

2022年8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



双焦分歧初显，驱动转弱方向调整

内容提要

从驱动的角度来看，一是利润驱动正在转向，近期终端需求呈现韧性但缺乏弹性，意味着扩产业利润遇到较大阻力，当前黑链各环节均有相对合理的利润水平，一旦后续旺季预期落空，将迅速形成收利润压力，因而近期扩利润驱动中止，关注后续产业利润走向；二是供需的天平将逐渐向宽松侧倾斜，于焦煤而言，国内有保供、保产量要求，进口蒙煤、俄罗斯供应稳定充足，于焦炭来说，合理利润足以支撑焦企正常生产，生产热情短期不会回落，而直接被分流的贸易资源将逐步回流形成边际供应增量，而需求侧目前的铁水产量仍未越过供需平衡点，只要后续不出现过度增产，当前供需就将逐步趋于宽松，而本周已经有迹象显现。综合来看，当前双焦向上驱动衰竭，分歧之下压力显现，现货带着远月走弱反应需求预期正在转向，下行力量正在酝酿。

操作建议

操作建议双焦空单持有，焦煤突破震荡区间下沿可适当加仓，不过需求预期的彻底证伪还需时间，短期可能仍有反复，注意做好利润保护。

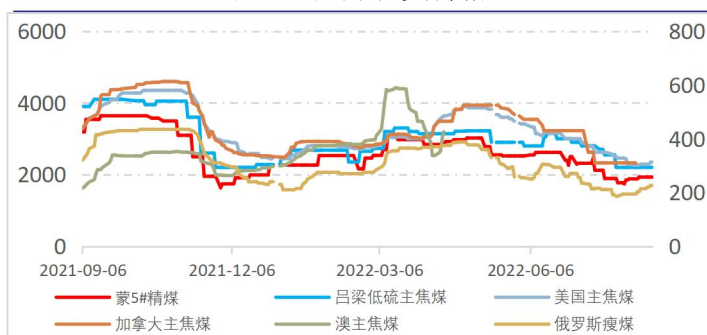
风险提示

终端需求超预期复苏、铁水加速复产、焦炭外贸订单强度超预期

一、行情回顾

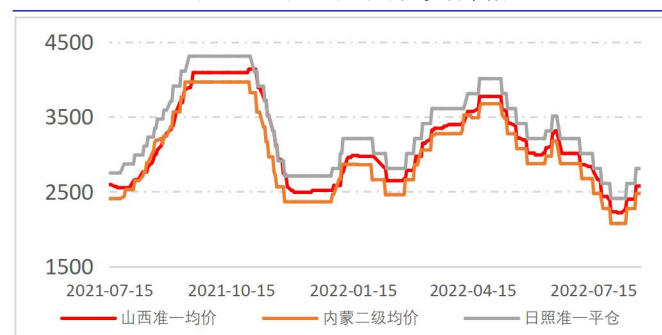
本周现货表现稳中偏强，然盘面出现明显回调，期现走势再度出现分化。焦炭现货周内落实第二轮提涨，累涨 400-480 元/吨，带动焦煤价格跟涨，但幅度不及焦炭，煤价整体均价上浮 160 元左右，骨架煤种与配煤直接存在分化，竞拍在周五情绪出现转弱迹象。本周期货主力合约完成换月，弱需求预期引导下价格出现大幅回调，2301 合约焦炭收跌 9.36% 报 2532.5 元/吨，焦煤收跌 5.86% 报 1871.5 元/吨。

图 1：焦煤现货价格



资料来源: Mysteel, 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: iFind, 优财研究院

