

## 旺季支撑有限，煤焦仍有下行压力

### 报告要点

中长期需求预期不佳，煤焦基本面改善程度有限，前期盘面拉涨期间部分焦炭期现贸易商入场拿货，焦炭期现商库存有所累积，二季度蒙煤长协价格仍有下调预期，盘面仍有下行压力。

### 摘要

短期而言，旺季现实负反馈发生概率较低，下游仍有补库需求，焦炭基本面矛盾边际缓解，焦煤现货市场情绪有所回暖，盘面估值偏低，下行阻力加大。但中长期需求预期不佳，煤焦基本面改善程度有限，前期盘面拉涨期间部分焦炭期现贸易商入场拿货，焦炭期现商库存有所累积，二季度蒙煤长协价格仍有下调预期，市场传言蒙煤二季度长协价将下调 8-10 美金/吨，预计降至 60-63 美金/吨，对应盘面价格在 950 元/吨附近，盘面支撑继续下移。

短期内建议逢高做空煤焦合约。05 合约重要支撑位：焦煤 900-950 元/吨，焦炭 1450-1500 元/吨；重要压力位：焦煤 1050-1100 元/吨，焦炭 1650-1700 元/吨。09 合约重要支撑位：焦煤 950-1000 元/吨，焦炭 1550-1600 元/吨；重要压力位：焦煤 1100-1150 元/吨，焦炭 1700-1750 元/吨。鉴于近月焦煤仓单压力或更加明显，可关注焦煤 5-9 反套策略，预计波动区间-30 至-110。

**风险因素：**煤矿安监趋严、焦炭供给收紧、政策刺激超预期。

### 黑色建材组：

#### 研究员：

余典

从业资格号 F03122523

投资咨询号 Z0019832

陶存辉

从业资格号：F03099559

投资咨询号：Z0020955

张真

从业资格号 F03106996

投资咨询号 Z0021418

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

## 目录

|                            |   |
|----------------------------|---|
| 一、 需求利空扰动不断 .....          | 3 |
| 二、 基本面矛盾边际缓解，但现实压力仍存 ..... | 3 |
| 三、 煤焦价格仍有下行压力 .....        | 6 |

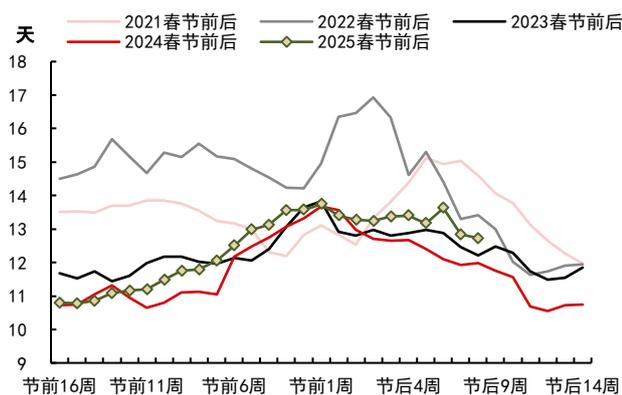
## 图表目录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 图表 1： 247 家钢厂焦炭库存可用天数 ..... | 3 |
| 图表 2： 焦钢企业焦煤库存可用天数 .....    | 3 |
| 图表 3： 2025 年焦炭产能仍将增加 .....  | 4 |
| 图表 4： 焦钢利润分配 .....          | 4 |
| 图表 5： 全国原煤产量季节性-月度 .....    | 5 |
| 图表 6： 炼焦精煤产量 .....          | 5 |
| 图表 7： 焦煤进口量季节性 .....        | 5 |
| 图表 8： 1-2 月各国焦煤进口量占比 .....  | 5 |
| 图表 9： 焦炭总产量预测 .....         | 6 |
| 图表 10： 铁水产量预测 .....         | 6 |
| 图表 11： 焦炭总库存预测 .....        | 6 |
| 图表 12： 焦煤总库存预测 .....        | 6 |
| 图表 13： 蒙煤长协仍有下调预期 .....     | 7 |

