



真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：濮翠翠
电话：020-85582208
邮箱：pcc@gz.jkqh.com

从业资格证：F0264831
投资咨询资格证：Z0002326

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

产能优化稳步推进 供需变化引导行情

摘要：

作为焦炭上游，焦煤定价能力强于焦炭，价格较为坚挺。一季度由于各地煤矿春节期间有放假预期，焦煤供应上略有减少，下游焦钢企业补库备货意向强烈，需求整体上较为良好。二季度炼焦煤价格先抑后扬，随着焦炭价格大幅上涨、焦企开工持续高位，炼焦煤需求回暖，煤矿销售压力明显缓解，各品种炼焦煤均有上涨。三季度，环保对煤矿、洗煤厂影响逐步显现，焦煤供应持续偏紧，支撑价格上行。四季度，安全检查以及钢厂冬储原料支持炼焦煤价格高位震荡维稳走势，为 2019 年一季度价格高位震荡走势埋下伏笔。

随着供给侧结构性改革的不断深入，煤炭行业去产能也进入“攻坚期”。2018 年秋冬季京津冀采暖季限产不再采取“一刀切”的方式，而是根据实际情况实行差异化错峰生产。随着去产能的不断深入和新增产能的投产，我国煤炭行业环境得到明显改善，煤价开始步入健康、平稳运行阶段。

一、焦煤篇

基本面因素分析

1、焦煤供需缺口逐渐改善

2018年1-10月我国累计生产炼焦煤35820万吨，同比去年前十月份下降3.17%。2018年焦煤单月产量基本维持在3500万吨之上3750万吨之下。截止2018年10月炼焦煤的整体产量较去年减少，主要是受环保的影响，预测今年全年产量大致在42984万吨。今年汾渭平原地区受环保影响较大，且监察较其他地方更严，今年焦煤结构性供应明显，且下半年这种现象更为凸显。2018年1-10月炼焦煤总供给为41461.84万吨，同比减少1381.53万吨，减幅达3.22%；同期总需求为42379.30万吨，同比减少1184.35万吨，减幅达2.72%；供需缺口917.47万吨，2017年同期则有1226.73万吨的供需缺口，近几年的供需缺口呈现缩小的趋势。因为整个黑色产业链都处于改革中，落后产能退出的深入以及加速先进产能的释放，供需缺口会逐渐得到改善并向合理区间靠近。

图2：炼焦煤产量

图3：炼焦煤供需走势



数据来源：WIND

2、冬储备货需求令焦钢企焦煤库存增加

根据钢联煤炭对于全国各区域110家典型钢厂焦化厂以及100家独立焦化厂库存数据进行调查，钢厂以大中型规模为主，焦化厂以当地代表焦化企业为主。该调查数据大致可以反映一定时期内炼焦煤库存变动情况。数据显示，截止12月14日，总库存量为1818.91万吨，较年初增加128.48万吨，涨幅7.77%。样本钢厂总库存913.01万吨，较年初增加126.26万吨，涨幅15.39%；样本焦化厂总库存为905.90万吨，较年初增加2.22万吨，涨幅0.27%。今年整体走势呈现一个宽“U”形的走势，截止12月14日为今年内最高位。按以往走势分析，焦煤库存将会继续增加，主要是为冬储备货。因为冬季运输可能随时受天气影响，而且目前煤矿库存是比较低的，且12月下半月煤矿的产量是比较少的，所以在这个节点上焦钢企业都备足了货。今年秋冬季错峰限产是取消了“一刀切”的方式，所以在没有特殊情况下，今年的限产会略弱于去年，这也是为什么今年的焦钢厂的焦煤库存会较去年高的原因。

从地区性的焦化厂来看，截至12月14日，华北地区库存340.5万吨，较年初增长25.9万吨。今年2月初炼焦煤的库存量达到了今年高点，由于错峰限产焦化厂内消化库存较慢，且由于临近春节焦企为节后生产囤货。目前焦企炼焦煤库存处于上升中，由于焦钢企业的限产力度正在逐渐增加，焦企担心极端天气的出现运输受限，所以提前囤货。2019年，由于错峰限产在18年底执行力度不大，所以在1、2月份会有较明显体现，所

