



2019.12

也无风雨也无晴——波动区间收敛的一年

——2020 年焦煤焦炭行情展望及投资策略



金楠

021-33038626

jintao013139@gtjas.com

投资咨询从业资格号：

Z0002982

报告导读：

➤ 我们的观点：

- **焦煤焦炭：**市场对焦煤焦炭价格的重心下移没有分歧，分歧在是否会出现趋势下跌。我们认为 2020 年焦煤进口的压力会有缓解，国内供应增量有限，国内高炉对煤焦需求维持刚性，趋势下跌的条件并不具备。2020 年煤焦波动区间比 2019 年将进一步收窄。

➤ 我们的逻辑：

➤ 焦煤焦炭篇

焦炭：2020 年焦炭的需求将维持刚性，其原因在于国内电弧炉产量巨大，又处于炼钢环节的成本高端，在电弧炉的产量保护下，高炉企业出现经济性减产的难度较大，这也使得焦炭的需求会维持刚性。从焦炭产能而言，市场对于焦化去产能仍有预期，但从过去几年的情况看，焦炭产量没有出现实质下滑，焦化的低利润也显示了焦炭供应已无缺口。2019 年市场担心的焦炭出口下滑，进口增加会对国内供需形成冲击，从实际情况看，进出口量占全国产量比例极低，对国内的供需平衡影响有限。

焦煤供应：国内新增焦煤产能有限，进口压力将有缓解。2019 年原煤供应量继续增加，国内炼焦煤供应量也有明显提升。但从投产周期来看，煤矿投产周期在 2-3 年，经历了 2016 年-2019 年 4 年牛市之后，能投产的产能基本已经释放，2020 年国内炼焦煤供应增量有限。从进口来看，2019 年以来国内外价差大幅扩大，导致进口维持高位。但随着国内外进口价差的缩窄，2020 年进口煤的压力将比 2019 年有所缓解。

焦炭趋势下跌条件尚不成熟：市场对于焦煤、焦炭价格的重心下移没有分歧，市场的分歧在于能否出现趋势下跌。焦炭趋势下行的出现需要证明三者中的一个：1、实质需求下滑；2、焦化厂肯亏损生产；3、煤炭成本能够继续下行形成焦炭成本坍塌。当前来看，高成本电弧炉的存在使得高炉出现经济性减产概率较低。从焦化厂而言，2017 年以后焦化厂的供应调节能力极强，很难出现大规模亏损维持生产的现象。从焦煤来看，国外焦煤价格已经位于低位，继续下行需要击穿 2016 年均价或者 2017 年最低点才有空间，短期国外焦煤继续带动国内价格下行的驱动减弱，焦炭成本坍塌的空间有限。因此，我们认为焦炭趋势下跌条件尚不成熟。

- **投资建议：**焦煤焦炭核心价格区间——焦炭期货：[1500-2000]，焦煤期货：[1000-1350]。

- **风险提示：**宏观政策刺激需求激增将打破区间上沿，系统性的金融风险将击穿区间的下沿。

作者简介：

金轲：国泰君安期货煤焦首席研究员，上海财经大学经济学硕士。2019 年、2018 年、2017 年“期货日报”、“证券时报”最佳工业品分析师，2019 年、2017 年郑州商品交易所高级分析师，2017 年上海期货交易所优秀分析师，2015 年、2014 年大连商品交易所煤焦矿优秀研究员，2014 年大连商品交易所“十大投研团队”核心成员，2013 年大连商品交易所“十大工业品研发团队”核心成员。接受《央视财经频道》专访，《第一财经》、《东方财经》、《第一财经广播》等栏目嘉宾。在《期货日报》、《中国证券报》、《证券时报》等媒体上发表多篇评论文章，致力于基本面研究，建立了覆盖产业链的研究构架和数据库体系，从产业链角度监测煤炭行业，把握品种运行趋势性机会。

目录

1、2019 年煤焦期货走势回顾	4
2、焦炭—需求维持刚性，供应已无缺口，出口影响有限.....	7
2.1 焦炭需求维持刚性	7
2.2 焦炭供应已无缺口	8
2.3 焦炭出口变化的影响有限	12
3、焦煤供给—国内新增焦煤产能有限，进口压力将有缓解	14
3.1 2020 年国内新增焦煤产能有限	14
3.2 2020 年进口煤压力将小于 2019 年	17
4、2020 年焦煤、焦炭供需平衡表	19
5、2020 年煤焦投资建议—焦炭趋势下跌条件尚不成熟	20

1、2019 年煤焦期货走势回顾

2019 年全年焦化利润较 2018 年显著缩窄，2018 年焦化平均利润为 364 元/吨，2019 年焦化平均利润为 128 元/吨，符合我们 2019 年年报中指出的焦化行业利润见顶的判断。从价格波动来看，焦煤焦炭价格重心下移。焦炭和焦煤的价格波动区间，在 2019 年也出现了收缩。就全年价格波动而言，焦煤指数从 2019 年 1 月 2 日的 1166 元/吨，上涨至 2019 年 12 月 6 日的 1213 元/吨，上涨 48 元/吨，涨幅 4.09%。焦炭指数从 2019 年 1 月 2 日的 1876 元/吨，下跌至 2019 年 12 月 6 日的 1843 元/吨，下跌 33 元/吨，跌幅 1.77%。现货方面，吕梁主焦煤（A9.5，V18-20，S1.3，G>75）从 2019 年 1 月 2 日的 1340 元/吨，下跌至 2019 年 12 月 6 日的 1150 元/吨，下跌 190 元/吨，跌幅 14.17%。国外焦煤方面，迁安沙河驿进口蒙煤自提价格从 2019 年 1 月 2 日的 1580 元/吨，下跌至 2019 年 12 月 6 日的 1380 元/吨，下跌 200 元/吨，跌幅 12.6%。焦炭方面，山东样本钢厂准一级到厂价格从 2019 年 1 月 2 日的 2130 元/吨，下跌至 2019 年 12 月 6 日的 1830 元/吨，下跌 300 元/吨，跌幅 14%。

回顾 2019 年焦煤焦炭供需的变化。从供应来看，2019 年国内原煤产量和进口量均延续了 2017 年以来的上升势头。国内煤炭行业供给侧改革目标提前完成，新增产能仍有释放。从国内产量来看，2019 年 1-10 月全国原煤产量 30.63 亿吨，较 2018 年 1-10 月的 28.99 亿吨，增加 1.64 亿吨。从焦炭的供应来看，尽管市场之前对于焦化去产能寄予厚望，但从实际产量来看，2019 年焦炭产量并未出现实质下滑，产量依然维持上升势头。2019 年 1-10 月全国焦炭产量 3.928 亿吨，较 2018 年 1-10 月焦炭产量的 3.59 亿吨，增加 3328 万吨，增幅 5.6%。从我的钢铁统计口径来看，2018 年全年样本焦化厂日均焦炭产量为 66.3 万吨/天，2019 年为 67.43 万吨，样本焦化厂日均产量同样增加，说明焦化产能仍然呈现上升态势，焦化产能没有出现收缩，焦化行业利润也很难出现有效扩张。从进口来看，2019 年由于外围市场走势疲弱，国内和国外煤炭价差巨大，2019 年焦煤进口量边际增加极为明显。2019 年 1-10 月炼焦煤进口量 6663 万吨，相比 2018 年同期的 5691 万吨，增加 972 万吨，增幅高达 17%，年化进口量超过 7300 万吨，接近 2001 年以来进口量的峰值水平。进口煤的大幅增加，也带来了 9 月份之后焦煤价格的大幅下行。部分市场观点甚至认为，随着进口煤的继续增加，将造成国内焦炭成本的崩塌。从焦炭来看，国外需求的弱势也使得焦炭的进出口形势发生了明显变化。中国以往是焦炭的出口国，主要出口对象为韩国日本等钢铁主产国，但从 2019 年开始，出现了海水倒灌，焦炭进口回流的现象，加剧了市场对于焦炭价格下行的担忧。

2019 年带动焦煤焦炭价格波动的主要驱动力来自于市场预期的调节。一方面，市场对于黑色系价格见顶已经有了充分的预期，叠加国内宏观和外围数据难有起色，黑色系整体价格的上行没有足够的想象空间。另一方面，供给侧改革之后，电弧炉产能的快速调节使得黑色系整体的供应变化极快，而终端需求又表现出极强的韧性，导致黑色系价格在较短时间内快速波动却又走不出大的趋势行情。从经济增速来看，2019 年前三季度 GDP 增速分别为 6.4%、6.2%、6%。工业增加值方面，2018 年 1-10 月工业增加值累计同比为 5.6%，较 2018 年同期 6.4% 的增速继续下滑。从房地产数据来看，由于政策层面明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，政策大方向发生变化导致市场对于房地产的后期预期产生了深刻的变化，也直接反映到了成交数据上。2019 年 1-10 月，商品房销售面积累计同比增速为 0.1%，2018 年 1-10 月增速为 2.2%，2017 年 1-10 月增速为 8.2%，销售面积增速显著下滑。从房屋新开工面积来看，2019 年 1-10 月房屋新开工面积累计同比增速为 10%，2018 年同期为 16.3%，新开工面积同样回落。汽车方面，2019 年 1-10 月汽车产量 2029.3 万辆，累计同比下降 11.1%，汽车产量累计同比增速连续 12 个月维持负增长，这使得板材系价格的反弹有明显的天花板。尽管市场对于黑色系价格的重心下移没有分歧，但供给侧改革之后，钢铁行业供应量中，15%以上是由废钢来贡献的。在价格下跌的过程中，电弧炉、转炉废钢、高炉废钢的产量快速调节，导致黑色系价格的下跌无法形成矛盾的持续积累。从节奏上来看，电弧炉供应收缩，叠加 10 月中旬之后终端需求超预期释放，带动了年底黑色系价格的上行，前期极度悲观的焦煤、焦炭价格也迎来了反弹。

图 1：2019 年焦煤指数走势



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 2：2019 年焦炭指数走势



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

回顾 2019 年焦煤焦炭的走势，大致可以分为 3 阶段

第一阶段：1-7 月，铁矿上涨带动黑色上涨气氛，山东焦化去产能预期强化

第二阶段：8-10 月，全球钢材过剩预期形成，进口焦煤、焦炭冲击市场信心

第三阶段：11-12 月，终端需求超越季节性走强，钢厂利润修复拉涨煤焦

第一阶段：铁矿上涨带动黑色上涨气氛，山东焦化去产能预期强化

2019 年 1-7 月：2019 年春节前，巴西铁矿公司 VALE 发生溃坝事件，导致铁矿石价格在 2019 年上半年大幅上涨，带动黑色系整体反弹气氛。从铁矿价格来看，随着铁矿港口库存的明显下降，铁矿石价格在 2019 年 1-7 月大幅上涨，铁矿 62%品位普氏价格从 2019 年 1 月 2 日的 72.35 美元/吨，上涨到 7 月 30 日的 121.35 美元/吨，上涨 48.8 美元/吨，涨幅 67.45%。铁矿价格的上涨推升了钢材的成本。从螺纹钢来看，杭州螺纹钢价格从 2019 年 1 月 2 日的 3820 元/吨，上涨到 7 月 31 日的 3960 元/吨，上涨 140 元/吨，涨幅 3.67%。从热卷价格来看，上海热卷价格从 2019 年 1 月 2 日的 3610 元/吨，上涨到 7 月 31 日的 3830 元/吨，上涨 220 元/吨，涨幅 6.09%。

从焦炭自身而言，二季度市场传闻山东将对焦炭实施产能淘汰，支撑了焦炭价格。从贸易商成本而言，年前贸易商对港口焦炭的囤货成本在 2000 元/吨附近，这使得市场尽管认为铁矿的上涨会挤压焦炭的上行空间，但黑色整体上涨气氛仍在，焦炭现货贸易商在山东去产能等预期的支撑下，砸价的意愿不强。从价格来

看, 2019 年 1-7 月焦炭价格小幅回落, 山东钢厂准一级焦采购价从 2019 年 1 月 2 日的 2130 元/吨下调到 7 月 30 日的 1980 元/吨, 下跌 150 元/吨, 沙河驿进口焦煤价格从 2019 年 1 月 2 日的 1580 元/吨下调到 7 月 30 日的 1490 元/吨, 下跌 90 元/吨。

