



2025 年 3 月 18 日

焦煤焦炭：短期减产预期证伪，供需矛盾仍在积累

刘豫武

投资咨询从业资格号：Z0021518

liuyuwu025832@gtjas.com

马亮

投资咨询从业资格号：Z0012837

maliang015104@gtjas.com

报告导读：

■ 摘要：

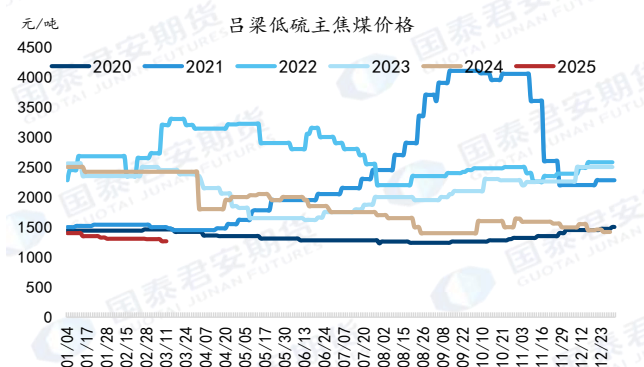
- 随着现实边际修复，价格或有企稳迹象，但中期仍需警惕下行风险。元宵节后下游复工陆续推进，市场有提前交易钢厂复产的正反馈逻辑，需求端的释放或进而对原料价格形成支撑。但中期仍有压力，一方面原因在于供应修复的速度是要显著好于需求的，中上游煤矿及口岸累库的压力仍然存在，即便时不时有关减产的消息或对市场产生一定冲击，但考虑到山西省内政府工作报告中已明确全年煤炭的产量任务，后续是否下调任务量仍待商榷；另一方面则是期现盘对价格的压制，当前月间价差已缩至-50 附近，后续套利盘进入交割接货的意愿或不及之前，叠加配煤仓单成本普遍较低，交割逻辑仍将对盘面形成压制。

(正文)

1. 期现共振回落，破近五年来低位，长协与市场煤价触发熔断

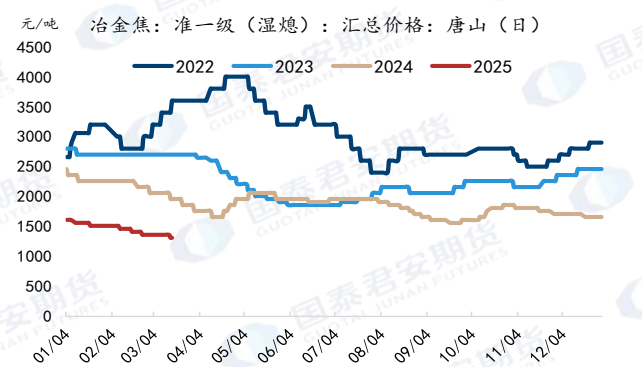
回顾年初至今，煤焦价格呈现震荡偏弱态势，基本面的疲弱仍是造成价格难以持续走强的核心原因。首先，国内煤矿供应在节后复产迅速，节前因事故导致停产的部分煤矿也已陆续开工，实际生产能力并未受到扰动。其次，即便这段时间海运煤进口价差受内外倒挂的影响出现明显收缩，但蒙煤通关的居高不下使得全社会库存维持在较高水平。然后落脚到下游需求层面，内需正处于由淡季往旺季转换的窗口期，实际发力情况仍待证伪，且随着美国加征进口商品关税之后，其余国家的“连带效应”或也将造成实质及情绪上的影响。国内大矿炼焦煤季度长协多有多下调，降幅在 120-230 元/吨之间。

图 1：现货报价以阴跌为主



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 2：截至目前，焦炭执行至十一轮提降



资料来源：国泰君安期货研究

表 1：产区煤价月环比走弱

地区	煤矿	煤种	2025/3/14 价格	上月价格	月环比
临汾安泽	玉和泰煤业	低硫主焦	1350	1400	-50
吕梁柳林	下山茆煤业	低硫主焦	1130	1380	-250
吕梁中阳	沈家峁煤业	中硫瘦主焦	1017	1130	-113
吕梁离石	担炭沟	低硫主焦	1200	1465	-265
晋中灵石	德广宇能源	中硫主焦	1130	1200	-70
晋中灵石	鑫源煤业	中硫肥煤	1130	1200	-70
长治沁源	沁新煤业	低硫瘦主焦	1216	1330	-114
山东济宁	济宁能源	气煤	970	1040	-70
内蒙古乌海	国能乌海能源	高硫肥煤	1040	1120	-80

