

供需宽松，藏器待时



走势评级：焦煤/焦炭：看跌

报告日期：2022 年 12 月 14 日

★焦煤：供需宽松，价格下行

焦煤方面，供应端来看，2023 年来看产能方面基本无增量，符合要求的核增产能在两年的保供环境下已经释放完成，保供环境下煤矿预计维持高负荷生产，同时虽然煤矿开工率高位，但选洗率的下降和部分配焦煤转动力煤，会造成焦煤实际供应的减少，预计 2023 年焦煤产量 4.87 亿吨，同比下降 1%。进口方面，俄煤进口维持高位，但煤种和配比会限制一定进口量，因此主要增量来自于蒙煤，其中有疫情后汽运恢复的部分和火车通车后增加的预期量，预计 2023 年进口焦煤将增至 6800 万吨，同比增幅 7.1%。需求方面，2023 年随着生铁产量的下降，焦煤需求同幅度减少。

★焦炭：供应充足需求走弱，关注阶段性政策调整

焦炭方面，由于焦炭明年面临的政策不确定性较大，4.3 米焦炉是否退出仍存在不确定性，因此按照目前的产能来看，2023 年焦化利润也难见恢复，同时需求下降，预计焦炭供应减少 2.5%。需求方面，随着铁水的下降，考虑到入炉焦比的下降和兰炭等二级焦的抵消，预计焦炭需求下降 3.2%。但由于出口利润的下降，因此焦炭出口降幅较大，预计将达到 19.8%。

★双焦市场展望及投资建议：

焦煤价格估值方面，2023 年来看随着供需转宽松，预计焦煤价格重心将有所下移。因为涉及到 JM2304 合约的规则变化，若按照目前盘面价格标准来看，预计价格中枢将回归 1600-2200 元/吨附近，价格重心移至 2000 元/吨左右，若按照中硫煤指标来看，预计价格重心将降至 1700 元/吨左右。焦炭价格估值方面，随着炼焦煤供需宽松，加之自身焦化产能增加，供应弹性变大，因此利润较低，给到焦化厂-200 到 200 之间的利润来看，预计明年焦炭价格中枢将回归 2100-3000 元/吨附近，价格重心下移。

★风险提示：

疫情的不确定性，国内防疫政策的变化，以及产业端产能政策变化。

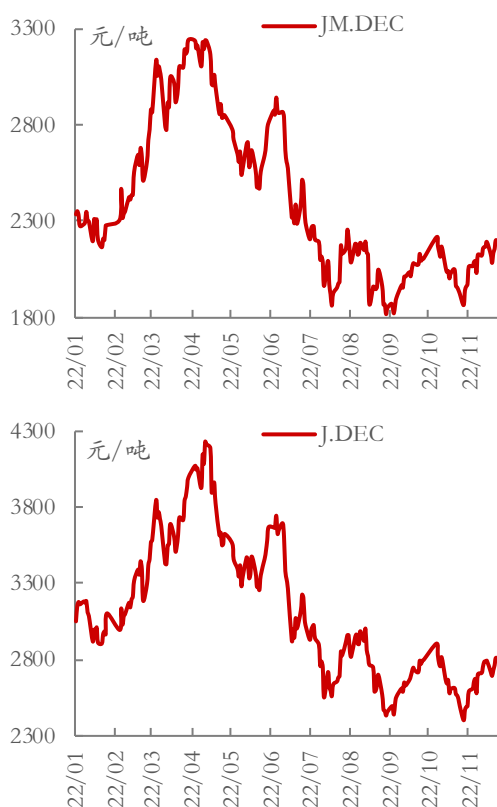
王心彤 资深分析师(黑色产业)

从业资格号：F03086853

投资咨询号：Z0016555

Tel: 8621-63325888

Email: Xintong.wang@orientfutures.com



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、2022 年煤焦市场回顾.....	5
1.1 从正反馈到负反馈	5
1.2 从现实到预期	6
2、焦煤：供需宽松，价格下行	7
2.1 保供持续，安全为第一要务	7
2.2 海外供应增加，进口增量确定	9
2.3 低库存或有缓解，部分供应或转为库存	14
2.4 交割规则变化，有利于山西煤交割	14
2.5 焦煤供需总结及平衡表测算	15
3.焦炭：供应充足需求走弱，关注阶段性政策调整.....	16
3.1 产能过剩但政策不确定性较大	16
3.2 虽成本下降，但利润难恢复	17
3.3 铁水下降出口走弱，需求主导	18
3.4 焦炭供需总结及平衡表测算	20
4. 双焦市场展望及投资建议.....	20
6、风险提示：	21

图表目录

图表 1: 焦煤现货价格.....	6
图表 2: 准一级冶金焦日照平仓价.....	6
图表 3: 焦煤主力合约基差.....	7
图表 4: 焦炭主力合约基差.....	7
图表 5: 原煤产量.....	8
图表 6: 炼焦煤产量.....	8
图表 7: 炼焦煤开工率.....	9
图表 8: 山西炼焦煤开工率.....	9
图表 9: 全国炼焦煤选洗率.....	9
图表 10: 山西炼焦煤选洗率.....	9
图表 11: 我国炼焦煤进口量.....	10
图表 12: 我国炼焦煤进口国别.....	10
图表 13: 我国蒙煤进口量.....	11
图表 14: 短盘运费.....	11
图表 15: 甘其毛都口岸通关车辆数.....	11
图表 16: 甘其毛都口岸监管区各煤种占比.....	11
图表 17: 我国俄罗斯煤进口量.....	12
图表 18: 俄罗斯炼焦煤主要出口国.....	12
图表 19: 俄罗斯—全球冶金煤发货季节性.....	12
图表 20: 俄罗斯—中国冶金煤发货季节性.....	12
图表 21: 澳大利亚主要增产企业按自然年计划产量.....	13
图表 22: 澳大利亚冶金煤出口量.....	13
图表 23: 澳大利亚冶金煤主要出口国.....	13
图表 24: 炼焦煤加权总库存.....	14
图表 25: 钢厂+焦化厂炼焦煤库存.....	14
图表 26: 焦煤经济交割品回测情况.....	15
图表 27: 焦煤交割标准品质量要求对照.....	15
图表 28: 焦煤供需平衡表.....	16
图表 29: 2022 年焦化产能变化 (单位: 万吨).....	16
图表 30: 国内焦化结构 (单位: 万吨).....	17
图表 31: 中国焦化厂平均利润.....	18
图表 32: 高炉开工率和焦化开工率.....	18
图表 33: 生铁产量.....	19

图表 34: 247 铁水产量	19
图表 35: 我国焦炭出口量	19
图表 36: 我国焦炭出口国	19
图表 37: 焦炭供需平衡表	20

1、2022 年煤焦市场回顾

2022 年已经接近尾声，回顾今年，双焦价格先扬后抑，但波动区间较往年有所收窄。市场价格围绕正反馈和负反馈、现实和预期不断波动。

1.1 从正反馈到负反馈

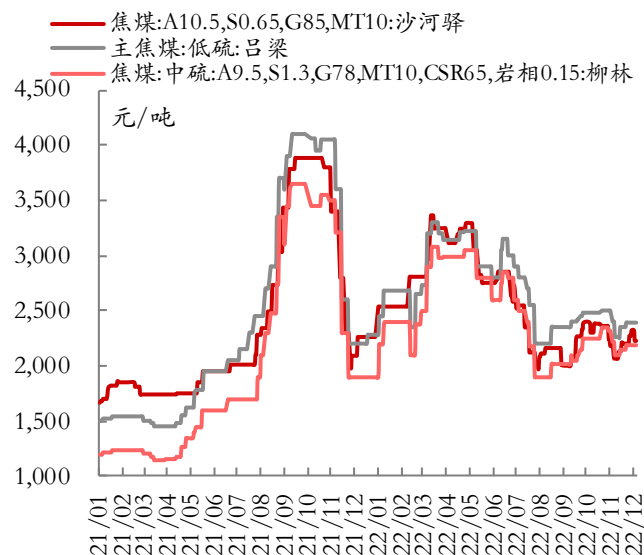
上半年，国内疫情占据了很长的时间，市场在稳经济和疫情的矛盾中纠结，焦煤焦炭作为黑色系原料也围绕其大幅波动，从正反馈逻辑走到负反馈逻辑。

