



2022年2月20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

双焦：需求重启时，利润再分配

内容提要

基于终端需求足以支撑当前成材价格、铁矿价格在监管下对钢厂让利、不再进行大规模的限产以及蒙煤通关正常化进度缓慢的条件下，有以下可能：

对于焦炭而言，库存集中在焦企叠加焦化普遍亏损的现状决定了限产结束焦炭供应的复苏要滞后于铁水，第一轮博弈提上日程已经是计划内的了。那么如果以修复亏损、给出合适的焦化力度的角度来推测，在焦煤成本不动的情况下，焦炭或将给到 2-3 轮的涨幅。

对于焦煤而言，国内煤矿的复产虽然较早但是存在天花板的，很难再提供更大的边际增量，那么由于进口窗口关闭导致的海运煤、蒙煤资源退出，随着焦炉复产，焦煤的结构性问题或将再度凸显，届时焦煤仍将进一步对焦化利润形成侵蚀。

对于后市短期重点需要关注钢厂方面铁水复产的情况以及终端的实际承接能力，冬奥之后即是需求验证期。

操作建议

单边波动较大，可做黑色产业套利多配，双方压力暂看 2700/3640。

风险提示

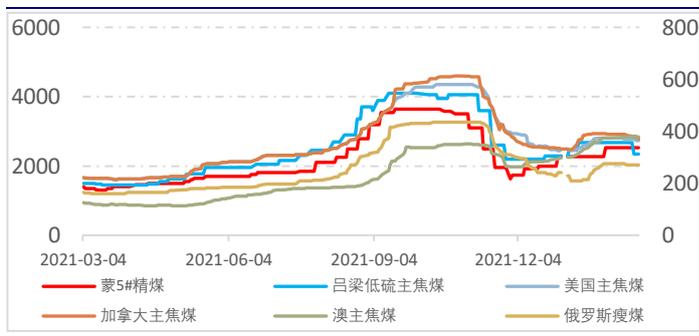
疫情反复、蒙煤通关正常化、钢厂超预期复产、监管扰动

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、行情回顾

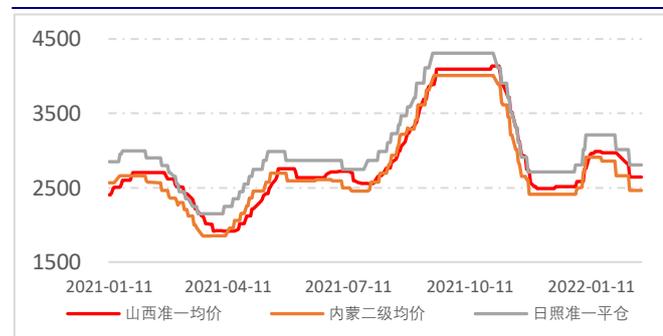
焦煤现货市场成交明显改善，竞拍流拍情况减少，优质焦止跌，部分煤种出现一定溢价，不过配煤出货仍有压力，基本符合上周预期。焦化厂方面由于贸易商入场拿货，出货压力减轻，预期转好矫情捂货惜售情况增加，港口价格反弹，第三轮提降落空概率加大。盘面双焦本周强势上行，均创下本轮上涨行情新高，接近去年9月高点。当前产地焦炭仓单成本 2960，焦煤山西煤折仓单 2459，盘面均已升水。

