总体来看，双焦上半年走出了过山车一般的行情，这主要由于预期和现实不断博弈，导致盘面的逻辑不断切换。目前来看，强预期被证伪，弱现实主导了行情。

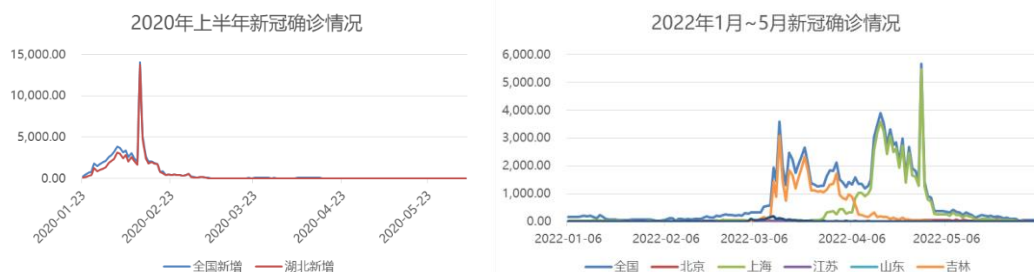
第2章 2020 VS 2022——复产复工下的黑色商品

两次疫情冲击无疑都对我国经济造成了影响。2020 年疫情前经济较为健康，特别是房地产需求疫情前后表现都较为突出，复工复产下经济恢复十分顺畅。而今年本身处于经济下行周期，房地产表现十分糟糕，即使不考虑疫情因素，预计也会处于探底阶段，至少站在目前的时间段看，经济复苏不会像 2020 年那么顺畅。

如果用打比方的方式来描述的话，2020 年疫情冲击，像是一个健康的人被针扎了一下——尽管很痛，但是恢复的也很快；而今年的疫情冲击，则像是一个重感冒的人被重锤了一拳——哪怕已经没那么痛了，但是还是非常难受。

2.1. 疫情对比：2020 年集中爆发，2022 年多点分散

图 3： 疫情对比



资料来源：钢联 南华研究

毫无疑问，两次疫情都对经济造成了明显的冲击，特别是两次疫情中的重灾区，生产活动受到严重影响。除此之外，疫情也对居民的日常生活产生了影响，这在今年更为明显。

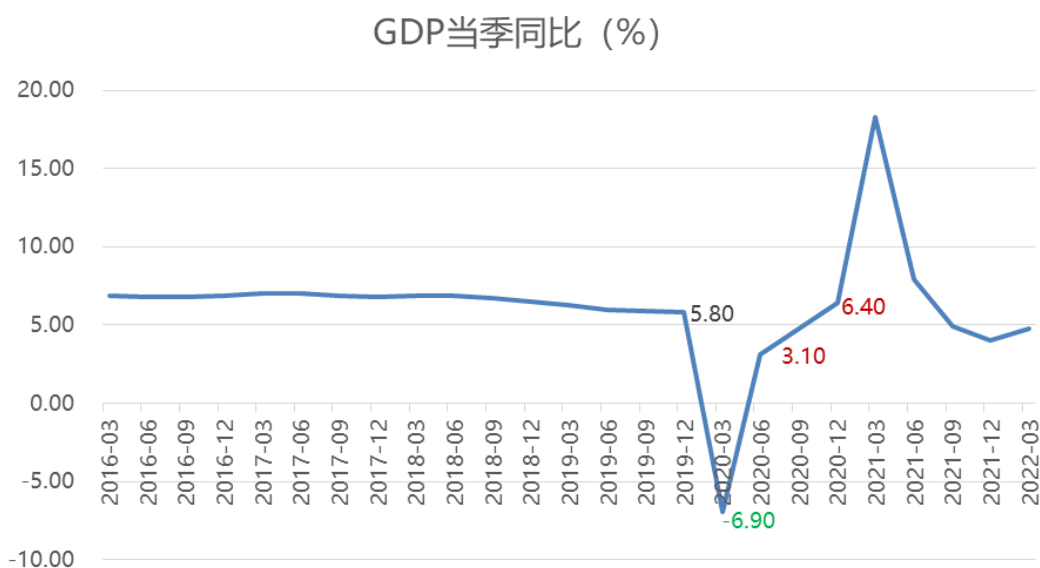
从疫情的爆发情况来看，2020 年主要集中在武汉，为了防止疫情外溢，武汉封城 76 天，使得疫情的扩散得到了有效的控制，尽管爆发初期新增确诊较多，但是后续也回落较快；本轮疫情始于三月份的奥密克戎毒株，特点为“传播快，病死率低”，其传播速度远高于 2020 年的新冠病毒原始毒株，在传播上也表现为“多点分散，爆发较快”的特点，重灾区分布在上海、北京、吉林等不同城市，感染人数也远高于 2020 年。

从防控政策来看，2020 年防控主要集中在湖北，实施封闭式管理；本轮疫情防控更加严格，北京、上海、吉林等地都实施了时间较长的封闭式管理；除了疫情影响的主要城市外，其他城市的防控措施也比较严格，特别对物流的影响非常大。典型的如北方钢厂的炉料库存迟迟得不到补充，造成原料库存极低。

2.2. 宏观经济对比：2020 年深 V，2022 年？

由于宏观分析的数据和指标较多，我们在此不会过多的对比两个阶段的宏观经济，而是只选取几个典型指标从上至下来表明两个时间段的经济周期。

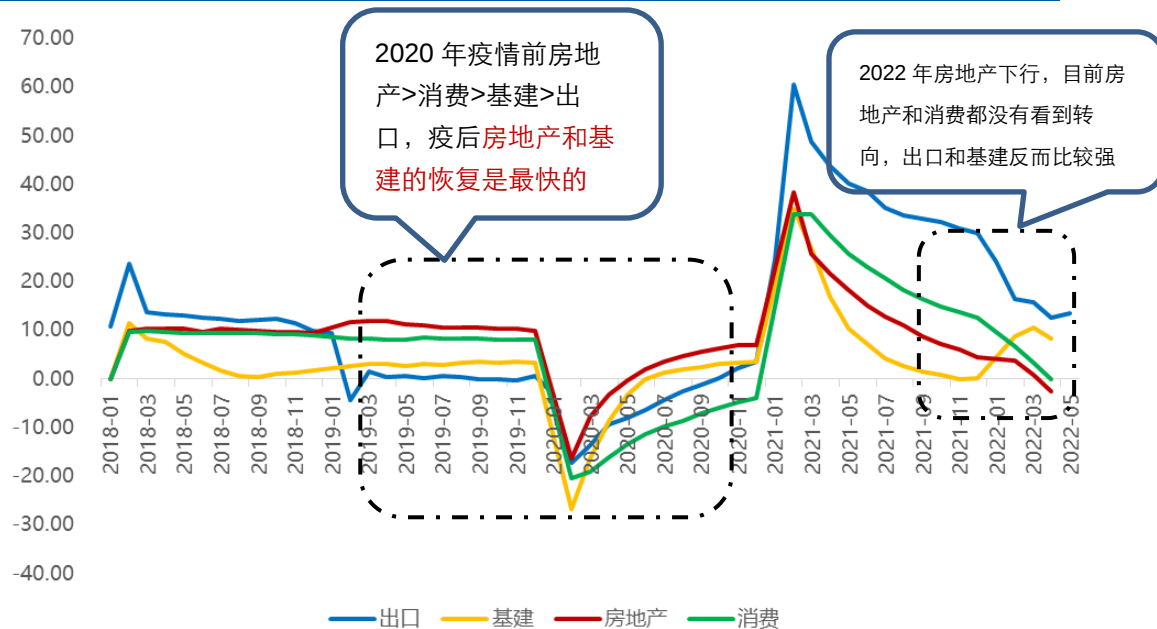
图 4：GDP 同比



资料来源：钢联 南华研究

我们给 2020 年的经济情况定义为“深 V”，这在各个指标中都有体现。从 GDP 同比增速来看，2020 年一季度受疫情冲击，当季增速仅为-6.8%，不过在第二季度就迅速由正转负至 3.1%，年底重新恢复至 6.4%的正常水平，可谓是做了一趟过山车，而疫情造成的冲击也在年末基本得到恢复。2022 年的 GDP 处于相对偏低的位置，由于是季度数据，我们暂时还看不到疫情的影响，但是预计不会高于前值。

