



2022年3月27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



煤涨炭高，明天会更好

内容提要

疫情背景下运输扰动、需求退出的影响开始反应在基本面数据上，上游开始累库，但整体压力有限，下游低库存策略导致原料不足影响开工，一旦运输扰动结束，需求的集中爆发仍可期待。目前来说双焦现实开始一定程度上走弱，但预期较强，从货权来看，无论是焦煤还是焦炭都集中在上游，各环节低库存的状态下，很难看到价格出现大幅的回调，且目前即使价格回调也无法有效刺激需求，观望还是比较普遍的选择。不过虽然看不到下行空间，但也很难看到价格突破上行，因为目前高价无法向终端传导，黑色整体利润无法扩张，中下游低利润的情况下上游利润扩张受阻，因此也就可以理解为什么近期中下游对高价煤种出现观望不接的情况。

操作建议

2205 合约预计高位偏强震荡，焦煤 3200 上方收完基差有较强压力，关注回调低多 2209 合约焦煤的机会。

风险提示

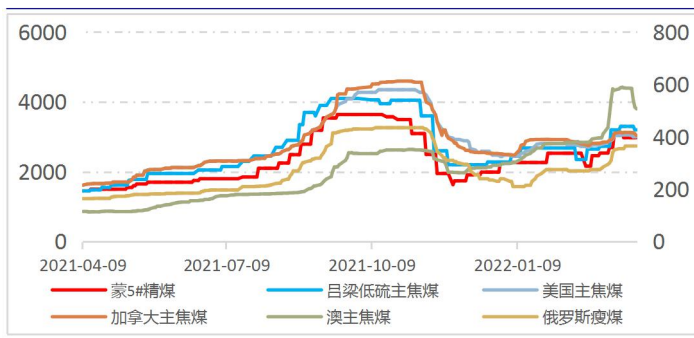
疫情反复、蒙煤通关正常化、钢厂超预期复产、监管扰动

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

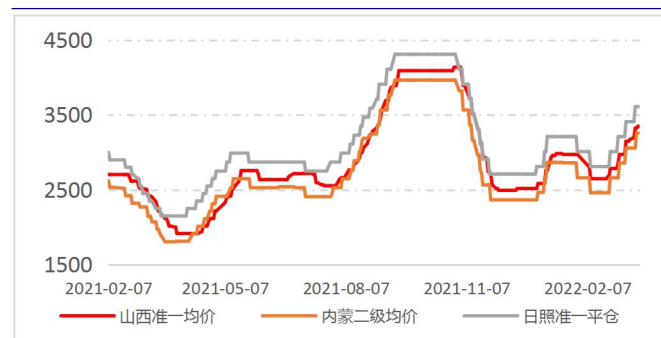
本周盘面短暂的交易了疫情扰动下的弱需求现实后在强预期的提振下市场情绪迅速好转，双焦价格快速拉升修复贴水，2205 合约焦煤收涨 3.93%报 3106 元/吨，焦炭收涨 2.98%报 3733.5 元/吨。本周焦煤市场现货形势开始转差，内地市场高价煤下游接受度较差叠加疫情影响需求退出，竞拍溢价收缩部分煤种价格小幅回调，流拍情况增加，海运煤市场由于澳煤供给扰动减弱，价格快速回吐 100 美金左右的涨幅，其余地区煤价也有小幅回落，内外价差有所收敛。焦炭现货市场第五轮提涨难度极大，市场出现第一轮提降的声音，但整体还是观望为主。

