



2022年3月6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

作者：盛文字

• 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

闻需求而动，双焦稳步上行

内容提要

双焦的第一个问题就是下游尤其是铁水的快速复产背景下，供应端已经接近可用产能的天花板，而内外价格倒挂、俄煤交易结算出问题导致进口煤资源出现退出，这导致随着铁水日产快速复苏，焦煤的供应瓶颈被不断在价格上得到兑现。第二个问题则是由于焦煤价格的快速飙升，以及焦炭生产弹性充足的问题，导致焦炭自身议价能力不足，无法做到提产的同时还能维持利润，产生了价格涨了两轮利润仅略改善的怪象，因此即使政策放松，焦化厂的复产节奏却与钢厂出现了分化，再加上贸易商的分流，进一步加剧了焦炭供需错配的现象。

操作建议

操作上，目前双焦进入高位区间，波动放大，但上行驱动仍强，维持多配思路，关注政策导向、铁水复产力度、终端需求情况。

风险提示

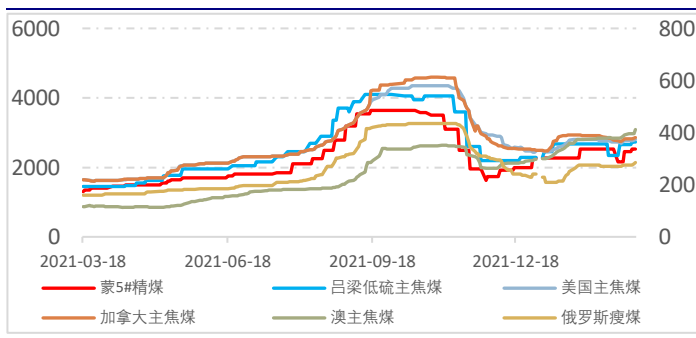
疫情反复、蒙煤通关正常化、钢厂超预期复产、监管扰动

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

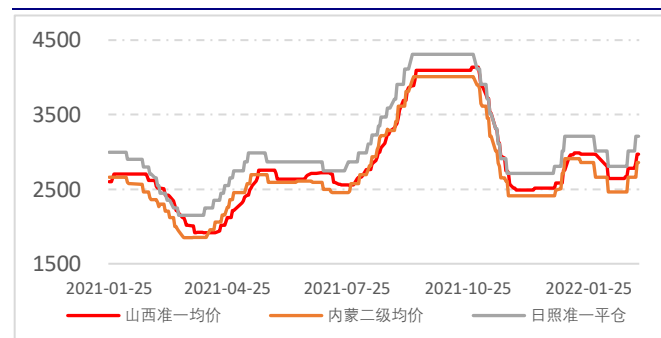
本周行情启动，双焦期现共振上涨。国内市场焦煤现货平均上涨 400 元/吨，海外市场受俄罗斯贸易中断影响，美、加、澳资源更加抢手，海运煤资源价格急涨，对国内出现明显倒挂。焦炭现货第二轮提涨落地，产地仓单成本 3480 元/吨，第三轮提涨预期较强，整个市场情绪火热。盘面自上周情绪充分释放后本周快速兑现基本面逻辑突破新高，05 合约焦炭周涨幅 8.95%报 3585，焦煤周涨幅 10.97%报 2868.5。

图 1：焦煤现货价格



资料来源：wind，优财研究院

图 2：准一焦炭现货价格



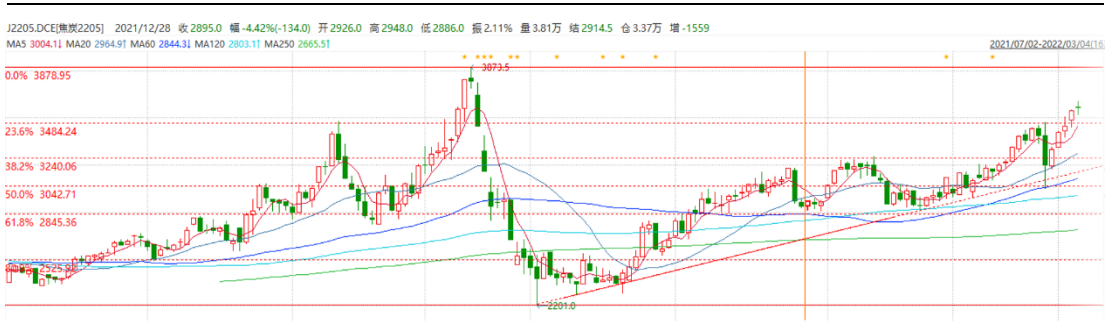
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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