第二阶段: 全球钢材过剩预期形成, 进口焦煤、焦炭冲击市场信心

2019 年 8-10 月: 由于 6-8 月市场过于乐观, 钢材价格持续位于高位, 高价格形成的高产量。从产量来看, 根据我的钢铁的统计, 五大品种周度产量在 2019 年 7 月 19 日当周达到 1082 万吨/周, 同比去年高出 72.28 万吨。从统计局的数据看, 2019 年 1-7 月粗钢产量 5.77 亿吨, 累计同比增加 9%, 年化产量超过 10 亿吨。高产量背景下, 钢材库存出现了超越季节性的累积。从钢材库存来看, 2019 年 5 月 31 日当周, 五大品种钢材厂库+社库为 1563.5 万吨, 比去年同期高 19.84 万吨, 到了 2019 年 8 月 9 日, 经过持续 2 个月的淡季累库存, 五大品种钢材库存已经上升到 1838 万吨, 同比去年同期高 419.6 万吨。因此, 进入 8 月之后, 尽管市场对于金九银十仍有预期, 但库存压力持续压制价格的上行。从铁矿来看, 随着港存下降的幅度放缓, 市场对于高位铁矿能否持续开始心存忧虑。8 月铁矿外盘价格的暴跌, 引发了中国到港成本的迅速下移。至 2019 年 8 月 29 日, 铁矿 62%品位普氏价格下跌到 81.45 美元/吨, 相比于 7 月中旬高位的 126.35 美元/吨, 下跌 44.9 美元/吨, 下跌 35.5%。从钢材的进口来看, 9 月份之后, 市场对于全球铁水过剩的担忧开始泛起, 从进口来看, 由于土耳其等过出口价格维持低位, 中国出现了近十年罕见的海外钢材反向进口中国的现象。市场担心钢厂将随着海外进口的冲击而出现减产的现象, 进而压制焦炭的价格。

从焦煤、焦炭自身而言, 同样面临进口的问题。由于国内焦煤和澳洲焦煤巨大的进口价差, 使得 2019 年焦煤进口量持续位于高位。2019 年 1-10 月中国炼焦煤进口量达到了 6663 万吨, 累计同比增加 17%, 为最近 10 年的炼焦煤进口最高水平。从焦炭来看, 国外市场的疲弱, 甚至出现了日本焦炭向中国出口的现象。市场一方面担心国外的焦炭进口会冲击本就羸弱的国内平衡, 另一方面, 也担心随着国外炼焦煤价格的下行, 焦炭价格会出现成本坍塌的现象。从价格来看, 2019 年 10 月末, 山东样本钢厂准一级焦下跌到 1780 元/吨, 沙河驿主焦煤价格下跌到 1380 元/吨。

第三阶段: 11-12 月, 终端需求超越季节性走强, 钢厂利润修复拉涨煤焦

2019 年 11-12 月: 进入 11 月之后, 市场预期的需求走弱现象并未出现, 与之相反的是, 国内钢材终端需求持续高位释放, 远超市场预期。从建材成交来看, 11 月连续出现钢材单日成交量超过 20 万吨的情况。而绝对价格位于低位又压制了电弧炉产量的回升。其结果是钢材库存显著下滑, 2019 年 8 月 9 日, 五大品种钢材库存已经上升到 1838 万吨, 同比去年同期高 419.6 万吨, 但到了 11 月 29 日当周, 五大品种的钢材库存下降到 1166.47 万吨, 同比去年同期低 137.39 万吨, 为 2018 年以来最低库存水平。钢材库存低位导致钢材价格出现了淡季上涨的现象。从螺纹钢价格来看, 华东螺纹钢价格 10 月低位的 3670 元/吨, 上涨到 4140 元/吨, 上涨 470 元/吨, 涨幅 12.8%, 华东热卷价格从 10 月低位的 3500 元/吨, 上涨到 3890 元/吨, 上涨 390 元/吨, 涨幅 11.1%。钢材价格的持续好转, 使得钢厂利润快速修复, 到 11 月末, 螺纹钢高炉厂的吨钢利润回到 600 元/吨上方, 钢厂的利润回升对焦炭价格的企稳起到了决定性作用。

从焦煤、焦炭自身而言, 进入 11 月后, 国外焦煤的崩盘式下跌告一段落, 11 月-12 月期间, 澳洲优质硬焦煤价格始终维持在 146-151 美元/吨, 没有出现进一步下挫的迹象。从焦炭库存来看, 不管是港口的焦炭库存或者是焦化厂的焦炭库存都出现了环比改善的现象。从现货的情况来看, 11-12 月期间, 焦炭价格上涨两轮, 共计上涨 100 元/吨, 焦化厂的利润回到 100 元/吨上方, 前期下跌的趋势有所扭转。

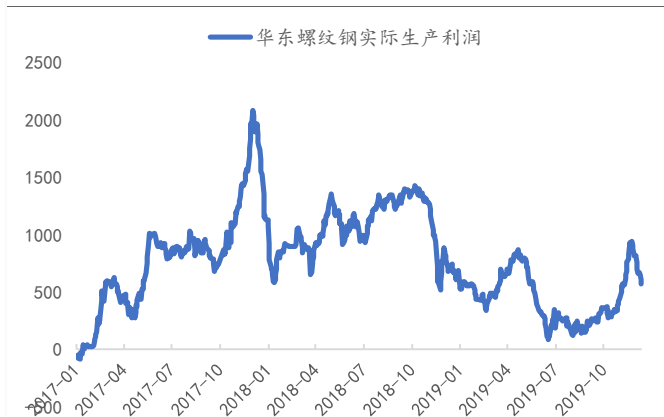
2、焦炭—需求维持刚性，供应已无缺口，出口影响有限

2019 年以来焦炭的波动区间大幅收敛，以山东钢厂准一级焦采购价格为例，最高价格为 2180 元/吨，最低价格为 1780 元/吨，全年高低点振幅仅为 300 元/吨，2018 年焦炭高点为 2680 元/吨，最低为 1730 元/吨，全年高低点振幅达到了 950 元/吨。从焦炭的供需情况来看，2019 年焦炭的需求维持正增长，随着高炉生铁需求的增加，焦炭的刚需依然保持强劲，2020 年焦炭需求仍将维持正增长。从供应来看，尽管市场持续传闻山东、山西有淘汰 4.3 米焦炉的文件，但从全国总量的角度，焦炭的产量依然在增加。在生铁高产量的背景下，焦炭库存不仅没有下滑，反而出现了上升，焦炭供应已经没有缺口。从出口而言，2019 年焦炭出口延续下降，甚至出现了进口的现象，但我们认为，焦炭进出口占全国产量的比例较低，进口增量更多体现为市场心理上的冲击，对实际供需影响有限。

2.1 焦炭需求维持刚性

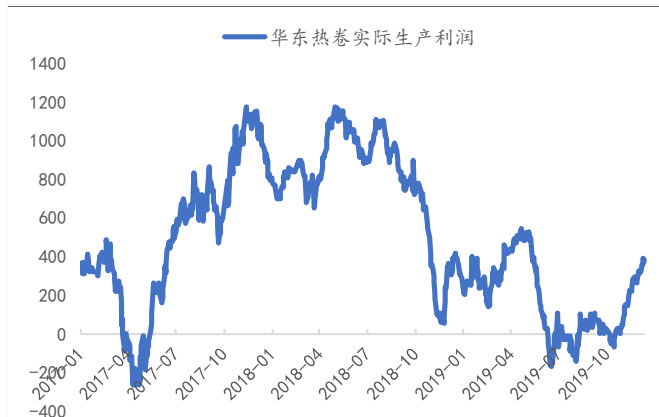
从需求来看，焦炭的下游需求主要是高炉炼钢，2017 年以后，随着中频炉退出市场，高炉企业的生产利润始终维持在正利润水平。即使期间钢材价格大幅波动，也很难出现高炉厂的持续亏损现象，这使得焦炭的需求始终维持刚性。

图 3：螺纹钢企业生产利润水平



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

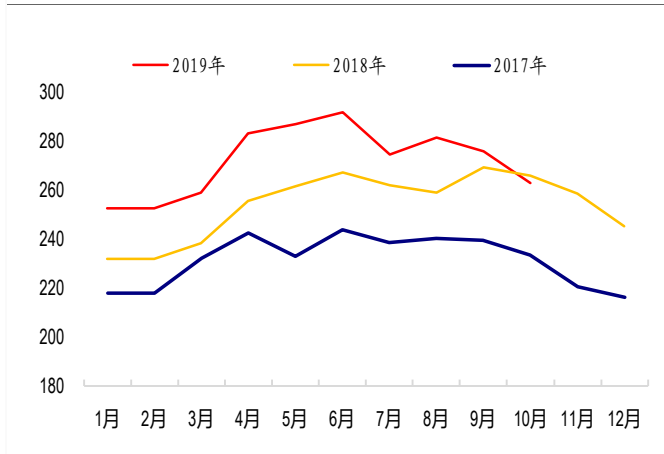
图 4：热卷企业生产利润水平



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

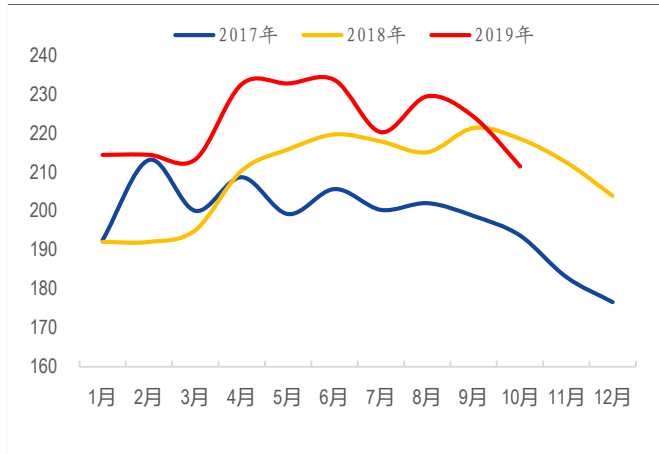
2019 年粗钢和钢铁产量大幅增长，带动焦炭需求持续上行。2019 年 1-10 月全国粗钢产量达到 8.29 亿吨，相比 2018 年同期的 7.82 亿吨，增加 4675 万吨，累计同比增加 7.4%。从生铁产量来看，2019 年 1-10 月全国生铁产量达到 6.75 亿吨，较 2018 年同期的 6.45 亿吨，增加 3000 万吨，累计同比增加 5.4%，焦炭需求量显著增加。

图 5：全国粗钢日均产量



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 6：全国生铁日均产量

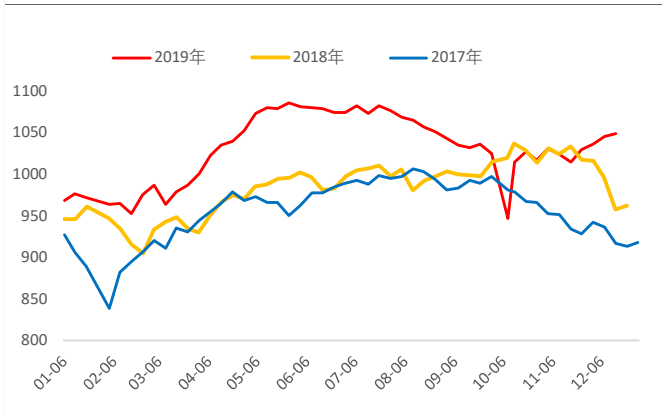


资料来源：mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

2019 年 11 月-12 月，终端需求出现超预期释放，钢材产量增加，但钢材库存却低于去年同期水平，带

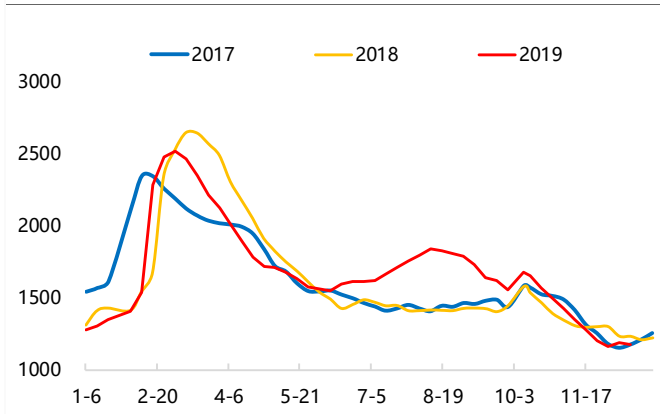
动黑色系价格出现超越季节性的反弹。焦炭钢厂采购价格上涨两轮合计 100 元/吨，前期悲观情绪得到显著修复。

