

供需宽松，道阻且长



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

焦煤/焦炭: 震荡

报告日期:

2024 年 12 月 30 日

王心彤

资深分析师(黑色产业)

从业资格号: F03086853

投资咨询号: Z0016555

Tel: 8621-63325888-1596

Email: xintong.wang@orientfutures.com

★焦煤: 供应持续, 库存高位

焦煤供应方面, 国产端目前焦煤仍处于产能扩张的阶段。但投放的新增产能期初产量仍有待观察, 且新投放产能成本较高, 若市场变现一般, 也会压制新产能释放产量。产量方面明年来看, 在没有政策扰动情况下, 如果煤矿开工率延续今年三、四季度状况, 预计明年国产端将有增量, 主要来自于明年上半年同比今年上半年的增量。进口方面, 蒙煤进口高位维持, 海运煤同比稍有减量, 不论是澳煤还是美加煤, 进口量主要取决于海外煤价。需求方面, 根据东证钢材年报, 中性预期下, 我们认为钢材终端需求仍将呈现 1%左右的同比下降。因此明年基本面的来看焦煤仍处于供需偏宽松情况。

★焦炭: 供应低位库存低位, 但产能过剩格局未改

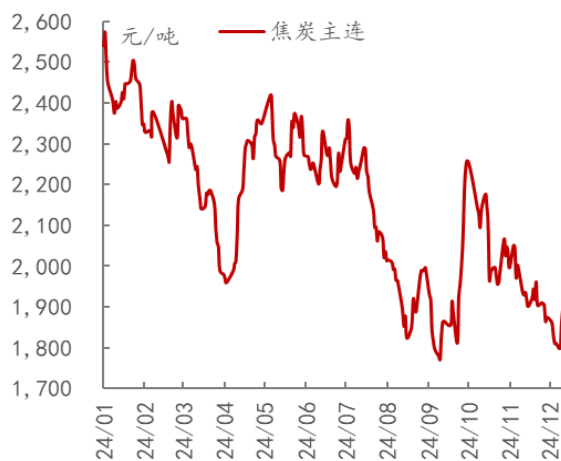
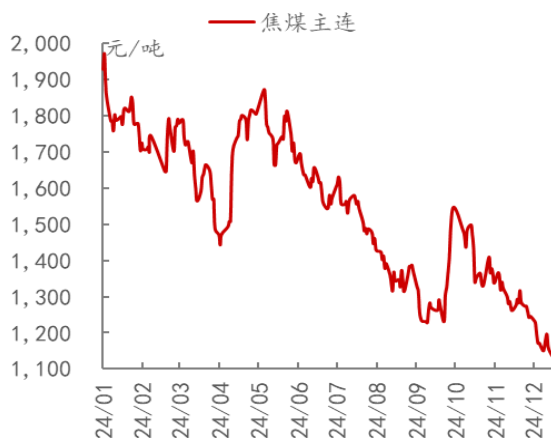
供应方面, 焦炭依然处于产能过剩的格局, 焦化利润一直处于低位, 因此焦化厂开工意愿一般, 使得焦炭供应持续偏低。明年来看, 在产能结构未发生变化之前, 焦炭低利润情况难有改善。当然低供应使得焦炭库存持续偏低, 因此焦炭基本面强于焦煤。库存方面, 由于钢厂近年来不断控制库存管理, 厂内持续维持低库存, 因此焦炭总库存上升幅度不大。需求方面, 预计 2025 年焦炭出口难有增量, 或维持今年出口状况。

★2025 年双焦市场交易逻辑

整体来看, 焦煤由于供应同比增量但需求不确定性较大, 供需基本面偏弱。但明年政策发力不确定性较大, 因此价格仍有扰动。基于供需基本面和政策扰动, 我们认为 2024 年焦煤期价重心运行的主要区间在 1000-1500 元/吨, 但就整个黑色系商品来看, 焦煤整体偏弱。焦炭产能过剩格局下的焦炭供应或跟随需求走势, 但利润仍维持低位。需关注后期对于内蒙、陕西等地 4.3 米焦炉退出的情况。由于焦煤供需宽松, 成本下移, 2025 年焦炭期价重心运行的主要区间在 1900-2100 元/吨。投资节奏来看, 焦炭产能过剩自身逻辑不强, 价格波动跟随焦煤走势。

★风险提示:

双焦价格趋势下行风险在于需求端超预期下行, 以及政策变化。



重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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交易建议, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺, 见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1. 2024 年煤焦市场回顾.....	5
2.焦煤：供应持续，库存高位.....	8
2.1 国产端供应维持情况下，同比增量明显.....	8
2.2 利润仍为进口关键因素，预计进口量放缓.....	11
2.2.1 蒙煤进口高位持稳.....	12
2.2.2 海运煤进口取决于利润.....	14
2.3 库存累积，上中游库存较高.....	18
2.4 焦煤供需总结及平衡表.....	19
3.焦炭：供应低位库存低位，但产能过剩格局未改.....	20
3.1 产能过剩格局难改，焦化利润维持低位.....	20
3.2 下游库存低位.....	22
3.3 需求或有维持.....	22
3.4 焦炭供需总结及平衡表.....	24
4.风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 炼焦煤现货价格	5
图表 2: 焦煤主力合约价格	5
图表 3: 焦煤基差	6
图表 4: 焦煤月差	6
图表 5: 焦炭现货价格	7
图表 6: 焦炭主力合约价格	7
图表 7: 焦炭基差	7
图表 8: 焦炭月差	7
图表 9: 中国炼焦煤产量	8
图表 10: 山西炼焦煤产量	8
图表 11: 内蒙炼焦煤产量	9
图表 12: 全国炼焦煤主产省份	9
图表 13: 国内炼焦煤矿开工率	10
图表 14: 山西炼焦煤矿开工率	10
图表 15: 国内样本煤矿利润	10
图表 16: 焦煤产量预估	10
图表 17: 我国炼焦煤进口量	11
图表 18: 炼焦煤年度进口量	11
图表 19: 蒙古焦煤进口量	12
图表 20: 甘其毛都通关车辆数	12
图表 21: 288 口岸监管区库存	13
图表 22: 查干哈达库存	13
图表 23: 我国澳洲炼焦煤进口量	14
图表 24: 澳洲炼焦煤出口量	14
图表 25: 印度粗钢产量	15
图表 26: 澳洲至印度海运煤量	15
图表 27: 我国俄罗斯炼焦煤进口量	16
图表 28: 俄罗斯炼焦煤至全球	16
图表 29: 俄罗斯炼焦煤至印度	16
图表 30: 加拿大炼焦煤进口量	17
图表 31: 加拿大炼焦煤至全球	17
图表 32: 美国炼焦煤进口量	18
图表 33: 美国炼焦煤至全球	18
图表 34: 煤矿焦煤库存	18

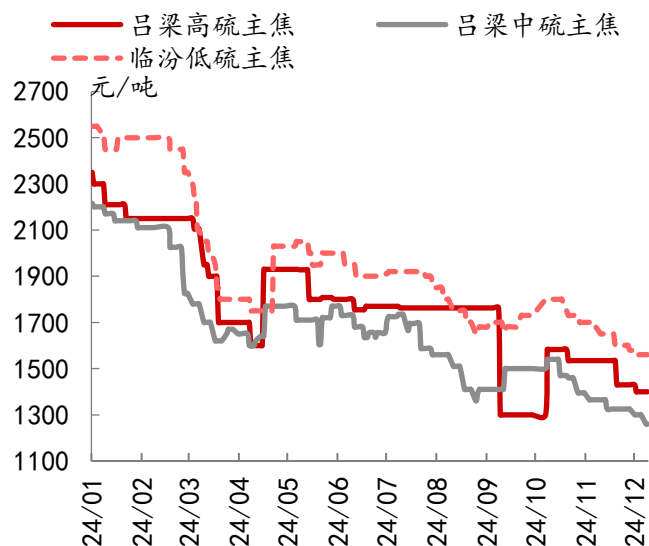
图表 35: 港口焦煤库存	18
图表 36: 钢厂+焦化厂炼焦煤库存	19
图表 37: 焦煤总库存	19
图表 38: 2025 焦煤供需平衡表 (单位: 万吨)	20
图表 39: 全国焦炉产能分布 (万吨)	21
图表 40: 全样本独立焦企开工率	21
图表 41: 焦化利润	21
图表 42: 钢厂焦炭库存	22
图表 43: 钢厂焦炭可用天数	22
图表 44: 海外新建焦化项目情况 (单位: 万吨)	23
图表 45: 焦炭出口量	23
图表 46: 247 铁水	23
图表 47: 2025 焦炭供需平衡表 (单位: 万吨)	24

1. 2024 年煤焦市场回顾

整体来看，焦煤全年呈震荡下行走势，价格中枢逐步下移。2024 年上半年，虽然焦煤供应端下降幅度较大，但同时需求也大幅下滑，因此黑色系整体受需求下滑拖累下行。同时现实需求的疲弱也使得盘面多交易预期情况。分季度来看，一季度虽然焦煤国内产量大幅下降，但下游需求疲弱，终端需求未见好转，铁水同比下降明显，黑色整体交易需求转差，盘面价格下行。现货方面，需求弱势情况下下游补库一般，现货跟随下行。进入二季度，随着铁水的逐渐恢复，加之预期关于基建政策的发力，虽现实依然疲弱，但盘面开始逐渐转向交易弱现实强预期情况，盘面率先上涨，远月升水拉大。现货方面，进入 4 月后下游逐渐补库以及期现贸易商的入场操作，现货价格企稳反弹。之后铁水上涨乏力，市场有所期待的基建需求释放强度也非常一般，需求下行拖累，盘面价格下行。现货在补库支撑下震荡运行。

