



关注需求改善与仓单压力

2025 年 3 月 31 日

报告要点:

需求: 基建是需求关键, 投机需求持续压缩

创元研究

相关报告:

总体来说, 我们认为制造业整体持稳, 仍有正向贡献, 25 年前两月贡献增加; 出口短期占比下滑, 中期需关注海外需求的变动, 需警惕; 内需中, 地产仍处主动去库期, 且政策也依旧配合这一行为, 对黑色的需求贡献有限, 基建则是最关键的需求波动变量, 而他又与 25 年专项债、特别国债发行节奏、投向比例密切相关, 就目前来看, 截至 3 月底, 项目资金环比增加, 但体量有限, 后续仍需密切关注。

受总量需求一般, 黑色供需宽松影响, 传统贸易面临压缩, 而交割体量增加, 这又会进一步对近月合约构成价格的压制, 放大阶段性的悲观情绪, 尤其是对于焦煤。

焦煤: 供给暂未看到持续减量基础

总的来说, 我们认为从中央层面, 25 年较难看到持续的煤炭减产政策压力, 更多的会是一个稳产增产的状态。且在没有其他意外冲击的情况下, 25 年也较难看到地方主导的行政性限产。

进口环节, 近几月以来的蒙煤出口下滑, 已导致蒙古财政急剧恶化, 而这又刺激蒙古方面的刺激出口动作, 例如降运费、修改定价模式等; 此外, 蒙煤的增量实际也在一定程度上增加了海煤市场的供需宽松, 进而参考今年 1-2 月除中国钢材表需负增长的背景, 我们认为当下非俄蒙地区供中国的焦煤进口量, 实际上是有潜在增量的。

焦炭: 供给结构变化, 出口下滑冲击不宜小觑

在双焦整体供给偏向宽松的大背景下, 一体化生产优势明显。从而导致钢厂焦企产量占比持续增加, 而这一状态, 又会使得“独立焦企-无焦钢厂”这一市场宽松格局更甚。从而在一定程度上也解释了为何近期独立焦企利润承压、环比持续减量的背景下, 焦炭自身基差、月差都还是偏弱的格局。

焦炭出口自 23 年以来, 就已经持续负增长, 而焦炭最大需求环节的铁水变动并不大, 因此出口的负增实际上仍是较大的影响因子, 且结合前面的供给结构变化, 出口下滑对焦炭的负面影响实际上是更大的。考虑到这一出口下滑背后是海外钢材表需下滑以及海外焦炭产量提升的影响, 因此我们建议需高度关注焦炭的出口下滑拖累影响。

估值: 静态合理, 贴水附近, 但需持续关注仓单压力。

总体来说, 我们长周期建议高升水空配双焦为主, 但其中价格触及估值底部时期也需警惕。

风险点: 终端需求弹性大幅扩大、出口超预期、政策超预期等

创元研究黑色组

研究员: 陶锐

邮箱: taor@cyqh.com.cn

投资咨询资格号:

Z0018217

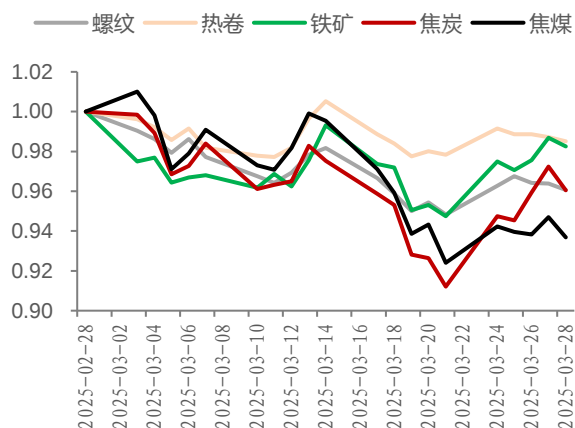
一、行情回顾：弱现实下的升水压缩以及仓单压力表征

23 月黑色先在会议预期和现实疲软中拉扯，但鉴于双焦的升水结构，整体呈现震荡下跌态势。随后市场又交易海外宏观风险，进一步下跌，但在 3 月中旬，随着股票情绪的好转，以及频繁出现的“钢厂、煤矿限产，进口限制”小作文，空头大幅减仓，双焦跟随黑色明显反弹，基本回到月初下跌水平。

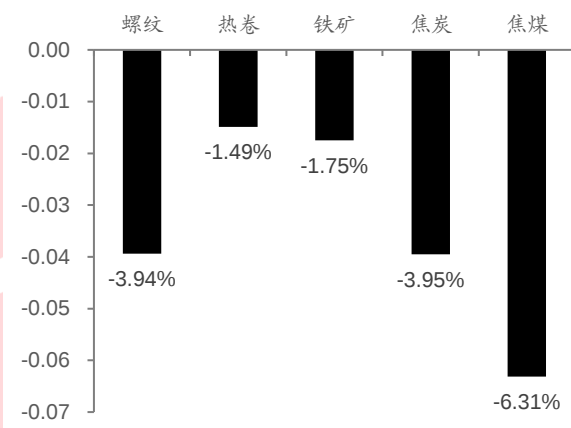
此后，在现实持续羸弱（核心聚焦在建材环节）的影响下，双焦现货继续下跌，尤其是澳煤的持续大幅跌价，打开了远月升水套保空间，从而带来了双焦的新一轮流畅下跌。与新一轮反弹类似，在价格触及焦炭平水、焦煤给出 1000 元定价之后，且钢材表需连续改善，市场开始关注钢材需求的表现，空头再次减仓，价格再度反弹明显，尤其是独立焦企持续减产的焦炭表现更佳。

但随着 28 日大商所的交割库扩容，现实羸弱的压力再度凸显，双焦再度领跌黑色。

图 1：黑色商品主力合约 3 月表现（收盘价，归一化） 图 2：黑色商品主力合约 3 月涨跌幅（收盘价）



资料来源：Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院



资料来源：Mysteel, Wind, 创元期货研究院

二、焦煤供给能否减量？

2.1 内矿会不会减产？

首先，我们从政策的角度出发去衡量这个问题。对于 25 年来说，年初能源局所公布的当年能源工作指导意见是发文级别最高、规划最全、最重要的文件。这是 25 年全年各地方针对能源环节动作的大框架。通过对比，我们认为：

1，相较 24 年，25 的工作更多呈现出对未来的指引，指向未来能源工作中心的变化。即由前期的“推进”绿色低碳转型再进一步，保安全、调结构、深化改革。

2，传统能源是保安全的核心，煤炭稳产增产，保障供给弹性（建立产能储备制度），年度减量暂难看到。此外，火电绿色升级、电网安全机制建立等等

将会是更重要的政策倾向。

3, 为了应对未来能源结构（新能源装机占比持续扩大）的持续变化，所需要做出的电力体制改革、碳排放核算机制、电网消纳、技术创新、新型电网监管体系等等方面开始进入深化改革时期。

4, 更加主动积极的参与到全球能源合作之中，由此前的“推进、参与”转变为“统筹、积极参与”。

因此，总的来说，我们认为从中央层面，25 年较难看到持续的煤炭减产政策压力，更多的会是一个稳产增产的状态。

表 1: 能源局工作指导意见对比

对比项目	《2024 年能源工作指导意见》	《2025 年能源工作指导意见》
颁布背景	新中国成立 75 周年，实施能源安全新战略十周年、“十四五”规划关键一年	“十四五”规划收官之年
指导思想	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻党的二十大精神，践行能源安全新战略，推动能源绿色低碳转型和高质量发展	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻党的二十大及二十届二中、三中全会精神，以更高标准践行能源安全新战略，完成“十四五”规划目标任务
基本原则	保障能源安全首位，推进绿色低碳转型、依靠科技创新、深化改革开放	底线思维保安全 、绿色低碳调结构、深化改革激活力、创新引领促发展
供应保障目标	能源生产总量 49.8 亿吨标准煤左右；发电装机 31.7 亿千瓦左右，发电量 9.96 万亿千瓦时左右；原油产量稳定在 2 亿吨以上，天然气快速上产	能源生产总量稳步提升，煤炭稳产增产 ；发电总装机 36 亿千瓦以上，发电量 10.6 万亿千瓦时左右；原油产量保持 2 亿吨以上，天然气较快增长，油气储备增加
能源结构调整目标	非化石能源发电装机占比 55% 左右；风电、太阳能发电量占比 17% 以上；非化石能源占能源消费总量比重 18.9% 左右	非化石能源发电装机占比 60% 左右（增加 5%） ；非化石能源占能源消费总量比重 20% 左右（增加 1.1%）
质量效率提升目标	煤电“三改联动”推进；跨省跨区输电通道利用小时数合理；清洁能源发展；科技创新成果应用	火电机组供电煤耗合理；风电、光伏利用率合理；煤矿智能化； 统一电力市场体系初步建成
能源保障举措	强化化石能源兜底 （油气增储上产、煤炭产能建设等）；提升电力系统调节能力（火电转型、配电网建设等）；提高区域协同保障能力（推进区域能源规划、特高压工程建设等）	夯实能源安全保障基础 （煤炭产能管理、油气勘探开发等）；提高区域能源协同保障能力（推动区域能源规划实施、特高压工程建设等）；强化能源安全重大风险管控（完善应急管理办法、加强风险监测等）
绿色低碳转型举措	巩固风电光伏发展（推进基地建设、分散式开发等）；推进水电核电开发；完善政策体系（优化新能源利用率目标、推进绿证应用等）	保持非化石能源发展（推进风电光伏基地建设、水电核电开发等）；统筹新型电力系统建设；深化能源开发利用变革（拓展新能源应用场景、深化煤炭清洁利用等）
能源改革举措	深化电力体制改革（完善市场规则、推进区域电力市场建设等）；深化油气体制改革（推进管网开放、互联互通等）	完善能源体制机制（创新新能源价格和消纳机制、建立碳排放核算机制等）；深化全国统一电力市场建设（加强多层次市场协同、完善市场规则等）；健全能源法治体系（完善能源法配套法规、推进相关法律法规修订等）
能源科技创新举措	完善科技创新体系（推进规划项目实施、加强平台管理等）；加快技术攻关和成果转化（开展首台（套）评定、推进专项项目等）；促进新技术应用示范（推进电网智能化、智能化煤矿建设等）	完善科技创新体系（考核评价创新平台、完善装备政策等）；强化关键核心技术攻关（推进专项项目、布局长时储能技术等）；培育新产业新业态（探索产业发展新模式、推进新技术试点等）
国际合作举措	提升能源安全保障能力（巩固煤炭贸易、推动油气合作等）；推进清洁能源产业链合作（深化中欧、中国 - 东盟等合作）；参与国际能源治理变革（建设能源伙伴关系、参与多边机制等）	增强海外资源供应保障能力 （加强油气合作、推进跨境通道建设、 巩固拓展与煤炭资源大国合作等 ）；统筹重点国家和地区能源合作（推动中欧合作、深化“一带一路”合作等）；参与全球能源治理（举办国际会议、参与多边机制等）
民生服务举措	推动重点领域清洁能源替代（交通电气化、清洁取暖等）；提升民生用能服务保障水平（提升“获得电力”服务、整治停电问题等）；推动县域能源高质量发展（推进农村能源革命、提升农网水平等）	提升民生用能服务保障水平（出台提升“获得电力”政策、推进车网互动试点等）；推动县域能源高质量发展（推进农村能源革命、提升农网水平等）
能源监管举措	强化能源市场监管（开展电力综合监管、加强管网开放监管等）；加强电力安全治理（出台安全治理政策、开展专项行动等）	维护市场秩序（加强自然垄断环节监管、开展电力综合监管等）；加强电力安全监管（推进安全生产攻坚、排查安全隐患等）
规划编制实施	无相关内容	加力完成“十四五”能源规划目标任务；科学谋划“十五五”能源规划；修订《能源规划管理办法》