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



图 4：焦炭期货主力合约走势



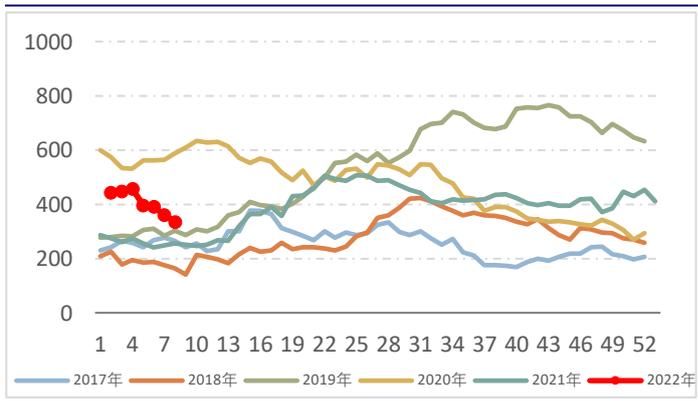
资料来源：Wind，优财研究院

二、基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

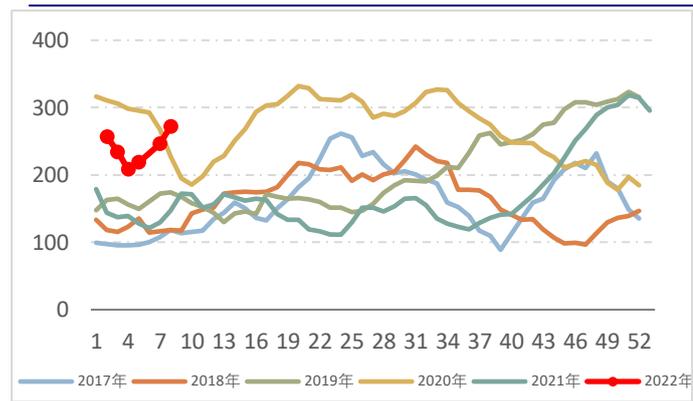
港口库存持续走低，一方面海运煤进口窗口持续关闭叠加前期海外产地受灾害影响生产发运，导致海运煤资源趋紧，另一方面在港澳煤逐步完成通关，但后续再无新增澳煤量，因此焦煤在港库存量逐步回归过往水平，待煤价回升需求修复已促使海运煤资源回归。矿山方面仍是正常节后累库阶段，目前煤矿逐步复产，但需求尚未全面回归，因此本周煤矿端尤其是山西地区依然有比较明显的累库，但是整体库存尚在可接受范围，随着冬奥结束下游限产放开，势必带动补库需求复苏，预计煤矿端库存拐点将在 1-2 周内出现。目前来看配煤资源的价格压力较优质煤会更大一些，后续关注动力煤保供稳价是否再度对部分配煤资源形成挤占。

图 5：焦煤港口库存



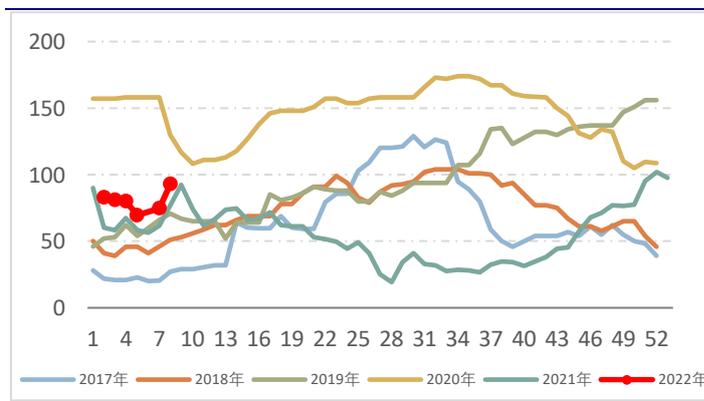
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：焦煤矿山库存



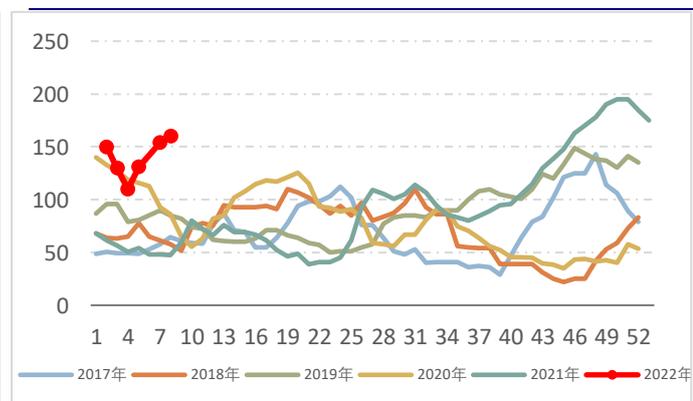
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