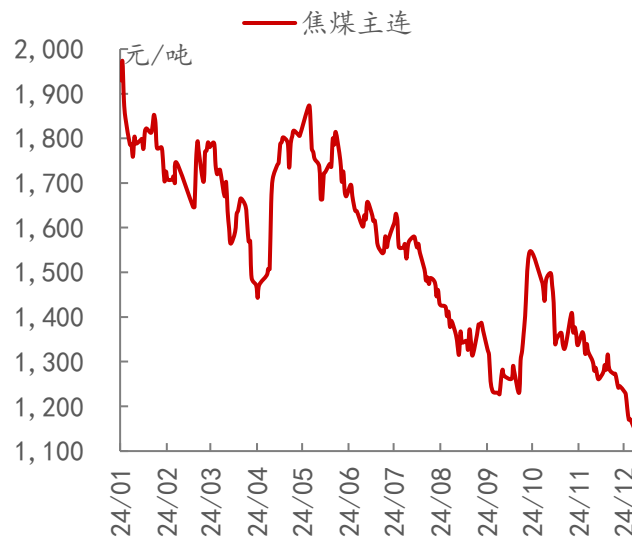
至 2024 年下半年，国产端煤矿在安全检查结束后开工率迅速提升，国产焦煤产量环比提升明显，尤其山西地区，与此同时蒙古焦煤进口量持续高位，焦煤整体供应高位维持。因此高供应造成焦煤库存累积较为明显，尤其是上中游，库存压力较大，供需偏宽松，加之宏观面无明显政策支撑，焦煤盘面继续下行。

图表 1：炼焦煤现货价格



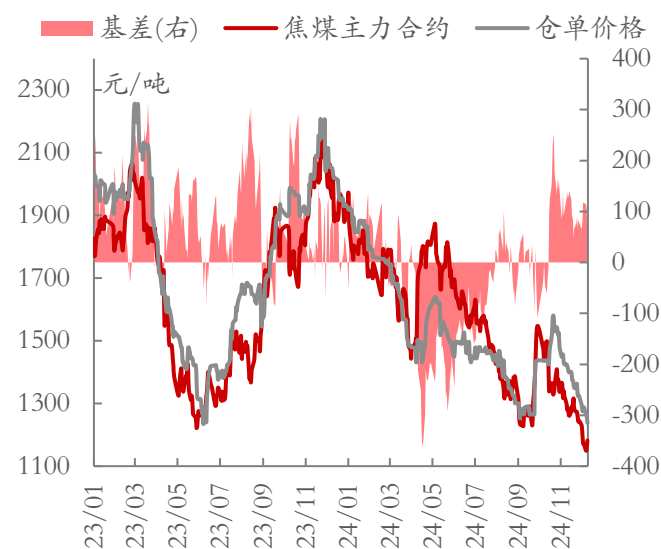
资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 2：焦煤主力合约价格



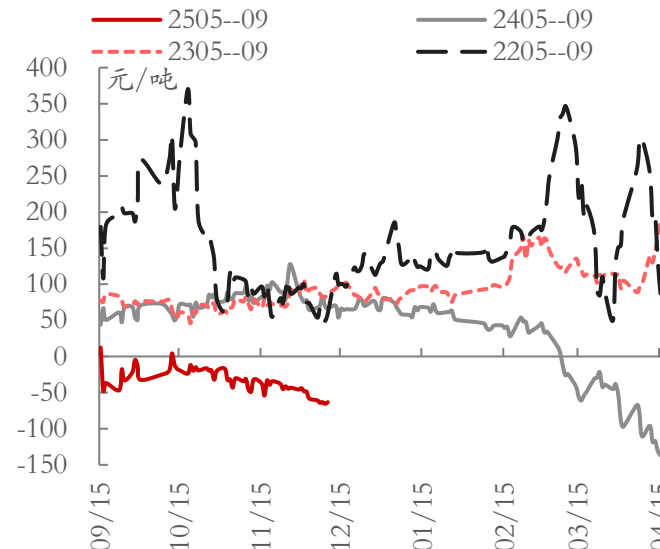
资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 3：焦煤基差



资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 4：焦煤月差

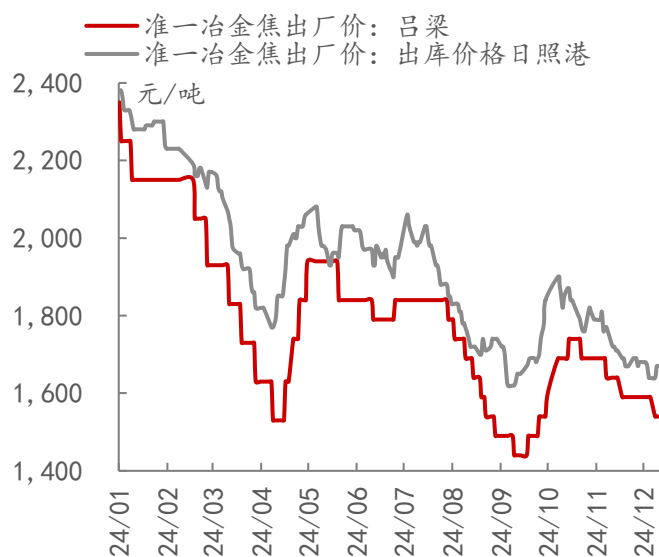


资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

焦炭方面，今年在产能持续过剩的情况下，焦炭基本没有自身逻辑引导的行情，价格跟随焦煤也就是成本价格波动。

但相对于焦煤，焦炭基本面相对健康。由于焦化厂利润持续低位，因此焦企开工意愿不强，持续维持低开工，因此焦炭供应低位。加之中间端库存偏低，焦炭总库存一度至历史低位，整体供需偏平衡。所以焦炭价格的波动多由于成本端的波动。

图表 5：焦炭现货价格



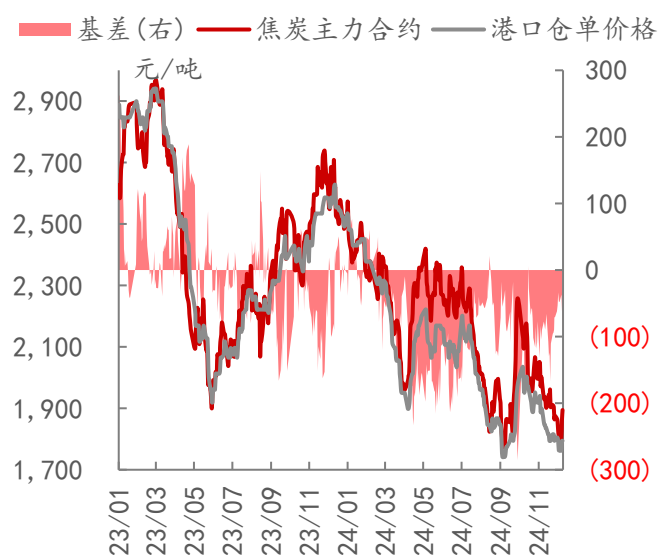
资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 6：焦炭主力合约价格



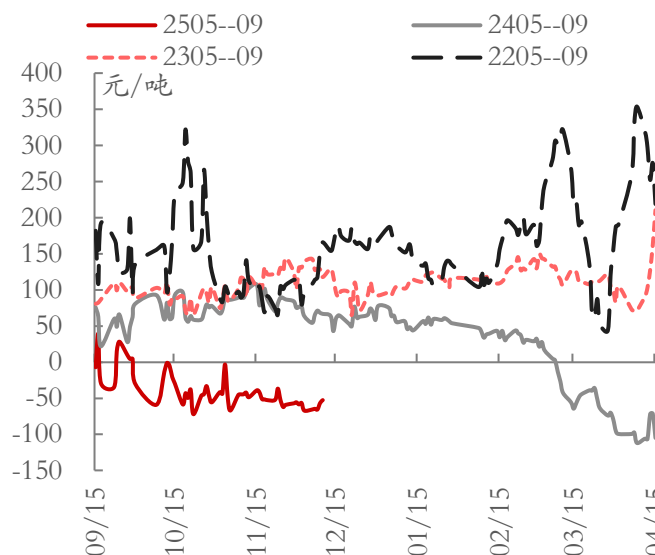
资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 7：焦炭基差



资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 8：焦炭月差



资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

2.焦煤：供应持续，库存高位

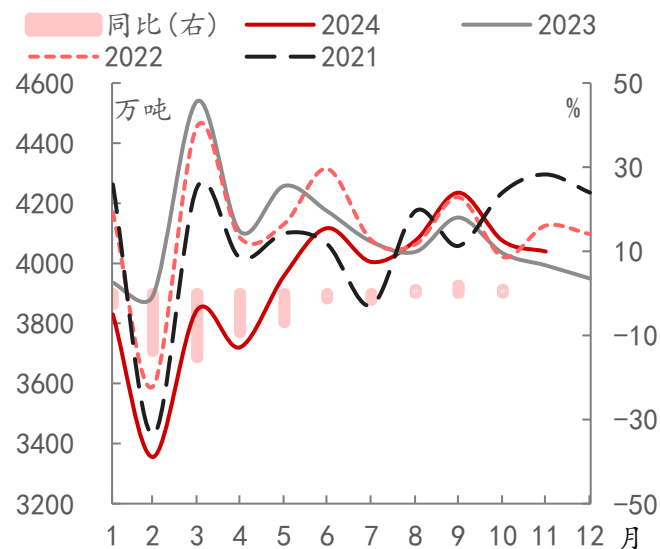
2.1 国产端供应维持情况下，同比增量明显

2024 年焦煤国产供应前低后高。由于去年四季度山西煤矿事故频发，因此国家安全督导组 11 月进驻山西进行安全检查，至今年 5 月督导组离开，因此在安全检查趋严情况下，上半年山西炼焦煤产量同比大幅下滑。同时山西省安全生产委员会发布《全省矿山安全生产集中排查整治行动方案》的通知，要求在全省范围立即开展矿山安全生产集中排查整治行动。因此上半年山西焦煤产量持续偏低。下半年安全督导组撤出山西后，在保证安全生产的前提下，山西开始追产，炼焦煤产量逐步修复，之后山西地区不断提升开工率弥补上半年的供给减量。

