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

涨价补库存，高度待需求验证

内容提要

7 月的暴跌之后终于迎来的修复性反弹，供给侧的大幅减产已然使得弱终端需求问题得到缓和，价格企稳后压抑已久的补库需求将得到释放，产业各环节利润也将逐一得到修复，先钢后炭再煤，因而 8 月下旬前双焦价格均有望维持强势，而到 8 月下旬至 9 月，则进入预期验证阶段，一方面需要关注终端需求是否可以承载产业利润持续性扩张，即检验终端需求旺季成色，另一方面是关注海外煤价是否企稳反弹，即检验是否会发生炭元素倒灌冲击国内市场的情况，那么从时间推算，8 月焦炭提涨应该是保二争三四轮待定，因此展望 8 月，双焦反弹的趋势短期不会结束，但需要注意大幅反弹后高位的压力依然存在。

操作建议

以回调多为主，短线操作注意轻仓控制风险，价格若进入高位则观望。

风险提示

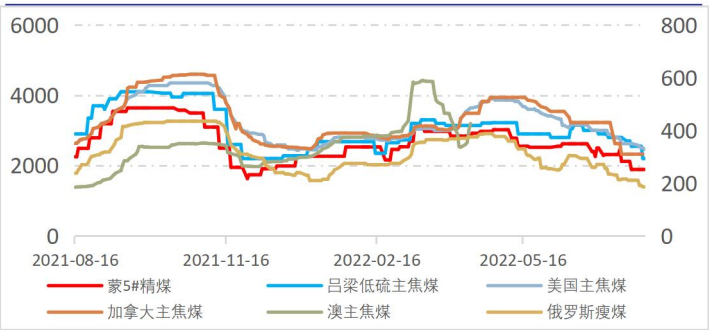
蒙煤进口口岸再起疫情、钢厂力度复产超预期、终端需求超预期疲软。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、 行情回顾

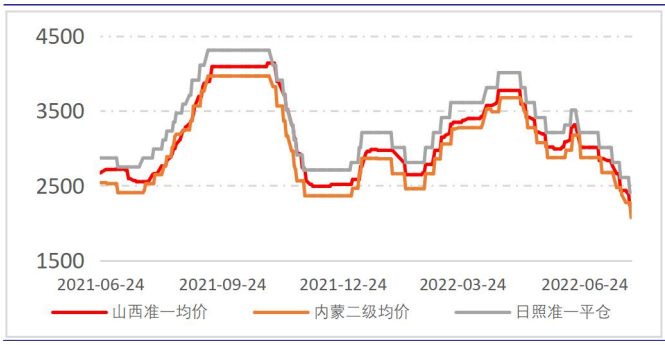
7 月在开启新一轮暴力、极致的负反馈之后终于在月底迎来企稳迹象，焦煤盘面最低砸至 1844 元/吨，月线收跌 8.96%报 2133.5 元/吨，焦炭盘面最低砸至 2495，月线收跌 7.7%报 2822 元/吨，不过虽然盘面悲观情绪缓和，但是现货的拐点依然滞后，蒙 5#原煤从月初 1930 跌 540 元/吨至 1390 元/吨，焦炭累降 5 轮，累降 1100 元/吨，山西准一 2140 元/吨，港口月末终见反弹，目前准一 2530 元/吨。