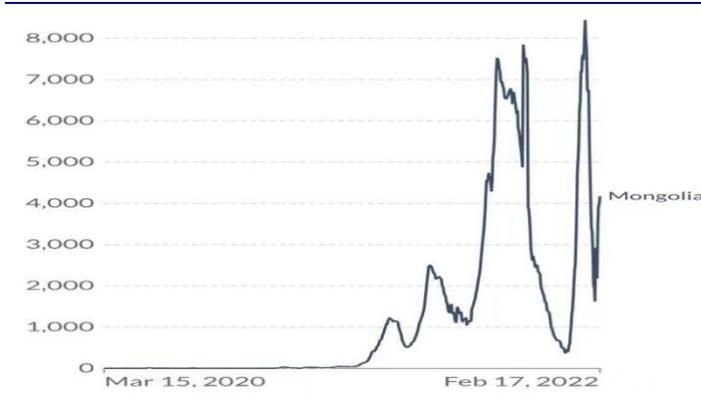


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.2 蒙古疫情与通关

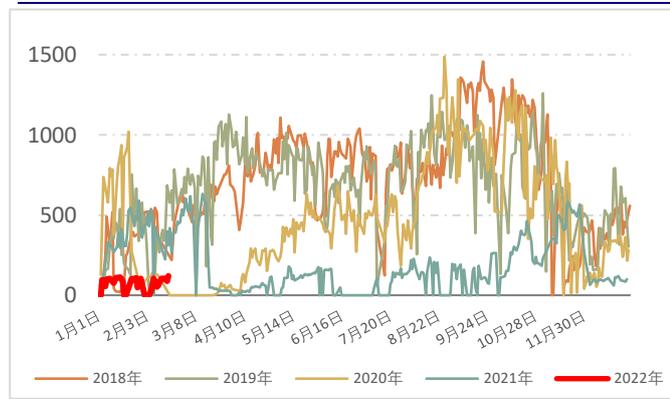
甘其毛都口岸日通车量维持在百车水平附近，短盘运费均价下滑百元至 820 元/吨。目前来看，蒙煤进口最大的威胁仍是疫情，冬奥过后边境通关有望逐步放松，但前提不会引发国内尤其是内蒙地区疫情新一轮爆发，那么如果参考但是 10.11 月蒙古的疫情情况，现在显然是不符合条件的，另外近期蒙古国在放开国门，管控放松也意味着本轮蒙古疫情可能再创一个小高峰，那么等到重新进入可控状态或许至少还要 1 个月的时间，那么短期之内我们可能很难看到蒙煤出现大规模通关，意味着短盘运费降不下来以及资源量有限，去年四季度低价蒙煤的冲击很难再度重演。

