

2022年10月16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：林敬伟

• 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com



问题被掩盖，静待潮水退去

内容提要

节后归来双焦表现出了极强的价格韧性，在黑链之中保持着强势位置，这背后反应的是双焦目前自身健康的基本面结构：全环节低库存、疫情导致进口和内销的原料运输效率都在降低（类似今年4.5月）、煤矿和焦企或主动或被动在减产、铁水需求仍在240高位不落。但是仔细看会发现各环节的处境正在发生边际的变化：一是看到了蒙煤通关的增长潜力；二是保供与逐利的驱动下煤矿的开工是可恢复的；三是库存在煤矿、口岸、焦企侧积累，焦企侧尤其突出；四是中下游环节的利润垫被极致打薄；五是需求侧铁水的减量虽迟但到。综合来看，短期的疫情和大会的影响让黑链的利润分配再次交易到极致，但随着需求见顶同时影响充分兑现，预期或开始逐步转向，因此虽然短期期现未能共振造成盘面震荡，但下行压力在不断积聚。

操作建议

操作上，当前价格双焦继续做多的性价比不高，下行风险积聚，逢反弹建立中线空单。

风险提示

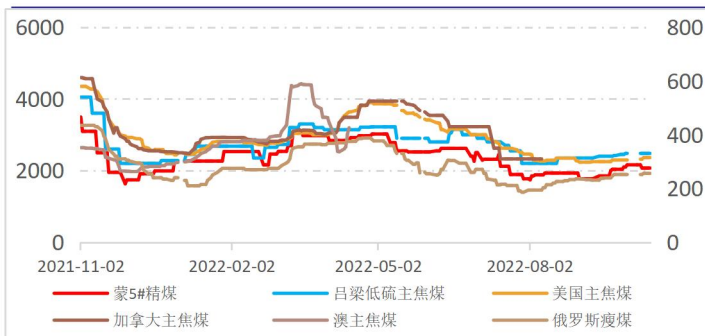
国内政策变化、产地疫情扩散、钢厂需求超预期维持

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

小长假归来，随着疫情与会前减产的影响发酵，焦煤现货价格维持强势运行，但后半周开始焦煤现货涨价出现疲态，焦炭第二轮提涨博弈正酣，部分钢厂接涨，主流钢厂尚未回应，主要还是因为当前疫情导致运输效率降低，接涨不能解决根本问题，虽然二轮有全面落地的可能，但实际意义有限。本周盘面剧烈震荡，但整体价格重心冲高后有明显回落，焦炭表现更为明显，市场预期或正在发生变化。

