



2022年7月17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：盛文字

• 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



负反馈 2.0 演绎，后续看煤价抗压

内容提要

本周开启的新一轮暴跌行情，更加鲜明的展现出了负反馈的特征，钢坯、成材价格的崩盘是新的导火索，钢厂大力减产背景下双焦需求快速大幅走弱，导致供需格局快速转向相对偏松的状态，焦炭由于生产调整更加灵活，因此整体减产减采的步调基本与钢厂同步，而煤矿的调整明显滞后，因此需求转弱而供应仍在高位导致产业利润收缩的压力快速传导至焦煤端，整个传导过程顺畅。就盘面而言，一轮急跌导致期现明显脱节，估值上给出支撑，负反馈逻辑充分兑现后驱动也开始减弱，因此虽然难以给出扩利润预期，但追空的风险已然提升，参考上一轮负反馈行情，下周或有一轮反弹修复后企稳等待现货反应，后续一是关注宏观环境变化，尤其是地产方面相关事件的动向，另一个是焦煤端高压之下的承压能力考验。

操作建议

操作上多看少动，空单考虑获利退出，不参与反弹，逢高再空。

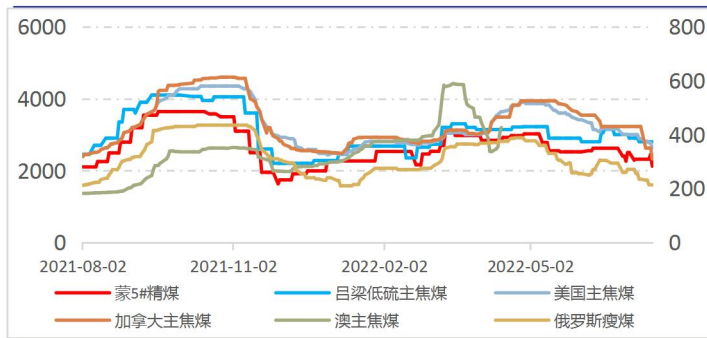
风险提示

终端需求超预期复苏、煤矿意外减产、蒙煤成本坍塌

一、行情回顾

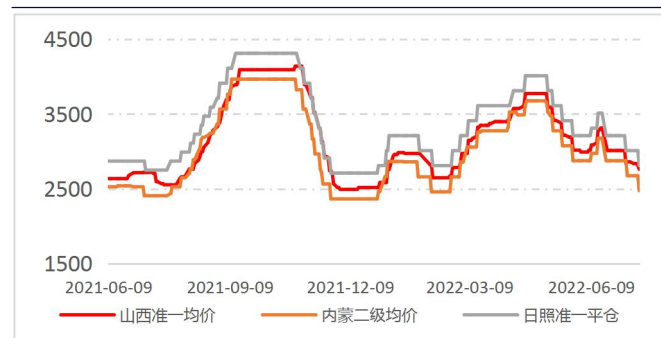
周内双焦期货跟随产业整体趋势大幅下挫，2209 合约焦煤收跌 10.95%报 1964.5 元/吨，焦炭收跌 13.39%报 2543 元/吨，焦炭价格在下一个台阶后触及支撑，焦煤相对偏强。现货层面焦煤竞拍情况呈现小幅逐步恶化态势，流拍情况增加，成交溢价收敛，价格整体回落，焦炭接第三轮提降，价格累计回落 700 元/吨。同时需要注意海外焦煤价格亦出现明显走弱，澳煤已较高点腰斩，此时模拟进口利润再 500 元/吨以上，反应当前海外市场亦不乐观。

图 1：焦煤现货价格



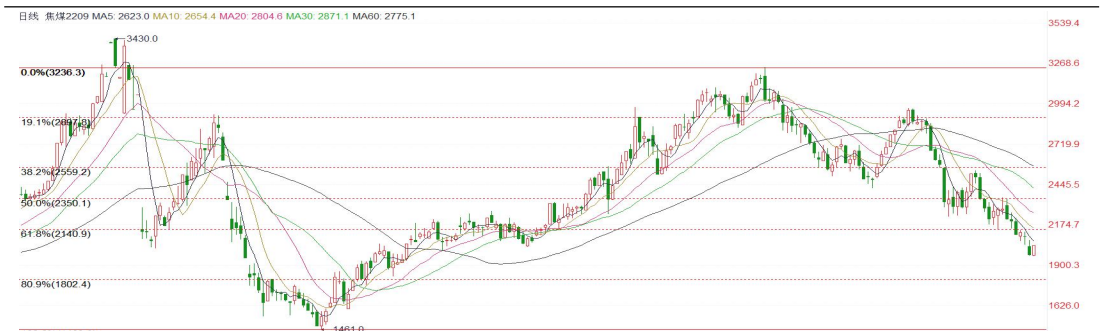
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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: iFind, 优财研究院

