

云淡风轻，“双焦”估值重塑

—— 2023 年焦煤焦炭年报

安粮期货研究所
黑色金属小组

内容摘要：

1. 展望 2023 年，中国经济将由“外循环”更多转向“内循环”，叠加国内政策放开，预计我国经济回暖和猪价回升将带动 CPI 同比增速中枢较进一步上移。外围美元流动性收紧并伴随着全球大宗商品结构性调整回落，PPI 同比增速中枢较进一步下移。整体预计 2023 年 CPI 呈现“前高后低”，PPI 呈现“前低后高”走势特点；CPI-PPI 通胀剪刀差或将进一步收敛。
2. 2022 年中央经济工作会议明确指出，2023 年继续坚持“稳字当头”“稳中求进”，着力扩大内需，支持住房改善。在“稳经济”政策指导下，预计明年房地产市场平稳发展，钢材需求或将有所提振，开启修复行情。
3. 在保供稳价的主旋律下，市场主导驱动力或仍在供给端。预计 2023 年煤矿产量将有序释放，蒙煤，俄煤，澳煤进口量将稳中有升，炼焦煤供给端或将高位维稳运行。而随着国内焦炭落后产能淘汰，产能置换逐渐推进，2023 年焦炭产能仍将处于过剩状态，但考虑到下游消费明显转好，其具体表现或将跟随下游钢材震荡运行。
4. 从 2023 年供需平衡表来看，2023 年全年炼焦煤供给-需求为 1409 万吨，2023 年全年焦炭供给-需求为 538 万吨。整体看“双焦”2023 年供给较大于需求，供需格局或将转向宽松化。

操作建议：综上所述，2023 年在“内循环”主线下，宏观利好持续释放，社会各行各业复工复产，明年经济或将大幅回暖。而煤炭市场在经历了 2021 年“煤荒”所导致供需缺口的历史行情及 2022 年黑色系产业链内部负反馈持续打压的杀跌行情，2023 年“双焦”或将进入漫长的修复行情。无论是从创历史高点后迅速“杀跌”的市场情绪修复，还是从供需格局宽松化来看，2023 年煤炭市场将“温而不火”，“稳字当头”，“双焦”价格将跟随钢材将围绕 2022 年下半年核心中枢上下浮动，其中焦煤关注核心区间【1650-2250】宽幅震荡，焦炭关注【2300-3100】宽幅震荡。

风险因素：保供政策，经济增长超预期，煤矿减产超预期，进口煤政策。

一、2022 年焦煤焦炭行情回顾

纵观 2022 年焦煤焦炭行情，总体呈现出“先扬后抑”的特点。全年在“强预期”和“弱现实”之中展开无穷无尽的博弈，从而形成了“双焦”加剧版的宽幅震荡格局。一季度两会期间国内的“稳增长”政策指导叠加俄乌冲突引发的国际能源大涨，强预期主导盘面，“双焦”大幅拉涨。4 月 19 日发改委表示 22 年将继续执行粗钢产量压减政策，而上海疫情爆发等因素将市场情绪由“强预期”拉进“弱现实”，由此“双焦”行情拐点出现，在供增需减局面下，进入单边下跌走势。三季度“保交楼”政策带动旺季预期升温，情绪开始逐渐修复，行情开始逐渐止跌进入震荡当中。而四季度的“口罩放开”叠加“冬储需求”，才开始真正的走出一波可观行情。总的来说，市场资金一直“买预期”与“卖现实”之中切换，淡季的强政策预期托底，与旺季弱现实需求拖累，形成一反常态的交易节奏，而行情也正是在这个博弈当中悄然酝酿。

图 1:2022 年焦煤焦炭历史驱动配合期价走势



资料来源：Wind 咨询 安粮期货研究所

从全年走势来看，基本可以分为三个阶段：

第一阶段（1-4月）：该阶段正好顺应了“天时、地利、人和”三大要素，造就了继前期煤价调控后的最后一涨。这里的“天时”指的是外有俄乌冲突加剧海外能源价格上涨，内有国内进口煤数量锐减，加上国内政策稳增长预期。“地利”是指“双焦”本身的内驱力，包括其低库存背景下，下游铁水产量持续增加，供需偏紧基本面格局形成较强推动力。“人和”是指受前期煤价调控政策，市场大幅杀跌，市场情绪逐渐修复，在此时达到了高度的一致性，从将其打出一个高度。期间焦炭期货 05 合约从最低点的 2861 元/吨上涨至 4284 元/吨，区间上涨超 1400 元/吨，焦炭现货价格春节后发起提涨 6 轮，累计涨幅 1200 元/吨；焦煤 09 合约价格上涨超过 1000 元/吨，涨幅近 50%。现货各煤种也是呈现不同程度的大幅上涨，累计涨幅在 1100-1500 元/吨不等。

