



2021年11月14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

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



需求故事重演绎，产业利润再分配

内容提要

下游焦、钢企业限产愈演愈烈，焦煤需求疲软的同时供应端边际修复，焦煤供需趋于宽松，从配煤开始价格逐步回调，盘面基差或完全通过现货回落进行收敛。

焦炭现货供需双弱，需求端回落力度较供应端大，整体维持弱平衡，下游成材亏损压力较大，向上积压原料端利润，叠加煤价坍塌，焦炭市场转向买方市场。

从基本面上看，焦煤供需更加宽松，但成本走弱焦炭亦独木难支，双焦现货预计同步下行。

期货上双焦预计维持偏弱震荡，主力合约后续或有反弹修复基差，但空间逐步压缩，远端随着地产政策预期放松，需求悲观预期有所修复。

操作建议

操作建议是单边观望为主，可关注双焦反套与焦化利润修复的机会。

风险提示

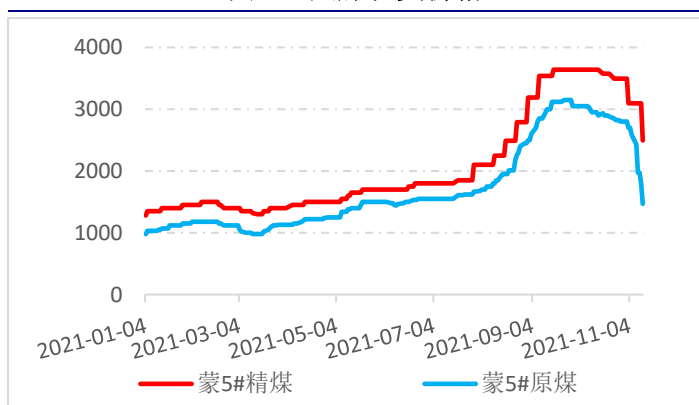
焦、钢超预期限产、焦煤矿意味减产、澳煤进口管制放松、终端需求反弹。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

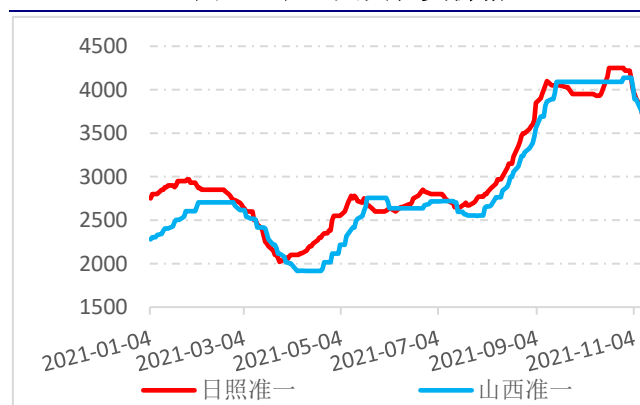
本周双焦期货延续偏弱震荡走势，远月相对近月偏强，焦炭利润有修复迹象，焦煤 2201 合约周跌 7.1%报 2199.5 元/吨，2205 合约周跌 2.53%报 1754 元/吨，焦炭 2201 合约周跌 2.4%报 2952 元/吨，2205 合约周涨 1.87%报 2446 元/吨。当前供给端故事已接近尾声，主导盘面情绪的两大因素之一的动力煤价格在政策环境趋稳后对双焦的影响逐步减弱，但另一大因素即异常悲观的终端需求预期开始持续发酵，疲弱的需求使得成材端压力积聚并开始向原料端挤压，因而导致盘面双焦持续走弱。现货层面，由于焦煤端供应边际增长但需求出现大幅减少，导致煤价出现大面积回调，而蒙煤随着通关增加运费恢复正常，价格坍塌速度更快，向下传导使得焦炭成本支撑坍塌，当前三轮 200 元/吨提降落地，第四轮启动，最终或落地 8 轮完全回吐此前涨幅。