图 4：焦炭期货主力合约走势



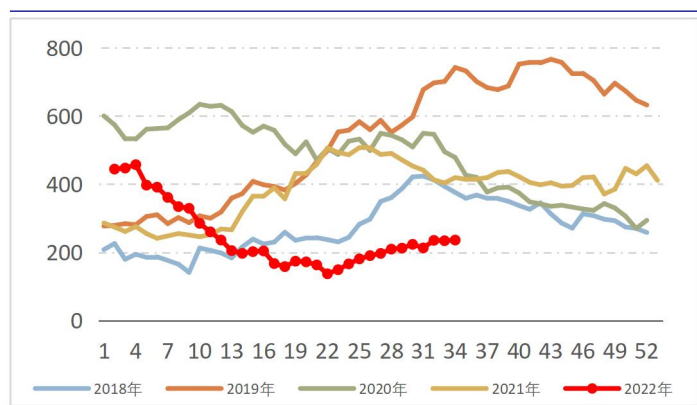
资料来源: iFind, 优财研究院

二、基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

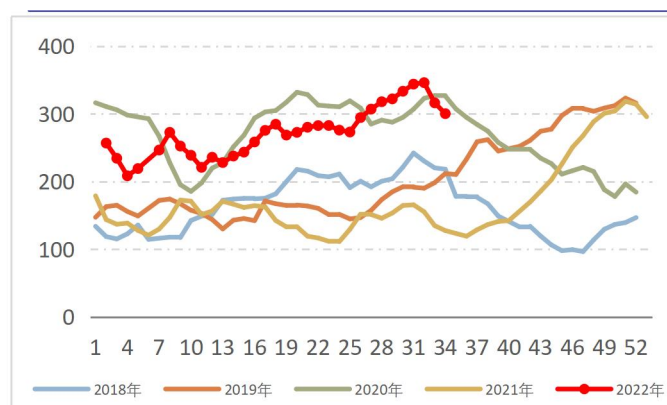
本周港口库存持稳，矿端库存得到进一步去化，但速率出现放缓迹象，山西区域库存去化情况较好，山东由于此前做储备的库存仍未释放，因而支撑库存维持高位。短期来看核心产区库存压力释放，但配煤资源仍偏过剩，另外进口俄罗斯资源积压难销也是潜在风险。

图 5：焦煤港口库存



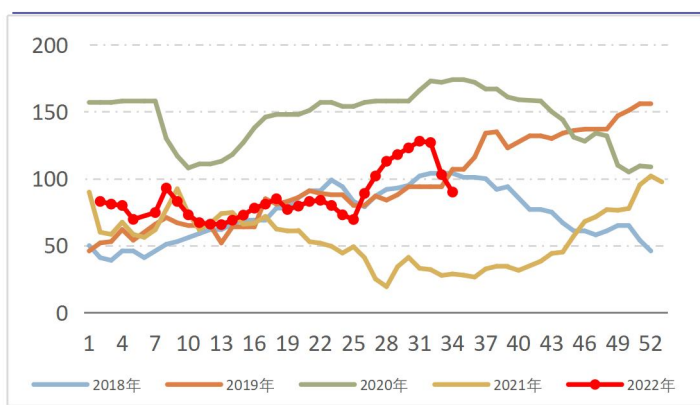
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：焦煤矿山库存



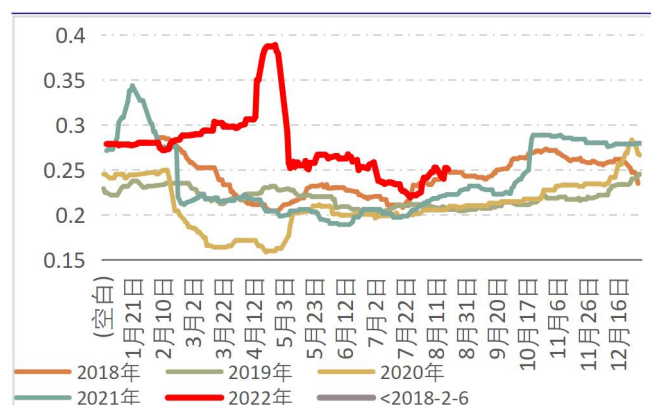
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

