



2021年11月21日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

盛文宇

• 从业资格编号 F3074487

• 投资咨询编号 Z0015486

邮箱: shengwenyu@jinxinqh.com

联系人: 林敬炜

• 从业资格编号 F3076375

邮箱: linjingwei@jinxinqh.com

现货价格下行基差修复，期货主力反弹空间受限

内容提要

当前时点双焦主力开始逐步回归现实逻辑，目前下游整体仍是观望为主，不敢买、不愿买还是主流声音，上游面临较大压力，双焦短期弱势难改。

焦煤方面，近期主要在交易蒙5#原煤的仓单价值，目前测算下来折仓单1980元/吨，后续或有反弹，但由于利润空间丰厚，产业利润重分配过程至势必需要持续将利润从上游挤回下游，因此主力上反弹空间有限，预计修复基差后等待国内现货回落。

焦炭方面，焦炭价格领跌煤价，导致焦企亏损扩大，当前看要修复利润还需从原料端入手，后续钢厂复产以及冬储需求回归下焦炭价格或在6.7轮提降落地后逐步企稳，当前厂库仓单测算为3220元/吨。

操作建议

当前盘面双焦主要还是跟随成材，短期政策预期改善叠加成材需求回暖，或有反弹，但难改近月需求疲软，预计近月双焦或反弹高度有限，操作上建议关注远月，上周推荐的双焦反套、焦化利润修复头寸考虑逐步退出。

风险提示

焦、钢超预期减产、煤矿意外减产、澳煤进口管制放松、终端需求反弹



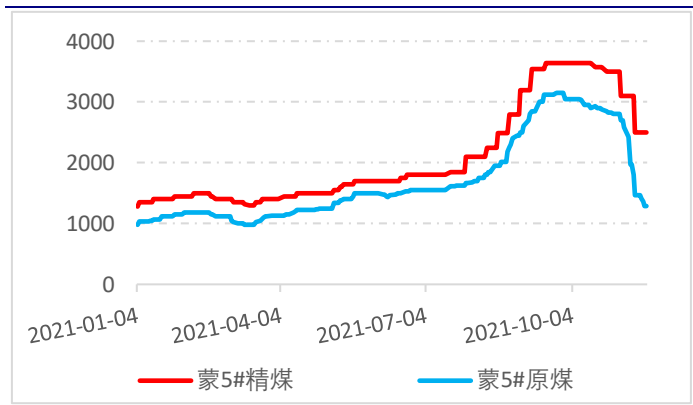
请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

期货：本周双焦期货初见反弹迹象，远强近弱格局未改，焦炭利润有修复，焦煤 2201 合约周跌 17.62%报 1855.5 元/吨，2205 合约周跌 11.12%报 1603 元/吨，焦炭 2201 合约周跌 6.48%报 2801.5 元/吨，2205 合约周涨 2.48%报 2434.5 元/吨。一方面需求问题依然是压制原料价格反弹的最大阻力，目前看随着终端政策出现松动信号，下游成材反弹信心增强，后续需求悲观情绪改善或推动原料价格企稳；另一方面当下盘面焦煤主力直追蒙 5#原煤仓单成本，目前运费已经跌完，价格短期或有支撑，焦炭也已经反应现货 8 轮下跌预期，短期还需等待现货信号。

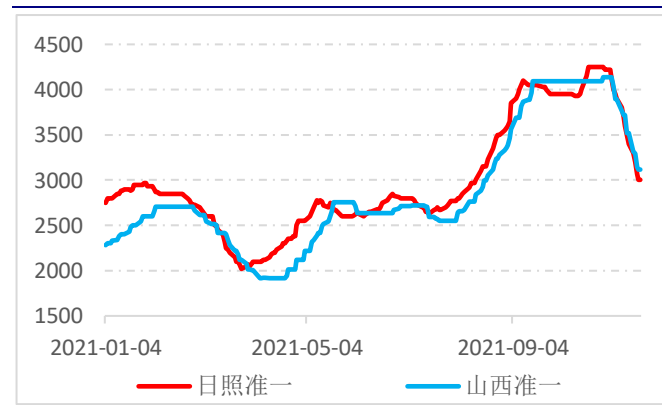
现货：蒙 5#原煤由于运费快速下调出现价格坍塌，国内煤跟跌但幅度相对较小。焦炭第六轮提降落地几无悬念，最终或落地 8 轮完全回吐此前涨幅。