## 一、需求利空扰动不断

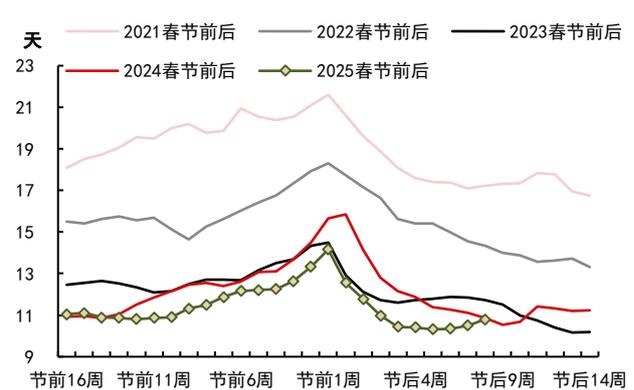
一季度成材基本面矛盾有限，钢厂利润尚可，铁水产量同比偏高。截至 3 月下旬，钢厂日均铁水产量约 228 万吨，较去年同期偏高 6 万吨；焦炭日均产量为 111 万吨左右，与去年同期基本持平，焦炭产量波动相对有限。利润不佳叠加预期偏弱，春节之后下游焦钢企业去库明显。目前钢厂焦炭库存可用天数不足 13 天，处于历年中性偏低水平。但钢厂盈利及铁水产量高于去年同期，钢厂焦炭库存水平略高于去年同期。焦钢企业焦煤库存可用天数延续低位，目前不足 11 天，处于历年偏低水平。

图表1：247 家钢厂焦炭库存可用天数



资料来源：万得 汾渭 Mysteel 中信期货研究所

图表2：焦钢企业焦煤库存可用天数



资料来源：万得 汾渭 Mysteel 中信期货研究所

制造业受益于“两新”政策保持高景气度，需求韧性依旧，但房地产政策侧重“销售端”，施工端则难抵周期性下行趋势，基建资金同比将有好转，但相比往年资金投向以及传统项目量等方面均形成利空，整体钢材需求仍旧面临向下压力。同时 2025 年将持续实施粗钢产量调控和推动钢铁产业减量重组，市场粗钢压产传闻不断，预计钢铁供给将延续 2023-2024 年的减量水平。

相关关税政策的炒作对我国钢材出口和价格形成利空影响，继而加深市场对于钢材原料需求的悲观预期。2025 年 2 月 1 日起，美国对中国所有产品加征 10% 的关税、对所有进口至美国的钢铁和铝征收 25%，美国对中国钢铁产品的关税壁垒升至 60% 左右。2025 年 2 月 11 日，印度表示或将于未来六个月内对来自中国的钢铁产品征收 15%-25% 的临时关税。2025 年 2 月 20 日，韩国产业通商资源部贸易委员会宣布，提议对自中国进口的厚板征收临时反倾销税，税率为 27.91%-38.02% 不等。2025 年 2 月 21 日，越南工业和贸易部发布第 460/QD-BCT 号决定，对自中国进口的热轧卷板征收临时反倾销税，税率为 19.38%-27.83% 不等。

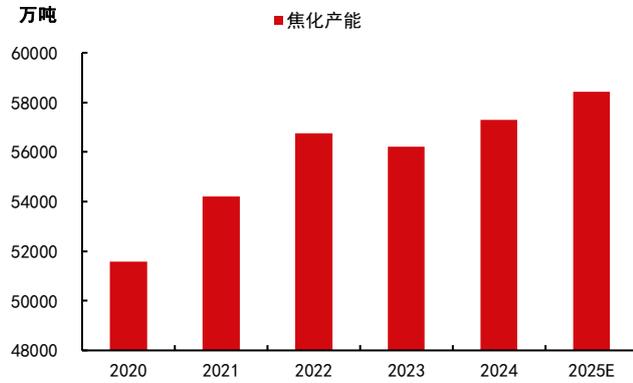
## 二、基本面矛盾边际缓解，但现实压力仍存

焦炭行业整体处于产能置换周期，政策引导落后产能淘汰，同时对环境友好的先进产能释放。全国冶金焦在产产能 5.6 亿吨，其中碳化室高度 4.3 米及以下（含热回收焦炉）产能占比约 9%。产能置换主要是独立焦化厂，钢厂焦化更多为长流程配套焦炉。统计局数据，2024 年焦炭产量 4.89 亿吨，根据钢联样本数据测算，2024 年独立焦化厂产量 2.38 亿吨，占比 49%，247 家钢厂自建焦化厂产量 1.71 亿吨，占比 35%。

近年来焦化行业转型升级加快，2021-2022 年是新增优质焦化产能的集中释放期，2022 年全年净增产能 2550 万吨。山西要求 2023 年内全面关停 4.3 米焦炉，其他省也在逐步推进，2023 年全国淘汰焦化产能

4578 万吨，新增 4036 万吨，净淘汰 543 万吨。2025 年焦化产能仍有扩张预期，全年预计净新增产能超一千万吨，焦炭供应弹性增加，焦企利润难以明显扩张。

