

2022年11月13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



大风吹过，煤飞焦舞

内容提要

本周来看，收基差行情演绎又逢防疫管控政策放松，多头情绪被点燃，盘面上方空间打开盘面单边向上充分收敛基差。不过抛开情绪看回基本面，需要注意当前供需矛盾随着需求的大幅下滑被明显缓和，尤其是焦炭大幅减产仍未止住焦企累库之势就是最好佐证，那么这就意味着后续即使投机需求与钢厂补库需求入场，也很难扭转焦炭价格疲态，因为利润的修复意味着焦化开工的回归，因此当基差充分收敛，则需要更加谨慎的看待上方的空间。那向下看，则有另一个问题，即焦煤的支撑，当下基本上打到了蒙煤的进口成本位置，要想真正有效的打开下方空间，还是需要看到短盘运费的进一步下行，而这需要国内动力煤价格进一步压降。因此当前来评估，01 合约的双焦估值进入合理区间，但向上驱动衰减，向下阻力仍强。

操作建议

预估 01 合约将进入震荡行情，短期乐观情绪下可能行情或有上冲惯性，01 合约考虑观望为主，回调可尝试做多 05 合约。

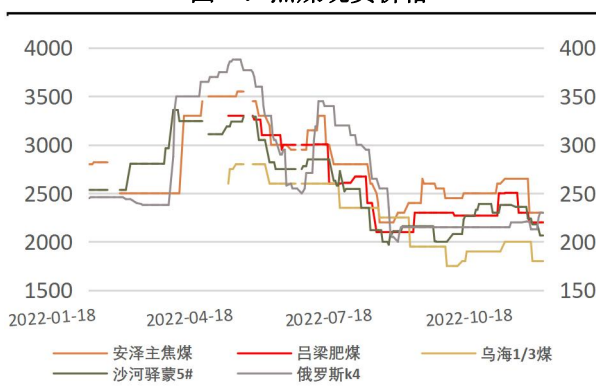
风险提示

终端需求显现逆周期韧性、防疫政策实质放松、蒙古口岸抢运

一、行情回顾

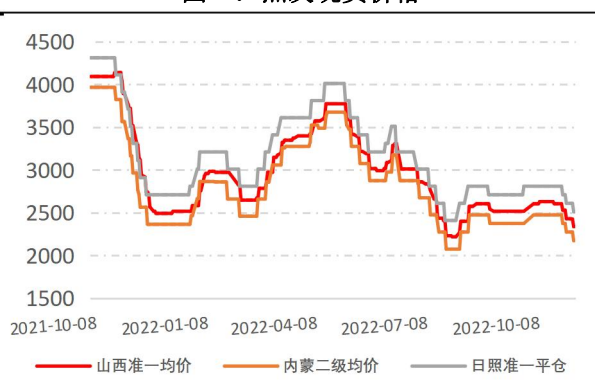
本周现货整体延续下行趋势，盘面接续反弹，焦煤回踩趋势线后再度拉升，焦炭越过震荡中枢触及趋势线压力，2301 合约焦煤收涨 2.98%报 2126.5 元/吨，焦炭收涨 4.42%报 2696 元/吨。焦煤现货整体调整 200-500, 元/吨，大幅调整后市场初步出现企稳迹象，个别煤种价格反弹，竞拍市场整体低价成交企稳，近期蒙煤短盘运费骤降后也有反弹，支撑蒙煤价格，后续关注短盘运费是否进一步走低。焦炭方面第三轮 100 元/吨提降宣告全面落地，不过由于库存成本较高部分焦企亏损抵触第三轮，预计第四轮分歧将加剧。