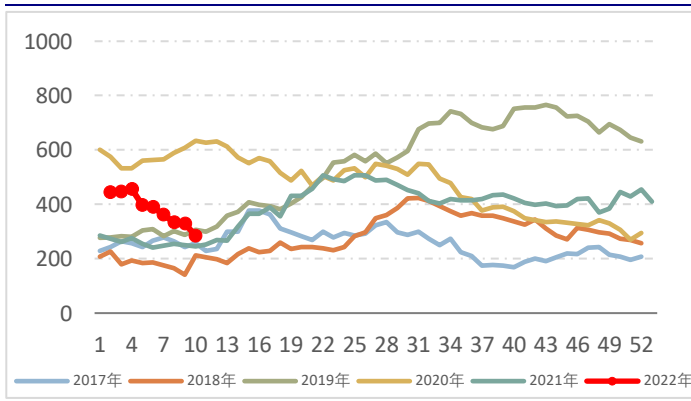
资料来源：Wind，优财研究院

二、基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

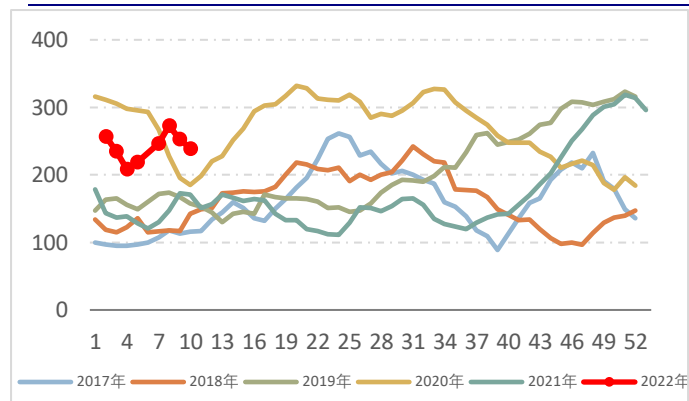
本周港口库存加速去化，受俄、乌战争影响，海运煤市场发生较大变化，受欧美制裁影响，对俄贸易结算出现问题，短期焦煤进口中断，各国进口贸易商开始转抢加、美、澳资源，又叠加国内进口价格倒挂，使得短期进口资源趋紧，预计港口库存还将进一步去化。煤矿库存回落，山西地区库存基本落至往年正常水平，山东库存去化偏慢，目前主要仍在抢购优质煤种，配煤资源价格强度要弱于核心煤种。

图 5：焦煤港口库存



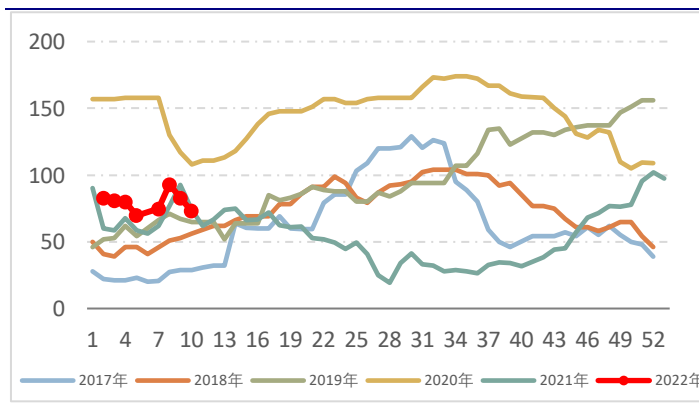
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：焦煤矿山库存



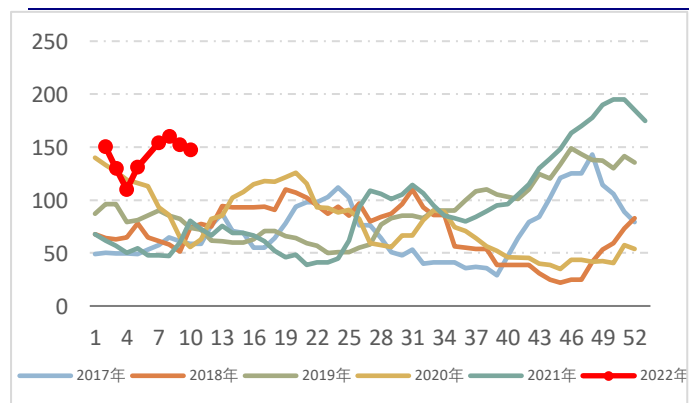
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 7：山西焦煤煤矿库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 8：山东焦煤煤矿库存

