

2022年11月5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



## 煤焦期现双向奔赴

### 内容提要

基本面来看，焦煤供给回归、焦炭压减空间不足+中下游刚需走低同时主动压低原料库存、贸易环节多观望投机需求不显的供需组合下，供需矛盾得到缓和，缺口收敛，价格承压回落，负反馈实际发生，后续等待钢、焦利润修复，预计本轮煤焦降幅在400-500元/吨。价格波动方面，由于低库存+供给偏刚性+焦炭产能过剩的组合，焦煤的价格将持续较焦炭强势，且波动巨大，另外盘面还需要注意低流动性的问题。盘面预期方面，前期的极度悲观的情绪在上周被抚平甚至反转，短期来看价格底部确立，超前、过度兑现的跌价预期被快速修复，不过从估值的角度来看，由于现货仍存跌价预期，而随着基差的快速收敛，压力或将显现，不过如果出现一些乐观信号指引，比如防疫政策放松、投机需求回归、轧空，盘面可能打开进一步空间。

### 操作建议

操作上建议前空离场观望，预期交易高波动常反复，建议谨慎操作，可以考虑1/5反套。

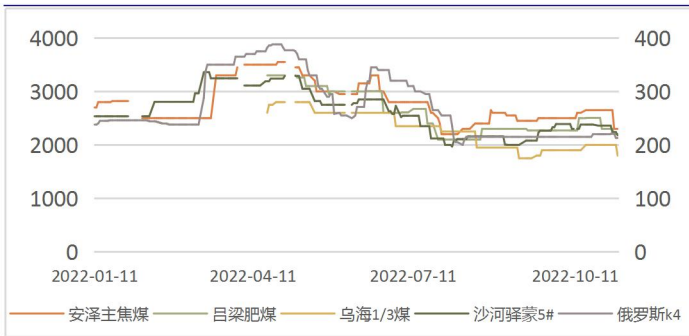
### 风险提示

终端需求显现逆周期韧性、防疫政策放松

## 一、行情回顾

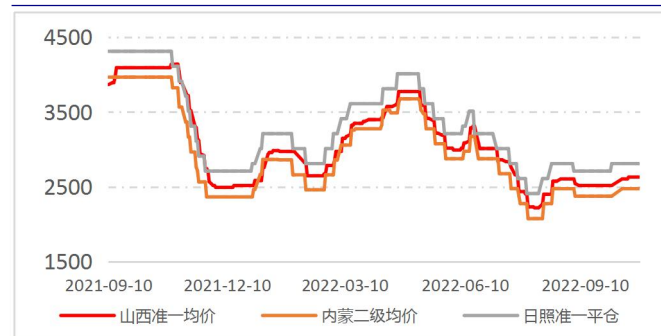
上周期现相向而行，双焦基差均快速收敛至 200 以内。焦煤现货方面，竞拍市场多以降价成交+流拍的组合呈现，安泽主焦煤直降 400，大有一步到位的意味，以此推算预计山西 1.3s 焦煤的仓单成本将落在 2155 附近。焦炭上周第二轮提降落地，降价节奏出现加速，预计本次将落 4-5 轮。盘面于周初完成最后的加速探底，随后市场情绪修复预期改善，配合空头资金主动退出，价格暴涨，黑链之中尤其以原料最为强势，2301 合约焦炭周涨幅 3.78% 报 2583 元/吨，焦煤周涨幅 7.27% 报 2065 元/吨。