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



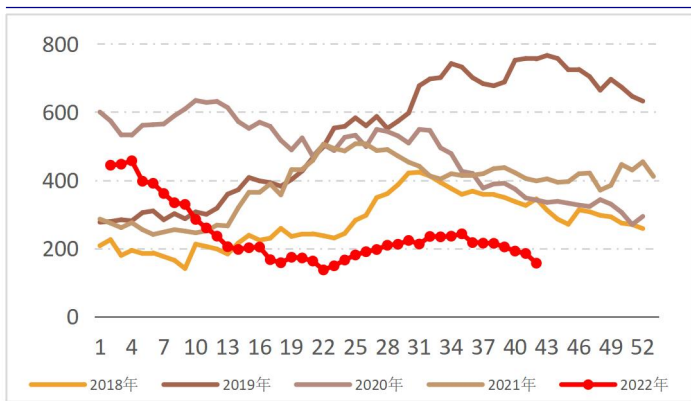
资料来源: iFind, 优财研究院

二、基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

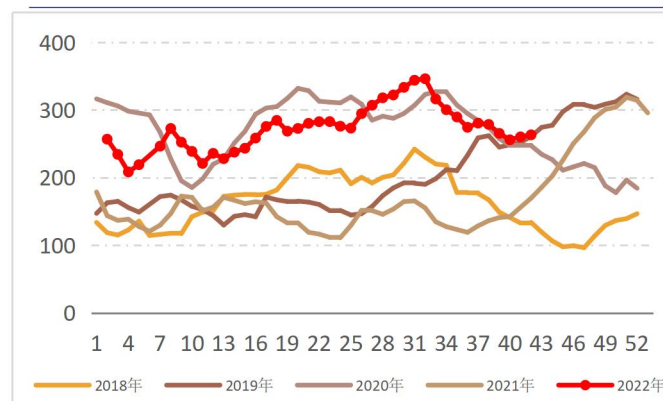
大会将要召开，又遇产区疫情扩散，国内煤矿近期生产受到明显扰动，以核心产区山西吕梁为例，多数煤矿均有限产计划。短期来看，生产和运输受到抑制，库存在煤矿侧缓慢积累，短期利多，中期看是否顶仓。钢联统计数据显示，吕梁现有炼焦煤矿 100 座，产能共计 1.9 亿吨，目前停产煤矿 18 座（其中事故停产 1 座，重大会议期间检修 13 座，搬家 4 座），涉及产能 2785 万吨，占比 14%，其中柳林地区煤矿因会议因素停产较多，计划停产时间 7-10 天，其余煤矿虽暂未有明确通知，但仍存停产或限产预期。目前孝义和汾阳地区受疫情管控影响，个别煤矿处于停产状态，区域内煤企拉运车辆停滞。

图 5：焦煤港口库存



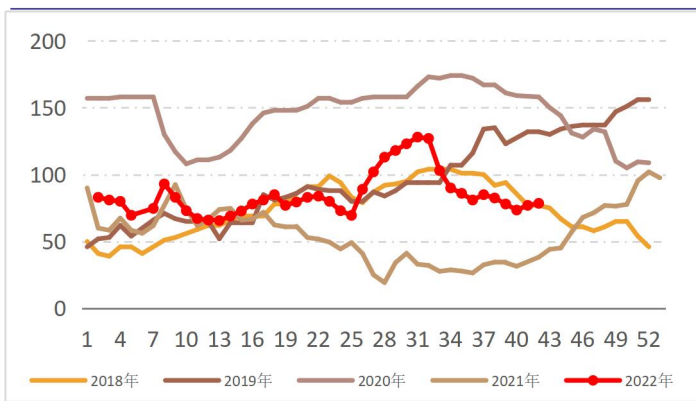
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：焦煤矿山库存



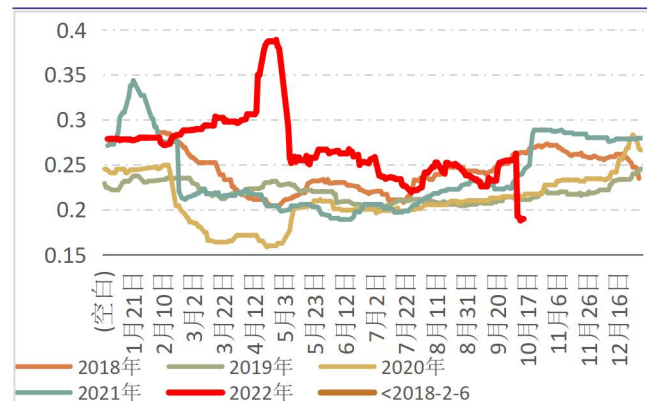
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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 蒙古通关

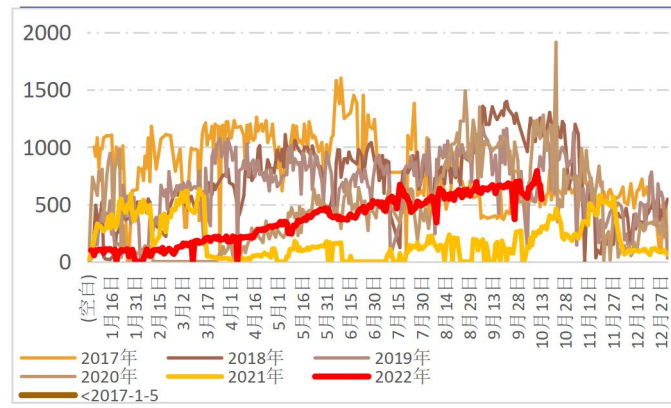
短盘运费冲高后导致拉运风化煤收益降低，口岸抢运热情降温，短盘运费近期小幅回落。口岸本周进行进口压力测试，单日通车直逼 800 车水平，展示进口增长潜力，不过由于内蒙区域疫情，蒙煤入关后外运受阻，目前已经再度中断，这将导致进口资源再度口岸监管库累积，目前库存 160+万吨，后续若不能尽快恢复，可能再度形成库存压力。