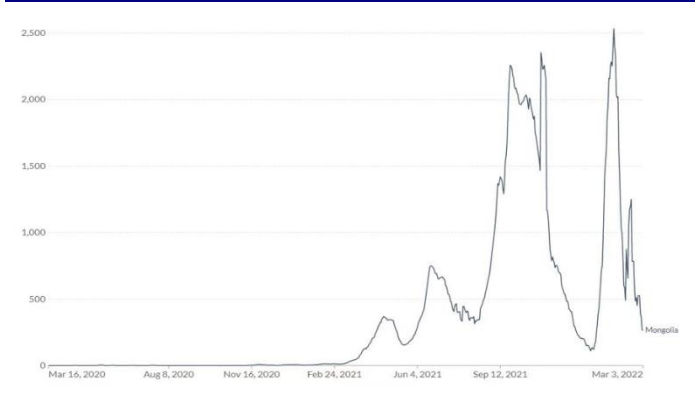


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.2 蒙古疫情与通关

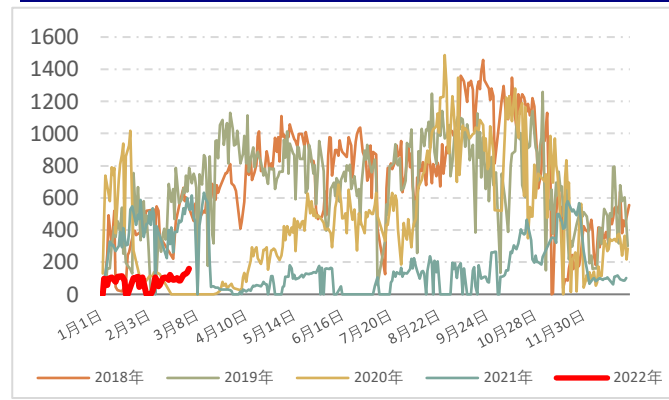
蒙古疫情得到良好控制，预计本月将恢复正常水平，在冬残奥、两会结束后蒙煤日通车有望稳步增长，目前日通车量达到 150 车的水平，短期目标稳定在 200 车/日附近，目前看条件已经具备，后续重点关注蒙古和内蒙地区的疫情情况。

图 9：蒙古单日新增（七日平均）



资料来源：our world in data，优财研究院

图 10：甘其毛都口岸日通车

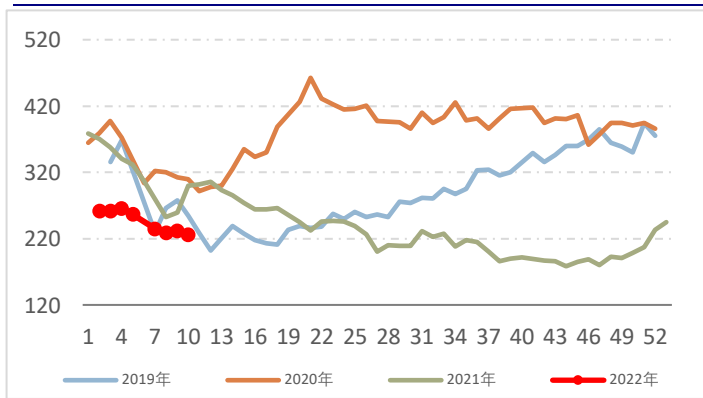


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.3 洗煤厂生产、库存情况

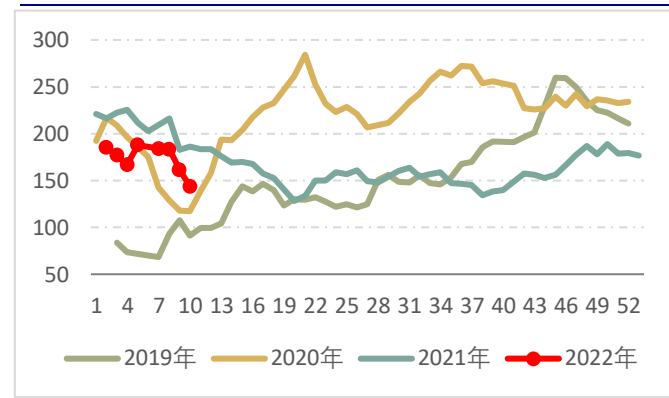
本周开工走平，日产、原煤库存，精煤库存进一步下降，反应当前洗煤厂采购稳定，开工正常，近期查环保、安全较严，短期日产提升空间有限，下游库存采购精煤意愿较强，需求不减。