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

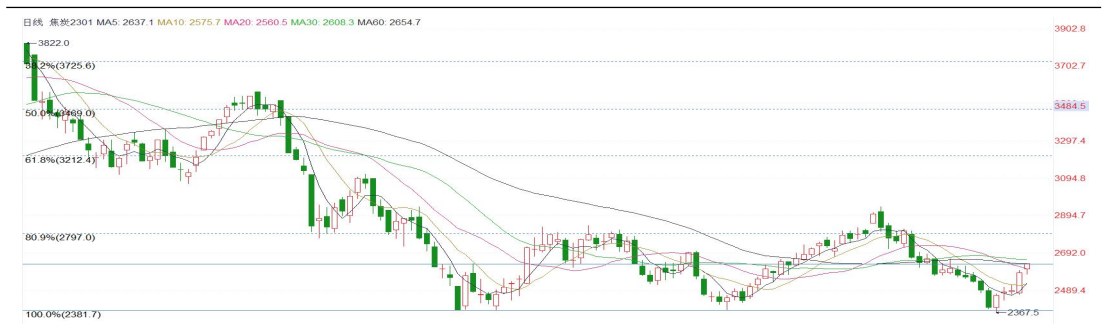


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 3：焦煤期货主力合约走势



图 4：焦炭期货主力合约走势



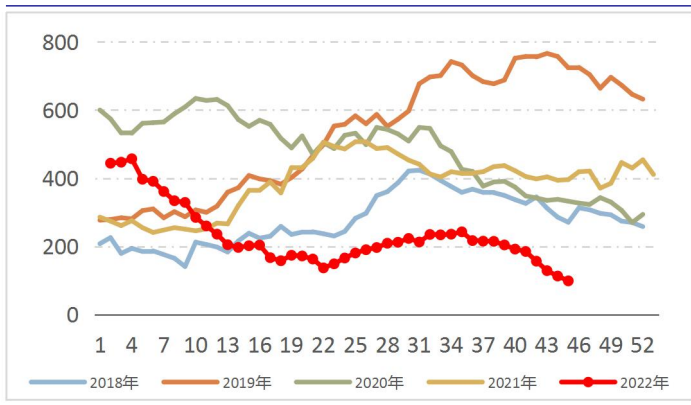
资料来源: iFind, 优财研究院

## 二、基本面分析

### 2.1 焦煤煤矿、港口库存

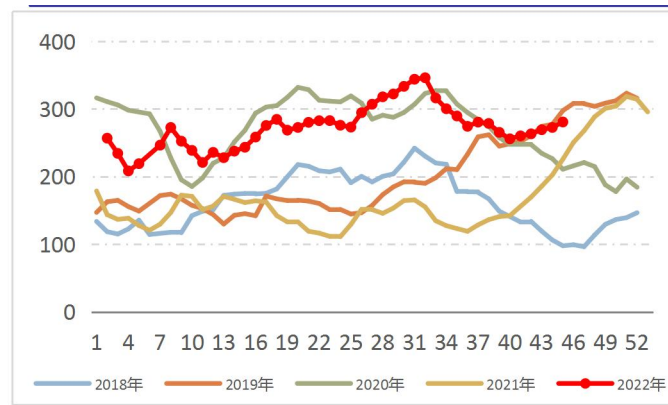
港口库存底部企稳，预计后续随着俄罗斯资源陆续运抵将企稳回升。煤矿端库存继续累积，20 大后煤矿复产逻辑得到兑现，不过由于需求快速走弱加上山西疫情管控仍未完全解除，矿端库存累积。目前矿端并未形成显著压力，价格调整后低位有成交，后续本轮累库持续时间周期是否够长，以及下游利润修复情况。

图 5：焦煤港口库存



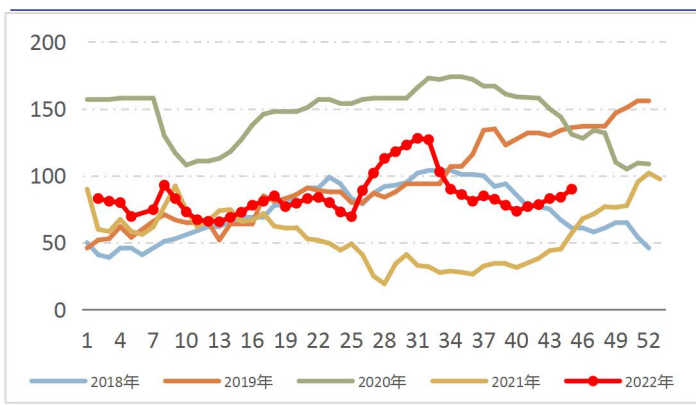
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：焦煤矿山库存



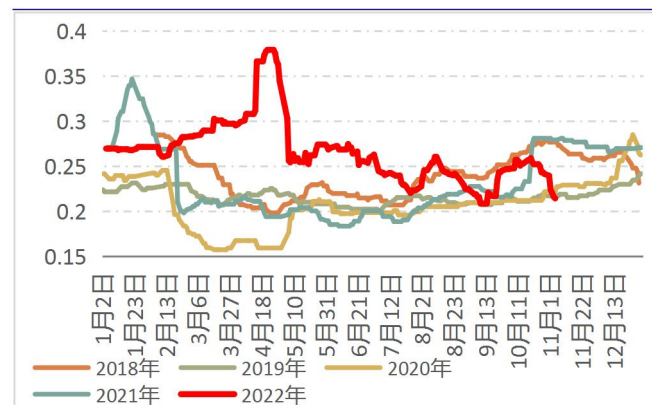
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