截止 2024 年 10 月，山西炼焦煤月度产量至 1872 万吨，基本已恢复至同期水平。

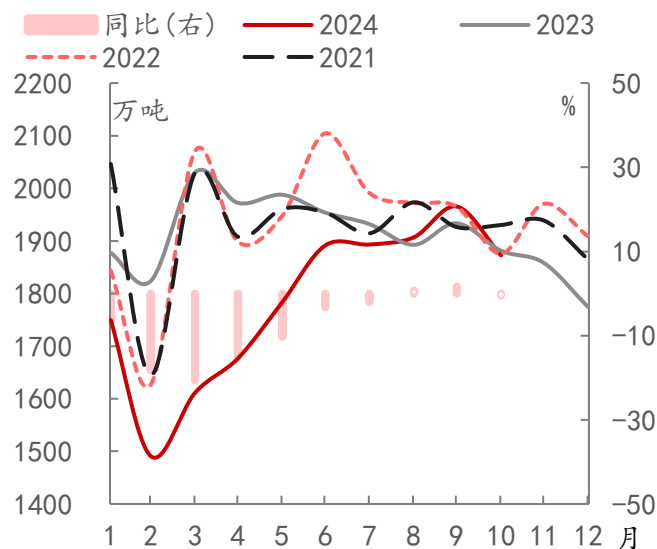
分地区来看，除去山西上半年由于安全检查造成的产量减少外，今年在没有煤矿事故影响下内蒙、贵州，陕西等区域产量同比增加，其中内蒙地区增量明显，截止 2024 年 10 月，内蒙累计焦煤产量 3224 万吨，同比增加 12.5%

图表 9：中国炼焦煤产量



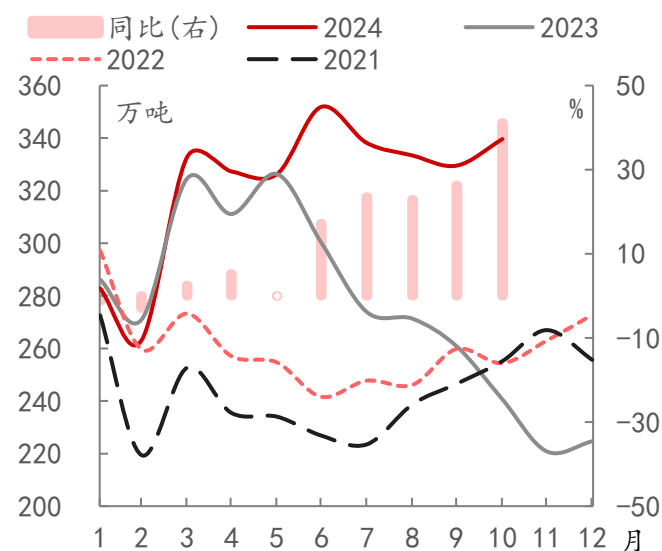
资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 10：山西炼焦煤产量



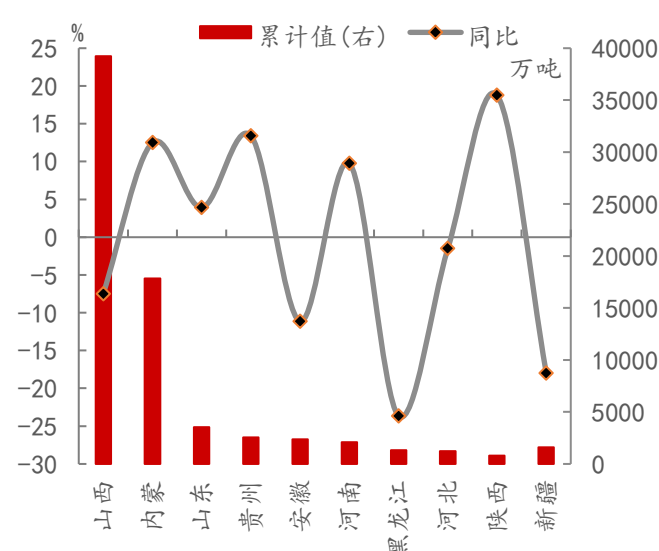
资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 11: 内蒙炼焦煤产量



资料来源: Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 12: 全国炼焦煤主产省份



资料来源: Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

2025 年来看, 产能方面, 目前焦煤仍处于产能扩张的阶段。据钢联数据显示, 2025 年炼焦煤矿产能投放近 1200-1400 万吨左右。其中山西地区预计产能投放 1080 万吨, 主要煤种为主焦煤和肥煤。但投放的新增产能期初产量仍有待观察, 且新投放产能成本较高, 若市场价格一般, 也会压制新产能释放产量。同时旧产能方面, 尤其山西部分地区产能面临资源枯竭问题, 煤质及实际精煤产量都有所下滑, 因此焦精煤选洗率也持续下降, 这也是近几年产量增速不及产能增速的原因。

产量方面, 今年上半年产量下降明显, 后逐渐追上。明年来看, 在没有政策扰动情况下, 如果煤矿开工率延续今年三、四季度状况, 预计明年国产端将有增量, 主要来自于明年上半年同比今年上半年的增量。

明年产量变动依然需要注意三个方面的扰动。一方面, 若明年煤价继续下滑, 将会到达部分成本煤矿的成本线, 这部分煤矿主要为资源禀赋较差的矿和近两年新开的矿, 从而使得部分煤矿被动减产。另一方面, 今年下半年以来随着国产供应增量, 煤矿库存累积, 若此状开过年延续至明年上半年, 也需要关注煤矿顶库带来的被动减产。第三主焦煤资源持续收缩, 尤其是高强主焦煤资源, 随着煤矿开采的逐渐深入, 部分易开采煤矿资源逐渐减少, 因此不同煤种指标也发生了变化, 就今年以来焦煤灰分越来越高, 优质煤资源减少, 焦煤选洗率也在逐年下降。

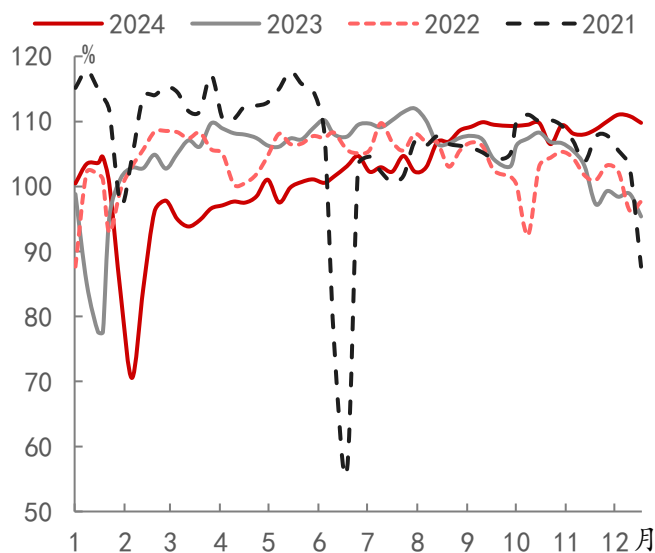
总体来看, 2025 年炼焦煤国产供应有同比增量可能。

图表 13: 国内炼焦煤矿开工率



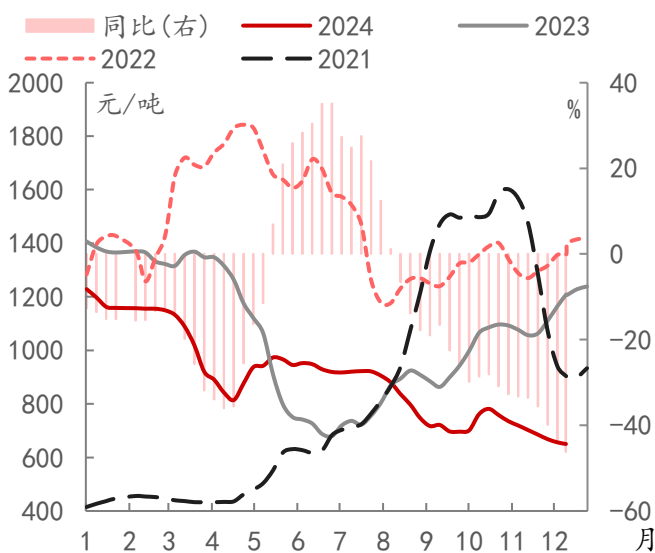
资料来源: Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 14: 山西炼焦煤矿开工率



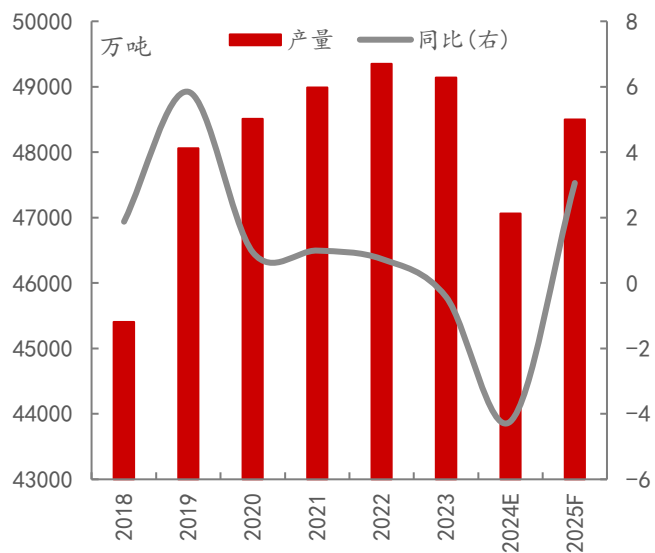
资料来源: Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 15: 国内样本煤矿利润