资料来源：钢联，国泰君安期货研究

表 2：海运煤到港价格跟随盘面小幅波动，成交有限

单位	煤种	产地	品牌	2025/3/14 到港价格	上月价格	月环比
人民币	肥煤	俄罗斯	伊娜琳	1070	1160	-90
	肥煤	俄罗斯	Elga	980	1160	-180
	主焦煤	俄罗斯	K4	1070	1110	-40
	主焦煤	澳大利亚	贡耶拉	1420	1490	-70
	瘦煤	俄罗斯	K10	1080	1130	-50
	1/3 焦煤	澳大利亚	黑水	1220	1280	-60
	气肥煤	美国	百丽	1030	1080	-50

美金	主焦煤	加拿大	斯坦达	173	199	-26
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：钢联，国泰君安期货研究

2. 供应矛盾：短期减产预期证伪，进口趋于分化

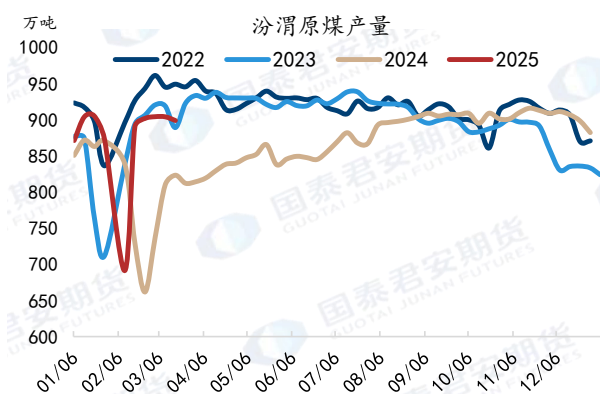
国内减产预期情绪的蔓延更多的是源自价格的持续回调，但以煤炭完全成本支撑作为减产的依据并未完全成立。近期随着煤价持续走低，煤矿利润不断受到侵蚀，但经对比上市煤企成本曲线之后发现，由于完全成本和现金流成本之间存在一定距离（主要源自设备折旧和人工成本），当价格触及吨煤完全成本线之后，并不会使得供应出现明显的缩量，且根据前期山西省政府工作报告内容来看，2025 年山西将新建 130 座智能化煤矿，即便短期有关减产的扰动或对市场产生一定冲击，但全年煤炭产量任务仍存预期，后续是否下调任务量仍待商榷，对于煤矿自身生产能力来说并未受到影响。汾渭 88 家样本数据显示，3 月 13 日当周炼焦原煤产量 898.9 万吨，炼焦精煤产量 457.9 万吨，季节性规律显著。

表 3：上市煤企吨精煤完全成本测算

企业 A	2023	2022	2021	2020	2019
营业成本（元）	14471601511	13676829293	11085048340	9852564198	7027088372
期间费用（管理、财务、销售）	4026755274	3543103861	3114726678	2505745887	2476525121
	786470973	1155768633	1492829505	886607623	953471305
	452858080	415151843.2	442700973.3	436846048	2480400995
合计	19737685838	18790853631	16135305495	13681763757	12937485793
原煤产量（万吨）	4608	4385	4450	3544	3419
精煤产量（万吨）	1884	1833	1972	1436	1429
吨原煤完全成本	428	429	363	386	378
吨精煤完全成本	1048	1025	818	953	905
企业 B	2023	2022	2021	2020	2019
营业成本（元）	14474833261	14981772672	12368131385	13918431417	9182516197
期间费用（管理、财务、销售）	963862774	936018194	987805020	827903020	701264945
	1403602890	1186110552	1007908152	1205419435	1116921154
	240669925	243945225	243065264	945991853	218715561
合计	17082968850	17347846643	14606909821	16897745726	11219417857
原煤产量（万吨）	3071	3030	2885	3082	2832
精煤产量（万吨）	1269	1187	1188	1151	1072
吨原煤完全成本	556	573	506	548	396
吨精煤完全成本	1346	1461	1230	1468	1046

