



徽商期货
HUISHANG FUTURES



徽商期货金钥匙
HUISHANG FUTURES GOLDEN KEY

RESEARCH REPORT

徽商期货

双焦中期走势展望

徽商期货研究所

- 徽商期货有限责任公司
- 投资咨询业务资格：皖证监函字【2013】280号
- 工业品分析师 陈晓波
- 从业资格号：F3039124
- 投资咨询号：Z0014944
- 制作日期：2025年3月13日

【免责声明】 本课件所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本课件观点不应视为对任何期货商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本课件内容全部或部分发布、复制。

CONTENTS

目录

01

第一部分 行情回顾

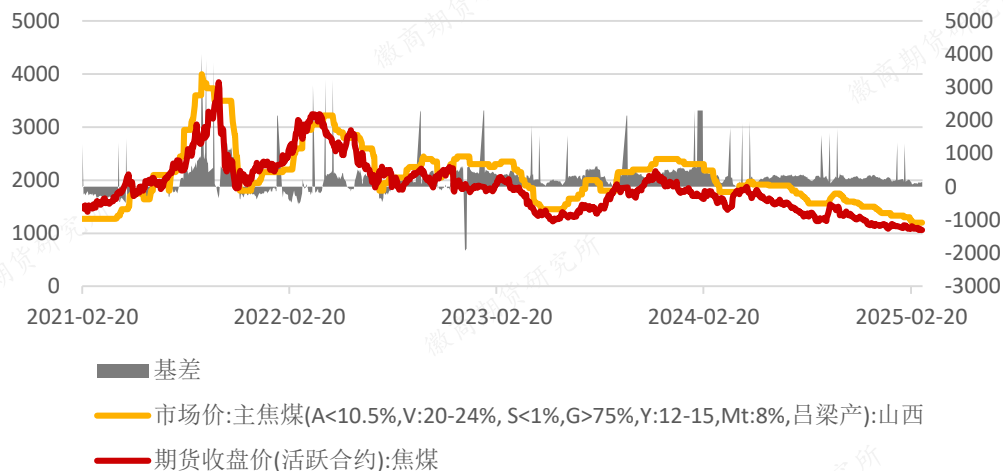
02

第二部分 炉料产业链梳理

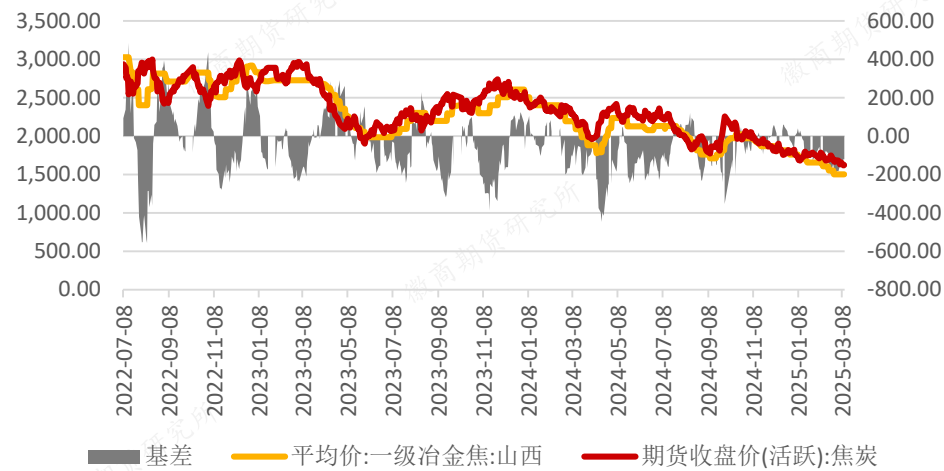
03

第三部分 中期行情展望

焦煤基差走势



焦炭基差走势



数据来源：Wind、Mysteel，徽商期货研究所整理

▶截至3月11日焦煤主力合约收于1061元/吨，相较年初下跌2.48%；焦炭主力合约收于1622元/吨。相较年初下跌4.79%。

焦煤仓单成本约1050元/吨，焦炭仓单成本约1450元/吨

▶春节后，国内煤矿正常复产，蒙煤通关逐渐改善，上游高库存压力再度开始累积，国内炼焦煤产量维持高位，但近期部分民营煤矿因价格跌至成本线附近，已出现部分减停产。2月焦炭经历十轮提降，河北地区因环保限产导致焦企开工率下降，焦炭供给收缩，但整体来看焦煤矿山开工率保持稳定，供应端压力仍在。终端复工复产缓慢，成材成交清淡，叠加海外对我国钢材加征反倾销税等外盘利空因素影响，钢材价格表现不佳。两会也暂未释放超预期政策。



