

供应难增，需求以待



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

焦煤/焦炭: 震荡

报告日期:

2023 年 12 月 26 日

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: 8621-63325888-1596

Email: xintong.wang@orientfutures.com

★焦煤: 供应释放有限，库存维持低位

供应方面，国产端释放有限，在今年煤矿事故频发影响下，明年安全生产为主基调，因此明年产量同比增幅有限，同时需要关注煤矿安全检查和主焦煤紧缺问题。进口方面，2024 年焦煤进口或继续增量。其中蒙煤随着关口通关设施的不断优化，进口或维持高位，预计 2024 年蒙煤进口将在 5400-5800 万吨左右。但关口竞拍和运输依然会对蒙煤进口产生影响。澳煤进口或小幅增量至 600 万吨左右。俄煤由于运输制约同时分流部分至印度，进口量有所下降，美加进口量变化不大。整体明年进口小幅增量。需求方面，我们认为 2024 年由于财政发力的支撑，国内终端需求预计将有近 1% 的正增速。

★焦炭: 产能过剩格局难改，焦化利润维持低位

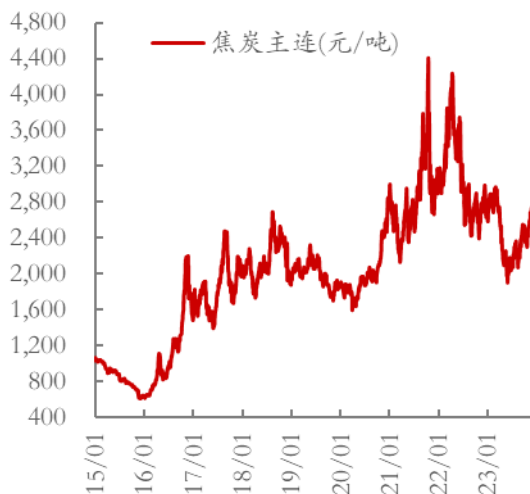
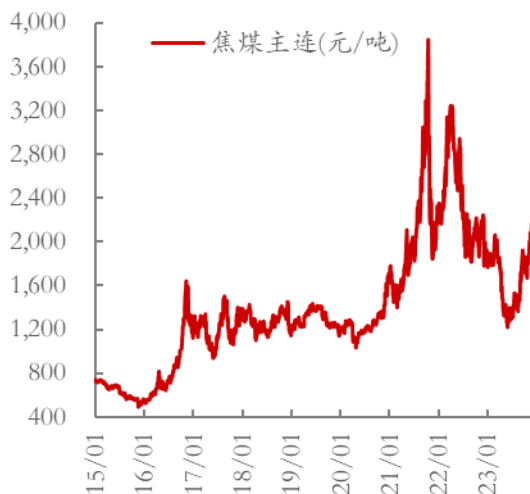
供应方面，今年山西虽退出了 4.3 米焦炉产能，但目前整体产能仍然过剩，因此焦化利润难以维持。明年来看，焦炭利润依然处于低位，尤其预期焦煤价格或有上行，焦化利润更难维持。需求方面，在地产降幅收窄、制造业弱稳、基建托底支撑下，国内需求仍有增量。出口方面在海外焦化产能增量影响下或继续下滑。在需求小幅抬升同时焦煤价格上涨预期下，焦炭整体价格重心上移，2024 年焦炭期价重心运行的主要区间在 2100-3100 元/吨。需关注后期对于内蒙、陕西等地 4.3 米焦炉退出的情况。

★2024 年双焦市场交易逻辑

焦煤由于需求小幅抬升但供应增量有限，因此焦煤价格底部或有抬升，价格重心上移，同时明年现货价格主焦和配焦煤价格分化将继续拉大。我们认为 2024 年焦煤期价重心运行的主要区间在 1600-2400 元/吨。投资节奏，受宏观预期和基本面影响，明年焦煤或先呈偏强走势为主，上半年煤矿安全检查依旧供应偏紧，铁水也有复产空间，同时基建恢复，市场有一定正反馈的驱动。至下半年，进入需求待验证阶段，波动或加剧。同时全年需要注意供应端煤矿安全检查的扰动，以及废钢供应对铁水的补充。

★风险提示:

双焦价格趋势下行风险在于需求端超预期下行，以及政策变化。



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. 2023 年煤焦市场回顾.....	5
2.焦煤：供应增量有限，库存维持低位.....	8
2.1 国产端释放有限.....	8
2.2 明年进口仍有增量，但增幅有限	10
2.2.1 运输上限及定价机制限制，蒙煤预计增 400 万吨.....	10
2.2.2 澳煤供应增量有限，预计进口小幅增 200-400 万吨.....	13
2.2.3 印度需求支撑海外焦煤市场	15
2.2.4 俄煤受运输和本国需求增加，预计进口下降 200-400 万吨.....	17
2.3 下游低库存维持，价格弹性较大.....	18
2.4 焦煤供需总结及平衡表.....	19
3.焦炭：产能过剩，利润低位.....	20
3.1 产能过剩格局难改，焦化利润维持低位	20
3.2 下游库存低位.....	22
3.3 需求仍有增量但增速放缓，出口持续下降	22
3.4 焦炭供需总结及平衡表.....	23
4.风险提示	24

图表目录

图表 1: 炼焦煤现货价格	5
图表 2: 焦煤主力合约价格	5
图表 3: 焦煤基差	6
图表 4: 焦煤月差	6
图表 5: 焦炭现货价格	7
图表 6: 焦炭主力合约价格	7
图表 7: 焦炭基差	7
图表 8: 焦炭月差	7
图表 9: 中国炼焦煤产量	8
图表 10: 山西炼焦煤产量	8
图表 11: 国内炼焦煤开工率	9
图表 12: 山西炼焦煤开工率	9
图表 13: 我国炼焦煤进口量	10
图表 14: 我国主要炼焦煤进口国占比	10
图表 15: 蒙古焦煤进口量	11
图表 16: 蒙古焦煤进口量季节性	11
图表 17: 甘其毛都通关车辆数	11
图表 18: 主要口岸煤炭通关量	11
图表 19: 蒙煤三大主要口岸通关车辆数 (单位: 车)	12
图表 20: 澳洲炼焦煤进口量	13
图表 21: 澳洲炼焦煤进口当月值	13
图表 22: 澳洲炼焦煤出口量	14
图表 23: 澳洲炼焦煤主要出口国 (海运数据)	14
图表 24: 澳大利亚主要矿山炼焦煤计划产量	15
图表 25: 印度生铁产量	16
图表 26: 印度焦煤产量	16
图表 27: 澳洲至印度海运煤量	16
图表 28: 印度焦煤进口国占比	16
图表 29: 俄罗斯炼焦煤进口量	17
图表 30: 俄罗斯炼焦煤至印度	17
图表 31: 煤矿焦煤库存	18
图表 32: 钢厂炼焦煤库存	18
图表 33: 洗煤厂焦煤库存	19
图表 34: 焦煤总库存	19

图表 35：2024 焦煤供需平衡表（单位：万吨）	20
图表 36：全国焦炉产能分布 （万吨）	21
表 37：2023 年焦化淘汰情况（万吨）	21
图表 38：全样本独立焦企开工率.....	21
图表 39：焦化利润	21
图表 40：钢厂焦炭库存.....	22
图表 41：钢厂焦炭可用天数.....	22
图表 42：海外新建焦化项目情况（单位：万吨）	23
图表 43：2024 焦炭供需平衡表（单位：万吨）	24

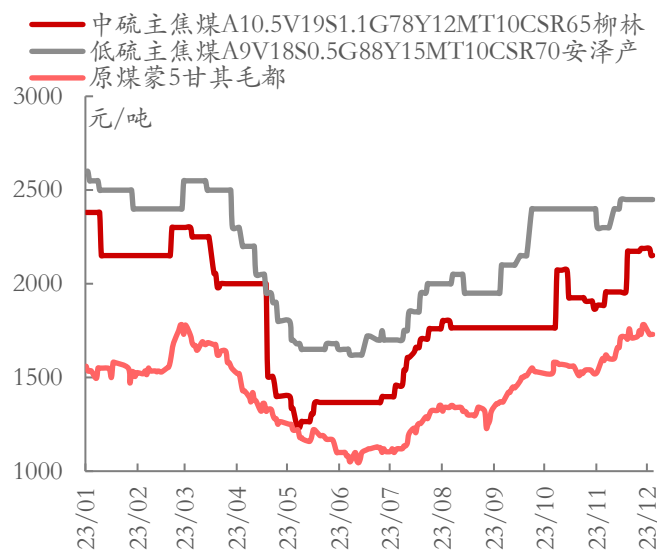
1. 2023 年煤焦市场回顾

回顾 2023 年，双焦还是走在了预期之外，尤其是下半年的上涨，让我们重新审视了双焦的供需格局。

整体来看，焦煤今年呈先抑后扬走势。2023 年上半年国内经济缓慢复苏，整体需求不及预期，同时粗钢平控传言高悬，加之焦煤供应宽松，双焦市场持续下行。二季度双焦盘面大幅下行。二季度下行除了基本面的因素外，也有预期的叠加。基本面来看，上半年焦煤国产供应稳定，焦炭产能过剩，国产端供应偏宽松。进口方面，澳煤放开进口，加之蒙煤通关成倍增加，因此双焦处于供应宽松阶段。但同时需求却没有明显好转，房地产仍处于同比下滑趋势，加之钢材价格下滑钢厂利润低位，因此原料价格跟随下行。