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

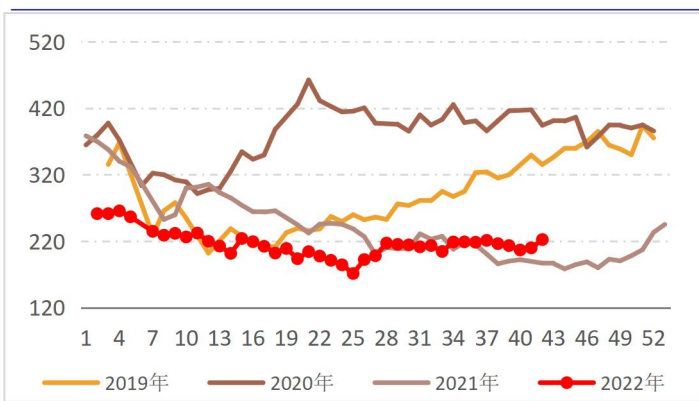


资料来源：公开新闻整理，优财研究院

2.3 洗煤厂生产、库存情况

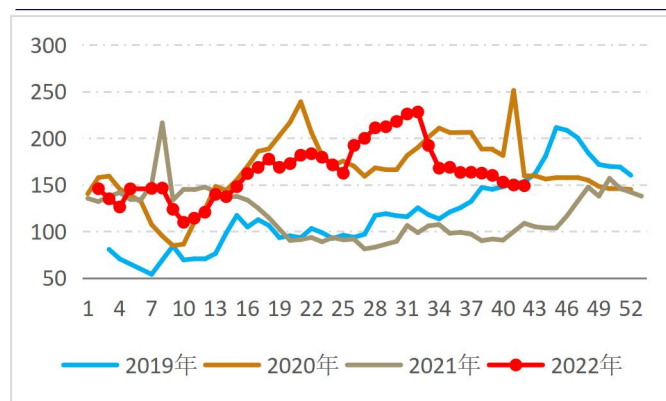
本周洗煤厂开工小幅缩减，原煤库存翘头，精煤库存微降。数据反映下游拉运需求出现转弱，更多还是体现疫情的影响。

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

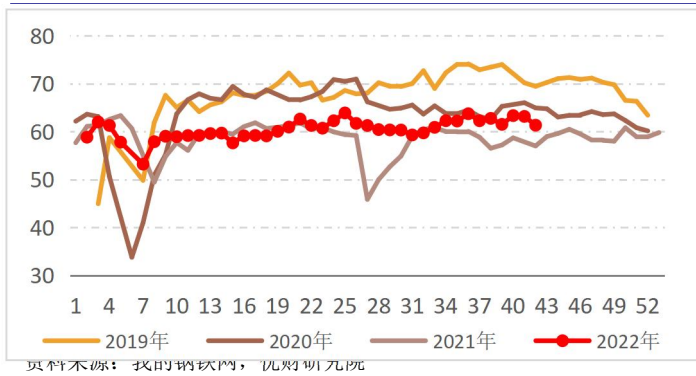
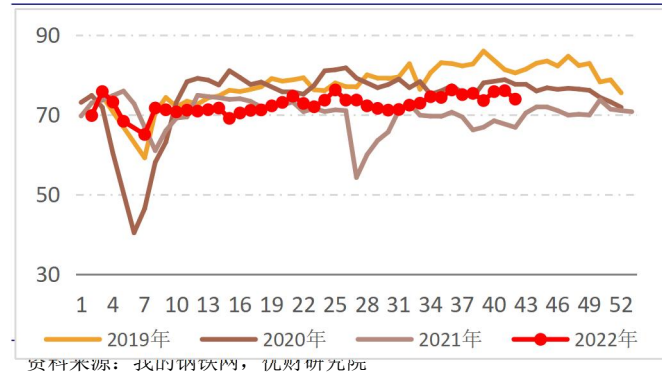