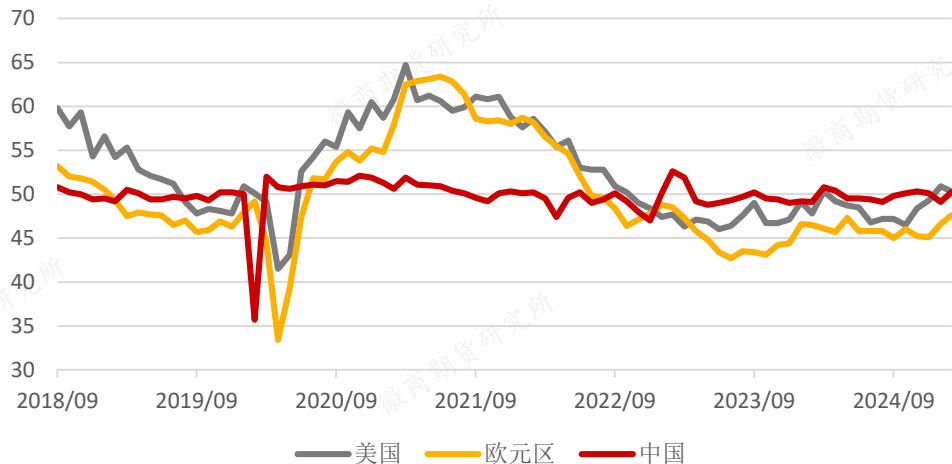
徽商期货
HUISHANG FUTURES

第二部分 炉料产业链梳理

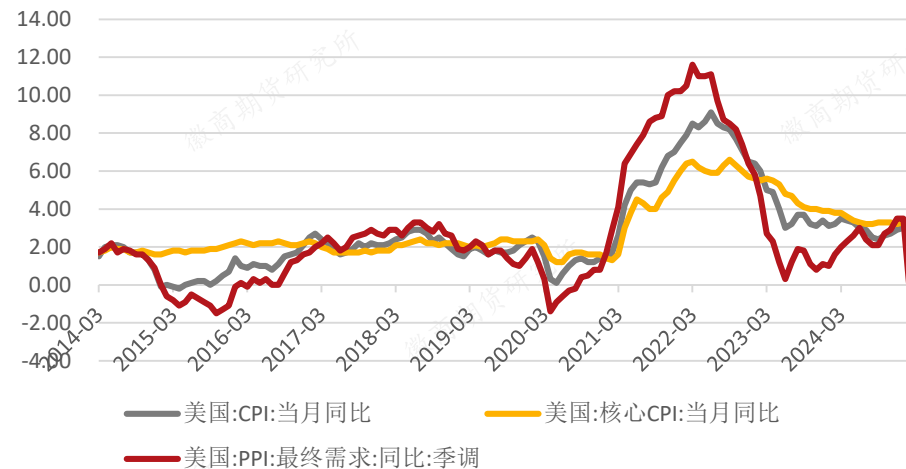
/02

宏观环境：海外强现实&国内政策端不及预期

全球制造业PMI



美国CPI、PPI数据

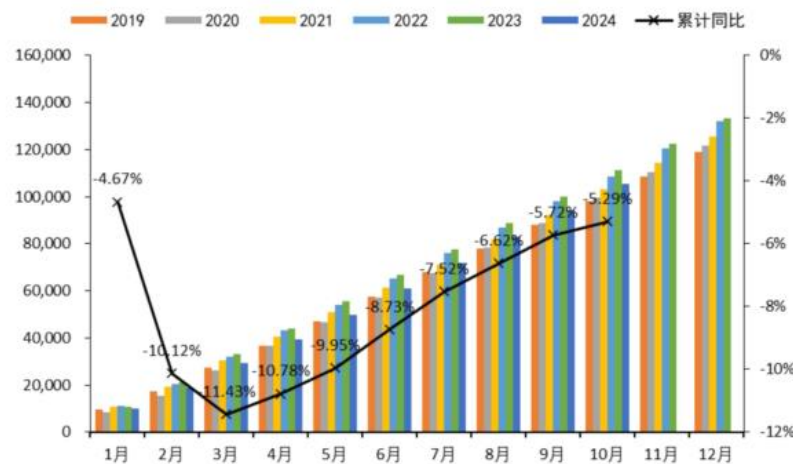


数据来源：Wind、Mysteel，徽商期货研究所整理

- ▶今年宏观波动的逻辑和推演：软着陆、关税冲突、制造业拐点、降息的预期、再通胀、货币再收紧。
- ▶制造业方面，剔除明显受季节性影响的去年12月，全球及美国制造业PMI从去年9月开始修复。通胀数据进一步验证经济软着陆兑现，前期油价的下跌(供给贡献不小力量)利于美国2月CPI的回落，就业市场的走弱亦带动核心CPI下行，为美联储降息空间打开，3月FOMC点阵图是否偏鸽利于海外工业品情绪的提振，或是下一个博弈点。后期，关注2-3季度后期是否有再通胀压力。

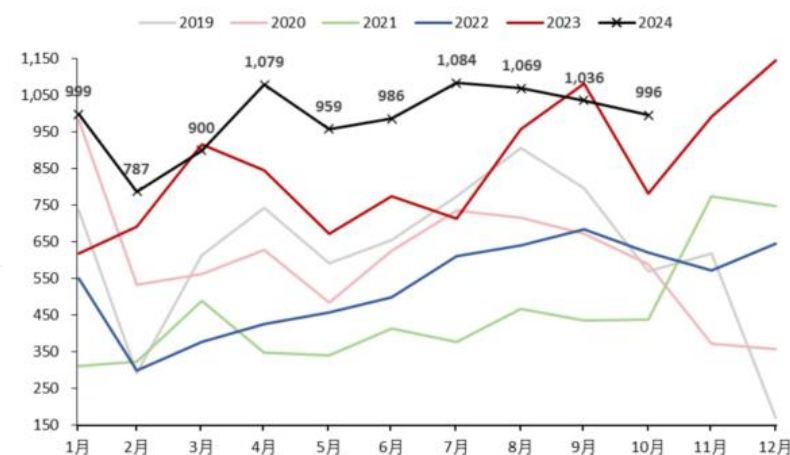
➤2024年我国原煤累计产量475896.2万吨，同比增长1.3%。具体到主要产煤省区，内蒙古的煤炭产量约为12.9亿吨，山西的煤炭产量约为12.7亿吨，新疆的煤炭产量达到5.41亿吨，同比增长17.5%。其中，炼焦精煤产量约在4.75亿吨，同比减少3.34%。2024年中国进口炼焦煤总量达1.2亿吨，同比2023年上涨19.97%。整体来看，进口炼焦煤格局仍以蒙+俄为主，占总进口量的71.43%。

国内炼焦煤产量情况



数据来源：Wind、Mysteel，徽商期货研究所整理

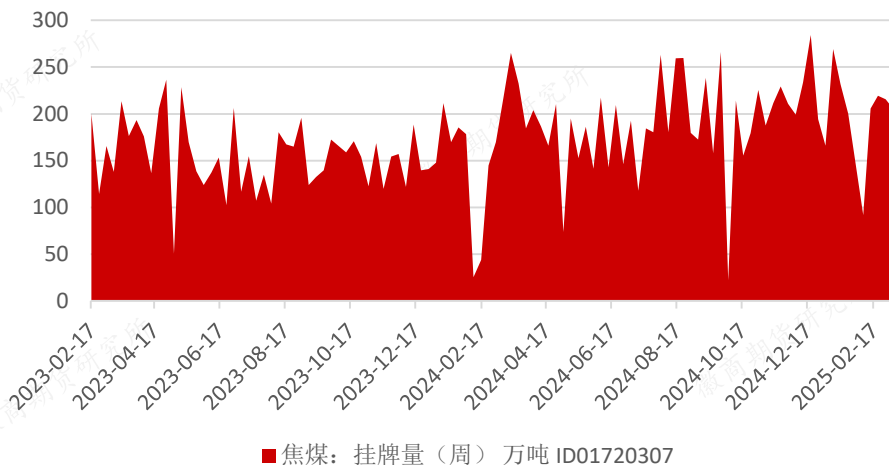
炼焦煤进口季节性走势



➤2024年炼焦煤减量主要来自于山西，预计其2025年仍会将恢复GDP的任务优于“安监”，叠加内蒙等地新增的产量，国内炼焦煤产量同比增约900万吨。蒙煤进口仍存在增量，但增速或将继续放缓至350万吨左右。在海外市场需求弱化，尤其印度需求增速或不及预期的背景下，澳大利亚冶金煤出口增加有望为我国炼焦煤进口带来一定增量，澳焦煤进口或有望同比增约300万吨。综合国内产量及进口两端，预计2025年焦煤供应将达到6.06亿吨左右水平，较2024年水平有所提升，同比增约1550万吨或2.6%。