图 1：焦煤现货价格



资料来源：我的钢铁网，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：Wind，优财研究院

图 4：焦炭期货主力合约走势



资料来源：Wind，优财研究院

二、 基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

本周港口库存略增，矿山加速累库。需要关注的点有三：一是港口进口资源减少，进口利润收敛叠加可售资源紧张，预计后续美煤、俄罗斯煤进口量不会再有超预期表现，此前通关了10月之前卸港的澳煤，仍有澳煤在港积压，后续或逐步通关，这部分量成本低且多直抵终端，需求疲软的当下对市场冲击较强；二是甘其毛都口岸通关量再度回升至300车/日水平且后续仍有提升空间，而随着蒙煤运价回归正常，价格坍塌较快，相对国内煤性价比回升；三是电煤价格回落后以气煤为主的配煤资源快速回流焦煤领域，同时焦煤矿上半年多未完成生产任务，近期扰动减少，国内煤矿产量恢复明显，均使得国内供应边际增加，因此需求疲软的当下国内煤矿出现快速累库。

图 5：焦煤港口库存

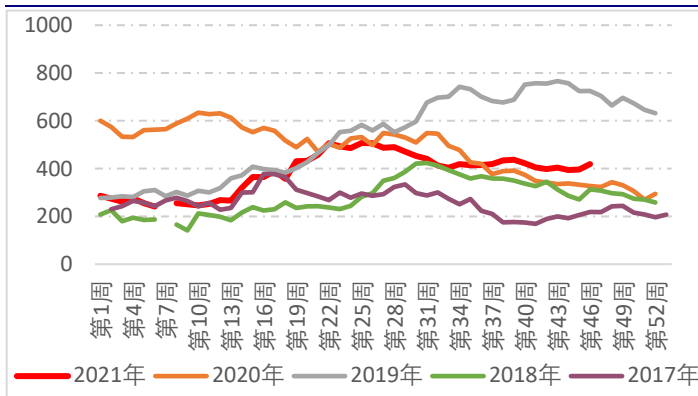
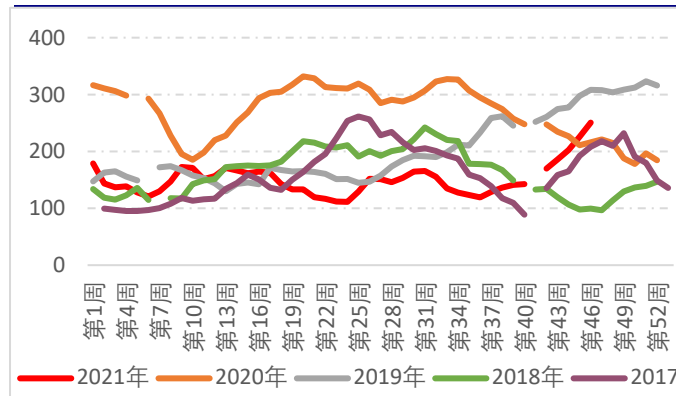
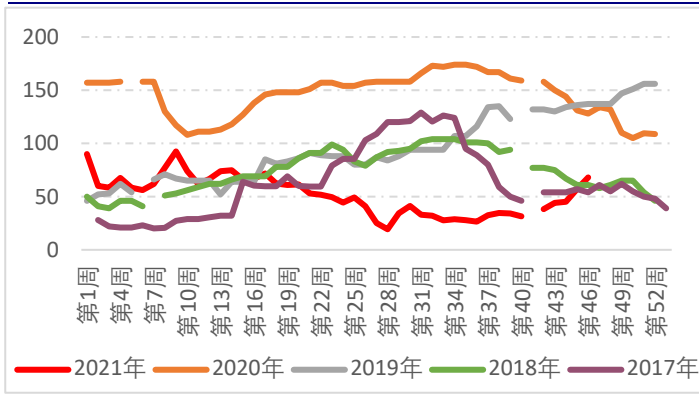