第二阶段（4-8月）：这段时间属于“内交外困”的负反馈阶段。4月19日发改委表示 22 年将继续执行粗钢产量压减政策，疫情扰动下房地产行业下行，下游焦企，钢厂持续亏损，终端需求恶化，铁水产量减少，黑色系产业链自下而上打压原料价格。而当时实施的“煤炭零进口税率”政策，带来进口成本下降，蒙煤进口量稳步增长，逐步缓解焦煤供应偏紧格局。于此同时，海外美联储加息流动性收紧进一步打击市场情绪，从而进入震荡下跌走势。其中焦炭期货 09 合约从最高 4084 元/吨跌至 2492 元/吨，跌幅接近 1600 元/吨；焦煤 09 合约从最高 3236 元/吨跌至 1843 元/吨，跌幅接近 1400 元/吨。

第三阶段（9-12月）：9月以来，市场进入到一个宽幅震荡阶段，底部支撑多次测试，支撑力度明显。随着黑色系传统的“金九银十”旺季预期，叠加9月公布的宏观数据改善，基本面较好支撑下带来一波小幅反弹，但国庆节后全国疫情爆发，旺季预期照进弱现实当中，终端需求仍然疲弱，钢厂利润持续恶化导致被动减产，形成新一轮负反馈，将“双焦”从新拉进泥泞。11月份以来，美联储加息放缓，而国内疫情防控优化，口罩放开势在必行，而房地产政策此时也是暖风频吹，强预期、冬储补库需求和低库存低利润三者共同驱动“双焦”震荡转强，一举突破前期压力平台，打开上行空间。

二、宏观政策解读

（一）宏观数据分析

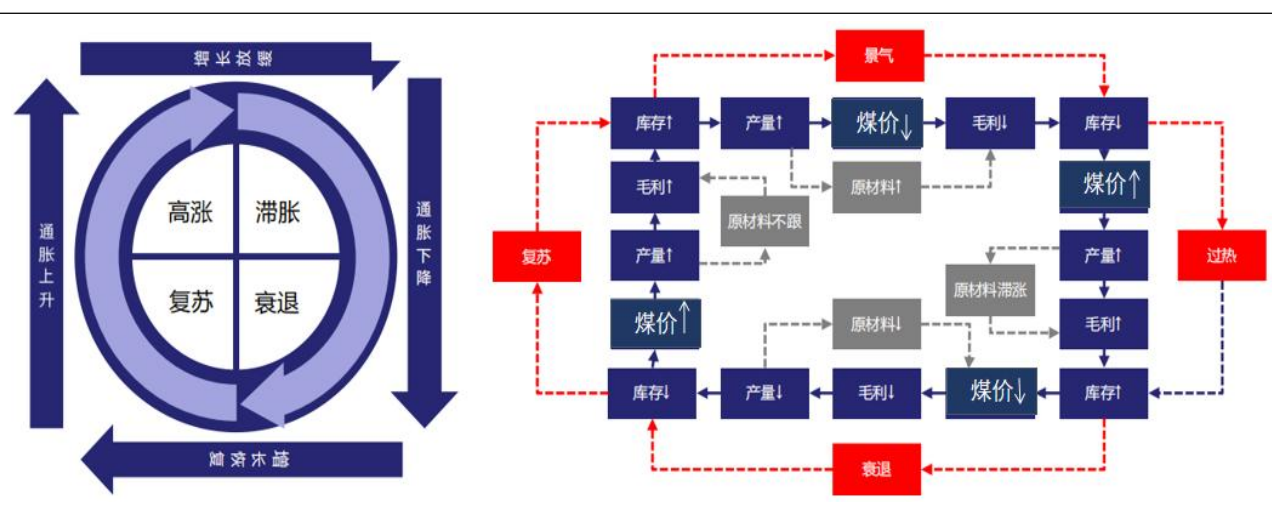
据国家统计局 2022 年 11 月宏观数据显示：CPI 同比上涨 1.6%，较上月回落

0.5 个百分点, 环比下降 0.2%, 较上月回落 0.3 个百分点。PPI 同比下降 1.3%, 较上月不变, 环比上涨 0.1%, 较上月回落 0.1 个百分点。2022 年通胀整体温和, CPI 同比增速低开高走, 中枢上移, 而 PPI 同比增速低开高走, 持续下行, 剪刀差大幅收敛, 使得中下游企业利润得到有效修复。

