

双焦年报

2024年12月27日

向下寻求成本支撑 向上考验需求韧性

第一部分 前言概要

研究员：周涛

期货从业证号：

F03134259

投资咨询证号：

Z0021009

☎:021-65789253

✉:zhoutao_qh1@chinastock.com.cn

展望2025年双焦市场，国内焦煤产量有望回补，进口焦煤依然处于高位，焦煤供给相对较为宽松；焦炭产能过剩局面难有改观，焦炭出口竞争加大；需求端在宏观政策落地后有望同比小幅增长，双焦价格向下寻求成本支撑，向上考验需求韧性。主要观点如下：

国内产量有望回补：对于2025年焦煤产量，煤矿安全形势已经得到了好转，安全检查常态化，对于煤矿生产影响边际减弱，我们预测2025年国内煤矿生产较为平顺，按照2024年下半年产量进行线性外推，2025年国内焦煤产量存在上升空间，主要增量在于上半年，预计2025年国内焦煤产量48500万吨，同比增加1000万吨。

进口焦煤小幅下滑：2025年进口能力增加，但随着国内煤矿产量恢复，进口煤与国内煤竞争加大。蒙煤进口能力依然在增加，但由于口岸库存压力较大，一定程度上制约了进口量，预计2025年进口蒙煤基本稳定，维持在5600万吨左右；俄罗斯煤由于运力问题及俄乌冲突的不确定性存在减量可能，预计2025年进口俄罗斯煤2800万吨，同比下降250万吨；进口澳煤主要取决于进口利润，在国内煤价大幅下滑后，预计进口澳煤窗口时间有限，预计2025年进口澳煤维持1000万吨左右，进口美国、加拿大煤也继续维持稳定。预计2025年进口焦煤11800万吨，小幅下滑300万吨。

铁水产量有望小幅增加：2025年房地产拖累依然在，只不过拖累幅度会减小；出口方面，面临着较大不确定性，由于海外贸易摩擦不断增多，2024年钢材出口量基数偏高，预计2025年钢材净出口会小幅下滑；基建及制造业托底，弥补房地产及出口带来的减量，综合看来，预计2025年钢材需求10600万吨左右，同比增加约200万吨；预计2025年铁水产量增加300万吨。

双焦价格宽幅震荡：焦煤向下寻求成本支撑，向上考验需求韧性，焦炭则继续维持盈亏平衡边缘运行，价格整体上跟随焦煤运行为主，预计2025年盘面上焦煤价格在950-1450元/吨区间运行，焦炭在1450-2050元/吨运行区间。

第二部分 基本面情况

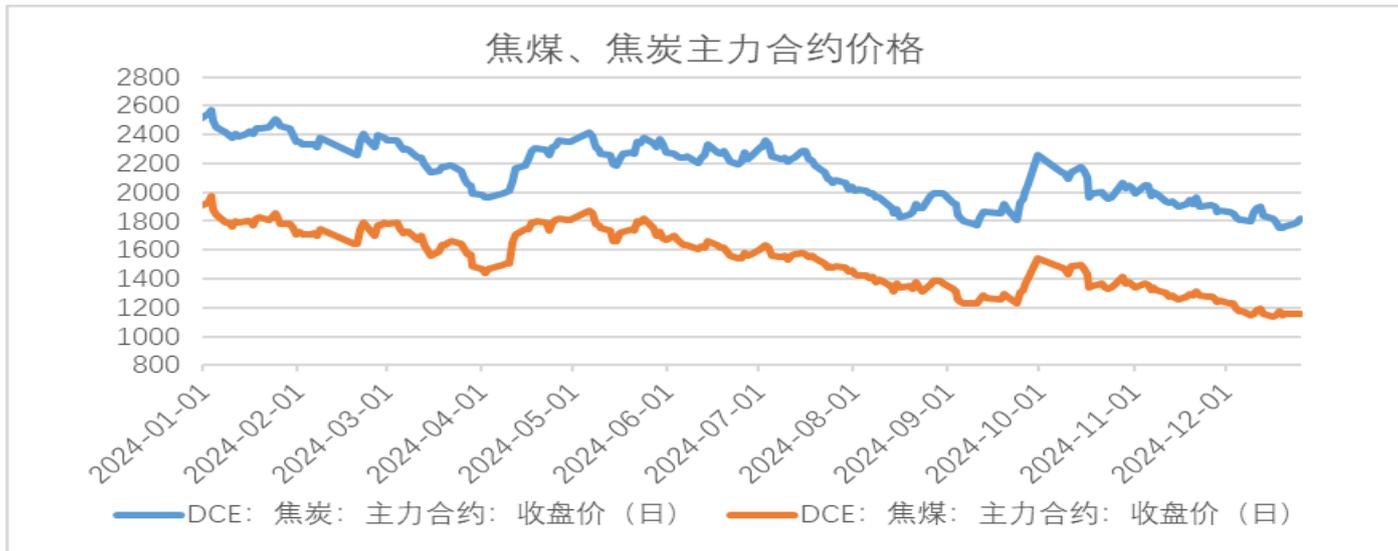
一、2024 年双焦价格整体下行 回到 2020 年水平

2024 年双焦整体上呈现全年下跌走势，价格高点在年初，价格低点在年终。全年仅有 4 月、9 月出现像样的反弹，其余时间表现整体偏弱。现货价格方面，焦煤价格指数从年初的 2135.1 下跌到年末的 1327.8，下跌幅度为 37.8%，焦炭价格指数从年初的 2504.6 下跌到年末的 1660.4，下跌幅度为 33.7%，双焦价格已基本跌回 2020 年的水平。

具体来看，上半年呈现先抑后扬走势，一季度黑色整体交易房地产及基建转差为主，2024 年初国务院下发通知，为防范化解地方政府债务风险，12 省份严控城市轨道交通等投资项目，基于弱现实及弱预期，一季度市场单边下跌为主。然而到了 4 月，市场预期悄然发生改变，市场交易逻辑开始逐步转向弱现实强预期，盘面率先上涨，走出 contango 结构，4 月中旬，现货价格在下游补库及期现贸易商积极入场的需求下，现货也开始反弹，走出了一波期现共振的行情。到了 5 月份，市场无主线交易逻辑，市场在预期与现实间来回切换，盘面呈现宽幅震荡。

下半年表现更为弱势，除 9 月底在政策刺激下快速拉升外，其余时间基本都处于下行趋势中。7-8 月下游钢材需求淡季，铁水产量下滑，双焦价格继续寻底，9 月下旬在中央宏观政策利好刺激下，盘面及现货都快速反弹。不过到了 10 月份，在高供给、高库存压力下，双焦重新回归基本面，价格不断下滑，原料冬储也在以价换量中逐步完成。