图 5：需求分项



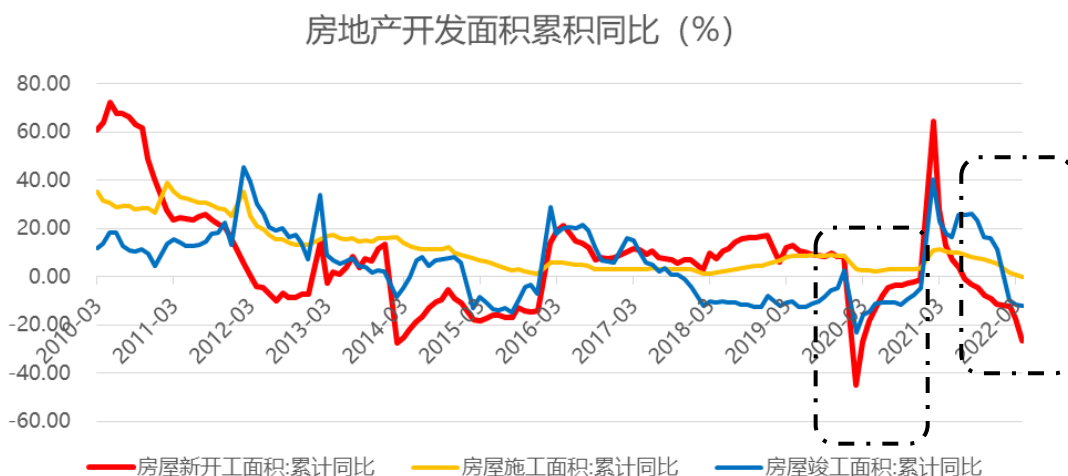
资料来源：钢联 南华研究

从需求分项来看，2020 年的数据基本都保持了“深 V”的走势，但是在恢复速度上则有明显差异。只从逻辑上分析，疫情对消费的影响是最大的（在 2020 年表现的最为明显），其次是房地产，而基建主要取决于资金是否充足，因此受影响次之，出口受到的影响则最小。

2020 年疫情前需求排名为房地产>消费>基建>出口，疫情后恢复速度则是房地产>基建>出口>消费，可以看到房地产的表现是非常强势的，疫情前的房地产需求旺盛，疫情后的恢复速度也独占鳌头。此外基建的表现也较为不错，特别是在下半年疫情后。房地产和基建的高增长有利的拉动了钢铁行业的需求，这也让 2020 年的黑色商品保持了全年的高景气。

而 2022 年的情况则截然不同。在收到疫情冲击前，中国整体经济处于下行周期，需求排序为出口>基建>消费>房地产。本轮疫情中出口反弹是最快的，这也比较符合逻辑判断；基建方面由于专项债发行前置，因此在 2021 年年末触底后已经开始反弹。

图 6： 房地产开发面积累积同比（%）



资料来源：钢联 南华研究

重点是 2022 年的房地产需求。正如我们前面所说，房地产在疫情前表现已经十分疲软，而疫情对房地产的冲击也较为明显，“多点分散，爆发较快”的疫情使得房地产的投资开发受到较大冲击，新开工面积、施工面积、竣工面积的累积同比不断创下 2020 年来的新低，截止目前为止也没有出现转向的迹象。从我们的调研来看，房地产的资金流动还是较为紧张，真正的转向预计在后半年。对比 2020 年房地产的“深 V”，或许很难重现快速复苏的历史。

2.3. 政策对比：2020 年财政政策+货币政策，2022 年全面稳增长

两次疫情冲击中，政策都发力来稳定经济。2020 年的政策主要表现在货币政策和财政政策上，今年则是全面发力，包括房地产端的政策，从力度上来讲无疑是大于 2020 年的政策力度。

图 7： 政策对比

	2020年	2022年
财政政策	2020/2/12：中央政治局召开会议要求优化专项债投向；	2022/3/16：国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题，要求保持资本市场稳定，优化房地产金融政策等
	2020/2/23：总书记要求加大宏观政策调控力度；	2022/4/29：政治局会议要求加大公共政策调控力度；
	2020/3/27：中央政治局强调要加快地方政府专项债的发行和使用，适当提高财政赤字率，落实各项减税降费政策	2022/5/23：国常会进一步部署稳经济一揽子政策
货币政策	2020/2/17：下调MLF一年期利率10基点；	2022/4/15：降准20BP；
	2020/2/20：下调LPR五年期利率5基点；	2022/5/20：5年期LPR下调15个基点
	2020/4/3：定向降准1%；	
	2020/4/20：下调LPR一年期20基点；下调LPR五年期10基点	
房地产政策		2022/5/15：央行将首套房贷利率下限下调20个基点 2022年来：全国各地纷纷放宽购房政策，降低首付比例，鼓励多胎家庭购房，发放购房补贴等等

资料来源：南华研究

2.4. 两次疫情中黑色商品表现对比

2.4.1. 2020 年：淡季不淡，高景气贯穿全年

图 8： 南华黑色商品指数



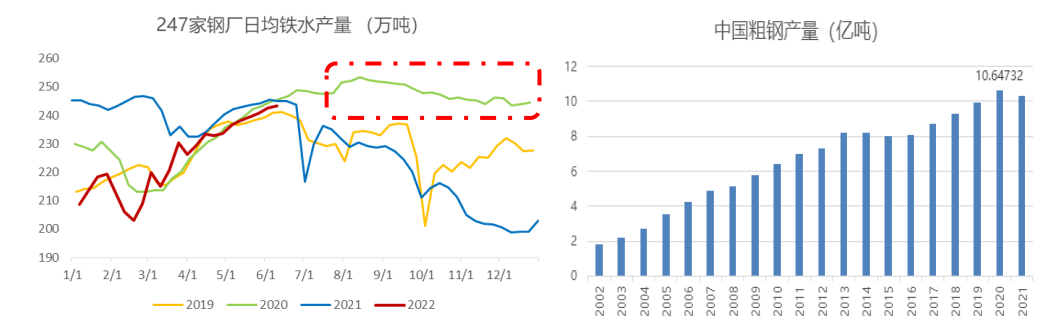
资料来源：钢联 万德 南华研究

由于 2020 年底有一波原料暴涨的行情，导致黑色商品大幅上行，这脱离了我们想讨论疫情后复产复工的初衷，因此我们只截取了 2020 年 1 月~10 月的数据。不过即使

从这部分的数据来看，黑色板块也保持了全年的高景气，这在 5 月份疫情好转后表现的尤为明显。

具体从数据来看，最典型的即是日均铁水产量的高企。作为对比，截止目前 2022 年的铁水日均产量为 225 万吨/天，2021 年的铁水日均产量为 228 万吨/天，而 2020 年的日均铁水产量则高达 239 万吨/天。这特别体现在下半年铁水始终维持在高水平、“淡季不淡”的情况上。另外 2020 年的粗钢产量也是创下历史新高的 10.64 亿吨。

图 9： 铁水产量与粗钢产量



资料来源：钢联 万德 南华研究

除了需求旺盛外，黑色产业链的利润也保持着不错的水准，以螺纹钢和焦炭的利润为例，螺纹钢利润 2020 全年利润均值在 500 元/吨左右，而焦化利润也在下半年节节攀升，良好的利润水平刺激企业生产，整个黑色产业链保持供需两旺的良好格局。