展望 2023 年, 在低基数以及经济回暖叠加猪价回升的影响下, 预计 2023 年 CPI 同比增速中枢较 2022 年将继续上移, 大概率呈现先高后低随后平稳的走势; 而随着供应紧张状况缓解, 美元流动性收紧并伴随着全球大宗商品结构性调整回落, 预计 2023 年 PPI 同比增速中枢较 2022 年将继续下移, 大概率呈现先低后高随后平稳的走势。

从 PMI、GDP 同比增速等指标来看, 2022 三季度以来国内经济增长动能有所弱化, 但价格水平维持高企。由于疫情变化反复, 交运萎靡, 就业承压等因素, 高价格并未明显带动供给恢复。随着库存周期向下、大宗商品价格回落、供给约束进一步缓和、基数抬升等因素的共同作用, 在面临需求走弱压力, 通胀温和。预计 2023 年中国经济仍然要靠基建和房地产为抓手发力, 新的增长点或来自制造业和终端消费。就黑色商品而言, 或将转入漫长的震荡修复过程当中。

图 2: 宏观经济周期下煤价运行循环



资料来源: 安粮期货研究所

图 3: PPI 与 CPI 剪刀差



资料来源：WIND 安粮期货研究所

（二）煤炭政策分析

短期而言，以“保供稳价”政策占据主导作用，从2022年保供稳价指引可以看出，保供稳价政策实施成效显著，1-9月累计核准（含调整建设规模）煤矿新增产能6200万吨/年以上，推动进入联合试运转试生产煤矿产能约9000万吨/年，国家矿山安全监察局审核增加产能1.8亿吨/年。产煤大省先后发布公告推进省内煤炭产能释放，山西明确2022年新增煤炭产量1.07亿吨。在明年“双焦”行情修复过程中，需持续关注保供政策实施情况，警惕其或将制约上行高度。

表1:保供稳价政策指引

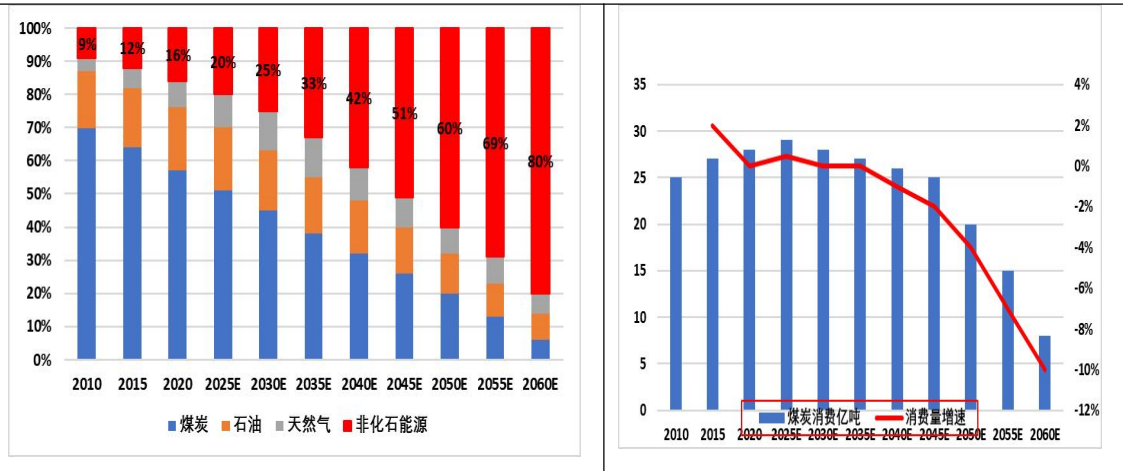
时间	政策指引
2月24日	发改委发文称5500千卡秦皇岛下水煤中长期交易价格每吨570-770元(含税)较为合理。
3月18日	发改委要求年内再释放产能3亿吨/年以上，日产量达到1260万吨以上。
4月12日	发改委要求按照最多不超过去年与进口量与今年已进口量之差的原则补签1.8亿吨。
4月29日	国务院决定对煤炭实施税率为零的进口暂定税率。
5月	改委连续发表八篇《煤炭价格调控监管政策》系列解读万吨以上。
10月	全年目标完成度超八成，保供稳价效果已经显现1)年目标完成超八成。
11月以来	各省加强煤炭价格核查工作，多省对煤炭价格超出合理区间的煤炭贸易公司进行行政处罚。

