



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

林花谢春红，总是太匆匆 ——2025年二季度煤焦投资策略展望

分析师： 冉宇蒙 (F3085160, Z0016375)

2025年03月

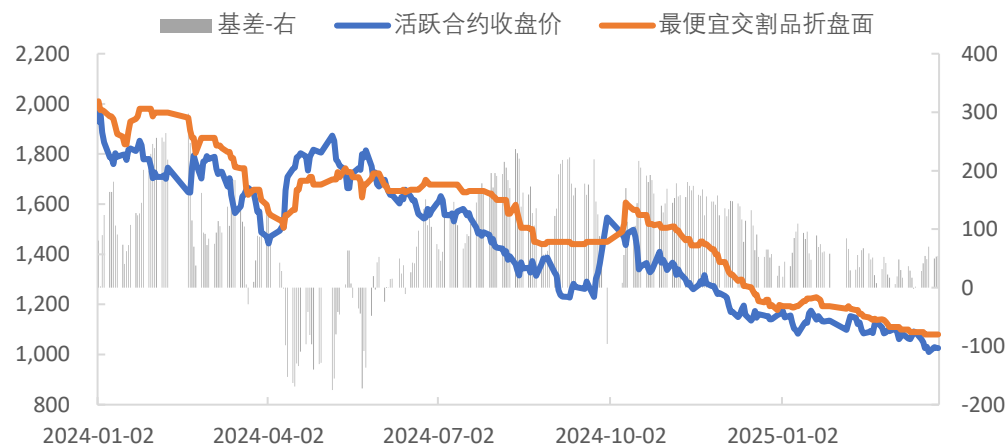
林花谢春红，总是太匆匆

——2025年二季度煤焦投资策略展望

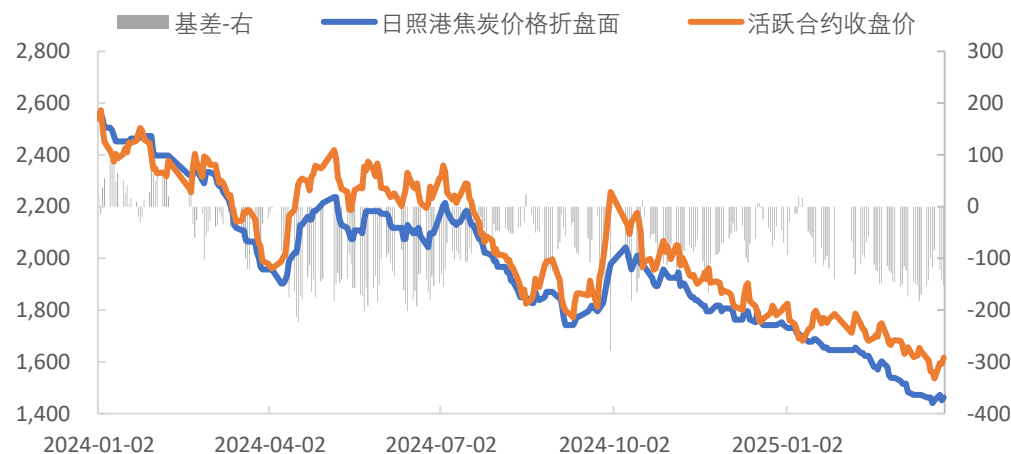
- 煤焦主要驱动因素：铁水产量升至高位后存在下滑可能；焦煤产量趋于回升，进口煤补充下、焦煤供应较为充足；双焦上游库存逐渐消化后、或重回累库周期；焦炭议价权偏弱、利润难有大幅扩张、估值水平取决于焦煤让价幅度。
- 供需角度：金三银四期间终端用钢需求趋于回升、但超出去年同期水平的概率偏低，需求端的拖累下成材利润难有大幅扩张，铁水产量的高点不宜乐观；旺季过后终端需求逐渐降温，钢厂利润趋于收缩，铁水产量存在高位下滑的可能。当前焦煤产量处于同期低位，随着铁水产量的回升，焦煤上游库存有望逐渐消化，产能释放仍存提升空间，叠加进口煤对国内供应的补充作用延续，焦煤整体供应较为充足。下游钢厂利润水平偏低，上下游共同挤压的环境下焦炭利润扩张仍将受阻，去库压力下焦炭产量难有大幅增长，整体估值水平将取决于上游焦煤的让价幅度。综合来看，铁水产量回升的高度较为有限、旺季过后存在高位下滑可能；焦煤供应宽松，库存高位去化后恐重回累库周期，压制焦煤价格的反弹高度；焦炭价格水平将取决于焦煤的估值位置，中枢缺乏向上修复的驱动；煤焦价格有望在4月左右出现小幅反弹修复的行情，但上涨高度及持续时间均将较为有限，旺季过后双焦价格或将跟随铁水产量的回落再度走跌，二季度整体价格中枢或较当前位置进一步下移。
- 期价核心波动区间：焦煤09合约850-1250元/吨，焦炭09合约1350-1850元/吨。