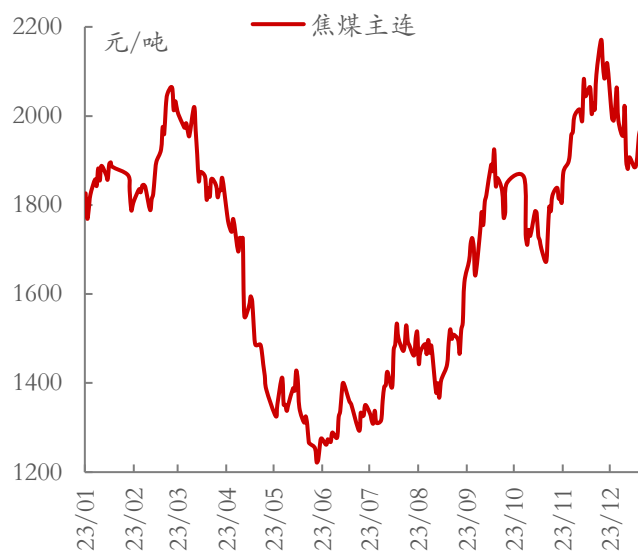
至 2023 年下半年，矿难频出供应收缩，同时铁水持续高位，叠加粗钢平控预期打破后的释放，焦煤价格持续上行。具体来看，上半年在保供政策下，煤矿开工率较高，煤企为完成保供任务积极生产。但高开工也会造成部分煤矿安全隐患，所以三季度主产地煤矿事故频发，使得焦煤供应大幅下降，尤其主焦煤供应，加之铁水一直处于高位，季节性下降幅度不明显，造成焦煤价格上涨。

图表 1：炼焦煤现货价格

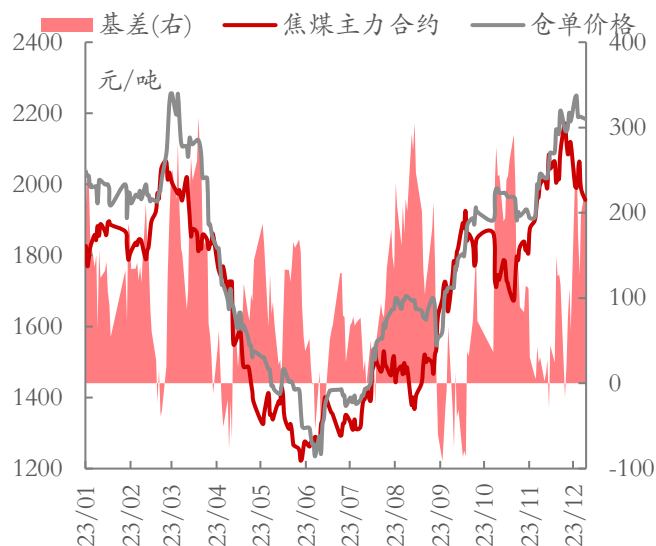


资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

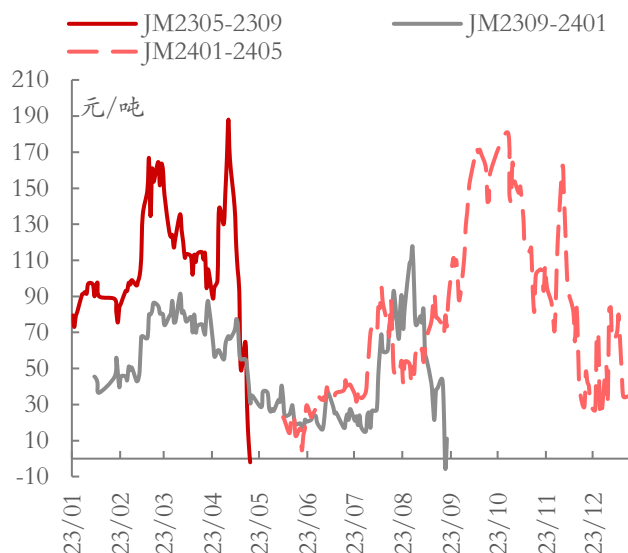
图表 2：焦煤主力合约价格



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：焦煤基差


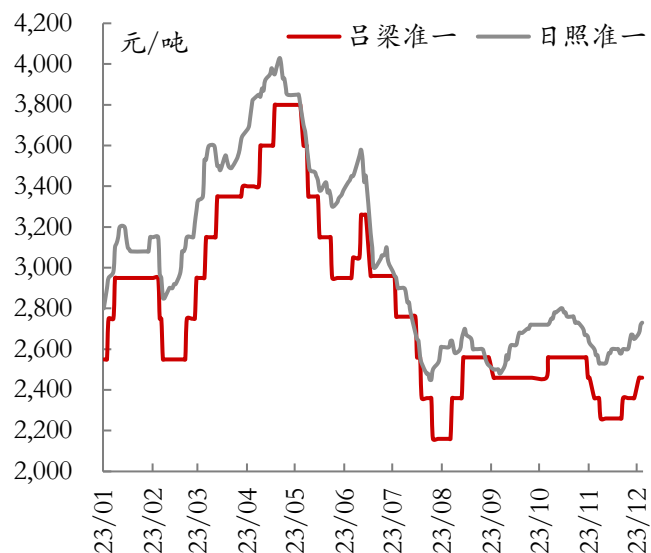
资料来源：Mysteel, Wind, 东证衍生品研究院

图表 4：焦煤月差


资料来源：Wind, 东证衍生品研究院

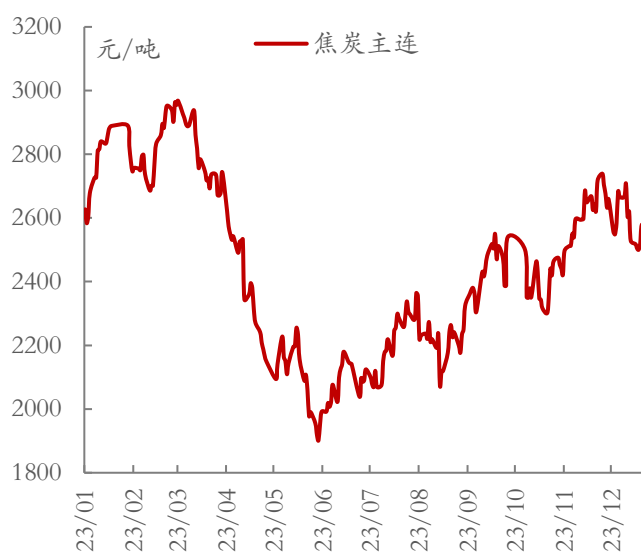
焦炭方面，今年在产能持续过剩的情况下，焦炭基本没有自身逻辑引导的行情，价格跟随焦煤也就是成本价格波动。今年四季度山西共退出近 2000 万吨 4.3 米以下焦化产能，但由于焦炭产能过剩严重，而山西退出产能不足总产能的 5%，所以并未对市场产生较大影响，因此焦化利润持续低位，波动率下降。

图表 5：焦炭现货价格



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 6：焦炭主力合约价格



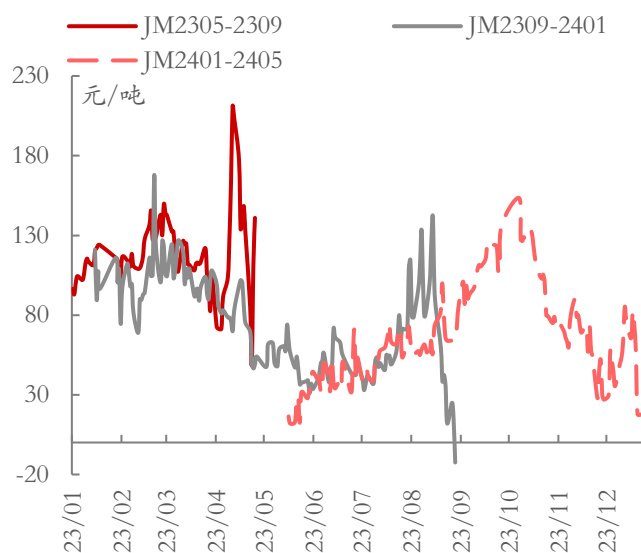
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：焦炭基差



资料来源：Mysteel，Wind，东证衍生品研究院

图表 8：焦炭月差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.焦煤：供应增量有限，库存维持低位

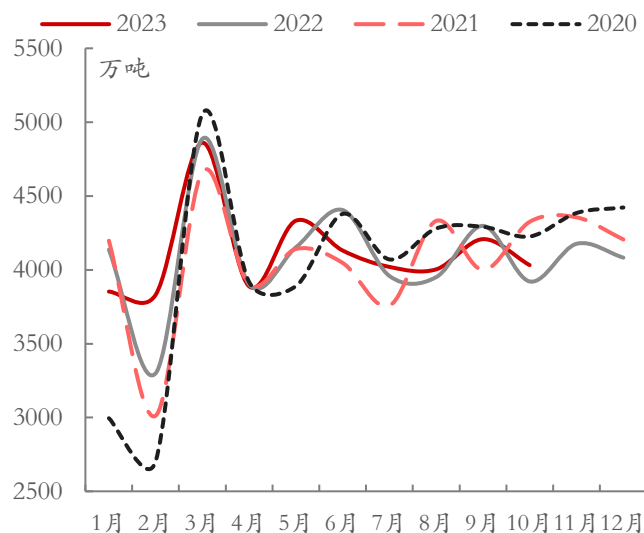
2.1 国产端释放有限

2023 年焦煤国产供应上半年和下半年侧重各有不同，可以概括为“保生产”和“稳安全”。从上半年来看，在去年延续至今的煤炭保供政策下，主要任务为完成产量目标。各煤炭企业为了完成全年保供指标，持续维持高开工，因此看到一些供应端的扰动因素对焦煤的生产影响逐渐减小。同时上半年焦煤价格下滑，因此在市场对未来需求预期不明情况下，担心后续价格继续下滑，部分民营煤矿在当时利润维持较高产量来获得现金流，以免后续煤价下滑后利润收缩。