资料来源：能源局，创元期货研究院

其次，我们再从各个主要骨架煤生产省份的能源工作计划来看。25 年各地的工作重心，基本都是转移至“能源结构转型（主要是电力环节）”、“新能源推进”等方向，对于传统能源，多数都是表明“稳”、“安全”、“保障能力”为主（贵州算是特例，其更关注安全生产）。整体方向，与中央能源局一致。因此，我

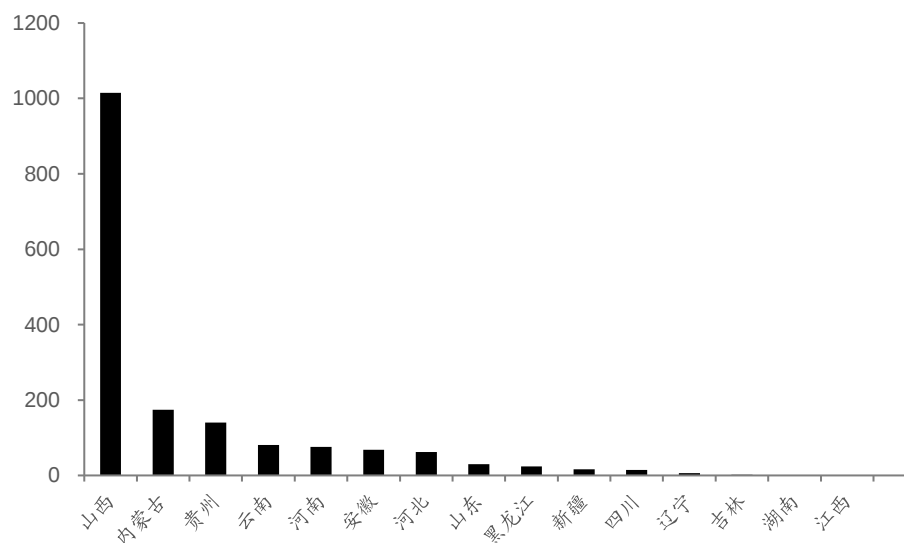
们认为，在没有其他意外冲击的情况下，25 年也较难看到地方主导的行政性限产。

表 2：地方政府涉能源内容

省市	日期	名称	涉及煤炭产量内容
山西省	2025/1/15	2025 年全省能源工作会议	坚持以 安全保供 为前提，高裕度夯实综合能源基地。夯实煤炭绿色开发利用基地， 坚决稳定煤炭产量 ，全力推进煤炭“四个一批”，夯实电力外送基地和非常规天然气基地，做到 资源大省挑大梁 ，能源基地做贡献。
贵州省	2025/2/5	2025 年全省工作会议	严守安全生产底线 。深入推进 安全生产治本攻坚三年行动 ，常态化开展安全生产“打非治违”，突出 抓好煤矿 、非煤矿山、建筑施工、危化品、道路交通、城镇燃气、民爆物品、森林防火等领域隐患排查治理。
云南省	2025/1/18	2025 年全省工作会议	推进“源网荷储”一体化试点，开工、投产新能源项目各 1600 万千瓦以上，加快旭龙、古水等大型水电站和 690 万千瓦火电项目建设， 供应电煤 3000 万吨以上 （24 年供应 4400 万吨左右电煤，6612 万吨原煤）
安徽省	2025/1/3	2025 年全省工作会议&能源工作会议	政府工作报告：深化国资国企改革，文旅、港航、煤炭等重点领域重组整合取得重要进展。 能源工作会议：按照总量提升、结构优化和空间协同的要求，加快规划建设新型能源体系，高质量完成“十四五”规划目标任务
内蒙古	2025/1/23	内蒙古能源工作会议	提升能源安全供应保障能力 ：2025 年，争取国家批复 5 处以上煤炭矿区总体规划。 新增产能 3000 万吨以上等 ；全年原油产量稳定在 310 万吨左右，天然气产量稳定在 310 亿立方米左右；力争全年煤层气产量达到 400 亿立方米以上；推进五原—乌拉特中旗、通辽—兴安盟等输气管道开工建设，支持长春—石家庄输气管道开工建设，推动固阳—白云鄂博、查日苏—义隆永输气管道建成投运； 力争年内新增 2000 万吨以上煤炭储备产能、形成 1000 万吨政府可调度煤炭储备能力 。
河北省	2025/1/4	河北省能源工作会议	持续做好煤油气稳产保供，大力提升电力安全保障能力，加强应急储备能力建设，加快推动能源基础设施建设

资料来源：各地能源局、地方政府，创元期货研究院

图 3：分省骨架煤累计产量（万吨）

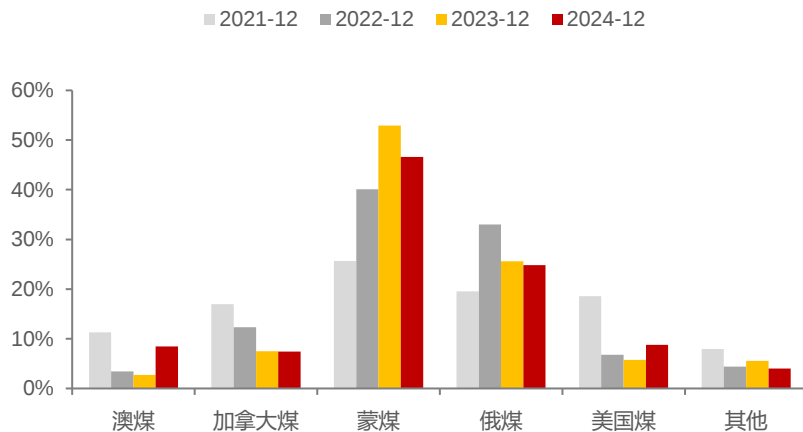


资料来源：Mysteel, Wind, 创元期货研究院

2.2 进口会不会减量？

目前我国焦煤进口，依旧是以蒙煤和俄煤为主，其他为辅的格局。虽然年初以来，基于价差收缩的影响，蒙煤进口出现较为明显的减量，但其依旧是最大的进口煤。因此，蒙煤未来是否会出现长期进口减量，是至关重要的问题。

图 4：焦煤分国别进口占比

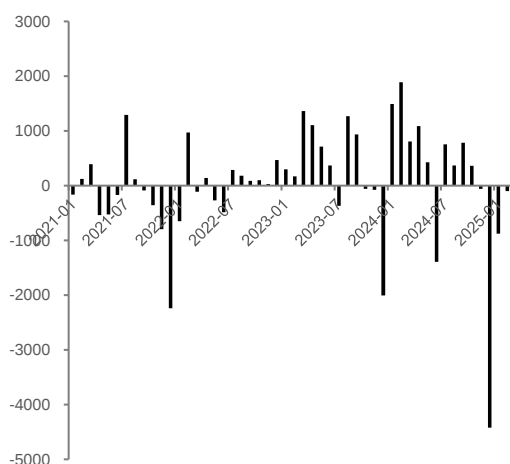


资料来源：Mysteel, Wind, 创元期货研究院

2.2.1 蒙古焦煤出口已影响该国财政，预计难减量

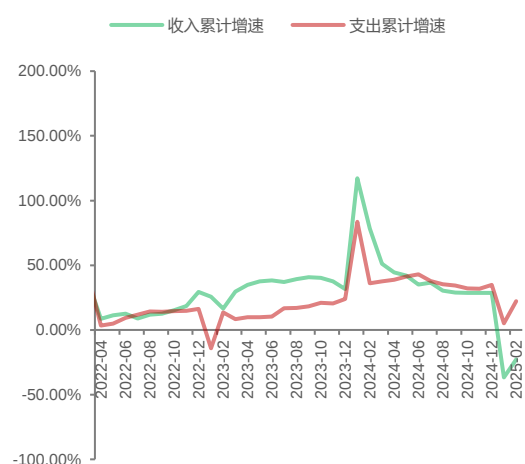
和此前报告逻辑一致，我们主要从蒙古财政的角度去考虑。鉴于 24 年三季度以来，国内焦煤持续下跌，而蒙煤挺价的因素影响，蒙煤进口出现较为持续的环比减量。而这带来了蒙古 M1/M2 增速的持续下滑，以及蒙古政府持续的入不敷出，政府月度结余持续转负。参考过往，这一状态，从单月的角度考虑，甚至比疫情初期严格限制蒙煤进口时还要严重。究其原因 23 年以来的政府支出增速攀升，而收入却因为出口减量而受损严重。

图 5：蒙古政府月度盈余情况 百万人民币



资料来源：Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 6：蒙古政府收支累计增速

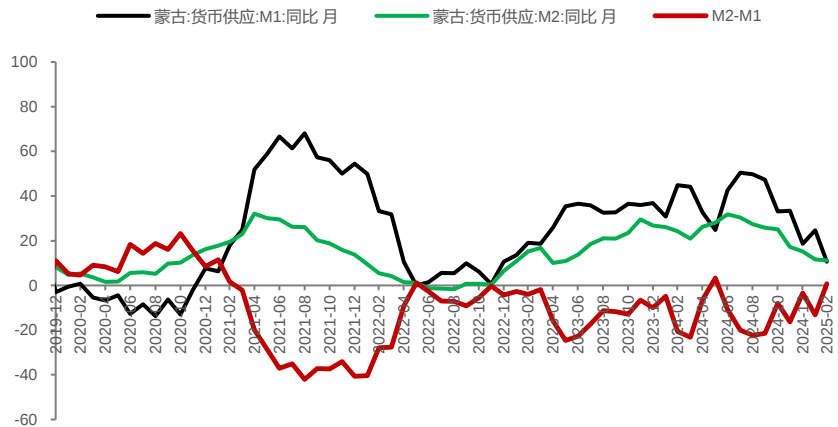


资料来源：Mysteel, Wind, 创元期货研究院

因此，3月中旬，蒙古政府专门成立由财政部长 B. Javkhlan 牵头的“矿业出口攻坚组”，试图通过扩大煤炭、铜、黄金等战略资源出口缓解财政危机；

3月27日，蒙古降低铁路运费、公路运费，修改竞拍定价模式，将远月合约与中国、普氏报价绑定，这样在价格持续下跌的时候，能给跟随反应，而不是此前的固定价格方式。

图 7：蒙古货币供应及传导情况



资料来源：Mysteel, Wind, 创元期货研究院

因此，3月中旬，蒙古政府专门成立由财政部长 B. Javkhlan 牵头的“矿业出口攻坚组”，试图通过扩大煤炭、铜、黄金等战略资源出口缓解财政危机；3月27日，蒙古降低铁路运费、公路运费，修改竞拍定价模式，将远月合约与中国、普氏报价绑定，这样在价格持续下跌的时候，能给跟随反应，而不是此前的固定价格方式。通过简单测算，我们发现新的指数定价方式，确实相较此前的定价模式更加灵活，且价格更低，更能反应实际的市场情况。