资料来源: Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 16: 焦煤产量预估



资料来源: Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

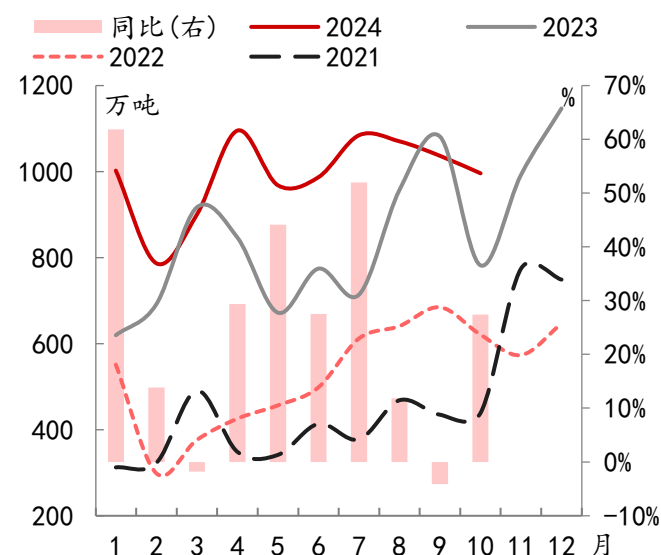
2.2 利润仍为进口关键因素，预计进口量放缓

今年在没有疫情和政策影响下，焦煤进口量同比增幅较大，这也在一定程度上弥补了上半年国产产量的缺失。截止 2024 年 10 月，我国累计进口炼焦煤 9925 万吨，同比增加 23%。

同时从进口结构上来看，海运煤占比有所提升。海运煤增量的具体因素主要为利润问题。2023 年由于印度加大炼焦煤采购量，使得海外焦煤价格大幅提升，因此海外煤价升水使得我国海运煤进口利润偏低。今年以来，随着印度采购量下降，海外焦煤价格下行，海运煤进口利润阶段性恢复，进口量增加。

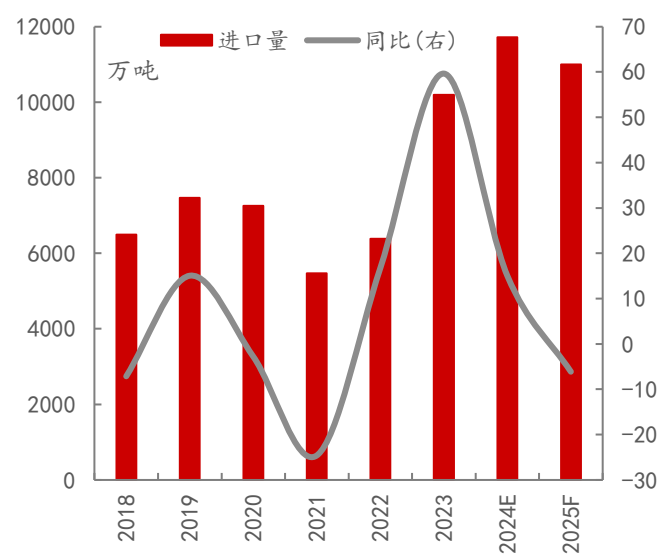
明年来看，蒙煤、俄煤或维持高进口量，美加等海运煤或有所收缩。

图表 17：我国炼焦煤进口量



资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 18：炼焦煤年度进口量



资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

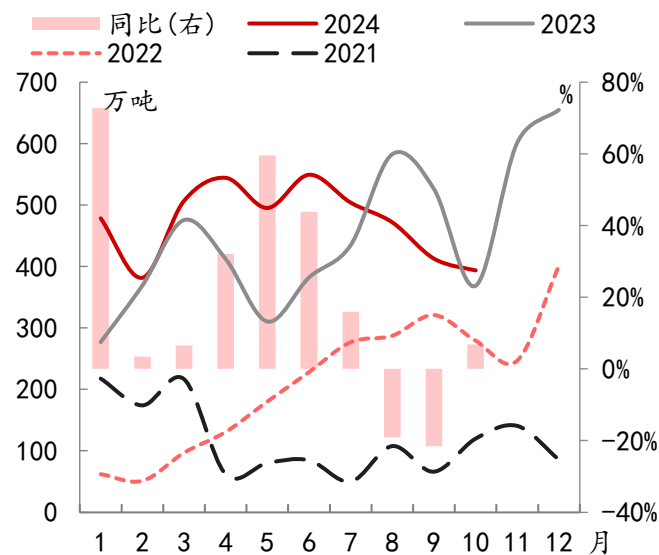
2.2.1 蒙煤进口高位持稳

蒙煤方面，今年以来随着口岸基础建设的完善，加之无人车的使用，蒙煤通关大幅增加。截止 2024 年 10 月，蒙古炼焦煤进口量 4735 万吨，同比增加 14%。

同时无人车的使用也使得蒙煤通关的季节性波动被拉平。除了主焦煤的主要通关口岸甘其毛都通关增量外，其他各个口岸通关量均有不同程度增加。截止 12 月 11 日，甘其毛都口岸累计完成进口煤炭 3796.67 万吨，同期（3423.66 万吨）上涨 10.9%。截止 10 月末，策克口岸过货量 2038 万吨，增幅较大，主要为 1/3 焦煤、动力煤为主。满都拉口岸过货量 672 万吨。

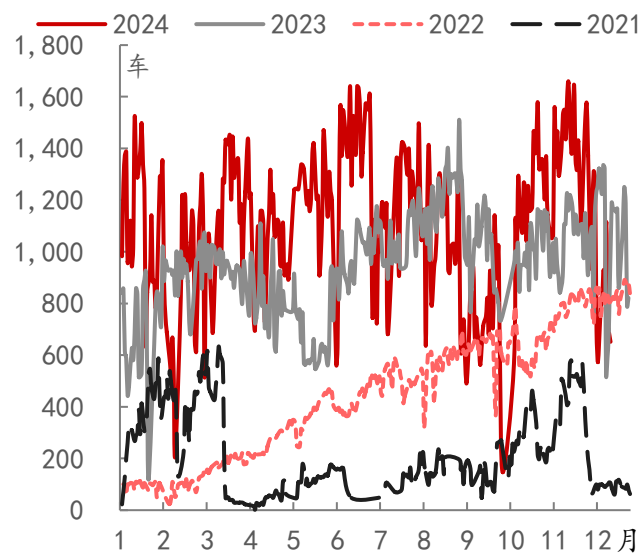
运输方面，今年策克—西伯库伦口岸跨境铁路建设已经完工，但煤矿到西伯库伦口岸仍需汽车运输，预计后期策克通关量持续上升。目前关键的塔本陶勒盖——甘其毛都的铁路还未完全修通，并且该段铁路修通后或主要运输铜矿，因此后续运力增加程度仍待观察。

图表 19：蒙古焦煤进口量



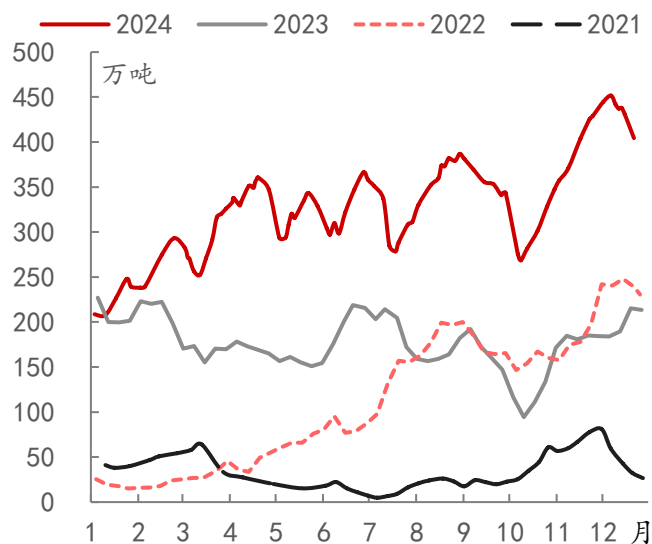
资料来源：Mysteel, iFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 20：甘其毛都通关车辆数

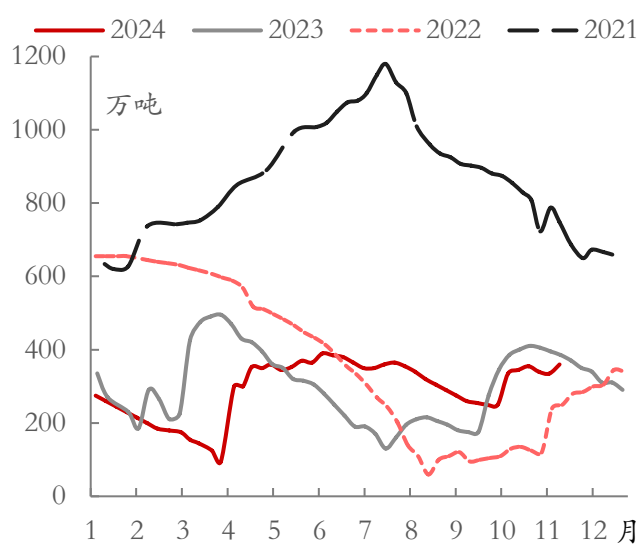


资料来源：Mysteel, iFind, 掌上煤焦, 东证衍生品研究院

但我们看到，今年如此高的蒙煤进口量也使得监管区口岸库存高企，目前 288 口岸监管区库存至 380 万吨左右，库存压力较大。同时由于蒙煤强度问题，使得蒙煤在使用过程中需掺配其他高强煤入炉，所以下游消化程度有限。因此我们看到，目前制约蒙煤进口量的主要因素不在是运输条件，而是需求。当蒙煤进口量大于消费量后，化成了库存累在口岸。因此 2025 年蒙煤的关键是首先消化库存，所以我们认为 2025 年蒙煤进口不会大幅增加，基本持稳为主。

