

供需宽松格局延续，双焦漫漫寻底

第一部分 前言概要

【行情回顾】

上半年，双焦价格单边下跌，国内煤炭产量增加，尤其是山西地区增幅明显，焦煤供给充足，且市场认知一致，看跌情绪强，煤矿库存压力不断增加，由于年初煤矿利润还比较丰厚，在焦煤供给偏宽松且预期偏差的市场格局下，焦煤价格不断下跌，利润也不断收缩。焦炭方面由于焦炭产能一直处于过剩状态，焦炭价格无独立性，基本由成本决定，而成本无支撑，焦炭价格跟随焦煤价格下行。截止 6 月 20 日，焦煤价格指数 938.7，较年初下跌 342.9, 跌幅 26.76%; 焦炭价格指数 1171.8, 较年初下跌 473.5, 跌幅 28.8%。

【市场展望】

在当前价格之下，已经挤出了一部分高成本国内供应和性价比偏低的进口煤，双焦在价格下跌后供需关系略有改善，上半年把主要矛盾已大部分消化，我们认为焦煤下跌最快的时间已经过去，后续博弈更为激烈。阶段性、结构性的供需错配会带来小反弹，但从大周期看，但是尚未到达真正的底部，预计下半年焦煤价格会继续向下寻底。

【策略推荐】

策略推荐：

单边：趋势性机会减少，博弈加大，总体仍以逢高做空为主

套保：对于有库存或者销售压力的企业，建议后续仍以逢高卖出套保为宜

风险提示：煤矿减产力度加大、需求超预期。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428 号

研究员：周涛

电 话：021-65789253

邮 箱：

zhoutao_qh1@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03134259

投资咨询资格证号：Z0021009

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。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。



银河期货

第二部分 基本面情况

一、供给宽松叠加预期偏弱 上半年双焦价格单边下行

上半年，双焦价格单边下跌，国内煤炭产量增加，尤其是山西地区增幅明显，焦煤供给充足，且市场认知一致，看跌情绪强，煤矿库存压力不断增加，由于年初煤矿利润还比较丰厚，在焦煤供给偏宽松且预期偏差的市场格局下，焦煤价格不断下跌，利润也不断收缩。焦炭方面由于焦炭产能一直处于过剩状态，焦炭价格无独立性，基本由成本决定，而成本无支撑，焦炭价格跟随焦煤价格下行。截止 6 月 20 日，焦煤价格指数 938.7，较年初下跌 342.9，跌幅 26.76%；焦炭价格指数 1171.8，较年初下跌 473.5，跌幅 28.8%。盘面上，双焦与现货走势基本一致，1-5 月呈现单边下跌趋势，走势较为流畅。6 月以来双焦底部反弹，驱动主要是前期跌幅过大以及地缘冲突、产地煤矿减产等，情绪叠加基本面改善，焦煤阶段性反弹。