以焦企炼焦煤库存将会继续增加，等到春节过后，企业的复工以及春季需求的释放，炼焦煤库存才能得到明显的消化。

图 4：焦钢企业库存

图 5：独立焦化厂炼焦煤库存



数据来源：WIND

3、库存结构发生变化，煤矿库存较低

2016 年以来，由于供给侧改革的红利，下游钢铁企业及焦化企业利润都有了持续的修复，因此对于炼焦煤的原料采购策略也变得更为激进，更多的炼焦煤库存囤积在了焦化厂与钢厂。近几年煤矿库存在整个炼焦煤市场总库存的占比持续下滑，自 2016 年初 27%左右的占比滑落至当前的 12%。2017 年下半年以来这一变化尤为显著，除了下游持续高利润、多囤积原料之外，还有一个重要因素影响了煤矿库存，那就是原煤不落地、精煤不露天的环保新要求。“原煤不落地、精煤不露天”要求煤矿必须配置精煤大棚，这就大大限制了煤矿的库存能力，对煤矿的销售周转能力提出了更高的要求。除了对煤矿作出煤棚要求之外，环保政策对于坑口洗煤厂及独立洗煤厂也做出了同样的要求，从而导致 2018 年独立洗煤厂的大量关停整改。这也是造成 2018 年煤矿上的炼焦煤库存长期维持近五年的低位水平的主要原因，而且我们认为这一态势仍将在 2019 年得以延续。

4、焦煤进口数量逐年攀升，进口管制政策继续收紧

虽然我国炼焦煤供应 80%多都靠自产，但仍依赖进口炼焦煤资源来填补国内的炼焦煤供应缺口，尤其是优质炼焦煤资源的缺口。而我国炼焦煤的主要进口来源是澳大利亚、蒙古、加拿大、美国，其中澳大利亚是我国传统的炼焦煤第一大进口来源。但近几年来蒙古国炼焦煤卷土重来，再次占据我国炼焦煤进口的近半壁江山。2018 年 1-10 月，我国炼焦煤累计进口量 5641.84 万吨，累计同比减少 191.22 万吨，或-3.28%。今年炼焦煤进口减少的原因之一是由于对进口煤的限制政策，分国别的进口来源中，同比降幅最大的是由于微量元素受到煤炭进口限制的加拿大，其次是出现贸易摩擦的美国。受澳洲地区天气、运输等问题导致出口减少的影响。而只有蒙古国炼焦煤进口量在如此严格的煤炭进口平控政策限制下，仍能保持 5.13%的正增长。但实际上今年蒙古煤的进口也受到了通关口岸基础设施升级以及我国煤炭进口平控政策的综合影响，否则今年蒙煤的进口增量则会显得尤为显著。今年 9-10 月体现的是那达慕大会结束后的蒙古煤发运高峰水平，但 11-12 月立刻受到煤炭进口平控政策的影响显著下滑。考虑到蒙古煤的露天资源丰富，生产成本低、利润较高，通关条件也有了显著改善，再加上蒙古煤的出口流向局限于我国，所以蒙古煤对我国的出口量有逐年上升的诉求。

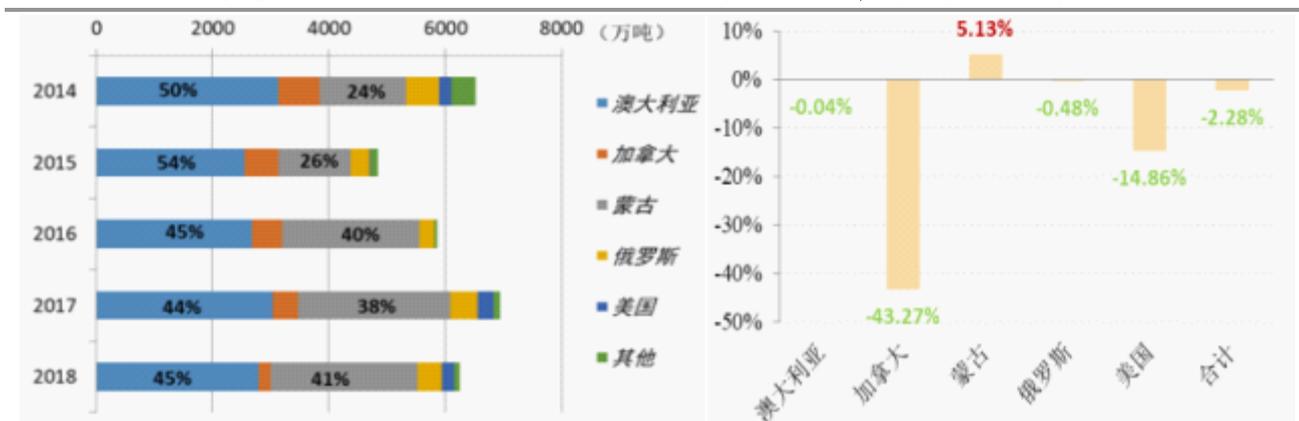
据 Mysteel 统计，直到今年 11 月开始由于我国进口额度即将用尽，各港口均不同程度收紧进口煤限制，从而减少进口量。不难发现，观察近几年炼焦煤进口数量持续攀

