



2022年6月19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



下游摆烂压成本，负反馈落地进行时

内容提要

当前市场重新开始交易产业链负反馈，而与上一轮不同，本轮负反馈已经切实的在现实层面落地，终端需求的持续疲软引发成材价格快速坍塌，而目前仍未见好转迹象，短期成材仍未见底的形势下产业利润收缩的压力需要持续向上游转移，对焦炭来说，本轮超预期提降 300 主因还是当前钢厂压力太大，后续预计还将回归正常节奏，向下将把此前的第四轮 200 元补跌后则需要关注焦煤端的支撑。焦煤与铁矿类似，占据产业利润大头，负反馈打成本的逻辑下承担主要压力，本轮预计首先向下探至 2300–2400 区间验证长协，若未能形成有效成本支撑，或交易蒙煤价格合理化以及长协价格下调的预期，下触 2100。短期来说随着悲观情绪的发酵，价格下行趋势还将延续，在看到终端需求实质回暖前价格难言见底，负反馈压力下期现共振向下，后续需要关注以下情形：铁水是否能够稳定回落至 230 以下、蒙煤通关量是否能够稳定回到 500 车附近、成材价格快速回落是否能够刺激起终端需求得见起色。

操作建议

操作上观望为主，盘面巨幅贴水超前兑现跌价预期的情况下追空需要谨慎。

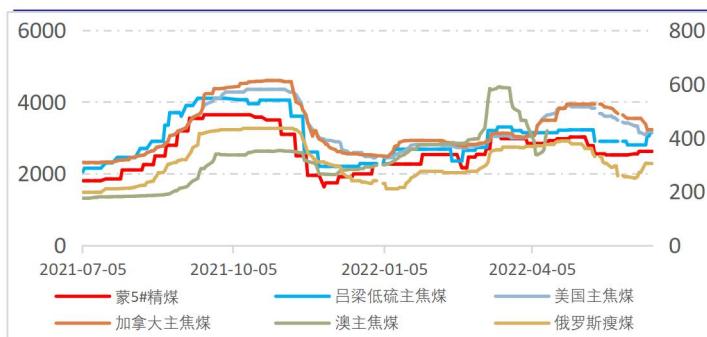
风险提示

终端需求复苏、澳煤进口放开、钢厂铁水日产大幅减产

一、行情回顾

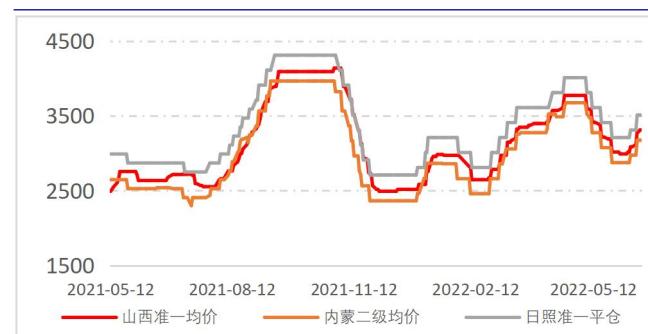
本周经历预期崩盘带动现实恐慌蔓延，双焦盘面大幅暴力下挫，焦炭跌破前低，至周五，2209 焦炭合约周跌幅 10.64% 报 3263.5，焦煤收跌 10.02% 报 2576.5。前半周双焦现货维持强势，然随着下游恐慌情绪蔓延，市场整体交投情绪快速冷却，焦煤竞拍流拍开始回增出货难度增加，周五到周末期间多家钢厂直接对焦炭提降 300 元/吨，创调价幅度新高。

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

随着俄罗斯煤少量到货港口库存回升，近期海运煤市场价格回落而中国报价起涨使得倒挂的日子结束，但后续国内煤价进一步下挫后进口窗口仍难打开，海运资源增量有限，中澳关系的缓和仍需时日，短期难以形成实质性冲击。矿山库存回落，目前主要山东区域需要完成政府的提储任务，有主动累库的现象，其他区域本周库存去化顺畅，但目前库存去化趋势或将迎来拐点。