图 7：全国五大品种钢材产量



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

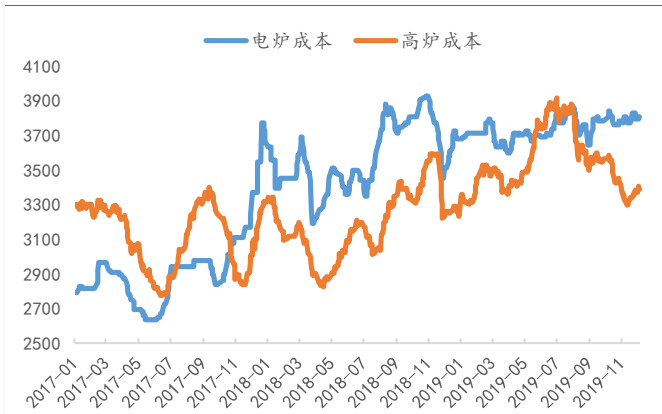
图 8：全国钢材钢厂+社会库存



资料来源：mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

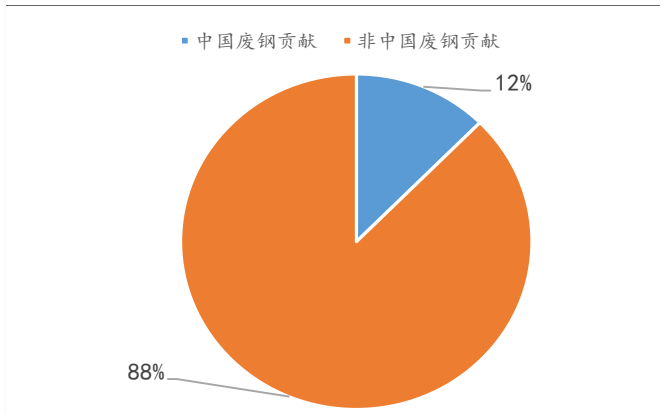
我们认为，焦炭需求维持刚性的核心原因，在于钢铁行业供给侧改革之后，废钢的调节量庞大。这使得每次价格的回落，只要调节废钢部分就足以应对需求的短期下滑。根据废钢协会数据，2019 年国内废钢提供的钢水贡献占总产量均值的 24%，按照 2019 年年化 9.97 亿吨计算，废钢提供的钢水产量为 2.3 亿吨。即使考虑全球供需，中国废钢的调节量也足以影响全球铁水的平衡。从全球产量来看，2018 年全球产量 17.9 亿吨，按照 2019 年 1-10 月 3.23% 增幅，预计产量为 18.5 亿吨。中国废钢提供的粗钢量占全球粗钢产量的 12.4%。因此，在电弧炉依然能够维持生产，电弧炉成本高于高炉成本的前提依然成立的背景下，2020 年作为高炉炼铁主要原料的焦炭需求仍将维持正增长。

图 9：铁水的高炉成本依然低于电炉成本



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 10：中国废钢提供粗钢量占全球比例



资料来源：mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

2.2 焦炭供应已无缺口

焦化行业是否存在产能瓶颈一直是最近几年市场争论的焦点，部分观点认为，受政策影响，新增产能极为有限，叠加山东、山西等省份存在 4.3 米焦炉淘汰的问题，焦炭产能可能会维持紧张。但我们认为，焦炭的产能没有缺口，焦炭供应较过去几年明显充裕。

从绝对价格来看，2019 年以来焦炭的期货和现货价格的核心波动区间在 1800-2000 元/吨，没有走出大的趋势行情，波动区间明显收敛。

图 11：唐山二级冶金焦价格



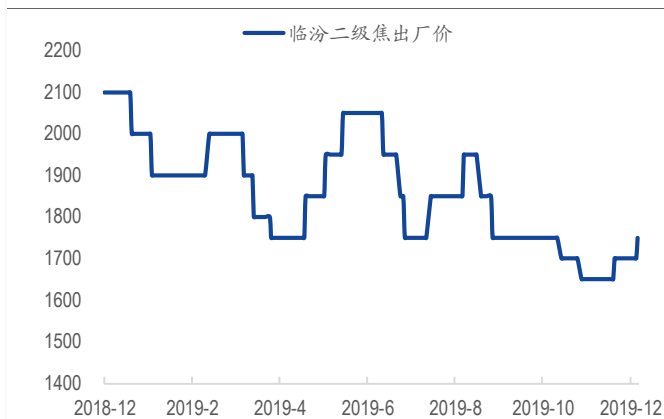
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 12：日照准一级冶金焦到厂价



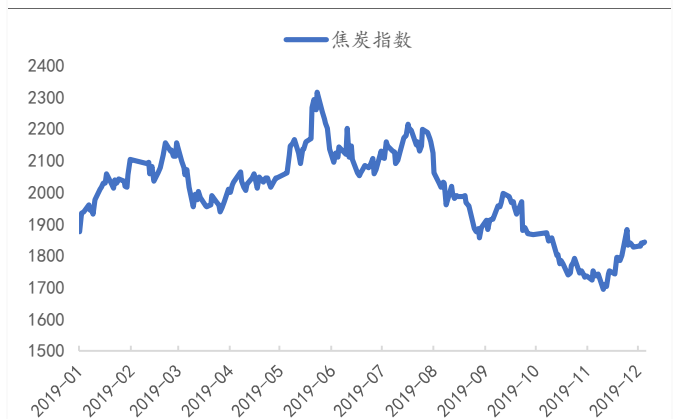
资料来源：mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

图 13：临汾二级焦出厂价



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 14：焦炭期货指数价格



资料来源：mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

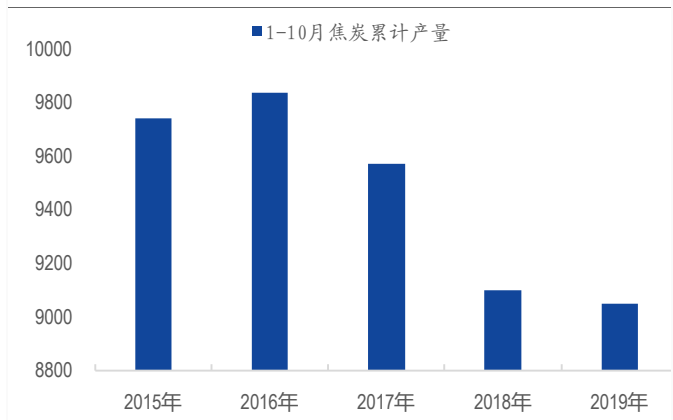
从产量来看，2019 年 1-10 月全国焦炭产量 3.928 亿吨，相比于 2018 年 1-10 月的 3.595 亿吨，增加 3328 万吨，累计同比增加 5.6%。从全国重点钢厂焦炭产量来看，2019 年 1-10 月全国重点钢厂焦炭产量 9050 万吨，相比 2018 年同期的 9100 万吨，下降 50 万吨，重点钢厂配套的焦化厂产量下滑，说明 2019 年焦炭的增产主要来自于独立焦化厂的产量增加。

图 15：全国焦炭产量累计同比



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

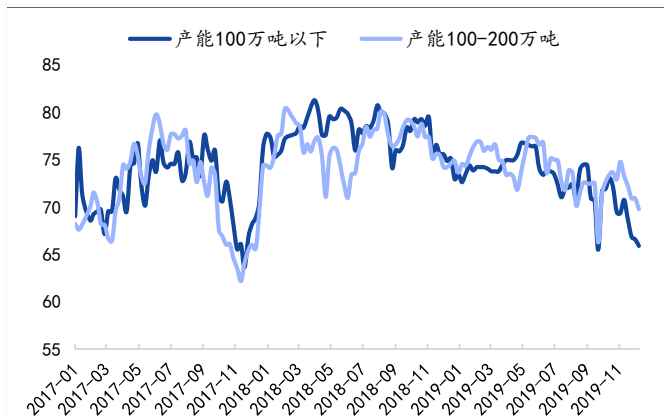
图 16：全国重点钢厂焦炭产量累计值



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

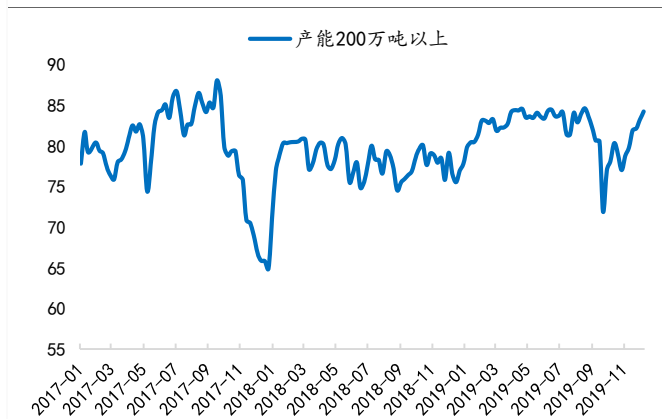
分类型来看，2019 年全年产能 200 万吨以上焦化厂开工率均值为 81.87%，2018 年为 78%。产能 100 万吨以下焦化厂开工率均值为 72.7%，2018 年为 77.9%。产能 100-200 万吨焦化厂开工率均值为 73.8%，2018 年为 76.4%，说明独立焦化厂中，提供产量边际增量的是大型焦化企业。

图 17：产能 100 万吨以下、100-200 万吨焦化厂开工率



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

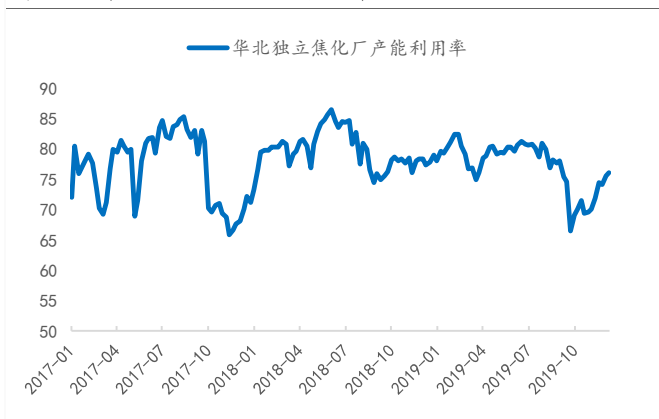
图 18：产能 200 万吨以上焦化厂开工率



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

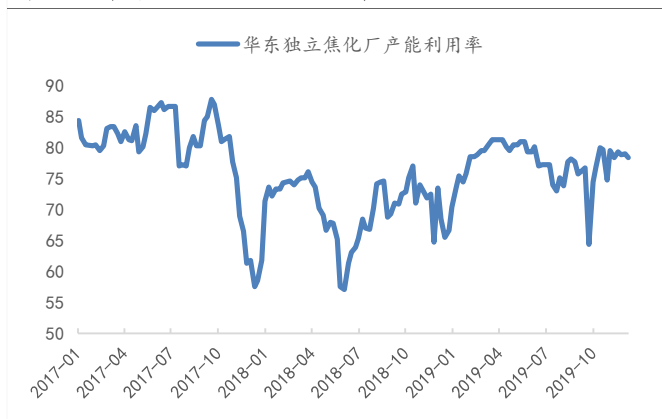
分区域来看，由于华北区域焦化厂时常面临政策性的限产，2019 年独立焦化厂开工率的提高主要集中在华东区域。从全年开工率均值来看，2019 年华东独立焦化厂开工率均值为 77.7%，华北独立焦化厂开工率均值为 77.4%，2018 年同期开工率均值分别为 70.3% 和 79.7%。

图 19：华北独立焦化厂开工率



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

图 20：华东独立焦化厂开工率

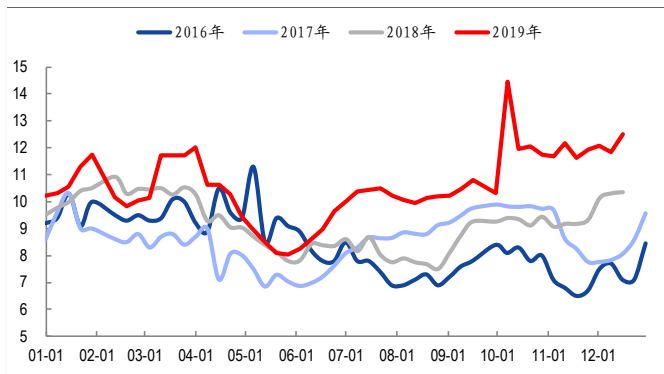


资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

2019 年焦炭市场供需两旺，2019 年生铁产量大幅增加对焦炭需求随之提升，但市场却并未出现焦炭库存的明显下降。从产业链库存变化来看，2019 年焦炭库存呈现全产业链累积的现象，不仅下游的钢厂焦炭库存位于高位，往年很难积累矛盾的焦化厂，也出现了库存累积的现象，这使得焦炭的价格反弹始终受到压制。

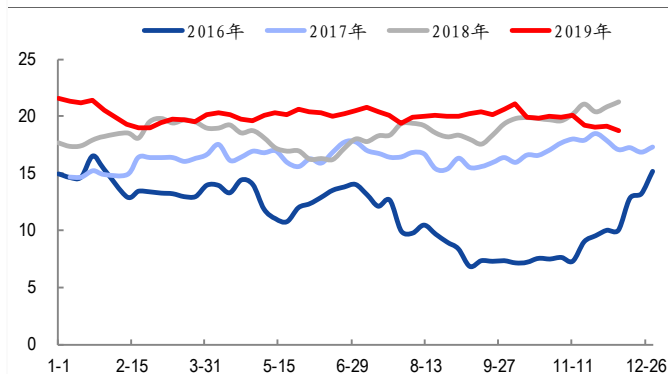
从钢厂环节来看，2019 年焦炭库存持续位于高位水平，这使得钢厂不仅没有补库的意愿，也没有补库的空间。即使在短期钢材价格企稳上行的条件下，由于钢厂焦炭库存有较大的冗余空间，也能较好的压制焦炭价格的上涨。从库存水平来看，2019 年 12 月中旬，华北钢厂焦炭库存可用天数 12.5 天，去年同期 9.33 天。华东钢厂焦炭库存可用天数 19.12 天，去年同期 21.07 天。

