

2022年12月18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：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：林敬伟

• 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com



## 大厦将倾，多头通道拥挤

### 内容提要

从基本面的来看，自下而上可以看到钢厂开始入场补库，冬储需求兑现，但焦企的利润改善加上物流恢复带动产量快速回归弥合供需矛盾，导致冬储逻辑动摇，向上驱动减弱，加上现货钢材价格承压，产业利润修复遇阻，同时蒙煤仍有大量进口库存待释放，将压制焦煤价格。从预期的角度来说，防疫政策的放松将逐步从预期叙事转向验证放开后经济的复苏进程的阶段了，第一阶段全国性的大规模感染冲击对于情绪的影响不容忽视。地产端顶层重申房住不炒，加上销售疲软依旧，政策也更加偏向后端发力，远端地产前端预期在充分发酵后也有望逐步回归理性。另外近期高层对基础原料的价格监控可能升温。因此预期层面也在逐步的降温。宏微观上行驱动近期都有衰弱迹象，加上价格已经站上高位，多头大概率不会去博春节后充满不确定性的需求，因此12月中下旬行情可能出现明显调整。

### 操作建议

双焦操作上建议05合约布局空单，09合约焦煤等待回落接多机会。

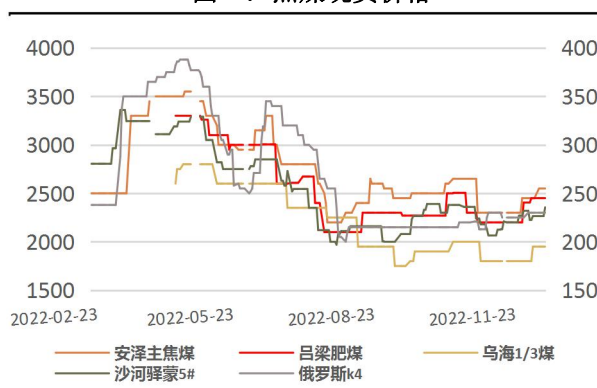
### 风险提示

疫情多点散发造成短期波动、口岸短盘运费坍塌、钢厂铁水坍塌

## 一、行情回顾

上周前半周双焦均跟随黑链整体保持强势状态，至下半周后市场躁动平息，价格整体走疲，一方面是政策预期被充分消化，估值站上高位，另一方面是有关部门的发言以及疫情的急速扩散使得预期交易趋于理性，上周双焦均已换月至 2305 合约，焦煤周涨幅 5.41%报 1969 元/吨，焦炭周涨幅 1.21%报 2849.5 元/吨。现货市场方面，焦煤有冲高势头，但有后劲乏力的迹象，焦炭第三轮提涨落地后虽由焦企提涨第四轮，但未形成合力，暂稳运行。