图 8：蒙煤竞拍变更之现货与远期合同

变更 N°2：现货合同与远期合同

蒙古证券交易所为降低买方风险，确保交易互利共赢（Win-Win），于2025年3月18日通过董事会及金融监管委员会批准了三项规定的修订版。

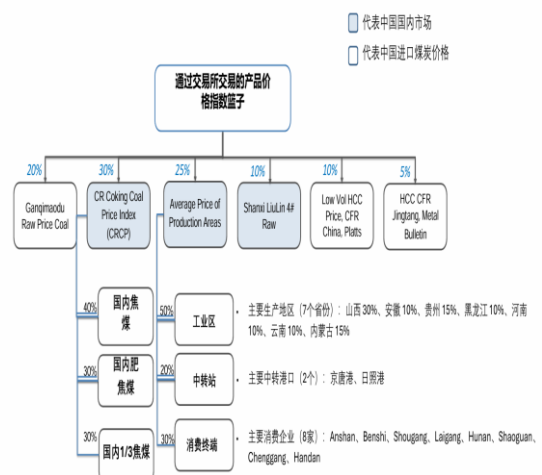
	现货合同	远期合同 (固定)	远期合同 (指数化)
价格确定原则	拍卖		
期限	30天	直到12月	3, 6, 9, 12月
供应	30-45天	按照计划	按照计划
价格	固定	固定	与指数变动挂钩
保证金	购买家 10%		
预付款	无	无	25%
数量	小	大	大
付款	100%	直到100%	按该批货物分配的数量 / 一揽子凭证 (卖方选择)

资料来源：Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 10：蒙古成立矿业出口攻坚组新闻

图 9：蒙煤远期合约定价公式

变更 N°2：远期合约（基于指数变动计算）



资料来源：Mysteel, Wind, 创元期货研究院

图 11：蒙古降低运费新闻

Ulaanbaatar, March 12, 2025 (MONTSAME). During the regular session of the Cabinet of Mongolia on March 12, 2025, Minister of Finance of Mongolia Javkhlan Bold presented an update on Mongolia's consolidated budget and budget performance.

The Finance Minister noted, "Mongolia's macroeconomic condition is stable. Last year, the economy grew by 4.9 percent, reaching a GDP of MNT 80 trillion. As of January this year, inflation stood at 9.6 percent. The country's foreign exchange reserves are stable, and export volume of primary raw materials is increasing."

As of February 2025, the consolidated budget revenue reached MNT 4.1 trillion, which is MNT 1.2 trillion (22.8 percent) lower than the same period last year, representing 95 percent of the planned revenue for the first two months of 2025. The MNT 4.1 trillion consolidated budget revenue accounts for 11 percent of the annual budget. On average, 12 to 14 percent of total annual revenue is collected during the first two months of the year.

The average price of coal was USD 78.5 per ton, USD 44.9 (36 percent) lower than the USD 123.4 recorded in the same period last year, as of February 2025. The lower price of coal was the primary factor in the reduced budget revenue.

Therefore, a working group has been established under a decree from the Prime Minister of Mongolia to ensure stable macroeconomic growth by increasing and monitoring the export of mining products and promptly resolving pressing issues. The working group will be headed by the Minister of Finance.

交通运输部部长包·德勒格尔赛汗表示：“交通部已将杭吉 - 满都拉方向的铁路基础运费下调 50%。这意味着将基础设施使用费降低了 50%，上行的机车车辆运费并未降低。嘎顺苏海图 - 甘其毛都之间在建铁路的运输费也同样降低了 50%。”

下调铁路运费是所有铁路部门的常规做法。此前塔奔陶勒盖铁路因预估费用较高，考虑到长期使用铁路可收回成本，故决定按此幅度降价。

交通运输部还派出工作组实地开展工作，重点降低汽车运输成本和装煤费用。在边境口岸环节，正在研究节省集装箱装卸、车辆装货和通关费用的可能性。

杭吉口岸每日通行 300 - 400 辆车，嘎顺苏海图口岸通行 250 - 300 辆。西伯库伦 - 策克口岸有 600 多辆车通行，该口岸煤炭输出正常，今后出口量还将增加。目前积压主要发生在嘎顺苏海图 - 甘其毛都口岸。基础设施建设开工后出口量将会提升。”

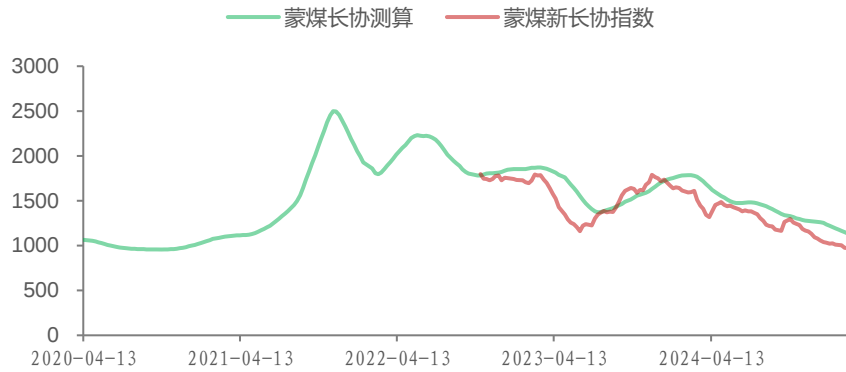
消息来源：综合蒙古IKON新闻

资料来源：蒙古官网,创元期货研究院

资料来源：蒙古官网,创元期货研究院

从而，我们并不认为蒙煤将会在长周期内出现较为明显的减量，相反，增量的概率始终存在。

图 12：蒙煤新旧长协指数模拟测算



资料来源：Mysteel, Wind, 创元期货研究院

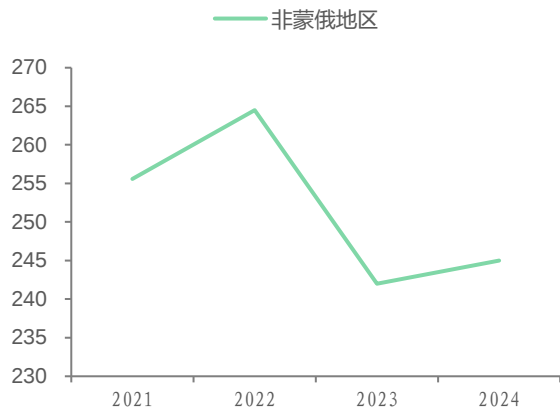
2.2.2 非蒙焦煤供需偏宽松，也不做进口减量预期

对于第二大进口俄罗斯煤来说，参考制约其出口至西方的“俄乌战争”，以及年报中所提及的 egla 太平洋铁路投运可能增加 3000 万吨等因素，我们并不做长周期级别的进口减量预期。

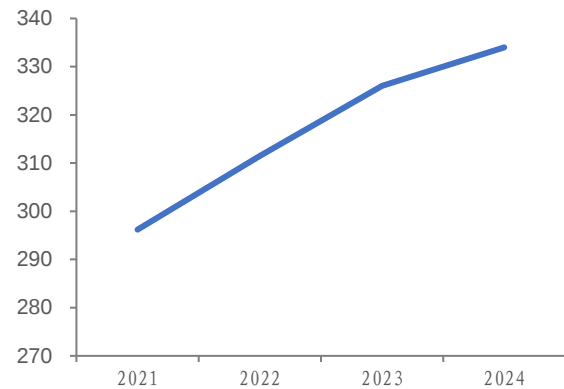
对于其他地区来说。参考过去几年的全球焦煤贸易数据，我们发现，若刨除俄罗斯和蒙古两个地区，则全球焦煤贸易市场是萎缩的，这与过去几年中国钢材出口增加，挤压海外铁水空间也相吻合。换句话说，在过去几年并没有大面积产能淘汰的背景下，海外焦煤市场实际上是偏向于供需宽松的。

图 13：非蒙俄地区焦煤出口情况 (MT)

图 14：全球焦煤出口情况 (MT)



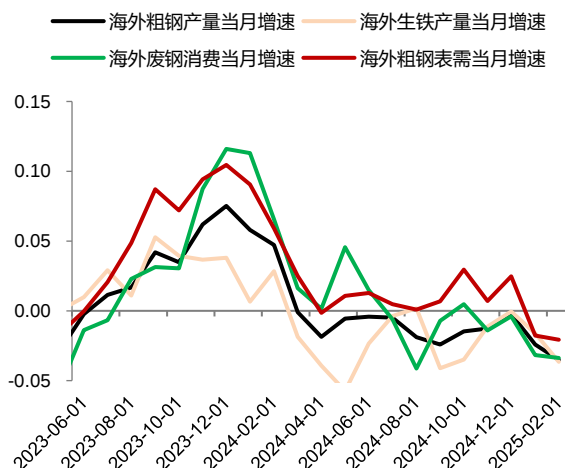
资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院



资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

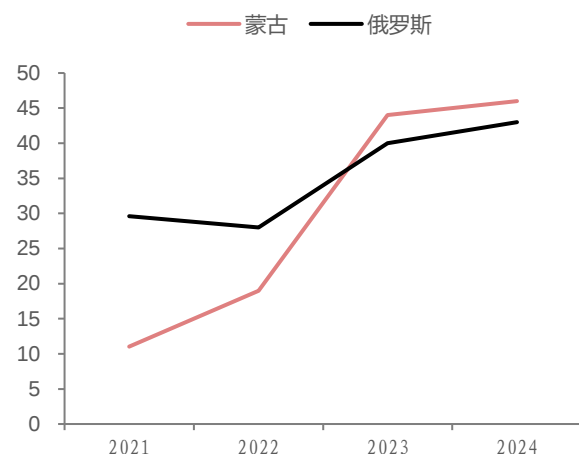
进而参考今年 1-2 月除中国钢材表需负增长的背景,我们认为当下非俄蒙地区供中国的焦煤进口量,实际上是有潜在增量的。因此,我们也不做长周期的进口减量预期。

图 15: 海外钢材相关当月增速



资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 16: 全球焦煤出口分国别情况 (MT)



资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

2.3 1-2 月焦煤数据一览

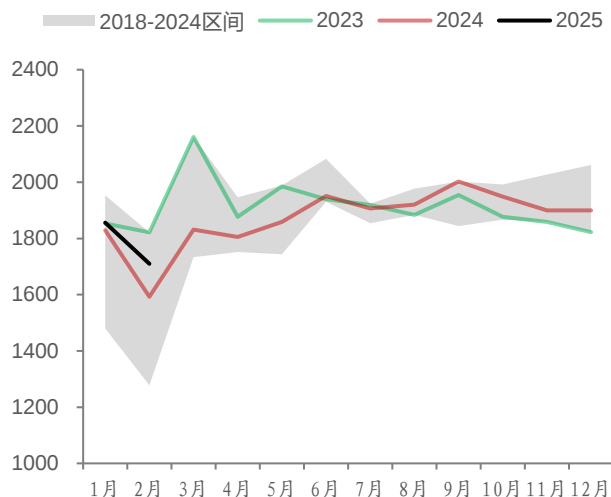
从 1-2 月的产量、进口数据来看,基本也符合我们前述的逻辑观点。

具体来说:

1-2 月骨架煤生产 3566 万吨,同比增加 4.21%;进口焦煤 1884.5 万吨,同比+5.59%,其中澳煤进口 176 万吨、同比+12.65%,蒙煤进口 664.3 万吨、同比-25.05%,加拿大煤进口 210.6 万吨,同比+53.69%,俄煤进口 528.96 万吨、同比+30.35%,美国煤进口 262.5 万吨、同比+85.92%。

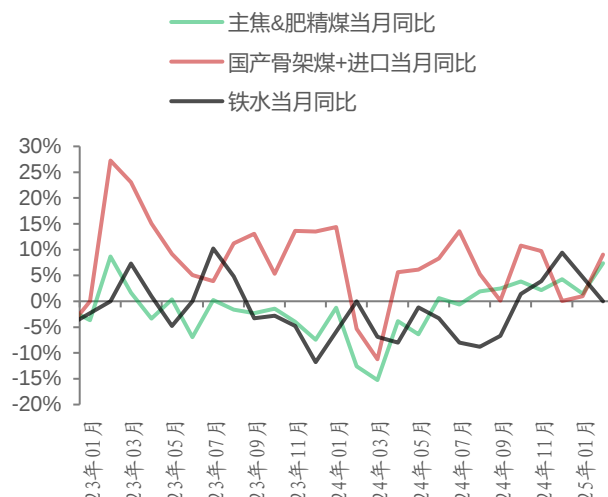
图 17: 国内主焦&肥煤月产量季节图 (万吨)

图 18: 骨架煤供给 VS 铁水增速情况



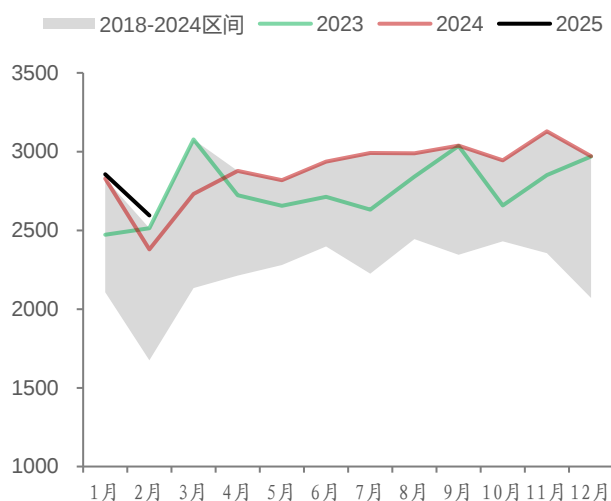
资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 19: 国内主焦&肥煤+进口月产量季节图 (万吨)



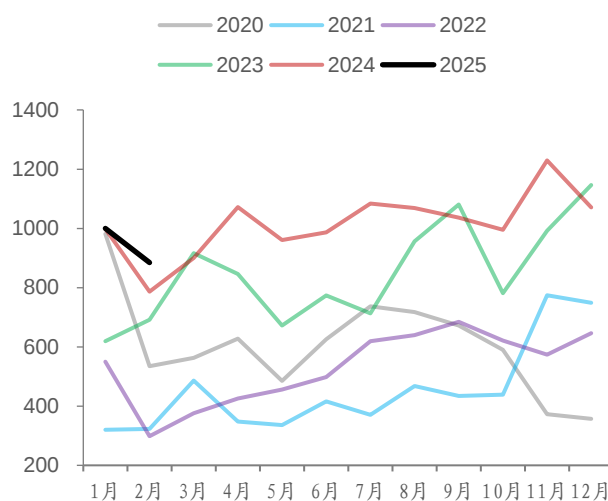
资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

图 20: 炼焦煤进口量: 全部: 当月值 (万吨)



资料来源: 蒙古官网, 创元期货研究院

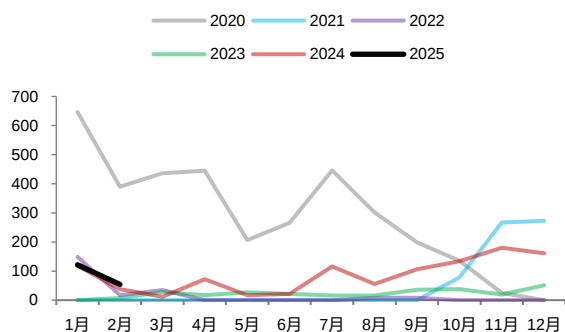
图 21: 炼焦煤进口量: 澳洲: 当月值 (万吨)



资料来源: 蒙古官网, 创元期货研究院

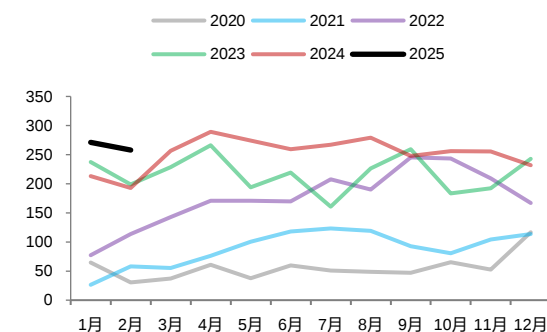
图 22: 炼焦煤进口量: 俄罗斯: 当月值 (万吨)

1-2 月骨架煤总供给累计增加 4.68%、铁水累计同比-0.5%，总供给宽松。



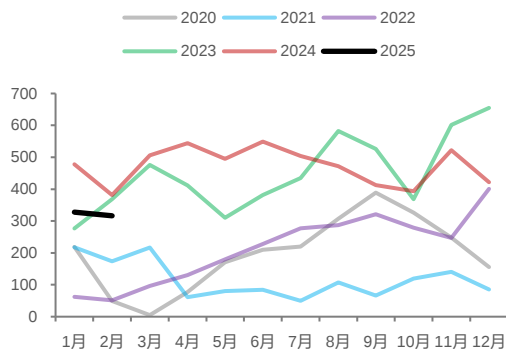
资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 23: 炼焦煤进口量: 蒙古: 当月值 (万吨)

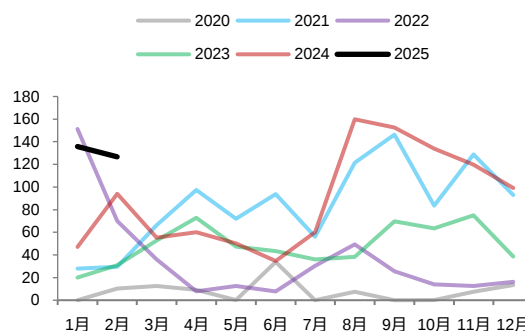


资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

图 24: 炼焦煤进口量: 美国: 当月值 (万吨)



资料来源：蒙古官网,创元期货研究院



资料来源：蒙古官网,创元期货研究院

三、焦炭供需变化点探讨

3.1, 生产结构变化与出口下滑探讨

从数据来看, 1-2 月焦炭产量累计增加 1.6%, 出口累计减少 33.6%, 铁水累计减少 0.5%。整体呈现出供增需降的格局。在此, 我们主要探讨如下两个点:

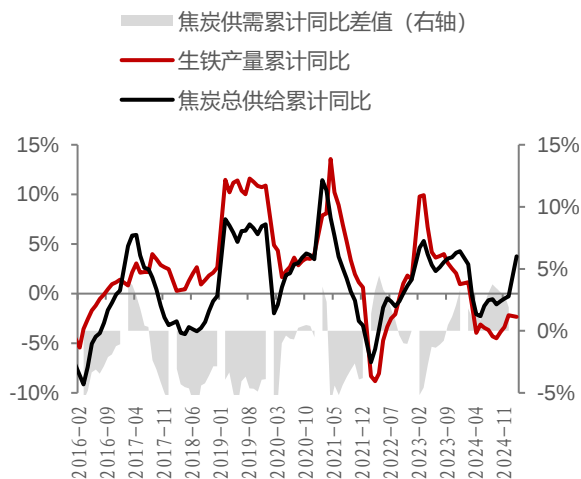
- 1, 增产的焦炭, 核心在哪个环节?
- 2, 减量的出口, 值不值得关注?

首先, 参考钢联的产量数据来看, 我们发现虽然独立焦化与钢厂焦化均产量同比正增长, 但钢厂焦化的增量十分明显, 贡献了年初以来的核心增量。换句话说, 焦炭产量的结构中, 也悄然出现了新的变化, 即钢厂一体化产量占比在增加。参考历史数据, 我们发现自 23 年以来, 钢厂焦化产量占比与焦价整体呈现出负相关的关系。究其原因, 我们认为这是在双焦整体供给偏向宽松的大背景下, 一体化生产优势所致。而这一状态, 又会反过来影响整体焦炭的定价机制, 即使得“独立焦企-无焦钢厂”这一市场宽松格局更甚。从而在一定程度上也解释了为何近期独立焦企利润承压、环比持续减量的背景下, 焦炭自身基差、月差都还是偏弱的格局。

其次, 对于焦炭出口, 其自 23 年以来, 就已经持续负增长, 虽然连续三年的负增最终导致焦炭出口占总产量的比重持续下滑, 但鉴于其负增速仍较大, 而焦炭最大需求环节的铁水变动并不大, 因此出口的负增实际上仍是较大的影响因子, 且结合前面的供给结构变化, 出口下滑对焦炭的负面影响实际上是更大的。考虑到这一出口下滑背后是海外钢材表需下滑以及海外焦炭产量提升的因素影响, 因此我们建议后续还需高度关注焦炭的出口下滑拖累影响。

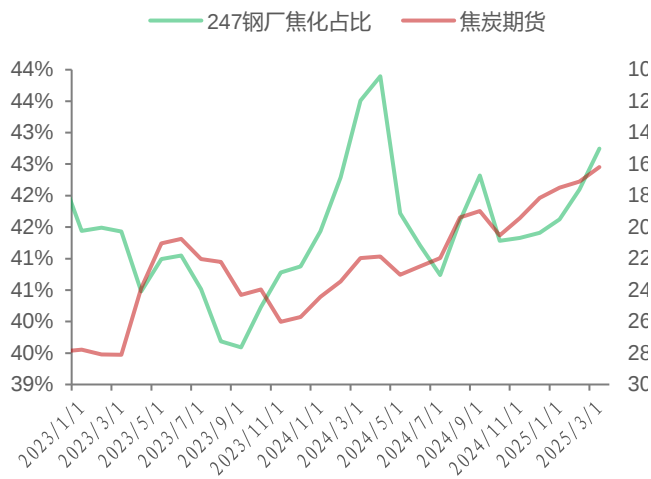
图 25: 焦炭供需累计同比增速对比图

图 26: 23 年以来钢厂焦化占比与焦价呈负相关关系



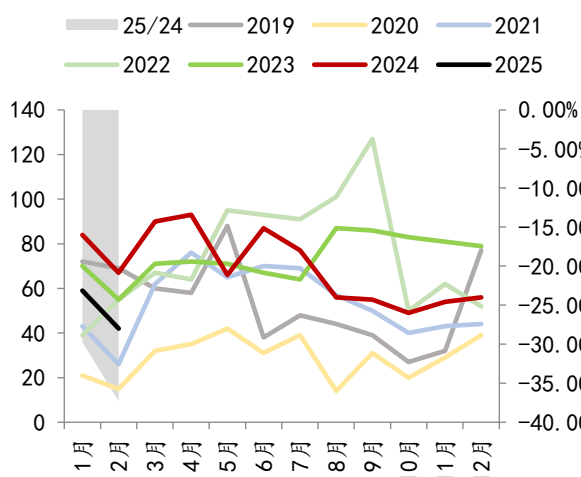
资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 27: 焦炭及半焦出口量: 当月值