图 1：焦煤主力合约走势



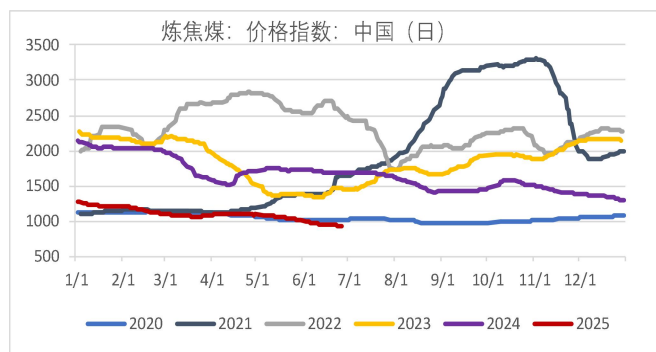
数据来源：文华财经、银河期货

图 2：焦炭主力合约走势



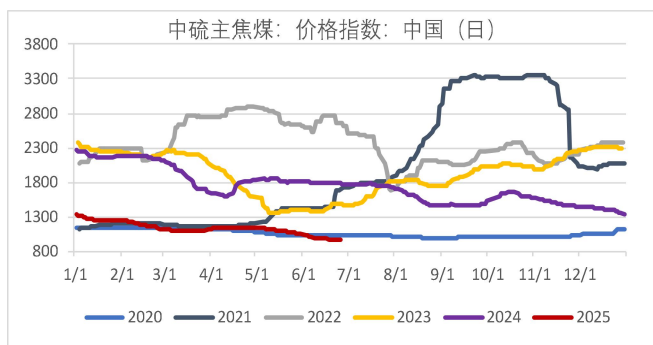
数据来源：文华财经、银河期货

图 3：炼焦煤价格指数 单位：元/吨



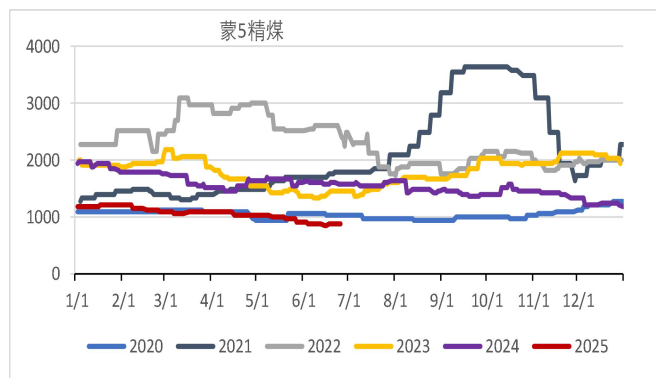
数据来源：Mysteel、银河期货

图 4：中硫主焦煤价格 单位：元/吨



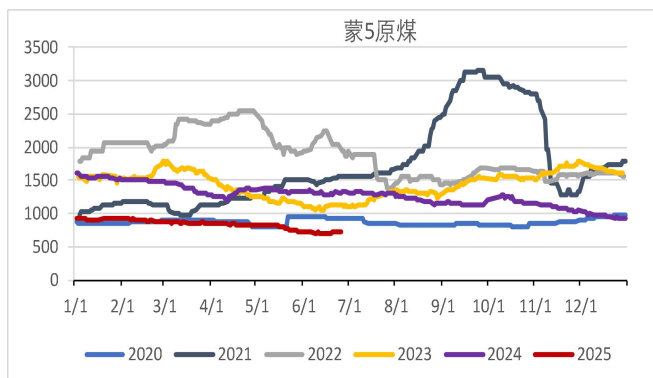
数据来源：Mysteel、银河期货

图 5：蒙 5 精煤-口岸 单位：元/吨



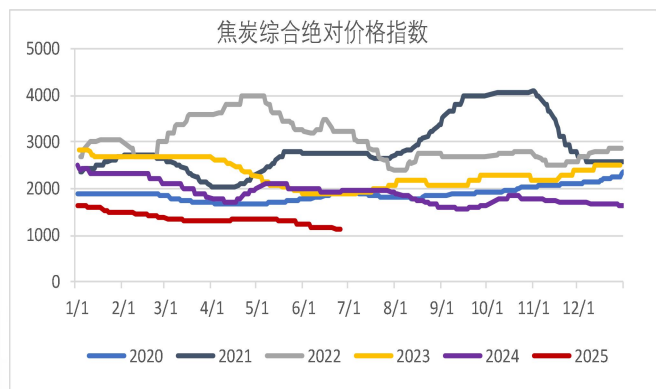
数据来源：Mysteel、银河期货

图 6：蒙 5 原煤-甘其毛都 单位：元/吨



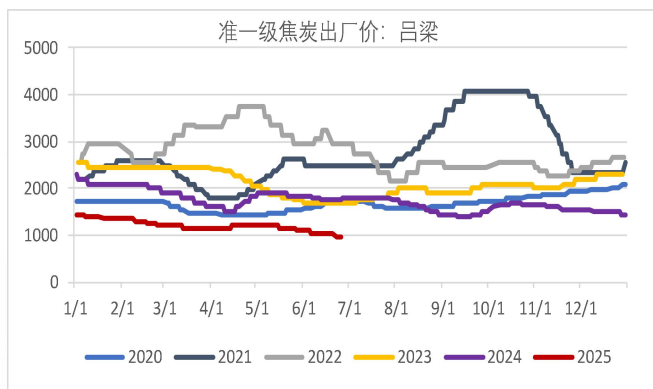
数据来源：Mysteel、银河期货

图 7：焦炭价格指数 单位：元/吨



数据来源：Mysteel、银河期货

图 8：准一级焦炭出厂价 单位：元/吨



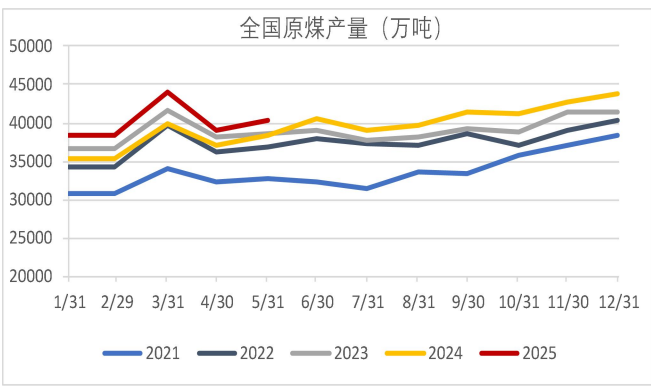
数据来源：Mysteel、银河期货

二、焦煤上半年核心矛盾在于供给增速较快 预计下半年供给较为平稳

1、1-5 月原煤产量同比增长 6.0% 焦煤产量同比增长 5.4%

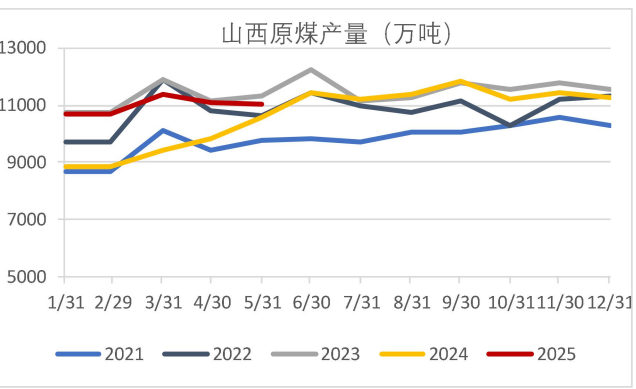
上半年双焦下跌主要原因在于国内煤矿产量同比增速较快。根据国家统计局数据，5 月份，规上工业原煤产量 4.0 亿吨，同比增长 4.2%，增速比 4 月份加快 0.4 个百分点。1-5 月份，规上工业原煤产量 19.9 亿吨，同比增长 6.0%。山西增速尤为明显，1-5 月山西累计原煤产量 54174.5 万吨，同比增长 13.6%。炼焦精煤方面，根据汾渭数据，2025 年 1-5 月全国炼焦精煤产量 19724 万吨，同比增长 5.4%，山西 1-5 月炼焦精煤产量 9257 万吨，同比增长 11.4%。

图 9：全国原煤产量 单位：万吨



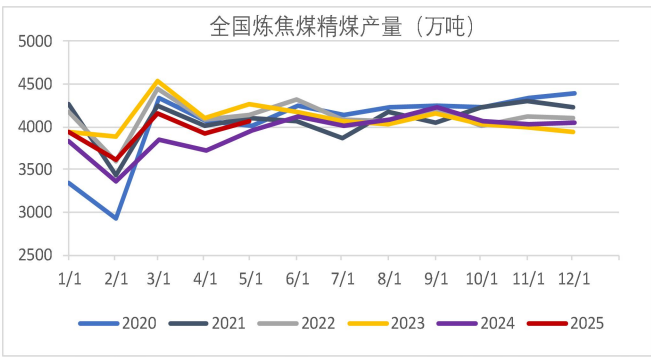
数据来源：统计局、Mysteel、银河期货

图 10：山西原煤产量 单位：万吨



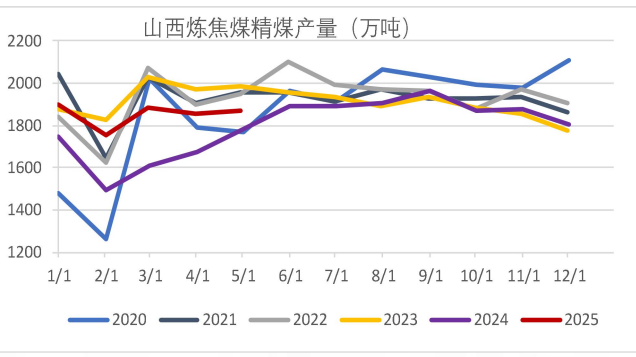
数据来源：统计局、Mysteel、银河期货

图 11：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 12：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

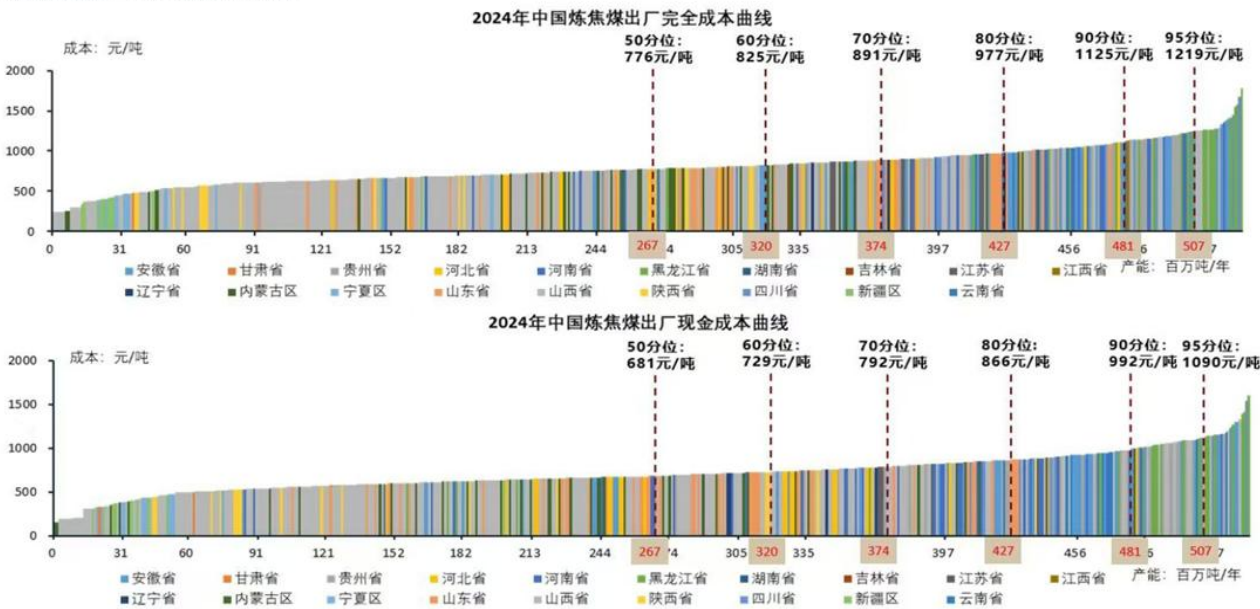
2、煤矿成本差距较大 煤价尚未触及平均成本

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。根据部分煤企财报测算及我们调研了解，国内主产地焦精煤成本在 600-1000 元/吨，平均成本预估在 800 元/吨左右；有部分煤矿成本高于 1000 元/吨，据调研了解大部分为为河南、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。煤矿生产中员工工资、设备折旧及期间费用等占比较大，国有企业煤矿占比也比较大，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。

根据汾渭数据，2024 年炼焦煤平均完全成本 798 元/吨，平均现金成本 707 元/吨；同时根据汾渭 138 家煤矿企业样本数据，6 月 18 日样本中盈利煤矿 98 家，平均盈利 309；亏损企业 40 家，平均亏损 256；进行简单加权后，测算出煤矿平均利润 145 元/吨。

图 13：焦煤矿成本曲线 单位：元/吨

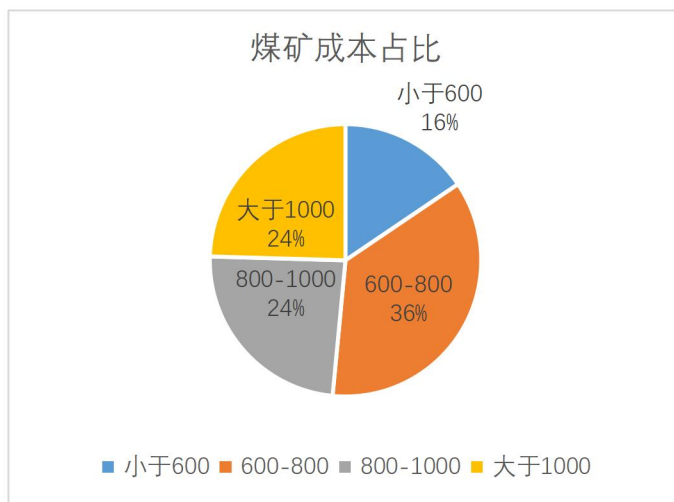
- 2024年炼焦精煤出厂完全成本均值798元/吨
- 2024年炼焦精煤出厂现金成本均值707元/吨