图一：焦煤现货价格



图二：焦炭现货价格



图三：焦煤主力合约走势



图四：焦炭主力合约走势



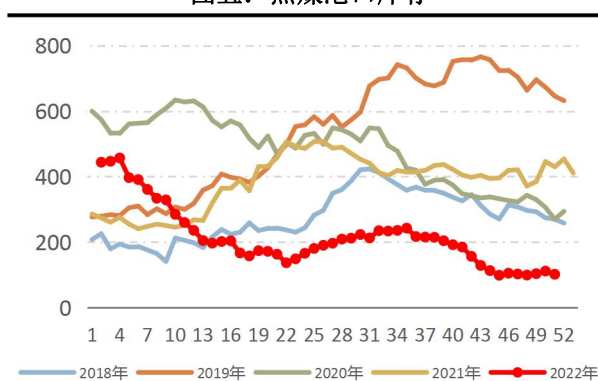
资料来源：iFind，优财研究院

## 二、基本面分析

### 2.1 焦煤煤矿、港口库存

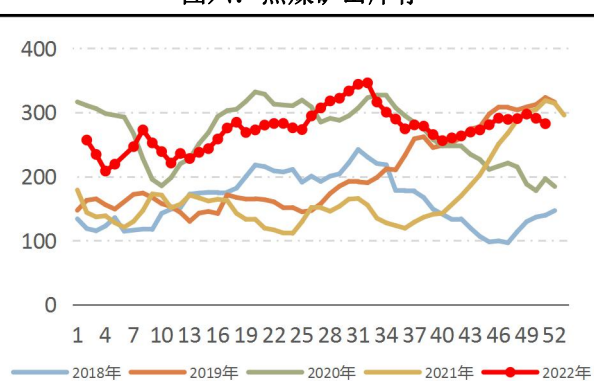
由于临近年底，部分煤矿保年产量压力不大，加上安监需要，煤矿产量下滑短期难以扭转。近期疫情管控放开，道路运输效率提升，且临近月底加上春节较早，补库需求增多，带动矿山库存释放，煤矿挺价力度较强。

图五：焦煤港口库存



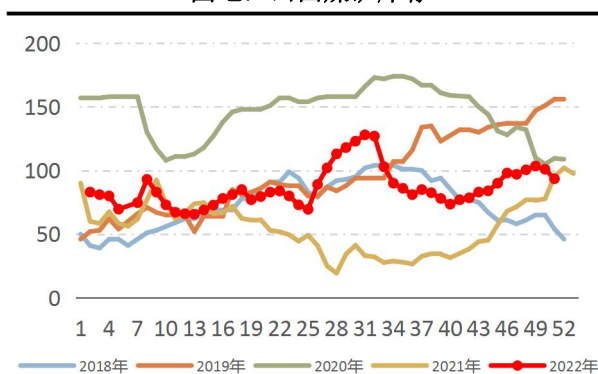
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图六：焦煤矿山库存



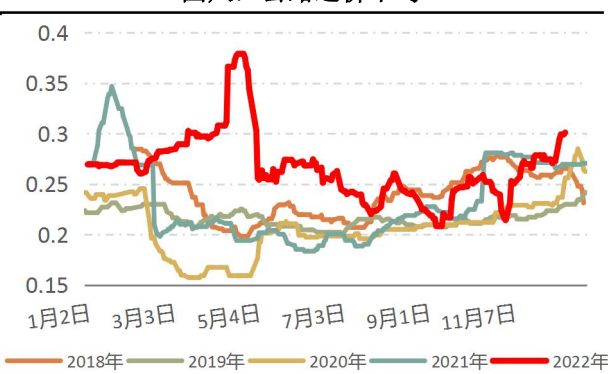
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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

蒙古国内近期针对煤炭领域的贪污腐败事件爆发抗议，但目前来看蒙古国顶层依然有足够稳定局面的能力，目前没有看到对于中蒙煤炭贸易的影响发生。当下甘其毛都口岸日通车维持在 600-650 车区间，超前完成进口计划，后续进口压力不大，加上气候条

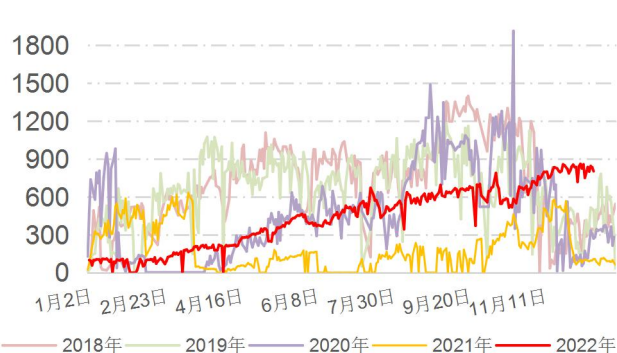
件转差，年末进口没有冲量预期，预计以稳为主。口岸短盘运费居高不下，成本支撑较强导致价格难以跌落，但由于监管库库存仍在 250 万吨的量级，贸易商出库压力依然较大，导致价格向上也有强阻力，目前口岸蒙 5#原煤出库价格在 1600 元/吨上下浮动。

