



2022年10月9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



## 矛盾积累不足，上下潜力难激发

### 内容提要

四季度整体来看，多空均有话头，但压力累积不足，整体来看估值进入偏高水平，价格中枢或震荡中下移。

供给方面：焦煤近期或因保安全生产有减产可能，但影响目前看不大，后续预计国内、进口量均保持稳定，在不发生顶仓的情况下边际变化不会太大。焦炭方面供应还是随着利润奔跑，产量见双顶，后续看利润筑底。

需求方面：政策限产或许就剩采暖季，难有期待，全凭自觉的情况下终端需求强度变化将成为研判价格强度的重中之重，目前在各种刺激政策下终端需求呈现出明显的韧性，但目前来看依然难以支撑产业利润的扩张，而随着旺季逐步接近尾声，需求回落将导致产业利润的扩张变得更加困难。另外除了刚需之外，今年最重要的变化是提库需求的缺失，刚需采购的逻辑下，一旦刚需下行采购量下降，是不利于形成市场贸易氛围的。

### 操作建议

逢高布局中线空单。

### 风险提示

疫情再次冲击供应链稳定；终端需求爆发；煤矿减产超预期；蒙煤进口增量超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

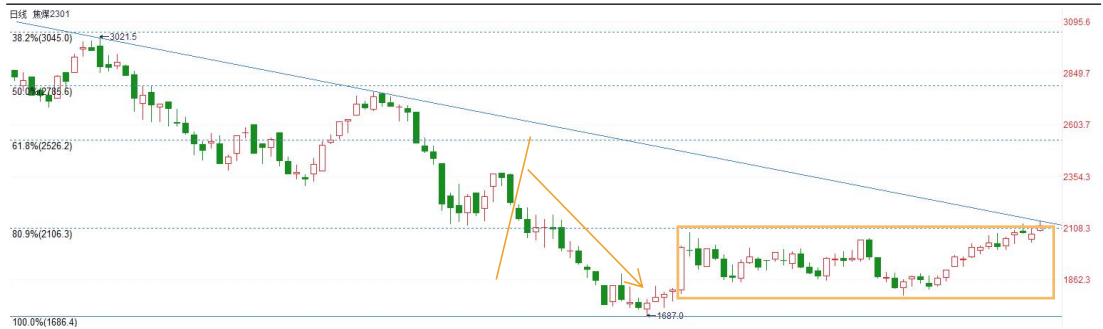
## 一、行情回顾

当前主力合约 2301，焦煤 3 季度收跌 5.3%报 2107 元/吨，焦炭收跌 5.15%报 2791 元/吨。三季度双焦市场以七月下旬为分界点，大体可以分为两个阶段。

第一个阶段即上一轮产业链负反馈的收尾，走出疫情的阴霾仍未得见需求修复的曙光，持续疲软的终端需求背后是日渐高企的钢厂库存，行业情绪跌到冰点，钢厂快速、大规模的减产导致原料需求断崖，贵贱不买的市场格局下双焦价格快速回落探至去年四季度的底部附近。这一阶段的的主题有三个：深度亏损的中下游、暴力减产去库存、原料贵贱不买。

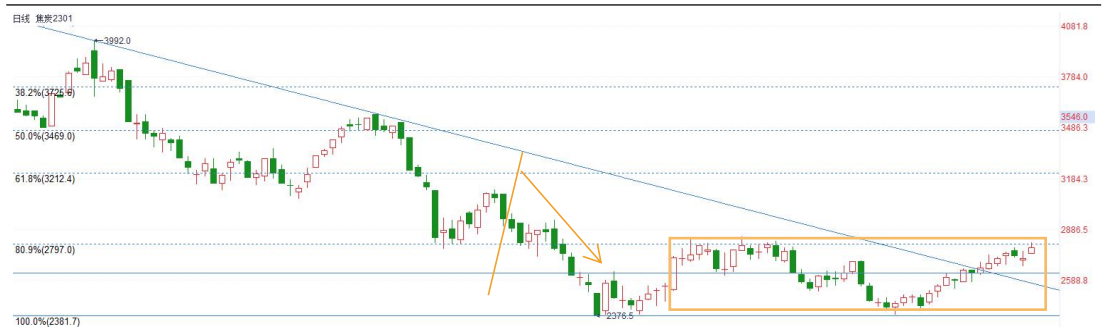
到第二个阶段即 7 月下旬开始，随着中下游产量的过度去化而需求仍呈现明显韧性，产业各环节库存结构开始得到改善，尤其是下游钢厂顺利去库，使得压力得到释放，加上产业内部价格再平衡后利润从煤、矿侧回流，使得黑链整体开始底部企稳，在对过度悲观的市场预期进行修正后双焦乃至黑链都进入了为期两个月的箱体宽幅震荡。在这一阶段可以看到盘面运行的逻辑在不断反复，“金九银十”的旺季预期与改善的库存、供需结构使得价格呈现明显韧性，但地产端始终不见起色也导致中长期需求预期悲观。