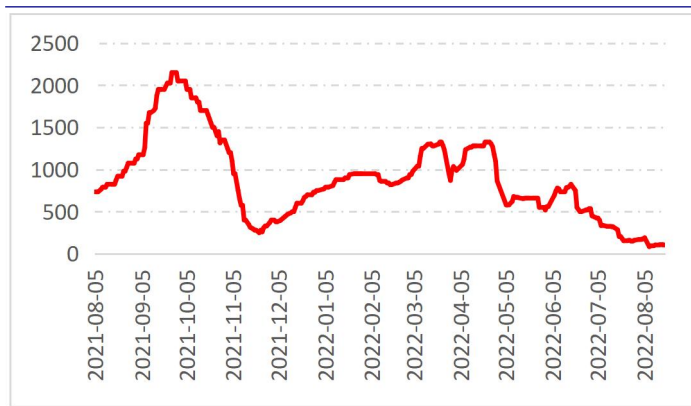


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.2 蒙古疫情与通关

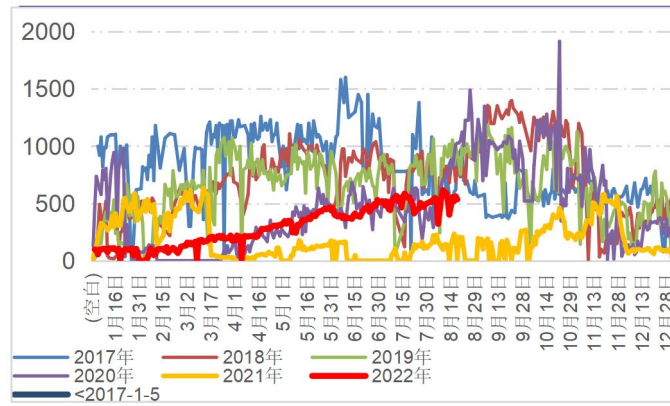
数据上来看基本可以看出当前通关模式已然成熟，足以支持口岸通关稳定，目前甘其毛都口岸通车持续围绕 550 车水平小幅波动。短盘运费已经被压缩至极低水平，对成本的扰动减弱。后续关注口岸监管天量库存是否能够得到及时消化，若高库存持续，则越临近四季度长协调价窗口压力越大。

图 9：288 口岸短盘运费



资料来源：钢联，优财研究院

图 10：甘其毛都口岸日通车

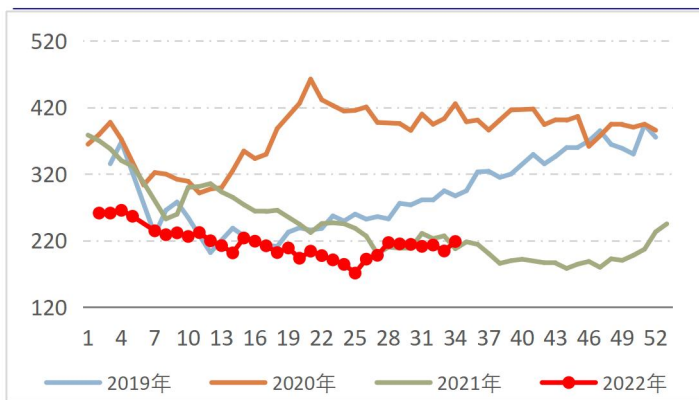


资料来源：公开新闻整理，优财研究院

2.3 洗煤厂生产、库存情况

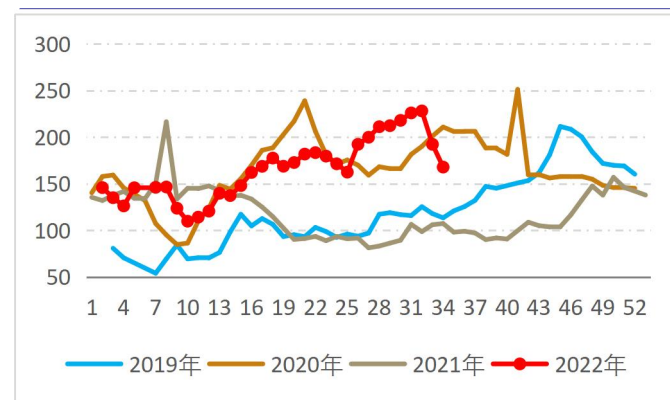
洗煤厂方面由于近期下游拿货意愿回升，出货情况良好，精煤库存得到快速去化，生产意愿有所提升，适当增加原煤储备，不过可以看出整体备库仍偏谨慎，做库存意愿较低。