一季度来看，双焦盘面拉涨，主要是由于宏观环境转好，稳经济稳增长政策指导，加之从年初开始钢厂一直处于铁水增长阶段，高炉开工率持续上升，原料价格持续走高，也不断抬升黑色系整体成本，盘面价格跟随正反馈逻辑不断上升。至二季度，下游对高位原料价格接受乏力，加之疫情期间需求疲弱，下游利润收缩难以支撑，盘面开始切换至负反馈逻辑。到 5 月中旬，市场预期转换，由于上海等地封控时间较长，逻辑再次转至对疫情后需求累积爆发的预期，并且在原料端发酵的比较充分，因此不断顶高原料价格。但 6 月随着疫情后南北方解封，实际并未看到需求的迅速恢复，下游需求仍处于弱势，加之粗钢平控，钢厂利润收缩严重，负反馈引导市场情绪，盘面大幅下行。

相较于上半年的波澜壮阔，下半年双焦走势较为平坦。下半年影响市场的主要逻辑是现实和预期的博弈。

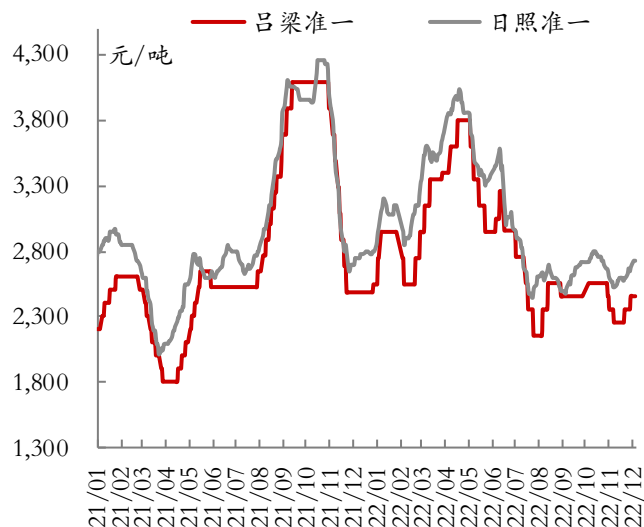
三季度来看，双焦价格重心有所下移，其中七月份下跌较快。主要在于 7 月华东华南地区步入高温梅雨季，下游需求下滑，同时疫情影响，因此黑色系价格大幅下挫，负反馈影响下焦煤价格承压下行。至 9 月随着下游逐渐好转，钢厂利润恢复高炉开始复产，铁水逐渐上升，焦煤价格有所恢复。同时临近国庆叠加大会，在主产地煤矿事故频发情况下安全检查增加，国产端煤矿开工率下滑，供应减量，加剧了焦煤偏紧状况。但同时也看到虽然焦煤基本面较强，但在钢厂利润持续低位压制下，焦煤的上漲幅度也有限。到 10 月双焦价格再度下行，主要是受铁水下降，需求走弱影响。进入年末，虽然需求仍然弱势，但补库预期叠加地产政策发力，市场在对未来预期看好情况下，盘面震荡向上。

图表 1: 焦煤现货价格



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 2: 准一级冶金焦日照平仓价



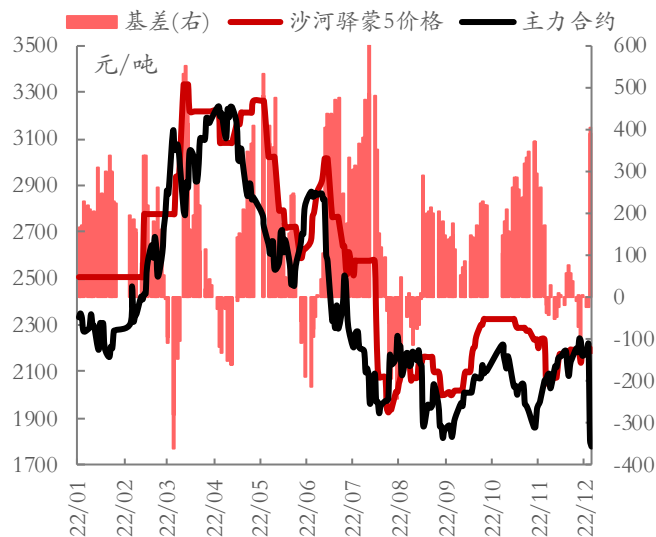
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

1.2 从现实到预期

我们从今年双焦的价格波动上可以看到,供应已经不再是焦煤最主要的矛盾,供应对于焦煤价格的影响只作用于短期,中长期的方向和波动,是由需求主导。因此在需求逐渐走弱的背景下,今年在焦煤价格的波动中,上行高度一再降低。并且从今年9月份的上漲中可以看到,虽然供应减少铁水上升,但焦煤上涨幅度一般,主要由于当时低利润的钢厂决定了焦煤价格上限,再次证明焦煤上涨的空间在于钢厂利润能给到的空间。当然,就整个黑色产业链来看,主焦煤的稀缺和低库存也是焦煤不可忽视的自身原因,使得焦煤价格弹性较大,在预期变化情况下,焦煤波动幅度较大。

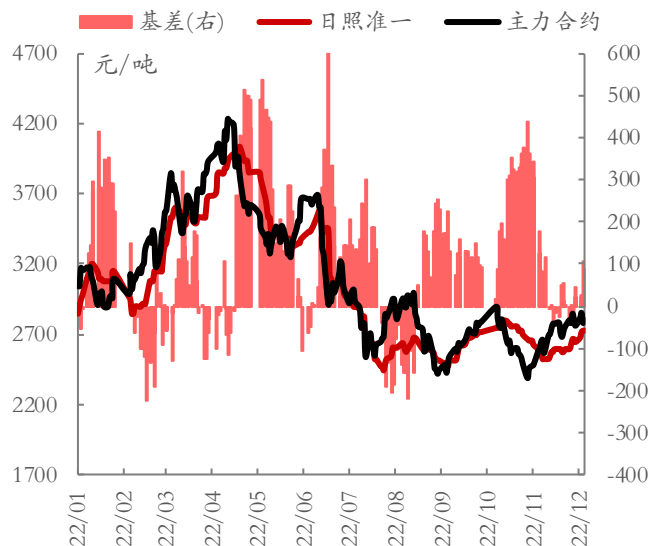
因此今年焦煤盘面价格也在现实和预期中不断纠结。在目前现实需求走弱已经显现的情况下,市场对于未来的预期和宏观因素在很多时间引导了市场走势,也使得产业和资金出现方向分化,加大了套保的难度,而这个分化将在未来需求占主要因素的市场上会不断加剧。且在一定程度上宏观引导黑色需求,需求又引导原料方向,因此对于未来市场,基本面因素只是其中一方面,对于宏观、政策以及海外市场的把握也非常重要。