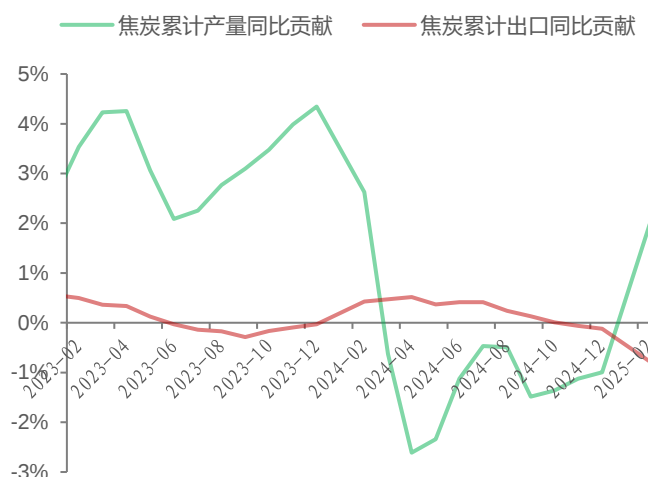


资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

图 28: 焦炭累计供给分项贡献情况



资料来源: 蒙古官网, 创元期货研究院

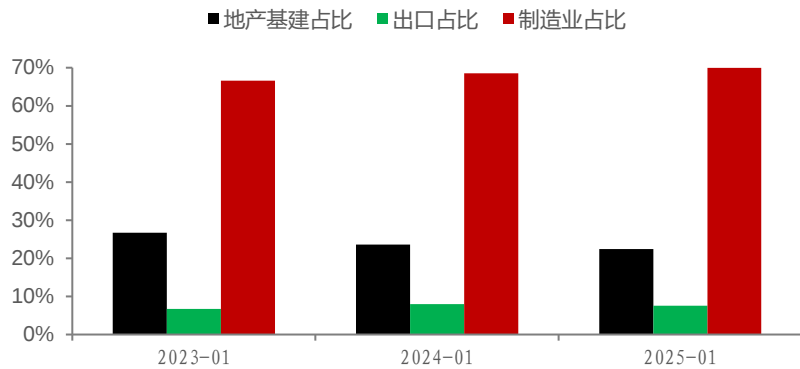


资料来源: 蒙古官网, 创元期货研究院

四、基建是需求关键，投机需求持续压缩

对于需求来说，我们依旧按照过往的拆分方式进行分析。总体来说，我们认为制造业整体持稳，仍有正向贡献，25 年前两月贡献增加；出口短期占比下滑，中期需关注海外需求的变动，需警惕；内需中，地产仍处主动去库期，且政策也依旧配合这一行为，对黑色的需求贡献有限，基建则是最关键的需求波动变量，而他又与 25 年专项债、特别国债发行节奏、投向比例密切相关，就目前来看，截至 3 月底，项目资金环比增加，但体量有限，后续仍需密切关注。

图 29: 钢材下游占比变化



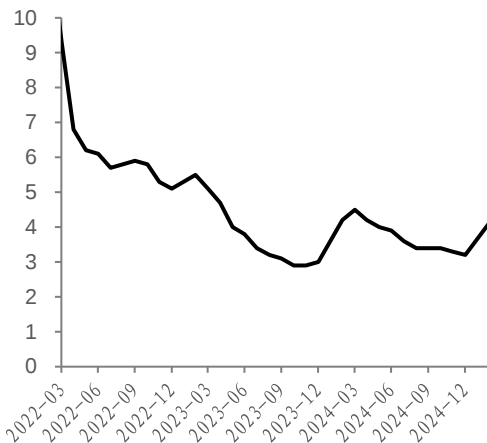
资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

4.1 内需拆解: 制造业仍料持稳

首先,对于制造业。1-2月累计增速9%,较去年有所抬升。其中主要贡献为通用设备和汽车制造业,其次为电子通信制造业,三者贡献了4.44%的增速。参考近期上市车企的募资情况以及持续推进的“高质量”发展政策来看,我们认为后续制造业仍将维持较高增速。

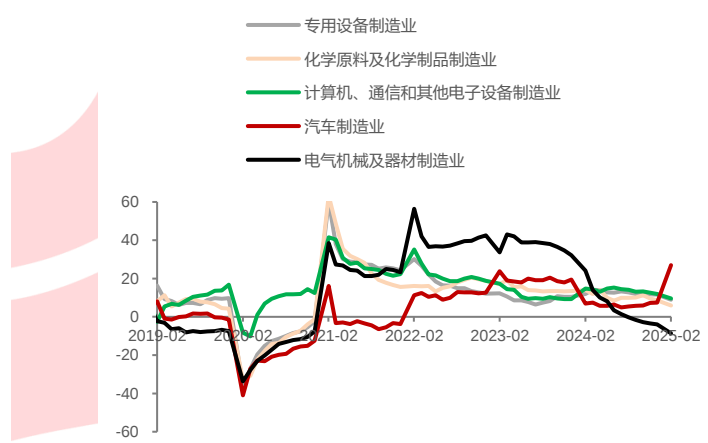
图 30: 固定资产投资完成额:累计同比 %

图 31: 制造业固投增速贡献前十: 一



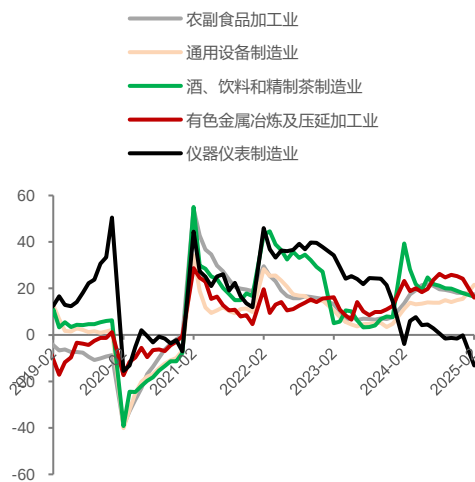
资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 32: 制造业固投增速贡献前十: 二



资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

图 33: 上市车企募资情况



25年Q1上市车企募资情况(亿元)

指标维度	2024年Q1	2025年Q1	增幅
总募资额	158.72	895.42	217%
单笔最大金额	35.15	400	1038%
平均单笔金额	14.43	83.9	481%

25年Q1具体上市车企募资金额

企业名称	募资日期	募资金额	募资类型	上市地
比亚迪	2025/3/4	400.00亿	配股	港交所
蔚来汽车	2025/3/27	36.25亿	配股	港交所
华达科技	2025/3/11	2.97亿	增发	上交所
无锡振华	2025/3/27	5.20亿	可转债	深交所
优优绿能	2025/2/28	7.00亿	IPO	创业板
徐工汽车	2025/3/28	52.00亿	混改	上交所
小米汽车	2025/3/25	392亿	配股	港交所

资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

4.2 内需拆解: 地产仍处主动去库期

其次, 对于地产来说。参考 1-2 月的数据来看, 新开工增速-29.6%、房企资金累计增速-3.6%, 两者劈叉程度扩大。在我们看来, 这表征着当前房企仍在主动采取去库行为, 房企资金改善程度仍未达到愿意在扩张的节点。

参考我们所测算的商品房住宅库存去化周期, 24 年底以来去化周期再度增加, 房企的去库存压力还是较大。

若以土地成交推算新开工, 则预计 25 年后续负增速有所收窄, 但总体依旧维持-10%以上的水平。

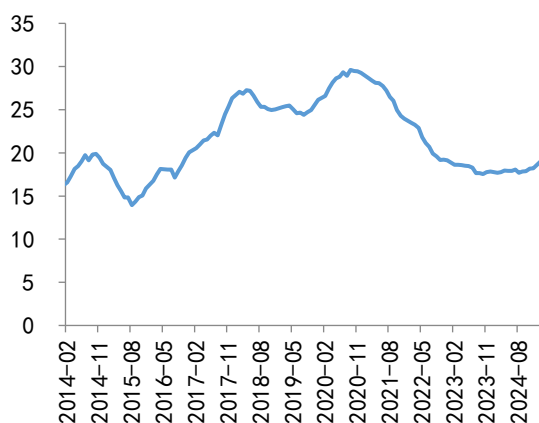
因此, 总的来说, 我们依旧认为地产在 25 年很难对黑色贡献需求增量, 持稳状态, 其实就已经是最大的利好了。

图 34: 房企到位资金与新开工增速



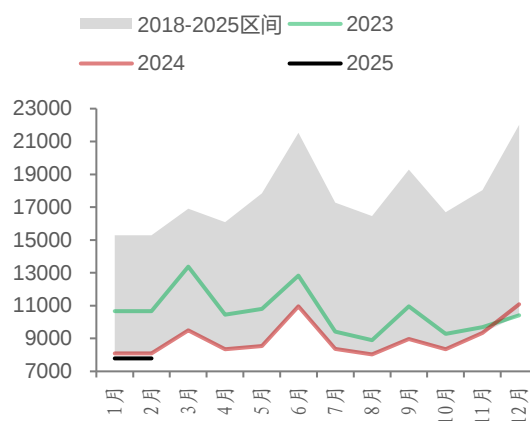
资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 36: 商品房住宅库存去化周期



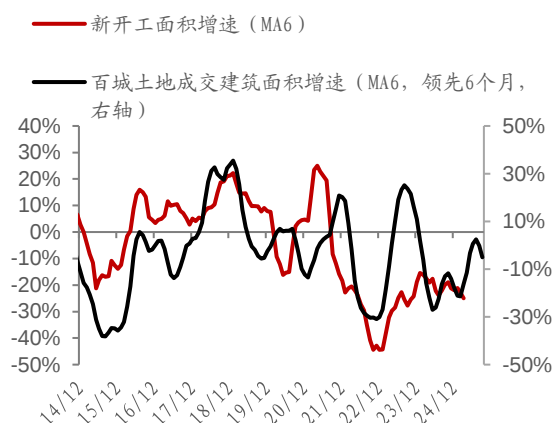
资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 35: 房企到位资金当月值季节图 (万元)



