



黑色产业链年报

期货研究报告

2014年12月

焦煤、焦炭

研发中心

王中华

研究员，期货执业证书编号 F0267729

投资咨询证书编号 Z0002447

wangzh@dxqh.net

政策向左，供需向右 煤、焦震荡筑底

观点要点：

- ◆ 2014年焦煤期货的走势总体来说可谓“一熊到底”，焦煤指数从年初的1000以上，下跌至11月末的770附近，跌幅超过23%。焦炭期货2014年走势与焦煤大致相当，两者相关系数高达0.954。焦炭指数自年初的1460一路下跌至11月末的1050附近，跌幅超过28%，与焦煤相比，焦炭走势更弱。
- ◆ 从煤炭“救市”政策发力方向上，不难看出政策着眼点主要针对供给端。促进供给收缩，遏制产能过快增长将成为煤炭今后发展的主基调。煤炭维持较低的价格区间，将继续促使高成本、低效率的落后产能进一步淘汰，已经停产的高成本产能也难以大规模复产，整个行业供给弹性将弱化。
- ◆ 由于实体经济仍处于下行区间，下游需求疲弱，价格大幅下跌，炼焦煤产量增速已经明显放缓，进口量也出现大幅萎缩，总供给收缩速度已经超过消费收缩速度，供应过剩局面较去年已经得到适当缓解，但过剩绝对量仍然处于高位。
- ◆ 结合生铁与焦炭二者产量综合来看，产量增速同时放缓，而焦炭产量已经率先出现负增长。焦炭与生铁2014年产量将出现一降、一升，供给过剩格局将得到缓解。从入炉焦比角度分析，产量端预估的吨铁入炉焦比为0.592，远高于0.50的实际水平。焦炭仍处于过剩区间。
- ◆ 在需求端未出现明显改善的前提下，未来若钢企依然维持目前的产量和开工率，钢材价格将继续走低，价格趋势也将向焦炭、焦煤等中上游品种传导。
- ◆ 从整条黑色产业链已经开始自上而下收缩供给的过程中不难发现，上游炼焦煤的收缩速度最快，政策支撑力度也最强，其次是中游的焦炭，最慢的是下游的生铁。2015年我们对于焦煤、焦炭走势的判断为前低后高，出现平坦的“V”型走势概率较大。低点可能出现在一季度末或者二季度初，品种间强弱关系焦煤价格走势要略强于焦炭。焦煤指数主要运行区间应在700-850，焦炭指数主要运行区间应在900-1150。
- ◆ 螺焦比价将继续下行，或在钢价跌至盈亏平衡点附近企稳。

目录

一 2014 年焦煤、焦炭行情回顾	3
二 煤炭行业已深陷困局，救市政策频频发力	4
三 炼焦煤供给过剩，但产量收缩速度已超下游	7
四 焦化企业盈利恶化，倒逼企业收缩供给	10
五 2015 年焦煤、焦炭行情展望	14

图表目录

表 1: 2014 年黑色产业链期货品种下跌幅度 (2014.1.1-2014.11.30)	3
表 2: 克强指数	4
表 3: : 2020 年我国能源消费结构	6
表 4: 2014 年煤炭行业救市政策一览	6
表 5: 炼焦煤供需平衡表	9
表 6: 入炉焦比	10
图 1: 焦煤指数走势图 (2013.12.31-2014.11.30)	3
图 2: 焦炭指数走势图 (2013.12.31-2014.11.30)	3
图 3: 焦煤、焦炭分析逻辑简图	4
图 4: 煤炭采选行业固定资产投资累计完成额及同比增速	5
图 5: 我国原煤开采年度新增产能	5
图 6: 中国 GDP 及克强指数走势	5
图 7: 煤炭开采与洗选行业主营利润状况	5
图 8: 我国原煤年产量	7
图 9: 原煤、炼焦煤产量及炼焦煤产量占原煤产量比重	7
图 10: 我国炼焦煤月度进口量	8
图 11: 我国炼焦煤进口来源地份额 (按国别)	8
图 12: 2014 年炼焦煤进口量及均价 (按国别)	9
图 13: 我国炼焦煤月度进口量 (自澳大利亚、蒙古国)	9
图 14: 焦化行业落后产能淘汰情况	10
图 15: 焦化行业年度新增产能	10
图 16: 我国焦炭产量及累计同比	11
图 17: 焦炭、生铁年产量及焦炭生铁产量比	11
图 18: 我国焦炭及半焦炭月度出口量及出口单价	11
图 19: 我国焦炭出口量占产量比重	11
图 20: 我国焦化企业月度利润总额及累计同比	12
图 21: 规模焦化企业数量及亏损比例	12
图 22: 我国焦化企业开工情况	13
图 23: 我国高炉开工情况及盈利钢厂比例	13
图 25: 螺纹钢/焦炭比价走势	14