图 4：焦炭期货主力合约走势



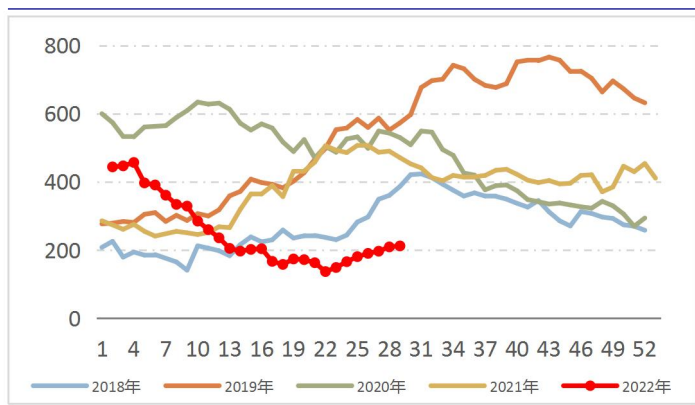
资料来源: iFind, 优财研究院

二、基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

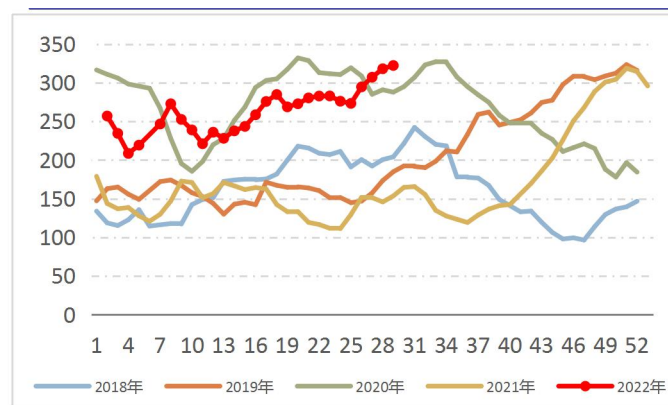
供给侧累库幅度出现放缓，考虑到当前市场动荡，而海运煤资源船期长而波动大，且缺乏足够需求支撑，因此加、美进口量上不来，港口主要以俄罗斯煤到货为主，但目前也出现了出货困难问题。坑口方面要区分主动累库和被动累库，目前来说山东地区建储任务进入尾声，山西区域则没有相关需求，主要是的需求回落产生的被动累库。目前国内焦煤矿由于都有一定的保供保产量的任务，不管是用中煤还是配煤资源改售，且目前实际吨煤利润仍在高位，因此目前煤矿端整体减产意愿不强烈。不过需要注意虽然煤矿仍有挺价的情绪，但实际市场价格已然逐步回落，市场煤价低于长协煤价的格局形成，也反应了当前焦煤开始转向供过于求。

图 5：焦煤港口库存



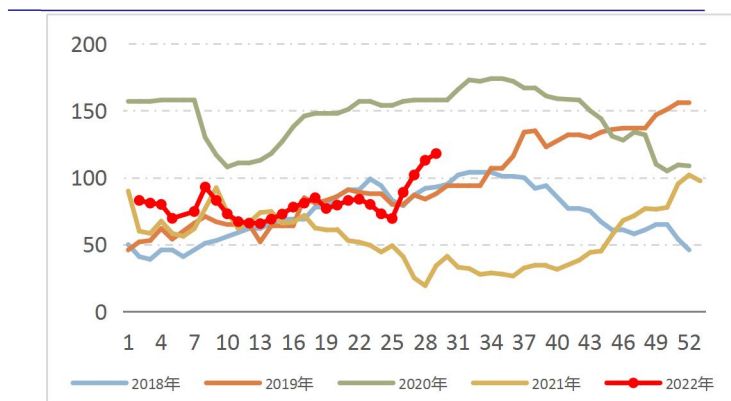
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：焦煤矿山库存



