



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：姚兴航

- 从业资格编号 F3073320
- 投资咨询编号 Z0015370

邮箱 yaoxinghang@jinxinqh.com

联系人：林敬炜

- 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com



少故事低波动，弱势跟随黑链

内容提要

对于焦煤，从环比来看，二季度供给侧，国内煤矿走出事故影响，产量还有一定增长空间，同时蒙煤进口增长潜力也有望在二季度得到兑现，至于需求侧，焦化弱势的状态下投机热度难以恢复，而在下级铁水高位见顶预期愈强，继续交易 240 上方的性价比不高，因此对于焦煤而言，供需趋于宽松的确定性相对更高。

对于焦炭而言，高弹性下供需矛盾不突出，利润不具备大幅扩张基础，重点需要注意下游钢厂需求的导向，外需难以抱有太大期待。

操作建议

二季度，05 合约焦煤有 1810 附近，焦炭 2690 附近有买估值的价值，对于 09 合约而言，需要考虑经济复苏的逻辑可能给到下半年的传统旺季，因此 09 合约上双焦具备跟随黑链反弹的潜力，不过供给侧的高确定性增长会压低反弹的高度。另外还需要考虑一些风险事件的影响，当下海外经济面临衰退风险，澳焦煤价格存在松动可能，若澳煤进口窗口打开形成冲击，将带动骨架煤估值下移，届时将打开双焦估值下方空间，除此以外，下半年还有可能出现粗钢压减政策，此前市场多预期全年平控，若明确粗钢压减，依据具体幅度，对于原料而言将形成直接需求减量预期，压制价格。

风险提示

澳煤进口窗口打开、出台明确粗钢压减政策、海外经济出现系统性风险

一、行情回顾

2023年第一季度，煤焦市场进入了自去年11月开始的上涨行情的尾部。市场波动收敛，叙事上仍以宏观预期和风险为主线。尽管基本面存在矛盾，但并不突出。

从现货市场反馈来看，煤焦价格虽然有所下降，但韧性较强。焦煤在第一季度受到动力煤市场趋弱影响，部分资源回流焦煤市场，导致配煤价格转弱。但骨架煤价格并未受到明显冲击，价格强度出现分化。安泽主焦价格在第一季度内波动在2400-2600元之间，目前为2450元/吨，核心煤种价格支撑仍在。焦炭在年初经历了连续两轮的下调后迅速进入了稳定期，三轮提降与首轮提涨交错而来，却始终无法落地。山西准一的出厂价2440元/吨一直保持运行稳定。

从盘面来看，在第一季度，焦煤明显被市场作为空配。在黑链其余品种（包括焦炭）结束调整并在春节假期后二次冲顶之前，焦煤便早早地陷入了横盘区间震荡。这一阶段，市场交易主线在于国内逐渐摆脱疫情对经济的影响。随着信心的膨胀，预期端的提前量被交易计价。然而，节后经济目标5%未能支撑此前的强预期，因此节后盘面进行了预期修正。从产业的角度来看，焦煤供给侧受到蒙煤的确定性增量和澳煤的快速放开的影响，市场炒作焦煤供给趋于宽松的逻辑，价格承压明显。

在接下来的数周内，气温回暖旺季到来，需求逐步由弱转强，市场信心再度强化。刚需稳定增长且投机需求有所释放，同时焦煤供给侧发生重大矿难，市场围绕短期安监收严炒作供给收缩预期，助推焦煤价格跟随黑链共同上涨。然而，涨势最终终止，一是矿难实际影响时间短且范围小，目前影响已经逐步退出；二是旺季后实际需求复苏速度以及强度不及预期，产业链内始终无法有效形成正反馈；三是海外中小银行接连暴雷，引发市场对系统性风险的担忧，整体风险偏好下降。

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

（一）焦煤供给

1. 国内事故影响消退，保安全、稳产量

今年一季度内矿产量同比去年出现了一定的减量，主要原因有三个。首先是年初因为大规模感染新冠，导致正常生产秩序受到一定影响；二是维持了三年的疫情管控终于结束，加上过年较早，因此今年春节假期基本恢复正常，且部分煤矿有补偿性放假，平均放假时长 11 天，形成同比减量；三是两会前发生重大矿难，引发各方高度重视，尤其是内蒙区域，也造成短期出现区域性减产（图五至八为小样本数据，并未包含内蒙区域数据，因此没有体现该因素影响）。

