

出口压力增大原料供应宽松 2025黑金价格中枢整体继续下移

日期：2024年12月4日

黑色研究总监：蒋维波

期货从业证号：F3060712

投资咨询证号：Z0014775

投资咨询业务资格：证监许可【2012】35号

电话：18721162359



目录 CONTENT

01

2024年黑金走势及投资策略回顾

02

2024年国内流动性分析及2025年展望

03

2025年粗钢供求平衡表及驱动因子分析

04

钢铁产业估值分析

05

2025年黑金投资策略

2024年市场行情和投资策略回顾



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQLIANT
— 中州·龙泉 —

2024年蒋讲策略案例分析





目录 CONTENT

01

2024年黑金走势及投资策略回顾

02

2024年国内流动性分析及2025年展望

03

2025年粗钢供求平衡表及驱动因子分析

04

钢铁产业估值分析

05

2025年黑金投资策略

企业和居民加杠杆意愿不强 社融和信贷增速低于去年



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

兼顾稳汇率和逆周期调节，国内货币政策偏稳健。企业和居民部门加杠杆意愿下降，2024年1-10月社会融资规模和国内信贷同比增速低于去年。

图1：人民币新增贷款（中长期）季节性走势

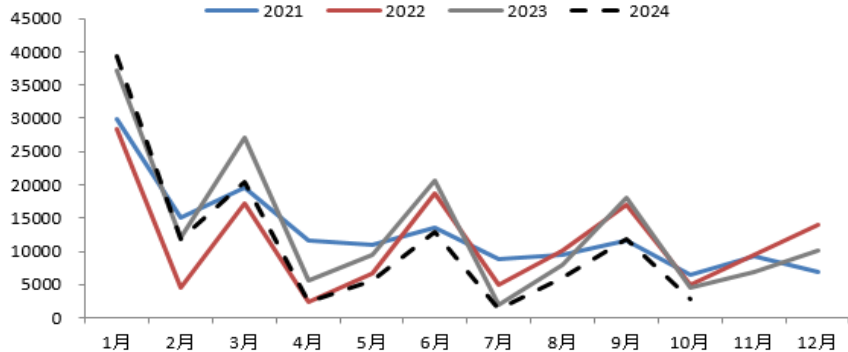


图2：M2同比增速季节性走势

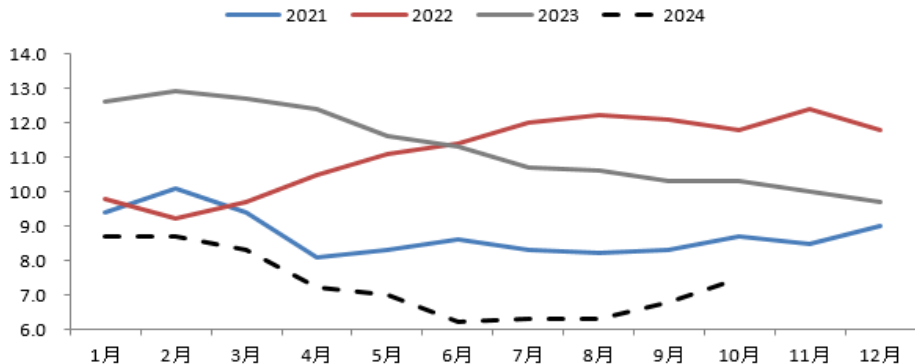


图3：社会融资规模季节性走势

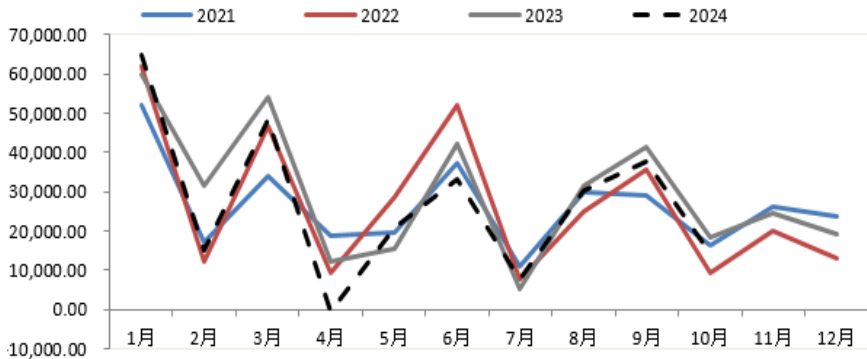
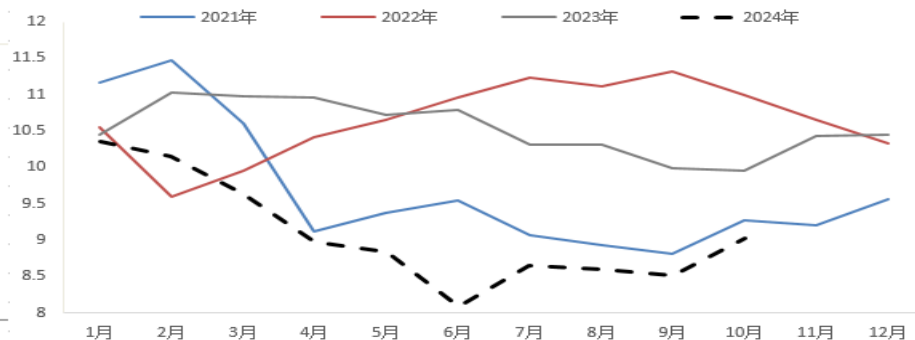


图4：国内信贷同比增速季节性走势



日期	美联储降息后的国内货币政策
9月19日	美联储宣布降息50个基点，为2020年3月以来首次降息
9月24日	中国人民银行行长在国务院新闻发布会上宣布了几项政策：第一，降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行。将7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，从目前的1.7%调降至1.5%。第二，降低存量房贷利率，并统一房贷的最低首付比例。第三，创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展
9月26日	中共中央政治局9月26日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。会议强调，要加大财政货币政策逆周期调节力度。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。
9月27日	中国人民银行决定：自2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。
10月21日	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1年期贷款市场报价利率（LPR）为3.1%，5年期以上LPR为3.6%，两个品种均较上月下降25个基点

A vertical image on the left side of the slide showing the Shanghai skyline at night, with the Oriental Pearl Tower and other skyscrapers illuminated against a dark, cloudy sky.

目录 CONTENT

01

2024年黑金走势及投资策略回顾

02

2024年国内流动性分析及2025年展望

03

2025年粗钢供求平衡表及驱动因子分析

04

钢铁产业估值分析

05

2025年黑金投资策略

2025年粗钢供需平衡表



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

预估2025年粗钢产量同比降1.5%，消费同比降1%，净出口同比下降5%，供给过剩400万吨左右。

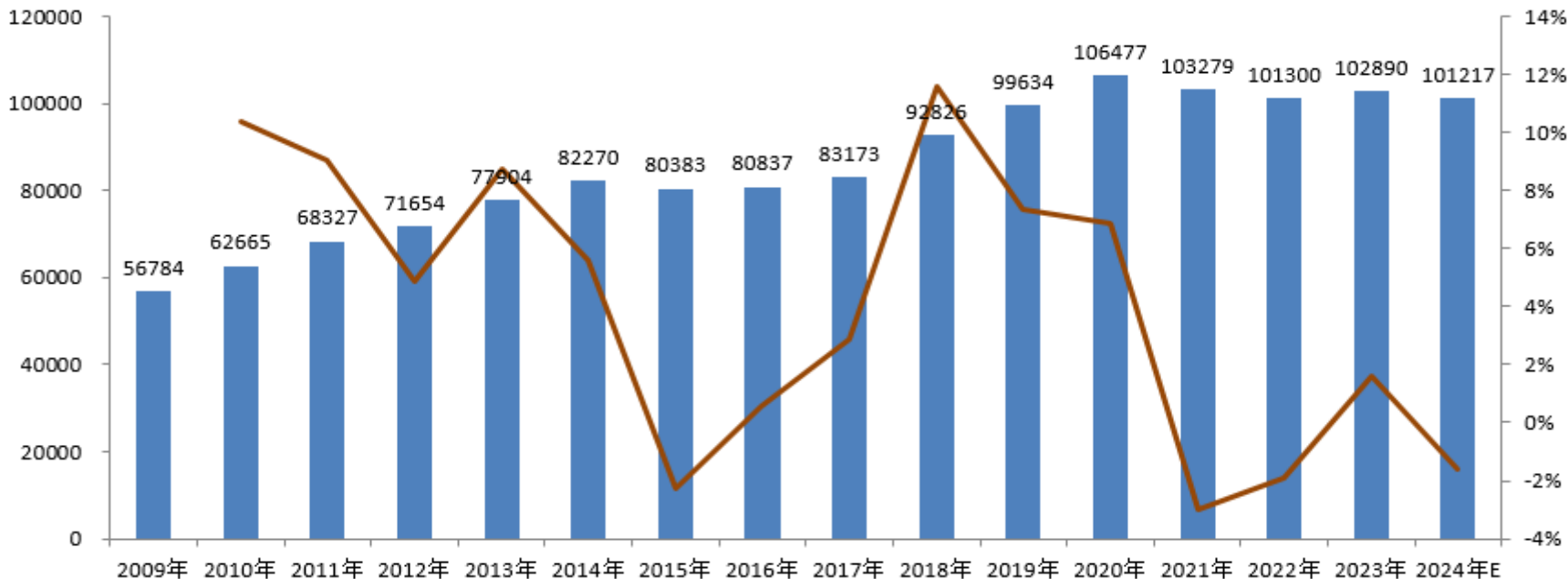
2011-2025年粗钢供需平衡表（年度）											单位：亿吨				
指标	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
产能（有效产能）	8.63	9.95	10.82	11.6	12	11.87	11.65	11.9	12.15	12.45	12.07	11.99	11.56	11.84	11.60
产能利用率	79.2%	72.0%	72.0%	70.7%	67.0%	68.1%	71.4%	78.0%	82.0%	85.5%	85.5%	84.5%	89%	85.5%	85.93%
粗钢产量	6.84	7.16	7.79	8.20	8.04	8.08	8.32	9.28	9.96	10.65	10.32	10.13	10.29	10.12	9.97
进口量	0.17	0.15	0.16	0.16	0.14	0.14	0.14	0.15	0.16	0.20	0.29	0.18	0.114	0.09	0.10
地条钢产量(表外)	0.34	0.59	0.90	0.94	1.11	1.18	0.22	0	0	0	0	0	0	0	0
总供给	7.35	7.90	8.85	9.30	9.29	9.40	8.68	9.43	10.12	10.85	10.61	10.31	10.40	10.21	10.07
消费	6.88	7.36	7.80	7.89	7.47	8.00	8.17	8.7	9.47	10.29	9.90	9.56	9.42	8.88	8.79
出口	0.52	0.59	0.66	1.00	1.20	1.15	0.80	0.74	0.68	0.52	0.71	0.73	0.993	1.299	1.234
总需求	7.40	7.95	8.46	8.89	8.67	9.15	8.97	9.44	10.15	10.81	10.61	10.29	10.41	10.18	10.03
供需缺口	-0.05	-0.05	0.39	0.41	0.62	0.25	-0.29	-0.01	-0.03	0.04	0.00	0.02	-0.01	0.03	0.04
总库存	0.29	0.29	0.35	0.30	0.27	0.28	0.26	0.25	0.22	0.26	0.26	0.28	0.27	0.30	0.34



粗钢产量：预估2024年粗钢产量同比下降1.63%

今年未出台全国粗钢平控政策、钢厂主要根据盈亏和保就业来调节生产，1-10月粗钢产量85073万吨，同比下降3%。根据钢联统计的周度产量高频数据，11月产量环比10月下降0.42%；根据2010年以来粗钢产量季节性变动规律及上海钢联调研的最新版高炉新增停复产调研计划，预估12月产量环比下降2%。全年粗钢产量有望达到10.12亿吨，同比下降1.63%

图5：2009-2024年中国粗钢产量及同比变化走势



我国粗钢产量全球占比最大



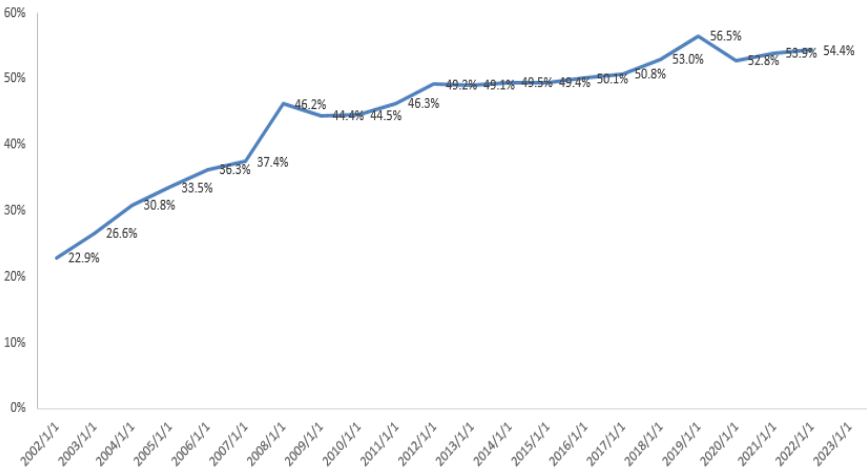
中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

2000年至2023年中国粗钢产量占全球的比重由15.2%上升至54.4%，2023年全球前10大钢铁企业的排名较2022年相同，有6家为中国钢铁企业。

图6:中国粗钢产量占比走势

2023年全球前10大钢铁企业粗钢产量			
序号	公司名称	粗钢产量（万吨）	总部所在地
1	中国宝武钢铁集团	13077	中国
2	安赛乐米塔尔	6852	卢森堡
3	鞍钢集团	5589	中国
4	日本制铁株式会社	4366	日本
5	沙钢集团	4134	中国
6	河钢集团	4100	中国
7	浦项制铁控股	3844	韩国
8	建龙集团	3699	中国
9	首钢集团	3358	中国
10	塔塔钢铁	2950	印度



