

# 焦煤焦炭·年度报告

## 供给面临约束，紧平衡或延续

2023 年 12 月 28 日

2023 年是焦煤焦炭价值重估的一年，预期与预期差的交易带来了大幅波动。

国贸期货·研究院  
黑色金属研究中心

上半年，在供应增加和需求走弱的双重压力下，产业链迅速出清焦煤库存，造成焦煤价格大幅下跌，向下锚定千元左右矿山成本；下半年，国内煤矿生产政策重心转变，需求端展现出超预期地韧性，加上前期下跌造成的超低库存提供了充足的向上弹性，焦煤价格趋势性走强。截至年底，炼焦煤中的优质骨架煤价格基本回到年初水平，配焦煤价格则稍显疲软，煤种结构问题依然存在，优质煤种供需偏紧。

张宝慧

从业资格号：F0286636

投资咨询号：Z0010820

研究助理：董子勛

从业资格号：F03094002

焦炭则由于自身产能过剩，生产维持盈亏平衡，价格受原料煤成本推动，以跟随为主。

展望 2024 年，市场的价值重估已经完成。焦煤供给弹性下降，制约产量增幅，而需求端韧性有望维持。焦炭产能过剩局面难改，继续以成本定价。综合来看，焦煤焦炭全年供需或维持紧平衡状态，趋势性机会会有赖于需求能否趋势好转，但低库存下的季节性补库带来的节奏性机会依然值得期待。

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

## 一、行情回顾

### 1. 单边行情回顾

#### 1.1. 焦煤

2023 年是焦煤价值重估的一年，预期和预期差的交易为市场带来了大幅波动，使得焦煤成为黑色产业链中表现最亮眼的存在。

上半年，在进口供应大增和复苏证伪的双重压力下，焦煤供需预期过剩，产业链迅速出清焦煤库存，造成焦煤价格大幅下跌，向下锚定千元左右矿山成本；下半年，国内煤矿生产政策重心转变，需求端也展现出超预期地韧性，焦煤过剩预期证伪，加上前期下跌造成的超低库存提供了充足的向上弹性，焦煤价格趋势性走强。

图表 1：文华黑链指数



数据来源：文华财经

图表 2：焦煤加权



数据来源：文华财经

图表 3：焦炭加权



数据来源：文华财经

截至年底，炼焦煤中的优质骨架煤价格基本回到年初水平，配焦煤价格则稍显疲软，煤种间结构性问题凸显：优质主焦煤供需偏紧，而部分跨界煤种在电煤保供背景下，供需矛盾趋于缓解，全年价格重心切实下移。

图表 4：炼焦煤价格指数



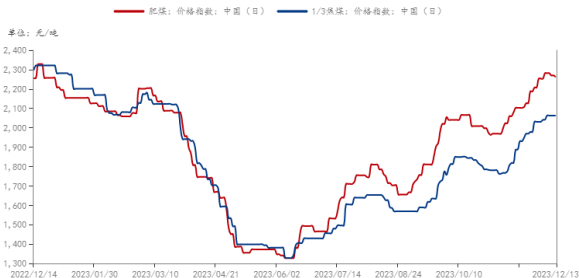
数据来源：钢联数据

图表 5：主焦煤价格指数



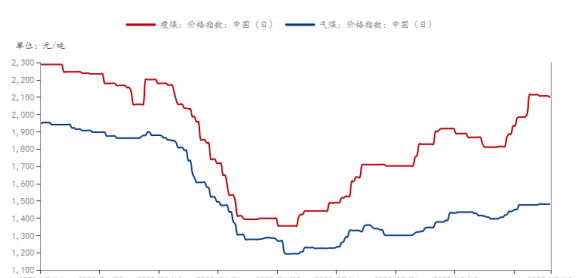
数据来源：钢联数据

图表 6：肥煤和 1/3 焦煤价格指数



数据来源：钢联数据

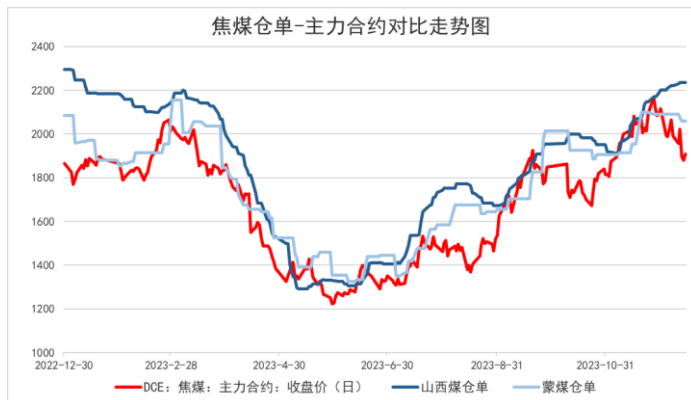
图表 7：瘦煤和气煤价格指数



数据来源：钢联数据

自 JM2304 合约以后，期货交割标准由蒙 5 主焦煤向山西中硫煤靠近，不过从实际仓单成本的计算上，沙河驿蒙 5 主焦煤依然是最合适的交割品，虽然运用蒙 3 主焦煤计算的仓单成本会更低，但蒙 3 主焦煤实际货源偏少，并不主流。盘面则倾向于在山西中硫煤和蒙 5 主焦煤仓单成本之间寻找合意的估值，当乐观时向上贴近山西煤，当悲观时向下寻找蒙古煤底部，6 月初 1200 附近低点正是过剩预期下的进口蒙煤成本。

图表 8：焦煤仓单-主力合约对比走势图



数据来源：钢联数据

## 1.2. 焦炭

上半年，市场交易焦煤成本坍塌，焦炭跟随下跌；下半年，市场重新回到提涨提降的节奏中，但受下游利润较弱影响，焦钢企业博弈加剧，提涨提降落地变得更加困难，持续性也大不如从前。