图表 3: 焦煤主力合约基差



资料来源: Wind, Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 4: 焦炭主力合约基差



资料来源: Wind, Mysteel, 东证衍生品研究院

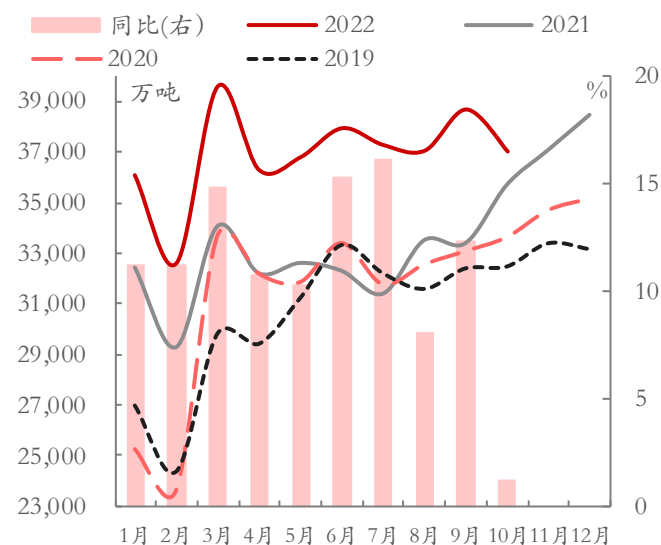
2、焦煤: 供需宽松, 价格下行

2.1 保供持续, 安全为第一要务

今年煤炭的生产主要是以保供增产为核心, 煤矿开工率持续高位。今年一季度, 受冬季煤炭供应紧张影响, 在保供增产大背景下, 产量同比增幅较大, 存在部分配焦煤转动力煤。至今年9月, 由于二十大召开同时临近国庆, 加之当时煤矿事故较多, 因此煤矿安全检查增加, 开工率下滑。进入四季度, 煤矿开工迅速恢复, 生产稳定。春节前虽保供政策不变, 但临近年末仍然以安全生产为主, 加之目前煤炭紧张缓解, 冲高产量的情况不再, 稳定生产为主。

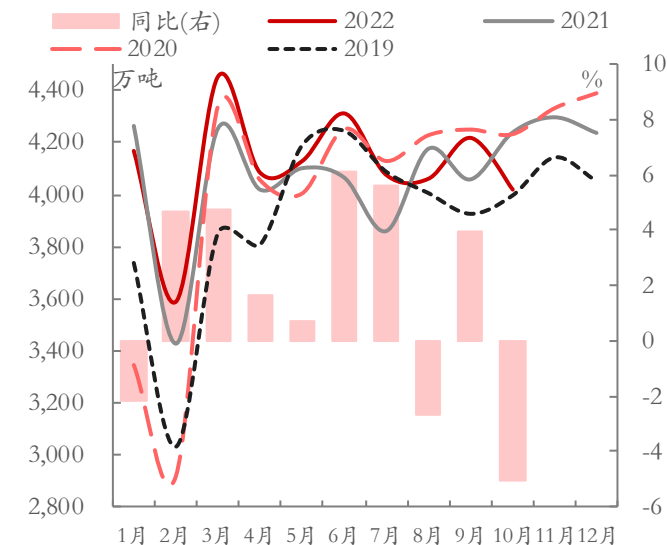
从今年的产量数据来看, 保供基本为保动力煤生产, 炼焦煤供应增量有限。截止2022年9月, 我国累计生产原煤33.16亿吨, 累计同比增长10%, 而截止今年9月累计生产炼焦煤3.71亿吨, 累计同比增加2.4%。可以看到炼焦煤的供应增长量远低于动力煤。因此为完成保供任务, 部分炼焦煤量转去做动力煤。但如此大力度保供政策下炼焦煤增量偏低, 同时也说明目前我国炼焦煤产量难增。难增主要体现在产能和产量两个方面。产能方面, 目前我国未开采待开采的煤矿主要为集中在内蒙新疆等西北地区的动力煤矿, 但由于资源禀赋问题, 我国未开采的炼焦煤矿较少, 尤其优质主焦煤矿, 产能增加接近天花板。产量方面, 目前煤矿满负荷生产, 难有增量。

图表 5: 原煤产量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 炼焦煤产量

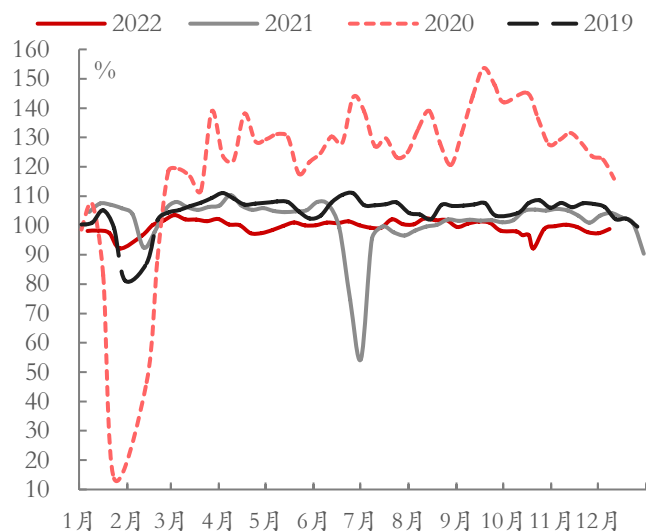


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

但需要注意,随着炼焦煤矿的高负荷运转,会面临两个问题,首先部分井工矿开采深度较深,煤质下降,选洗率下降。其次,高产量意味着高风险,加之部分煤矿连续一年多未进行停产检修,因此看到今年以来煤矿事故增加。但不论政策如何,煤矿的安全生产都应该放在首要位置,因此明年在持续保供的同时,煤矿安全的监督检查应当重视。

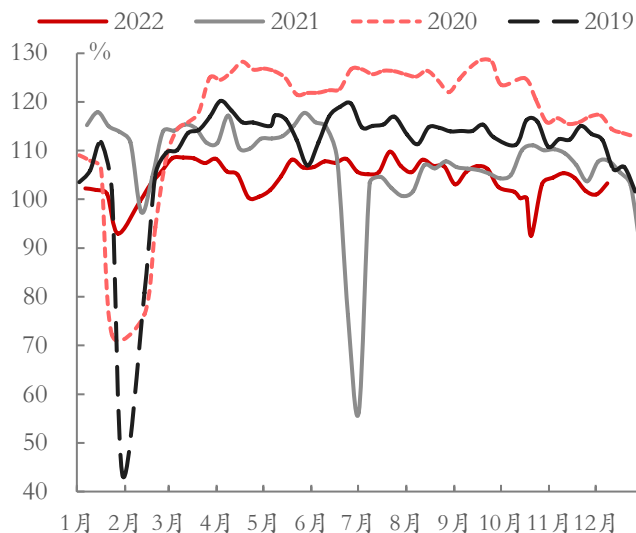
2023 年来看,产能方面基本无增量,符合要求的核增产能在两年的保供环境下已经释放完成,保供环境下煤矿预计维持高负荷生产,但考虑山东仍有冲击地压煤矿淘汰,同时煤矿安监管控,阶段性或有影响。同时虽然煤矿开工率高位,但选洗率的下降和分配焦煤转动力煤,会造成焦煤实际供应的减少,从数据来看,全国焦煤选洗率呈现逐年下降的情况,从 2020 年的 40% 下降到今年的 38%。因此预计 2023 年焦煤产量 4.87 亿吨,同比下降 1%。

图表 7: 炼焦煤矿开工率



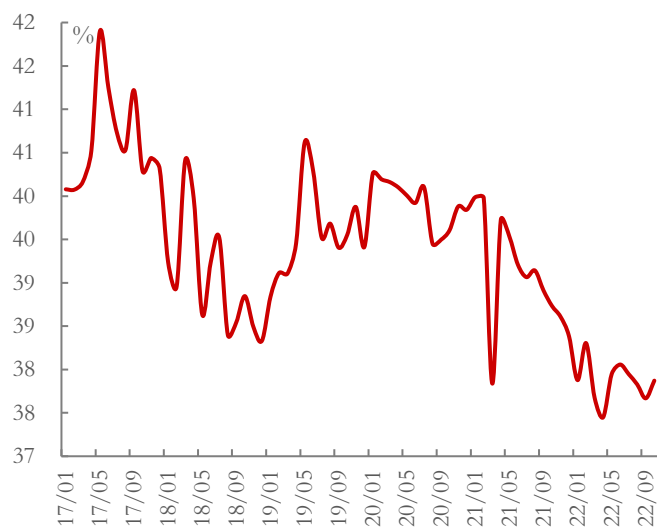
资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 8: 山西炼焦煤矿开工率