数据来源：国家统计局，世界钢铁工业协会



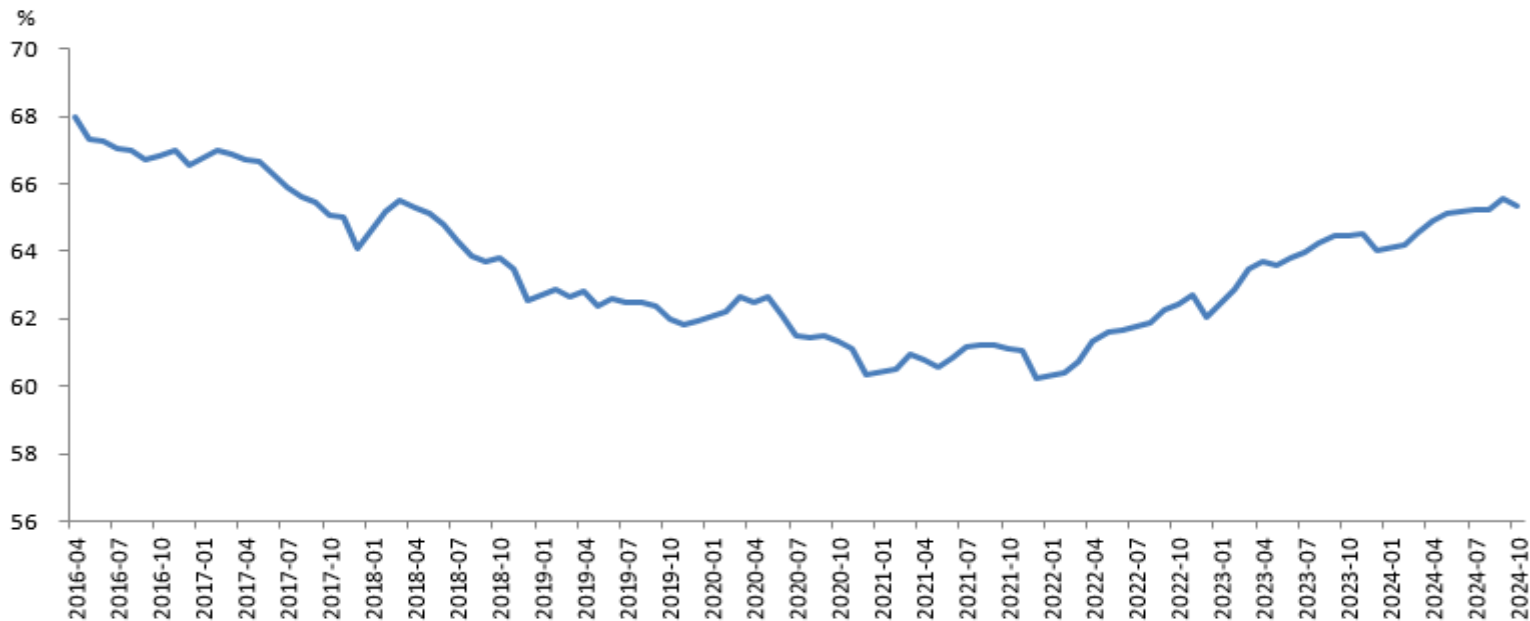
中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

近3年资产负债率持续上升 钢企抵抗风险能力减弱

2016年初黑色金属冶炼及压延加工业资产负债率达到68%的高位，同一时期国务院提出钢铁、煤炭等领域的供给侧改革，黑色金属的价格大幅上涨，钢铁企业和煤炭企业利润大幅上升，其中钢铁企业利润创历史新高，黑色金属冶炼及压延加工业资产负债率下降至2021年12月的60.22%，资产负债表修复，钢铁企业抵抗风险的能力更强。但2022-2024年钢价下跌钢厂利润收缩，黑色金属冶炼及压延加工业资产负债率逐渐上升至2024年10月的65.32%，抵抗风险能力减弱。

图7：黑色金属冶炼及压延加工业:资产负债率

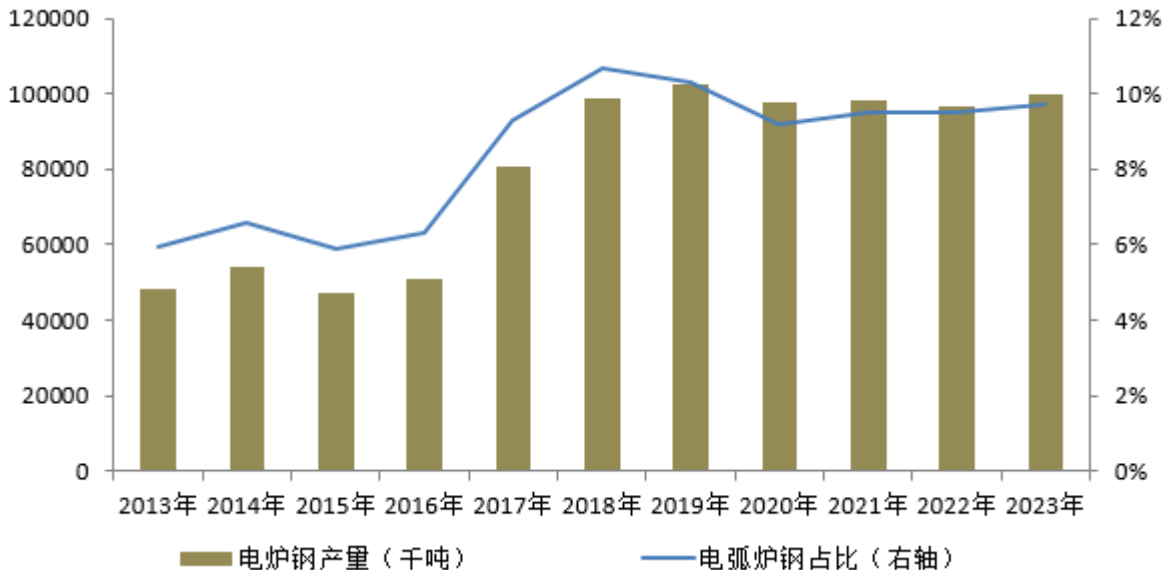




今年电炉钢占比略升 2025年有较大上升空间

2013年-2023年电炉钢产量由4844万吨增加至9980万吨，电炉钢占比由5.96%上升至9.7%，其中2017年全面取缔“地条钢”后电炉钢产量占比上升较快。目前全球电炉钢占比约26%，除中国外全球电炉钢占比达40%，发达国家电炉钢占比更高，美国电炉钢占比达70%，因此我国电炉炼钢仍有较大提升空间。2022年工业和信息化部、国家发展改革委和生态环境部发布的《三部委关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》中表示“十四五”电炉钢比例将进一步提升至15%。2024年5月国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局和国家能源局共同发布了《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，提出“到2025年底，废钢利用量达到3亿吨，电炉钢产量占粗钢总产量比例力争提升至15%”

图8：电炉钢产量占比走势



钢厂或将压减产量铁矿供应宽松 钢厂利润均值有望修复至50-100元/吨

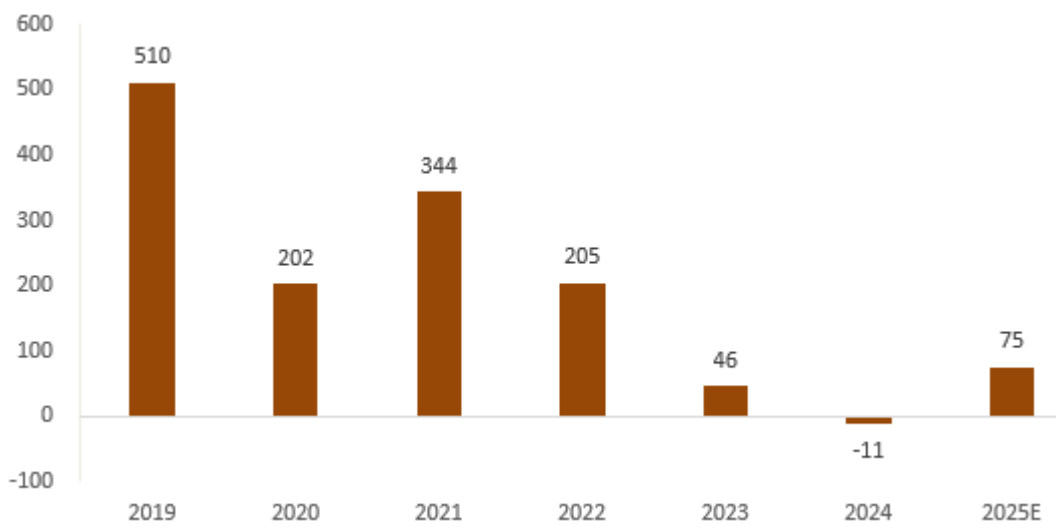


中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

截至目前，2024年上海螺纹均价较2023年均价下跌9.2%，2024年青岛港PB粉均价较2023年均价仅下跌6.6%，钢价跌幅大于主要原料跌幅，钢厂利润大幅挤压，华东地区钢厂螺纹钢平均利润亏损11元/吨。目前螺纹钢钢厂高炉利润即期利润167元/吨，考虑VALE、FMG和RIO2025财年铁矿产量目标均增加，在基石计划的指导下国产矿产能也将进一步释放，并且2025年或将采取压减粗钢产量政策，钢厂利润将修复，同时考虑粗钢产能过剩，利润修复不会太高。2025年钢厂螺纹利润年度均值有望修复至50-100元/吨。

图9：华东地区螺纹钢年度平均利润走势（元/吨）





粗钢净出口：国内消费疲软出口竞争力强 今年净出口或创历史新高

1月初到目前：土耳其与我国的热卷出口价差在37美元/吨到145美元/吨波动，目前价差108美元/吨；我国热卷出口价格常年低于独联体出口价格。我国热卷出口性价比比较高，叠加国内需求低迷钢厂积极寻求海外订单。1-10月粗钢净出口同比增加29.6%。并结合11月和12月粗钢出口季节性，预计2024年粗钢净出口1.208吨，同比增加37.43%。

图10：粗钢净出口季节性走势

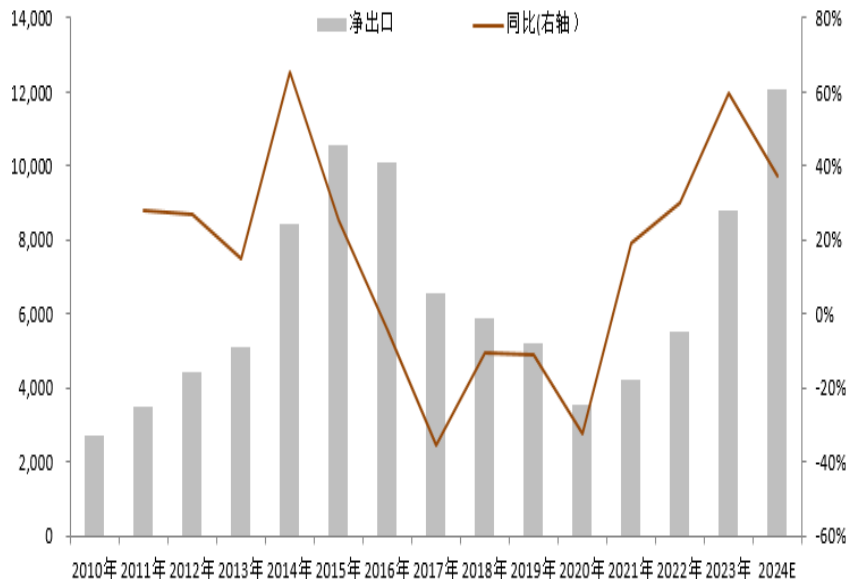
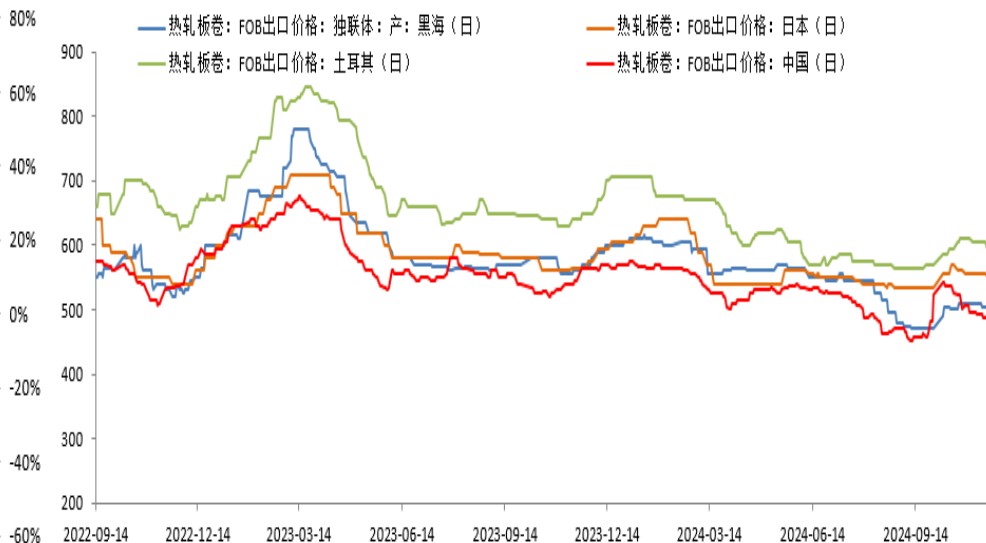


图11：独联体、土耳其、日本和中国热卷出口价格走势

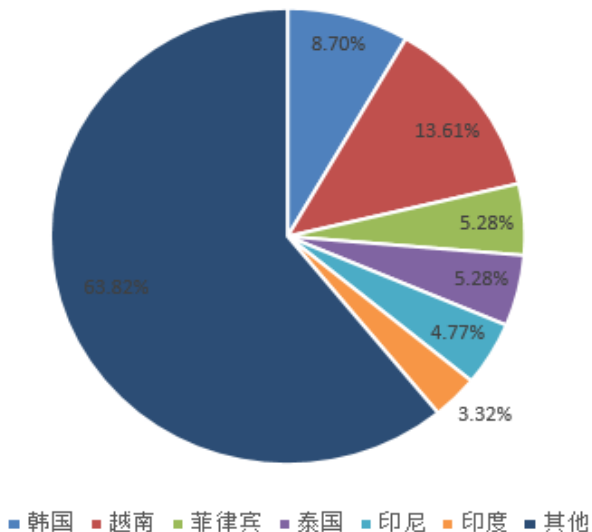




粗钢出口：美将大增关税 今年基数较高 2025年出口或小幅下降5%

从我国钢材出口国别来看，我国钢材出口很分散，前六大出口国分别为越南、韩国、菲律宾、泰国、印尼和印度，出口总量占比36%。路透社11月13日-20日对逾50名分析师调查结果显示，绝大多数受访者预计川普将在2025年初对中国商品调高征收关税，预估区间15%-60%，预估中值为38%，11月30日川普威胁将对金砖国家加征100%的关税。2024年1-10月我国出口美国钢材占比0.79%，2025年美国大征关税对我国钢材直接出口影响较小，但对钢材间接出口将造成影响，并且我国今年钢材出口基数较高，不过人民币贬值也将对冲部分关税影响，预计2025年出口或小幅回落5%。

图12： 2024年1-10月我国钢材累计出口至各国占比





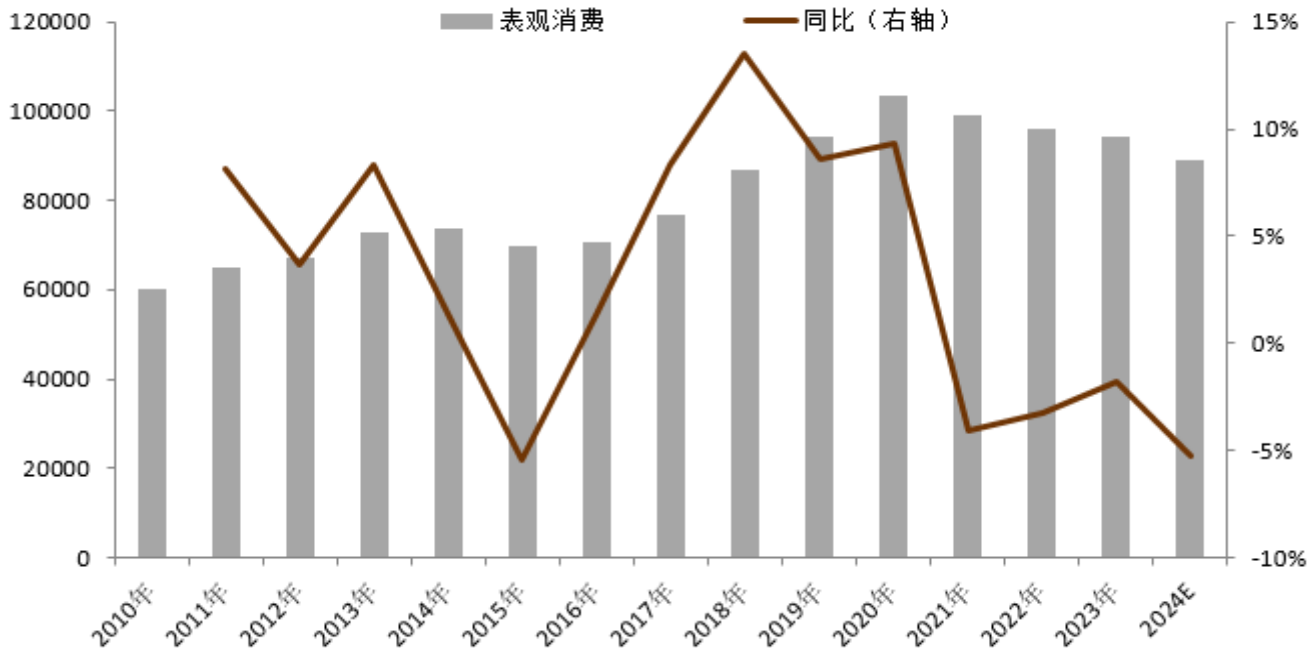
中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