不过站在当前时点来看，一切似乎都在向好的方向发展。截止目前，疫情仍未出现卷土重来的迹象，管控也极大程度放松，至此这一困扰三年的不稳定因素得以暂时排除。后续需要关注此前市场预测的 5 月是否是下一轮疫情的爆发窗口期。

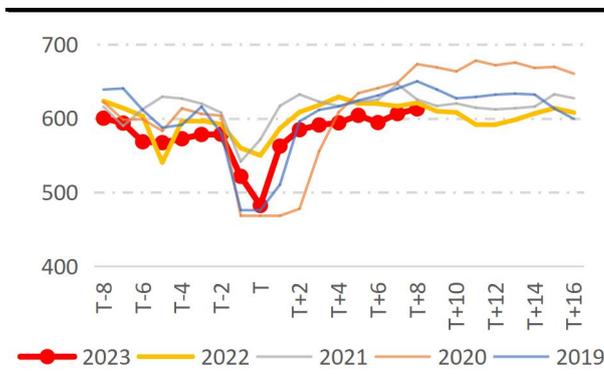
安全生产方面，疫情三年也是对煤矿安全生产工作的考验，连续多年的整改、优化、检查之后，煤矿安全生产工作都比较到位，加上当下煤矿普遍承接国家能源保供任务。因此，虽然晋陕蒙等主产区均开展了大规模的安全生产隐患排查工作，但从后续来看，

主要影响的还是内蒙涉事区域及周边的煤矿，且影响时长多在 1-2 周。两会结束之后即使安全检查工作仍在继续，但正常的复产、增产也逐步得到兑现。根据大样本数据，当下整体煤矿开工、产能利用率均已提升至与去年同期相当的水平，即使是内蒙区域开工也已经恢复接近事故发生前水平。

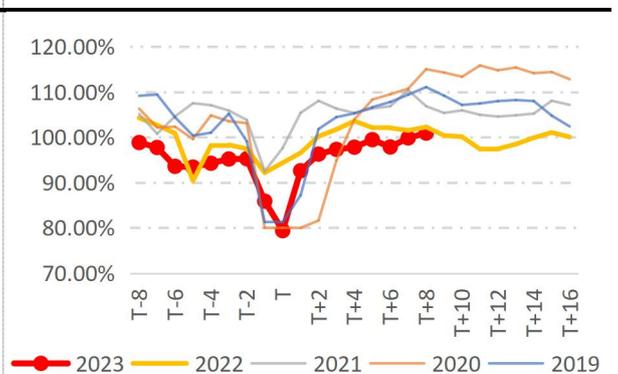
向后看二季度，没有太多新增产能投产，主要还是现有煤矿稳定生产。需要注意的是，当下煤矿利润依然丰厚，在不顶仓的情况下煤矿自主减产的概率极低。考虑到年产目标下前期丢失的产量要在后续回补，且保供压力仍在，因此二季度开工预计还有小幅增长空间。在二季度疫情不再次爆发的情况下，预计煤矿开工维持在 100-110% 水平。

另外这里捎带提一下坑口库存，今年以来煤矿端库存较去年有明显抬升，主要原因还是在于物流有保障加上下游利润扩张迟滞，导致需求端进一步压低库存水平，这样的采购节奏下库存被压在上游也就较为正常了。不过从目前的煤矿端库存水平来看，短期没有顶仓抛售的压力，但也需要更多关注需求端变化。另外还有一个变化是近期山东库存高位去化，该区域前期有部分库存始终作为国储持有（多为边缘煤种，可回流做配煤使用），那么后续随着这部分资源去化到位，可能有回补轮库的需要，对于配煤价格的强弱可能有一定的影响，后续有待跟踪。