图 21：华北钢厂焦炭库存可用天数



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

图 22：华东钢厂焦炭库存可用天数



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

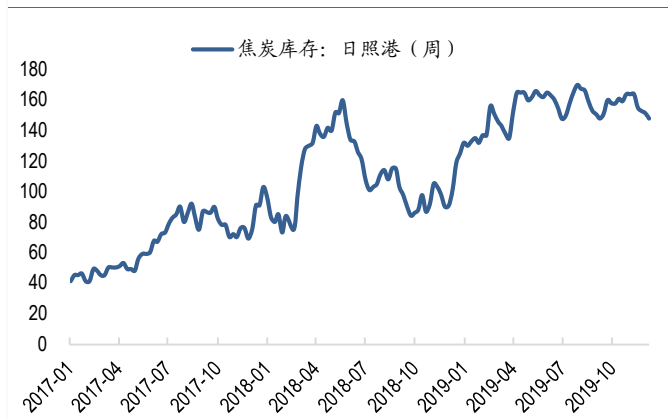
从中间环节的港口库存来看，近期港口库存虽然有所下滑，但和去年同期比依然维持在高位水平。2019 年 12 月中旬青岛港焦炭库存为 219 万吨，2018 年同期为 100 万吨，2019 年 12 月中旬日照港焦炭库存为 148 万吨，2018 年同期为 101 万吨。

图 23：青岛港焦炭库存



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

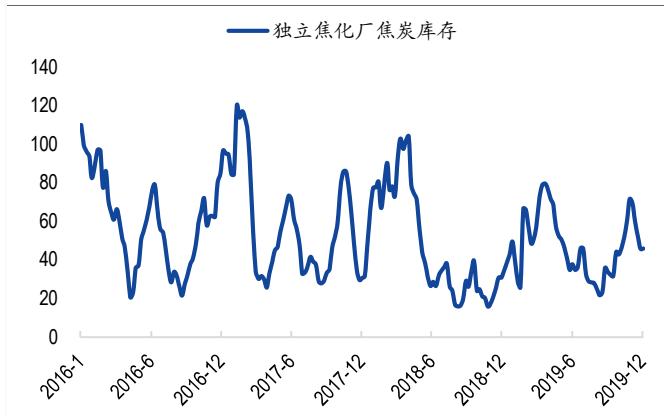
图 24：日照港焦炭库存



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

从焦化厂的库存来看，焦化厂也面临焦炭和焦煤的库存压力。2019 年 12 月中旬独立焦化厂焦炭库存 45.83 万吨，2018 年同期为 30.84 万吨，独立焦化厂炼焦煤库存达到 837.64 万吨。

图 25：独立焦化厂焦炭库存



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

图 26：独立焦化厂炼焦煤库存

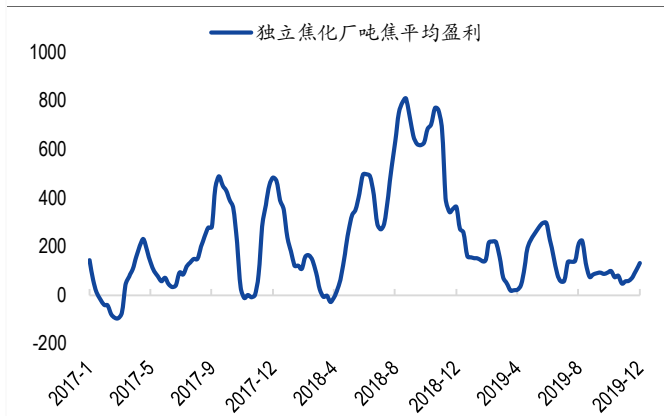


资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

从利润来看，正是因为焦炭的供应已经没有了缺口，使得焦化厂的利润很难回到 2018 年的水平，从利润均值来看，2018 年独立焦化厂利润均值为 366 元/吨，2019 年利润均值为 128 元/吨。但当前的利润又无法触发焦化厂出现经济性减产，从而减少供应量。因此，焦炭库存的矛盾缓解仍然缓慢。我们认为 2020 年

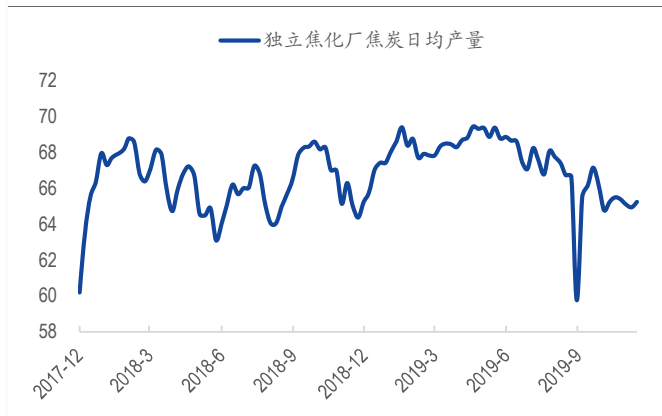
焦化产量维持高位的情况不会有显著改变，焦炭价格的反弹仍将是节奏性的反弹，很难出现过去产能缺口式的上涨。

图 27：样本焦化厂利润



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

图 28：焦化厂焦炭日均产量

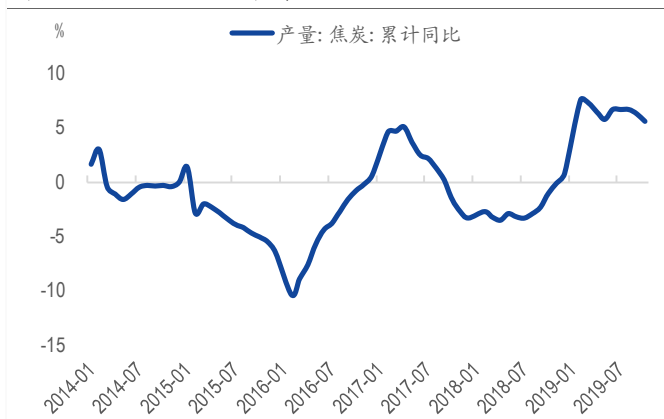


资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

2.3 焦炭出口变化的影响有限

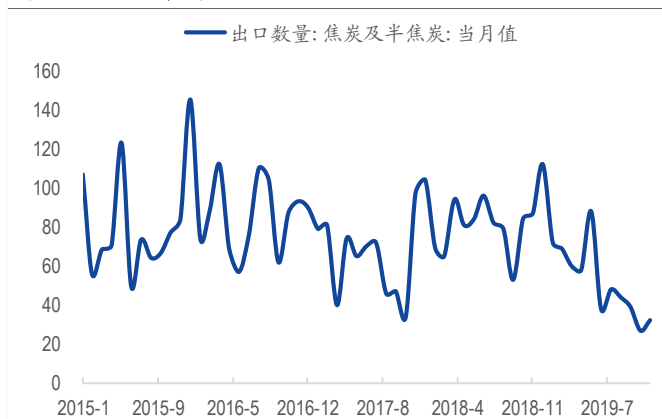
2019 年造成焦炭出口量变化的主要原因，在于国内焦炭价格相较国外焦炭价格报价偏高。从出口量来看，2019 年 1-11 月，焦炭及半焦炭出口 575.6 万吨，相比 2018 年同期的 864 万吨，减少 288.4 万吨，降幅 33.3%，尽管降幅而言较为惊人，但从总量来看，相比于 2019 年 1-10 月全国 3.928 亿吨的产量而言，出口对于国内的影响极为有限。

图 29：焦炭出口累计同比



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 30：焦炭单月出口量



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

分国家来看，2019 年 1-10 月中国对日本出口的焦炭及半焦量为 65.6 万吨，相比 2018 年同期的 119.4 万吨，下降 53.8 万吨。2019 年 1-10 月中国对马来西亚出口的焦炭及半焦量为 104.3 万吨，相比 2018 年同期的 83.7 万吨，增加 20.5 万吨。说明中国焦炭的出口正在从原来的日韩方向，向东南亚转向。但受制于全球整体需求下滑影响，总出口依然呈现下降的态势。

图 31：对日本焦炭出口量



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

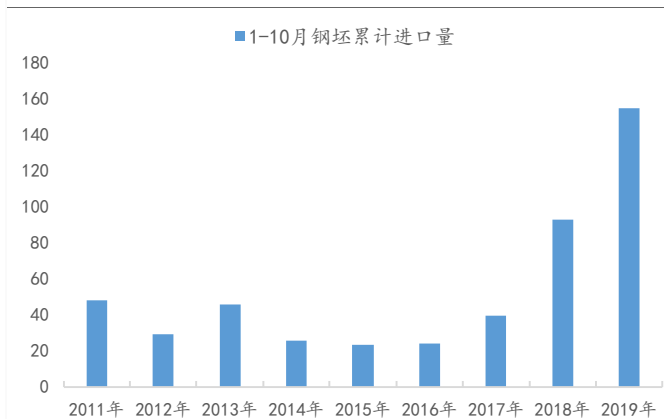
图 32：对马来西亚焦炭出口量



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

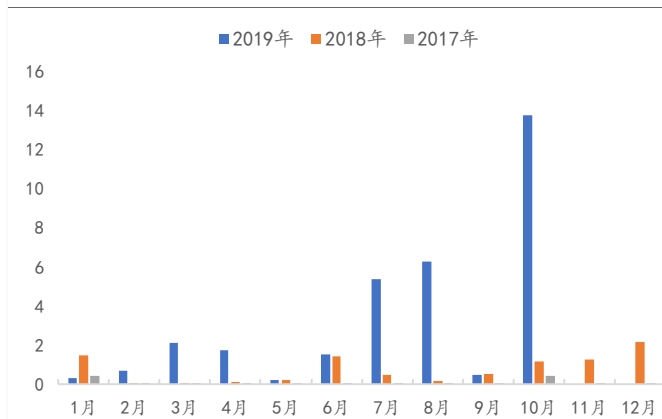
2019 年三季度, 市场一度担心钢材、焦炭进口冲击, 但我们认为, 进口的冲击更多的是对市场心理层面的冲击, 实际的影响极为有限。从进口量来看, 2019 年 1-10 月钢坯进口量 154.6 万吨, 同比 2018 年同期的 92.4 万吨大幅增加, 但绝对值增加仅为 62 万吨。2019 年 1-10 月焦炭及半焦进口量为 32.4 万吨, 比 2018 年同期的 5.7 万吨大幅增加, 但绝对值仅为 26.7 万吨, 总量对国内的冲击极为有限。

图 33：钢坯进口量



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

图 34：焦炭及半焦进口量



资料来源: wind, 国泰君安期货产业服务研究所

3、焦煤供给—国内新增焦煤产能有限，进口压力将有缓解

从原煤供应来看，2019 年原煤供应量明显增加。2019 年年初陕西的矿难引发了部分煤种价格的坚挺，但随着产能释放的继续，供需并未出现实质性的紧张。从 2020 年来看，国内新增产量的压力并不大。从进口来看，2019 年进口总量平控的影响正在减弱，全年煤炭进口大幅增加。但从 2020 年来看，随着进口煤和国内煤价差的收敛，进口的边际压力将明显改善。国外焦煤价格已经下跌到 2017 年低位水平，继续下跌的难度较大。

3.1 2020 年国内新增焦煤产能有限

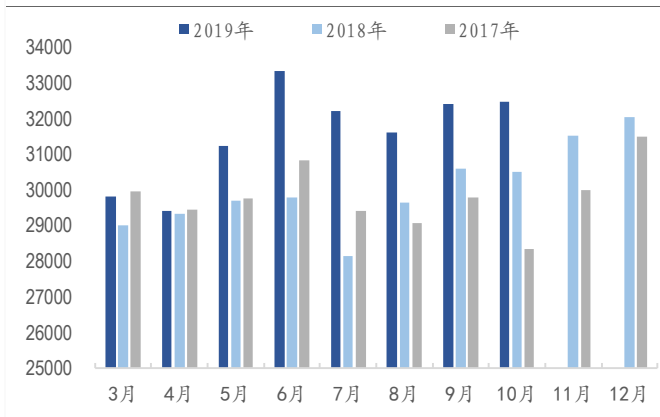
2019 年从国内煤炭的供应来看，供应持续恢复，从原煤的产量口径而言，2019 年 1-10 月，全国原煤产量 30.63 亿吨，较 2018 年 1-10 月的 28.9 亿吨，增加 1.64 亿吨，累计同比增幅 4.5%。其中单月产量连续 6 个月超过 3 亿吨。根据煤炭运销协会数据，全国重点煤矿产量方面，2019 年 1-10 月全国国有重点煤矿原煤产量 15.7 亿吨，相比于 2018 年 1-10 月的 15.2 亿吨，增加 4612 万吨。分煤种来看，根据汾渭能源的统计，2019 年 1-10 月全国炼焦煤产量 9.62 亿吨，2018 年 1-10 月产量为 9.14 亿吨，增加 4772 万吨。国内供应的增加导致 2019 年炼焦煤价格持续承压。