图 11：110 家洗煤厂原煤库存



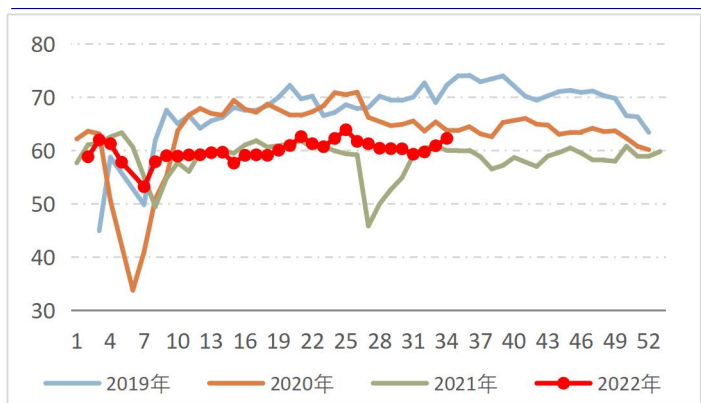
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 12：110 家洗煤厂精煤库存



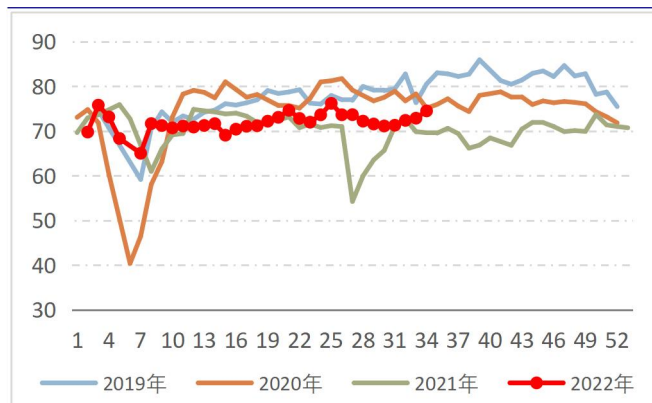
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

本周焦企、钢厂仍在补充焦煤库存, 但从可用天数的角度可以看出, 主要还是为了匹配提产后的产量备库, 刚需采购, 没有超额建库意愿, 谨防产量下滑导致需求再疲软。

图 15: 独立焦企全样本焦煤库存

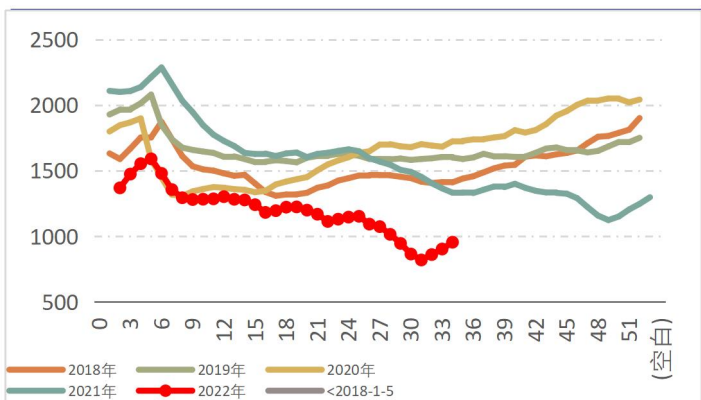
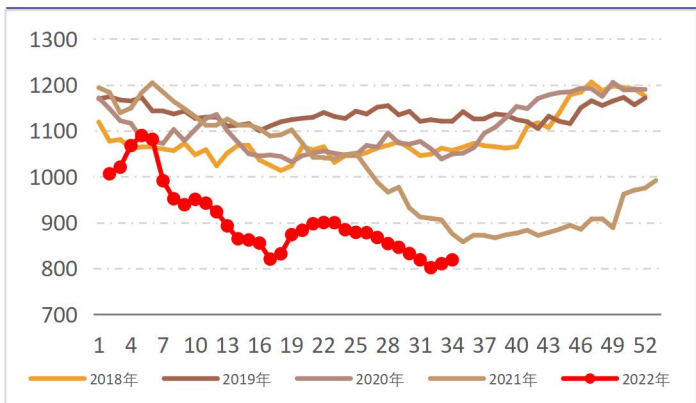