煤矿生产向来产量和安全像跷跷板，在上半年高产量的背景下，就为煤矿安全埋下了一定隐患。因此在今年三季度，主产地煤矿事故频发，安全检查力度加严，故而煤矿开工率逐渐下滑，并且安全检查情况或延续至明年。从统计局数据来看，截止 2023 年 10 月，我国原煤累计产量 38 亿吨，同比增加 3.1%；炼焦精煤累计产量 4.1 亿吨，同比增加 0.63%。

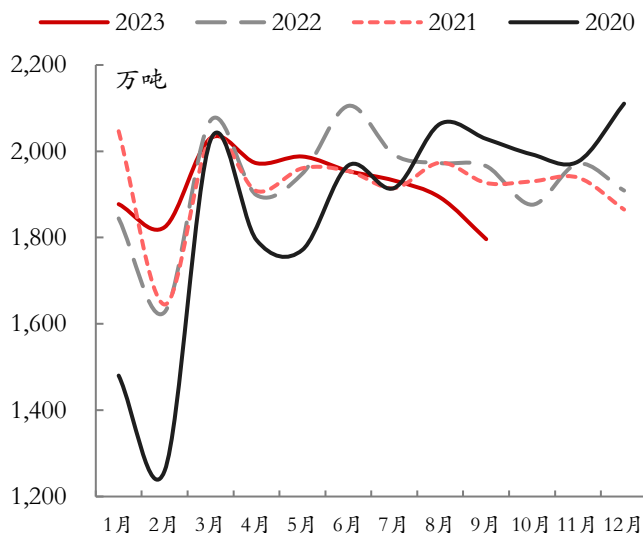
分地区来看，近几年随着部分煤矿的整改，包括部分落后危险产能的退出，其他地区的焦煤产能逐渐减少，焦煤供应逐渐向山西地区集中。因此山西地区焦煤产量的增减将会直接影响国内焦煤供应量。因此看到今年 8、9 月份和 11 月份，山西地区出现煤矿事故后，焦煤供应大幅收缩，尤其是主焦煤供应。

图表 9：中国炼焦煤产量



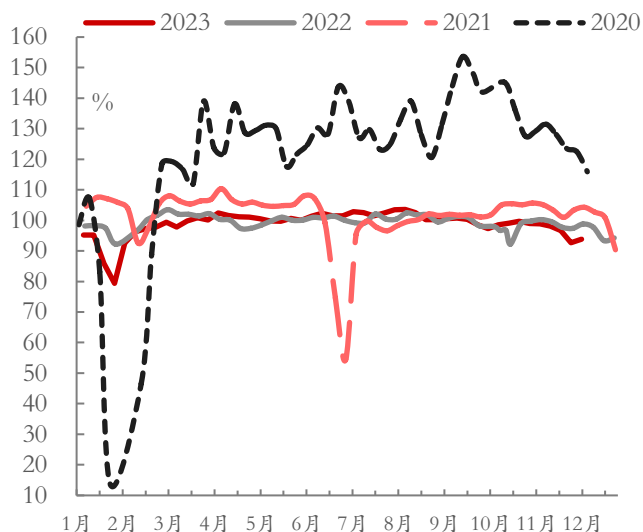
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：山西炼焦煤产量



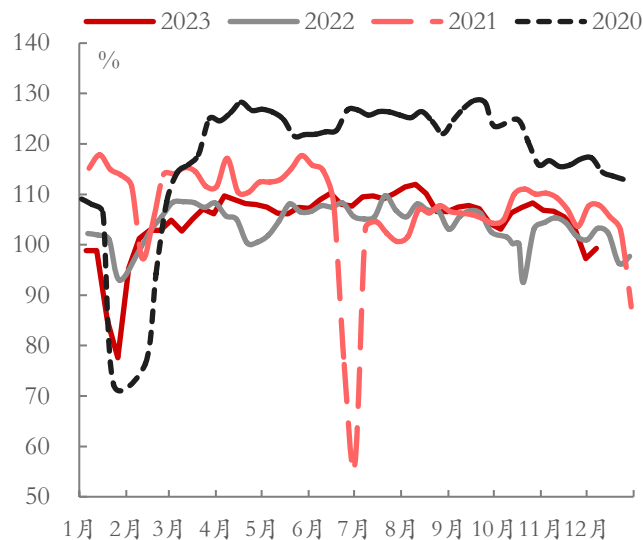
资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

图表 11: 国内炼焦煤矿开工率



资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

图表 12: 山西炼焦煤矿开工率



资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

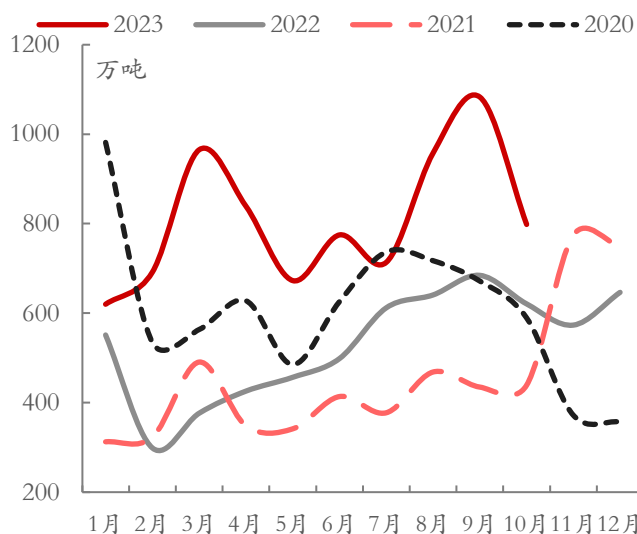
2024 年来看，产能方面，国内释放有限。据统计 2024 年国内焦煤产能计划增量约 1600 万吨左右，同时退出产能 220 万吨左右，且新增产能多集中在新疆、黑龙江、陕西等区域，因此新增的主焦煤非常有限。在产能增加有限的情况下，产量主要看开工率，今年在煤炭保供政策背景下，除了受煤矿事故影响较大的区段，煤矿基本开工满产，因此明年产量同比增幅有限。

明年产量变动依然需要注意两方面的扰动。一方面，今年以来随着煤炭供应紧张的情况逐渐缓解，保证任务压力减小，安全生产将再度加严。今年 11 月煤矿事故后，国务院安委办下发文件对山西省矿山安全生产帮扶指导，此工作为期 6 个月，持续时至 2024 年 5 月，共经历进驻、督导检查、集中帮扶、回头看等工作，因此明年煤矿安全生产将作为重要工作。另一方面，主焦煤资源持续收缩，尤其是高强主焦煤资源，随着煤矿开采的逐渐深入，部分易开采煤矿资源逐渐减少，因此不同煤种指标也发生了变化，就今年以来焦煤灰分越来越高，优质煤资源减少，焦煤选洗率也在逐年下降。

2.2 明年进口仍有增量，但增幅有限

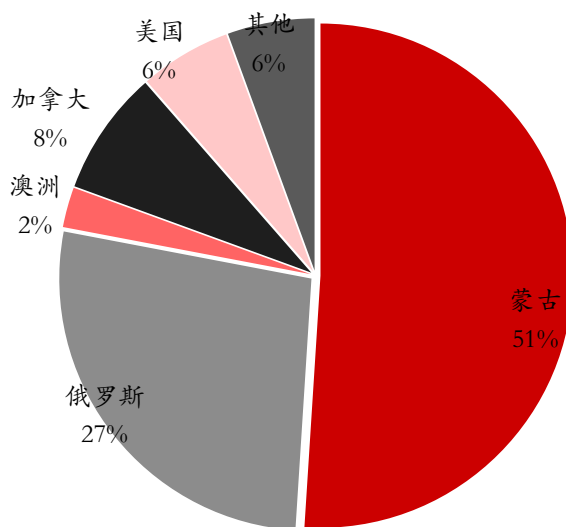
在国产端持稳情况下，今年供应端的主要增量来自于进口，截止 2023 年 10 月，我国累计进口炼焦煤 8079 万吨，同比增加 56%。近几年由于疫情和政策的影响，国内焦煤的进口格局发生较大变化。从之前的主要为蒙澳焦煤进口，到后来蒙煤下降澳煤禁止，至今年虽然政策和疫情的影响都不再，但是进口格局也不似从前。截止今年 10 月份，进口占比最大的国家为蒙古国占 51%，其次为俄罗斯占 27%，澳洲占 2%，剩余为其他国家。但如此的进口格局也造成了目前国内焦煤强度缺失的问题。明年来看炼焦煤进口量增幅预计在 400-800 万吨，其中增量为澳煤，蒙煤，俄、美、加以及其他国家进口或有减量。