一 2014年焦煤、焦炭行情回顾

1.1 焦煤、焦炭期货价格走势回顾

2014年焦煤期货的走势总体来说可谓“一熊到底”，焦煤指数从年初的1000以上，下跌至11月初的750附近，跌幅超过25%。其间稍有规模的反弹行情也比较少见，仅仅在3月下旬至4月中旬出现过一波100左右的反弹行情。随后继续下跌至7月下旬，点位跌至760附近企稳。此后维持横盘整理格局，直至国庆节前。节后行情再起波澜，快速反弹至830附近形成短期顶部后再度加速下跌，直至740附近企稳，随后行情再度陷入胶着，于740-770区间震荡。

焦炭期货2014年走势与焦煤大致相当，两者相关系数高达0.954。焦炭指数自年初的1460一路下跌至12月初的1020附近，跌幅超过30%。仅在3月中旬至4月中旬出现一波130左右的明显反弹。其余时间段基本维持震荡下跌格局，与焦煤相比，焦炭走势更弱。

表1：2014年黑色产业链期货品种下跌幅度(2014.1.1-2014.11.30)

	焦煤	焦炭	铁矿	螺纹
期初价	1004	1460	903	3612
最新价	772	1050	491	2564
最高价	1016	1470	908	3613
最低价	743	1018	459	2433
最新跌幅	23.1%	28.1%	45.6%	29.0%
最大跌幅	26.9%	30.7%	49.4%	32.7%

来源：文华财经，东兴期货研发中心

图1：焦煤指数走势图（2013.12.31-2014.11.30）



来源：文华财经，东兴期货研发中心

图2：焦炭指数走势图（2013.12.31-2014.11.30）



来源：文华财经，东兴期货研发中心

1.2 焦煤、焦炭价格走势分析逻辑

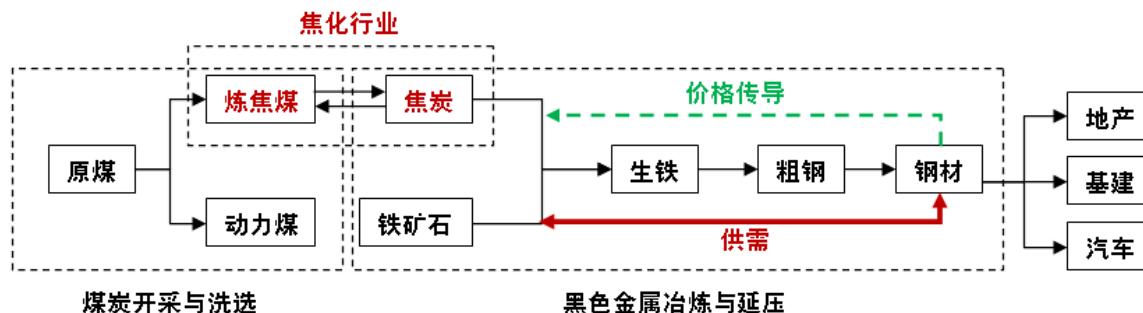
2014年年初至3月中旬，由于房地产行业已进入下行周期，销售状况不佳，消费端对钢材需求持续走弱，而钢材产量、库存居高不下，导致钢价持续下跌。原材料价格相对偏高，盈利钢厂比例急剧下滑，最低仅为三成左右，高炉开工率大幅走低。下游对原材料需求疲弱，焦煤、焦炭价格呈现出“断崖式”下跌。

3月中旬至4月中旬进入钢材消费旺季，原材料价格已经大幅下跌，成本的快速降低使钢厂利润重新转好，高炉开工率也相应提高，钢厂对焦煤、焦炭需求复苏，焦煤、焦炭价格出现一波明显反弹。

4月中旬以后，由于需求持续疲弱，旺季不旺，整个黑色产业链各品种（从下游钢材到中游焦炭，再到上游焦煤、铁矿石）

现货价格均出现持续性下跌。原材料价格的大幅下跌（尤其铁矿石）使钢厂仍然能够在产品价格下跌过程中维持盈利，因此高炉开工率居高不下，导致钢材产量、库存走高，从而对钢材价格形成压制。钢材价格下行趋势向上游传导，使焦煤、焦炭价格持续下跌，形成恶性循环。

图 3: 焦煤、焦炭分析逻辑简图



来源：东兴期货研发中心

二 煤炭行业已深陷困局，救市政策频频发力

2.1 产能过剩格局仍将延续，去产能成为未来主题

自 2004 年起，伴随我国经济快速发展，我国煤炭行业迎来“黄金十年”，煤炭开采与洗选行业固定资产投资增速一直保持两位数增长，一直到 2012 年四季度，行业景气程度出现下滑，产能过剩的压力逐步显现，投资增速才有所放缓，直到 2013 年投资增速转为负值，去产能之路初露端倪。

随着行业投资力度的加大，煤炭开采新增产能也在“黄金十年”期间爆发式增长，只有在 2008 年爆发全球经济危机时有小幅回落。随后受益于国内推出“四万亿”大规模经济刺激计划和全球经济复苏，煤炭产能自 2009 年重新呈现井喷态势，并于 2011 年到达峰值。2010 至 2013 年间，煤炭开采新增产能维持高位，分别达到 3.87 亿吨、4.13 亿吨、3.99 亿吨、3.99 亿吨，四年累计新增产能 15.98 亿吨，占 2013 年底总产能 44.7 亿吨的约 35.7%。虽然产业投资增速已经回落，但产能释放时间仍有 2-4 年的滞后期。在经济下行，需求萎缩的过程中，煤炭行业产能已经严重过剩。