图九：288 口岸短盘运费



资料来源：Mysteel，优财研究院

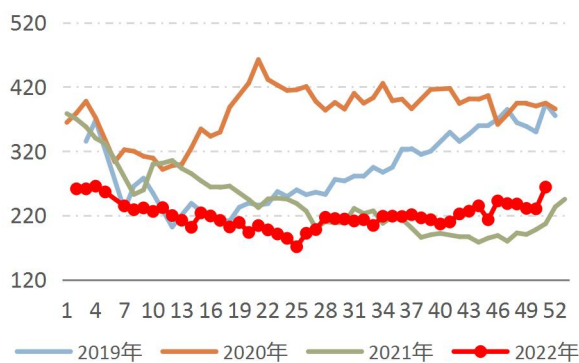
图十：甘其毛都口岸日通车



资料来源：Mysteel，优财研究院

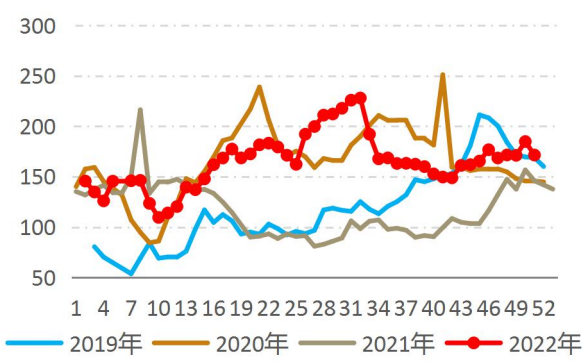
### 2.3 洗煤厂生产、库存情况

图十一：洗煤厂原煤库存



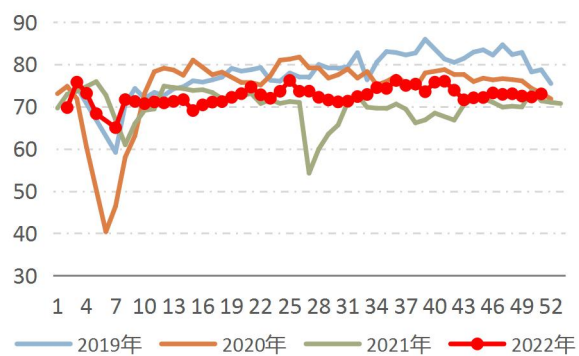
资料来源：Mysteel，优财研究院

图十二：洗煤厂精煤库存



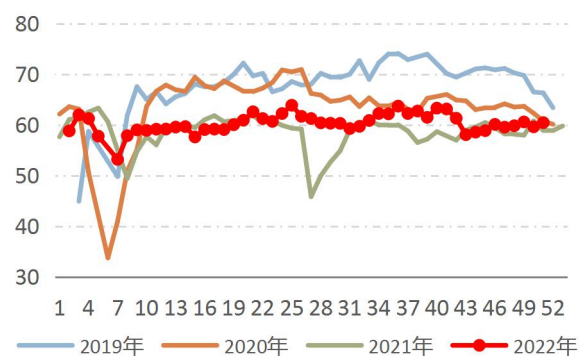
资料来源：Mysteel，优财研究院

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



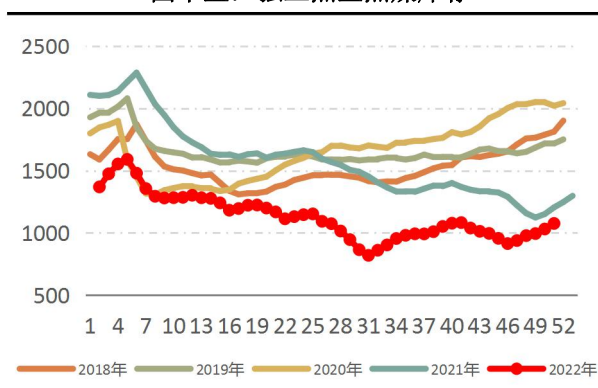
资料来源：Mysteel，优财研究院



## 2.4 下游焦煤库存

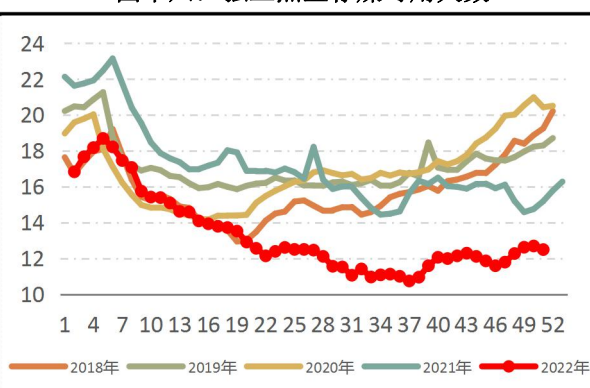
上周钢厂也入场开始着手焦煤补库，可用天数企稳回升，另外由于焦企开工回升，导致补库力度跟不上，可用天数微弱，整体来看，需求侧见到边际增量，但需要关注钢、焦利润稳定性。