图 11：110 家洗煤厂原煤库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

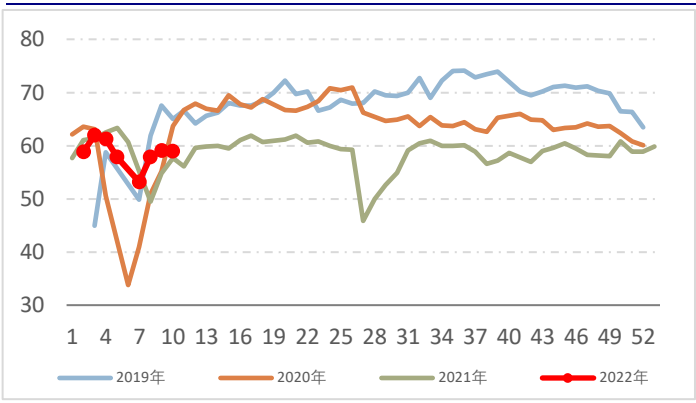
图 12：110 家洗煤厂精煤库存



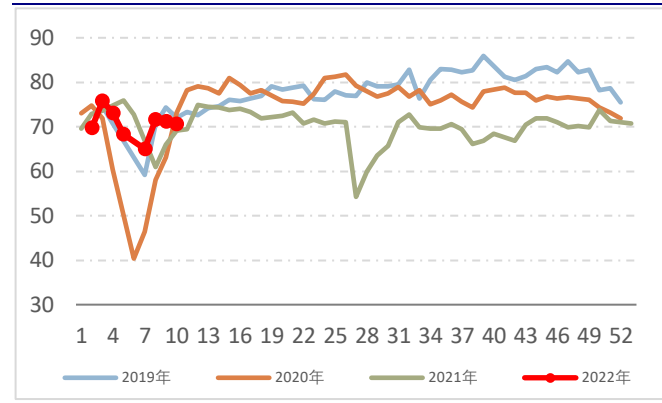
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 13：110 家洗煤厂日均产量

图 14：110 家洗煤厂开工率



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

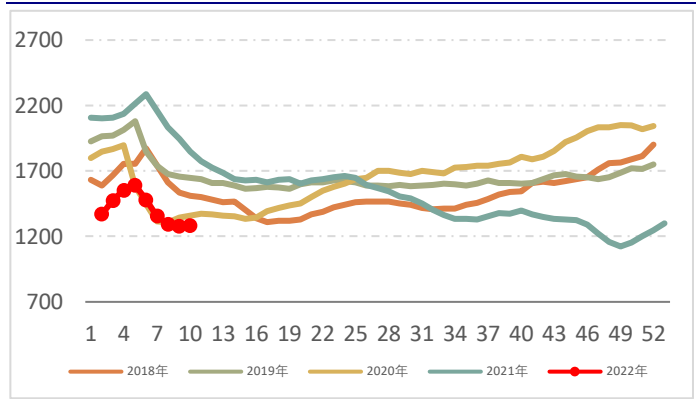


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.4 下游焦煤库存

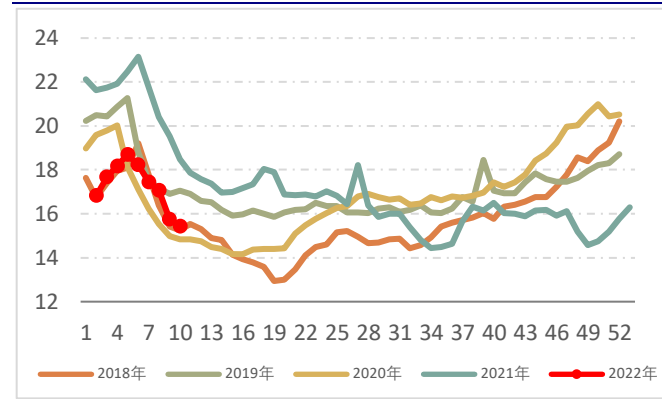
下游库存稳中略增，独立焦企存煤可用天数小幅下降。近期钢厂焦化随钢厂提产，需求提升但库存偏低的情况下补库积极性变强，但独立焦企这端由于利润问题，复工节奏放缓，对高煤价有一定观望心理，等待焦化利润进一步修复。