图 6：焦煤矿山库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

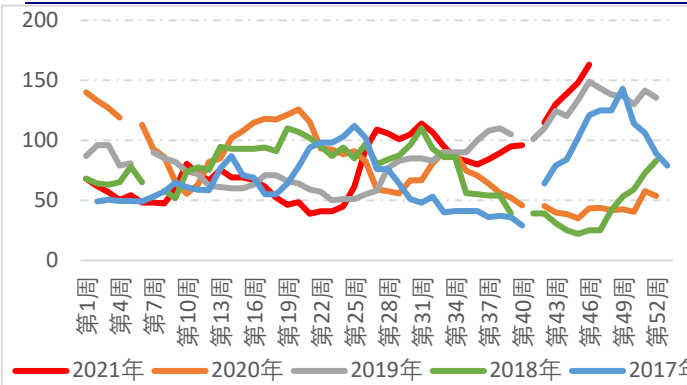
图 7：山西焦煤煤矿库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 8：山东焦煤煤矿库存

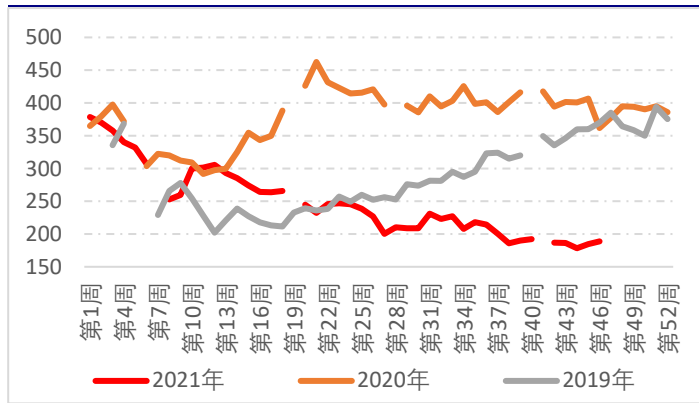


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.2 洗煤厂生产、库存情况

从数据上看洗煤厂日产量魏江，基本维持平稳，生产积极性不及往年，即使如此还是出现了精煤库存累积的情况，侧面反应了当下炼焦需求疲软，叠加原煤价格下行，洗煤厂在此背景下不会有太强的补库动力，原煤库存略增也体现了当前洗煤厂多维持按需补库的策略。

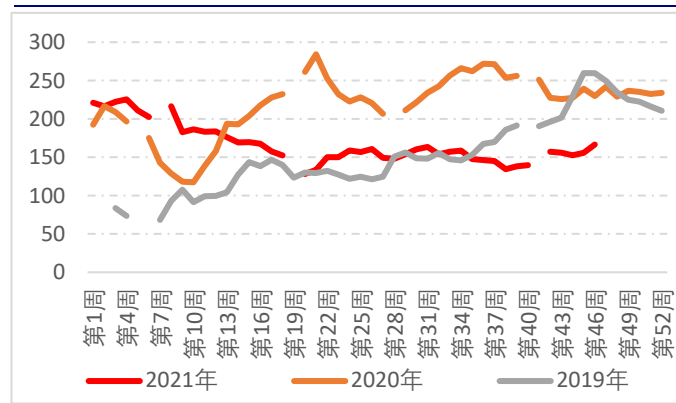
图 9：110 家洗煤厂原煤库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