资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

图 37: 土地成交建面增速领先新开工面积增速



资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

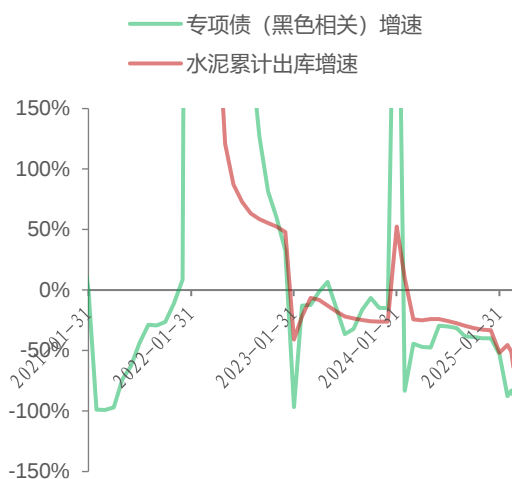
4.3 内需拆解：后三季度不宜过分看空基建

最后，对于基建来说。从数据来看，其与水泥累计增速相关性较高，因此我们认为核心的点在于专项债以及特别国债的发行节奏和投向比例。

从当前数据来看：

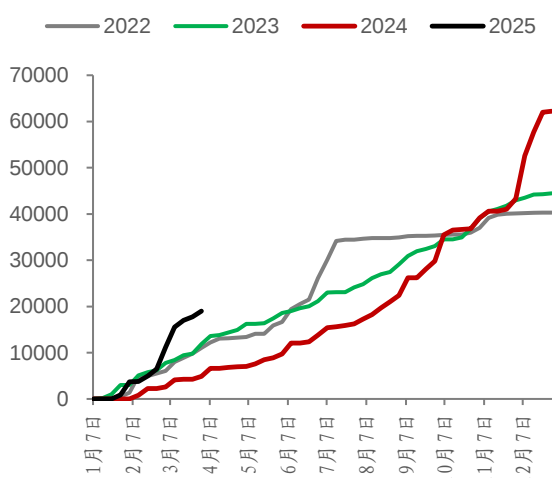
- 1，对于发行节奏，25 年 Q1 专项债发行明显更快，这将导致后续三个季度的发行总量存在同比负增长的情况。
 - 2，Q1 发行的体量中，9 成左右是用于特殊再融资、化债，按照政府规定的 2 万亿特殊再融资债额度进行折算，25 年后三季度中可用于实际项目的金额为 1.4 万亿左右水平，相较 23 年同期，有 10% 左右的可能增量空间。
- 因此，我们认为后续基建环节将会对黑色板块的需求提供正向贡献，对此不宜过分悲观，但幅度需关注后续的具体投向和节奏。

图 38：专项债（黑色相关）与水泥出库增速对比



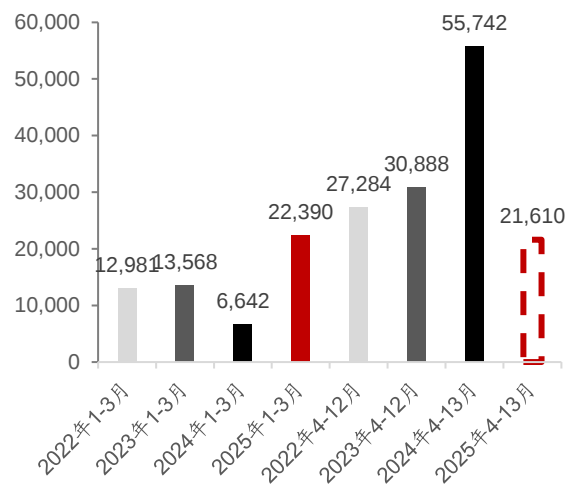
资料来源：Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 40：地方政府项目收益周度累计专项债发行额（亿元）



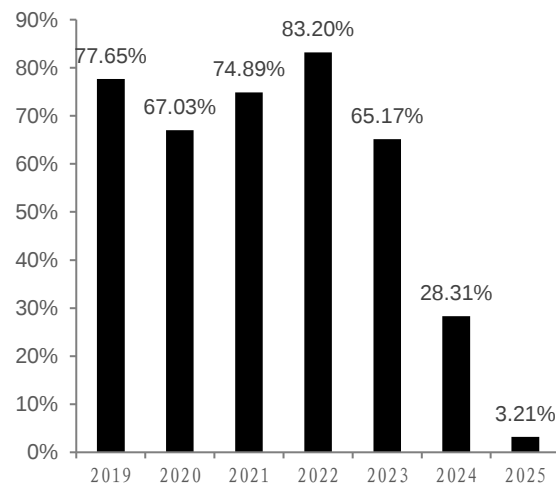
资料来源：Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 39：2022-2025 年累计专项债发行量（亿元）



资料来源：Mysteel, Wind, 创元期货研究院

图 41：专项债投向占比（年度累计）：黑色相关



资料来源：Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

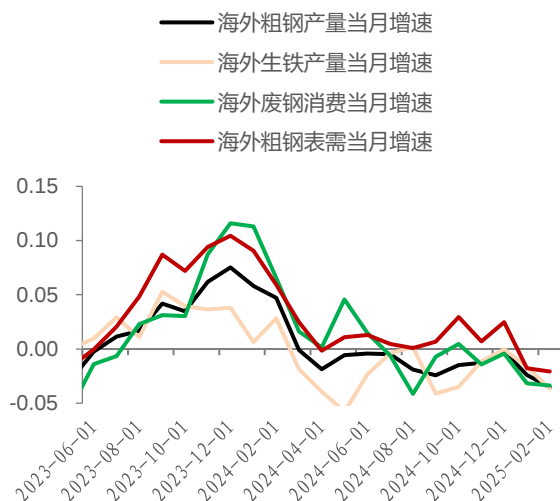
4.4 外需拆解：海外钢材表需负增长

从数据上来看,一方面,25年钢材出口依旧维持正向贡献,累计增速为6.73%,但出口占总产量的比例较24年小幅下降;另一方面,海外生铁累计增速-3.27%、海外钢材表需累计增速-0.69%。

因此,我们认为,国内钢材对海外的钢材替代效应仍在延续,但正向贡献受制于海外钢材需求的下行。

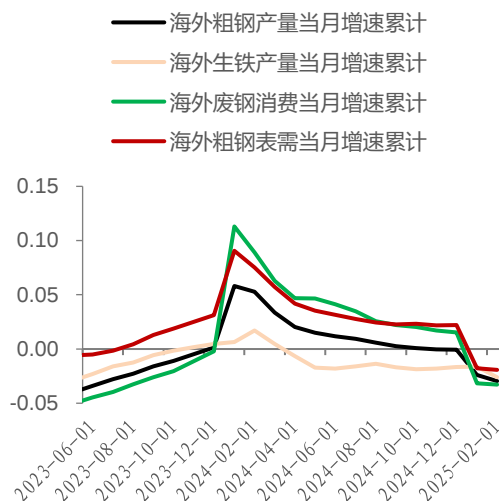
这是值得高度关注的点。若后续海外钢材需求更进一步下行,则不排除带来黑色超预期的负向冲击可能。

图 42: 海外钢材相关当月增速



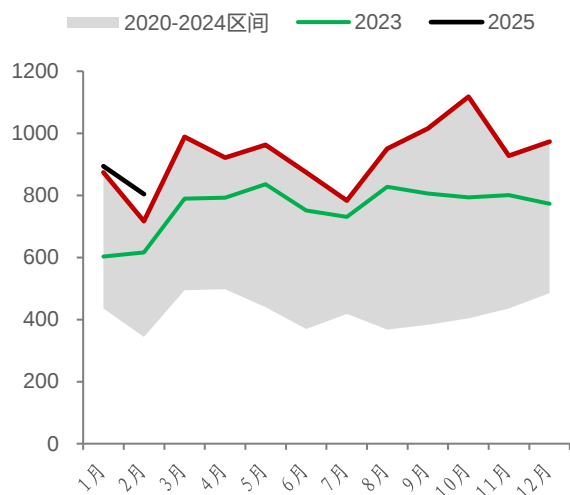
资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 43: 海外钢材相关累计增速



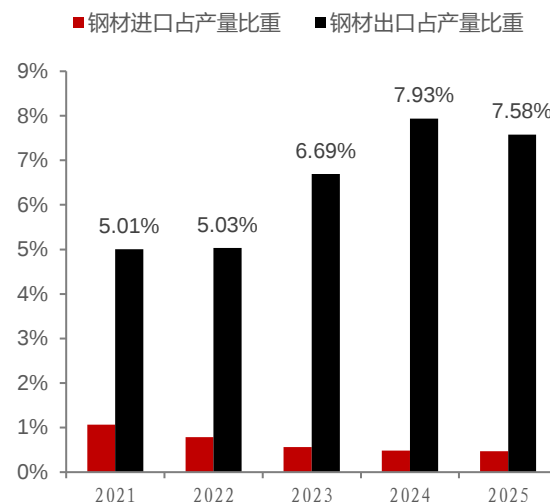
资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

图 44: 钢材月度出口季节图 (万吨)



资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 45: 钢材进出口占产量比重



资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

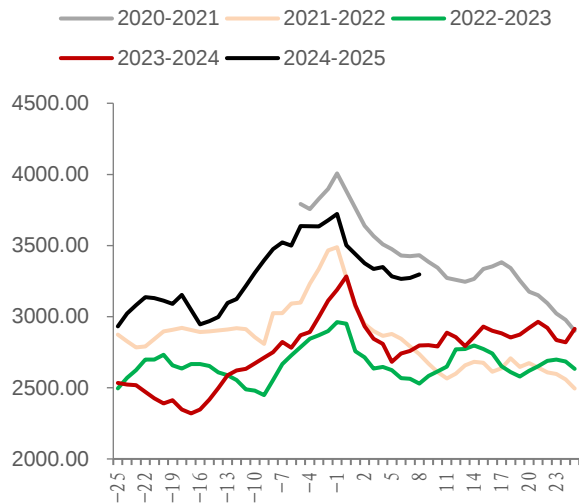
4.5 投机需求仍被压制

鉴于双焦自身的宽松格局未变,当下焦煤和焦炭的库存总体偏高,焦煤季节性垒库点更靠前,钢厂焦炭库存为近三年同期高位,且钢厂焦化产量持续增加。两者下游整体采购力度持续被压制,全行业仍旧处于,下游主动去库、上游被动垒库的阶段之中。

受这一影响,今年的交割体量明显增加,而这又会进一步对近月合约构成价

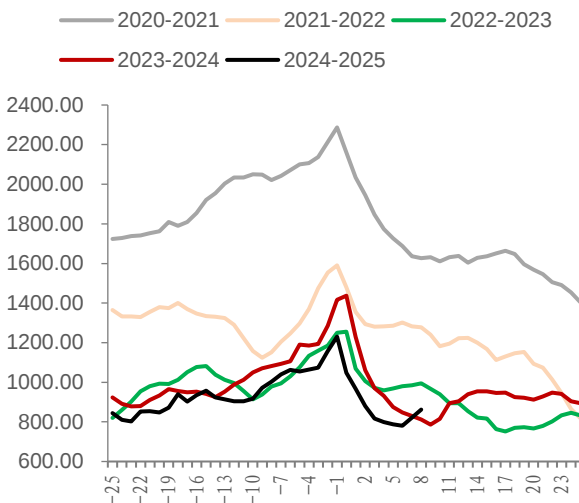
格的压制，放大阶段性的悲观情绪，尤其是对于焦煤。

图 46: 焦煤测算总库存



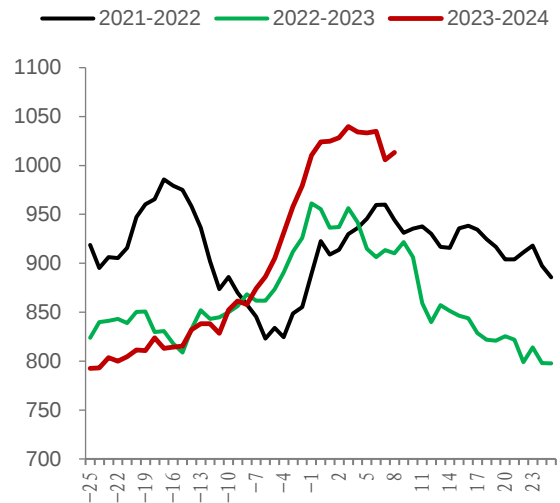
资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 48: 全社会独立焦企焦煤库存



