

# 双焦：供需宽松格局下的寻底之路

投资观点： 看空

报告日期 2024-12-23

## ● 回顾 2024 年：

钢材需求表现低迷，受一季度主产地安全检查严格影响，国内焦煤供给前低后高，全年产量较低，不过在进口煤的积极补充下，焦煤整体供需偏向宽松，同时焦炭产能保持过剩，产能利用率维持较低水平，以成本+微利定价为主。

## ● 展望 2025 年：

钢材需求仍有下行压力，对应炉料需求或继续承压，在 2024 年国内焦煤产量较低的基础上，2025 年国内焦煤供给或有增量空间，进口数量也有望维持高位，同时焦炭产能延续新增态势，在边际供增需减的作用下，碳元素本就偏宽松的供需格局将进一步走弱，带来较大的现实压力，预计全年焦煤焦炭价格重心将进一步下移，继续寻找底部支撑。

## ● 投资建议：单边逢高布空，贸易商择机期现正套

● **风险提示：**国内煤矿生产政策变化，进口政策变化，政策刺激下钢材需求超预期，降碳、粗钢调控等政策导致钢厂减产力度加大。

焦煤焦炭（JM/J）

年度报告

分析师：张宝慧

从业资格号：F0286636

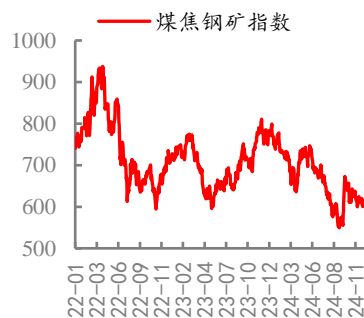
投资咨询号：Z0010820

分析师：董子勳

从业资格号：F03094002

投资咨询号：Z0020036

## Wind 煤焦钢矿指数走势



数据来源：Wind

## 往期相关报告

- 1、【ITF-双焦】库存数据点评：供应充裕，库存压力依然较大 20241213
- 2、【ITF-双焦】供需宽松延续，关注会议落地后市场反馈 20241209
- 3、【ITF-双焦】库存数据点评：焦煤产端中游累库压力依然较大 20241206

## 一、行情回顾：产业周期性下行，碳元素明显过剩

2024 年我国粗钢需求呈现负增长，同时炉料供需转向宽松，对应黑色系价格重心大幅下移，产业表现低迷，一是行业生态严重恶化，信用风险不断暴露，加上这几年的亏钱效应严重，使得产业蓄水池功能丧失，二是产业链各个品种都没有明显的供应瓶颈，向上弹性不足，三是政策面临诸多堵点，对钢材需求的带动效应较差。

接下来，我们按照时间顺序进行复盘：

一季度，市场开门不利，受地方政府“化债”影响，工地资金短缺导致终端需求启动较慢，黑色系价格开春即大幅下挫，使得市场损失惨重，好在当时炉料成本支撑仍相对坚挺，山西煤矿生产以“保安全”为主，供给收紧对焦煤价格形成支撑，加上终端需求虽然启动缓慢，但还是逐渐恢复，黑色系价格在二季度低位反弹。

但好景不长，地产下行大背景下，基建增速也有所放缓，黑色系终端需求负增长压力较大，三季度市场重回下跌趋势，并蔓延至全产业的流动性、信用危机，产业生态恶化，同时钢材和焦煤的大量交割也引起市场关注，连续几个合约都在临近交割月受大量仓单影响大幅下跌，黑色系估值创疫情后新低。

四季度，市场回归了政策交易的节奏，在黑色系估值偏低的基础上，9.26 政治局会议成为标志性拐点，会议强调“要促进房地产市场止跌回稳”，“要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层‘三保’工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用”，黑色系应声上涨，前期产业持续下行积累的大量空单，在宏观预期和节日效应的配合下，放大了价格弹性，形成轧空行情。

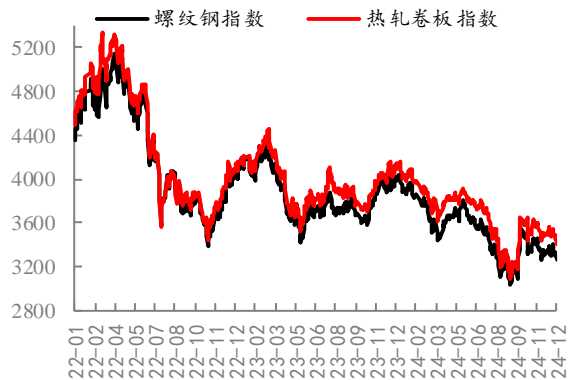
不过，对于商品来说，预期推动的上涨还需要现实配合，短暂的空单回补无法带来持续的上涨，“更加宽松”的财政政策还要“将不新增隐性债务作为‘铁的纪律’”，国庆节后黑色系再次下跌，焦煤供需明显过剩的格局也逐渐被市场关注（国内弥补一季度焦煤减量+进口煤创新高），叠加蒙煤爆库影响交割，焦煤焦炭成为板块中空配首选，期现共振下跌，不断创下新低。

图表 1、煤焦钢矿指数



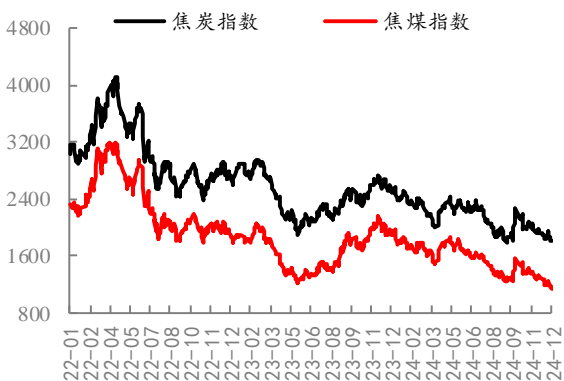
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、螺纹钢热轧板卷指数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 3、焦煤焦炭指数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、铁矿石指数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

现货方面，煤焦现货持续阴跌，创近年新低，焦炭提涨提降幅度由 100/110 元收窄至 50/55 元，由于预期不佳，下游补库谨慎，使得产端和中游库存持续累积，焦煤部分品种面临流动性问题。

图表 5、焦煤焦炭提涨提降价格走势（元/吨）

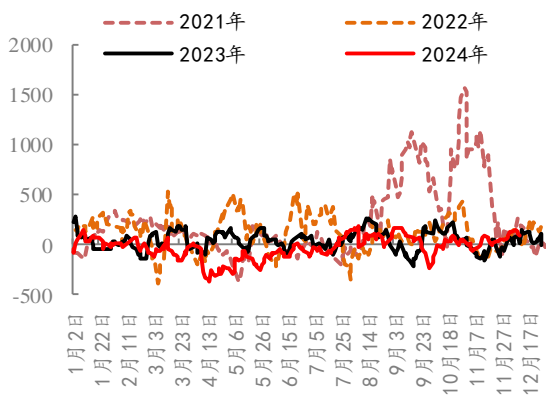
日期	轮次	幅度	累计	结果	吕梁准一出厂	炼焦煤价格指数	唐山蒙古主焦	集港成本仓单
2024/1/2	提降 1 轮	-100	-700	下游接受	2210	2149.5	2180	2605
2024/1/10	提降 2 轮	-100		下游接受	2110	2072	2120	2497