图 17: 247 家钢厂焦煤库存



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 16: 焦企存煤可用天数

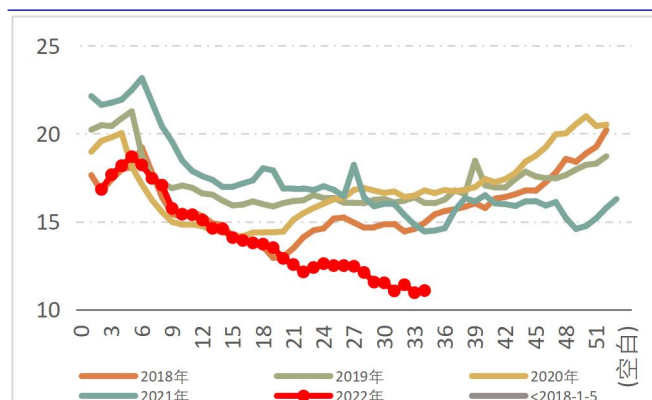
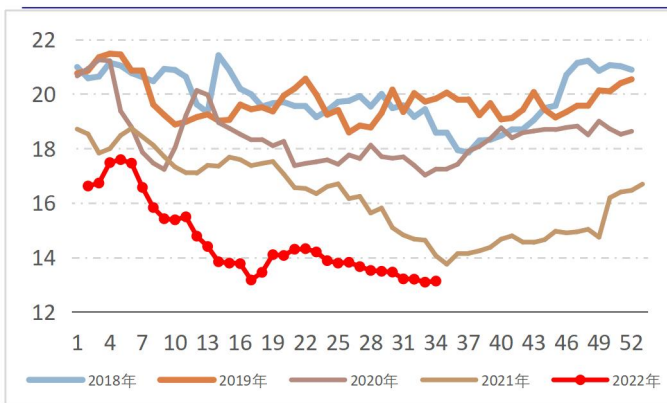


图 18: 247 家钢厂存煤可用天数

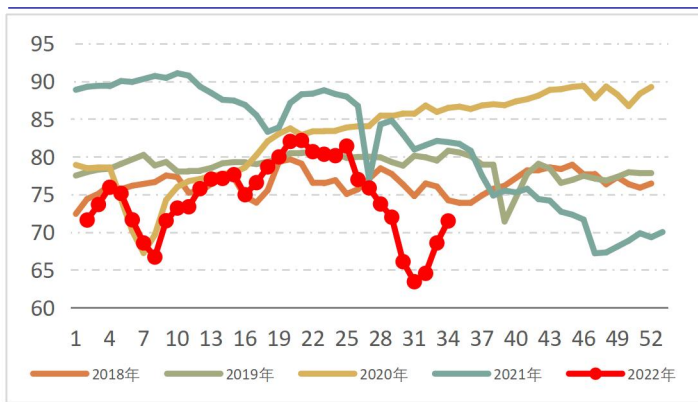


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

2.5 焦企焦炭生产、库存情况

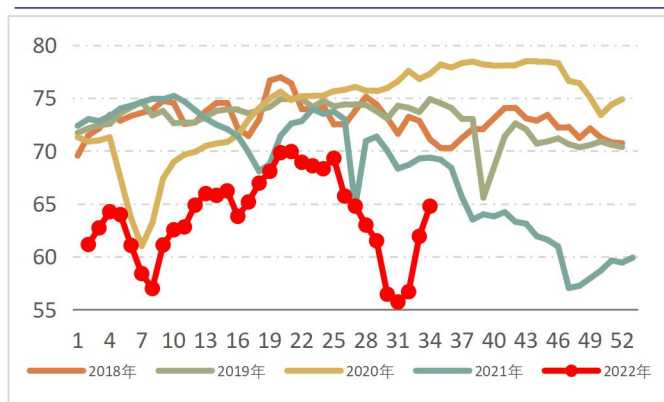
本周随第二轮提涨落地焦化利润快速修复，成本端虽有抬头但整体幅度不及焦炭提涨来的大，除部分高成本区域外，焦企目前普遍利润回归达到100-200元区间，焦钢利润均衡意味着产业利润再分配的逻辑告一段落，第三轮提涨预期分化，预计有较大阻力。当前利润足以支持焦企正常生产，在此驱动下焦企进一步复产，日产接近往年正常水平，可见供给弹性足够。本周焦企库存仍在去化，但速率悄然放缓，主因还是供给的快速回升，本周表需表现仍然强劲。