煤焦核心驱动逻辑及行情回顾

焦煤期现价格走势（元/吨）



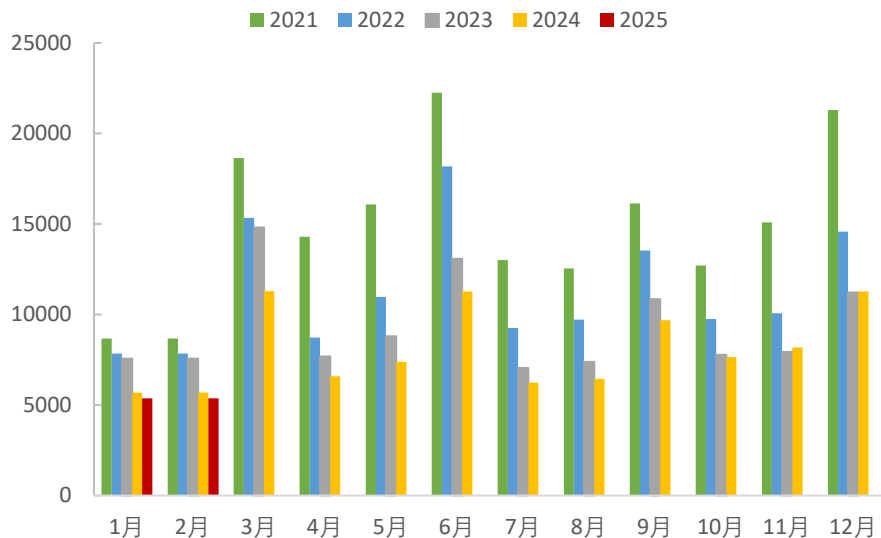
焦炭期现价格走势（元/吨）



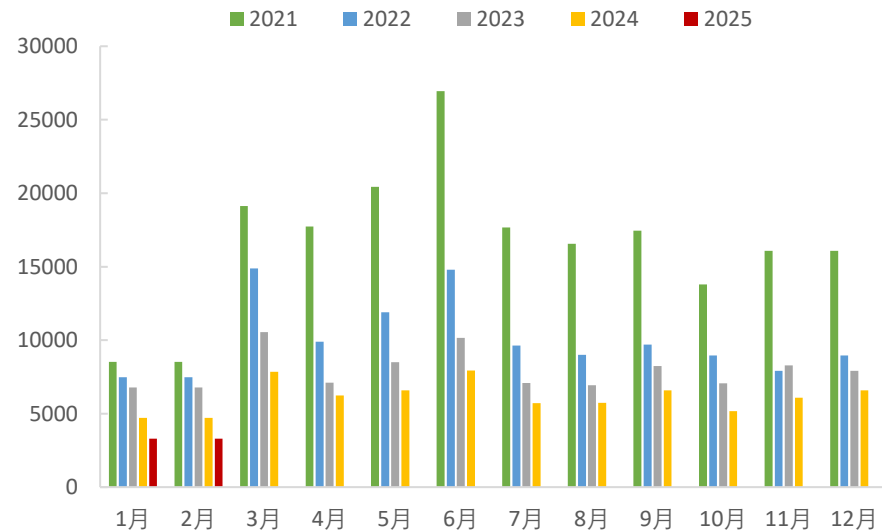
- 去年四季度，由于焦煤、焦炭产量整体维持平稳，而终端用钢需求淡季效应显现、成材利润收缩，受铁水产量相对偏低的影响，尽管下游冬储行情持续推进，双焦上游库存仍呈现缓慢积累的态势，期现价格中枢持续下探。
- 2024年年末开始，终端用钢需求加速回落，铁水产量进一步下滑。虽然春节期间焦煤产量降至年内低位、焦炭产量也出现小幅减量，但在需求下降明显的影响下、双焦上游库存压力进一步增加。今年年初，焦煤库存累至历史高位、价格上方压力明显，焦炭成本支撑力度较弱，一季度连续落地六轮提降。
- 目前正值金三银四传统终端用钢需求旺季，但今年终端需求的表现仍显疲软，出于对累库的担忧、铁水产量增幅偏缓，对炉料价格的提振作用不足。重大会议结束之后铁水产量加速回升，双焦产量也呈现稳步增长的态势，下游需求回升的支撑下双焦价格的下方空间趋于收窄。

