

十年一梦 | 黑色产业链2015 VS 2025 (一)

原创 陈晓伟王静静李荣 物产中大期货研究 2025年05月30日 14:18 浙江



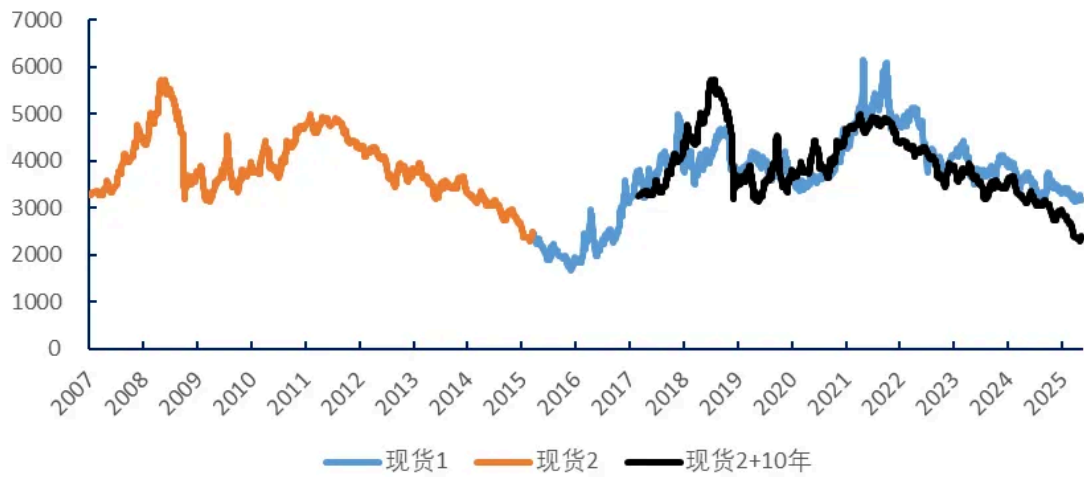
黑色商品此轮周期性下跌开始于2021年，到目前为止已连续下跌四年，螺矿价格已跌去一半左右，螺纹钢价格由6200多跌至3000附近，铁矿石价格由1300多跌至700附近；双焦价格则跌幅更大，焦煤价格由3400跌至740，焦炭价格由4600跌至1350。四年的下跌与价格的低位，难免令人心动，何时见底，能否抄底，成为众多市场参与者心中共同的疑问。

带着同样的疑问，我们对上一轮周期底部即2015年与当前的市场进行了对比，希望能从历史中找到答案。报告分两篇，本篇主要对2015-2025年市场价格和黑色产业供应端主要变化进行对比，比较其中的异同点，第二篇，从需求端对市场进行简要对比，并主要针对市场拐点发生条件和一些观测指标进行探讨，敬请期待。

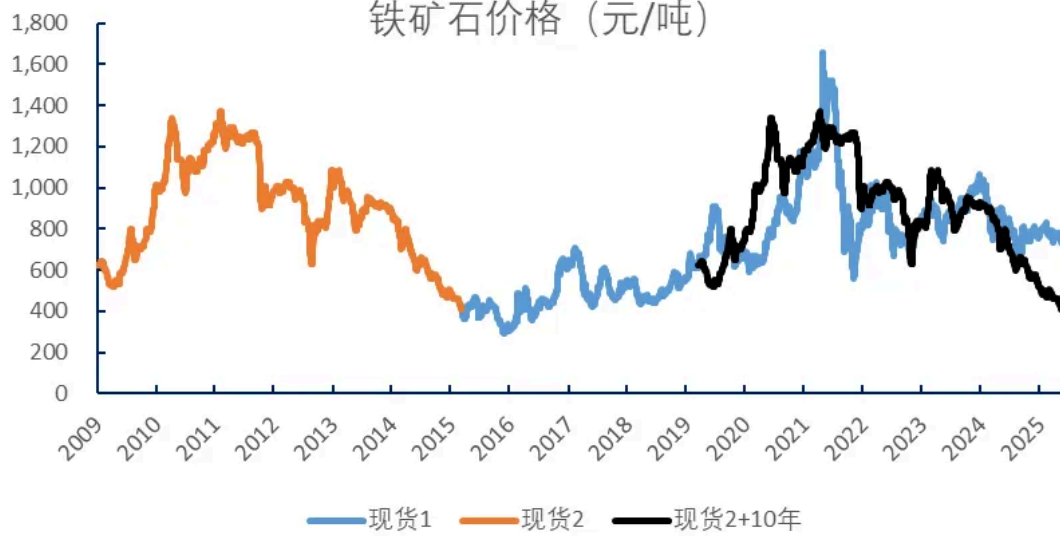
一、价格/利润走势——历史不会重演，但总会有惊人的相似

将2015年3月份现货价格与2025年5月份现货价格对齐后，我们得到了两轮周期下黑色商品价格变化对比图。从图中不难发现，螺矿近几年价格走势与十年前价格走势极为相似，价格拐点也基本重合；双焦价格走势与上一轮重合度则较低，主要由于2021年“缺煤缺电”导致，双焦经历了更为极端的暴涨暴跌的行情。从价格中枢来看，本轮黑色商品价格相较十年前价格均有不同程度的提高，其中铁矿石同期价格（2015年3月）为420，最低为300（2015年12月），当前为730（2025年5月），焦煤价格同期为530，最低为425，当前为1050，焦炭同期价格为950，最低为700，当前为1200，螺纹钢同期价格为2400，最低为1680，当前为3100。与2015年3月份价格相比，目前焦炭价格在黑色商品中估值更低而非焦煤，焦煤价格相对低估的错觉来自2021年绝对价格过高，跌幅较其他黑色商品更大；与十年前同期价格以及最低价格相比，焦煤与铁矿价格表现接近，在黑色商品中均处于更高估的位置。简单参照历史价格走势，价格距离底部仍有20%-30%的跌幅空间。（因行情变动较大，发文时价格与前文所述价格存在变动）