图表 13：我国炼焦煤进口量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14：我国主要炼焦煤进口国占比



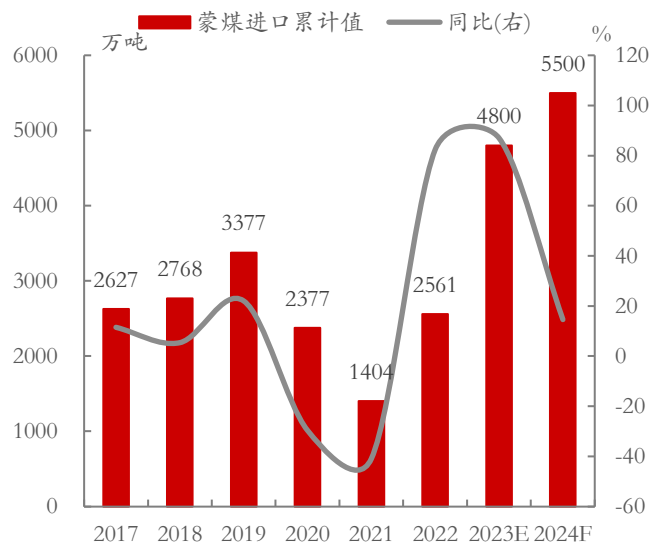
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.2.1 运输上限及定价机制限制，蒙煤预计增 400 万吨

蒙煤方面，今年以来随着疫情的逐渐缓解，蒙煤进口量逐步上升，通关持续高位，其中甘其毛都日通关车辆数基本稳定在千车左右，接近疫情前历史高位。至今年四季度，进口依然高位。截止 2023 年 10 月，蒙煤进口 4138 万吨，同比增加 116%，预计今年全年进口量将接近 5000 万吨左右，达到历史极致。

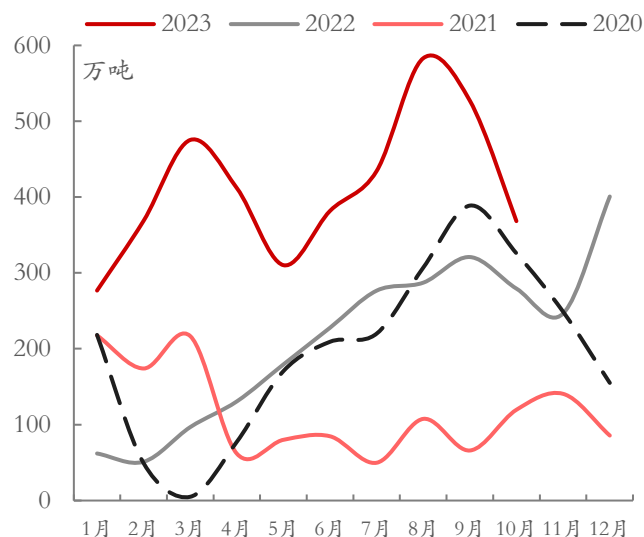
今年蒙煤进口高位除了没有政策和疫情的影响外，通关和运输效率的提高也是主要因素之一；在此良好的基础上，明年来看随着关口通关设施的不断优化，包括无人车等使用，蒙煤进口或维持高位。预计 2024 年蒙煤进口将在 5400-5800 万吨左右。但关口竞拍和运输依然会对蒙煤进口产生影响。

图表 15: 蒙古焦煤进口量



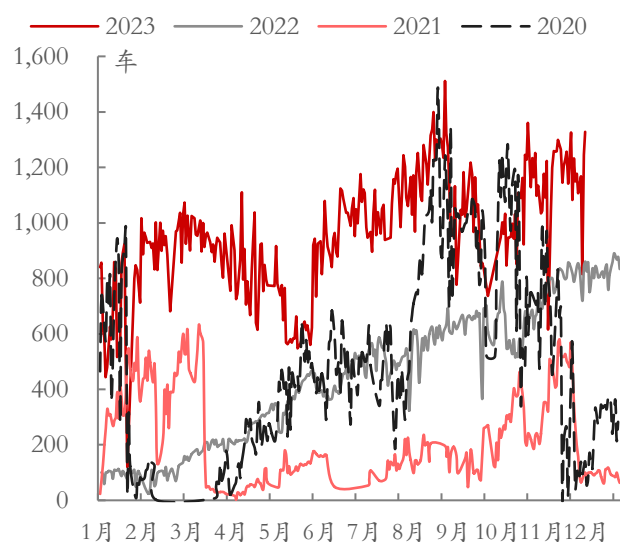
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 蒙古焦煤进口量季节性



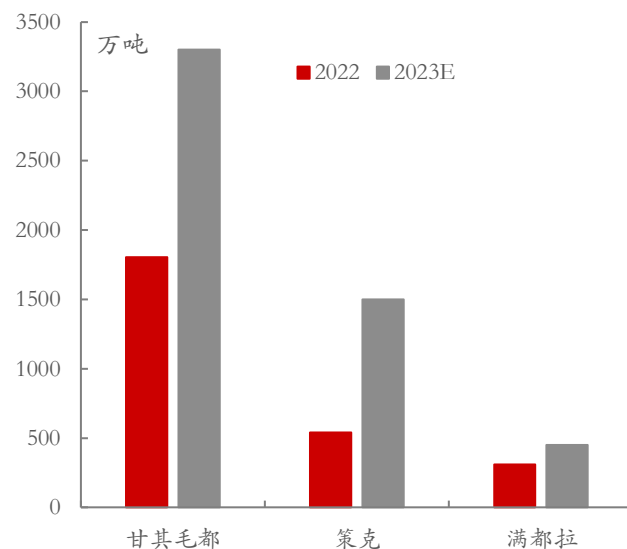
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 甘其毛都通关车辆数



资料来源: 掌上煤焦, 东证衍生品研究院

图表 18: 主要口岸煤炭通关量



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

之前蒙煤的定价大部分采用长协定价，每季度调整一次长协价，贸易进口量的一半以上采用长协价，其余部分采用口岸市场贸易价格，其中长协价是蒙煤的坑口价，月度长协和线上竞拍都是边境交货。蒙古国政府 2022 年 12 月 14 日发布第 466 号决议，批准实施《煤炭电子交易制度》。随后 2023 年 2 月 1 日，蒙古国 ETT 矿方与蒙古国证券交易所联合组织电子线上竞拍培训，正式推行蒙古国煤炭电子交易与边境价格结算，至 2023 年 10 月 5 日的蒙古国政府第 362 号决议，ETT 公司自 2023 年 9 月 30 日后终止边境长协合同，“DAP 甘其毛都口岸”模式计划暂停。可以看到蒙古国为了将蒙煤利润更多的留在国内，大力推行竞拍和边境结算，这会使得短盘运输的利润归蒙方所有，同时边境价竞拍也更容易推高蒙煤价格，不排除后期蒙煤价格偏高影响进口量的情况。

运输方面，今年以来，虽然随着 AGV 车辆的增加，通关车辆数有了稳定的提升，但仅靠汽车运输，还是有一定的通关上限的。铁路运输方面，策克—西伯库伦口岸铁路预计 2024 年至 2025 年将通车，该铁路是蒙古国境内目前唯一按照中国铁路轨距标准 1435mm 来修建的铁路，虽然该铁路连接西伯库伦口岸和策克口岸，但煤矿到西伯库伦口岸仍需汽车运输，因此影响不大。目前关键的塔本陶勒盖——甘其毛都的铁路还未完全修通，并且 2024 年也暂未看到通车计划，因此仅靠汽运通关有限。并且该段铁路修通后或主要运输铜矿，因此后续运力增加程度仍待观察。

图表 19：蒙煤三大主要口岸通关车辆数（单位：车）

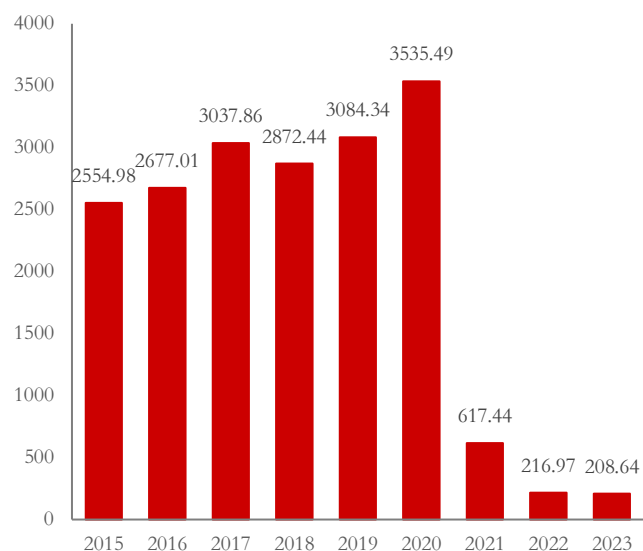
日期/口岸	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	合计
甘其毛都	16517	19349	24577	19848	15828	23966	25028	30739	23435	19143	218430
(其中：AGV)	(2517)	(2523)	(3416)	(3798)	(3854)	(4274)	(3848)	(2036)	(3840)	(3204)	(33310)
策克	4538	7062	10577	12184	7392	9206	11851	14847	15836	10833	104326
满都拉	3369	4789	6979	5782	5569	5108	3684	4395	4420	7086	51181
合计	24424	31200	42133	37814	28789	38280	40563	49981	43691	37062	373937