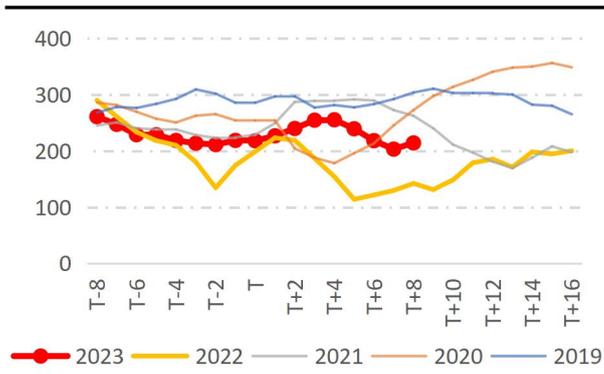
图五：炼焦原煤产量



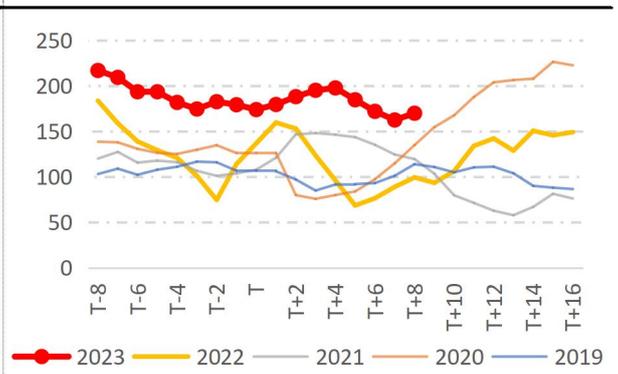
图六：焦煤开工率



图七：煤矿原煤库存



图八：煤矿精煤库存



资料来源：汾谓，优财研究院

资料来源：汾谓，优财研究院

2. 进口增量释放，逐步趋于稳定

根据海关数据，我国 1-2 月累计进口炼焦煤 1311 万吨，同比增长 33.14%，环比去年 11.12 月两月累计增 92 万吨。拆解来看，同比的增幅主要依赖于蒙煤 6 倍以上的增幅拉动，海运煤方面保持疲弱，环比来看，一二月蒙煤增量有限，主要依靠俄罗斯方面近 60 万吨增量支撑，不过结构上，2 月的 7 万多吨的澳煤正式宣布澳煤资源的回归。接下来拆解各部分分析。

分国别看，其中蒙煤进口 645.8 万吨，占总进口量 49.3%，体量大加上煤质相对较好，是目前我国最为重要的进口来源国。截止目前，蒙煤进口的核心口岸甘其毛都的日通车已经有 12 月的 800+ 水平攀升至 1000 车附近稳定，策克与满都拉也陆续稳在了 400/300 车的高位，不过 1、2 月份由于疫情影响未完成消退以及节假日较多（国内春节、妇女节、蒙古白月节等）等因素，再加上二月本身时间较短，因此蒙煤侧进口增量在前两个月环比并不显著，预计更多会在三月数据得到体现。展望二季度，重点应该跟踪蒙煤贸易模式改革的推进是否顺畅，口岸实际还有较大通车潜力等待释放（甘其毛都至少还要 500 车的增长空间），但边境价贸易、竞拍模式的在推进过程中的利益方博弈导致潜力难以释放，目前蒙方希望在 4 月继续推进边境交货模式，同时 4 月也是新季度长协的履约起点，因此需要重点关注。

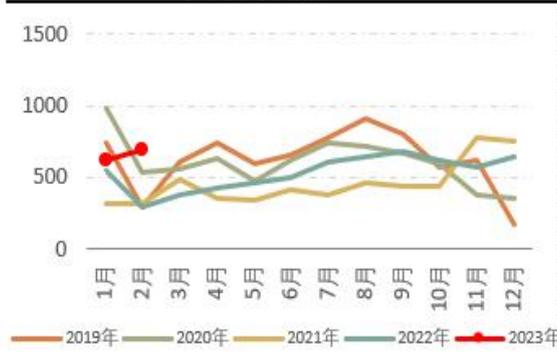
俄罗斯煤提供了极大的进口增量，不过从目前来看单月 250 万吨是当下运力水平的一个高点，后续随着基数提高，同比增量将下滑。由于国际形势愈发紧张，俄罗斯煤出口渠道受限，因此预计未来很长一段时间俄罗斯对我国的高供应都将得到保持。俄罗斯煤由于成焦后强度太差，只能少量添做配煤以起到降硫的作用，这一性质决定了俄罗斯煤的增量难以动摇骨架煤的价格支柱。