粗钢表观消费：预估2024年粗钢消费同比下降5.73%

地产下行导致建材消费明显下降，制造业分化整体对钢材消费小增。综合预估2024年粗钢表观消费达到89138万吨，同比下降5.27%，真实消费或降5.73%。

图13：粗钢表观消费及同比走势





中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

虽购房宽松政策频出 房价仍未企稳

今年较多城市进一步出台降低购房首付比例、降低贷款利率、降低交易税率等促进地产销售的政策，但目前房价仍未企稳
据统计局数据，今年1-10月70个大中城市新建商品住宅价格指数持续下跌，其中10月环比下跌0.5%。

图14：70大中城市新建商品房价格走势



数据来源：Wind

数据来源：Wind、Mysteel、中州龙泉

房价下行叠加收入预期不稳定 地产销售、新开工等继续大幅下降



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

根据国家统计局数据，1-10月商品房销售面积同比下降15.8%，10月房地产库销比上升至9.55，为2015年以来历史高位；1-10月房地产开发投资同比下降10.3%，房屋新开工同比下降22.6%，施工面积同比降12.42%。地产对钢材消费及国内经济增长构成拖累。

图15：房地产销售、投资和新开工面积同比走势

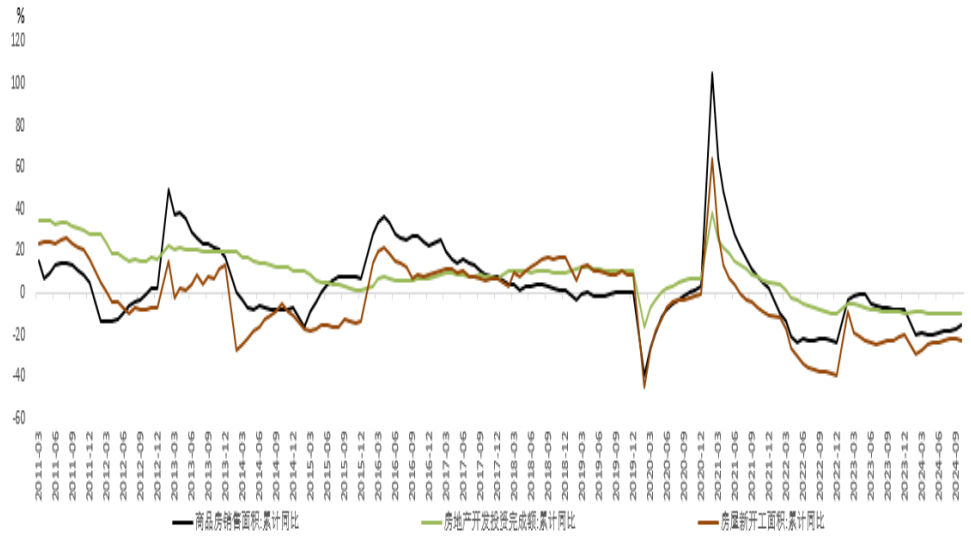
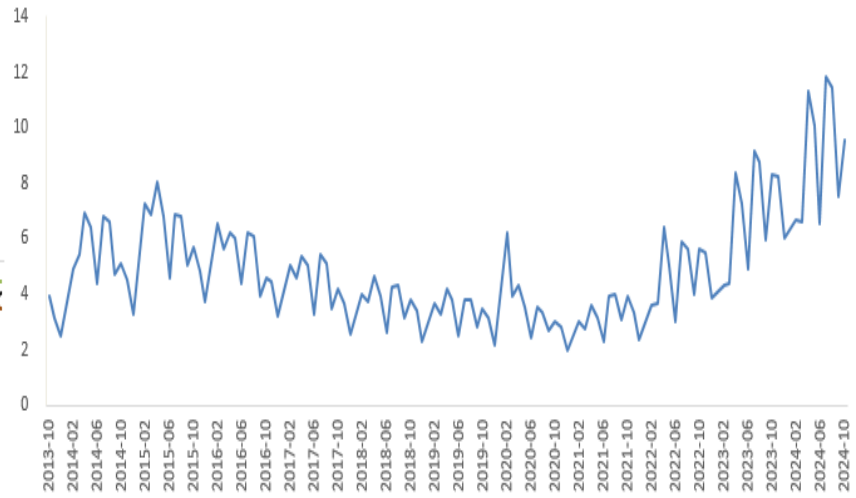


图16：房地产库销比走势





中州期货
ZHONGZHOU FUTURES

LONGQUANT
中州·龙泉

土地成交继续下降 严控新房增量 2025年新开工将延续下降 降幅或收窄

房企资金流较紧叠加对未来预期较悲观，房企拿地较谨慎。根据万得数据，1-10月100大中城市成交土地占地面积同比下降3.9%。据房企拿地到开工需6-9月推算，2025年新开工面积同比将继续下降。而且9月26日中央经济工作会议提出：对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量。严控新房供给，房屋新开工也将减少。

图17：房地产开发资金来源累积同比走势

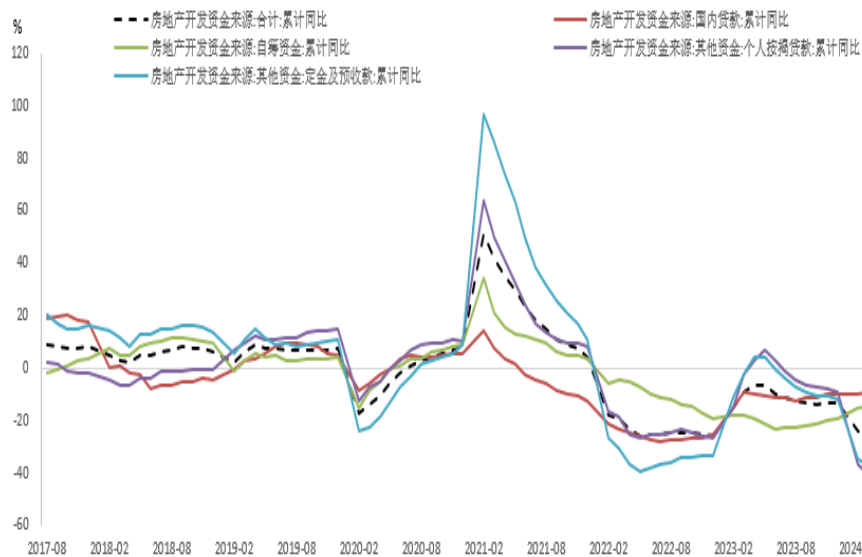
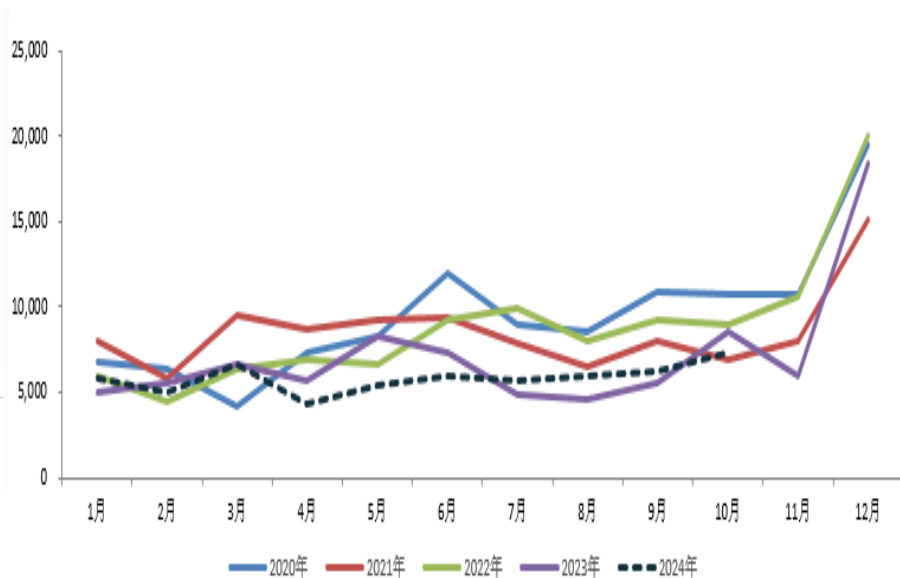


图18：100大中城市当月成交土地占地面积季节性走势





基建：2025年化债压力大大减轻 经济注重高质量发展 基建对钢材消费增加但幅度有限

受地方债风险制约，2024年1-10月基建投资累计同比增加4.3%，较去年同期投资增速下降1.6个百分点。10月12日，财政部长在新闻发布会上表示中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。从2024年开始连续5年每年从新增地方专项债中安排8000亿，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。叠加11月8日经全国人大常委会审议批准增加6万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务。直接增加地方债资源10万亿。并且2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。2025年地方化债压力将大大减轻，但考虑城镇化率放缓，部分基建项目投资回报率较低，高质量发展注重新经济发展，预计2025年基建对钢材消费增加，幅度有限。

图19：基建投资增速走势





制造业：景气度持续两月处荣枯线之上

11月官方制造业PMI为50.3，较上月回升0.2个百分点。11月财新制造业PMI为51.5，较上月回升1.2个百分点。

图20：官方制造业PMI走势

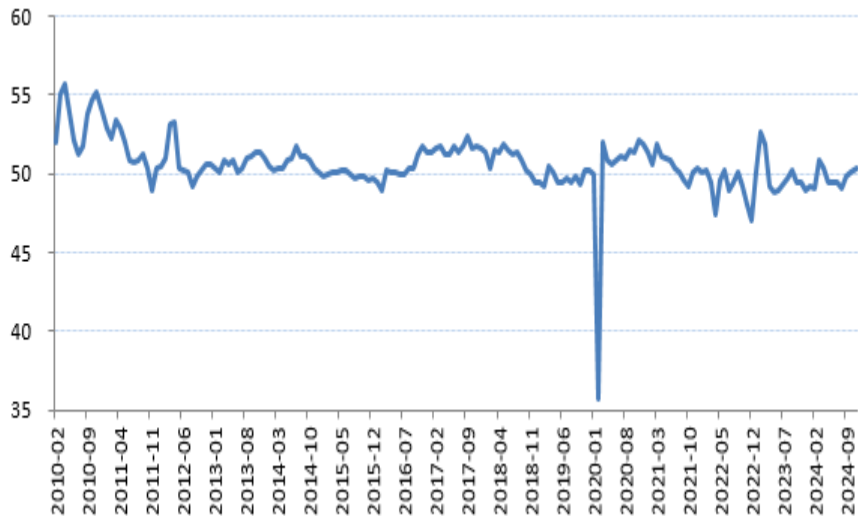


图21：财新制造业PMI走势





制造业·汽车：2025年汽车产销可能转为下降

1-10月汽车销量累计同比增加2.7%，10月汽车销量同比增加7%；1-10月汽车产量同比增加3%，10月汽车产量同比增加6.3%。10月汽车经销商库存预警指数50.5，处于较正常库存水平。在设备更新和以旧换新政策的支持下，据商务部发布的数据显示,截至11月18日24时，全国汽车以旧换新补贴申请量突破400万份。今年全年汽车产销有望维持小幅增长，但下半年产销增长明显乏力。据路透社11月23日报道，欧洲议会国际贸易委员会主席贝恩德表示欧盟同中国正接近就取消对华加征的进口电动汽车关税达成解决方案，若能顺利达成协议，将有助于电动汽车出口。据乘联会数据，我国新能源汽车渗透率已达到了52.8%，增加空间在逐步缩小。另外川普上台大征关税不利我国汽车出口。综合来看，2025年我国汽车产销可能转为下降。

图22：汽车销量及同比走势

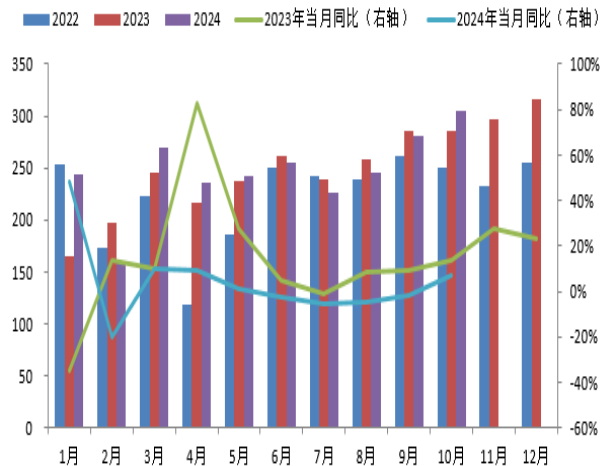


图23：汽车产量及同比走势

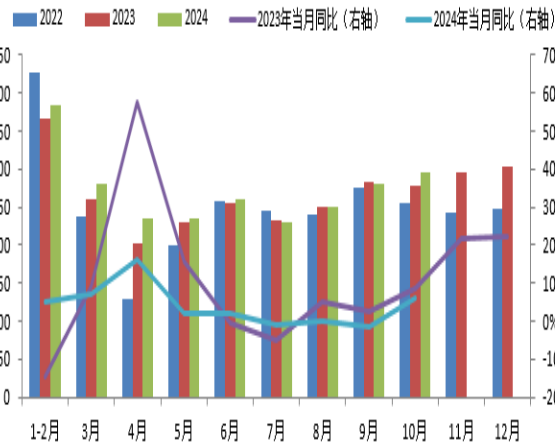
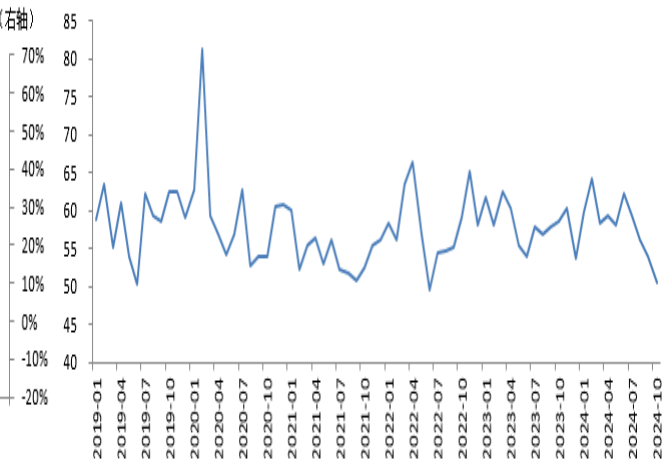