中长期（5-10年）来看，以“双碳”政策为主导，届时煤炭紧供给或持续。基于国务院发布《2030年前碳达峰行动方案》的政策目标，预计2025年前后触及需求天花板，预测消费量约为29.4亿吨标准煤，之后伴随火电占比下降，煤炭消费量随之下滑。在新增产能及存量挖掘空间有限背景下，煤炭供给产能有望先于需求达峰。而在2025-2030年期间煤炭消费量下滑初期，由于需求减量幅度有限，整体消费体量犹在，基本面或仍将表现为紧平衡，在不考虑其他政策因子

影响下，煤价中枢有望获得重塑，在历史偏高位达到平衡。

图 4:到 2060 年非化石能源消费占比将达到 80% 达到峰值

图 5: 预计煤炭消费量于 2025 年



资料来源: Wind 咨询 安粮期货研究所

三、基本面分析

(一) 焦炭供需分析: 焦化利润修复, 供强需弱

(1) 供给端: 产能过剩下, 关注焦化利润影响

截至 2022 年 11 月底, 中国统计局数据显示, 2022 年 1 月-11 月全国焦炭累计产量 43438 万吨, 累计同比增长 0.7%, 其中, 11 月份焦炭产量 3739 万吨, 同比增长 9.5%。从焦炭供应端全年来看, 全年整体呈现“先抑后扬”特点。上半年, 尤其是 1-4 月份, 由于春节后焦炭完成四轮提涨, 市场信心高涨, 随着冬奥会结束, 部分地区环保管控趋于宽松, 期间煤炭供应端偏强势, 247 家钢厂焦化厂产能利用率一直保持在 85% 以上, 但仍处于历年偏低水平。当下进入四季度来看, 焦炭经历多轮提涨, 焦化利润逐渐修复, 黑色系盘面也赢来反弹, 其供给端得到改善。

2022 年随着国内焦炭落后产能淘汰, 产能置换逐渐推进, 虽然今年焦化行业利润贫瘠, 但仍有部分新建产能的投放。截止 2022 年底, 据统计新增产能 4452 万吨左右, 淘汰焦化产能 2471 万吨左右, 净新增产能 1981 万吨左右。整体看, 2022 年焦炭产能过剩, 预计 2023 焦炭产能仍将处于过剩状态, 具体变化须持续关注焦化利润及下游需求恢复状况。

图 6:全国焦炭产量当月值 (单位: 万吨)

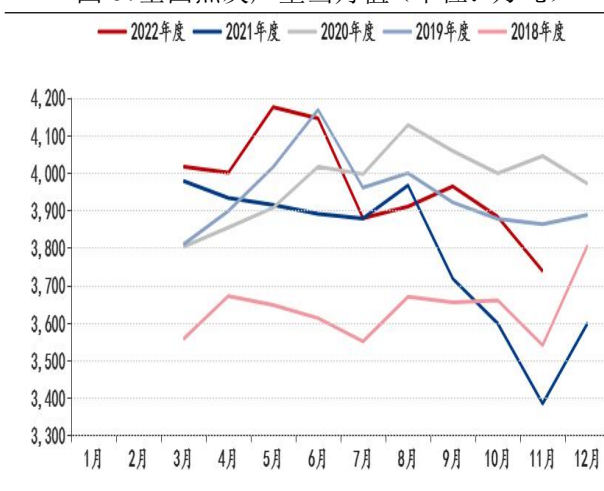
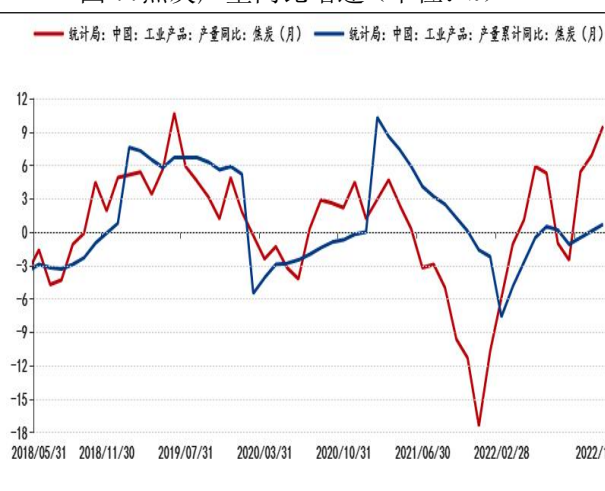


图 7:焦炭产量同比增速 (单位: %)