图 19: 独立焦企全样本产能利用率 (%)



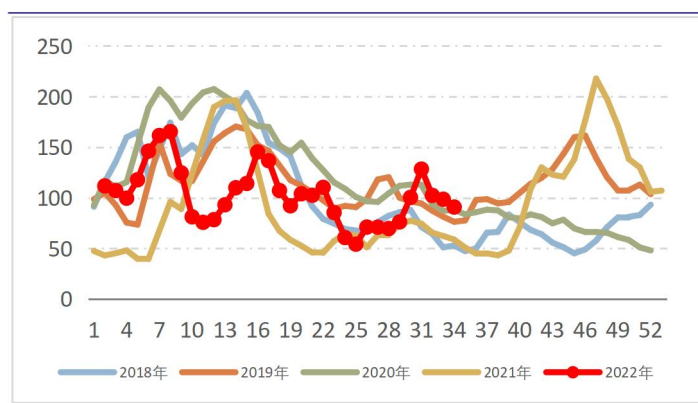
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 20: 独立焦企全样本日均产量



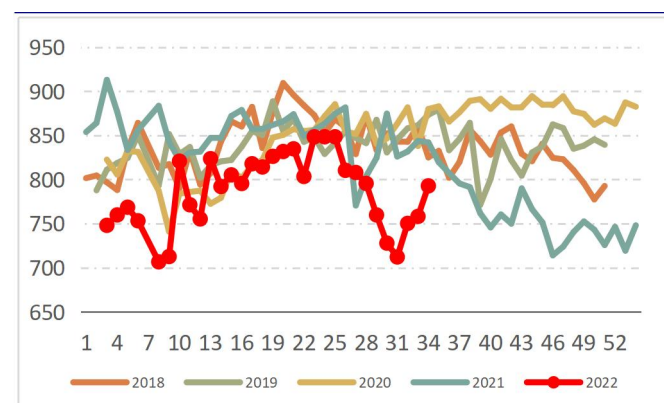
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 21: 全样本焦企焦炭库存



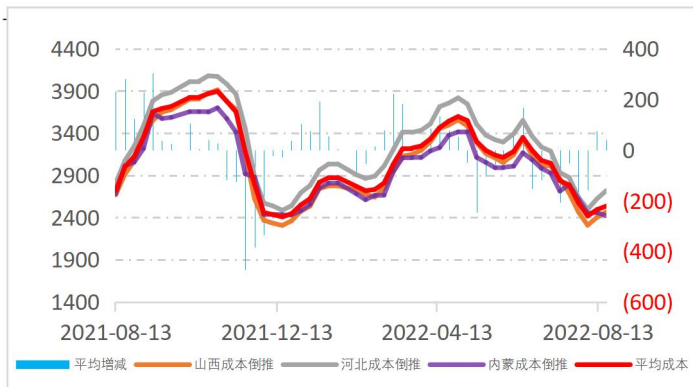
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 22: 焦炭表观需求



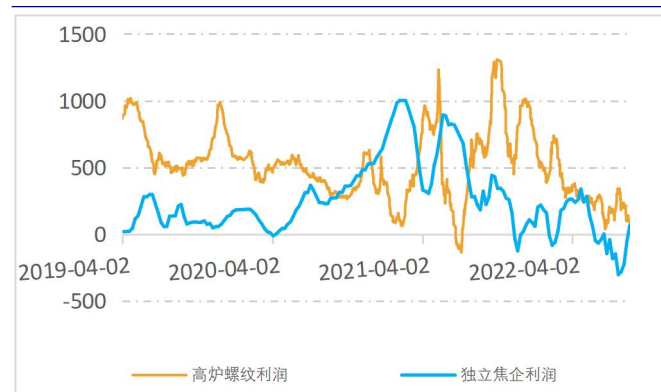
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 23: 焦化成本