图十五：独立焦企焦煤库存



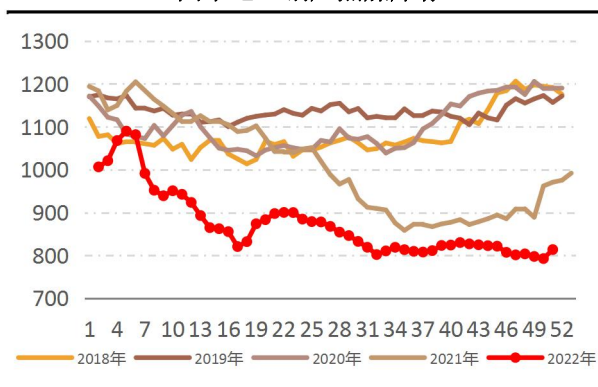
资料来源：Mysteel，优财研究院

图十六：独立焦企存煤可用天数



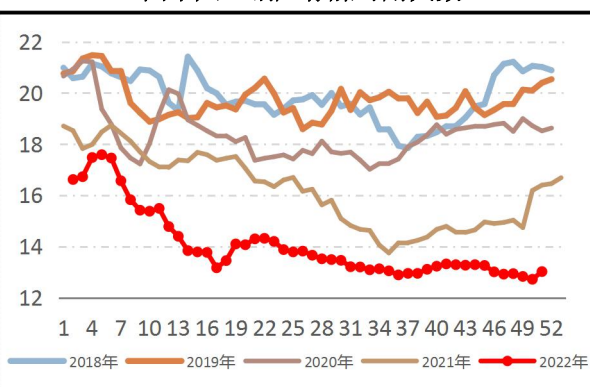
资料来源：Mysteel，优财研究院

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

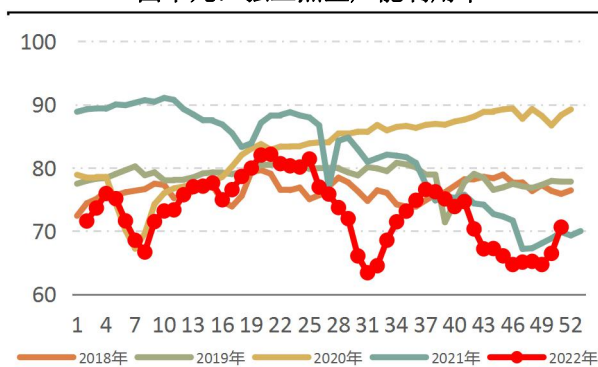


资料来源：Mysteel，优财研究院

## 2.5 焦企焦炭生产、库存情况

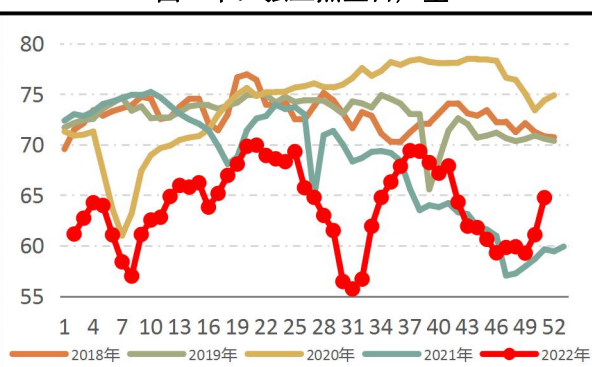
随着煤价企稳，焦化成本稳中微降，第三轮提涨落地后焦化利润得到极大修复，加上运输条件改善后原料到货稳定，焦企产量回升速率超预期，虽然焦企库存仍在下滑，但速率开始放缓，表需开始回落，目前的焦炭产量已经极大程度弥合了炭-铁缺口，再需求走弱的背景下，难以支撑价格进一步上行扩张利润刺激生产。