图 14: 110 家洗煤厂开工率



2.4 下游焦煤库存

本周下游补库动作放缓, 库存回落, 一方面是疫情影响运输放缓, 另一方面是假期已过同时开始减产, 补库需求回落。

图 15: 独立焦企全样本焦煤库存

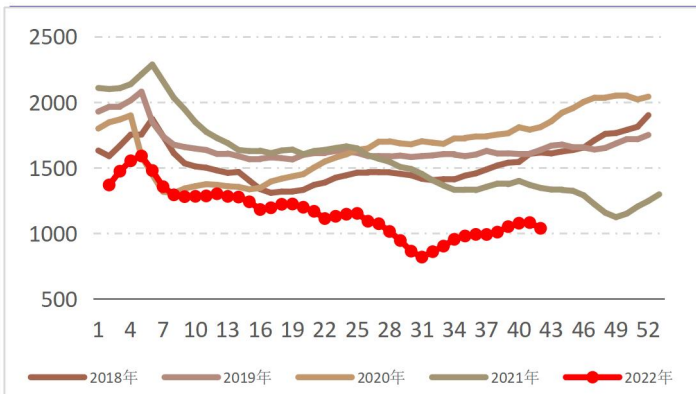


图 16: 焦企存煤可用天数

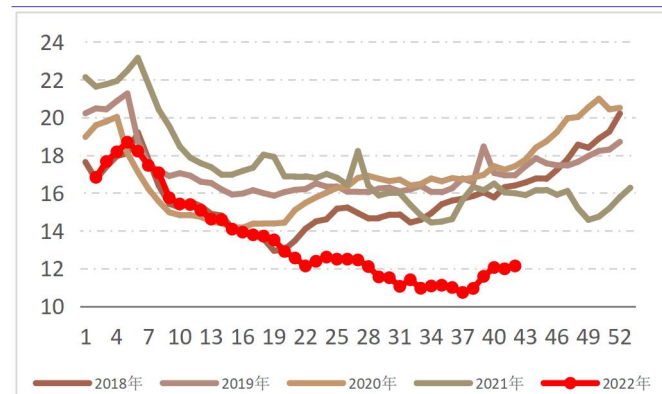


图 17: 247 家钢厂焦煤库存

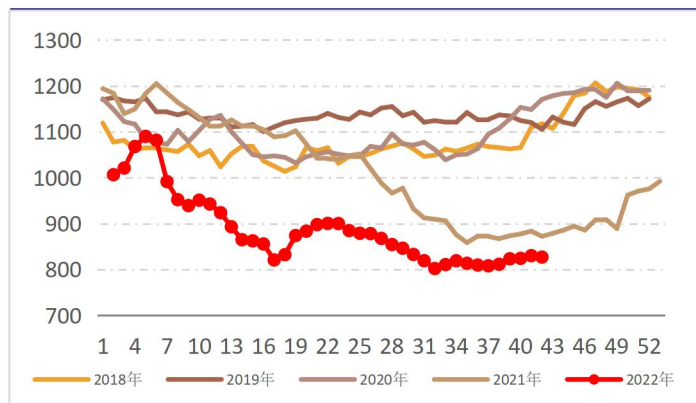
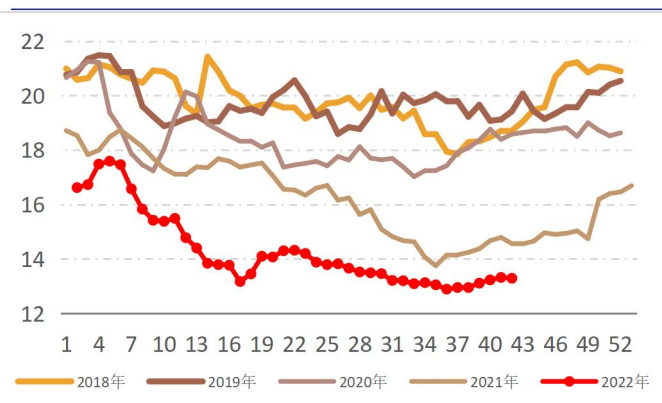