图一：焦煤期货主力合约走势



资料来源：iFind，优财研究院

图二：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 煤矿：稳定供给下威胁仍未远离

今年我国 1-7 月焦煤产量 28824 万吨，同比增 834 万吨，同比增幅不足 3%，可以看出虽然产量保持在相对偏高水平，但几无增量，基本符合此前预期，即国内焦煤供应缺乏足够新增产能，保供思路下现有产能则需在安全的前提下能开则开，以稳为主，增量难见。从煤矿开工的情况来看 8.9 月的产量可以推断是对标 7 月保持稳定。

进入四季度后，预计仅 10 月会因为重要会议稍微压减一点产量，但影响量预计不会太大，剩余时段还将保持稳定、连续生产。之所以做如此判断，有以下三点原因：

一是需要认识到当前国内煤炭保供任务依然较重，部分焦煤矿也承担了一定的保供任务（如跨界煤种、洗中煤），而焦煤矿多是下半年才明确承接任务，时间紧任务重，不会轻易减、停产；

二是去年至今长期持续的安全、环保检查已经提高了煤矿的生产意识水平，加上保供的大思路，安全、环保问题仅会在短周期内产生一定影响，实际的影响较小，从近期的几起煤矿事故的处理来看，基本停产都控制在了一周以内，可见后续煤矿平稳生产是有保障的；

三是当前煤矿尤其是焦煤矿的利润依然丰厚，千元左右的利润虽已高位回落，但仍远高于往年，更不用与濒临亏损的下游对比了，因此煤矿在利润驱动下也不会有主动减产的意愿。

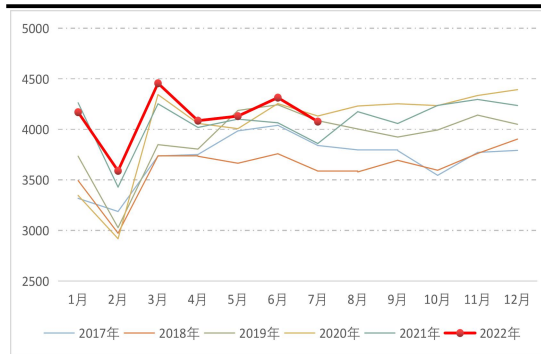
讲完产量再讨论一下煤矿的库存问题，上一轮行情之所以焦煤价格会顺畅的跟随回落，一个很重要的因素就是在贵贱不买的市场上库存持续的在煤矿端累积直至煤矿环节出现顶仓现象被动减产等待去库。

目前来看，7 月库存见顶之后煤矿库存确实得到了明显的去化，原煤库存落至正常偏低水平，精煤总库存虽仍在高位，但考虑到其中部分库存是山东区域国家储备库存，则只看核心产区山西也可以看到精煤库存回归往年正常水平，可以判断，当下煤矿端的库存压力已经得到释放，短期即使出现累库煤矿亦有一定的挺价底气。

不过目前煤矿端不能说全无压力，需要认识到当前库存已经摆脱了去年的极端低库

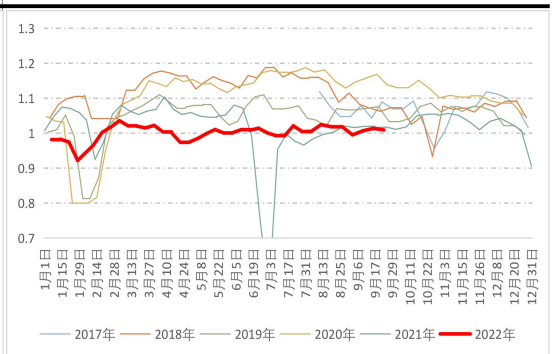
存状态了，煤矿侧的库存水平依然高于 5.6 月份的水平，虽然 1 个月 100 万的极端累库情形不太可能再现，但一旦中下游开始减产，或者再次出现半个月以上的物流中断，都有可能再次在煤矿侧形成库存“堰塞湖”，即负反馈的威胁未曾远离。