资料来源: 统计局, 安粮期货研究所, 上海钢联

图 8:全国 247 家钢厂焦化厂产能利用率 (单位: %)

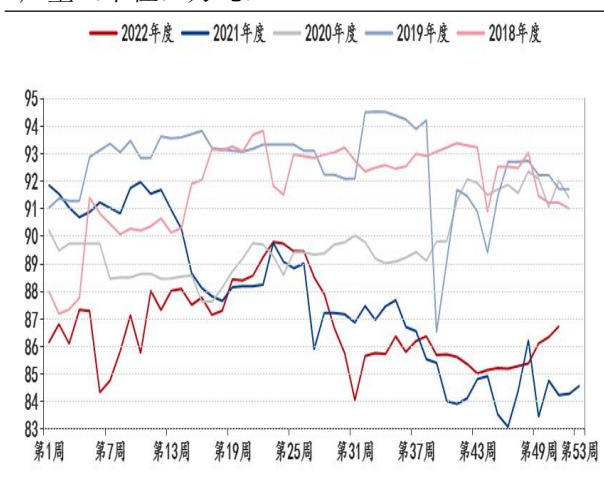
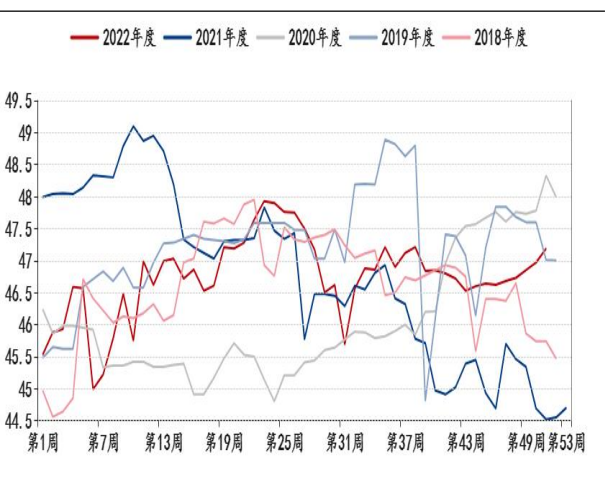


图 9:全国 247 家钢厂焦化厂焦炭日均产量 (单位: 万吨)



资料来源: 统计局, 安粮期货研究所, 上海钢联

(2) 需求端: 焦炭消费坚挺, 出口表现良好

根据国家统计局数据, 2021 年 1-11 月份, 中国焦炭表观消费量 31169 万吨, 同比增长 1.87%。中国焦炭出口量累积 843.3 万吨, 同比增长 40.34%。中国粗钢产量 93511 万吨, 同比下降 1.19%; 生铁产量 79506 万吨, 同比下降 0.15%。

2022 年由于全国疫情多点爆发, 加上政策端粗钢减产, 一度导致下游需求疲弱不堪。但上半年俄乌战争影响的持续发酵, 全球能源价格的居高不下, 天然气、石油价格的涨幅明显, 国际上煤炭资源的供给收紧, 使得国内外价格也出现倒挂, 我国焦炭出口因此表现良好。预计 2023 年随着疫情放开, 各行各业逐步复工复产, 步入正常轨道, 例如 2022 年的疲弱需求或有所缓解, 具体仍须关注

房地产终端需求传导效果。随之，海外地缘冲突逐渐平复，能源价格或将高位回落逐步恢复正常水平，因此 2023 年我国焦炭出口需求或将同比去年有所减少。

图 10：焦炭表观消费量（单位：万吨）

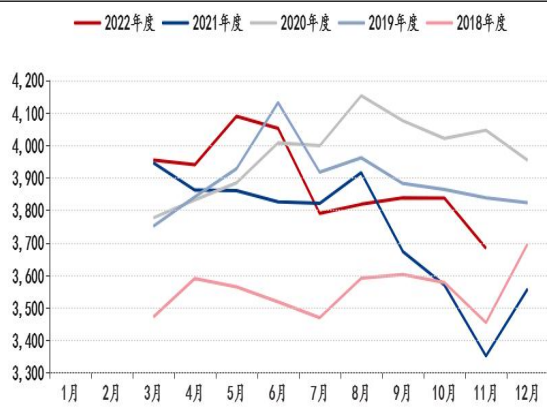
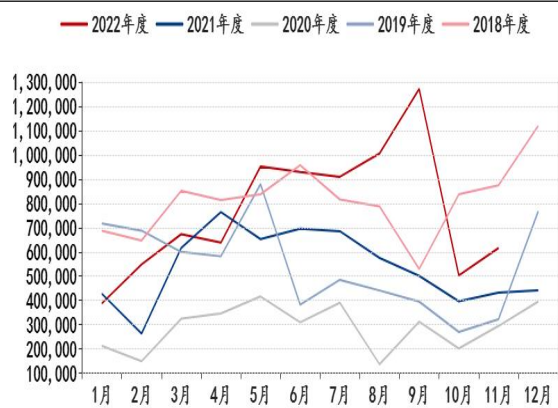