海运煤方面，得益此前进口窗口短暂打开，美、加给到一定增量，但目前体量已经大幅收缩，长运期、高波动、外强内弱的环境下注定了海运煤难以形成持续、成规模的进口量，澳煤也是如此。目前基本可以确定随着中澳关系缓和，澳煤进口不有政策阻力，但高价导致性价比不及内地品质接近煤种（此前一季度高点曾倒挂 800 元左右，目前收缩至 300 元左右），加上内地市场情绪较弱，短期澳煤的放开更多在于象征意义，打开新供给渠道，但实际冲击或许还要再等等。后续重点关注弱势原油的市场里海外焦煤或

许受到拖累，若进口窗口能够有效打开，二季度后半程或许能看到一定的澳煤增量，届时骨架煤估值或可松动。

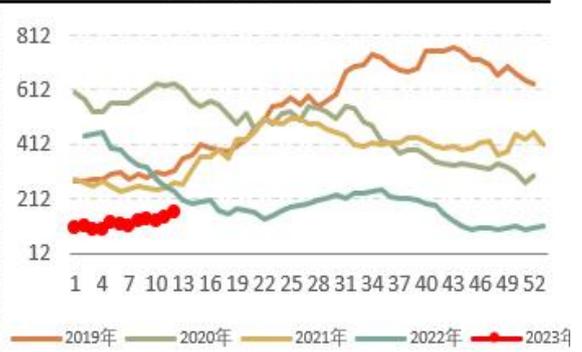
(二) 焦炭供给/焦煤需求

图九：炼焦煤进口



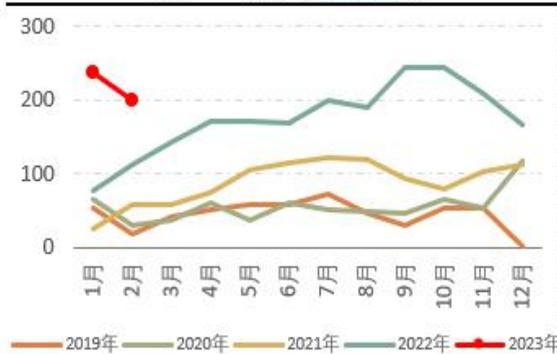
资料来源：Wind, 优财研究院

图十：焦煤港口库存



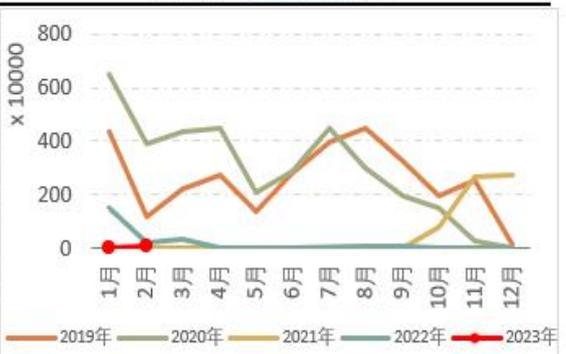
资料来源：朝联, 优财研究院

图十一：俄罗斯煤进口量



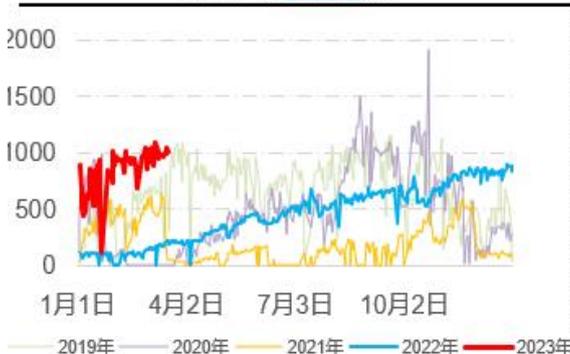
资料来源：Wind, 优财研究院

图十二：澳煤进口放开



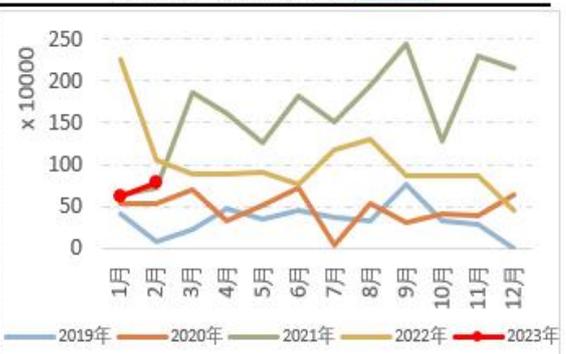
资料来源：Wind, 优财研究院

图十三：蒙煤日通车



资料来源：掌上煤焦, 优财研究院

图十四：美国、加拿大煤进口



资料来源：Wind, 优财研究院