图 1：焦煤现货价格



资料来源：wind, 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



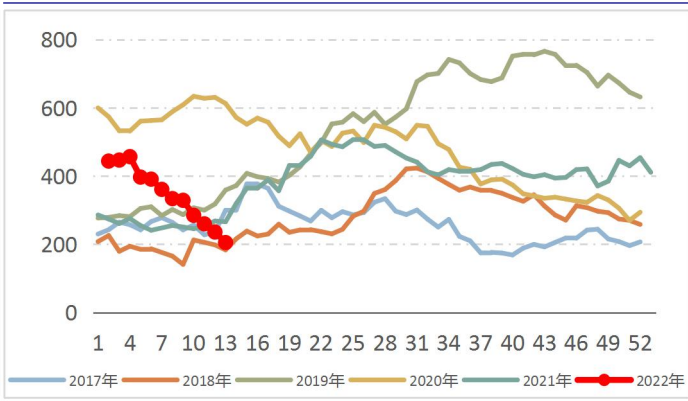
资料来源：Wind, 优财研究院

二、基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

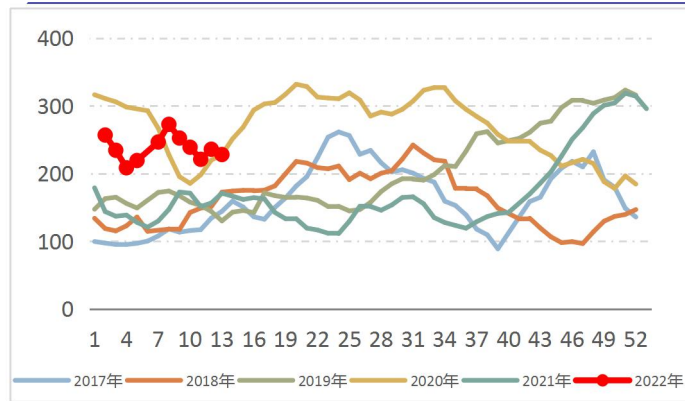
内外煤价倒挂依旧，进口窗口不打开导致港口焦煤库存一路下滑见底，再短期进口窗口无法有效打开的情况下，进口煤的缺失的影响至少将延续至4月下旬，后续沿海依赖进口煤的焦企、钢厂势必需要更多的从国内去进行采购。矿山这边本周钢联数据库库存仍是去库，不过汾谓口径煤矿端出现了小幅累库，目前来看一方面是高价煤种接受度下降（山西区库存走稳），另一方面是运输受阻导致矿端库存被动累积，不过整体来看煤矿端库存较为健康，可以承接一段时间的累库。另外近期环保、安全督查严格，焦煤矿本身开工也一直在高位，因此国内可释放供应增量比较有限。

图 5：焦煤港口库存



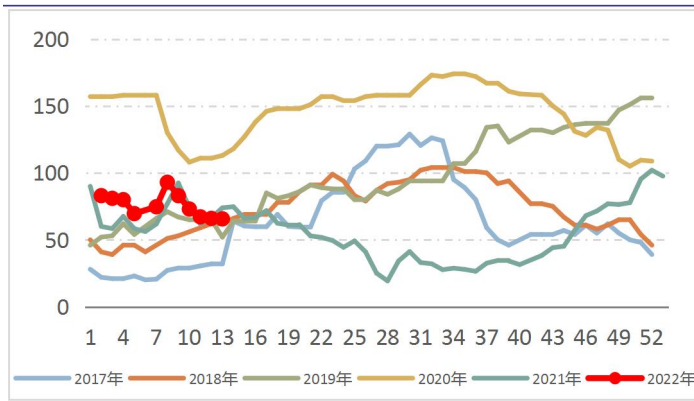
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：焦煤矿山库存



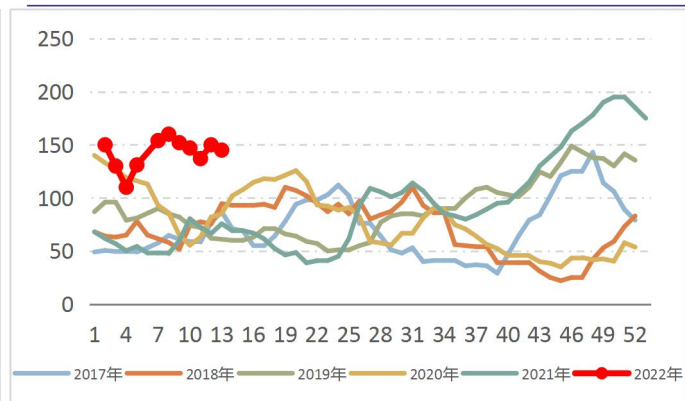
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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：山东焦煤煤矿库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.2 蒙古疫情与通关