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 24: 螺焦利润对比

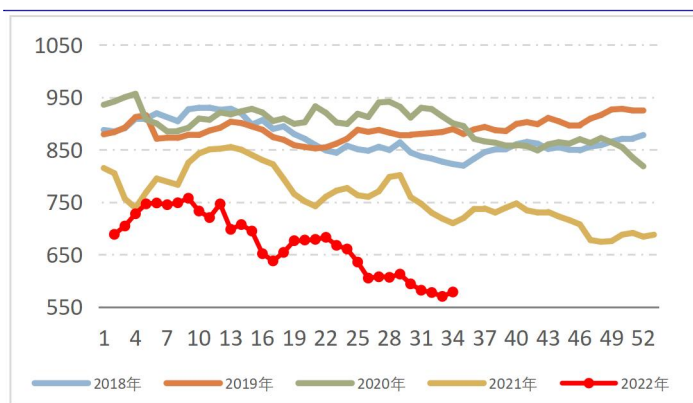


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

2.6 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

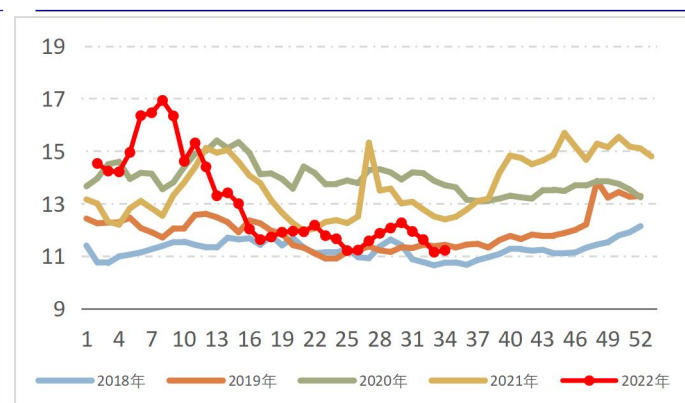
本周钢厂焦炭库存拐点, 在钢厂焦化产量并没有显著波动且铁水产量进一步提升的背景下, 钢厂仍能维持自身绝对库存与可用天数的稳定, 意味着当前价格下钢厂补库难度下降, 即焦炭供需偏松。不过需要注意当前铁水复产势头依然强劲, 关注 230 关口。

图 25: 247 家钢厂焦炭库存



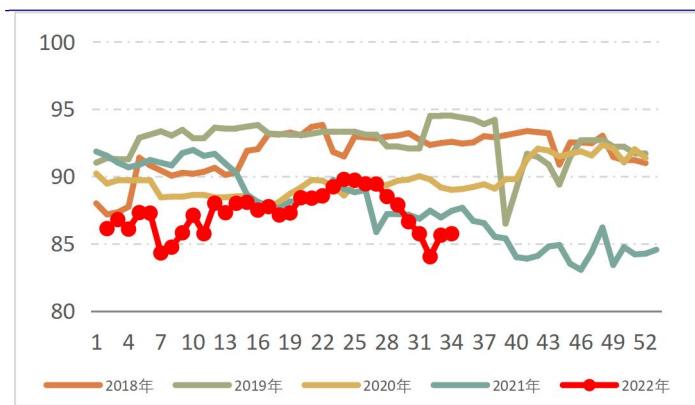
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 26: 247 家钢厂焦炭库存平均可用天数



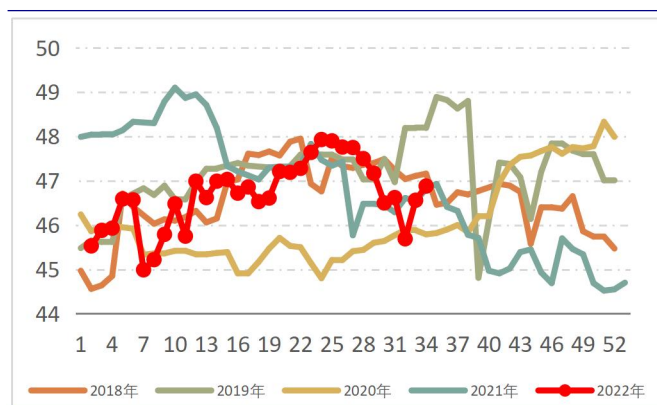
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 27：247 家钢厂焦化产能利用率