图 15：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 16：焦企存煤可用天数



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 17：247 家钢厂焦煤库存

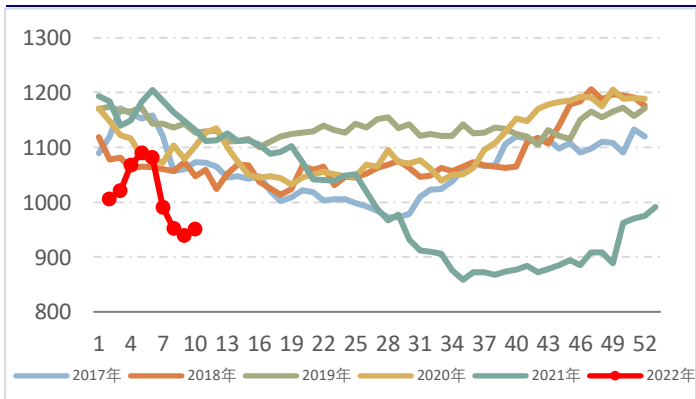
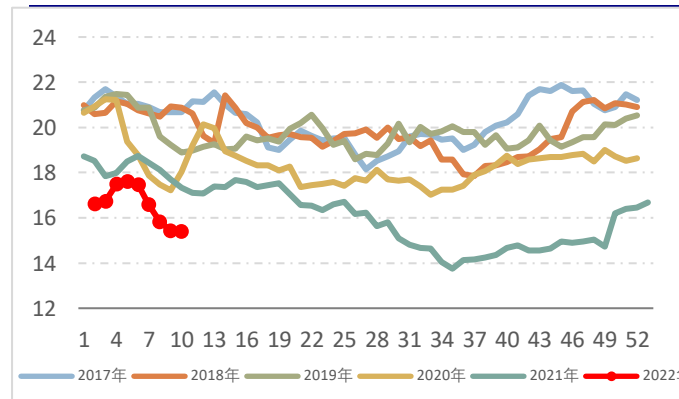


图 18：247 家钢厂存煤可用天数



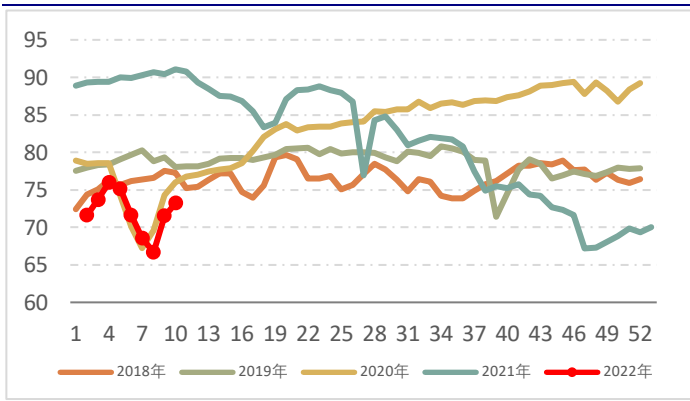
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.5 焦企焦炭生产、库存情况

焦企仍在复产，但增速放缓，日均产量尚不及一月水平，随着需求快速复苏，焦企库存直线下降，表需回到正常水平。近期随着焦煤价格快速反弹，焦化成本抬头，不过随着 2 轮提涨落地以及成本滞后的因素，焦化利润得到一定修复，目前市场对第三轮提涨预期较强，落地后将进一步改善焦化利润，推动焦企加速复产，不过由于成材端利润被炉料快速挤占，出现明显回落，三轮过后继续压缩钢厂利润或遇到抵触。因此目前暂看三轮提涨，若成材利润不重新走阔，第四轮博弈难度将加大。

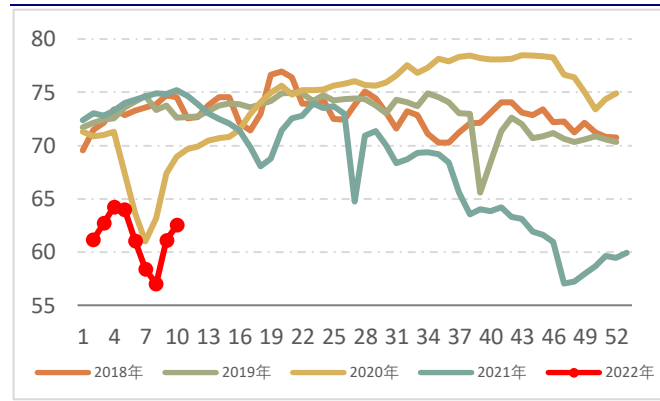
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 19：独立焦企全样本产能利用率（%）