图 1：焦煤现货价格



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 2：准一焦炭现货价格



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 3：焦煤期货主力合约走势



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：焦炭期货主力合约走势



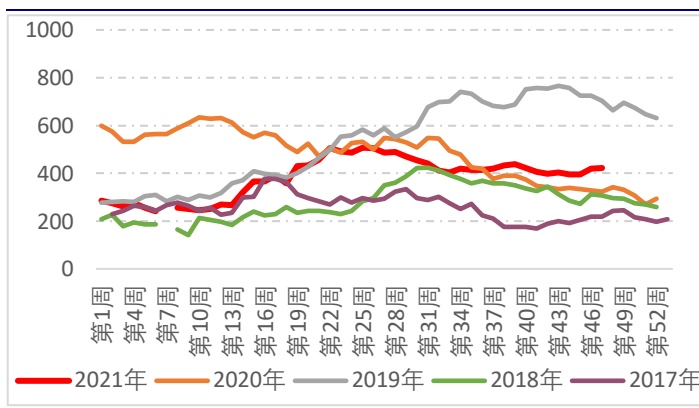
资料来源：Wind，优财研究院

二、 基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

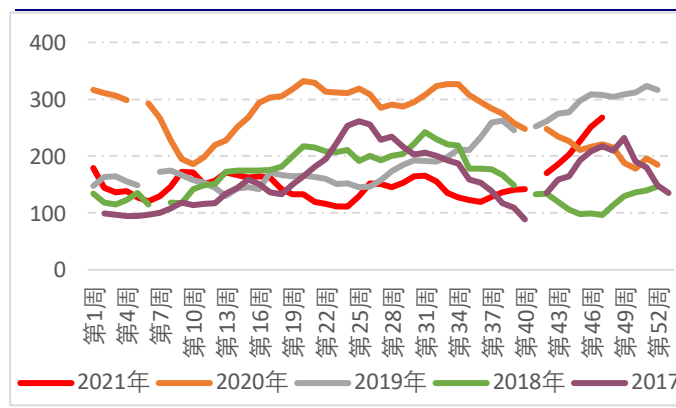
目前看焦煤上游累库趋势仍在延续，一方面蒙煤率先坍塌带动国内煤种跟跌，进口煤性价比下降去库或遇一定阻力，另一方面下游均在主动减产，低需求下有意控制原料采购，可以看到近期焦煤拍卖也是出现大面积流拍的情况，导致库存积压在上游。对比往年当下煤矿库存尚可承受，但若趋势维持，部分煤矿或面临满仓的境况，去库压力日增，当前看配煤资源或持续领跌。