图十九：独立焦企产能利用率



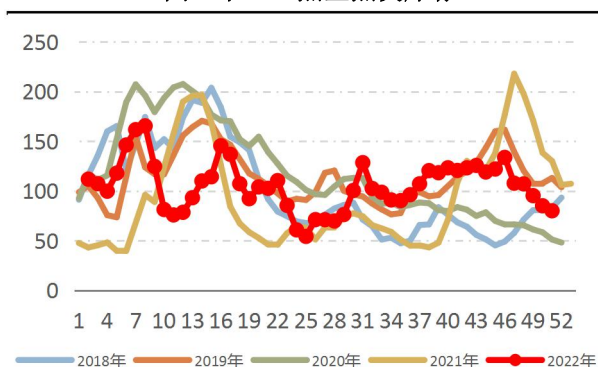
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十：独立焦企日产量



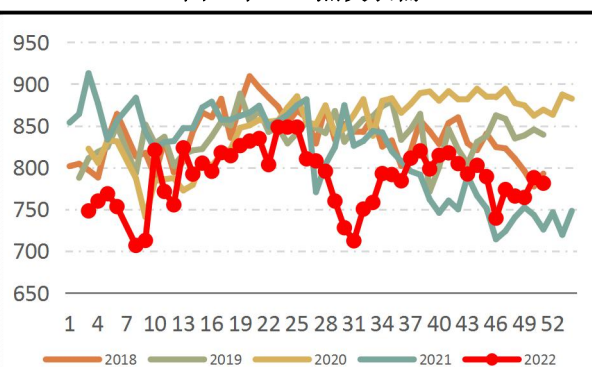
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十一：焦企焦炭库存



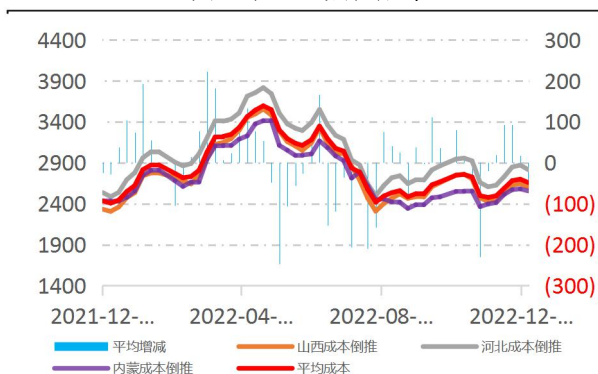
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十二：焦炭表需



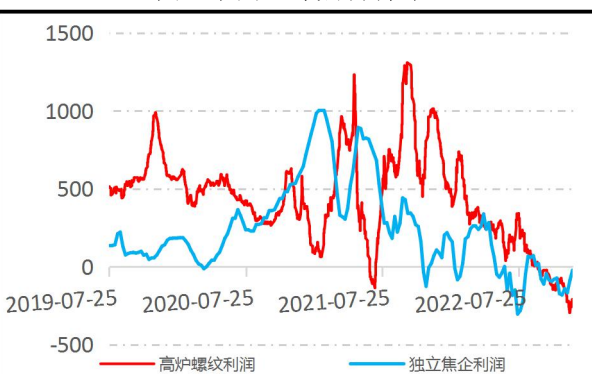
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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