需求：地产对终端用钢需求的表现仍存拖累

商品房销售面积当月值（万平方米）



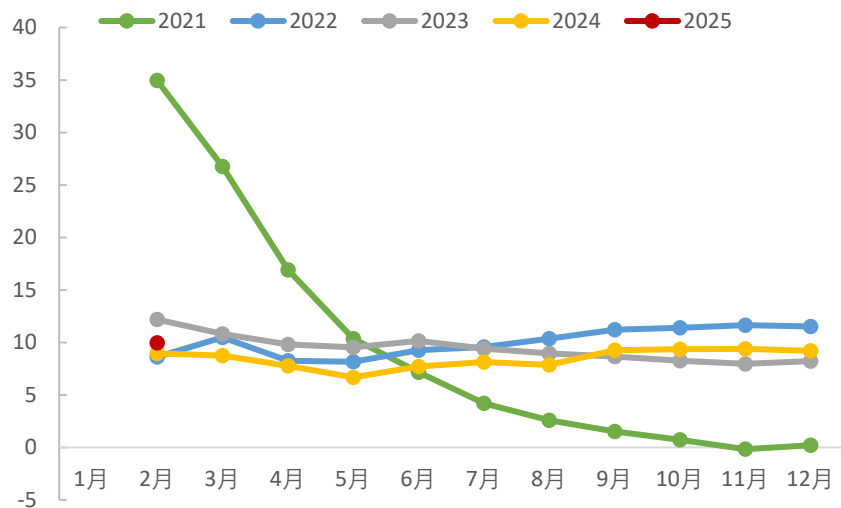
房屋新开工面积当月值（万平方米）



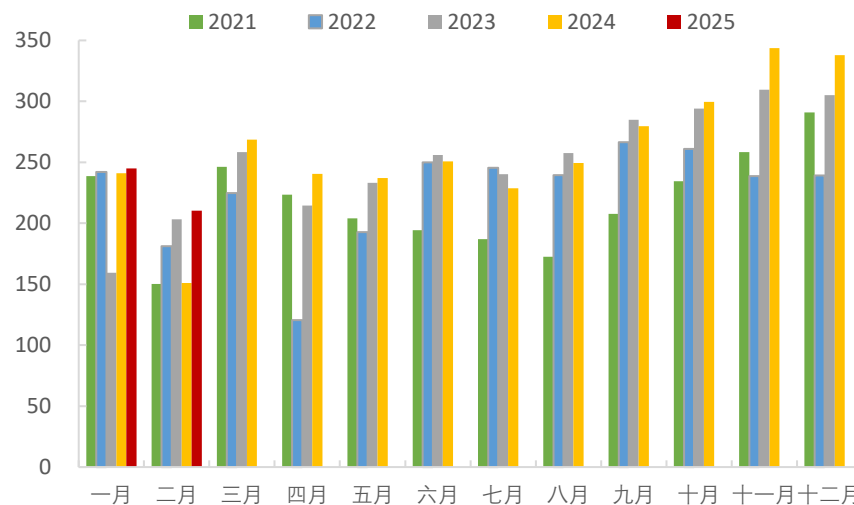
- 去年一系列地产救市政策集中发布，地产周期进入修复阶段。今年商品房成交有所好转，但主要集中于一线城市，居民购房信心的全面恢复仍需时日。
- 今年1-2月，全国商品房销售面积较2024年同期水平的降幅在5.5%左右，较去年同期的同比降幅明显缩窄。
- 从销售端的好转到新开工数据的全面修复是个较为长期的过程，房企的回款首先需要修复自身的资产负债表之后、才有望看到新开工数据的好转。今年1-2月，全国房屋新开工面积的同比降幅仍高达29.9%。
- 二季度商品房销售情况有望得到进一步改善，但地产新开工面积同比大幅下降的状态难有明显扭转，处于周期底部的地产板块表现仍将拖累终端用钢需求的表现。

需求：基建及制造业难以对冲地产的低迷表现

固定资产投资完成额：基建投资累计同比（%）



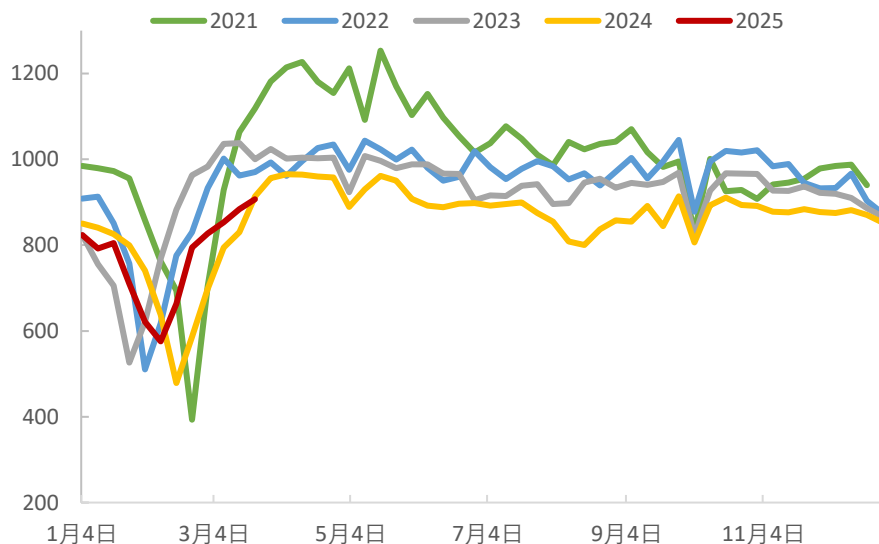
汽车月度产量（万辆）



- 政策支持和市场预期的改善为固定资产投资增速回升提供了有力支撑，年初基建投资方面表现尚可，2月基建固定资产投资完成额同比增长9.95%、略高于去年同期的8.96%，但狭义基建投资增速为5.6%，较去年同期6.3%的增速有所放缓。
- 新一轮以旧换新政策加力扩围和早早落地，企业技术升级和产品焕新刺激需求。今年汽车行业产销量稳步增长，1-2月我国汽车销量同比增长14.5%、产量同比增长16.2%，其中新能源车产量同比增长52%、新能源汽车市场产销延续快速增长态势。
- 政策呵护下基建投资及制造业对终端用钢需求的托底作用仍存，但难以对冲地产行业的低迷表现。整体来看，终端用钢需求的全面复苏仍需等待。