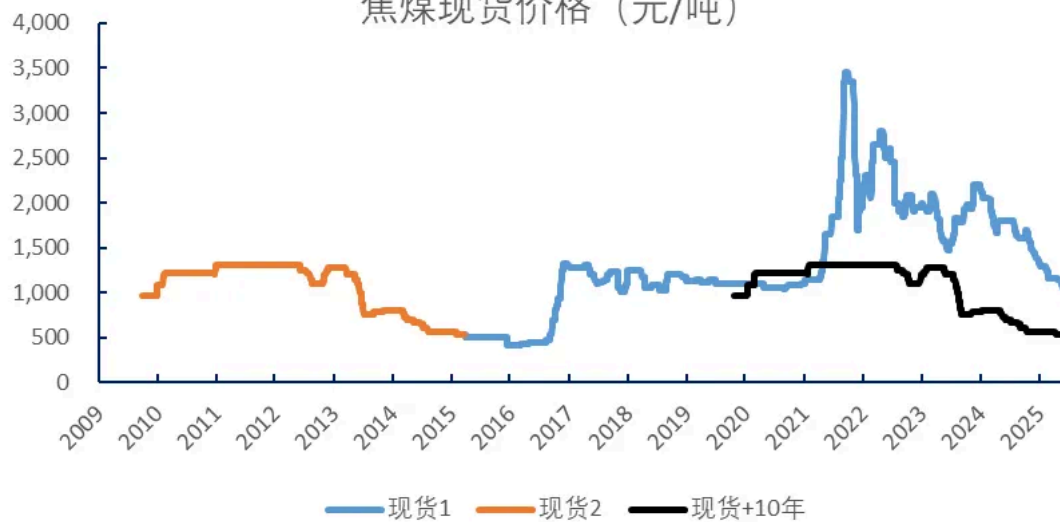
螺纹钢现货价格（元/吨）



铁矿石价格（元/吨）



焦煤现货价格（元/吨）





数据来源：WIND、物产中大期货研究院

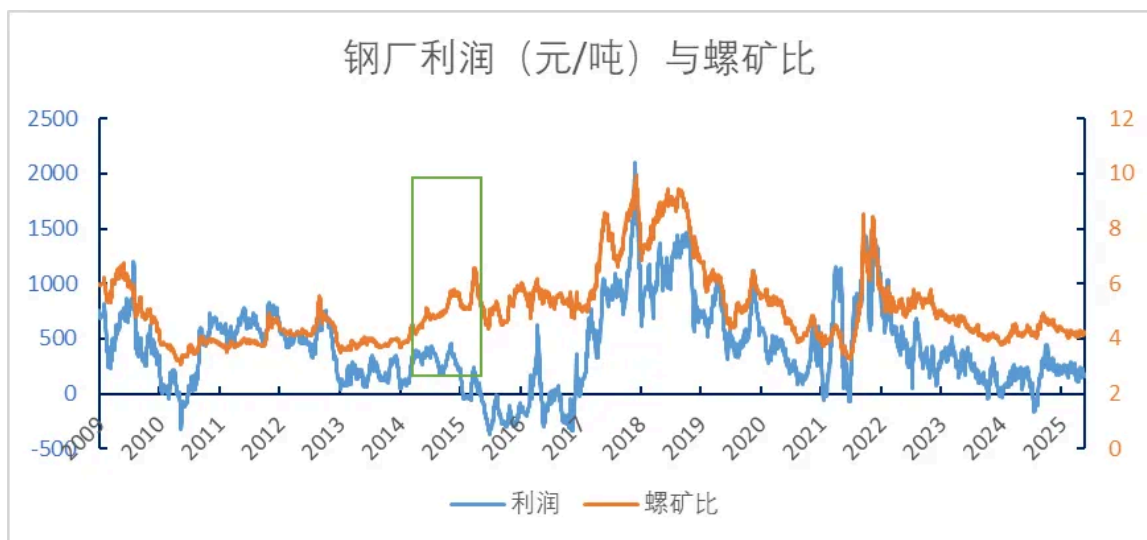
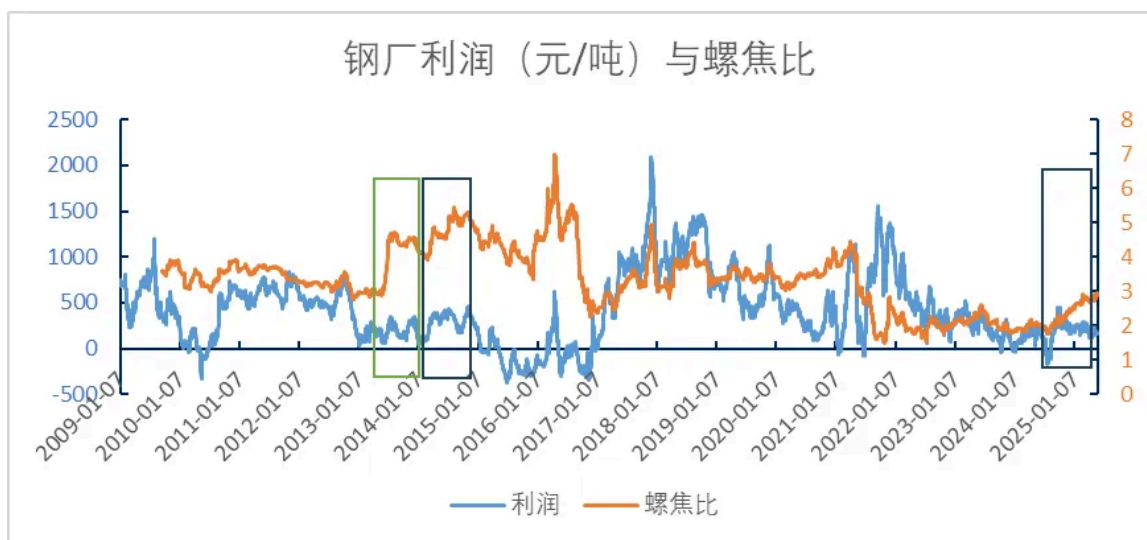
指标选取说明：为了对比更长周期价格，选取现货指标与市场常用现货价格指标会有一定出入。指标分别为：上海:价格:螺纹钢 (HRB400E,20mm)、日照港:车板价:PB粉矿 (61.5%, 澳大利亚)、内蒙古:出厂价:焦煤 (A≤10.5%,V:27%,S≤1%,G≥80,Mt≤10%, 乌海产)、河北:到厂价:冶金焦 (二级,A≤13.0%,S≤0.7%,Mt≤8%,M25>88%,CSR:52-55%,唐山产)。

表1：黑色商品现货价格比较

选取现货标的价格（元/吨）	螺纹钢	铁矿石	焦煤	焦炭
当前：2025 年 5 月	3100	730	1050	1200
同期：2015 年 3 月	2450	410	530	950
最低：2015 年 12 月	1680	300	425	700
（当前-同期）/同期	27%	78%	98%	26%
（当前-最低）/最低	85%	143%	147%	71%
（同期-最低）/同期	31%	27%	20%	26%

数据来源：WIND、物产中大期货研究院

钢厂利润两轮周期表现也有着许多相似点。可以看到，在行业下行周期中，钢厂利润并非持续下行直至亏损，而存在反复，在2013-2015年年初钢厂利润环比好转，直至2015年下半年钢厂再次陷入亏损。本轮下行周期中，钢厂利润在2024年四季度以来同样出现同环比好转，并已在当前利润维持半年左右。对比螺矿比与螺焦比会发现，2013-2014年年初，钢厂利润主要由焦煤下跌贡献，2014年年中至2015年年初钢厂利润则由焦煤与铁矿共同贡献。当前钢厂利润与13-14年情况较为接近，利润主要由焦煤贡献，未来不排除铁矿石通过补跌完成产业链利润的再次转移。