2.2 中国经济下行，煤企亏损已成常态

伴随大规模经济刺激的结束，政策盛宴的“后遗症”也逐步显现。GDP 增速明显放缓，前三季度累计同比增幅仅为 7.4%。能够较为客观、全面地反映煤炭行业现状的宏观指标“克强指数”增速也呈现逐步下滑态势，10 月份累计增速仅为 5.48%，为 16 个月以来最低水平。

表 2: 克强指数

克强指数

克强指数 (Li keqiang index)，是英国著名政经杂志《经济学人》创造的用于评估中国 GDP 增长量的指标，以中国国务院总理李克强的名字命名。克强指数是三种经济指标：工业用电量、铁路运货量和银行中长期贷款余额的结合。

克强指数公式如下：克强指数=工业用电量增速×40% + 中长期贷款余额增速×35% + 铁路货运量增速×25%其权重划分依据是根据三者增速与 GDP 增速拟合模型的一个简单的回归分析结果。

来源：东兴期货研发中心整理

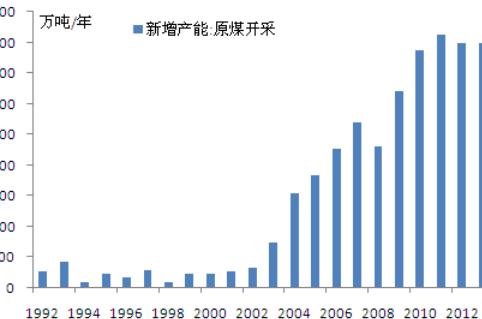
在煤炭消费增速放缓、产能建设超前、进口煤大幅增加等多重因素影响下，我国煤炭行业整体陷入低迷，价格大幅下跌，行业利润持续下降。1-10月煤炭开采与洗选行业主营利润累计同比下滑 49.2%，仅为 842.2 亿元，不及 2013 年前五个月利润水平。

图 4: 煤炭采选行业固定资产投资累计完成额及同比增速



来源：WIND，东兴期货研发中心

图 5: 我国原煤开采年度新增产能



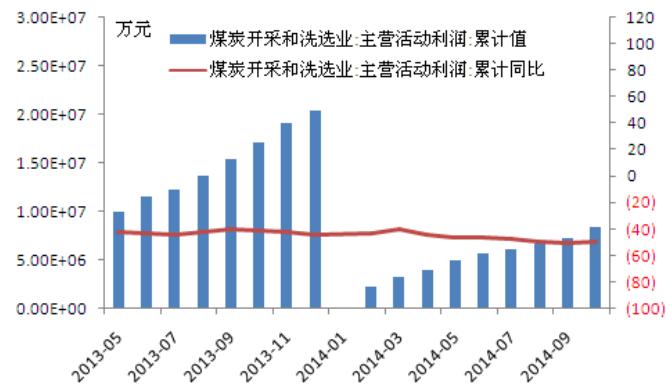
来源：WIND，东兴期货研发中心

图 6: 中国 GDP 及克强指数走势



来源：WIND，东兴期货研发中心

图 7: 煤炭开采与洗选行业主营利润状况



来源：WIND，东兴期货研发中心

2.3 煤炭行业已深陷困局，“救市”政策频频发力

中国煤炭工业协会在三季度煤炭经济运行分析座谈会上披露，全国煤炭企业亏损面仍在 70%以上，一些企业减发、欠发工资问题依然突出，煤炭行业已深陷困局。

自 2014 年下半年以来，相关职能部门已经相继出台了煤企限产、资源税改革、恢复进口关税等“救市”政策，预计后续相关政策还将陆续出台，内容可能包括清理数亿吨非法产能，煤炭新增产能与淘汰落后产能挂钩，煤矿产能上线公示和煤矿诚信体系建设办法等。

表 3: :2020 年我国能源消费结构

单位: 亿吨标准煤		2013 年		2020 年	
品种	消费 比重	消费量	消费 比重	消费量	增加值
化石	石油	18.4%	6.9	13%	6.24
能源	煤炭	66.0%	24.75	62%	30
	天然气	5.8%	2.175	10%	4.8
非石化能源		9.8%	3.675	15%	7.2
合计		100%	37.5	100%	48
					10.5