图 5：焦煤港口库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

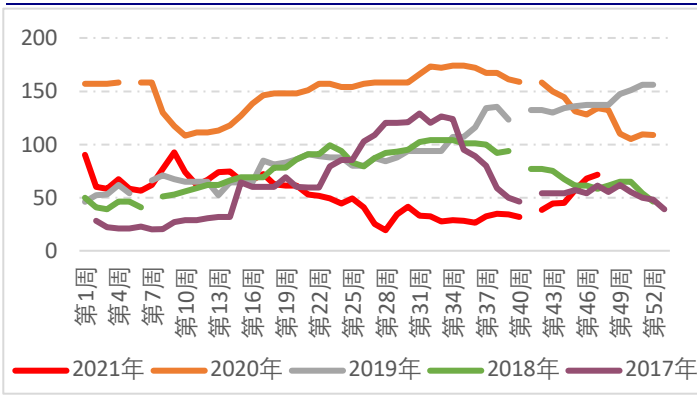
图 6：焦煤矿山库存



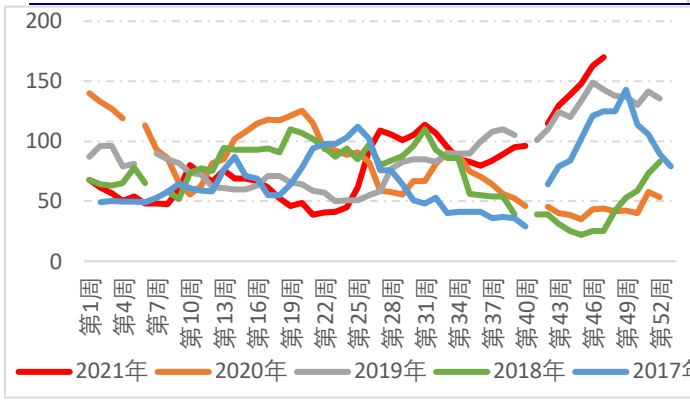
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 7：山西焦煤煤矿库存

图 8：山东焦煤煤矿库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

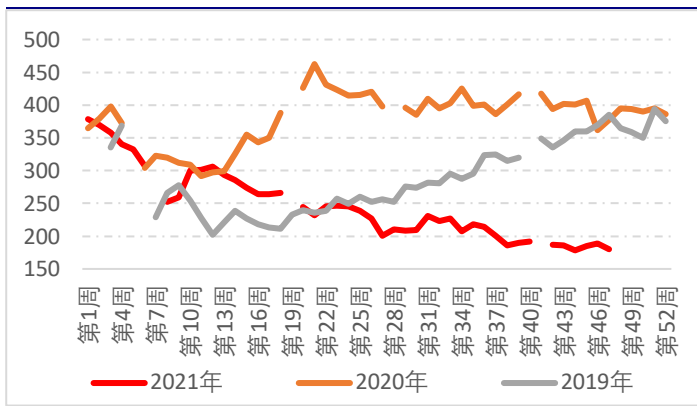


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.2 洗煤厂生产、库存情况

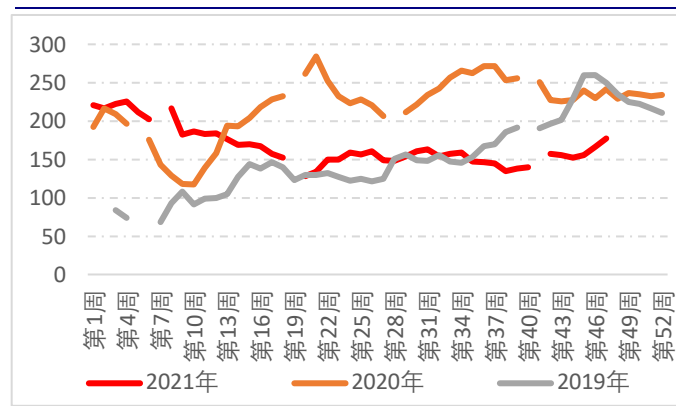
洗煤厂日产下滑，原煤库存低稳，精煤库存累积。与上游情况相似，需求较差导致减产仍出现精煤累库，在此背景下中间环节采购意愿难见改善。

图 9：110 家洗煤厂原煤库存



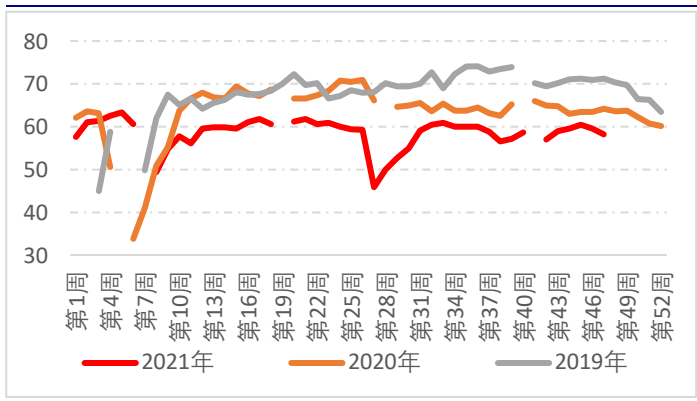
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 10：110 家洗煤厂精煤库存