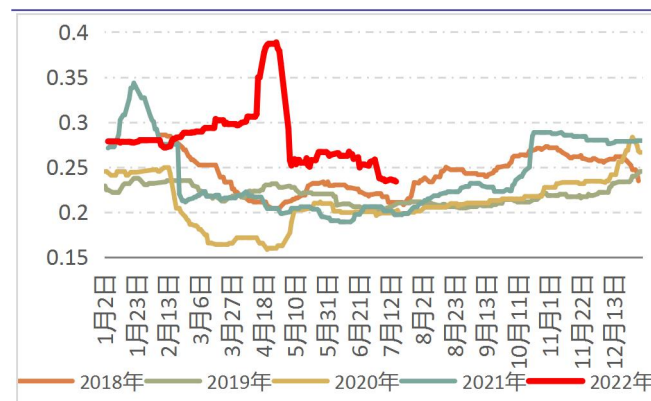
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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：公路单公里运价

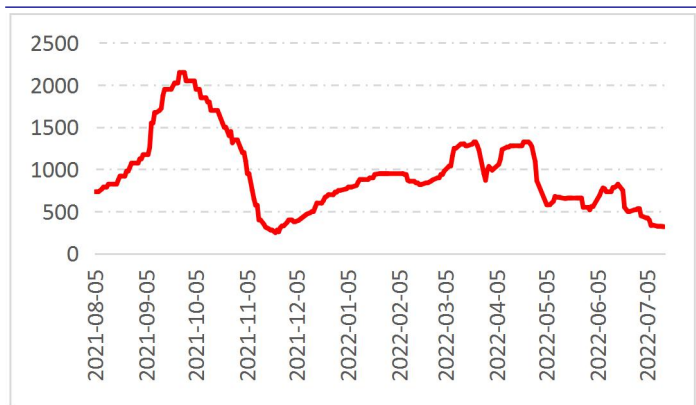


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.2 蒙古疫情与通关

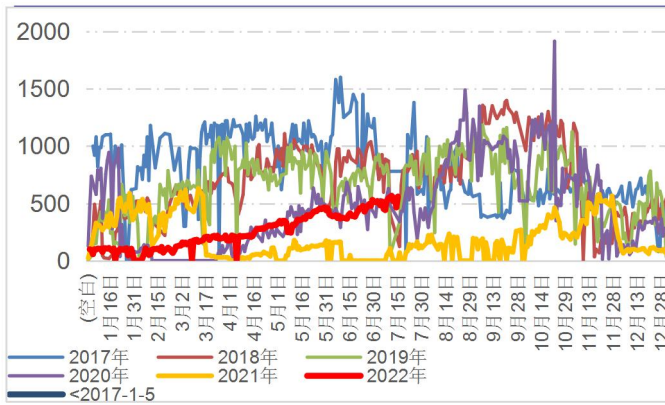
本周受疫情影响外运受阻，监管库库存出现爆仓风险，但目前内蒙疫情控制得当，预计下周将放开外运，缓解库存压力。周内甘其毛都口岸蒙方司机三连阳，通车出现小幅波动，但整体仍维持在 450-570 车高位区间维持，蒙煤进口保持稳定。