资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 9: 全国炼焦煤选洗率



资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 10: 山西炼焦煤选洗率



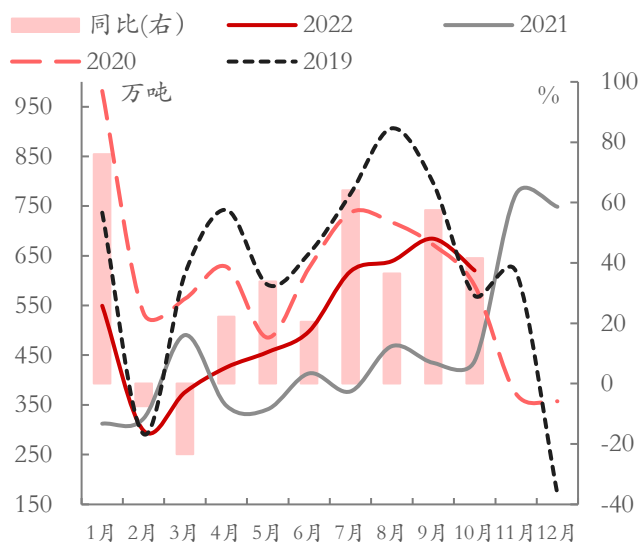
资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

2.2 海外供应增加, 进口增量确定

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。根据海关总署数据, 截止 2021 年 10 月份, 我国累计进口炼焦煤 5167 万吨, 同比增加 31%。其中蒙古

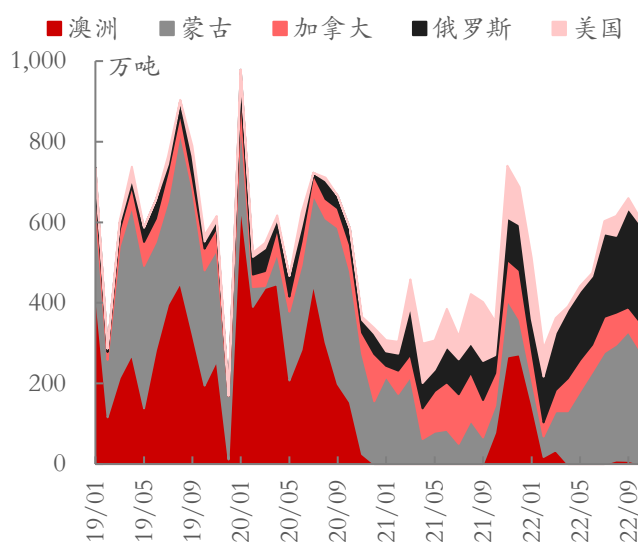
仍为我国炼焦煤进口最主要国家占 37%，俄罗斯上升到第二占 34%，接下来为加拿大占 13%，然后美国占 8%。

图表 11：我国炼焦煤进口量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 12：我国炼焦煤进口国别



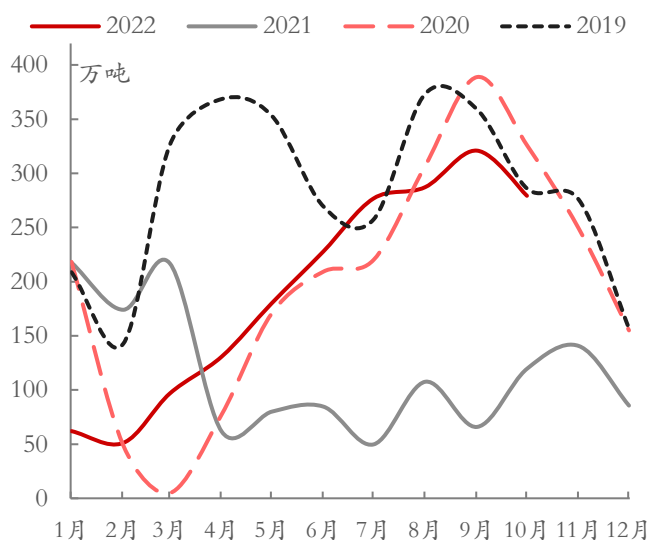
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

蒙煤方面，今年疫情影响持续，尤其上半年，国内各地疫情频发，内部压力较大情况下关口核酸检验趋严，因此上半年通关较低。至下半年随着疫情压力减小，加之中蒙双方贸易沟通，蒙煤通关逐渐增加。

今年除了通关问题外，短盘运费的大幅波动也对市场影响较大。短盘运费的波动主要受以下两个方面因素影响，首先，短盘运输都是闭环运输，整体运输和通关时间有所延长，运费也出现了阶段性暴涨。其次，今年下半年以来，由于风化煤利润较高，因此贸易商开始大量拉运风化煤，导致短盘运费波动较大。风化煤的拉运不仅挤占了部分蒙古炼焦煤的运量，还使得短盘运费居高不下，蒙煤到厂成本增加。但后期来看，风化煤的影响将逐渐较少，因为目前风化煤拉运已经接近尾声，剩余风化煤量较少，届时运费价格将回归正常。

明年来看，随着国内疫情的放松，蒙煤通关将有所增加，若恢复至疫情前，则蒙煤进口最高为 3300 万吨。火车方面，今年 9 月，塔本陶勒盖至嘎舒苏海图口岸 233.6 公里铁路线已经通车，明年预计嘴顺苏海图至甘其毛都跨境部分铁路将会开工，该铁路项目为煤炭专用线，理论运输能力为 3000 万吨，若正式通车后，蒙煤进口理论极值则为 6300 万吨。今年年底在中蒙双方会谈中，双方制定的目标是煤炭每年蒙古对华出口量将达到 4000-7000 万吨，除去每年动力煤进口量约 200 万吨，则明年蒙煤进口目标为 3800-6800 万吨。生产方面，目前蒙煤的产量基本按照出口调节，明年疫情影响减弱后工人生产恢复，蒙煤煤矿产量或随着运力提升而增加，主要增量来自于 ETT 矿部分。

图表 13: 我国蒙煤进口量



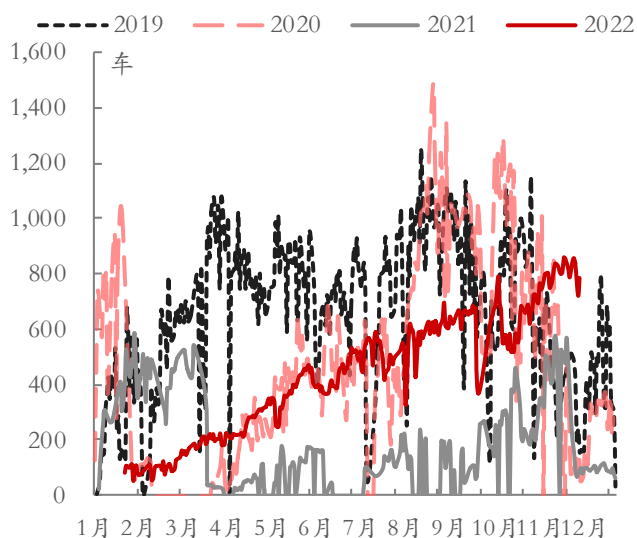
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 短盘运费