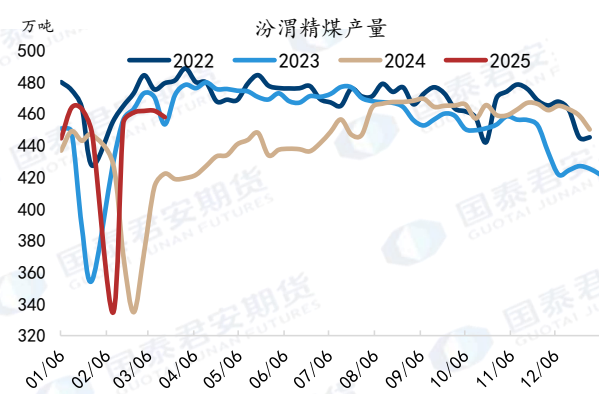
资料来源：公司财报，国泰君安期货研究

图 3：汾渭炼焦原煤产量企稳



资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

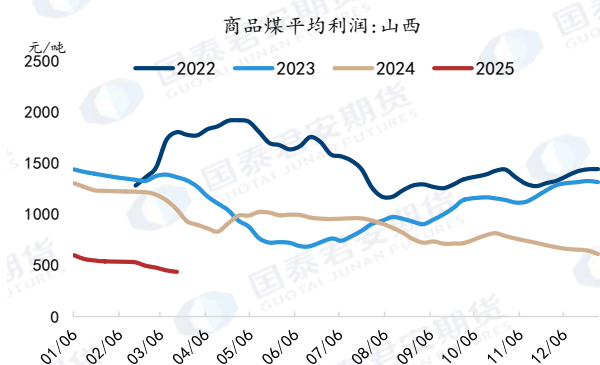
图 4：汾渭炼焦精煤产量企稳



资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

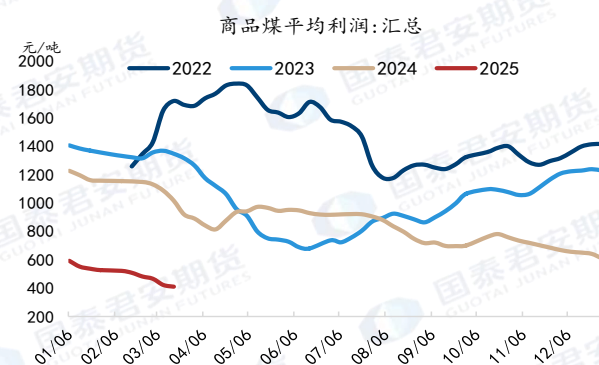
从商品煤利润剖析来看，受市场采购情绪低迷的影响，煤价整体延续下行，不过基于个别低价资源性价比凸显，下游有适当增加采购行为，个别资源出现小幅反弹的迹象。根据汾渭样本数据，周度级别涨价煤矿 7 家，平均涨幅 24 元/吨，降价煤矿 31 家，平均降幅 33 元/吨。山西、内蒙、山东以及全国商品煤利润分别为 436 元/吨、389 元/吨、285 元/吨和 410 元/吨，月环比-93 元/吨、-96 元/吨、-97 元/吨和-98 元/吨。