图 9：蒙古单日新增（七日平均）



资料来源：our world in data，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

洗煤厂开始复产，日产提升的情况下原煤、精煤库存均走稳，意味着有一定程度的加快补库，且下游需求有一定增长。

图 11：110 家洗煤厂原煤库存

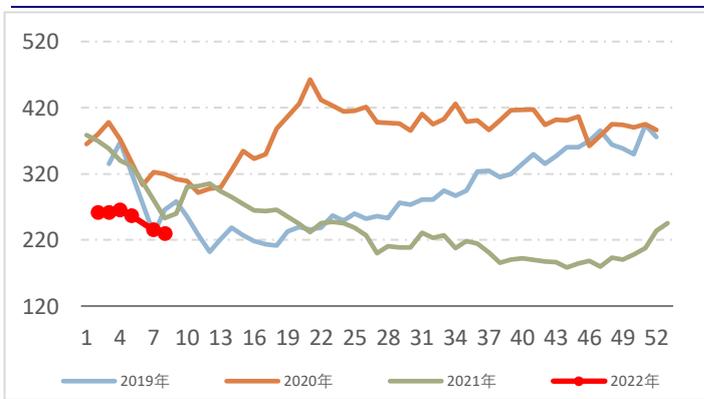


图 13：110 家洗煤厂日均产量

图 12：110 家洗煤厂精煤库存

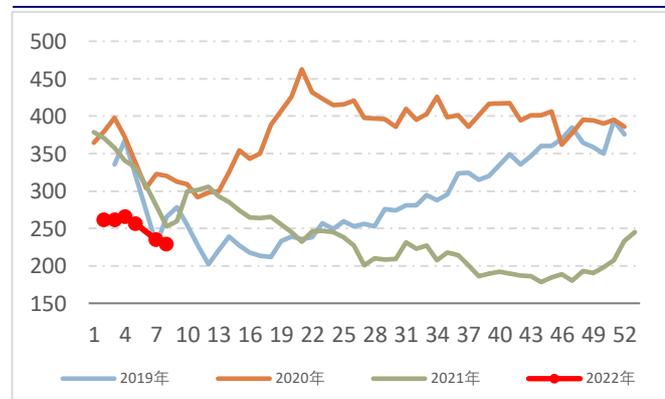
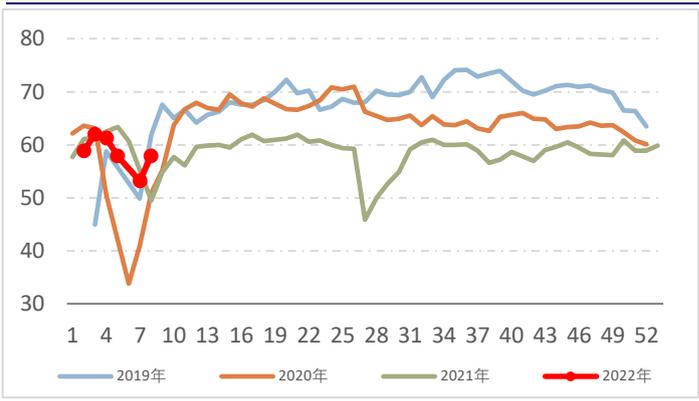
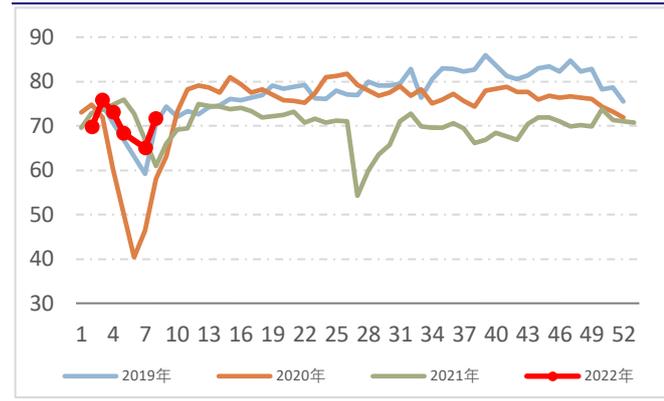


图 14：110 家洗煤厂开工率



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

2.4 下游焦煤库存

绝对库存上看进入同期低位，可用天数上看独立焦企处于正常水平，钢厂焦化接近低点，补库需求启动即在眼前。由于目前焦化整体利润偏低，无法承载高额煤价，因此短期无法快速开启补库，预计库存拐点会略微滞后，等待焦化利润修复。