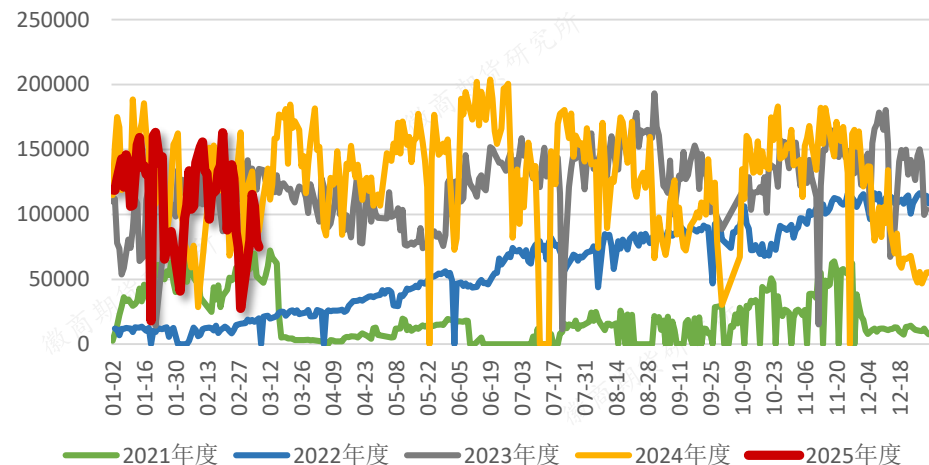
▶受春节假期影响，1月中上旬煤矿产能释放小幅恢复，但1月下旬至2月初因煤矿放假，产量环比下降15%-20%。随着节后复工，3月煤矿产量逐步回升，不过近期受环保政策和安全检查常态化限制，复产进度有所反复。不过，近期有传言称随着煤价下移，少数高成本矿开始增产保现金流，关注近期复产速度是否对价格进一步形成拖累。

焦煤周度挂牌量（万吨）



数据来源：Wind、Mysteel，徽商期货研究所整理

蒙煤进口甘其毛都日度通关量季节性走势

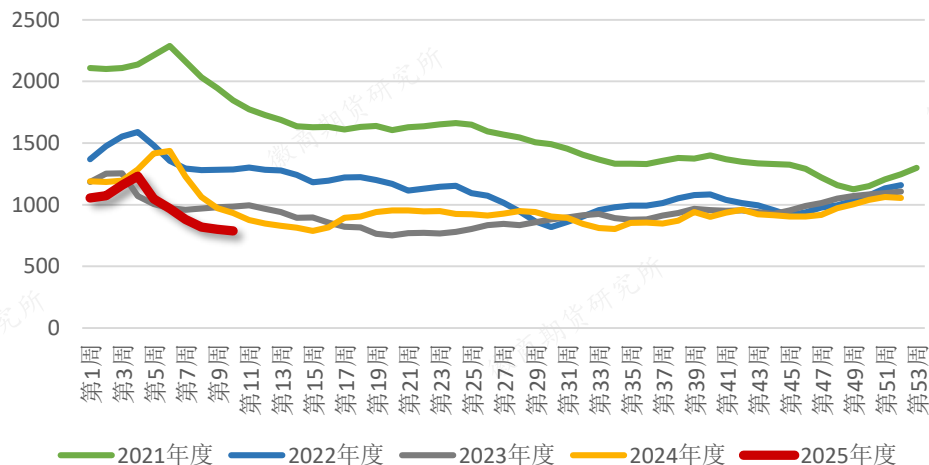


▶蒙煤通关能力因跨境铁路和口岸设施优化（如甘其毛都AGV无人运输）提升，理论增量可达500-1000万吨。但2024年底口岸库存高企（如甘其毛都库存胀库），价格倒挂导致贸易商进口意愿下降，实际增量受限。当前运费平稳，受到高库存影响，蒙煤通关增幅有限。

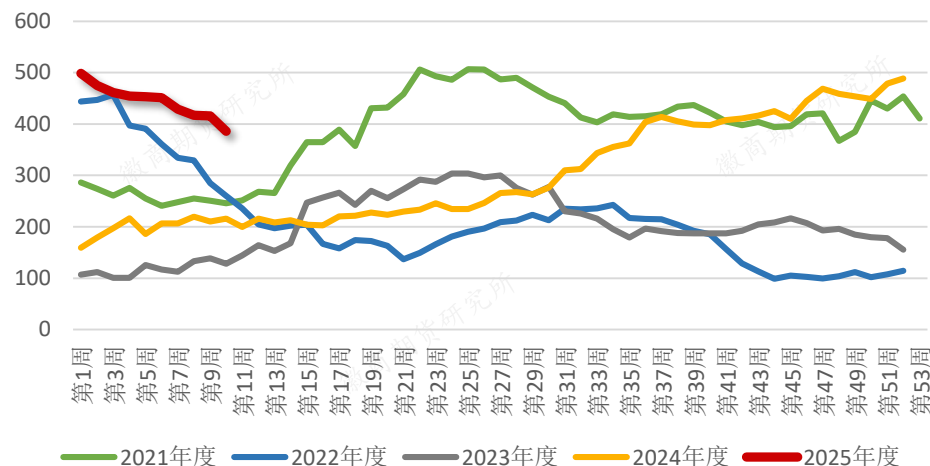
▶2月10日落地实行的加征美国煤炭15%进口关税的政策，将在2025年影响美国焦煤的进口量，美国焦煤贸易量大约有600-700万吨，占我国焦煤进口总量的5%-6%左右。