图 35：全国原煤产量累计同比



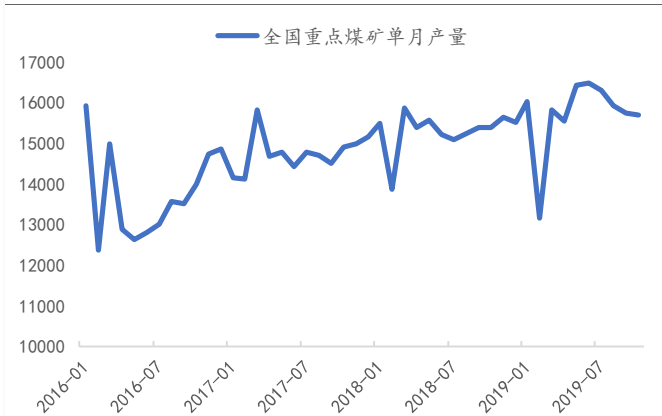
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 36：全国煤矿原煤单月产量



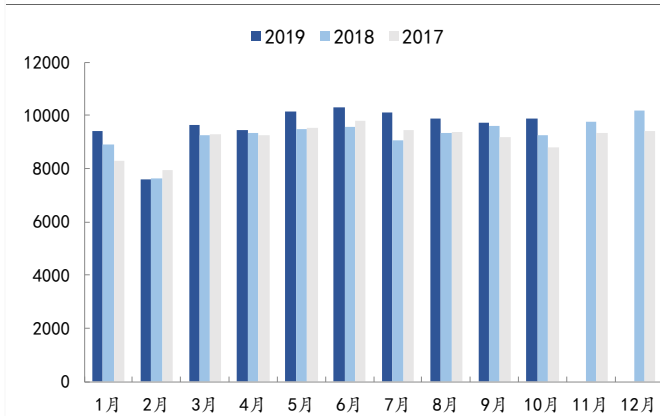
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 37：全国重点煤矿原煤单月产量



资料来源：煤炭运销协会，国泰君安期货产业服务研究所

图 38：全国炼焦烟煤单月产量

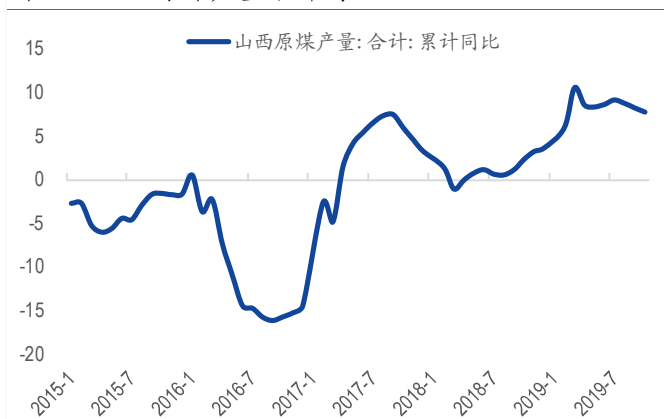


资料来源：中国煤炭资源网，国泰君安期货产业服务研究所

分省区来看，从原煤的角度，2019 年 1-10 月山西原煤产量 8.02 亿吨，累计同比增加 7.8%。相比于 2018 年 1-10 月原煤产量累计同比增加的 2.4%，山西在 2019 年原煤产量增速大幅增加。2019 年 1-10 月山东省原煤产量 0.99 亿吨，累计同比增速为 -3.7%，相较于 2018 年 1-10 月增速的 -4.4%，增速下降速度放缓。从炼焦烟煤产量来看，2019 年 1-10 月山西炼焦烟煤产量 4.589 亿吨，累计增加 6226 万吨，累计同比增加 15.7%。而 2018 年 1-10 月较 2017 年 1-10 月的炼焦烟煤产量仅增加 1228 万吨，累计同比增加 3.2%。2019 年 1-10 月山东炼焦烟煤产量 0.9679 亿吨，较 2018 年同期小幅减少 57.7 万吨。国内炼焦烟煤主产区中，山西大幅

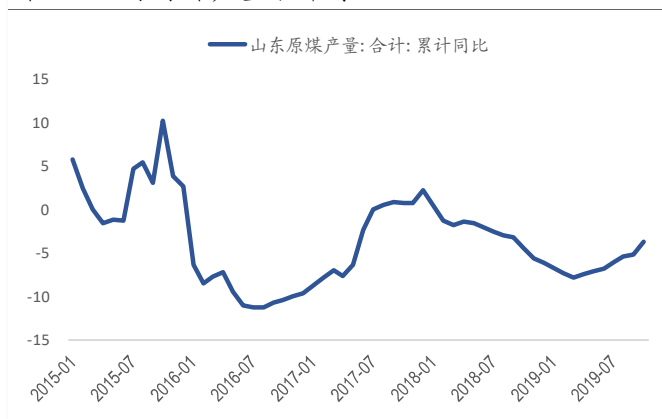
增产，山东产量小幅下滑，使得全国炼焦煤产量在 2019 年的增幅明显增加。

图 39：山西原煤产量累计同比



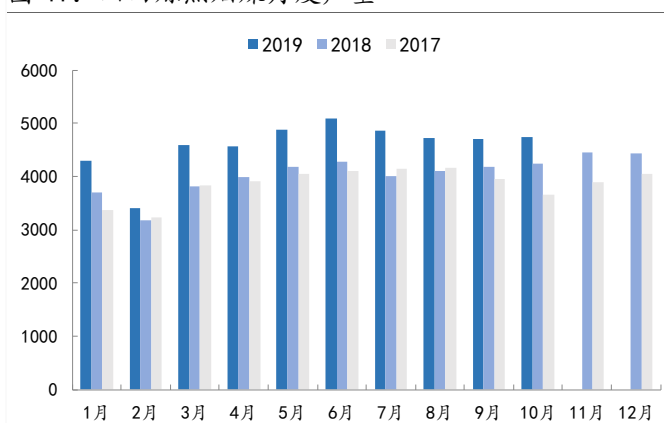
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 40：山东原煤产量累计同比



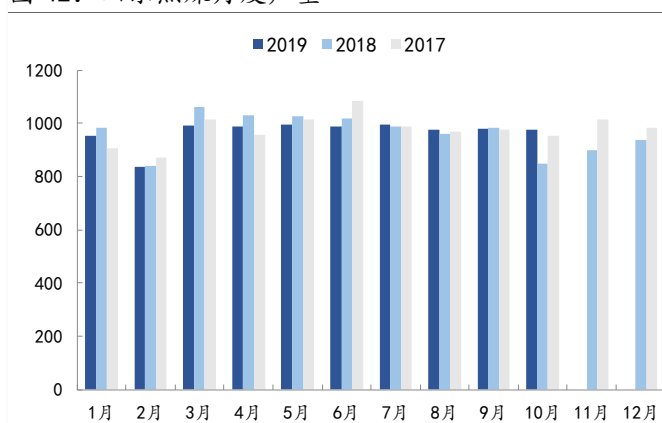
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 41：山西炼焦煤月度产量



资料来源：中国煤炭资源网，国泰君安期货产业服务研究所

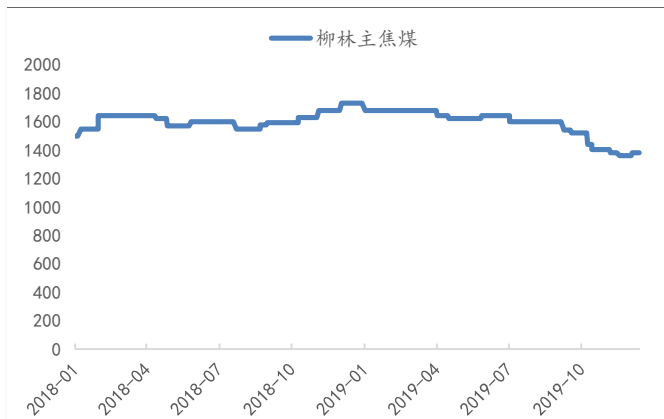
图 42：山东焦煤月度产量



资料来源：中国煤炭资源网，国泰君安期货产业服务研究所

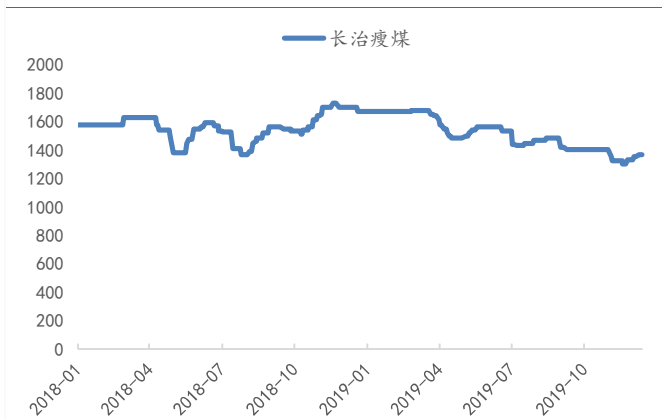
从焦煤的价格来看，焦煤价格上冲乏力，其原因一方面是 2019 年以来，钢厂和焦化厂的利润水平大幅下降压制了炼焦煤的价格上涨。从高炉钢厂的利润高点而言，2017 年利润高点为 2090 元/吨，2018 年为 1426 元/吨，2019 年为 984 元/吨。从焦化厂的利润高点而言，2017 年焦化厂利润高点为 489 元/吨，2018 年为 807 元/吨，2019 年为 296 元/吨。钢厂和焦化厂的利润高点都在下移。另一方面，尽管 2019 年煤炭价格出现一定的回落，但行业的利润水平依然维持高位，2019 年前三季度煤炭开采和洗选行业当季毛利率分别为 27.81%、28.75%、28.63%。2019 年 1-10 月煤炭开采和洗选行业利润总额累计值为 2418.5 亿元仍然维持高位运行。煤矿生产的高利润使得企业减产意愿薄弱，炼焦煤库存持续累积，炼焦煤整体供需从紧平衡向宽平衡演变。

图 43：柳林主焦煤价格



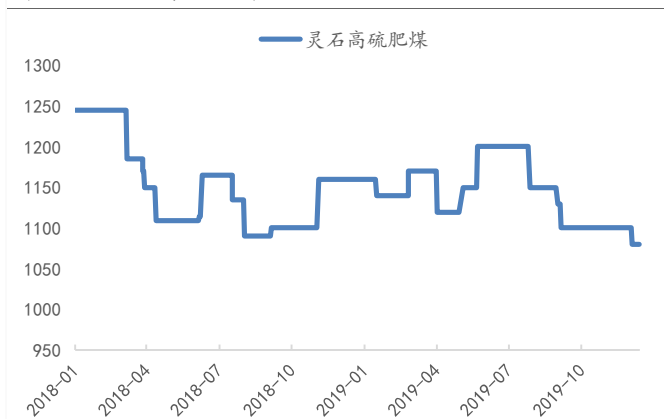
资料来源：mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

图 44：长治瘦煤价格



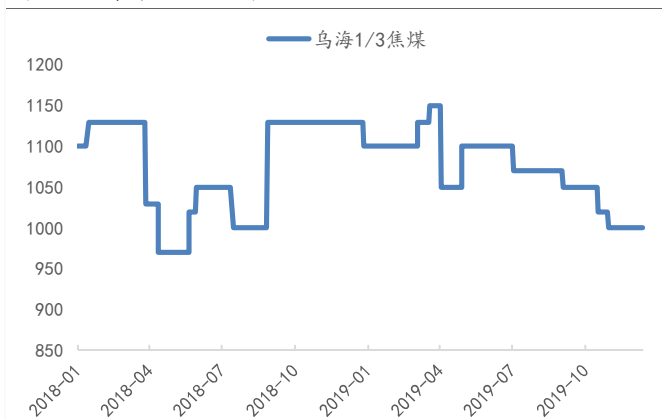
资料来源：mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

图 45：灵石高硫肥煤价格



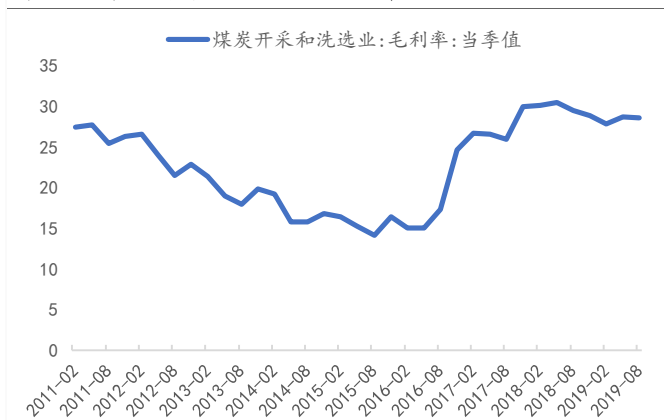
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 46：乌海 1/3 焦煤价格