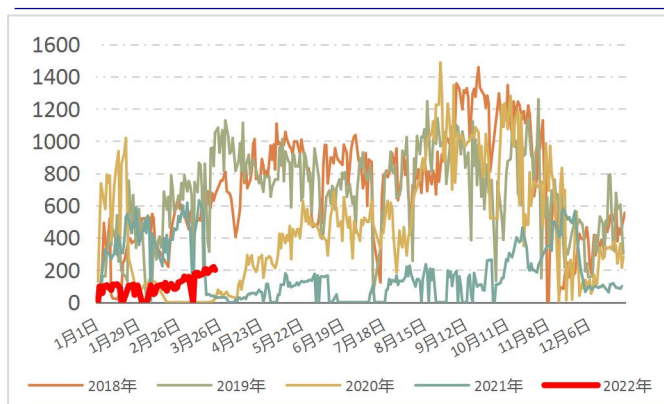
目前基本可以确定蒙古疫情得到了充分有效的控制，甘其毛都口岸日通车水平平稳运行在 200 车水平，官方定调 4 月起将进一步提至 300 车左右，策克口岸也有望恢复通关，因此 4 月蒙煤进口将带来一定的增量，不过考虑到国内疫情形势严峻，势必影响口岸对进口放开的态度，4 月在 300 车的基础上很难再给出更高的期待，500 车以上的日通关还需时间来磨。

图 9：蒙古单日新增（七日平均）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：甘其毛都口岸日通车

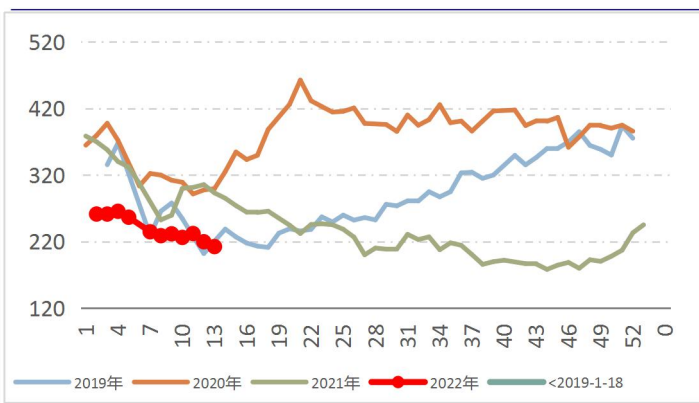


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.3 洗煤厂生产、库存情况

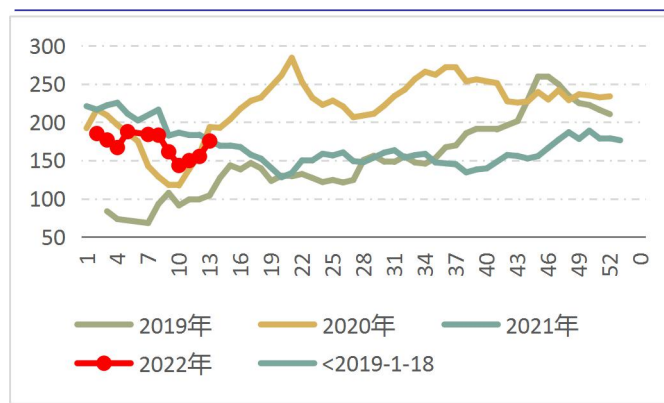
目前洗煤厂方面进入平稳生产阶段，受运输扰动、煤市多变等因素影响，洗煤厂原料采购放缓，精煤库存累积，短期来看这一特征很难发生改变。

图 11：110 家洗煤厂原煤库存



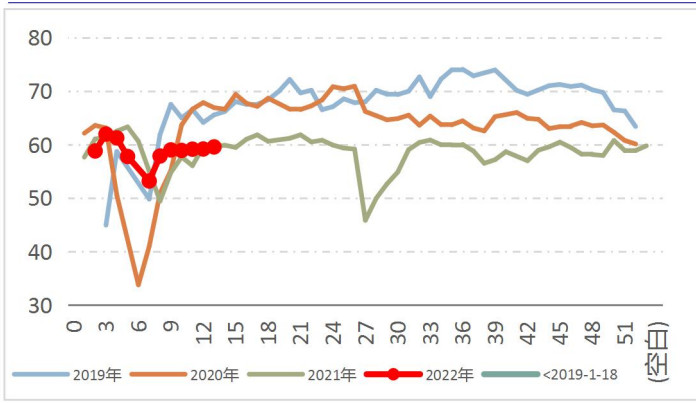
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 12：110 家洗煤厂精煤库存



