

供需宽松延续，预期现实博弈

---2025年焦煤、焦炭期货行情展望

马亮

投资咨询从业资格号：Z0012837

maliang015104@gtjas.com

刘豫武

投资咨询从业资格号：Z0021518

liuyuwu025832@gtjas.com

报告导读：

展望2025年，供增需减的基本面格局或造成煤焦价格中枢延续下行趋势，但考虑到阶段性错配矛盾仍有一定概率出现，伴随着价格触及底部成本位之后，来自上游利润压力的传导或使得煤焦供需间的平衡重新审视。供应环节，国内总量相较2024年或有小幅修复，但整体弹性不宜过于乐观，原因在于炼焦煤供应商生产目标现已从“保供应”切换至“保安全”。另外，在目前炼焦煤进口格局呈现出“蒙煤为主，海运煤为辅”的背景下，绝对总量仍有一定保障，但考虑到不同进口来源驱动不同，后续增幅或将呈现出一定分化特征。需求环节，煤焦总量性矛盾与结构性矛盾或将并存。由于下游终端真实需求发力仍待验证，弱现实的产业格局导致下游更多的是通过向上游索取利润的这一路径来实现对于利润的重新分配，而在这过程中煤焦总量需求将跟随生铁产量同比下滑，更多呈现出以钢定焦的逻辑。此外，在趋势性方向未改变的情况下，明年上下游之间结构性的矛盾也将创造出阶段性的错配机会，进而放大煤焦价格的波动弹性。因此，我们预计明年焦煤焦炭价格重心或在1000-1550元/吨、1600-2100元/吨之间震荡运行。

风险提示：煤矿事故再起、海外需求超预期、国内宏观情绪刺激。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

| | |
|--|----|
| 1. 2024 年焦煤焦炭走势回顾 | 3 |
| 2. 供应展望：国内产量逐步释放，海外进口增幅或有所分化 | 3 |
| 2.1 国内：主产区增速放缓，安全生产趋于常态化 | 3 |
| 2.2 海外：进口来源驱动不同，同比呈现分化特征 | 5 |
| 2.2.1 蒙古：口岸通关维持高位，关注长协成本支撑 | 5 |
| 2.2.2 俄罗斯：出口扰动因素较多，增速难以大幅走扩 | 6 |
| 2.2.3 澳大利亚：高度或有限，后续增量空间取决于进口利润的持续性 | 7 |
| 2.3 焦炭：产能过剩现实承压，产量跟随利润波动 | 9 |
| 3. 需求展望：终端发力面临挑战，掣肘煤焦需求释放 | 12 |
| 3.1 总量性矛盾：真实需求释放仍待证伪，下游向上游索取利润 | 12 |
| 3.2 结构性矛盾：焦钢企业补库谨慎，低库存策略为主 | 13 |
| 4. 2025 年焦煤焦炭供需平衡表 | 14 |
| 5. 2025 年煤焦结论及投资展望 | 15 |

(正文)

1. 2024 年焦煤焦炭走势回顾

2024 年焦煤焦炭价格重心持续回调，其中分别在 3 月底和 9 月底出现两轮反弹拐点，但整体高度受现实与预期反复拉扯的影响，均未形成反转趋势。回顾今年不同时期价格变动情况，大致可分为两个阶段：

1-6 月煤焦先抑后扬。一季度市场预期随着国务院 35、47 以及 14 号化债文件的陆续出台有所落空，叠加终端项目资金流转同样存在矛盾，高炉开工表现的不积极导致煤焦难有来自需求端的有效支撑。但步入清明节之后，由于地产政策的出台以及基建实物工作量落地审批流程的加快，使得宏观预期再度主导盘面，近远月价差迅速走扩，远月的高升水吸引贸易商进场加大采购货源的力度，煤焦需求边际转好。

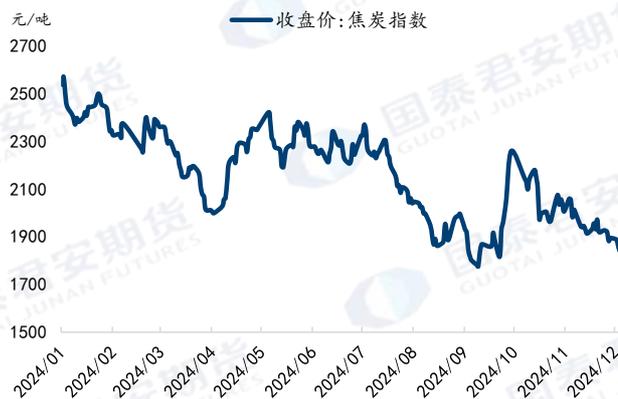
7-11 月煤焦在趋势向下的行情中呈现出阶段性反弹迹象，但随着宏观情绪充分计价，市场重回弱现实格局之中。三季度煤焦受螺纹钢新旧国标切换的影响，钢厂在淡季背景下选择主动减产去库，从而造成炉料刚需难以支撑价格，且由于国内煤矿供应能力的持续修复，焦煤产量表现出环比抬升的迹象，供强需弱的格局加剧了煤焦价格下行的压力。虽然 9 月底由于政策利好密集出台使得黑色板块触底反弹，但在内需难有显著起色以及外需面临出口扰动的背景下，市场交易主线重新回到基本面。价格方面来看，焦煤、焦炭期货指数分别从前高位置 1552 元/吨、2258 元/吨下跌至 1176 元/吨、1827 元/吨，跌幅达到 24%和 19%。

图 1：焦煤价格重心下行



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 2：焦炭价格重心下行



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 供应展望：国内产量逐步释放，海外进口增幅或有所分化

2.1 国内：主产区增速放缓，安全生产趋于常态化

煤炭产能释放拐点早已出现。自 2021 年至 2023 年间，国内煤矿累计新增产能 7.3 亿吨，但从同比变化节奏来看，下行拐点其实早已出现，产能新增的量级从 21 年的 3.48 亿吨/年下滑至 23 年的 1.27 亿吨/年。前期制约煤炭供应增量的主要矛盾在于能源结构的转型和环保等因素，通过限制煤矿项目核准、建设的条件来实现，而从 2024 年开始后续供应端的核心矛盾则朝着安全层面发生倾斜，存量煤矿在现有产能基础上不被允许超过产能上限，此外全国主要产区自今年以来陆续开展部署了一系列针对生产安全的排查工作，包括山西省管控“三超”生产，国务院安委会帮扶指导；陕西省开展安全生产重大事故隐患整改销号“大起底”行动；内蒙古开展矿山安全生产治本攻坚三年行动，均表明以晋陕蒙为代表的产区供应边际增量存在放缓的趋势。具体数量来看，2024 年 1-10 月三地原煤产量分别为 10.4 亿吨、10.6 亿吨和 6.4 亿吨，累计同比增速为 -7.7%、4.9%、2.1%。