产能过剩已经无可争议，重点是利润

产能方面，过剩已经成为行业共识，当下无论焦炭日产水平对应的产能利用率为独立焦企 72%左右，钢厂焦化 85%左右，而过去要达到同样日产水平，产能利用率至少也要开到 78/88%的水平，焦炭产量有非常充足的弹性，而兑现只取决于利润。

一季度由于焦炭价格长时间企稳，焦化利润大部分时间随着入炉煤成本的小幅起伏而在成本线附近徘徊，这直接导致焦企生产意愿平稳，不追产量，又没有亏到不得不减产的地步。展望二季度，没有大规模的淘汰，焦化利润仍不具备大幅走强的基础。

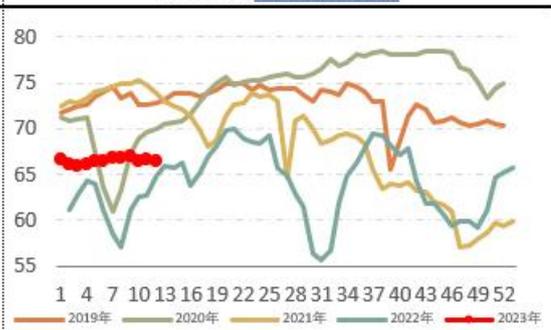
对于焦煤而言，弱势煤价+低利润+物流通畅的环境仍在鼓励焦企尽可能的压低自身焦煤库存来保持高周转，因而当下市场是缺乏投机需求的，而没有热度的市场是难以把价格炒高、炒强的，因此看到需要一些“外力”（比如煤矿事故引发供给收缩担忧，又或者市场认为复苏要提速焦、钢企业要做高库存）出现，才有机会带动焦煤转强，否则当下的需求端不具备推高煤矿超额利润的能力。

图十五：独立焦企产能利用率



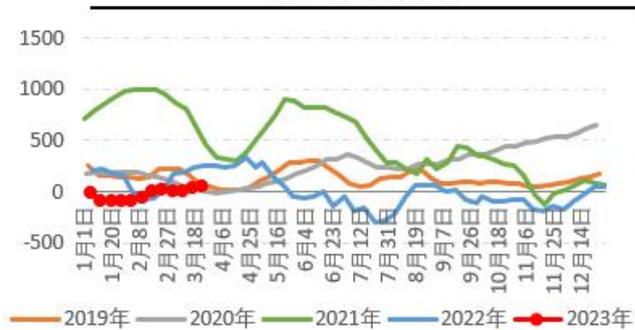
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十六：独立焦企日产



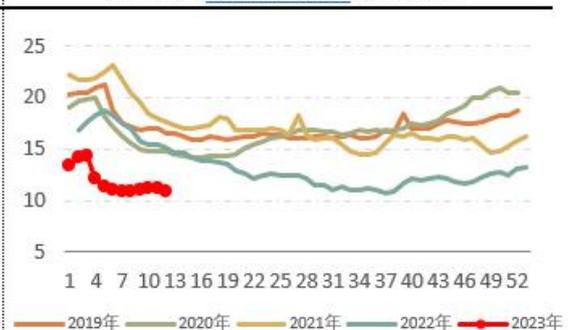
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十七：焦化利润