图一：焦煤现货价格



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二：焦炭现货价格



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图三：焦煤主力合约走势



资料来源: iFind, 优财研究院

图四：焦炭主力合约走势



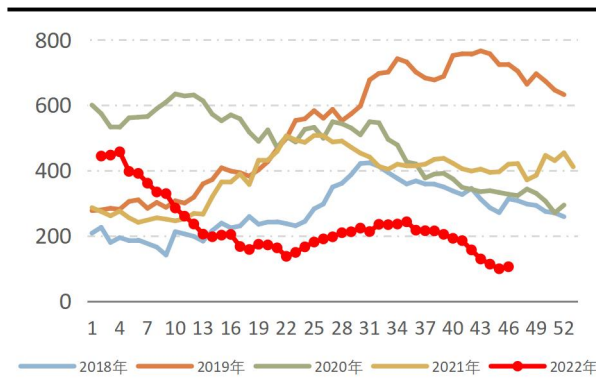
资料来源: iFind, 优财研究院

二、基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

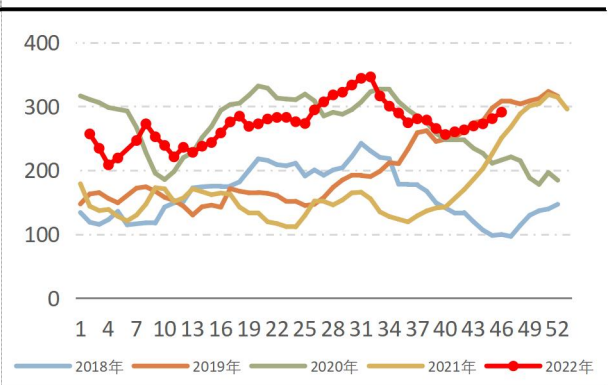
港口进口煤库存见底企稳，后续预计缓慢回升，近期俄罗斯煤价格稳中偏强运行，进口预计稳定释放，这一现象也侧面反映当前部分下游在转用更便宜的配煤方式来降低成本。煤矿端库存进一步累积，整体来看再次接近顶部区间，且核心产区山西有加速累库的迹象，一方面是复产后需求不振，新单不足导致库存被动累计，另一方面是目前产区仍受疫情困扰，部分地区运输仍不畅通，也导致出货受阻。后续预计随着供给逐步稳定，疫情逐步得控加上冬储补库需求缓慢回升，矿端库存预计接近顶部。

图五：焦煤港口库存



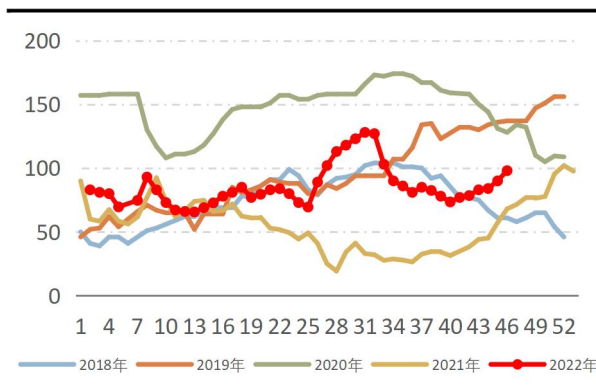
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图六：焦煤矿山库存



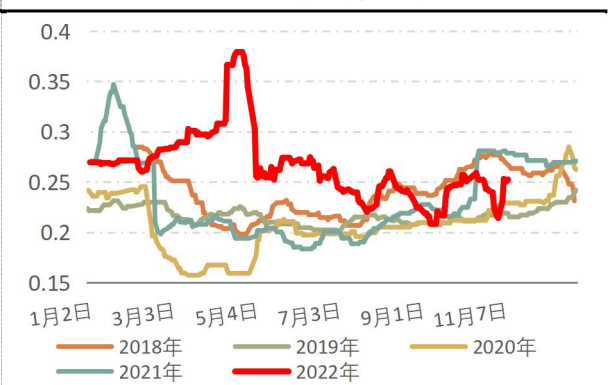
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图七：山西煤矿库存



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图八：公路运价平均



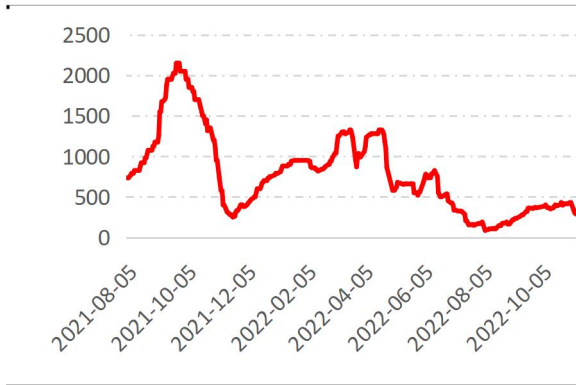
资料来源: Mysteel, 优财研究院

2.2 蒙古疫情与通关

本周随着国内动力煤价格松动，拉运中煤、风化煤获利空间收窄，抢运热情降温，短盘运费顺势明显回落，不过短期出现小幅反弹，后续关注国内动力煤价格表现判断短盘运费回落空间。近期随着管控放松甘其毛都口岸日通车量再次攀升，兑现此前压力测