展望 2025 年，我们认为上下半年国内炼焦煤产量同比增幅或将呈现出“先上升、后下降”的格局，上半年的增幅显著预期更多的是去修复 24 年 H1 的产量缺口，而进入下半年后，考虑到煤矿安全生产月以及例行检修的影响，产量释放将趋于稳定。国内总量相较 2024 年或有小幅修复，但整体弹性不宜过于乐观，原因在于炼焦煤供应商生产目标现已从“保供应”切换至“保安全”。

图 3：煤炭产能释放拐点早已出现



资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 4：山西原煤产量前期降幅收窄，但同比仍表现为负增长



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 5：内蒙古原煤产量同比波动平缓



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 6：陕西原煤产量同比波动平缓



资料来源：同花顺，国泰君安期货研究

图 7：2024 年炼焦原煤产量上半年缺口较大



资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 8：2024 年炼焦精煤产量上半年缺口较大

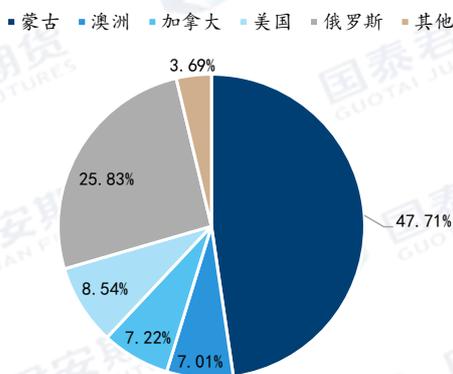


资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

2.2 海外：进口来源驱动不同，同比呈现分化特征

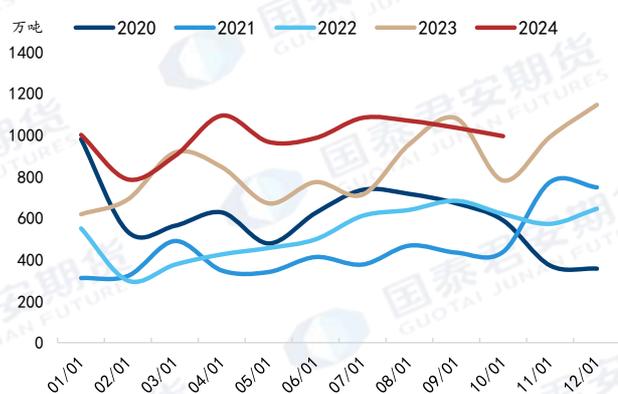
展望 2025 年，在目前炼焦煤进口格局呈现出“蒙煤为主，海运煤为辅”的背景下，绝对总量仍有一定保障，但考虑到不同进口来源驱动不同，后续增幅或将呈现出一定分化特征。对于蒙煤而言，一方面蒙古财政部在 2025 年有进一步上调煤炭出口的预期，另一方面贸易商拿货成本的差异性也是造成通车表现出一定抵抗性的原因，阶段性仍需关注长协成本所形成的支撑位。至于俄煤，受多重因素影响，2024 年来俄罗斯煤炭公司亏损严重，现实矛盾或将制约 2025 年煤炭产量及出口的增长空间。当前制约俄煤出口的因素主要体现在两个方面——铁路运输瓶颈、西方对俄制裁存在不确定性。而从澳煤的角度来说，与蒙俄的进口增量驱动逻辑不同，后者对于政策端的敏感性较强，而前者的进口优势更多的是取决于利润窗口能否开启，对照今年下半年的市场交易节奏对于后市或有一定参考意义，其持续性具有不确定因素特征。具体数据来看，2024 年 1-10 月我国炼焦煤进口总量为 9925 万吨，同比增加 1873 万吨，增幅 23%。其中蒙古进口 4735 万吨，占比 47%；俄罗斯进口 2563 万吨，占比 26%；澳大利亚进口 695 万吨，占比 7%。

图 9：2024 年 1-10 月炼焦煤进口占比权重



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 10：炼焦煤进口处于同比高位



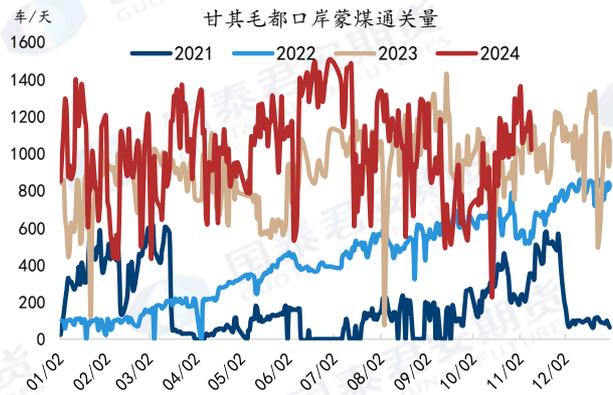
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

2.2.1 蒙古：口岸通关维持高位，关注长协成本支撑

中长周期来看，蒙煤通关较难出现回调压力的原因主要来自两个方面：其一、蒙古煤炭销售对外依赖度较高，且其中超九成流向我国。由于煤炭对当地的经济贡献度较大，使得蒙古国在提交的 2025 年财政预算草案中，计划全年出口煤炭达 8300 万吨，按照 2024 年炼焦煤进口比例测算，2025 年蒙古炼焦煤出口量将超过 6000 万吨；其二、大户与小户贸易商拿货成本不同，只要蒙煤跌幅不超预期，吨焦煤仍然存在一定利润窗口。从近些年市场表现来看，电子竞拍的比例正在逐年增加，且只有四大家能拿到长协货，其余贸易商均以线上竞拍为主，这就导致在竞拍模式下，价格竞争将变的更加激烈，蒙煤贸易商同样难逃“产能出清”的影响。而在出清的过程中，由于大户的成本更低，且现金流更加健康，那么体现在通车量上就会表现出一定的抵抗性。因此，上述两方面因素共同造成了通关车辆居高不下的现象，截至 10 月 31 日，甘其毛都、满都拉、策克口岸累计通关量分别达到 3275 万吨、472 万吨和 1940 万吨，同比 2023 年增加 253 万吨、127 万吨和 549 万吨。