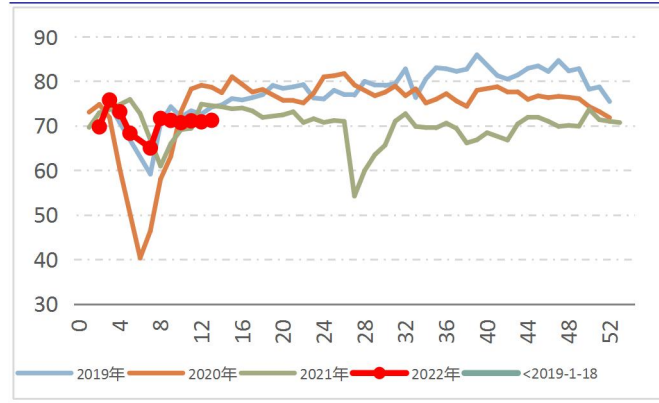
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

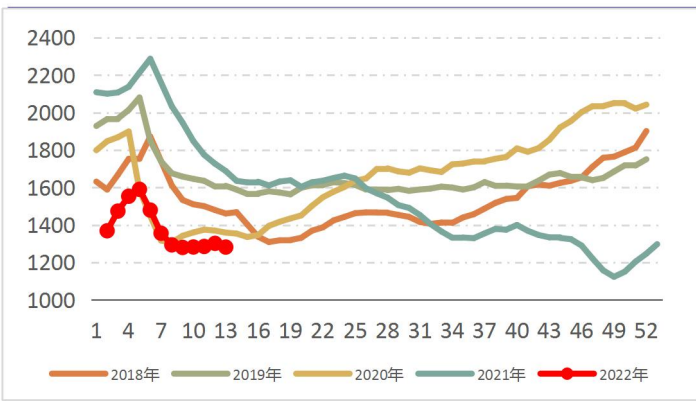


资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

2.4 下游焦煤库存

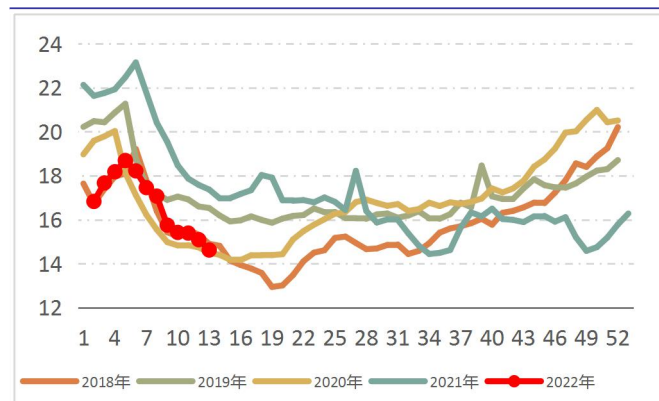
本周下游存煤库存齐降, 不过可以看到钢厂受到的影响更加明显, 主要因为焦企主要集中在产地附近, 补库路径相对较短, 受运输干扰较钢厂小,。从可用天数的角度来看, 钢厂端存煤可用天数接近多年低位, 而短期公路运输恢复困难, 火车运力已经满载, 很难起到弥补作用, 这也意味着钢厂端的存煤很快将进入危险水平。焦企这端同样不容乐观, 由于受疫情影响较小, 本周焦企仍有提产表现, 这也导致独立焦企端存煤水平也进入低位水平, 而拉长周期来看, 铁水、焦炭的产量仍未见顶。因此可以看到一旦运输扰动退出, 下游生产恢复背景下补库需求势必迎来集中爆发。

图 15: 独立焦企全样本焦煤库存



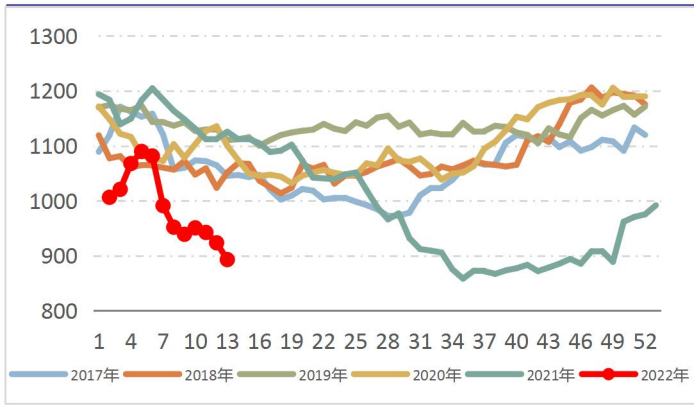
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