总之，对应 2020 年不错的经济恢复环境，黑色商品表现的十分强劲，全年保持了稳定上涨的走势。

2.4.2. 2022 年：雪上加霜，恢复之路漫漫

在对比 2020 年的行情前我们需要接受一个大前提，就是当下的产业格局对比 20 年已经是翻天覆地的差别。特别是双焦这一块，当下的焦煤价格相对 2020 年几乎翻了 2 到 3 倍。

仅从南华黑色指数来看，今年一季度的黑色板块表现似乎还不错，与宏观或者房地产的数据有所分化。但实际上原料的涨幅要远超钢材的涨幅，成本推涨的逻辑占很大一部分因素。

图 10： 2022 年南华黑色商品指数



资料来源：钢联 万德 南华研究

需求不佳而又成本高企，那么直接的结果就是企业利润的不断压缩。目前的钢厂利润已经处于非常低的水平，钢材的产量处于历年低位。

图 11： 钢材毛利（元/吨）

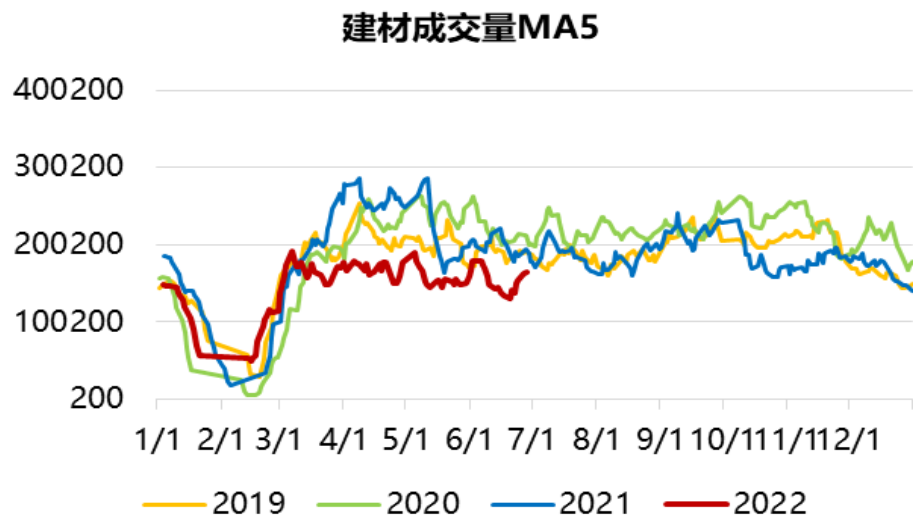


资料来源：钢联 万德 南华研究

作为行业不景气的对比验证，建材成交量也是很好的指标。2020 年的建材成交量恢复速度很快，如果去掉 21 年的“超级旺季”，20 年的建材成交量基本是历年最高水平，且高景气维持了一年，可以说全年都没有出现季节性的下滑。

而今年二季度的建材成交量处于历年新低位置，这个水平甚至不如往年的淡季，整个二季度的旺季被完全证伪，对比 2020 年的“淡季不淡”，今年的“旺季不旺”也是既定的现实。

图 12： 建材成交量（万吨）



资料来源：钢联 万德 南华研究

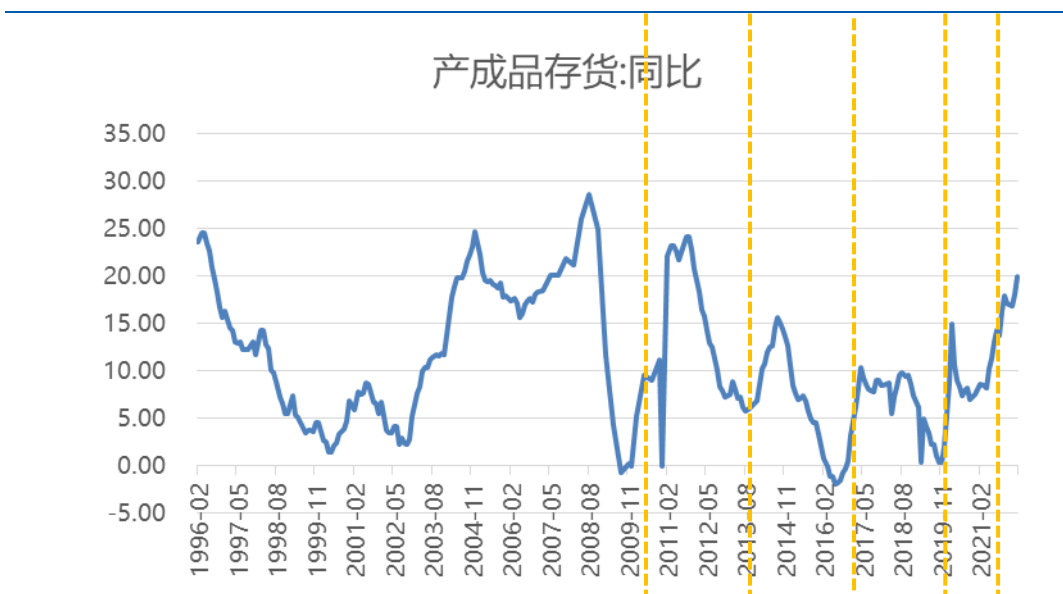
总之，两次疫情中黑色商品与宏观产业数据拟合度还是比较高的，2020 年“深 V”格局下供需双旺，全年保持高景气；而 2022 年由于本身处于经济下行周期，整个黑色产业链的利润水平和景气度都远低于同期水平。

展望下半年，三季度由于是传统淡季，梅雨季节+高温天气，预计新开工还会弱势运行，但是进入四季度，特别是“金九银十”的旺季，稳增长政策力度会逐步体现，基建发力将会带动经济上行，对于黑色商品也有一定支撑。

2.5. 哪些商品疫情后更具向上的弹性？

我们先说结论：**2020 年的复产复工下，低库存的商品更具向上的弹性；而 2022 年的复产复工中，去库速度快的品种更具向上弹性。**为什么这么说？

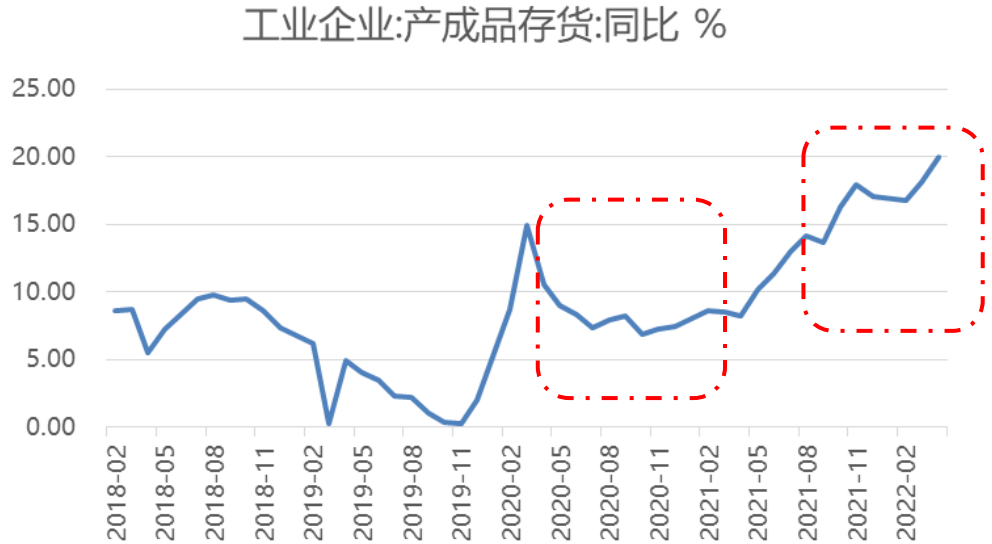
图 13：产成品存货同比



资料来源：钢联 万德 南华研究

近十年来，我们看到工业品的库存基本维持 3 年左右的库存循环，也就是基钦周期的循环。但是由于 2020 年后疫情以及国际形势等外部变化，这一周期缩短了很多，表现在 2020 年就走完了去库周期。而 2022 年的当下依然处于累库周期中。