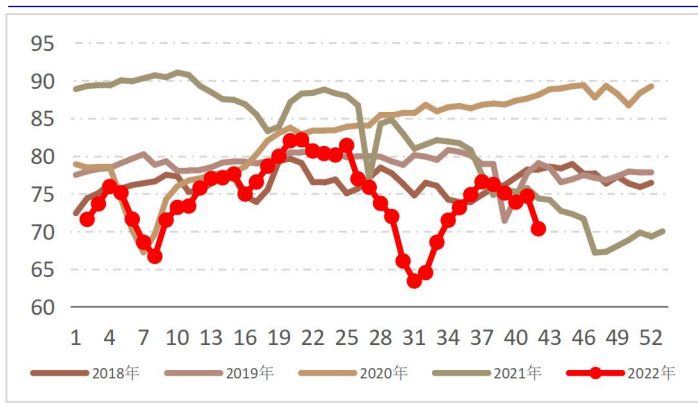
图 18: 247 家钢厂存煤可用天数



2.5 焦企焦炭生产、库存情况

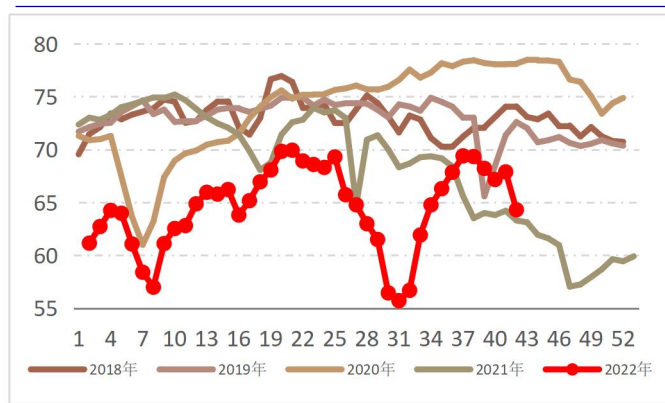
假期内首轮百元提涨落地，对焦企利润起到一定修复作用，但由于成本端煤价依然强势运行，导致焦炭利润仍在平衡线附近摇摆，第二轮提涨虽有声势，但仍未落地，且由于疫情的原因，山西区域货物外运也有阻碍，因此对焦化生产也难以产生提振。目前由于外运不畅加上需求回落，导致焦化厂厂库出现累积，数据上可以看到在此接近前高。库存压力积累、利润不见改善、原料到货迟滞，多因素影响下焦企出现明显减产。

图 19: 独立焦企全样本产能利用率 (%)



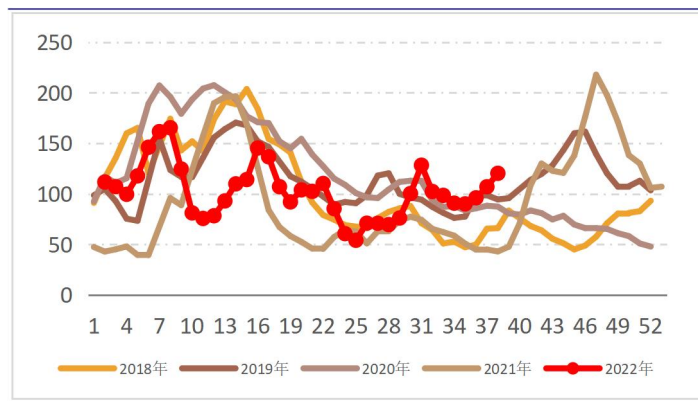
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 20: 独立焦企全样本日均产量



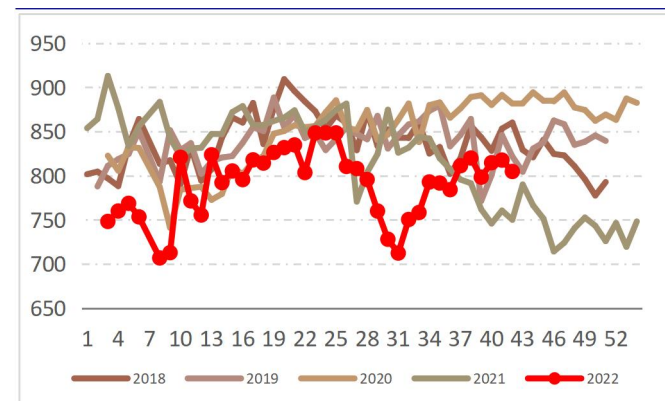
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 21: 全样本焦企焦炭库存



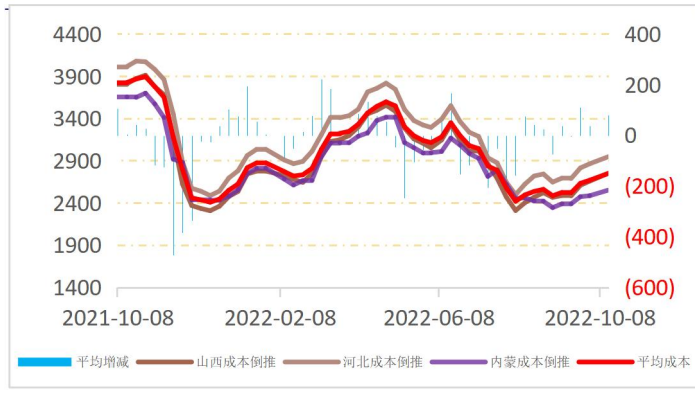
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 22: 焦炭表观需求