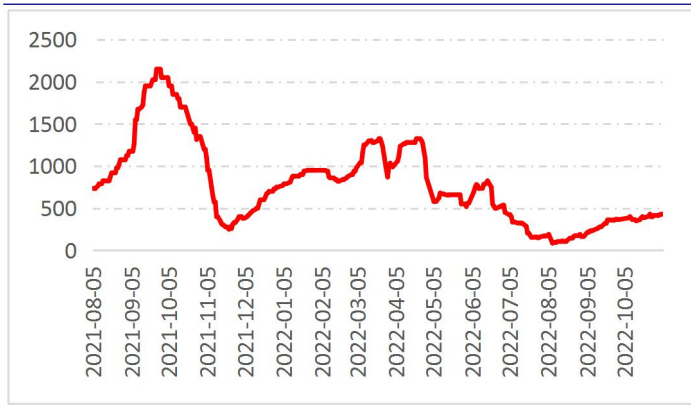


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

## 2.2 蒙古疫情与通关

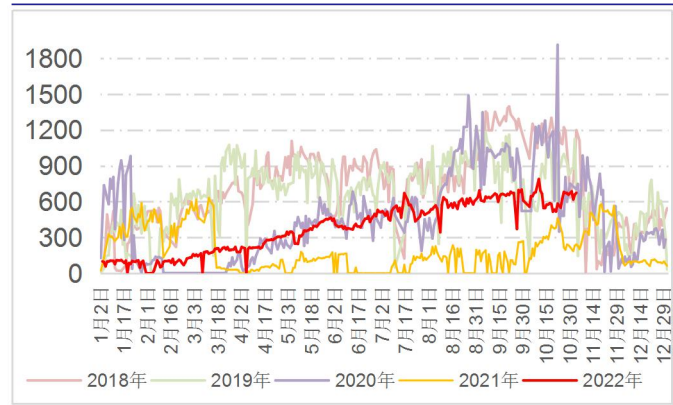
国内动力煤供应紧张态势仍未明显缓和，拉运需求刺激下短盘运费居高不下，支撑蒙煤进口成本，近期原煤价格回落利润已经出现明显收缩，估算当前原煤进口利润 50-80 元/吨，若短盘运费无法有效压降后续价格再降可能影响贸易商进口热情。甘其毛都口岸日管制在 20 大之后明显放松，日通车水平再次回归 650 车附近，4 日 723 车的量标志日通车再次尝试站上 700 平台，不过从之前压力测试的情况看目前的极限在 800 车左右，据了解主要瓶颈在于蒙方的效率。