图 9：288 口岸短盘运费



资料来源：钢联，优财研究院

图 10：甘其毛都口岸日通车

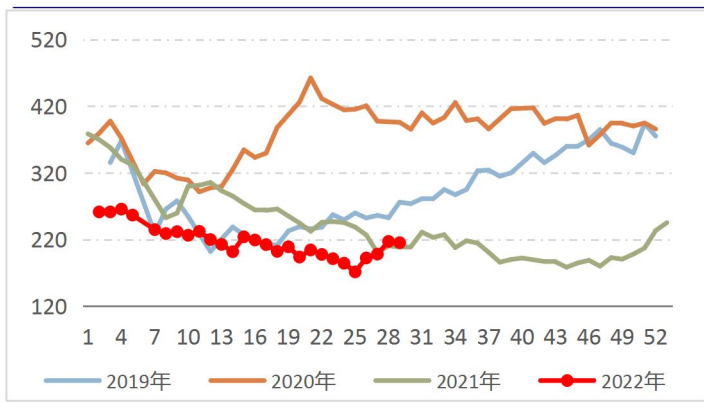


资料来源：公开新闻整理，优财研究院

2.3 洗煤厂生产、库存情况

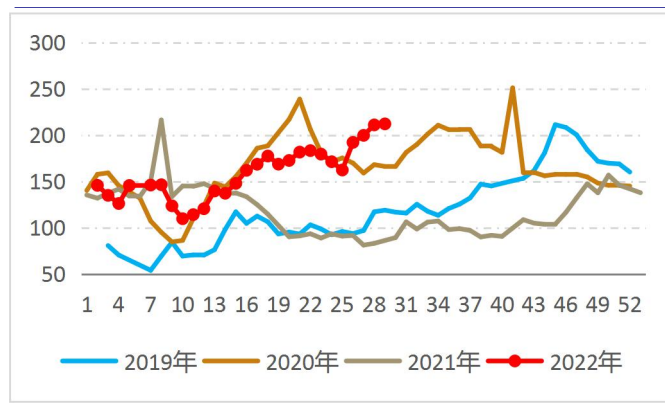
洗煤厂方面开工持稳微降，库存走平。目前来看洗煤厂精煤库存偏高，体现当前出货压力较大，目前煤价波动较大，投机需求不显，下游采购兴致不高，压力向坑口洗煤厂集中。

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

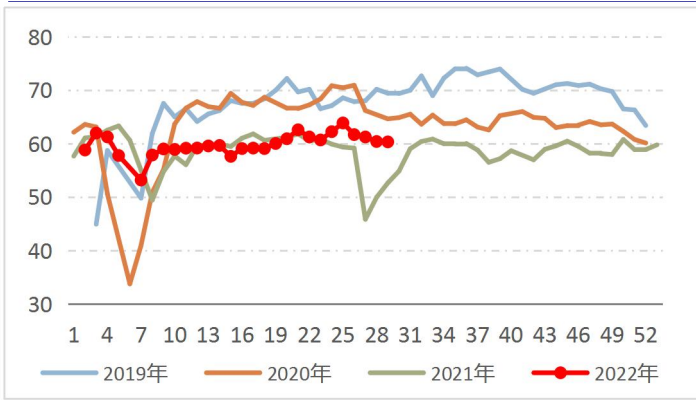
图 12：110 家洗煤厂精煤库存



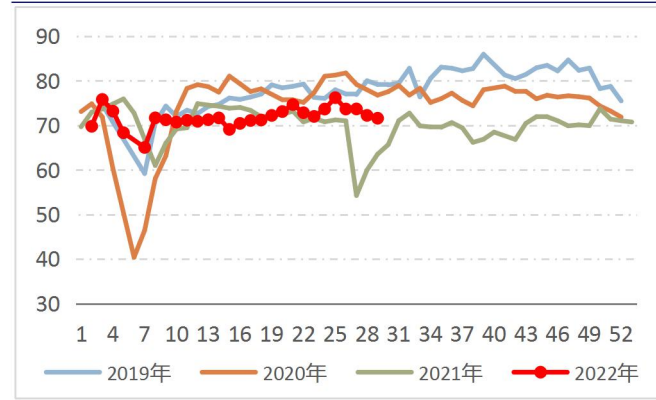
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 13：110 家洗煤厂日均产量

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

焦、钢企业焦煤库存进一步去化，焦企可用天数见新低，钢厂存煤可用天数持平，反应当前下游按需采购主动稳、降原料库存的心理，一方面是焦、钢企业均处亏损状态，压原料成本的意愿较强，二是买涨不买跌的心理。