2024/2/19	提降 3 轮	-100		下游接受	2010	2037.1	2015	2390
2024/2/27	提降 4 轮	-100		下游接受	1910	2003.8	2000	2282
2024/3/12	提降 5 轮	-100		下游接受	1810	1847.9	1960	2175
2024/3/20	提降 6 轮	-100		下游接受	1710	1677.2	1820	2067
2024/3/28	提降 7 轮	-100		下游接受	1610	1615.8	1755	1960
2024/4/8	提降 8 轮	-100		暂未落地	1510	1531.2	1755	1852
2024/4/17	提涨 1 轮	100		下游接受	1610	1637	1830	1960
2024/4/22	提涨 2 轮	100		下游接受	1710	1663.6	1830	2067
2024/4/25	提涨 3 轮	100	400	下游接受	1810	1709.5	1900	2175
2024/4/30	提涨 4 轮	100		下游接受	1910	1717.5	1870	2282
2024/5/7	提涨 5 轮	100		暂未接受	1910	1742.8	1870	2282
2024/5/21	提降 1 轮	-100		下游接受	1810	1717.9	1890	2175
2024/6/12	提降 2 轮	-50	-150	下游接受	1760	1706.1	1830	2121
2024/6/26	提涨 1 轮	50	50	下游接受	1810	1685.4	1820	2175
2024/7/29	提降 1 轮	-50		下游接受	1760	1638.5	1890	2121
2024/8/3	提降 2 轮	-50		下游接受	1710	1603.3	1890	2067
2024/8/9	提降 3 轮	-50		下游接受	1660	1549.2	1720	2013
2024/8/15	提降 4 轮	-50		下游接受	1610	1504.3	1720	1960
2024/8/20	提降 5 轮	-50	-400	下游接受	1560	1465.4	1720	1906
2024/8/23	提降 6 轮	-50		下游接受	1510	1430.5	1720	1852
2024/8/29	提降 7 轮	-50		下游接受	1460	1418.7	1700	1798
2024/9/10	提降 8 轮	-50		下游接受	1410	1424.7	1690	1745
2024/9/19	提涨 1 轮	50		下游接受	1460	1423.1	1620	1798
2024/9/26	提涨 2 轮	50		下游接受	1510	1443.2	1620	1852
2024/9/30	提涨 3 轮	50	300	下游接受	1560	1476.8	1620	1906
2024/10/4	提涨 4 轮	50		下游接受	1610	1476.8	1620	1960
2024/10/8	提涨 5 轮	50		下游接受	1660	1513.8	1550	2013
2024/10/15	提涨 6 轮	50		下游接受	1710	1566	1590	2067
2024/10/23	提降 1 轮	-50		下游接受	1660	1531.8	1650	2013
2024/11/8	提降 2 轮	-50		下游接受	1610	1461.9	1520	1960
2024/11/18	提降 3 轮	-50	-200	下游接受	1560	1414.5	1585	1906
2024/12/9	提降 4 轮	-50		下游接受	1510	1368.7	1530	1852

资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

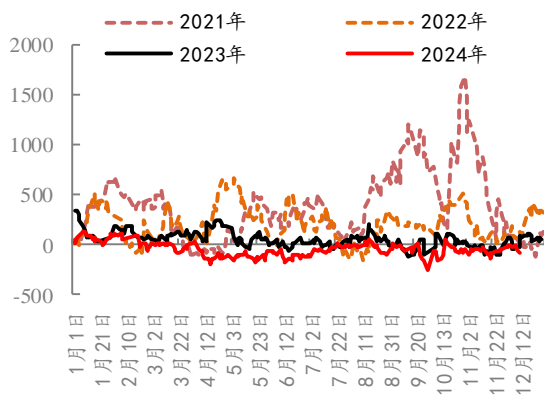
基差方面，市场整体呈现反套结构，多数时间盘面升水现货，远月升水近月，对于贸易商来说，能找到不少期现正套入场的机会，尤其是焦煤，受品种结构性问题影响（蒙煤交割资源过多+澳煤价格加速下跌），期货在临近交割月往往表现更弱，这极大地激发了产业参与期货套保交割的积极性。

图表 6、焦煤基差（元）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

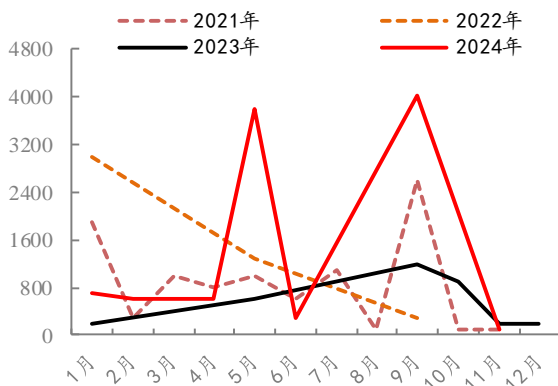
图表 7、焦炭基差（元）



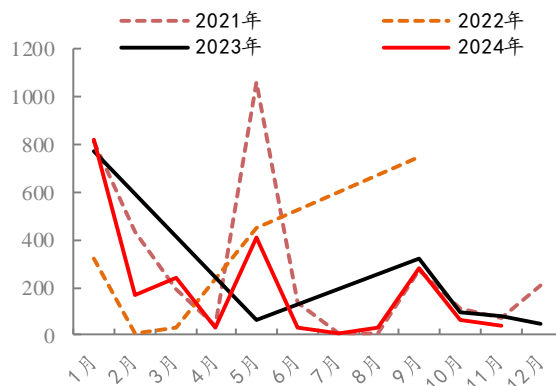
资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

交割方面，产业参与期货套期保值和交割的积极性较高，1-11月焦煤交割10700手（折合现货64.2万吨），同比增长224%，其中焦煤2409合约滚动交割量达到24万吨，创历史新高，焦煤主流交割品依然是进口蒙煤，山西煤和海运煤参与度也明显提高，其中山西煤交割10.2万吨，在JM2409单月合约占比达到37%。而焦炭受盘面限仓影响交割量相对较小，但也明显增长，且实现连续交割，1-11月焦炭交割2120手（折合现货21.2万吨），同比增长59%，主流交割品仍为港口湿熄焦。

图表 8、焦煤交割量（手）



图表 9、焦炭交割量（手）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

资料来源：Wind、国贸期货研究院

## 二、钢材需求：同比降幅或收窄

### 1. 地产、基建双双熄火，外需支撑制造业增长

2024 年 1-11 月地产投资累计同比下降 10.4%，新开工、施工、竣工、销售面积累计同比增速分别为-23.0%、-12.7%、-26.2%、-14.3%，其中竣工端变化最大，由 2023 年的高速增长转为大幅下跌，表明 2021 年以来拿地、新开工的断崖式下跌终于传导至产业链末端，而且从单月数据来看，地产持续下行对钢材需求的拖累仍在扩大，在上年同期基数未抬升的背景下，11 月房地产投资降幅再度扩大，可能原因是前期楼市低迷，房企销售回款承压，尽管 9.26 政治局会议明确提出房地产“止跌回稳”后，地产销售有所回暖，但房企仍以积极去库存为主，拿地和新开工仍偏谨慎，对地产用钢需求形成拖累。