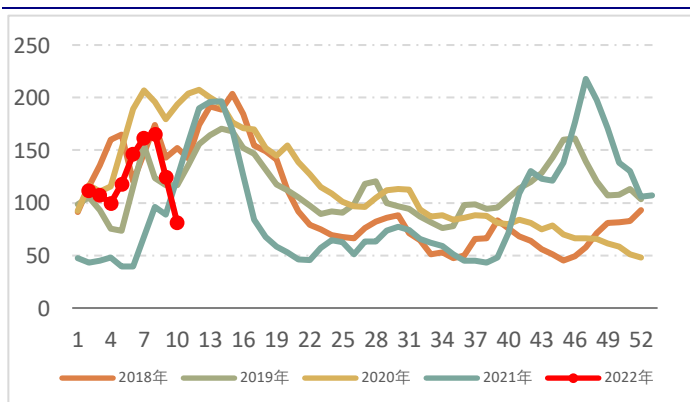
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 20：独立焦企全样本日均产量



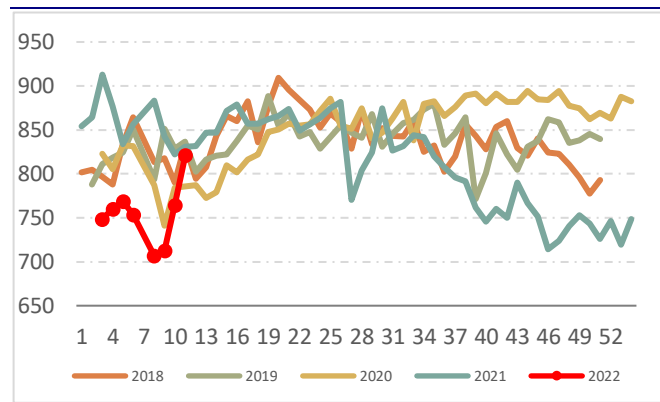
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 21：全样本焦企焦炭库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

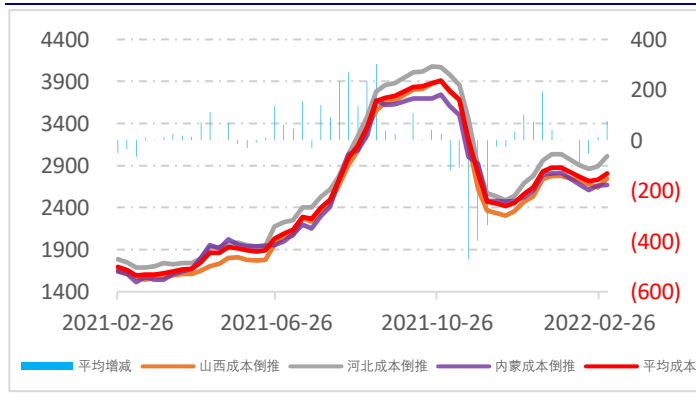
图 22：焦炭表观需求



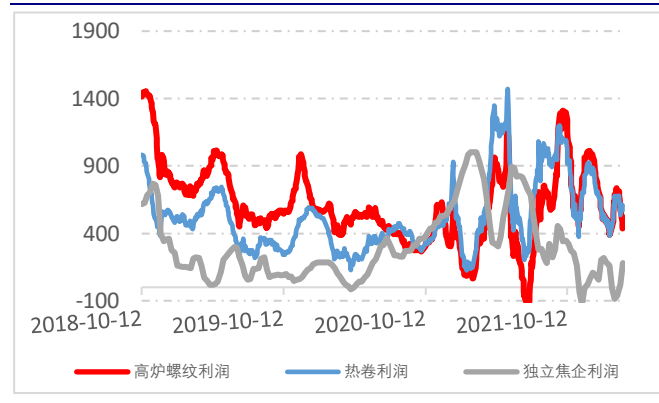
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 23：焦化成本

图 24：螺焦利润对比



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

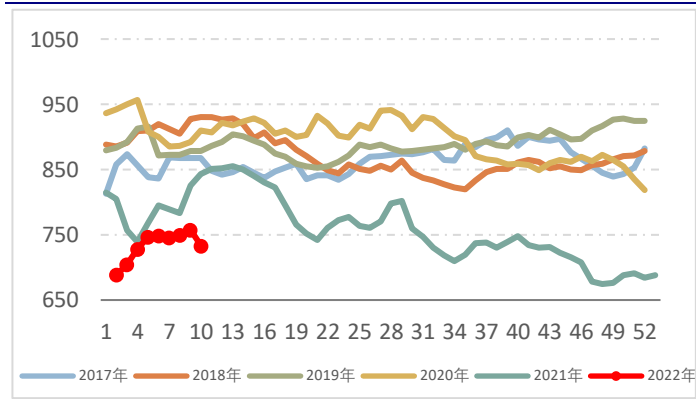


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.6 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