图表 21：288 口岸监管区库存


资料来源：Mysteel, iFind, 掌上煤焦, 东证衍生品研究院

图表 22：查干哈达库存


资料来源：Mysteel, iFind, 掌上煤焦, 东证衍生品研究院

2.2.2 海运煤进口取决于利润

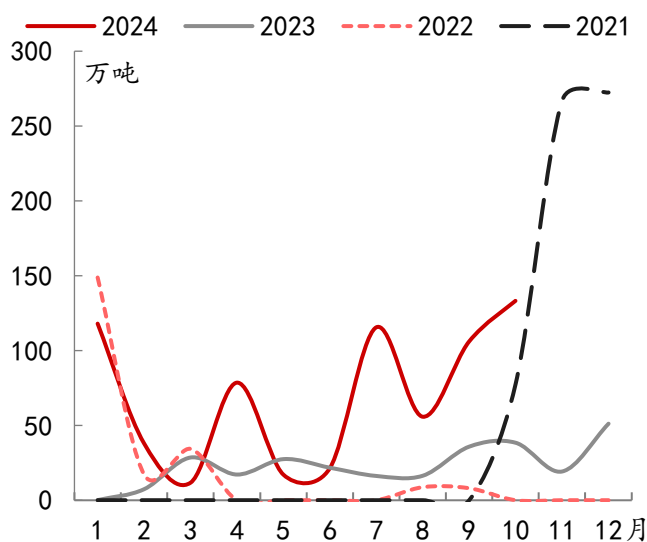
澳煤方面,虽目前澳煤进口量未恢复至疫情前,但今年我国澳煤进口增量明显,截止 2024 年 10 月,澳洲炼焦煤累计进口 695 万吨,同比增加 2 倍。今年澳煤进口主要呈现两个特征,第一个是进口量随着利润波动明显。第二个特征是进口煤种不在集中在一线主焦,而是多进口性价比高的肥焦煤等。

因此 2025 年来看,澳煤的进口量还是取决于海外的需求及内外价差。

供应方面,今年由于澳洲焦煤由于英美资源煤矿火灾影响,同时 BHP Blackwater 和 Daunia 矿区生产影响,澳洲炼焦煤产量同比小幅下滑,但就出口量来看基本持稳。截止 2024 年 11 月,澳洲出口冶金焦 14015 万吨,同比增加 2.74%。同时今年限制澳煤供应增量的其他因素是劳动力短缺问题带来的罢工和资金投资问题。

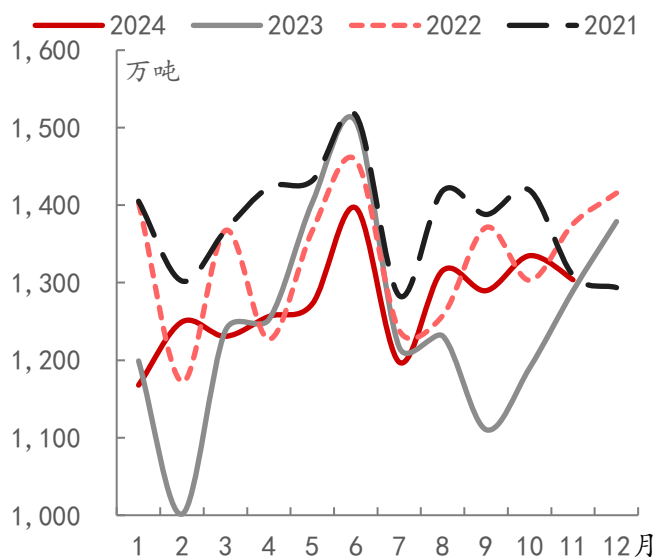
明年澳洲仍有部分新增产能,未来产量的增加主要集中在新南威尔士和昆士兰,预计澳煤供应仍有小幅增量。具体来看,BMA 集团 2025 财年的产量指导依旧保持不变,约 330-280 万吨左右,同时 Goonyella Riverside 和 Hay Point 码头维护完成。若市场价格不稳定,也会继续关注恢复价值的稳定性,增加原煤库存,将持续到 2026 财年。同时 BHP 预计,在未来五年内,若 BMA 维持正常生产和剥离比率运营,产量将增加到 430-450 万吨/年。今年 Angloamerican 产量下降主要是由于 Grosvenor 矿井的地下火灾,导致该矿井停产,但除 Grosvenor 矿井以外,其他矿井冶金煤产量增加了 3%,根据年度计划来看,2024 年计划产量仍有 1400-1550 万吨。Glencore 澳洲区域炼焦煤产量较 2023 年同期略有增长,2024 计划产量调整至 1900-2100 万吨。Peabody Energy 在收购 Angloamerican 位于澳大利亚博文盆地的四个冶金煤矿 Moranbah North、Grosvenor、Aquila 和 Capcoal 的多数股权后,预计后续将有持续焦煤增量,预计 2026 年炼焦煤产量为 1130 万吨。

图表 23: 我国澳洲炼焦煤进口量



资料来源: Mysteel, 克拉克森, Kpler, 东证衍生品研究院

图表 24: 澳洲炼焦煤出口量

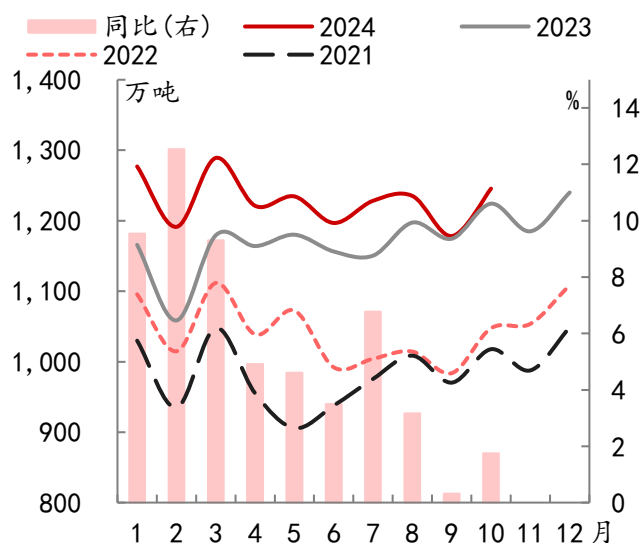


资料来源: Mysteel, 克拉克森, Kpler, 东证衍生品研究院

需求方面，今年海外煤价格下行的一个主要因素是印度需求增速下滑。2023 年，候选领导人为了增加选民支持，开展了部分基建项目，使得印度粗钢产量同比增加 12.3%。至 2024 年 6 月印度大选结束，莫迪政府如期连任，之后 7 月莫迪政府公布了今年大选后的首份中央财政预算，政策重心由大基建部分转向创造就业机会、职业培训和农业，其中与黑色商品相关的传统基建投资金额增速明显降低，25 财年增幅为 3.9%，因此明年来看印度需求增速较今年仍有下滑，对海外需求支撑有限。明年预计印度粗钢产量同增或将在 3% 左右，增速继续下滑。但就全球需求来看，明年仍将有近 2% 的需求增幅，主要集中在东南亚地区。

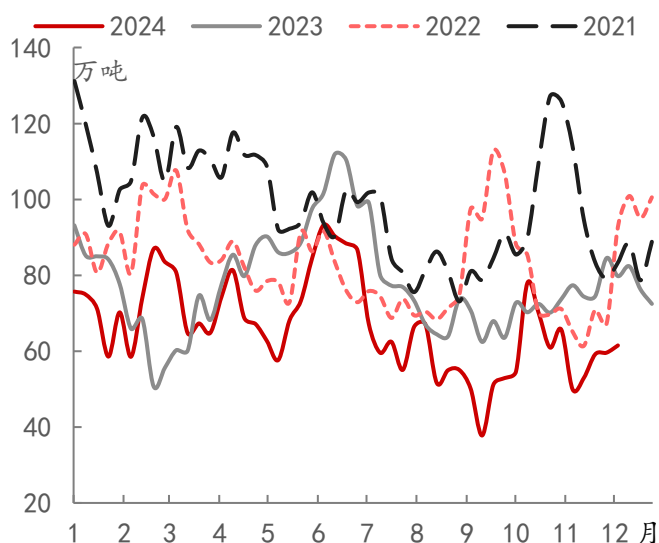
明年来看，澳煤供应仍有增量，同时需求也有增幅。今年年内煤价最低点已经达到海外高成本矿山成本，因此澳洲矿山有存储原煤减少出口的稳价意愿，明年海外煤价或有支撑，从而因价格问题减少到中国的出口量。