图 15：独立焦企全样本焦煤库存

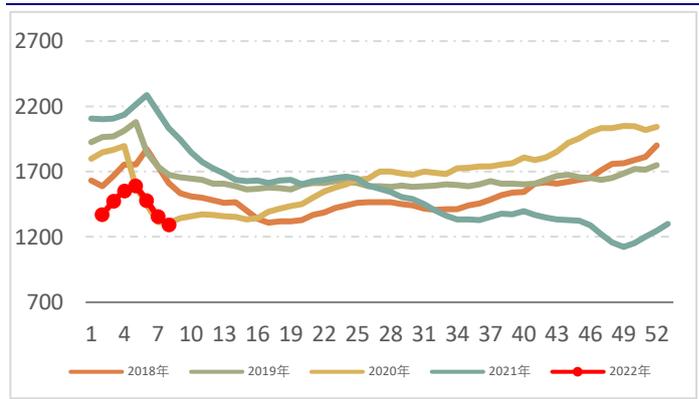


图 16：焦企存煤可用天数

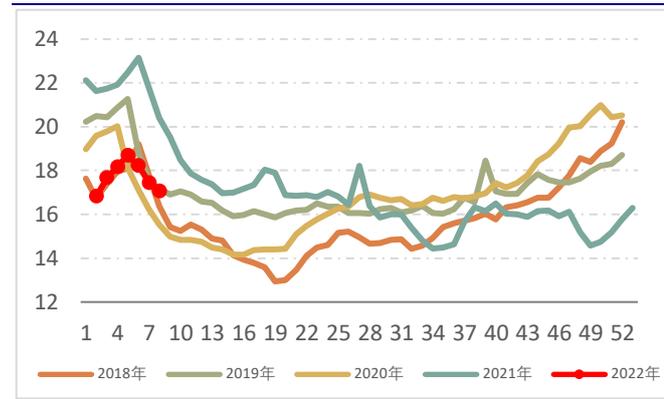


图 17：247 家钢厂焦煤库存

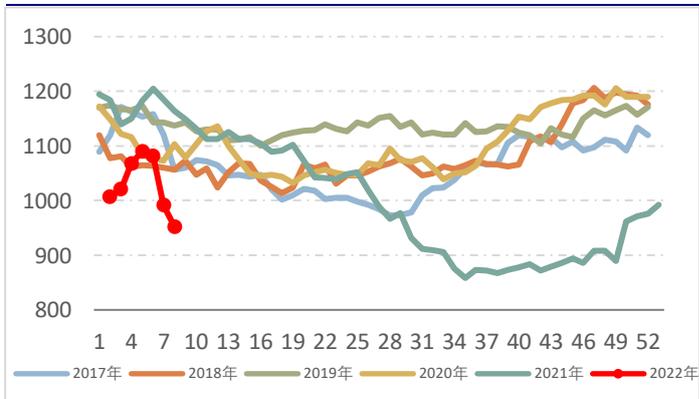
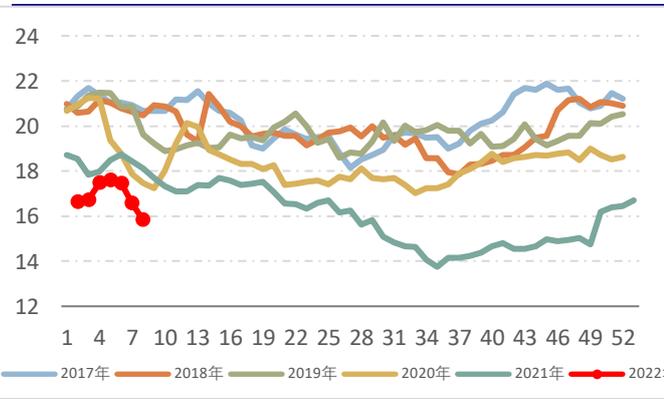


图 18：247 家钢厂存煤可用天数



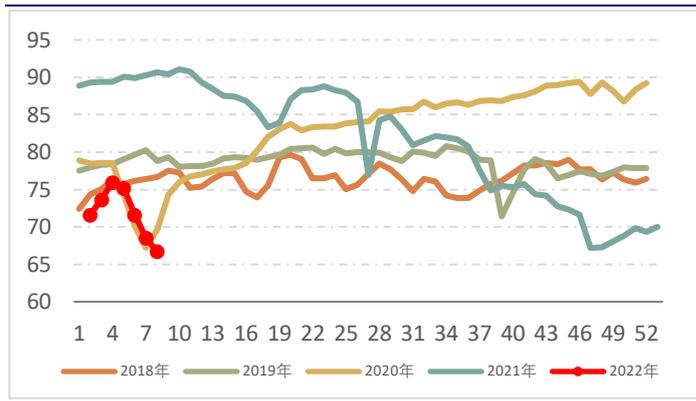
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

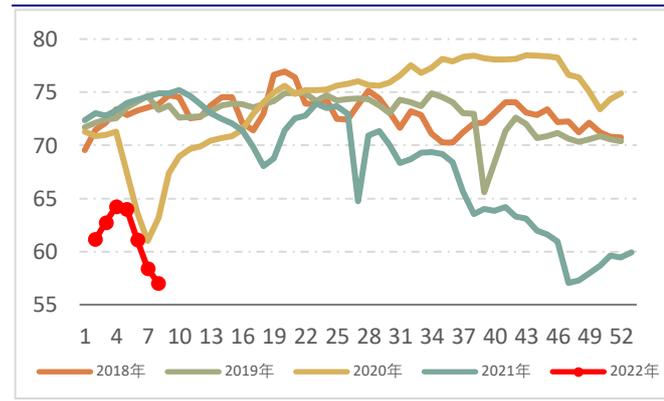
虽然我们看到主产区临时管控放开，但焦企产能利用率仍出现进一步下滑，日产再见 18 年以来新低，这背后环保等政策限产是一方面，但更多是近期焦化利润大面积转向亏损，叠加需求没有充分复苏，使得焦企整体生产积极性受挫。焦企端累库趋势开始放缓，表需拐头，一是因为日产下滑，二是因为外贸、期现给出利润，贸易商拿货增加，三是预期向好焦企出现捂货待涨的现象。近期受益于焦煤价格走弱，焦化成本小幅下降，但煤价整体已然有企稳迹象，进一步压降成本空间不大，那么后续焦企只能去钢厂要利润，可以看到近期成材利润仍在扩张，对焦炭涨价具备承载力，尤其是铁矿石价格被打压的现在，具备产业利润再分配的基础。