单纯对照上一轮价格走势，黑色商品价格距离见底仍有半年-一年的时间。那么，十年过去，黑色产业与十年前相比发生了哪些重要变化，2015年最后一段下跌行情是否会重现，我们对黑色产业端重要因素进行了梳理，找出十年中发生的主要改变。

二、黑色产业供应端十年中的改变与十年后的挑战

11.钢厂：供应调节边际量从高炉变为电炉，灵活性提高

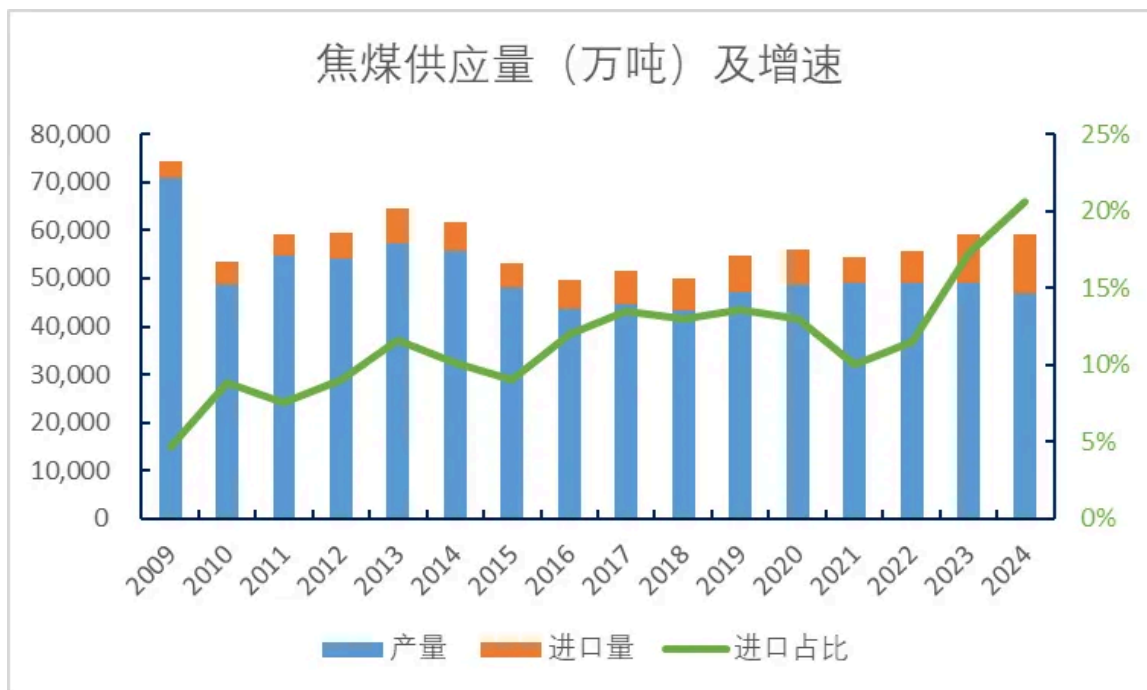
在上一轮供给侧改革之前，国内存在大量地条钢生产企业，地条钢生产缺少精炼环节，同时原料多使用劣质废钢，因此地条钢生产企业成本远低于长流程生产企业。长流程生产企业中国企和大中型企业占比较高，另外高炉生产具有连续性，因此尽管长流程钢厂生产成本相比中频炉地条钢企业更高，但在陷入亏损时难以及时对生产进行调整。

在钢铁行业供给侧结构性改革的深入推动下，2017年国内淘汰了约1.4亿吨地条钢产能，彻底取缔地条钢使废钢资源供应得到改善，加之旺盛的用钢需求和攀升的炼钢利润，电炉钢发展迎来了机遇，目前电炉产能占比约在15%，产量占比约为10%。受废钢供应以及电费成本影响，多数情况下，我国电炉企业生产成本高于长流程企业；电炉企业多为民营企业，规模相对长流程企业更小；另外电炉开停成本低，生产具有灵活性，因此在行业因过剩面临亏损时，电炉的边际调节能力得以体现。

边际供应调节灵活是把双刃剑，一方面，电炉减产能够缓解钢材短期的过剩情况，另一方面，因为产量调节的灵活性，在行业利润得到修复时，电炉企业复产同样迅速，延缓了产业出清速度。表现在价格上，钢材价格体现为抵抗式下跌，跌至短期电炉生产成本时会进入一段震荡区甚至出现大幅反弹。从价格走势图也可以发现，本轮钢材价格下跌中的反弹行情要远超上一轮周期。

12.煤矿：低成本蒙煤占比提升，国产煤成本有所提高但成本调节空间较大

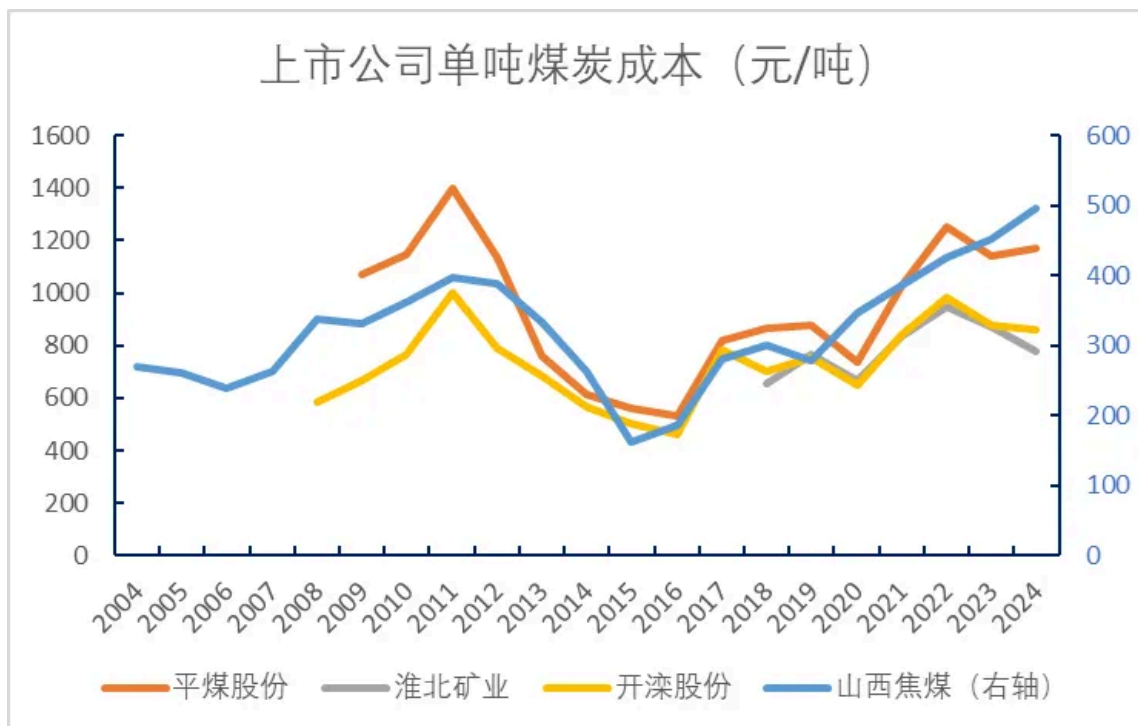
煤炭行业主要变化来自两个方面：1.非法开采、黑煤窑等表外煤炭减少；2.进口焦煤占比提高，同时进口国占比调整，蒙煤代替海运煤成为进口焦煤主要来源。