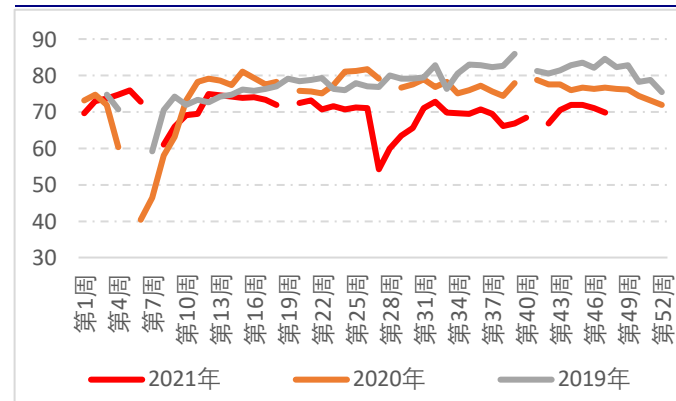
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 11：110 家洗煤厂日均产量



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 12：11 家洗煤厂产能利用率

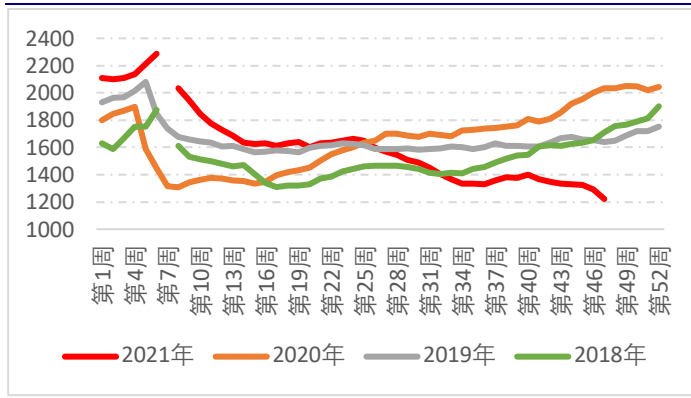


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.3 下游焦煤库存

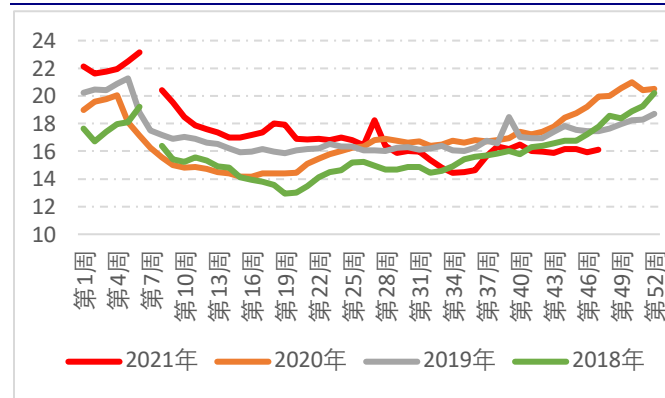
焦企存煤库存加速去化的同时可用天数并没有出现明显变化，反应当下焦企减产情况增加，且没有补库意愿，主动去库。减产背景下焦企、钢厂冬储节奏明显放缓，价格跌势不改且难见终端需求改善的情况下预计下游补库会放在12月中上旬才逐步开始。

图 13：独立焦企全样本焦煤库存



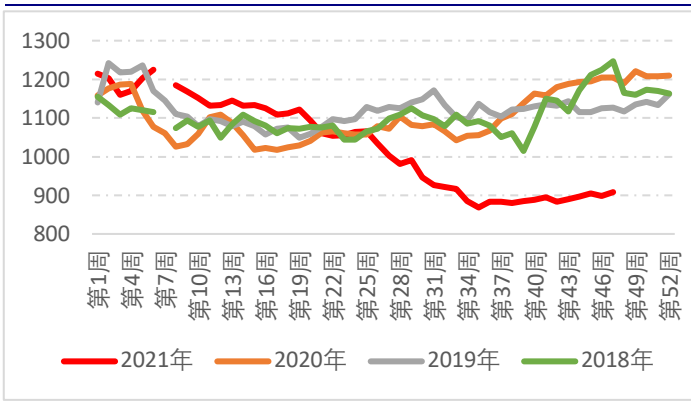
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 14：焦企存煤可用天数