2024 年基建表现也明显低于市场预期，1-11 月基建投资（不含电力）同比增速仅为 4.2%，增速较前两年明显下滑，主要原因：一是资金紧缺，基建资金当中有较大比重来源于政府性基金，而政府性基金收入主要来源于土地出让收入，1-10 月政府性基金收入为 3.5 万亿，同比下降 19%，累计收入完成度仅为 50.1%、创下 2015 年以来最低水平；二是受制于收益的考量，合适的项目储备不足，据 Mysteel 不完全统计，2024 年 1-11 月全国开工项目总投资额约 29.39 万亿元，较 2023 年同期的 45.82 万亿元下降了 16.43 万亿元。

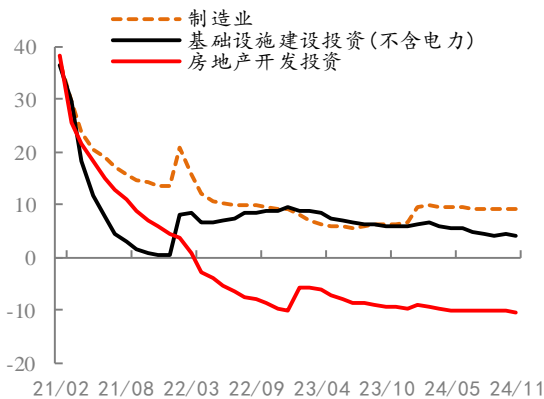
地产和基建双双熄火，是 2024 年钢材需求转负的主要原因，好在制造业仍维持较高增长，支撑起了整体用钢需求，1-11 月制造业投资同比增长 9.3%，领跑三大投资板块，是稳增长的主要动力，同时出口支持下，国内各主要工业品产量也维持增长，有效带动了制造业用钢需求，其中 1-10 月汽车产量达 2466.1 万辆，同比增长 3.0%，空调、冰箱、洗衣机和彩电四大家电产量同比增长分别为 8.2%、8.5%、6.7%和 2.7%，前三季度全国造船完工量 3634 万载重吨，同比增长 18.2%。

另外，钢材直接出口也是消化国内过剩产能的重要途径，1-11 月中国出口钢材 1.0 亿吨，同比增长 22.6%，但这部分主要是以价换量，难以形成实质性利好。

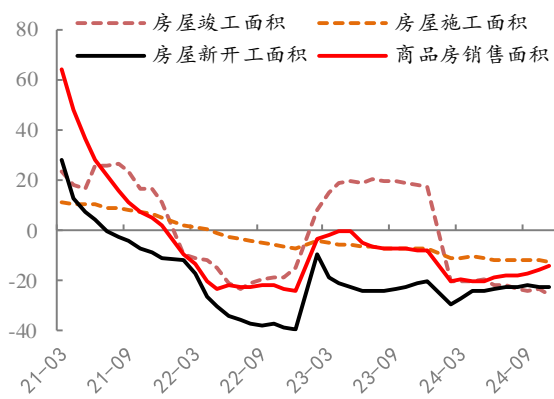
图表 10、三大门类固定资产投资同比增速(%)

图表 11、地产链条全面下行(%)



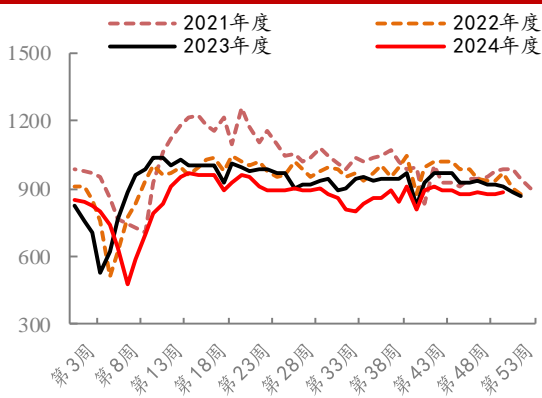


资料来源：Wind、国贸期货研究院



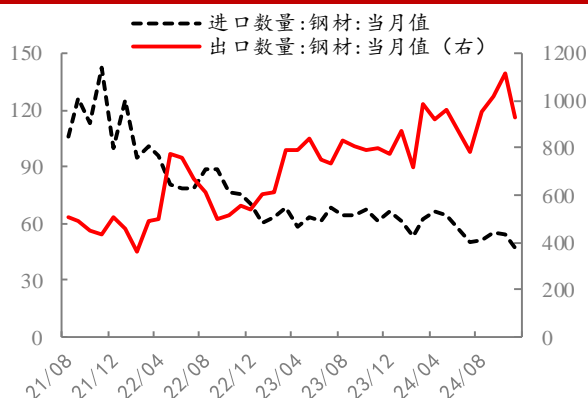
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 12、五大材表观需求（万吨）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 13、钢材进出口情况（万吨）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

## 2. 政策托底对抗周期下行，钢材需求同比降幅或收窄

9.26 政治局会议提出房地产“止跌回稳”，12 月政治局会议和中央经济工作会议都再次强调了要“稳住楼市”，政策对地产行业较为友好，但从产业长周期的诸多问题来看，当下应当强调的更多是“控量保价”而非“量价双升”，目前出台的诸多政策主要是刺激地产销售端，地产销售的企稳是打破“房价下跌-销售下滑”的螺旋式负反馈的第一步，随着销售回稳，未来新开工也有望转正，进而传导到地产用钢需求，但目前这个传导路径还很长，特别是前期的低拿地和低开工，将继续对 2025 年的施工和竣工面积形成较大压力，拖累地产用钢需求。

政策强调的另一个点是宽财政（更加积极的财政政策），面对经济内生动力不足，宽财政是 2025 年国内稳增长的必由之路，但为了防止再次埋下“隐形债务”隐患，本轮宽财政预计还是会“将不新增隐性债务作为‘铁的纪律’”，同时考虑目前国内产能过

剩压力较大，本轮宽财政对投资端的拉动效果或远不如前几轮。

11月人大常委会批准了6+4万亿的化债方案(包括增加6万亿元地方政府债务限额用于置换存量隐性债务,和连续5年每年从新增地方政府专项债中安排8000亿来化债),这一举措能够推动地方政府释放更多的稳增长动能,增加流向实体经济的资金,但需要注意的是,这并非宽信用,反而会带来新增信贷的降低,11月社融口径人民币贷款同比少增0.6万亿,大部分就是化债影响,同时地方城投平台在化债期间融资也将持续受限,或对基建投资形成一定压力。

另外,2025年外需或面临诸多风险,特朗普上台,“贸易战2.0”即将开启,各国“双反”沸反盈天,同时欧洲及其他非美消费国PMI持续低于荣枯线,外需走弱压力较大,或影响我国制造业增长,导致钢材间接出口下降。

基于上述考虑,我们认为2025年钢材需求仍将延续负增长态势,但降幅有望收窄至0-1%。其中地产用钢需求仍是拖累,但降幅有望收窄,出口可能会面临较大外部压力,这种压力会向制造业传导,对制造业投资和制造业用钢需求产生负面影响,不过受益于我国钢铁产业的成本优势和规模效应,钢材直接出口仍有望维持高位。变数较多的是基建,在“更加积极的财政政策”支持下,中央重点支持的“两重”“两新”项目建设有望促成增量需求,但同时地方政府的“化债”工作还在推进,资金也侧重于投向用钢系数偏低的板块,因此2025年基建发力的结构、节奏以及最终效果都存在很大的不确定性。

### 三、焦炭需求：下行压力较大

#### 1. 铁水产量：继续下滑，且可能受节能降碳政策影响

2024年铁水产量以市场化调节为主,随利润波动,受钢材需求负增长影响,铁水产量也同比下滑,1-11月全国生铁产量78277万吨,同比下降3.5%,降幅较粗钢明显扩大(1-11月粗钢产量92919万吨,同比下降2.7%),表明电炉钢产量占比进一步提升。