图三：国内炼焦精煤产量



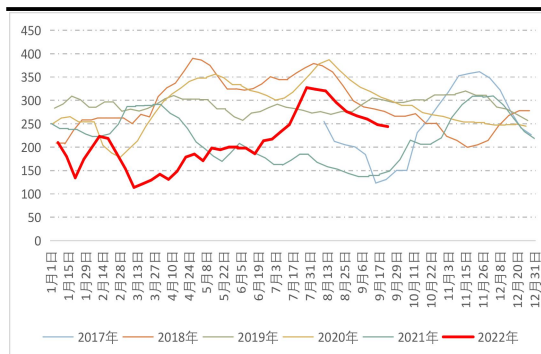
资料来源：Wind，优财研究院

图四：国内焦煤煤矿开工



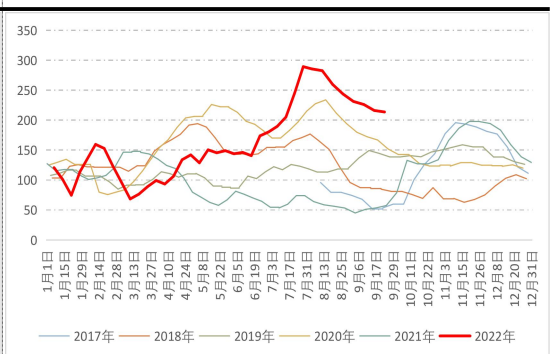
资料来源：汾渭，优财研究院

图五：煤矿原煤库存



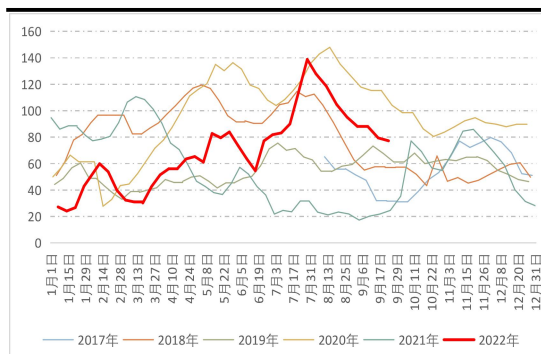
资料来源：汾渭，优财研究院

图六：煤矿精煤库存



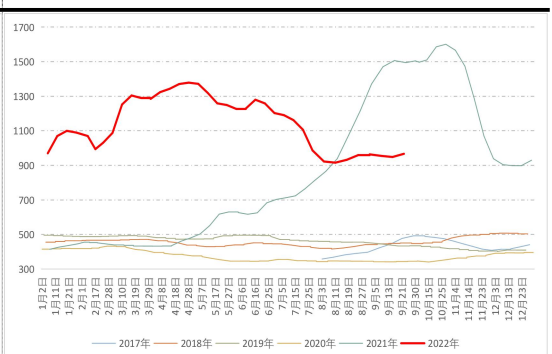
资料来源：汾渭，优财研究院

图七：山西精煤库存



资料来源：汾渭，优财研究院

图八：煤矿利润水平



资料来源：汾渭，优财研究院

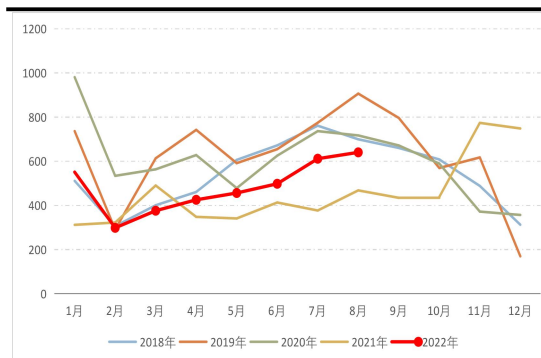
## 2.2 焦煤进口：蒙煤平稳回归

根据海关总署数据，1-8 月我国累计进口 3857 万吨，同比实现 26% 的增长，其中增长主力是蒙古与俄罗斯，请注意，当前焦煤进口从量的角度来看已经非常接近澳煤退出