图 1：双焦主力合约走势



数据来源：Mysteel、银河期货

图 2：炼焦煤价格指数

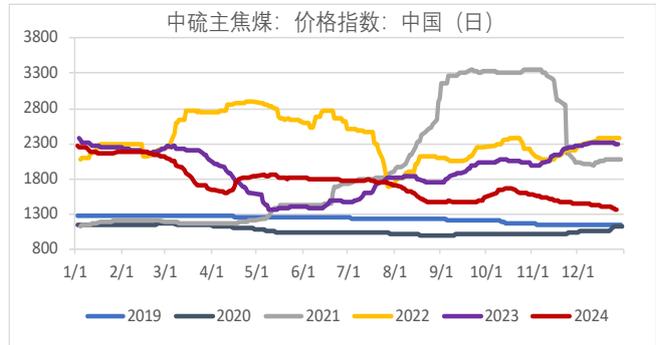
单位：元/吨



数据来源：Mysteel、银河期货

图 3：中硫主焦煤价格

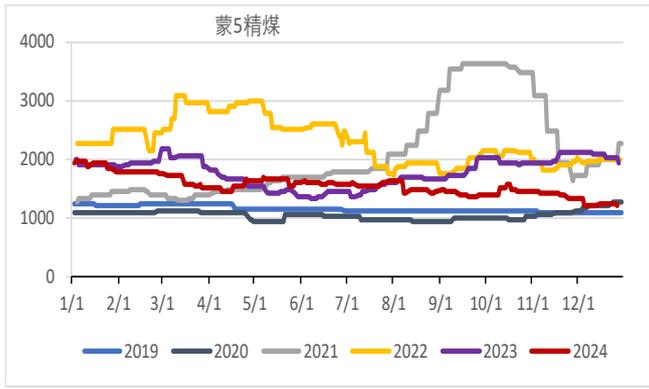
单位：元/吨



数据来源：Mysteel、银河期货

图 4：蒙5精煤-口岸

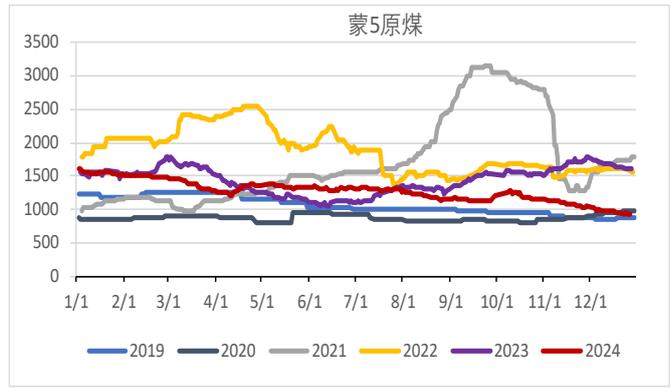
单位：元/吨



数据来源：Mysteel、银河期货

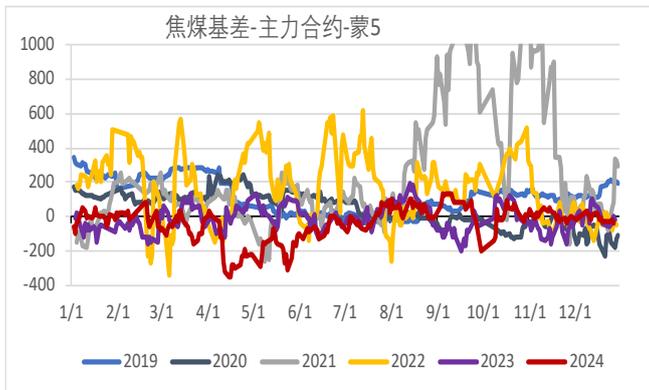
图 5：蒙5原煤-甘其毛都

单位：元/吨



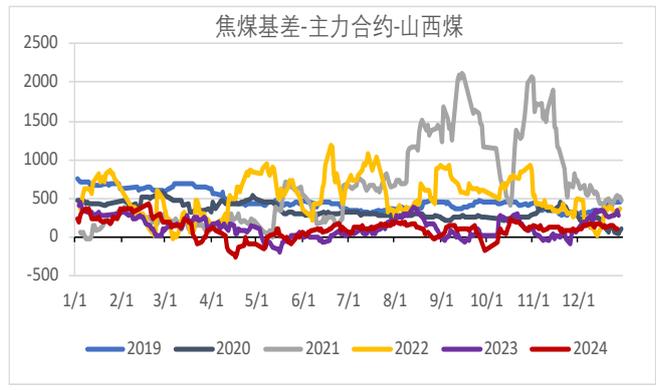
数据来源：Mysteel、银河期货

图 6：焦煤基差-主力合约-蒙5



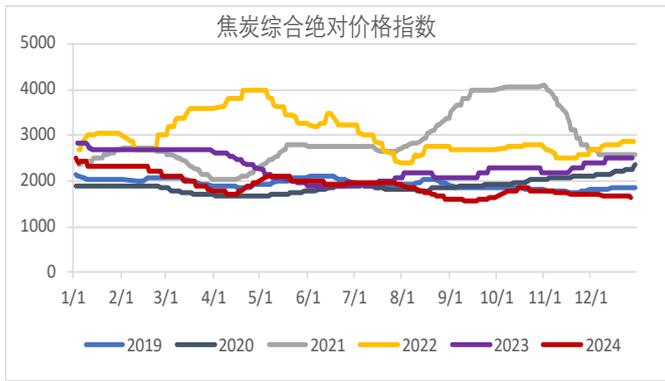
数据来源：Mysteel、银河期货

图 7：焦煤基差-主力合约-山西煤



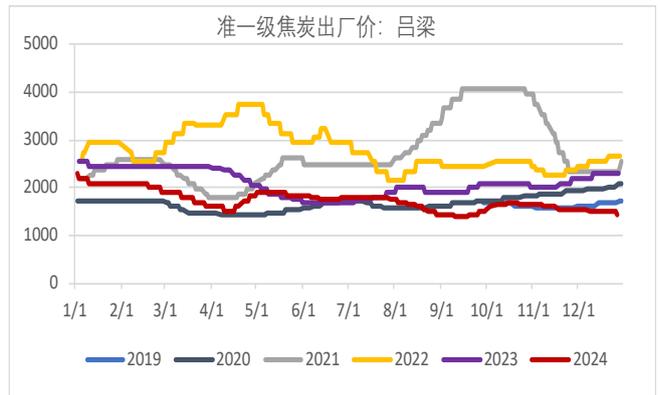
数据来源：Mysteel、银河期货

图 8: 焦炭价格指数 单位: 元/吨



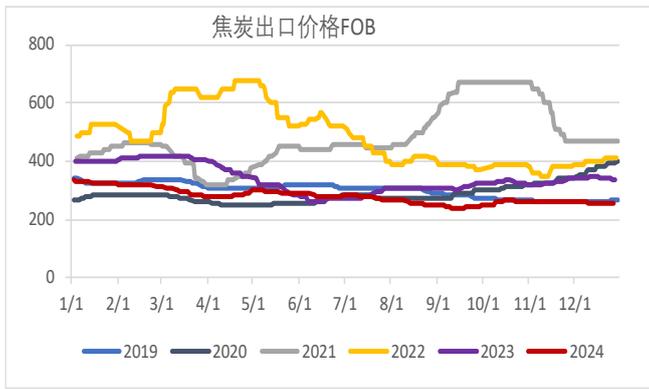
数据来源: Mysteel、银河期货

图 9: 准一级焦炭出厂价 单位: 元/吨



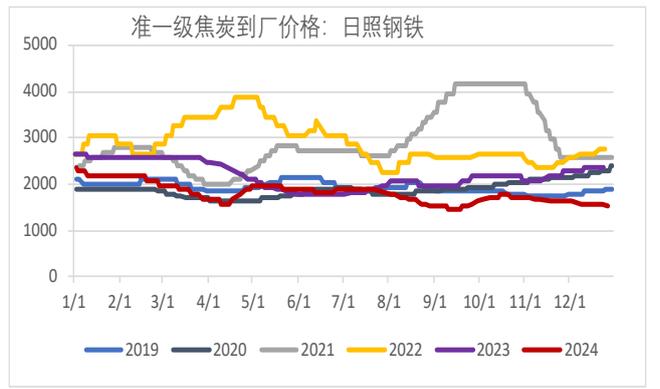
数据来源: Mysteel、银河期货

图 10: 焦炭出口 FOB 价格 单位: 元/吨



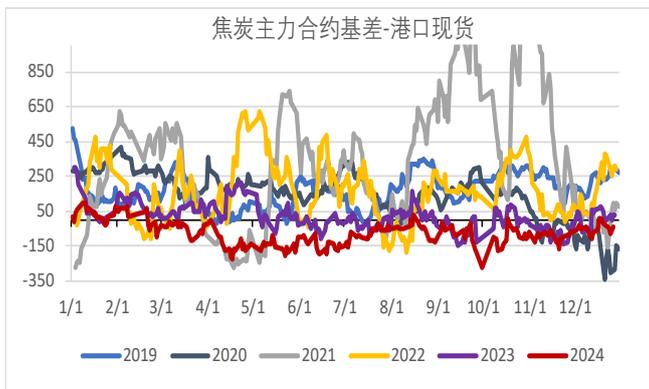
数据来源: Mysteel、银河期货

图 11: 准一级焦炭到厂价 单位: 元/吨



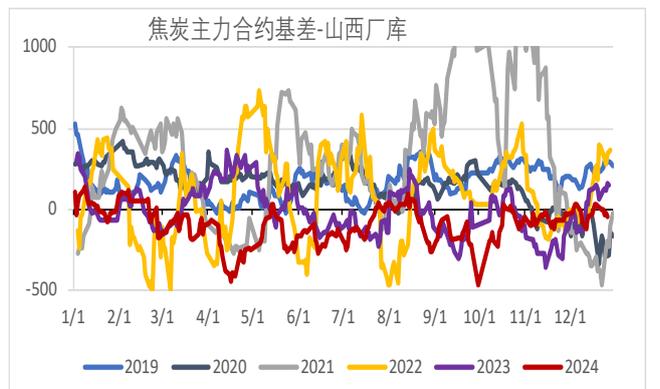
数据来源: Mysteel、银河期货

图 12: 焦炭基差-主力合约-港口现货



数据来源: Mysteel、银河期货

图 13: 焦炭基差-主力合约-山西厂库



数据来源: Mysteel、银河期货

二、2024 年焦煤产量前低后高 2025 年国内产量有望回补

2.1 2024 年国内焦煤产量前低后高

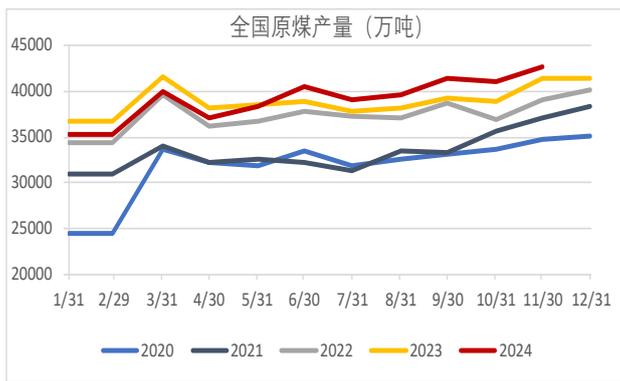
2024 年焦煤产量呈现前低后高的趋势，尤其是焦煤主产地山西更为明显。上半年由于安全督导等因素，山西省煤矿产量下滑明显。根据统计局数据，在 3 月份山西原煤产量 9432.5 万吨，同比下滑 20.8%。而到 9 月份，山西规模以上原煤产量 11806.6 万吨，环比增长 3.76%，同比增长 0.05%，为今年以来单月产量新高。11 月份山西原煤产量 11417.7 万吨，同比下降 4.0%，但在年内依然处于高位。

经历了为期半年的督导与安全整治外，山西省煤矿安全形势明显好转。2024 年上半年山西省煤矿生产安全事故起数和遇难人数同比分别下降 42%、40%，非煤矿山同比分别下降 85.7%、89.5%。国内矿山整体安全形势也呈现向好的局面，截至 8 月底，全国矿山生产安全事故起数、遇难人数同比分别下降了 25.6% 和 31.99%。

9 月 23 日，山西省能源局召开全省煤炭稳产稳供和“四个一批”工作调度视频会议，会议要求各市、各集团要进一步提高政治站位，压紧压实责任，保持奋进斗志，力争完成全年目标任务。要锚定全年目标不放松。强化劳动生产组织，加快建设煤矿转产步伐，切实提高商品煤占比，严格电煤中长协履约，确保煤炭产量应统尽统，坚决兜牢安全生产底线，切实推动煤矿企业安全生产和提质增效。四季度国内焦煤产量维持高位，单季度实现同比增加。

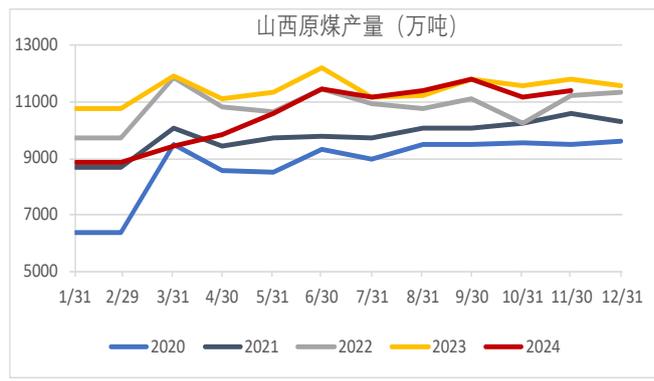
预计 2024 年炼焦精煤产量在 47500 万吨，同比下降 1700 万吨，其中减量主要在于上半年，三季度基本持平，四季度同比略有增量。

图 14：全国原煤产量 单位：万吨



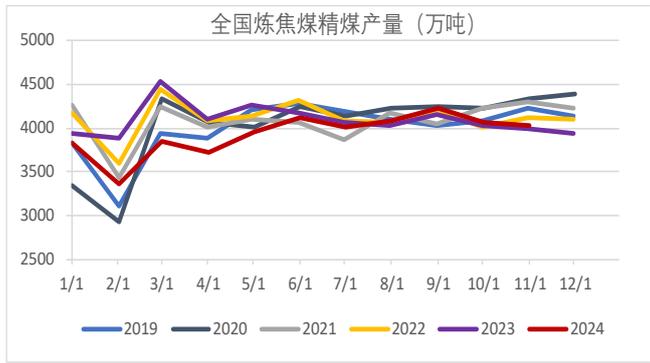
数据来源：统计局、Mysteel、银河期货

图 15：山西原煤产量 单位：万吨



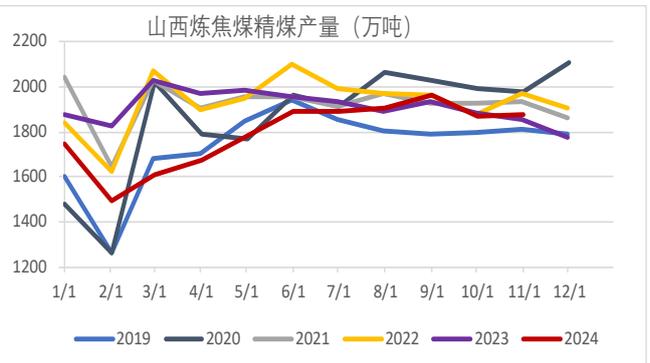
数据来源：统计局、Mysteel、银河期货

图 16: 全国炼焦精煤产量 单位: 万吨



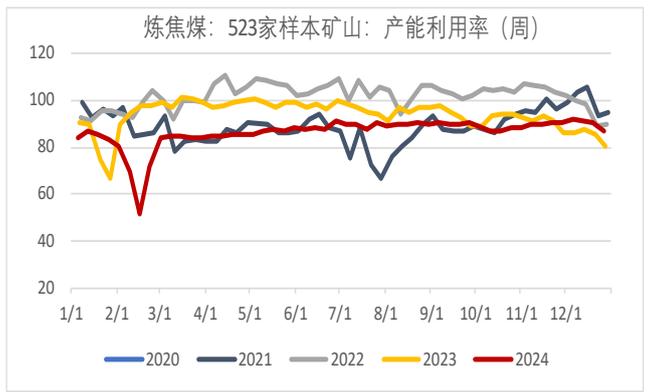
数据来源: Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 17: 山西炼焦精煤产量 单位: 万吨



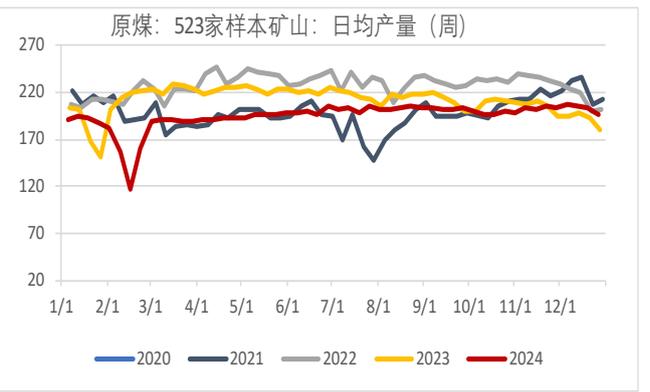
数据来源: Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 18: 炼焦煤矿产能利用率 单位: %