需求：成材利润的大幅扩张存在阻力

五大材表需周度统计（万吨）



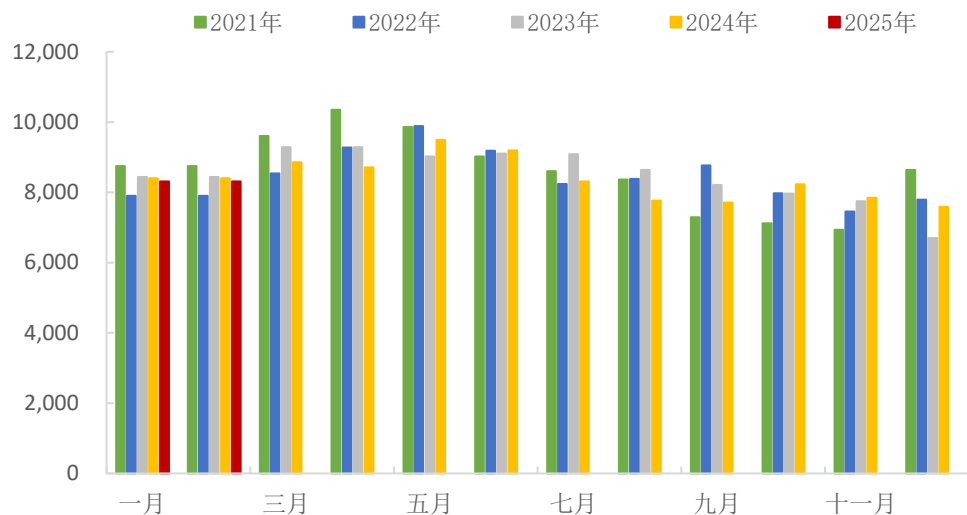
螺纹钢利润走势（元/吨）



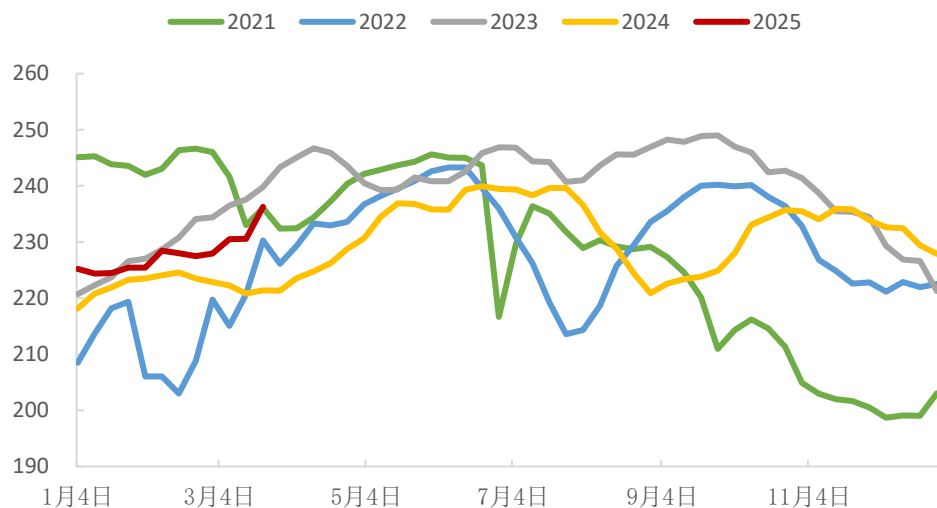
- 春节过后五大材表观需求的回升速度较慢，金三银四旺季期间五大材表需的增长速度进一步放缓。2月中旬以来虽然周度表需处于同期水平以上，但低于农历同比水平；进入3月，五大材表需较农历同期水平的降幅有所扩大。截至3月22日当周、Mysteel统计五大材表需907万吨，同比低0.7%左右，较农历同期水平低6%。
- 成材需求端的表现仍显疲态，成材市场成交情况不及预期，一季度成材价格中枢有所下探。虽然焦炭连续提降、但铁矿价格跌幅有限，钢材利润维持在相对低位，钢企增产积极性较为有限。
- 金三银四期间终端用钢需求趋于回升、但超出去年同期水平的概率偏低，需求端的拖累下成材利润难有大幅扩张。旺季过后终端需求逐渐降温，成材利润存在进一步收缩的可能。

需求：铁水增产高度有限，后市存在回落可能

粗钢月度产量（万吨）



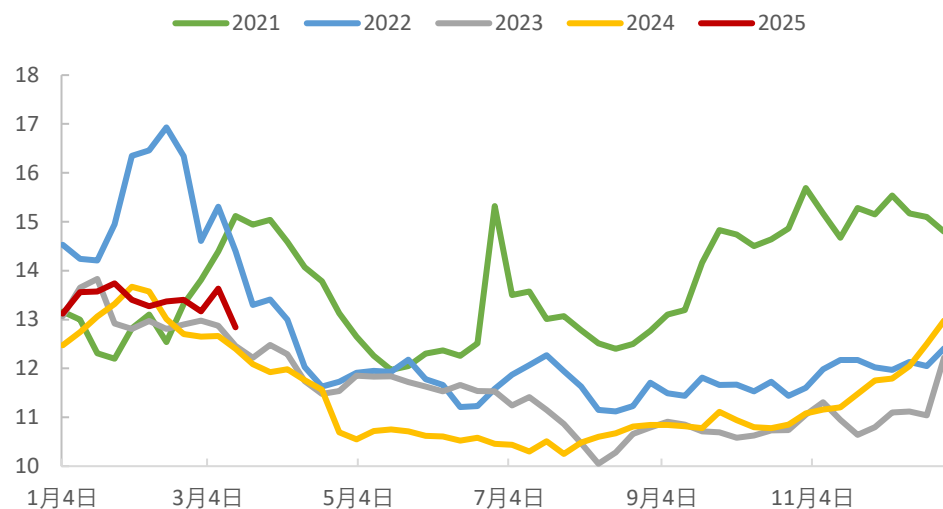
247家钢企铁水日均产量周度统计（万吨）



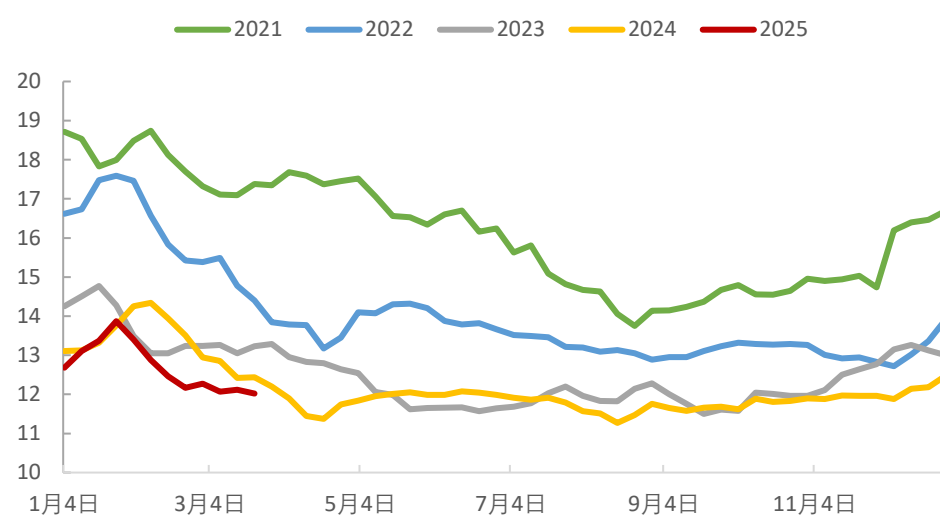
- 今年1-2月，粗钢累计产量1.66亿吨，较去年同期减167万吨，降幅1%左右。近期粗钢平控政策落地预期升温，但具体控产要求目前尚未出台。
- 成材低利润背景下产量水平将更多地依赖利润以及库存的自发调节，如2024年在平控政策缺失的情况下、粗钢总产量较2023年下降1399万吨。近年来在经济稳增长的背景下，粗钢平控政策落地明确要求的概率较低，政策端对粗钢及铁水产量的约束有待持续观察。
- 一季度终端用钢需求表情平平，钢厂利润维持低位，铁水产量的回升速度较为缓慢。重大会议结束之后铁水增产加速，但钢厂利润水平不高、后市铁水产量的回升高度不宜过度乐观。旺季过后终端需求逐渐降温，钢厂利润趋于收缩，铁水产量存在高位下滑的可能。整体来看，需求端对双焦价格的支撑强度以及持续的时间均需要谨慎对待。