数据来源： 汾渭、银河期货

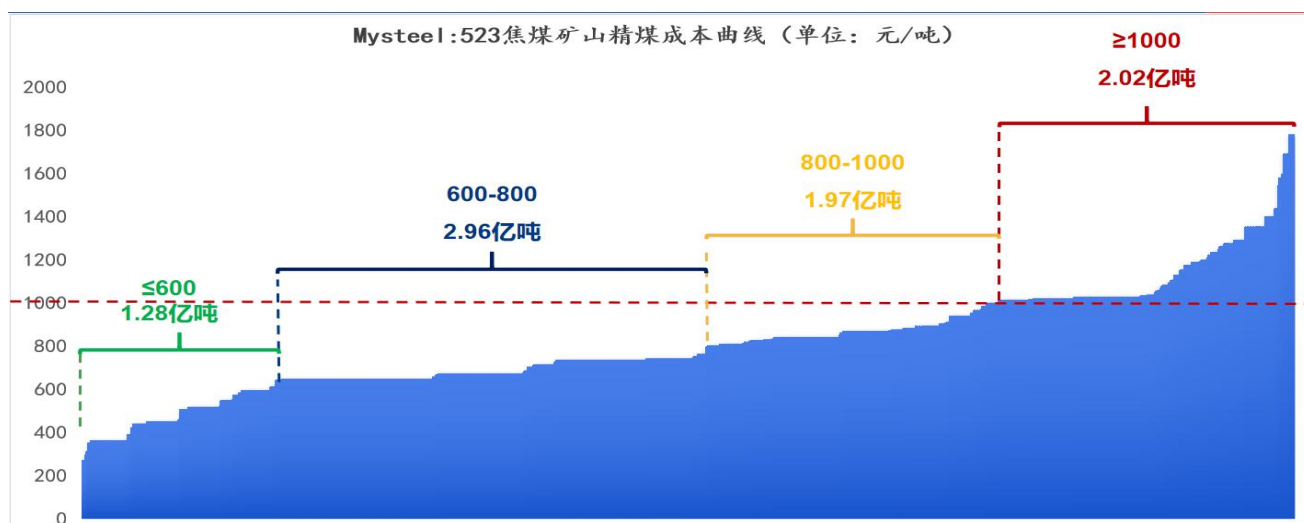
根据钢联 523 家煤矿样本煤矿成本数据，焦煤成本小于 600 元/吨占比 16%，600-800 元/吨占比 36%，800-1000 元/吨占比 24%，大于 1000 元/吨占比 25%。当前炼焦煤现货平均价格在 940 元/吨左右，按照炼焦煤平均成本 800 左右测算，焦煤平均利润在 140 元/吨左右。

图 14：焦煤矿成本占比 单位：元/吨



数据来源：Mysteel、银河期货

图 15：焦煤矿成本曲线 单位：元/吨



数据来源：Mysteel、银河期货

3、当前部分煤矿减产 但不足以改变根本矛盾

综合以上数据及我们调研了解，大部分煤矿处于盈利状态，部分亏损煤矿有小部分减产，但减产力度不大，近期煤矿减产主要由于安全、环保、库存顶仓所致，真正由于亏损导致减产的煤矿占比不大，因为煤矿固定成本偏高，减产后吨煤摊销成本变大。对于整个煤炭行业来讲，减产虽然利于改善焦煤供需结构，促进价格止跌企稳，但对于单个企业来讲，在有利润或者亏损不大时保持生产稳定仍是最优解。只有等到煤炭价格进一步下跌，更多煤矿陷入亏损，减产面扩大，部分高成本产能退出，此时才能达成新的供需平衡，焦煤价格才能实现真正的企稳反弹，但市场化出清的过程是漫长而残酷的。

同时我们可以看到部分地方政府对于煤炭坚持“以量补价”的工作思路，推动煤炭增产保供。尤其对于国有煤矿，考虑到社会责任等因素，一般不会轻易减产。

在国家层面，也并未看到供给端行政政策。国家层面对煤炭以保能源安全为主，国家发改委发布关于 2024 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展规划草案的报告，2025 年主要任务中涉及煤炭的表述是：有序实施煤炭产能储备制度，持续增强煤炭生产供应能力，强化煤炭兜底保障作用。综上我们预计短中期内国家层面对于煤矿行政限产的概率不大，供给主要通过市场进行调节，那么这也就意味着今年焦煤供给偏宽松格局难有改观，后期煤价底部考验煤矿成本支撑。

基于以上逻辑，我们认为煤矿近期的减产是阶段性的，当安全、环保等扰动减少后，煤矿产量预计回升，大部分煤矿会保持正常生产。国内焦煤产量依然以市场化调节为主，在价格下跌过程中挤出一部分高成本供给，这个过程较为漫长，在没有政策干预情况下，国内焦煤供给并不会快速的收缩。全年来看，预计焦煤产量同比增 1000 万吨，主要增量在上半年，下半年焦煤产量预计同比基本持平。

三、国内煤矿增产挤出部分进口煤 预计全年进口焦煤下滑

海关总署数据显示，2025 年 1-5 月全年中国进口量炼焦煤总计 4371 万吨，同比下降 344 万吨，降幅为 7.3%。进口蒙古国、俄罗斯、加拿大、美国、澳大利亚占比分别为 45.9%，28.5%，10.0%，6.7%，6.3%，进口蒙煤与俄煤合计占比达 74.4%。

具体看，其中进口蒙煤 2005 万吨，同比下降 16.6%，进口蒙煤下降主要是由于国内焦煤产量增速明显，国产煤与进口蒙煤竞争加剧，价格螺旋下跌，在山西煤快速下跌后，蒙煤性价比并不明显，下游采购积极性一般，口岸蒙煤库存持续处于高位，一定程度上制约了口岸通关效率。进口俄罗斯煤 1248 万吨，同比增加 2.0%，由于俄罗斯仍然受到制裁，出口方向较为单一，虽然煤价进口俄罗斯煤价格亦下跌明显，但进口总量并没有发生明显变化。进口澳大利亚煤 277 万吨，同比增加 7.9%；进口美国煤 291 万吨，同比下降 5.2%，中美加征关税后，美国煤到港接近停滞。

表 1：中国进口炼焦煤-当月值 、累计值 单位：万吨

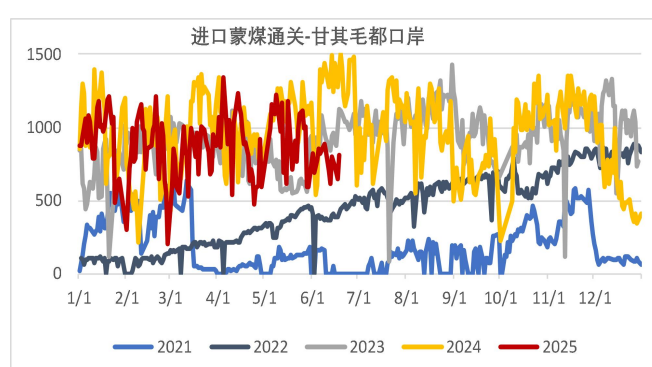
国家	中国进口炼焦煤-当月值：				2025年5月	(单位：万吨)	
	2025年5月	2025年4月	环比（数量）	环比（幅度）	2024年5月	同比（数量）	同比（幅度）
蒙古	435	484	-49	-10.1%	495	-60	-12.1%
俄罗斯	188	253	-64	-25.5%	272	-84	-30.9%
加拿大	63	82	-19	-22.9%	75	-12	-15.6%
美国	0	8	-8	-100.0%	50	-50	-100.0%
澳大利亚	47	38	9	25.1%	17	30	176.5%
印尼	5	19	-14	-71.8%	17	-11	-67.1%
其他	0	7	-7	-100.0%	33	-33	-100.0%
合计	739	889	-151	-16.9%	959	-220	-22.9%
国家	中国进口炼焦煤-当年累计值：				2025年5月	(单位：万吨)	
	2025年5月	占比	2024年5月	占比	占比变化	同比（数量）	同比（幅度）
蒙古	2005	45.9%	2405	51.0%	-5.1%	-400	-16.6%
俄罗斯	1248	28.5%	1224	25.9%	2.6%	24	2.0%
加拿大	438	10.0%	347	7.4%	2.7%	91	26.2%
美国	291	6.7%	307	6.5%	0.2%	-16	-5.2%
澳大利亚	277	6.3%	257	5.4%	0.9%	20	7.9%
印尼	89	2.0%	102	2.2%	-0.1%	-13	-12.3%
其他	23	0.5%	74	1.6%	-1.1%	-51	-69.3%
合计	4371	100.0%	4716	100.0%	/	-344	-7.3%