数据来源：WIND、物产中大期货研究院



数据来源：WIND、物产中大期货研究院



数据来源：上市公司年报、物产中大期货研究院

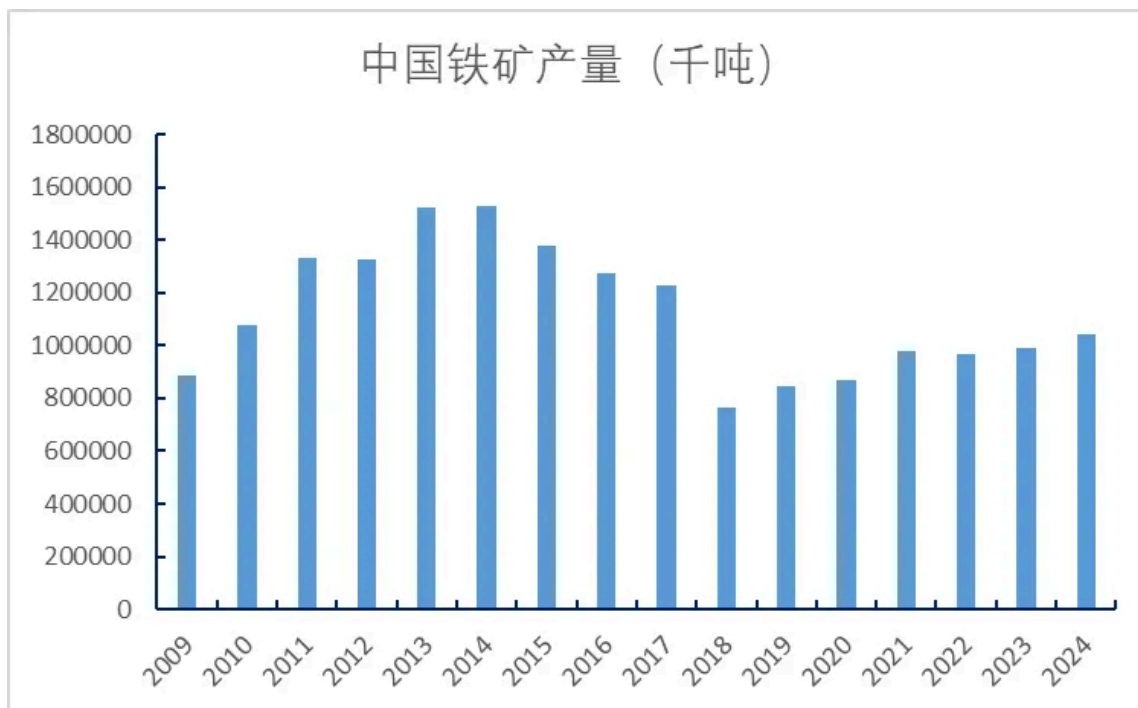
说明：山西焦煤计算方式为：煤炭营业成本/商品煤销量，其他三家选用其焦煤营业成本或销售成本/焦煤销量。

从成本构成来看，焦煤的成本构成变化不大，但各组分占比发生调整。焦煤成本构成由低到高为：国产低成本煤矿/低成本蒙煤+国产高成本煤矿+高成本海运煤，其中：国产低成本煤矿减少，主要由于非法开采、黑煤窑、小型煤矿的淘汰与关停，而低成本蒙煤占比提高，主要来自蒙古铁路运输的完善以及通关效率的提高；高成本海运煤占比下降，主要由于澳煤等减量，低成本蒙煤的替代。因此，目前除了小部分高成本海运煤外，焦煤供应的边际调节量主要在于国产煤矿。

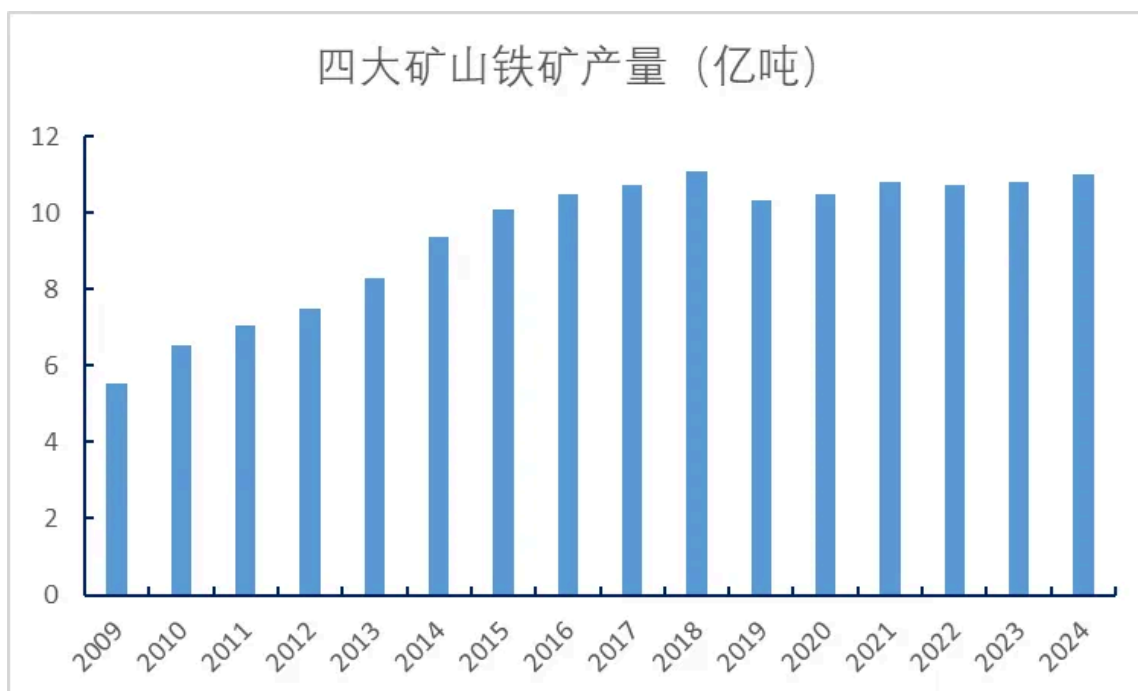
国产煤矿焦煤成本差异较大，不同省份、不同煤矿、不同开采深度等都会影响焦煤实际开采成本。因此，我们难以对焦煤的绝对成本进行比较，转而比较近些年焦煤上市公司单吨煤炭成本的变化趋势及其背后原因。我们选取了山西焦煤、平煤股份、淮北矿业、开滦股份四家上市公司作为样本，根据其年报估算了他们的单吨成本。不难发现，在供给侧改革后煤炭单吨成本呈现上升趋势。根据几家上市公司年报显示，近几年成本上升原因主要有以下几个方面：1. 矿井开采深度增加，开采条件复杂，加大安全投入；2. 行业及公司效益好转后，上调职工工资；3 研发投入增加，设备投入，物价通胀，行情上涨结转成本增加，运销服务费增加等。但同时拉长周期看，可以发现，煤炭成本随行情变化明显，价格下行周期中，企业可通过增产、压缩其他成本的方式不断降低煤炭成本。因此，当前市场所讨论的焦煤成本为静态成本，但实际生产中成本具有压缩空间。