图 11：中国焦炭出口量（单位：吨）



资料来源：Wind 咨询 安粮期货研究所

图 12：中国生铁产量（单位：万吨）

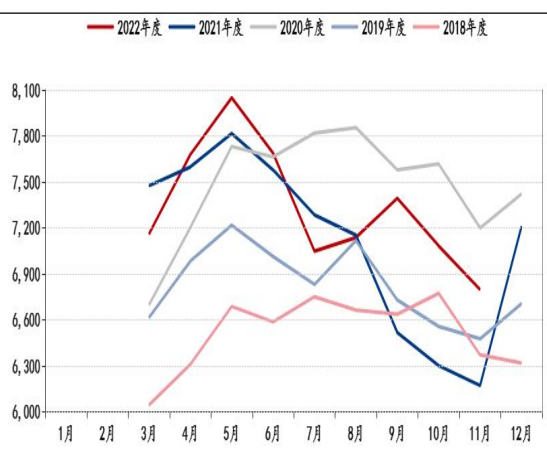
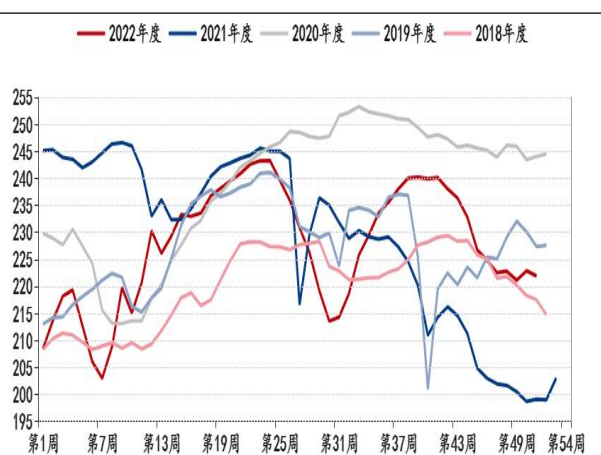


图 13：247 家钢厂铁水日均产量（单位：万吨）



(3) 供需平衡表预测

根据上文对焦炭供给、需求的分析，我们可以得出动力煤 2023 年的供需平衡表。由平衡表我们可以看到，近五年 2020 年，2021 年这两年供需缺口为负。2023 年全年焦炭供给-需求为 538 万吨，2022 年动力煤整体供给微大于需求，将处于供需弱平衡的局面。

表 2：焦炭 2022 年供需平衡表（单位：万吨）

万吨	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 (E)	2023 年 (E)
产量	44834	47126	47116	46446	46572	45640
进口	910	523	298	133	536	425
出口	976	653	349	645	893	789

库存变化	50	116	-288	-110	-132	-151
总供给	44818	47112	46777	45824	46083	45125
总消费	44524	46262	47825	46218	45756	44587
供需平衡	294	850	-1048	-394	327	538

资料来源：Wind 咨询 安粮期货研究所

(二) 焦煤供需分析：

(2) 供给端：保供政策下，焦煤供应平稳运行

截至 2022 年 11 月底，中国统计局数据显示，2022 年 1 月-11 月全国焦炭累计产量 45139 万吨，累计同比增长 1.75%，其中，累积进口量 5337 万吨，同比去年上涨 20.5%，蒙煤进口量 2160 万吨，同比增长 63.88%，俄罗斯进口量 1933 万吨，同比增长 101%。今年以来，由于进口政策和全球煤炭贸易流向变化，我国的进口格局也发生了变化。其中蒙煤由于疫情影响通关持续低位，但俄煤由于国际关系变化增量明显。从焦煤供应端全年来看，在保供增产大背景下，整体呈现“先紧后松”特点。

2023 年在保供政策下，煤炭产能或将进一步释放，且随着口罩放开各项社会工作步入正轨，煤矿开工以及物流运输都将有所改善。而且，我国炼焦煤进口环境逐渐宽松，蒙煤，俄煤，澳煤进口量或将有所上升。整体判断，2023 年我国炼焦煤供给端或将高位维稳运行。