资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

2.2.2 澳煤供应增量有限，预计进口小幅增 200-400 万吨

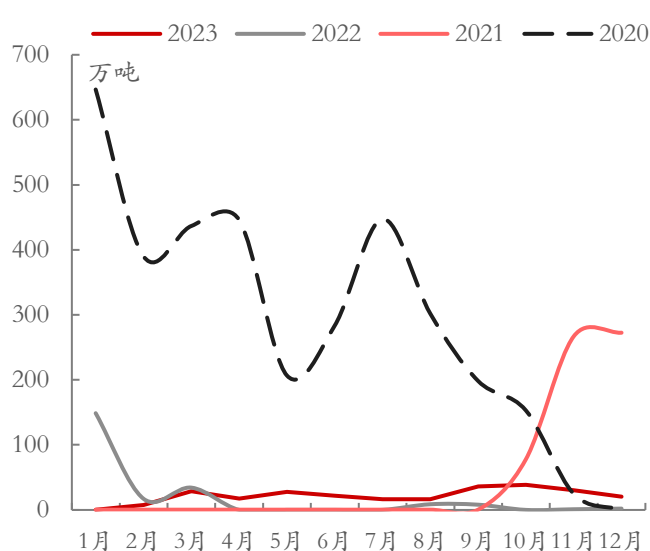
澳煤方面，今年最大的变化就是来自于进口政策的转向，从 2020 年禁止进口到目前完全放开，政策方面已无限制，但进口量的关键仍在于进口利润的问题。今年以来，由于澳煤价格持续高于内煤，进口利润偏低，加之海外其他国家需求较好，因此澳煤进口量偏低。截止 2023 年 10 月，澳煤累计进口 208 万吨。

图表 20：澳洲炼焦煤进口量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

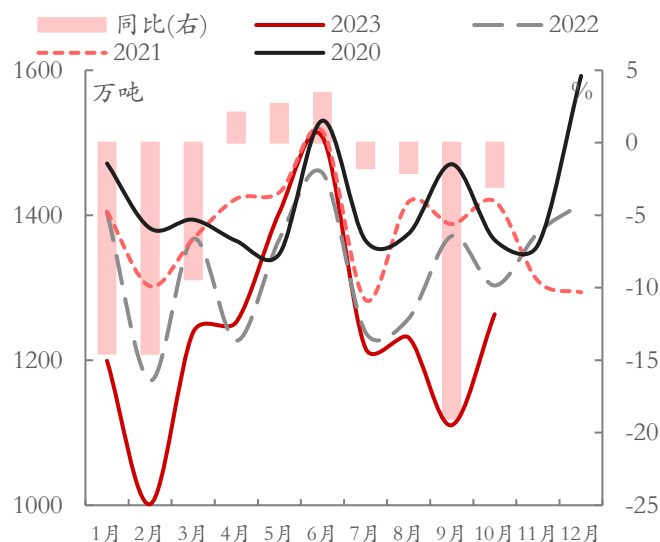
图表 21：澳洲炼焦煤进口当月值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

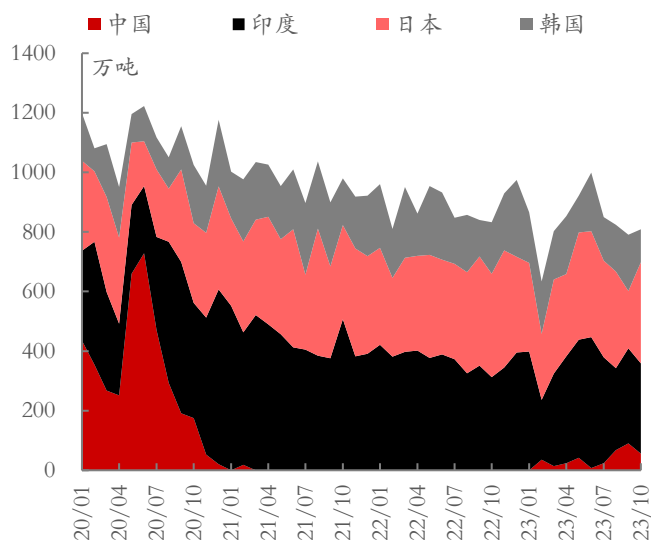
澳煤生产方面，今年由于天气和罢工问题影响，几个主要矿山冶金煤产量都有所下降，支撑澳煤价格坚挺。需求方面，虽然国内澳煤进口暂未明显恢复，但海外需求旺盛，除日、韩等国的长协进口外，今年印度炼焦煤的需求大幅增加。出口方面，由于今年焦煤产量的下滑，因此出口量也有所下降。主要的出口国依然为日本，韩国，印度等。

图表 22: 澳洲炼焦煤出口量



资料来源: Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 23: 澳洲炼焦煤主要出口国 (海运数据)



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

后期来看, 今年部分钢厂已经在和澳洲矿山商谈合作, 因此或会看到明年澳煤进口的增量, 但要看到澳煤进口量的大幅增加, 仍然取决于澳煤价格和进口利润。

供应方面, 目前限制澳煤供应增量的主要问题是劳动力短缺问题带来的罢工和资金投资问题, 同时昆士兰部分地区的铁路运输也带来了影响。具体从澳煤主要生产矿山来看, 其中澳洲最大的矿山 BMA2023 财年生产炼焦煤 5804 万吨, 同比 2022 财年下降 0.42%。同时 BHP Billiton Mitsubishi Alliance 运营的海波因特煤码头 1-11 月累计出口 3601.79 万吨, 同比降 12.07%, 降幅较大。2024 年来看, BMA 的冶金煤计划产量为 5600-5200 万吨之间, 但由于澳大利亚昆士兰州政府提高了煤炭税收, 使昆士兰州成为世界上最高的煤炭税收地区。因此 BHP 考虑到这对投资经济的负面影响和主权风险的增加, 他们将不会在昆士兰煤炭进行进一步的投资, 维持现有业务。但是随着其他地区需求增加, 这也使得优质主焦煤资源进一步减少。英美资源来看, 截止 2023 年 3 季度共生产炼焦煤 1125 万吨, 同比增加 9%, 今年的计划产量是 1600-1900 万吨。2024 年来看, 由于英美资源之前部分投资继续开采, 计划产量有所增加, 增幅为 200-400 万吨。South32 2023 财年生产炼焦煤 550 万吨, 同比 2022 下降 4%, 产量下降的主要原因为天气原因和开采工程中两次换面。2024 财年预计炼焦煤产量下降至 440 万吨, 降幅 100 万吨, 产量预计下降的主要原因是煤矿有 4 个长臂需要换面。Glencore 在澳洲的炼焦煤产量今年也有所下降, 并且没有看到增产计划。

图表 24：澳大利亚主要矿山炼焦煤计划产量

	FY2023		FY2024E	
	产量 (万吨)	同比 (%)	产量 (万吨)	同比 (万吨)
BMA	5804	-0.41%	5600-6200	(200)—400
South32	550	-4%	440	(110)
	2023E		2024F	
	产量 (万吨)	同比 (%)	产量 (万吨)	同比 (万吨)
Anglo American	1600	6.70%	2000	400

注：BMA、South32 按财年计算(FY2023 为 202206-202306，FY2024 为 202306-202406)，Anglo American 为公历年

资料来源：各公司财报，东证衍生品研究院

但澳洲仍有部分新增产能，未来产量的增加主要集中在新南威尔士和昆士兰，主要为昆士兰州的 Hillalong, Wilton 和 Fairhill 项目，同时新南威尔士州 Mandalong 和 Vickery 矿山的扩建也将提高产量。目前计划明年约有 800 万吨左右产能释放，但这部分矿井具体产出计划仍有待观察。

2.2.3 印度需求支撑海外焦煤市场

今年以来海外焦煤价格持续高涨，除了供应端减量的问题外，印度对焦煤需求的增量也支撑了海外焦煤市场。今年印度焦煤需求的增量主要是钢材产量同比增幅较大，其钢材产量的增加主要是由于为了大选背景下对基建投资和房地产拉动。

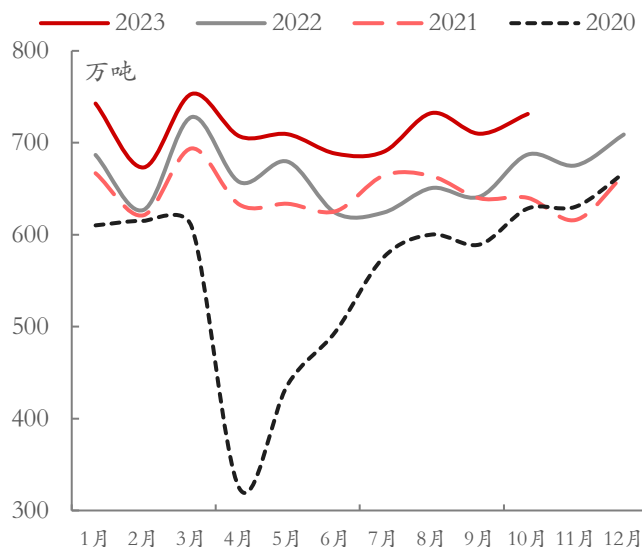
截止到 2023 年 10 月，印度生铁累计产量 7137 万吨，同比增加 8%。但不同于中国市场，印度高炉炼铁占比不高，直接还原铁占生铁产量的 55-60%，直接还原铁可以作为电炉、感应炉和高炉的炉料。炼钢方面，印度炼钢主要以短流程为主，截止 2023 年 10 月，印度累计粗钢产量 11627 万吨，因此铁钢比为 60%-64%。因此对应焦煤需求为 4719 万吨（不含喷吹）。