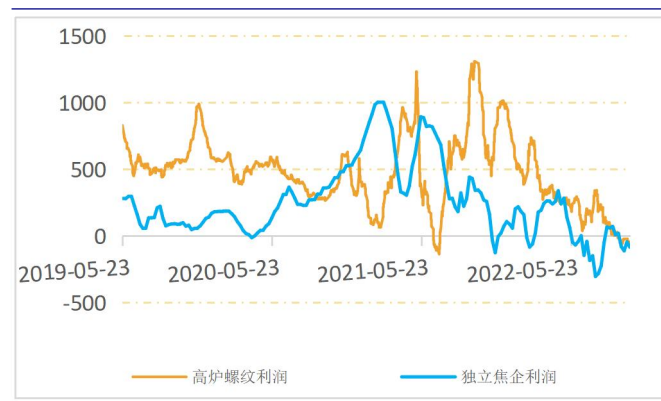
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

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

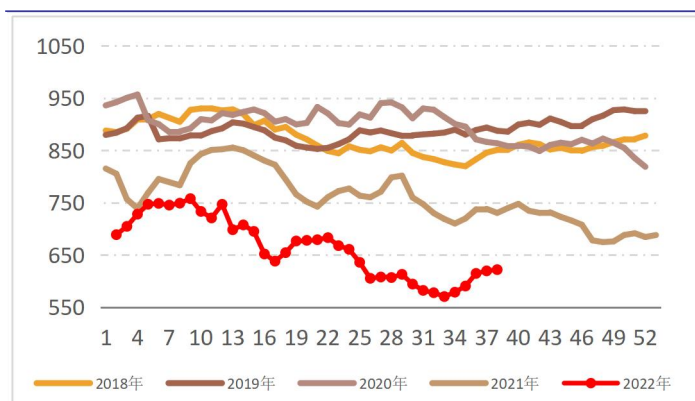


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

2.6 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

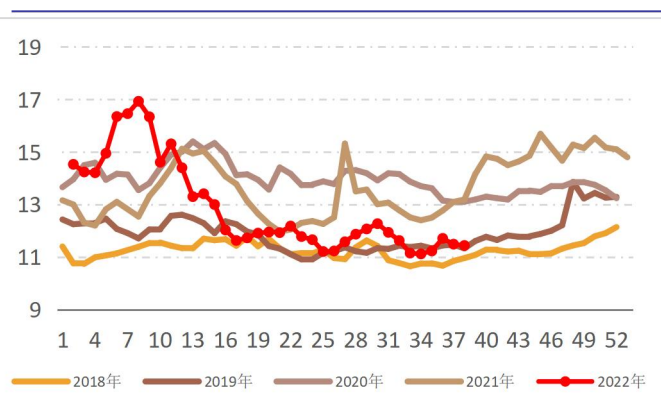
本周钢厂铁水日产仍在 240 高位, 强刚需表现下对原料还是有提振, 不过据钢联统计统计周期尾部已有钢厂开始着手在大会期间减产, 因此 240 铁水见顶的预期仍在, 需求边际走低。另外本周钢厂焦炭库存持平, 由于长期低库存策略, 钢厂焦炭库存一直维持低位, 但目前遇到产地疫情, 因此钢厂短期或积极采买维持库存水平避免再次出现断供的情况。不过需要注意的是成材的利润也被压缩至平衡线附近, 废钢供应近期也呈弱稳状态, 因此很难预期钢厂会长期维持高铁水生产, 谨防负反馈行情的再次来袭。

图 25: 247 家钢厂焦炭库存



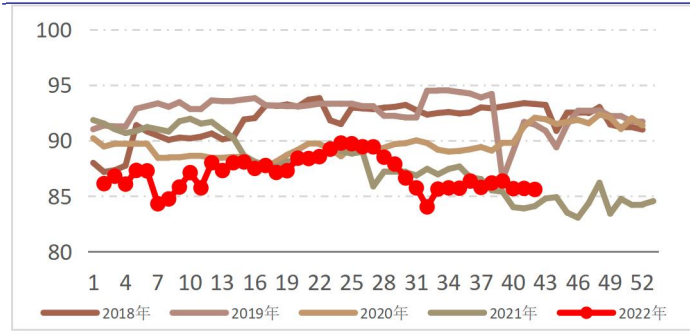
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 26: 247 家钢厂焦炭库存平均可用天数