图24：汽车经销商库存预警指数走势



制造业：1-10月三大白电产量增加 2025年三大白电产量或延续增长



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

在消费品以旧换新政策支持下，家电最高可补20%，1-10月洗衣机产量累计同比增加6.7%，空调产量同比增加8.2%，冰箱产量累计同比增加8.5%。

图25：洗衣机产量累计同比走势

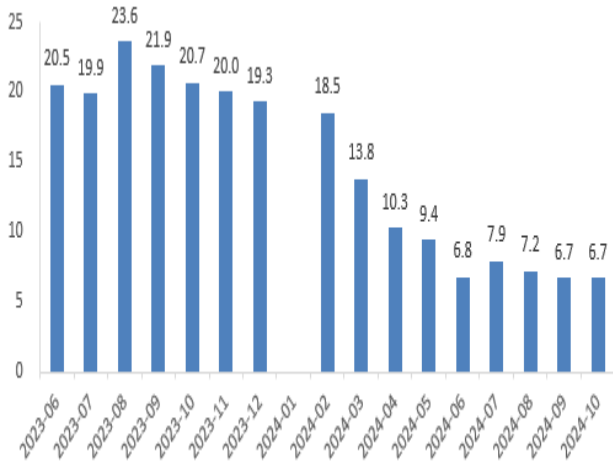


图26：空调产量累计同比走势

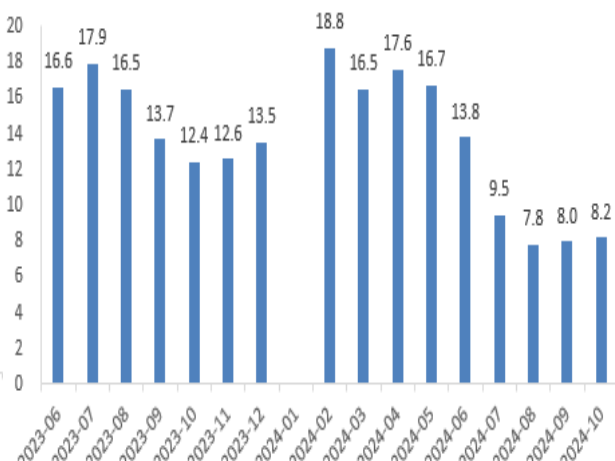
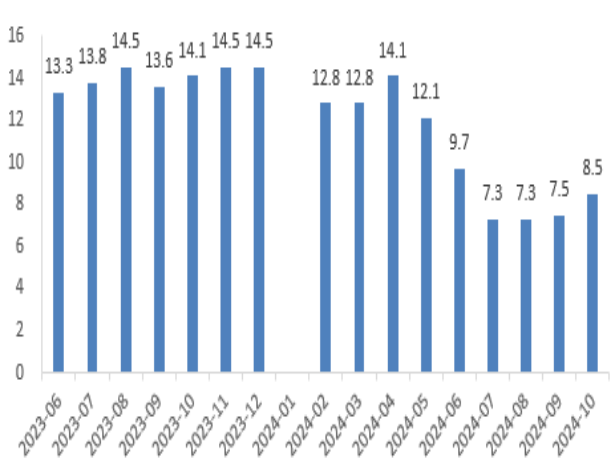


图27：冰箱产量累计同比走势



制造业：造船完工量和手持船舶订单量同比大幅增加

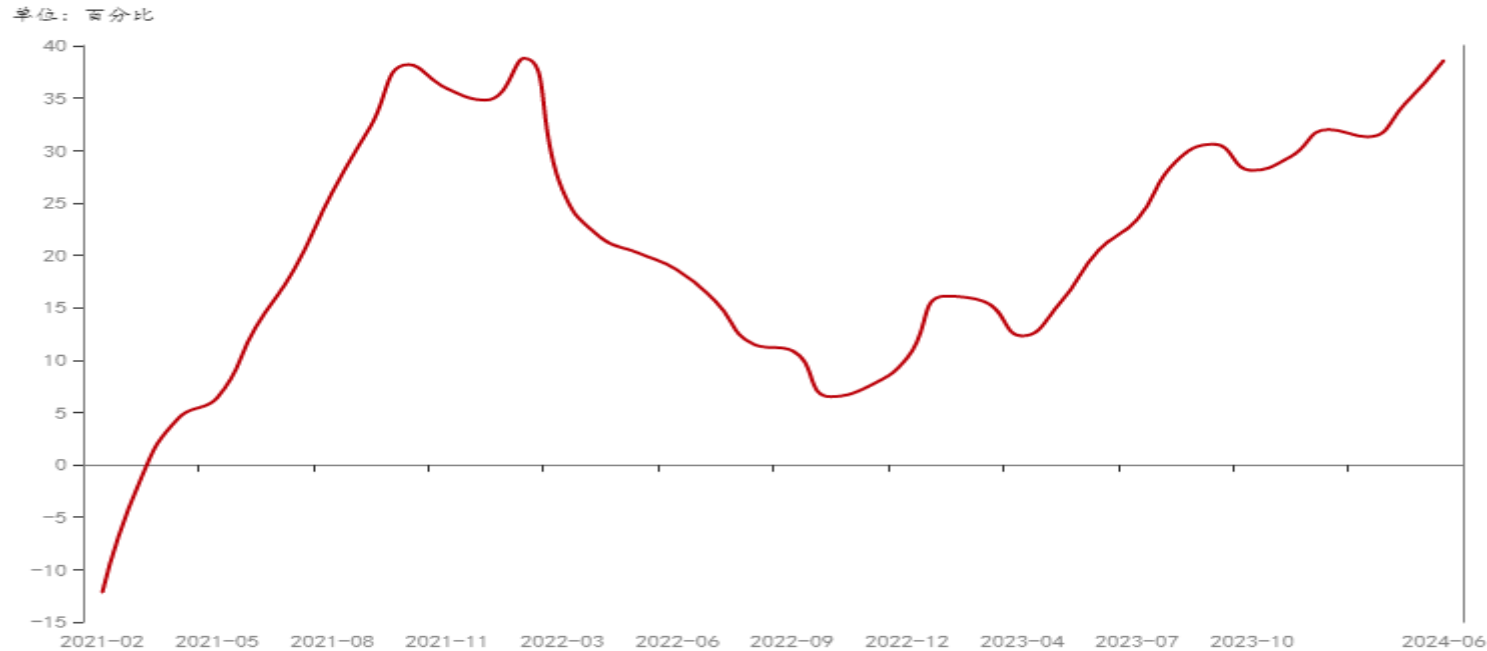


中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

据工信部网站消息，2024年1-9月，我国造船完工量3634万载重吨，同比增长18.2%；新接订单量8711万载重吨，同比增长51.9%；截至9月底，手持订单量19330万载重吨，同比增长44.3%。1-9月，我国造船三大指标以载重吨计分别占全球总量的55.1%、74.7%和61.4%。

图28：全国手持船舶订单量同比走势

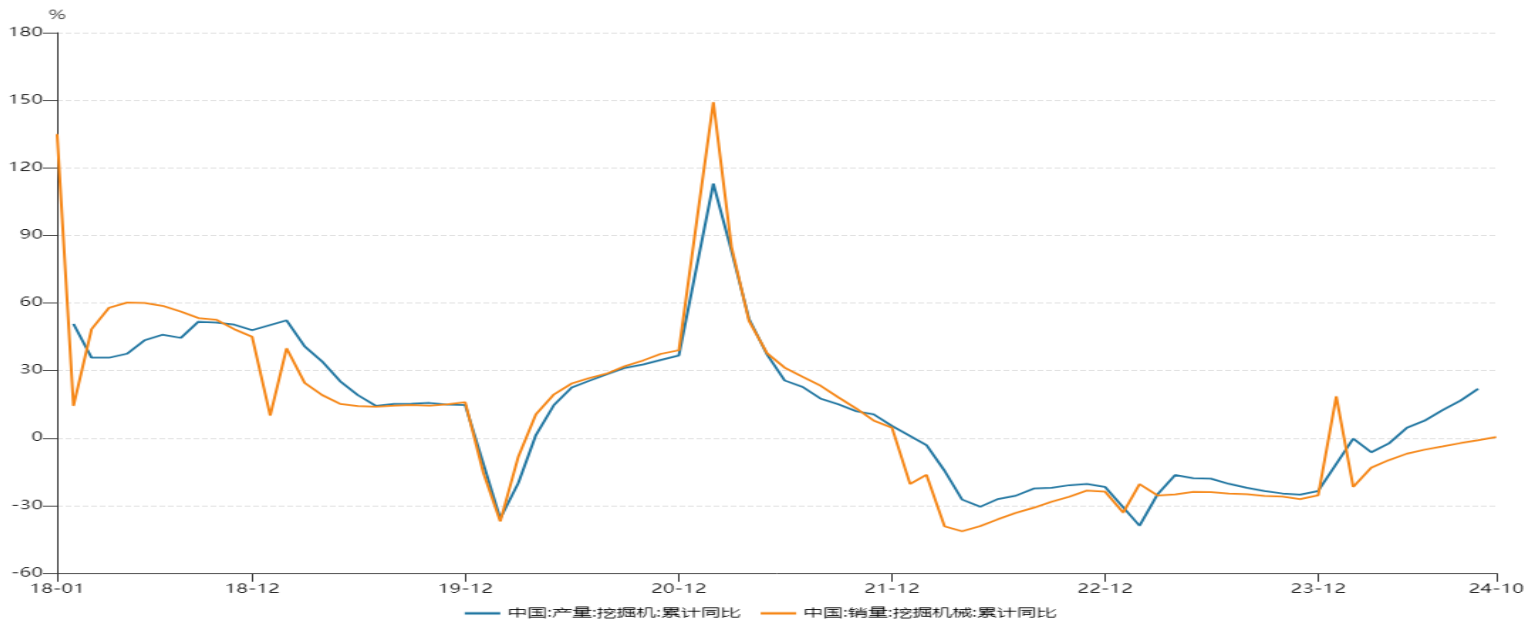




制造业：设备更新小挖需求好 挖掘机产销大幅增加

1-10月我国挖掘机销量累计同比增加0.47%，其中1-10月挖掘机国内销量同比增加9.8%，1-10月挖掘机产量累计同比增加23.9%。去年底发行的万亿国债项目落地，水利工程和市政工程对小型挖掘机需求较好。3月初国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，叠加较多小型挖掘机到了设备需更新换代的时点，小型挖掘机更新带来销量增加。

图29：中国挖掘机产量和销量累计同比走势





中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

制造业：工业企业利润负增长 制造业投资增速或回落

今年1-10月工业企业利润同比下降4.3%，其中10月工业企业利润同比下降10%。1-10月制造业投资同比增加9.3%，较去年同期增速增3.1个百分点。工业企业利润同比增速转负，制造业投资增速或回落。

图30：工业企业利润同比走势

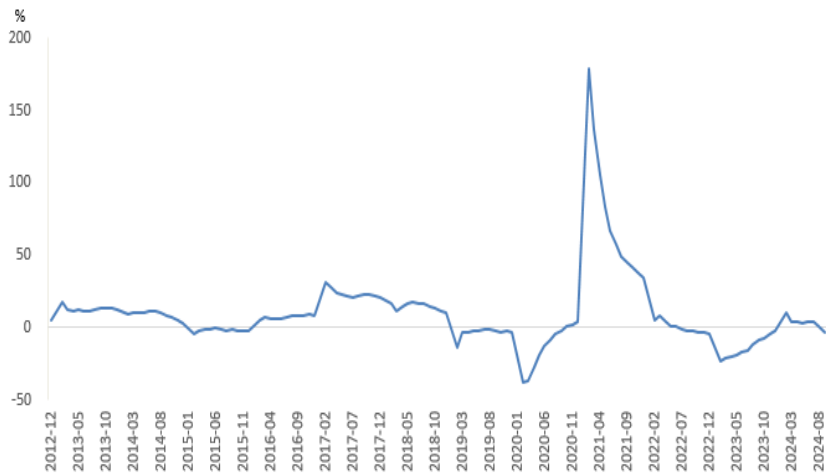
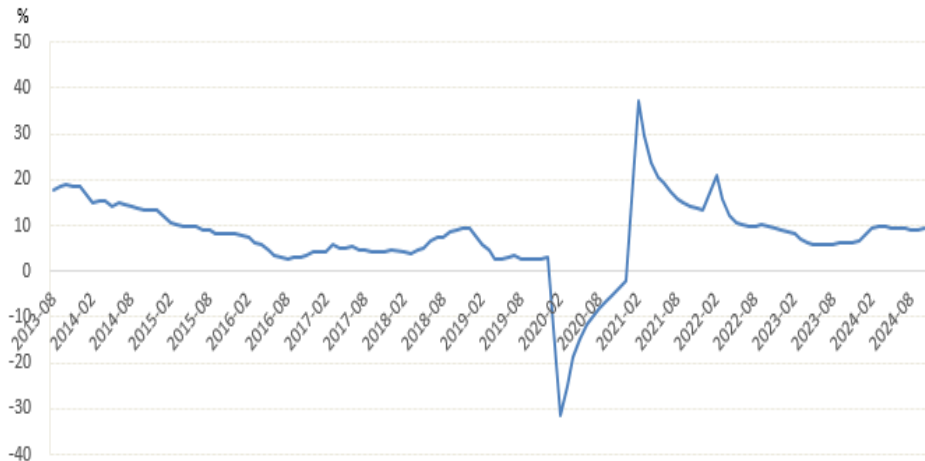


图31：制造业投资累计同比走势



驱动因子·成本·铁矿：今年铁矿供给增加需求下降 供给明显过剩



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

我国1-10月累计进口铁矿10.23亿吨，同比增加4.78%；1-10月国产铁矿石原矿同比增加2.8%；而1-10月生铁产量累计同比下降4%。供增需减，今年铁矿供给过剩明显。今年进口增量最多的主要为巴西和乌克兰，1-10月进口增量合计为3104万吨。

图32： 2020-2024年铁矿石供需变化及价格均值走势图

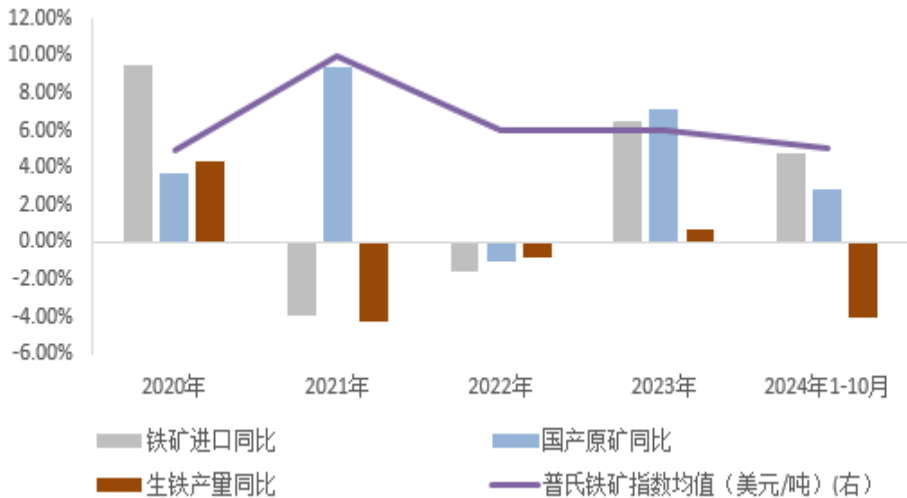


表1： 2024年1-10月分国别进口铁矿石增量（万吨）

国家	2024年1-10月	2023年1-10月	进口铁矿增量
澳大利亚	61703	61663	40
巴西	21938	19916	2022
加拿大	1317	1331	-13
俄罗斯	741	827	-86
南非	3218	3035	183
秘鲁	1881	1632	249
乌克兰	1087	5	1082
印度	3307	3014	293