图 16: 焦企存煤可用天数



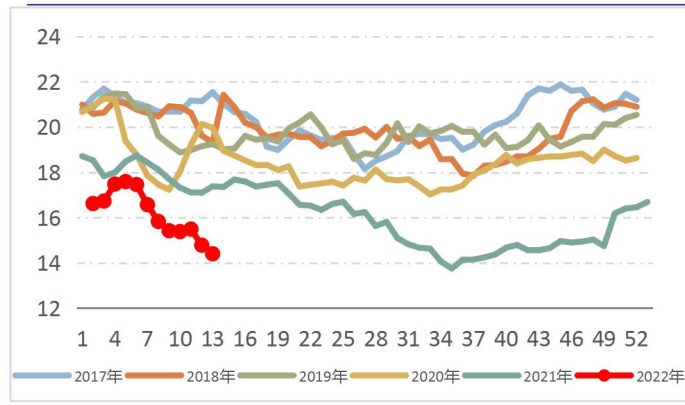
资料来源: 我的钢铁网, 优财研究院

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 18：247 家钢厂存煤可用天数

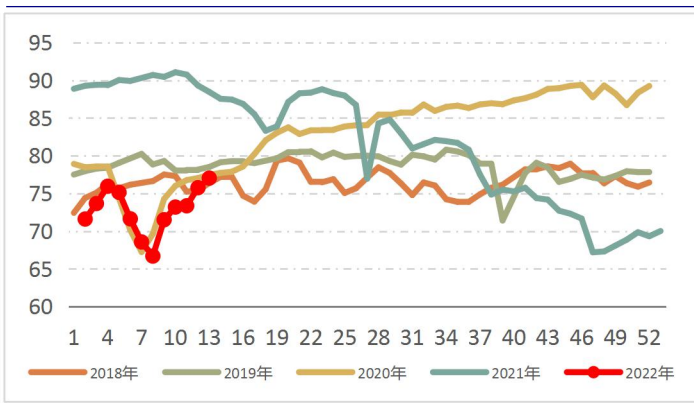


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.5 焦企焦炭生产、库存情况

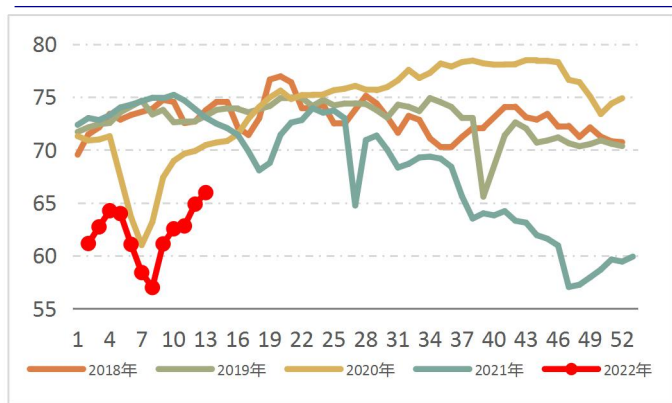
本周焦企端提产延续，不过幅度有一定放缓，产能利用率回到往年正常偏低水平。部分流向公路运输中断、涨价预期结束投机需求减少等因素导致焦企库存出现累积，但可以看到焦企端绝对库存处于绝对低位，虽然区域之间会有一定差异，但整体库存压力不大，且即使价格下调也很难真正刺激需求恢复，因此短期疫情扰动很难带来焦炭价格大幅回调。随着焦煤价格企稳微降，第四轮提涨大面积落地，焦企利润得到良好修复，这也提振了焦企提涨意愿，不过需要注意的是当前下游钢厂利润也仅剩 200 元左右，在利润无法进一步扩张的情况下，无法再承担焦炭第五轮提涨。