图 15：独立焦企全样本焦煤库存

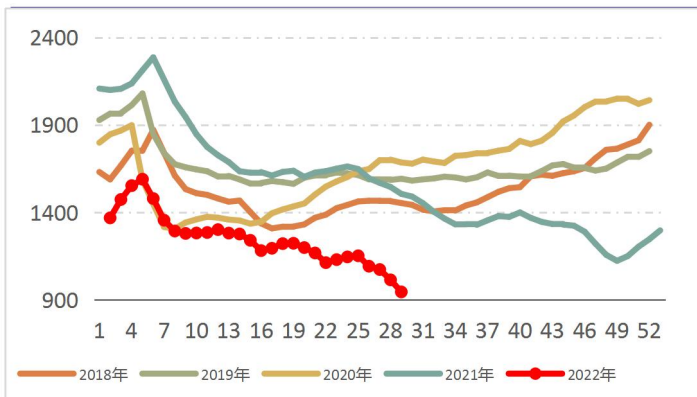
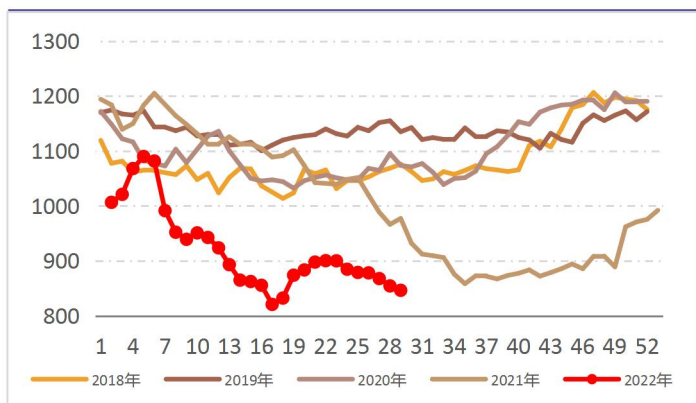


图 17：247 家钢厂焦煤库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 16：焦企存煤可用天数

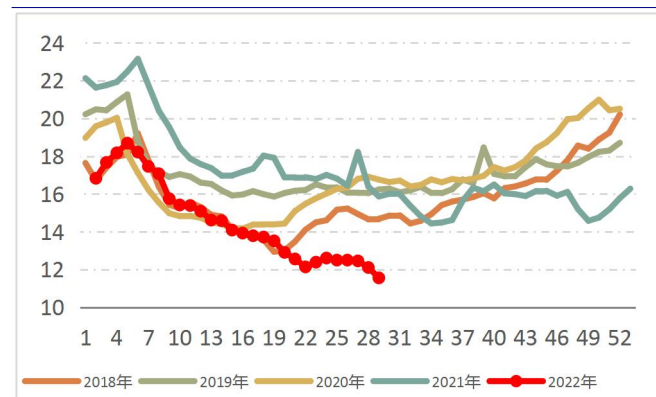
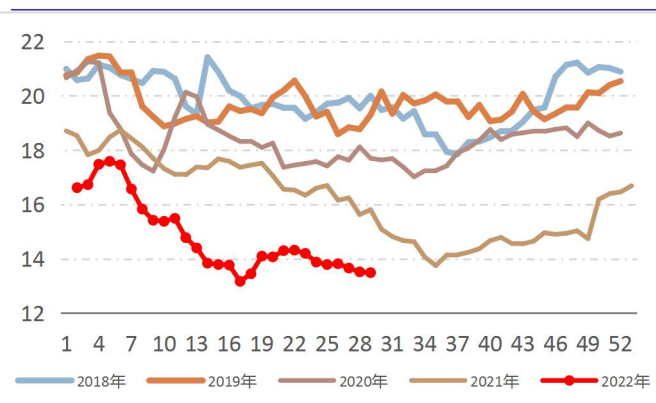


图 18：247 家钢厂存煤可用天数



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

焦企大面积亏损的现象已经发生，而随着钢厂第三轮提降落地，焦企整体亏损的幅度将进一步扩大，会很大程度上冲击焦企生产积极性，目前我们可以看到虽然焦企端已然大幅减产，但已经无法很好覆盖需求的回落库存出现积累的势头。但从利润分配的角度来看，下游钢厂同样处于亏损减产的状态，无法从下游获取利润，后续仍然只能依靠打压原料焦煤的价格来实现利润的修复。

图 19：独立焦企全样本产能利用率 (%)