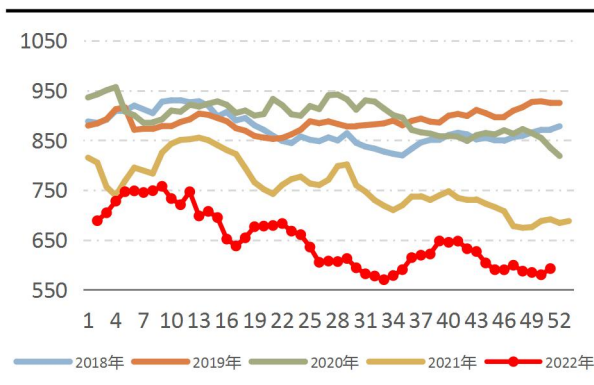


资料来源: Mysteel, 优财研究院

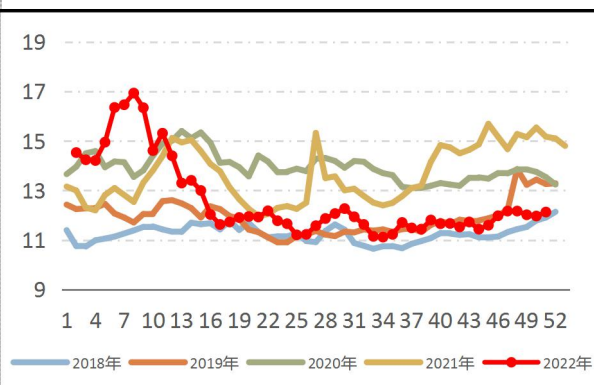
## 2.6 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

上周钢厂明显开始加大补库力度，焦炭绝对库存与可用天数同步回升，一方面是钢厂焦化发力，另一方面是疫情管控放松后产地拿货更加顺畅。高炉铁水产量上周企稳回升，年末还有部分生产线完成检修复产，但预计增量有限，当下钢厂利润表现依然较差的情况下很难预期钢厂增产为高价原料买单赌市场。