图表3：2025 年焦炭产能仍将增加



资料来源：Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图表4：焦钢利润分配



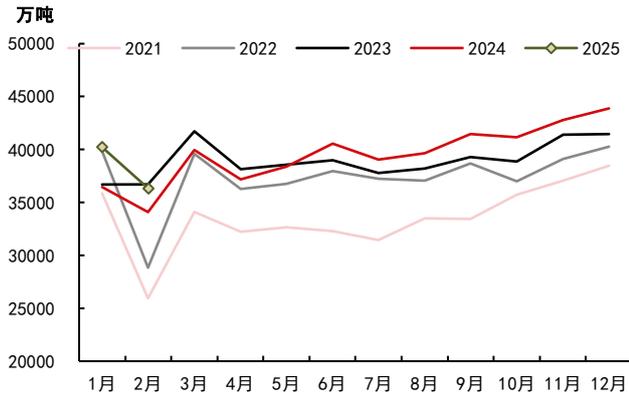
资料来源：Mysteel 汾渭 中信期货研究所

《大连商品交易所焦炭期货合约》和《大连商品交易所焦炭期货业务细则》的修改已审议通过并予公布，适用于 J2604 及以后合约。自 2026 年 4 月第一个交易日起，大连商品交易所将按照修改后的规则办理标准仓单注册。此前的规则指出，焦炭采用干基计价，水分是扣重指标。修改后的焦炭依旧采用干基计价，全水分是扣重指标，额外提出对于平衡水分超标的焦炭实施扣价处罚。修改后的规则中指出，当焦炭的平衡水分大于 1% 时，会扣价 110 元/吨。其中平衡水分是指：焦炭达到饱和吸水后，在温度  $(60 \pm 5)^\circ\text{C}$ 、常压下干燥 4 小时，能够留存的水分。通过对比可以发现，该项规则的调整主要是为了更好地体现干熄焦和湿熄焦的溢价差异，即湿熄焦折完干基后会另有 110 元/吨的扣罚，湿熄焦的仓单成本会有 110 元/吨的抬升，收窄湿熄焦交割与干熄焦交割之间的成本差异，湿熄焦交割性价比收缩，企业干熄焦交割意愿会有所增加，或将丰富交割品类。对盘面价格来说，J2604 及之后合约会有估值抬升，在 J2603 或之前合约或面临较大湿熄焦仓单压制，届时近弱远强的格局会更加明显。短期来说，近月合约盘面受此影响有限。

2024 年以来煤矿事故频发，煤矿安监形势严峻。2024 年国内焦煤累计产量 4.7 亿吨，同比 -3.7%；其中山西减量明显，同比 -6.1%，减幅约 1400 万吨。得益于山西煤矿的复产，2024 年三季度以后焦煤产量维持高位，同比由负转正。

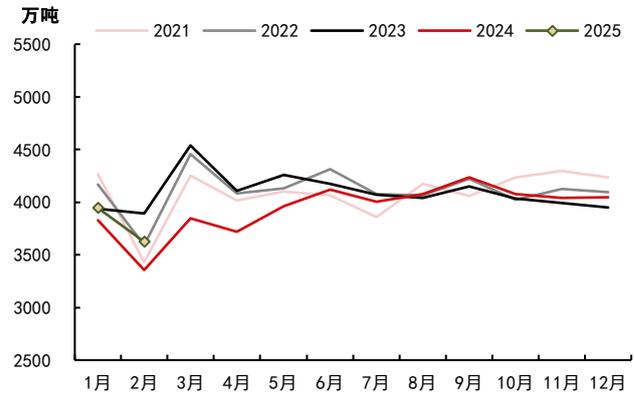
《2025 年能源工作指导意见》中指出，统筹推进能源高质量发展和高水平安全，煤炭稳产增产。3 月 11 日召开的吕梁市经济运行调度会，亦提出推动煤炭增产保供。煤炭生产供应能力有望持续维持高位，强化煤炭兜底保障作用。2025 年前 2 月煤炭产量回升明显，2025 年 1-2 月中国原煤产量为 7.65 亿吨，同比 +8.5%，其中山西同比增速高达 20%。一季度焦煤产地供应受春节影响收缩明显，但随着节后煤矿的迅速复产，国内焦煤供应居于高位，全年预计焦煤产量增量为 1000-1500 万吨。