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

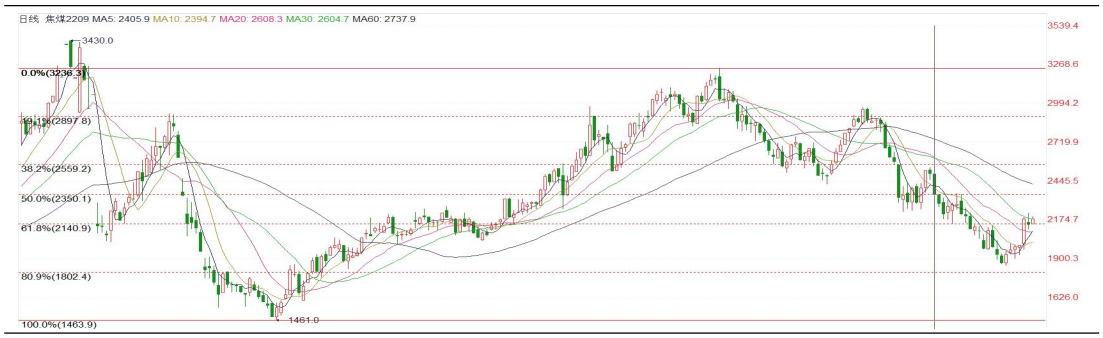
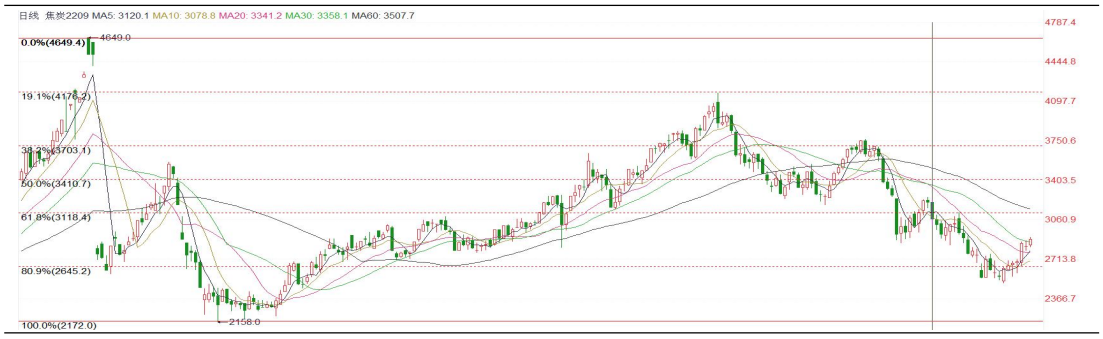


图 4：焦炭期货主力合约走势



资料来源：Wind，优财研究院

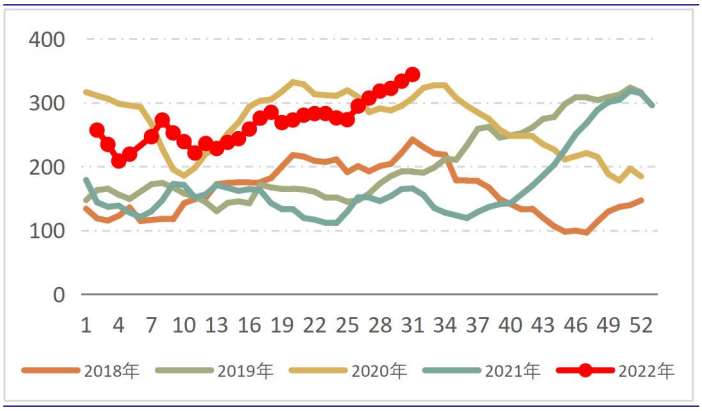
请务必仔细阅读正文之后的声明

二、 基本面分析

2.1 下游库存过度去化

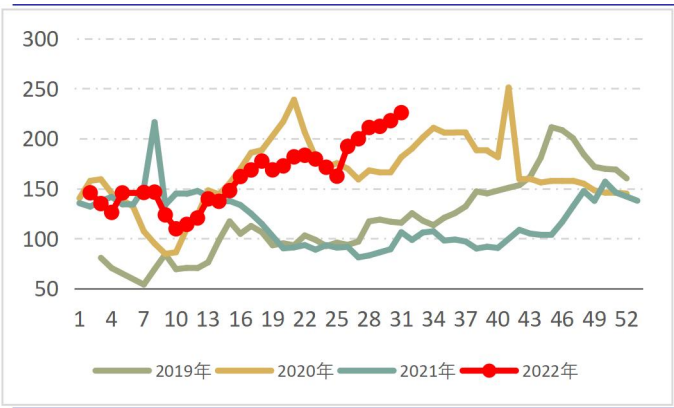
7 月的钢厂、焦企先后进入亏损状态，亏损幅度较大且短期转势无望迫使焦、钢企业大幅的减产减采，因而负反馈逻辑落地，降价压力持续向上游传导，形成了上游库存累积而下游库存持续新低的结构。站在当前节点看库存，首先要梳理一下当前的市场环境：钢厂绝对低库存、焦炭上游并没有显著库存压力、钢厂利润修复而焦企仍大幅亏损、焦煤的库存压力已然倒逼减产，那么结合这样的背景可以得到几个结论，一是钢厂复产预期强化而焦企仍有限产预期，二是高库存低需求下焦煤供应端缺乏足够议价能力，三是目前的焦炭库存结构，一旦贸易商、外贸订单入场分流，钢厂的采购难度会迅速加大。综合来看，一旦钢厂展现复产意愿，为保证自身原料供应稳定，势必需要修复焦企利润以保证在资源被分流后仍有足够供应，那么钢/焦企业将出现强弱反转，目前这一现象已经初见迹象，而随着焦企利润逐步得到修复，开工提升带动焦煤需求回归，这一过程将逐步传导至核心煤种再到配煤，焦煤价格整体企稳回升的现象将滞后显现。简而言之，下游低库存+补库的故事给了原料极大的弹性，焦煤因供给高位而需求恢复滞后，将以跟随为主。