数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

展望下半年，预计进口焦煤数量同比继续下滑，由于上半年国内煤矿产量同比增幅明显，价格下跌也更为顺畅，挤出了一部分性价比偏低的进口煤。考虑到国内目前也只是阶段性减产，预计下半年产量较为平稳，国内煤与进口煤竞价较为激烈，在国内煤产量保持高位的情况下，进口焦煤数量受到压制。

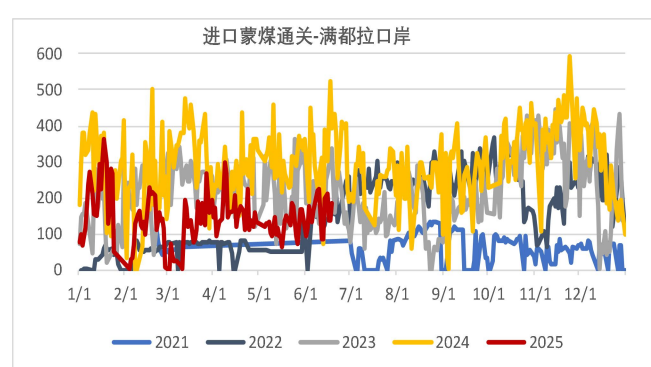
具体看，进口蒙煤通关能力较大，但目前受制于口岸高库存与下游采购积极性偏低，进口蒙煤通关车次保持中位震荡。对于进口蒙煤的能力不用担忧，当前制约蒙煤进口的不是通关能力，而是下游采购积极性。蒙煤价格跟随国内为主，但价格调整不如国内煤灵活，国内煤价格快速下跌后，蒙煤性价比显得不足，口岸库存压力难以有效缓解。后续主要关注下游焦钢企业的采购积极性以及口岸库存的去化情况。预计 2025 年进口蒙煤同比下降。

图 16：进口蒙煤通关-甘其毛都口岸 单位：车



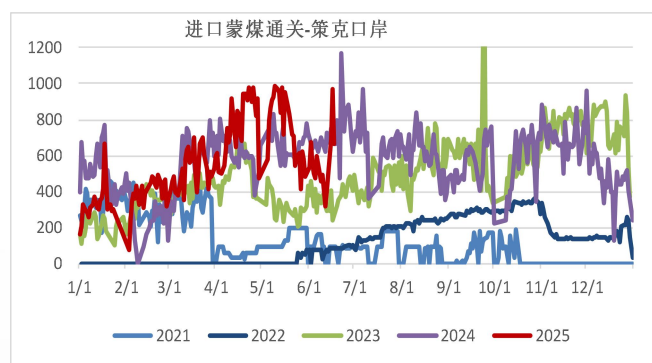
数据来源：Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 17：进口蒙煤通关-满都拉口岸 单位：车



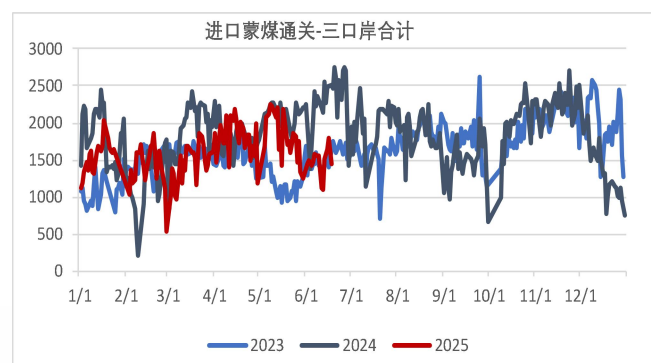
数据来源：Mysteel、汾渭能源、银河期货

图 18：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 19：进口蒙煤通关：三口岸合计 单位：车



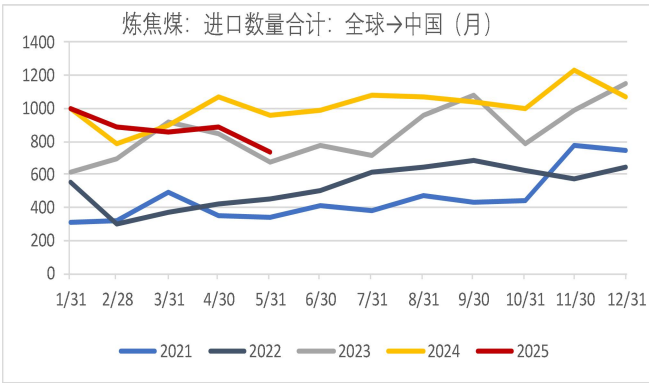
数据来源：Mysteel、汾渭能源、银河期货

预计进口俄罗斯煤会保持较高的数量，由于俄罗斯依然受到制裁，俄罗斯煤出口方向也较为单一，虽然部分俄罗斯煤矿陷入亏损，但并未看到明显的减产出现。据俄罗斯联邦统计局数据显示，2025 年 1-4 月，俄罗斯煤炭产量累计为 1.47 亿吨，比上年同期增长 2.4%。其中，炼焦煤产量 3470 万吨，比上年同期下降 8.0%；其它烟煤（非炼焦烟煤）产量 7000 万吨，同比增长 6.7%；无烟煤产量为 750 万吨，同比下降 2.4%；褐煤产量 3510 万吨，同比增长 7.0%。预计 2025 年进口俄罗斯煤同比基本保持稳定。

进口澳大利亚、加拿大煤主要以市场化调节为主，同时靠长协维持一部分基础进口量，预计 2025 年全年进口澳大利亚、加拿大煤基本保持稳定；美国煤在中美加征关税后，基本丧失性价比，4 月后美国煤到港几乎停滞，预计 2025 年进口美国煤降幅明显。

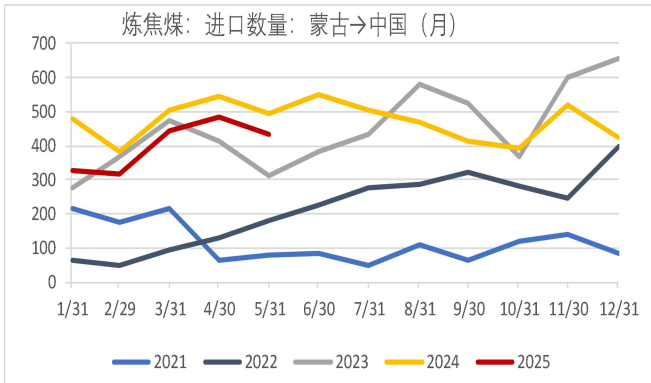
综上，在国内焦煤产量增加的情况下，进口焦煤与国产焦煤竞争愈加激烈，部分性价比偏低的煤被挤出，预计全年进口焦煤下降 1000 万吨左右。

图 20：炼焦煤进口数量合计 单位：万吨



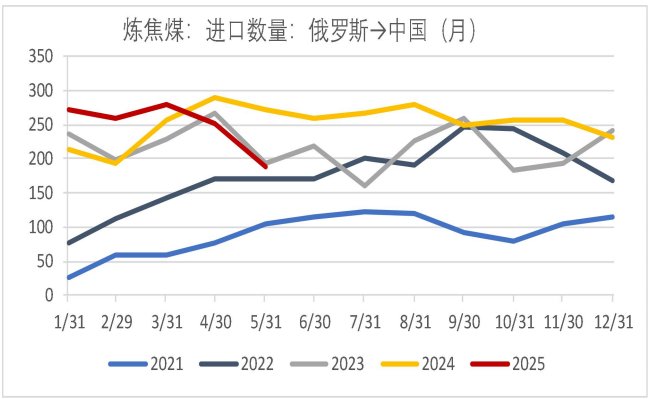
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 21：进口蒙古炼焦煤 单位：万吨



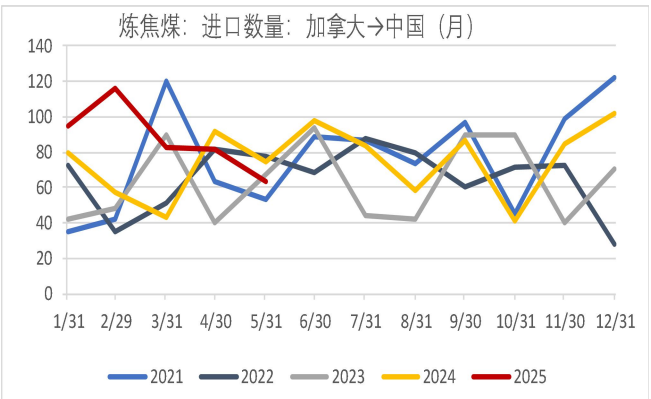
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 22：进口俄罗斯炼焦煤 单位：万吨