**图表5：全国原煤产量季节性-月度**



资料来源：万得 汾渭 Mysteel 中信期货研究所

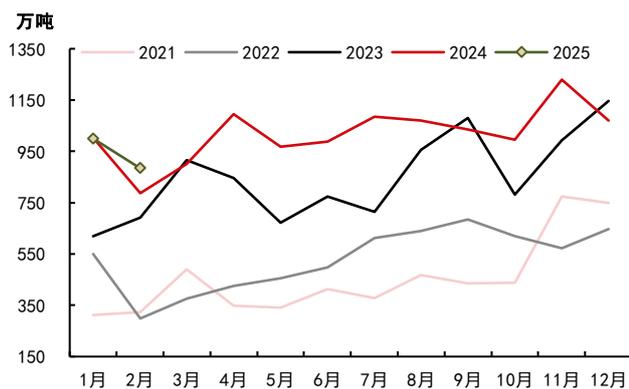
**图表6：炼焦精煤产量**



资料来源：万得 汾渭 Mysteel 中信期货研究所

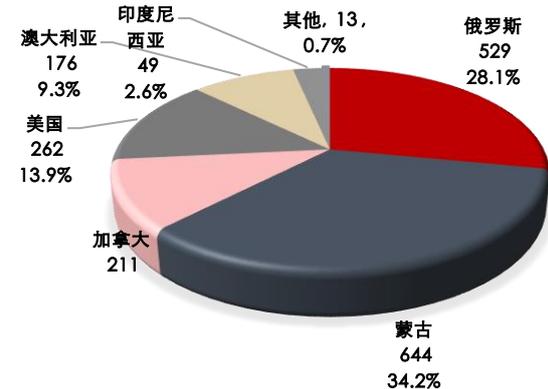
2025年1-2月，我国累计进口焦煤1885万吨，同比+5%。甘其毛都口岸煤炭库存居高不下，影响口岸通关效率，年初至今甘其毛都口岸日均通关车数均值约900车，略低于去年同期水平。中蒙政府于2025年2月14日签署《蒙古国政府和两国政府间关于嘎顺苏海图-甘其毛都口岸跨境连接铁路建设协定》，将推动两国在矿产资源、工业和基础设施等领域的合作，有利于中蒙两国煤炭贸易量的进一步增加。海外澳煤价格低位承压，进口利润存在时间有限，澳煤进口增量有限。1-2月美国煤炭进口量仍处较高水平，但国务院关税税则委员会表示自2月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中对于煤炭加征15%关税。此前，中国进口美国煤炭进口关税为3%，而加征关税后煤炭进口关税累计达到18%。该关税政策使得美国煤炭进口性价比下滑，预计后期美国焦煤进口量将会收缩。若俄乌关系逐步缓和，俄罗斯被制裁的困境或将得到缓解，俄罗斯国内的煤炭生产以及出口受限的情况有望得到改善，继而增加俄罗斯煤炭产量以及出口量。总体而言，蒙古和俄罗斯焦煤进口量仍可维持高位，美国焦煤进口量或将环比下降，整体焦煤进口量预计将持平去年水平。

**图表7：焦煤进口量季节性**



资料来源：万得 汾渭 Mysteel 中信期货研究所

**图表8：1-2月各国焦煤进口量占比**

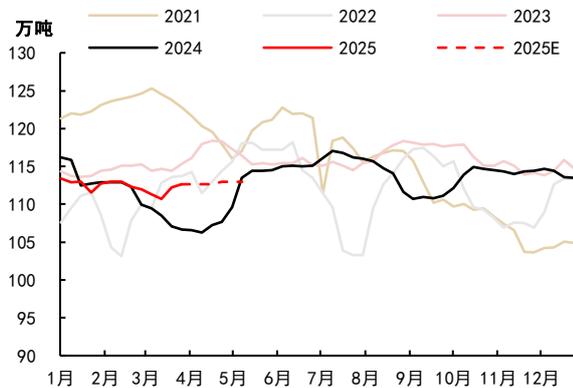


资料来源：万得 汾渭 Mysteel 中信期货研究所

十一轮提降之后焦炭继续提降声音弱化，目前焦企利润依旧不佳，随着前期焦炉检修结束，部分焦企提产，焦炭供应小幅增加。铁水产量高位继续增加，钢厂补库意愿提升，部分期现贸易商进场拿货，上游继续小幅去库。目前产地部分煤矿因井下原因及煤矸石处理问题收紧产量，甘其毛都通关车数环比回升，口岸库存居高不下，海外澳煤价格低位企稳，澳煤进口性价比暂无。焦炭产量小幅增加，焦煤刚需支撑仍存，下游采购积极性好转，上游煤矿小幅去库。