2024 年来看，印度钢材需求仍然保持在高速增涨区间，但考虑 2024 年大选后政府财政投资增速可能放缓，2024 年印度钢材需求增速区间将下滑至 4%-5%，因此对应焦煤需求增速也将下滑。

供应方面，印度国产炼焦煤产量较低，同时质量较差灰分偏高，主焦煤产量更低，并且印度整体选洗率偏低。截止 2023 年 10 月，印度炼焦煤累计产量 5373 万吨。与此同时，

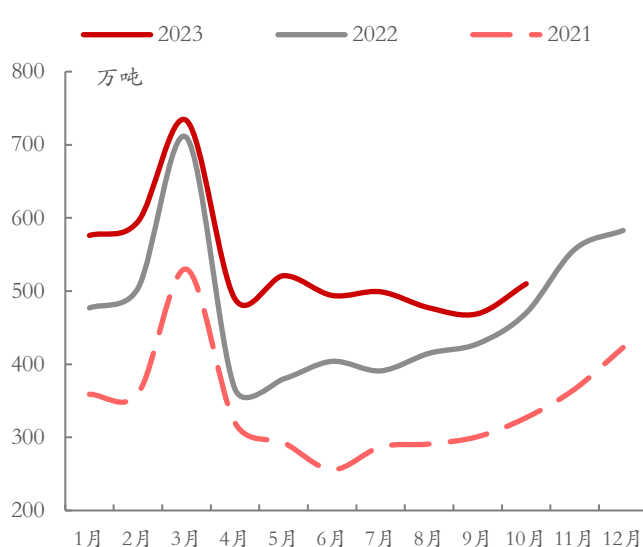
印度国产焦煤用于炼钢的量较少，因此印度对进口煤以来程度较高，达 60%-70% 左右。从进口国来看，印度最主要的进口国为澳洲，其次为俄罗斯，美国和加拿大。2022-23 财年，印度自澳大利亚进口炼焦煤 3010 万吨，占其炼焦煤进口总量的 54%。因此印度对于焦煤的采购将直接影响海外焦煤的价格。

图表 25：印度生铁产量



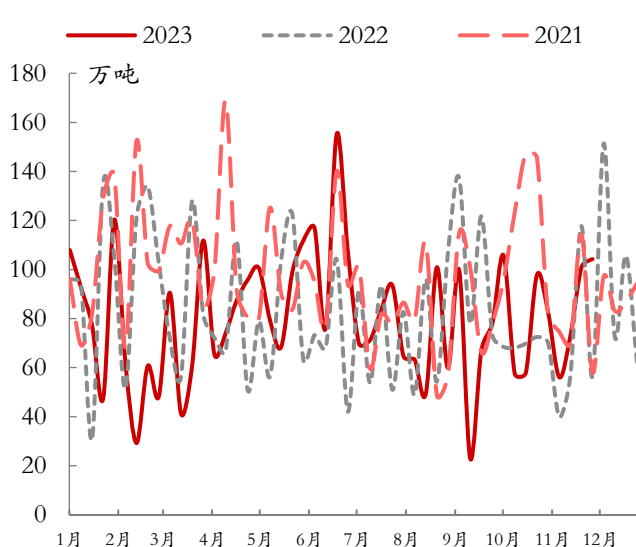
资料来源：印度钢协，东证衍生品研究院

图表 26：印度焦煤产量



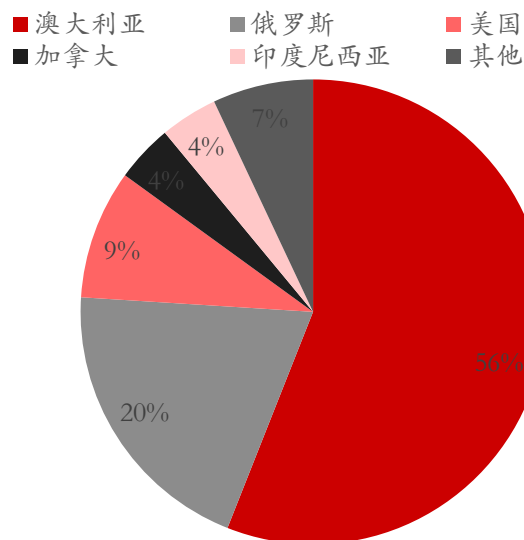
资料来源：印度煤炭部，东证衍生品研究院

图表 27：澳洲至印度海运煤量



资料来源：Kpler，东证衍生品研究院

图表 28：印度焦煤进口国占比



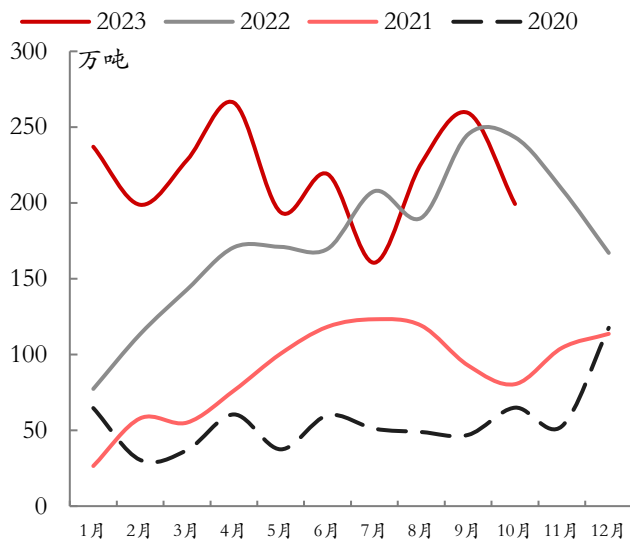
资料来源：印度煤炭部，东证衍生品研究院

2.2.4 俄煤受运输和本国需求增加，预计进口下降 200-400 万吨

近两年俄罗斯焦煤出口至中国的量逐年增加，虽然澳煤进口政策放开同时蒙煤进口高位，但俄罗斯煤的进口量并无明显下降，主要是由于下游工厂部分配煤使用支撑。指标来看，虽然俄罗斯煤强度有限，但硫含量偏低，因此搭配国内高硫煤使用可降低成本。今年在利润普遍偏低情况下，钢厂更偏向于添加俄罗斯煤来降低成本。今年俄煤进口量基本稳定，期间由于俄罗斯个别主流矿山发货量下行，叠加俄方港口因季节因素，进口量下降。截止今年 10 月份，俄罗斯煤炭总产量累计为 3.53 亿吨，比上年同期增长 0.7%。其中，炼焦煤产量 8430 万吨，同比下降 3.6%。

明年来看，俄罗斯煤进口量或有小幅下降，主要是受以下三个方面因素影响。首先，俄罗斯国内煤炭运输制约，今年下半年以来俄罗斯因强降雨引发洪水，远东地区铁路线遭到破坏，煤炭铁路运力及出口量持续下降，部分矿山暂停向远东港口运输煤炭，在铁路运输受限情况下，俄罗斯努力扩大海运，波罗的海和亚速海港口的海运煤，但运力仍是制约俄煤进口的瓶颈。其次，今年印度钢材产量同比大幅增加，因此对焦煤需求增加较多，俄罗斯今年也进一步加大了对于印度的焦煤出口的数量，因此会挤占部分至中国的市场。再次，俄乌战争进入后期，俄罗斯开始国内重建后钢材需求或有增加，因此本国焦煤需求增量后或减少部分出口。

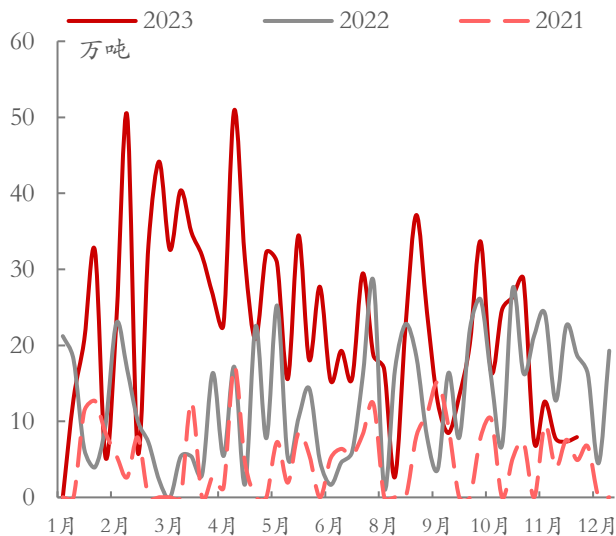
图表 29：俄罗斯炼焦煤进口量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

进口方面，2024 年焦煤进口或继续增量。其中蒙煤随着关口通关设施的不断优化，包括无人车等使用，进口或维持高位，预计 2024 年蒙煤进口将在 5400-5800 万吨左右。但关口竞拍和运输依然会对蒙煤进口产生影响。澳煤进口或小幅增量至 600 万吨左右。俄煤由于运输制约同时分流部分至印度，进口量有所下降。美、加进口量小幅收缩。整体明年进口小幅增量。