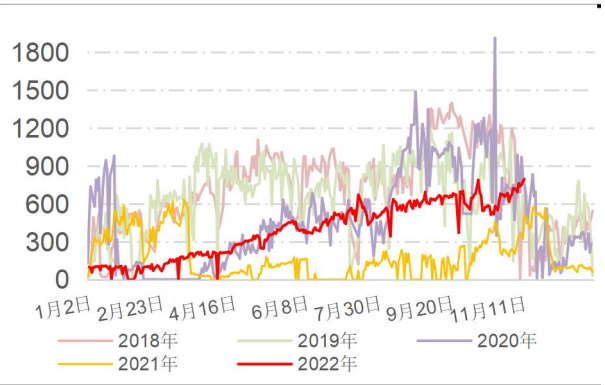
试时展现的潜力，周六通车达 797 车，刷新高点，后续关注入冬以后口岸是否如以往一般有季节性运力回落，另外目前策克口岸静默结束，外运也已恢复。目前蒙煤最便宜仓单 2160 元/吨，对应盘面来看在周五基差已经充分修复。

图九：288 口岸短盘运费



资料来源：Mysteel，优财研究院

图十：甘其毛都口岸日通车

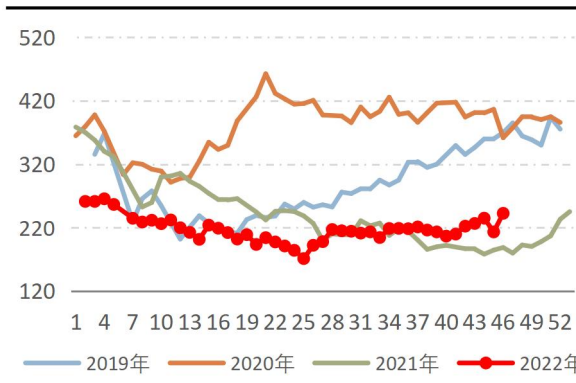


资料来源：Mysteel，优财研究院

2.3 洗煤厂生产、库存情况

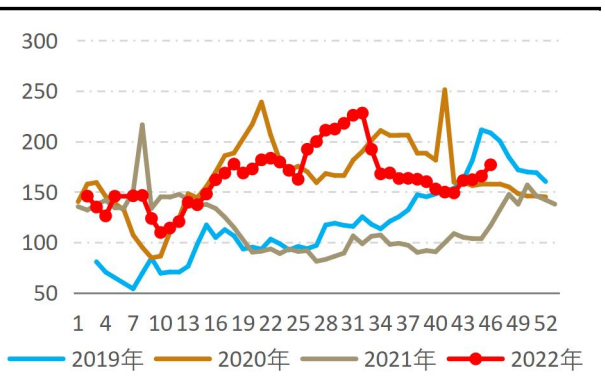
洗煤厂环节生产意愿尚未明显回升，投机需求不强，需求偏弱成品库存累积。

图十一：洗煤厂原煤库存