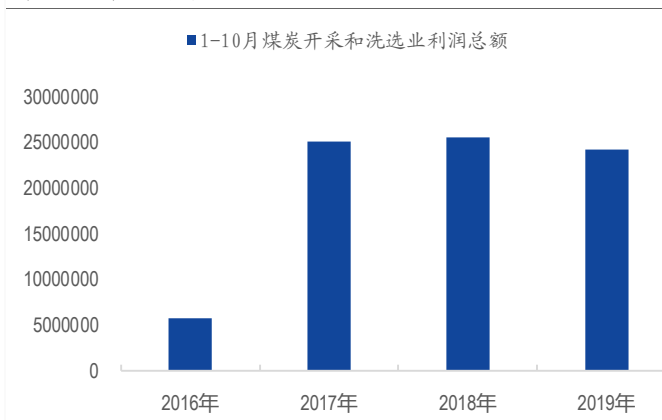
资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 47：煤炭开采和洗选业毛利率



资料来源：mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

图 48：煤炭开采和洗选业利润总额

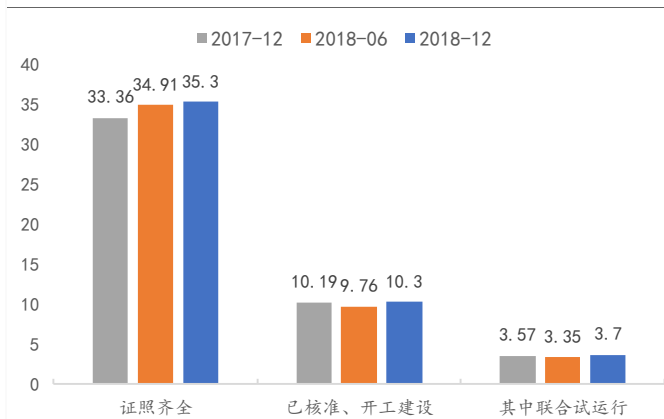


资料来源：mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

从煤炭行业固定资产投资而言，2011 年-2015 年持续的熊市使得固定资产投资持续下滑，煤矿投入欠账太多。进入 2016 年之后，虽然价格开始上行，但政策层面对煤矿产能要求以减量置换为主，限制了煤矿的投产步伐。从投放周期来看，煤矿从开发到投产周期一般在 2-3 年，2016 年-2019 年 4 年煤炭价格位于高位，能够投产的煤矿基本已经达产，2020 年的产量增速将较为有限。

从固定资产投资增速来看，2011 年至 2018 年煤矿固定资产投资持续位于低位，2019 年固定资产投资增速上升，但主要投资于智能矿山、环保等方面，对新增产能的投资有限。

图 49：全国生产和建设煤矿产能



资料来源：能源局，国泰君安期货产业服务研究所

图 50：煤炭行业固定资产投资增速



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

3.2 2020 年进口煤压力将小于 2019 年

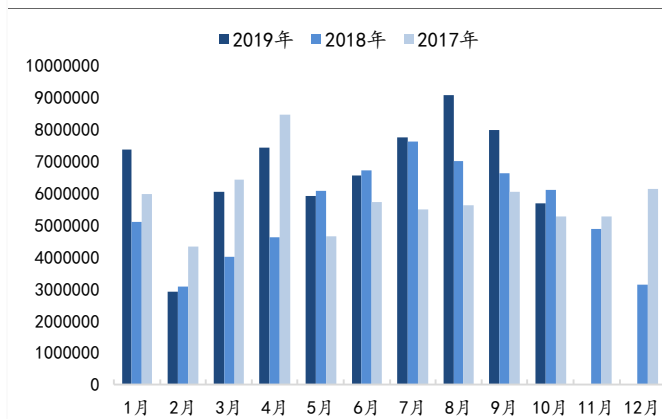
2019 年由于国际煤炭市场走势疲弱，中国和澳大利亚之间外交政策的不确定性，导致澳大利亚煤炭价格大幅下挫，国内煤炭价格和澳大利亚煤炭价格大幅拉开。巨额的进口利润刺激下，贸易商大量进口炼焦煤，带动 2019 年煤炭进口量大幅增加。2019 年 1-10 月，全国炼焦煤累计进口量 6663 万吨，相比于 2018 年 1-10 月的 5690 万吨，累计增加 973 万吨，累计同比增幅 17%。从单月进口来看，2019 年 3-9 月单月进口量均值为 724.5 万吨，远高于 2018 年同期的 609 万吨。从 10 月份开始，进口量有所下滑，说明 2019 年全年来看，进口平控政策的实际执行并不严格。

图 51：炼焦煤进口量累计同比



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 52：炼焦煤单月进口量



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

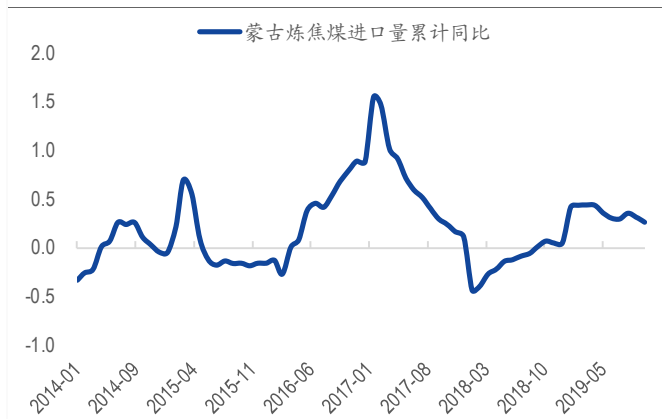
进口分国别来看，澳大利亚、蒙古、俄罗斯仍为国内炼焦煤的主要进口国。2019 年 1-10 月，澳大利亚炼焦煤累计进口量 2817 万吨，累计同比增加 11%，蒙古炼焦煤累计进口量 2945 万吨，累计同比增加 26.65%，俄罗斯炼焦煤累计进口量 488 万吨，累计同比增加 17.89%，加拿大炼焦煤累计进口 283 万吨，累计同比增加 37.93%。

图 53：澳大利亚炼焦煤进口量累计同比



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 54：蒙古炼焦煤进口量累计同比



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 55：俄罗斯炼焦煤进口量累计同比



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

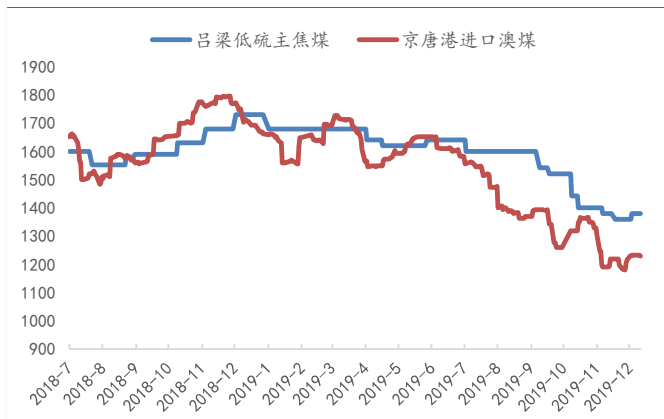
图 56：加拿大炼焦煤进口量累计同比



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

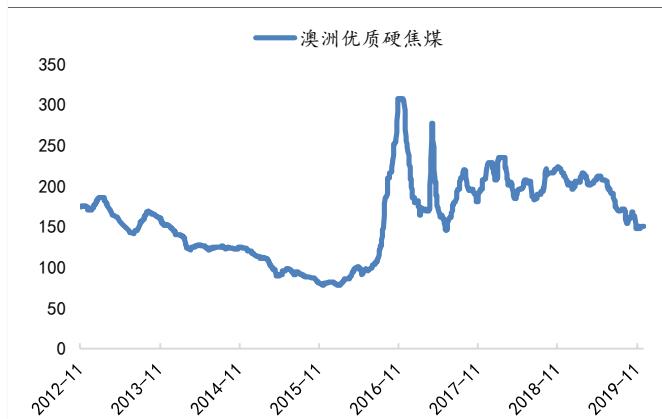
我们认为 2020 年国内进口煤压力会有下降，原因在于两方面，一方面是国内和国外煤的大价差是引发天量进口的核心驱动，但当前价差正在呈现收窄的趋势。从动力煤的情况来看，进口利润的窗口关闭之后，进口煤的减量已经较为明显，随着国内和国外炼焦煤价差的收敛，进口煤的压力会下降。另一方面，从绝对价格来看，最新一期澳洲优质硬焦煤为 151 美元/吨，2016 年其均价为 148.8 美元/吨，2017 年其均价为 189.4 美元/吨，最低价为 146 美元/吨。2017 年澳煤最低价的背景是钢铁行业供给侧开始之前，国内热轧卷板厂出现了亏损减产，但从最近几年的情况看，高炉厂的利润有电炉保护，高炉很难出现亏损减产。这也是 11 月份之后，尽管中国海关加大了对进口平控的要求，但澳洲优质硬焦煤的价格维持稳定的原因。因此，在需求出现大面积下滑从而带动钢厂高炉减产之前，国外炼焦煤继续下挫，从而带动国内炼焦煤价格继续下行的难度很大。

图 57：国内焦煤和国外焦煤价差



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

图 58：澳洲优质硬焦煤价格



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

4、2020 年焦煤、焦炭供需平衡表

基于上文的分析，我们认为，2020 年从焦煤的供应来看，国内焦煤供应增速维持低位，进口压力低于 2019 年。从焦炭来看，尽管市场对于去产能依然存在预期，但从 2018 年以来，去产能的措施不断，但实际的焦炭产量并未出现下滑。从焦化厂利润来看，低利润格局延续说明焦化产能仍有富余。对于生铁来看，由于 2019 年国内已经出现了炼钢产能的过剩，叠加电弧炉的快速调节能力加强，2020 年生铁产量的增速也将明显低于 2019 年水平。

从高炉焦炭消耗配比来看，一般而言，吨钢消耗焦炭水平为 400-500 千克，为了计算方便，我们取 1 吨粗钢消耗 0.45 吨焦炭来折算钢铁行业对于焦炭的消耗。假设焦炭产量中的 80% 用于高炉炼钢环节。从供需平衡表可以看到 2020 年焦炭的供需矛盾较 2019 年缓解，供应进一步宽松。

表 1：焦炭供需平衡表

指标名称	2019 (1-11 月)	2019 (E)	2020 年 (E)	变化率(设定量)
产量:焦炭	43328	47267	48685	3.00%
进口数量:焦炭及半焦炭	46 (E)	50	50	0.00%
焦炭总供给	43374	47317	48735	
出口数量:焦炭及半焦炭	576	628	630	0.32%
生铁产量	73894	80612	81312	0.87%
钢铁生产消耗焦炭量 (按照吨生铁消耗 0.45 吨焦炭)	33252	36275	36590	
国内消费量	41565	45344	45738	
焦炭总需求	42141	45972	46368	
供需缺口	1233	1346	2367	

资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

根据粗钢产量和焦炭产量，我们可以进一步推算炼焦煤行业供需平衡表。

根据汾渭能源统计，2019 年 1-10 月全国炼焦烟煤合计产量 9.62 亿吨，同比 2018 年同期增加 4772 万吨，我们认为 2020 年炼焦煤产量会有增长，但增速下降（在平衡表计算中考虑炼焦烟煤到炼焦精煤的洗出率）。从进口来看，随着国内外价差的收窄，2020 年进口煤压力会下降。2020 年炼焦煤供需仍然呈现供需弱平衡的现象。

表 2：炼焦煤供需平衡表

指标名称	2019 (1-11 月)	2019 (E)	2020 年 (E)	变化率(设定量)
产量:炼焦洗精煤	56000	61000	63196	3.60%
进口数量:炼焦煤	7230	7800	7650	-1.92%
炼焦煤总供给	63230	68800	70846	
供给焦化的炼焦煤 (总供给的 93%)	58804	63984	65887	
产量:焦炭	43328	47267	48685	3.00%
消费量:炼焦煤	57626	62865	64751	3.00%
出口数量:炼焦煤	131	141	141	0.00%
总需求:炼焦煤	57757	63006	64892	
供需缺口:炼焦煤	1047	978	995	

资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

5、2020 年煤焦投资建议—焦炭趋势下跌条件尚不成熟

2016 年以来焦煤焦炭两品种是市场关注的明星品种，其原因在于，2016 年-2018 年期间，焦煤焦炭价格大幅上涨。从期货指数来看，焦炭期货指数 609 元/吨，上涨到 2018 年高点的 2728 元/吨，价格上涨超过 4 倍。2019 年以来，焦煤焦炭价格开始掉头向下，3 年的上涨逻辑接近尾声，市场对于煤焦价格的见顶已经没有分歧。