焦炭由于自身产能过剩，生产维持盈亏平衡，价格主要受成本推动，走势以跟随焦煤为主，10月份山西去4.3米焦炉政策曾短暂成为市场交易重心，政策出台当天盘面焦化利润迅速走扩，但在政策实际执行中并未出现市场预期的产能缺口，现实利润也没有明显改善，盘面利润走高后又快速回归。

图表 9：焦炭提涨提降情况

日期	轮次	幅度	累计幅度	下游接受	河钢一级焦	日钢准一级焦	炼焦煤价格指数	唐山蒙古主焦	吕梁准一出厂价	日钢仓单	集港成本仓单
2022/11/24	提涨1轮	100		下游接受	2660	2470	2122.2	2200	2360	2691	2788
2022/12/2	提涨2轮	100		下游接受	2760	2570	2177	2270	2460	2798	2895
2022/12/9	提涨3轮	100		下游接受	2860	2670	2257.3	2265	2560	2906	3003
2022/12/22	提涨4轮	100		下游接受	2960	2770	2294	2355	2660	3013	3110
2023/1/1	提降1轮	-100		下游接受	2860	2670	2275.7	2340	2560	2906	3003
2023/1/10	提降2轮	-100		下游接受	2760	2570	2230.5	2220	2460	2798	2895
2023/1/29	提降3轮	100		暂未落地	2760	2570	2181.7	2220	2460	2798	2895
2023/2/27	提涨1轮	100		暂未落地	2760	2570	2124.2	2210	2460	2798	2895
2023/4/1	提降1轮	-50		下游接受	2710	2480	1990.5	2100	2410	2702	2820
2023/4/10	提降2轮	-50		下游接受	2660	2430	1847.5	1930	2360	2648	2766
2023/4/17	提降3轮	-100		下游接受	2560	2330	1745.8	1910	2260	2540	2659
2023/4/23	提降4轮	-100		下游接受	2460	2230	1696.9	1900	2160	2433	2551
2023/4/28	提降5轮	-100		下游接受	2360	2130	1564.7	1780	2060	2325	2444
2023/5/5	提降6轮	-100		下游接受	2260	2030	1480.5	1780	1960	2218	2336
2023/5/10	提降7轮	-100		下游接受	2160	1930	1380.5	1690	1860	2110	2229
2023/5/18	提降8轮	-50		下游接受	2110	1880	1374.8	1645	1810	2057	2175
2023/5/26	提降9轮	-50		下游接受	2060	1830	1389.6	1715	1760	2003	2121
2023/6/1	提降10轮	-50		下游接受	2010	1780	1308.9	1610	1710	1949	2067
2023/7/7	提涨1轮	50		下游接受	2060	1830	1458.1	1605	1760	2003	2121
2023/7/18	提涨2轮	50		下游接受	2110	1880	1563.6	1730	1810	2057	2175
2023/7/28	提涨3轮	100		下游接受	2210	1980	1715.9	1820	1910	2164	2282
2023/8/3	提涨4轮	100		下游接受	2310	2080	1738.3	1840	2010	2272	2390
2023/8/7	提涨5轮	100		暂未落地	2310	2080	1749.5	1930	2010	2272	2390
2023/8/22	提涨1轮	-100		下游接受	2210	1980	1676.8	1890	1910	2164	2282
2023/9/20	提涨1轮	100		下游接受	2310	2080	1846.1	2080	2010	2272	2390
2023/9/27	提涨2轮	100		下游接受	2410	2180	1918.6	2270	2110	2379	2497
2023/10/11	提涨3轮	100		暂未接受	2410	2180	1936.5	2180	2110	2379	2497
2023/10/31	提降1轮	-100		下游接受	2310	2080	1890.6	2160	2010	2272	2390
2023/11/18	提涨1轮	100		下游接受	2410	2180	2016	2355	2110	2379	2497
2023/11/23	提涨2轮	100		下游接受	2510	2280	2067	2355	2210	2487	2605
2023/12/12	提涨3轮	100		下游接受	2610	2380	2166.3	2330	2310	2594	2712
2023/12/15	提涨4轮	100		暂未接受	2710	2480	2164.9	2315	2410	2702	2820

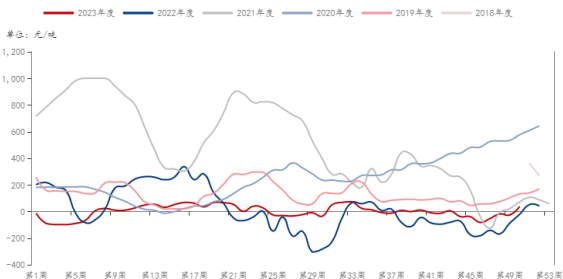
数据来源：钢联数据

图表 10：港口准一焦出库价



数据来源：钢联数据

图表 11：吨焦利润



数据来源：钢联数据

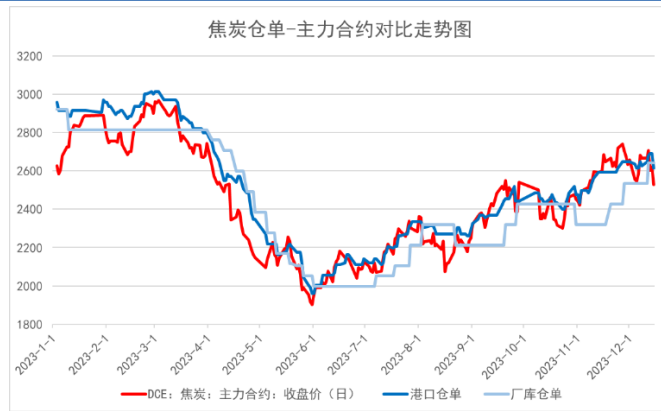
我们在 2023 年度报告中总结过 2022 年焦炭期货的几个特点，从 2023 年行情来看，市场交易格局并没有发生太大变化，几个特点依然适用，我们将 2023 年的一些变化纳入，重新编写如下：