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

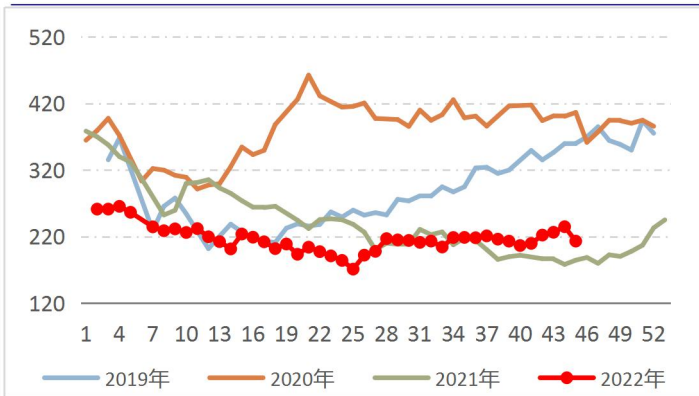


资料来源：公开新闻整理，优财研究院

## 2.3 洗煤厂生产、库存情况

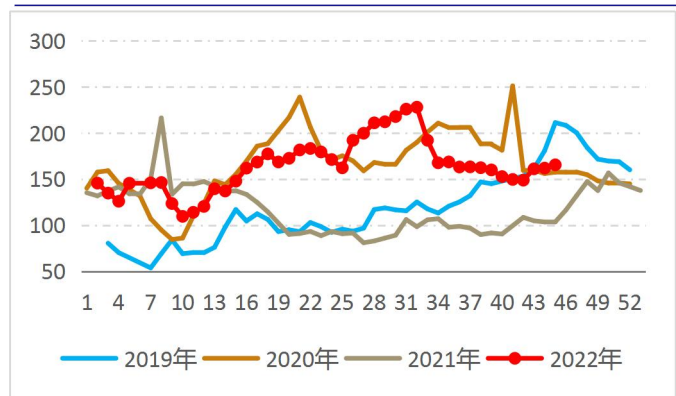
洗煤厂侧开工略有回升，原料库存转换成精煤库存累积，当前洗煤厂环节压力不大，多观望待跌，抄底意愿不强。

图 11：110 家洗煤厂原煤库存



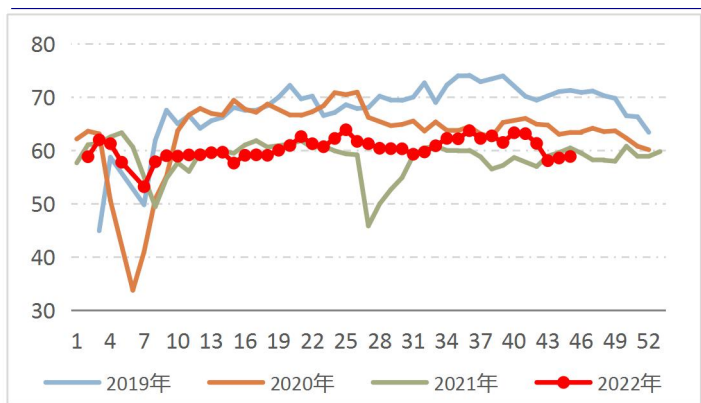
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 12：110 家洗煤厂精煤库存



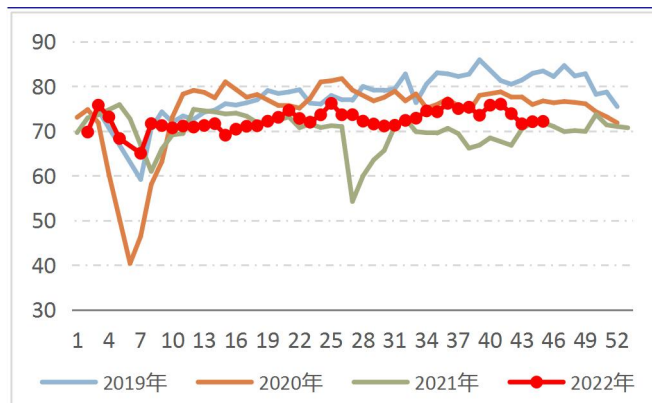
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

中下游有明显的主动降库存动作, 绝对库存与可用天数同步向下, 主要还是亏损压力需要向上转移, 不敢也没法做库存, 后续等待钢、焦利润修复。

图 15: 独立焦企全样本焦煤库存

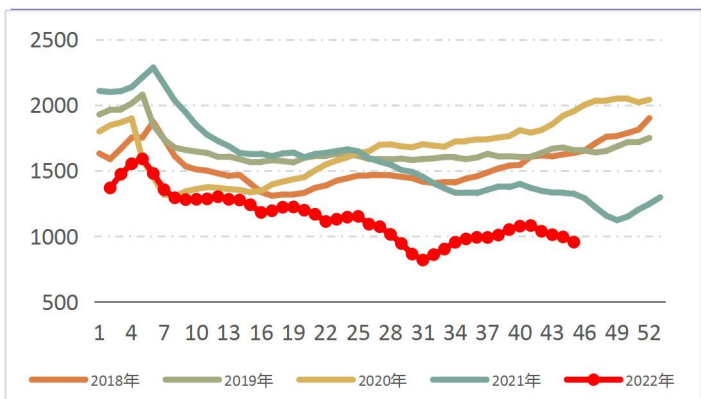
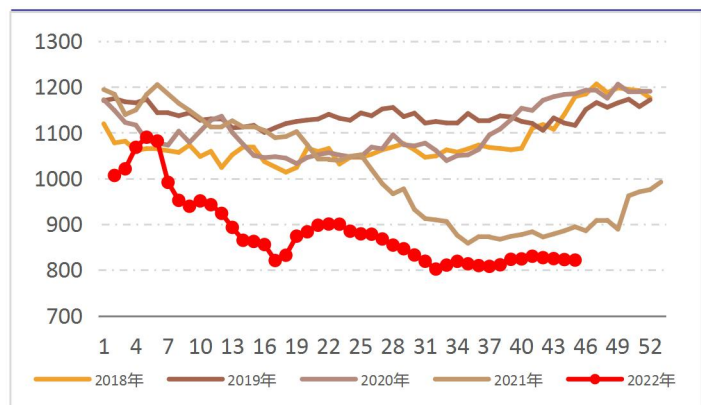