图 5：山西商品煤平均利润延续下滑



资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

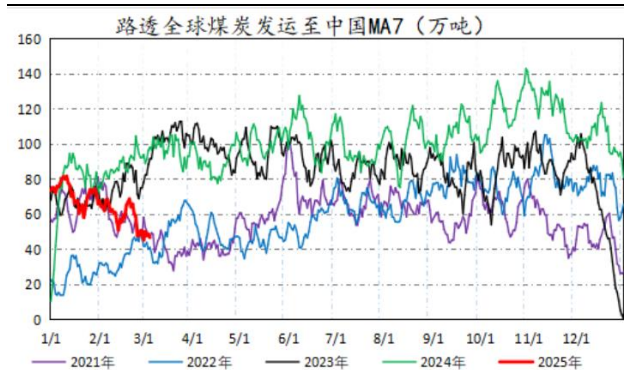
图 6：全国商品煤平均利润延续下滑



资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

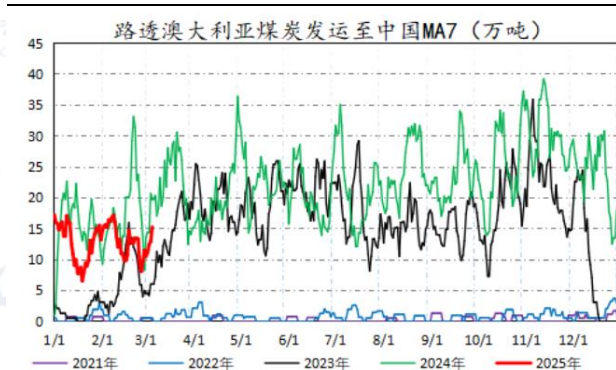
其次，焦煤进口方面，今年以来结构分化特征或仍将延续。根据我们此前在《供需宽松延续，预期现实博弈》报告中提及到的 25 年焦煤进口市场展望，由于进口驱动不同，导致后续海外市场增量易出现一定分化特征，具体表现为“蒙煤为主，海运煤为辅”的格局。从今年一季度路透发运相关数据来看，由于此轮周期内贸煤与海运煤同步走低，而相比之下印度市场对海运煤仍存在刚需（每年维持 8-10% 的铁水增长），且 2025 年印度开始执行焦炭进口配额的行为也将进一步提高自身焦企产能利用率，增加焦煤的采购量，因此焦煤内外价差的优势也并未体现，造成国内贸易进口意愿不足，发运同比为负。