图表 25：印度粗钢产量



资料来源：Mysteel，克拉克森，Kpler，东证衍生品研究院

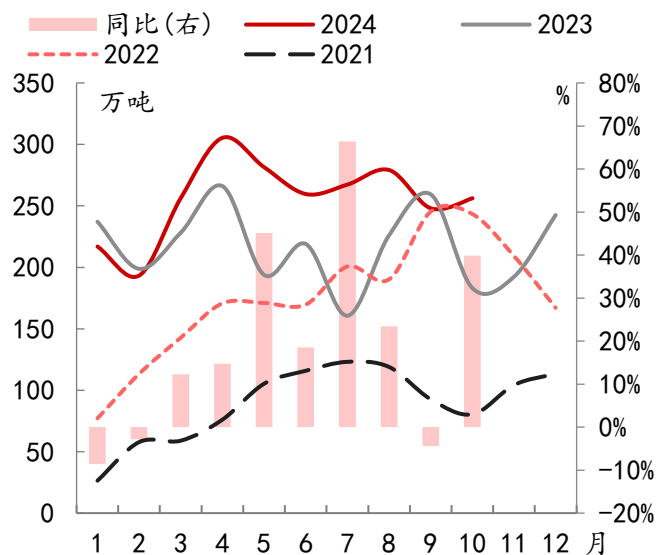
图表 26：澳洲至印度海运煤量



资料来源：Mysteel，克拉克森，Kpler，东证衍生品研究院

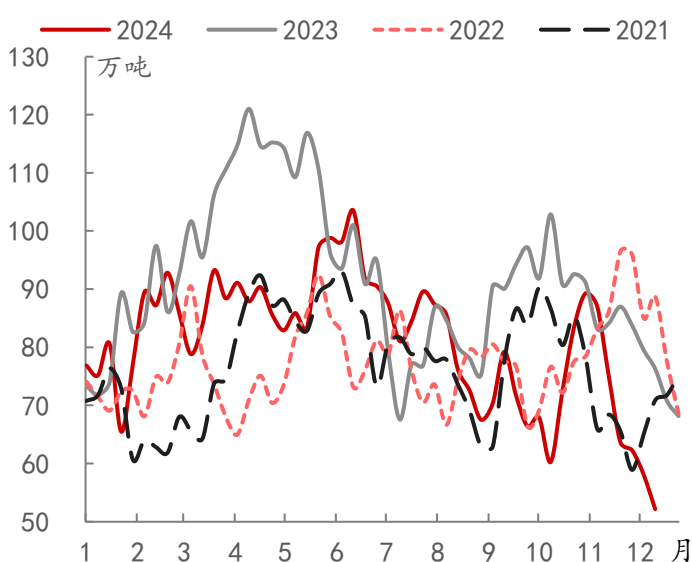
近两年俄罗斯焦煤出口至中国的量逐年增加，虽然澳煤进口政策放开同时蒙煤进口高位，但俄罗斯煤的进口量依然增加，主要是由于价格优势和下游工厂部分配煤使用支撑。指标来看，虽然俄罗斯煤强度有限，但硫含量偏低，因此搭配国内高硫煤使用可降低成本，钢厂更偏向于添加俄罗斯煤来降低成本。今年我国俄煤进口量同比有所增加，明年来看，俄煤继续增量有限，进口量基本稳定。主要是由于随着俄乌战争接近尾声，虽然有铁路运输线增加，但俄铁取消了 2025 年和各大矿山的基础运力保障量协议，同时今年以来印度等其他国家也增加了俄煤的进口量，因此后期俄煤的流向或更加多样性，因此到中国的量增量有限。

图表 27: 我国俄罗斯炼焦煤进口量



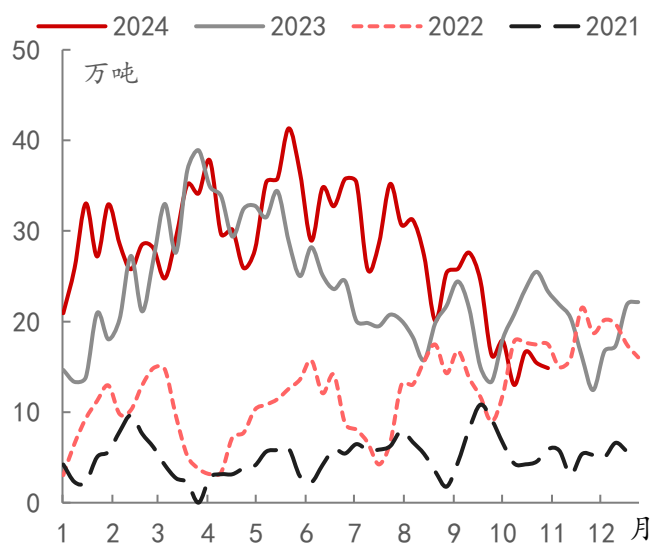
资料来源: Mysteel, 克拉克森, Kpler, 东证衍生品研究院

图表 28: 俄罗斯炼焦煤至全球



资料来源: Mysteel, 克拉克森, Kpler, 东证衍生品研究院

图表 29: 俄罗斯炼焦煤至印度



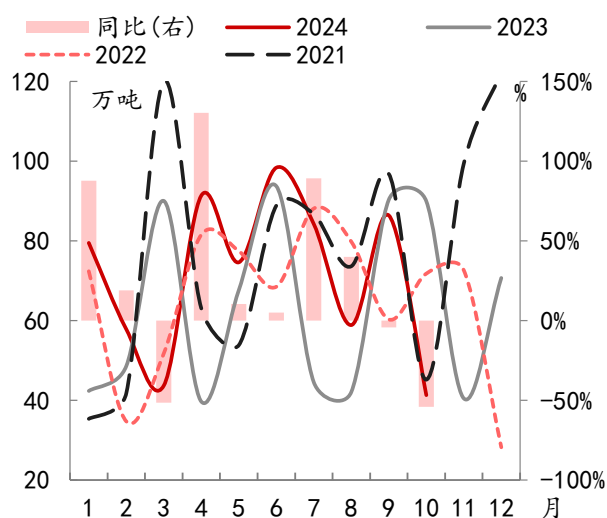
资料来源: Mysteel, 克拉克森, Kpler, 东证衍生品研究院

美国焦煤 2024 年进口也有增量，截止 2024 年 10 月，美国炼焦煤累计进口 848 万吨，同比增加 79%。明年来看，最大的不确定性或许来自于特朗普政府的政策，在特朗普第二任总统期间，预计环境法规将放松，这可能会促进更多美国能源产品的开采和销售，2025 年美国焦煤出口量可能会维持。

除了美国，加拿大炼焦煤今年也有增量，截止 2024 年 10 月，加拿大炼焦煤累计进口 716 万吨，同比增加 10%。明年来看，随着加拿大港口部分焦煤库存的消耗，预计明年加拿大焦煤进口量或将小幅下降。

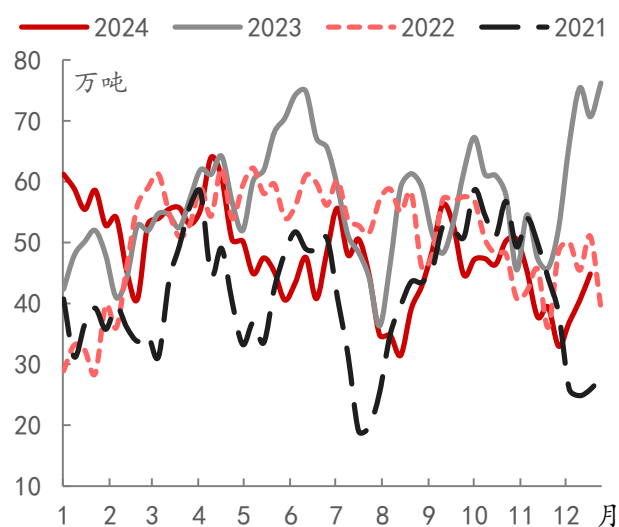
因此总体来看，不论是澳煤还是美加煤，进口量主要取决于海外煤价，明年来看，全球除中国外生铁产量仍有增幅，尤其东南亚地区，所以海外煤焦难大幅下跌，因此明年海运煤进口量或小幅下降。

图表 30：加拿大炼焦煤进口量



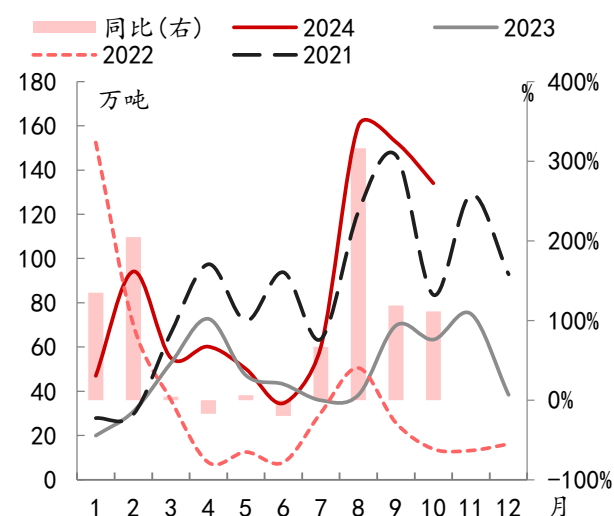
资料来源：Mysteel, IFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 31：加拿大炼焦煤至全球



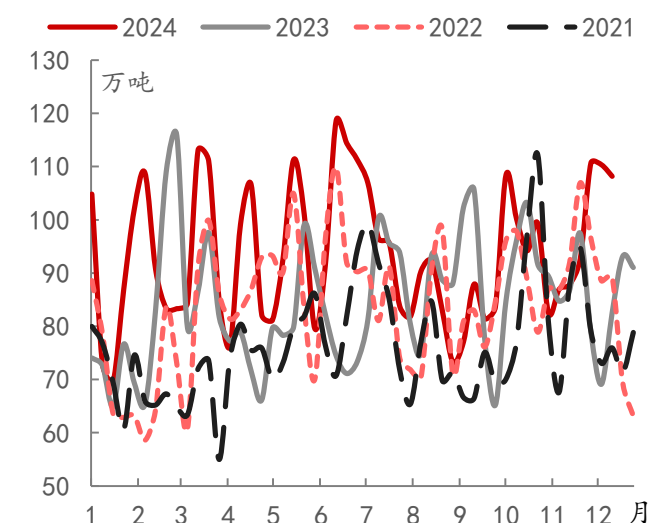
资料来源：Mysteel, IFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 32: 美国炼焦煤进口量



资料来源: Mysteel, IFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 33: 美国炼焦煤至全球