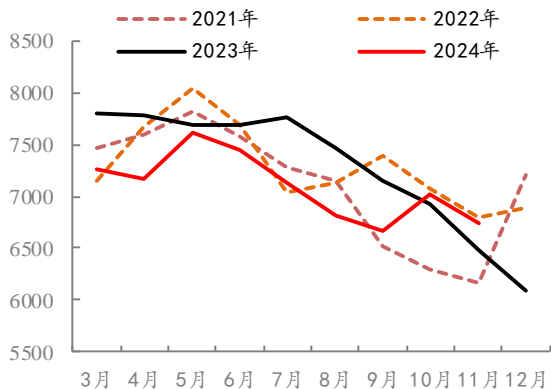
2024年钢联统计的247家钢厂日均铁水产量预计在229.6万吨,较2023年的239.9万吨减少10.3万吨,同比降幅为4.29%,降幅高于统计局数据。从数据变化来看,2024年钢厂对市场的反应更加迅速,产量根据钢材市场淡旺季和利润灵活调节,更加严格地以销定产,这也反映了当下市场蓄水池功能丧失,全产业链追求低库存运行的现状。

利润方面,产能过剩周期,钢厂利润维持较低水平,一、三季度亏损较多,四季度



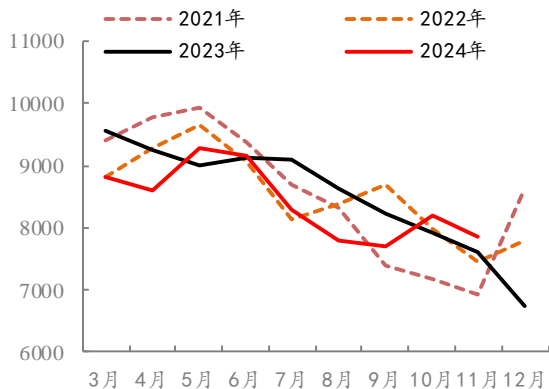
维持微利，全年钢厂盈利率均值在 35%附近，意味着六成以上钢厂面临长期亏损压力，钢铁行业竞争加剧。

图表 14、国内生铁产量（万吨）



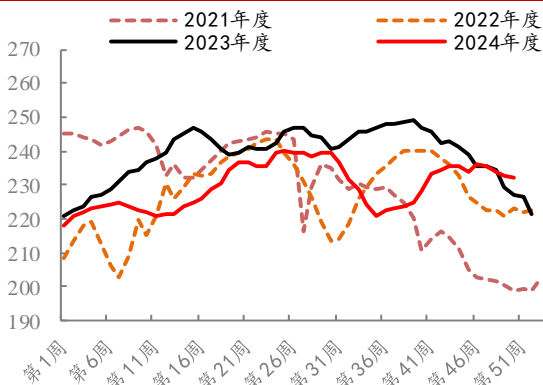
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 15、国内粗钢产量（万吨）



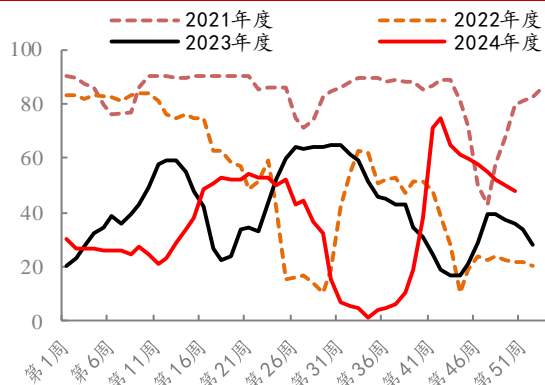
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 16、247 家钢厂日均铁水产量（万吨/日）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 17、247 家钢厂盈利率（%）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

展望 2025 年，基于钢材需求同比下降 0-1%的判断，预计钢铁企业市场化减产将加剧，铁水产量大概率继续下降，对应国内焦炭需求下降。《2024-2025 年节能降碳行动方案》指出，到 2025 年底，钢铁行业中“电炉钢产量占粗钢总产量比例力争提升至 15%，废钢利用量达到 3 亿吨”，“与 2023 年相比，吨钢综合能耗降低 2%左右”，据中国钢铁工业协会数据，2024 年 1-10 月重点统计钢铁企业累计总能耗同比下降 3.1%，吨钢综合能耗 546.78 千克标准煤，同比下降了 0.56%，吨钢综合能耗距目标还有较大差距，据鑫椏咨询测算，若电炉钢占比要达到 15%，2025 年电炉钢产量要同比增加 4000 万吨左右，难度较大，需要政策做适当倾斜，在节能降碳政策影响下，铁水产量下降幅度或更加明显，整体判断 2025 年铁水产量下降幅度在 1-3%，对应钢联日均铁水产量在 223-227

万吨。

图表 18、《2024-2025 年节能降碳行动方案》中钢铁行业相关内容

分类	具体表述
加强钢铁产能产量调控	严格落实钢铁产能置换，严禁以机械加工、铸造、铁合金等名义新增钢铁产能，严防“地条钢”产能死灰复燃。
	2024 年继续实施粗钢产量调控。
	“十四五”前三年节能降碳指标完成进度滞后的地区，“十四五”后两年原则上不得新增钢铁产能。
深入调整钢铁产品结构	新建和改扩建钢铁冶炼项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平。
	大力发展高性能特种钢等高端钢铁产品，严控低附加值基础原材料产品出口。
	推行钢铁、焦化、烧结一体化布局，大幅减少独立焦化、烧结和热轧企业及工序。
	大力推进废钢循环利用，支持发展电炉短流程炼钢。
加快钢铁行业节能降碳改造	到 2025 年底，电炉钢产量占粗钢总产量比例力争提升至 15%，废钢利用量达到 3 亿吨。
	推进高炉炉顶煤气、焦炉煤气余热、低品位余热综合利用，推广铁水一罐到底、铸坯热装热送等工序衔接技术。加强氢冶金等低碳冶炼技术示范应用。
	到 2025 年底，钢铁行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，全国 80%以上钢铁产能完成超低排放改造；与 2023 年相比，吨钢综合能耗降低 2%左右，余热余压余能自发电率提高 3 个百分点以上。
	2024-2025 年，钢铁行业节能降碳改造形成节能量约 2000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 5300 万吨。

资料来源：《2024-2025 年节能降碳行动方案》、国贸期货研究院

2. 焦炭出口：竞争加剧，但影响有限

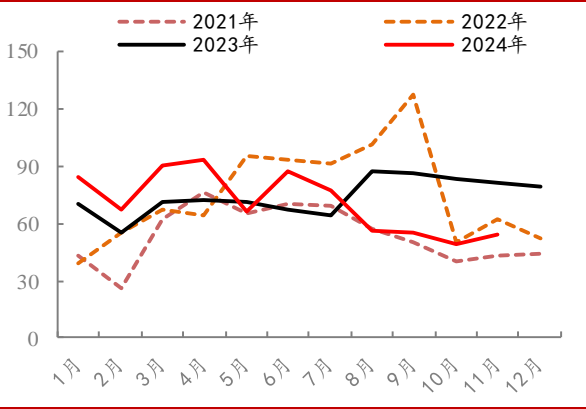
我国是焦炭净出口大国，2024 年 1-10 月中国焦炭出口数量为 723.6 万吨，同比增长 0.54%，进口数量仅为 8.5 万吨，焦炭净出口 715.1 万吨，不过出口量在我国焦炭总产量占比也仅为 1.62%，影响较小。从出口走势来看，2024 年国内焦炭出口前高后低，受海外需求低迷影响，下半年焦炭出口订单明显减少。