综合考虑煤炭开采难度的提升以及安全要求提高安全支出增加，我们认为煤炭刚性成本相较于十年前有所提升，但当下成本并非不可压缩成本。

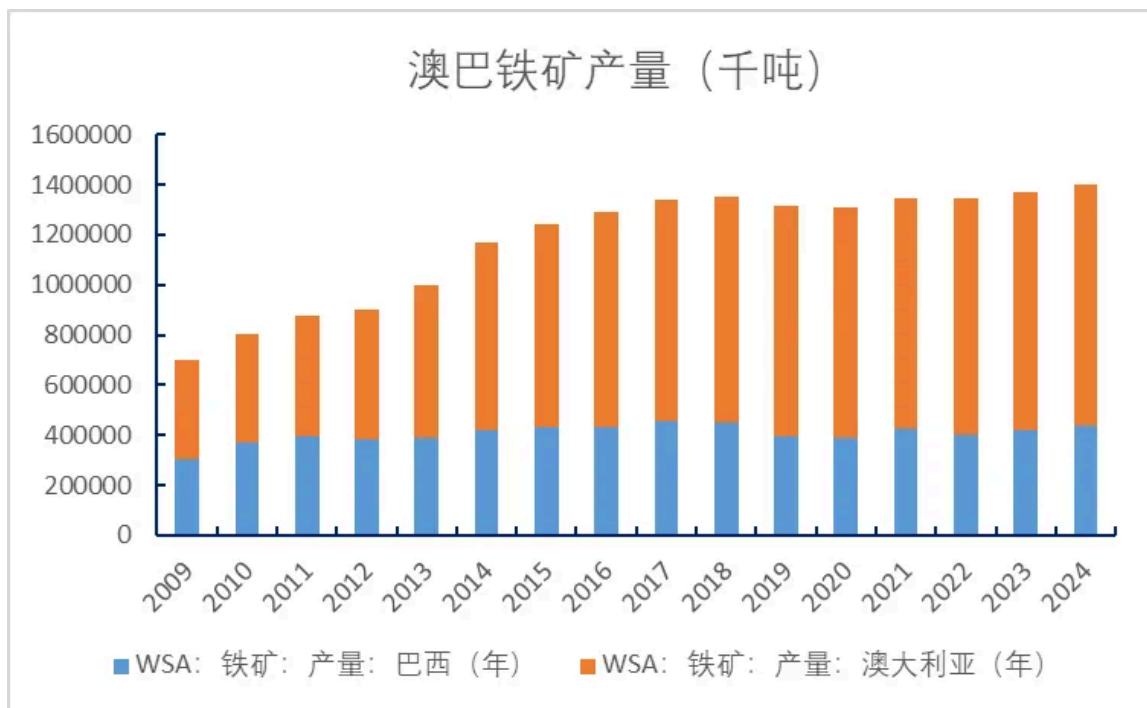
13. 铁矿：产量释放偏慢，增量增在高成本区域，长期来看进口量与价格涨跌无直接关系