数据来源: Mysteel、银河期货

图 19: 炼焦煤矿产精煤产量 单位: 万吨

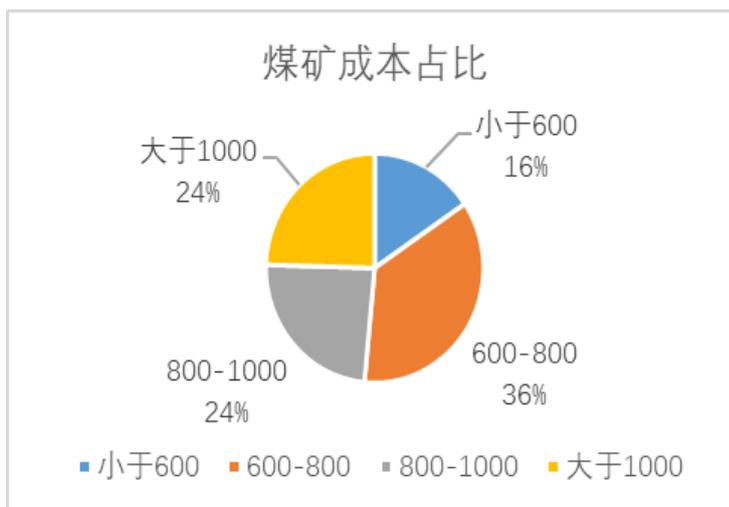


数据来源: Mysteel、银河期货

2.2 国内焦煤价格距离成本尚有距离

根据钢联 523 家煤矿样本煤矿成本数据,焦煤成本小于 600 占比 16%,600-800 占比 36%,800-1000 占比 24%,大于 1000 占比 25%。钢联焦煤价格指数为 1299.8,距离平均成本仍有较大距离。当前国内绝大部分煤矿属于盈利状态,根据汾渭 138 家煤矿企业样本数据,12 月底煤矿平均利润处于 556 元/吨,样本中盈利煤矿 124 家,亏损企业 14 家。

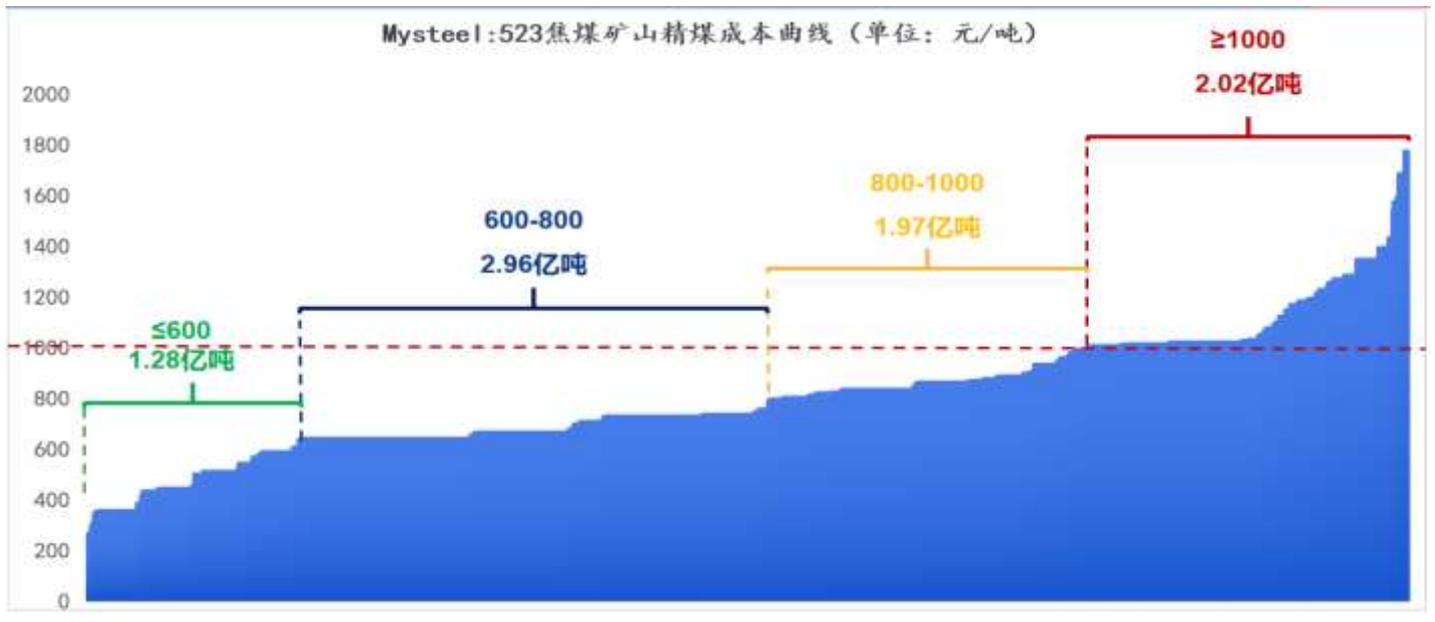
表 1: 焦煤成本占比 单位: 元/吨



数据来源: Mysteel、银河期货

国内煤矿由于资源禀赋及开采条件不一,煤矿成本差距较大。同时根据部分煤企财报测算及我们调研了解,国内主流煤矿焦精煤营业成本在 600-800 元/吨,完全成本在 800-1000 元/吨,有部分煤矿成本高于 1200 元/吨,据调研了解大部分为河南、河北及山西部分区域地质条件复杂、精煤洗出率低、矿井服役年限长、剩余资源量较少的矿井,其开采煤种以优质焦煤为主,售价也偏高,当前仍有一定利润。煤矿生产中员工工资、设备折旧及期间费用等占比较大,煤矿中国企业占比也比较大,一般来讲煤矿不会轻易减产,因为一旦减产,吨煤的摊销成本反而会变高。

表 2: 焦煤矿成本曲线 单位: 元/吨



数据来源: Mysteel、银河期货

2.3 预计 2025 年国内焦煤产量回补

煤炭产能变化方面, 根据煤炭资源网数据, 2024 年预计新增煤炭产能 1.14 亿, 其中动力煤 8700 万吨, 炼焦煤 2600 万吨; 2024 年预计退出产能 2900 万吨, 其中动力煤 1400 万吨, 炼焦煤 1500 万吨; 2024 年净新增煤炭产能 8500 万吨, 其中动力煤 7300 万吨, 炼焦煤 1100 万吨。预计 2024-2028 年共新增煤炭产能 3.81 亿吨, 其中动力煤 3.11 亿吨, 炼焦煤 7000 万吨; 预计 2024-2028 年共退出产能 8500 万吨, 其中动力煤 5100 万吨, 炼焦煤 3400 万吨。

同时根据国家能源局预测, 2024 年, 全年全国煤炭产量约 47.6 亿吨, 智能化产能占煤炭总产能的比例提升至 50% 以上。2025 年, 我国将有序核准建设一批智能化水平高、安全有保障的大型现代化煤矿, 继续实施煤炭清洁高效利用行动计划, 全年煤炭产量力争达到 48 亿吨左右, 大型煤矿基本实现智能化。这也就意味着 2025 年国内煤炭产量整体依然保持稳中有增的趋势。

一般情况下, 当部分配焦煤下跌到接近动力煤价格时, 部分配焦煤会转产成动力煤, 从而对焦煤形成一定支撑, 然而在 2024 年下半年这种转产并没有对焦煤形成支撑, 主要是在经历了三年多的增产保供以后, 我国煤炭产能和产量都在稳步增长, 同时非化石能源增长较快, 火力发电增长放缓, 动力煤本身也供应较为宽松, 2024 年年底焦煤与动力煤螺旋下跌。

对于煤炭供应整体偏宽松的判断, 我们从 2025 年动力煤长协政策里面也可以看出一些端倪。在 2025 年动力煤长协政策中, 有两个变化值得关注, 一是关于产煤省区和煤炭生产企业签约量方面, 由 2024 年的“每家煤炭企业任务量不低于自有资源量的 80%”修改成了 2025 年“不低于自有资源量的 75%”。二是关于履约要求方面, 纳入电煤中长期合同监管

台账的合同均应严格履约，由 2024 年的“全年足额完成履约任务”修改成了 2025 年的“全年原则上足额履约，最低不得低于 90%”。这些变化的出现，说明了市场普遍认为 2025 年煤炭整体供需环境较为宽松，那么动力煤价格也难以对焦煤形成支撑，在焦煤过剩的情况下，部分配焦煤会直接转成动力煤，然后由于动力煤本身也相对宽松，这使得各煤种螺旋下跌，底部考验成本支撑。

对于 2025 年焦煤，山西等地煤矿安全形势已经得到了好转，安全检查常态化，对于煤矿生产影响边际减弱，我们预计 2025 年国内煤矿安全形势会延续 2024 年趋势，安全监管常态化，日常的安全监管对于煤矿正常生产影响不大，因此预测 2025 国内煤矿生产较为平顺，不会向 2024 年那样呈现明显的前低后高趋势。按照 2024 年下半年产量进行线性外推，预计 2025 年国内焦煤产量存在上升空间，主要增量在于上半年，由于 2024 年上半年煤矿减产较多，2025 年国内焦煤产量会有较大的回补。预计 2025 年国内焦煤产量 48500 万吨，同比增加 1000 万吨。

三、预计 2024 进口量 1.21 亿吨 2025 年维持高位

3.1、预计 2024 年焦煤进口量在 1.21 亿吨

1-11 月份，中国进口量炼焦煤总计 11154 万吨，同比增加 2111 万吨。进口蒙古国、俄罗斯、加拿大、美国、澳大利亚、印尼占比分别为 47.1%，25.3%，7.2%，8.7%，7.8%，2.2%。预计全年进口蒙古炼焦煤预计在 5600 万吨，澳煤进口在 1000 万吨，全年进口焦煤总量在 1.21 亿吨左右，同比增加约 1900 万吨。

表 3：中国进口炼焦煤-当月值 单位：万吨

国家	中国进口炼焦煤-当月值：				2024年11月	(单位：万吨)	
	2024年11月	2024年10月	环比(数量)	环比(幅度)	2023年11月	同比(数量)	同比(幅度)
蒙古	522	393	128	32.7%	601	-79	-13.2%
俄罗斯	256	256	0	-0.2%	192	63	32.9%
加拿大	85	41	44	105.6%	40	44	109.8%
美国	120	134	-14	-10.6%	75	45	59.8%
澳大利亚	180	133	47	35.1%	19	161	840.3%
印尼	45	16	29	184.9%	26	19	71.6%
其他	22	22	0	1.1%	37	-15	-41.3%
合计	1230	996	234	23.5%	992	238	23.9%

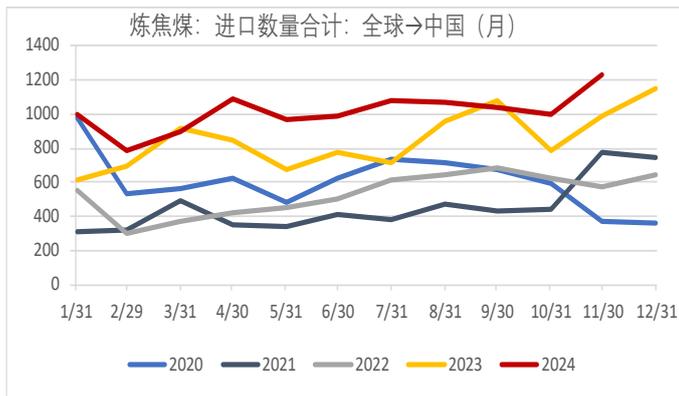
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