前的正常水平，不过质量有下滑。

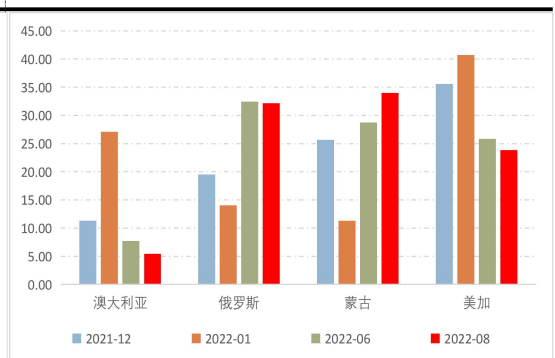
从趋势上看，美加资源确实呈现出了退出的迹象，这与内外煤市持续割裂的环境有很大关系。大环境看今年内外煤价大起大落，且汇率也不稳定，巨大波动下进口煤由于运距长、付款周期长等特点，需要更大的缓冲窗口才能实现获利，再加上此前内外煤价持续倒挂，导致美加资源难以流入。虽然近两月煤价波动均有收敛，前期也有进口窗口打开，但持续性和需求的稳定性都存在问题，很难扭转市场份额收缩的大趋势。

图九：焦煤进口量季节性



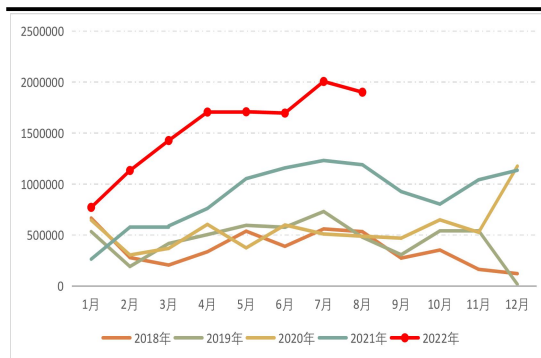
资料来源：Wind，优财研究院

图十：主要进口来源市场份额变化



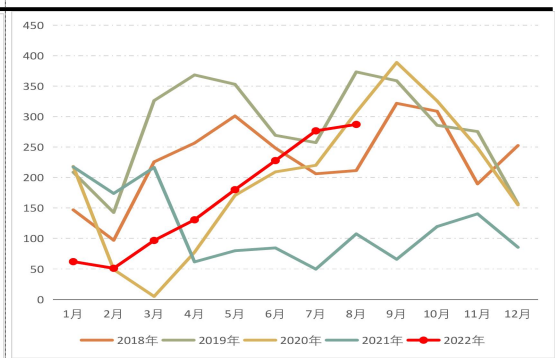
资料来源：Wind，优财研究院

图十一：俄罗斯煤进口量



资料来源：Wind，优财研究院

图十二：蒙煤进口恢复正常



资料来源：Wind，优财研究院

俄罗斯煤进口量持续维持高位不落，8 月后世界多区域因地缘政治问题停止采购俄罗斯煤，资源更多开始向亚洲市场倾斜，预计四季度俄煤进口量还将维持高位，不过俄煤的质量有短板，视为配煤资源。

蒙古方面，三大口岸通车已经达到 1200 车/天的水平，进入阶段性高位，可以看到甘其毛都口岸通车也已经在 650 车/天的水平持续稳定，多次探 700 车关口未果，反应当前蒙煤口岸的通关能力已经到了新的瓶颈期，后续要进一步放量，可能就需要看到防疫思路的改变或者是检疫能力的提升。另外中蒙双方对甘其毛都口岸通关量有 1700 万吨的