驱动因子·成本·铁矿：样本总库存大增2802万吨 普氏指数较年初下跌26.36%

截止11.29，国内363座铁矿矿山铁精粉库存+47港口铁矿石库存+247家钢企铁矿石库存为2.497亿吨，较1月1日整体增加2802万吨，2023年样本总库存下降1444万吨。普氏铁矿62%Fe价格指数由143.2美元/吨下降至105.45美元/吨，降幅26.36%。预计全年普氏铁矿62%Fe 价格指数均值109.5美元/吨，较2023年均值下降10.25美元/吨。

图33：铁矿石港口库存季节性走势

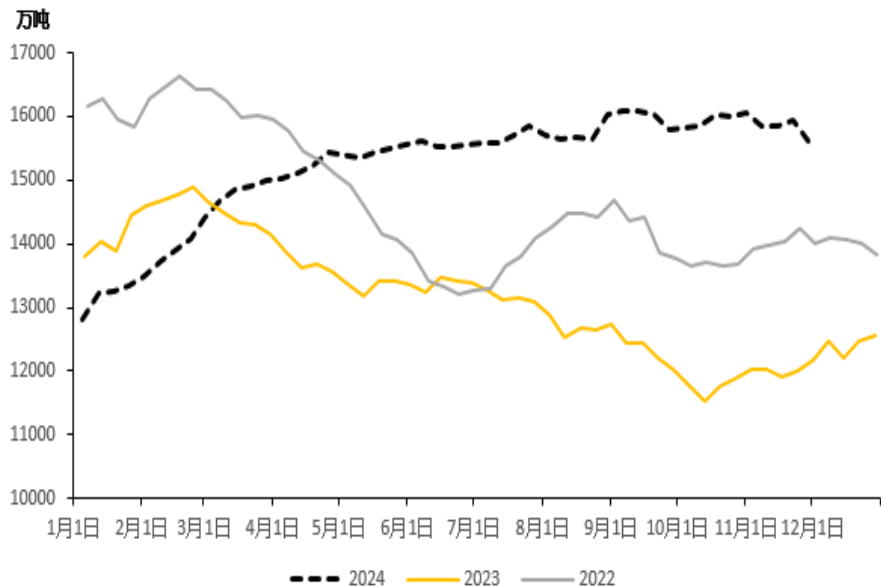
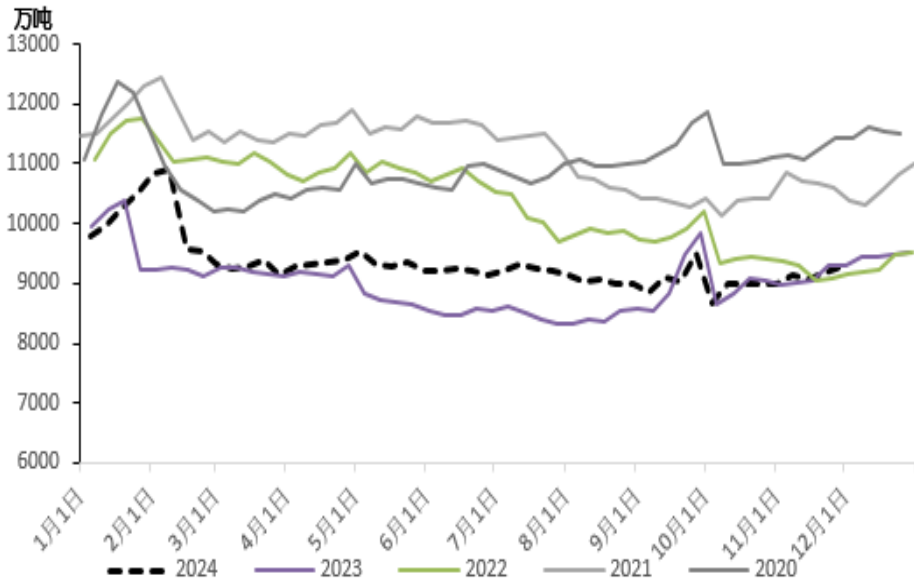


图34：247家钢厂铁矿库存季节性走势



驱动因子·成本·铁矿：2025年四大矿山铁矿产量或增加4500万吨左右



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

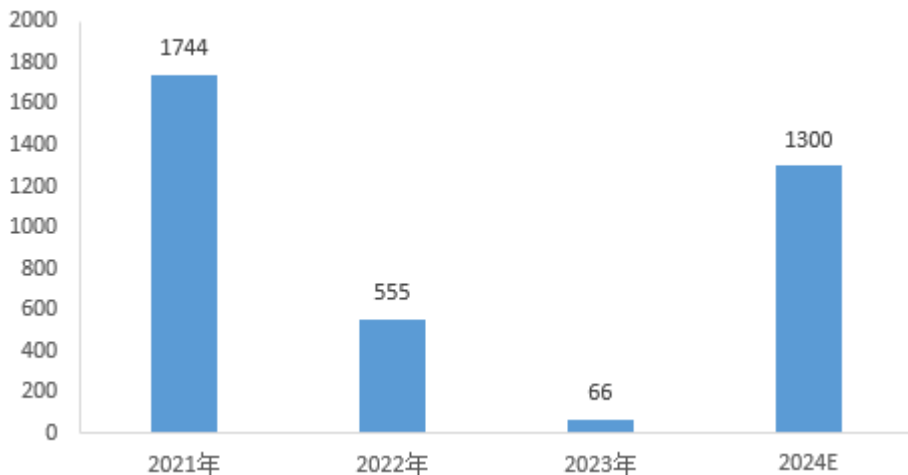
四大矿山2025年铁矿石投产情况（单位：万吨）					
矿山	新增项目	产能（万吨）	投产时间	概况	2025年产量预估
VALE	Vargem Grande Complex expansion	1500	2024年	大瓦尔任综合体扩张计划，其中1号项目已经进入调试阶段，预计释放产能1500万吨。	800
	Capanema project	1500	2025年中期	卡帕内玛项目预计于2025年中期建成投产，将释放1500万吨产能。	500
	S11D矿区土建工程	2000	2025年中期、2026年中期	The S11D矿区土建工程，共有两个阶段。一期预计在2025年中期建成投产，二期预计在2026年中期建成投产，该项目共计增加2000万吨产能	500
Rio Tinto	Western Range	2500	2025年	西坡铁矿项目，为弥补皮尔巴拉地区矿石资源枯竭带来的缺口，力拓于2022年9月与中国宝武集团共同开发西坡项目。该项目设计年产能2500万吨，预计将于2025年3月全线建成投产。	1000
	西芒杜铁矿项目	6000	2025年	位于几内亚，是世界上最大的未开发高品位铁矿资源。力拓与中铝铁矿控股有限公司共同组建的Simfer公司负责开发西芒杜南部矿区（3号和4号矿区），该项目计划于2025年发运第一批铁矿石，并在30个月内提高到每年6000万吨的产能。	100
FMG	Iron Bridge	2200	2025年Q3	铁桥项目主要产出高品位的磁精粉，铁品位高达67%。该项目将为FMG带来2200万吨的新增产能。目前已经建成投产，但含水量高于预期导致精粉处理受影响，2024财年铁桥项目共发运铁矿石119万吨。随着铁桥湿选设施原水供应问题的改善，预计铁桥项目在2025年三季度将达到满负荷生产。2025财年铁桥项目预计贡献铁矿石发运量500-900万吨。	700
	Green Metal Project	1500	2025年	绿色铁素项目于2024年8月16日在皮尔巴拉地区圣诞溪矿区开工，将使用福德士河制氢厂制备的绿氢以及电熔炉来生产高纯度绿色铁素，生产的绿色铁素将适用于全球大多数钢厂。项目设计每年生产1500万吨绿色铁素，计划于2025年投产。	500
BHP	South Flank	650	2021年、2024年	南坡项目于2021年5月首次生产，于2024年第二季度完成年产能8000万吨的既定目标。	400
合计					4500



驱动因子·成本·矿石：2025年非主流矿或增加400万吨 国产精粉预计持平

今年进口非主流矿中乌克兰铁矿进口量增幅最大，1-10月进口乌克兰铁矿增加1082万吨，全年预计增加1234万吨左右，全年预计进口量1300万吨。俄乌冲突前的2021年我国从乌克兰进口铁矿1744万吨，美国即将上任总统特朗普力推结束俄乌冲突，考虑具体结束日期不明，预计2025年进口乌克兰铁矿增加200万吨左右；今年进口非主流矿增幅次高的为印度矿，1-10月增加293万吨，全年进口量仍将低于历史高点，2025年仍有小幅增加空间，预计增加100万吨，其他非主流增加100万吨。2025年国内暂无新增铁矿投产项目，预计国产精粉基无增量。

图35：2021-2024年乌克兰铁矿进口量走势（万吨）

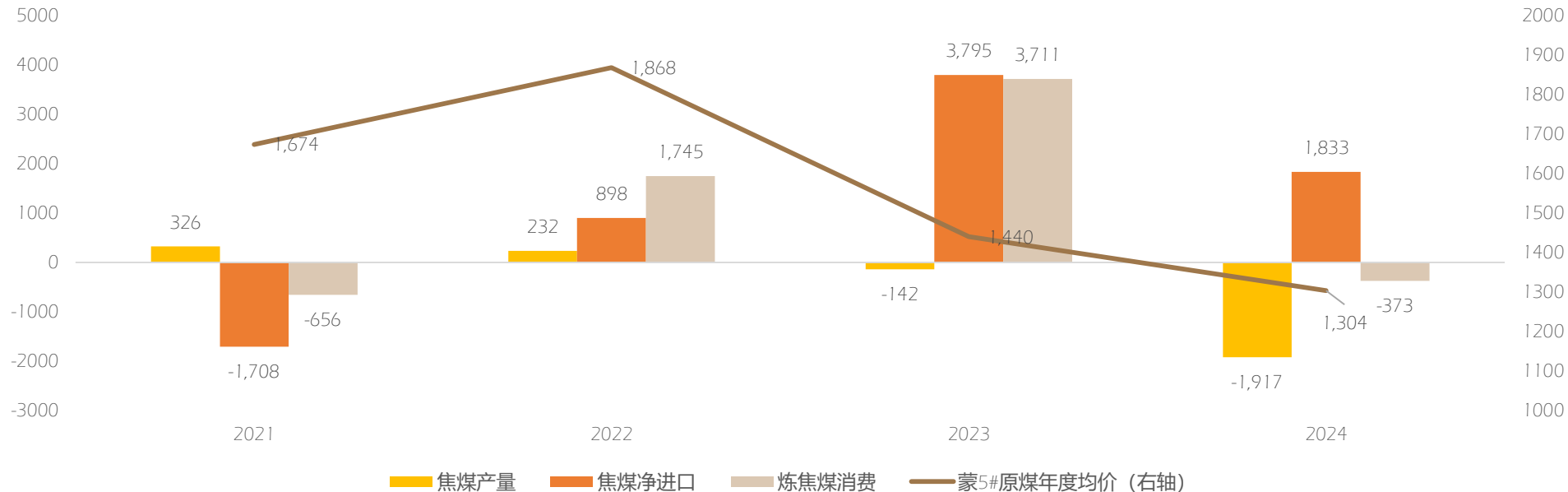




驱动因子·成本·焦煤：2024年焦煤供需过剩 价格大幅下跌

截止2024年10月份，我国炼焦煤年内产量同比去年缩减1917万吨，净进口同比去年增加1833万吨，炼焦煤消费同比去年减少373万吨，全年处于供需过剩的结构。从价格来看，蒙5#原煤均价较去年下降137元/吨，跌幅为9.5%。今年虽然国内产量降幅较大，但由于进口的大幅增加，即使今年需求端小幅缩减，但全年炼焦煤仍处于过剩，价格大幅下跌。

图36：2021-2024炼焦煤供需增量同比（万吨，元/吨）





俄蒙仍占据进口主导 2024年进口有望突破1.2亿吨

据海关总署最新数据显示，2024年10月份，中国进口炼焦煤总量达995.7万吨，环比下跌3.92%，同比下跌4.07%。2024年1-10月份，中国累积进口炼焦煤9924.74万吨，同比上涨23.26%。进口仍以蒙古国及俄罗斯为主，两国合计进口焦煤7298.84万吨，占总进口量的73.54%。今年炼焦煤进口同比大幅上升，根据MYSTEEL预测，全年进口有望突破1.2亿吨。值得注意的是，今年1-10月份澳大利亚同比增幅较大，增长233.35%。虽然目前澳大利亚的进口占比仍较小，仅为7%，但澳煤因为其优异的品质以及较高的性价比，对于我国稀缺性较强的低硫主焦煤价格市场形成了较大的冲击，尤其是对于俄煤，受制于此前俄罗斯的煤炭灵活出口关税，近半年俄煤的进口性价比持续走低，并且进口量环比也有所走弱，虽然从12月1日开始，俄罗斯再度取消了炼焦煤出口关税，由于目前炼焦煤绝对价格水平偏低，其部分通过铁路运输进我国的炼焦煤成本较高，竞争存在压力。

图37：中国进口炼焦煤数量（吨/月）

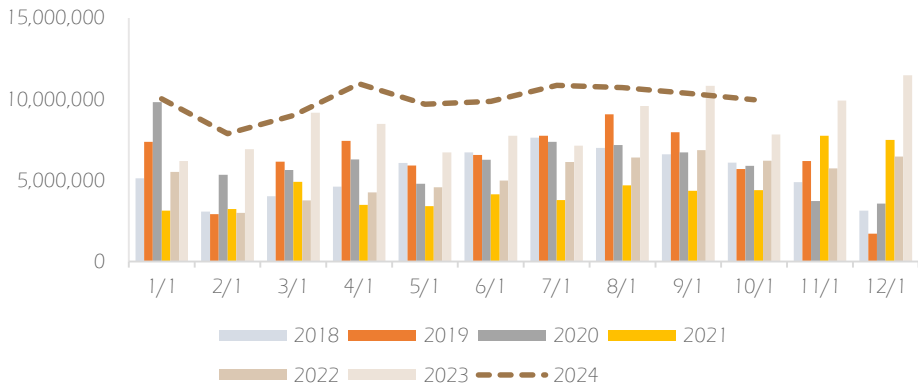
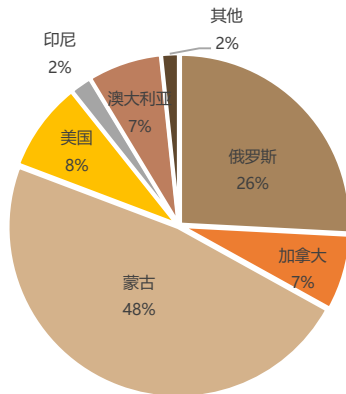