展望 2025 年，随着海外焦化产能进一步释放，我国焦炭出口竞争将更加激烈。据钢联调研统计，目前海外新增焦化项目产能约 3200 万吨，其中 1750 万吨新建项目集中在印尼，目前印尼在产焦化产能 1335 万吨，而高炉生铁产能 1500 万吨左右，折算焦炭需

求量 675 万吨，随着印尼焦化产能逐渐释放，印尼国内焦炭产量将明显过剩，成为新的焦炭出口大国（此前是我国焦炭的主要出口国），对我国焦炭出口形成较大冲击。

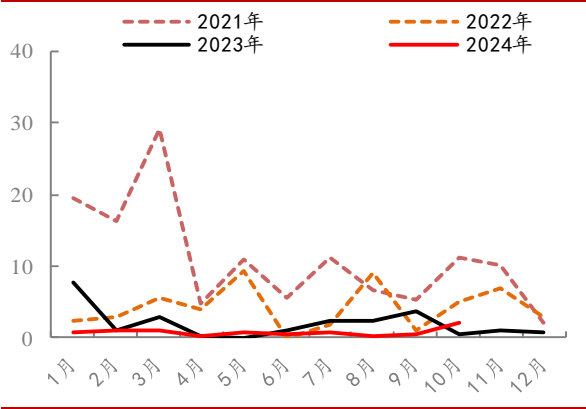
不过虽然 2025 年我国焦炭出口有走弱风险，但考虑到出口需求在我国总需求中占比较小，且海外接走出口订单后也有可能分流部分海运焦煤资源，因此出口走弱对我国焦炭市场影响预计有限。

图表 19、焦炭出口数量（万吨）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 20、焦炭进口数量（万吨）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 21、海外新增焦化产能（万吨）

序号	国家	新建焦化产能	占比	2024 出焦	规划新建生铁产能
1	印尼	1750	57%	422	1150
2	菲律宾	500	16%	0	1000
3	越南	300	10%	0	0
4	缅甸	200	7%	0	400
5	马来西亚	80	3%	10	630
6	蒙古国	60	2%	0	0
合计		2890			3180

资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

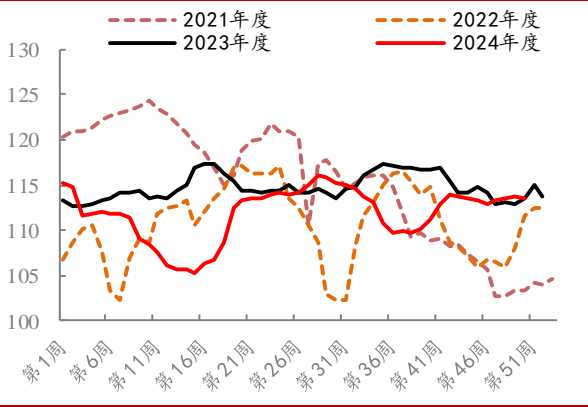
## 四、焦炭供给：产能继续过剩

2024 年 1-11 月全国焦炭产量达 44670.9 万吨，同比下降 0.9%，全年焦化行业产能平均产能利用率维持在 70% 左右，焦化产能延续过剩，且全年仍有净新增产能 1083 万吨，焦化利润继续收缩，维持在 0 轴附近运行，焦企以销定产，依据市场调节焦炭产量，政策和环保等因素影响有限。

展望 2025 年，焦化产能仍在扩张期，全年仍计划新增产能 1049 万吨，主要集中在

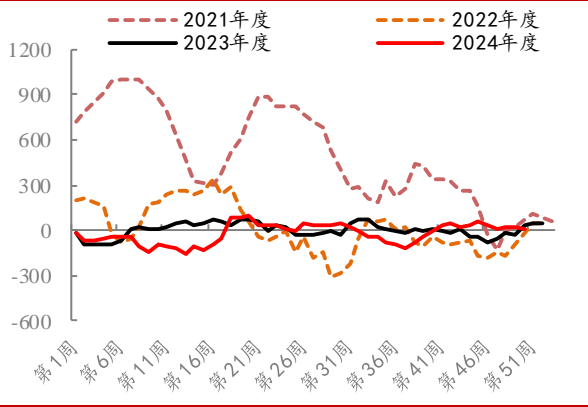
山西、河北、内蒙区域，淘汰产能预计在 1000 万吨左右，产能过剩格局仍将延续，行业平均产能利用率或继续在 70%附近，利润围绕 0 轴运行，产成品焦炭以成本+微利定价为主。

图表 22、焦炭日均产量（万吨）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 23、焦化利润（元/吨）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 24、2024 年焦化产能新增淘汰统计（万吨）

新增/淘汰	01 月	02 月	03 月	04 月	05 月	06 月	07 月	08 月	09 月	10 月	11 月	12 月	总计
淘汰	520						160	230	338	100		207	1555
新增	513	45	120	290	271	310	217		152	170.5	75	474	2637.5
净增	-7	45	120	290	271	310	57	-230	-186	71	75	267	1083

资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

## 五、焦煤供给：供给充裕，进口高强度涌入

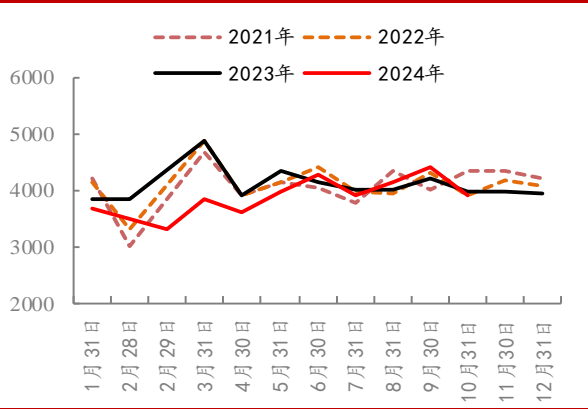
### 1. 国内供给：前低后高，下半年维持高位

2024 年全国焦煤供给前低后高，1-10 月全国炼焦煤精煤产量为 39021.45 万吨，同比下降 5.09%，主要是一季度山西安全检查严格，煤矿生产明显减量所致，考虑到严格的限产政策在一定程度上影响了当地产值，3 月 31 日山西省下发《2024 年山西省煤炭稳产稳供工作方案》，要求在确保安全生产前提下，全年煤炭产量稳定在 13 亿吨左右，随后山西主产区重心转向稳产保供，二季度开始煤矿复产明显加快，至三季度焦煤供给