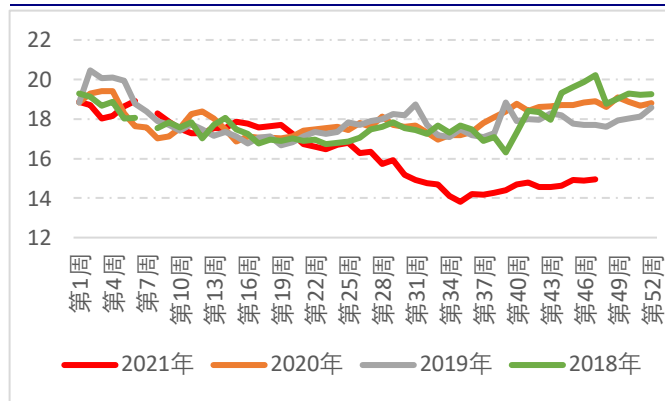
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 15：247 家钢厂焦煤库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 16：247 家钢厂存煤可用天数



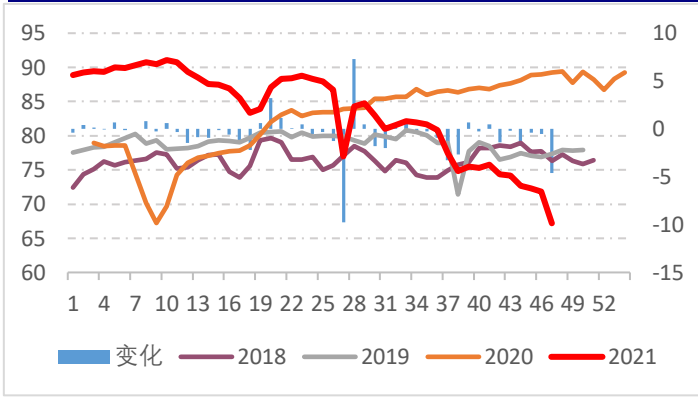
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.4 焦企焦炭生产、库存情况

需求疲软，焦企端库存见新高，焦企端发力，主动减产情况明显增加，产能利用率将至 70%以下，日产量续创新低。目前以库存煤的角度来评估焦炭成本，随着价格六轮连降已有多数焦企面临亏损，但是由于近期焦煤跟跌，即期焦化利润尚可，且成本亏损的逻辑同样适用钢厂，因此并不能作为阻碍钢厂压价的支撑，目前看焦

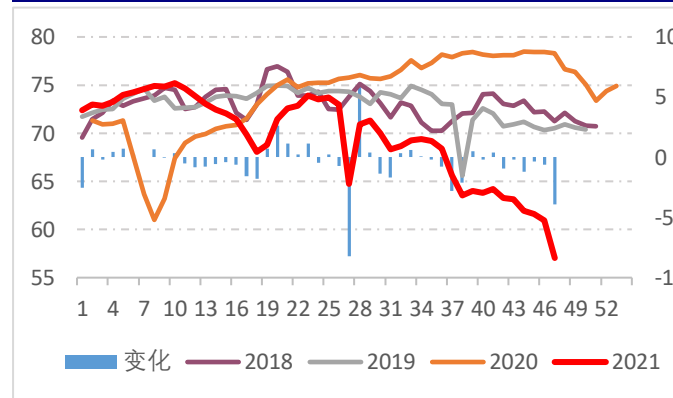
炭市场已明显转向买方市场，短期焦企端弱勢难改。虽然看到近期成材需求似有改善，但传导到原料端的时间和实际效果还待观察。目前看焦企还需要维持大力度限产以打压原料焦煤价格来摊平高价库存成本，挤出利润。