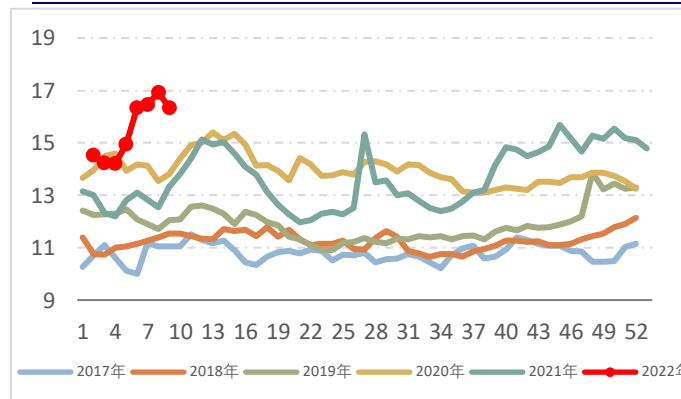
钢厂焦炭库存拐点，可用天数同步下滑，但钢厂焦化仍处复产周期，主因本周铁水铁水复产速率突增。随着限产放松，钢厂复产积极，预计等两会、冬残奥会陆续结束以及旺季预期逐步强化，铁水日产仍将进一步攀升至 230 附近。

图 25：247 家钢厂焦炭库存



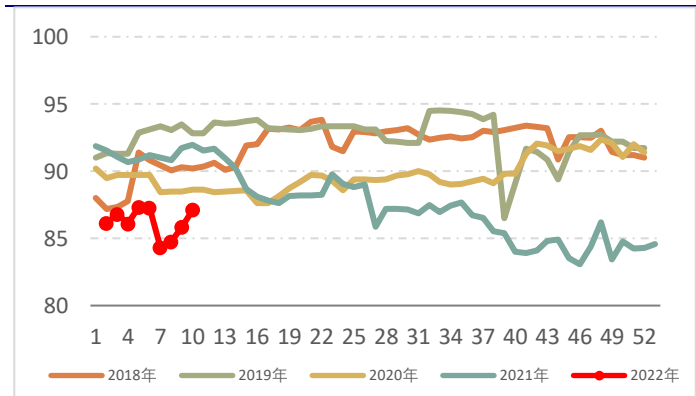
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 26：247 家钢厂焦炭库存平均可用天数



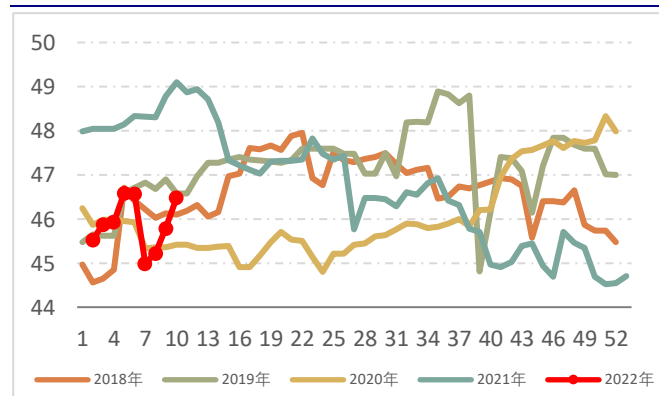
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 27：247 家钢厂焦化产能利用率