(1) 焦化产能过剩格局未改，靠焦炭驱动的独立行情不复存在，双焦基本同涨同跌，行情难有分化，盘面利润维持低位。

(2) 受限仓和现货独特的价格机制影响，期货的价格发现功能充分，期现走势分化成为常事，具体表现在：①盘面领先现货 1-2 周，提降周期内盘面贴水带领现货下跌，提涨周期内盘面升水带领现货上涨；②期货先于现货出现拐点，最后一轮提涨/提降往往成为盘面拐头的信号，这其实可以作为我们判断市场拐点的依据，当盘面对提涨/提降消息没有反应，期货与现货走势出现劈叉时，或意味着市场拐点到来。

(3) 市场内卷程度加深，资金抢跑明显，加上现货提涨/提降落地困难，常常不等调价函正式公布，市场就会依照传闻进行反应，且反应幅度往往过度，出现超买/超卖现象，而后又在“超调”和“回归”中摇摆。

图表 12：焦炭仓单-主力合约对比走势图



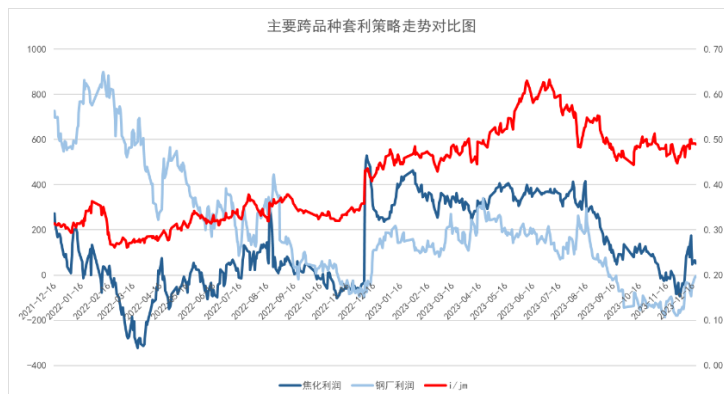
数据来源：钢联数据

## 2. 套利行情回顾

2023 年，主要跨品种套利机会集中在两方面：一是年初我们推荐的多碳空铁头寸，伴随上半年焦煤价格趋势性下行，走出了很不错的收益；二是做空冶炼环节利润，受钢厂和焦化厂产能过剩影响，加之行政性限产政策落地效果不佳，2023 年冶炼环节利润维持低位，全年趋势性做空收益较好。

跨月套利方面，受品种流动性限制，双焦期货的次主力合约表现不甚活跃，月间价差更多由主力合约单边波动决定，自身逻辑比较模糊。

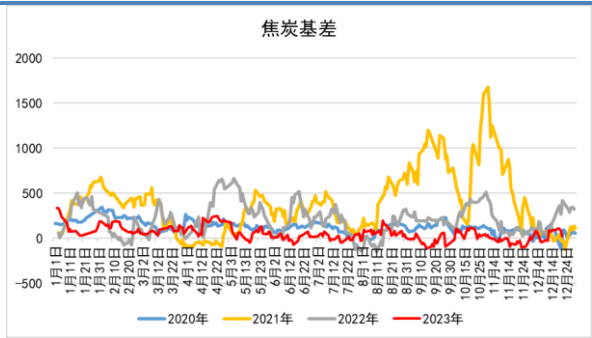
图表 13：主要跨品种套利策略走势对比图



数据来源：Wind

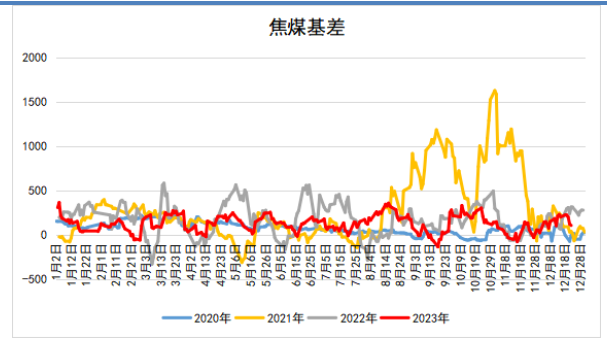
期现基差方面，焦煤基差波动处于往年正常水平，大部分时间在 0 轴上方，2023 年部分市场参与者用盘面主焦煤对现货配煤进行套期保值，受煤种间结构性问题影响，现货配煤价格上涨幅度难与期货相比，实际套保效果较差，2024 年煤种间结构性问题可能依然存在，相关头寸仍要谨慎；焦炭基差波动幅度则继续下降，在 0 轴附近运行，受焦炭盘面容易超调影响，期现机会较多，且现货相对标准，更易于操作。

图表 14：焦炭基差



数据来源：钢联数据

图表 15：焦煤基差



数据来源：钢联数据

## 二、需求端

煤焦需求端主要由国内高炉生产（内需）和焦炭出口需求（外需）两个部分组成，其中国内钢厂生产占主导地位，焦炭出口仅占总量 1.5-2%。

### 1. 国内高炉生产

近几年国内钢铁产能过剩，加上我们认为 2024 年行政性限产压力较小，预计国内钢厂将维持“以销定产”的状态，国内高炉生产不存在产能限制，铁水产量没有明显瓶颈，基本取决于钢材需求减去废钢的供应替代。

#### 1.1. 钢材需求：内需继续筑底，外需高位或有回落风险

##### （1）地产继续拖累，基建维持高增

2023 年 1-11 月，房地产投资同比下降 9.4%，地产投资继续处于偏弱状态，对应全年地产用钢需求负增长。

从分项数据来看，1-11 月商品房销售面积和销售额同比下降 8.0% 和 5.2%，商品房销售降幅持续扩大，意味着房企现金流仍待改善，对应房企拿地和新开工在未来一段时间企稳转正难度依然较大。