升，而进口数量的调整，主要依据国内炼焦煤价格，若国内价格下行压力较大，不排除2019年进口数量持续收缩，主要调节手段就是进口管制措施。但基于国家供给侧改革的初衷，2019年放开进口管制的可能性较小。

2018年1-10月份我国出口炼焦煤累计为85.30万吨，累计同比减少131.02万吨，或-60.57%。出口量虽然大幅下降，与进口量相比，出口占比很少。

图6：我国炼焦煤进口来源结构

图7：2018年我国进口炼焦煤增幅



数据来源：WIND

后市展望

总的来说，2019年炼焦煤市场的供需情况变化不大，并无突出矛盾。在整个产业链利润蛋糕缩小的背景下，预计2019年炼焦煤整体均价也将自高位有所回落。从高硫和低硫主焦煤近两年的价格表现我们可以清楚看出，2017年高、低硫炼焦煤价格普遍大涨，但涨幅在2018年就开始有明显分化。供应持续紧缺的低硫主焦煤价格仍然有较大涨幅，而高硫主焦煤价格涨幅微小。2019年，蒙煤通关以及澳煤集疏港的顺畅与否，将会是国内主焦供给端不可忽视的因素之一，若进口政策持续，蒙古煤进口无法放量，那么国内低硫主焦煤的缺口依然难以有效弥补，那么这种低硫的相对强势依然长期存在。预计高硫主焦煤及气煤等国内供应充裕的配焦煤品种，可能会有200-300元/吨左右幅度的下跌，低硫主焦煤及瘦煤、肥煤等国内供应偏紧的配焦煤品种，则跌幅相对较小。

二、焦炭篇

(一) 行情回顾

2018年的焦炭价格走势波动较大，一季度焦炭价格先涨后跌，首先因春节前钢厂备货开启上涨模式，随后节后钢价复产不及预期，焦价随之开启下跌行情，现货价格累跌450元/吨左右，焦炭期价跌幅达到21%以上。二季度伴随下游钢材市场需求的逐步增加，焦价开始新一轮的涨价，累涨幅度650元/吨。三季度，环保限产有趋松预期，钢厂追逐高利润，对下游原料需求增加，焦炭价格开始新一轮上调信号，焦厂利润也处于较高位置。四季度，焦炭库存处于低位，基本面存在较强支撑，但难敌宏观经济的下行压力，焦价开始新一轮下跌。

图8：焦炭走势



数据来源: WIND

(二) 基本面因素分析

1、焦企开工率总体稳定，具体差异视区域而定

截止 12 月 14 日，焦化企业按产能量级划分，产能利用率分别为：产能<100 万吨的利用率为 74.82%，较年初下降 2.86%；产能 100-200 万吨的利用率为 74.17%，较年初下降 0.18%；产能>200 万吨的利用率为 76.59%，较年初上升 5.56%。今年焦企开工率基本是维持在 75%-80% 区间运行，去年中小焦化厂的开工率较低，大型焦企开工率较高，而今年中小焦化厂整体开工水平上升，大型焦企整体开工水平下滑。主要还是受环保的持续影响，使得焦化厂的开工率维持在一个相对稳定的区间，不像去年中小焦化厂和大型焦企开工率差异较大。截止 12 月 14 日，国内各地区独立焦化厂的开工率：东北 92.44%，较年初上升 3.56%；华北 77.50%，较年初上升 4.18%；西北 82.37%，较年初上升 12.07%；华中 73.67%，较年初上升 4.02；华东 68.44%，较年初下降 2.96%；西南 79.00%，较年初上升 3.83%。今年地区开工率差异会大一点，较去年来得比较分散，由于各地区政策以及环保限产的力度不一致导致区域开工率差异会比较大。由于去年错峰限产比较严，所以在 12 月左右的开工率呈现很明显的下滑，今年冬季错峰限产的力度或弱于去年，但是各地区根据当地环境的状况制定出来的限产政策也会有差异。