图 5：焦煤港口库存



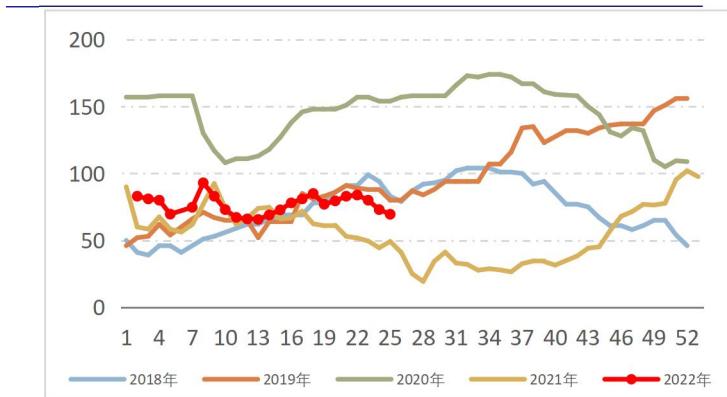
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：焦煤矿山库存



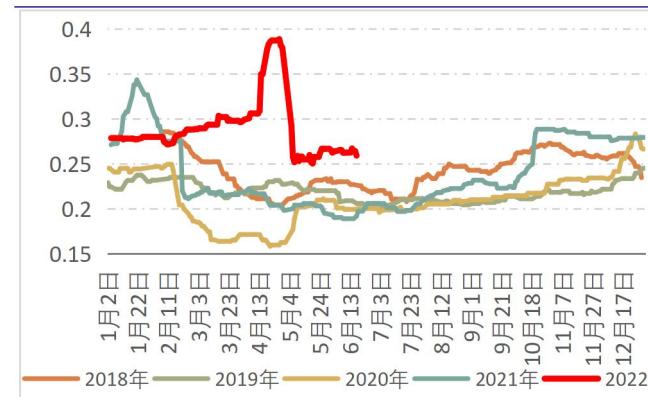
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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：公路单公里运价



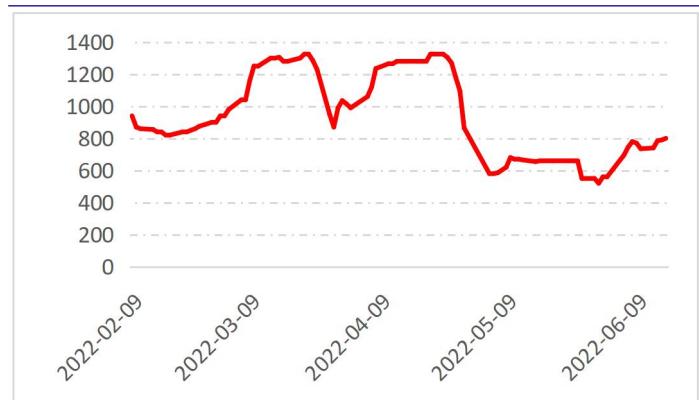
资料来源：我的钢铁网，优财研究院



2.2 蒙古疫情与通关

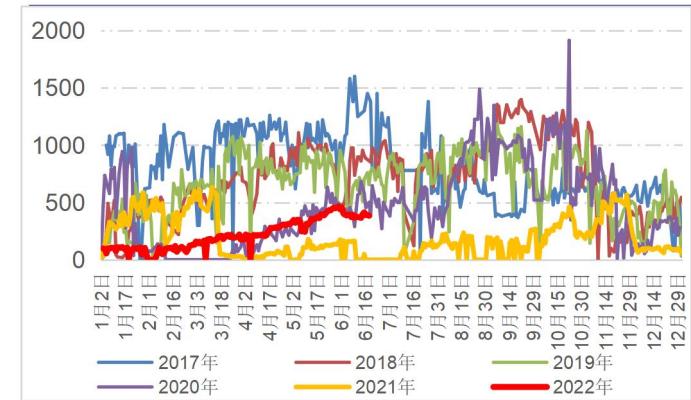
蒙煤通关方面维持稳中向好的态势，受前期口岸疫情影响目前甘其毛都口岸日通车维持在400车水平附近，预计下周起有望稳步抬升至400-500车水平，后续关注500车附近的检疫能力瓶颈问题。铁路方面短期7月下旬开始试运行，但目前存在较大不确定性，是否能在短期快速形成有效通关量存疑。