需求：钢厂原料备货积极性难超预期

钢厂焦炭库存可用天数（天）



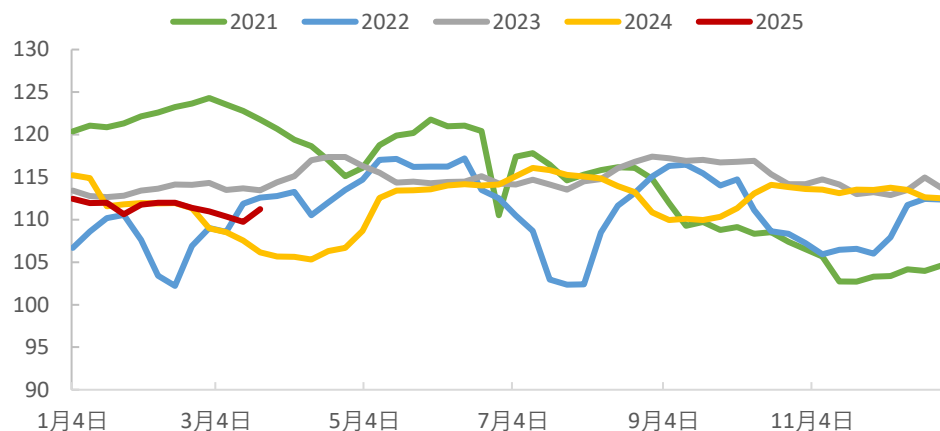
钢厂焦煤库存可用天数（天）



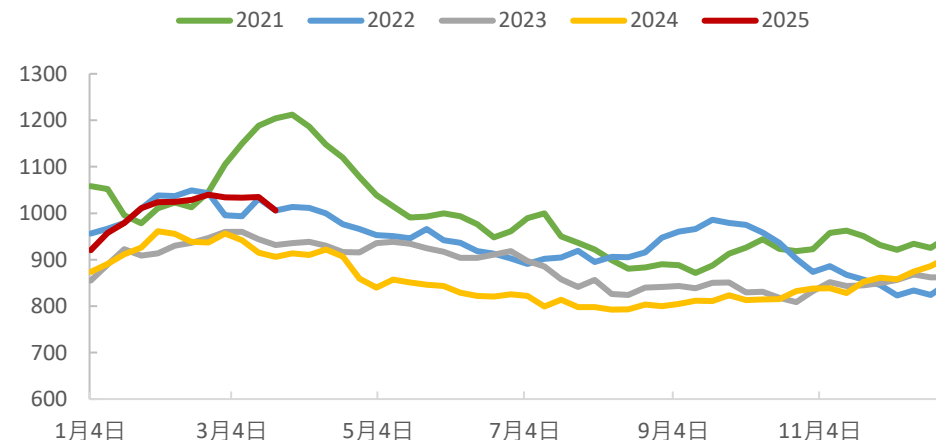
- 去年年底以来，钢厂对炉料的采购积极性有所提升，焦煤、焦炭可用天数逐渐增加。节后归来，终端需求表现清淡，钢厂利润水平不高、以消耗节前原料库存为主、补库积极性较为有限。截至3月21日当周，钢厂焦炭库存可用天数12.8天、高于去年同期的12.4天，焦煤12天、低于去年同期的12.4天、但仍高于去年最低值11.3天。
- 钢厂双焦库存相对较为充足，在原料的采购过程中享有议价优势，在一定程度上加速了焦炭价格的提降过程，也进一步削弱了焦煤下游需求的表现。
- 铁水增产周期内钢厂对双焦的采购需求有望释放，但二季度成材利润的大幅扩张仍存阻力，出于成本管理和风险控制、钢厂原料库存的增幅难超预期，预计在较长的时间周期内原料低库存将成为钢企常态。