图 14：产成品存货同比



资料来源：钢联 万德 南华研究

在不同的商品库存周期中，库存对价格的影响的因素也是不一样的。在 2020 年的去库周期中，由于供需两旺，经济上行，因此价格对于库存的边际变化不敏感，而是对库存的绝对水平比较敏感，这表现在铁矿和焦煤的累库上涨的行情中。

而在 2022 年，主要商品依然处于累库周期，典型的例如螺纹、水泥、玻璃等，依然保持持续的累库，经济处于下行阶段，供需两弱，商品价格对绝对库存不敏感（一方面库存都比较高，另一方面低库存的商品已经 price in 在价格里，如焦煤），反而对库存的去化速度比较敏感，这特别表现在铁矿的港口去库上涨和焦煤的去库上涨中。

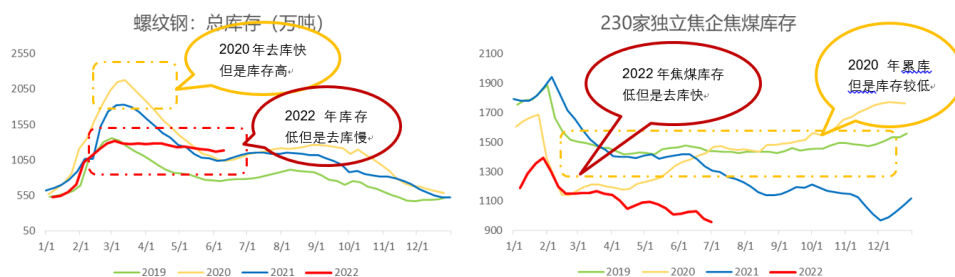
图 15：两次疫情黑色商品涨跌幅对比

时间段/品种	螺纹钢	铁矿	焦煤	焦炭	硅铁	锰硅
2020 年 1 月至 10 月	2.32%	25.82%	11.95%	11.11%	0.40%	-5.54%
2022 年 3 月至 6 月	-1.55%	25.38%	5.12%	7.49%	2.12%	0.73%

资料来源：钢联 万德 南华研究

我们先看两次疫情中黑色商品的价格变化，价格取自不同商品期货的指数。两次疫情中钢材上涨的都较少，铁矿两次的涨幅都十分明显，我们可以拿来典型对比。

图 16：螺纹钢和焦煤库存对比（万吨）



资料来源：钢联 万德 南华研究

2020 年疫情前后铁矿低库存，螺纹钢高库存，结果铁矿大涨，螺纹微涨；2022 年铁矿快速去库，螺纹钢去库困难，结果铁矿大涨，螺纹钢微跌。

第3章 焦煤：王者不再，价格中枢下移

3.1. 焦煤供给：国产增量有限，进口增量可期

3.1.1. 国产焦煤：难有大幅增量

由于去年的保供政策，原煤产量处于历年高位，这也边际带动了炼焦煤的产量。截止今年 5 月份，炼焦煤累计产量 2 亿吨左右，同比增加 1.7%。不过保供主要还是针对动力煤，炼焦煤的产量难有大幅提高。优质的主焦煤产能已经达到上限，基本不可能再有更多的增量。

目前焦煤利润极高，因此下半年我们判断国产煤产量还会处于高位，但是不会有太大增量。

图 17：原煤产量（万吨/月）

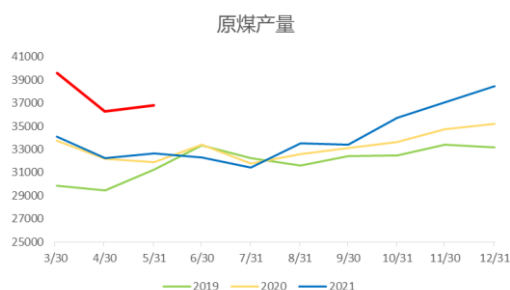
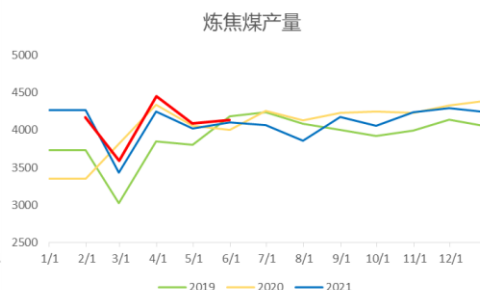


图 18：炼焦煤产量（万吨/月）



资料来源：wind 南华研究

3.1.2. 进口焦煤：预计下半年依然有增量

上半年焦煤进口量同比偏低，但是环比是一直在改善的。由于今年上半年突发事件较多，包括国内外疫情、俄乌冲突、能源危机等等，直接或间接影响了各国进口量，表现为海外焦煤价格高企导致焦煤没有进口利润，蒙古疫情导致通关车辆偏低等等。

图 19：上半年进口量一览（万吨）

指标名称	总进口	澳洲	俄罗斯	蒙古	印尼	美国	加拿大	其他
1月	551.1153	148.81	77.214	62.095	15.5	152.45	72.406	22.639
2月	298.658	17.182	113.37	51.174	5.6766	70.122	34.735	6.3978
3月	376.221	34.273	142.77	96.885	13.782	36.131	51.796	0.5859
4月	425.6446	0	170.67	130.8	25.952	7.86	81.559	8.8041
5月	456.5214	0	170.96	180.21	15.353	12.546	77.456	0.051

资料来源：钢联 南华研究

图 20：焦煤总进口（吨）

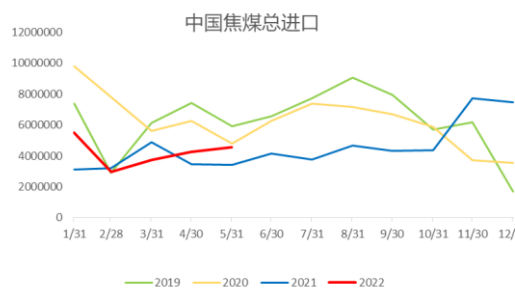


图 21：焦煤进口（吨）



资料来源：万德 南华研究

细分来看，澳煤的进口主要是港口原先存在的澳煤库存，这部分库存也在一季度消耗殆尽。澳煤这一块主要还是关注中澳关系，今年澳洲新任总理对话态度比前任总理莫里斯友好许多，二季度时市场也曾炒作中澳关系缓和，导致焦煤下跌明显。不过以当下视角来看澳煤通关遥遥无期，我们预计澳煤下半年也不会有增量。

蒙煤进口是需要重点跟踪的指标。一季度因为蒙古疫情，导致蒙煤进口量低于往年，但是二季度开始蒙古疫情改善许多，进口量稳步增加。截止 6 月底，甘其毛都口岸通关车辆达到 550 车，为今年新高；满都拉口岸新增一个车站，通关车辆也达到 250 车（需要注意的是满都拉车辆载重偏小）；策克口岸也重新开放，不过策略口岸运输的煤炭主要是动力煤和 1/3 焦煤。中蒙铁路方面，开通时间一直没有确定，短期不能形成有效运力，并且成本预计不会低于汽运太多，因此不作为下半年有效增量。整体来看，蒙煤增量还是在于汽运，如果没有疫情干扰，后期可以达到 600 车~900 车。

图 22: 澳煤进口量 (吨)

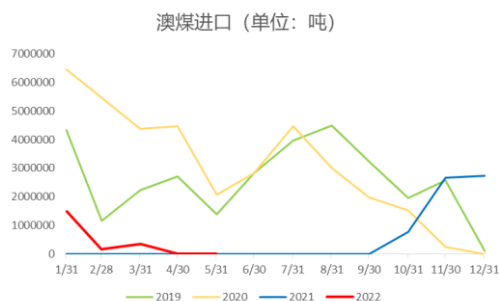
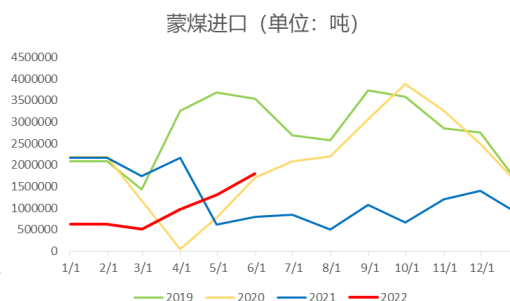