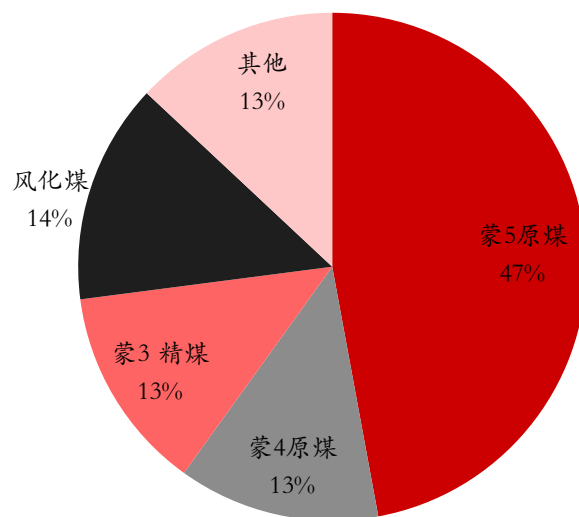
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 15: 甘其毛都口岸通关车辆数



资料来源: Mysteel, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 16: 甘其毛都口岸监管区各煤种占比



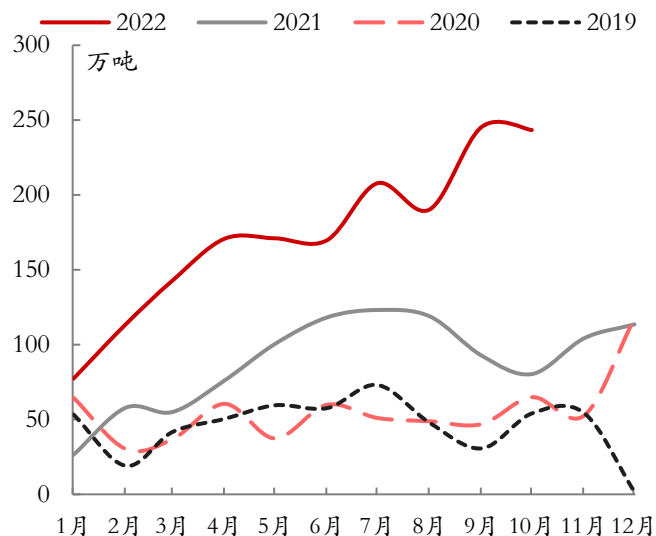
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

俄煤方面, 在俄乌战争后欧盟禁止进口俄煤后, 俄煤更多的流向了中国市场, 今年7月进口俄罗斯炼焦煤 200 万吨, 达到历史高位。截止 2022 年 10 月, 我国累计进口俄罗斯炼焦煤 1730 万吨, 同比增涨一倍。

之后随着俄罗斯国际关系变化, 加之中俄贸易签订, 未来俄罗斯出口至中国的焦煤将持续维持在高位。同时俄罗斯也扩建了远东地区的两大运煤港口并在瓦尼诺港建设新煤炭

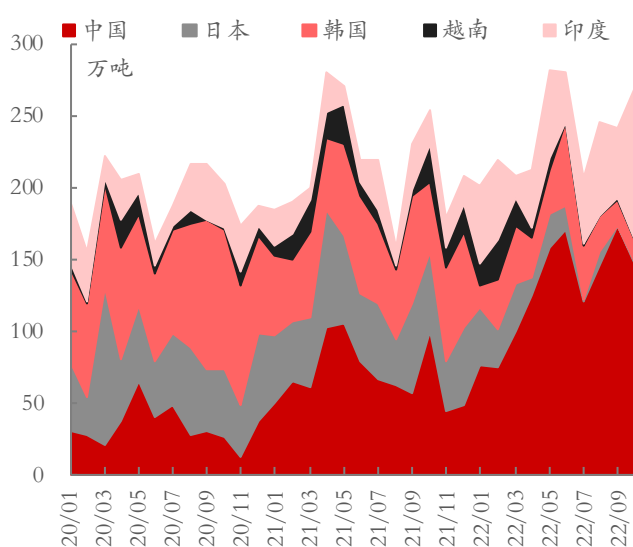
码头，2024 年建成完成后俄煤运力将继续提升。但由于煤种问题，配比限制，过多的俄煤进口下游能否完全消化仍有待观察。

图表 17: 我国俄罗斯煤进口量



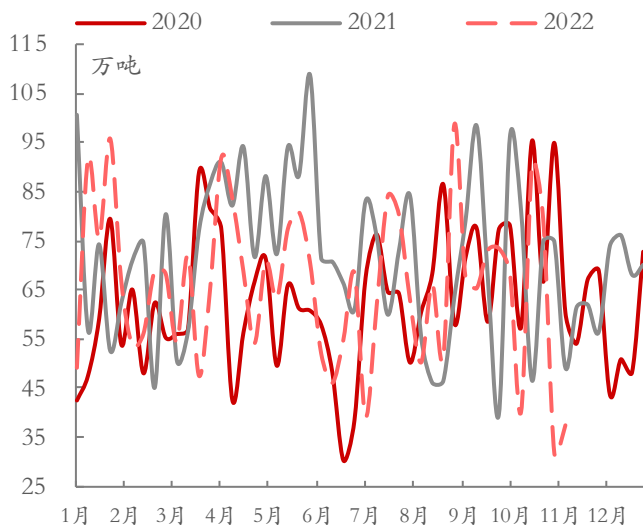
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 俄罗斯炼焦煤主要出口国



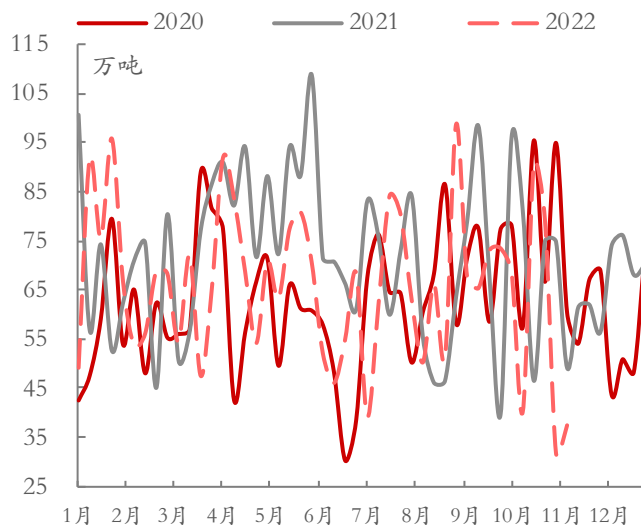
资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 19: 俄罗斯—全球冶金煤发货季节性



资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 20: 俄罗斯—中国冶金煤发货季节性



资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

澳煤方面，澳洲主要冶金煤生产企业在 2023 年都有增产计划，随着几个大型煤矿换面结束后稳定生产，同时部分煤矿的劳动协议重新签订，加之疫情后期劳动力恢复，预计 2023 年澳洲冶金煤产量将同比上升。具体来看（由于澳洲企业财年和自然年不统一，我们按自然年估算），BMA（BHP 占股 50%）2023 计划同比增产约 270 万吨，Anglo

American2023 年计划同比增加约 700 万吨，South32 预计增产约 40 万吨，合计增产 1010 万吨左右。

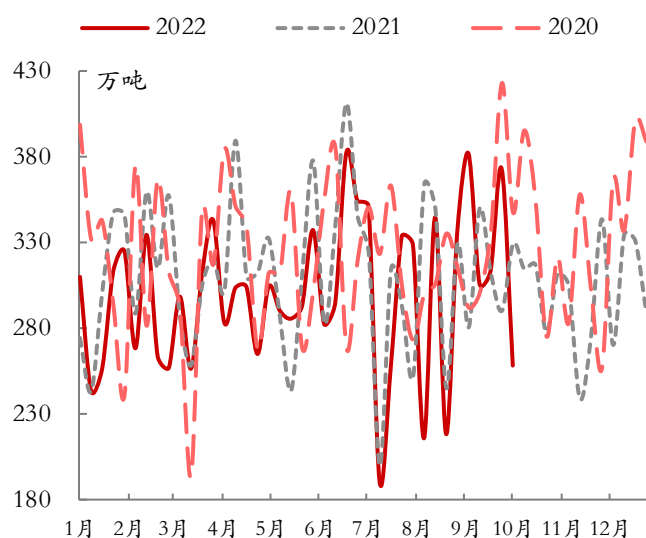
图表 21：澳大利亚主要增产企业按自然年计划产量

时间/公司	2022E		2023E		
	产量 (万吨)	同比 (%)	产量 (万吨)	同比 (万吨)	同比 (%)
BMA(BHP 控股部分 50%)	5930	-1.17%	6200	270	4.55%
Anglo American	1600	6.67%	2300	700	43.75%
South32	560	-1.06%	600	40	7.14%