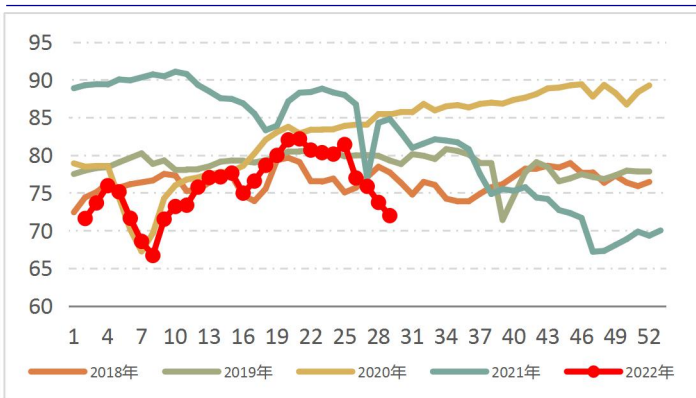


图 20：独立焦企全样本日均产量

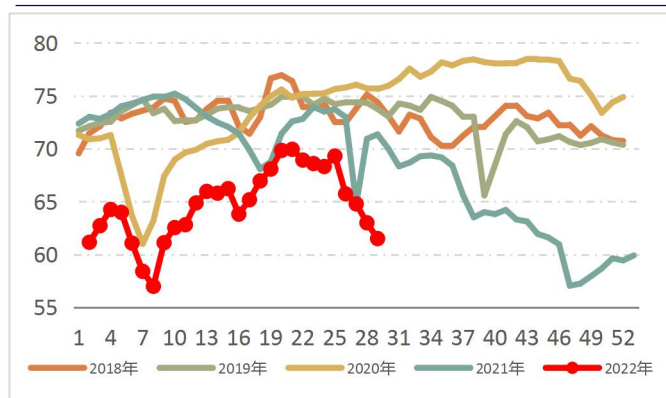


图 21：全样本焦企焦炭库存

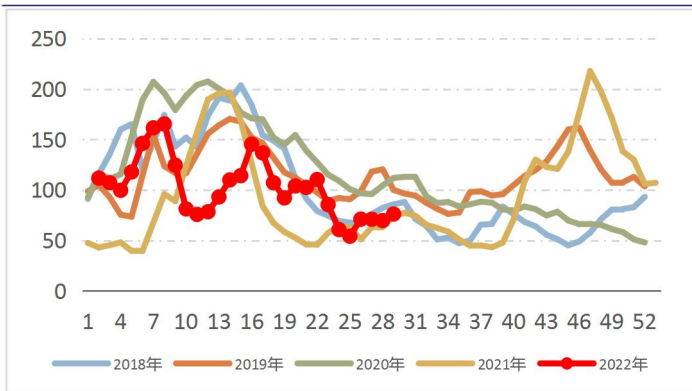


图 22：焦炭表观需求

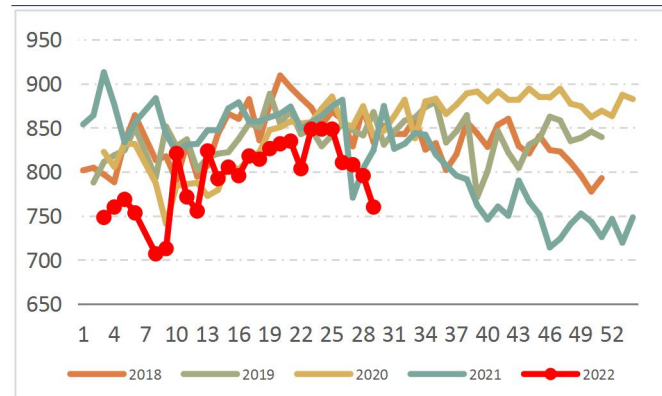


图 23：焦化成本

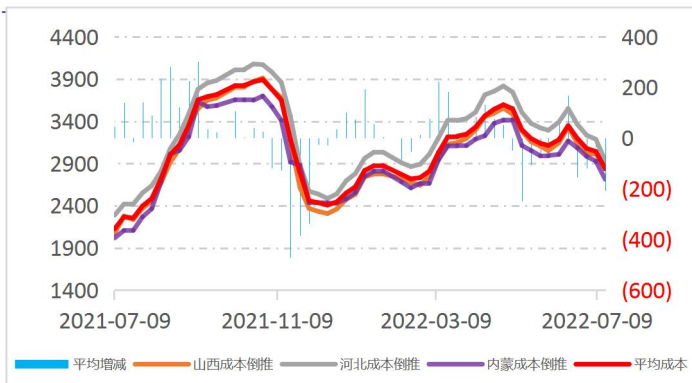
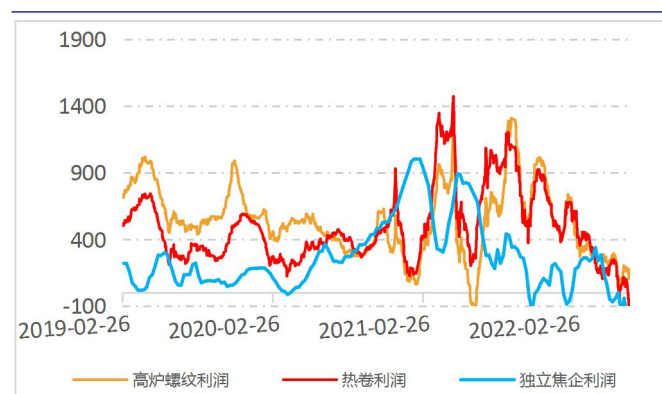