图9：288口岸短盘运费



资料来源：Wind, 优财研究院

图10：甘其毛都口岸日通车

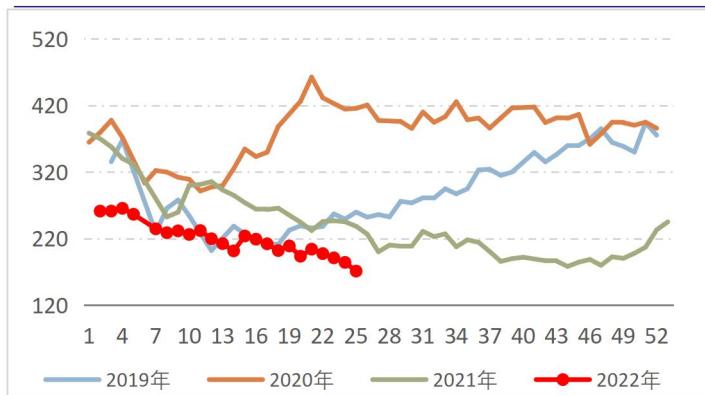


资料来源：我的钢铁网, 优财研究院

2.3 洗煤厂生产、库存情况

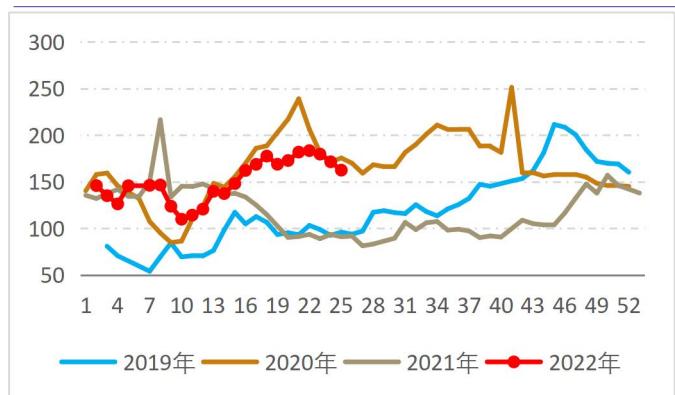
近期销售转好开工提升，但补库积极性仍未见起色，主因目前精煤库存仍处高位有待进一步去化，而随着悲观情绪发酵需求或再度回落。