图 9：焦化企业产能开工率

图 10：独立焦化厂开工率（分地区）



数据来源: WIND

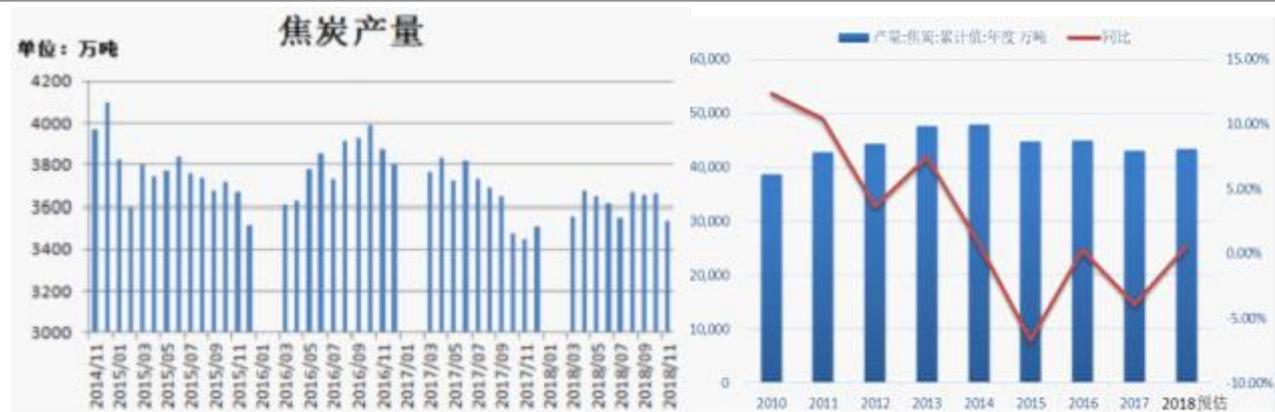
2、焦炭产量或略少于去年

2018 年 1-11 月份，全国焦炭累计产量达到 39779 万吨，较去年同期下降 63.6 万吨，同比下降 0.1%。今年分月份来看焦炭的产量相对比较集中，今年第四季度的产量明显高于去年，由于今年采暖季限产较去年做了调整，不再是“一刀切”的方式了，所以今年就目前而言限产力度明显弱于去年，预计今年总体的产量或略少于去年，但是差距不会很大。

根据目前各地政府已经公布的去产能成果，2018年焦化行业共淘汰约1192万吨产能。同时，2018年焦化行业通过产能置换新建投产项目约1080万吨，新增产能主要集中在山西省，除此之外河北、山东、内蒙及宁夏也各有个别新投产焦化项目。所以综合来看，2018年我国焦化产能净减少约112万吨，产能变动并不大。根据mysteel及找焦网搜集的新增产能信息，预测我国焦化产能比较确定能在2019年完成投产的新增产能规模在984万吨左右。

图 11：焦炭月度产量情况

图 12：焦炭年度产量情况



数据来源：WIND

3、产能不断优化，焦炉置换成核心

今年是焦炭去产能的第一年，在环保政策趋严的背景下，落后产能陆续被淘汰，4.3米焦炉确定淘汰时间表，产能结构进一步得到优化，焦化行业全年淘汰近1500万吨产能。环保政策陆续出台以后，大部分还在使用超10年的4.3米焦炉的焦化企业成为主要淘汰对象，产能结构进一步得到优化。目前全国焦化总产能约5.59亿吨，其中4.3米焦炉分布广泛，所占产能巨大，4.3米以下焦炉焦化产能约为1400万吨，仅占全国焦化总产能的2.5%，焦炉产能置换执行难度较大。明年产能优化的成效主要取决于地方4.3米焦炉淘汰、以及以钢定焦执行力度。综合预测2019年全国焦化产能仍有约1350万吨的产能淘汰任务需要完成。结合984万吨的新增产能预估，因此预计2019年全国焦化产能仍有约366万吨产能的净减少。