图 17: 247 家钢厂焦煤库存



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 16: 焦企存煤可用天数

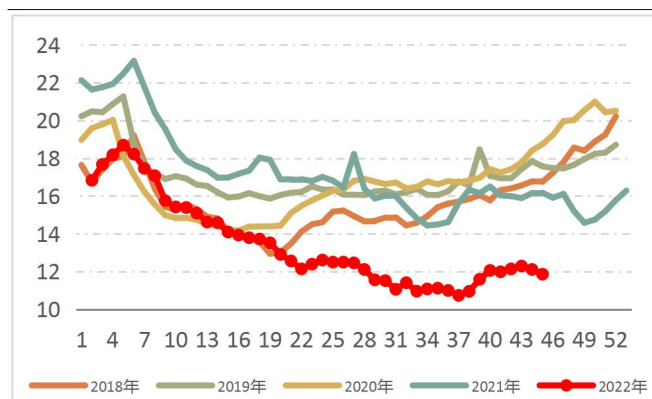
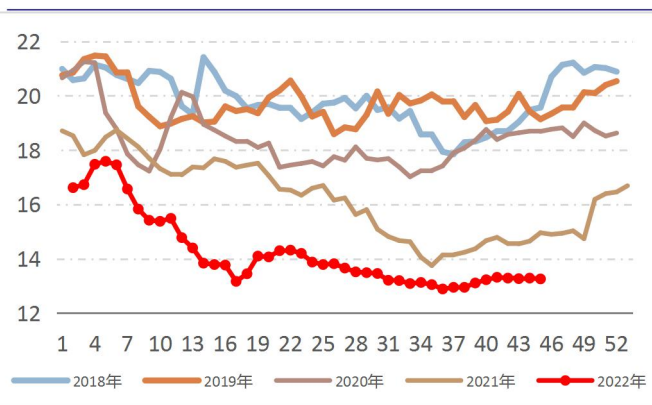


图 18: 247 家钢厂存煤可用天数

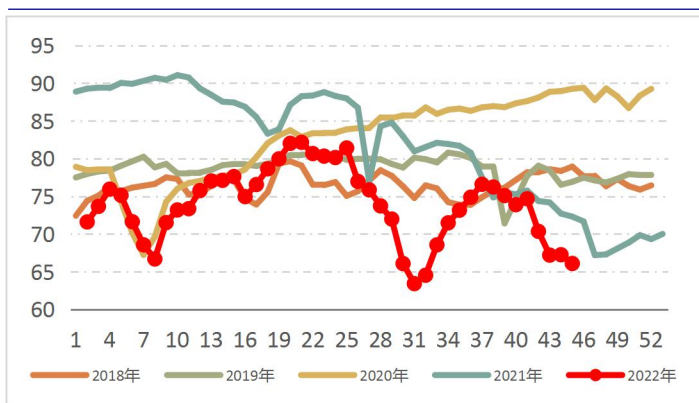


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

## 2.5 焦企焦炭生产、库存情况

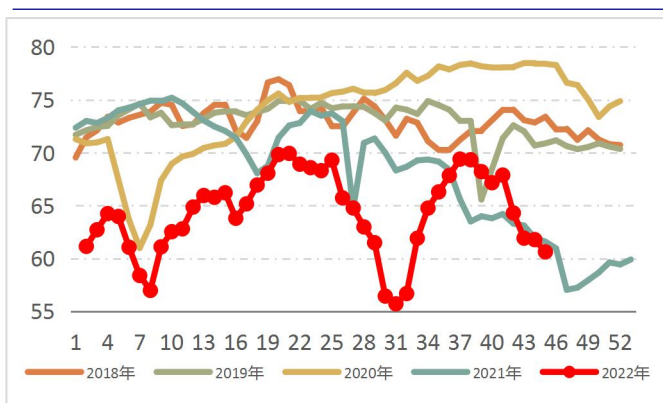
由于焦企利润仍在水下，加上跌价周期内需求不显，焦企出现进一步压减产量，短期来看焦企复产意愿难有提振。产能利用率与日产量的前后不匹配主要是因为产能扩张，目前来看往下压减的空间也不大了。近期焦化厂库存走平，没有进一步累积，主要还是依赖于极大幅度的减产，需求并没有看到改善迹象，呈现弱震荡的状态。近期随着焦煤价格下调，焦炭成本重心明显下移，不过两轮提降落地导致利润没有明显修复。