图 19：独立焦企全样本产能利用率（%）



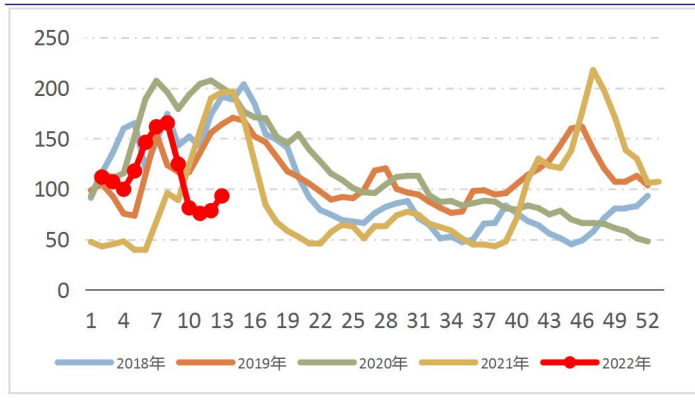
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 20：独立焦企全样本日均产量



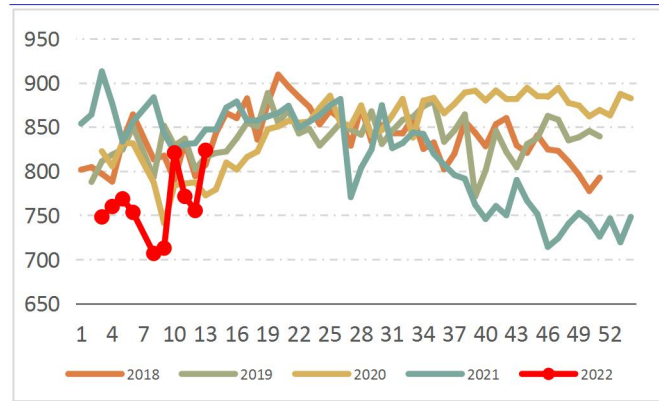
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 21：全样本焦企焦炭库存



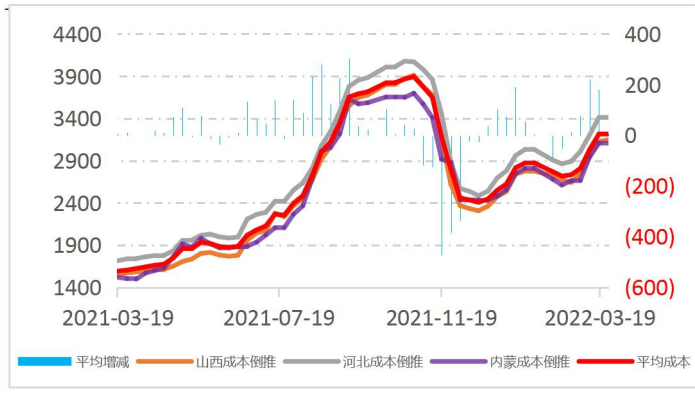
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 22：焦炭表观需求



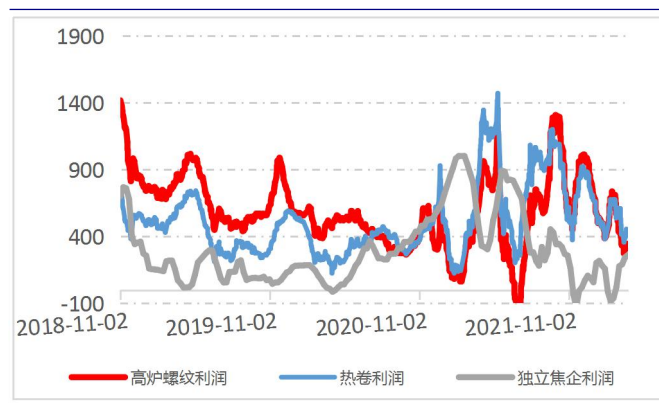
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

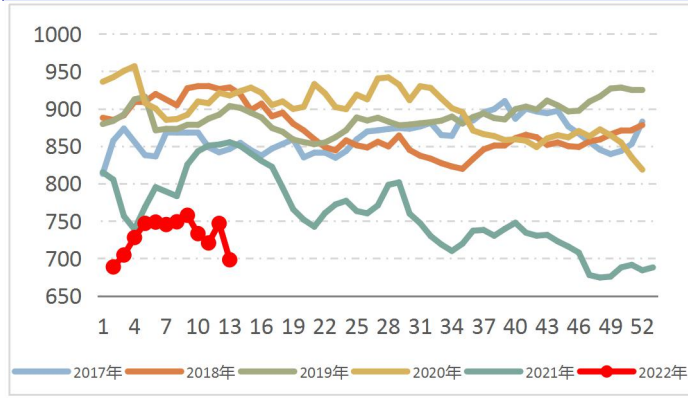


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.6 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