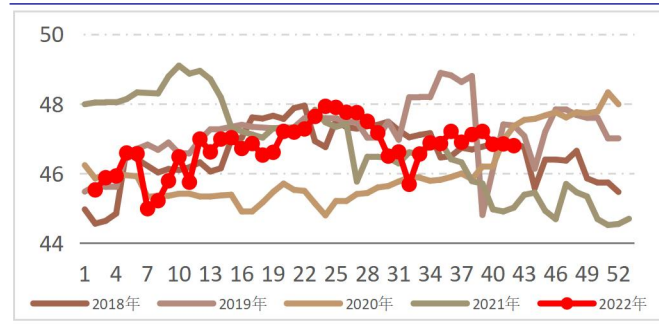
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 27: 247 家钢厂焦化产能利用率



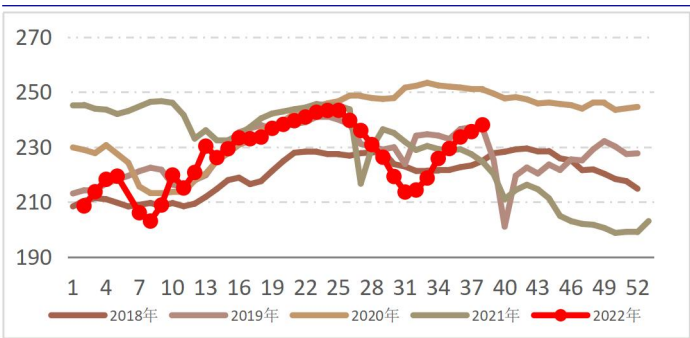
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 28: 247 家钢厂焦炭日均产量



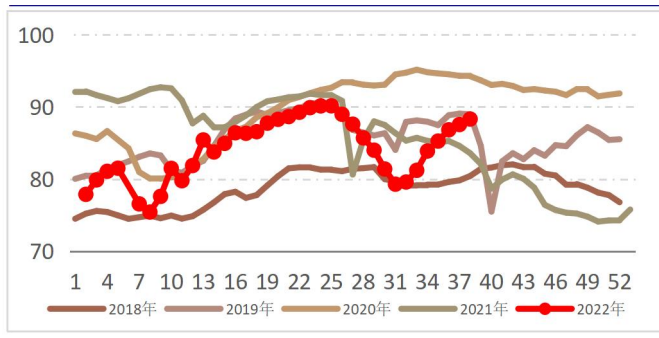
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

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

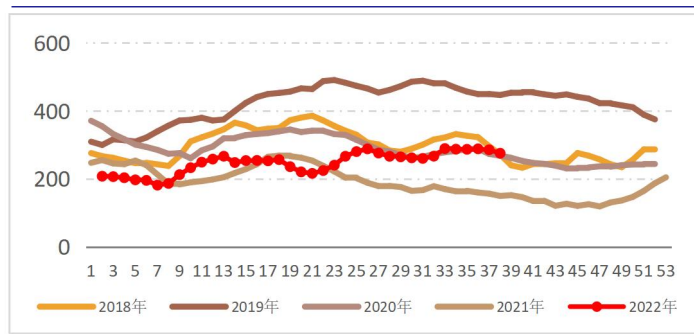


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

2.7 焦炭贸易商

出口需求转弱, 不过近期产期疫情扩散后港口市场热度升温, 价格率先上探, 南方钢厂正在补货。

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

节后归来双焦表现出了极强的价格韧性，在黑链之中保持着强势位置，这背后反应的是双焦目前自身健康的基本面结构：全环节低库存、疫情导致进口和内销的原料运输效率都在降低（类似今年 4、5 月）、煤矿和焦企或主动或被动在减产、铁水需求仍在 240 高位不落。但是仔细看会发现各环节的处境正在发生边际的变化：一是看到了蒙煤通关的增长潜力；二是保供与逐利的驱动下煤矿的开工是可恢复的；三是库存在煤矿、口岸、焦企侧积累，焦企侧尤其突出；四是中下游环节的利润垫被极致打薄；五是需求侧铁水的减量虽迟但到。综合来看，短期的疫情和大会的影响让黑链的利润分配再次交易到极致，但随着需求见顶同时影响充分兑现，预期或开始逐步转向，因此虽然短期期现未能共振造成盘面震荡，但下行压力在不断积聚。

四、风险提示

国内政策变化、产地疫情扩散、钢厂需求超预期维持

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/>