图 13：2019 年焦化产能预估

图 14：焦炭产能增减情况



数据来源：WIND

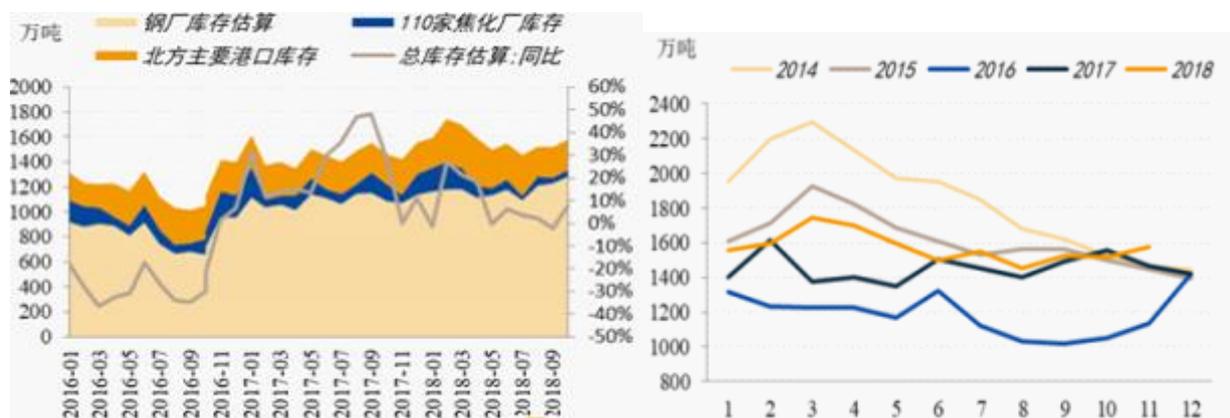
4、钢厂和焦化厂焦炭库存处于中等水平

根据钢联煤炭对于全国100家独立焦企样本和全国110家钢厂样本的统计数据显示，截止12月14日，焦炭总库存为481.3万吨，较年初减少17.77万吨，减幅为3.56%；样本焦化厂焦炭库存为30.84万吨，较年初减少19.41万吨，减幅为38.63%；样本钢厂焦炭库存为450.46万吨，较年初增加1.64万吨，增幅为0.37%。今年3月底焦钢企业