图 14:全国炼焦煤产量当月值（单位：万吨）

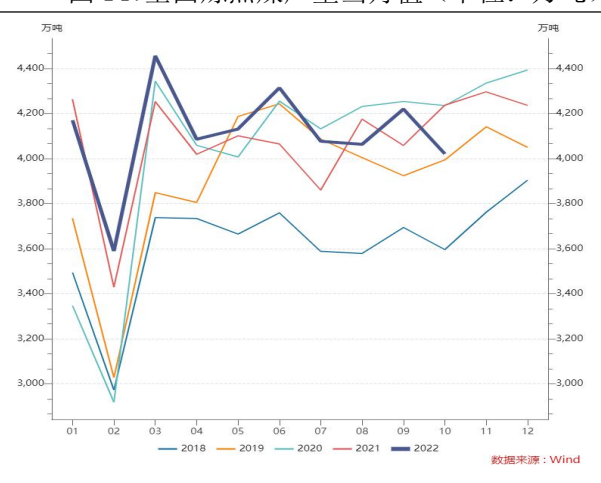
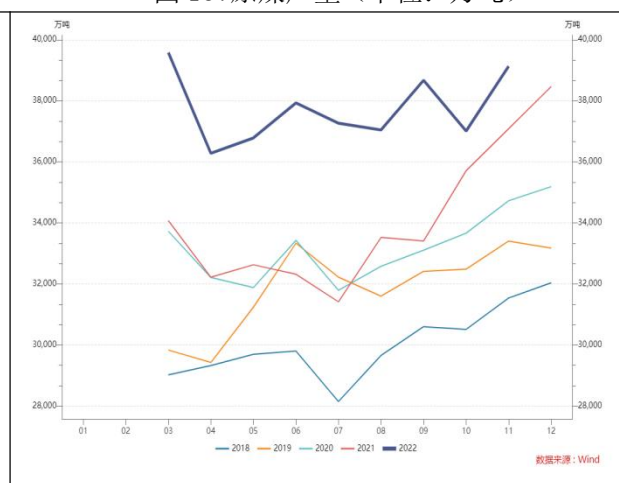