表 4: 中国进口炼焦煤-当年累计值 单位: 万吨

国家	中国进口炼焦煤-当年累计值:				2024年11月 (单位: 万吨)		
	2024年11月	占比	2023年11月	占比	占比变化	同比 (数量)	同比 (幅度)
蒙古	5257	47.1%	4738	52.4%	-5.3%	519	11.0%
俄罗斯	2819	25.3%	2365	26.1%	-0.9%	454	19.2%
加拿大	801	7.2%	689	7.6%	-0.4%	112	16.2%
美国	968	8.7%	550	6.1%	2.6%	418	76.1%
澳大利亚	876	7.8%	228	2.5%	5.3%	648	284.4%
印尼	247	2.2%	332	3.7%	-1.5%	-85	-25.6%
其他	187	1.7%	142	1.6%	0.1%	44	31.2%
合计	11154	100.0%	9044	100.0%	/	2111	23.3%

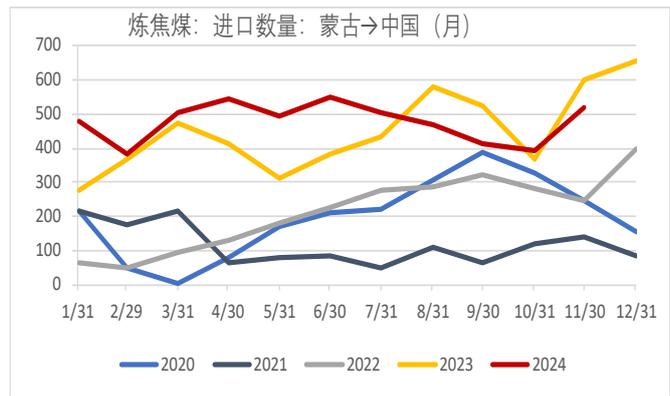
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 20: 炼焦煤进口数量合计 单位: 万吨



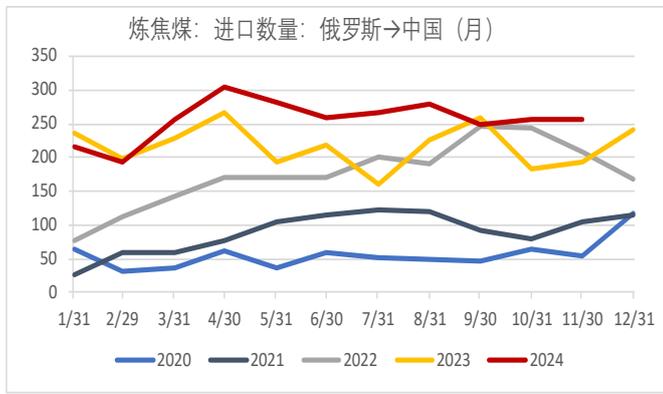
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 21: 进口蒙古炼焦煤 单位: 万吨



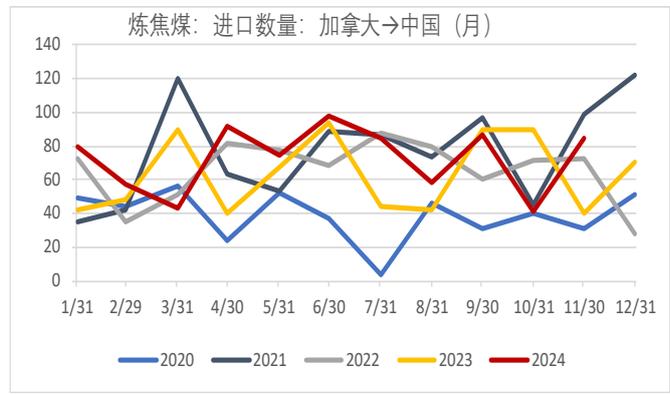
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 22: 进口俄罗斯炼焦煤 单位: 万吨



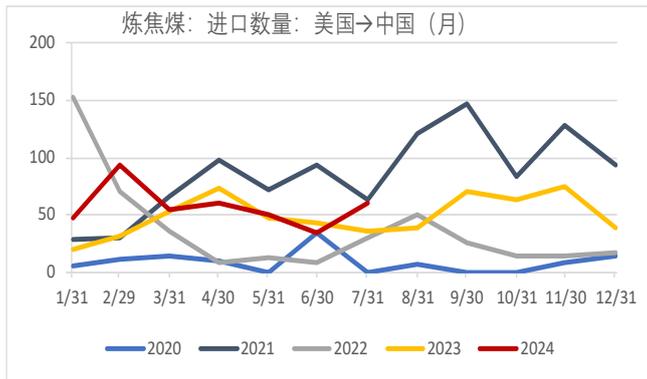
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 23: 进口加拿大炼焦煤 单位: 万吨



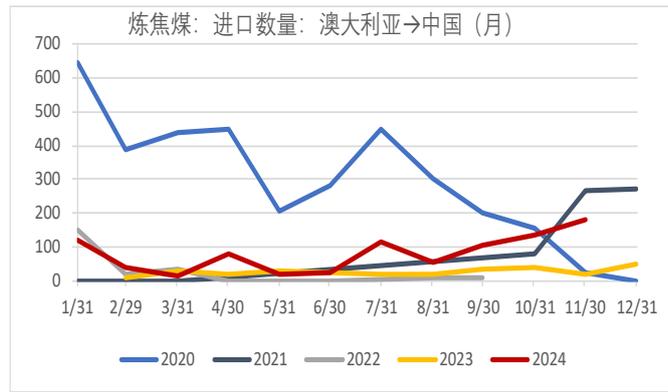
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 24: 进口美国炼焦煤 单位: 万吨



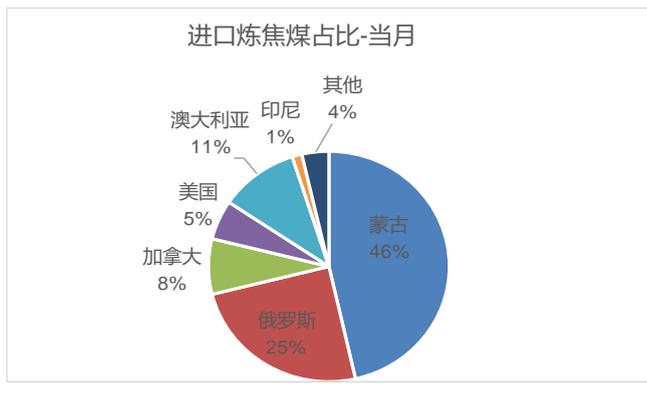
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 25: 进口澳大利亚炼焦煤 单位: 万吨



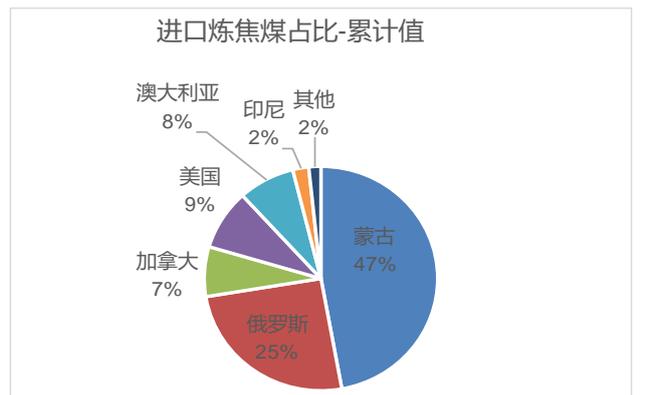
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 26: 进口炼焦煤占比-当月



数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 27: 进口炼焦煤占比-累计值



数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

3.2、2025 年进口能力增加 国内煤与进口煤竞争加大

对于 2025 年进口数量, 蒙煤进口能力依然在增加, 但由于口岸库存压力较大, 一定程度上制约了进口量, 预计 2025 年进口蒙煤基本稳定, 维持在 5600 万吨左右; 俄罗斯煤由于运力问题及俄乌冲突的不确定性存在减量可能, 预计 2025 年进口俄罗斯煤 2800 万吨, 同比下降 250 万吨, 进口澳煤主要取决于进口利润, 在国内煤价大幅下滑后, 预计进口澳煤窗口时间有限, 预计 2025 年进口澳煤维持 1000 万吨左右, 进口美国、加拿大煤也继续维持稳定。预计 2025 年进口焦煤 11800 万吨, 小幅下滑 300 万吨。

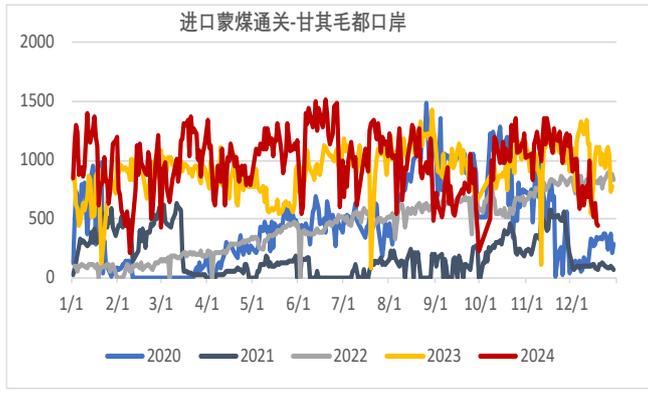
3.2.1 进口蒙煤

2024 年 1-11 月进口蒙古国焦煤 5257 万吨, 同比增加 519 万吨, 增幅为 11.0%, 预计 2024 年全年进口蒙古焦煤 5600 万吨, 同比增加 207 万吨。据蒙古国海关总局信息显示, 2024 年 12 月 1 日, 蒙古国自年初以来煤炭出口量达到 7425.02 万吨, 同比增长 23.9%。今年蒙古国

计划出口 7800 万吨煤炭。明年计划将煤炭出口量增加到 8300 万吨。

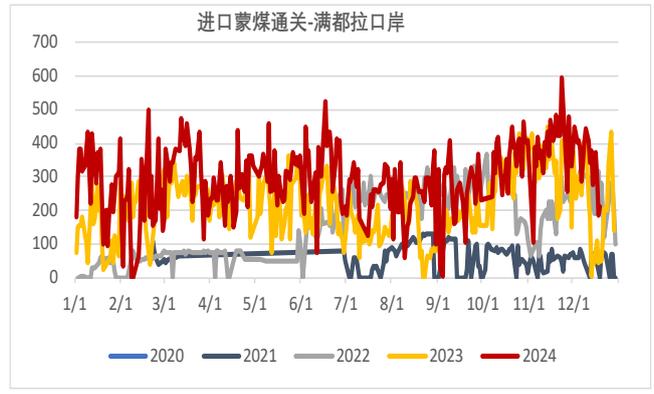
蒙古国经济结构较为单一，煤炭资源关系着蒙古国贸易和经济安全，中蒙两国的煤炭资源贸易占两国双边贸易比重很大。近几年，边境口岸基础设施不断完善，通关效率不断提高，为扩大进口蒙古炼焦煤提供了硬件保障。

图 28: 进口蒙煤通关-甘其毛都口岸 单位: 车



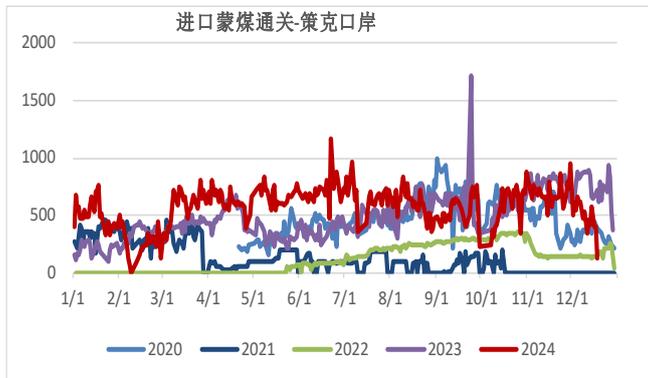
数据来源: Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 29: 进口蒙煤通关-满都拉口岸 单位: 车



数据来源: Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 30: 进口蒙煤通关-策克口岸 单位: 车



数据来源: Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 31: 进口蒙煤通关: 三口岸合计 单位: 车