图 59：焦炭期货指数冲高回落

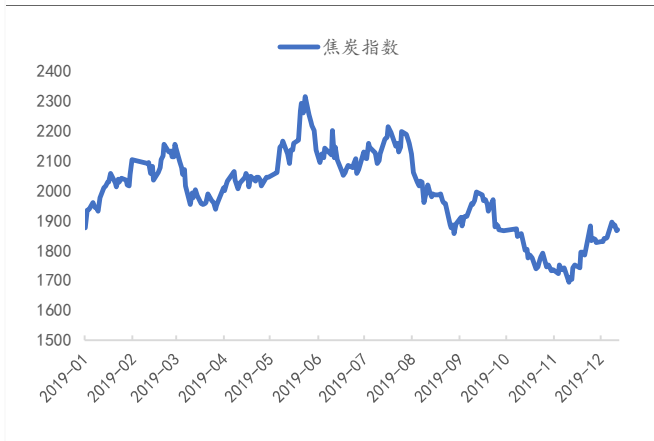
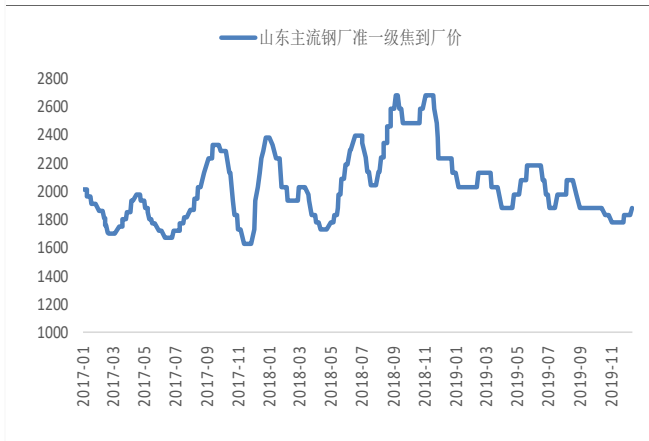


图 60：山东主流钢厂准一级焦采购价冲高回落



资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

就产业链而言，焦炭上游是煤矿，下游是钢厂，中间是自身的炼焦产能。2016 年以来，每一年都有上涨的新故事，逐级推动了焦炭价格不断向上波动。2016 年的上涨驱动在炼焦煤紧缺，2017 年的上涨驱动在下游钢厂利润扩张，2018 年的上涨驱动在焦化自身去产能。但从驱动而言，这三个驱动都在减弱，市场对于焦煤、焦炭价格的见顶没有分歧。

图 61：焦炭产业链：上游煤矿、中间炼焦产能和下游钢厂，三个环节的故事接近尾声

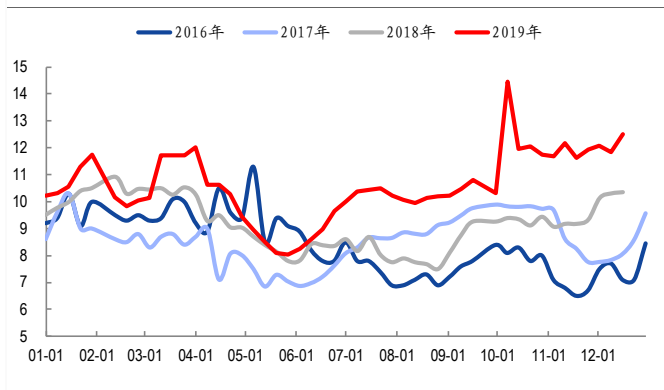


资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

从当前现货情况来看，焦炭现货市场对未来预期较差。从库存结构来看，钢厂-港口-产地各个环节的库存压力依然较大，这会导致焦炭的反弹没有足够的力度。

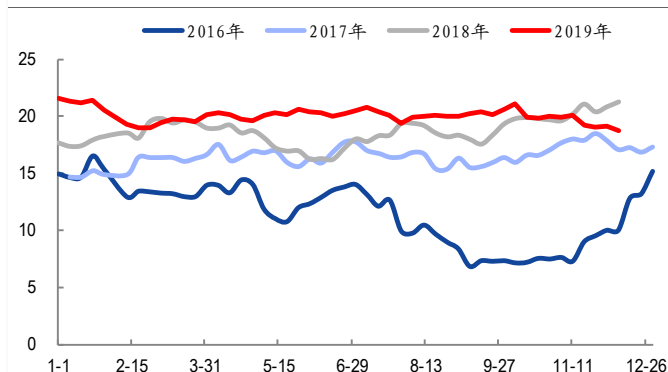
从钢厂库存来看，2019 年 12 月中旬，华北钢厂焦炭库存可用天数 12.5 天，去年同期 9.33 天。华东钢厂焦炭库存可用天数 19.12 天，去年同期 21.07 天，钢厂库存位于高位。

图 62：华北钢厂焦炭库存可用天数



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

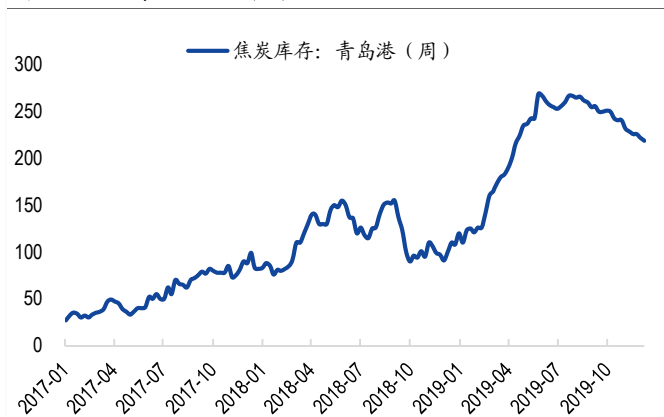
图 63：华东钢厂焦炭库存可用天数



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

从中间环节的港口库存来看，近期港口库存虽然有所下滑，但和去年同期比依然维持在高位水平。2019 年 12 月中旬青岛港焦炭库存为 219 万吨，2018 年同期为 100 万吨，2019 年 12 月中旬日照港焦炭库存为 148 万吨，2018 年同期为 101 万吨。

图 64：青岛港焦炭库存



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 65：日照港焦炭库存



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

市场对于焦炭、焦煤价格的高点下移，重心下移没有分歧，分歧在于当前位置是下跌的下沿还是趋势下跌的开始。从绝对价格上，当前价格已经为 2017 年钢铁行业供给侧改革之后的绝对价格低位区域。从山东钢厂准一级焦报价来看，2017 年以来最低报价为 1630 元/吨，当前报价 1830 元/吨。在 2017 年 5 月供给侧改革之后，焦炭现货到厂价最低点为 1670 元/吨，且停留时间极短。从主焦煤的价格来看，沙河驿进口主焦煤在 2017 年 5 月供给侧改革之后，价格低点为 1310 元/吨，最新一期 1380 元/吨。

图 66：山东主流钢厂准一级焦到厂价

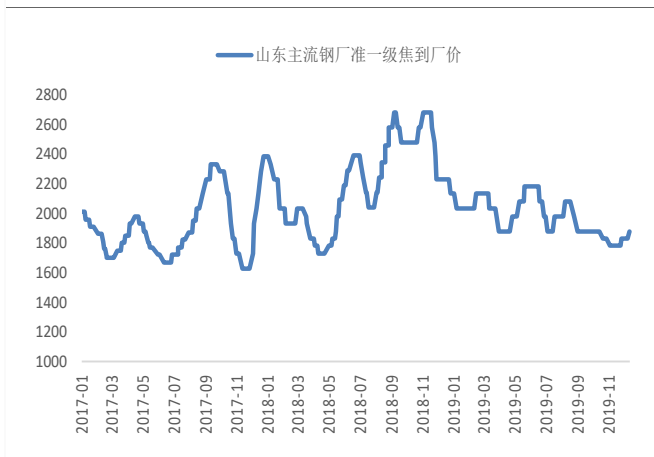
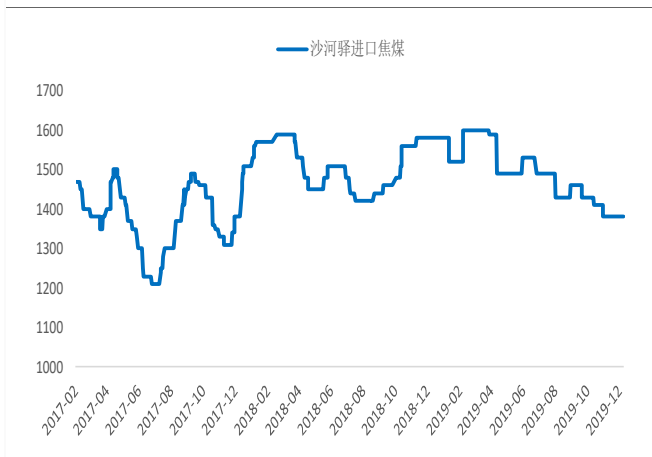


图 67：沙河驿进口主焦煤价格



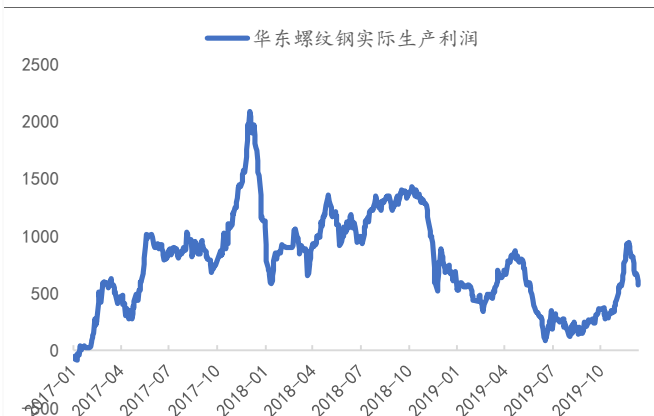
资料来源：WIND、国泰君安期货产业服务研究所

相比于市场部分观点的悲观预期，我们更相信当前位置是下跌的区间下沿，而非新一轮趋势下跌的开始。

焦炭趋势下行的出现无外乎证明三者中的一个：**1、实质需求下滑；2、焦化厂肯亏损生产；3、煤炭成本能够继续下行形成焦炭成本坍塌。**我们认为，这三点的证明都较为困难。

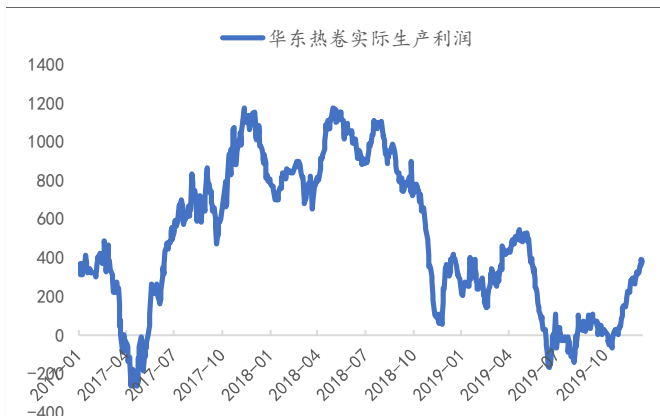
1、焦炭实质需求下滑需要高炉厂亏损减产。2017 年 5 月以来，随着中频炉退出市场，尽管期间钢材价格大幅波动，由于废钢巨大的产量调节能力，市场很难看到高炉钢厂出现经济性减产，这导致对焦炭的实际需求下滑持续性有限，焦炭的需求是刚性的。

图 68：螺纹钢企业生产利润水平



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

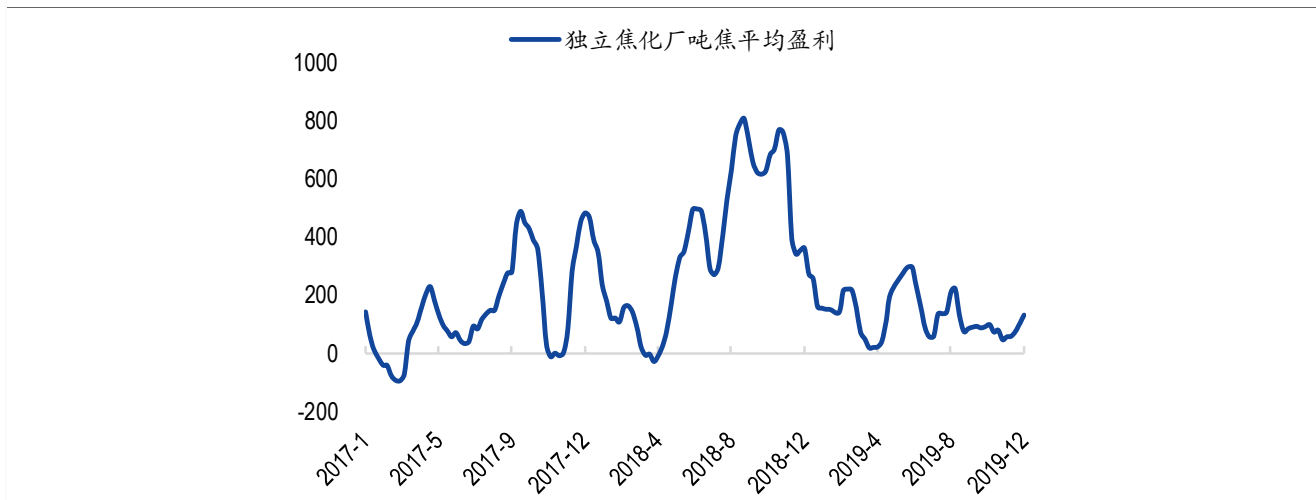
图 69：热卷企业生产利润水平



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

2、2017 年以后，焦化厂的亏损减产没有持续性：在 2011 年-2015 年的下跌周期中，市场经常能够看到焦化厂出现亏损却维持生产的情况。但从 2017 年之后，市场发现焦化厂触及亏损线之后的减产意愿非常强烈。焦炭价格跌穿焦化厂成本线的持续性非常差。