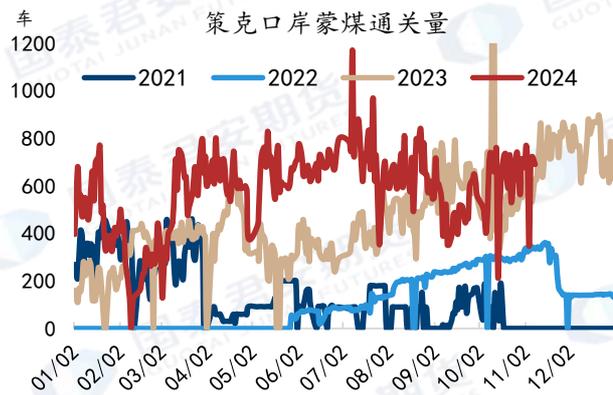
但我们在今年同样观察到，受内需发力不及预期的影响，口岸监管区库存去库迟迟未出现，尤其是在季度长协的调整窗口期内，贸易商由于库存价值的损失从而出现了挺价的情况，造成拿货积极性有所放缓，现货流动性受到约束。因此在需求包括煤质存在不确定性的背景下，阶段性通关也有可能出现一定程度上的扰动，还需关注长协的成本支撑位。

图 11：甘其毛都口岸通关量处历史同期高位



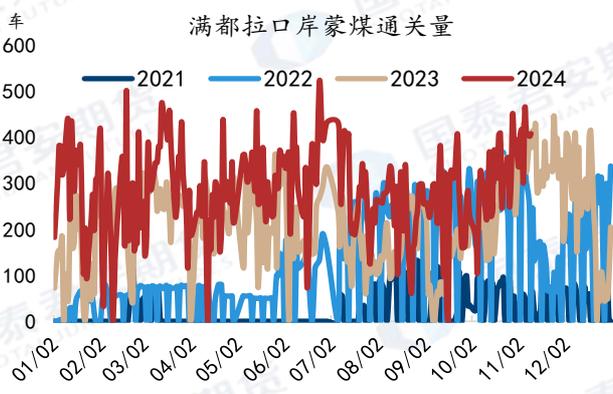
资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 12：策克口岸通关量处历史同期高位



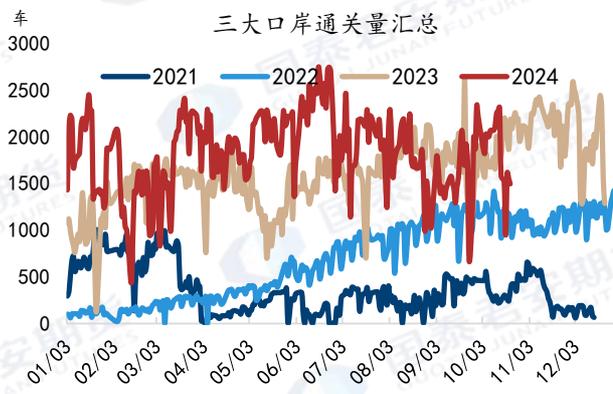
资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 13：满都拉口岸通关量处历史同期高位



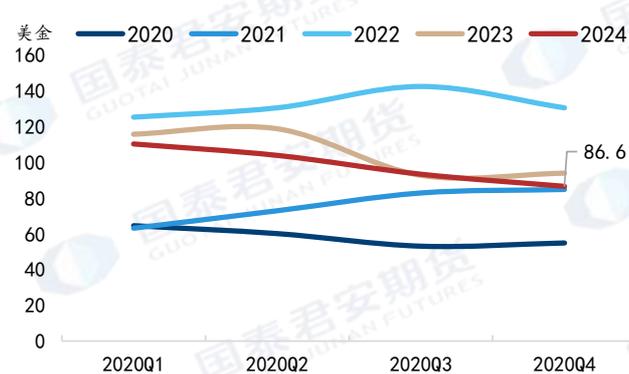
资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 14：三大口岸通关汇总情况



资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 15：蒙煤季度长协 2024 年以回调为主



资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 16：监管区口岸库存高企常态化



资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

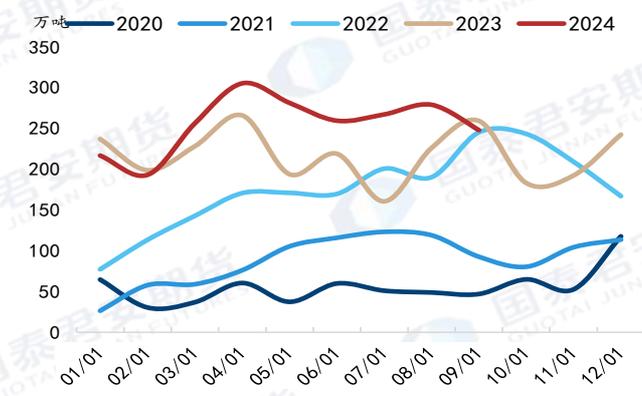
2.2.2 俄罗斯：出口扰动因素较多，增速难以大幅走扩

受多重因素影响，2024 年来俄罗斯煤炭公司亏损严重，现实矛盾或将制约 2025 年煤炭产量及出口的释放空间，但由于当地炼焦煤出口关税的取消，利润端的修复或使得我国对俄煤进口存在一定积极性。当前制约俄煤出口的因素主要体现在两个方面——铁路运输瓶颈、西方对俄制裁的不确定性。首先，俄罗斯铁路煤炭装载量也已处于瓶颈阶段，尤其是 2025 年俄罗斯铁路公司（RZD）计划将进一步提高经通胀调整后的铁路货运价格，总计上调 17-22% 之后，新的运价费率调整所带来的成本上移将使得煤炭产量存在下滑的扰动，并导致出口

供应减少。现阶段西北方向出口受阻的问题还未解决，近几年被迫陆续向亚太地区转移供应，导致铁路基础设施建设早已达到饱和状态，2024年前三季度俄罗斯铁路煤炭装载量累计2.47亿吨，同比下降5.9%；铁路运输出口煤炭累计1.32亿吨，同比下降8.9%。其次，西方对俄制裁在今年有所加剧，美国大选之后对俄的态度也面临不确定性。2024年来美国继续扩大对俄罗斯煤炭生产商的制裁，考虑到之前已实施的封锁限制，现在约有近50%俄罗斯煤炭出口受到影响，当地供应商不得不减少对亚太地区的出口总量，根据开普勒船舶跟踪数据显示，2024年1-9月俄罗斯海运煤出口量为1.13亿吨，同比下降12.09%，且进入下半年后环比降幅更加明显，9月单月进口1085万吨，环比下降10.66%。

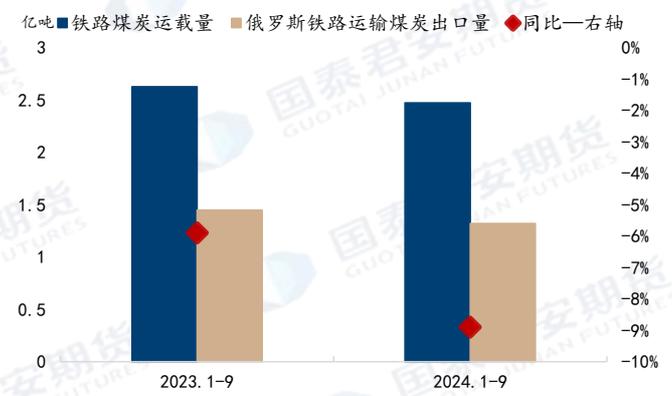
但考虑到俄罗斯已计划于2024年12月1日取消炼焦煤的出口关税，此举或将减轻当地煤炭供应商的生产成本压力，根据前期测算，与卢布汇率挂钩后的关税增加成本大致区间在40-90元/吨不等，后续利润端的修复或使得俄煤出口具备一定积极性特征。