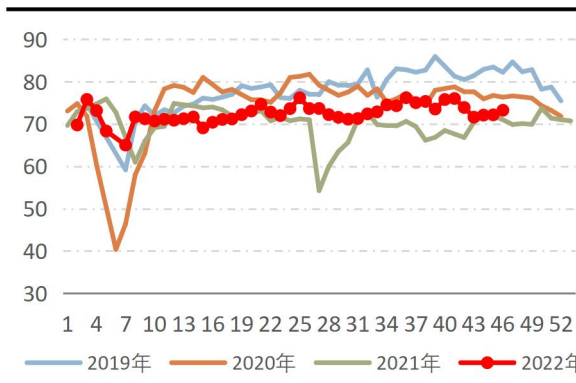
资料来源：Mysteel，优财研究院

图十二：洗煤厂精煤库存



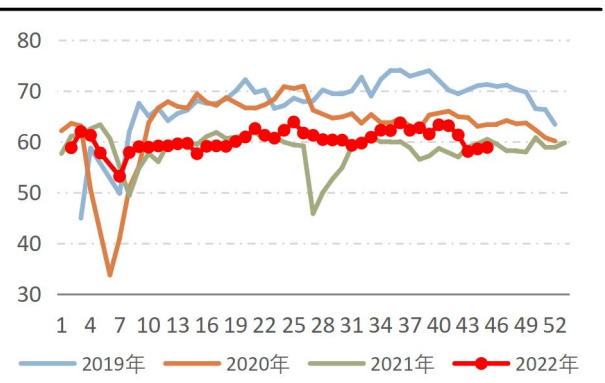
资料来源：Mysteel，优财研究院

图十三：洗煤厂开工率



资料来源：Mysteel，优财研究院

图十四：洗煤厂产量

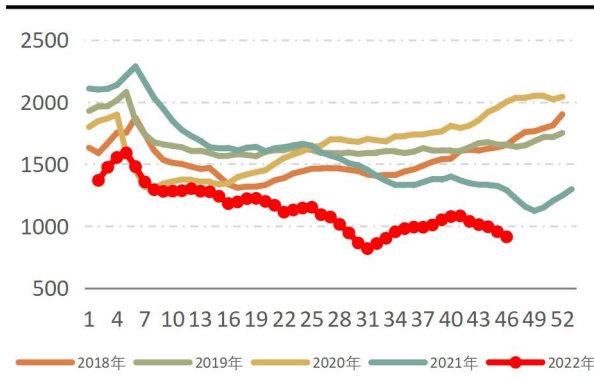


资料来源：Mysteel，优财研究院

2.4 下游焦煤库存

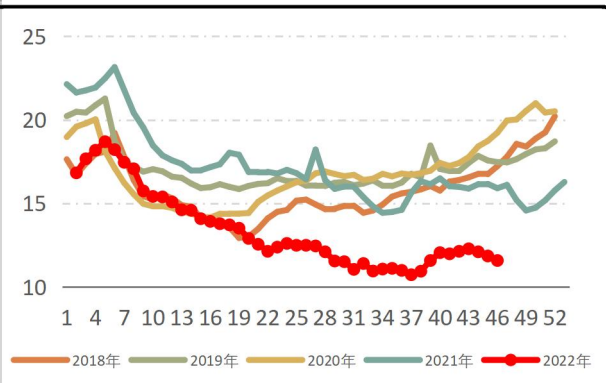
焦、钢企业均主动降低焦煤库存，大幅减产、低库存高周转策略再加上买涨不买跌的心理，使得焦煤刚需不振，不过这也为后续焦煤补库埋伏笔，年底焦煤矿放假前势必还有一轮补库需求释放，只是量级不如以往。