数据来源：MYSTEEL、物产中大期货研究



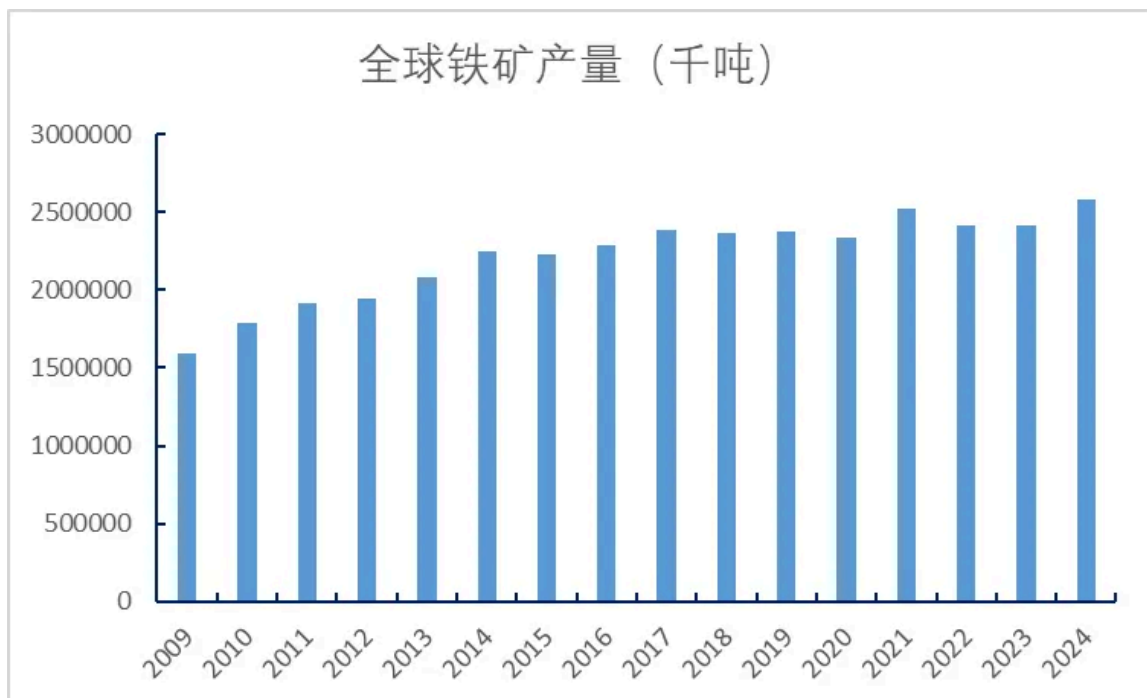
数据来源：MYSTEEL、物产中大期货研究



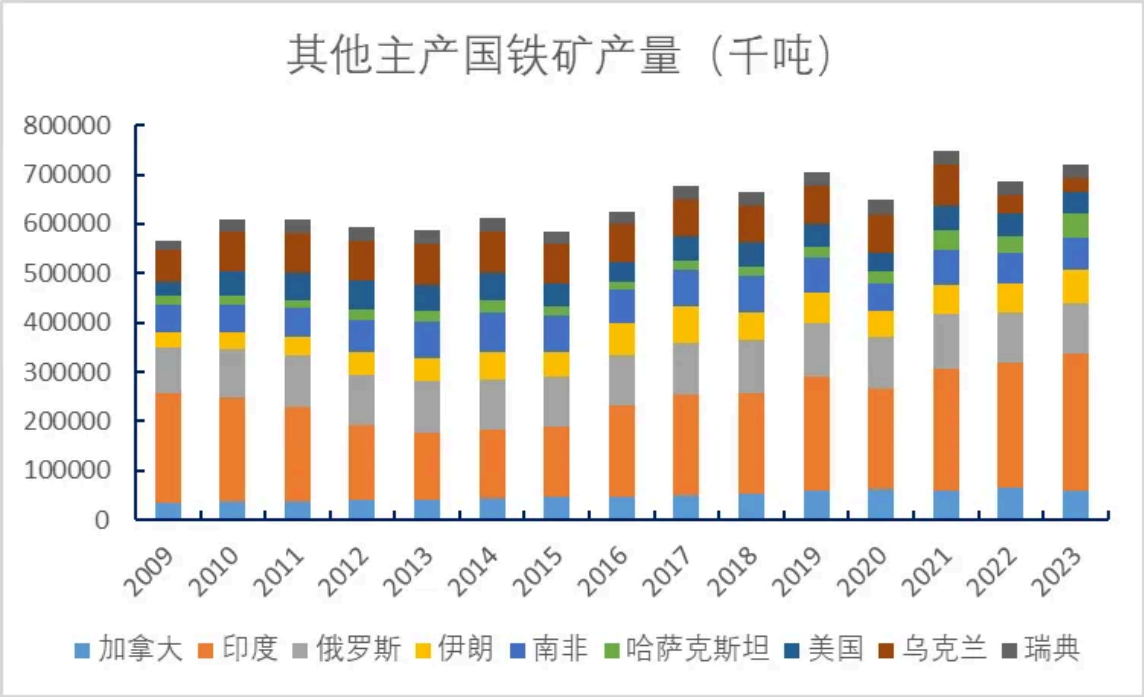
数据来源: MYSTEEL、物产中大期货研究



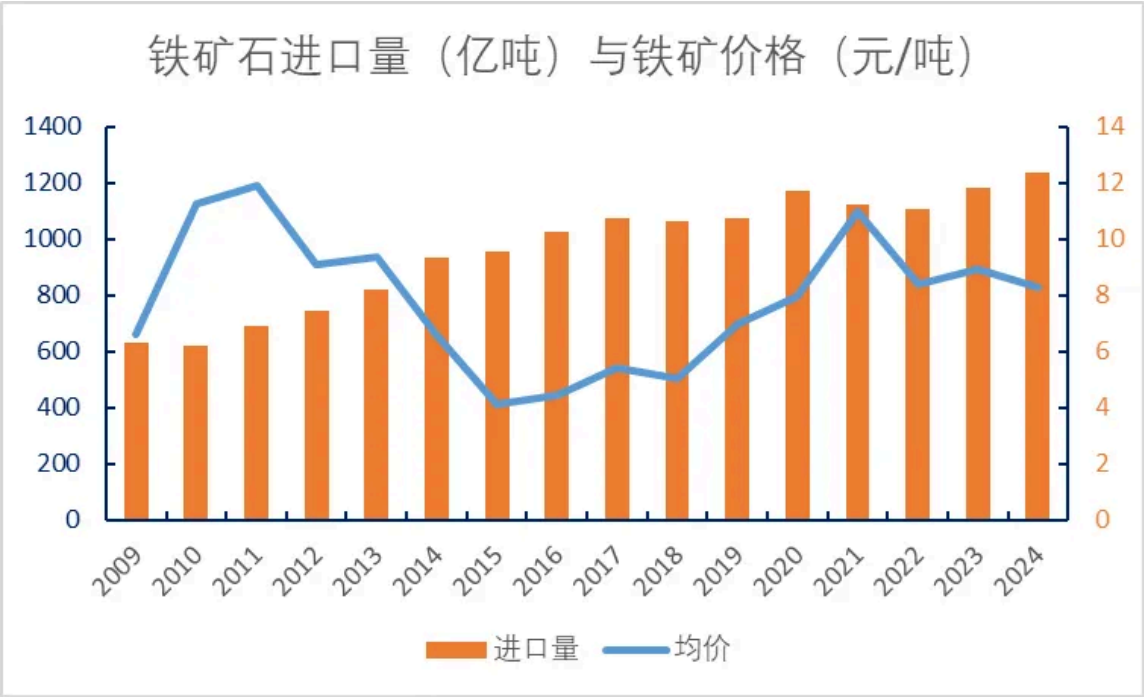
数据来源: MYSTEEL、四大矿山年报、物产中大期货研究



数据来源：MYSTEEL、物产中大期货研究



数据来源：MYSTEEL、物产中大期货研究



数据来源：MYSTEEL、WIND、物产中大期货研究院

国内矿山产量恢复较慢。2018年国内环保限产政策趋严，国产矿大量产能被叫停，当年国产矿产量同比下降38%，2019年至今国产矿产量依旧增长缓慢，2024年国产矿产量恢复至2017年产量的85%，距离2014年最高产量仍有30%的降幅，在提及铁矿供应时，国产矿供应常常被忽视，而这一块供应距离14-15年仍有较大差距。

海外矿山产量释放同样偏慢。2024年四大矿山产量尚未恢复到2019年溃坝前的水平，四大矿山资本开支绝对值和增速都远不及上一轮扩张周期。铁矿石总量的增长更多来自四大矿山之

外：对比澳巴产量和四大矿山产量可以看到，澳巴总产量经过近几年的缓慢恢复已超过2018年水平，恢复情况好于四大矿山；对比全球铁矿产量和其他铁矿主产国产量可以看到近几年全球矿山产量变化趋势与其他主产国变化趋势更为相似，其中印度铁矿产量持续增长，伊朗和哈萨克斯坦产量也总体呈现增加趋势，乌克兰贡献主要减量。而其中，印度铁矿增长主要供国内钢厂为主，印度本国粗钢产量高速增长，消化了本国铁矿石增量；在上一轮铁矿增产周期中，增产主要来自低成本的四大矿山，本轮增产主要来自四大矿山之外的高成本矿山，低成本矿增量不多；未来相对确定的增量即2025年年底投产的西芒杜矿山，FOB成本约70美金，同样处在高成本区域。但是高成本铁矿对价格的支撑只对阶段性行情有效，对最终实质性进口量并没有根本性影响，2014-2015年铁矿价格不断下跌，但铁矿进口量并没有因此而减少反而持续创下新高。在新一轮铁矿产能扩张周期下，我国进口铁矿石量预计仍将上一台阶。