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

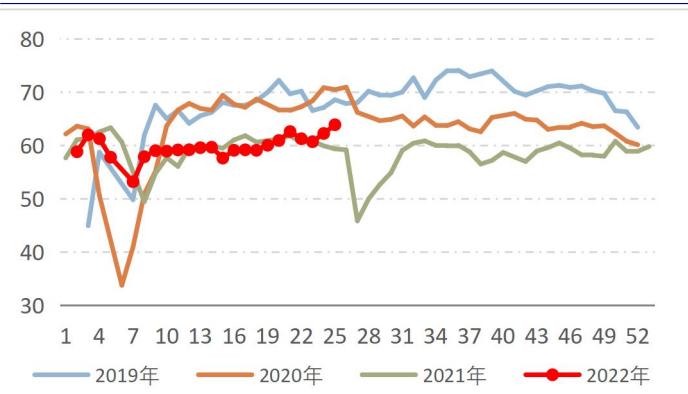
图12：110家洗煤厂精煤库存



资料来源：我的钢铁网, 优财研究院

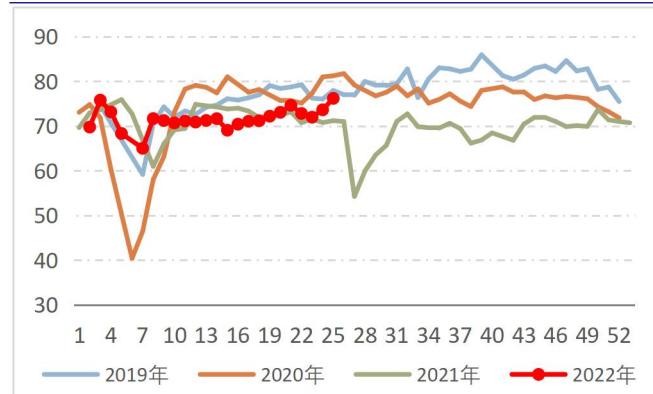


图 13: 110 家洗煤厂日均产量



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 14: 110 家洗煤厂开工率



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.4 下游焦煤库存

焦、钢企业存煤库存低位运行，整体延续刚需补库的策略，当前库存水平紧张，但后续悲观情绪蔓延叠加焦企或在后续逐步减产，整体补库需求或减量后置。

图 15: 独立焦企全样本焦煤库存

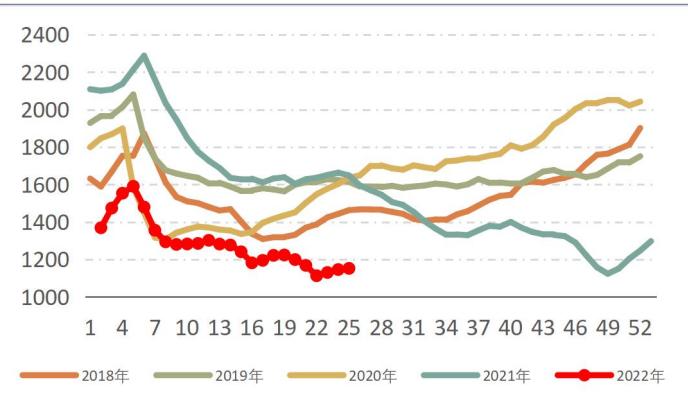
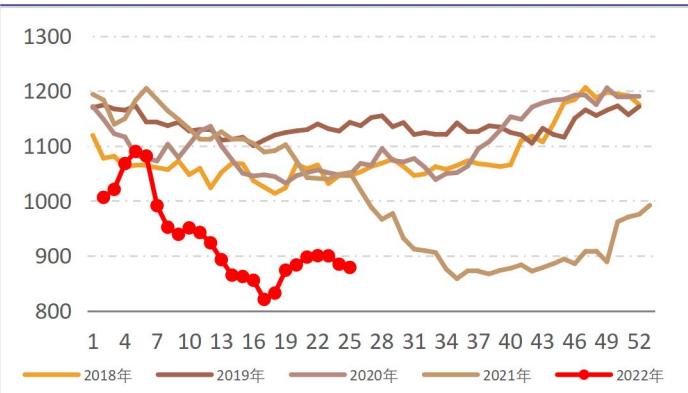


图 17: 247 家钢厂焦煤库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 16: 焦企存煤可用天数

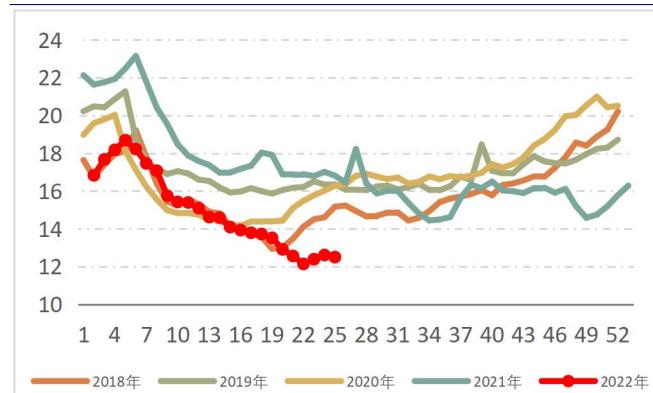


图 18: 247 家钢厂存煤可用天数



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

第二轮提涨后利润修复且出货顺畅厂内库存见底，焦企日产顺势回到高位，然成材的崩盘以及钢厂检修的增加，势必需要将压力向成本端转移，意味着负反馈、高成本压力下焦企亏损进而减产的概率飙升，后续需要进一步向原料焦煤端去传导压力。

图 19：独立焦企全样本产能利用率 (%)