图十五：独立焦企焦煤库存



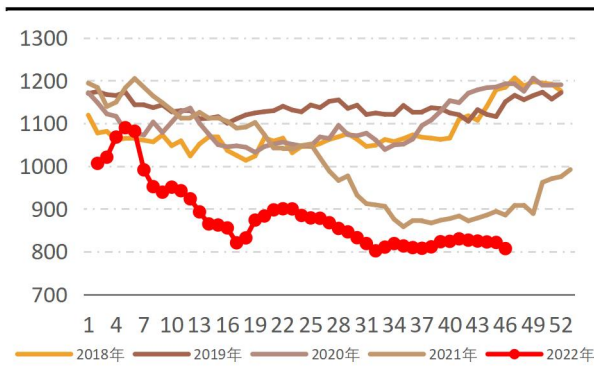
资料来源：Mysteel，优财研究院

图十六：独立焦企存煤可用天数



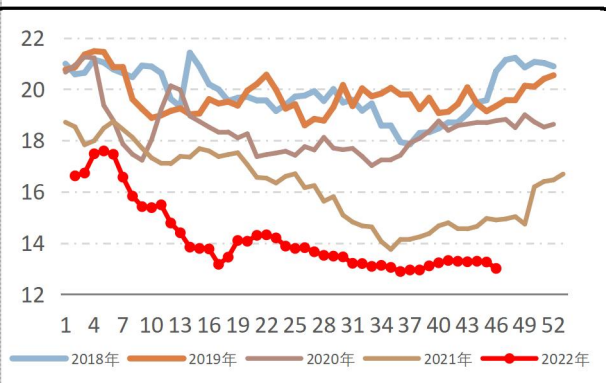
资料来源：Mysteel，优财研究院

图十七：钢厂焦煤库存



资料来源：Mysteel，优财研究院

图十八：钢厂存煤可用天数



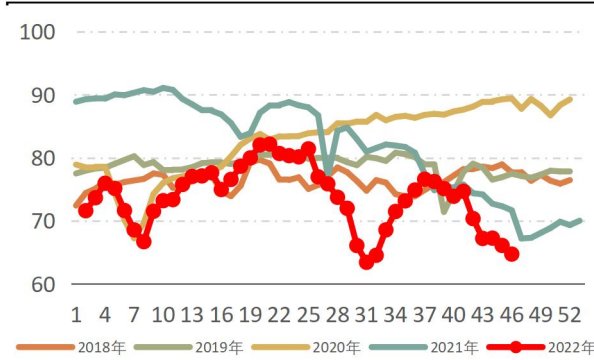
资料来源：Mysteel，优财研究院

2.5 焦企焦炭生产、库存情况

由于库存煤成本较高，导致焦化企业利润修复缓慢，三轮提降导致亏损延续，持续压抑焦企生产意愿，本周焦企进一步减产，后续看当前进一步压减的空间有限，预计产量逐步探底，后续随着新轮入低价焦煤库存，焦化利润将得到修复，稳住焦企生产。目前焦化行业要面对的最棘手的问题在于需求的断崖，即使大幅减产也未能压住库存冒头，本周独立焦企库存进一步累积突破前高，后续即使投机需求恢复配合刚需补库，也很难给出强扩利驱动，意味着焦炭价格可能止跌，但涨价困难。目前焦化厂与钢厂利润水平呈现水下交织的局面，近期成材价格走稳但利润仍在盈亏边缘，很难给原料打开涨价空

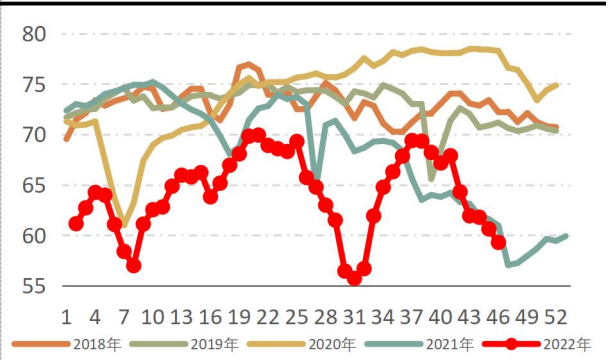
间，市场依然缺乏想象空间。

图十九：独立焦企产能利用率



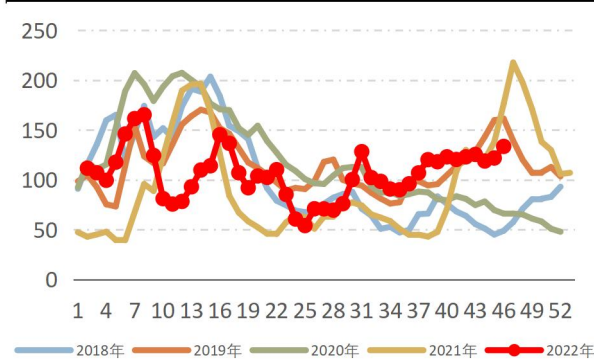
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十：独立焦企日产量



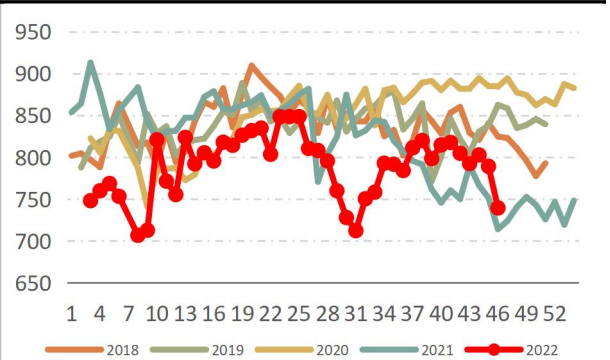
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十一：焦企焦炭库存