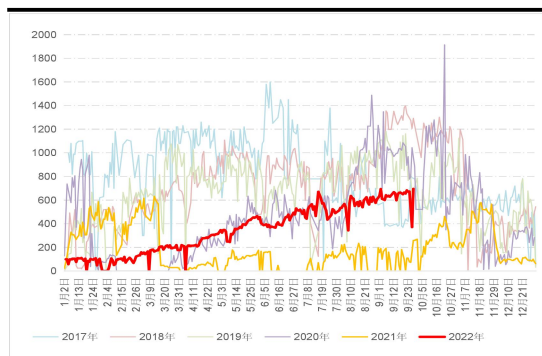


约定，倒推下来今年剩余通关日仅需保持当前通车水平即可完成任务，这个角度看口岸通车能力没有追高的强需求。

说完了量再讨论一下蒙煤价格，把拆解来看，有三个重要变量——坑口长协、汇率、短盘运费。坑口长协这块，三季度调价时由于海外市场焦煤冲上历史高位，因此长协上调至 148.5 美金，但当前环境已经恶化，内外煤价均已高位大幅回落，四季度长协价格回调成大概率事件，目前初步了解四季度长协价降 35 美金。汇率方面目前人民币处于贬值周期，间接推高了蒙煤进口成本，不过目前汇率已经贬至重要关口，预计将见到强支撑，后续汇率的不利影响或将边际减弱。近期短盘运费见底翘头，主因还是口岸抢运风化煤、动力煤资源利润较高，拉高了短盘运费，但需要注意，本身动力煤货值就偏低，国内动力煤价格也有顶部压力，有限的利润不会允许短盘运费无限涨。

在长协调降 35 美金的基础上做以下几种情形假设：①汇率维持在 7.1 以上，短盘维持在 350 以上，乌不浪口-唐山运费维持在 300 以上，蒙 5 的仓单成本大概率将在 2200 元以上运行；②汇率维持 7.1，短盘运费回落至 200，乌不浪口-唐山运费回落至 250 附近，蒙 5 仓单成本则有望回落至 1900 附近。

图十三：甘其毛都口岸通车数高稳



资料来源：掌上煤焦，优财研究院

图十四：短盘运费抬头



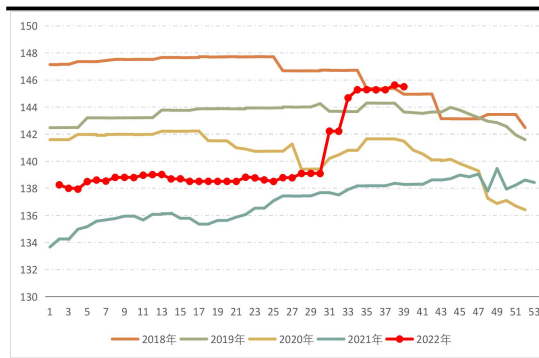
资料来源：Mysteel，优财研究院

### 2.3 焦化厂：以利定产，低原料储备运行

今年 1-8 月，全国累计焦炭产量 3.18 亿吨，同比下降 1.1%，8 月当月焦炭产量 3911 万吨，同比下降 2.5%。当前焦化行业产能充足，产能置换对于生产的影响不再显著，今年焦化行业也没有遇到强限产政策，因此焦企生产开工水平基本都跟随利润水平波动。而充足的供应弹性也导致焦化厂再难获得超额收益，且由于今年需求侧持续走弱，焦化

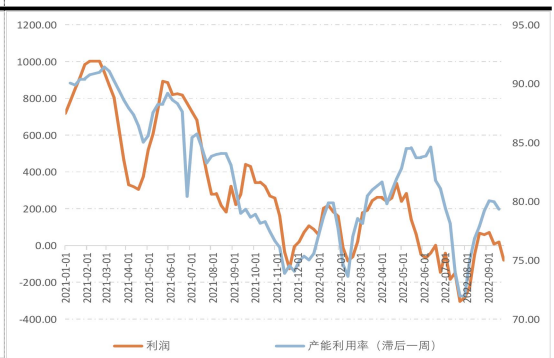
利润在下半年后被持续压在盈亏平衡线附近波动，这也导致焦炭的生产开工变动不再稳定。