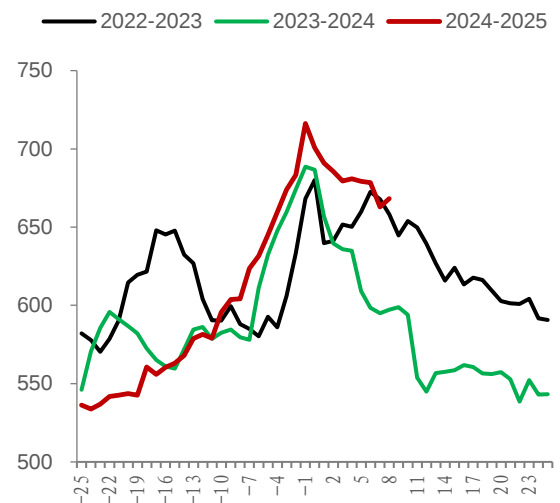
资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 47: 整体焦炭库存



资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

图 49: 247 钢厂焦炭库存



资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

五、估值是关键参考点

5.1 焦煤持续关注三煤种

基于前述的供需分析，我们认为双焦总体偏向宽松，尤其是焦煤。但自去年 9 月以来，双焦已持续下跌，宽松预期十分一致，多数时刻的定价已十分公允。故而，在此时，估值的变动、测算也愈发重要。

对于焦煤，我们重点关注山西中硫、蒙煤、澳煤三类的仓单报价，就目前来看，盘面主力合约始终贴近蒙 5 和山西中硫仓单报价，远月合约贴近澳煤仓单报价。

此外，3 月 28 日，大商所对焦煤交割库的扩容：

1, 增加中铝国际贸易集团有限公司为焦煤品种集团交割库总部，分库为中铝国际贸易集团有限公司、中铝内蒙古国贸有限公司。原中铝内蒙古国贸有限

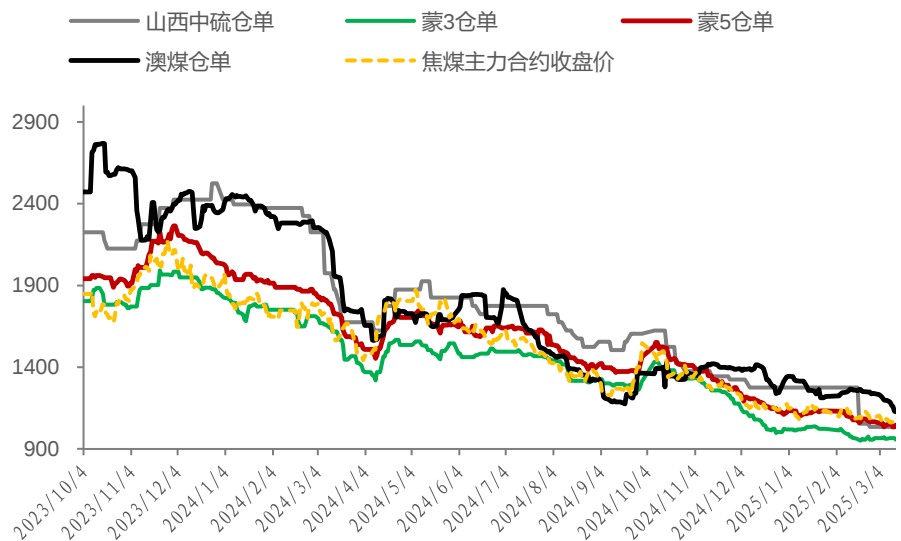
公司焦煤指定仓库资格及相关业务并入中铝国际贸易集团有限公司集团交割库中。

2, 增加平顶山天安煤业股份有限公司田庄选煤厂、平顶山天安煤业股份有限公司八矿选煤厂为焦煤品种集团交割库平顶山天安煤业股份有限公司的分库。

其中, 中铝国际的交割库中增加了金泉物流园区库容, 且升贴水为自报模式, 这在焦煤中是首次出现的。整体增加了后续焦煤的可交割货物仓单压力。

因此, 我们认为在焦煤供给未出现较为明显的减量之前, 建议高度关注近远月的升贴水情况, 一旦给出较为明显的升水定价, 依旧重点关注空配的相关机会。

图 50: 焦煤仓单价格 (测算)



资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

表 3: 0328 大商所焦煤交割库修改情况

大连商品交易所焦煤集团交割仓库名录														
序号	集团交割仓库名称	分库名称	办公地址	邮编	联系人	联系电话	装运站/港	交割专区	存货地点	基准库/非基准库	与基准库升贴水 (元/吨)	协议库容 (万吨)	标准仓单最大量 (万吨)	日发货速度 (吨/天)
1	平顶山天安煤业股份有限公司	平顶山天安煤业股份有限公司运销公司	平顶山市矿工中路57号	467099	赵闪 韩魏乐 刁永刚	13017566840 15937589599 18135636393	铁路: 连云港东站 港口: 连云港港	江苏连云港连云区	江苏省连云港市连云区港口四路8号	非基准库	170	—	6	4000
		平顶山天安煤业股份有限公司田庄选煤厂	平顶山市卫东区东环路东侧	467000	沈开元	15836905950	铁路: 平顶山东站	平煤田庄库区	平顶山市卫东区东环路东侧	非基准库	自报升贴水	—	3	2000
		平顶山天安煤业股份有限公司八矿选煤厂	平顶山市卫东区光复路八矿院内	467000	李军强	15836925158	铁路: 平顶山东站	平煤八选库区	平顶山市卫东区光复路八矿院内	非基准库	自报升贴水	—	3	2000
2	中铝国际贸易有限公司	中铝国际贸易有限公司	上海市浦东新区长清北路51号	200126	李昕宇 于波扬	18910683665 15734358699	铁路: 金泉南站	中铝国际贸易有限公司	内蒙古巴彦淖尔市乌拉特中旗海流图镇金泉物流园区	非基准库	自报升贴水	—	15	10000
		中铝内蒙古国贸有限公司	内蒙古巴彦淖尔市临河区五一街百善文博大厦A座10层	015000	田岩杰 陈睿	15849842266 18222953141	铁路: 万安站	中铝内蒙古国贸有限公司 (山西孝义库区)	山西吕梁孝义龙煤炭综合物流园区	基准库	0	40	—	—
		中铝内蒙古国贸有限公司	内蒙古巴彦淖尔市临河区五一街百善文博大厦A座10层	015000	田岩杰 陈睿	15849842266 18222953141	铁路: 沙河驿站	中铝内蒙古国贸有限公司 (河北迁安库区)	北方钢铁物流产业聚集区	非基准库	170	10	—	—

备注: 协议库容为我所与交割仓库签订的最低保证库容, 交割仓库实际存放货物可能超过协议库容。

资料来源: 大商所, 创元期货研究院

5.2 焦炭关注干熄焦，也别忘了湿熄

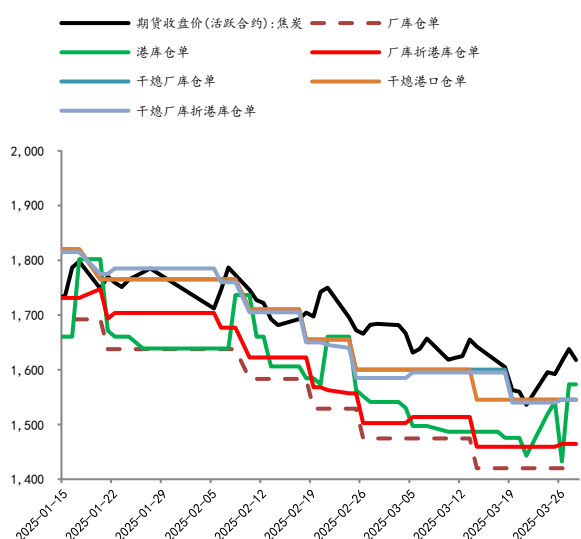
对于焦炭，我们重点关注干熄焦仓单报价，并在近端，密切关注湿熄焦的价格变化以及可能的交割量变动。

因为虽然近端的湿熄焦货源偏少，但并非为零，且焦企检修期间，是存在湿熄焦出货的情况的，故完全放弃湿熄焦定价的可能，也是颇有风险。

对于远月来说，参考 3 月 27 日大商所关于“焦炭仓单修改”的文件来看，自 2604 合约开始，焦炭基准交割品彻底修改为干熄焦，湿熄扣罚为 110 元/吨，因为参考历史来看，湿熄焦的扣罚常态下是大于干湿价差。因此后续将会是常态参考干熄焦仓单，邻近交割则需关注干湿价差的变化。

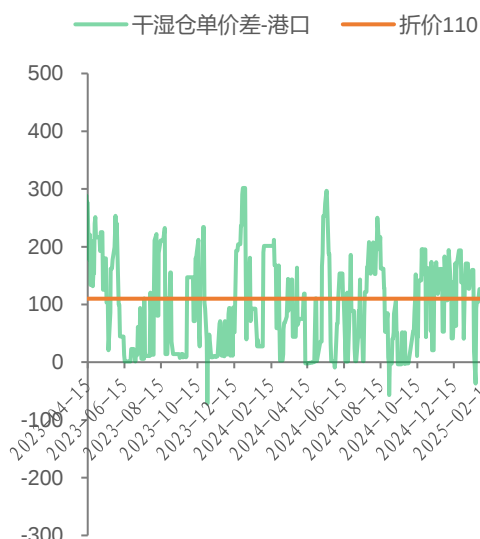
就目前来看，盘面给出了与港口干熄焦持平，或带有一轮涨价预期的定价模式，表达了对低价下焦煤供给的担忧和对成材需求的改善预期。

图 51: 焦炭期货与仓单价格



资料来源: Mysteel, Wind, 汾渭, 创元期货研究院

图 52: 干湿仓单价差-港口



资料来源: Mysteel, Wind, 创元期货研究院

表 4：0327 大商所焦炭交割仓单修改情况

4.1 标准品质量要求 ⁴¹			4.1 标准品质量要求 ⁴¹		
指标 ⁴²	质量标准 ⁴³		指标 ⁴²	质量标准 ⁴³	
灰分 A _d ⁴²	13.0% ⁴³		灰分 A _d ⁴²	13.0% ⁴³	
硫分 S _{ad} ⁴²	0.70% ⁴³		硫分 S _{ad} ⁴²	0.70% ⁴³	
抗碎强度 M _{id} ⁴²	≥80% ⁴³		抗碎强度 M _{id} ⁴²	≥80% ⁴³	
耐磨强度 M _{ud} ⁴²	≤7.5% ⁴³		耐磨强度 M _{ud} ⁴²	≤7.5% ⁴³	
反应性 CRI ⁴²	(25%,30%) ⁴³		反应性 CRI ⁴²	(25%,30%) ⁴³	
反应后强度 CSR ⁴²	(60%,65%) ⁴³		反应后强度 CSR ⁴²	(60%,65%) ⁴³	
挥发分 V _{ad} ⁴²	≤1.7% ⁴³		挥发分 V _{ad} ⁴²	≤1.7% ⁴³	