图 19：独立焦企全样本产能利用率（%）



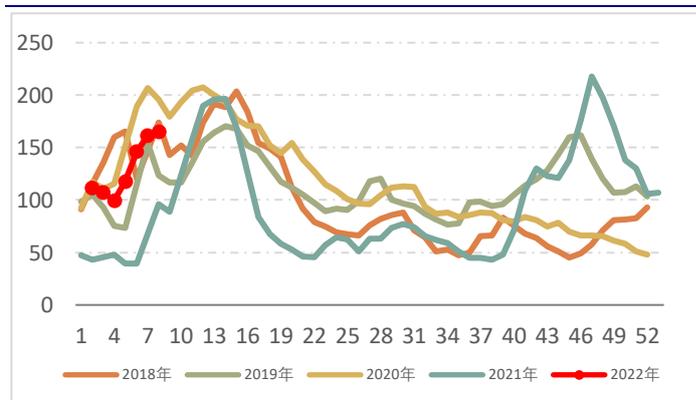
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 20：独立焦企全样本日均产量



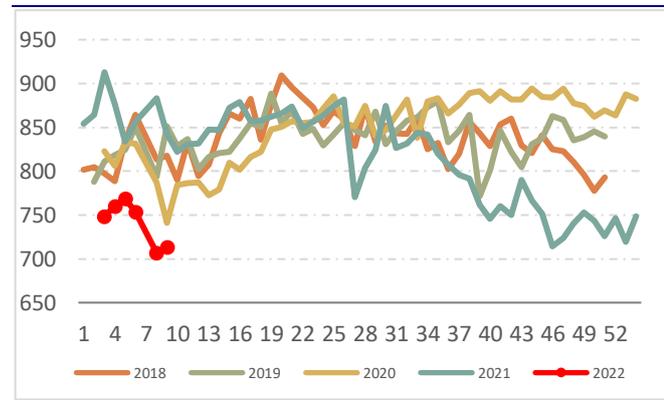
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

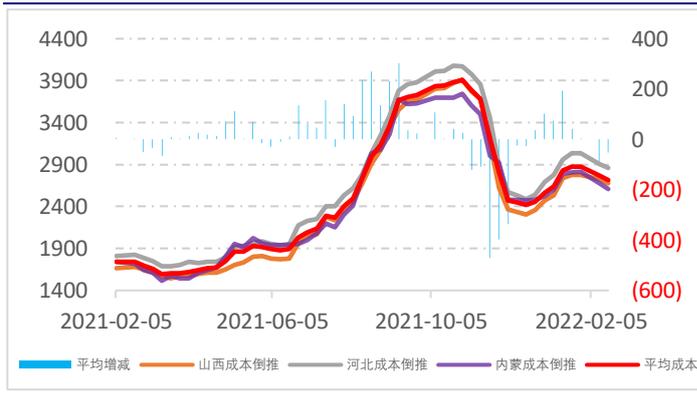
图 22：焦炭表观需求



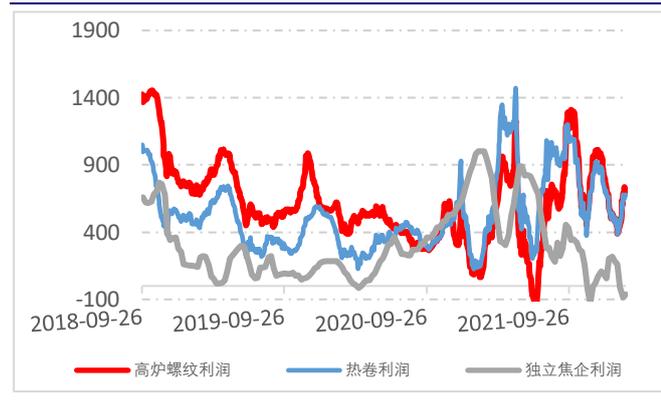
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 23：焦化成本