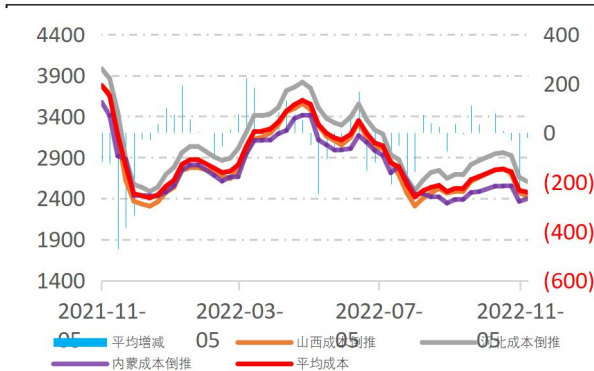
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十二：焦炭表需



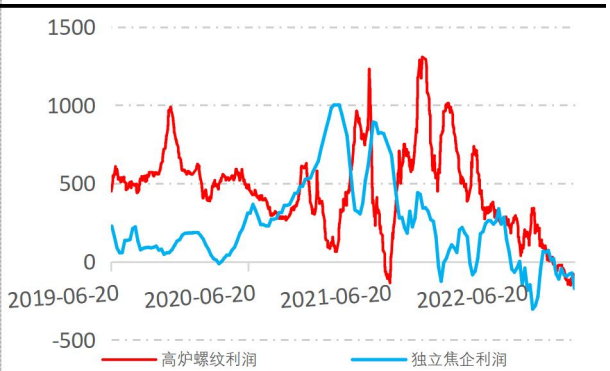
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十三：焦化成本



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十四：螺焦利润对比



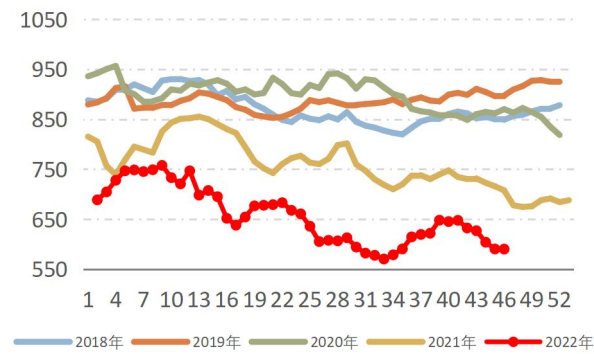
资料来源: Mysteel, 优财研究院

2.6 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

本周钢厂焦炭库存走平，不过由于铁水出现大幅减产，使得可用天数开始拉升，目前来看焦炭刚需走弱明显，钢厂没有强拿补货意愿，冬储需求由于开工下降整体量级将不如以往，另外当前市场下钢厂补库也没有太大阻力，因此在钢厂无利可图的情况下就

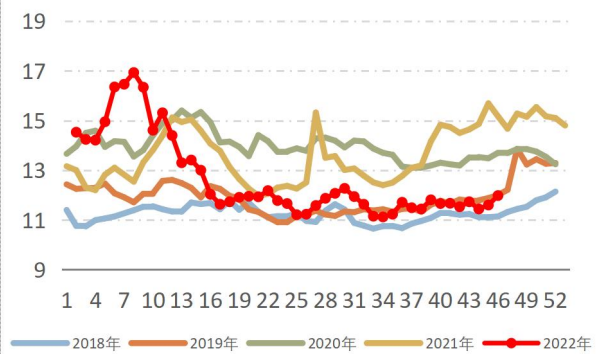
无法预期焦炭能顺利转入提涨周期。

图二十五：钢厂焦炭库存



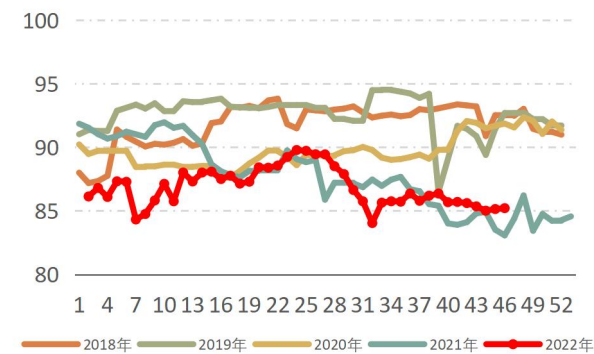
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十六：钢厂焦炭可用天数