图 7：全球煤炭发运至中国同比有所下滑



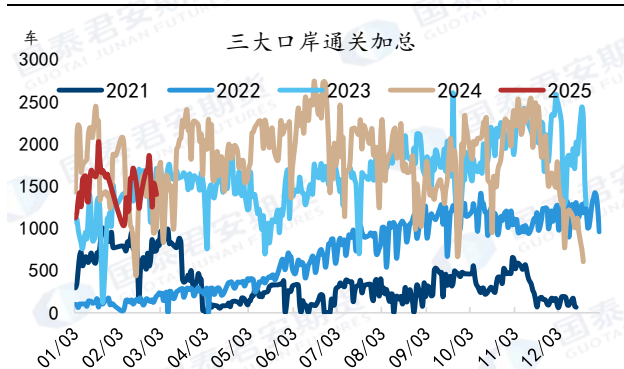
资料来源：路透

图 8：澳大利亚煤炭发运至中国同比有所下滑



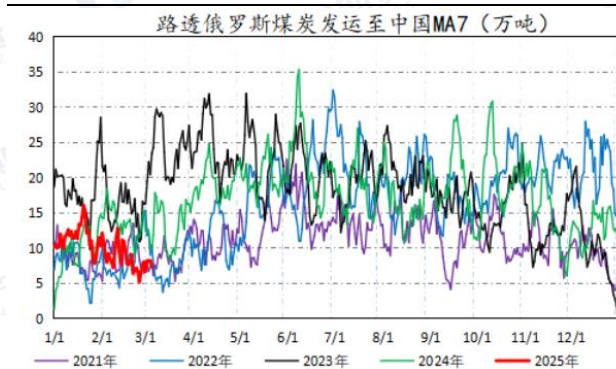
资料来源：路透

图 9：蒙煤通关仍保持在高位



资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

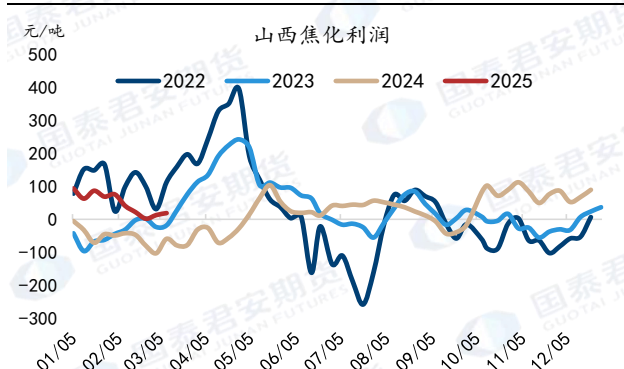
图 10：俄罗斯煤炭发运至中国同比有所下滑



资料来源：路透

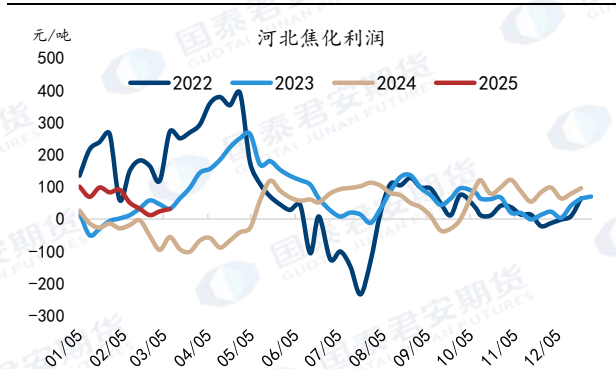
相比焦煤，焦炭供应端的整体表现并未上升为主要矛盾，截至目前现货提降已落地第十一轮，提涨声音相较微弱，但即便如此减产预期仍相对有限。唐山地区准一级湿熄焦报 1310 元/吨，干熄焦报 1475 元/吨，日照港准一级焦 1400 元/吨，折盘面仓单成本在 1547 元/吨。随着焦炭价格的连续下跌，目前焦企利润多处于盈亏边缘或已进入亏损状态，全国焦企平均利润从年初的 72 元/吨回落至 2 元/吨，导致焦化厂开工呈现小幅下移的趋势，但整体减产力度并不明显，原因在于入炉煤价格的跟随下跌，成本压力有所减轻，且化产同样能够提供一定的利润补贴。当前 230 家独立焦化厂产能利用率 69.31%，钢厂自备焦化厂产能利用率 87.2%。

图 11：山西焦化利润水平



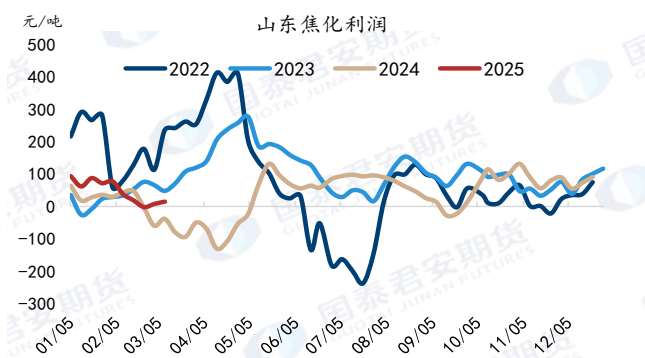
资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 12：河北焦化利润水平



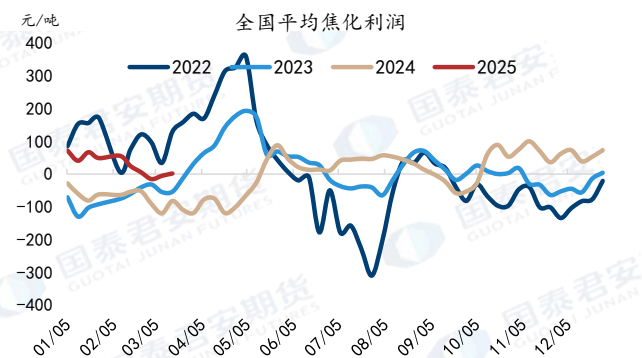
资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 13：山东焦化利润水平



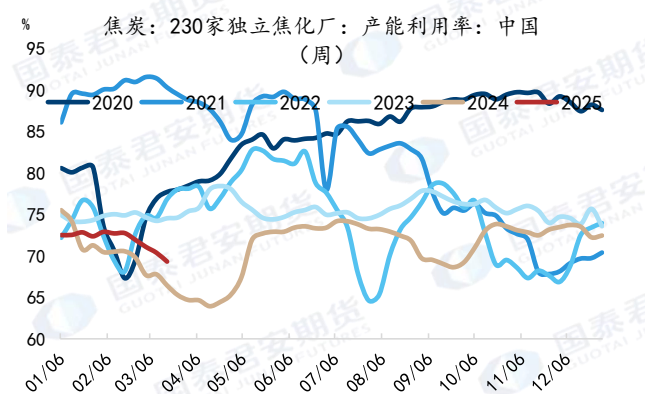
资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 14：全国平均焦化利润水平