▶ 国产矿山：春节前因假期停产，库存短暂下降，但节后复产加速，库存回升。部分主产区（如山西）因环保限产放松，产量恢复导致库存积压。口岸库存：蒙煤口岸（如甘其毛都）库存持续高位，2024年底达年内峰值，贸易商因利润倒挂被迫降价抛售，库存消化缓慢。贸易流通环节：受价格下行预期影响，贸易商普遍低库存运营，市场投机需求低迷，库存集中于低成本进口煤。洗煤厂：受下游需求疲软和利润压缩影响，洗煤厂开工率偏低，库存被动累积，部分企业选择低价抛售。钢厂及焦化厂：2024年底钢厂冬储补库规模低于往年，库存可用天数仅7-10天，处于历史低位。2025年初因钢材需求疲软，钢厂采购意愿弱，以消耗库存为主，焦化厂因利润微薄维持低库存策略。

焦煤库存：独立焦化企业（全样本）

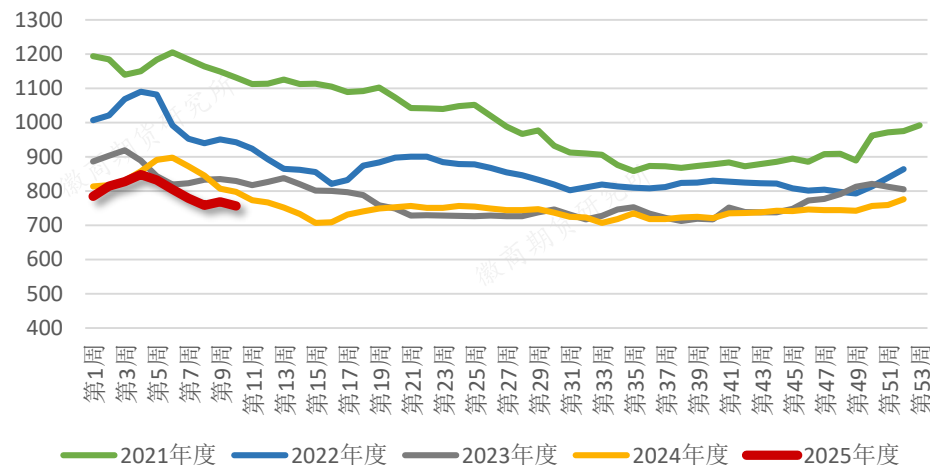


焦煤库存：国内六港口



数据来源：Wind、Mysteel，徽商期货研究所整理

焦煤库存：国内样本钢厂（247家）

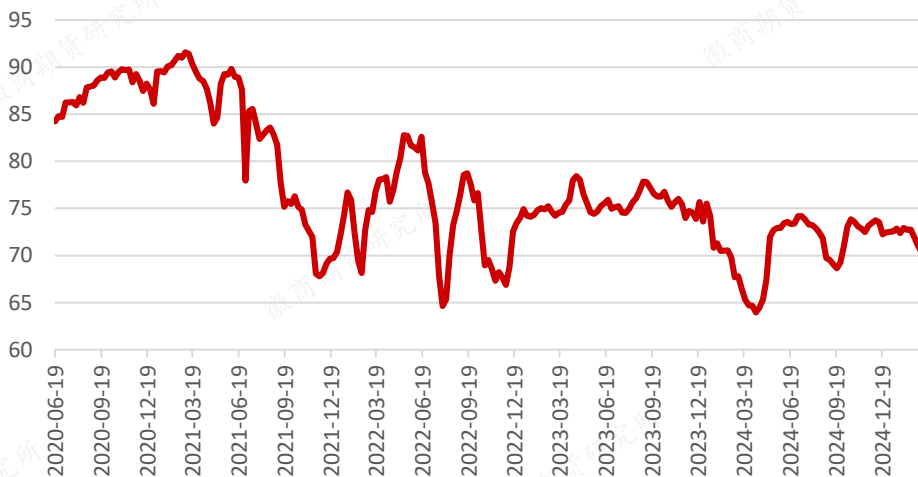


▶ 2024年我国焦炭累计产量48927.2万吨，同比下降0.8%，尽管上半年因焦化利润偏低导致开工率较低，但四季度新增产能逐步释放，全年供应呈现略降趋势。2024年焦化行业产能利用率约为71.4%，较2023年下降2.3个百分点，主因上半年利润亏损导致开工率偏低。

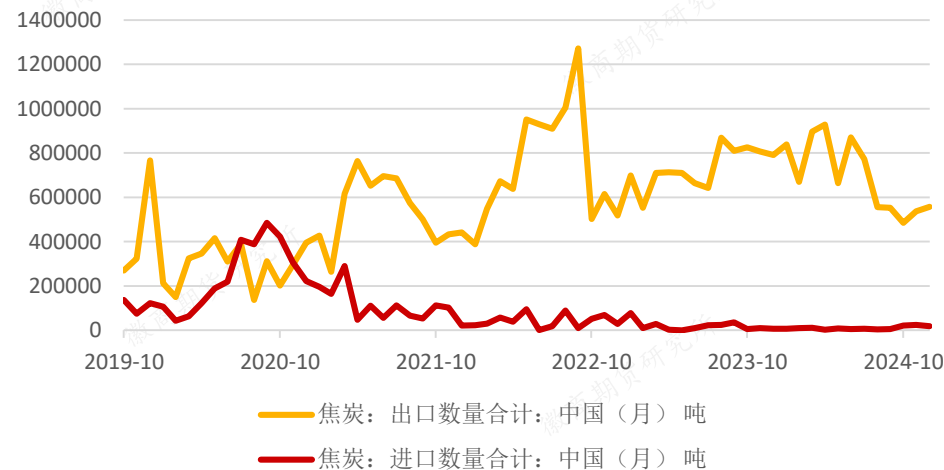
▶ 焦化行业产能过剩问题突出，2024年新增焦化产能2638万吨，淘汰产能1555万吨，净新增1083万吨；2025年预计新增产能1049万吨，但淘汰计划尚未明确，产能过剩局面可能进一步恶化。