注: 1 吨原油=1.43 吨标准煤 1m³ 天然气=1.33kg 标准煤

1 吨原煤=0.714 吨标准煤

来源: 中国煤炭资源网, 东兴期货研发中心

表 4: 2014 年煤炭行业救市政策一览

日期	部门	政策	主要内容
7月 28 日	煤炭工业协会	行业主要煤企及协会负责人讨论达成共识	<ol style="list-style-type: none"> 严格控制煤炭生产总量, 力争将今年的煤炭产量压减 10%以上; 严格新建煤矿准入标准、完善安全管理(淘汰高危小矿)、加大超产处罚力度; 鼓励优质煤炭进口, 禁止劣质煤炭进口(若不考虑对低卡煤的限制, 或减少约 8-10% 的进口煤量), 并适时调整出口政策(煤炭出口税率有望降低)。
8月 15 日	国家发改委、国家能源局、国家煤矿安监局	《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》	严格依据登记生产能力组织生产, 严厉查处超产行为, 煤矿年度原煤产量不得超过登记公布的产能, 月度原煤产量不得超过月均计划的 110%; 无月度计划的, 月产量不得超过登记公布生产能力的 1/12。
9月 3 日	国家发改委、环保部、商务部、海关总署、工商总局、检验检疫总局	《商品煤质量管理暂行办法》	商品煤应当满足: 褐煤(灰分≤30%, 硫分煤≤1.5%)、其它煤种(灰分≤40%, 硫分煤≤3%)
9月 23 日	国家发改委	《关于进一步做好煤矿生产能力登记公告工作的通知》	要求各地进一步做好煤矿生产能力登记公告工作, 明确现有生产煤矿的产能登记公告工作应于 9 月 30 日前完成, 逾期未完成的, 暂停核增生产能力, 并依法依规限制生产。
9月 29 日	国务院常务会议	煤炭资源税从价计征改革	从今年 12 月 1 日起, 在全国范围内将煤炭资源税由从量计征改为从价计征, 税率由省级政府在规定幅度内确定, 要立即着手清理涉煤收费基金, 停止征收煤炭价格调节基金, 取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等, 取缔省以下地方政府违规设立的涉煤收费基金, 严肃查处违规收费行为, 确保不增加煤炭企业总体负担。
10月 8 日	国务院关税税则委员会	《国务院关税税则委员会关于调整煤炭进口关税的通知》	自 2014 年 10 月 15 日起, 取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率, 分别恢复实施 3%、3%、6%、5%、5% 的最惠国税率。
10月 9 日	财政部、国家税务总局	《关于实施煤炭资源税改革的通知》	资源税税率幅度为 2%-10%, 对衰竭期煤矿开采的煤炭减征 30%; 对充填开采置换出来的煤炭减征 50%。
10月 11 日	财政部、国家发改委	《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》	要求自 2014 年 12 月 1 日起, 取消山西省煤炭可持续发展基金

来源: 中国煤炭资源网, 东兴期货研发中心

国务院办公厅 11 月 20 日发布的《能源发展战略行动计划 2014-2020》中明确提出, 到 2020 年我国煤炭消费总量应控制在 42 亿吨左右, 占一次能源消费比重下降至 62% 以内。而 2013 年年底我国煤矿产能已经超过 42 亿吨, 达到 44.7 亿吨。煤炭产能相对于预期消费在未来很长一段时间仍将大幅过剩。

从“救市”政策发力方向上, 不难看出政策着眼点主要针对供给端。促进供给收缩, 遏制产能过快增长将成为煤炭行业 2015 年以至于更长时间周期内的主基调。

受行业政策影响, 2015 年供给端的快速增长势头将得到遏制。煤炭维持较低的价格区间, 将继续促使高成本、低效率的落后产能进一步淘汰, 已经停产的落后产能也难以大规模复产, 整个行业供给弹性将弱化。另外, 行业内大型企业联合减产挺价有望延续。在供给端产量、产能受到双重遏制的煤炭行业, 将很大程度限制 2015 年煤炭价格的下跌空间。

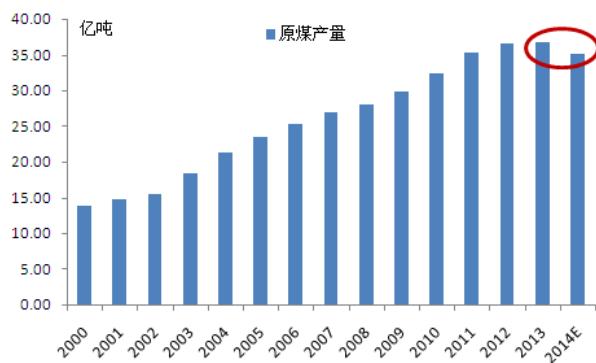
三 炼焦煤供给过剩，但产量收缩速度已超下游

3.1 炼焦煤产量持续增加，供给充裕

炼焦煤是煤炭中粘性较强的品种，通常原煤经过开采、洗选、配煤后达到相应指标后，可用于炼焦。我国原煤产量在煤炭行业的“黄金十年”中也呈现爆发式增长，2013年产量达到36.8亿吨，该产量也成为近年来峰值。由于2014年需求严重下滑，行业景气程度严重萎靡，在“救市”政策紧缩供给和限产行动的共同作用下，原煤产量已经较去年出现下滑，预计全年产量为35.1亿吨，同比下降4.62%，煤炭产量拐点已经显现。预计2015年在政策加码和大企业联合限产保价的作用下，原煤产量将进一步下滑，而下游炼焦煤产量也将呈现下滑趋势。