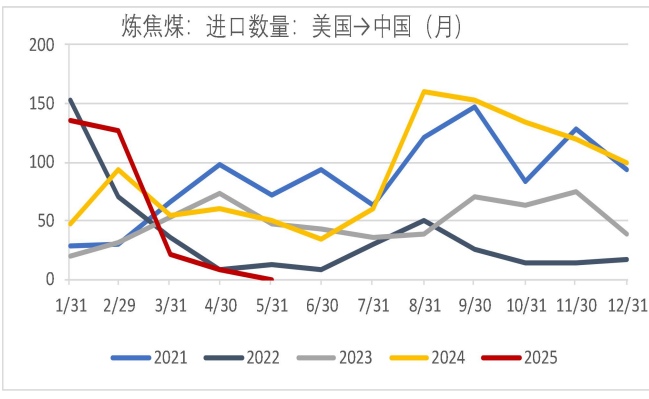
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 23：进口加拿大炼焦煤 单位：万吨



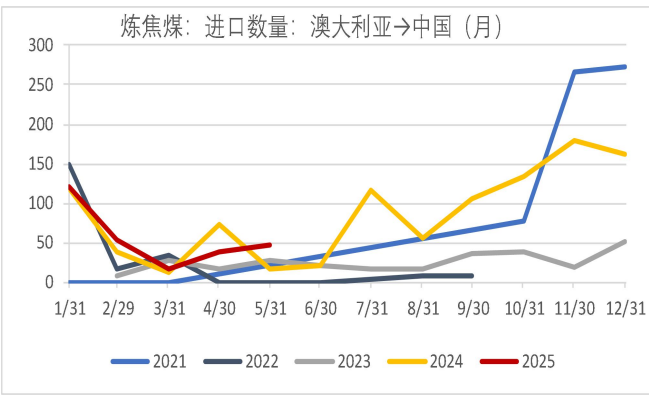
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 24：进口美国炼焦煤 单位：万吨



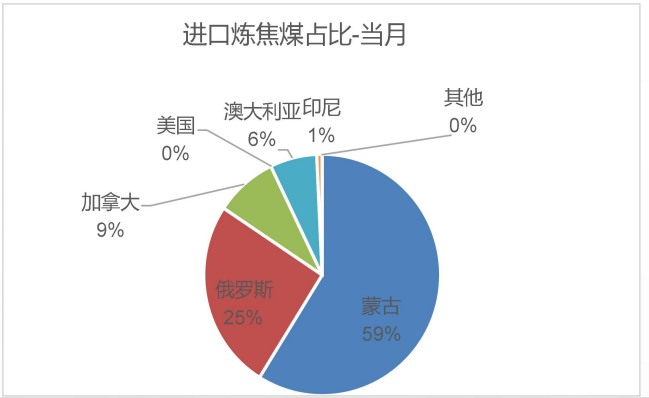
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

图 25：进口澳大利亚炼焦煤 单位：万吨



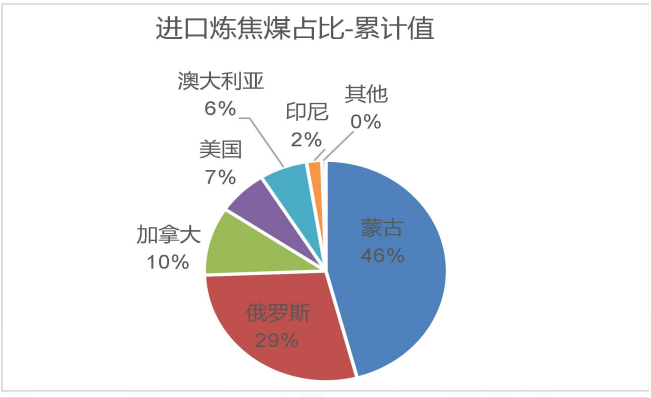
数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

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

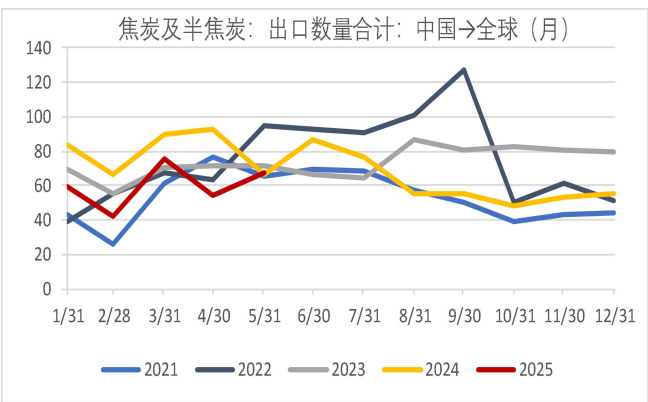
四、上半年焦炭出口下降明显 预计全年焦炭出口下滑

印度自 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。此前, 中国和印尼都是印度焦炭进口主要来源国, 印度对进口低灰冶金焦实施数量限制加剧了中国与印尼在国际其他焦炭市场的竞争。

根据海关总署数据, 2025 年 1-5 中国焦炭出口合计 299.6 万吨, 同比下降 100.0 万吨, 降幅为 25.0%。从出口去向看, 主要出口目的地为印尼、印度、日本、巴西、越南、马来西亚等国。其中, 印尼 128.8 万吨, 占比 43.0%; 印度 38.8 万吨, 占比 12.9%; 日本 35.0 万吨, 占比 11.7%; 巴西 11.1 万吨, 占比 3.7%; 越南 13.5 万吨, 占比 4.5%; 马来西亚 24.1 万吨, 占比 8.0%。实际了解到, 出口焦炭中包含兰炭(不属于冶金焦)以及焦粉、焦粒等副产品, 实际冶金焦出口量更低。

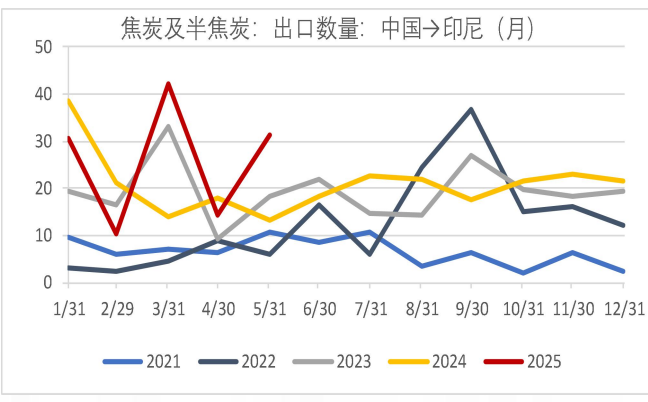
根据印度政府之前发布命令, 印度对冶金焦限制将于 2025 年 6 月 30 日终止, 如限制措施如期解除, 中国下半年焦炭出口形势预计略有好转, 但同时我们也注意到有一些信息表示印度可能会延长对炼钢原料的进口限制, 是否会如期解除还需进一步观察, 不过总体看来, 焦炭出口量占我国焦炭总产量在 2% 左右, 比重过低, 出口端带来的边际影响较为有限。

图 28: 焦炭出口数量合计 单位: 万吨



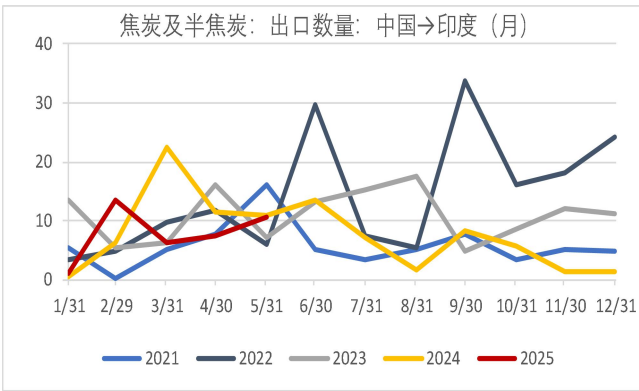
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 29: 焦炭出口数量: 中国→印尼 (月) 单位: 万吨