▶ 2024年1-12月中国累计出口焦炭及半焦炭833.03万吨，同比下降5.28%。

230家独立焦化厂焦炭产能利用率



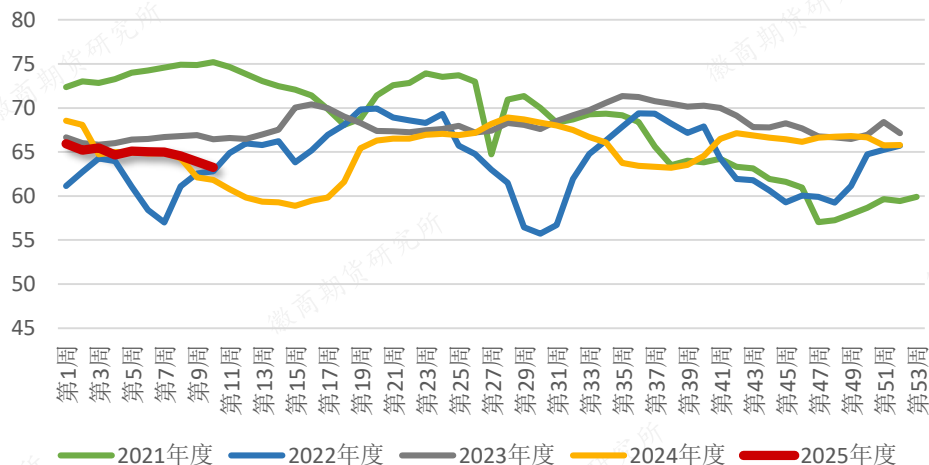
焦炭月度进出口量



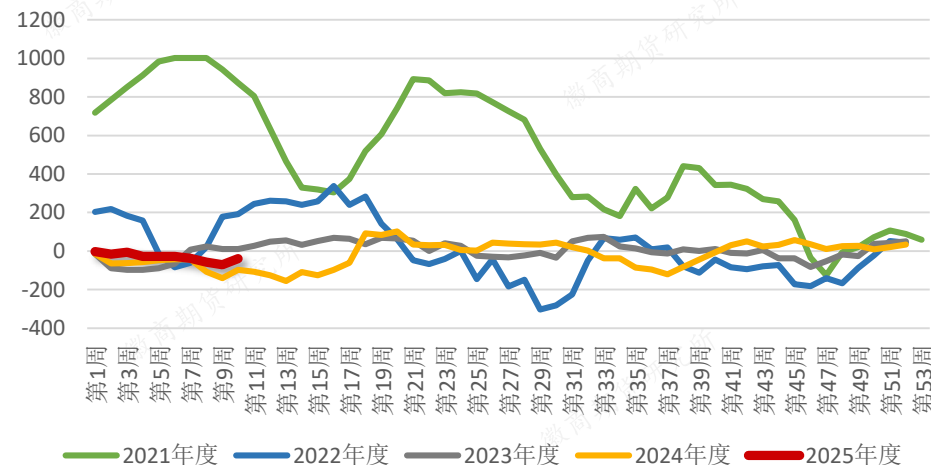
▶今年以来，截至2月底，全样本独立焦化企业日均产量为50.8万吨；247家钢厂焦炭日均产量为47.09万吨。整体来看，焦炭供给量在近半年内处于相对充裕的水平，但由于价格下跌和利润缩水，部分焦企已经开始减产。

▶焦炭自去年国庆以来，已经连续下跌十一轮，累计跌幅高达500元/吨左右，目前仍有第十二轮预期。不过由于同期焦煤价格持续走低，因此焦化利润未出现大幅波动。但由于焦化厂主要压力来自于库存成本高，库存亏损严重，所以库存高的企业开始主动减产。但要从全行业限产而达到降库的目的，估计要亏到企业现金流才会加速限产。

独立焦企焦炭日均产量季节性走势



独立焦企吨焦利润季节性走势



数据来源：Wind、Mysteel，徽商期货研究所整理

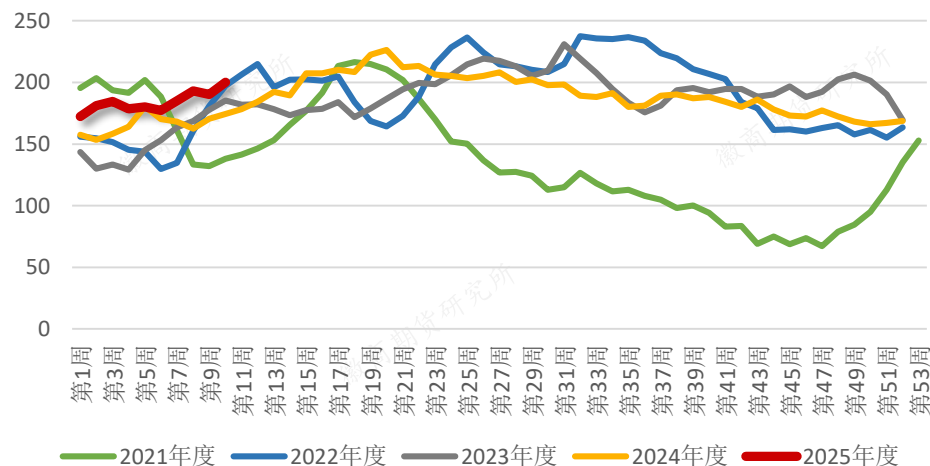
► 中游库存：贸易流通环节和焦炭生产企业的库存也较高。

截至2月底，230家独立焦企的焦炭库存为163.26万吨，同比增加13.05万吨。

► 下游库存：钢厂的焦炭库存有所去化，但整体仍处于较高水平。截至2月底，247家钢厂的焦炭库存为680.95万吨，同比增加45.12万吨。可用天数13.4天，较去年增0.75天。