供应：焦炭产量难有大幅增长

焦炭日均产量周度统计（万吨）

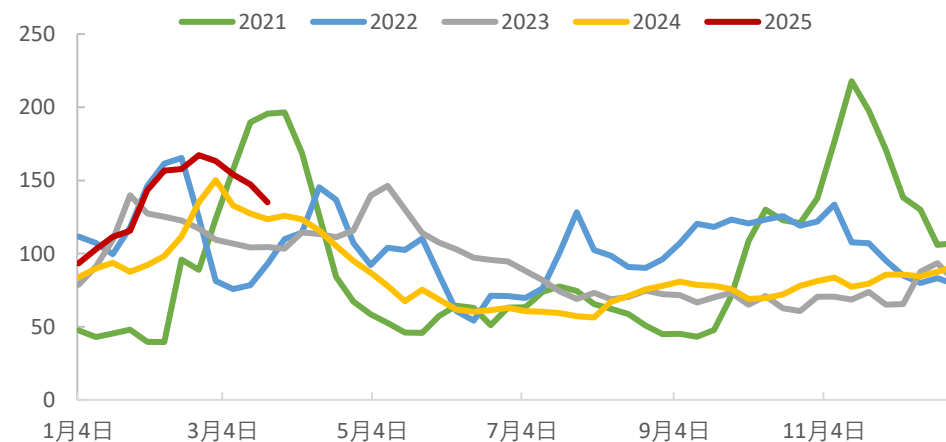


焦炭全口径库存（万吨）



- 年初焦炭产量维持平稳，春节期间产量水平仅出现小幅度的下滑，但由于铁水产量降至低位，焦炭上游库存逐渐累高，供应充足的环境下焦炭提降进展顺利。随着焦炭价格的持续下滑，焦企在去库压力下下调开工水平，同时伴随着铁水产量的回升，焦炭上游库存高位消化，3月21日当周、焦企在库存压力逐渐减轻的情况下开工水平止降转升。
- 钢厂利润出现大幅扩张的概率较低、而焦煤端议价权相对偏强，上下游共同挤压、炼焦利润难以打开，焦炭产量的增长空间或较为有限。二季度末铁水产量存在下滑可能，焦炭供应压力或将再次显现，焦化厂焦炭库存存在再度积累的可能。关注焦企在去库压力下、开工水平的调整节奏。