图 17：我国进口俄罗斯炼焦煤数量增速放缓



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 18：俄罗斯铁路煤炭运量及出口量下滑明显



资料来源：煤炭经济网，国泰君安期货研究

图 19：俄罗斯炼焦煤产量并未表现出明显增幅



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 20：俄罗斯海运煤炭发运环比走低



资料来源：Kpler，国泰君安期货研究

2.2.3 澳大利亚：高度或有限，后续增量空间取决于进口利润的持续性

今年三季度以来，在内外需持续回落的冲击下，澳煤到港进口优势再度凸显，最低仓单成本一度来到1200元/吨的位置，内外价差的修复以及结合盘面的套利机会吸引中间环节贸易商进场采购，体现为炼焦煤港口库存自7月初的266万吨激增至11月初的410万吨，且处于近三年来历史同期的高位水平。但与蒙俄的进口增量驱动逻辑不同，前者对于政策端的敏感性较强，而澳煤的进口优势更多的是取决于利润窗口能否开启，对照今年下半年的市场交易节奏对于后市或有一定参考意义。由于前期来自海外印度等国的需求预期证伪之后（印度

粗钢产量累计同比增幅转弱), 导致转口至我国港口的贸易资源呈现集中增长的趋势, 贸易商更多的将国内市场当作阶段性的底部支撑去看待, 供增需减的格局使得澳煤价格与国内价格同步下滑, 并一度修复内外价差倒挂区间, 而在随后宏观情绪开始主导市场情绪, 澳煤需求先于其他煤种启动, 前期报价所形成的优势也逐渐淡化。因此, 展望 2025 年基于澳煤进口所需要的条件, 阶段性或存在一定利润驱动, 但其持续性具有不确定因素特征。

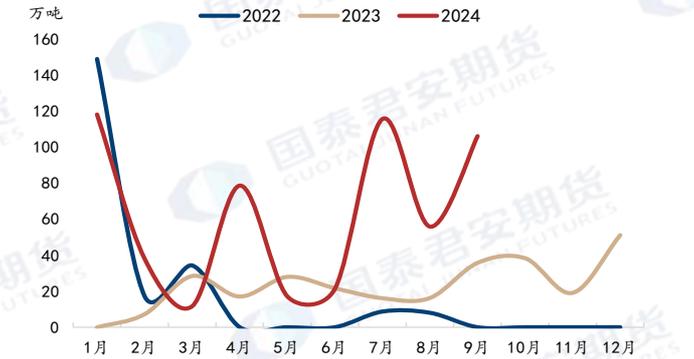
此外, 根据澳洲工业部新增投产的煤矿产能数据情况梳理, 未来四年内合计新增冶金煤产能将达到 3470 万吨, 但预计生产周期普遍集中在 2028 年前后, 2025 年仅有 690 万吨产能投入生产, 通过核准产能所带来的增量或较有限, 同时由于澳洲煤矿多以露天煤矿为主, 随着 2024/2025 年拉尼娜气象信号的逐渐显现, 后续雨雪天气的增多对产量的释放也将产生不小的影响, 进而影响出口高度的上限。

图 21: 炼焦煤港口库存三季度以来激增



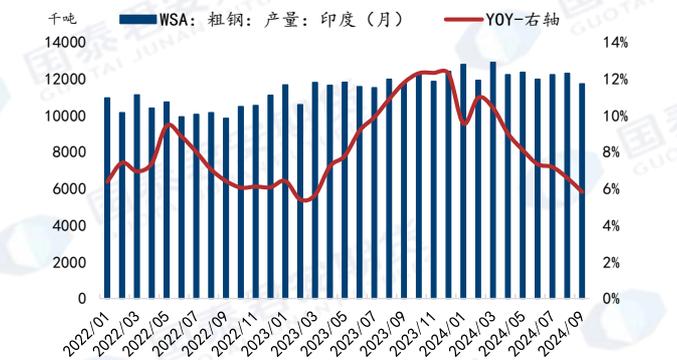
资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 22: 澳洲炼焦煤进口环比改善, 但高度存疑



资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 23: 2024 年印度本国粗钢产量增幅面临下行压力



资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

图 24: 三季度后中澳内外价差收窄, 给出利润窗口



资料来源: 钢联, 国泰君安期货研究

表 1: 澳洲在建煤矿 2025 年后续排产计划

| 煤矿名称 | 所在州 | 类型 | 产能 (万吨/年) | 资源类型 | 预计开始生产年份 |
|------------------|-----|-----|-----------|---------|----------|
| Carborough Downs | 昆士兰 | 新项目 | 500 | 冶金煤 | 2025+ |
| Gemini coal mine | 昆士兰 | 新项目 | 190 | 冶金煤 | 2025+ |
| Hillalong | 昆士兰 | 新项目 | 420 | 冶金煤和动力煤 | 2025+ |
| Saraji East | 昆士兰 | 新项目 | 800 | 冶金煤 | 2026+ |
| Wards Well | 昆士兰 | 新项目 | 1500 | 冶金煤 | 2028 |
| Colton | 昆士兰 | 新项目 | 50 | 冶金煤 | 2029+ |
| Corvus | 昆士兰 | 新项目 | 160 | 冶金煤和动力煤 | 2029+ |

| | | | | | |
|-------------------|-------|-----|-----|---------|-------|
| (formerly Teresa) | | | | | |
| Karin | 昆士兰 | 新项目 | 170 | 冶金煤 | 2029+ |
| Minyango | 昆士兰 | 新项目 | 600 | 冶金煤和动力煤 | 2029+ |
| New Lenton | 昆士兰 | 新项目 | 150 | 冶金煤和动力煤 | 2029+ |
| Spur Hill | 新南威尔士 | 新项目 | 600 | 冶金煤和动力煤 | 2029+ |
| Washpool | 昆士兰 | 新项目 | 260 | 冶金煤 | 2029+ |
| Winchester South | 昆士兰 | 新项目 | 600 | 冶金煤和动力煤 | 2029+ |