图 5：焦煤煤矿库存



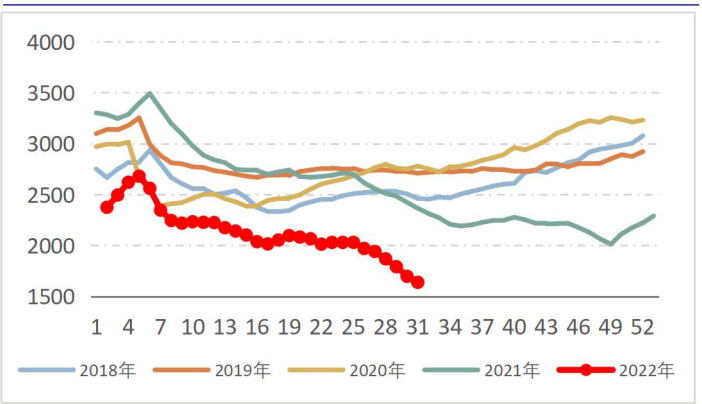
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 6：洗煤厂精煤库存



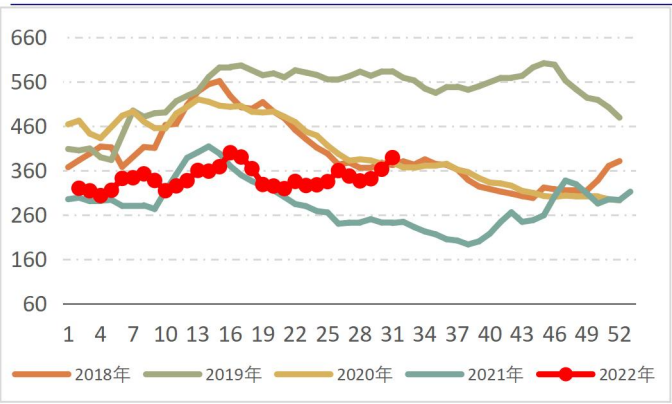
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 7：焦煤下游库存



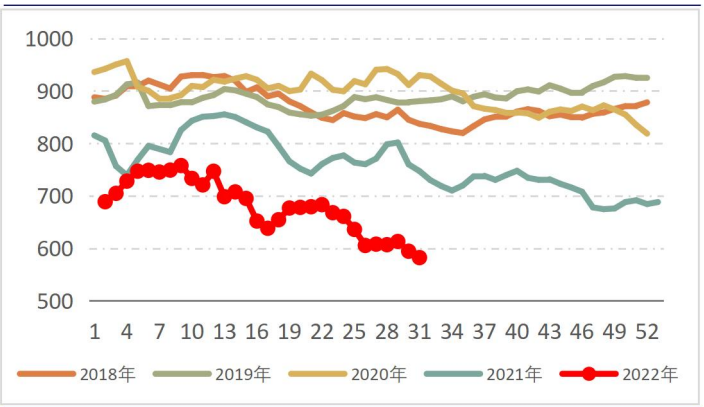
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 8：上游焦炭库存



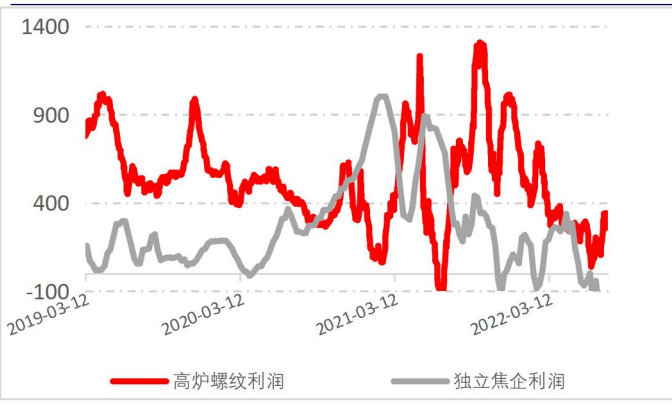
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 9：钢厂焦炭库存