除了地产销售没有改善导致新开工继续走弱外，市场担心的另一个点在于，2024 年地产施工和竣工面积会出现较大规模地下滑。从过往经验来看，地产新开工通常领先竣工 3 年左右，这意味着 2024 年我们可能会面临竣工面积大幅下滑的风险，同时近两年地产保交楼持续推进，使得 2023 年地产竣工面积高增，大量存量项目进入竣工环节，预计会对 2024 年地产施工面积产生较大影响，进而导致地产用钢需求继续走弱。

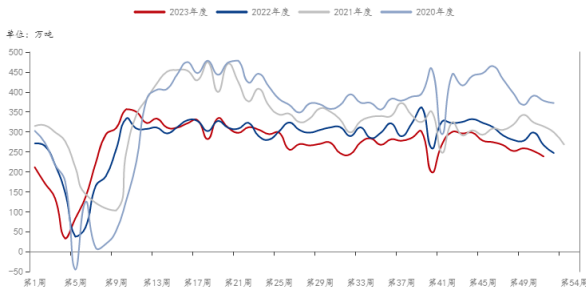
市场对建材需求的期待更多在基建上，2023 年 1-11 月基础设施投资累计同比增长 7.96%，显示政策逆周期调节工具正在发挥作用，以对冲地产下行带来的负面冲击。四季度基建相关刺激政策陆续释放，专项债加快发行使用、增发国债等措施有望带动基建投资维持高增，同时我们也要重点关注保障性住房建设、城中村改造、平急两用基础设施建设等



三大工程带来的新投资增量。

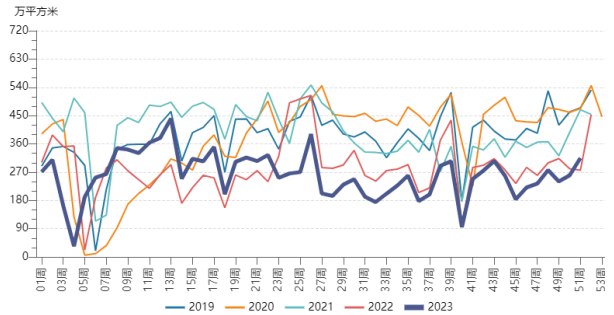
展望 2024 年，国内企业和居民资产负债表修复仍需时间，地产行业继续出清，存量项目的减少可能会使得地产用钢需求进一步下降，但是政策逆周期调节工具仍会发挥作用，三大工程有望带来新的投资增量。

图表 16：螺纹钢表观需求



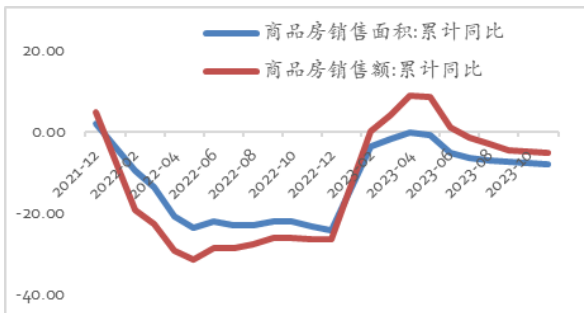
数据来源：钢联数据

图表 17：30 城商品房成交面积



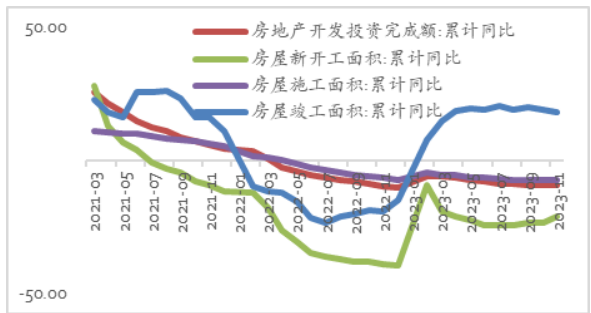
数据来源：Wind

图表 18：商品房销售持续走弱



数据来源：统计局

图表 19：地产投资分化



数据来源：统计局

## (2) 外需主导的出口和制造业需求维持高位，但边际走弱风险需要关注

2023 年钢材需求表现超预期，主要原因在于外需主导的直接出口和制造业需求（间接出口）大幅增长。

2023 年 1-11 月，我国出口钢材 8265.8 万吨，同比增长 35.6%，占总产量的 6.6%，而 1-11 月出口额累计 783.1 亿美元，同比降 8.1%，据此测算，1-11 月我国钢材出口均价为 947.4 美元/吨，同比下降 32.2%。钢材出口是今年产业最超预期的一个环节，全年维持高景气度，在“以价换量”的策略下，2023 年钢材出口有望突破 9000 万吨，同比增加逾 2200 万吨，大大分流了国内钢材的供给压力。

另一方面，伴随我国制造业转型升级，对外竞争优势凸显，1-11 月我国汽车、家电、船舶等行业均维持正增长，对外出口大幅增加，对制造业用钢需求形成支撑。

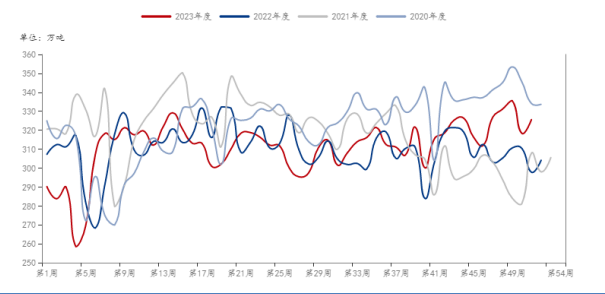
展望 2024 年，我国制造业优势依然存在，能源带来的低成本优势也不会轻易消失，加上海外需求有回暖预期，预计制造业用钢和直接出口仍有望维持高位，但需要关注政策或者市场变化可能对外需带来影响，一是海外钢铁产能投产增加，市场竞争加剧，二是全球央行紧缩周期接近尾声，人民币汇率有望企稳，对出口的促进作用减弱，三是海外大选年政治环境复杂，“双反”调查等因素可能会对我国出口产生影响。