资料来源：澳大利亚工业部，国泰君安期货研究

2.3 焦炭：产能过剩现实承压，产量跟随利润波动

近年来国内焦炭主产区陆续出台关停焦化装置的督办通知，其目的在于整合升级、加快淘汰落后产能，但通过梳理全国新增的煤焦化一体项目的推进情况，落后产能出清所带来的缺口扰动实则有限。继 2023 年山西出台《关于组好 4.3 米焦炉关停工作的紧急通知》且出清 1300 多万吨的焦化产能之后，山东于 2024 年 7 月下发《山东省空气质量持续改善暨第三轮“四增四减”行动实施方案》，方案中提到 2024 年年底，济宁、滨州、菏泽三市完成焦化退出装置关停；2025 年 6 月底前，济南、枣庄、潍坊、泰安、日照、德州 6 市完成焦化退出装置关停，全省焦化装置产能压减至 3300 万吨左右，折算山东省全部焦炭产能预计要减少 1000 万吨左右。而根据目前全国在建/拟建的焦化项目梳理情况来看，虽然短期产能释放由于项目从审批再到最后投产存在一定的滞后性，但类似于 2020 年焦化产能净淘汰 2000 多万吨的市场格局已难以再度上演，“产能置换、上大关小”的产业升级仍在持续发力，总投产产能多于淘汰产能。

表 2：2024/25 年山东焦化产能与预计淘汰计划

| 序号 | 城市 | 当前产能 | 转让协议文件签署时间 | 是否有产能淘汰计划 | 预计淘汰时间 | 淘汰产能量 |
|----|----|------|------------|-----------|--------|--------|
| 1 | 济南 | 340 | 2025.3 | 无 | 无 | 无 |
| 2 | 济南 | 110 | 2025.3 | 不明确 | 不明确 | 不明确 |
| 3 | 济南 | 130 | 2025.3 | 不明确 | 不明确 | 不明确 |
| 4 | 青岛 | 160 | 2025.3 | 无 | 无 | 无 |
| 5 | 枣庄 | 130 | 2025.3 | 是 | 2025 | 不明确 |
| 6 | 枣庄 | 255 | 2025.3 | 不明确 | 不明确 | 不明确 |
| 7 | 潍坊 | 120 | 2025.3 | 不明确 | 不明确 | 不明确 |
| 8 | 潍坊 | 110 | 2025.3 | 无 | 无 | 无 |
| 9 | 济宁 | 200 | 2024.10 | 是 | 2025 | 200 万吨 |
| 10 | 济宁 | 240 | 2024.10 | 不明确 | 不明确 | 不明确 |
| 11 | 济宁 | 120 | 2024.10 | 无 | 无 | 无 |
| 12 | 济宁 | 120 | 2024.10 | 不明确 | 不明确 | 不明确 |
| 13 | 济宁 | 120 | 2024.10 | 是 | 不明确 | 120 万吨 |
| 14 | 泰安 | 180 | 2025.3 | 不明确 | 不明确 | 不明确 |
| 15 | 泰安 | 80 | 2025.3 | 无 | 无 | 无 |
| 16 | 泰安 | 140 | 2025.3 | 不明确 | 不明确 | 不明确 |
| 17 | 日照 | 340 | 2025.3 | 无 | 无 | 无 |
| 18 | 日照 | 130 | 2025.3 | 不明确 | 不明确 | 不明确 |

| | | | | | | |
|----|----|------|---------|---|-----|------|
| 19 | 临沂 | 130 | - | 无 | 无 | 无 |
| 20 | 临沂 | 110 | - | 无 | 无 | 无 |
| 21 | 德州 | 150 | 2025.3 | 是 | 不明确 | 75万吨 |
| 22 | 滨州 | 120 | 2024.10 | 无 | 无 | 无 |
| 23 | 滨州 | 100 | 2024.10 | 无 | 无 | 无 |
| 24 | 滨州 | 150 | 2024.10 | 无 | 无 | 无 |
| 25 | 菏泽 | 300 | 2024.10 | 无 | 无 | 无 |
| 26 | 菏泽 | 120 | 2024.10 | 无 | 无 | 无 |
| 27 | 菏泽 | 120 | 2024.10 | 是 | 不明确 | 不明确 |
| | 合计 | 4315 | | | | |

资料来源：钢联，国泰君安期货研究

表 3：2024 年国内新增焦化产能项目稳步推进

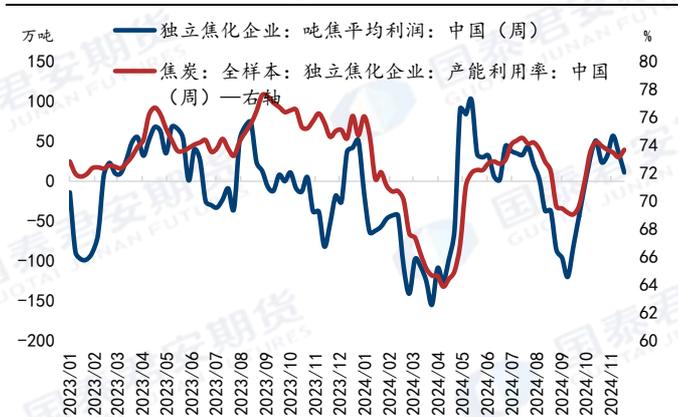
| 项目名称 | 在建/拟建时间 | 负责企业 | 建设内容 | |
|--------|---------|-----------|----------------------|---|
| 2024 年 | 内蒙古 | 2 月 19 日 | 黑猫煤化工有限公司 | 100 万吨焦炭项目已试生产， 剩余 160 万吨焦化产能指标 待批复 |
| | 内蒙古 | 3 月 | 山东能源新矿集团 | 260 万吨焦化多联产项目开工 |
| | 内蒙古 | 4 月 3 日 | 国家能源集团焦化公司西来峰 | 新建 360 万吨/年捣固焦项目 |
| | 云南 | 4 月 12 日 | 云南玉溪仙福钢铁（集团）有限公司 | 新建年产 100 万吨焦化项目 |
| | 内蒙古 | 4 月 | 卓正煤化工有限公司 | 新建总投资 590 亿元特大煤 化工项目 |
| | 贵州 | 4 月 15 日 | 贵州骐信实业有限公司 | 120 万吨焦化项目开火烘炉 |
| | 山西 | 4 月 30 日 | 中煤九鑫公司 | 200 万吨/年焦化技术升级改 造项目加入全面投产阶段 |
| | 内蒙古 | 5 月 15 日 | 内蒙古黄河集团 | 新建 300 万吨焦化项目 |
| | 山西 | 6 月 11 日 | 永鑫集团 | 160 万吨焦化项目已开火烘炉 |
| | 新疆 | 6 月 15 日 | 新疆帅科煤化有限公司 | 180 万吨/年焦化装置提标升 级 |
| | 山西 | 6 月 15 日 | 闽光新能源科技股份有限公司 | 新建 156 万吨焦化项目 |
| | 江西 | 7 月 1 日 | 萍乡旭阳能源有限公司 | 建设 180 万吨 6.78 m 大型捣 固焦炉 |
| | 贵州 | 7 月 2 日 | 盛义信能源科技有限公司 | 建设内容为 320 万吨/年焦 化及配套 300 万吨选煤 |
| | 甘肃 | 11 月 12 日 | 兰鑫钢铁集团 | 120 万吨焦化及焦炉煤气高附 加值利用项目正式进入全面 安装阶段 |
| | 新疆 | 暂定 | 泰嘉能源科技有限公司 | 190 万吨焦化产能整合转移 |
| | 内蒙古 | 暂定 | 建元煤焦化有限责任公司 | 新建 60 万吨精己二酸配套 185 万吨/年绿色焦化项目 |
| | 贵州 | 暂定 | 山西盛义信能源科技有限公司 | 新建 320 万吨焦化项目 |
| | 贵州 | 暂定 | 华友控股集团 | 新建 500 万吨焦化项目 |
| | 贵州 | 暂定 | 贵州能源水城煤电化一体化有 限公司 | 200 万吨/年循环经济综合利 用焦化配套焦炉煤气制天 然气项目 |