图 17：独立焦企全样本产能利用率（%）



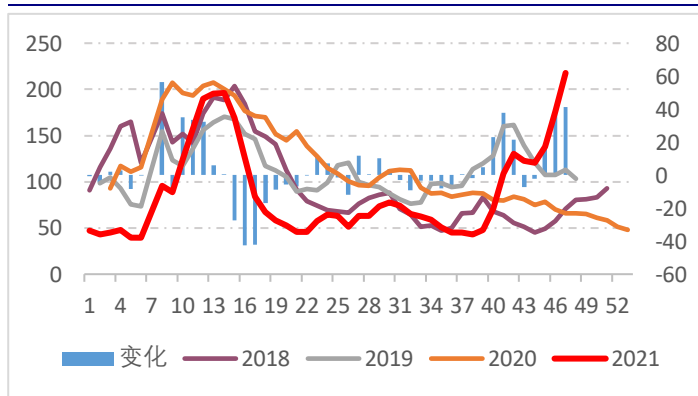
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 18：独立焦企全样本日均产量



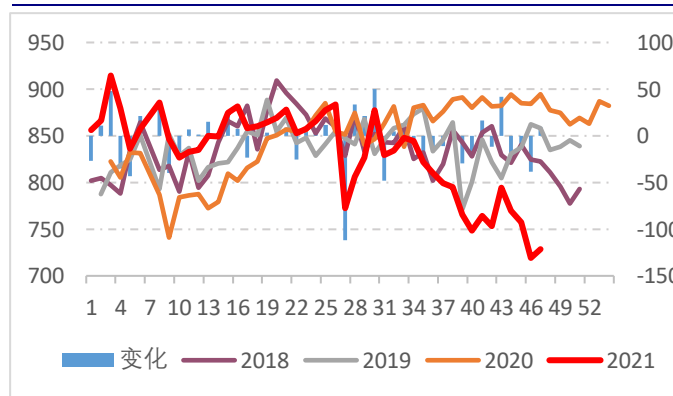
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 19：全样本焦企焦炭库存



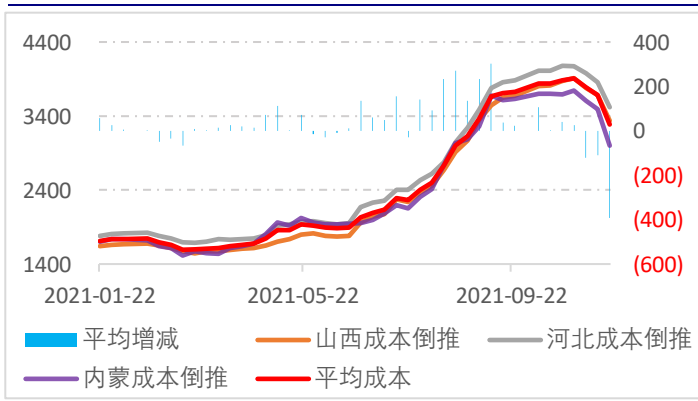
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 20：焦炭表观需求



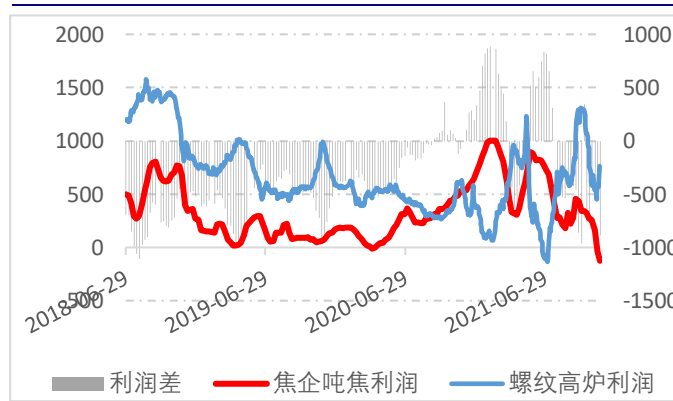
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 21：焦化成本



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 22：螺焦利润对比

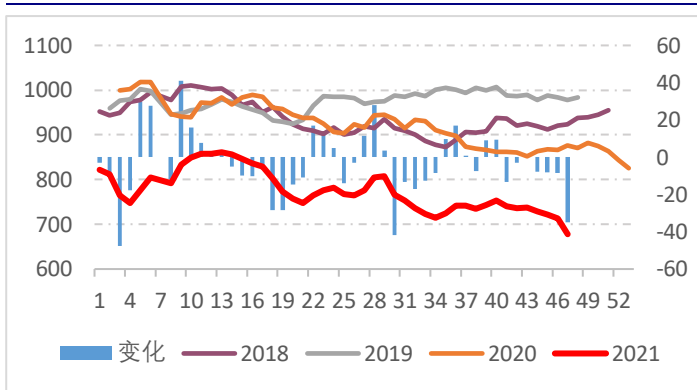


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.5 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