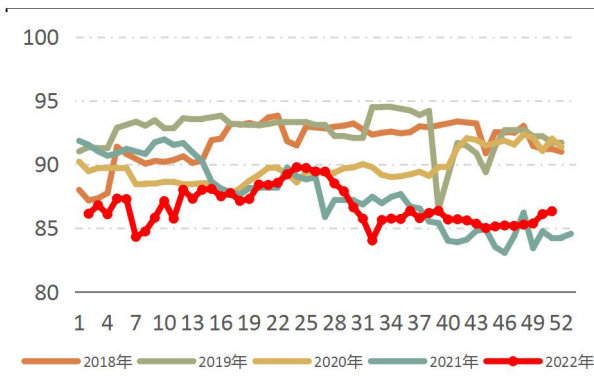
图二十五：钢厂焦炭库存



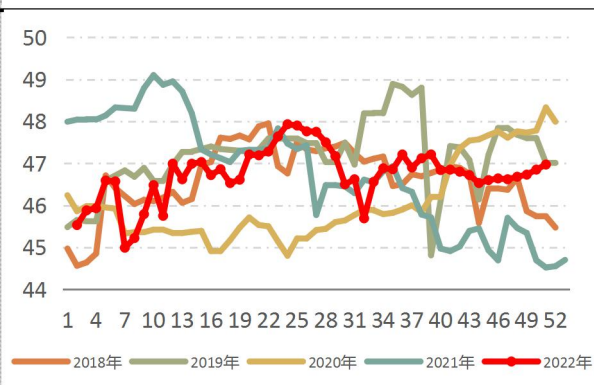
图二十六：钢厂焦炭可用天数



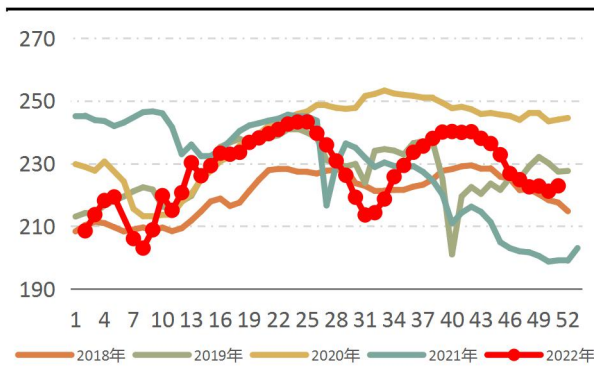
图二十七：钢厂焦化产能利用率



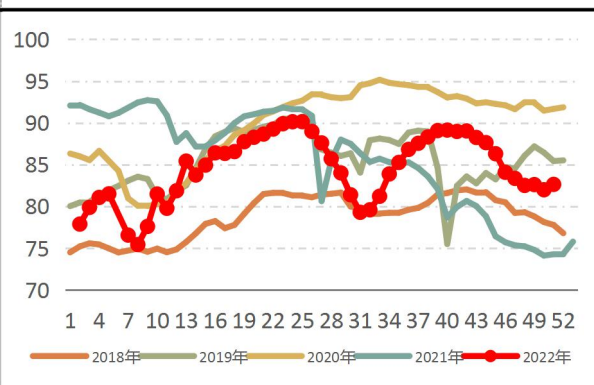
图二十八：钢厂焦炭日产量



图二十九：铁水日产量



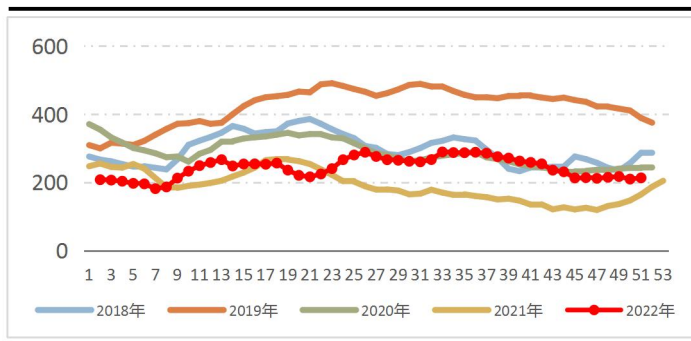
图三十：钢厂高炉开工率



## 2.7 焦炭贸易商

港口库存以稳为主，集港利润不佳本轮期现、投机资源较少。

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

从基本面的来看，自下而上可以看到钢厂开始入场补库，冬储需求兑现，但焦企的利润改善加上物流恢复带动产量快速回归弥合供需矛盾，导致冬储逻辑动摇，向上驱动减弱，加上现货钢材价格承压，产业利润修复受阻，同时蒙煤仍有大量进口库存待释放，将压制焦煤价格。从预期的角度来说，防疫政策的放松将逐步从预期叙事转向验证放开后经济的复苏进程的阶段了，第一阶段全国性的大规模感染冲击对于情绪的影响不容忽视。地产端顶层重申房住不炒，加上销售疲软依旧，政策也更加偏向后端发力，远端地产前端预期在充分发酵后也有望逐步回归理性。另外近期高层对基础原料的价格监控可能升温。因此预期层面也在逐步的降温。宏微观上行驱动近期都有衰弱迹象，加上价格已经站上高位，多头大概率不会去博春节后充满不确定性的需求，因此 12 月中下旬行情可能出现明显调整。双焦操作上建议 05 合约布局空单，09 合约焦煤等待回落接多机会。

## 四、风险提示

疫情多点散发造成短期波动、口岸短盘运费坍塌、钢厂铁水坍塌



## 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/>