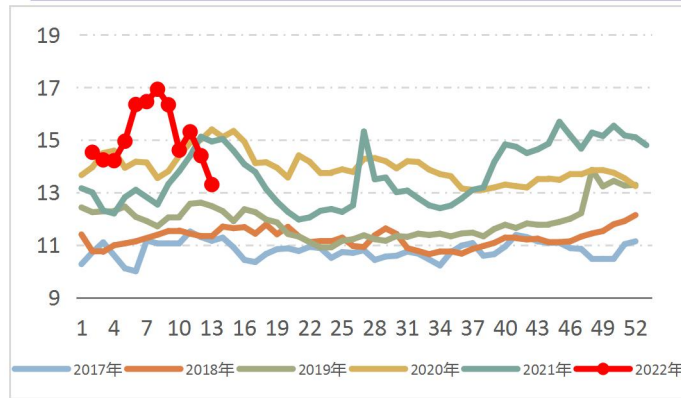
到货不畅导致钢厂端焦炭库存快速下滑，不过后续随着焖炉、停产的情况增加，后续速率或有一定放缓。目前了解到唐山等受疫情影响封闭的地区钢厂原料库存有限，普遍在 5-7 天的水平，而短期公路运输很难放开，后续或有更多的焖炉、停产的情况出现，且后市运输恢复，挤兑式采购原料的情况发生的概率越来越大。需求方面可以看到本周钢联口径铁水出现超预期增长，按其解释主要是因为统计周期的原因导致，目前铁水产量数据尚未充分体现近期高炉减产的情况，综合评估预计下周铁水或回落至 215 万吨左右。但这个数据也并非无用，它反映出虽然即期钢厂利润并不理想，但在没有疫情的情况下，钢厂仍有着极强的复产积极性，这也意味着一旦疫情扰动退出，铁水有望快速回升至 230 万吨以上，而这意味着即使不考虑集中补库，焦煤的刚性缺口也将暴露。

图 25：247 家钢厂焦炭库存



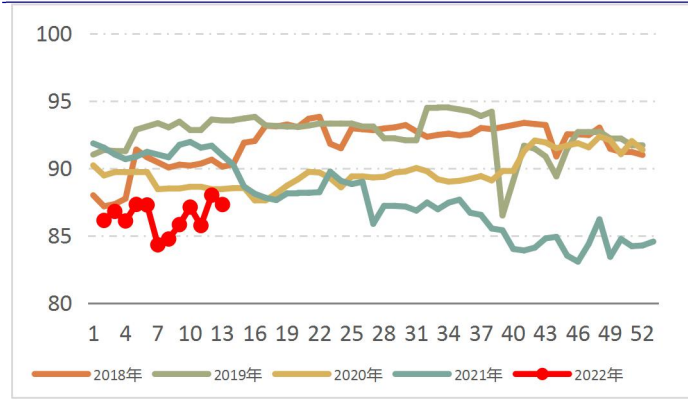
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 26：247 家钢厂焦炭库存平均可用天数



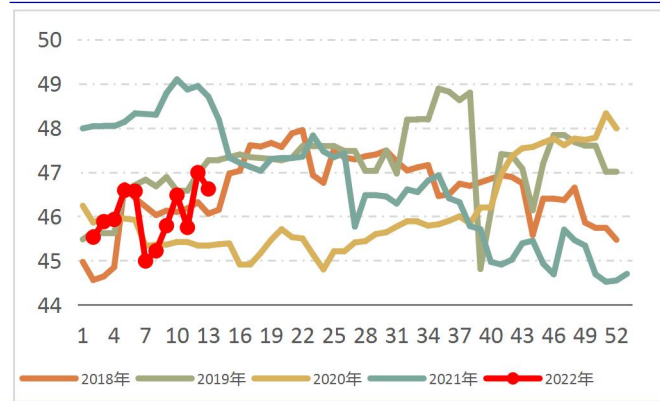
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 27：247 家钢厂焦化产能利用率