图38：1-10月进口炼焦煤占比

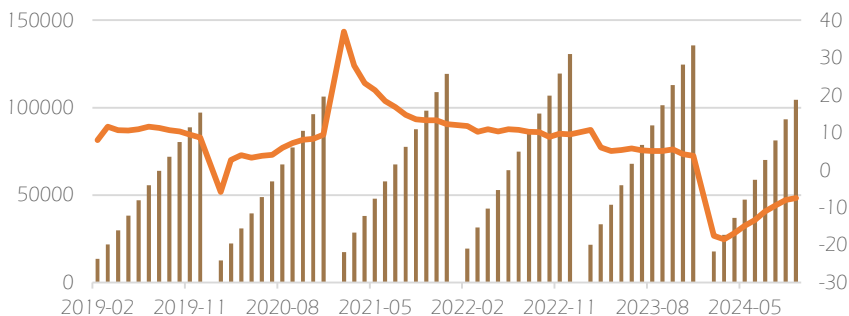




预计2025年山西原煤产量为13.1亿吨

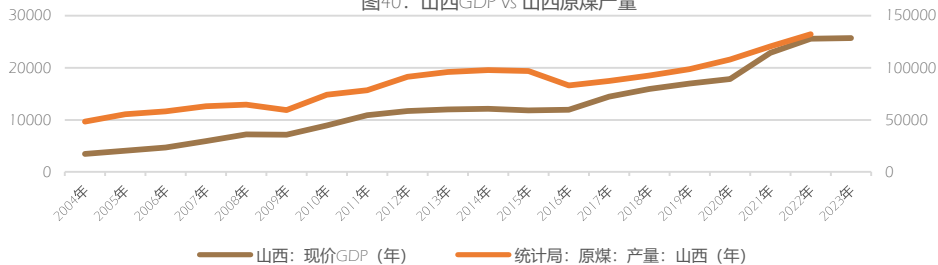
1-10月山西共生产原煤10.4亿吨，同比减少8388.7万吨，降幅为7.43%，其中10月山西共生产原煤1.12亿吨，同比减少3.15%。2024年由于安监较为严峻，并且此前山西出台的查“三超”文件以及对隐蔽工作面的检查，山西省煤炭产量同比降幅较大。根据4月9日山西省人民政府办公厅印发的《2024年山西省煤炭稳产稳供工作方案》：山西省全年煤炭产量稳定在13亿吨。去年山西煤炭产量为13.57亿吨，假设山西全年能完成13亿吨的目标，因1-10月山西原煤同比减少8388.7万吨，11-12月份需同比增加2182.5万吨，产量同比需达到4.20%。根据Mysteel523家矿山周度产量显示，预计11月的煤炭产量或跟8月产量相近，若假设持平，山西12月单月产量需增加2604万吨，山西全年完成13亿吨产量目标恐难以达成。考虑到明年山西的财政压力，假设明年山西GDP增长目标为5%，则预计明年山西原煤产量为13.1亿吨。

图39：山西原煤累计产量（万吨）



—— 统计局：原煤：产量累计值：山西（月）
—— 统计局：原煤：产量累计值：山西（月）（同比/百分比变化）

图40：山西GDP vs 山西原煤产量



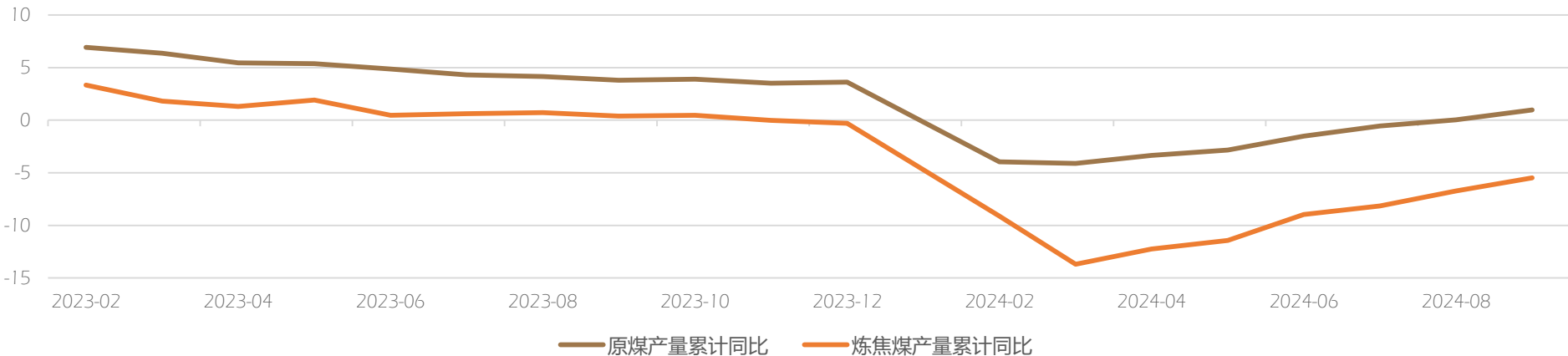
单位（万吨、%）	10月原煤产量	月原煤产量同比	1-10月原煤产量	1-10月原煤产量同比
山西	11199.8	-3.15	104457.8	-7.43
内蒙	11172.4	10.99	106131.8	6.24
陕西	6696.2	0.89	64061	1.57
全国	41180.3	5.93	389206.7	1.64



预计2025年炼焦煤产量同比小幅增加

2024年1-10月份，国内原煤累计产量为38.92亿吨，同比增加1.64%；2024年1-9月份，国内炼焦煤累计产量为1.69亿吨，同比减少8.55%；上半年受到山西焦煤减产的影响，焦煤供应大幅下滑，随后在山西省保供政策的推动下，煤炭产量逐渐恢复，原煤产量同比已经由负转正，炼焦煤产量也在逐渐修复，预计2024年炼焦煤产量为4.73亿吨，较去年减少约1692万吨，降幅3.45%。从历史来看，山西的煤炭产量与其GDP高度正相关，从年内数据来看，山西省GDP降幅较大，与其煤炭产量的下滑有很大关系，参考下半年以来山西省由于财政压力而逐渐减少内的煤炭产量逐渐释放，预计山西明年的财政压力仍需要依赖煤炭的产销，预计2025年炼焦煤产量同比有望增长。

图41：原煤vs炼焦煤产量累计同比

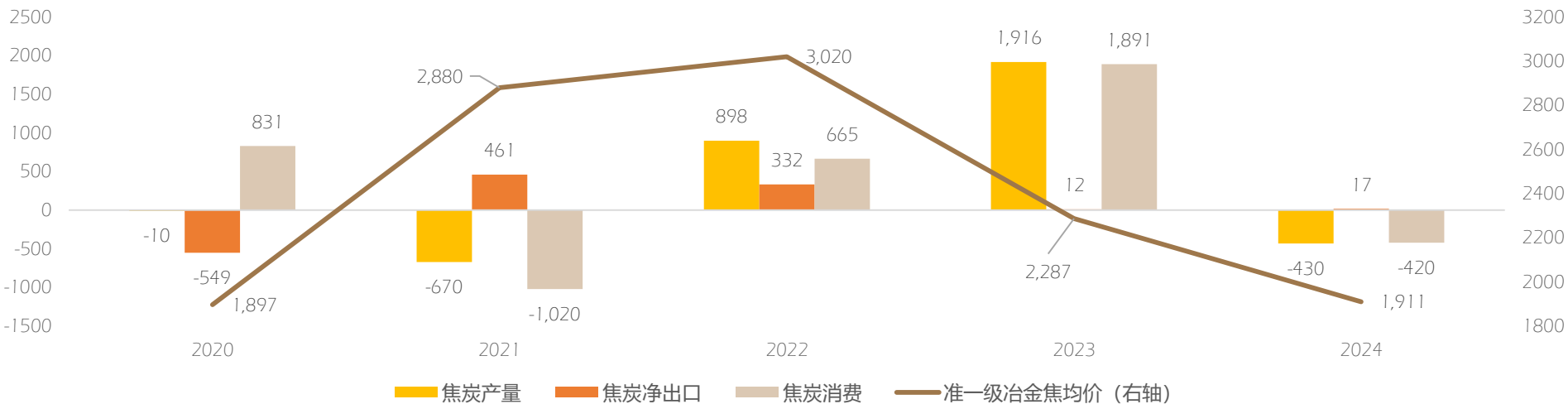




焦炭全年供需紧平衡 成本坍塌价格重心下移

截止2024年10月份，我国焦炭年内产量同比去年缩减430万吨，净出口同比去年增加17万吨，焦炭消费同比去年减少420万吨，全年处于供需紧平衡的状态。从价格来看，唐山准一级冶金焦均价较去年下降376元/吨，跌幅为16.45%。从中可以发现，由于上游焦煤供给过剩，焦煤价格大幅下跌造成成本坍塌，并且由于焦化产能的过剩以及下游消费走弱，价格偏弱运行。

2020-2024焦炭供需增量同比 (万吨, 元/吨)





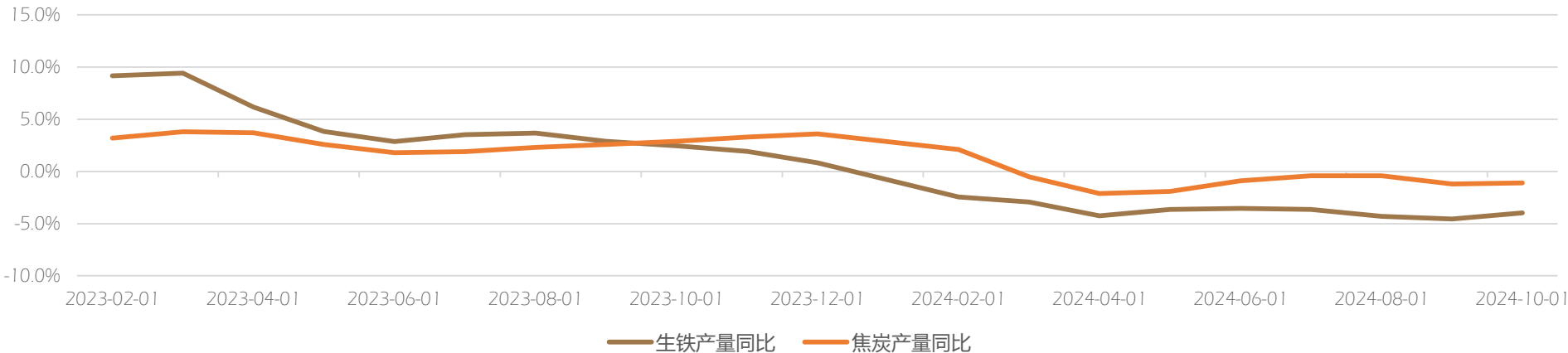
中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

生铁同比降幅大于焦炭 需求及利润引导焦化产量释放

2024年1-10月份，国内生铁累计产量为7.15亿吨，较去年同期减少2963.4万吨，同比减少3.98%；国内焦炭累计产量为4.06亿吨，较去年同期减少430.3万吨，同比减少1.1%。2024年由于下游地产基建消费低迷，生铁和焦炭都呈现同比下降的态势，从数据上看，生铁的降幅要大于焦炭，下游消费的大幅下滑是导致焦炭价格下跌的主要原因，截至11月21日，以日照港准一级冶金焦平仓价为例，价格从年初的2540元/吨下跌至1790元/吨，累积下跌750元/吨，跌幅为29.53%。价格的下跌也导致焦化厂焦化利润水平维持低位，全国独立焦企焦化利润均值为-25元/吨，焦化厂全年生产意愿较低，预计2024年焦炭产量为4.8亿吨，较去年同比下降1000万吨左右。此外，若2025年需求难以好转，焦炭产量将保持下降态势，需求及焦化利润的下滑时遏制焦炭产量的首要因素。

图43：生铁vs焦炭产量同比



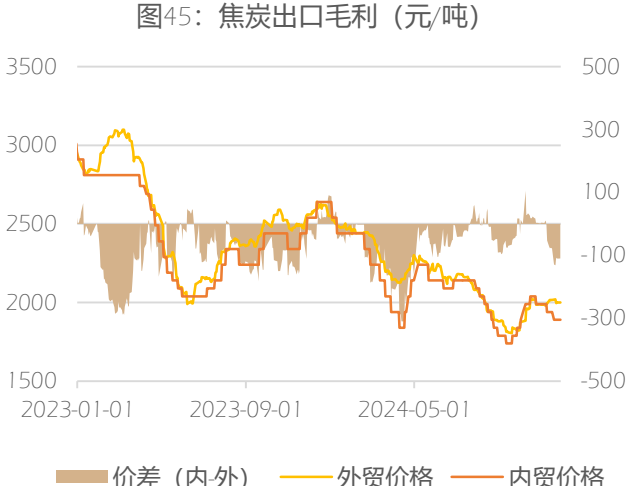
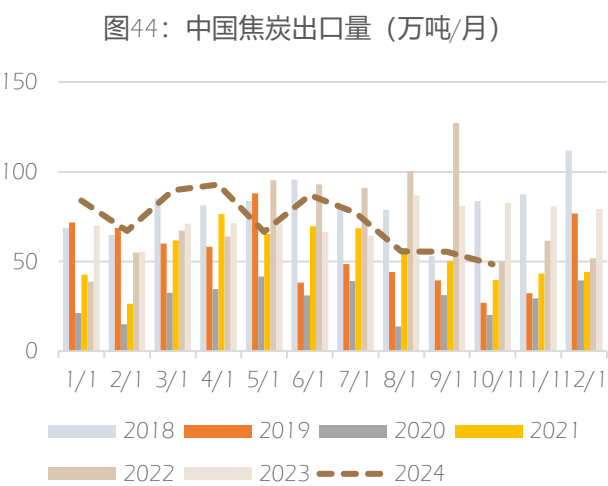
海外焦化大规模投产 预计2025年焦炭出口下滑至820万吨



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

焦炭出口方面，1-10月中国焦炭出口总量为723.6万吨，较去年同期增加3.9万吨，增幅0.54%，其中10月焦炭出口48.5万吨，环比减少12.3%，同比减少41.3%。从1-10月份来看，我国1-10月份出口量与去年基本持平，并且主要出口国并未有明显变化，仍以东南亚地区为主。从10月来看，我国10月份同比减幅较大，主要是由于10月我国焦炭价格有所回暖，出口性价比降低，导致出口量降幅较大。从截至目前的进口利润来看，11月由于焦炭价格有所回落，预计出口环比将会回升，预计2024全年焦炭出口为870万吨左右。此外，由于印尼青山工业园区的新建焦化产能约为1900万吨，并且已经大规模投产，印尼作为我国焦炭重要出口国，预计2025年焦炭出口将会有所下滑，预计2025年焦炭出口为820万吨左右。



2024年1-10月焦炭出口国家排名	国家/地区	出口量（万吨）	占比
1	印尼	207.7	28.7%
2	马来西亚	88.4	12.2%
3	印度	87.8	12.1%
4	日本	64.3	8.9%
5	越南	36.1	5.0%
6	比利时	33.3	4.6%
7	巴西	29.1	4.0%
8	澳大利亚	17.9	2.5%
9	墨西哥	16.2	2.2%
10	荷兰	14.8	2.0%

焦炭供需紧平衡 焦煤预计冬储补库555-755万吨



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

截止11月29日，焦炭总库存从年初的874万吨降至862万吨，共去库12.08万吨，降幅1.38%；焦煤总库存从年初的2369万吨累积至2499万吨，共累库129.92万吨，增幅5.48%。目前焦炭库存处于历史谷值，钢厂库存可用天数也处于极低水平，供需紧平衡，价格支撑较强，反观焦煤，总库存从4月中旬开始累积，并且同比近几年季节性也处于高位水平，供应较为宽松。从季节性来看，目前煤焦存在冬储预期，预计从现在至春节前煤焦库存将会继续累积，上游库存将会向下游转移，并且推动焦煤价格一定程度的上涨。预计焦煤冬储补库幅度在555-755万吨，价格有望上涨50-100元/吨左右，但在冬储结束后价格仍存回落风险。