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十八：独立焦企焦煤可用天数



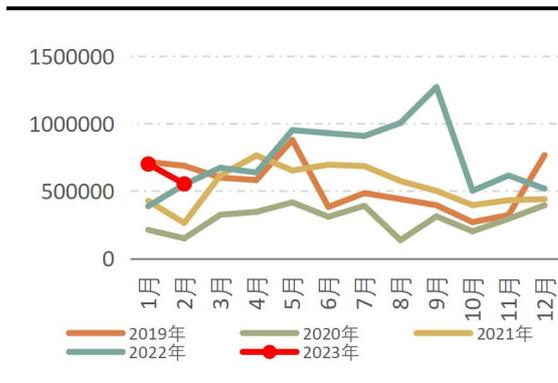
资料来源: Mysteel, 优财研究院

（三） 焦炭需求

1. 出口市场繁华已去

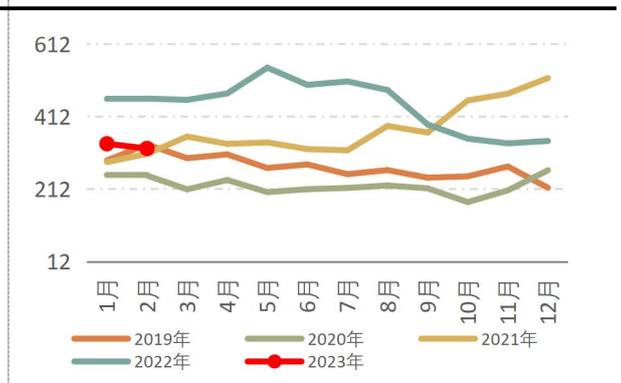
出口市场的繁荣已经在去年四季度事实性的结束，海外生铁直降低位、相对海外焦煤的性价比下滑都是原因，当下海外经济面临衰退风险，日均生铁产量低位积重难返，且今年东南亚有大规模新增焦化厂投产，因此期待外贸需求的二次扩张是不切实际的。当下出口利润尚有 100-200 左右的利润，相对较低且订单疲软，预计这一趋势还将在二季度延续，后续出口需求的拉动效果有限。

图十九：焦炭出口量



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十：焦炭出口单价



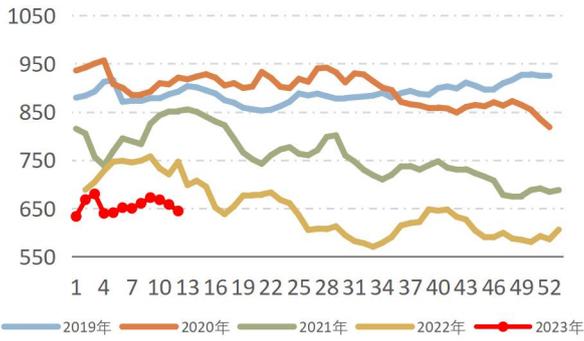
资料来源: Mysteel, 优财研究院

2. 内需短期见顶预期愈强

一季度，在旺季需求修复预期下钢厂利润保持较好，推动生产积极性高涨，钢联口径铁水产量快速抬升至 240 高位，站在这个节点，需要关注一下变化。对于二季度而言，地产大概率仍在筑底阶段，对于成材需求而言，或许是有托底，但对于 240 的铁水来说，很难再提高更大的想象空间，那么对应双焦需求，就是需求有强韧性，但边际增量减弱。

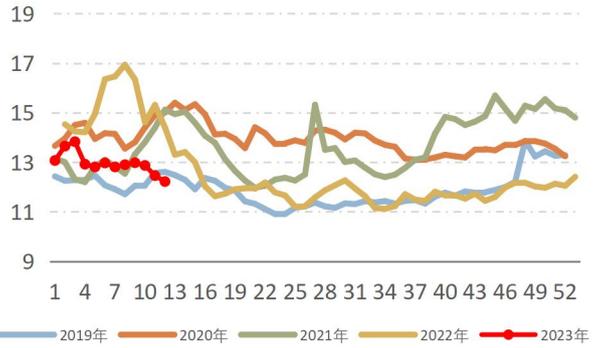
另外当下钢厂焦炭库存还处于中性略偏低的水平，从一季度的库存变化来看，可以认为随着铁水越过 235 之后，焦炭供需出现的一定的缺口，但并不大，在缺乏正反馈的市场里，钢厂与焦企类似，势必选择顺势放低库岁水平，因此刚需增长形成的支撑会滞后，而由于煤价走弱利润修复，高弹性下焦炭增产，因而等到刚需支撑兑现，实际力度也大打折扣，而当前环境下，一旦铁水顶部确认，意味着投机需求的快速消失同时市场开始交易刚需补库力度边际下滑，弱需求会很快反应到焦炭上。