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 10：焦钢利润对比



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.2 焦煤进口端已经没有太多故事可讲

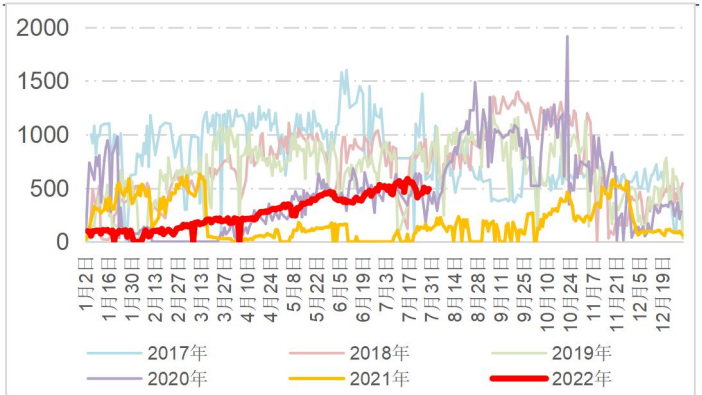
先讲非俄海运煤的问题，澳煤价格暴跌之后确实给出了不错的纸面进口利润，但是中澳关系根本上还是中美对立的问题，修复还需要时间，而美、加的资源退出趋势已经形成，由于煤价目前波动大且波动快，船期长意味着风险高，且国内尚有大规模焦煤库存待消化，进口美、加资源的意愿短期仍将维持低位。

俄罗斯煤方面追踪发运可以看到此前有一波冲量，之后发中国的量陆续回落，主要也是与国内焦煤价格需求快速回落有关，目前港口俄罗斯煤滞压难销的问题已经出现，接下来还是看价格回升是否再打开进口窗口。

蒙煤方面，7 月随着蒙古疫情控制得到，在中蒙合力下三大口岸总通关数来到了

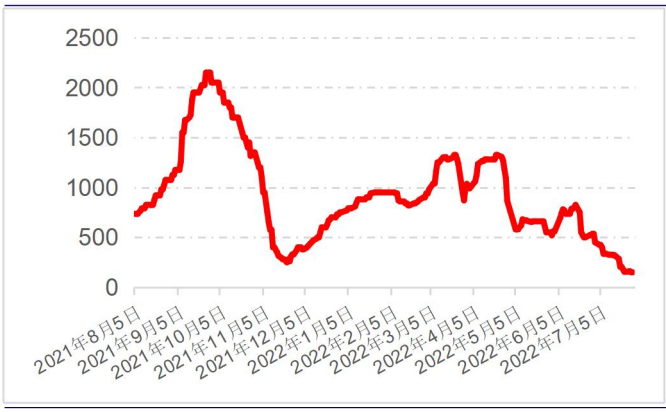
800-1000 车的区间，基本恢复了正常的焦煤通关状态，甘其毛都口岸日通车持续维持在 500 车水平，而且即使近期蒙古反弹口岸多次出现阳性，也未对通关产生实质扰动，因而可以判断在经历了两年的磨合之后，目前的通关模式已然成熟，只要国内不出问题，通关将持续高位维持，另外关于蒙煤的价格问题，可以发现目前短盘运费的价格已经理性回归，给不出多少降成本的空间，而蒙煤长协还在高位，即蒙煤价格短期再往下压也比较困难。