炼焦煤在煤炭产品中所占比重很低，一直以来被视为稀缺资源，因此在产业扶持力度上也一直较强。炼焦煤是生产焦炭的主要原料，一般生产1吨焦炭约消耗炼焦煤1.32吨，炼焦煤成本占焦化企业总成本75%-90%。近年来炼焦煤产量逐步攀升，占原煤产量比重也逐年增加。其中2012年、2013年产量分别为5.40亿吨和5.70亿吨，2014年1-10月炼焦煤产量为4.84亿吨，预计全年总产量将达到5.82亿吨，产量将达到近年来最高水平。而终端需求疲软将限制炼焦煤产量，预计2015年炼焦煤产量将出现小幅下降。

图 8: 我国原煤年产量



来源：WIND，东兴期货研发中心

图 9: 原煤、炼焦煤产量及炼焦煤产量占原煤产量比重



来源：WIND，东兴期货研发中心

3.2 炼焦煤进口略有回落，仍维持高位

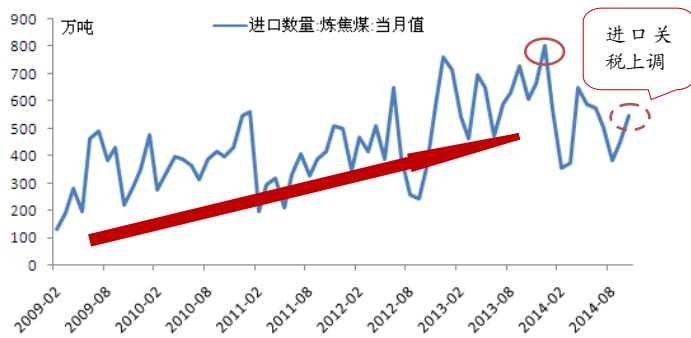
随着我国2008年开始对炼焦煤进口施行零关税，我国由炼焦煤净出口国转为净进口国，且进口量呈逐年增加趋势。炼焦煤进口量自2013年12月达到创纪录的801.57万吨，今年以来由于下游需求疲弱，国内炼焦煤库存处于绝对高位，进口量开始有所放缓。2014年1-10月进口累计4986.50万吨，同比下降17.98%。但我国炼焦煤对外依赖度仅为10%-15%，需求弹性

较大。

10月8日，国务院关税税则委员会发布《国务院关税税则委员会关于调整煤炭进口关税的通知》，通知规定自2014年10月15日起，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率，分别恢复实施3%、3%、6%、5%、5%的最惠国税率。税率调整导致10月炼焦煤进口量大幅回升至544.19万吨。税率上调导致中国炼焦煤最大进口国澳大利亚出口成本上升，澳洲煤企生存状况恶化。为免除向中国出口煤炭关税，澳洲加速与中国进行自由贸易谈判，并于2014年11月17日与中国签署自由贸易协定意向书，炼焦煤进口关税立即免除，其他煤种的进口关税也将逐步免除。

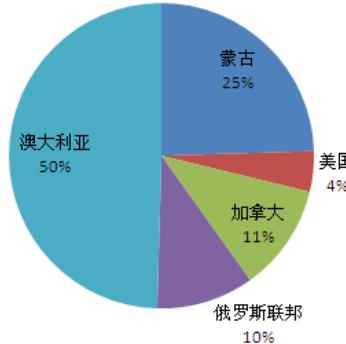
从炼焦煤进口来源地来看，我国炼焦煤进口主要来自于澳大利亚、蒙古、加拿大、俄罗斯和美国。今年1-10月，自澳大利亚和蒙古进口的炼焦煤总量达到进口总量的75%。其中，1-10月中国累计从澳大利亚进口炼焦煤2408万吨，同比增长2.8%。从蒙古国进口炼焦煤1190万吨，同比下跌3.1%，为连续第三年同比下滑。

图 10: 我国炼焦煤月度进口量



来源：WIND，东兴期货研发中心

图 11: 我国炼焦煤进口来源地份额 (按国别)



来源：WIND，东兴期货研发中心

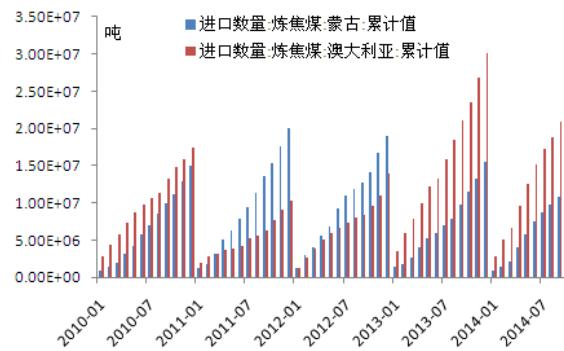
2013年以来，由于澳洲炼焦煤煤质精良，性价比高，进口量呈现爆发式增长，澳洲已超越蒙古成为我国最大的炼焦煤进口来源地。今年以来，澳洲炼焦煤价格延续跌势，从去年的均价147美元/吨下跌至今年的120美元/吨，跌幅达18.4%。我国虽然需求有所下滑，但视炼焦煤为稀缺战略资源，依然加大了对澳洲炼焦煤的进口力度，2015年若需求转暖，澳洲炼焦煤进口量仍将保持增长。蒙古国炼焦煤进口受运力和运输成本双重限制，加之需求不足，进口量延续小幅下降。2015年，国际炼焦煤市场供给仍将保持宽裕格局，如需求不出现大幅度萎缩，炼焦煤进口仍将维持高位。