图十七：焦化产能瓶颈消失



资料来源: Mysteel, 优财研究院

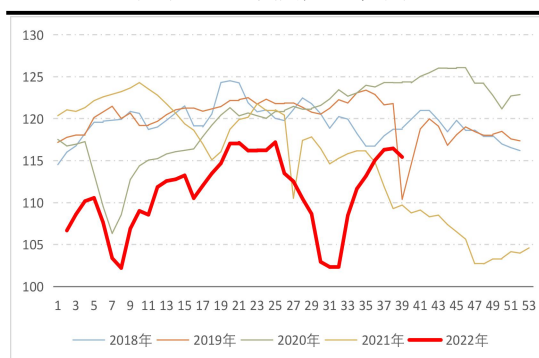
图十八：利润指导生产



资料来源: Mysteel, 优财研究院

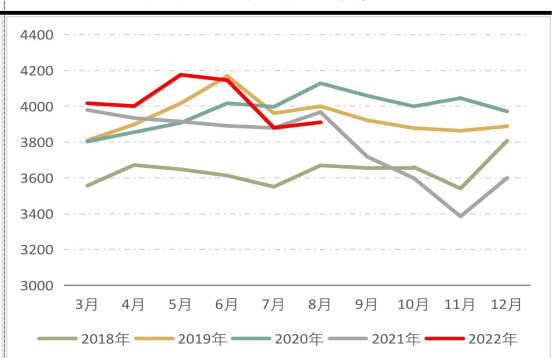
当前焦化厂产量已经再度回到了年内高位区间，但利润迅速拐头向下，反应出即使身处传统旺季，也依然没有形成顺畅的产业链逐级扩利润的正向市场，意味着需求依然没有看到明显的复苏，才会导致焦化环节利润的再次被挤压，那么从这一角度来说，高产量至少在短期来看是难以为继的，在不发生如7月一般的极端情形的情况下，后续预计随着金九银十旺季过去，产量水平要小踏步下一个台阶。

图十五：焦炭周产量季节性



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十六：统计局焦炭产量



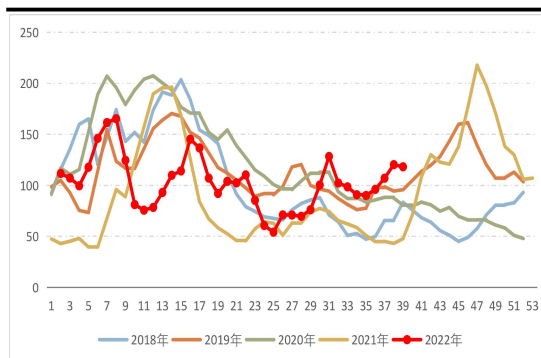
资料来源: Mysteel, 优财研究院

9月底市场大多注意到了需求侧出现了节前备货的情况，焦企高产量下也出现了略微的去库，但是，现在的独立焦企库存并不低，无论是比今年横向对比还是与往年纵向对比都处于相对高位，并注意，节后备货需求退出旺季进入尾声，焦企常有一轮累库，那么年前是否会再出现销售压力倒逼焦企降价、减产谋降库呢？

那么再回过头看焦企原料库存，今年尤其是下半年之后最突出的特征就是低库存状态常态化。一方面是煤价波动大且货值依然较高，大量备库容易产生库存价值波动且要

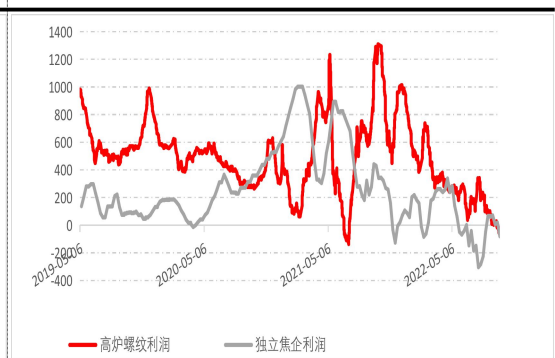
挤占大量资金；另一方面是焦化厂多集中在山西区域，贴近煤矿，拿货半径短运输节奏快，有压低库存的先天条件，且下半年国内疫情整体稳定，对运输的扰动也少。因此在低利润、保现金流的需求下，只要不出现威胁到运输的疫情，焦化厂大概率不会大规模的提高原料储备水平，预计后续分别在二十大前和春节前还有补库的动作，配合减产动作，可用天数高点预计在 14/16 天。