资料来源：各公司财报，东证衍生品研究院

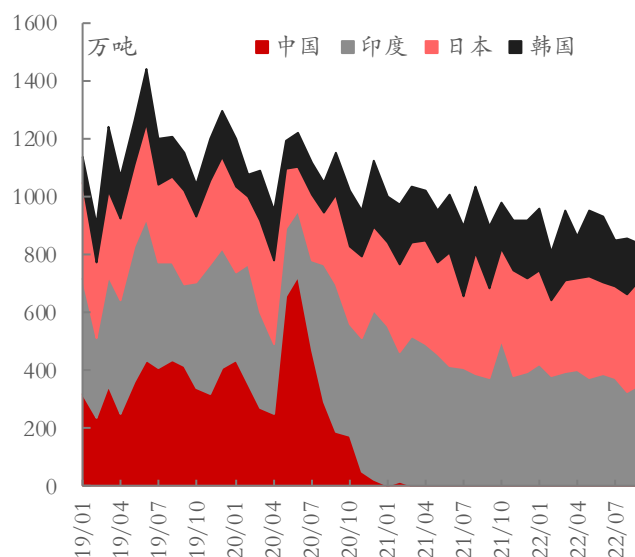
但对于我国来讲，目前依然禁止澳煤进口，无明确变化，政策依然是制约我国澳洲炼焦煤进口的主要因素。若明年澳煤政策松动，则澳洲增量将会直接冲击我国市场；若目前澳煤政策延续，则对于明年海外的冶金煤价格形成一定压力。此后期澳煤是否能继续进口依然要密切关注我国进口政策的变化。

图表 22：澳大利亚冶金煤出口量



资料来源：Kpler，东证衍生品研究院

图表 23：澳大利亚冶金煤主要出口国



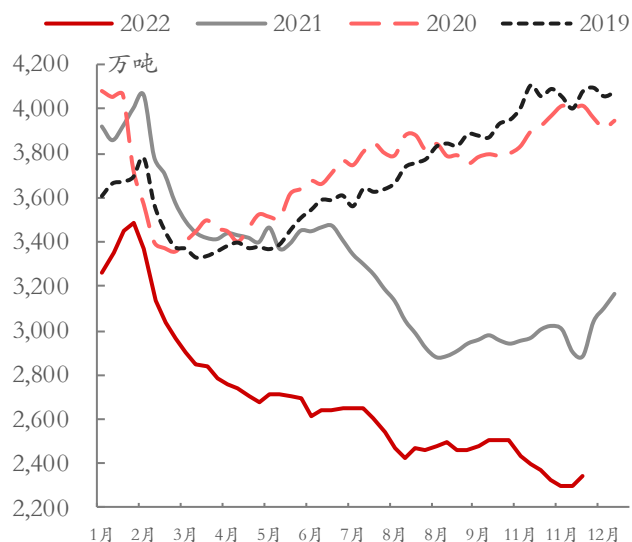
资料来源：Kpler，东证衍生品研究院

2.3 低库存或有缓解，部分供应或转为库存

今年以来，由于山西和内蒙倒查二十年影响，同时严格取缔超产行为，国产端上半年减量。加之进口减少，1-9月炼焦煤供应持续减量。炼焦煤缺口主要靠库存填补，因此目前下游库存处于历史低位。

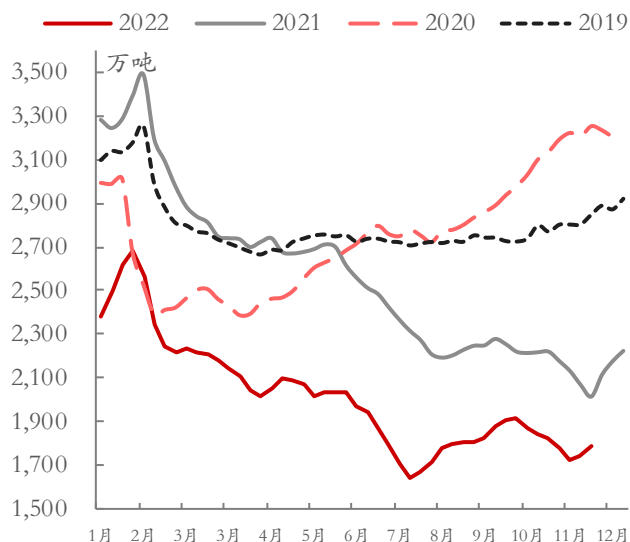
明年来看，随着供应的增加，供应增量或转化为库存。目前下游补库不及预期，整体库存低位，春节后随着下游开工铁水产量恢复，同时无库存缓冲，供需结构或有改变，因此需要关注垒库的节奏。

图表 24：炼焦煤加权总库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 25：钢厂+焦化厂炼焦煤库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

2.4 交割规则变化，有利于山西煤交割

2022年4月14日大商所发布通知，对JM2304及以后合约进行修改，同时修改《大连商品交易所焦煤期货合约》和《大连商品交易所焦煤期货业务细则》。修改的影响包括两个方面。首先降低灰分和硫分要求，由之前的低硫煤变为中硫煤交割，意味着有目前对标盘面的进口低硫煤改为山西中硫煤。其次，将交割地由之前的港口转移至主要的焦煤生产消费地山西，扩大可交割地。经过修改之后，新旧标准之间转化，新标准将贴水300元/吨左右。

图表 26：焦煤经济交割品回测情况

煤种	成为盘面代表煤种的概率对比		可供交割量 E (万吨)	占总可供交割量比重 E
	现方案	新方案		
山西 1.3 (介休)	47%	68%	1423	17%
蒙古 0.7 (蒙 5#)	53%	34%	800-900	11-22%

资料来源：大连商品交易所，东证衍生品研究院

图表 27：焦煤交割标准品质量要求对照

指标	原标准		新标准	
灰分(A _d)	10.0%		10.50%	
硫分(S _{t,d})	0.70%		1.30%	
挥发分(V _{daf})	≥16.0%且≤28.0%		[16.0%,26.0%]	
黏结指数(G _{R,I})	入库≥75%	出库>65%	入库≥75	出库>65
胶质层最大厚度(Y)	≤25.0mm		≥10.0mm	
试验焦炉生成焦炭反应后强度(CSR)	≥60%且≤65%		[60%,65%)	

资料来源：大连商品交易所，东证衍生品研究院

2.5 焦煤供需总结及平衡表测算

基于以上对 2023 年基本面的分析，总结来看，供应方面 2023 年焦煤供应偏宽松。其中国产端按目前差能稳定生产，期间或由于安全检查阶段性影响，但洗选率的下降和部分配焦煤转动力煤，会造成焦煤实际供应的减少，预计 2023 年焦煤国产供应 48700 万吨，同比下降 540 万吨，同比降幅 1%。