图 12: 2014 年炼焦煤进口量及均价 (按国别)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

图 13: 我国炼焦煤月度进口量 (自澳大利亚、蒙古国)



来源: WIND, 东兴期货研发中心

3.3 炼焦煤供给收缩速度超越消费，但供给仍然过剩

由于实体经济仍处于下行区间，下游需求疲弱，价格大幅下跌，炼焦煤产量增速已经明显放缓，进口量也出现大幅萎缩，总供给收缩速度已经超过消费收缩速度，供应过剩局面较去年已经得到适当缓解，但过剩绝对量仍然处于高位。

预计 2015 年在供需两端同时收缩的背景下，供给端的收缩速度将明显快于消费端，供给过剩局面将得到进一步缓解，供应过剩绝对量也将进一步收缩，炼焦煤价格跌幅也应较 2014 年有所收窄。

表 5: 炼焦煤供需平衡表

	产量 (万吨)	同比增速	进口量 (万吨)	同比增速	总供给 (万吨)	同比增速	消费量	同比增速	出口量 (万吨)	供需缺口 (万吨)
2014E	57952.45	1.96%	5836.5	-22.59%	63788.95	-1.17%	62,807.21	-0.81%	74.85	906.89
2013	57004.65	5.62%	7540.01	40.65%	64544.66	8.78%	63,318.99	5.83%	111.12	1114.55
2012	53971.70	0.75%	5,361.02	20.06%	59332.72	2.23%	59,833.38	1.12%	130.84	-631.50
2011	53571.00	7.47%	4,465.43	-5.54%	58036.43	6.34%	59,172.00	12.08%	359.40	-1494.97

来源: WIND, 东兴期货研发中心

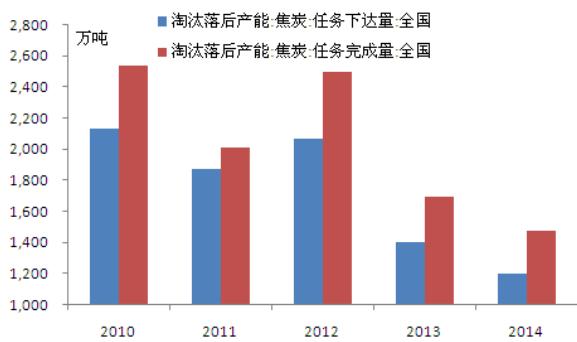
四 焦化企业盈利恶化，倒逼焦化企业收缩供给

4.1 新增产能逐步释放，落后产能淘汰力度减弱

为推进产业结构调整、优化、升级，焦化行业近年来大力推行兼并重组，资源整合，落后产能淘汰。2014年1-10月，焦化行业累计完成淘汰落后产能1473万吨，超额完成任务22.75%，但落后产能淘汰力度较此前几年有明显放缓。

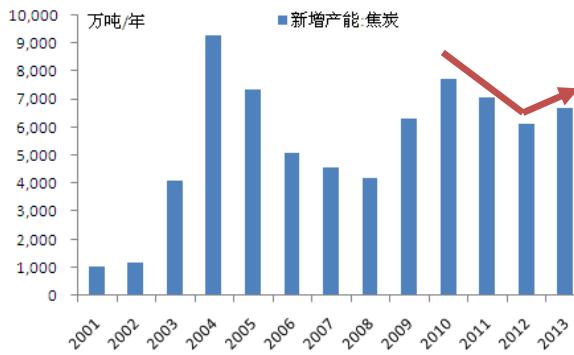
2010-2012三年间，焦化行业新增产能增速已经逐渐放缓，但2013年新增产能6691.58万吨，新增产能再次加速上行，预计这部分新增产能将在2014年后陆续释放，给供给端带来新的压力。

图 14: 焦化行业落后产能淘汰情况



来源：WIND，东兴期货研发中心

图 15: 焦化行业年度新增产能



来源：WIND，东兴期货研发中心

4.2 焦炭产量收缩快于下游，但过剩格局依然严峻

焦化行业在煤炭“黄金十年”中也得以迅猛发展，焦炭产量每年都创出新高，今年1-10月我国焦炭产量为39510万吨，预估全年产量将达到47260万吨，较2013年的47635.51万吨有小幅下降，但仍然处于绝对高位。产量增速自今年3月以来也一直保持收缩，维持负增长，基于此，我们也看到焦炭供给端的积极变化。

焦炭作为钢铁工业主要原料，约90%焦炭用于高炉炼铁，下游生铁产量近年来一直保持快速增长。今年以来生铁产量增速虽然已经大幅下滑，1-10月累计产量增速仅为0.10%，全年产量预计也将达到71802万吨，超过2013年的70897万吨。

结合生铁与焦炭二者产量综合来看，产量增速同时放缓，而焦炭产量已经率先出现负增长。焦炭与生铁2014年产量将出现一降、一升，供给过剩格局将得到缓解。

另外，从入炉焦比角度分析，焦炭仍处于过剩区间。据公开信息显示，目前我国大中型钢厂平均吨铁入炉焦比约为0.37，而小型钢厂吨铁入炉焦比约为0.55，综合吨铁入炉焦比约为