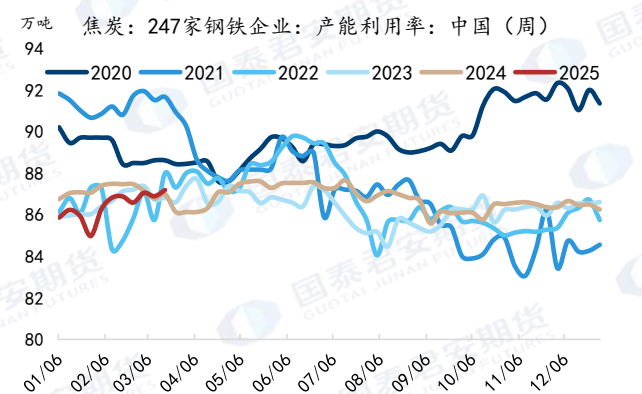
资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 15：独立焦化厂产能利用率有所下滑



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 16：钢厂自备焦化产能利用率小幅改善



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

表 4：焦炭提降周期已进行至第十一轮，后续调价窗口存在分歧

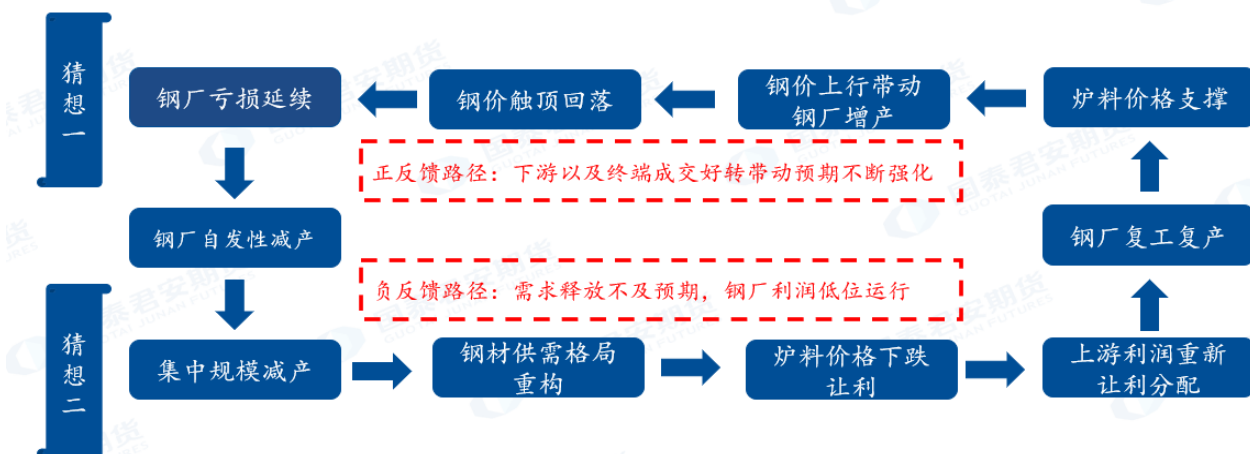
调价周期	落地时间	涨跌轮次	涨跌幅	焦炭累计涨跌	唐山准一级湿熄焦	低硫主焦现货	焦煤累计涨跌
涨价	2024-09-19	第一轮	50	-1290	1610	1530	-870
	2024-09-26	第二轮	50	-1240	1660	1530	-870
	2024-10-01	第三轮	50	-1190	1710	1530	-870
	2024-10-04	第四轮	50	-1140	1760	1530	-870
	2024-10-08	第五轮	50	-1090	1810	1580	-870
	2024-10-15	第六轮	50	-1040	1860	1680	-770
降价	2024-10-23	第一轮	-50	-1090	1810	1630	-820
	2024-11-08	第二轮	-50	-1140	1760	1500	-950
	2024-11-18	第三轮	-50	-1190	1710	1500	-950
	2024-12-09	第四轮	-50	-1240	1660	1420	-1030
	2024-12-27	第五轮	-50	-1290	1610	1420	-1030
	2025-01-08	第六轮	-50	-1340	1560	1420	-1030
	2025-01-20	第七轮	-50	-1390	1510	1420	-1030
	2025-02-10	第八轮	-50	-1440	1460	1420	-1030
	2025-02-18	第九轮	-50	-1490	1410	1420	-1030
	2025-02-25	第十轮	-50	-1540	1360	1420	-1030
	2025-03-14	第十一轮	-50	-1590	1310	1420	-1250