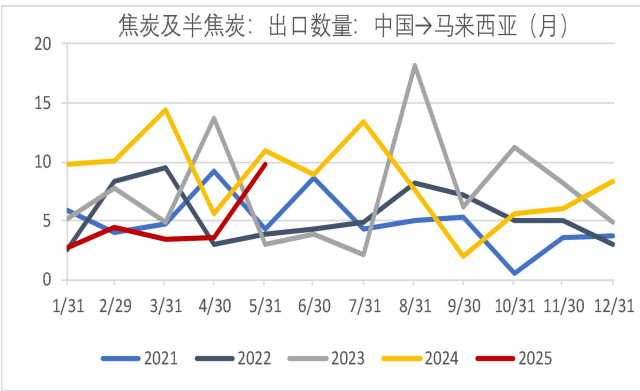
数据来源: 海关总署、Mysteel、银河期货

图 30：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 31：焦炭出口数量：中国→马来西亚 单位：万吨

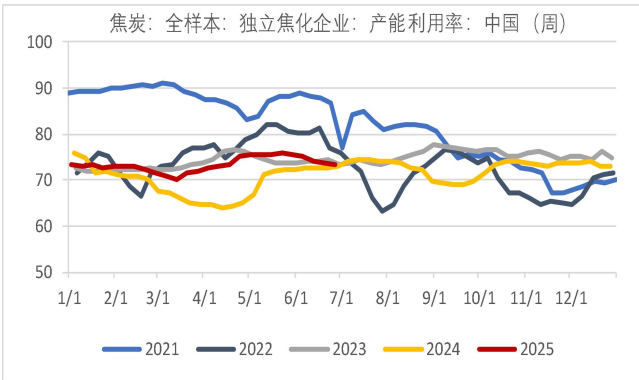


数据来源：海关总署、Mysteel、银河期货

五、焦炭总产能过剩格局难改 焦炭产量跟随铁水

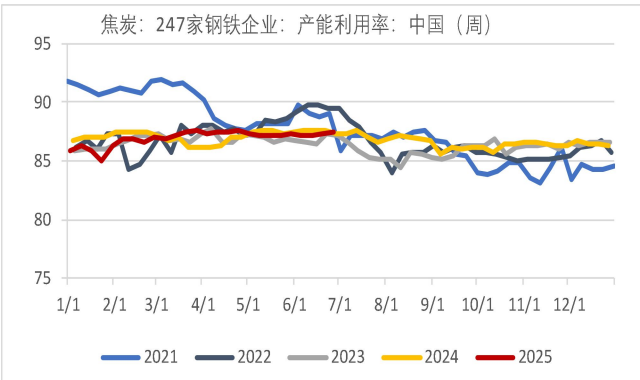
上半年焦炭产量稳中有增，由于焦炭产能相对过剩，在价格下行过程中去贸易化，中间蓄水池较小，直供比例较高，焦炭产量跟随铁水产量运行为主。根据统计局数据，1-5 月份，全国焦炭（包含兰炭）产量 20723 万吨，同比增 3.3%。

图 32：独立焦企产能利用率 单位：%



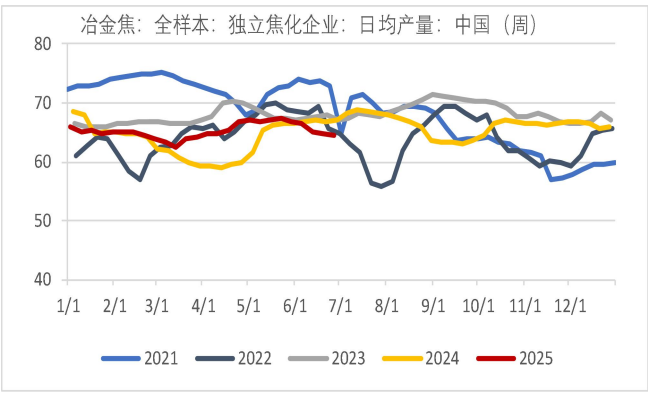
数据来源：Mysteel、银河期货

图 33：钢厂焦化产能利用率 单位：%



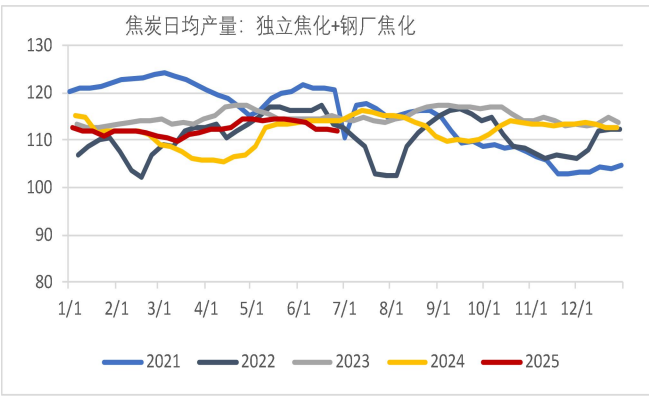
数据来源：Mysteel、银河期货

图 34：独立焦企日均产量 单位：万吨



数据来源：Mysteel、银河期货

图 35：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，根据 Mysteel 数据，截至 2025 年 6 月，全国冶金焦在产产能 56539 万吨，其中碳化室高度 4.3 米及以下（含热回收焦炉）产能约 5249 万吨，5.5 米及以上产能约 51290 万吨。新增淘汰产能方面，截至 2025 年 5 月 30 日 Mysteel 调研统计，2025 年已淘汰焦化产能 1237 万吨，新增 937 万吨，净淘汰 300 万吨；预计 2025 年淘汰焦化产能 1237 万吨，新增 2396 万吨，净新增 1159 万吨。（2024 年已淘汰焦化产能 1626 万吨，新增 2602 万吨，净新增 976 万吨）

表 2：2025 年焦化产能变化 单位：万吨

项目	01月	02月	03月	04月	05月	06月	07月	08月	09月	10月	11月	12月	总计
淘汰	445	360	202	180	50								1237
新增	115	90	512	70	150	0	0	130	582	200	200	347	2396
净新增	-330	-270	310	-110	100	0	0	130	582	200	200	347	1159

数据来源：Mysteel、银河期货

表 3：国内焦化产能 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	12146	(包含热回收焦炉)
	5.5米及以上	11662		
河北	4.3米及以下	230	7884	
	5.5米及以上	7654		
山东	4.3米及以下	0	3711	
	5.5米及以上	3711		
内蒙古	4.3米及以下	260	5685	
	5.5米及以上	5425		
河南	4.3米及以下	294	2794	
	5.5米及以上	2500		
其他	4.3米及以下	3981	24319	
	5.5米及以上	20338		
总计	4.3米及以下	5249	56539	
	5.5米及以上	51290		

数据来源：Mysteel、银河期货

六、需求有韧性 钢材出口有增量但难以拉动价格上行

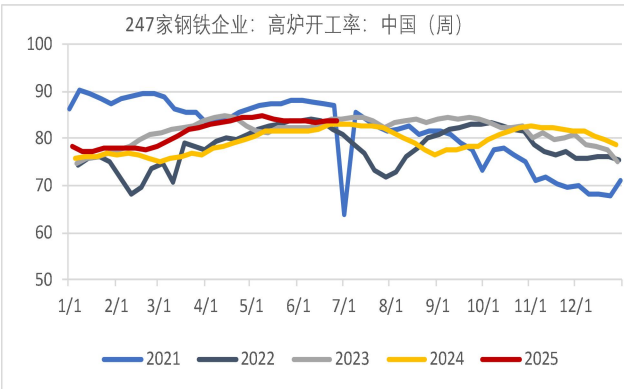
上半年双焦需求有韧性，由于原料的下跌，钢厂普遍处于盈利状态，减产检修情况减少，根据钢联数据，上半年高炉铁水产量高于去年同期。钢材需求增量主要在出口，国内需求依然缺乏亮点。1-5 月份房地产新开工、施工等数据依然不理想，对钢材需求拖累依旧；基础设施投资托底，1—5 月份，基础设施投资同比增长 5.6%；出口方面， 2025 年 1-5 月中国钢材出口量达 4846.9 万吨，同比增长 8.9%。出口价格上，1-5 月钢材出口均价 701.6 美元/吨，同比下跌 10.1%，量增价跌的格局表明出口增长依赖价格竞争力，虽短期缓解供应压力，但难以根本扭转国内钢价颓势。

回顾历史，2015 年是中国钢材出口首次突破亿吨的年份，2015 年中国出口钢材 1.12 亿吨，同比增 22.16%，但是出口均价下跌 26.33%，呈现明显的量增价减的格局。2015 年国