表 6: 入炉焦比

入炉焦比	
高炉每冶炼一吨合格生铁所耗用焦炭的吨数。	
高炉炼铁的技术经济指标之一，反映高炉炼铁原料、燃料、设备和技术操作水平的重要技术经济指标。	
大中型钢厂入炉焦比	0.55
小型钢厂入炉焦比	0.37
综合入炉焦比	0.50

来源：钢厂网站，中国钢铁新闻网，东兴期货研发中心整理

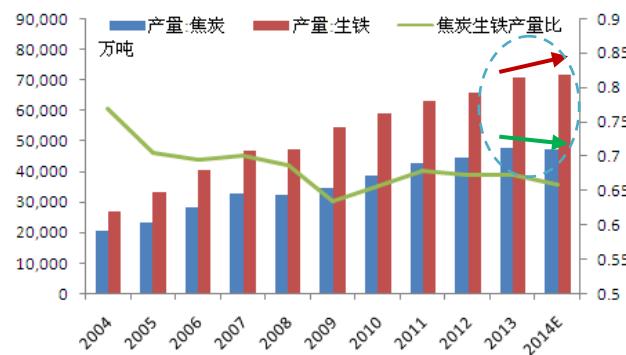
0.50 左右。2014 年焦炭生铁产量比值连续第三年出现下降，预计全年焦炭生铁比将达到 0.658，若按 90% 焦炭用于高炉炼铁粗略估算，从产量端预估的吨铁入炉焦比为 0.592，远高于 0.50 的实际水平。焦炭仍处于过剩区间。

图 16: 我国焦炭产量及累计同比



来源：WIND，东兴期货研发中心

图 17: 焦炭、生铁年产量及焦炭生铁产量比



来源：WIND，东兴期货研发中心

4.3 焦炭出口快马加鞭，但对供给过剩格局影响有限

2013 年 1 月 1 日起，我国取消焦炭出口关税，焦炭出口自 2013 年起开始大幅度增长。今年 1-11 月焦炭及半焦炭出口累计达到 749 万吨，同比增长 91.1%，预计全年出口将达到 850 万吨左右。而出口价格则一路走低，年内低点为 10 月份的 176.67 美元/吨。

虽然出口连创新高，但与 2014 年 4.73 亿吨（估算）的年产量相比仍然占比很小，所占比例仅为 1.80% 左右，对焦炭供给过剩局面影响不大。

图 18: 我国焦炭及半焦炭月度出口量及出口单价



来源：WIND，东兴期货研发中心

图 19: 我国焦炭出口量占产量比重



来源：WIND，东兴期货研发中心

4.4 焦化企业盈利恶化，亏损状况短期难以扭转

自 2014 年 3 月开始，焦化企业利润总额转为负值，并成逐月扩大趋势，2013 年以来的盈利局面被扭转。今年 1-10 月，焦化行业累计利润总额为 -44.73 亿元，同比巨幅下滑 912.76%。但值得一提的是，1-10 月累计利润总额较 1-9 月的 -47.16 亿元已有所收窄，亏损状况好转的持续性有待于观察，也给后续焦炭价格走势留下想象空间。

从主营收入 2000 万元以上规模的炼焦企业亏损状况来看，一方面规模企业正在逐步减少，2014 年 10 月规模企业家数为 655 家，较 2013 年 10 月的 716 家减少 61 家，同比减少 8.52%。另一方面亏损焦化企业占比较去年也大幅提高，2014 年 10 月亏损焦化企业比例为 50%，较去年同期上升 4%。

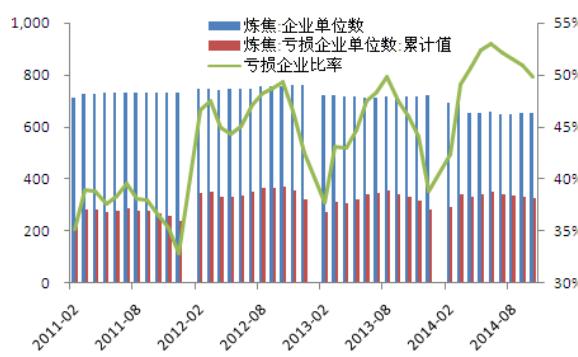
从 2014 年焦化企业亏损比例走势来看，6 月达到的 53%，为年内峰值。此后亏损比例逐步走低，一方面因为焦炭价格本身下跌速率的逐步放缓，另一方面原因为上游炼焦煤下跌带来的成本下降，由于焦炭价格已经出现企稳迹象，亏损焦化企业比例有望继续降低。

图 20: 我国焦化企业月度利润总额及累计同比



来源：WIND，东兴期货研发中心

图 21: 规模焦化企业数量及亏损比例



来源：WIND，东兴期货研发中心

4.5 下游钢厂仍有利润，焦化企业开工率维持稳定

今年以来，虽然焦炭价格出现大幅下跌，但焦化厂开工率并未出现大幅波动，基本全年维持稳定水平，仅在 11 月初 APEC 领导人峰会期间，由于政策限产出现了一次短时间的大幅下滑。其中，大型焦化企业凭借成本优势和规模效应，开工率基本维持在 85%-90%，中小型焦化企业开工率基本维持在 71%-76%。