数据来源: Mysteel、汾渭能源、银河期货

甘其毛都口岸: 2024 年 6 月, AGV 专用通道及集装箱监管场所完成验收, 预计年通关过货设计能力可增加至 1000 万吨。与此同时, 在中蒙跨境铁路方面, 目前项目手续办理正在稳步推进。嘎顺苏海图—甘其毛都跨境铁路是蒙古国多年来搁置的重点项目, 由于矿产开发、轨距争议、蒙古政府更替等多种原因难以推进。2024 年 4 月, 中蒙签署《中华人民共和国政府和蒙古国政府关于共同建设嘎顺苏海图—甘其毛都口岸跨境铁路桥的协定》。跨境铁路初步建设计划为, 铁路全长 8081 米, UIC 60 钢轨, 宽轨 (1520 毫米)、准轨 (1435 毫米) 主干线各一条, 配套 5441 米的桥梁设施。项目建成通车后, 每年运输 3000 万吨货物。2024 年 10 月, 蒙古国总理访华期间会见了中国国家能源集团董事长刘国跃, 就嘎顺苏海图—甘其毛都跨境铁路项目达成共识。国家能源集团于 10 月 28 日致函蒙古国负责方表明立场, 公

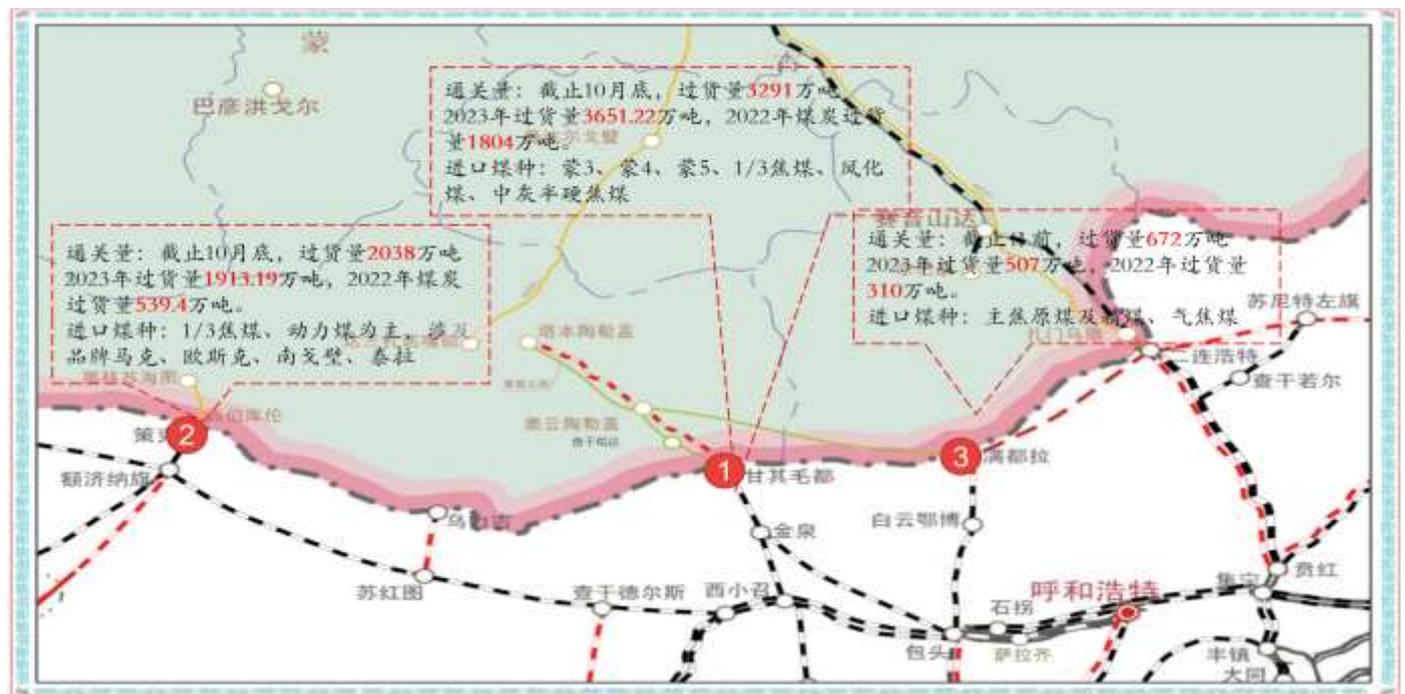
函内容回顾了双方合作历史，并提出法律稳定性、实现互利的保障条件、长期贸易协定、增加煤矿产能和铁路连通性等几项关键建议。待公路、AGV、跨境铁路多式联运模式形成后，甘其毛都口岸通关设计能力将达到9000万吨。

策克口岸：2024年5月，中铁四局承建的蒙古国首条标准轨铁路—西伯库伦口岸铁路全线轨通。该铁路是中蒙第二条跨境铁路，不仅连通西伯库伦口岸与策克口岸，更是作为连接俄罗斯、蒙古国和中国“经济走廊”的重要跨境铁路，将为从纳林苏海图矿山出口矿产品开启了新的运输通道。

满都拉口岸：近年来，满都拉口岸在基础设施建设方面持续发力。目前已完成了12个重点项目的建设，极大地提升了通关效率。10月25日，内蒙古满都拉国惠仓储有限责任公司通过呼和浩特海关验收正式运营，满都拉口岸海关监管场所增至5家，仓储总量由最初的35.8万吨提升至133.3万吨。

在中蒙两国双边贸易关系不断深化，经济合作方面不断加强，一带一路中蒙经济走廊建设不断完善的背景下，中蒙口岸的通关能力和基础设施不断完善，也就意味着在通关能力上不存在制约。对于进口蒙煤，由于其出口流向单一，与国际市场竞争关系较弱，而随着口岸设施及运输能力进一步提升，且蒙古国主要矿区以露天矿为主，有产能释放潜力。所以对于进口蒙煤来说产能及运输等瓶颈不会有大的制约，更多的考验国内的需求。后期进口量主要取决于国内煤矿产量恢复情况，山西煤矿复产一定程度上会抑制蒙煤进口量，综合考虑预计2025年进口蒙煤量在2024年基本持平，在5600万吨左右。

表 5：进口蒙煤主要口岸



数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

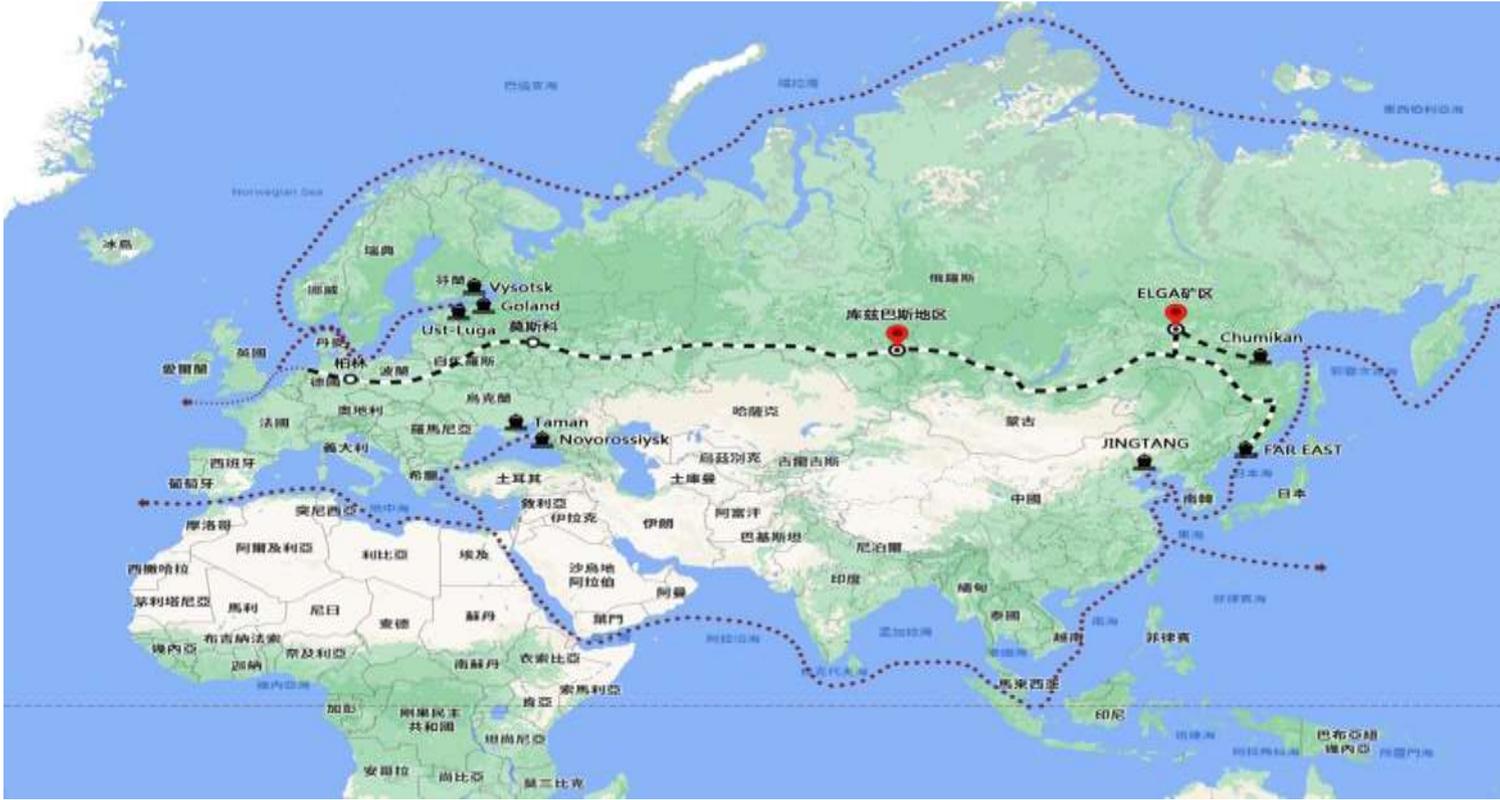
3.2.2 进口俄罗斯煤

2024年1-11月进口俄罗斯焦煤2819万吨，同比增加519万吨，增幅19.2%；预计2024年全年进口俄罗斯煤3050万吨，同比增加443万吨，增幅明显。

俄罗斯炼焦煤的显著优势是硫分低，可以用来调节入炉煤的硫分。缺点是镜质组含量高、活惰比高、单种煤炼焦反应后强度低。由于俄罗斯焦煤强度偏低，在国内往往作为配焦煤使用，可以起到降成本作用，但配入比例不能太高，根据掌上煤焦信息，俄罗斯炼焦煤的配入质量分数在20%~25%时，会对焦炭强度造成较大影响；当配入质量分数下降到10%时，所炼焦炭质量比较理想。在当前焦化行业内卷严重的行业格局下，适当配入俄罗斯焦煤，有利于焦化厂降成本。

据CCA Analysis消息，俄罗斯铁路公司（RZD）于2024年12月1日起，铁路运价将提高近14%。据悉，RZD已成功获得了2025年运价调整提案批准，这样一来将导致铁路货运运价自2024年12月1日起上涨13.8%。此外，敞篷铁路车空运行的运价将提高10%。当前俄罗斯煤矿经营情况较差，运费的提高进一步增加了煤矿出口的成本，未来俄罗斯煤炭产量可能受到一定影响。

表 6：俄罗斯主要产煤区域及铁路



数据来源：Mysteel、银河期货

与此同时，俄罗斯政府已经紧急出台政策，决定自12月1日起取消焦煤出口关税，无烟煤和能源煤出口关税暂停征收的期限延长至2024年底。另外，自2025年1月1日起，俄罗斯政府将全面取消无烟煤、焦煤和能源煤的出口关税。此前，俄罗斯对于炼焦煤出口关税

税率为：当卢布对美元汇率居于1比80至1比85之间时，税率为4%，居于1比85至1比90之间时，税率为4.5%；居于1比90至1比95之间时，税率为5.5%；不低于1比95时，税率为7%。这将一定程度减少煤矿出口成本。

综合看来，运费提高与取消关税对于成本的影响基本抵消，但俄罗斯煤由于铁路运力紧张，且运输距离远，预计会对俄罗斯煤出口形成一定的制约。同时还存在一个不确定性，如果2025年俄乌冲突结束，俄罗斯煤可能有更多的流向选择，届时对于中国的出口量可能会减少。预计2025年进口俄罗斯炼焦煤2800万吨，同比减少250万吨左右。