图 24：螺焦利润对比



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

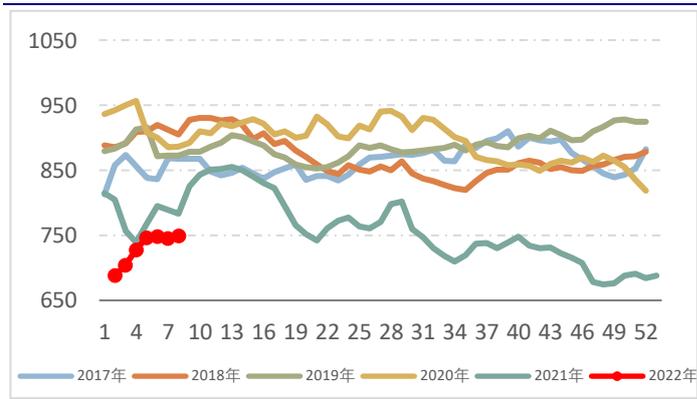


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.6 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

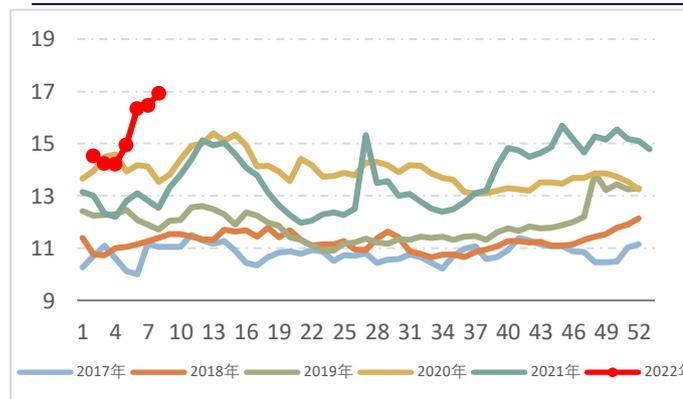
钢厂方面铁水日产逼近 200 关口，降幅放缓，冬奥结束在即且利润良好，预计将快速回升，带动焦炭刚需复苏，钢厂焦化已经率先复产。本周钢厂焦炭库存稳中微增，整体处于偏低水平，库存可用天数偏高但复产逻辑下存在虚高的情况。

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

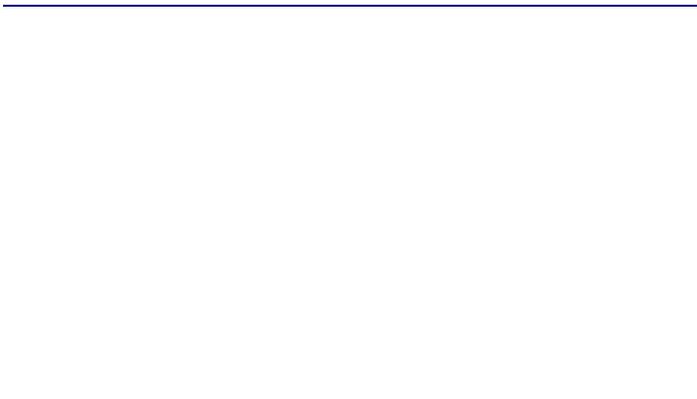
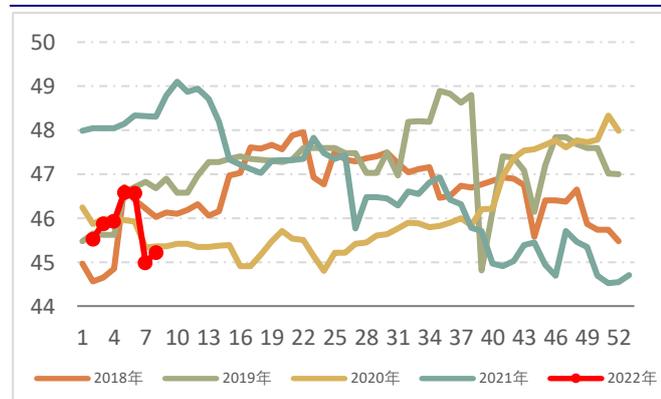