图十九：独立焦企焦炭库存并不低



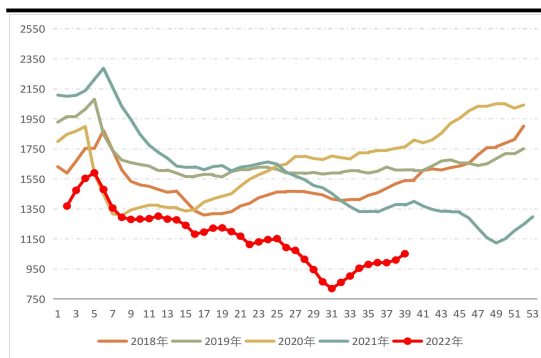
资料来源：Mysteel，优财研究院

图二十：焦、钢旺季收利润



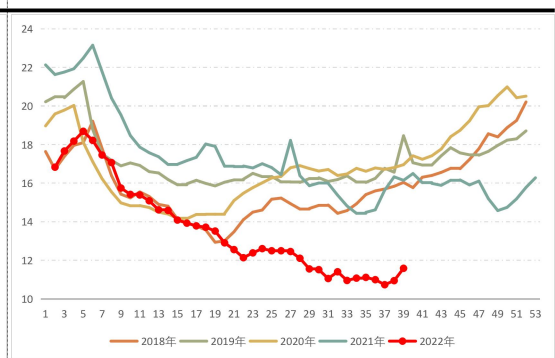
资料来源：Mysteel，优财研究院

图二十一：焦化厂原料库存回补



资料来源：Mysteel，优财研究院

图二十二：可用天数常态化偏低



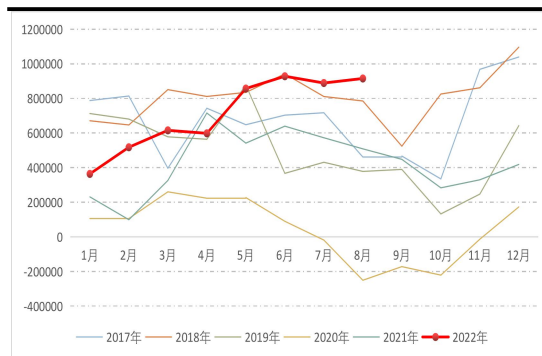
资料来源：Mysteel，优财研究院

## 2.4 焦炭出口：性价比之选

今年焦炭出口量自二季度见顶后即维持高位稳定，主要还是由于今年国际煤价长期高位，体现从国内焦炭出口性价比，不过近期目前随着海运煤价的走弱，以印度的价格为参考，炭-煤价差已经回归合理水平，意味着外需拿货意愿或将降低，则后续也很难再看到更高的焦炭出口量，即出口侧难以带来需求的边际增量。往年四季度焦炭出口都有翘尾，不过今年大概率还是高稳为主，考虑到国际煤、炭比较紧张，不看降，但海外需求下滑的大背景下很难再看高焦炭出口需求，且不能排除海外钢厂大面积减产导致出口需求出现滑坡的可能性。

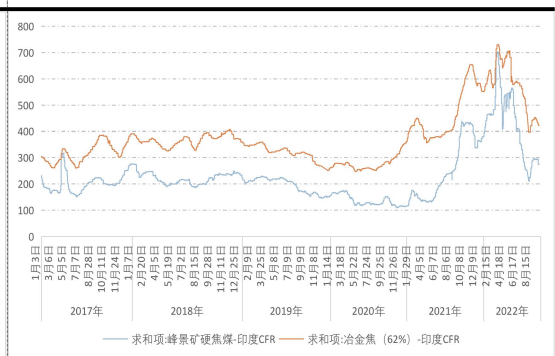


图二十三：焦炭出口



资料来源：Mysteel, 优财研究院

图二十四：煤焦价差恢复



资料来源：优财研究院

## 2.5 需求:

近期随着“金九银十”旺季到来，日均铁水产量再度攀上年内高位，也带动双焦需求越过供需平衡点，这背后一方面是旺季加上节前补库，需求足以撑起高产量，另一方面是由于今年持续的废钢供应紧张，导致粗钢的生产更多偏由铁水侧承担。

我国1-8月统计局口径粗钢产量69314.9万吨，累计同比减产3986.6万吨，从目前的情况，年内通过政策性定量增大粗钢压减量级的概率不大，后续很难期待压减政策，不过年末还有采暖季减产，后续或有季节性减产。

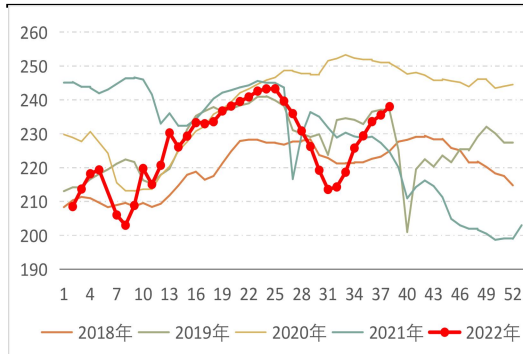
另外近期可以发现高产量下利润扩张受到明显抑制，这意味着当前的终端需求有恢复，但对高产量的承载能力有限，后续随着旺季接近尾声，利润的再扩张难度将逐步加大，而产业低利润将抑制原料的上涨空间。