3.2.3 进口澳大利亚煤

2024年进口澳大利亚焦煤增幅明显，1-11月进口澳大利亚焦煤876万吨，同比增加648万吨，增幅为284.4%，预计全年进口在1000万吨左右，同比增加720万吨。进口澳大利亚煤主要看进口利润，上半年进口利润不太明显，进口量保持相对低位，主要下游终端刚需采购，下半年进口量明显增加，尤其在8-10月进口澳煤出现明显的进口利润，进口窗口打开，国内贸易商及下游终端企业采购积极，四季度陆续到港。

对于未来澳大利亚冶金煤的供给，依然有增长空间。根据澳大利亚政府部门DISR今年6月份的预测，2024/25财年(2024年7月-2025年6月)，澳大利亚冶金煤产量将达到1.76亿吨、出口量将达到1.72亿吨，比上一财年分别增加1100万吨和1700万吨，增幅分别为7.1%和11%。

2025年进口澳煤依然取决于进口利润，由于山西等地煤矿复产，国内焦煤供应恢复，预计2025年进口澳煤窗口期有限，进口量增量有限，预计2025年进口澳煤依然维持在1000万吨左右。

图 32: 优质低挥发澳煤 CFR 价 单位: 美元/吨



数据来源: Mysteel、银河期货

图 33: 优质低挥发澳煤进口利润 单位: 元/吨



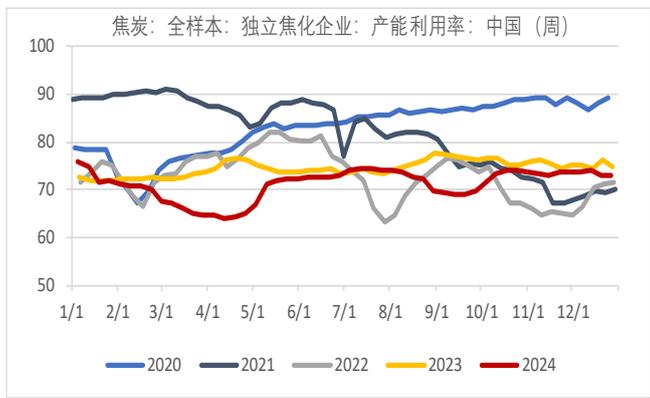
数据来源: Mysteel、银河期货

四、焦炭产能过剩短期难改 出口面临压力

4.1 国内焦炭产能变化

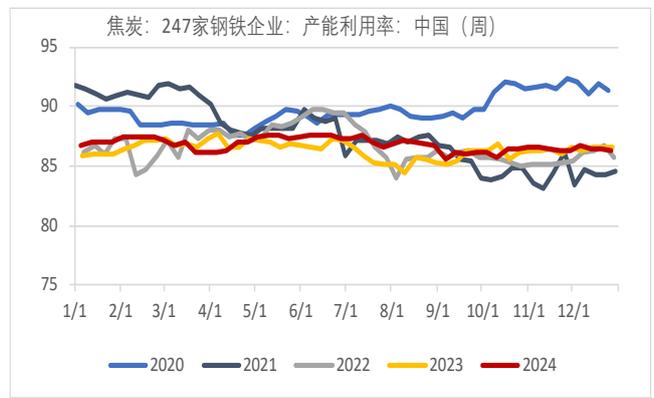
当前焦化行业产能过剩，内卷较为严重，行业话语权较弱，焦炭作为煤焦钢产业链中间品，价格及产量独立性较差。在经历了两年多的亏损后，焦炭企业现金流较为紧张，对于原料及产成品都维持低位库存，焦炭价格主要受焦煤价格推动，产量主要跟随铁水产量。正是由于产能过剩，2024年焦化行业一直处于亏损或者盈亏平衡边缘，下半年由于煤炭价格跌幅大于焦炭价格，焦化利润稍有提升，2024年独立焦化企业全年平均产能利用率在71%左右。

图 34: 独立焦企产能利用率 单位: %



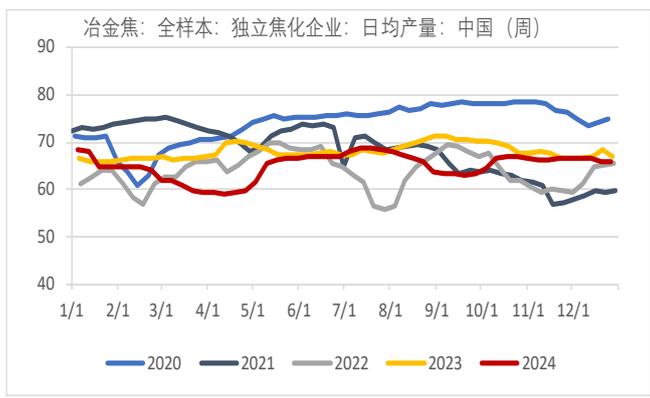
数据来源: Mysteel、银河期货

图 35: 钢厂焦化产能利用率 单位: %



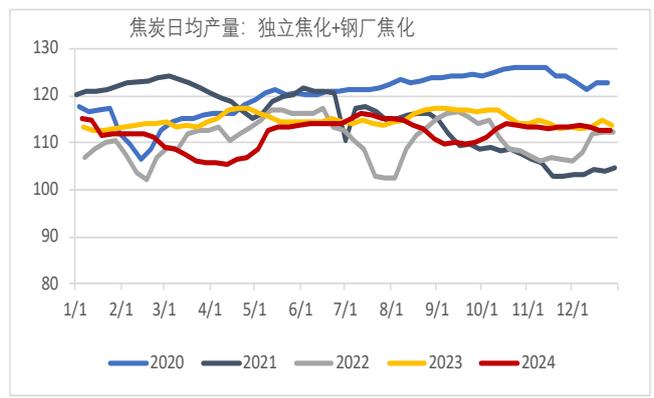
数据来源: Mysteel、银河期货

图 36: 独立焦企日均产量 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、银河期货

图 37: 焦炭日均产量-总计 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、银河期货

焦炭产能方面，近年来随着新建的焦化项目逐步投产，国内焦炭产能稳中有增，根据 Mysteel 数据，截止 2024 年 11 月，全国冶金焦在产产能 56525.5 万吨，其中碳化室高度 4.3 米及以下（含热回收焦炉）产能约 5161 万吨，占比 9%；5.5 米及以上产能约 51364.5 万吨，占比 91%。

表 7：国内焦炭产能结构 单位：万吨

省份	碳化室高度	产能合计 (万吨)	产能合计 (万吨)	备注
山西	4.3米及以下	484	11887	(包含热回收焦炉)
	5.5米及以上	11403		
河北	4.3米及以下	230	8303.5	
	5.5米及以上	8073.5		
山东	4.3米及以下	0	4340	
	5.5米及以上	4340		
内蒙古	4.3米及以下	260	5735	
	5.5米及以上	5475		
河南	4.3米及以下	294	2694	
	5.5米及以上	2400		
其他	4.3米及以下	3893	23566	
	5.5米及以上	19673		
总计	4.3米及以下	5161	56525.5	
	5.5米及以上	51364.5		

数据来源：Mysteel、银河期货

经历了 2020 年以来落后产能淘汰后，国内落后焦炭产能占比大大降低，产能淘汰放缓，未来仍有一些产能置换项目。近年焦化产能过剩局面无有效改观，预计未来几年焦化行业继续面临着残酷的市场竞争和产能出清。截止 2024 年 12 月 20 日 Mysteel 调研统计，2024 年已淘汰焦化产能 1626 万吨，新增 2427 万吨，净新增 801 万吨；预计 2024 年淘汰焦化产能 1626 万吨，新增 2602 万吨，净新增 976 万吨。对于 2025 年焦化产能变化情况，预计仍以置换为主，预计 2025 年焦化产能稳中有增。

表 8：2024 年焦炭产能新增淘汰情况 单位：万吨

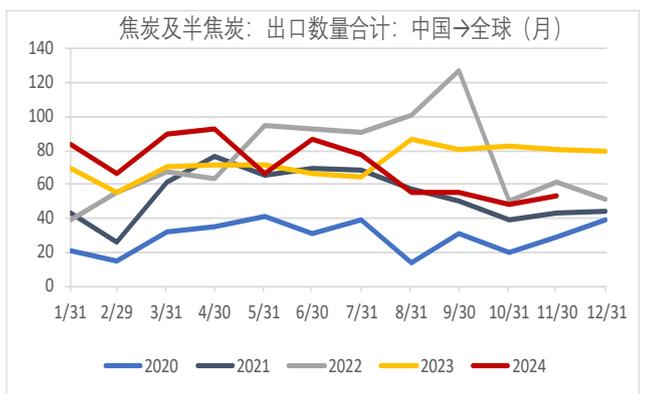
项目	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
淘汰	520	0	0	0	0	0	160	230	338	100	148	130	1626
新增	513	45	120	290	271	310	217	0	152	171	70	443	2602
净新增	-7	45	120	290	271	310	57	-230	-186	71	-78	313	976

数据来源：Mysteel、银河期货

4.2 海外焦化产能增多 挤压国内焦炭出口份额

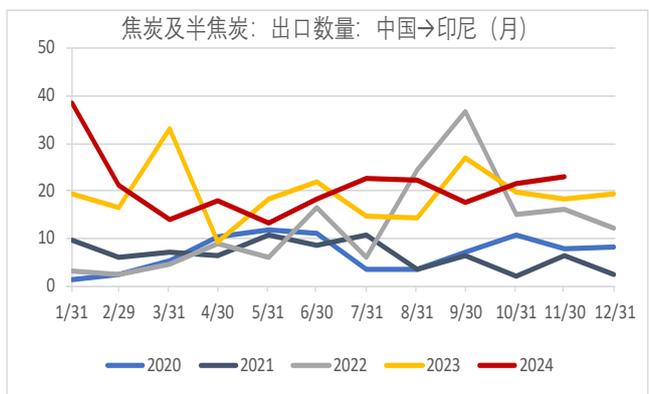
根据海关总署数据，1-11月中国焦炭出口合计777.3万吨，同比增加下降23.0万吨，降幅为2.9%。从出口去向看，1-11月主要出口目的地为印尼、马来西亚、印度、比利时、日本和澳大利亚等国。其中，印尼230.8万吨，占比29.7%；马来西亚94.5万吨，占比12.2%；印度89.0万吨，占比11.5%；日本70.7万吨，占比9.1%；比利时33.3万吨，占比4.3%。预计2024年出口量在830万吨左右，同比下降50万吨。

图 38：焦炭出口数量合计 单位：万吨



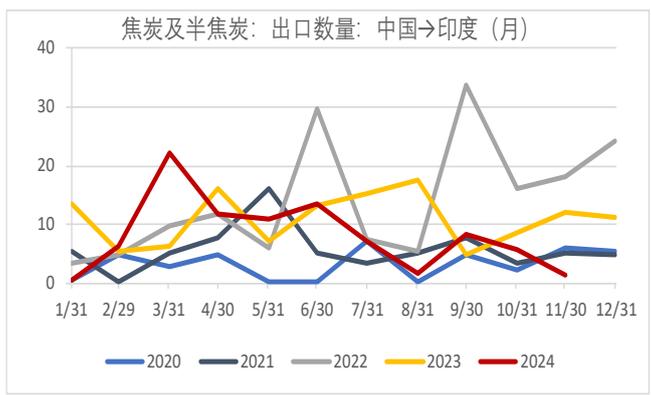
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 39：焦炭出口数量：中国→印尼 (月) 单位：万吨