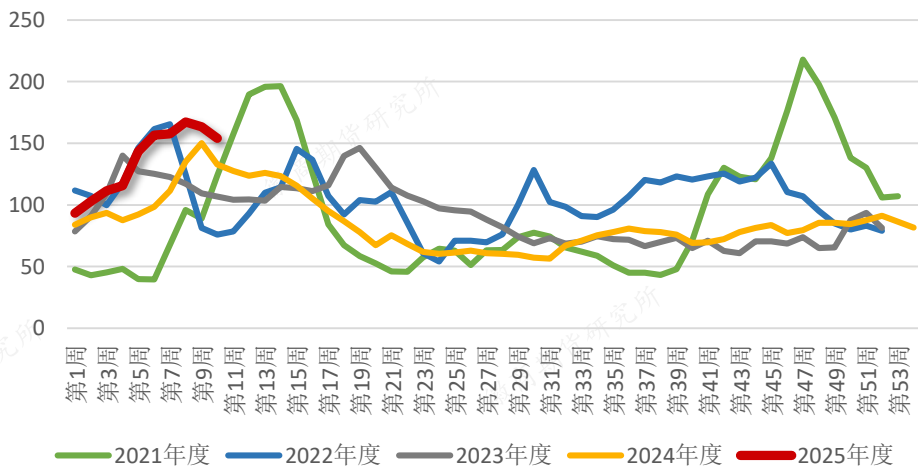
► 港口库存：国内港口库存仍在高位。截至2月底，国内港口库存190.15万吨，同比增加19.72万吨。

焦炭库存：国内四港口

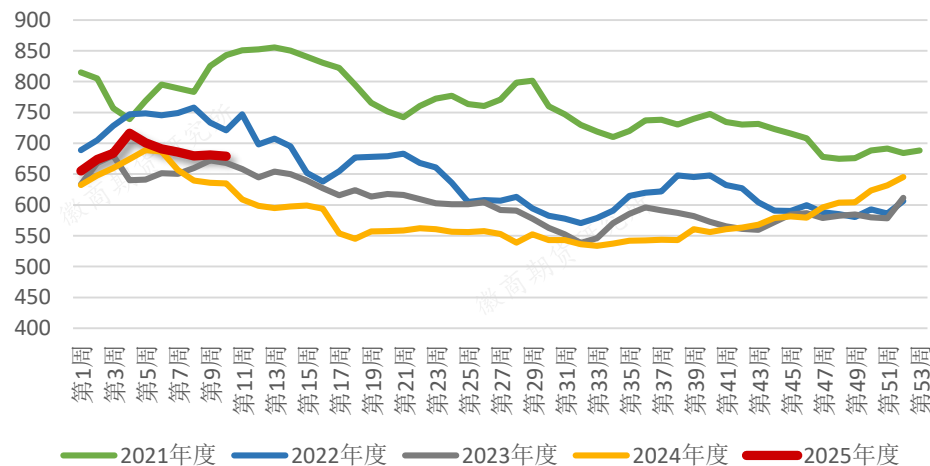


数据来源：Wind、Mysteel，徽商期货研究所整理

焦炭库存：独立焦企（全样本）



焦炭库存：国内样本钢厂（247家）



中游：铁矿供应年度视角

	国家	企业	项目	时间节点	新增/提产产能	25年
四大矿山	澳洲	力拓	Guday-darri矿区一期	2022年6月15日出矿，产能4300预计500增量，2Q2023满产		
	澳洲	力拓	Guday-darri矿区二期	2023年已批准项目可提产		
	澳洲	力拓	罗泊河谷	2021年下半年投产		
	澳洲	力拓	西坡铁矿（Western Turner Syncline）	2025年建成投产	25年预计首产	800
	加蓬	FMG	Belinga（贝林加）铁矿石项目（Bel）	2023年6月成功运出第200万		
	澳洲	FMG	铁桥项目（Iron Bridge Project）	2023年4月生产	1000万	500
	巴西	VALE	Serra Norte（北部）& serra leste	2024年后新投产	24年后有增量（预计2025年下	100
	巴西	VALE	S11D	2023年后	24年预计增量500（2024年上	500
	巴西	VALE	paraopiriba/卡帕内马(Capanema?)	2024年	24年计划提产200	200
	巴西	VALE	vargemgrand（大瓦尔任1号项目）	2024年	24年计划提产1350	500
	澳洲	力拓/宝武	western range（西坡项目），与上方	2025年建成投产		2500 #1000
	几内亚	北段（区块1和2，佐高simandou		2025年后		15000
非主流矿	澳洲	BHP	南坡矿	2021年5月开始投产		8000
				四大矿山合计		2600
	澳洲	ATLAS IRON/Hcok（Hic）	Mopfre CREEK（Mcphee Creek Po	2023年底，预计产量满产3500，预计24年（年化950-970万吨		
	澳洲	Mineral Resources Lite	Onslow IRON ORE PROJECT	2023年底（2024年6月24年300-500，26年1250（2024年6月开		
	澳洲	浦项/宝武/汉考克	Hardey铁矿项目	2023年四季度	1000	300(3250)
	澳洲	GRANGE RESOURCES		2025年	600	#200
	加蓬	澳洲Genmin公司	巴尼亚卡（Baniaka）铁矿项目	2025年(2023年11月信	500	100
	巴西	英美资源	Mines-RIO	2024年(2018年一季度 每年提100		100
	巴西	CSN	Rec. of Ultra-Thin	2024年（四季度）	400	#200
		CSN	Itabirito P15	2025年四季度	1500万吨/年	#100
		CSN	Rec. of Pires Waste	2025年四季度	150	#10
		CSN	Rec. of B4 Waste	2025年二季度	250	#100
外矿增量总计		CSN	Itabirito P4+	2026年三季度	440	
		CSN	Rec. of CdP Waste	2028年一季度	250	
	巴西	Samarco		2025年年初	750	
	塞拉利昂	宝武/里昂洛克	新唐克里里矿二期	2025年	1200	200
	阿尔及利亚	MANAL/中国联合	GARA DJEBILET	2025年	1000	#100
	利比亚	宝武博米Bomi	Bomi	2024年二季度	一期300万吨，二期扩大至500	250
	利比亚	宝武邦矿	Bong Iro Mine	2023年8月	150万吨新增	100
	其他	加拿大、乌克兰、俄罗斯、伊朗、瑞典LKAB				200
		印度				1700
	其他：澳洲	Mineral Resources Lited	Yilgarn Hub	2025年(2023年11月信 减产		-400
				海外其他矿山合计		2250
						4850
国产项目	中国辽宁	鞍钢	陈台沟铁矿项目	2023年6月开工	1100万吨，年产铁精矿470	
	中国辽宁	鞍钢	西鞍山铁矿项目	计划2025年投产	1000万吨	
	中国辽宁	本溪	思山岭铁矿项目	2023年10月后投产	1060，一期531，二期各250。	200
	中国辽宁	本溪	本溪大台沟铁矿项目	预备开发		
	中国河北	首钢	首钢河北马城铁矿	2023年11月开采	2200万吨，铁精粉产能700	200
	中国辽宁	鞍钢	鞍钢尾矿固废项目	2023年3月3日	2400万吨产能，850万吨铁矿	
	中国河北	承德矿业	精矿扩建项目	2023年6月计划投产	新增产能400	50
	中国	唐山/山西代县	复产跟踪为主			
				国产项目合计		450
外矿+内矿总计						5300