内钢材也是一路下行，钢材出口的增加是产能过剩以及国内需求不足的结果。

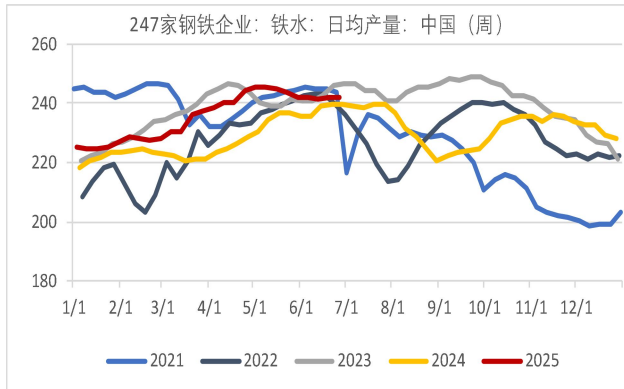
2025 年 1-5 月钢材出口的增加，主要是原料价格下降（尤其是焦煤价格大幅下跌）给钢材价格下降让出了空间，出口增加是价格下降后需求量的变化，而不是海外需求真正的好转，出口增量主要缓解了国内需求不足的矛盾，出口增加主要起顶托作用，使得钢材价格下跌放缓，但是难以拉动钢材价格上行。当国内需求不足，出口起到缓冲的作用，所以内需和出口应该一体看待，正确认识钢材出口的量价关系。

图 36：高炉产能利用率 单位：%



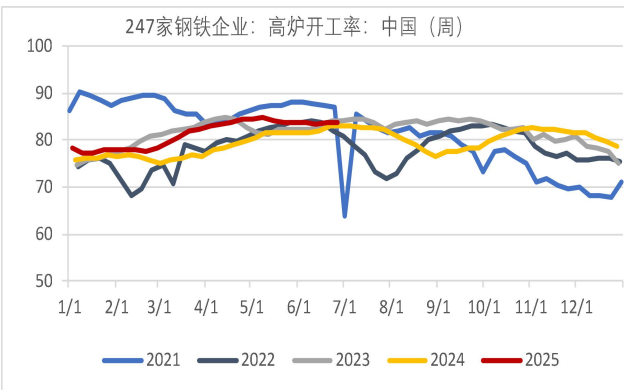
数据来源：Mysteel、银河期货

图 37：铁水日均产量 单位：万吨



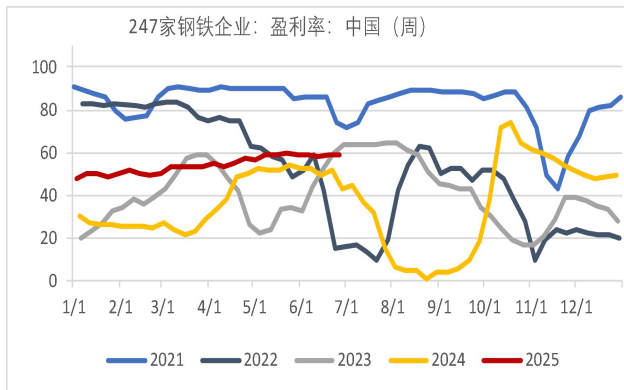
数据来源：Mysteel、银河期货

图 38：高炉开工率 单位：%



数据来源：Mysteel、银河期货

图 39：钢厂盈利率 单位：%



数据来源：Mysteel、银河期货

七、双焦总库存同比偏高 结构分化明显

库存不仅是供需关系的结果，也是预判价格方向的先行指标。库存既要看的总量，也要看库存结构。焦煤方面，总库存明显高于去年同期，分结构看，上游库存累积明显，煤矿及洗煤厂销售不畅，库存压力增大；下游采购积极性一般，维持低库存运行，独立焦化厂库存下降明显，钢厂焦化库存小幅增加，进口蒙煤口岸库存压力一直较高，港口库存下降。造成这种情况的主要原因是市场对于焦煤供给偏宽松预期过于一致，下游不担心买不到货，库存压力给到煤矿，煤矿降价出货为主。

焦炭方面，总库存处于中高位，焦企、钢厂、港口库存都高于去年同期，由于焦炭产能明显过剩，焦炭产量跟随铁水为主，但由于今年主要矛盾在于焦煤，焦煤下跌速度快于焦炭，在多数时候焦炭保有微利，生积极性尚可，价格跟随焦煤下跌，焦炭全环节库存小幅累积。

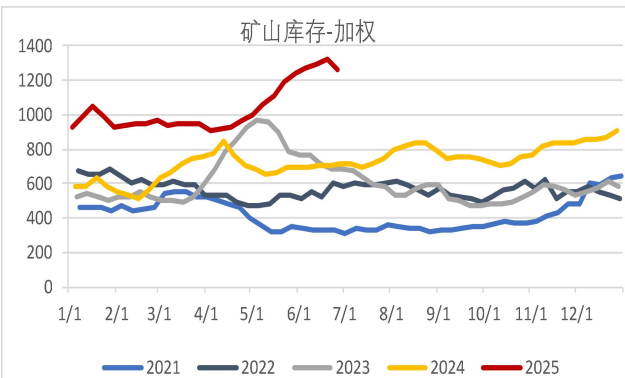
表 4：双焦库存 单位：万吨

大项		项目	2025/6/27	2025/5/30	月环比	去年同期	年同比
焦煤库存	煤矿	原煤库存：523家样本矿山	683.5	641.1	42.4	341.2	342.3
		精煤库存：523家样本矿山	463.1	473.0	-9.9	287.2	175.9
		煤矿总库存：折算精煤	804.8	793.6	11.3	457.8	347.1
	洗煤厂	原煤库存：样本洗煤厂（110家）	321.3	311.0	10.3	240.7	80.6
		精煤库存：样本洗煤厂（110家）	231.9	222.1	9.8	179.7	52.2
		洗煤厂总库存：折算精煤	392.5	377.6	15.0	300.0	92.5
		焦煤库存：全样本独立焦化企业	809.0	846.3	-37.4	912.3	-103.3
		焦煤库存：247家钢铁企业	781.2	786.8	-5.6	748.9	32.3
		焦煤甘其毛都口岸库存	358.0	370.5	-12.5	311.6	46.4
		焦煤库存：16港	638.0	712.1	-74.1	843.8	-205.8
	焦煤总库存	焦煤总库存（折算成精煤）	3783.5	3886.9	-103.3	3574.4	209.1
焦炭库存		焦炭库存：全样本独立焦化企业	113.0	111.4	1.7	62.8	50.2
		焦炭库存：247家钢铁企业	627.8	654.9	-27.2	557.4	70.4
		焦炭库存：18港	251.9	271.8	-19.9	240.8	11.1
		焦炭总库存	992.7	1038.1	-45.4	861.0	131.7

数据来源：Mysteel、银河期货

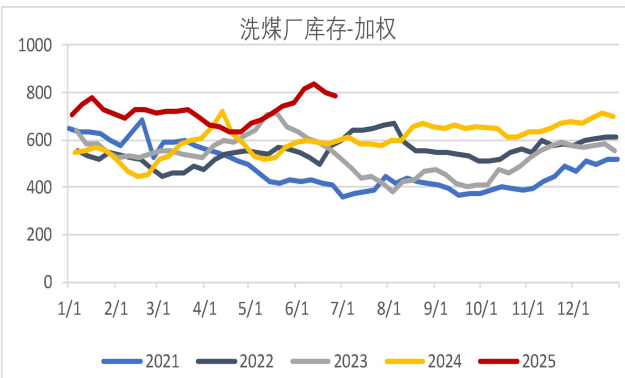
对于下半年，我们认为在真正触及成本之前，焦煤的减产是阶段性的，在下游阶段性补库后，煤矿的库存压力短时间缓解，但中长期看，下游并不会大规模补库，煤矿库存压力难以得到真正的缓解，我们认为煤矿的高库存始终会对焦煤价格形成压制，焦炭价格及库存独立性都不太强，焦煤矛盾没有解决，焦炭依然跟随为主。