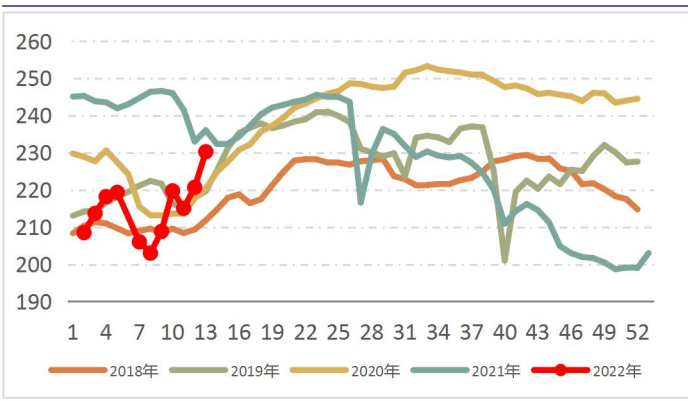
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 28：247 家钢厂焦炭日均产量



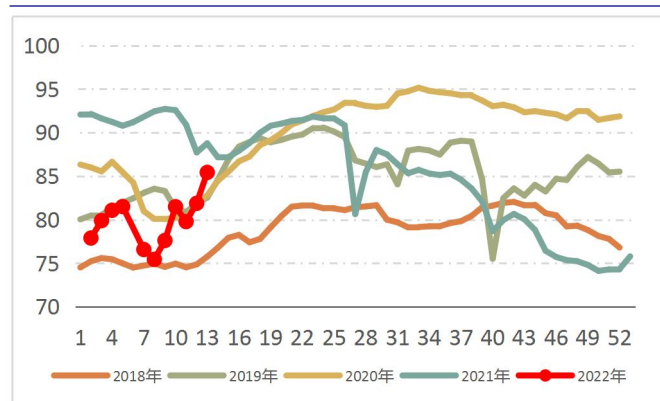
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

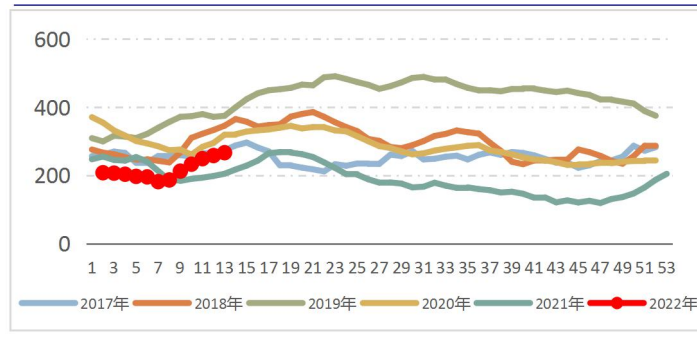


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.7 焦炭贸易商

第五轮涨价预期打消，叠加疫情扰动需求表现，投机需求有减弱的迹象，不过焦炭出口利润较高，外贸需求稳定。

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

疫情背景下运输扰动、需求退出的影响开始反应在基本面数据上，上游开始累库，但整体压力有限，下游低库存策略导致原料不足影响开工，一旦运输扰动结束，需求的集中爆发仍可期待。目前来说双焦现实开始一定程度上走弱，但预期较强，从货权来看，无论是焦煤还是焦炭都集中在上游，各环节低库存的状态下，很难看到价格出现大幅的回调，且目前即使价格回调也无法有效刺激需求，观望还是比较普遍的选择。不过虽然看不到下行空间，但也很难看到价格突破上行，因为目前高价无法向终端传导，黑色整体利润无法扩张，中下游低利润的情况下上游利润扩张受阻，因此也就可以理解为什么近期中下游对高价煤种出现观望不接的情况，这也意味着焦煤上方的顶部短期难以突破，尤其是 05 合约很难彻底走出疫情的影响，因此预计焦煤 05 合约上方在达到 3200 收完贴水后将逐步的见到强压力，短期高位偏强震荡为主，考虑逢低布局焦煤 2209 合约多单。

图 32：周供需匹配



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

四、 风险提示

疫情反复、蒙煤通关正常化、钢厂超预期复产、监管扰动

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/>