资料来源：钢联，国泰君安期货研究

3. 需求及库存矛盾：需求驱动缓慢释放，上下游库存结构问题仍存

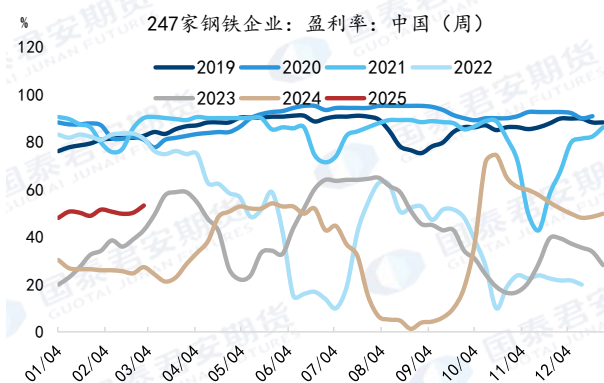
首先，对于炉料需求端修复的高度，后续核心矛盾在于粗钢调控的执行时间。3月13日，发改委发布关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划草案的报告，其中提到，2025年主要任务将持续实施粗钢产量调控，推动钢铁产业减量重组。因此，在政策出台到执行的这段时间里，我们认为炉料煤焦价格走势将以两种情景呈现：阶段一、前期煤焦跟随成材价格共振上行。其背后的逻辑在于这段时间钢厂利润的修复主要是通过向上游兑现利润实现的，下游产能过剩的现实压力没有办法通过市场自发性调节完成。而通过政策性的减压调控，或使得成材供需达到再平衡，炉料自身经历负反馈的压力减轻。另外考虑到目前旺季需求开始边际改善，当前下游钢厂盈利表现较为可观，高炉仍在复产阶段，通过主动减产较为困难，需求具备一定韧性。阶段二、压减动作正式启动，炉料价格走低。随着压减动作落地执行，按照统计局数据来看，若25年粗钢减产5000万吨，那对应粗钢和生铁的产量则分别为9.5亿吨和8亿吨，分摊至日均生铁产量则为221万吨，刚需难以支撑煤焦价格大幅向上突破且想象空间有限。因此综合来看，煤焦后续供需宽松的压力仍将导致中期价格承压的态势未改。

图 17：煤焦钢产业经济性减产与政策性减产的逻辑链条



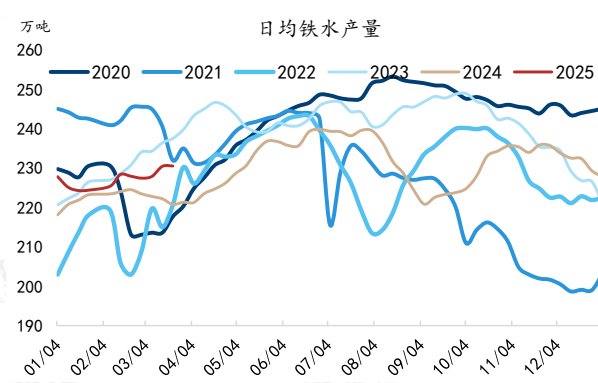
资料来源：国泰君安期货研究

图 18：钢厂盈利能力较为可观



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 19：日均铁水产量边际修复，仍有上升空间

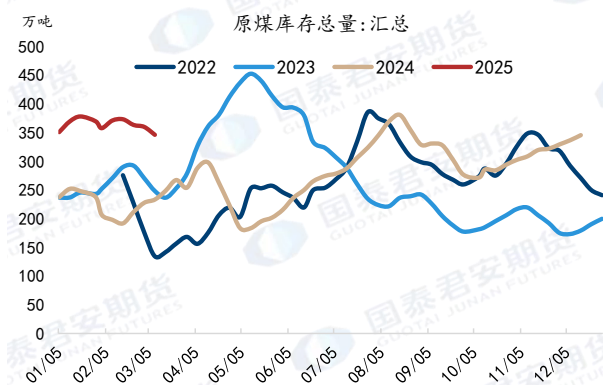


资料来源：钢联，国泰君安期货研究

其次，库存方面来看，随着上游开工的企稳修复，以及下游补库相对谨慎，双重因素导致原料多集中在中上游环节，而下游正处于旺季启动窗口之中，整体维持季节性去库周期，采购积极性意愿并不高涨。在没有看到预期外驱动之前，下游仍将维持低库存策略。3月中旬，汾渭88家样本原煤库存总量346万