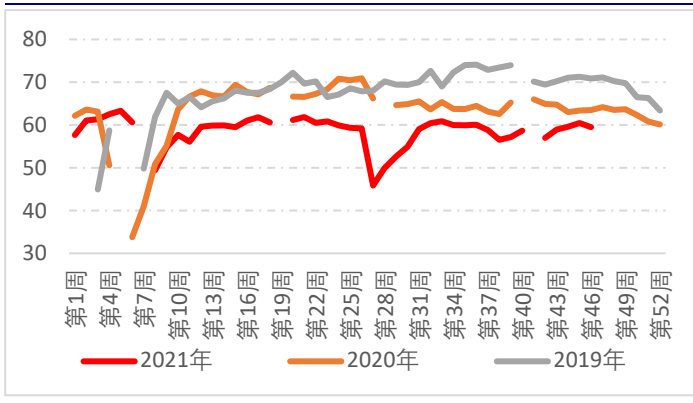
图 11：110 家洗煤厂日均产量

图 10：110 家洗煤厂精煤库存

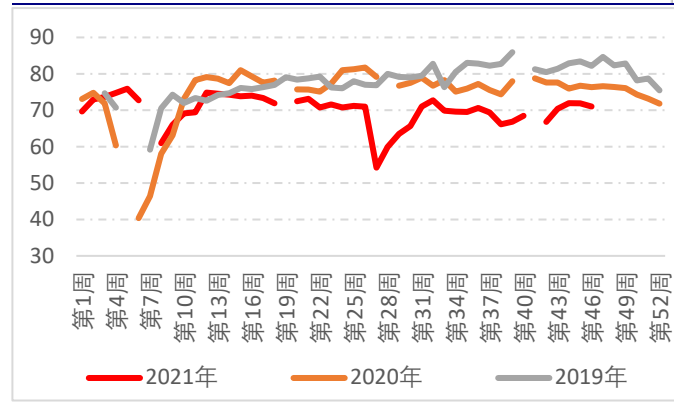


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 12：11 家洗煤厂产能利用率



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

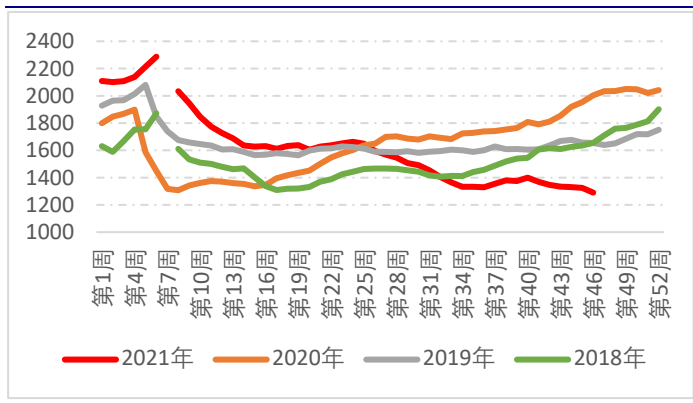


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.3 下游焦煤库存

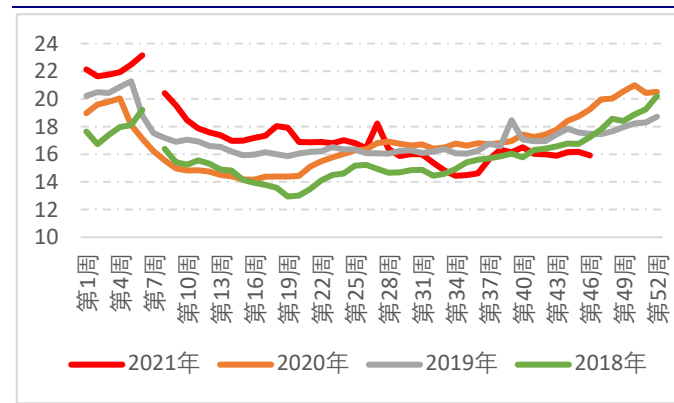
与上周相似，下游焦、钢企业均没有做出补库动作，库存大体持平，平均可用天数维持在 15.16 天。从量上看下游焦煤库存较往年有明显缺口，但是由于焦、钢企业限产情况较多，实际从库存可用天数上看下游尤其是焦企端的补库压力并不大，若需求持续疲软，冬储或较往年减量延后。