| | | | | |
|--|----|----|---------------|---------------------------|
| | 山西 | 暂定 | 山西福裕焦化有限公司 | 125万吨/年炭化室高度6.25米捣固焦化升级改造 |
| | 山西 | 暂定 | 华鑫煤焦化实业集团有限公司 | 180万吨/年6.78米捣固焦化升级改造 |

资料来源：公开资料整理，国泰君安期货研究

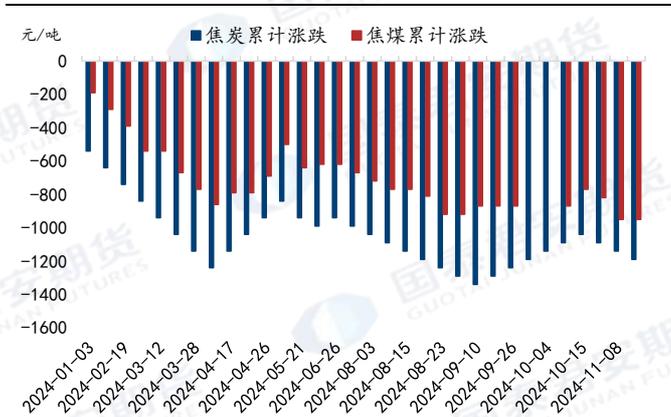
另外，从现有焦炭产能利用率及焦化利润波动情况来看，两者间的“正相关”表现较为突出，而焦化利润更多的是受到上游煤价及下游钢价的共同影响。首先，成本端而言，虽然当前焦煤价格中枢面临回调压力，但倘若拉长时间周期维度去看仍是处于历史偏高的水平，且考虑到焦煤煤质结构性的特点，造成在下行过程中焦煤的价格跌幅不及焦炭，使得焦化厂成本端相对承压。此外，焦化厂与下游钢厂价格博弈时的议价空间也较为有限，在钢厂盈利能力由于内外需的驱动发力不足进而选择向上游挤兑利润的背景下，焦企利润同样难以走扩，今年1-11月独立焦化厂产能利用率仅为71%，同比去年同期的76%焦企开工仍然受到牵制。展望2025年，焦炭的供应冗余量相比于焦煤或更加健康，产量跟随利润波动，同比或将呈现出负增长的态势。

图 25：焦化利润与焦企产能利用率两者表现为正相关性



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 26：焦炭累计跌幅大于焦煤（2023 年作为基数）



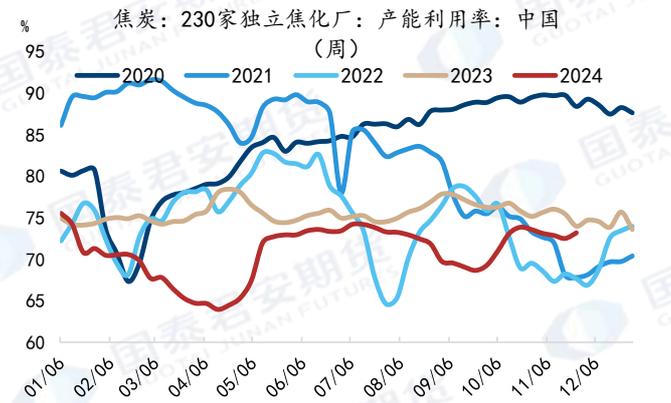
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 27：吨焦利润维持在成本线附近运行



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 28：焦化厂产能利用率



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

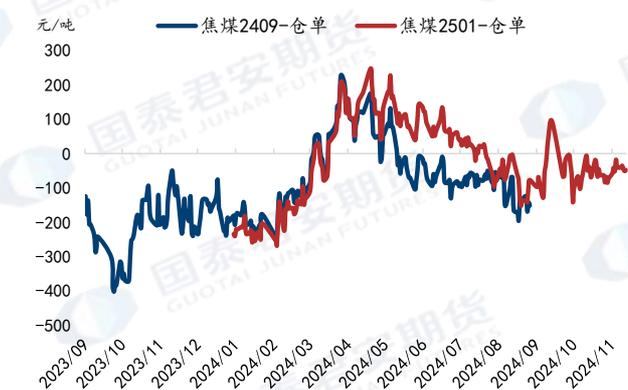
3. 需求展望：终端发力面临挑战，掣肘煤焦需求释放

展望 2025 年，煤焦总量性矛盾与结构性矛盾或将并存。首先，由于下游终端真实需求发力仍待验证，弱现实的产业格局导致下游更多的是通过向上游索取利润的这一路径来实现对于利润的重新分配，而在这过程中煤焦总量需求将跟随生铁产量同比下滑，更多呈现出以钢定焦的逻辑。此外，在趋势性方向未改变的情况下，明年上下游之间结构性的矛盾也将创造出阶段性的错配机会，进而放大煤焦价格的波动弹性。