图 40：矿山焦煤库存-加权 单位：万吨



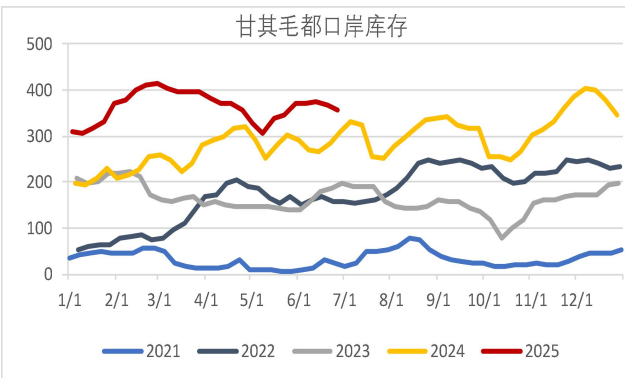
数据来源：Mysteel、银河期货

图 41：洗煤厂精煤库存-加权 单位：万吨



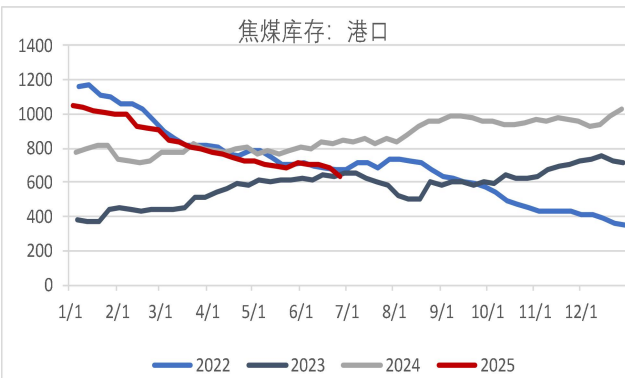
数据来源：Mysteel、银河期货

图 42：蒙煤库存-甘其毛都口岸监管区 单位：万吨



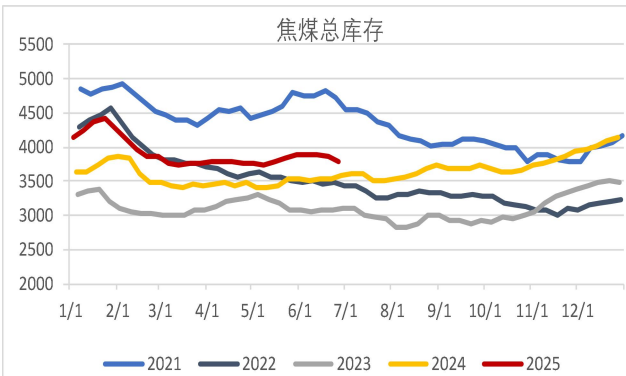
数据来源：Mysteel、银河期货

图 43：港口焦煤库存 单位：万吨



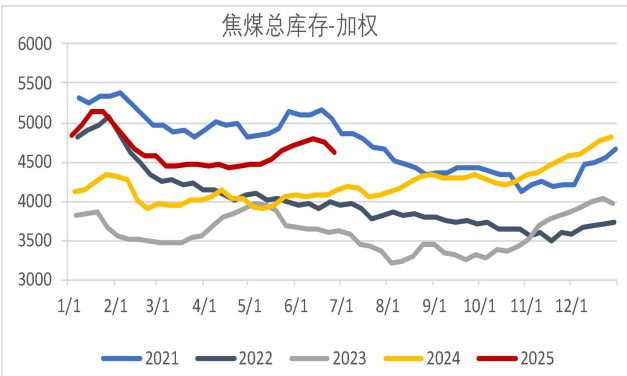
数据来源：Mysteel、银河期货

图 44：焦煤总库存 单位：万吨



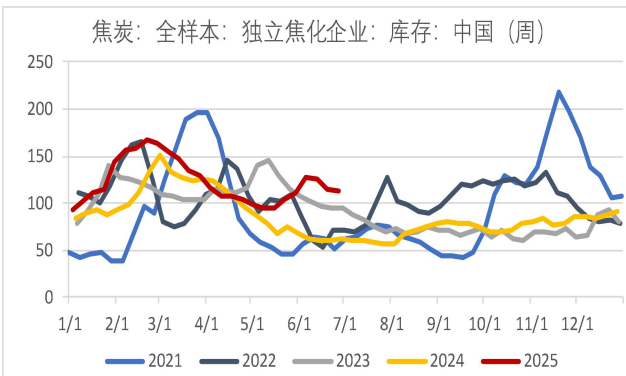
数据来源：Mysteel、银河期货

图 45：焦煤总库存-加权 单位：万吨



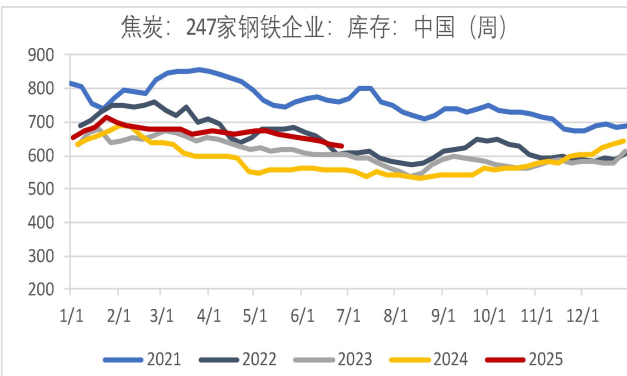
数据来源：Mysteel、银河期货

图 46：焦企焦炭库存 单位：万吨



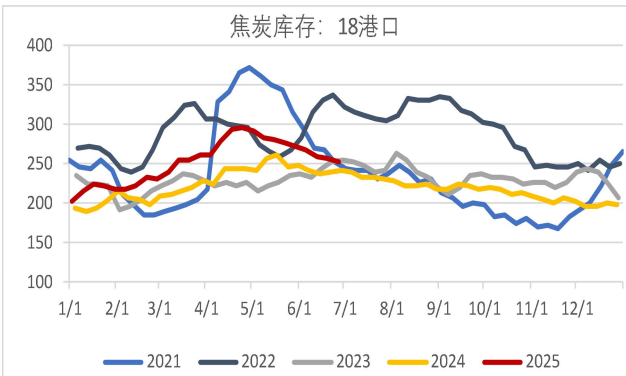
数据来源：Mysteel、银河期货

图 47：钢厂焦炭库存 单位：万吨



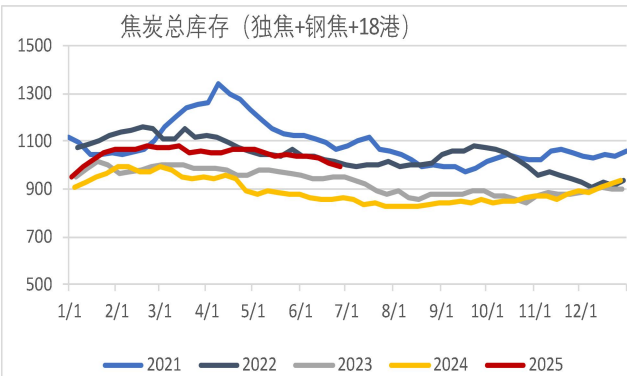
数据来源：Mysteel、银河期货

图 48：港口焦炭库存-18 港 单位：万吨



数据来源：Mysteel、银河期货

图 49：焦炭总库存-加权 单位：万吨



数据来源：Mysteel、银河期货

第三部分 后市展望及策略推荐

表 5：双焦平衡表 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	47500	12225	59725	58616	73	58689	1036
	同比	-1700	2035	335	-1287	36	-1251	
		-3.5%	20.0%	0.6%	-2.1%	97.3%	-2.1%	
	2025年E	48500	11225	59725	59245	120	59365	360
	同比	1000	-1000	0	629	47	676	
		2.1%	-8.2%	0.0%	1.1%	64.4%	1.2%	
焦炭	2023年	41890	24	41914	41200	879	42079	-165
	2024年	40990	13	41003	40070	833	40903	100
	同比	-900	-11	-911	-1130	-46	-1176	
		-2.1%	-45.8%	-2.2%	-2.7%	-5.2%	-2.8%	
	2025年E	41430	18	41448	40500	730	41230	218
	同比	440	5	445	430	-103	327	
		1.1%	38.5%	1.1%	1.1%	-12.4%	0.8%	

数据来源：统计局、海关总署、汾渭、Mysteel、银河期货

当前煤矿的减产主要是由于安监、环保、库存顶仓所致，真正因为亏损而减产的煤矿并不多，预计 7 月煤矿产量逐步恢复。从成本的逻辑看，煤矿难有真正长时间减产。需求方面，钢材出口带来了需求增量，但同时应该看到这部分增量是通过价格下跌换来的，同时也体现了内需相对不足的局面，在原料价格偏低的情况下，钢材出口依然具有竞争力，预计全年需求有韧性；但出口只是缓解国内需求不足的矛盾，对于价格顶多起顶托作用，而难以起到提升作用。

综上，在当前价格之下，已经挤出了一部分高成本国内供应和性价比偏低的进口煤，双焦在价格下跌后供需关系略有改善，上半年把主要矛盾已大部分消化，我们认为焦煤下跌最快的时间已经过去，后续博弈更为激烈。阶段性、结构性的供需错配会带来小反弹，但从大

周期看，但是尚未到达真正的底部，预计下半年焦煤价格会继续向下寻底。

策略推荐：

单边：趋势性机会减少，博弈加大，总体仍以逢高做空为主

套保：对于有库存或者销售压力的企业，建议后续仍以逢高卖出套保为宜

风险提示：煤矿减产力度加大、需求超预期。

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