图 13：独立焦企全样本焦煤库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

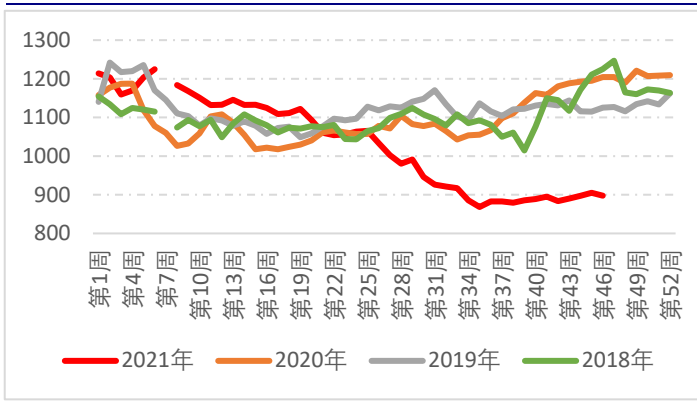
图 14：焦企存煤可用天数



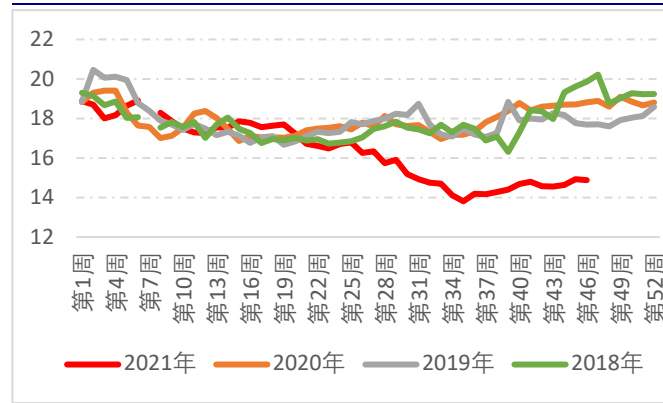
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 15：247 家钢厂焦煤库存

图 16：247 家钢厂存煤可用天数



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

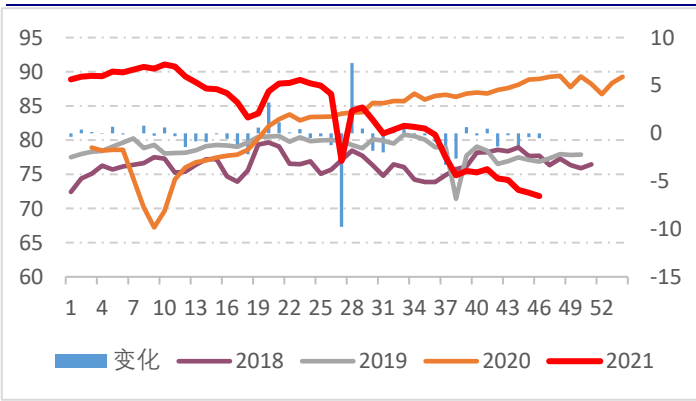


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.4 焦企焦炭生产、库存情况

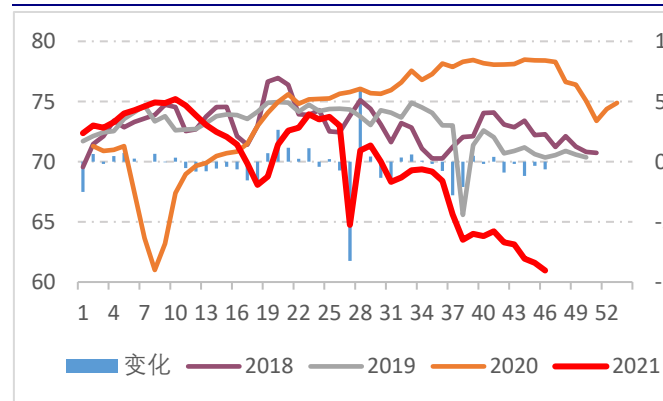
焦企端限产情况增加，一是原有政策性限、减产延续，二是库存难清价格快速下跌导致面临亏损，出现主动减产。当前焦企日均产量已经与去年受疫情影响产生的最低点持平，预计在焦炭成本企稳、出口顺畅前焦企产量还有下行空间。