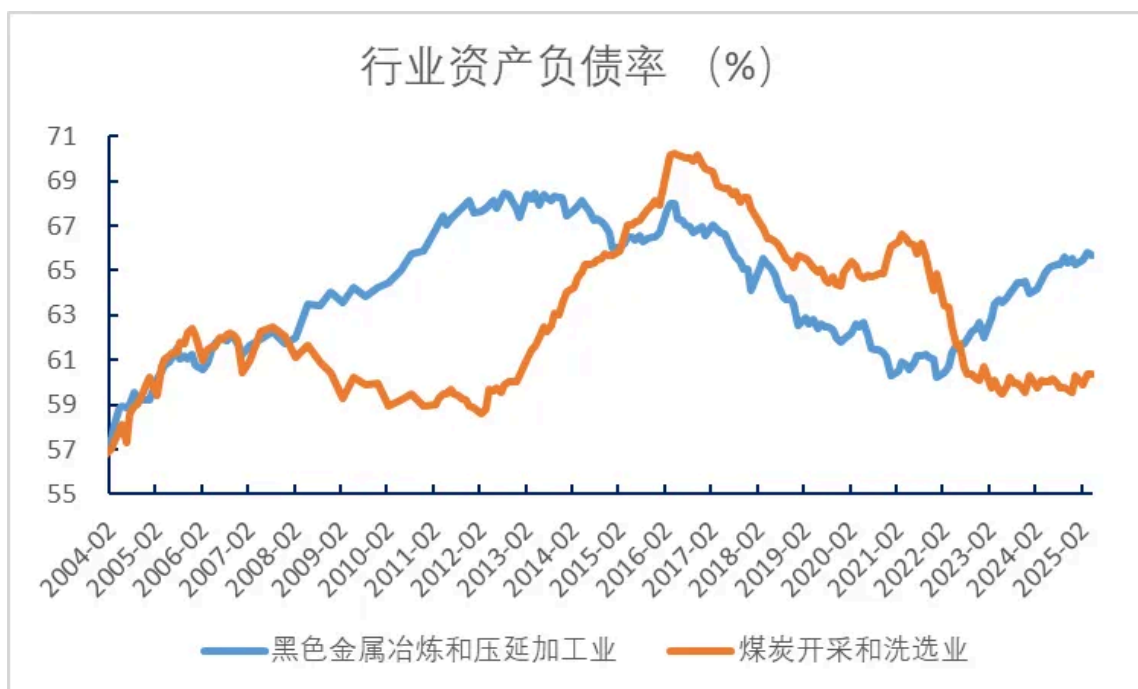
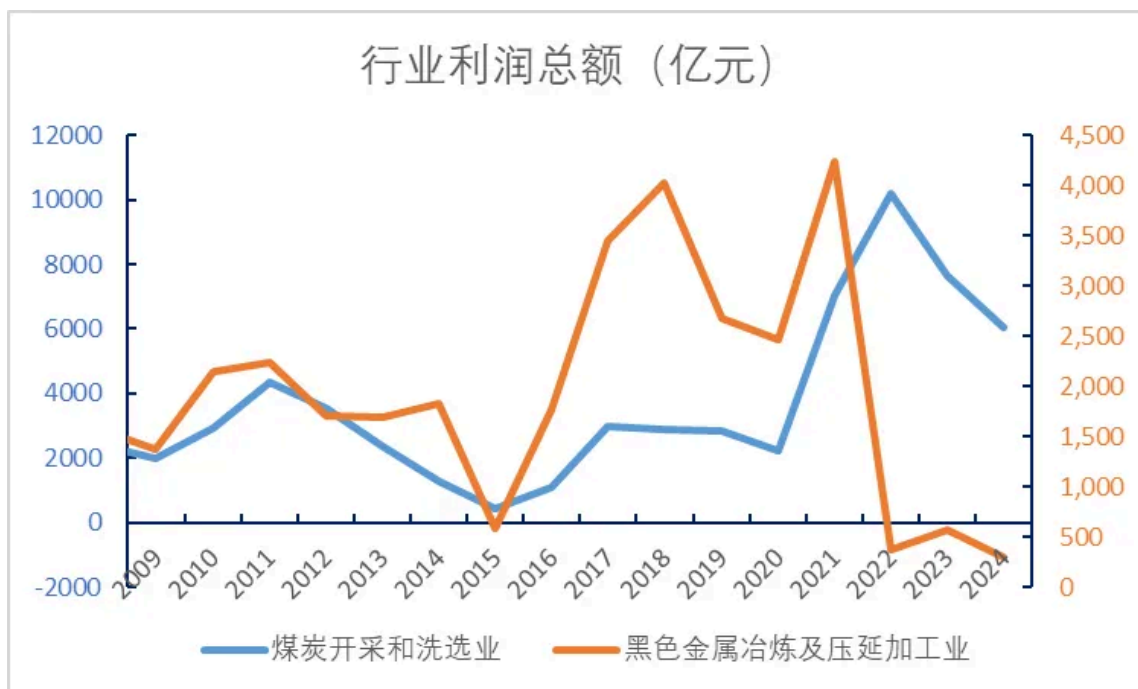
14. 钢铁行业格局逐渐转宽松但宽松程度不及上一周期