图 24：螺焦利润对比



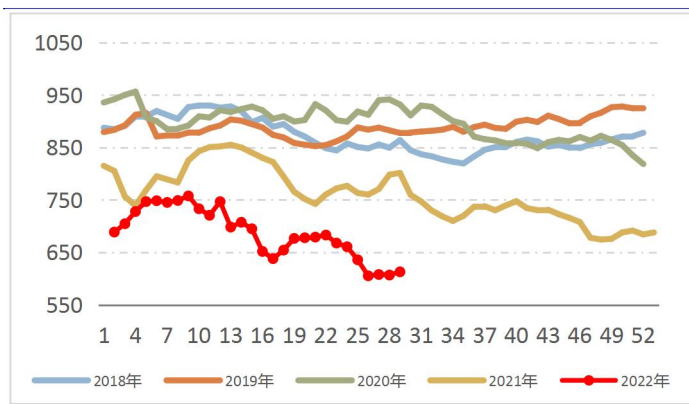
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

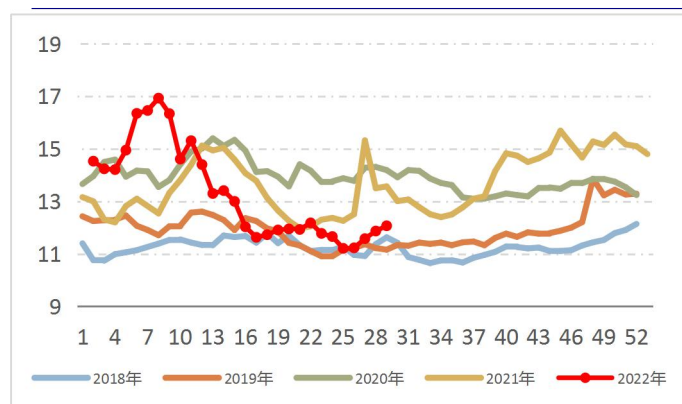
钢厂亏损严重，优先抛货后生产，高炉开工如预期进一步压低，铁水产量落至220-230区间，焦炭刚需明显下降，钢厂焦化同步开始减产。钢厂焦炭库存走平，可用天数回升，反应当前需求水平下焦炭供应已有一定保障，因而有底气提降第三轮。

图 25：247 家钢厂焦炭库存



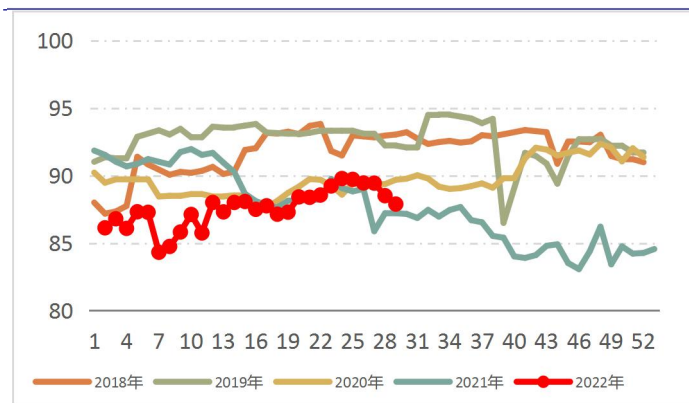
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 26：247 家钢厂焦炭库存平均可用天数



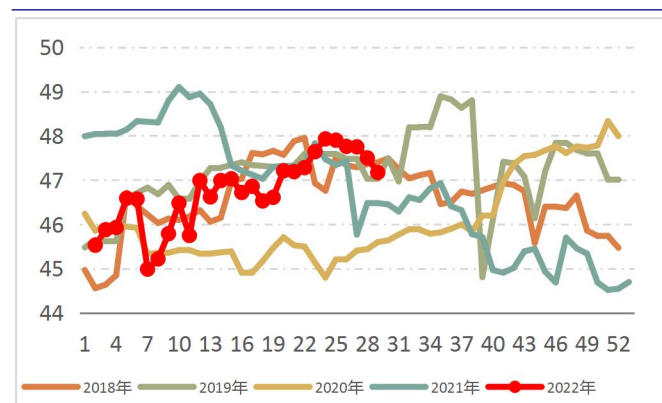
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