图 19：独立焦企全样本产能利用率（%）



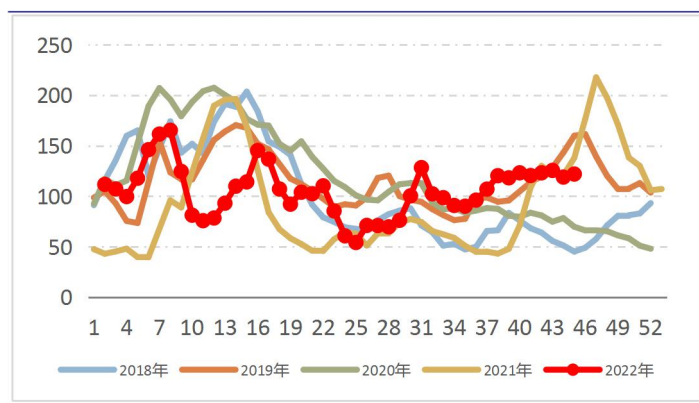
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 20：独立焦企全样本日均产量



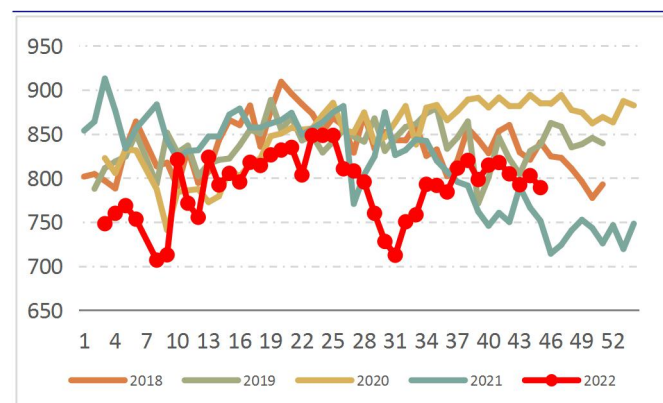
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 21：全样本焦企焦炭库存



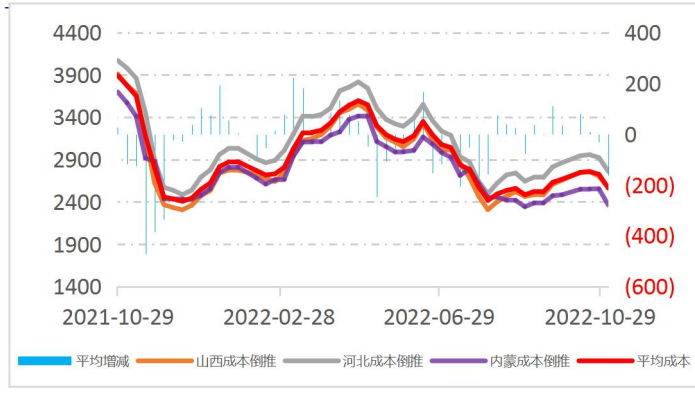
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 22：焦炭表观需求



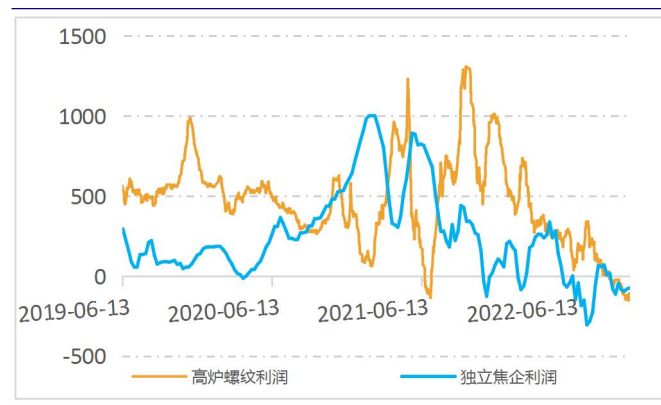
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