图 17：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

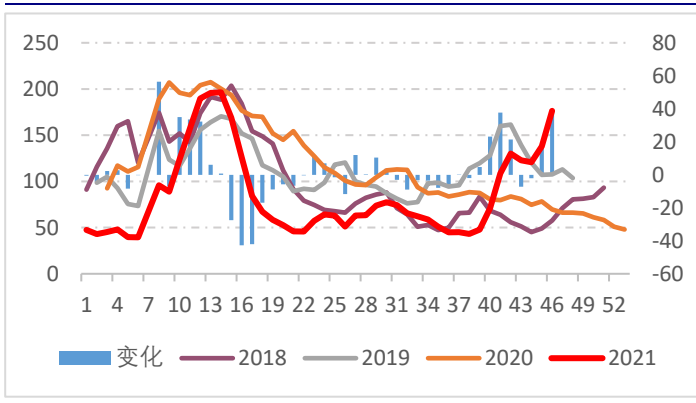
图 18：独立焦企全样本日均产量



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

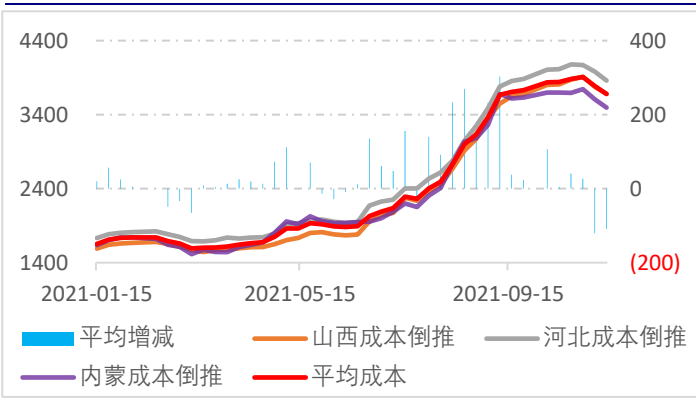
图 19：全样本焦企焦炭库存

图 20：焦炭表观需求

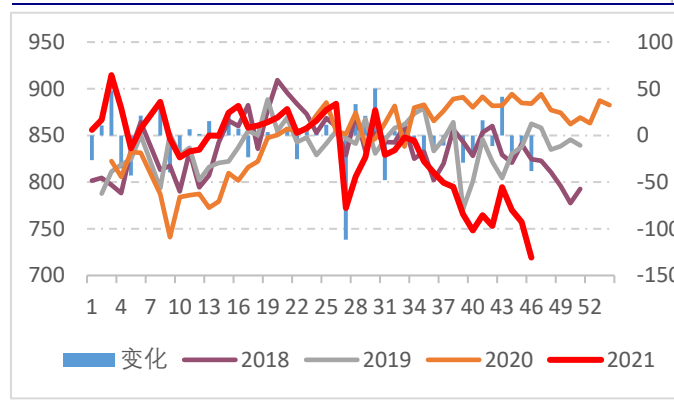


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 21：焦化成本

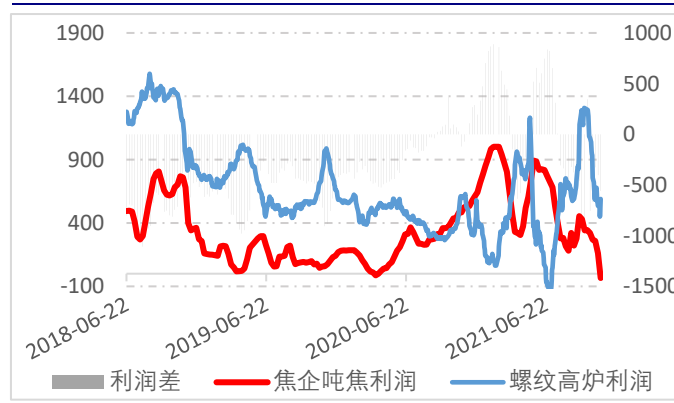


资料来源：我的钢铁网，优财研究院



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 22：螺焦利润对比

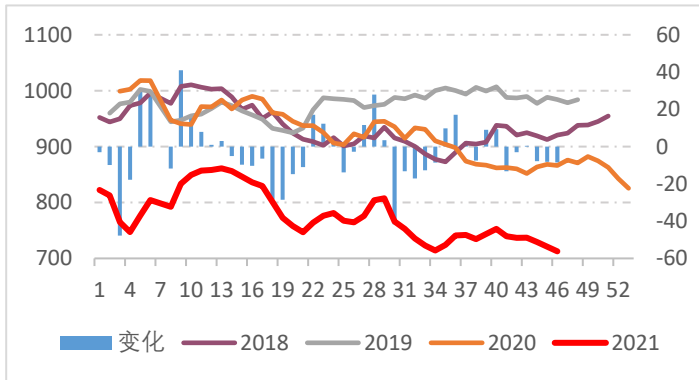