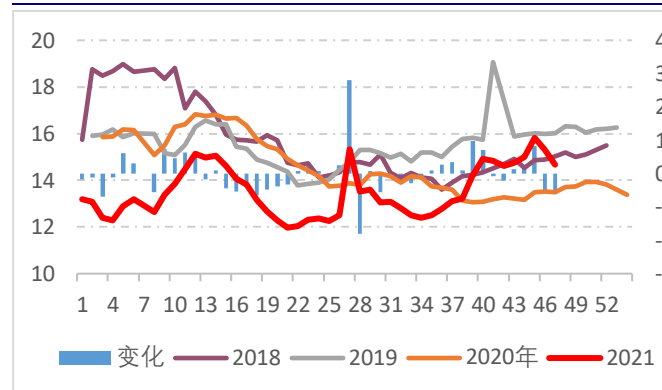
钢厂焦化方面，产能利用率略有回升，焦炭日产提高，与存煤量提升但可用天数未动对应。钢厂焦炭库存有加速去化迹象，可用天数回头但仍在合理水平，没有太强补库需求。铁水方面降速趋缓，高密度检修期过去，12月部分钢厂或迎来小幅复产，铁水日产或有一定反弹。钢厂自产焦炭反弹空间不大，即使维持铁水日产不变，当前去库速度下，一到两周后或看到钢厂逐步开始着手回补库存。

图 23：247 家钢厂焦炭库存



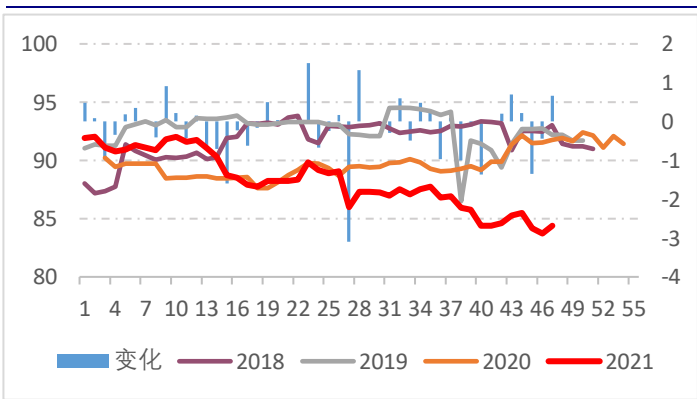
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 24：247 家钢厂焦炭库存平均可用天数



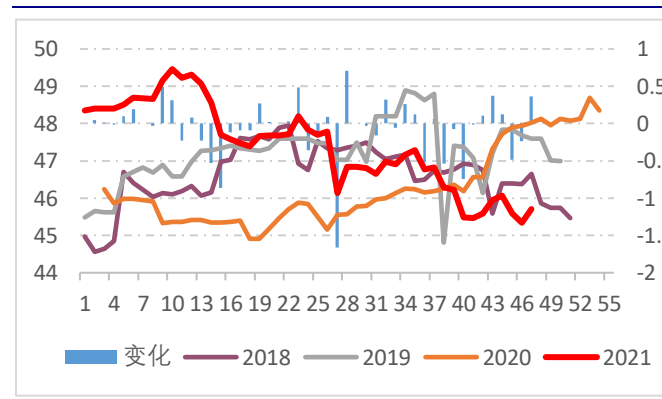
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 25：247 家钢厂焦化产能利用率