图表 30：俄罗斯炼焦煤至印度



资料来源：Kpler，东证衍生品研究院

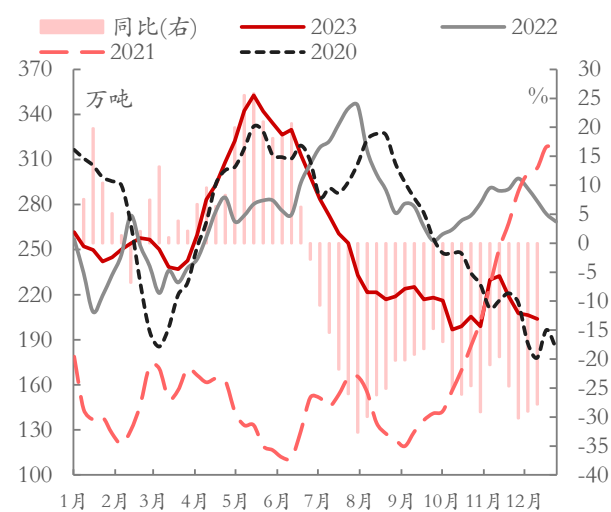
2.3 下游低库存维持，价格弹性较大

今年以来，在下游利润持续偏低情况下，下游一直秉承低库存结构。大部分下游焦化厂存煤量为两到四天，高位的基本在七天左右。焦化厂基本不再自己囤原料库存，而是把煤矿和洗煤厂等上游作为库存储备地。

但同时今年以来在价格下跌过程中，洗煤厂和贸易商这类靠低买高卖囤积库存类型的企业亏损较大。部分中大型洗煤厂为保留长协客户依然亏损按量发货，部分小型贸易商已面临亏损倒闭。贸易商今年同样由于不断亏损面临洗牌，已有部分贸易商退出市场，因此焦煤中间环节库存量减少。

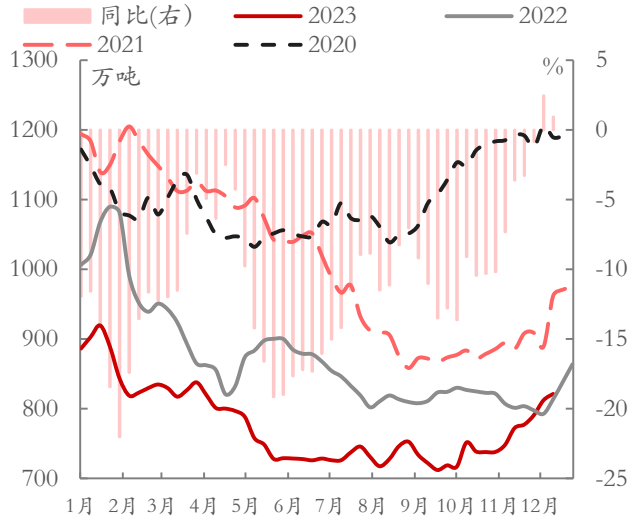
并且在近两年煤不落地政策后，煤矿修建了筒仓，下游修建了煤棚，相较于之前的露天堆放，焦煤的物理库容也有所降低，因此导致了焦煤总库存持续偏低，焦煤低库存结构是造成其价格弹性较大的最主要因素。明年来看，在供应释放有限同时下游利润难看到明显恢复的情况下，焦煤或维持低库存状态。

图表 31：煤矿焦煤库存



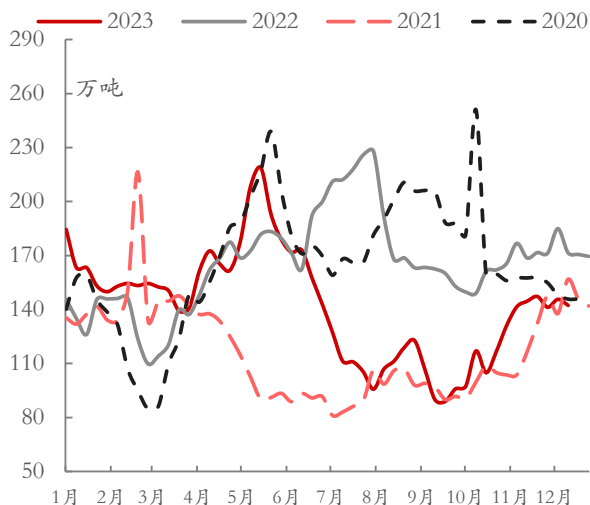
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 32：钢厂炼焦煤库存



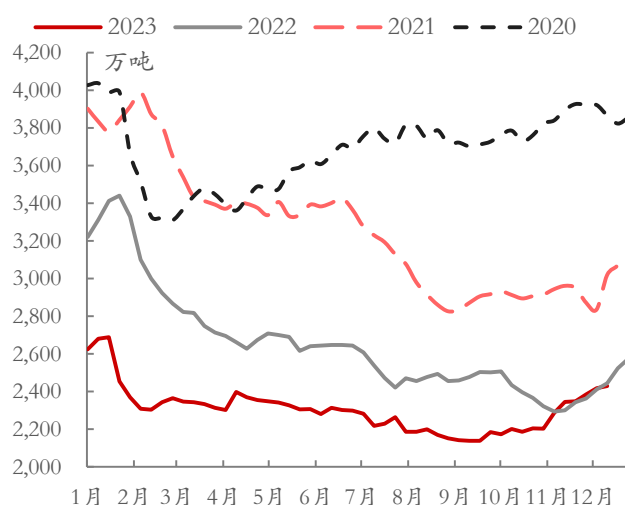
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 33: 洗煤厂焦煤库存



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 34: 焦煤总库存



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

2.4 焦煤供需总结及平衡表

明年来看, 供应端产能国内释放有限。据统计 2024 年国内焦煤产能计划增量约 1600 万吨左右, 同时退出产能 220 万吨左右, 且新增产能多集中在新疆、黑龙江、陕西等区域, 因此新增的主焦煤非常有限。在产能增加有限的情况下, 产量主要看开工率, 今年在煤炭保供政策仍在情况下, 除了受煤矿事故影响较大的情况下, 基本开工满产, 因此明年产量同比增幅有限, 同时需要关注煤矿安全检查和主焦煤紧缺问题。进口方面, 2024 年焦煤进口或继续增量。其中蒙煤随着关口通关设施的不断优化, 进口或维持高位, 预计 2024 年蒙煤进口将在 5400-5800 万吨左右。但关口竞拍和运输依然会对蒙煤进口产生影响。澳煤进口或小幅增量至 600 万吨左右。俄煤由于运输制约同时分流部分至印度, 进口量有所下降, 美、加进口量小幅收缩。整体明年进口小幅增量。需求方面, 根据东证钢材年报, 我们认为 2024 年由于财政发力的支撑, 国内终端需求预计将有近 1% 的正增速。但地产需求依然延续疲弱, 制造业增速明显放缓。同时, 外需不确定因素增加。在出口略有回落的预期下, 终端需求整体预计会有小幅同比增长, 因此对应的铁水产量和钢价重心都将较 2023 年有所上升。

因此总体来看, 由于需求小幅抬升但供应增量有限, 因此焦煤价格底部或有抬升, 价格重心上移, 同时明年现货价格主焦和配焦煤价格分化将继续拉大。基于供需基本面和外煤价格, 我们认为 2024 年焦煤期价重心运行的主要区间在 1600-2400 元/吨。

投资节奏方面, 今年以来焦煤期价的运行节奏受基本面影响越来越小, 逐渐被宏观预期和黑色产业链整体节奏所影响, 因此在目前大家预期较为一致偏好的情况下, 明年焦煤或先呈偏强走势为主, 上半年煤矿安全检查依旧供应偏紧, 铁水也有复产空间, 同时在专项债和特别国债额度释放后, 预计对明年上半年基建需求也会形成拉动, 市场有一定

正反馈的驱动。至下半年，进入需求待验证阶段，波动或加剧。同时全年需要注意供应端煤矿安全检查的扰动，以及废钢供应对铁水的补充。

图表 35：2024 焦煤供需平衡表（单位：万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023E		2024F	
国产	48460	48910	48223	48757	48862	0.2%	48891	0.1%
净进口	7329	7179	5388	6217	9292	49.5%	9500	2.2%
总供应	55789	56089	53611	54974	58154	3.0%	58391	0.4%
出口需求	1198	467	970	1825	1773	-2.8%	1700	-4.1%
国内需求	54400	55891	53670	54332	56255	3.5%	56840	1.0%
供需差	191	-269	-1029	-1183	126	-	-149	-

资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

3.焦炭：产能过剩，利润低位

3.1 产能过剩格局难改，焦化利润维持低位

目前来看，制约焦炭价格和利润的主要因素依然为产能过剩。今年以来焦炭价格一直处于跟随走势，随着焦煤价格波动而波动，焦化利润持续低位，焦炭提涨也主要为成本上行造成的被动上涨，自身逻辑不强。因此焦炭若想摆脱产能过剩困境，除非解决产能过剩问题。

山西提出的十四五规划提出，到 2023 年底前 4.3m 焦炉全部退出，因此今年山西省除部分热回收炉以外，4.3 米以下产能基本全部退出市场，退出产能约占总产能的 4%-5%。但对于目前产能过剩近 15%的焦炭来看影响不大，焦化产能依然处于过剩状态。需关注后期对于内蒙、陕西等地 4.3 米焦炉退出的情况。