回到高位，同比由负转正，到了四季度，高频数据显示煤矿仍在积极生产，以弥补前期减量，预计全年炼焦精煤减量将收缩至 2000 万吨。

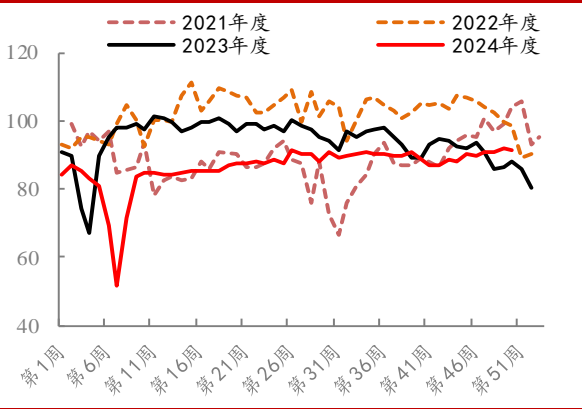
展望 2025 年，国家能源局指出全国煤炭产量要进一步增加，力争达到 48 亿吨左右，基于此，我们认为 2025 年国内煤矿生产政策将延续下半年以来的宽松态势，预计全年焦煤供给将维持在 2024 年下半年均值水平附近，对应全年炼焦精煤产量增量 500-1000 万吨，其中一季度焦煤供给同比明显增加。

图表 25、国内炼焦煤产量前低后高（万吨）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 26、523 家样本炼焦煤矿山开工率（%）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

2. 进口供给：高基数下仍有进一步增长空间

2024 年我国进口炼焦煤数量创历史新高，1-10 月全国炼焦煤进口数量达 9924.74 万吨，同比增长 23.26%，预计全年我国炼焦煤进口将达到 12000 万吨，同比增长 17.7%。分国别看，蒙古国仍是我国最大焦煤进口来源国，进口炼焦煤数量占比达 47.71%，俄罗斯次之，进口占比 25.83%，两者合计占比 73.54%，之后是加拿大、美国和澳大利亚。

展望 2025 年，我们预计焦煤进口数量仍有进一步增长空间，但考虑到当前基数已达历史新高，国内需求又有下行压力，增速或出现放缓，主要增量关注蒙古国和澳大利亚，预计在 1000 万吨左右，详见下文。

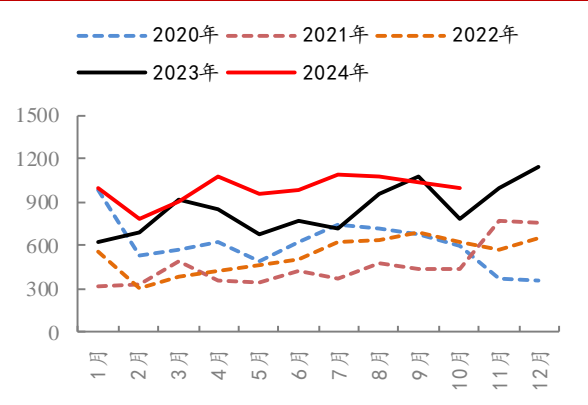
图表 27、中国 2024 年 1-10 月进口炼焦煤数量（万吨）

国别	2024 年	占比	2023 年	同比
蒙古国	4735.24	47.71%	4136.75	+14.47%
俄罗斯	2563.44	25.83%	2172.49	+18.00%
加拿大	716.15	7.22%	648.74	+10.39%

美国	847.87	8.54%	474.65	+78.63%
澳大利亚	695.49	7.01%	208.64	+233.35%
印尼	201.63	2.03%	305.44	-33.99%
其他	164.91	1.66%	105.04	+57.00%
合计	9924.74	100.00%	8051.75	+23.26%

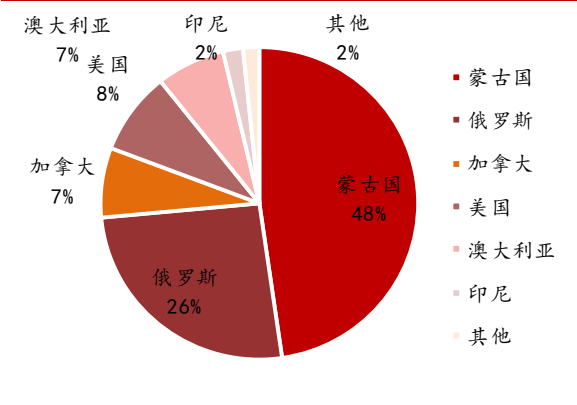
资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 28、焦煤进口数量（万吨）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 29、1-10 月中国进口炼焦煤国别占比



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

2.1. 蒙古煤：仍有增长空间，受煤质变化和口岸库容制约

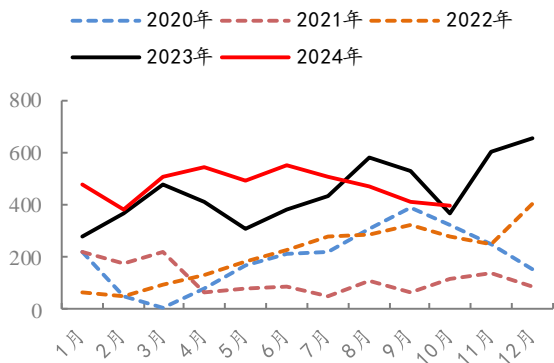
受地理位置影响，蒙古国焦煤基本只能进口到我国，在中蒙双方对口岸相关基础设施持续投入下，近年来我国进口蒙古焦煤数量呈现增长态势，2024 年 1-10 月蒙古焦煤进口数量达 4735.24 万吨，同比增长 14.47%，再创历史新高，截至 12 月 19 日，甘其毛都口岸累计通关过货量 4006.08 万吨，同比增长 10.06%，其中进口煤炭 3861.04 万吨，同比增加 10.02%，提前 12 天完成 2024 年通关过货预定目标。但与此同时，受国内需求低迷影响，蒙煤库存持续累积，至年底甘其毛都口岸监管区库存突破 400 万吨，贸易商出货压力较大，过高的库存已经开始影响正常通关。

展望 2025 年，考虑蒙煤开采成本较低，煤矿端利润仍较高，蒙方进口积极性较高，预计蒙煤长协价格将会明显下移让利，且随着中蒙主要口岸基础设施持续加强，通关效率继续提升，蒙古焦煤进口数量仍有进一步增长空间，但增量可能受蒙煤煤质变化以及口岸库容制约。

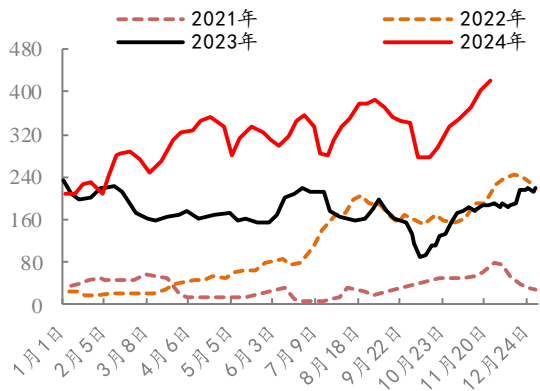
图表 30、蒙古焦煤进口数量（万吨）

图表 31、甘其毛都口岸监管区库存（万吨）



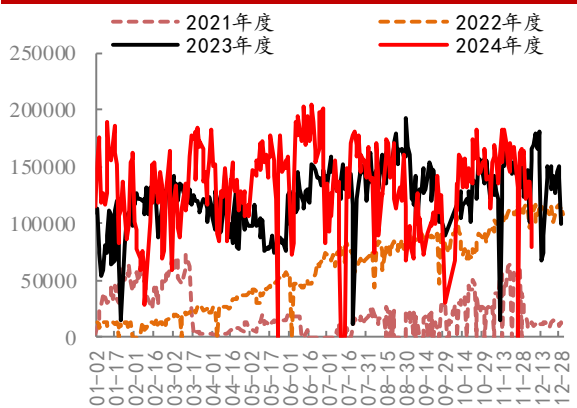


资料来源：Wind、国贸期货研究院



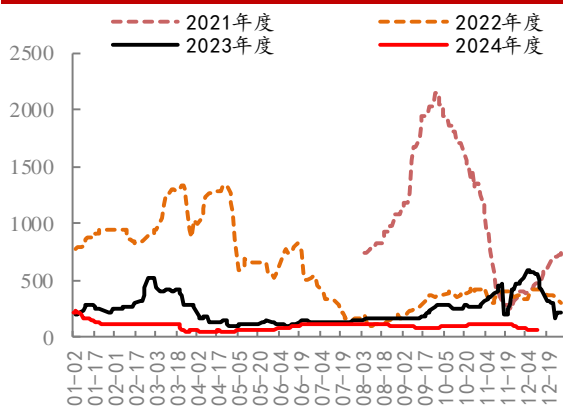
资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 32、甘其毛都口岸通关数量（吨）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 33、蒙煤进口短盘运输（元）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