图 13：甘其毛都日通车



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 14：短盘运费

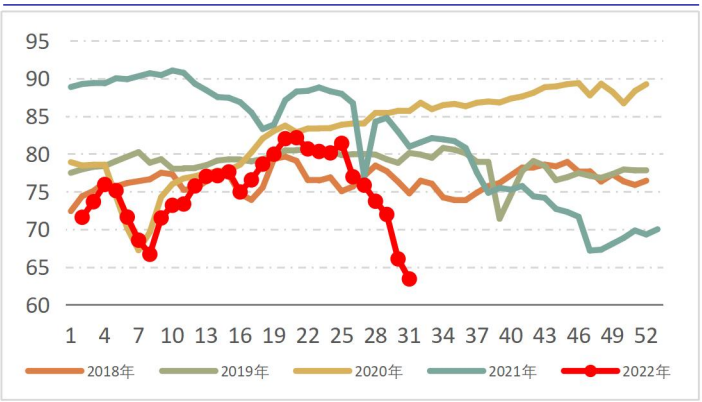


资料来源：我的钢铁网，优财研究院

2.3 需求有望逐步见底，关注终端

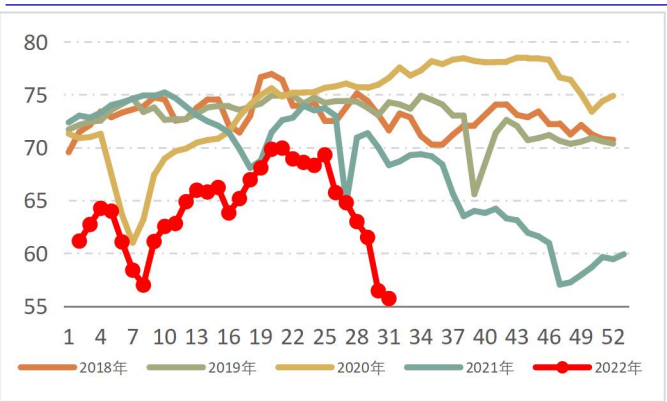
目前成材端价格率先企稳反弹，且由于大幅减产成材市场缺规格的现象增多，成材短期大幅减产已经使得供需出现错配，利润得到修复，那接下来钢厂陆续完成检修后复产的概率再加大，因而铁水逐步见底的概率再加大，这意味着钢厂即使维持刚需补库，需求也将反弹，同时同样库存水平下可用天数被动下滑，则以当前可用天数低位的情况下补库需求也将回归。不过在初步补库过后则需要关注弱终端需求状态下阔利润的传导是否持续，如果铁水止步 225，双焦供需也将维持在相对平衡的状态，届时除了焦炭的利润则需要煤稳价涨，即双向要利，在各环节利润平衡后价格企稳。

图 15：独立焦企全样本产能利用率（%）



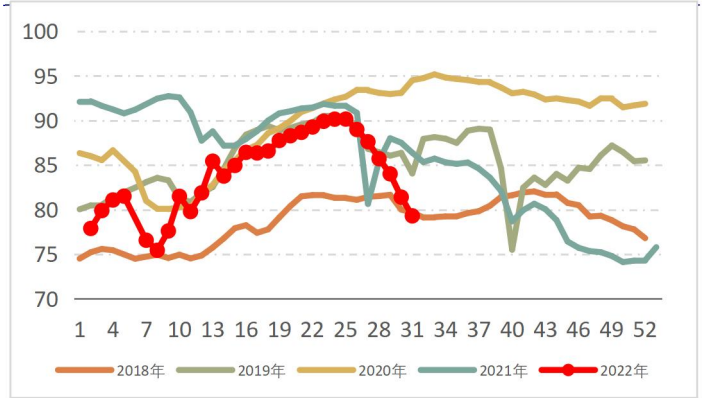
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 16：独立焦企全样本日均产量



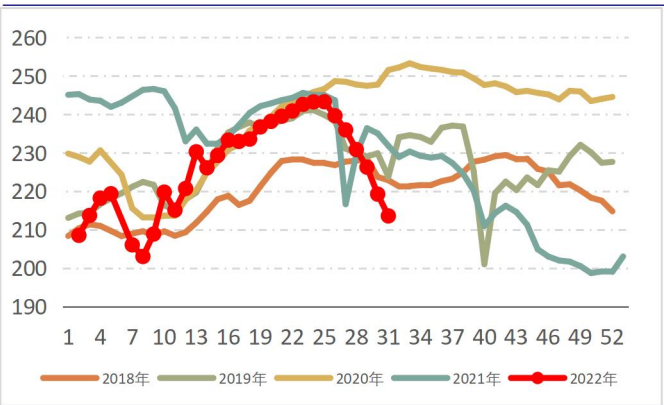
资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 17：247 钢厂高炉开工率



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

图 18：日均铁水产量



资料来源：我的钢铁网，优财研究院

三、 逻辑总结与策略建议

7 月的暴跌之后终于迎来的修复性反弹，供给侧的大幅减产已然使得弱终端需求问题得到缓和，价格企稳后压抑已久的补库需求将得到释放，产业各环节利润也将逐一得到修复，先钢后炭再煤，因而 8 月下旬前双焦价格均有望维持强势，而到 8 月下旬至 9 月，则进入预期验证阶段，一方面需要关注终端需求是否可以承载产业利润持续性扩张，即检验终端需求旺季成色，另一方面是关注海外煤价是否企稳反弹，即检验是否会发生炭元素倒灌冲击国内市场的情况，那么从时间推算，8 月焦炭提涨应该是保二争三四轮待定，因此展望 8 月，双焦反弹的趋势短期不会结束，但需要注意大幅反弹后高位的压

力依然存在。

四、 风险提示

蒙煤进口口岸再起疫情、钢厂力度复产超预期、终端需求超预期疲软

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、修改或以其他任何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/