图 23: 蒙煤进口量 (吨)



资料来源: 钢联 南华研究

俄美加方面,上半年进口数量尚可,增量表现在俄煤,减量表现在美煤。由于俄乌事件,俄煤部分转卖至中国,拉高了进口量,但是大部分俄煤煤质比较一般,不能作为优质主焦煤使用(指标比较接近肥煤),只能作为配煤使用,这点会限制俄煤的进口;美加煤则是因为海外煤价高企,利润倒挂限制了进口数量。近期由于全球经济衰退,海外煤价开始暴跌,进口利润重新打开,预计下半年依然会有增量。

图 24: 俄美加炼焦煤总进口 (吨)

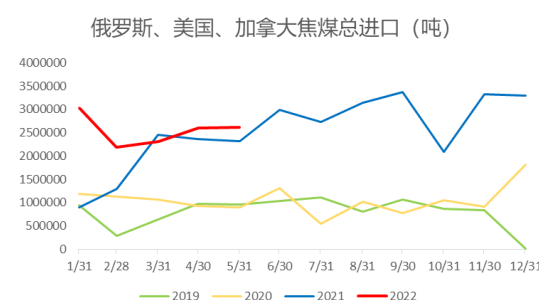
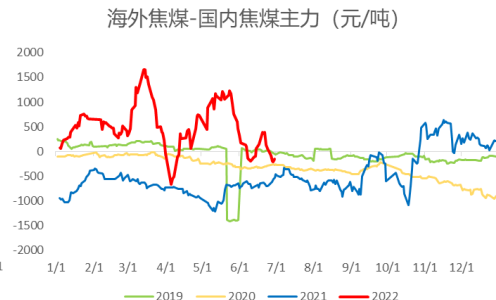


图 25: 国内外焦煤价差 (元/吨)



资料来源: 钢联 南华研究

总的来看,我们认为下半年的焦煤供给依然会有少量增量,增量来自进口端,比较确定的是蒙煤的增量,其他国家的煤炭进口有一定的不确定性。

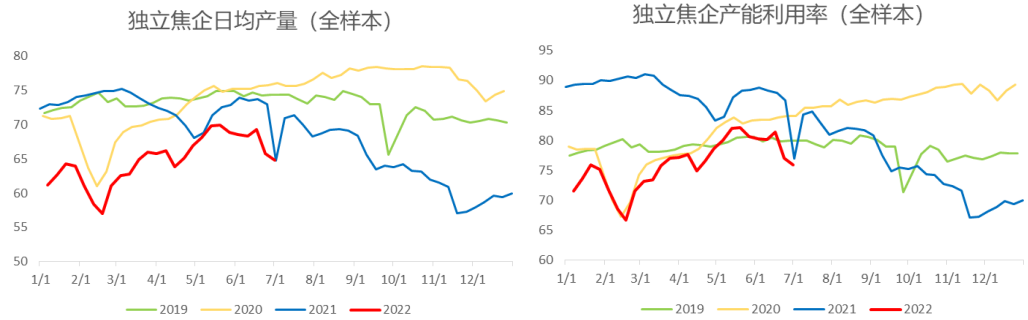
3.2. 焦煤需求: 焦炭利润不佳, 产量开始下行

上半年铁水产量稳步增加,一直到 6 月底铁水产量才出现了见顶。持续增加的铁水也推动了焦炭的需求,整个上半年焦煤的需求尚可,但是后续预计开始下行。

值得注意的是,独立焦企的焦炭产量已经明显下降,笔者了解到的独立焦企也有不同程度的限产(包括主动减产和政策限产),但是钢厂焦化厂的产量降幅比较有限,这主要还是得益于下游钢厂焦炭库存极低,需要维持一定的产量保持生存库存,匹配当前还没有大幅下降的铁水产量。

图 26: 独立焦企焦炭日均产量 (万吨)

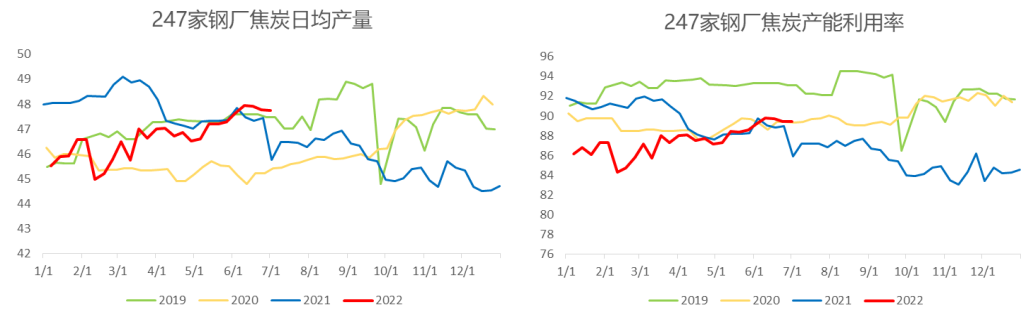
图 27: 独立焦企产能利用率 (%)



资料来源：钢联 南华研究

图 28： 钢厂焦化厂焦炭日均产量（万吨/天）

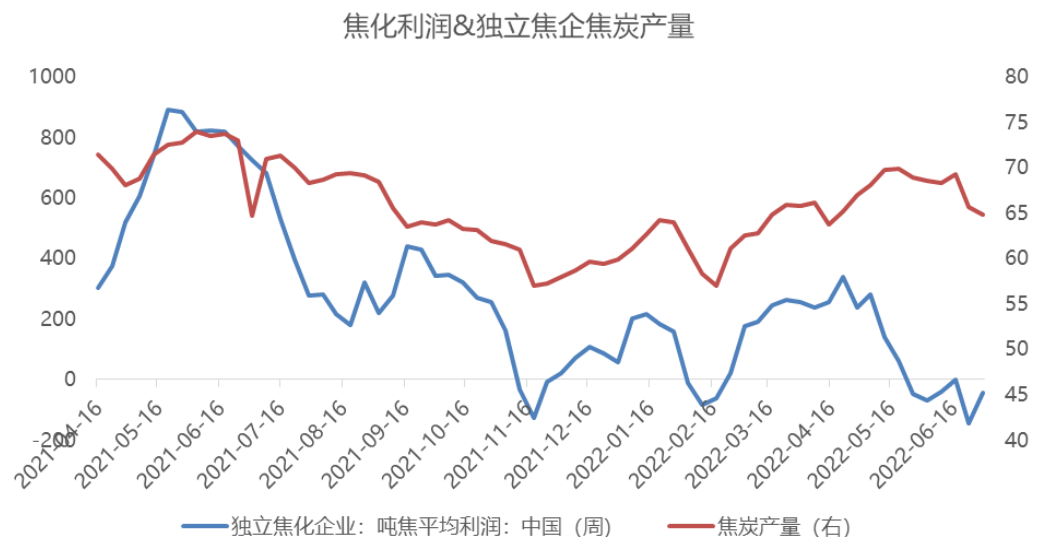
图 29： 钢厂焦化厂产能利用率（%）



资料来源：钢联 南华研究

焦化利润对焦炭的产量也有明显影响。一季度的时候焦化利润的低位主要是由于焦煤价格高企，成本压力下的亏损，当下的亏损则是由于需求不振，叠加焦煤现货跌幅有限，双向影响下的焦企亏损严重，纷纷开启减产，我们预计焦炭产量还会进一步下降。