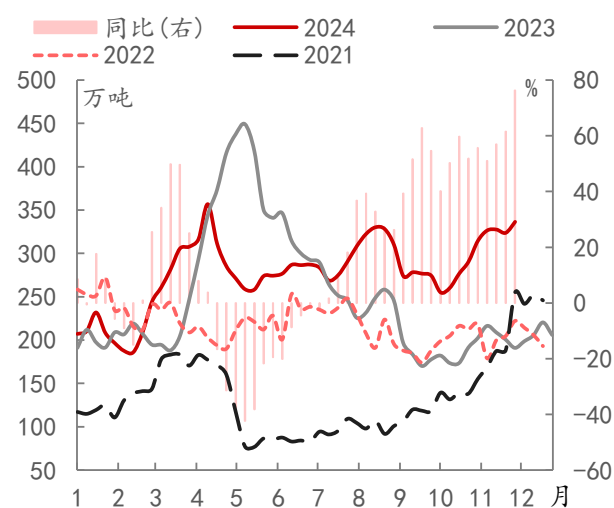


资料来源: Mysteel, IFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

2.3 库存累积，上中游库存较高

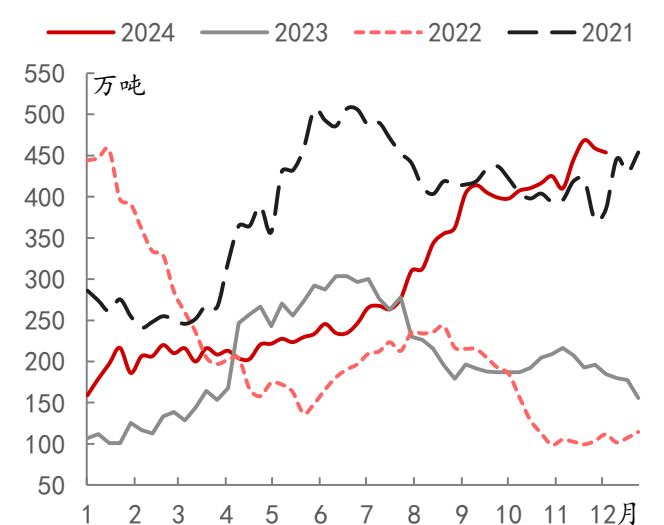
库存方面，相较于往年不同的是今年由于下游需求走弱，焦煤库存持续累积，同时表现为库存结构分化，焦煤库存持续累积在上中游，尤其是煤矿和港口端。但下游利润持续偏低情况下，一直秉承低库存结构，大部分下游焦化厂存煤量为四到六天，高位的基本在七到八天左右。焦化厂基本不再自己囤原料库存，而是把煤矿和洗煤厂等上游作为库存储备地，因此呈现出总量高，上游高的特点。明年来看，在供应维持同时下游未看到明显恢复的情况下，焦煤总库存或维持高位

图表 34: 煤矿焦煤库存



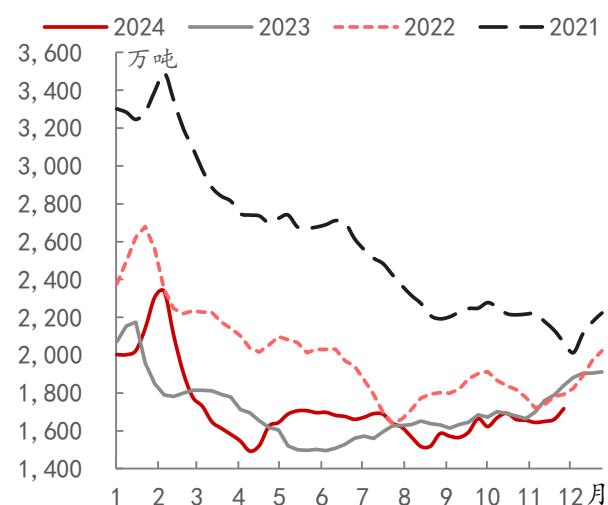
资料来源: Mysteel, IFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 35: 港口焦煤库存



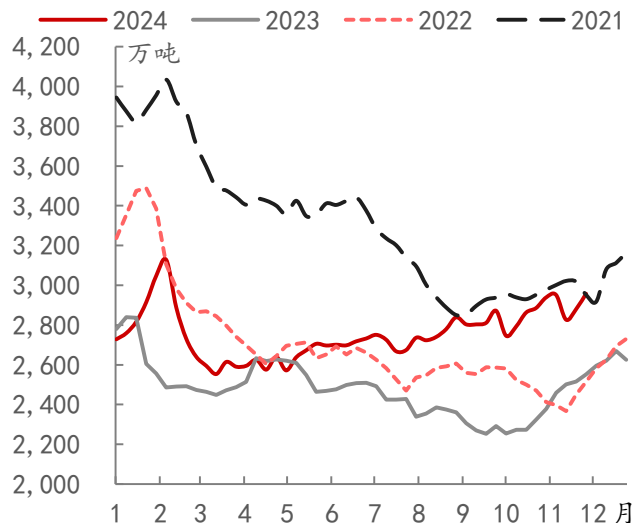
资料来源: Mysteel, IFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 36: 钢厂+焦化厂炼焦煤库存



资料来源: Mysteel, IFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 37: 焦煤总库存



资料来源: Mysteel, IFind, 汾渭, 东证衍生品研究院

2.4 焦煤供需总结及平衡表

明年基本面来看焦煤仍处于供需偏宽松的情况。供应方面，国产端目前焦煤仍处于产能扩张的阶段。据钢联数据显示，2025 年炼焦煤矿产能投放近 1200-1400 万吨左右，但投放的新增产能期初产量仍有待观察，且新投放产能成本较高，若市场变现一般，也会压制新产能释放产量。产量方面，明年来看，在没有政策扰动情况下，如果煤矿开工率延续今年三、四季度状况，预计明年国产端将有增量，主要来自于明年上半年同比今年上半年的增量。因此 2025 年炼焦煤国产供应仍有增量可能。

进口方面，蒙煤进口高位维持，明年蒙煤的关键是首先消化库存，所以我们认为 2025 年蒙煤进口不会大幅增加，基本持稳为主。海运煤同比稍有减量，不论是澳煤还是美加煤，进口量主要取决于海外煤价，明年来看，全球除中国外生铁产量仍有增幅，尤其东南亚地区，所以海外煤价难大幅下跌，因此明年海运煤进口量或小幅下降。

因此整体来看，明年焦煤的压力主要来自于国产供应的同比增量。

需求方面，根据东证钢材年报，由于投资端难以出现改善，地产预计仍会延续较大的同比降幅。由于财政资金的增量以及对化债的专项支持，预计基建需求将有非常温和的改善。建材需求依然会呈现同比下降的格局。受提振消费和以旧换新政策的提振，制造业终端维持同比增长，但较 2024 年增速放缓。因此中性预期下，我们认为钢材终端需求仍将呈现 1%左右的同比下降。

因此总体来看，由于供应同比增量但需求不确定性较大，因此就整个黑色系商品来看，焦煤基本面偏弱。但明年政策发力不确定性较大，因此价格仍有扰动。基于供需基本面和政策扰动，我们认为 2024 年焦煤期价重心运行的主要区间在 1000-1500 元/吨。

投资节奏方面，今年以来焦煤期价的运行节奏受基本面影响越来越小，逐渐被宏观预期和黑色产业链整体节奏所影响，因此在基本面偏弱且暂未看到需求端明显改善情况下，明年焦煤或呈前低后高走势。上半年煤矿供应同比增量明显但落实到实际的需求有限，因此库存或持续高位给价格一定压力。随着后续需求端发力，库存缓解，价格或有抬升。价格中枢下移，明年焦煤仍有做空机会，驱动或表现为两点，其一焦煤矿迟迟不愿减产，供应持续库存持续挤压或对价格造成压力；其二钢材需求走弱或政策不及预期带来的宏观影响。同时全年需要注意供应端煤矿安全检查的扰动，以及废钢供应对铁水的补充。

图表 38：2025 焦煤供需平衡表（单位：万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E		2025F	
国产	48060	48510	48991	49350	49141	46625	-5.0%	47454	1.8%
净进口	6821	6759	5133	6100	9171	10245	11.7%	9968	-2.7%
总供应	54881	55269	54123	55450	58312	56870	-2.5%	57422	1.0%
国内需求	52389	55526	53959	53462	54598	53530	-2.0%	53860	0.4%
出口需求	876	70	717	1182	1267	1279	0.9%	1280	0.1%
总需求	53265	55596	54676	54644	55865	54809	-1.9%	55140	0.4%
供需差	1616	-327	-553	806	2447	2061	-	2282	-

资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

3.焦炭：供应低位库存低位，但产能过剩格局未改

3.1 产能过剩格局难改，焦化利润维持低位

今年来看，焦炭依然处于产能过剩的格局，焦化利润一直处于低位，因此焦化厂开工意愿一般，使得焦炭低供应低库存，基本面略好于焦煤。因此焦炭若想摆脱产能过剩困境，有一定话语权，除非解决产能过剩问题。

今年上半年，国务院两次发布关于节能降碳的行动方案，加之焦化产能过剩，因此后期其他地区 4.3 米焦炉仍将逐步出清。同时国务院文件要求，推行钢铁、焦化、烧结一体化布局，减少独立焦化、烧结、球团和热轧企业及工序。因此后续焦化产能优化除了 4.3 米炉型外，另一条途径是退出独立焦化厂，推进钢焦一体化。目前我国独立焦化约占总产能 60%左右，钢厂焦化约占 40%左右，独立焦化占比较大。

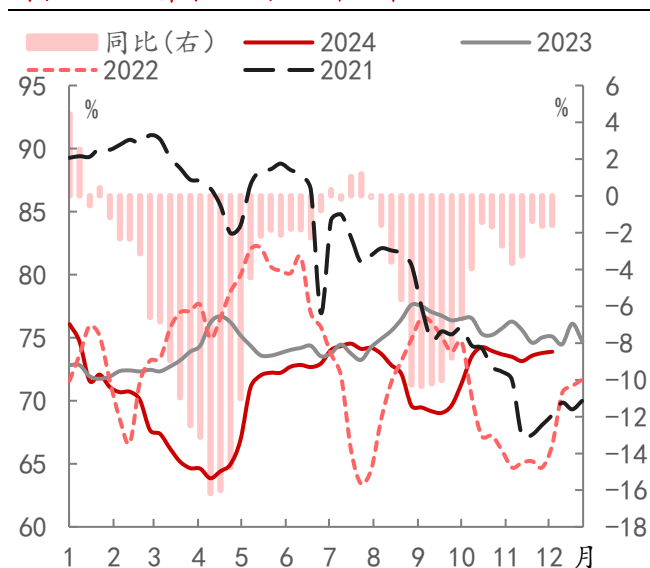
利润方面，对于产能过剩的焦化来说，供给弹性较大，因此焦化利润难以维持。明年来看，焦炭利润依然处于低位，尤其焦煤供需偏宽松，焦炭成本下移价格难有表现。就目前的基本面来看，焦炭基本面强于焦煤，因此盘面焦化利润或有维持。