图表 20：1-11 月中国制造业主要产品产量和出口情况

1-11月中国制造业主要产品产量和出口情况				
	产量	同比	出口	同比
汽车	2666.1	6.80%	476	59.80%
家电				
空调	22334.1	12.60%	4437	3.80%
冰箱	8815.4	14.50%	6138	19.40%
洗衣机	9535.8	20.00%	2642	40.40%
彩电	17650.9	-1.30%	9090	7.60%
挖掘机	213850	-25.10%		
造船完工	3809	12.30%		

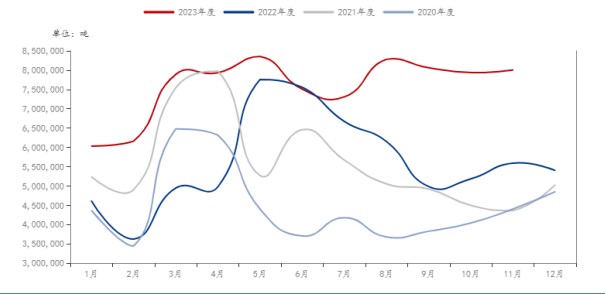
数据来源：统计局、海关总署

图表 21：热轧卷板表观需求



数据来源：钢联数据

图表 22：钢材出口数量



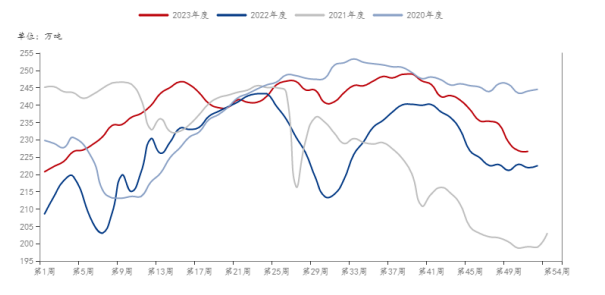
数据来源：海关总署

1.2. 铁水产量：铁水产量易增难减，负反馈压力难以向炉料传导

据 Mysteel 数据显示，1-11 月全国 247 家钢厂累计铁水产量 80210 万吨，同比增长 5.38%，较去年同期的 76113 万吨增加 4097 万吨。高铁水维持支撑了炉料需求，一是前文提到过的出口和制造业需求超预期增长，二是废钢的替代作用不及预期，2023 年度废钢供应修复偏慢，高炉通过成本优势挤出电炉，三是钢铁产业“产能过剩+集中度低”，市场内卷严重，铁水产量易增难减，负反馈压力难以向炉料传导。

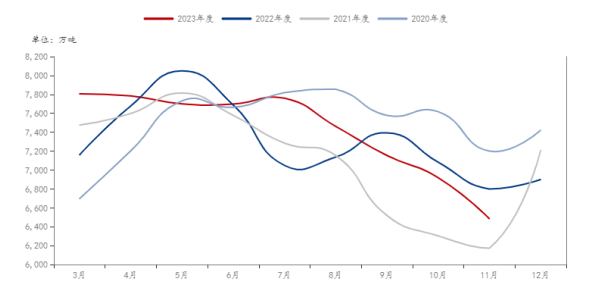
世界钢协预计 2024 年全球钢材需求增长 1.9%，中国需求同比持平，结合废钢供需偏紧的状态，我们预计 2024 年铁水产量与 2023 年基本持平，同比增长 0-1% 左右。

图表 23：247 家钢厂铁水日均产量



数据来源：钢联数据

图表 24：统计局生铁产量



数据来源：统计局

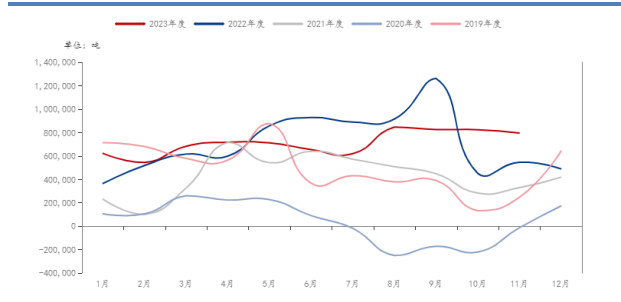


2. 焦炭出口

2023 年 1-11 月，我国焦炭净出口数量为 784 万吨，基本与去年持平，主要出口对象为印尼和印度。我国焦炭市场以自产自销为主，出口量仅占总产量的 1.79%，对市场走势影响有限，但有时也会对港口贸易市场产生边际影响。

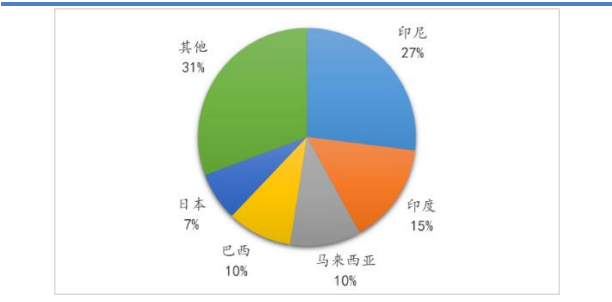
据 Mysteel 调研统计，目前海外新增焦化项目产能约 3000 万吨，其中一半以上在印尼，在海外新增焦化项目的影响下，未来出口订单竞争可能会更加激烈，但短期内，考虑到海外炼焦煤资源持续短缺，新增焦化产能对我国焦炭出口订单的分流作用可能还相对有限，预计 2024 年我国焦炭出口稳中略降。