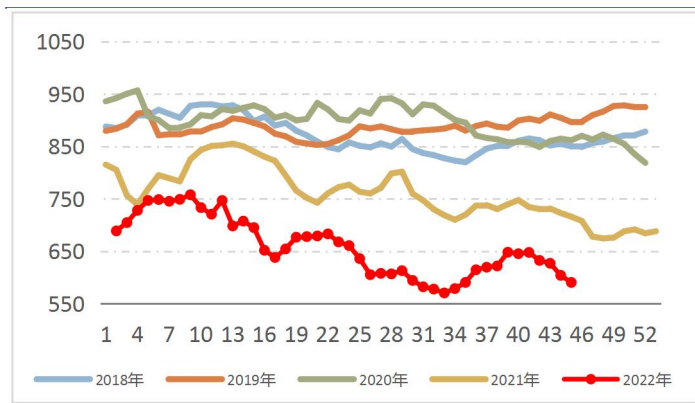


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

## 2.6 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

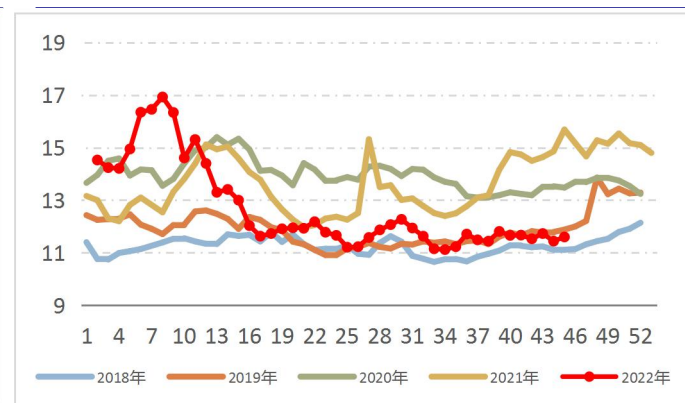
由于现货亏损与销售困难的问题, 更多的钢厂加入减产的行列, 尤其是山西、西北地区, 减产趋势下铁水目前仍未见底, 预计最终落点在 225-230 区间, 但可能比较缓慢, 目前铁水向下的阻力, 一是部分钢厂存在赶年度产量指标的需求, 另一个是部分钢厂冬季检修已经在上一轮负反馈时提前完成了, 短期没有检修需要。钢厂目前也在主动降低原料焦炭库存, 不过由于铁水回落, 可用天数持稳, 直接体现焦炭刚需走弱。

图 25: 247 家钢厂焦炭库存



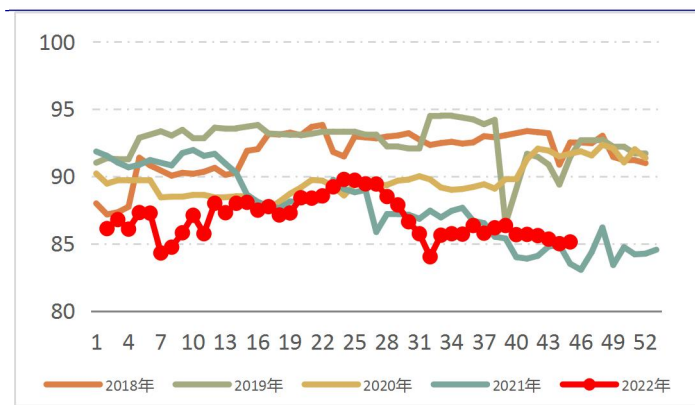
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 26: 247 家钢厂焦炭库存平均可用天数



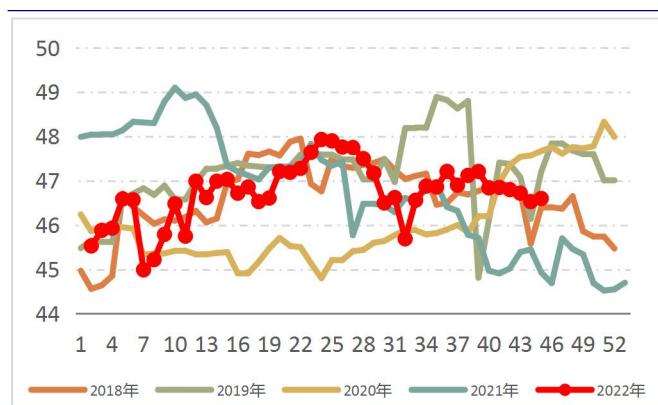
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 27：247 家钢厂焦化产能利用率