图 30： 吨焦利润&独立焦企焦炭产量



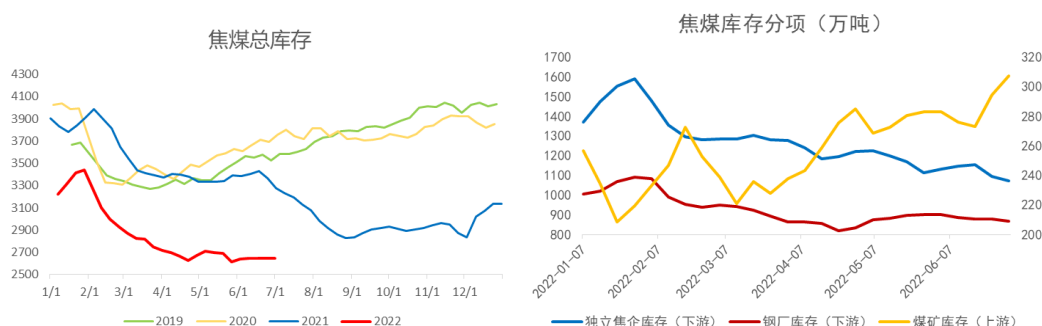
资料来源：钢联 南华研究

3.3. 焦煤库存：上游累库&下游去库

焦煤的低库存其实已经维持了将近一年，当然这也充分 price in 在了盘面上。由于煤价过高，需求又一直比较疲软，因此下游尽量将库存控制到最低。我们可以看到焦煤上半年基本一直处于“上游累库存，下游去库存”的库存周期中，这在最近的下跌行情中表现的特别明显。

图 31：独立焦企焦炭日均产量（万吨/天）

图 32：独立焦企产能利用率（%）



资料来源：钢联 南华研究

上游煤矿库存不断累积，煤矿的库存压力也在不断增加，我们知道目前煤焦钢产业链中，上游焦煤利润偏高，但是下游焦企和钢企的利润情况十分糟糕，在这种库存周期中，对焦煤价格的压力是比较大的。

展望后半年，焦煤库存的走向还是重点取决于下游需求，目前铁水产量见顶，后续焦煤累库的压力比较大。结合我们第二章中的结论，焦煤去库放缓或者开始累库，高利润的焦煤或继续向下回调，这也是盘面现在在走的逻辑。当然相对的，如果需求边际好转，低库存的焦煤也具备向上的弹性，但是这种向上的走势我们更倾向于认为是反弹。

3.4. 焦煤平衡表：弱需求下基本处于供需平衡状态

自从澳煤被禁以来，焦煤的供给一直是偏紧的，这在去年 7 月份表现的特别明显，也大幅拉升了价格中枢。但是从去年年末开始，终端需求的疲软逐步传导到了上游，我们看到焦煤的供需目前处于相对平衡的状态，甚至略微有些过剩，这也体现在了总库存的去库放缓上。

图 33： 焦煤供需差（万吨/天）



资料来源：钢联 南华研究

结合我们前面供需的分析，下半年焦煤供给有增量，而需求表现依然疲软，焦煤的供需格局也会从偏紧向宽松转变。

3.5. 焦煤下半年展望：繁华渐行渐远

在很长一段时间里，焦煤都是黑色产业链中基本面最好的品种，因此也占据了高利润和高估值。随着产业链的疲软和基本面向宽松转变，焦煤的价值中枢也在逐步下移，使得产业链利润的分布回归合理。

当然焦煤的低库存依然是值得注意的问题，如果需求边际改善，低库存的焦煤依然具备反弹的可能性，但是中长期中我们依然偏空看待。从时间节奏上来讲，我们认为焦煤会在下半年走出“V”型走势。

第4章 焦炭基本面：需求驱动&成本推涨，亦有上行空间

从行业格局来看，对比上游煤煤炭和下游钢铁，焦炭的行业集中度依然偏低。从供需角度来讲，焦炭产能一直相对比较过剩，产业处于去产能的阶段。由于这些原因，焦炭作为煤焦钢的中间产品，议价能力偏弱，这导致焦化利润长期低于煤矿利润和钢厂利润。

3.1 焦炭供给：产能稳中有增

今年是焦化产能扩张的一年。我们一季度报中统计今年新增产能为1800万吨左右，目前预计今年一共新增1978万吨，变化不是很大。由于目前焦化利润极低，因此下半年的投产也有可能推迟，需要进一步跟进。随着需求的走弱，焦炭产能还是略微有限。

过剩的。

图 34:2022 年焦炭预计净增产能（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	总计
淘汰	360	50	70	75	45	156	370	455	429	370	267	2110	4757
新增	797	241	402	235	303	364	651	629	591	782	640	1101	6735
净增	437	191	332	160	258	208	281	174	162	412	373	-1010	1978

资料来源：钢联 南华研究

充足的产能，再加上焦企本身调节产量的能力也比较强，这意味着焦企的利润不会维持太高水平。

整体来看，最近一年来，焦炭的产能不是影响盘面的主要逻辑，唯一需要注意的是 4.3 米焦炉的集中淘汰进程，特别是当下焦化厂减产普遍，如果高强度淘汰 4.3 米焦炉产能，可能会产生阶段性的供需缺口。

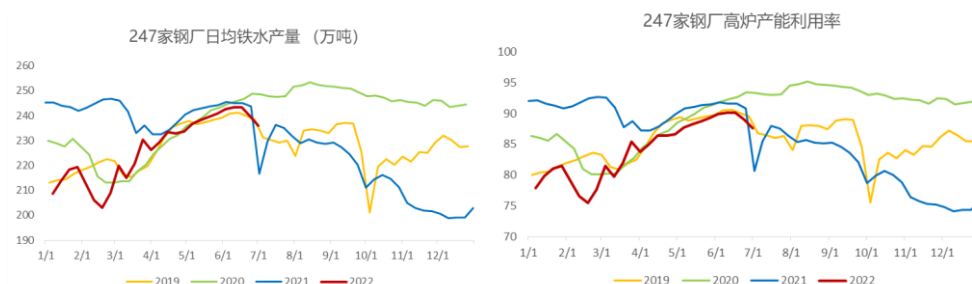
3.2 焦炭需求：逐步见顶

3.2.1 铁水产量与高炉开工：

在上半年铁水的表现还是十分良好的，特别是在经济下行、房地产疲软的背景下，铁水超预期地保持了稳定增长，有效的支撑了焦炭的需求。由于前几年钢厂都保持了比较高的利润，因此本轮经济下行中，钢厂抗亏损的能力也比较强，再加上高炉减产是成本很高的行为，钢材的减产主要体现在电炉上，所以高炉铁水维持了增长的态势。

图 35：铁水日均产量（万吨/天）

图 36：高炉开工率（%）



资料来源：钢联 南华研究

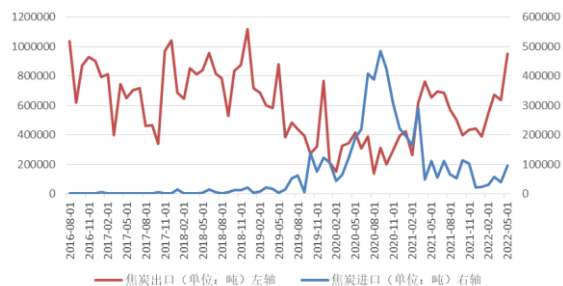
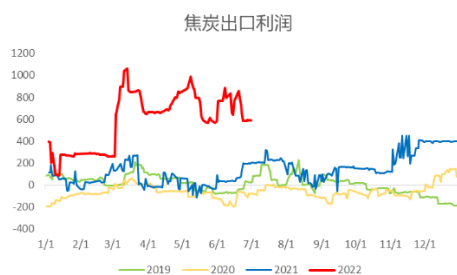
但是随着需求的持续走弱，铁水产量也出现了见顶信号，结合粗钢压减政策，预计后半年铁水将会逐步下降。

3.2.2 出口需求：十分亮眼，不过难以维持

上半年由于海外能源危机，焦炭的价格也是水涨船高，出口利润维持在非常高的水平，有效拉动了出口的需求。截止今年 5 月份，焦炭累积出口 320 万吨，同比去年 1~5 月份增加 47 万吨，约 17% 的同比增幅。