图表 25：焦炭净出口数量



数据来源：海关总署

图表 26：1-11 月焦炭出口主要国家占比



数据来源：海关总署

三、供给端

1. 焦煤供给

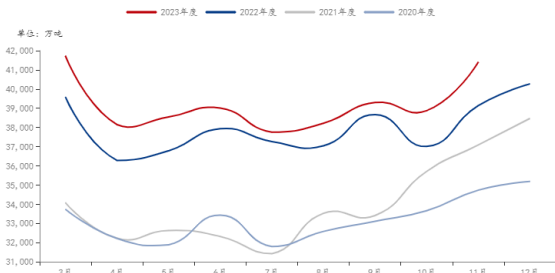
1.1. 国内供给：保供转向保安全，内煤供给有掣肘

2021 年以来，能源安全问题上上升到政策层面，国内政策首要保障煤炭安全稳定供应，以产能核增、表外产能合法化等为主，煤炭供给维持高增。但长期高供给并非毫无代价，2023 年山西、陕西和内蒙等地煤炭主产区矿难多发频发，截至 11 月 18 日，仅山西省就发生了多达 87 起煤矿事故，遇难 100 人，安全生产形势严峻。

在此背景下，中办、国办于 9 月 6 日印发《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，这是新中国成立以来第一个经党中央、国务院同意印发的矿山安全生产领域纲领性文件，充分体现党中央对矿山安全生产工作的高度重视，各地相继开展了严格的煤矿安全生产检查行动。

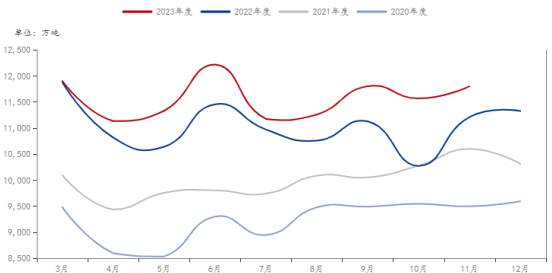
2023 年 1-11 月，全国累计原煤产量 423877 万吨，同比增长 2.9%，其中山西原煤产量 124609.9 万吨，占比 29.39%。伴随产地安全检查形势逐渐严格，6 月以后山西原煤产量出现了明显下降，11 月山西原煤日均产量为 393.32 万吨，较 6 月高点 407.17 万吨下降了 13.85 万吨。

图表 27：全国原煤产量



数据来源：统计局

图表 28：山西原煤产量



数据来源：统计局

虽然全国原煤产量继续维持正增长，但国内煤炭生产依然浮现了不少结构性问题：一是大矿洗选率进一步下降，据中国煤炭工业协会数据显示，2023 年大型煤矿企业原煤与洗精煤产量增速出现较大劈叉，洗精煤产量占比明显下降；二是主焦煤供需偏紧，受资源禀赋稀缺影响，近几年主焦煤新增产能有限，发改委 2011 年以来批复矿井 185 座、产能 93560 万吨/年，其中炼焦煤矿井 33 座，产能 11710 万吨/年，占比仅分别为 17.84%、12.52%。

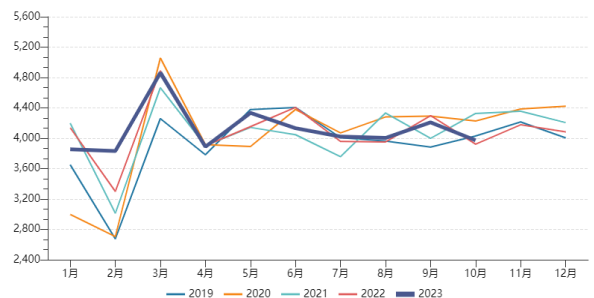
1-10 月全国炼焦精煤产量 41112 万吨，同比增长 0.48%，较去年同期仅增长 196 万吨，远低于前几年的增长水平，再考虑到近几年主焦煤产能增量有限，同时焦煤主产区内蒙古乌海自年初事故后仍有多数处在停产状态，2023 年主焦煤产量折算成精煤甚至可能是负增长，也对应了主焦煤结构性短缺的状态。

图表 29：大型煤企原煤和洗精煤产量对比



数据来源：中国煤炭工业协会

图表 30：国内炼焦精煤产量



数据来源：Wind

展望 2024 年，国内煤矿安全生产政策预计会延续，山西省矿山安全生产帮扶指导工作将持续至 5 月底，期间仍会对地方生产造成阶段性扰动，或导致一季度炼焦煤产量同比继续下滑，预计全年国内炼焦煤产量难有增量，基本与 2023 年持平，同时结构性问题依然存在，主焦煤呈短缺状态。

## 1.2. 进口供给：进口增量仍有赖于蒙煤

据海关总署数据显示，2023 年 1-11 月中国累积进口炼焦煤总量为 9063.22 万吨，同比增长 57.97%，主要来自蒙古国和俄罗斯，两者占比共接近八成，其后依次是加拿大、美国、印尼、澳大利亚，占比分别为 52.3%、26.27%、7.6%、6.07%、3.67%、2.52%。

除加拿大外，1-11 月我国自主要进口国进口炼焦煤数量都高于 2022 年同期，其中增长幅度最大的是蒙古国，同比增长 119.43%，增长 2280.02 万吨，预计 2023 年全年我国蒙煤进口量将达到 5200 万吨，炼焦煤进口量达到 9700 万吨。

图表 31：1-11 月中国进口炼焦煤数量（分国别）

1-11月中国进口炼焦煤数量				
	2023年	占比	2022年	同比
蒙古国	4740.29	52.30%	2160.27	119.43%
俄罗斯	2381.06	26.27%	1933.05	23.18%
加拿大	689.22	7.60%	759.23	-9.22%
美国	549.79	6.07%	420.71	30.68%
澳大利亚	228.37	2.52%	216.97	5.25%
印尼	332.17	3.67%	196.06	69.43%
其他	142.32	1.57%	51.06	178.72%
国别合计	9063.22	100.00%	5737.36	57.97%