图表 39：全国焦炉产能分布（万吨）

省份		山西	河北	山东	内蒙	河南	其他	总计	占比
焦炉类型	4.3 米及以下	484	230	0	260	294	3893	5161	9%
	5.5 米及以下	11403	8073	4340	5475	2400	19673	51364	91%
合计		11029	11887	8303	4340	5735	2694	23566	56525

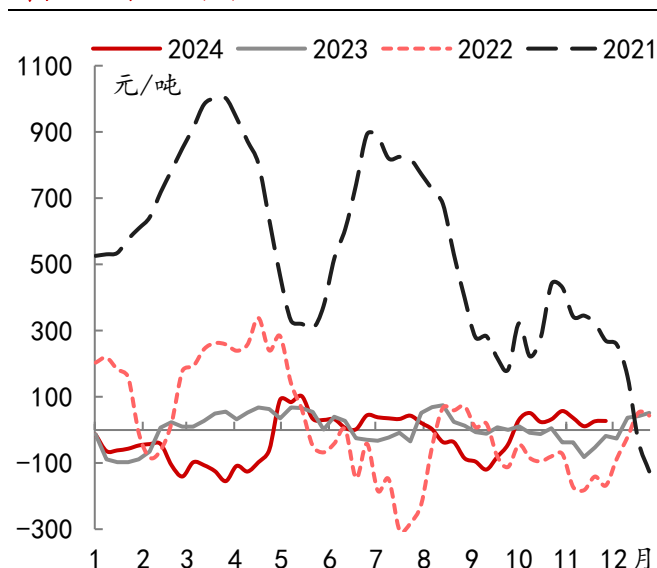
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 40：全样本独立焦企开工率



资料来源：Mysteel，IFind，东证衍生品研究院

图表 41：焦化利润



资料来源：Mysteel，IFind，东证衍生品研究院

3.2 下游库存低位

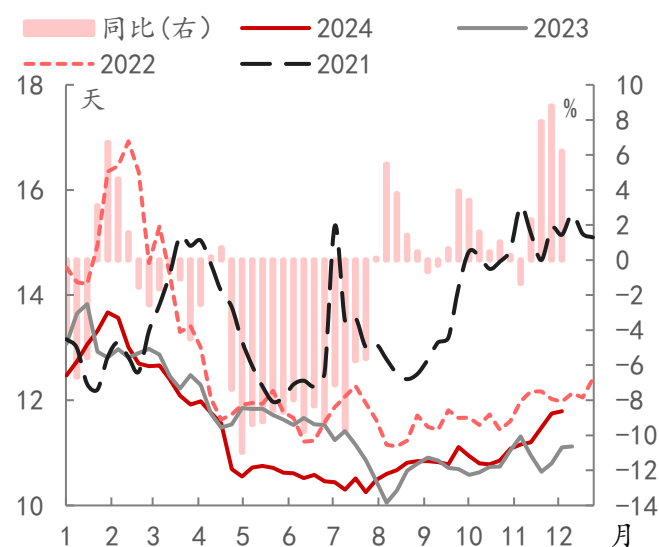
今年以来，由于钢厂利润收缩，加之原料供应宽松，钢厂焦炭持续维持低库存，今年大部分钢厂焦炭可用天数不足十天。而且今冬储呈现的情况也是冬储时间晚采购量不及预期。明年来看，钢厂或持续低库存节奏。

图表 42: 钢厂焦炭库存



资料来源: Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 43: 钢厂焦炭可用天数



资料来源: Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

3.3 需求或有下滑

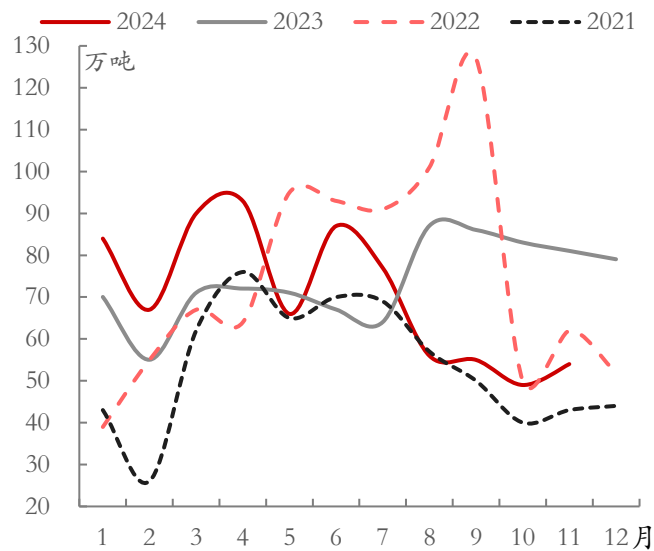
出口方面，今年以来焦炭出口量基本持平，截止 2024 年 10 月，累计出口焦炭 723 万吨，同比增加 0.5%，主要是由于今年以来海外煤价偏低，同时叠加税费和运费后出口利润偏低，因此出口订单下滑。明年来看，海外仍有大量焦化产能投放，主要集中在印尼青山工业园区。根据我的钢铁信息，海外新增焦化项目产能约 3200 万吨，其中 1750 万吨新建项目集中在印尼青山工业园区，目前在产产能 1335 万吨。同时印尼高炉生铁产能 1500 万吨左右，按照 0.45 焦比折算焦炭需求量 675 万吨，目前印尼在产和已投产产能达到 1335 万吨，富余量多出口到印度、日本、韩国和东南亚等地区。因此预计我国 2025 年焦炭出口或有所下滑。

钢材端需求方面，根据东证钢材年报，由于投资端难以出现改善，地产预计仍会延续较大的同比降幅。由于财政资金的增量以及对化债的专项支持，预计基建需求将有非常温和的改善。建材需求依然会呈现同比下降的格局。受提振消费和以旧换新政策的提振，制造业终端维持同比增长，但较 2024 年增速放缓。因此中性预期下，我们认为钢材终端需求仍将呈现 1% 左右的同比下降。

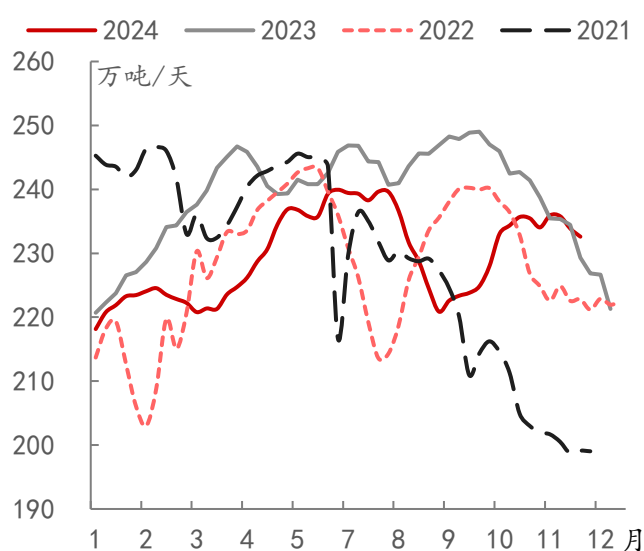
图表 44：海外新建焦化项目情况（单位：万吨）

国家	新建焦化产能	占比(%)	已出焦	新建生铁产能
印尼	1750	57	422	1150
菲律宾	500	16	0	1000
越南	300	10	0	0
缅甸	200	7	0	400
马来西亚	80	3	10	630
蒙古	60	2	0	0

资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 45：焦炭出口量


资料来源：Mysteel，IFind，东证衍生品研究院

图表 46：247 铁水


资料来源：Mysteel，IFind，东证衍生品研究院

3.4 焦炭供需总结及平衡表

供应方面，焦炭依然处于产能过剩的格局，焦化利润一直处于低位，因此焦化厂开工意愿一般，使得焦炭供应持续偏低。明年来看，在产能结构未发生变化之前，焦炭低利润情况难有改善。当然低供应使得焦炭库存持续偏低，因此焦炭基本面强于焦煤。库存方面，由于钢厂近年来不断控制库存管理，厂内持续维持低库存，因此焦炭总库存上升幅度不大。需求方面，由于东南亚地区焦炭产能集中投放挤压从中国出口市场，明年焦炭出口或有所下滑。钢材端地产仍会延续较大的同比降幅、基建温和改善、制造业增速放缓、因此中性预期下，我们认为钢材终端需求仍将呈现 1%左右的同比下降。

总体来看，产能过剩格局下的焦炭供应或跟随需求走势，但利润仍维持低位。需关注后期对于内蒙、陕西等地 4.3 米焦炉退出的情况。由于焦煤供需宽松，成本下移，2025 年焦炭期价重心运行的主要区间在 1900-2100 元/吨。投资节奏来看，焦炭产能过剩自身逻辑不强，价格波动跟随焦煤走势。

图表 47：2025 焦炭供需平衡表（单位：万吨）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E		2025F	
国产	47126	47116	46444	47243	48543	47892	-1.3%	47623	-0.5%
净出口	600	50	511	844	813	820	0.86%	790	-3.6%
需求	46262	47772	46178	46016	47661	46781	-1.85%	46445	-0.8%
供需差	265	-706	-245	383	69	291	-	388	-

资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

4.风险提示

双焦价格趋势上行风险在于需求端超预期上行，以及政策变化。

期期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com