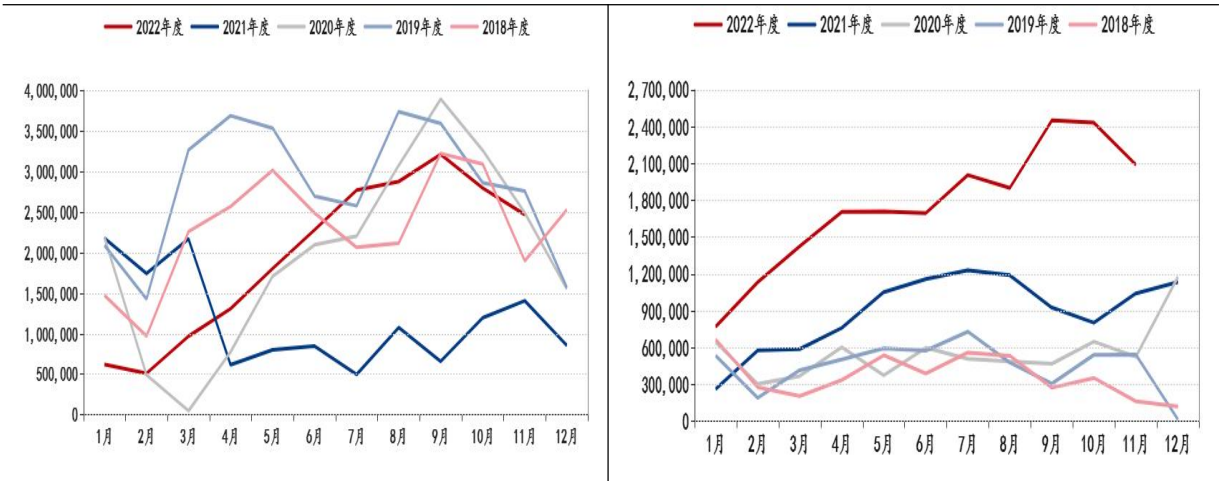
图 15:原煤产量（单位：万吨）



资料来源：统计局，安粮期货研究所，上海钢联

图 16:炼焦煤进口数量：蒙古-中国（单位：万吨）

图 17:炼焦煤进口数量：俄罗斯-中国（单位：万吨）



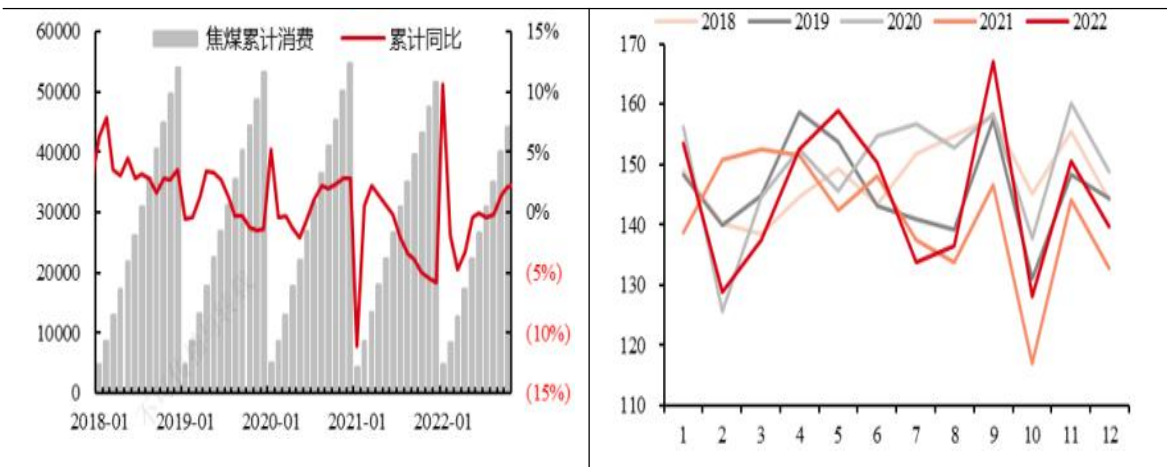
资料来源：统计局，安粮期货研究所，上海钢联

(2) 需求端：地产回暖下带动需求回升

根据国家统计局数据，2021年1-11月份，中国焦煤表观消费量47582万吨，同比增长1.99%。2022年，炼焦煤需求跟随下游焦企、钢厂生产、补库节奏，波动较大。一季度，因冬奥会、两会及采暖季限产，北方焦钢企业生产受限，焦煤需求受到抑制。二季度，政策限产弱化，钢厂、焦企开工率回升，带动焦煤需求走强。下半年，钢焦企业开工率大幅波动，在7、10月份经历两拨负反馈，钢焦企业处于亏损中，开工率降至低位，焦煤需求亦大幅下滑，负反馈过后均面临下游复产，焦煤需求也随之增加。临近春节，下游冬储补库支撑焦煤短期需求。2023年地产政策的持续发力，下游地产需求或将有效修复，并将需求由下向上传导，随着钢材消费的逐渐回升，铁水产量或将偏强运行，拉动焦煤需求增长。

图 18：焦煤表观消费量（单位：万吨）

图 19：中国焦煤日均产量（单位：万吨）



资料来源：Wind 咨询 安粮期货研究所

(3) 供需平衡表预测

根据上文对焦煤供给、需求的分析，我们可以得出焦煤 2023 年的供需平衡表。由平衡表我们可以看到，近五年 2021 年这年供需缺口为负，其他供需缺口皆是为正。2023 年全年焦炭供给-需求为 1409 万吨，2022 年焦煤整体供给大于需求，将处于供需偏宽松的局面。

表 2:焦炭 2022 年供需平衡表（单位：万吨）

万吨	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 (E)	2023 年 (E)
产量	45012	48087	48510	48995	48564	48750
进口	6490	6466	7256	5471	6340	6580
出口	108	139	87	10	30	33
库存变化	159	254	394	-510	319	285
总供给	51553	54668	56073	53946	54555	55582
总消费	50595	54450	55891	54970	54508	54173
供需平衡	958	218	182	-1024	50	1409

资料来源：Wind 咨询 安粮期货研究所

四、结论与建议

综上所述，2023 年在“内循环”主线下，宏观利好持续释放，社会各行各业复工复产，明年经济或将大幅回暖。而煤炭市场在经历了 2021 年“煤荒”所导致供需缺口的历史行情及 2022 年黑色系产业链内部负反馈持续打压的杀跌行情，2023 年“双焦”或将进入漫长的修复行情。无论是从创历史高点后迅速“杀跌”的市场情绪修复，还是从供需格局宽松化来看，2023 年煤炭市场将“温而不火”，“稳字当头”，“双焦”价格将跟随钢材将围绕 2022 年下半年核心中枢上下浮动，其中焦煤关注核心区间【1650-2250】宽幅震荡，焦炭关注【2300-3100】宽幅震荡。

免责声明：

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投

资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。