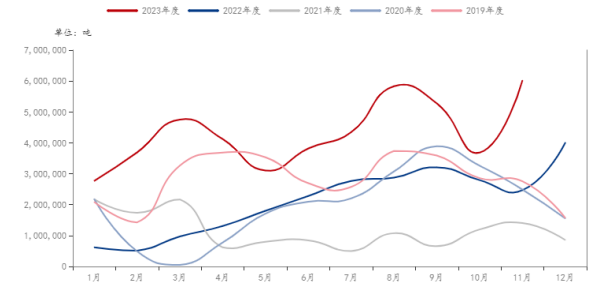
数据来源：海关总署

图表 32：炼焦煤进口数量



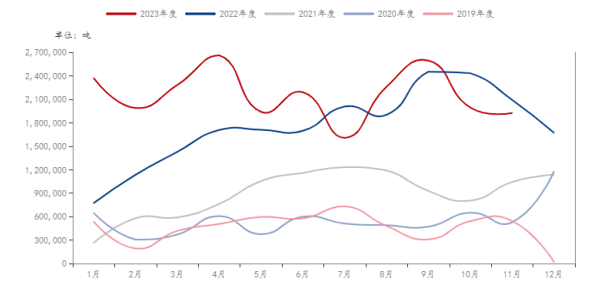
数据来源：海关总署

图表 33：蒙古国炼焦煤进口数量



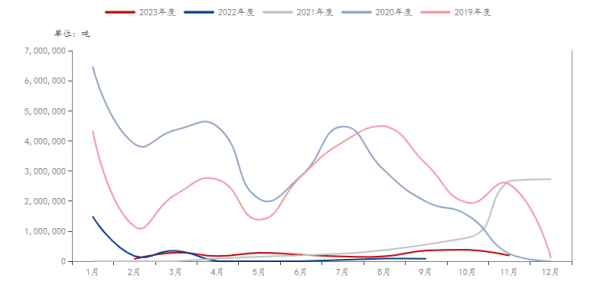
数据来源：海关总署

图表 34：俄罗斯炼焦煤进口数量



数据来源：海关总署

图表 35：澳大利亚炼焦煤进口数量



数据来源：海关总署

(1) 蒙煤仍有增量

近几年我国进口炼焦煤结构发生重大变化，蒙煤维持高增，1-11 月我国自蒙古国进口炼焦煤达到 4740.29 万吨，占进口总数量 52.30%，且多为优质主焦煤，这在一定程度上弥补了我国主焦煤供需的部分缺口。

目前，我国自蒙古国进口煤炭主要依靠公路汽运，主要的蒙古焦煤通关口岸有 3 个，分别是甘其毛都-嘎顺苏海图口岸、策克-西伯库伦口岸和满都拉-杭吉口岸，其中甘其毛都口岸是中蒙煤炭贸易运输量最大的公路口岸，通关量占我国进口蒙古国炼焦煤总数量的 2/3。

在中蒙口岸基础设施不断优化完善的背景下，各口岸汽运通关效率持续提升，2023 年甘其毛都口岸日均通关车辆接近千车，日均通关量达到 11.9 万吨，为蒙煤进口创历史新高打下了坚实基础。

图表 36：1-11 月三大口岸炼焦煤通关情况

口岸	1-11月通关量（万吨）	进口煤种结构
甘其毛都-嘎顺苏海图	3133	以主焦煤为主，其中蒙5占90%左右
策克-西伯库伦	1151	以动力煤为主，炼焦煤仅占通关总数的20-30%
满都拉-杭吉	381	以焦煤和气煤为主，伴有少量动力煤

数据来源：钢联数据

至于备受瞩目的中蒙铁路，由于建设工期等问题，暂无法对进口总量产生太大影响，其中嘎顺苏海图-甘其毛都跨境铁路计划于 2024 年 3 月开工，年内实现通关的可能性不大，而本来计划在 2023 年 11 月完工的西伯库伦-策克口岸铁路也依旧处于搁浅状态，这使得 2024 年汽运通关瓶颈依然存在，但随着各口岸基础设施不断优化，蒙煤通关效率仍有望进一步提升。

展望 2024 年，在蒙煤低成本优势和蒙古国财政高度依赖对我国煤炭出口的背景下，预计各口岸基础设施持续优化仍将进一步带动蒙煤通关效率提升，蒙煤进口规模扩大仍是未来一段时间的主要趋势，全年预期蒙煤增量 500-1000 万吨，总量有望达到 6000 万吨。

(2) 海运煤保持稳定

俄煤方面，受地缘政治事件持续影响，2023 年俄罗斯煤出口继续转向亚洲市场，1-11 月我国自俄罗斯进口炼焦煤 2381.06 万吨，同比增长 23.18%，以炼焦配煤为主。2023 年 10 月 1 日起，俄罗斯对大量商品实施弹性出口关税，税率与卢布汇率挂钩，俄煤进口成本抬升，但即使如此，俄煤进口窗口依然是打开的，对进口总量影响有限。

澳煤方面，虽然自 2023 年 2 月以来，国内对于澳煤的禁令已经解除，但受进口利润持续倒挂影响，1-11 月我国自澳大利亚进口炼焦煤数量仅 228 万吨，远低于年初的预期。澳煤难进的根本原因，是近几年印度粗钢产量增长较快，同时其国内炼焦煤资源匮乏，对澳煤的采购积极性较高，持续分流了我国的澳煤进口量。

其余海运煤方面，1-11 月我国自加拿大和美国进口炼焦煤数量分别为 689.22 万吨和 549.79 万吨，同比-9.22%和 30.68%，主要跟随进口利润波动。

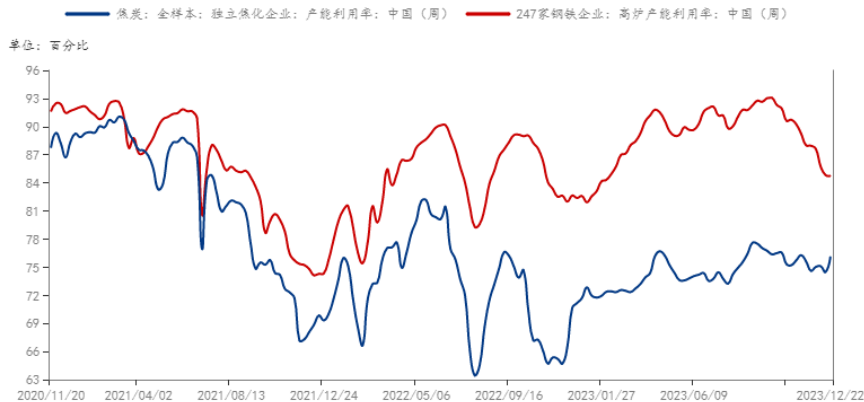
展望 2024 年，受近几年海外矿山新建焦煤产能偏少影响，全年海运炼焦煤增量或有限，而印度高炉产能还在逐步释放，全年粗钢产量有望增长 1000+万吨，仍然会持续分流我国海运炼焦煤进口量，预计全年我国海运煤进口量保持稳定，甚至略有下降。