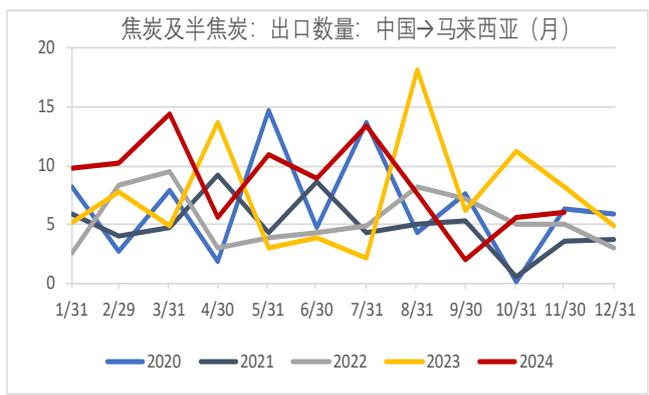
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 40：焦炭出口数量：中国→印度 单位：万吨



数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 41：焦炭出口数量：中国→马来西亚 单位：万吨



数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

近年海外新增焦化项目较多，根据 Mysteel 不完全统计，海外新增焦化项目产能约 3200 万吨，其中印尼占新建焦化项目产能 1750 万吨，占比 57%，主要集中在印尼苏拉威西岛青山工业园区。目前印尼青山工业园区在产捣鼓焦炉焦化 10 座，目前在产产能 1335 万吨。

印尼高炉生铁产能 1500 万吨左右，对应焦炭需求 700 万吨左右，富余量多出口到印度、日本、韩国和东南亚等地区，与中国出口目的地大部分重合，印尼焦炭产能的增加，加大了国内焦炭出口的压力。

表 9：海外主要新增焦化项目 单位：万吨

序号	国家	新建焦化产能	占比	2024出焦	规划新建生铁产能
1	印尼	1750	57%	422	1150
2	菲律宾	500	16%	0	1000
3	越南	300	10%	0	0
4	缅甸	200	7%	0	400
5	马兰西亚	80	3%	10	630
6	蒙古国	60	2%	0	0
合计		2890			3180

数据来源：Mysteel、银河期货

表 10：印尼焦化企业产能情况 单位：万吨

企业名称(中文)	产能情况	产能(万吨)	24年在产和投产情况
德天焦化(印尼)股份公司	新建	130	130
	新建	340	85
印尼德信钢铁有限公司	老产能	130	130
	新建	150	150
印尼金瑞新能源科技有限责任公司	新建	260	260
印尼金祥新能源科技有限责任公司	新建	390	260
旭阳伟山新能源(印尼)有限公司	新建	480	320
印尼青山钢铁有限公司	老产能	60	停产
印尼喀拉喀托钢铁公司	老产能	70	停产
印尼喀拉喀托浦项焦化	老产能	132	停产
产能总计		2142	1335

数据来源：Mysteel、银河期货

同时注意到，印度新德里当地时间12月26日对外发布新政，自2025年1月起，对进口低灰冶金焦实施数量限制（焦粉焦粒除外）。灰分高于18%以上的冶金焦可不受进口数量限制，灰分低于18%以下的冶金焦，上半年全球总进口数量不超过142.7万吨。其中中国上半年进口限制数量为7.9万吨，印尼上半年进口限制数量为6.6万吨。

中国及印尼都是印度焦炭进口主要来源国，此举将会加剧中国与印尼在国际其他焦炭市场的竞争，2025年焦炭出口面临较大的压力，预计2025年焦炭出口在780万吨左右，同比下降50万吨左右。

五、高库存压制焦煤价格

2024年焦煤库存逐步累积，尤其是上中游库存增幅明显，下游焦钢企业由于利润不佳，现金流也较为紧张，今年来一直保持低库存运行。口岸蒙煤压力尤为明显，甘其毛都口岸库存压力较大，部分监管区出现爆仓现象，为减缓库存压力，在12月初监管区限制入库车辆，根据出库车数相应接车，通关出现下滑。

当前煤矿端出货情况一般，整体处于以价换量阶段，焦煤竞拍价格持续下滑，还没有出现明显企稳的迹象，煤矿库存出现不同程度的累积，下游焦钢企业采购力度有所加大，但在宽松的供给下，冬储对于焦煤价格托底程度有限。伴随着焦煤价格下行，焦钢企业的冬储也已过半。焦炭方面，全环节维持偏低库存，当前基本面上没有看到明显的改变，焦炭供需无明显矛盾，但碳元素整体供给偏宽松，市场更多关注焦煤库存情况。

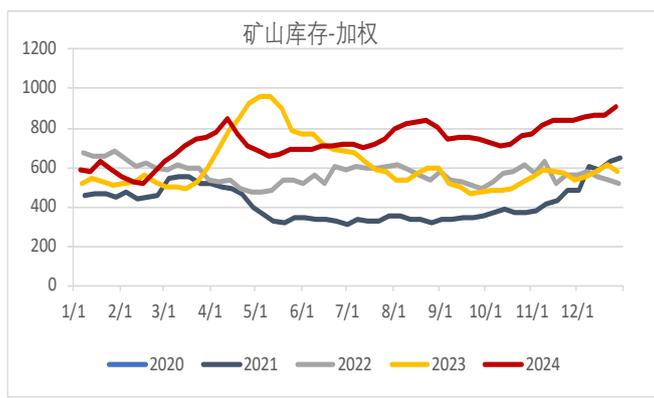
表 11：双焦库存同比 单位：万吨

大项	项目	2024/12/20	2023/12/22	年同比	
焦煤库存	煤矿	原煤库存：523家样本矿山	421.7	349.6	72.1
		精煤库存：523家样本矿山	341.6	220.3	121.3
	洗煤厂	原煤库存：样本洗煤厂（110家）	283.7	287.0	-3.3
		精煤库存：样本洗煤厂（110家）	214.3	149.8	64.5
		焦煤库存：全样本独立焦化企业	1062.3	1093.5	-31.3
		焦煤库存：247家钢铁企业	759.0	812.0	-53.0
		焦煤甘其毛都口岸库存	377.4	193.6	183.8
		焦煤库存：16港	988.9	723.5	265.4
	焦煤总库存（折算成精煤）	4096.2	3511.0	585.1	
焦炭库存		焦炭库存：全样本独立焦化企业	87.6	93.5	-5.9
		焦炭库存：247家钢铁企业	631.6	578.1	53.5
		焦炭库存：18港	199.8	225.1	-25.3
		焦炭总库存	919.0	896.6	22.4

数据来源：Mysteel、银河期货

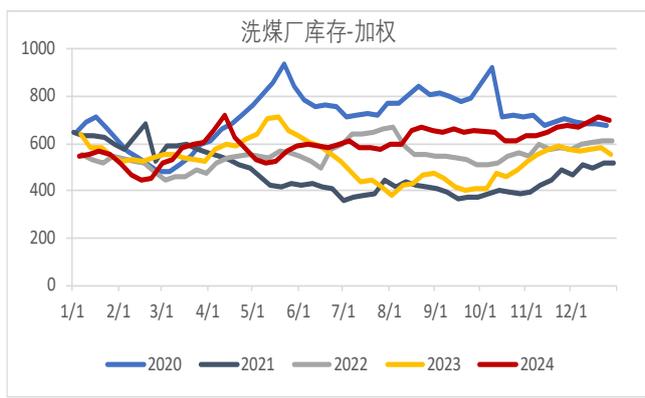
截止到12月22日，焦煤总库存4029.3万吨，同比增加585.1万吨，其中焦煤矿山原煤库存421.7万吨，同比增加72.1万吨，矿山精煤库存341.6万吨，同比增加121.3万吨；甘其毛都口岸库存377.4万吨，同比增加183.8万吨；独立焦化焦煤库存1062.3万吨，同比下降31.3万吨；钢厂焦煤库存759.0万吨，同比减少53万吨。焦炭作为中间品种，上中下游库存都偏低，焦炭总库存919.0万吨，同比增加22.4万吨。