利润方面，对于产能过剩的焦化来说，供给弹性较大，因此焦化利润难以维持。今年以来虽然铁水维持高位，但成本下移后焦化利润难以维持，焦炭跟随下行。明年来看，焦炭利润依然处于低位，尤其在于其焦煤价格上行，焦化利润更难维持。

图表 36: 全国焦炉产能分布 (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	484	43	0	1610	60	5917	8114	14%
	5.5 米及以下	10545	7718	4405	3905	2294	19833	48700	86%
合计		11029	7761	4405	5515	2354	25750	56814	--

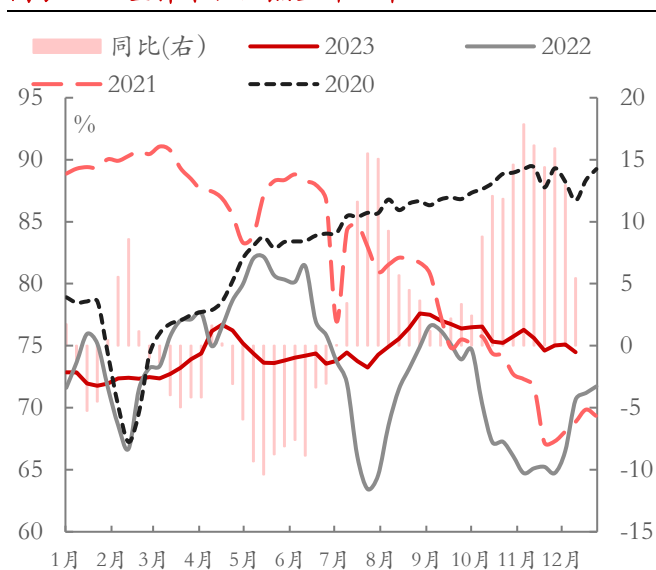
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

表 37: 2023 年焦化淘汰情况 (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 E	总计
淘汰	55	60	388	260	380	191	100	0	616	2158	0	787	4995
新增	343	299	245	322	267	140	239	366	427	401	471	1081	4601
净新增	288	239	-143	62	-113	-51	139	366	-189	-1757	471	294	-394

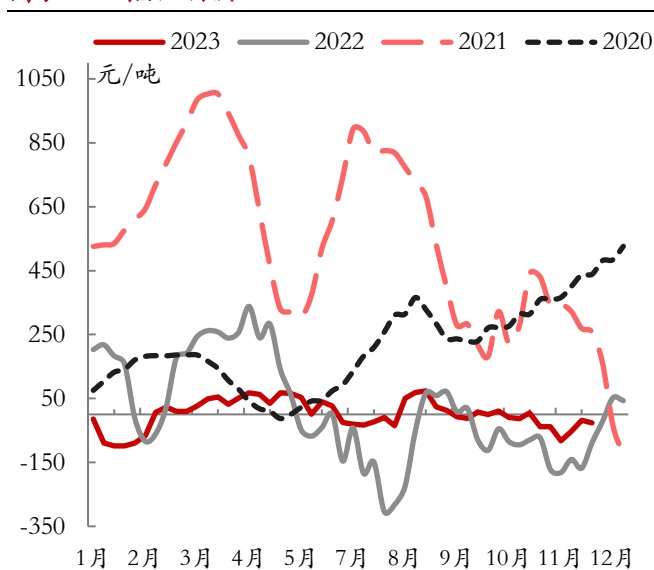
资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 38: 全样本独立焦企开工率



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 39: 焦化利润

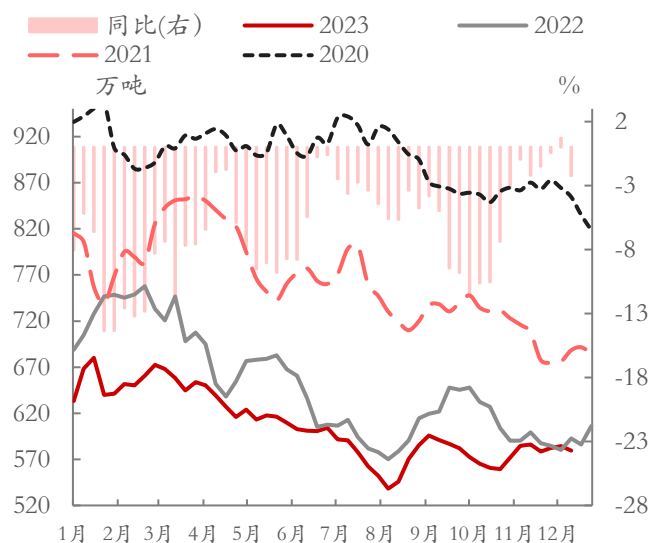


资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

3.2 下游库存低位

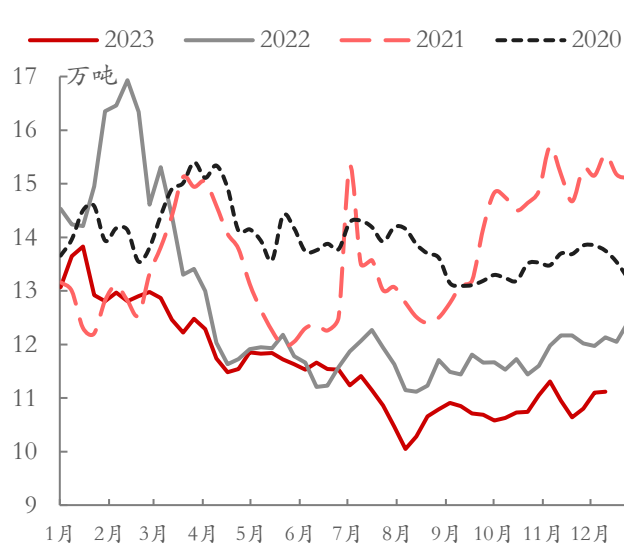
今年以来，由于钢厂利润收缩，加之原料供应宽松，钢厂焦炭持续维持低库存，今年大部分钢厂焦炭可用天数不足十天。至 12 月份由于雨雪天气影响焦炭小幅补库。明年来看，在钢厂利润未见到明显好转前，焦炭或维持低库存结构，可用天数保持低位。

图表 40：钢厂焦炭库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 41：钢厂焦炭可用天数



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

3.3 需求仍有增量但增速放缓，出口持续下降

今年以来，需求端的增速是超预期的，主要来自于钢材端出口拉动。根据东证钢材年报来看，地产降幅收窄、制造业弱稳、基建托底支撑下，国内需求仍有增量，但考虑出口增速下滑，钢材需求增速预计较 2023 年下滑，同时若明年废钢增量，预计铁水端虽有增量，但增量有限。

出口方面，今年以来焦炭出口量有所下降，虽海外焦煤价格高位焦炭成本偏高，但叠加税费和运费后出口利润偏低，因此出后订单下滑。明年来看，在煤价难跌预期下，焦炭出口或维持低位。同时据我的钢铁统计，明年海外焦化投产增量较大，主要集中在印尼青山工业园区。2021 年印尼在产焦化项目仅 392 万吨，2022 年在产焦化项目增至 522 万吨，目前印尼青山工业园区在产焦化产能 685 万吨，其中 2023 年新建焦化项目投产出焦 5 座合计焦化产能 365 万吨。未来随着部分焦化产能的开工，或将进一步挤压国内焦炭出口市场。

图表 42：海外新建焦化项目情况（单位：万吨）

国家	新建焦化产能	占比(%)	已出焦	新建生铁产能
印尼	1880	56	365	1150
菲律宾	500	15		1000
越南	300	9		
缅甸	200	6		400
马来西亚	80	2	10	630
蒙古	60	2		
德国	65	2		
俄罗斯	250	7	62	

资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

3.4 焦炭供需总结及平衡表

供应方面，今年山西虽退出了 4.3 米焦炉产能，但目前整体产能仍然过剩，因此产量基本跟随铁水走势。利润方面，对于产能过剩的焦化来说，供给弹性较大，因此焦化利润难以维持。明年来看，焦炭利润依然处于低位，尤其在于其焦煤价格上行，焦化利润更难维持。库存方面，由于钢厂近年来不断控制库存管理，厂内持续维持低库存，因此焦炭总库存上升幅度不大。需求方面，根据东证钢材年报来看，地产降幅收窄、制造业弱稳、基建托底支撑下，国内需求仍有增量。出口方面在海外焦化产能增量影响下或继续下滑。

总体来看，产能过剩格局下的焦炭供应或跟随需求走势，但利润仍维持低位。需关注后期对于内蒙、陕西等地 4.3 米焦炉退出的情况。由于需求小幅抬升同时焦煤价格上涨，因此焦炭整体价格重心上移，2024 年焦炭期价重心运行的主要区间在 2100-3100 元/吨。投资节奏来看，焦炭产能过剩自身逻辑不强，价格波动跟随焦煤走势。

图表 43：2024 焦炭供需平衡表（单位：万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023E		2024F	
国产	47126	47116	46444	47443	48843	3.0%	49307	1.0%
净出口	600	50	511	844	813	-3.7%	732	-10.0%
需求	46262	47772	46178	45916	47661	3.8%	48137	1.0%
供需差	265	-706	-245	783	369	-	437	

资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

4.风险提示

双焦价格趋势下行风险在于需求端超预期下行，以及政策变化。

期期货走势评级体系（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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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。

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