焦炭 (<25mm) 含量 ⁴²	入炉≤7.0% ⁴³	出库≤9.0% ⁴³	焦炭 (<25mm) 含量 ⁴²	入炉≤7.0% ⁴³	出库≤9.0% ⁴³
粒度 (25mm~40mm) ⁴²	≤32% ⁴³		粒度 (25mm~40mm) ⁴²	≤32% ⁴³	
			平衡水分 M _g ⁴²	≤1% ⁴³	

4.2 替代品质量差异与升贴水 ⁴⁴			4.2 替代品质量差异与升贴水 ⁴⁴		
指标 ⁴²	允许范围 ⁴⁵	升贴水 (元/吨) ⁴⁶	指标 ⁴²	允许范围 ⁴⁵	升贴水 (元/吨) ⁴⁶
灰分 A _d ⁴²	<12.5% ⁴³	以 12.5%计价 ⁴⁷	灰分 A _d ⁴²	<12.5% ⁴³	以 12.5%计价 ⁴⁷
	[12.5%,13.0%) ⁴³	每降低 0.1%，升价 3 ⁴⁸		[12.5%,13.0%) ⁴³	每降低 0.1%，升价 3 ⁴⁸
	(13.0%,13.5%) ⁴³	每增加 0.1%，扣价 5 ⁴⁹		(13.0%,13.5%) ⁴³	每增加 0.1%，扣价 5 ⁴⁹
硫分 S _{ad} ⁴²	<0.65% ⁴³	以 0.65%计价 ⁴⁷	硫分 S _{ad} ⁴²	<0.65% ⁴³	以 0.65%计价 ⁴⁷
	[0.65%,0.70%) ⁴³	每降低 0.01%，升价 3 ⁴⁸		[0.65%,0.70%) ⁴³	每降低 0.01%，升价 3 ⁴⁸
	(0.70%,0.75%) ⁴³	每增加 0.01%，扣价 5 ⁴⁹		(0.70%,0.75%) ⁴³	每增加 0.01%，扣价 5 ⁴⁹
反应后强度 CSR 和反应	CSR≥65% ⁴³	升价 50 ⁵⁰	反应后强度 CSR 和反应	CSR≥65% ⁴³	升价 50 ⁵⁰

性 CRI ⁴²	且 CRI≤25% ⁴³		性 CRI ⁴²	且 CRI≤25% ⁴³	
	CSR[58%,60%) ⁴³ 或 CRI(30%,32%) ⁴³	出高低—项扣价 40，出低多项不累扣 ⁵¹		CSR[58%,60%) ⁴³ 或 CRI(30%,32%) ⁴³	出高低—项扣价 40，出低多项不累扣 ⁵¹
抗碎强度 M _{id} 扣 ⁴² 耐磨强度 M _{ud} ⁴²	M _{id} [78%,80%) ⁴³ 或 M _{ud} (7.5%,8.5%) ⁴³	出高低—项扣价 30，出低多项不累扣 ⁵¹	抗碎强度 M _{id} 扣 ⁴² 耐磨强度 M _{ud} ⁴²	M _{id} [78%,80%) ⁴³ 或 M _{ud} (7.5%,8.5%) ⁴³	出高低—项扣价 30，出低多项不累扣 ⁵¹
粒度 (25mm~40mm) ⁴²	>32% ⁴³	每增加 1%，扣价 15 ⁵²	粒度 (25mm~40mm) ⁴²	>32% ⁴³	每增加 1%，扣价 15 ⁵²
			平衡水分 M _g ⁴²	>1% ⁴³	扣价 110 ⁵³

4.3 焦炭采用干基计价，水分是扣重指标。实物交割时，实测水分按四舍五入至小数点后一位扣重 (例如，实测水分为 6.32%，扣重 6.3%)。 ⁴¹			4.3 焦炭采用干基计价，全水分是扣重指标。实物交割时，实测全水分按四舍五入至小数点后一位扣重 (例如，实测全水分为 6.32%，扣重 6.3%)。 ⁴¹		
---	--	--	--	--	--

资料来源：大商所，创元期货研究院

五、策略建议

➤ 需求：基建是需求关键，投机需求持续压缩

- 总体来说，我们认为制造业整体持稳，仍有正向贡献，25 年前两月贡献增加；出口短期占比下滑，中期需关注海外需求的变动，需警惕；内需中，地产仍处主动去库期，且政策也依旧配合这一行为，对黑色的需求贡献有限，基建则是最关键的需求波动变量，而他又与 25 年专项债、特别国债发行节奏、投向比例密切相关，就目前来看，截至 3 月底，项目资金环比增加，但体量有限，后续仍需密切关注。
- 受总量需求表现一般，黑色供需宽松的影响，传统贸易需求面临压缩，而交割体量总体增加，这又会进一步对近月合约构成价格的压制，放大阶段性的悲观情绪，尤其是对于焦煤。

➤ **焦煤：供给暂未看到持续减量基础**

- 总的来说，我们认为从中央层面，25 年较难看到持续的煤炭减产政策压力，更多的会是一个稳产增产的状态。且在没有其他意外冲击的情况下，25 年也较难看到地方主导的行政性限产。
- 进口环节，近几月以来的蒙煤出口下滑，已导致蒙古财政急剧恶化，而这又刺激蒙古方面的刺激出口动作，例如降运费、修改定价模式等；此外，蒙煤的增量实际也在一定程度上增加了海煤市场的供需宽松，进而参考今年 1-2 月除中国钢材表需负增长的背景，我们认为当下非俄蒙地区供中国的焦煤进口量，实际上是有潜在增量的。

➤ **焦炭：供给结构变化，出口下滑冲击不宜小觑**

- 在双焦整体供给偏向宽松的大背景下，一体化生产优势明显。从而导致钢厂焦企产量占比持续增加，而这一状态，又会反过来影响整体焦炭的定价机制，即使得“独立焦企-无焦钢厂”这一市场宽松格局更甚。从而在一定程度上也解释了为何近期独立焦企利润承压、环比持续减量的背景下，焦炭自身基差、月差都还是偏弱的格局。。
- 焦炭出口自 23 年以来，就已经持续负增长，而焦炭最大需求环节的铁水变动并不大，因此出口的负增实际上仍是较大的影响因子，且结合前面的供给结构变化，出口下滑对焦炭的负面影响实际上是更大的。考虑到这一出口下滑背后是海外钢材表需下滑以及海外焦炭产量提升的影响，因此我们建议需高度关注焦炭的出口下滑拖累影响。
- **估值：静态合理，贴水附近，但需持续关注仓单压力。**
- 总体来说，我们长周期建议高升水空配双焦为主，但其中价格触及估值底部时期也需警惕。

创元研究团队介绍：

许红萍，创元期货研究院院长，10年以上期货研究经验，5年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获2013年上海期货交易所铝优秀分析师、2014年上海期货交易所所有有色金属优秀分析师（团队）。（从业资格号：F03102278）

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组：

刘钊含，股指期货研究员，英国利物浦大学金融数学硕士，拥有多年券商从业经验。专注于股指期货的研究，善于从宏观基本面出发对股指进行大势研判，把握行业和风格轮动。（从业资格号：F3050233；投资咨询证号：Z0015686）

金芸立，国债期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，获期货日报“最佳宏观金融期货分析师”。专注宏观与利率债研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187）

何焱，贵金属期货研究员，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情进行综合分析。（从业资格号：F03110267；投资咨询证号：Z0021628）

崔宇昂，美国东北大学金融学硕士，专注集运上下游产业链的基本面分析。（从业资格号：F03131197）

创元有色金属组：

夏鹏，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

李玉芬，致力于铝、氧化铝、锡品种的上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791；投资咨询证号：Z0021370）

吴开来，中国地震局工程力学研究所结构工程专业硕士，本科清华大学土木工程专业，从事铅锌产业链基本面分析。（从业资格号：F03124136）

余烁，中国科学技术大学管理科学与工程专业硕士，专注于上游锂资源和中下游新能源产业链，从基本面出发，解读碳酸锂市场的供需关系、价格波动及影响因素。（从业资格号：F03124512）

创元黑色建材组：

陶锐，黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”、“2024年度最佳黑色产业期货研究团队”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

韩涵，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱玻璃上下游分析和基本面逻辑判断，获期货日报“2024年度最佳黑色产业期货研究团队”（从业资格号：F03101643）

安帅澎，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注钢材上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03115418）

创元能源化工组：

高赵，能源化工组组长、原油期货研究员，伦敦国王学院银行与金融专业硕士。获期货日报“最佳能源

化工产业期货研究团队”、“最佳工业品期货分析师”。(从业资格号：F3056463；投资咨询证号：

Z0016216)

白 虎，从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有深刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。(从业资格号：F03099545)

常 城，PX-PTA 期货研究员，东南大学硕士，致力于 PX-PTA 产业链基本面研究。荣获郑商所“石油化工类高级分析师”、期货日报“最佳工业品分析师”。(从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117)

杨依纯，四年以上商品研究经验，深耕硅铁锰硅、涉猎工业硅，并致力于开拓氯碱产业链中的烧碱分析，注重基本面研究。(从业资格号：F3066708)

母贵煜，同济大学管理学硕士，专注甲醇、尿素上下游产业链的基本面研究。(从业资格号：F03122114)

创元农副产品组：

张琳静，农副产品组组长、油脂期货研究员，期货日报最佳农副产品分析师，有 10 年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。(从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616)

陈仁涛，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。(从业资格号：F03105803；投资咨询证号：Z0021372)

赵玉，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。(从业资格号：F03114695)

张英鸿，复旦大学金融专业硕士，专注原木和纸浆上下游产业链的基本面研究。(从业资格号：F03138748)

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99 号。

免责声明:

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，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，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。



分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	15013598120	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68293392	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-65181858	北京市朝阳区建国门外大街丙 12 号楼 16 层 1601 内 1802 室 (100022)
上海分公司	021-68409339	上海市浦东新区福山路 500 号/浦电路 380 号城建国际中心 17 楼 04-05 单元 (200120)
上海第二分公司	021-39550131	中国(上海)自由贸易试验区源深路 1088 号 7 层(名义楼层, 实际楼层 6 层) 701-03 单元 (200122)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-82865398	浙江省杭州市萧山区盈丰街道塔龙路 26 号山水时代大厦 2 幢 705 室 (311200)
杭州分公司	0571-88077993	浙江省杭州市西湖区天目山路 198 号财通双冠大厦东楼 1905 室 (310063)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494-8002	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香泰公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85512205	南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019)
河南分公司	0371-86561338	河南省郑州市金水区未来路街道未来路 69 号未来大厦 1510 (450008)
山东分公司	0531-88755581	中国(山东)自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金域万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151414	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐高新区(新市区)南纬路街道北京南路 895 号豪威大厦 17 楼 1703 室 (830000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国(四川)自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-2280929	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 303、316 号 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川区 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620089	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)