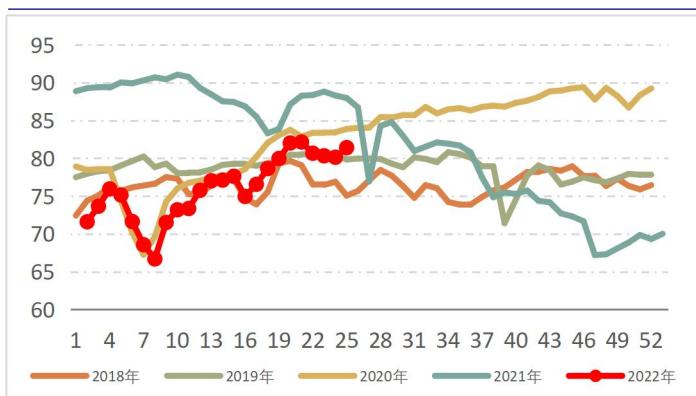


图 21：全样本焦企焦炭库存

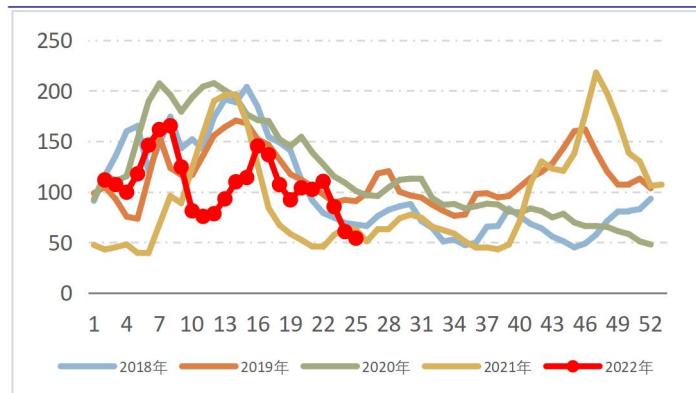
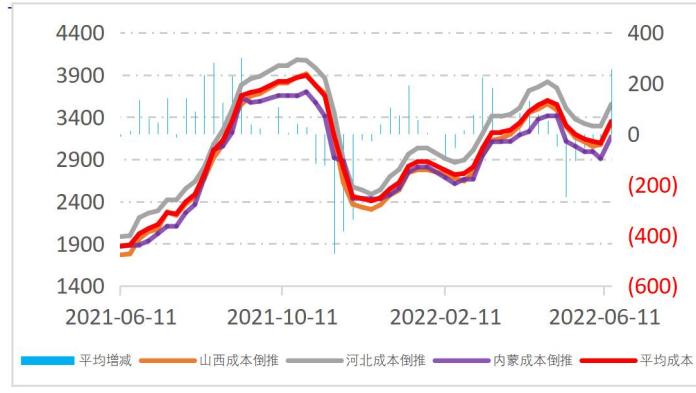


图 23：焦化成本



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

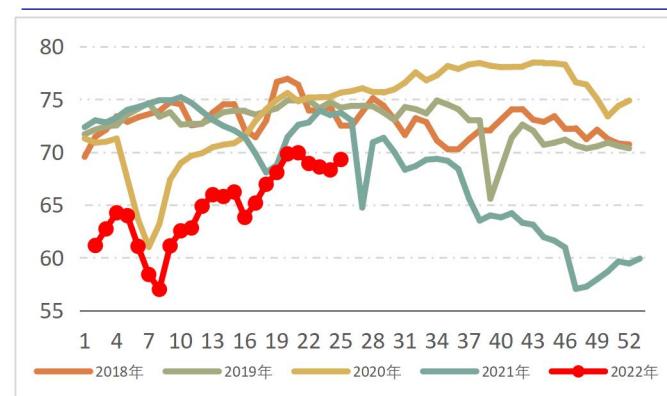


图 22：焦炭表观需求

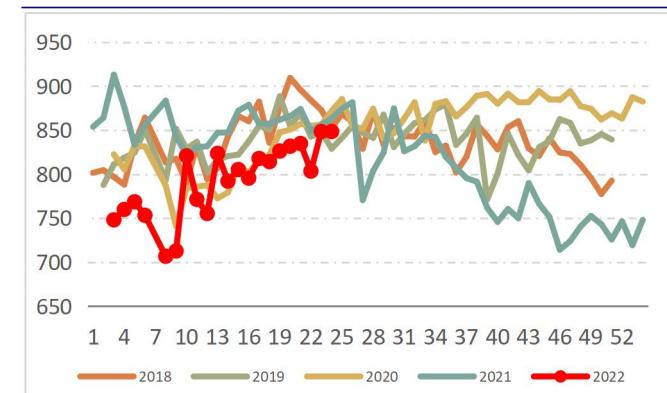
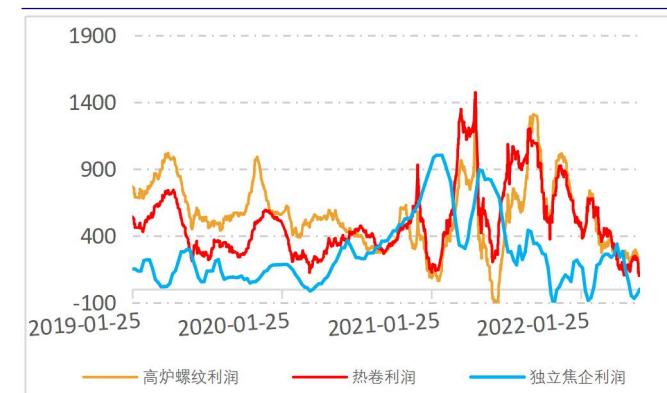