进口方面，澳煤供应增量，若我国延续禁止澳煤进口政策无变化，则对于明年海外的冶金煤价格形成一定压力。俄煤进口维持高位，但煤种和配比会限制一定进口量，因此主要增量来自于蒙煤，其中有疫情后汽运恢复的部分和火车通车后增加的预期量，预计 2023 年进口焦煤将增至 6800 万吨，同比增幅 7.1%。

需求方面，随着黑色系终端需求的下降，焦煤需求同幅度减少。同时需求下降程度大于供应，供需剩余量主要有两个方面流向，一部分变为库存，因此明年大概率会出现焦煤垒库。另一部分焦煤或仍有继续转做动力煤。

图表 28：焦煤供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022E		2023F	
国产	45406	48060	48510	48992	49240	0.5%	48700	-1.0%
净进口	6295	7329	7179	5464	6350	16.2%	6800	7.1%
总供应	51701	55389	55689	54456	55590	2.1%	55500	-0.2%
焦炭出口需求	1299	798	67	680	1077	58.5%	900	-16.5%
国内需求	50952	54400	55891	54970	54508	-0.8%	53173	-2.5%
供需差	-550	191	-269	-1194	4	-	1427	-

资料来源：统计局，东证衍生品研究院

3. 焦炭：供应充足需求走弱，关注阶段性政策调整

3.1 产能过剩但政策不确定性较大

随着落后产能淘汰，2022 年产能置换逐渐推进，虽然今年焦化行业利润较低，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。

从计划来看，2022 年低迷的焦化利润也让部分新建焦化停止了脚步，从计划产能来看，预计有近 800 万吨的计划新建产能搁置到了明年。但随着需求的下降，明年焦化利润能否恢复依然要打一个问号，因此明年继续大量投放新的焦化产能的可能性不大。

图表 29：2022 年焦化产能变化（单位：万吨）

	01 月	2 月	03 月	4 月	05 月	06 月	07 月	08 月	09 月	10 月	11 月	12 月 E	总计
淘汰	360	50	140	115	45	60	110		100	100	520	871	2471
新增	797	174	402	235	250	268	298	235	231	279	565	718	4452
净增	437	124	262	120	205	208	188	235	131	179	45	-153	1981

资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

2023 年对市场影响最大的不确定性就是 4.3 米焦炉的退出是否继续。目前我国仍有 4.3 米焦炉产能合计 11684 万吨，占总产能的 21%，虽然今年已经退出部分产能，占比也下降了 5%。但若这些产能继续退出市场，将会对市场造成大幅波动。

产能分布来看，4.3 米焦炉主要集中在内蒙和山西地区，其中内蒙古政府要求在 2023 年底前全面淘汰炭化室高度 4.3 米的焦炉，对现有炭化室高度 5.5 米的焦炉全部完成干熄焦和超低排放改造。山西政府要求加速淘汰退出炭化室高度 4.3 米焦炉，已备案“上大关小”大型焦化项目的要加快推进建设,原有焦炉关停时间按照省政府明确的“上大关小”政策执行。焦化企业超低排放改造于 2023 年底前全部完成。内蒙和山西 4.3 米焦炉产能合计 5771 万吨，占总产能的 10.3%，若按政策将这些产能按计划退出，对焦炭影响巨大，因此明年该政策是否执行，执行的程度将是煤焦市场最大的不确定性。

图表 30：国内焦化结构（单位：万吨）

省份		山西	河北	山东	内蒙	河南	其他	总计	占比
焦炉类型	4.3 米及以下	3575	43	0	2196	0	5870	11684	21%
	5.5 米及以下	9300	7639	4610	3193	2344	17224	44310	79%
合计		12875	7682	4610	5389	2344	23094	55994	--

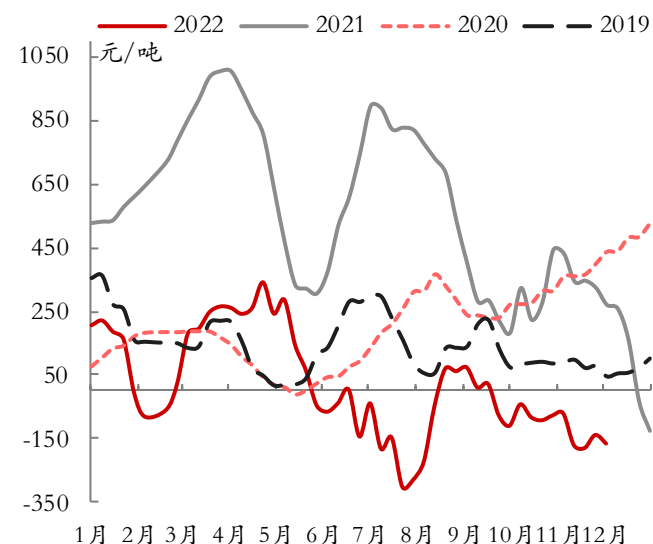
资料来源：公开资料整理，Mysteel，东证衍生品研究院

3.2 虽成本下降，但利润难恢复

2022 年随着焦化利润的扩张，加之铁水的下降，焦化产能逐渐走向宽松。同时看到焦化产能利用率也有大幅下降，目前焦化产能利用率降至 65% 左右。随着供给弹性增大，今年来焦化利润大幅收缩。甚至一度全国平均维持负利润数月。

明年来看，虽然焦煤供需基本面转宽松，价格重心会有下移，但只是会造成焦炭的成本下移，决定焦炭利润的关键仍取决于焦炭自身的情况，在产能充足需求走弱情况下，利润难恢复。焦化的开工率或由需求调节。

图表 31: 中国焦化厂平均利润



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 32: 高炉开工率和焦化开工率



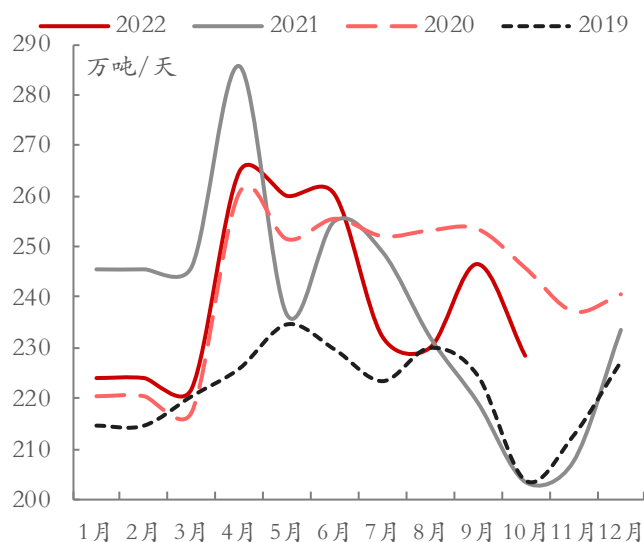
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

3.3 铁水下降出口走弱，需求主导

需求来看，2022 年铁水呈现下滑趋势，根据 247 铁水来看，预计 2022 年铁水下降 0.9%。统计局粗钢产量预计下降 3.6%，因此今年粗钢的下降主要是以来电炉的减产和废钢添加的减量，高炉实际减量较小。

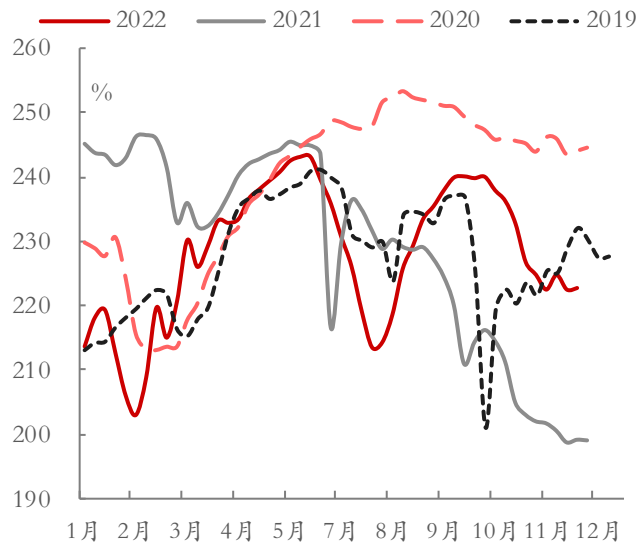
明年来看，铁水仍然处于下滑趋势。且由于 2022 年电炉和废钢端已经降至低位，加之明年废钢供应的大幅增加，因此 2023 年粗钢的下滑或主要由铁水端来实现，因此预计 2023 年铁水需求下降 3.2%。除了铁水下降的冲击，从高炉的使用来看，今年以来入炉焦比值也有所下降，这也会直接造成焦炭需求的减少。