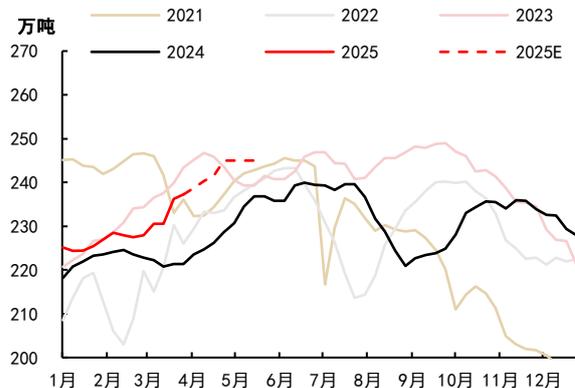
总体来说，煤焦基本面矛盾边际缓解，但现实压力仍存。目前焦企小幅亏损牵制供应水平，铁水仍有上行空间，焦炭基本面矛盾或将边际改善。但粗钢压产传闻不断，钢材出口压力加大，中长期成材需求预期悲观，成本拖累仍存，焦炭库存水平仍旧高于去年同期水平。同时焦煤国内供应恢复至高位，进口难以看到明显减量，需求支撑有限，焦煤过剩压力仍存，焦煤库存水平仍处于偏高位置。

图表9：焦炭总产量预测



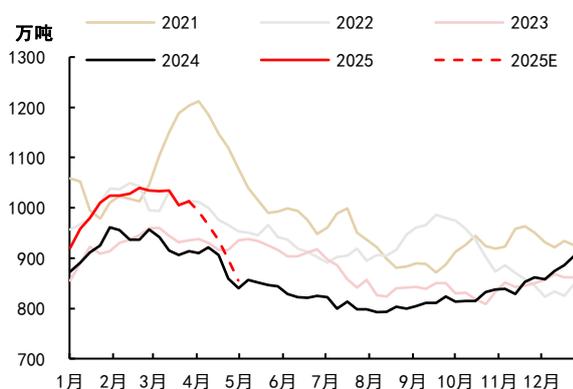
资料来源：Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图表10：铁水产量预测



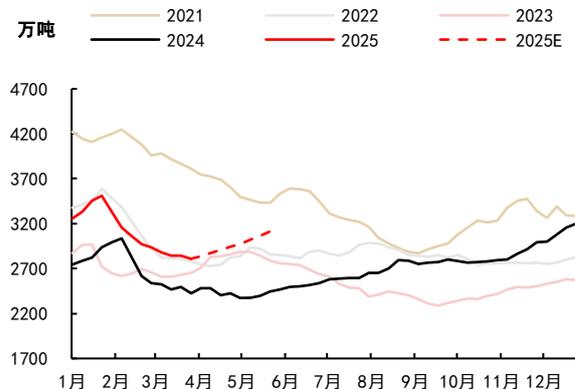
资料来源：Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图表11：焦炭总库存预测



资料来源：Mysteel 汾渭 中信期货研究所

图表12：焦煤总库存预测



资料来源：Mysteel 汾渭 中信期货研究所

### 三、煤焦价格仍有下行压力

短期而言，旺季现实负反馈发生概率较低，下游仍有补库需求，焦炭基本面矛盾边际缓解，焦煤现货市场情绪有所回暖，盘面估值偏低，下行阻力加大。但中长期需求预期不佳，煤焦基本面改善程度有限，前期盘面拉涨期间部分焦炭期现贸易商入场拿货，焦炭期现商库存有所累积，二季度蒙煤长协价格仍有下调预期，市场传言蒙煤二季度长协价将下调 8-10 美金/吨，预计降至 60-63 美金/吨，对应盘面价格在 950 元/吨附近，盘面支撑继续下移。

短期内建议逢高做空煤焦合约。05 合约重要支撑位：焦煤 900-950 元/吨，焦炭 1450-1500 元/吨；重要压力位：焦煤 1050-1100 元/吨，焦炭 1650-1700 元/吨。09 合约重要支撑位：焦煤 950-1000 元/吨，焦炭 1550-1600 元/吨；重要压力位：焦煤 1100-1150 元/吨，焦炭 1700-1750 元/吨。鉴于近月焦煤仓单

压力或更加明显，可关注焦煤 5-9 反套策略，预计波动区间-30 至-110。

**图表13：蒙煤长协仍有下调预期**



资料来源：中信期货研究所

风险因素：煤矿安监趋严、焦炭供给收紧、政策刺激超预期。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 中信期货有限公司

### 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>