## 2.2. 海运煤：俄煤或面临分流，澳煤增量可期

俄乌战争开启后，俄罗斯煤受制裁影响大量流向我国，成为我国第二大焦煤进口国，1-10月我国进口俄罗斯焦煤 2563.44 万吨，同比增长 18.00%。展望 2025 年，影响俄煤进口的因素多空交织，一方面近几年俄罗斯积极推进铁路建造项目，扩大向远东货运能力，同时自 12 月起取消了焦煤出口关税，但另一方面近期俄煤运输成本有所提高，取消关税带来的利多有限，且 2025 年俄乌战争有望结束，俄煤流向可能面临更多选择。综合来看，我们认为 2025 年俄煤进口数量仍将维持高位，但增量可能十分有限。

2024 年 1-10 月我国自澳大利亚进口炼焦煤 695.49 万吨，同比增长 233.35%，澳大利亚焦煤进口数量明显增长的原因，主要是受亚洲地区焦煤需求低迷影响（前三季度澳煤主要客户日本和韩国生铁产量均出现减量，同比-3.7%和-1.6%，印度同比增长 3.0%，明显不及预期），澳煤供需趋于过剩，长协用户开始持续转抛其长协采购量，使得澳煤价格快速下跌，国内外价差迅速走阔，进口窗口打开，一段时间内澳洲主焦煤还成为了

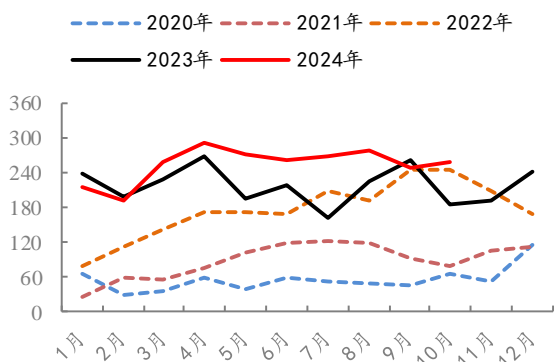
国内期货最便宜的交割品。

我们认为 2025 年澳煤进口增量有望继续大幅增长，一是亚洲地区铁水产量或延续弱势，澳洲主焦煤需求继续疲软，二是澳煤供应或有明显增长，据澳大利亚政府机构预测，随着澳大利亚炼焦煤产能进一步释放，2024-25 财年澳大利亚炼焦煤出口量将增加至 1.74 亿吨，供应增长远大于需求，澳煤过剩格局或加剧，进一步流向我国沿海地区。

至于美国和加拿大煤，主要跟随利润变动，预计整体变动不大，对市场影响较小。

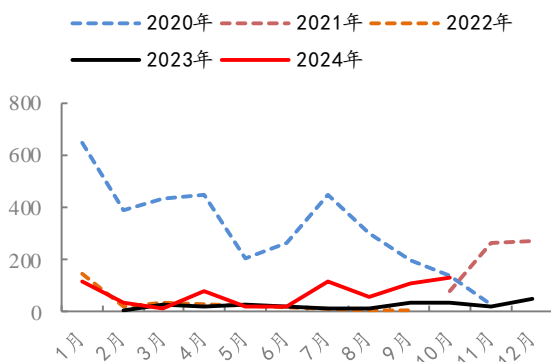
总的来说，海运煤市场是一个相对充分竞争的市场，除了俄煤近年受制裁流向受限外，其余品种都要在这个市场进行价格竞争，所以对 2025 年海运煤进口增量的判断，应主要关注各煤种的内外价差，那么考虑 2025 年海外生铁产量继续疲软，而供应有增量预期后，我们认为 2025 年海运焦煤市场竞争继续加剧，价格仍有下行压力，流向我国的焦煤数量也将有所增长，其中澳煤增长潜力较大，增量有望达到 500 万吨以上。

图表 34、俄罗斯焦煤进口数量（万吨）



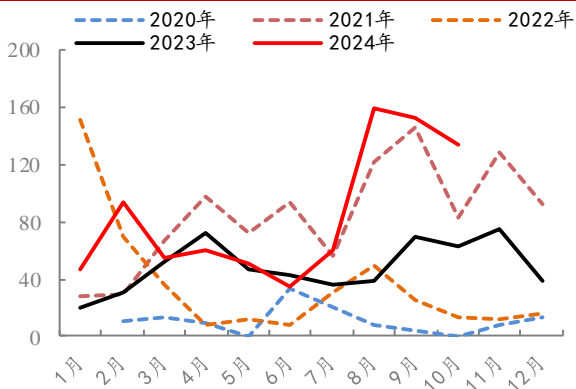
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 35、澳煤进口数量（万吨）

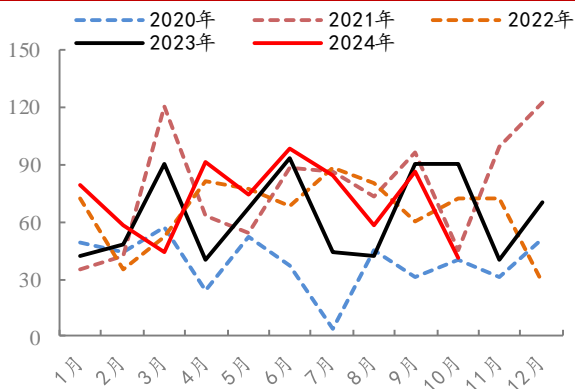


资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 36、美国焦煤进口数量



图表 37、加拿大焦煤进口数量



资料来源：Wind、国贸期货研究院

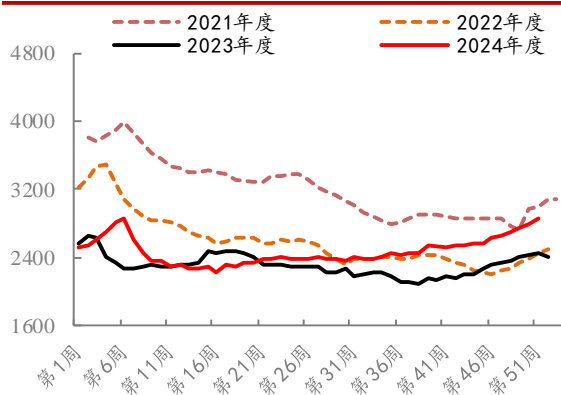
资料来源：Wind、国贸期货研究院

## 六、库存端：继续低库存运行

2024 年全产业链继续采取低库存策略，面对单边下行走势，低库存策略有效地减少了下游的损失，但焦煤矿端库存压力也在持续积累，供需过剩加上贸易商投机情绪较弱，使得焦煤焦炭价格缺乏向上弹性，即使在传统的冬季补库节点，也没能带动行情走强，反而随着冬季补库的顺利推进，高库存的煤矿和贸易商出货意愿越来越强。