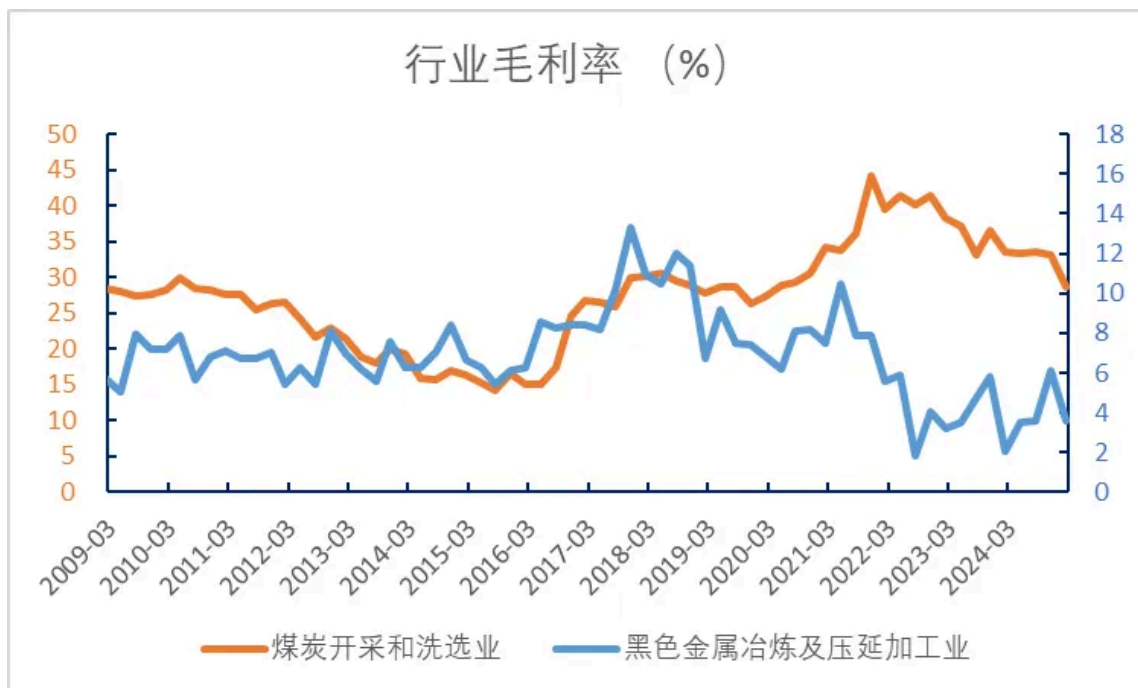


数据来源：WIND、物产中大期货研究院

产能利用率在一定程度上体现了行业的过剩程度。从产能利用率直观数据来看，目前高炉产能利用率仍维持在90%以上的水平，而90%的产能利用率对应的应当是一个供需格局良好甚至产能不足的行业，而非产能过剩的行业。但是，前文我们提到，当前钢材产量的边际量在电炉，而电炉的产能利用率长期维持在50%上下，对应的是一个严重过剩的行业，综合高炉与电炉考虑，整体钢厂产能利用率约在80%附近，与国家统计局给出的黑色金属冶炼及压延加工业产能利用率水平近似（统计局数据：2025年一季度产能利用率为79.3%）。由于上一周期与当前相比，表外样本及表内样本均发生较大改变，资讯机构历史数据参考性降低，参考统计局公布的数据，2016-2021年行业产能利用率一路上行，2021年之后产能利用率下一台阶到80%以下的水平，产能利用率的变化趋势也反应了钢铁行业供需格局确实已重新变得宽松，但是总体过剩程度并不高，同时低于上一轮下行周期。

15. 行业利润大幅扩张后，煤炭企业情况远好于上一周期





数据来源：WIND、物产中大期货研究院

上一轮供给侧改革前，黑色陷入了恶性循环，不论是钢厂还是煤矿都陷入“越生产越亏损，越亏损越生产”的怪圈。除了增产摊低成本、保市场占有率、以及开停成本高外，还有另一个重要原因，当时钢厂和煤矿负债率高，大多都是通过银行贷款获得资金，为了有稳定的现金流来保证银行的贷款，钢厂和煤矿不得不亏损保持生产。经历过供给侧改革黑色行业利润得到修复，而2021年价格的暴涨更是给煤炭行业带来丰厚的利润。从资产负债率、行业利润总额以及毛利率三个指标来看：1.煤炭行业目前情况远好于钢铁行业，且远好于2014-2015年，体现为利润高，毛利率高，资产负债率低；2.钢铁行业情况不容乐观，经过2023-2024年两年的利润压缩甚至亏损，行业利润与毛利率已回落至2014-2015年水平，仅有资产负债率情况尚低于2014-2015年，但也已回升至65%以上偏高水平。从这个角度来看，尽管煤炭价格相对高点已大幅回落，但煤炭行业恶化程度还不足以带来煤矿的自发性减产，下行周期尚难言结束，钢铁行业表现虽接近底部，但黑色产业链联动紧密，煤炭价格如果继续下行，钢价同样将被拖累。

16.从落后过剩产能变为先进过剩产能，改革难度增加

不论是钢铁行业还是煤炭行业，行业产能出清严重依赖行政手段。上一轮供给侧改革初期，以违规产能、僵尸产能、落后产能如小高炉或者小型煤矿等为切入点，进行关停、淘汰或者减量置换；供给侧改革第二阶段则以环保限产为切入点，强制性降低企业产能利用率；第三阶段则通过“一刀切”停产限产或“运动式”减碳，但被纠正和叫停。在经历过上一轮供给侧改革后，现有钢铁和煤炭产能合规性、环保性以及规模性等各方面均得到大幅提高，可能也是供给侧改革2.0政策呼之欲出但却始终难以落地的原因之一。节能降碳、全流程超低排放改造以及减量重组可能成为供给侧改革2.0的切入点，但以上手段下产能出清的效率可能会偏慢。

三、供应端看，行业见底仍需时日

综上，我们认为钢铁行业过剩程度不及2015年，且电炉边际量的增加造成行业过剩程度的反复以及价格下跌过程中的反复；钢铁企业利润负债情况接近2015年，但煤炭企业利润和负债情况远好于2015年，同时煤炭本身成本具有压缩空间，煤炭继续下行会拖累钢价下跌；铁矿则产量释放缓慢，同时增量主要来自高成本矿，但新的产能扩张周期下，铁矿进口量仍将上一台阶。从供应角度来看，黑色下行周期没有结束；从成本和过剩角度看，周期底部相较2015年会有提升；从时间周期看，由于煤炭高利润低负债减产难度增加，电炉开停灵活性增加，行业合规性等提高带来供给侧改革难度增加，都可能会延长周期底部到来时间。

分析师简介



黑色建材组副组长/
钢材高级分析师
王静静

期货从业资格：

F3084543

投资咨询资格：

Z0018727

电话：

0571-87788888-8177

邮箱：wangjj7@wzgroup.cn

联系人：陈晓伟、李荣

联系方式：

chenxw2@wzgroup.cn

lir4@wzgroup.cn

免责声明

○○○○

本报告非交易咨询类项目，仅供参考，不直接构成投资建议。投资者据此进行投资责任自负，与我公司和分析师无关。文中所有数据、信息均为公开信息或调研所得。版权仅为物产中大期货有限公司所有，未经许可，不得转载。

编辑：余瑶/F03124004/

审核：赵晖/F0200914、Z0000914/

报告完成日期：2025年5月30日

投资咨询业务资格：证监许可[2011] 1283号



物产中大
WZ GROUP

物产中大期货有限公司
WUCHAN ZHONGDA FUTURES CO.,LTD.

《财富》世界500强成员企业

600704.SH

打造具有创新力、
竞争力的新时代期货行业窗口企业



长按关注二维码

黑色建材组 · 目录

上一篇

【华北钢铁调研】出口下滑？负反馈开始？钢
价下跌才开始？

下一篇

焦煤能否见底