图46：焦炭总库存（全焦企+247钢厂+港口）

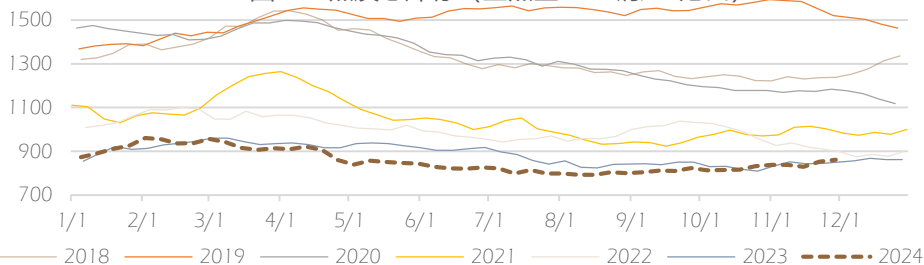
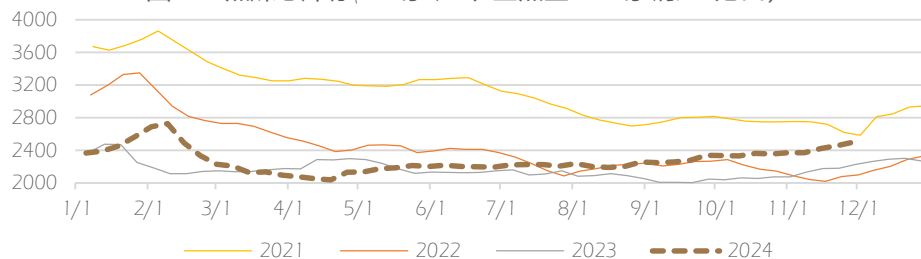


图47：焦煤总库存(523家矿山+全焦企+247家钢厂+港口)



年份	开始补库时间	结束补库时间	持续时间（周）	补库前库存（万吨）	补库后库存（万吨）	补库幅度（万吨）	补库前价格（元/吨）	补库后价格（元/吨）	价格变化（元/吨）	价格增减幅
2019	春节前11周	春节前1周	10	3004.39	3253.12	248.73	1450	1640	190	13.10%
2020	春节前16周	春节当周	16	2772.77	3015.25	242.48	1680	1680	0	0.00%
2021	春节前11周	春节前1周	10	3209.97	3491.78	281.81	1380	1440	60	4.35%
2022	春节前13周	春节前1周	12	2012.55	2680.1	667.55	1332	1540	208	15.62%
2023	春节前15周	春节前1周	14	1721.18	2174.77	453.59	3000	2680	-320	-10.67%
2024	春节前15周	春节当周	15	1663.81	2334.35	670.54	2248	2350	102	4.54%
2025	春节前15周	春节前1周（预计）	14	1644.96	2200-2400（预计）	555-755（预计）	1496	1546-1596（预计）	50-100（预计）	3.34%-6.68%（预计）



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

驱动因子·成本·废钢：废钢资源偏紧制约电炉钢发展

截止11月27日上海地区重废价格较年初下降15.4%，211家钢厂废钢库存较年初下降22.85%，同比下降16.16%，处于季节性历史低位。建筑行业较差，房企资金流偏紧，旧房拆除废钢回收量偏低，废钢资源偏紧。

图48：211家钢厂废钢库存季节性走势

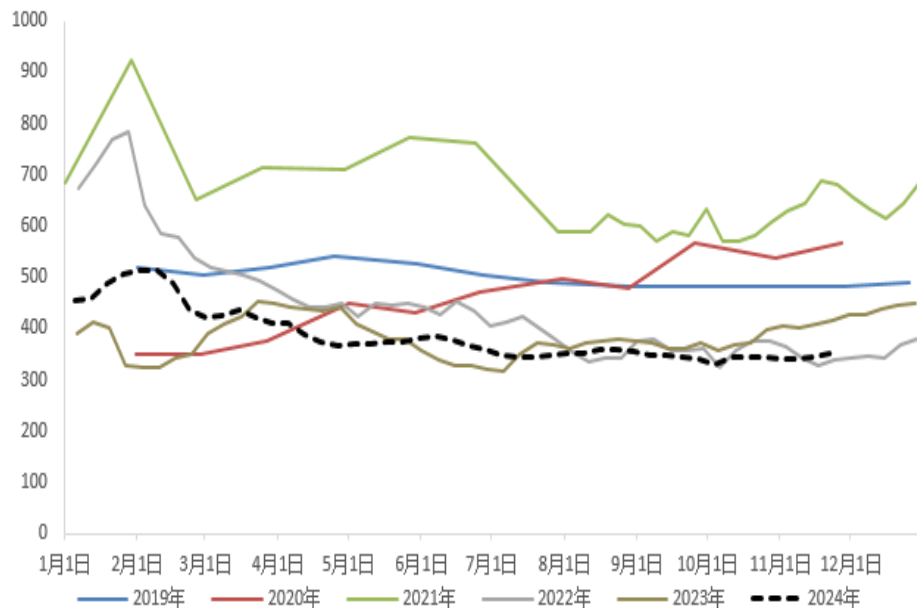
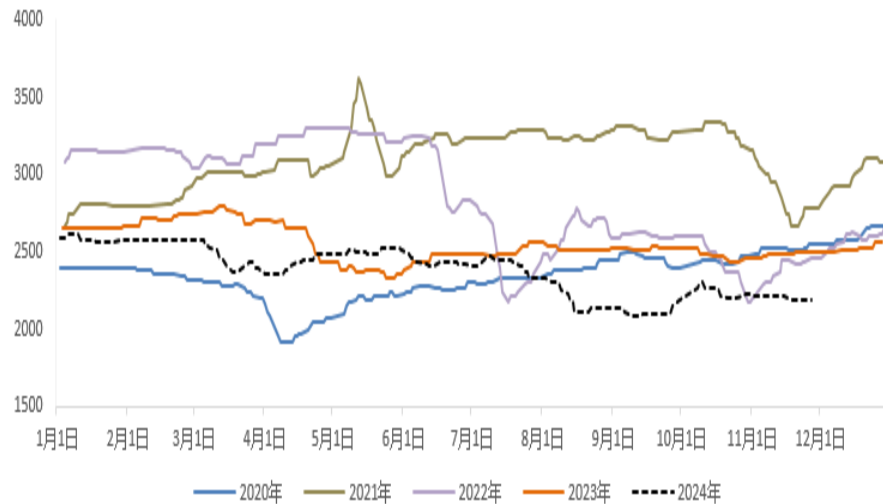


图49：上海地区重废价格季节性走势



驱动因子·库存:螺纹、五大材总库存处于季节性历史最低位



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

截止11月29日，螺纹钢总库存同比下降15.3%，热卷总库存同比下降10.25%，五大品种钢材总库存同比下降10.35%。
热卷总库存处于历史季节性适中水平，螺纹钢及五大钢材总库存处于季节性最低水平。

图50：螺纹钢总库存季节性走势

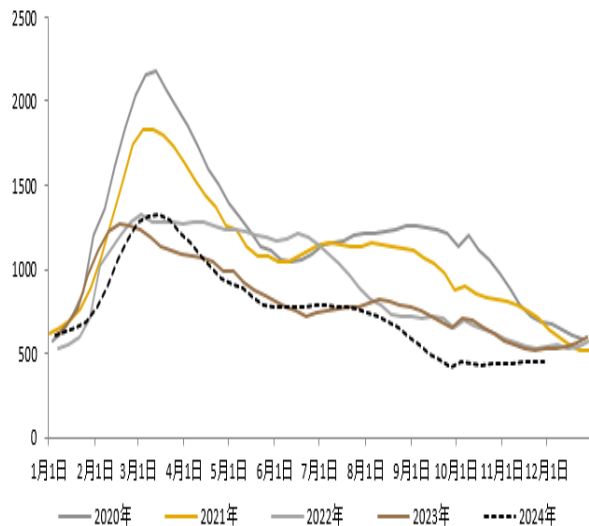


图51：热卷总库存季节性走势

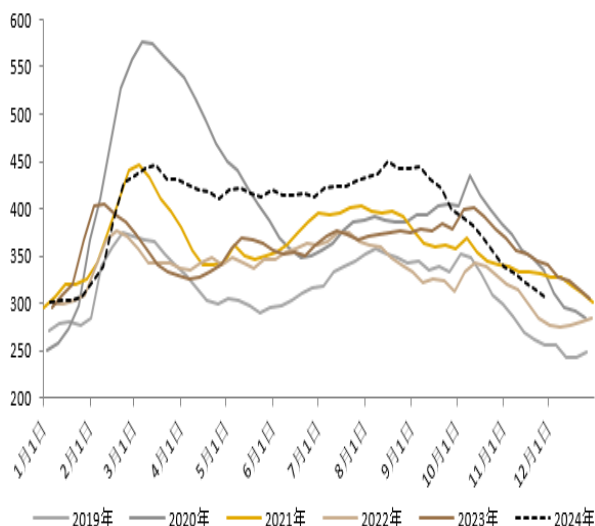
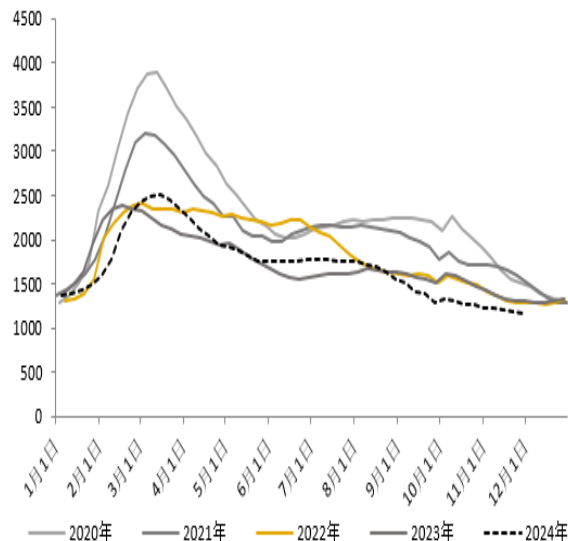


图52：五大钢材品种总库存季节性走势

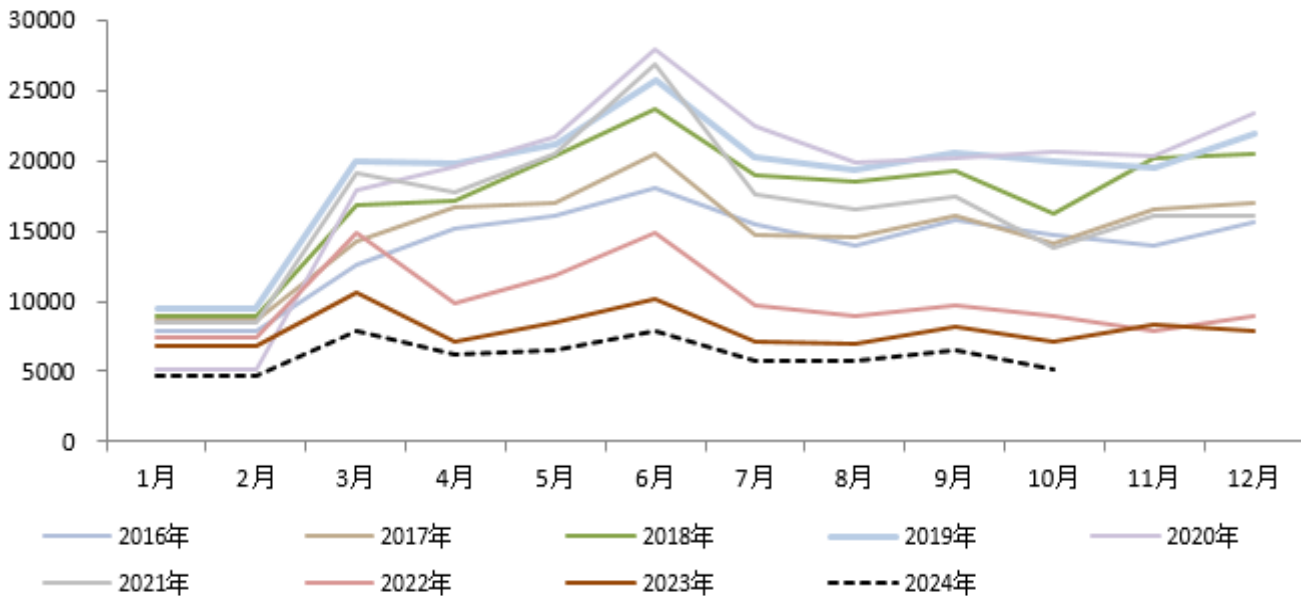




驱动因子·冬储：目前钢贸商冬储心理价位较低 冬储意愿不高

每年1-2月与3-4月建材消费差异较大，主流贸易商会选择在当年12月至次年2月份囤建材待3-4月份消费旺季时销售获利。每年1-2月的钢材价格受贸易商冬储的心理价位、钢厂冬储政策和冬储量影响较大。据上海钢联调研，贸易商冬储心理价位3100以下占比最高，钢厂冬储心理价位在3200以下占比最高。

图53：房地产新开工面积季节性走势





目录 CONTENT

01

2024年黑金走势及投资策略回顾

02

2024年国内流动性分析及2025年展望

03

2025年粗钢供求平衡表及驱动因子分析

04

钢铁产业估值分析

05

2025年黑金投资策略

钢厂利润：螺纹现货和盘面利润尚可 热卷高炉和螺纹电炉利润偏低



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

单位：元	螺纹钢高炉即期利润	热卷高炉即期利润	螺纹盘面利润	电炉钢利润
2024-12-02	120.7	50.7	98.9	8.3
2024-11-25	83.8	13.8	77.3	-72.7
环比变化	36.9	36.9	21.7	81.0

图54：螺纹钢高炉即期利润季节性走势

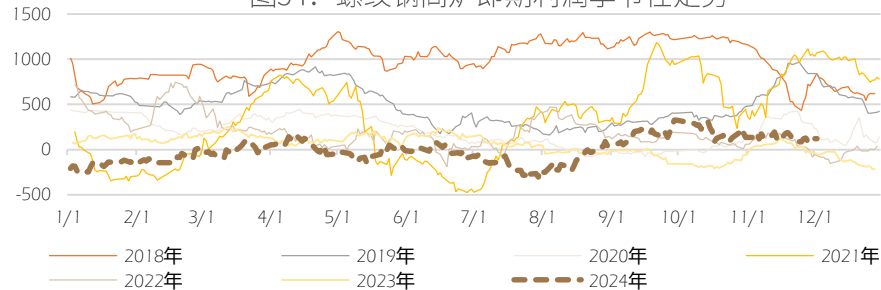


图55：热卷高炉即期利润季节性走势

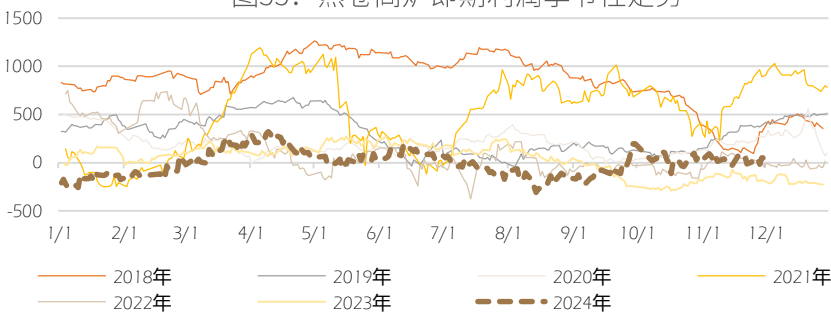


图56：螺纹盘面利润季节性走势

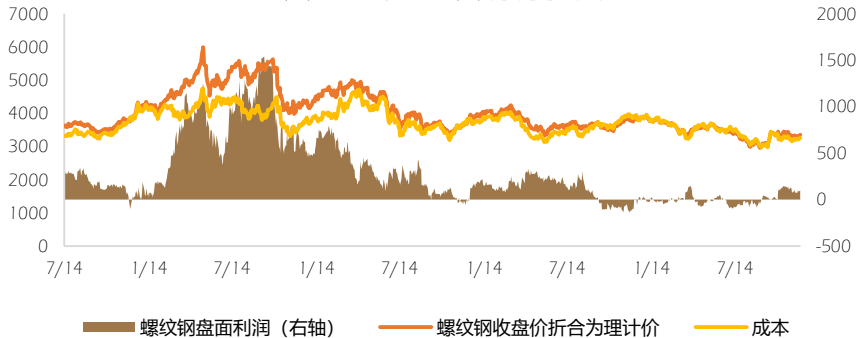


图57：电炉钢利润季节性走势





目录 CONTENT

01

2024年黑金走势及投资策略回顾

02

2024年国内流动性分析及2025年展望

03

2025年粗钢供求平衡表及驱动因子分析

04

钢铁产业估值分析

05

2025年黑金投资策略



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

2025年黑金投资策略

一、结论：

流动性：美联储开启降息周期，国内逆周期调节加强，2025年国内货币政策或偏宽松，但居民和企业加杠杆意愿仍有待提升

粗钢产量：2023年电炉钢占粗钢总产量的比重为9.7%，2024-2025年电炉钢产量占比由9.7%提升至15%难度较大，笔者认为可实现的路径为2025年压减高炉粗钢产量（实际执行难度较大），电炉钢产量稳中小增，这样在终端消费低迷的情况下，电炉钢产量占比才有可能大幅上升。另外中钢协表示将加快研究推进产能治理和联合重组，2025年需关注发改委和工信部会否出台具体压减钢铁产能和产量的政策。