图二十五：钢厂焦炭库存



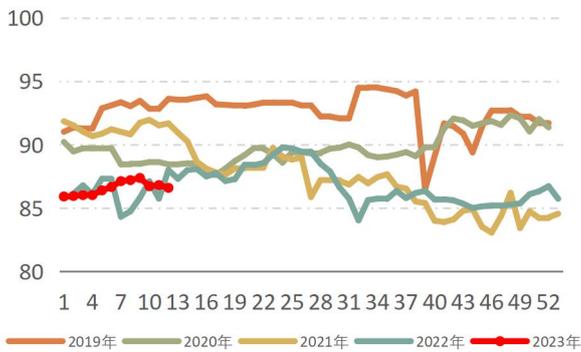
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十六：钢厂焦炭可用天数



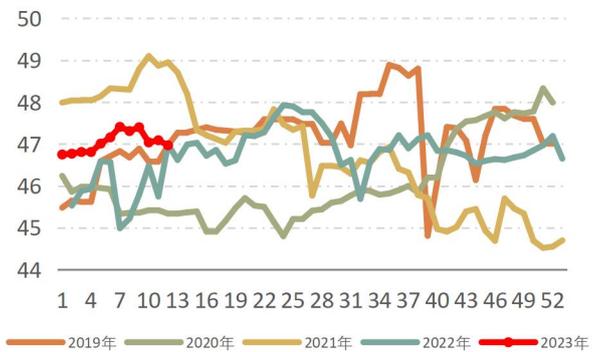
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十七：钢厂焦化产能利用率



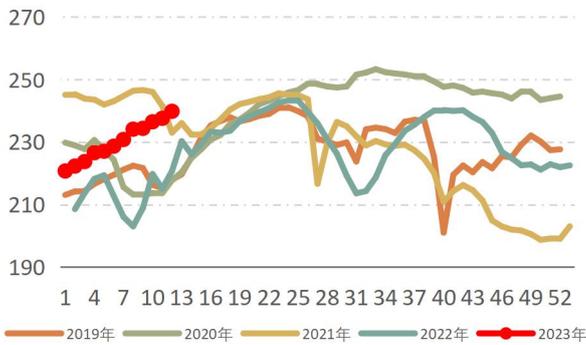
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十八：钢厂焦炭日产量



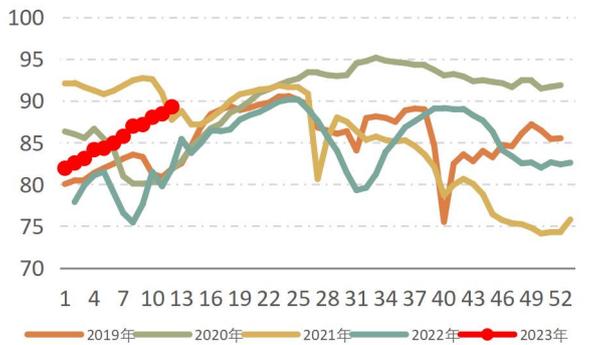
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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

三、逻辑总结与策略建议

对于焦煤，从环比来看，二季度供给侧，国内煤矿走出事故影响，产量还有一定增长空间，同时蒙煤进口增长潜力也有望在二季度得到兑现，至于需求侧，焦化弱势的状态下投机热度难以恢复，而在下级铁水高位见顶预期愈强，继续交易 240 上方的空间性价比不高，因此对于焦煤而言，供需趋于宽松的确定性相对更高。对于焦炭而言，高弹性下供需矛盾不突出，利润不具备大幅扩张基础，重点需要注意下游钢厂需求的导向，外需难以抱有太大期待。

二季度，05 合约焦煤有 1810 附近，焦炭 2690 附近有买估值的价值，对于 09 合约而言，需要考虑经济复苏的逻辑可能给到下半年的传统旺季，因此 09 合约上双焦具备跟随黑链反弹的潜力，不过供给侧的高确定性增长会压低反弹的高度。另外还需要考虑一些风险事件的影响，当下海外经济面临衰退风险，澳焦煤价格存在松动可能，若澳煤进口窗口打开形成冲击，将带动骨架煤估值下移，届时将打开双焦估值下方空间，除此以外，下半年还有可能出现粗钢压减政策，此前市场多预期全年平控，若明确粗钢压减，依据具体幅度，对于原料而言将形成直接需求减量预期，压制价格。

四、风险提示

澳煤进口窗口打开、出台明确粗钢压减政策、海外经济出现系统性风险

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/>