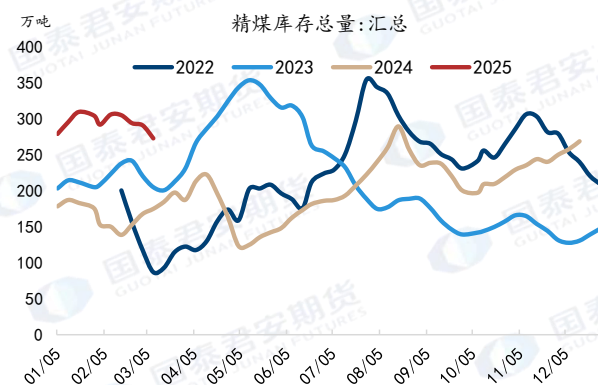
吨，同比增加 113 万吨；精煤库存总量 273 万吨，同比增加 98 万吨。

图 20：原煤库存周环比去库，但总量仍处高位



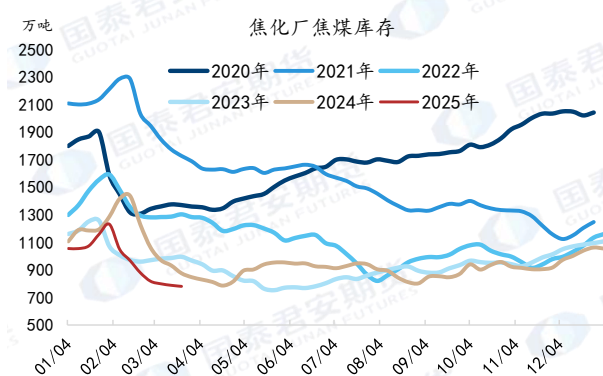
资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 21：精煤库存周环比去库，但总量仍处高位



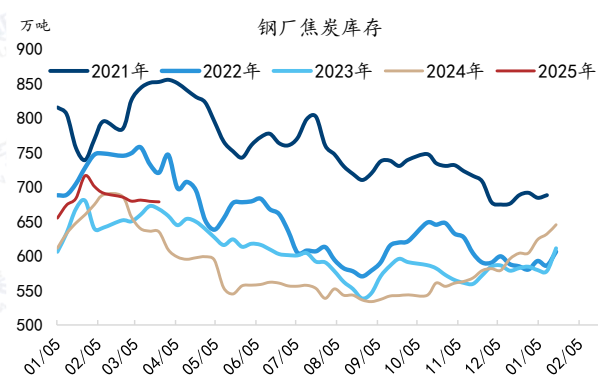
资料来源：汾渭，国泰君安期货研究

图 22：焦化厂焦煤库存维持低位



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 23：钢厂采购焦炭仍相对谨慎



资料来源：钢联，国泰君安期货研究

4. 总结：减产预期证伪，底部震荡，等待逢高布空的机会

随着现实边际修复，价格或有企稳迹象，但中期仍需警惕下行风险。元宵节后下游复工陆续推进，市场有提前交易钢厂复产的正反馈逻辑，需求端的释放或进而对原料价格形成支撑。但中期仍有压力，一方面原因在于供应修复的速度是要显著好于需求的，中上游煤矿及口岸累库的压力仍然存在，即便时不时有关减产的消息或对市场产生一定冲击，但考虑到山西省内政府工作报告中已明确全年煤炭的产量任务，后续是否下调任务量仍待商榷；另一方面则是期现盘对价格的压制，当前月间价差已缩至-50 附近，后续套利盘进入交割接货的意愿或不及之前，叠加配煤仓单成本普遍较低，交割逻辑仍将对盘面形成压制。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货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。