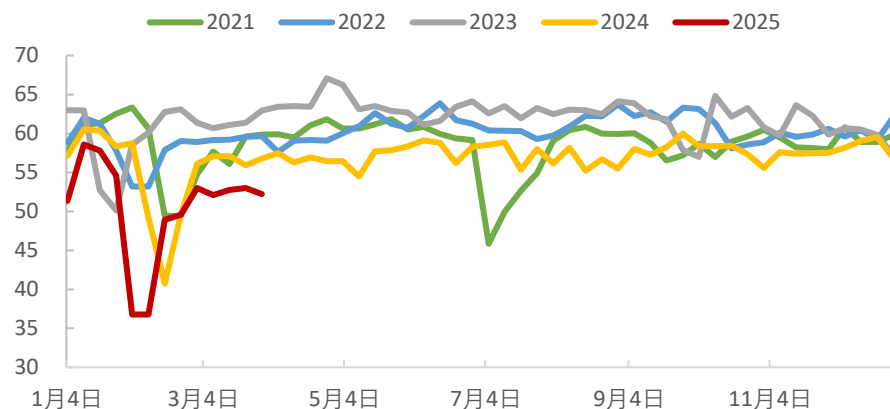
独立焦化厂焦炭库存（万吨）



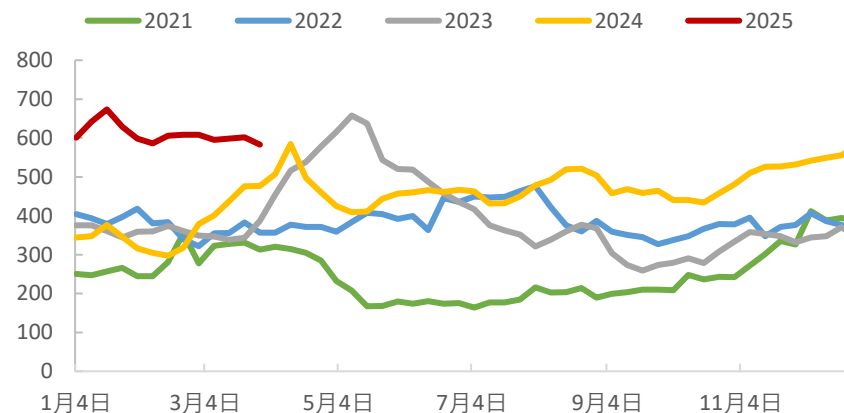
资料来源：Mysteel，申万期货研究所

供应：焦煤产量水平存在抬升空间

110家洗煤厂精煤日均产量（万吨）

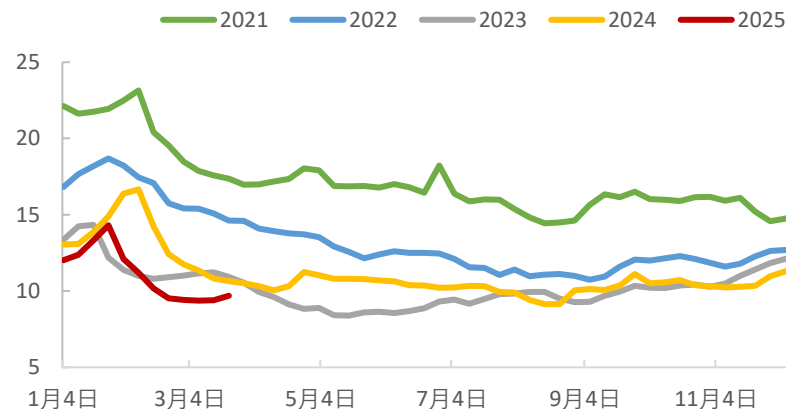


洗煤厂+矿山库存合计（万吨）



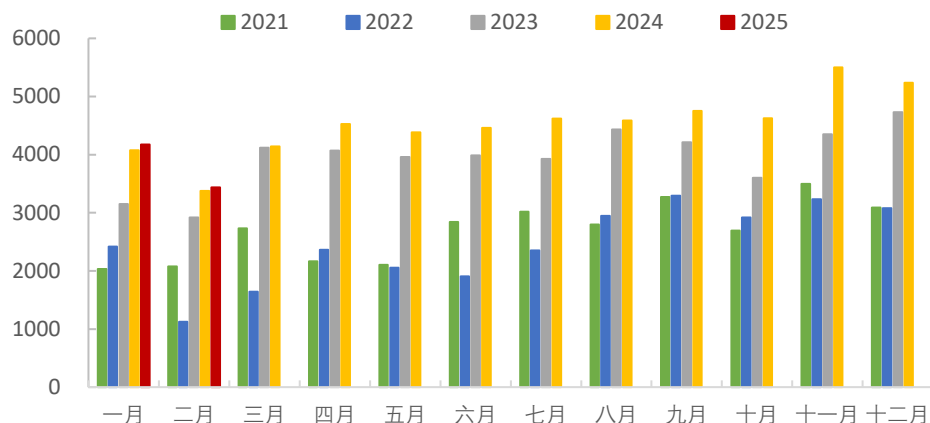
- 春节期间精煤产量降至低位，节后煤矿陆续复工复产，但焦煤价格持续下跌，洗煤厂及矿山库存高企，矿端增产积极性受到抑制。截至3月底，110家洗煤厂精煤日均产量同比降幅近8%。
- 铁水增产缓慢、焦炭产量下滑，且焦炭价格持续下跌、焦企原料补库积极性不佳，焦钢企业也仅以消化前期原料库存为主，焦煤上游库存居高不下。截至3月28日当周，洗煤厂与矿山库存仍高出去年同期22.4%。
- 随着铁水及焦炭产量的增长，焦煤上游库存压力有望减轻。政策面对焦煤产能释放的约束有限，焦煤开采利润仍存，当前焦煤产量处于同期低位、后市产量水平仍存抬升空间，关注焦煤增产节奏以及上游库存变化。
- 钢厂、焦企利润空间难以打开，焦企及钢厂补库积极性有限、原料低库存状态有望延续，焦煤下游需求难有超预期的集中释放。

焦企焦煤可用天数（天）

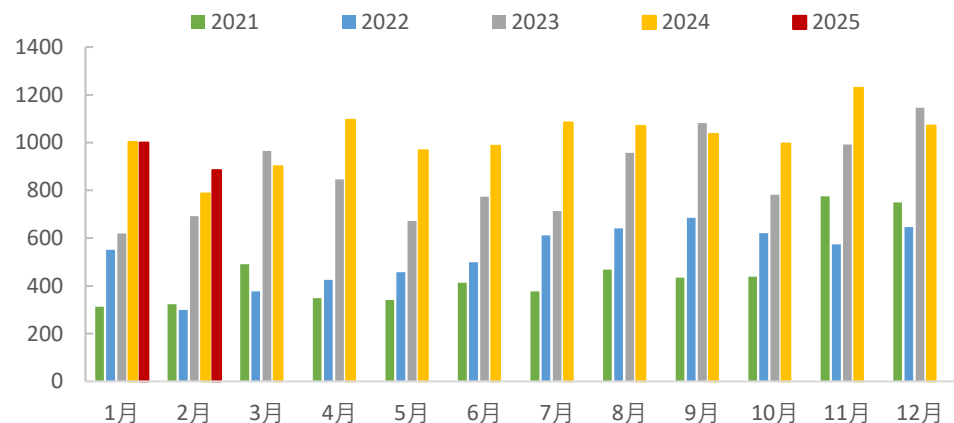


进口：进口煤补充国内供应的作用延续

煤及褐煤进口量（万吨）

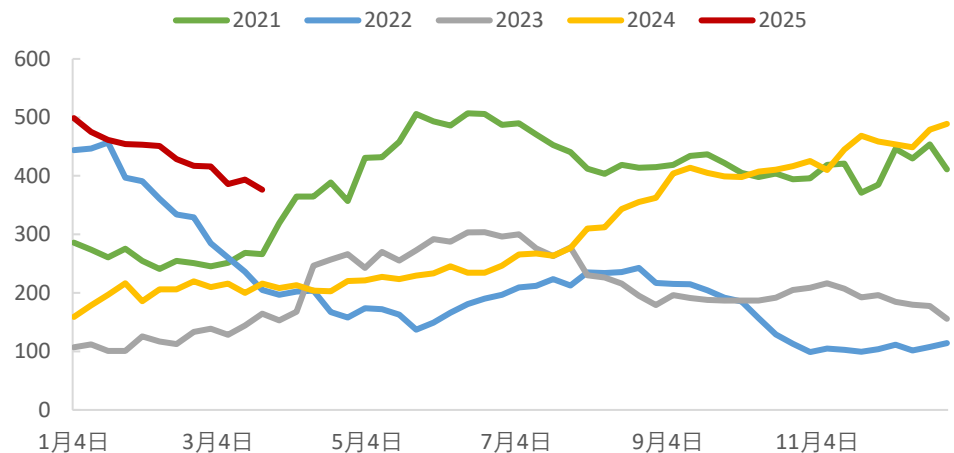


炼焦煤进口量（万吨）



- 去年澳煤进口放开，海外煤价格存在优势，煤炭进口增量明显。2024年煤及褐煤全年进口量较2023年增长14.4%；炼焦煤进口量增长19.4%。
- 年初国内焦煤价格跌势延续，进口炼焦煤成本倒挂，进口量同比增幅有所收窄。1-2月煤及褐煤进口量同比增长2%，炼焦煤进口量同比增长5%。
- 出货压力下海外煤报价同步下探，后市海外焦煤性价比仍有望得到体现，进口焦煤对国内供应的补充作用或将延续。
- 去年下半年焦煤港口库存累至高位，今年一季度港口库存高位去化，但目前绝对库存水平仍高出去年同期74%以上。后市随着铁水增产的加速，港口库存有望进一步消化，但铁水高位的持续性存疑，加之焦煤供应较为充足，港口库存存在再度积累的可能。