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

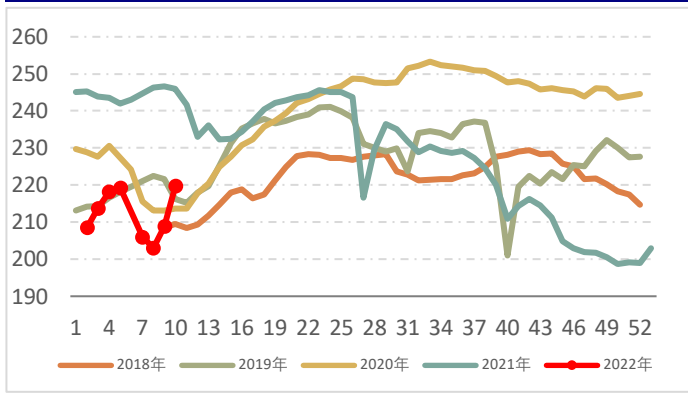
图 28：247 家钢厂焦炭日均产量



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

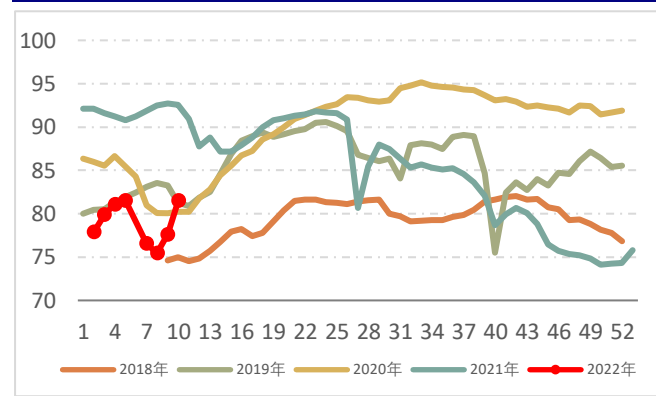
图 29：铁水日均产量



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

图 30：247 家钢厂高炉开工率

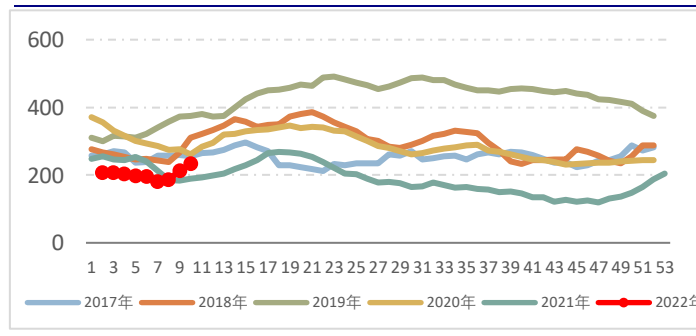


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.7 焦炭贸易商

港口库存持续攀升，出口利润飙升、期现利润稳定、南方钢厂补库以及看涨预期强烈促使资源向港口集中，贸易商集港热情较高，目前港口已经给到 2.5 轮提涨，分流资源提高钢厂拿货难度。

图 31：焦炭港口库存



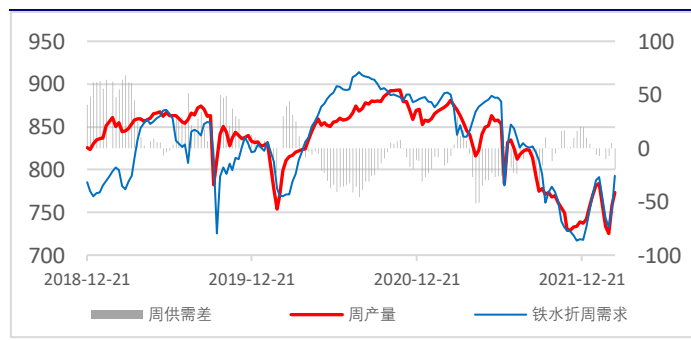
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

三、逻辑总结与策略建议

双焦的第一个问题就是下游尤其是铁水的快速复产背景下，供应端已经接近可用产能的天花板，而内外价格倒挂、俄煤交易结算出问题导致进口煤资源出现退出，这导致随着铁水日产快速复苏，焦煤的供应瓶颈被不断在价格上得到兑现。第二个

问题则是由于焦煤价格的快速飙升，以及焦炭生产弹性充足的问题，导致焦炭自身议价能力不足，无法做到提产的同时还能维持利润，产生了价格涨了两轮利润仅略改善的怪象，因此即使政策放松，焦化厂的复产节奏却与钢厂出现了分化，再加上贸易商的分流，进一步加剧了焦炭供需错配的现象。目前来看，短期并没有看到很好的解决办法。从供给端，对外，有了去年年底的教训，在国内疫情多点爆发的当下，势必不可能在短期之内再大开进口之门，3月200车/日的目标大概率即是短期高点，4、5月份之内说有进一步增长的空间和可能，但还需时间兑现，这部分增量无法支撑目前铁水进一步上行；对内，即关注山西是否愿意放松管制恢复去年停掉的露天矿，但05合约也许赶不上政策变化。从需求端，给出全年限产计划，限铁水，打击需求增长预期，维持紧平衡状态，或者证伪终端需求，如去年四季度一般，由需求引发的全产业价格坍塌。操作上，目前双焦进入高位区间，波动放大，但上行驱动仍强，维持多配思路，关注政策导向、铁水复产力度、终端需求情况。

图 32：周供需匹配



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

四、风险提示

疫情反复、蒙煤通关正常化、钢厂超预期复产、监管扰动

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/>