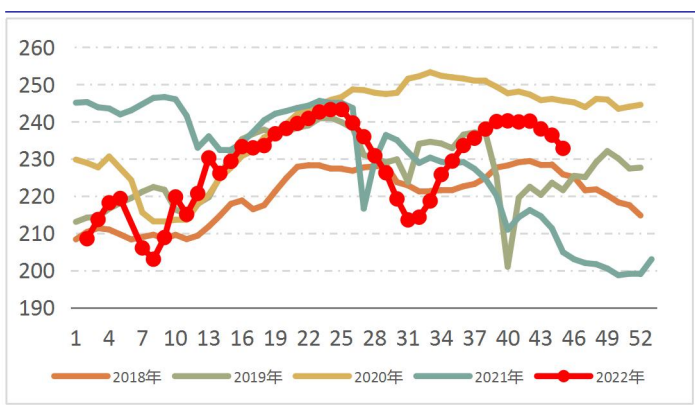
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 28：247 家钢厂焦炭日均产量



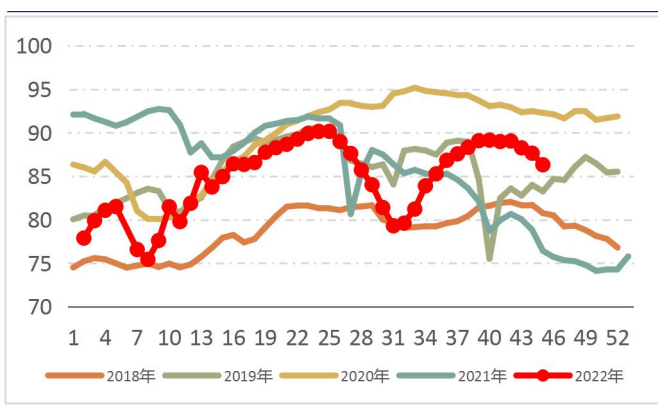
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

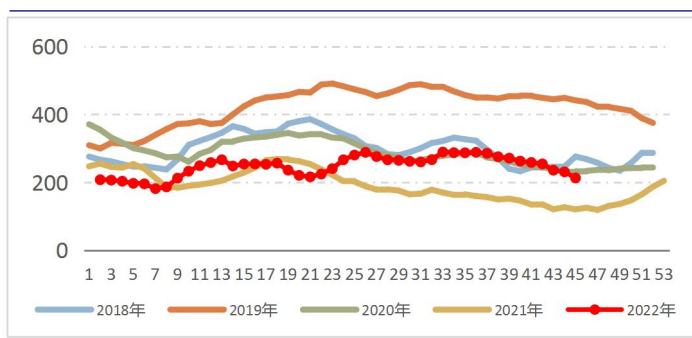


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

## 2.7 焦炭贸易商

焦炭港口库存降至低点，降价周期贸易商集港意愿极低，港口目前可售货源不多，后续南方钢厂补库有出现困难的可能。

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

基本面来看，焦煤供给回归、焦炭压减空间不足+中下游刚需走低同时主动压低原料库存、贸易环节多观望投机需求不显的供需组合下，供需矛盾得到缓和，缺口收敛，价格承压回落，负反馈实际发生，后续等待钢、焦利润修复，预计本轮煤焦降幅在 400-500 元/吨。价格波动方面，由于低库存+供给偏刚性+焦炭产能过剩的组合，焦煤的价格将持续较焦炭强势，且波动巨大，另外盘面还需要注意低流动性的问题。盘面预期方面，前期的极度悲观的情绪在上周被抚平甚至反转，短期来看价格底部确立，超前、过度兑现的跌价预期被快速修复，不过从估值的角度来看，由于现货仍存跌价预期，而随着基差的快速收敛，压力或将显现，不过如果出现一些乐观信号指引，比如防疫政策放松、投机需求回归、轧空，盘面可能打开进一步空间。操作上建议前空离场观望，预期交易高波动常反复，建议谨慎操作，可以考虑 1/5 反套。

### 四、风险提示

终端需求显现逆周期韧性、防疫政策放松。

## 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/>