图 28：247 家钢厂焦炭日均产量

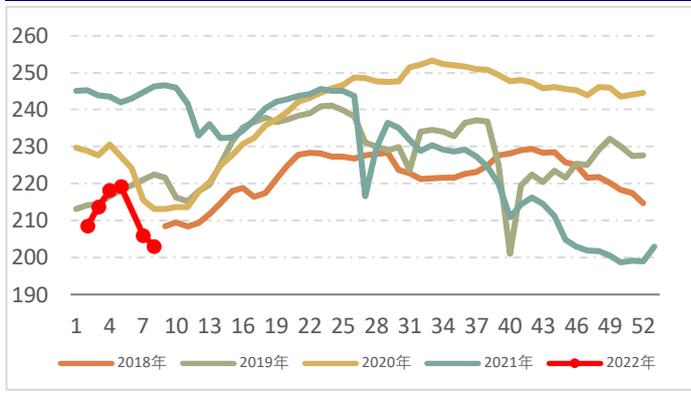




资料来源：我的钢铁网，优财研究院

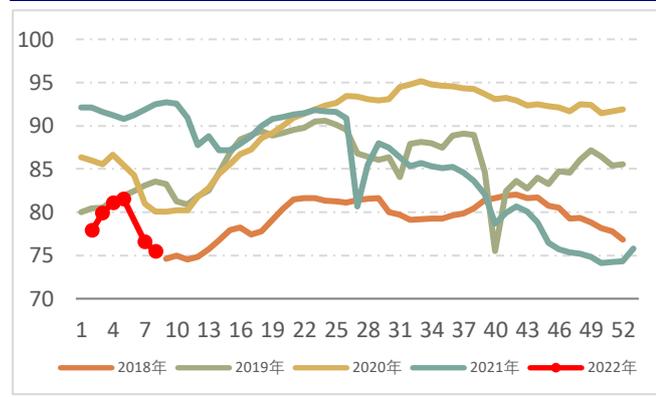
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

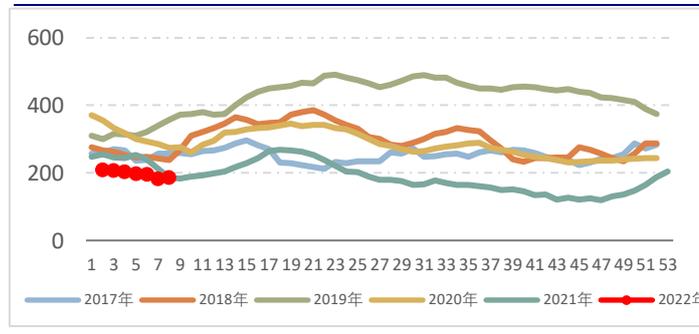


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.7 焦炭贸易商

港口库存企稳回升，外贸、期现套均给出良好利润，贸易商拿货积极性提升，港口率先涨价。

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

当前的供需结构上看，双焦并没有出现明显的过剩或者紧缺，但站在目前这个时间点我们需要更多的关注预期的变化。基于终端需求足以支撑当前成材价格、铁矿价格在监管下对钢厂让利、不再进行大规模的限产以及蒙煤通关正常化进度缓慢的条件下，可以有以下可能：

对于焦炭而言，库存集中在焦企且压力不大叠加产业利润分配不均导致焦化普

遍亏损的现状决定了冬奥之后限产结束，焦炭供应的复苏要滞后于铁水，高弹性限制了利润空间的同时也意味着焦炭很难出现过度的过剩，因此当前时点看第三轮提降大概率落空，第一轮博弈提上日程已经是计划内的了。那么如果以修复亏损、给出合适的焦化力度的角度来推测，在焦煤成本不动的情况下，焦炭或将给到 2-3 轮的涨幅，那么对于产地仓单成本分别上到 3420、3640，因此至少站在当前时点，焦炭依然具备多配的价值。

对于焦煤而言，国内煤矿的复产虽然较早但是存在天花板的，在没有新的增量产能出来的情况下国内自身的供应很难再提供更大的边际增量，那么由于进口窗口关闭导致的海运煤、蒙煤资源退出，随着焦炉复产，焦煤的结构性问题或将再度凸显，届时焦煤仍将进一步对焦化利润形成侵蚀，基于此我们预估焦煤上方的压力在 2700 上下，即进口有利足以形成补充，焦化有利稳定需求。

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/>