图 42: 矿山焦煤库存-加权 单位: 万吨



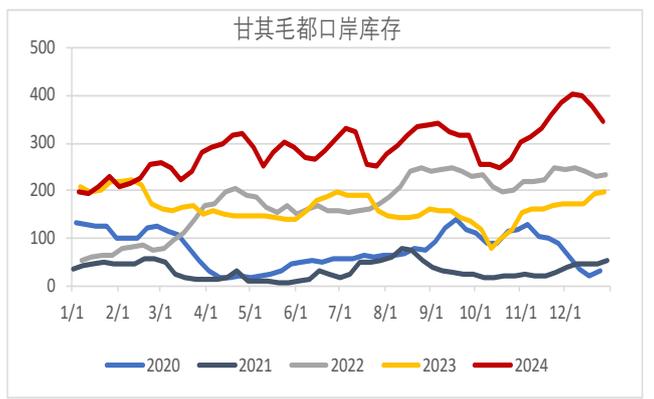
数据来源: Mysteel、银河期货

图 43: 洗煤厂精煤库存-加权 单位: 万吨



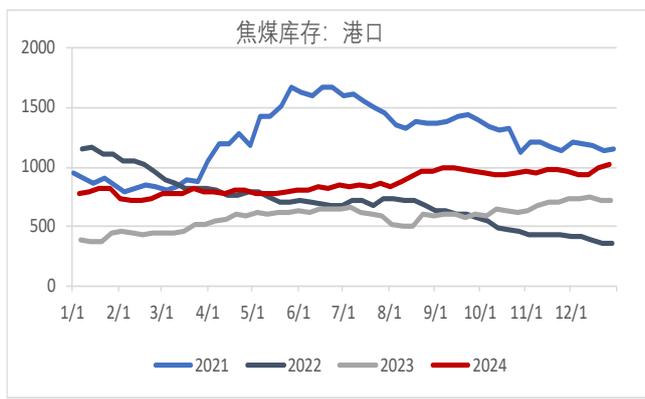
数据来源: Mysteel、银河期货

图 44: 蒙煤库存-甘其毛都口岸监管区 单位: 万吨



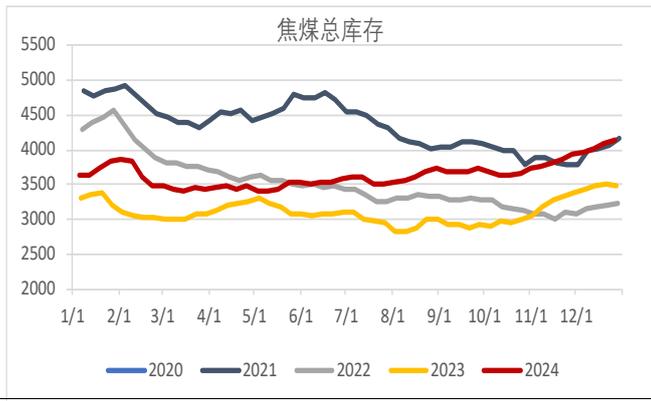
数据来源: Mysteel、银河期货

图 45: 港口焦煤库存 单位: 万吨



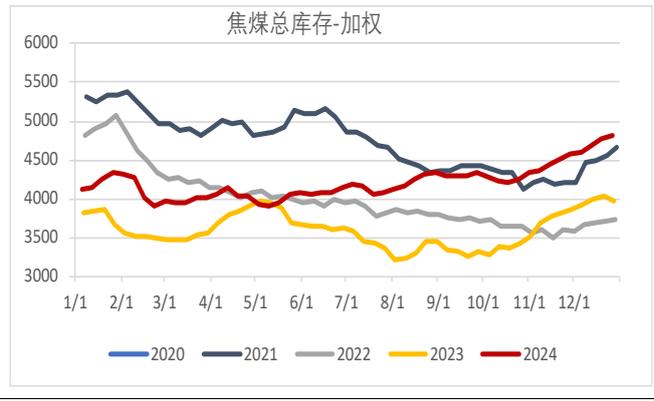
数据来源: Mysteel、银河期货

图 46: 焦煤总库存 单位: 万吨



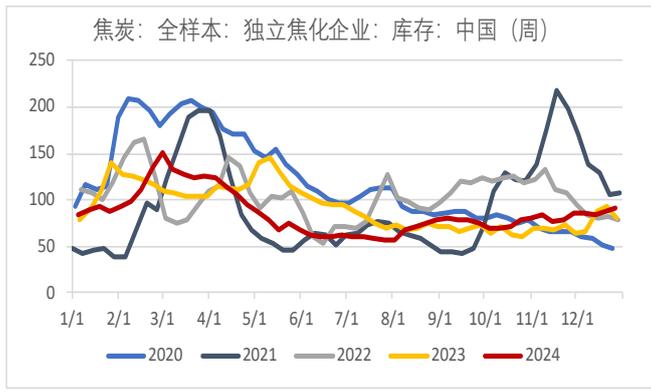
数据来源: Mysteel、银河期货

图 47: 焦煤总库存-加权 单位: 万吨



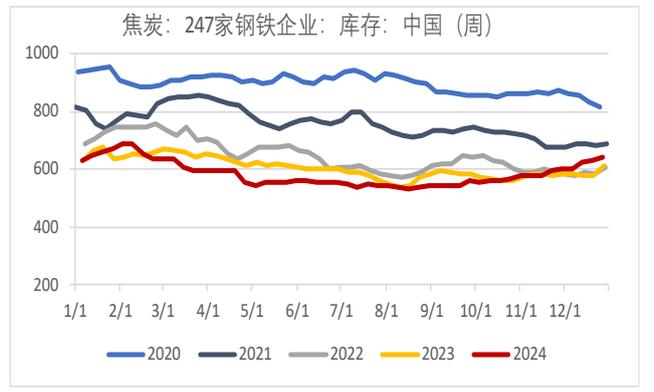
数据来源: Mysteel、银河期货

图 48: 焦企焦炭库存 单位: 万吨



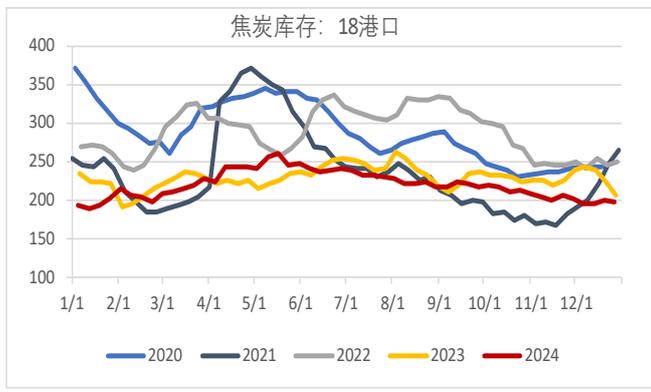
数据来源: Mysteel、银河期货

图 49: 钢厂焦炭库存 单位: 万吨



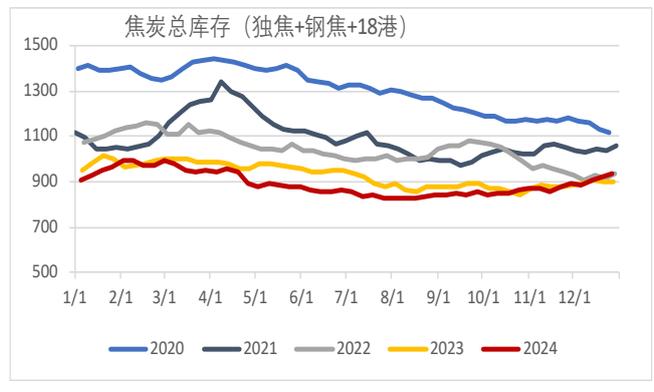
数据来源: Mysteel、银河期货

图 50: 港口焦炭库存-18港 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、银河期货

图 51: 焦炭总库存-加权 单位: 万吨



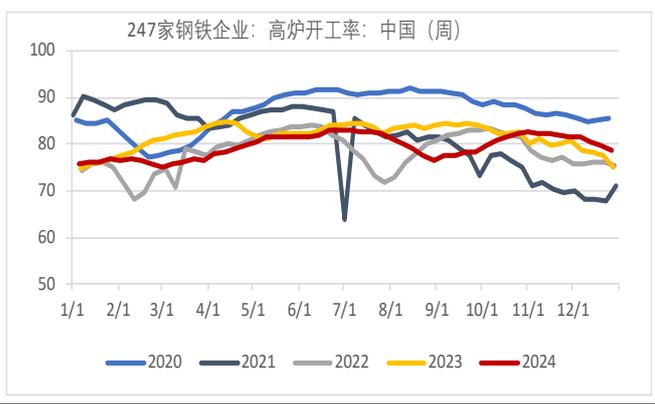
数据来源: Mysteel、银河期货

六、房地产拖累依然存在 基建与制造业托底

2024 年国内钢材需求一般，房地产拖累较大，基建也小幅下滑，当前面临着经济结构转型，增量政策对于钢材的需求拉动有限。2024 年 9 月底以来的各项宏观政策更多的是着眼于经济的长远发展，对于短期钢材需求拉动有限。在经历了两年多的低利润甚至亏损的局面下，无论是钢厂还是贸易商变得更为谨慎。2024 年国内钢材需求下滑 4000 万吨左右，钢材出口以价换量，出口量增幅明显，预计 2024 年全年粗钢净出口增加 2300 万吨左右，全年钢材总需求下滑 1700 万吨左右。

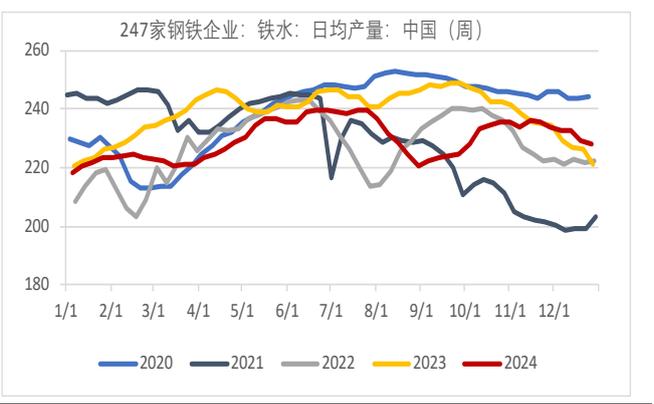
2025 年房地产拖累依然在，只不过拖累幅度会减小。出口方面，面临着较大不确定性，由于海外贸易摩擦不断增多，2024 年钢材出口量基数偏高，预计 2025 年钢材净出口会小幅下滑，基建及制造业托底，弥补房地产及出口带来的减量，综合看来，预计 2025 年钢材需求 10600 万吨左右，同比增加约 200 万吨，增幅 0.19%；预计铁水产量增加 300 万吨。（钢材供需详见银河钢材年报）

图 52：高炉产能利用率 单位：%



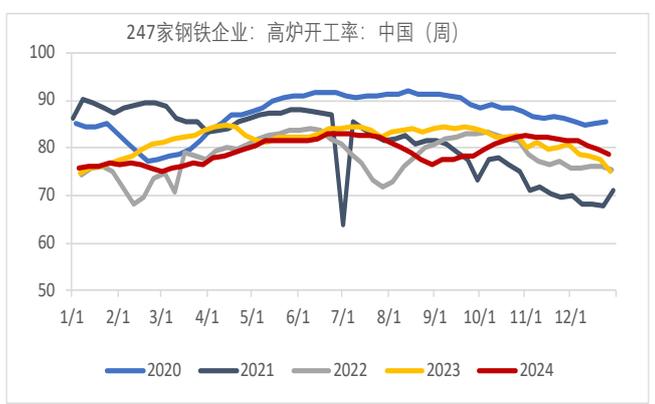
数据来源：Mysteel、银河期货

图 53：铁水日均产量 单位：万吨



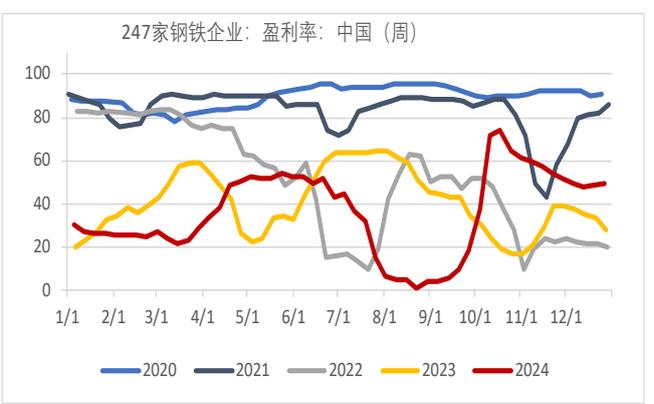
数据来源：Mysteel、银河期货

图 54：高炉开工率 单位：%



数据来源：Mysteel、银河期货

图 55：钢厂盈利率 单位：%



数据来源：Mysteel、银河期货

第三部分 2025 年双焦市场展望

从估值的角度看，蒙煤方面，蒙古国煤矿以露天矿为主，开采条件较好，根据资讯机构数据及调研了解，蒙古国主要矿区原煤成本在 20-40 美元/吨，预计 2025 年进口蒙煤坑口长协价会逐步回落到 70 美元左右，折后最低价格预计回落到 60 美元左右，长协蒙煤最低仓单成本算下来预计 1000 元/吨以内。

国内煤矿由于资源禀赋及开采条件不一，煤矿成本差距较大，当前国内平均煤价 1300 元/吨左右，根据部分煤企财报测算及我们调研了解，国内主流煤矿焦精煤营业成本在 600-800 元/吨，完全成本在 800-1000 元/吨，有部分煤矿成本高于 1200 元/吨，当前绝大部分煤矿仍有利润，还未了解到有煤矿因为亏损而停产。由于煤矿中人员工资、设备折旧及期间费用占比较大，减产一定程度上甚至会摊高吨煤成本，在小幅亏损的情况下，煤矿一般减产动力不足，煤矿减产动力不足，预计 2025 年国内低硫主焦煤价格在 1300-1700 区间，中硫主焦煤 1150-1500 元/吨区间，价格低点折算成仓单成本预计在 1050 元/吨左右。

表 12: 2025 年双焦供需平衡表

2025年双焦供需平衡表 (单位: 万吨)									
品种	年份	国内产量	进口	总供给	国内需求	出口	总需求	供需差	
焦煤	2023年	49200	10190	59390	59903	37	59940	-550	
	2024年E	47500	12100	59600	58616	70	58686	914	
	同比		-1700	1910	210	-1287	33	-1254	
			-3.5%	18.7%	0.4%	-2.1%	89.2%	-2.1%	
	2025年E	48500	11800	60300	58845	70	58915	1386	
	同比		1000	-300	700	229	0	229	
		2.1%	-2.5%	1.2%	0.4%	0.0%	0.4%		
焦炭	2023年	41890	24	41914	41200	879	42079	-165	
	2024年E	40990	13	41003	40070	830	40900	103	
	同比		-900	-11	-911	-1130	-49	-1179	
			-2.1%	-45.8%	-2.2%	-2.7%	-5.6%	-2.8%	
	2025年E	41150	10	41160	40200	800	41000	160	
	同比		160	-3	157	130	-30	100	
		0.4%	-23.1%	0.4%	0.3%	-3.6%	0.2%		

数据来源：海关总署、统计局、Mysteel、汾渭能源、银河期货

根据前文分析，可以较为确定 2025 年焦煤供给相对偏宽松，下游需求存在韧性。预计 2025 年国内焦煤产量 48500 万吨，同比增加 1000 万吨；焦煤进口 11800 万吨，同比下降 300 万吨；需求端，预计 2025 年钢材需求具有一定韧性，铁水产量 85022 万吨，同比增加 300 万吨；焦煤总供给 60300 万吨，焦煤总需求 58915 万吨，焦煤库存会继续累积，库存压力仍存。焦炭总供给 41160 万吨，焦炭总需求 41000 万吨。2025 年双焦的价格回到 2020 年之前整体呈现宽幅震荡局面，难有长周期下跌或上涨的趋势。焦煤向下寻求成本支撑，向上考验需求韧性，焦炭则继续维持盈亏平衡边缘运行，价格整体上跟随焦煤运行为主，预计 2025 年盘面上焦煤价格在 950-1450 元/吨区间运行，焦炭在 1450-2050 元/吨运行区间。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，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。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799