焦化企业开工率维持稳定的原因在于下游钢厂需求的稳定。虽然今年以来黑色产业链中各环节产品价格都经历了大幅下跌，但钢材产品价格下跌幅度较原材料(尤其是铁矿石)相对较小，

因此钢厂仍然能够维持盈利。即使产成品库存已经偏高，因为仍然有利可图，所以钢厂依然维持较高的高炉开工率。一方面钢材下游房地产、基建、汽车等行业需求逐步放缓，另一方面钢材库存不断升高，一弱一强促使钢材价格逐步下跌，从而传导至中上游品种，对其价格形成压制。

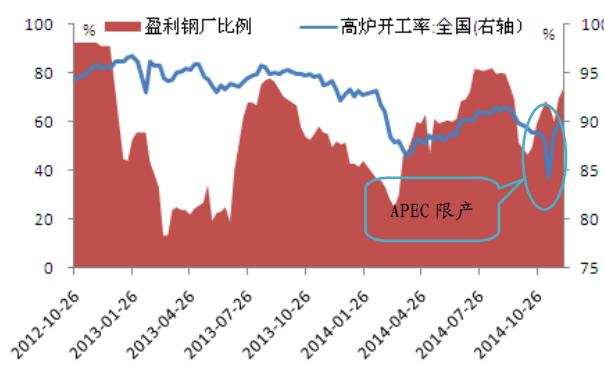
预计 2015 年，宏观经济仍将处于下行周期，房地产行业保持疲弱将是大概率事件，若钢企依然维持目前的产量和开工率，钢材价格将继续走低，价格趋势也将向焦炭、焦煤等中上游品种传导。但受到环保监管力度加强和落后产能淘汰加速等措施影响，钢材供给将有效压缩，对身处中上游的焦煤、焦炭消费影响负面，但价格趋势或向上游传导。

图 22: 我国焦化企业开工情况



来源：WIND，东兴期货研发中心

图 23: 我国高炉开工情况及盈利钢厂比例



来源：WIND，东兴期货研发中心

4.6 从供需角度来看，螺纹钢/焦炭比价仍将继续回落

螺纹钢/焦炭比价今年走出“过山车”行情，1-6 月螺焦比价单边上涨，自年初的 2.39 一路上涨至 3 月下旬的 2.76 出现年内第一次高点，在经过近 3 个月的调整之后，自 6 月下旬再次上涨，8 月初第二次出现年内高点 2.82，此后比价大幅暴跌，10 月末跌至年内低点 2.33 后企稳，11 月以后维持窄幅震荡，最近比价在 2.43 附近。

从两个品种价格角度分析，年初原材料价格的“断崖式”重挫及钢厂开工率偏低导致的钢材价格相对坚挺，是螺焦比价出现第一个高点的主要原因。随着钢厂开工率的不断回升，需求复苏，原材料价格在底部企稳，螺焦比价在高位维持震荡。由于钢厂利润可观，钢厂开工率维持较高水平，产量、库存压力逐步显现，加上需求端疲弱对钢材价格形成明显压制，钢材价格的主动性下跌，促使螺焦比价大幅跳水。进入 11 月，螺焦比价几乎回到年初水平，上下游产品价格均逐步企稳。

结合前文供需面分析，预计焦炭 2015 年供给收缩速度将

快于下游螺纹钢，而需求面短期内难有明显改观，因此判断螺焦比价将继续下行，或在钢价跌至盈亏平衡点附近企稳。

图 24: 螺纹钢/焦炭比价走势



来源: WIND, 东兴期货研发中心

五 2015年焦煤、焦炭行情展望

展望 2015 年，实体经济仍然面临下行风险，房地产市场走势依然悲观，需求端疲弱仍然会给黑色产业链产品价格带来沉重压力。值得一提的是，2014年下半年，政府针对房地产需求端出台的一系列救市政策以及年底央行的不对称降息，给 2015 年经济发展趋势的好转带来一线希望。

在供给过剩的背景下，从整条黑色产业链已经开始自上而下收缩供给的过程中不难发现，上游炼焦煤的收缩速度最快，政策支撑力度也最强，其次是中游的焦炭，最慢的是下游的生铁。如果需求端不出现明显的改善，焦煤、焦炭价格无疑将继续向下寻底，但供需矛盾的改善将限制焦煤、焦炭的下跌幅度。随着供给端的不断收缩和需求端的缓慢复苏，供需两端最终将达到弱平衡，焦煤、焦炭价格也将缓慢回升。

因此，2015 年我们对于焦煤、焦炭走势的判断为前低后高，出现平坦的“V”型走势概率较大。低点可能出现在一季度末或者二季度初。我们认为品种间强弱关系仍将与 2014 年吻合，即焦煤价格走势要略强于焦炭。

综上所述，2015 年焦煤指数主要运行区间应在 700-850，焦炭指数较焦煤略微悲观，主要运行区间应在 900-1150。

免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。