3.1 总量性矛盾：真实需求释放仍待证伪，下游向上游索取利润

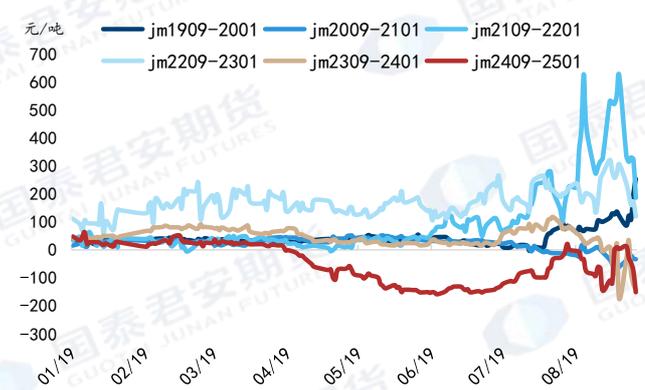
煤焦来自需求端的驱动大致可分为两个方面：其一、投机情绪的介入对盘面形成助涨驱动。我们发现今年以来盘面分别在 4、5 月份以及 8、9 月份给出了两波期现正套的入场时机，随着期货升水现货仓单价差来到 200 元/吨往上这个区间后，无风险套利机会的出现使得期现商及贸易商陆续进场参与正套，且由于宏观政策的出台，市场的交易逻辑已从前期的“弱现实弱预期”转变为“弱现实强预期”，近远月价差同样走出了 contango 的结构，因此即便焦煤交割存在仓单适配性的因素扰动，但多头接货后同样可以转抛至远月合约解套。在现如今黑色趋势性方向相对确定，市场更多关注结构性变化的背景下，未来盘面套利机会的出现同样将对价格形成阶段性的正向支撑；其二、钢厂利润修复后开工积极性改善，带动炉料刚需采购。从真实需求的维度来看，过去几年制约粗钢及生铁产量释放的核心因素在于政策性平控的约束条件，但从今年开始我们发现受限于内需的低迷表现，钢铁行业并不需要额外的强减产政策的介入来限制钢厂超额生产，市场反而可以自发性的通过停产检修完成对上游利润的索取，因此在 2025 年外需面临不确定性以及内需相关终端发力仍需证伪的情况下，生铁产量及价格较难以靠相关终端行业形成显著驱动，钢厂仍将依托“经济性减产—重塑钢材供需格局—炉料价格下跌让利—上游利润重新分配”这一路径完成对利润的修复，使得煤焦仍有概率上演“旺季不旺、淡季不淡”的非季节性特征，即旺季讲现实、淡季讲预期，总需求跟随生铁产量同比下滑，呈现以钢定焦的逻辑。

图 29：盘面升水现货给出正套参与机会



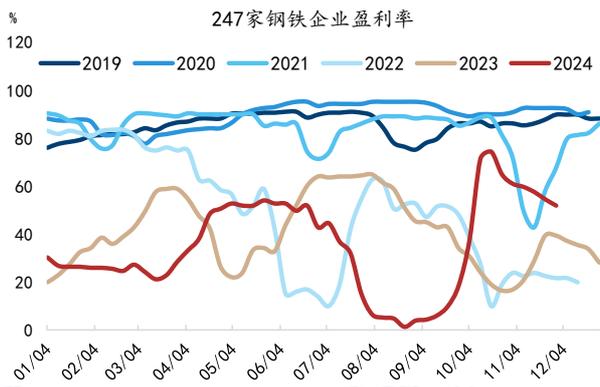
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 30：焦煤 91 价差扩大至近几年来低位



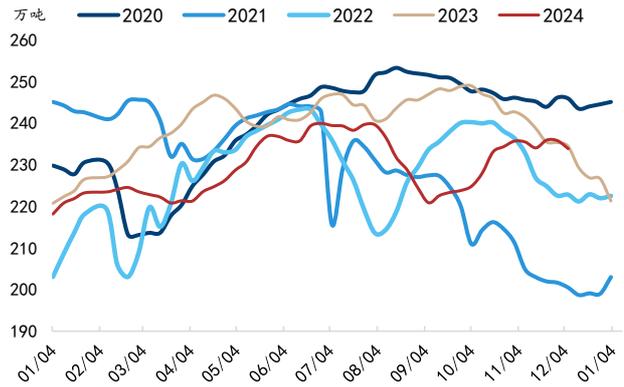
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 31：钢厂盈利水平仍处于历史偏低水平



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 32：日均铁水产量开工积极性受钢厂利润水平波动

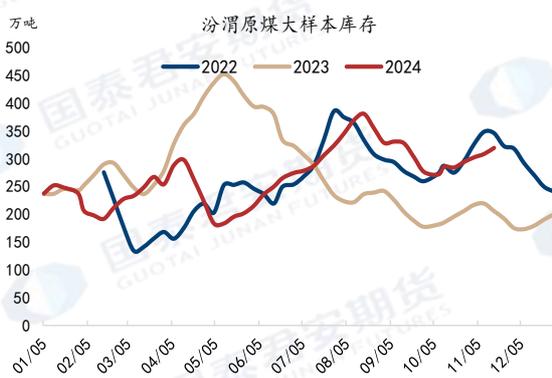


资料来源：钢联，国泰君安期货研究

3.2 结构性矛盾：焦钢企业补库谨慎，低库存策略为主

原料备货积极性受“以销定产”模式扰动，下游维持刚需补库为主。煤焦钢原料库存结构性矛盾当前仍未缓解，即原料库存大多积累在上游环节，矿端甚至一度出现顶仓累库的压力，截至报告期间汾渭大样本煤矿炼焦原煤和精煤库存分别增至 319.79 万吨、243.88 万吨，同比增加 55.41%和 58.56%。但反观焦钢企业，下游补库节奏仍然受到实际利润及成交量情况的制约，补库信心不足，原料库存可用天数处在历年同期水平的下沿位置运行，即便当前所处在冬储背景之中，焦化厂焦煤和钢厂焦炭库存可用天数回补高度也较为有限，采取刚需补库的经营策略。因此，原料库存维持在低位已在产业形成一定共识，低库存难成为价格上行的充分条件，但是一旦市场需求回暖，阶段性钢厂催货行为增多，低库存同样也会给予煤焦向上的弹性，成为驱动价格的必要条件。

图 33：样本煤矿原煤延续累库态势



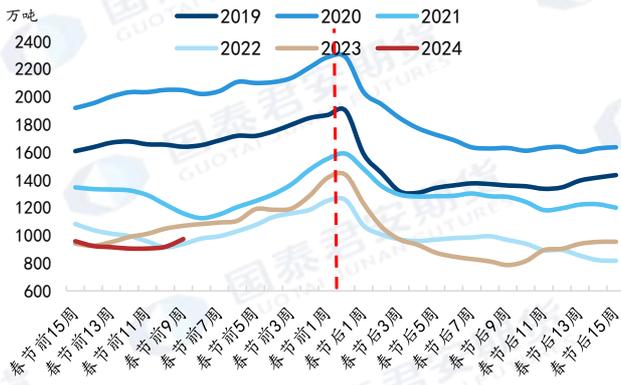
资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 34：样本煤矿精煤延续累库态势