从库存的角度来看，今年下二季度以来中下游均已形成了长期低库存的意识，主动保持低库存高周转，一方面是降低对资金占用，缓解现金流压力，另一方面是避免价格的波动影响库存货值，目前来看，无论焦化厂还是钢厂都没有真正摆脱弱终端需求的威胁，因此很难说今年会看到钢厂改变低库存策略，因此下一波备货或许要等到春节前。需要警惕的是，低库存状态意味着抗风险能力的降低，需要关注产地运输受疫情的影响。

四季度双焦的需求目前来看可能呈现出前高后低的走势，当前终端需求表现出明显韧性，由于短流程大面积亏损产量无法有效回归，长流程高产量仍可被消化，因此双焦的需求还有望维持高位，后续关注需求回落的位置，若回到220上下，双焦仍可保持相对平衡，只需保持钢价稳定，则原料环节下行压力不会太大，要进一步施压原料端，

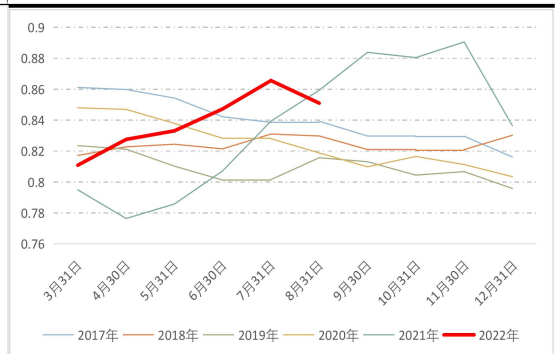
还需要铁水水平进一步下压，但目前来看发生概率偏小。

图二十五：日均铁水产量



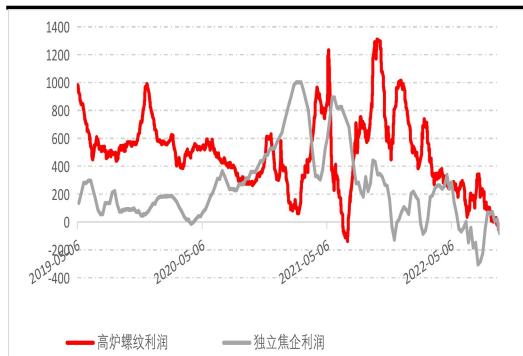
资料来源：Mysteel，优财研究院

图二十六：铁水/粗钢产量



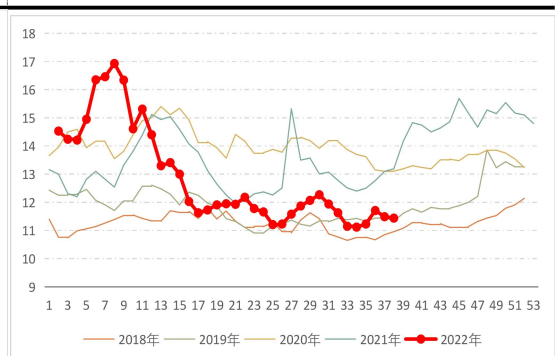
资料来源：优财研究院

图二十七：焦钢利润水平对比



资料来源：Mysteel，优财研究院

图二十四：原料库存天数低位运行



资料来源：Mysteel，优财研究院

### 三、逻辑总结与策略建议

四季度整体来看，多空均有话头，但压力累积不足，整体来看估值进入偏高水平，价格中枢或震荡中下移。

供给方面：焦煤近期或因保安全生产有减产可能，但影响目前看不大，后续预计国内、进口量均保持稳定，在不发生顶仓的情况下边际变化不会太大。焦炭方面供应还是随着利润奔跑，产量见双顶，后续看利润筑底。

需求方面：政策限产或许就剩采暖季，难有期待，全凭自觉的情况下终端需求强度变化将成为研判价格强度的重中之重，目前在各种刺激政策下终端需求呈现出明显的韧性，但目前来看依然难以支撑产业利润的扩张，而随着旺季逐步接近尾声，需求回落将导致产业利润的扩张变得更加困难。另外除了刚需之外，今年最重要的变化是提库需求的缺失，刚需采购的逻辑下，一旦刚需下行采购量下降，是不利于形成市场贸易氛围的。

## 四、风险提示

疫情再次冲击供应链稳定；终端需求爆发；煤矿减产超预期；蒙煤进口增量超预期

## 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/>