净出口：2024年1-10月我国出口美国钢材占比0.79%，2025年美国大征关税对我国钢材直接出口影响较小，但对钢材间接出口将造成影响，叠加我国今年钢材出口基数较高，2025年出口或小幅回落。

房地产：2024年土地成交面积继续下降，据房企拿地到开工需6-9月推算，2025年新开工面积同比将继续下滑。而且9月26日中央经济工作会议提出：对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量。严控新房供给，房屋新开工也将减少。预计2025年新开工面积同比降10%左右。

基建：2025年地方化债压力将大大减轻，但考虑城镇化率放缓，部分基建项目投资回报率较低，高质量发展注重新经济发展，预计2025年基建对钢材消费增加，幅度有限。

制造业：工业企业利润负增长，2025年制造业投资增速或回落。我国新能源汽车渗透率已达到了52.8%，增加空间在逐步缩小。另外川普上台大征关税不利我国汽车出口，2025年我国汽车产销可能转为下降。家电产销和船舶订单将延续增长。

供需评估：预估2025年粗钢产量同比降1.5%，消费同比降1%，净出口同比下降5%，供给过剩400万吨左右。

库存：热卷总库存处于历史季节性适中水平，螺纹钢及五大钢材总库存处于季节性最低水平。

成本支撑：焦煤和矿石供应宽松，对钢材成本支撑偏弱。废钢对钢材成本支撑偏强。

钢厂利润预估：钢厂或将压减产量铁矿供应宽松 钢厂利润均值有望修复至50-100元/吨

钢铁产业估值：综合目前钢厂利润、价格和基差，估值略偏低

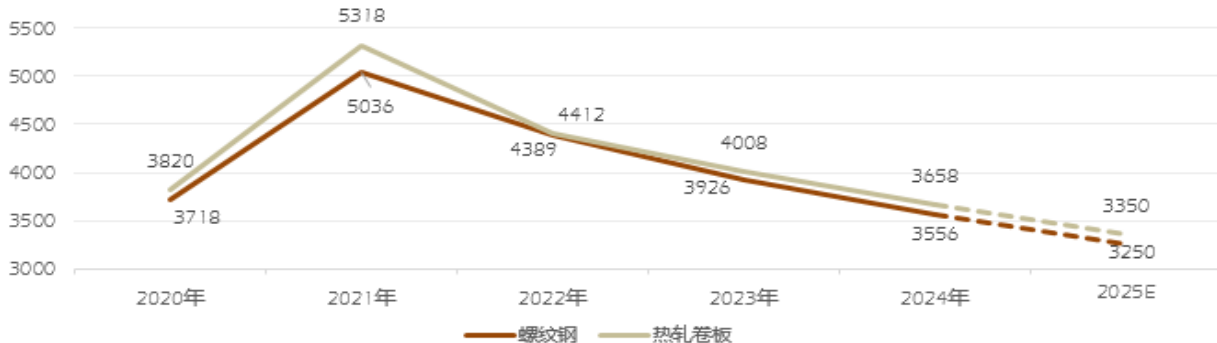


2025年黑金投资策略：钢材单边投资策略

产销下降出口下滑 钢价中枢将继续下移

2024年土地成交面积继续下降，据房企拿地到开工需6-9月推算，2025年新开工面积同比将继续下滑。叠加严控新房供给，房屋新开工也将减少。预计2025年新开工面积同比降10%左右。2025年地方化债压力将大大减轻，但考虑城镇化率放缓，部分基建项目投资回报率较低，高质量发展注重新经济发展，预计2025年基建对钢材消费增加，幅度有限。工业企业利润负增长，2025年制造业投资增速或回落。2025年我国汽车产销可能转为下降。家电产销和船舶订单将延续增长。预计2025年国内钢材消费小幅下降1%。2025年美国大征关税对我国钢材直接出口影响较小，但对钢材间接出口将造成影响，并且我国今年钢材出口基数较高，同时考虑人民币贬值将对冲部分关税影响，预计2025年出口或小幅回落5%。2025年底电炉钢产量占比要达到15%左右，叠加中钢协表示将加快研究推进产能治理和联合重组，发改委和工信部或出台具体压减钢铁产能和产量的政策，预计粗钢产量同比下降1.5%。铁矿和煤焦对高炉成本支撑均较弱。综合来看，国内钢材消费和产量下降，出口下滑，供给小幅过剩，主要原料对钢材成本支撑弱，钢价中枢将继续下移，不过2025年政策预期的扰动将增加，建议预期炒作过度的时候适度布局空单。2024年上海螺纹钢价格均值3556元/吨，预估2025年螺纹价格均值降至3250元/吨左右；上海热卷价格均值3658元/吨，预估2025年热卷价格均值降至3350元/吨左右。以主要原料压力价格计算的钢材成本加上100元/吨的利润测算的钢材价格压力位：上海螺纹现货价格的压力位：3800元/吨，上海热卷现货价格的压力位3900元/吨。按盘面普遍贴水100元/吨左右，螺纹和热卷盘面压力价格3700元/吨、3800元/吨。对于钢材2505合约，考虑目前估值略偏低政策预期较强，可能呈现冲高回落的走势。**建议逢高做空RB2505和HC2505，参考入场区间：RB2505:3550-3600,止损3650-3700。HC2505: 3650-3700，止损3750-3800。**

2025年螺纹和热卷价格年度均值预测





中州期货
Zhongzhou Futures

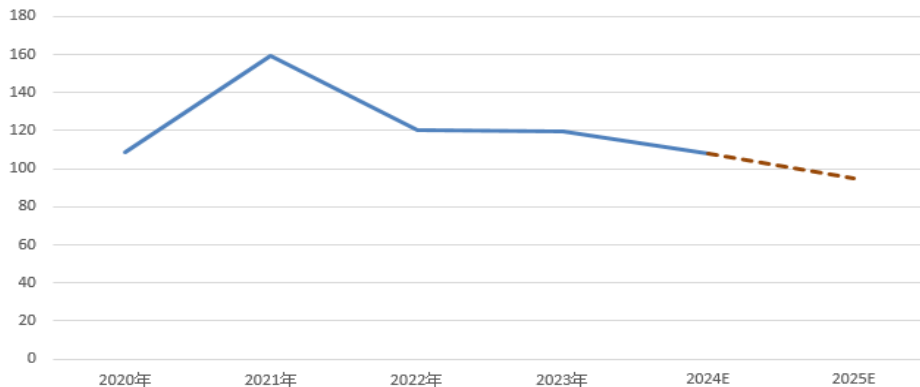
LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

2025年黑金投资策略：铁矿石单边投资策略

供增需减库存高 2025年普氏铁矿年度均值将降至95美元/吨左右

四大矿山2025年产量整体将增加4500万吨左右，考虑发运中国的占比，预计2025年我国从四大矿山进口增量为3200万吨，非主流进口矿增量400万吨，国产矿持平，2025年铁矿供给或增3600万吨。同时2025年钢铁产能产量或将压减，预计生铁产量下降1.5%，铁矿消费下降2057万吨，2025年铁矿石供给过剩5657万吨。47港铁矿石港口库存同比增加28.4%，处于季节性历史高位。供增需减库存高，铁矿价格重心将进一步下移。预计2025年普氏铁矿石62%Fe价格指数波动范围80-110美元/吨，以PB粉折盘面仓单价格的波动区间：657-904元/吨，考虑目前盘面一般贴水35元/吨，预计盘面的波动区间为622-869元/吨。预计2025年度均值95美元/吨，以PB粉折盘面仓单价格为780元/吨。操作建议，背靠铁矿110美元/吨做空铁矿石。**逢高做空铁矿石2505合约，参考入场区间：840-860元/吨，止损900元/吨。**

2025年普氏62%Fe价格均值预测（美元/吨）



2025年焦煤全年供需过剩 盘面价格中枢下移至1200元/吨



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

- 产量方面，山西作为炼焦煤产量大省，今年上半年由于查“三超”等政策的影响，较为严重的影响了炼焦煤的产量释放，并且迫于财政压力，公布了全年13亿吨的产量目标，根据测算此目标年内难以达成。展望2025年，假设明年山西省GDP增长目标为5%，则预计2025年原煤产量为13.13亿吨。
- 进口方面，今年炼焦煤进口同比大幅增长，填补了国内炼焦煤产量的下滑，在今年12月1日，俄罗斯取消了炼焦煤出口关税，这一举措主要是由于俄罗斯在西方等国家的制裁下，其煤炭企业压力较大，若按照当初与汇率挂钩的灵活出口关税政策，炼焦煤的出口汇率要达到最高级别的7%，俄煤进口性价比走低。根据数据显示，俄罗斯煤炭企业亏损已达50%，并且其盈利企业的盈利能力下降了75%，俄罗斯政府迫于压力需要通过减免关税的形式补贴帮助煤炭企业。展望2025年，即使明年俄乌冲突有所缓解，欧盟解除对于俄罗斯的制裁，但其煤炭进口格局已经发生转向，并且欧盟国家对于煤炭的需求正在逐年走弱，短期内俄煤仍将主要流入中国。此外，澳煤今年进口同比大幅增加，由于其低廉的价格以及优秀的品质，在市场煤中的竞争力较高，预计在中澳关系未有大幅变化的前提下，澳煤明年进口将会有望突破1200万吨。蒙煤今年进口保持高位，其通关已经处于峰值水平，同比今年增量有限。
- 库存方面，焦煤已经开始冬储，从季节性来看，目前煤焦存在冬储预期，预计从现在至春节前煤焦库存将会继续累积，上游库存将会向下游转移，并且推动焦煤价格短期一定程度的上涨。预计焦煤冬储补库幅度在555-755万吨，价格有望小幅反弹，但在冬储结束后价格仍存回落风险。
- 全年将处于供需过剩，以蒙5#原煤为例，预计其年度均价将下移至1000元/吨左右，对应盘面约为1200元/吨左右。
- 操作建议：JM2505合约逢高做空，参考入场区间：1400-1450，止损1500左右。**



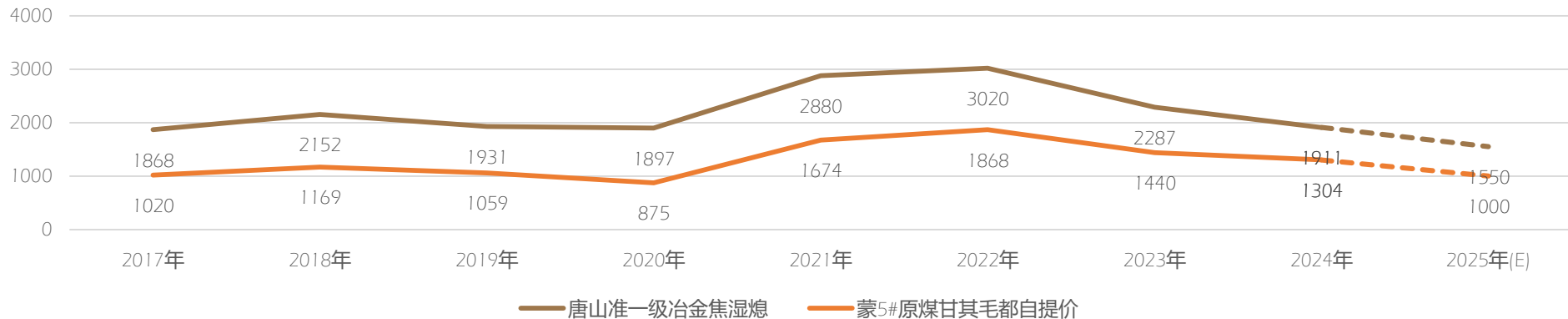
中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —

2025年焦炭难独善其身 盘面价格中枢下移至1650元/吨

- 产量方面，新增产能以及落后产能淘汰对于目前的焦化产能影响不大，焦化产能将继续保持低位运行，焦企自身产量仍将根据自身利润情况以及跟随下游需求而调整，预计2025年焦炭产量小幅下降。
- 出口方面，由于印尼青山工业园区的新建焦化产能约为1900万吨，并且已经大规模投产，印尼作为我国焦炭重要出口国，预计2025年焦炭出口将会有所下滑。
- 需求方面，根据中州期货研究所测算，预计生铁消费同比今年将下滑1.5%，对应焦炭2025年需求为3.85亿吨。全年供给将会处于过剩，但由于焦化自身产能利用率仍有下调空间，预计全年供给过剩现象较于焦煤不会过分突出，但受到上游焦煤过剩的影响，焦炭全年价格仍将中枢下移。预计焦炭年度均价将下移至1550元/吨左右，折盘面约为1650元/吨。
- 操作建议：J2505合约逢高做空，参考入场区间：2050-2100，止损2180。**

2017-2025焦煤焦炭均价走势（元/吨）





多螺纹空焦煤投资策略

投资逻辑：1、螺纹库存水平处于历史季节性低位，焦煤库存处于季节性偏高水平。

2、2025钢材供给端或受政策约束，山西保经济增长产量恢复或导致国内产量大幅增加。

投资策略：多螺纹钢2505空焦煤2505，建议入场区间：螺纹钢2505与焦煤2505比价2.55-2.6左右入场，止损2.35-2.4。

风险：2025年煤矿大幅减产。

应对策略：止损。



中州期货
Zhongzhou Futures

LOONGQUANT
— 中州·龙泉 —



中州期货有限公司 科创驱动衍生品交易服务商

地 址：上海市杨浦区荆州路198号万硕大厦22楼

电 话：400-820-5060 网 址：WWW.ZZFCO.COM

免责声明：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做任何保证，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所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。同时研究报告仅供交流使用，不构成任何投资建议。

中州期货有限公司 科创驱动衍生品交易服务商