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.5 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

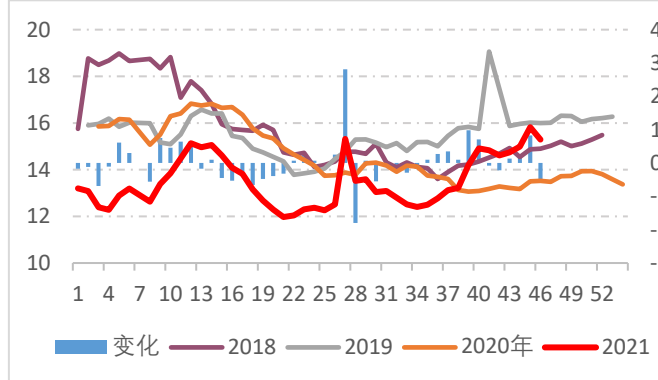
在钢厂焦化产量、钢厂库存水平再见低点的背景下焦炭可用天数仍维持往年平均水平，意味着严格限产下钢厂焦炭补库需求并不强烈。近期由于成材价格崩塌，国内钢厂出现大面积亏损的情况，预计后续主动检修的情况还将继续增加，铁水产量或向 200 大关迈进。

图 23: 247 家钢厂焦炭库存



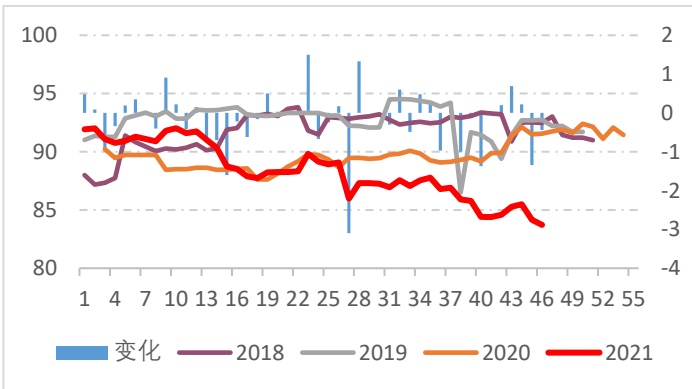
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 24: 247 家钢厂焦炭库存平均可用天数



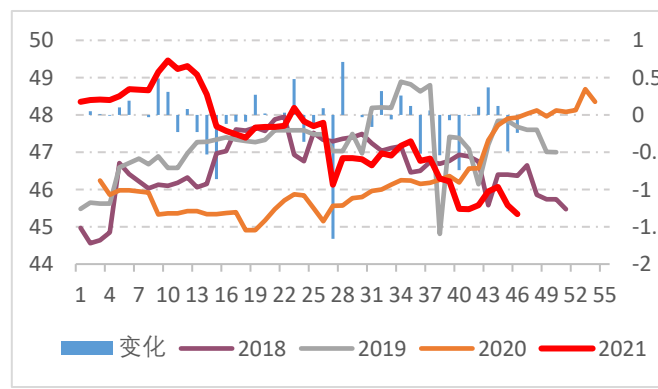
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 25: 247 家钢厂焦化产能利用率