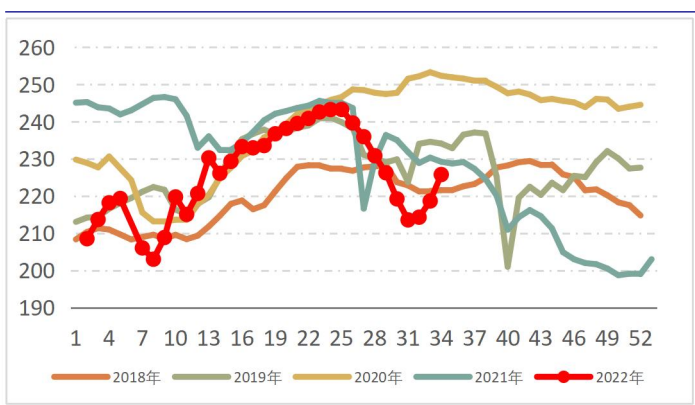
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 28：247 家钢厂焦炭日均产量



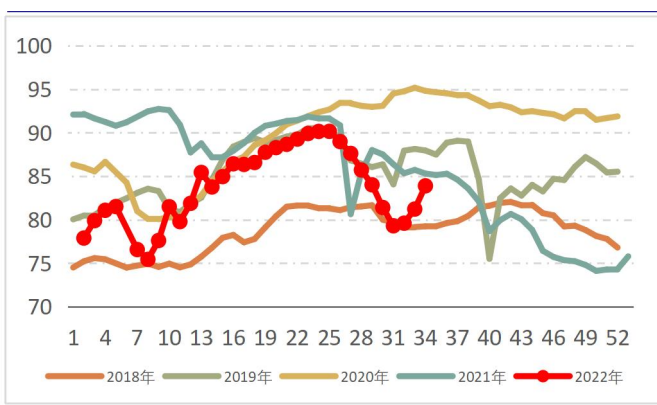
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

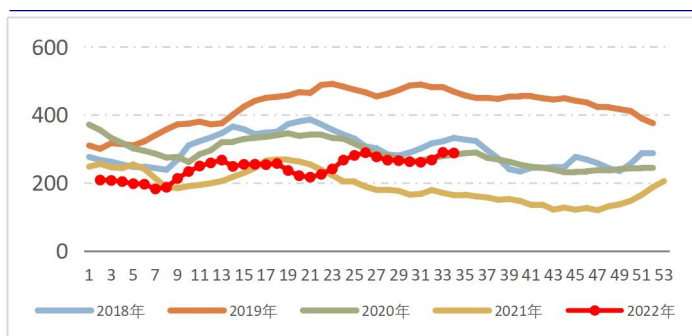


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.7 焦炭贸易商

港口库存稳中微降，一方面是港口库存不足，无法承载更大量的货源囤入，另一方面是随着两轮提涨落地，前期拿货已经实现盈利，再拿货风险较大，及时出货锁定利润，期现资源抛货解锁成为新的优解，从这一角度来看，投机需求退出并带动供应边际增加，不过当前港口成交情况一般，关注后续贸易商出货压力。

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

从驱动的角度来看，一是利润驱动正在转向，近期终端需求呈现韧性但缺乏弹性，意味着扩产业利润遇到较大阻力，当前黑链各环节均有相对合理的利润水平，一旦后续旺季预期落空，将迅速形成收利润压力，因而近期扩利润驱动中止，关注后续产业利润走向；二是供需的天平将逐渐向宽松侧倾斜，于焦煤而言，国内有保供、保产量要求，进口蒙煤、俄罗斯供应稳定充足，于焦炭来说，合理利润足以支撑焦企正常生产，生产热情短期不会回落，而直接被分流的贸易资源将逐步回流形成边际供应增量，而需求侧目前的铁水产量仍未越过供需平衡点，只要后续不出现过度增产，当前供需就将逐步趋于宽松，而本周已经有迹象显现。综合来看，当前双焦向上驱动衰竭，分歧之下压力显现，现货带着远月走弱反应需求预期正在转向，下行力量正在酝酿，操作建议双焦空单持有，焦煤突破震荡区间下沿可适当加仓，不过需求预期的彻底证伪还需时间，短期可能仍有反复，注意做好利润保护。

四、风险提示

终端需求超预期复苏、铁水加速复产、焦炭外贸订单强度超预期

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/>