➤2024年我国铁矿石进口维持增势。1-11月份中国进口铁矿石共计112423万吨，同比增加4.3%。

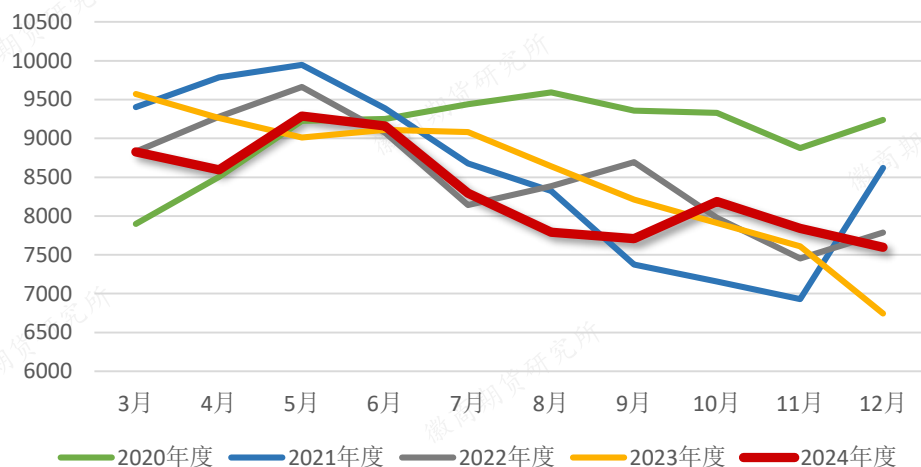
➤2025年海外矿山新增产能投放速度加快，明年新增产能释放同比增加5300万吨，其中，四大矿山增长2600万吨，包括淡水河谷 S11D、Capanema项目以及VGR1项目，力拓西坡项目预计2025年交付首批铁矿石，西芒杜项目预计于2025年10月首次生产。FMG铁桥项目将继续爬升至满产状态。BHP与VALE合资的Samarco矿区恢复工作稳步推进。2024年海外发运平稳增加，2025年供应潜力依然较大，预计维持高产高发状态。非主流矿方面则总共增产2250万吨，国内新增450万吨。

➤铁矿的实际供应增长大背景与现实发运节奏、控量间的博弈。

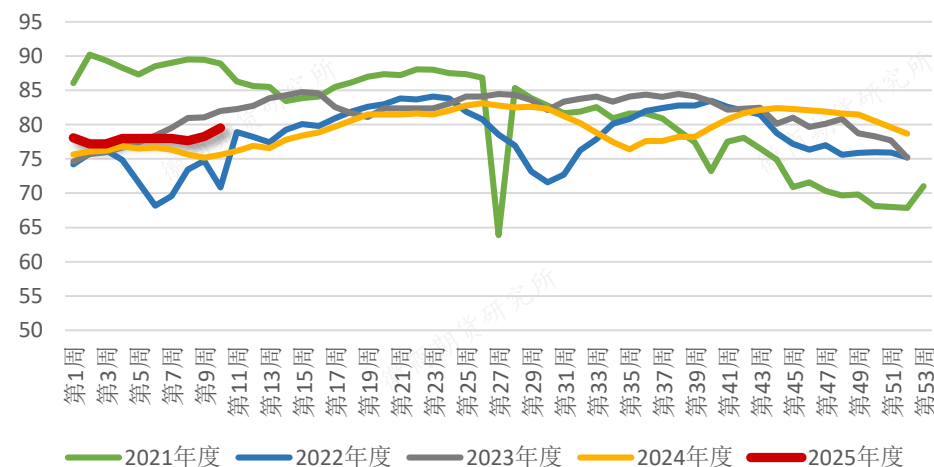
数据来源：Wind、Mysteel，徽商期货研究所整理

下游：粗钢产能调控

全国粗钢月度产量



247家钢厂高炉开工率季节性走势



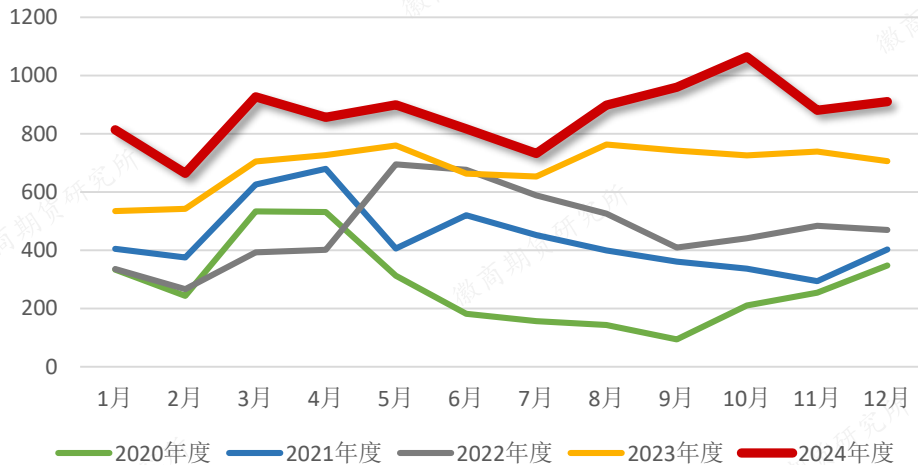
数据来源：Wind、Mysteel，徽商期货研究所整理

国家统计局数据显示，2023年全国粗钢产量为102885.97万吨。2024年全国粗钢产量100509.1万吨，同比下降1.7%；钢材产量139967.4万吨，同比增长1.1%。2月26日市场流传2025年粗钢压减5000万吨，在27号的时候市场又开始传山西焦化强制性压减60%，3月5日的时候彭博报道称我国将推动钢铁行业减产以缓解严重的产能过剩；3月6日中午，不少媒体报道2025年部分省份或将压减粗钢产量，山东省指标400万吨左右，上海钢联说据他们的初步了解山东部分钢厂反馈此消息基本属实。