图 24：螺焦利润对比



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

钢厂焦炭库存新低，可用天数进入危险区间，钢厂焦化难有贡献，有钢厂在二轮提涨之外还加运补抢货，不过随着成材崩盘钢厂亏损扩大，检修增加意味着铁水新高见顶，进入刚需收缩周期，接下来成材降价压力将往原料端传导，完成负反馈预期落地。

图 25：247 家钢厂焦炭库存

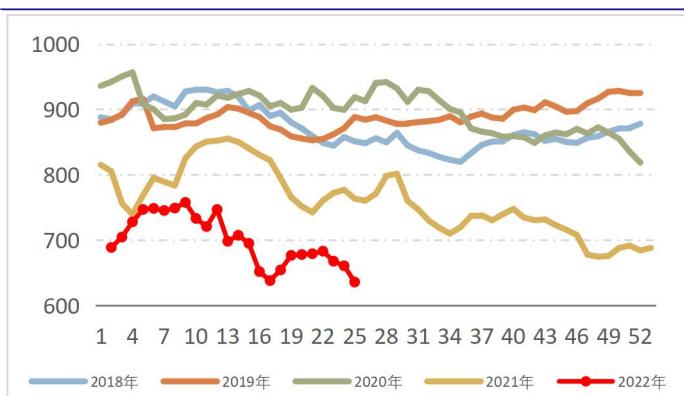


图 26：247 家钢厂焦炭库存平均可用天数

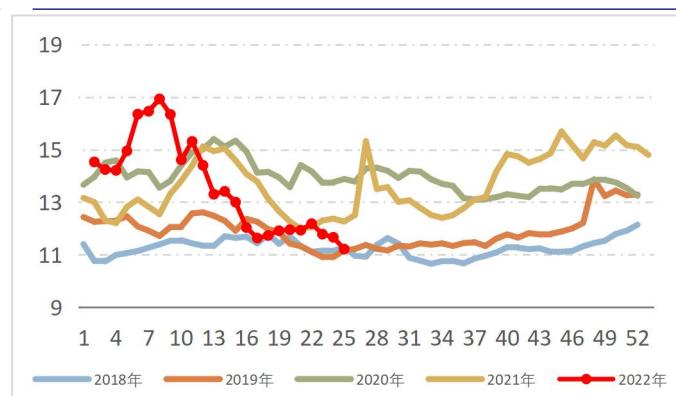


图 27：247 家钢厂焦化产能利用率

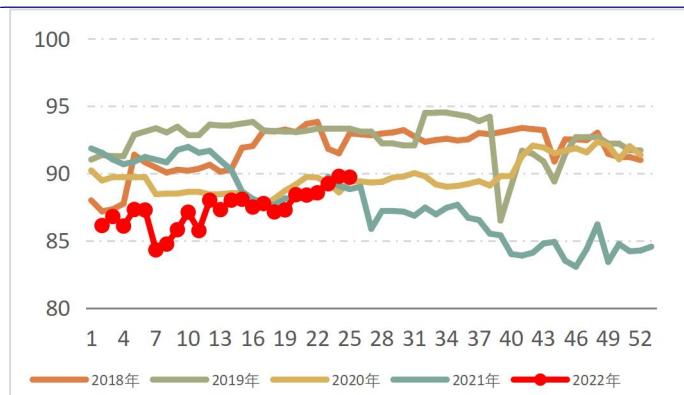
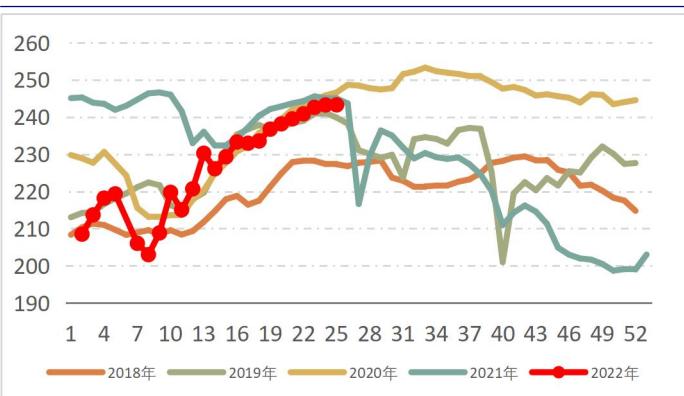
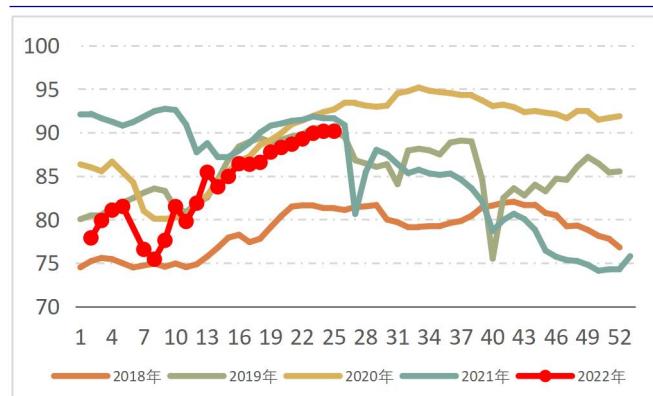


图 29：铁水日均产量



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

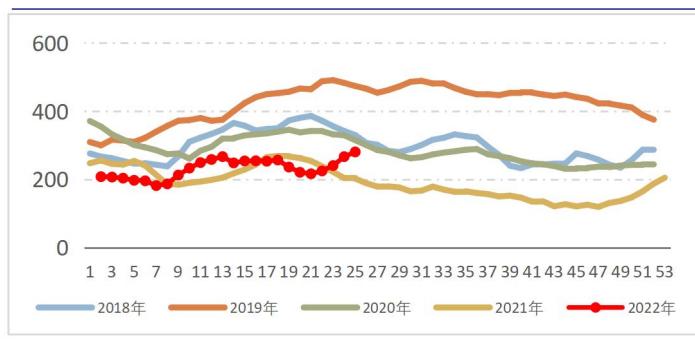


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.7 焦炭贸易商

港口库存增长放缓，二轮提涨后贸易商集港逐步减少转以出货为主，期现退出以及外贸订单退潮意味着投机需求退出。

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