图 37：焦炭出口利润（元/吨）

图 38：焦炭进出口（吨/月）



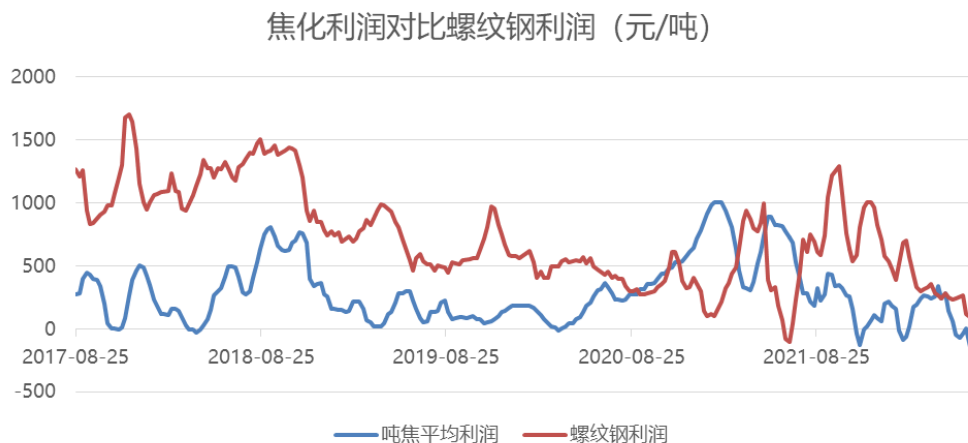
资料来源：钢联 南华研究

但是也正如我们在焦煤部分提到过的，海外需求已经开始下行，市场开始交易全球衰退，6月末海外焦煤价格开始暴跌，这也会逐步传导到焦炭。因此出口需求预计会在下半年回归合理水平。

3.2.3 钢厂利润&焦化利润：难兄难弟，相爱相杀

比起上游高利润的焦煤，钢厂利润和焦化利润表现的都比较疲软。低利润下钢厂和焦化厂的博弈也非常激烈，提涨和提降的频率也比较高，但是落地的快慢取决于市场情绪。在目前焦化厂已经亏损的情况下，下一轮的提降是非常困难的。

图 39： 利润对比（元/吨）



资料来源：钢联 南华研究

展望下半年，三季度我们依然不看好房地产的全面复苏，整个产业链的利润预计还会维持低位。不同的是，焦煤的供需格局也逐步向宽松发展，因此产业链利润分布会逐步回归合理。分项来看，由于今年还是焦炭产能扩张的一年，钢厂利润向上的弹性要比焦化利润更大一些。而四季度的需求则会迎来改善，行业利润也会触底回升。

3.3 焦炭库存：对比焦煤更加紧张

同焦煤一样，焦炭的库存低位也维持了将近一年；不同之处在于，焦炭并没有表现出“上游累库&下游去库”的情况。由于焦企利润不佳，焦企也主动把成品库存控制在低位。换句话说讲，低库存对焦炭价格的支撑是比较强的。

图 40： 焦炭总库存（万吨）

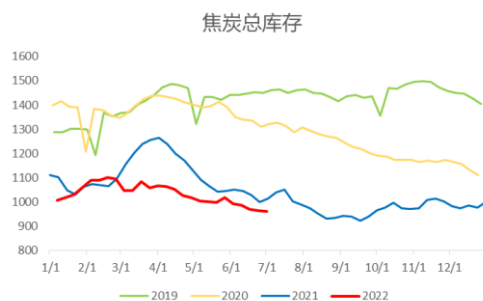
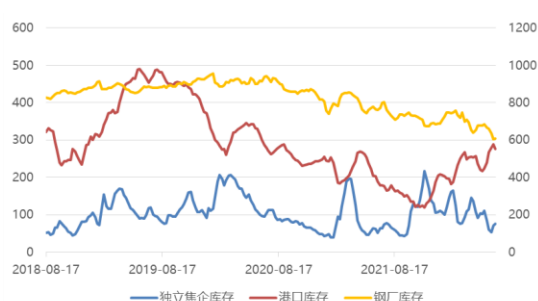


图 41： 库存分项（万吨）



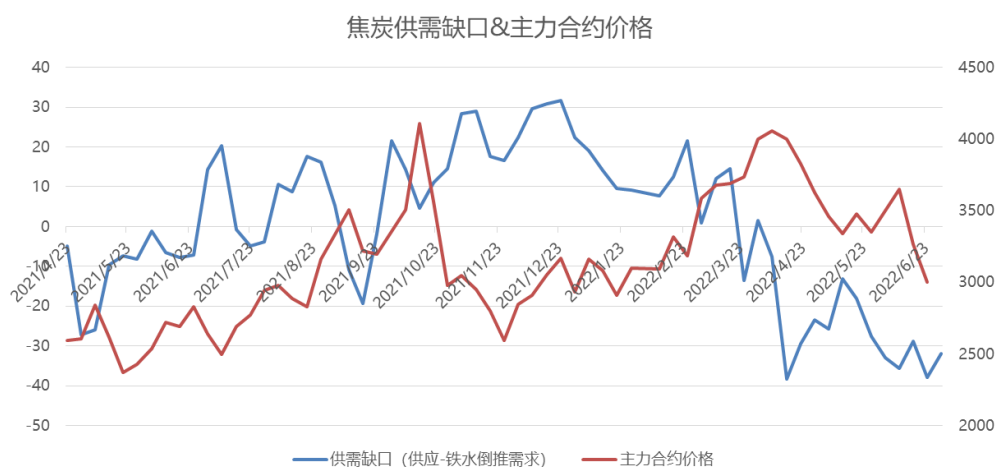
资料来源：钢联 南华研究

二季度由于疫情影响，物流不畅下部分钢厂的焦炭库存极低，导致焦炭一度出现阶段性紧缺，部分钢厂甚至出现库存天数不足一天的情况。当前钢厂的焦炭库存也非常低，只不过由于需求同样疲软所以矛盾不突出，但实际上焦炭短期的基本面是比焦煤好一些的，因此最近的大跌行情中表现的也比焦煤坚挺。

对于下半年焦炭库存的判断，还是从供需两方面进行，对比焦化厂和钢厂的减产幅度。由于焦企的产量调节比较灵活，当下焦炭供给降幅预计大于需求降幅，短期内预计焦炭库存将会继续下降。后期主要关注钢厂主动减产的情况和政策压减的情况，目前短流程减量接近极限，钢厂只能减高炉铁水，从我们排的平衡表来看，只要铁水日均产量维持在 230 万吨以上，焦炭还是会缓慢去库。当然不确定因素在于政策性的粗钢压减，如果压减目标超预期(如市场一直在传的 5000 万吨)，那么焦炭累库的压力还是比较大。

3.4 焦炭供需平衡表：铁水下滑，缺口收紧

图 42： 焦炭周度供需缺口&焦炭主力合约价格



资料来源：钢联 南华研究

上半年的焦炭还是处于比较偏紧的状态，但是焦炭盘面的价格与自身的基本面关联较小。作为产能比较充足的中间产品，焦炭价格往往受成本或者需求的影响更大。铁水需求见顶下，焦炭的供需缺口也有弥补的迹象。

3.5 焦炭下半年展望：负反馈继续，但是希望犹存

2022 年的上半年是预期和现实无穷无尽的博弈，特别是在疫情的影响下，市场始终对需求启动存在幻想。但是就像我们在第二章中提到的一样，今年是经济下行周期，疫情后的复苏也需要更长的时间。双焦 09 期货价格上半年一度超过去年高点，盘面有太多预期的成分。