2. 焦炭供给

近两年焦化产能整体过剩，据 Mysteel 数据显示，2023 年吨焦利润基本在盈亏平衡线附近徘徊，焦化产能利用率维持在 80%以下，较前几年明显下降，也远低于高炉产能利用率。10 月份虽有山西去 4.3 米焦炉政策严格落地，但实际影响有限，市场也只交易一天就到头了，后续也没有观察到焦化产能紧张状况，这次事件冲击再次证明了我国焦化产能过剩态势难以改变。

展望 2024 年，焦化产能大概率维持过剩状态，据 Mysteel 统计，全年预计淘汰焦化产能 1585 万吨，新增 2563 万吨，净新增 978 万吨，过剩状态下产能继续净新增，意味着产能依然不是制约焦炭产量释放的主要因素，焦企开工率可能会继续下滑，焦化利润或维持低位。

图表 37：独立焦化厂和钢厂产能利用率对比



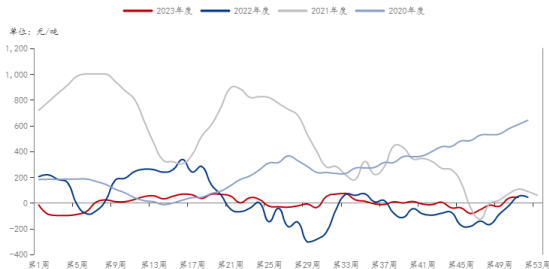
数据来源：钢联数据

图表 38：焦炭日均产量



数据来源：钢联数据

图表 39：吨焦利润



数据来源：钢联数据

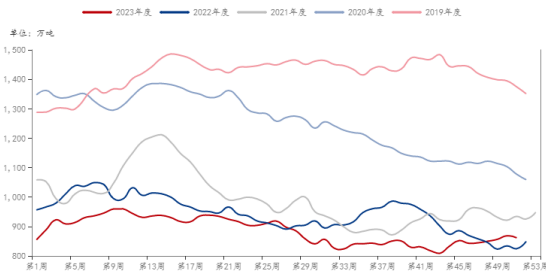
四、库存端

2023 年，产业维持低库存运行模式，双焦库存处于近五年来绝对低位，截至 2023 年 12 月 22 日，炼焦煤总库存 2432.18 万吨（同比减少 91.42 万吨），焦炭总库存 861.81（同比增加 37.38 万吨）。

虽然从绝对值来看，双焦库存维持低位，下游对未来需求预期仍然悲观，不愿主动做库存，但从趋势上看，近两年的产业主动去库似乎已经接近尾声，2024 年库存均值继续下降空间或有限。不过，未来双焦库存的回补依然要取决于下游的实际利润以及订单情况，在利润和订单没有明显改善前，下游的补库空间可能也会比较有限。

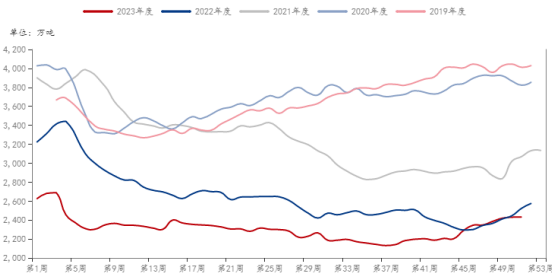
从交易的角度看，我们暂时没有办法判断 2024 年需求的趋势性改善是否会发生，因此没有办法单纯依据低库存来给出做多的建议，但在一些重要的季节性补库节点上，我们依然可以把握住低库存赋予品种的向上弹性。

图表 40：焦炭总库存



数据来源：钢联数据

图表 41：炼焦煤总库存



数据来源：钢联数据

## 五、总结

**需求端：**一方面是地产存量项目收缩使得地产用钢需求可能继续下滑，但基建高增有望起托举作用，另一方面是海外需求预期回暖，强外需带动高出口有望持续，但海外钢铁产能投复产和大选年复杂的外部环境使得钢材出口面临很大不确定性。2024 年钢材需求趋势性暂不明朗，我们初步判断全年铁水产量同比增长 0-1%。

**供给端：**2023 年我国进口炼焦煤数量同比大增，但受国内资源禀赋制约，结构性问题凸显，主焦煤呈现短缺状态。我们预计 2024 年炼焦煤供给增量有限，其中内煤和海运煤基本维持稳定，蒙煤同比增长 500-1000 万吨，且随着焦炉大型化对原料煤要求提高，优质主焦煤结构性问题仍然存在。同时，焦炭产能继续过剩，生产维持盈亏平衡。

**库存端：**预计 2024 年产业继续维持低库存运行，库存均值下降空间有限，主动去库或暂告一段，但大的补库周期启动仍需等待需求明显改善，在此之前，下游的库存回补空间可能也有限。

**整体来看：**2024 年焦煤供给端增量有限，需求端韧性虽强，但能否趋势性向好存在很大不确定性，同时焦炭产能过剩局面难改，双焦供需矛盾预计不大，主焦煤延续紧平衡状态。估值角度看，倾向于焦煤底部已经在 2023 年 6 月探明，向下空间有限，但向上空间还要取决于全球需求能否趋势性好转，建议重点把握低库存背景下产业季节性补库带来的做多机会。



## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