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

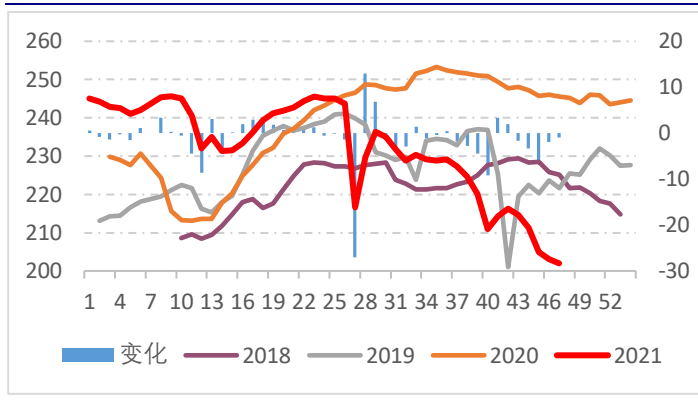
图 26：247 家钢厂焦炭日均产量



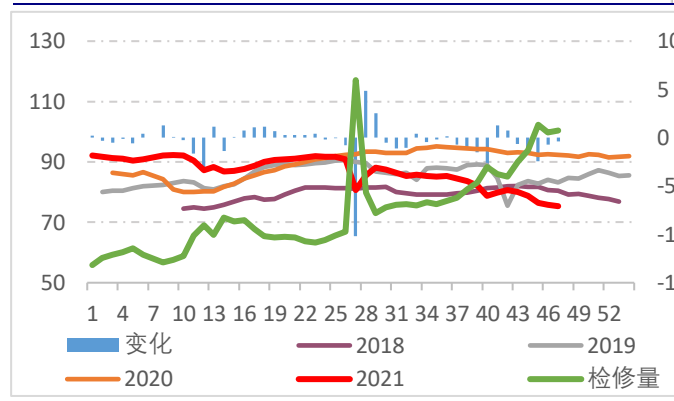
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 27：铁水日均产量

图 28：247 家钢厂产能利用率



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

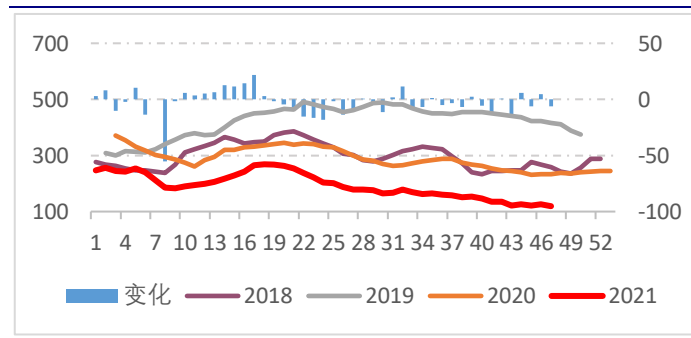


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.6 焦炭贸易商

贸易商库存低位维持，可流通货源较少，近期焦炭价格进入下行通道，港口价格快速跟跌，买涨不买跌的思路下短期集港需求难以恢复。流通资源稀少导致港口报价对盘面的参考意义较低，后续仓单价格需要更多参考产地价格。

图 29：焦炭港口库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

三、逻辑总结与策略建议

当前时点双焦主力开始逐步回归现实逻辑，目前下游整体仍是观望为主，不敢买、不愿买还是主流声音，上游面临较大压力，双焦短期弱势难改。焦煤方面，近期主要在交易蒙 5#原煤的仓单价值，目前测算下来折仓单 1980 元/吨，后续或有反弹，但由于利润空间丰厚，产业利润重分配过程至势必需要持续将利润从上游挤回下游，因此主力上反弹空间有限，预计修复基差后等待国内现货回落。焦炭方面，焦炭价格领跌煤价，导致焦企亏损扩大，当前看要修复利润还需从原料端入手，后续钢厂复产以及冬储需求回归下焦炭价格或在 6.7 轮提降落地后逐步企稳，当前厂

库仓单测算为 3220 元/吨。当前盘面双焦主要还是跟随成材，短期政策预期改善叠加成材需求回暖，或有反弹，但难改近月需求疲软，预计近月双焦反弹高度有限，操作上建议关注远月，上周推荐的双焦反套、焦化利润修复头寸考虑逐步退出。

四、风险提示

焦、钢超预期限产、焦煤矿意味减产、澳煤进口管制放松、终端需求反弹

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>