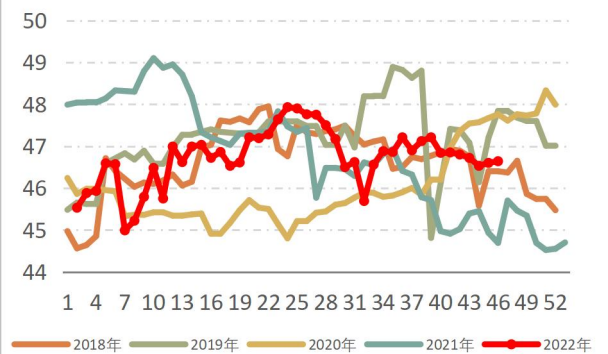
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十七：钢厂焦化产能利用率



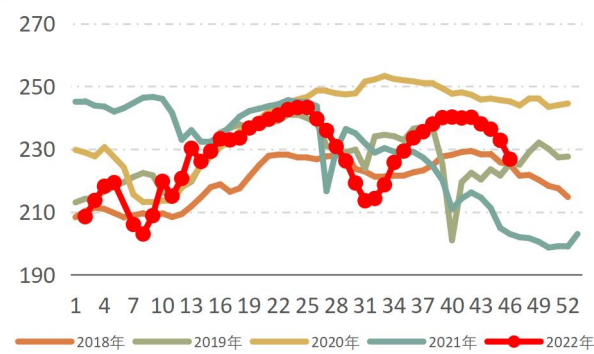
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十八：钢厂焦炭日产量



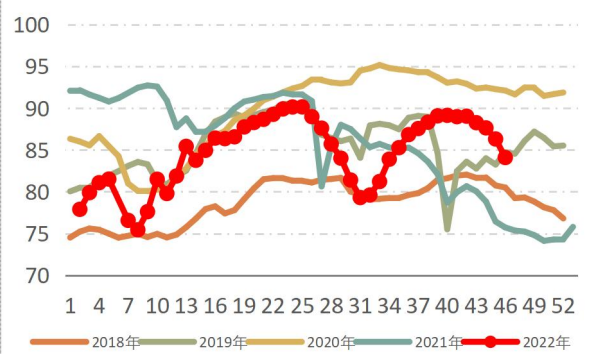
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十九：铁水日产量



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图三十：钢厂高炉开工率

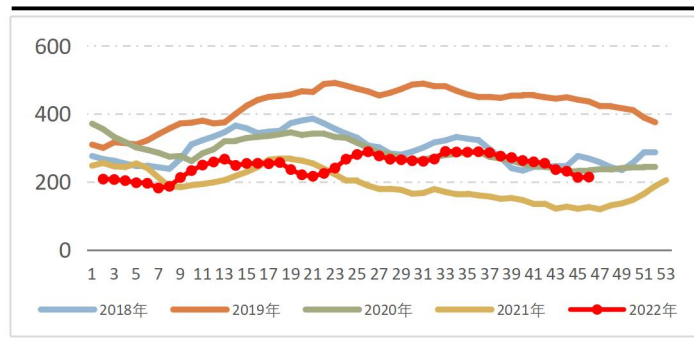


资料来源: Mysteel, 优财研究院

2.7 焦炭贸易商

焦炭港口库存初步企稳，由于前期贸易商拿货意愿低加上市场氛围冷清，港口流通少，不过三轮之后有部分买盘出现，但目前来看还不强势，关注后续投机需求的动向。

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

本周来看，收基差行情演绎又逢防疫管控政策放松，多头情绪被点燃，盘面上方空间打开盘面单边向上充分收敛基差。不过抛开情绪看回基本面，需要注意当前供需矛盾随着需求的大幅下滑被明显缓和，尤其是焦炭大幅减产仍未止住焦企累库之势就是最好佐证，那么这就意味着后续即使投机需求与钢厂补库需求入场，也很难扭转焦炭价格疲态，因为利润的修复意味着焦化开工的回归，因此当基差充分收敛，则需要更加谨慎的看待上方的空间。那向下看，则有另一个问题，即焦煤的支撑，当下基本上打到了蒙煤的进口成本位置，要想真正有效的打开下方空间，还是需要看到短盘运费的进一步下行，而这需要国内动力煤价格进一步压降。因此当前来评估，01 合约的双焦估值进入合理区间，但向上驱动衰减，向下阻力仍强，预估 01 合约将进入震荡行情，短期乐观情绪下可能行情或有上冲惯性，01 合约考虑观望为主，回调可尝试做多 05 合约。

四、风险提示

终端需求显现逆周期韧性、防疫政策放松、蒙古口岸抢运

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/>