焦炭总库存接近 600 万吨的高点开始下降，之后焦企焦炭库存一直维持在低点；而钢厂焦炭库存在下降至 400 万吨之下又开始回升，目前钢厂焦炭库存处于中等水平。

图 15: 焦炭库存情况

图 16: 焦炭年度库存情况



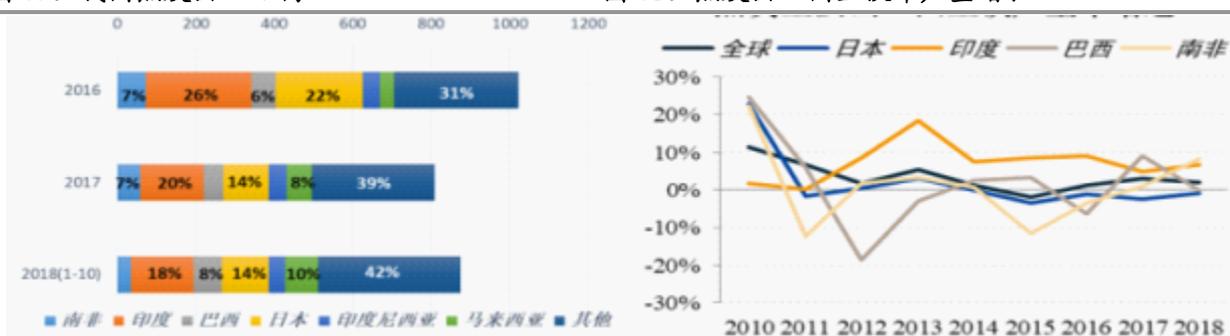
数据来源: WIND

5、焦炭出口仍有小幅回升空间

2018 年 1-11 月我国共出口焦炭 874 万吨，累计同比大增 22.5%。但 2017 年焦炭出口价格相对国内持续出现较好的贸易利润，但焦炭出口量却大幅缩减，这与环保政策等因素导致国内焦炭阶段性供应收紧有直接关系。如果与 2016 年 1-11 月比较，那么 2018 年 1-11 月的焦炭出口量仍下滑 6%。我国焦炭的出口对象国较为分散，近几年最主要的出口国为印度、日本、马来西亚、巴西、南非。除去拿不到产量数据的马来西亚，我们可以通过国际钢铁协会的生铁产量数据来考察我国焦炭主要出口对象国的需求增量如何。从 2010 年至今的生铁产量数据可以看到，2013 年以前印度的生铁快速增产为我国焦炭出口贡献了主要增量，但印度生铁产量增幅也逐年放缓，快速扩张期已过。我国焦炭的传统出口大国日本，近五年来生铁产量更是持续稳定的负增长。2017 年以来，马来西亚、印度尼西亚等东南亚国家以及铁矿石资源丰富的南非贡献了我国主要的焦炭出口需求增量，考虑到这些国家仍有部分高炉新产能陆续投产，我们预测 2019 年我国焦炭出口需求仍有小幅回升空间。

图 17: 我国焦炭出口结构

图 18: 焦炭出口国生铁年产量增长



数据来源: WIND

6、下游钢铁去产能进入尾声，需求维稳运行

2016、2017 年我国压减粗钢产能累计已经完成“十三五”期间 1.5 亿吨上限目标的八成以上，2018 年全国压减粗钢产能 3000 万吨左右，“十三五”期间共计划压减 1-1.5 亿吨粗钢产能，在有关各方的共同努力下，我们 2016 年压减了 6500 万吨以上粗钢产能，

2017 年也压减了 5500 万吨以上粗钢产能，两年已经达到 1.2 亿吨以上，两年完成了目标任务的 80% 以上。因此，预计 2019 年指标性去产能可能告一段落，2019 年粗钢产能预估缩减较少，未来主要通过减量置换控制钢铁产能。

（三）后市展望

在未来的两年内，焦化行业的产业优化，还会叠加超低排放倒逼焦企设备改造等一系列政策，这将大幅增加焦化行业的产能淘汰力度，改善行业集中度，产能利用率逐步提高。虽然焦炭出口利润一直保持较高的水平，国际市场焦炭需求同样旺盛，焦炭出口保持较快增长。2019 年焦炭出口受关税政策制约，而随着外围改善，国内政策宽松的必要性有所减弱。从节奏上来看，由于出口订单、贸易商采购节奏的差异，再叠加新增产能与淘汰产能之间的时间差，供需平衡很可能被阶段性打破，弹性较大的焦炭仍容易形成大涨大跌的行情。考虑到钢价下移，整个黑色产业链的“蛋糕”缩小，那么焦炭价格的“天花板”也将随之下移。预计 2019 年焦煤焦炭期货价格呈现宽幅震荡，短周期内波动幅度仍较大，焦炭期价波动区间预计在 1500-2500 元/吨之间。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司分支机构

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元
联系电话：400-930-7770
公司官网：www.gzjkqh.com

广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元

电话：020-38298555

顺德营业部

地址：佛山市顺德区容桂街道办事处德胜居委会桥东路 10 号首层 (528305)

电话：0757-28606588

佛山营业部

地址：佛山市禅城区汾江中路 148 号华美大厦 11 楼

电话：0757-88352866

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房

电话：0411-84806645

山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室

电话：0531-58762272

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间

电话：0411-84995079

杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室

联系电话：0571-85231387

成都分公司

地址：四川省成都市高新区天府大道中段 530 号东方希望天祥广场 A 座 2706 室

电话：028-61320595

深圳营业部

地址：深圳市福田区福田街道福田中心区 23-1-6 卓越大厦 2003-2005A

电话：0755-82549070

梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴花园店铺 2-19

电话：0753-2185061

保定营业部

地址：河北省保定市竞秀区复兴中路 3108 号康泰国际 15 层 1 区 1509 号

电话：0531-58766302

福州营业部

地址：福建省福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室

电话：0591-87219989

台州营业部

地址：浙江省台州市临海市靖江中路 336 号朗成大时代 4 号楼 2301

电话：0576-85932178