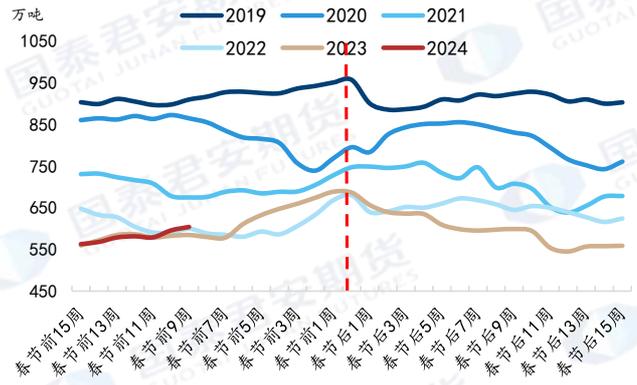
资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 35：焦化厂原料煤库存水平低位延续



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 36：钢厂焦炭库存同样维持低位



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

4. 2025 年焦煤焦炭供需平衡表

我们预计 2025 年煤焦供需格局将呈现出宽松态势，相比之下焦炭基本面更为健康，品种间交易机会仍将成为市场主线。国内供应自 2024 年下半年显著修复后，2025 年整体波动将有所收窄，上下半年同比增幅或以“前高后低”去演绎。同时，海外由于进口来源驱动的不同，虽然进口总量仍有保障，但增速将表现出一定分化的特征。至于需求环节，考虑到下游终端发力面临挑战，煤焦总量性矛盾与结构性矛盾并存，需求跟随生铁产量同比下滑，更多的呈现以钢定焦的逻辑。

表 4：2025 年焦煤平衡表推演

| 焦煤供需平衡表 | | | | | | | | | | | | | |
|---------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 2020 | 增速 | 2021 | 增速 | 2022 | 增速 | 2023 | 增速 | 2024E | 增速 | 2025E | 增速 |
| 国内供给 | 炼焦精煤产量 | 48510 | 3.1% | 48992 | 1.0% | 49176 | 0.4% | 49034 | -0.3% | 47000 | -4.1% | 47500 | 1.1% |
| 海外进口 | 蒙古 | 2377 | -29.6% | 1404 | -40.9% | 2561 | 82.5% | 5395 | 110.7% | 5700 | 5.7% | 6000 | 5.3% |
| | 俄罗斯 | 673 | 23.6% | 1074 | 59.7% | 2100 | 95.6% | 2624 | 24.9% | 3000 | 14.3% | 3000 | 0.0% |
| | 澳大利亚 | 3536 | 14.3% | 617 | -82.5% | 217 | -64.9% | 280 | 28.8% | 830 | 196.9% | 750 | -9.6% |
| | 美国 | 100 | -10.3% | 1024 | 921.6% | 437 | -57.3% | 588 | 34.6% | 1050 | 78.5% | 800 | -23.8% |
| | 加拿大 | 466 | 55.0% | 927 | 98.7% | 787 | -15.0% | 760 | -3.5% | 816 | 7.4% | 750 | -8.1% |
| | 累计进口 | 7262 | -2.6% | 5465 | -24.7% | 6387 | 16.9% | 10190 | 59.5% | 11725 | 15.1% | 12000 | 2.3% |
| | 焦煤总供给 | 55772 | 2.3% | 54457 | -2.4% | 55563 | 2.0% | 59224 | 6.6% | 58725 | -0.8% | 59500 | 1.3% |
| 下游需求 | 生铁产量 | 90063 | 6.8% | 86454 | -4.0% | 86526 | 0.1% | 87101 | 0.7% | 85000 | -2.4% | 84000 | -1.2% |
| | 折算焦炭需求 | 40528 | 6.8% | 39337 | -2.9% | 39370 | 0.1% | 40851 | 3.8% | 40205 | -1.6% | 39900 | -0.8% |
| | 折算焦煤需求 | 53903 | 6.8% | 52318 | -2.9% | 52361 | 0.1% | 54331 | 3.8% | 53473 | -1.6% | 53067 | -0.8% |
| | 焦煤总需求 | 55570 | 1.7% | 54668 | -1.6% | 55409 | 1.4% | 59378 | 7.2% | 58440 | -1.6% | 58060 | -0.7% |
| | 供应-需求 | 202 | | -211 | | 154 | | -154 | | 285 | | 1440 | |

资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

表 5：2025 年焦炭平衡表推演

| 焦炭供需平衡表 | | | | | | | | | | | | |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 万吨 | 2020 | 增速 | 2021 | 增速 | 2022 | 增速 | 2023 | 增速 | 2024E | 增速 | 2025E | 增速 |
| 焦炭总供给 | 47116 | 0.0% | 46446 | -1.4% | 47344 | 1.9% | 49260 | 4.0% | 48721 | -1.1% | 48331 | -0.8% |
| 生铁产量 | 90063 | 6.8% | 86454 | -4.0% | 86526 | 0.1% | 87101 | 0.7% | 85000 | -2.4% | 84000 | -1.2% |
| 折算焦炭需求 | 40528 | 6.8% | 39337 | -2.9% | 38937 | -1.0% | 40851 | 4.9% | 40205 | -1.6% | 39900 | -0.8% |
| 出口 | 349 | -46.5% | 644 | 84.5% | 893 | 38.7% | 879 | -1.6% | 844 | -4.0% | 830 | -1.6% |
| 焦炭总需求 | 47963 | 2.4% | 46829 | -2.4% | 47253 | 0.9% | 49396 | 4.5% | 48615 | -1.6% | 48247 | -0.8% |
| 总供应-总需求 | -846 | | -383 | | 90 | | -136 | | 105 | | 84 | |

资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

5. 2025 年煤焦结论及投资展望

展望 2025 年，供增需减的基本面格局或造成煤焦价格中枢延续下行趋势，但考虑到阶段性错配矛盾仍有一定概率出现，伴随着价格触及底部成本位之后，来自上游利润压力的传导或使得煤焦供需间的平衡需要重新审视。供应环节，国内总量相较 2024 年或有小幅修复，但整体弹性不宜过于乐观，原因在于炼焦煤供应商生产目标现已从“保供应”切换至“保安全”。另外，在目前炼焦煤进口格局呈现出“蒙煤为主，海运煤为辅”的背景下，绝对总量仍有一定保障，但考虑到不同进口来源驱动不同，后续增幅或将呈现出一定分化特征。需求环节，煤焦总量性矛盾与结构性矛盾或将并存。由于下游终端真实需求发力仍待验证，弱现实的产业格局导致下游更多的是通过向上游索取利润的这一路径来实现对于利润的重新分配，而在这过程中煤焦总量需求将跟随生铁产量同比下滑，更多呈现出以钢定焦的逻辑。此外，在趋势性方向未改变的情况下，明年上下游之间结构性的矛盾也将创造出阶段性的错配机会，进而放大煤焦价格的波动弹性。因此，我们预计明年焦煤焦炭价格重心或在 1000-1550 元/吨、1600-2100 元/吨之间震荡运行。

风险提示：煤矿事故再起、海外需求超预期、国内宏观情绪刺激。