当前市场重新开始交易产业链负反馈，而与上一轮不同，本轮负反馈已经切实的在现实层面落地，终端需求的持续疲软引发成材价格快速坍塌，而目前仍未见好转迹象，短期成材仍未见底的形势下产业利润收缩的压力需要持续向上游转移，对焦炭来说，本轮超预期提降 300 主因还是当前钢厂压力太大，后续预计还将回归正常节奏，向下将把此前的第四轮 200 元补跌后则需要关注焦煤端的支撑。焦煤与铁矿类似，占据产业利润大头，负反馈打成本的逻辑下承担主要压力，本轮预计首先向下探至 2300-2400 区间验证长协，若未能形成有效成本支撑，或交易蒙煤价格合理化以及长协价格下调的预期，下触 2100。短期来说随着悲观情绪的发酵，价格下行趋势还将延续，在看到终端需求实质回暖前价格难言见底，负反馈压力下期现共振向下，后续需要关注以下情形：铁水是否能够稳定回落至 230 以下、蒙煤通关量是否能够稳定回到 500 车附近、成材价格快速回落是否能够刺激起终端需求得见起色。

四、风险提示

终端需求复苏、澳煤进口放开、钢厂铁水日产大幅减产

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。本报告清晰准确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获得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資目标、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、修改或以其他任何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/>