目前针对粗钢压减或许市场有一定的共识，即存在压减的空间。但市场对于文件的实际额度以及落地的效果存疑。所传减产计划的落实面临诸多挑战。从操作层面看，5000万吨的压减量较大，若以去年粗钢全年产量10.05亿吨为基准，相当于粗钢产量要缩减5%，需配合其他行政政策一同实施，且要平衡各地经济增长以及钢铁企业的经营状况，整体难度较大。

下游：关税与钢材出口

钢材月度净出口季节性走势



时间	地区	品种	进程	性质	开始时间	结束时间	税率	影响量(万吨/月)
2024/10/11	土耳其	热轧板卷	原审终裁	反倾销	2024/10/11	2029/10/10	15.42 ~ 43.31%	15
2024/10/11	马来西亚	盘条	原审立案	反倾销				2
2024/10/4	韩国	中厚板	原审立案	反倾销				8.5
2024/10/2	危地马拉	镀锌板	原审立案	反倾销				1.3
2024/9/27	印度	无取向电工钢	原审立案	反倾销				1.75
2024/9/25	英国	镀锡板	原审立案	反倾销				
2024/9/23	巴西	镀锡镀铬板	原审终裁	反倾销	2024/9/23	2025/3/22	251.97~341.28美元/吨	0.3
2024/9/20	南非	型钢	原审立案	反倾销				0.45
2024/9/20	南非	热轧/带钢/合金板卷	原审立案	反倾销				2
2024/9/19	巴西	彩涂板卷	原审立案	反倾销				2.5
2024/9/6	韩国	热轧不锈钢板	原审立案	反倾销				0.8
2024/9/4	加拿大	盘条	原审终裁	反倾销	2024/9/4	2029/9/3		0.8
2024/9/2	巴西	镀锌和镀铝锌板	原审立案	反倾销				8
2024/8/29	澳大利亚	角钢	原审立案	双反				0.45
2024/8/19	巴西	冷轧板卷	原审立案	反倾销				4
2024/8/15	马来西亚	镀(涂)锡板	原审立案	反倾销				0.35
2024/8/1	泰国	热轧板卷(合金)	原审终裁	反规避	2023/9/16	2028/9/15	30.91%	2
2024/7/26	越南	热轧板卷	原审立案	反倾销				60
2024/7/24	哥伦比亚	镀锌和镀铝锌板	原审立案	反倾销				1.5
2024/6/30	土耳其	热轧盘条	原审终裁	保障措施	2024/6/15	2027/1/6	165-175美元/吨	0.65
2024/6/28	土耳其	冷轧不锈钢板卷	原审立案	反倾销				2.5
2024/6/28	土耳其	镀锡板	原审立案	反倾销				0.4
2024/6/25	南非	热轧/带钢/合金板卷	原审初裁	保障措施	2024/6/28	2025/1/14	9.00%	2
2024/6/14	越南	镀层板	原审立案	反倾销				7
2024/5/27	巴西	不锈钢冷轧板	原审终裁	反规避	2024/5/28	2024/10/2	629.44美元/吨	
2024/5/17	欧盟	无缝钢管	原审立案	反倾销				1.5
2024/5/16	欧盟	镀(涂)锡板	原审立案	反倾销				4
泛询研究整理 影响量是我国今年对应品种到对应国家的月均出口量, 会有一定高估(转口/来料加工不征反倾销税)							累计影响量	129.75

数据来源：Wind、Mysteel，徽商期货研究所整理

- 2024下半年新增反倾销明显增多，且开始涉及主要国家和主要品种，明年影响加重；目前针对钢坯的反倾销比较少，关注后续出口钢坯替代成品材的可能。21年5月后取消了钢材的出口退税，钢坯出口相较其他品种就性价比就回来了，同时俄乌冲突也导致全球钢坯供应出现收缩，因此我国近三年钢坯出口量持续增加。
- 直接出口强势是因为买单出口、低价优势，并不是海外需求好。间接出口可能受到贸易战影响。钢材海外需求平稳，但出口目前有走弱的担忧。总体来看，出口危与机并存。



徽商期货
HUISHANG FUTURES

第三部分 中期行情展望

/03

▶ **原料供给:**2025年看继续过剩，其中铁矿全球供给预期增量近5300万吨，国内炼焦煤产量同比增约900万吨，蒙煤增量约为350万吨左右，澳大利亚增量约为300万吨左右。焦煤关注的核心：1、蒙煤运力扩张情况；2、印尼能吃进多少澳煤。

▶ **钢材关注三点：**1、产能调控（置换趋严加速淘汰、能耗碳税控制总量）；2、出口情况（反倾销压制出口上限，钢坯出口比例或有增加，海外局势增添不确定性）。3、政策端发力的空间。

▶ 行情展望：

2025年上半年黑色系整体价格或将持续下行，关注原料端利润向成才端的让渡，以及原料增量预期。而2025年下半年则因为上游利润让渡完毕，原料会出现一定的抄底状况，黑色系价格重心再度上移，同时钢厂利润再度被挤压。

螺纹：2800—3600元/吨。

铁矿：650—900元/吨。

焦煤：900—1600元/吨。

➤ 市场在等什么？

➤ 有没有超预期的点？

➤ 供给端，想要煤矿主动减产，几乎暂无可能。目前国内煤矿多仍有利润，亏损的太多也以国企煤矿为主，国企虽有亏损但同时生产也是任务，要承担社会责任，非行政手段不会限产。反而是进口煤一季度整体有所减量，但长期看进口煤成本还是比国内有优势，尤其是蒙煤和俄煤。短期澳煤价格出现倒挂，蒙煤、俄煤贸易商成本高，因此观察到成交或者现货流通降低。待矿方订单货量发完，势必会跟随国内价格调价，届时贸易商可以增加进口降低自身库存成本，滚动出货。煤价的底部支撑是其实际成本。

➤ 需求端，焦炭在经过11轮下跌后库存高企，亏损加重，有进一步减产的预期。钢厂短期利润尚可，铁水在3月-4月中预计会维持在230左右，对焦炭需求形成有限支撑。高库存焦化厂预计只能被动接受降价，焦炭要想企稳或反弹只能通过超跌逼迫焦企加速减产，当市场观察到库存改善后，交易情绪才会得到修复。



徽商期货
HUISHANG FUTURES

THANKS

徽商期货 如期而获

徽商研究 明道取势