进入 7 月的传统淡季，梅雨天气+高温天气使得需求难以进一步启动，弱现实战胜了强预期，负反馈下原料价格受到的压制非常强。

再往四季度看，我们并不悲观。今年的政策力度较大，预计将会在四季度发力，因此下半年的“金九银十”是可以期待的。如果需求好转，低库存的双焦仍然具备向上的弹性。

第 5 章 逻辑推演及策略推荐

5.1 二季度路径推演

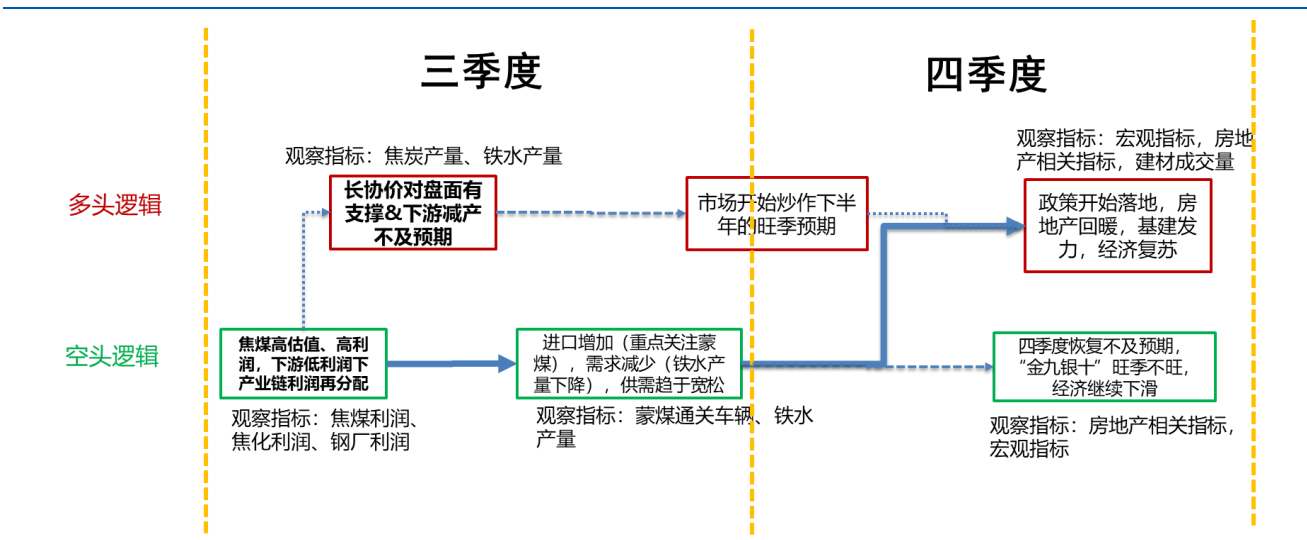
5.1.1 焦煤路径推演

大体上，我们对焦煤保持先抑后扬的观点。关于今年 7 月 8 月是否会“淡季不淡”，我们持比较偏空的态度——淡季大概率还是会来临，需求难以看到起色。

目前盘面的原料还在继续走负反馈，我们也倾向于认为负反馈将会持续一段时间。但对于四季度，我们依然认为“金九银十”是可以期待的，尽管今年难以重现 2020 年疫情后的“深 V”走势，不过今年政策端也是超预期发力，预计可以在四季度反应在数据上。站在当前角度，房地产的一些高频销售数据已经有边际好转的倾向，我们认为经济复苏是可以期待的。

整体来看，对于焦煤，我们持先抑后扬的观点。由于基本面逐步转向宽松，下半年预计价格中枢将会下移；但是在低库存下，如果需求好转，依然具备向上的弹性，反弹高度不会超过今年一季度。不确定因素在于海外焦煤价格、疫情以及进出口政策。

图 43：焦煤路径推演



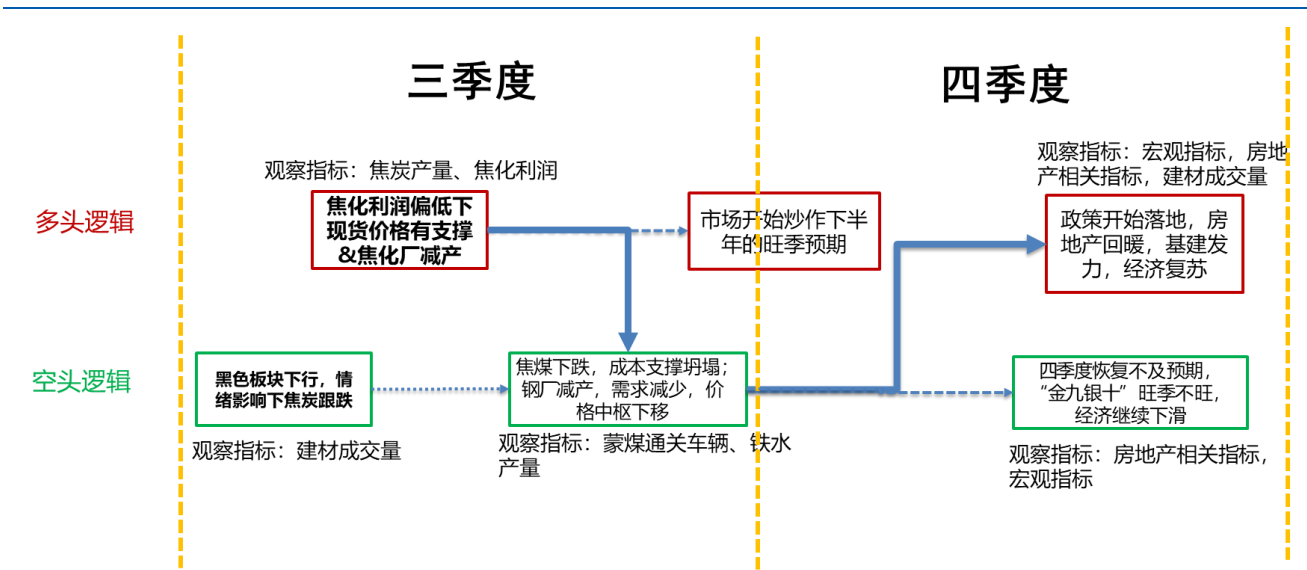
资料来源：南华研究

5.1.2 焦炭路径推演

对比焦煤，我们认为焦炭近月更乐观一些，远月更悲观一些。考虑到焦化利润偏低以及焦炭各环节的低库存，焦炭价格有一定支撑，在这轮下跌中产业链利润结构会得到一定修复，因此三季度焦炭大概率强于焦煤。

展望下半年行情，我们同样认为焦炭会先抑后扬，在三季度的淡季中继续偏弱震荡，在四季度的旺季中迎来复苏。同上半年一样，需求依然是指引价格最重要的因素，只有终端真正回暖，原料价格才能打开上方空间。不确定因素在于 4.3 米焦炉的淘汰进程，以及粗钢压减的具体政策。

图 44：焦炭路径推演



资料来源：南华研究

5.2 总结：繁华不再，希望犹存

回望 2021 年，彼时“绝代双焦”风光无限，价格直入青云，创下历史新高。但是商品永远伴随着周期，供需流转下今年的双焦已经不再是“无解”的状态。

今年上半年，现实和预期进行了无数次的博弈，站在 2022 年的中点看，现实还是战胜了预期，上半年的旺季预期完全被证伪，弱现实开始主导盘面。这也让我们看到，期货作为价格的指引，并不是永远符合现实，特别是在远离交割月的时候，预期往往会主导盘面。

下半年是疫情后复工复产的阶段，尽管难以复制 2020 年的“深 V”走势，但是也不必过度悲观，今年政策同样超预期发力，稳增长政策下，预计经济将在四季度重回正轨。

具体到双焦来讲，双焦的价格中枢，特别是焦煤的价格中枢将会逐步下移。行业的利润分配不合理也会开始改善，减产节奏下，利润将会从上游逐步流转至下游。价格走势方面，我们倾向于双焦将会先抑后扬，走出“V”字型的走势。

风险提示：

进出口政策；疫情风险；减产政策；国际形势。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点