图 70：焦化厂吨焦利润水平



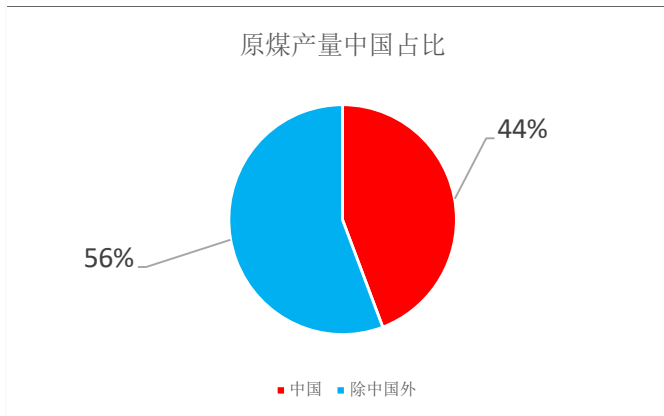
资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

3、海外焦煤价格进一步带动国内煤价格下行的空间不大。炼焦煤价格直接决定了焦炭价格的成本，市场担心海外焦煤价格进一步下移，将持续冲击国内市场，导致焦炭价格成本坍塌。

我们认为，国内巨大的体量决定了外围冲击作用有限。从煤炭市场来看，2018 年全球原煤产量为 80.12 亿吨，其中中国产量为 35.46 亿吨。2019 年进口煤大幅增加背景下，全煤口径的进口量增加也不过增加了 2810 万吨，在国内巨大的产量面前影响极为有限。

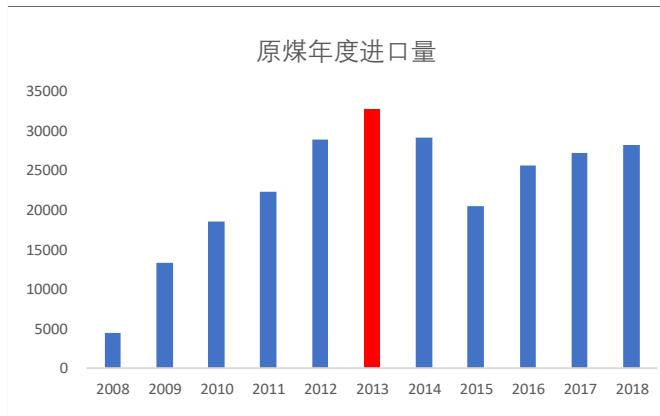
从进口的边际量而言，2019 年不管是炼焦煤还是全煤种口径，进口已经接近最近 10 年峰值，2020 年进口量要在 2019 年继续上继续大幅增加难度极大，边际的冲击将显著减弱。炼焦煤而言，2019 年 1-10 月进口 6630 万吨，年化 7600 万吨。最近 20 年高点位 2013 年，全年进口 7540 万吨。全煤口径，2019 年 1-11 月进口量已经达到了 2.99 亿吨，同比去年增加 2810 万吨。最近 10 年进口量高点在 2013 年的 3.27 亿吨。

图 71：全球原煤产量中国占比



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

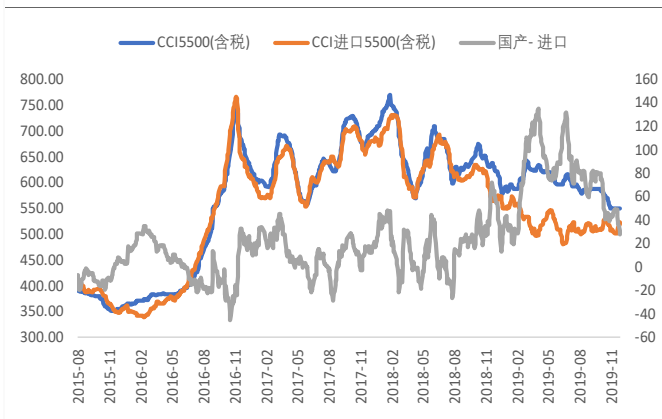
图 72：原煤进口量已经接近最近 10 年峰值



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

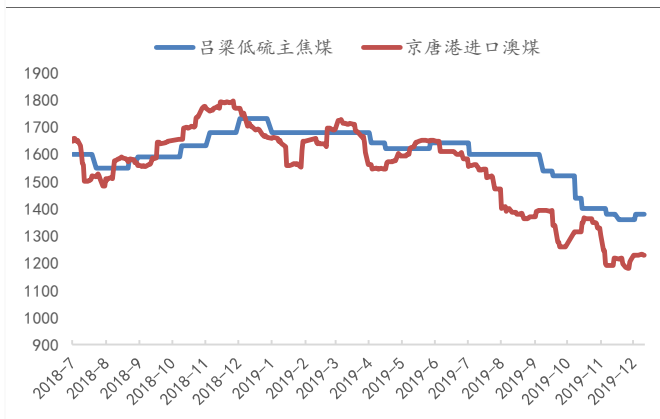
从价格比较来看，当前国内炼焦煤价格依然高于澳洲进口炼焦煤，这是国内焦煤市场信心持续较弱的核心原因。国外进口价格低于国内的情况，2019 年不仅在炼焦煤上出现，在动力煤上同样出现了这种情况。从动力煤的最终价格变化来看，体现为国内价格下移，进口价格小幅企稳来实现国内外进口价差的收敛。通过超过 9 个月时间的收敛，当前动力煤澳煤进口窗口基本关闭，炼焦煤的收敛仍在进行中。

图 73：动力煤进口和国内收敛



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 74：炼焦煤的收敛仍在进行



资料来源：wind，国泰君安期货产业服务研究所

海外炼焦煤的价格继续下行的空间有限，一方面是因为国内外的价差导致中国的进口量维持高位，缓解了海运市场的过剩，另一方面，从绝对价格上，当前海外煤炭的价格已经处于 2017 年以来的低位，继续下行的难度较大。2019 年 11 月之后澳洲优质硬焦煤价格就没有继续下挫，维持在 148-151 美元/吨区间，即使期间出现了海关控制进口煤的新闻，也没有造成澳洲进口焦煤价格进一步下行。

从过去几年的均价来看，澳洲优质硬焦煤 2016 年均价 148.8 美元/吨，2017 年均价 189.4 美元/吨，最低 146 美元/吨；2018 年均价 208 美元/吨，最低 184 美元/吨。2019 年均价 187.7 美元/吨，最低 148 美元/吨。如果在当前价格的 150 美金/吨继续下行就要求能够击穿 2017 年的低点 146 美元/吨，这才有继续下行的空间。但 2017 年焦煤价格的低点发生的背景是，2017 年春节后热卷库存大幅累积，造成二季度热卷厂亏损减产，焦煤、焦炭需求实质下滑，但当前这个条件很难具备。因此，我们认为，随着国内焦煤和国外焦煤价差收敛的结束，国内焦煤价格下行也将告一段落。

从定价基准来看，2005 合约的焦煤定价以远期的海外焦煤进行定价，如果后期国外焦煤价格下行空间不大，2005 合约焦煤价格击穿 1100 元/吨也会非常困难。焦煤价格无法形成坍塌，也将对 2005 合约焦炭价格形成有力的支撑。

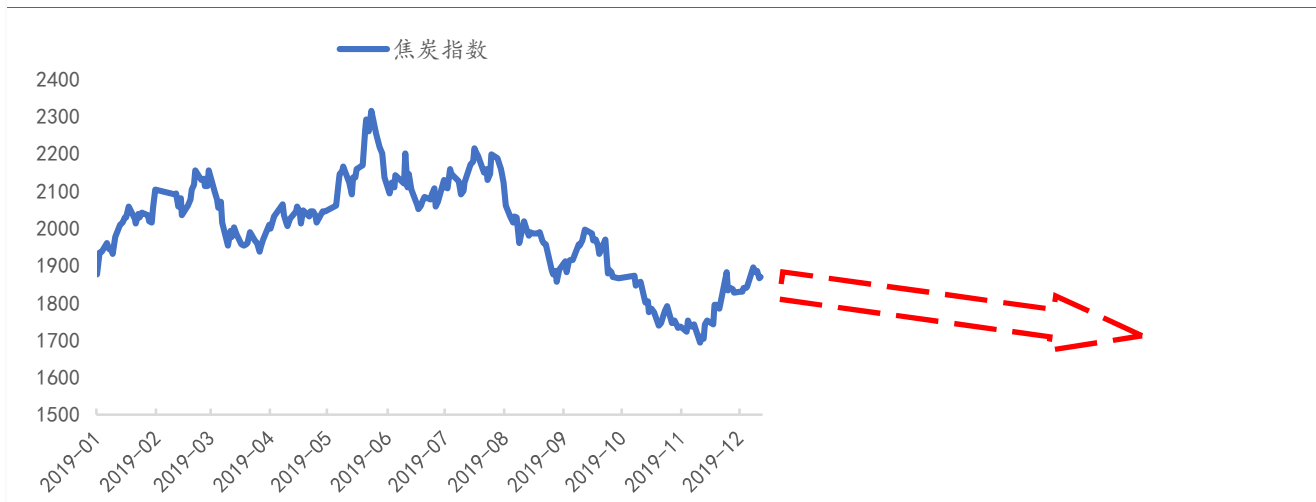
图 75：澳洲优质硬焦煤价格



资料来源：Mysteel，国泰君安期货产业服务研究所

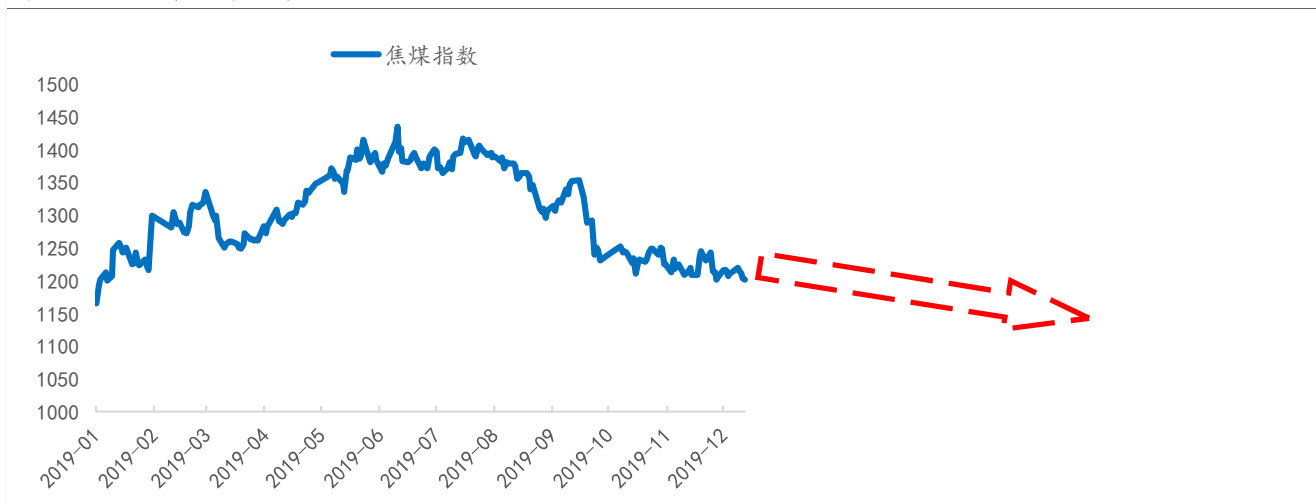
综上，我们认为焦炭价格趋势下跌的条件尚不成熟。从全年价格波动来看，焦煤焦炭的核心价格区间——焦炭期货[1500-2000]，焦煤期货[1000-1350]。

图 76：2020 年焦炭走势预测



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

图 77：2020 年焦煤走势预测



资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格**分析师声明**

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供风险承受能力合适的投资者参考。若您并非风险承受能力合适的投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼

电话: 021-33038635

传真: 021-33038762

广东分公司

天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房

电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

金融理财部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038803 传真: 021-33038720

上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室

电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室

电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室

电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

大连营业部

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 2703

电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>

电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层

电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间

电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室

电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

北京三元桥营业部

北京曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元

电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

济南营业部

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室

电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177

厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-

1509 单元

电话: 0592-5886138

北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元

电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

产业发展部

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼

电话: 021-33038719

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室

电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元

电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室

电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622

杭州营业部

杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室

电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室

电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

西安营业部

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室

电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

石家庄营业部

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室

电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

长沙营业部

长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室

电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室

电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

上海银城路营业部

中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元

电话: 021-58590368

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521