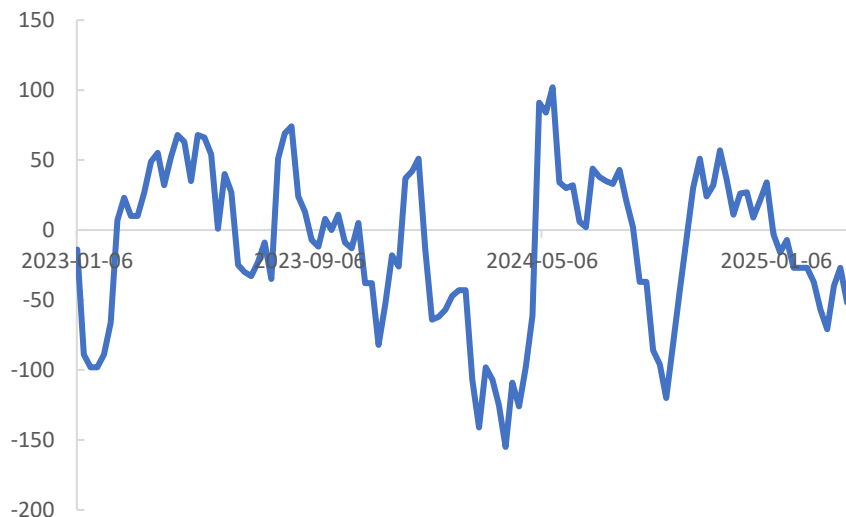
焦煤港口库存（万吨）



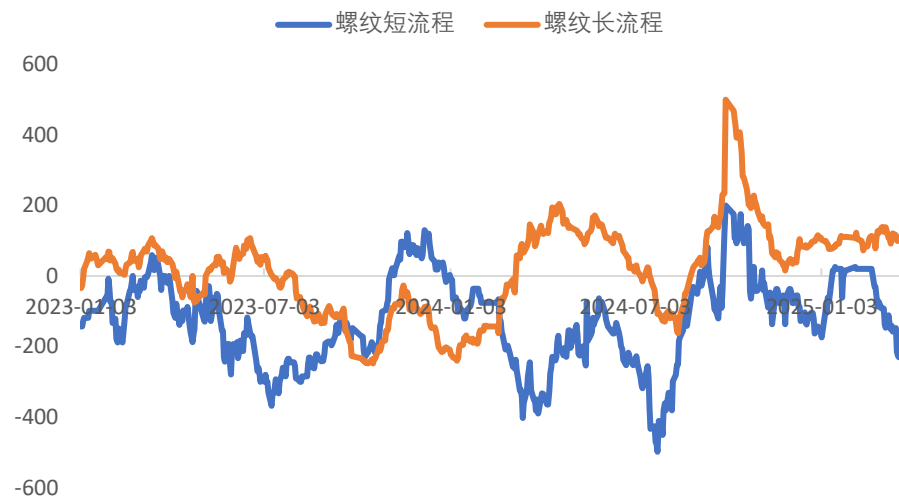
资料来源：Mysteel, Wind, 申万期货研究所

利润：焦炭价格水平取决于焦煤估值位置

焦化厂利润走势（元/吨）



螺纹钢利润情况（元/吨）



- 一季度终端用钢需求表现不及预期，成材利润水平偏低，焦炭价格连续落地六轮提降，但原料端焦煤价格同步下跌、持续给焦化厂提供向下游钢厂让利的空间，炼焦利润延续小幅亏损状态。截止3月21日当周，独立焦化企业吨焦平均利润在-52元/吨左右。
- 煤-焦-钢产业链条来看，矿端依托资源禀赋、议价权相对偏强；受到终端用钢需求疲软的拖累，钢厂利润扩张艰难，向上游炉料索取利润的意向仍存；上下游共同挤压、焦化厂端的利润难以维持，自2022年以来、炼焦利润多数时间在盈亏100元/吨区间波动。
- 终端用钢需求仍待修复，产业链各环节利润难以实现同步扩张。下游企业对焦煤供应压力的承接能力有限，加之矿端开采利润仍存，供应宽松环境下后市焦煤环节仍存向下游让渡利润的空间。而钢厂利润的大幅扩张存在阻力，煤-焦-钢产业链或将延续自上而下输送利润的过程，焦炭估值水平将取决于上游焦煤的让价幅度。

小结

- 金三银四期间终端用钢需求趋于回升、但超出同期水平的概率偏低，成材利润难有大幅扩张，铁水产量的高点不宜乐观；旺季过后终端需求逐渐降温，铁水产量存在高位下滑的可能。
- 焦煤上游库存有望逐渐消化，产能释放仍存提升空间，叠加进口煤对国内供应的补充作用延续，焦煤整体供应较为充足。
- 下游钢厂利润水平偏低，上下游共同挤压的环境下焦炭利润扩张仍将受阻，去库压力下焦炭产量难有大幅增长，整体估值水平将取决于上游焦煤的让价幅度。
- 综合来看，煤焦价格有望在4月左右出现小幅反弹修复的行情，但上涨高度及持续时间均将较为有限，旺季过后双焦价格或将跟随铁水产量的回落再度走跌，二季度整体价格中枢或较当前位置进一步下移，关注粗钢平控政策的落实情况。
- 风险点：
 - 1、政策面干扰焦煤产能的释放节奏，焦煤供应水平大幅收缩。
 - 2、价格长期走弱环境下，焦煤、焦炭企业出现自发性停减产等救市行为。
 - 3、铁水产量超预期增长，需求端的提振下双焦价格大幅上行。
 - 4、终端用钢需求的回暖程度超出预期，钢企利润明显扩张，产业链各环节价格共振上行。

声明

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货交易咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们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品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。