图表 33: 生铁产量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 34: 247 铁水产量

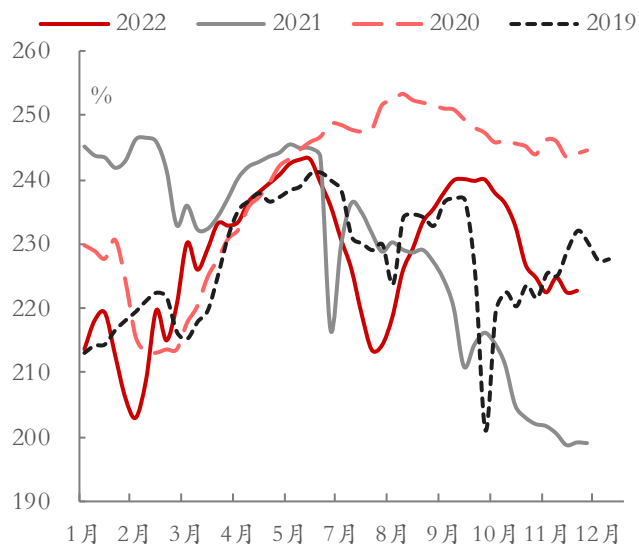


资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

今年以来, 由于海外焦煤价格阶段性高位, 同时国内焦炭加工利润较低, 因此焦炭出口大幅增加至往年高位。同时在俄乌战争影响下, 海外煤炭资源紧张, 因此焦炭出口利润较高。

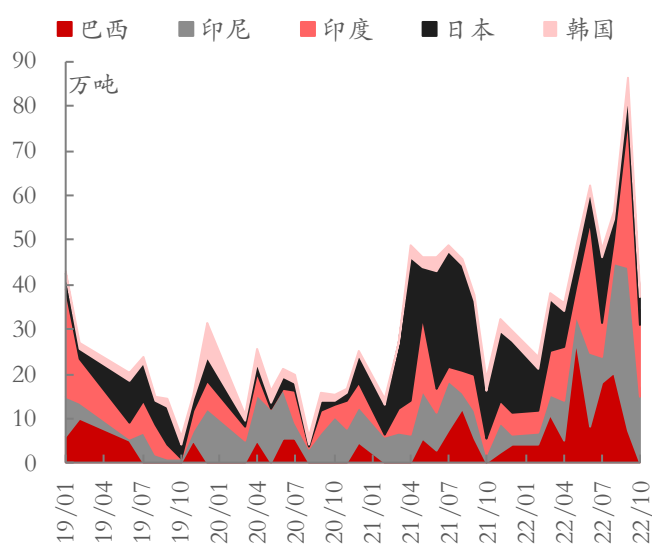
明年来看, 随着海外焦煤供需宽松, 焦煤价格下行, 从而导致海外焦炭成本下移, 因此国内焦炭出口利润或有降低, 出口或同比有所下降。

图表 35: 我国焦炭出口量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 36: 我国焦炭出口国



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3.4 焦炭供需总结及平衡表测算

综上所述，明年对于焦炭的供应仍存在不确定性，目前我国仍有 4.3 米焦炉产能合计 11684 万吨，占总产能的 21%。若按政策，内蒙和山西 2023 年退出全部 4.3 米焦炉，则退出产能合计 5771 万吨，占总产能的 10.3%，对焦炭影响巨大。但政策能否执行，执行多少幅度仍有待观察。因此按现有产能来看，2023 年焦化利润也难见恢复，同时需求下降，预计焦炭供应减少 2.5%。

需求方面，随着铁水的下降，考虑到入炉焦比的下降和兰炭等二级焦的抵消，预计焦炭需求下降 3.2%。但由于出口利润的下降，因此焦炭出口降幅较大，预计将达到 19.8%。因此焦炭呈现小幅过剩格局，库存或有增加。关注到 2023 年底钱 4.3 米焦炉退出的情况。

图表 37：焦炭供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022E		2023F	
国产	43820	47126	47116	46444	46490	0.1%	45351	-2.5%
净出口	977	600	50	511	810	58.5%	650	-19.8%
需求	44524	46262	47772	46178	45716	-1.0%	44276	-3.2%
供需差	-1681	265	-706	-245	-36	-	425	-

资料来源：统计局，东证衍生品研究院

4. 双焦市场展望及投资建议

综上所述，我们认为 2023 年双焦供需格局将进入供大于求的状态。

焦煤方面，供应端来看，2023 年来看产能方面基本无增量，符合要求的核增产能在两年的保供环境下已经释放完成，保供环境下煤矿预计维持高负荷生产，同时虽然煤矿开工率高位，但选洗率的下降和部分配焦煤转动力煤，会造成焦煤实际供应的减少，预计 2023 年焦煤产量 4.87 亿吨，同比下降 1%。进口方面，俄煤进口维持高位，但煤种和配比会限制一定进口量，因此主要增量来自于蒙煤，其中有疫情后汽运恢复的部分和火车通车后增加的预期量，预计 2023 年进口焦煤将增至 6800 万吨，同比增幅 7.1%。需求方面，2023 年随着生铁产量的下降，焦煤需求同幅度减少。

焦煤价格估值方面，截止目前今年盘面价格平均在 2380 元/吨附近，呈现前高后期节奏。2023 年来看，随着供需转宽松，预计焦煤价格重心将有所下移。因为涉及到 JM2304 合约时候的合约规则变化，若按照目前盘面价格标准来看，预计价格中枢将回归 1600-2200 元/吨附近，价格重心移至 2000 元/吨左右，若按照中硫煤指标来看，预计价格重心将降至 1700 元/吨左右。

焦炭方面，由于焦炭明年面临的政策不确定性较大，4.3 米焦炉是否退出仍存在不确定性，因此按照目前的产能来看，2023 年焦化利润也难见恢复，同时需求下降，预计焦炭供应减少 2.5%。需求方面，随着铁水的下降，考虑到入炉焦比的下降和兰炭等二级焦的抵消，预计焦炭需求下降 3.2%。但由于出口利润的下降，因此焦炭出口降幅较大，预计将达到 19.8%。

焦炭价格估值方面，目前焦炭盘面价格平均在 3089 元/吨。2023 年来看，随着炼焦煤供需宽松，加之自身焦化产能增加，供应弹性变大，因此预计明年焦炭价格中枢将回归 2300-3000 元/吨附近，价格重心下移。同时利润若持续维持低位。

节奏上来看，虽然目前宏观环境预期偏好，政策支持力度不断，但疫情放开后的需求恢复仍需要观察，明年上半年可能要面临放开后由于感染人数的上升，以及导致的自我隔离对需求实际的影响，因此在 05 合约上看到实际的需求恢复仍然较难，预计实际的好转将到明年下半年。因此 05 合约或相对弱于 09 合约，但只要存在预期，市场就会不断交易，因此明年虽然伴随着需求的下滑，但价格或呈现阶段性抵抗式下跌，期间或有交易机会。

6、风险提示：

疫情的不确定性，国内防疫政策的变化，以及产业端产能政策的变化。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com