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

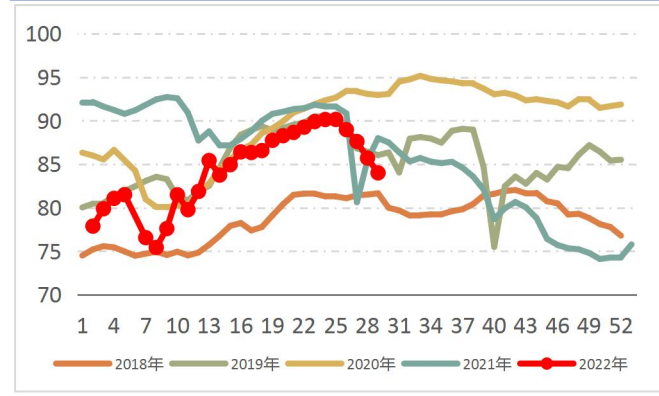
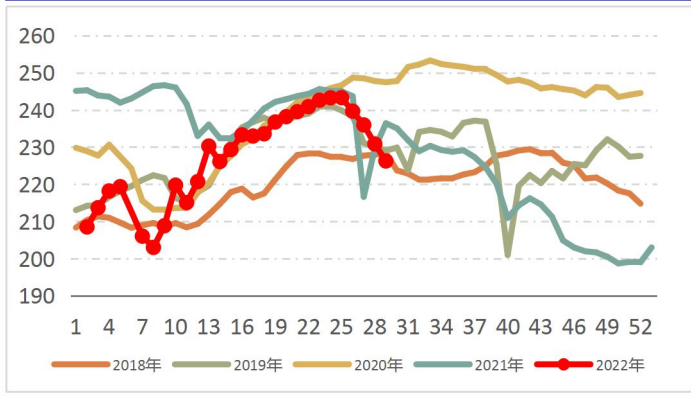
图 28：247 家钢厂焦炭日均产量



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 29：铁水日均产量

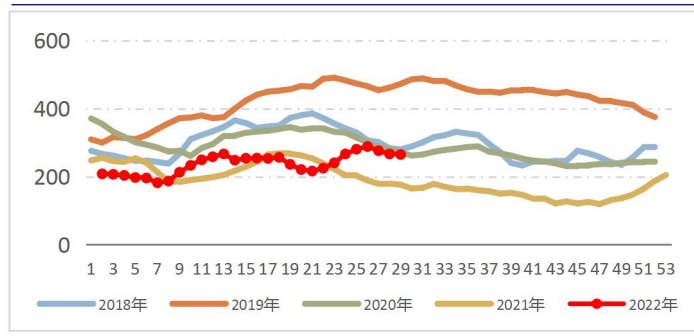
图 30：247 家钢厂高炉开工率



2.7 焦炭贸易商

港口库存走稳，虽然出口仍有利润，但无订单支撑，悲观情绪下投机需求也未显现。

图 31：焦炭港口库存



三、逻辑总结与策略建议

本周开启的新一轮暴跌行情，更加鲜明的展现出了负反馈的特征，钢坯、成材价格的崩盘是新的导火索，钢厂大力减产背景下双焦需求快速大幅走弱，导致供需格局快速转向相对偏松的状态，焦炭由于生产调整更加灵活，因此整体减产减采的步调基本与钢厂同步，而煤矿的调整明显滞后，因此需求转弱而供应仍在高位导致产业利润收缩的压力快速传导至焦煤端，整个传导过程顺畅。就盘面而言，一轮急跌导致期现明显脱节，估值上给出支撑，负反馈逻辑充分兑现后驱动也开始减弱，因此虽然难以给出扩利润预期，但追空的风险已然提升，参考上一轮负反馈行情，下周或有一轮反弹修复后企稳等待现货反应，后续一是关注宏观环境变化，尤其是地产方面相关事件的动向，另一个是焦煤端高压之下的承压能力考验。操作上建议多看少动，空单考虑获利了结，不参与反弹，逢高再空。

四、风险提示

终端需求超预期复苏、煤矿意外减产、蒙煤成本坍塌

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/>