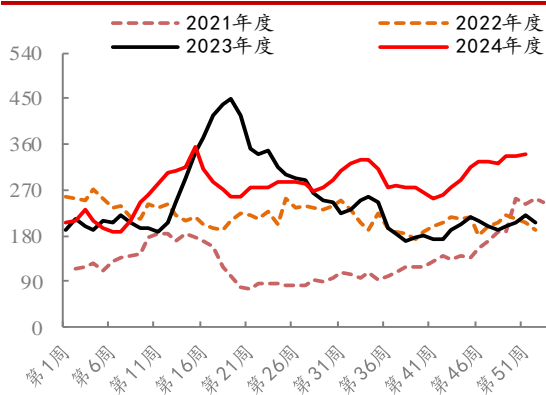
展望 2025 年，产业周期性下行仍在继续，产业链料将继续追求低库存运行。

图表 38、国内炼焦煤总库存（万吨）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

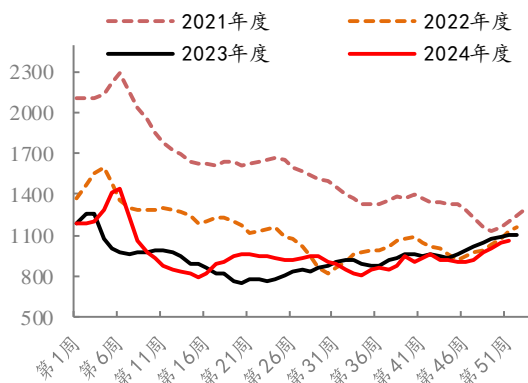
图表 39、焦煤矿端累库压力较大（万吨）



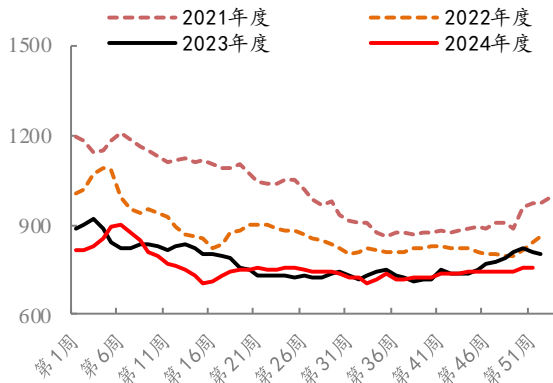
资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 40、独立焦企炼焦煤库存（万吨）

图表 41、钢厂炼焦煤库存（万吨）

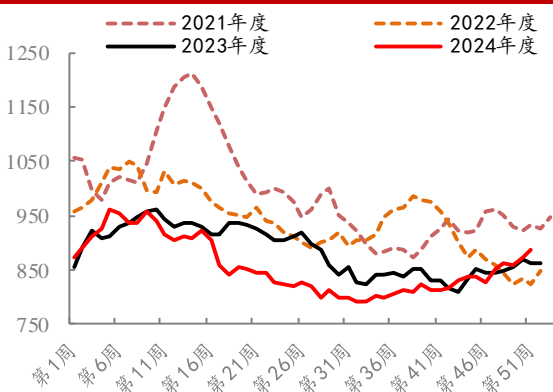


资料来源：钢联数据、国贸期货研究院



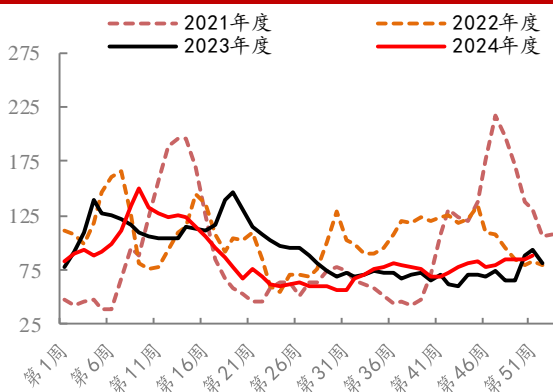
资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 42、国内焦炭总库存（万吨）



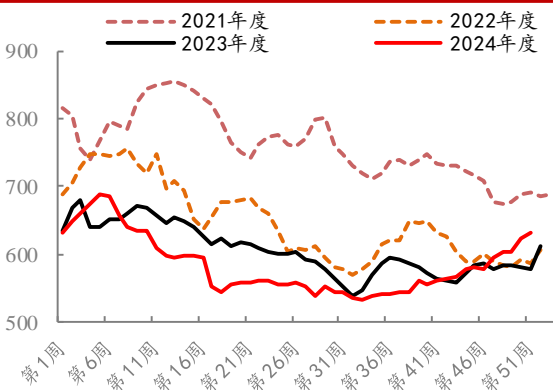
资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 43、钢厂焦炭库存（万吨）



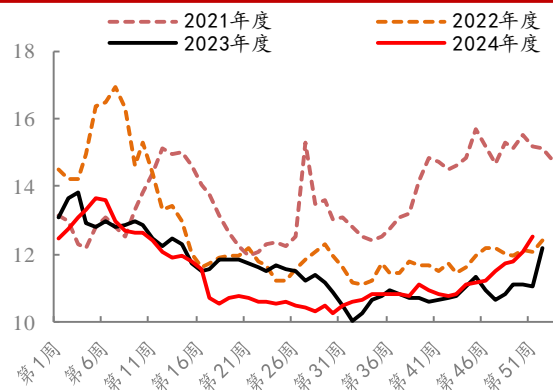
资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 44、钢厂冬季焦炭补库顺利推进（万吨）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

图表 45、钢厂焦炭库存可用天数（万吨）



资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

七、总结：供需过剩，向下寻找成本支撑

2025 年钢材需求仍面临进一步下行压力，而焦煤供给或继续增加（国内焦煤产量低位回升+进口煤继续高强度涌入），对应焦煤过剩格局或有所加剧，而焦炭产能也还在扩张期，产能过剩之下，焦炭以成本+微利定价为主。

供需过剩格局之下，2025 年焦煤焦炭价格重心或进一步下移，焦煤价格开始试探国内高成本矿山的边际支撑。据钢联统计，国内 523 家样本焦煤矿山中吨精煤成本在 1000 元以上的有 2.02 亿吨，其中绝大部分成本落在 1000-1100 元区间，关注矿山成本密集区间附近市场的表现。另外，我们也要关注电煤价格在什么位置能够企稳，若焦煤价格相对电煤跌幅过大，则会触发部分配煤种资源转向电煤，使得焦煤供给整体收缩，对焦煤价格形成支撑。

图表 46、523 焦煤矿山精煤成本

成本（元/吨）	产量（亿吨）	占比
≥1000	2.02	24.54%
800-1000	1.97	23.94%
600-800	2.96	35.97%
≤600	1.28	15.55%
合计	8.23	100%

资料来源：钢联数据、国贸期货研究院

## 附:品种观点评价体系

观点评级	短期（1个月以内）	中期（1-3个月）	长期（3个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	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%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

## 重要声明

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源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意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

## 免责声明

国贸期货有限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【2012】31号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也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。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，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。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

## 风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

**期市有风险，投资需谨慎**