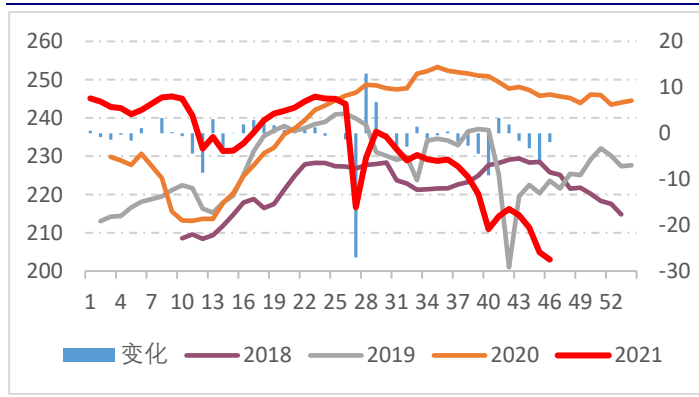
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 26: 247 家钢厂焦炭日均产量



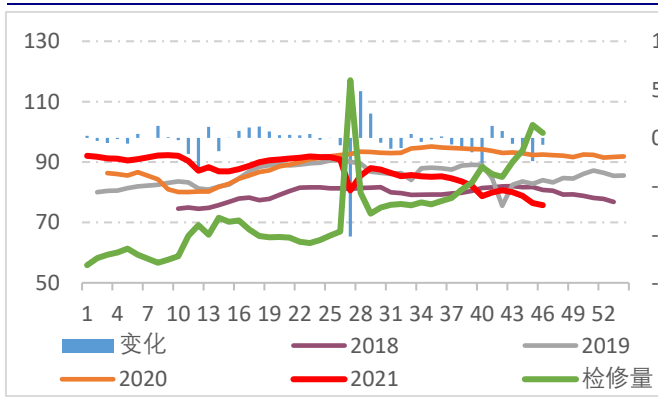
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 27: 铁水日均产量



资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 28: 247 家钢厂产能利用率

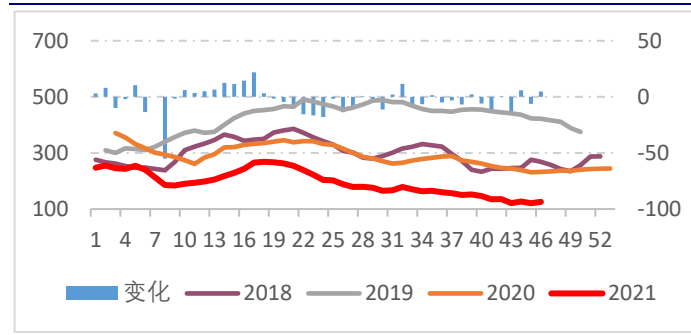


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

2.6 焦炭贸易商

贸易商库存低位维持，可流通货源较少，近期焦炭价格进入下行通道，港口价格快速跟跌，买涨不买跌的思路下短期集港需求难以恢复，港口报价对盘面的参考意义也降低，后续仓单价格需要更多参考产地价格。

图 29：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

下游焦、钢企业限产愈演愈烈，焦煤需求疲软的同时供应端边际修复，焦煤供需趋于宽松，从配煤开始价格逐步回调，盘面基差或完全通过现货回落进行收敛。焦炭现货供需双弱，需求端回落力度较供应端大，整体维持弱平衡，下游成材亏损压力较大，向上积压原料端利润，叠加煤价坍塌，焦炭市场转向买方市场。从基本面上看，焦煤供需更加宽松，但成本走弱焦炭亦独木难支，双焦现货预计同步下行。期货上双焦预计维持偏弱震荡，主力合约后续或有反弹修复基差，但空间逐步压缩，远端随着地产政策预期放松，需求悲观预期有所修复。操作建议是单边观望为主，可关注双焦反套与焦化利润修复的机会。

四、风险提示

焦、钢超预期限产、焦煤矿意味减产、澳煤进口管制放松、终端需求反弹

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/>