

2022 年 11 月 27 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：林敬伟

• 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com



双焦：估值水平适中，驱动不稳

内容提要

首先对于 2301 合约来说，将逐步对接现实，从目前的基本面来看，有以下问题：一是焦煤供给的此消彼长，煤矿的减产覆盖了进口的增量，冬储需求率先启动的形势下，供给边际收紧的问题只能依赖于库存的释放来缓和，这也导致价格维持强势；二是产区疫情肉眼可见的严重，运输困扰下无论是焦煤还是焦炭，供给都无法充分有效释放到需求端，价格博弈也难以兑现到供货上；三是需求下行的大方向依然没有改变，迟迟无法缓和的亏损威胁将持续抑制焦企、钢厂的补库意愿，即使短端冬储预期形成价格提振，但中长端依然难言乐观。

对于 2305 合约，一是市场对于澳煤回归抱有期待，二是地产侧有政策托底但是销售端依然未见起色，明年终端需求依然难以给出乐观预期。

综合来看，近月估值水平适中，向下有补库托底，支撑较强，但向上驱动不稳，远端存分歧，预期难言乐观。

操作建议

预估 01 合约偏强震荡。

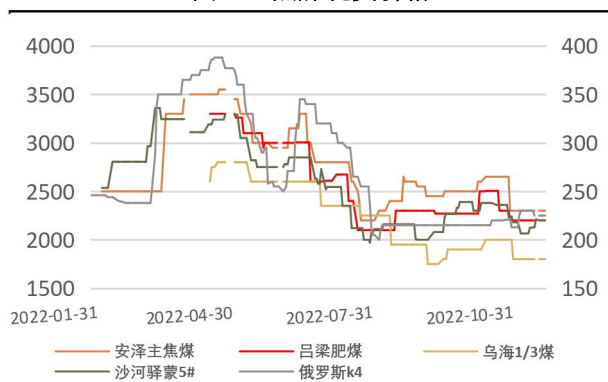
风险提示

疫情多点散发且伴随管控升级、口岸短盘运费坍塌、进口煤流入

一、行情回顾

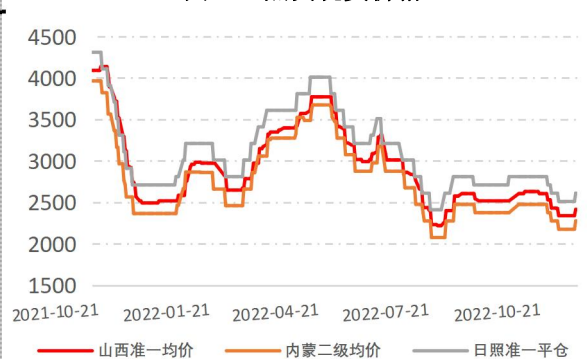
现货焦煤方面，本周煤矿订单改善，挺价意愿较强，竞拍市场平稳成交，价格涨跌互现，配煤资源价格领涨。现货焦炭方面，受亏损威胁焦化厂提涨意愿强烈，首轮提涨全面落地，二轮提涨开始，预计本周期累涨 200 元左右，继续向上存在分歧。盘面上本周双焦大体跟随黑链整体节奏波动，走出偏强震荡行情，2301 合约基本对现货平水微升水，正逐步回归现实逻辑，预期更多转在 2305 合约交易，移仓换月行情进行时，2301 合约焦煤周收涨 0.43% 报 2203 元/吨，焦炭周收涨 0.7% 报 2806 元/吨。

图一：焦煤现货价格



资料来源：Mysteel，优财研究院

图二：焦炭现货价格



资料来源：Mysteel，优财研究院

图三：焦煤主力合约走势



资料来源：iFind，优财研究院

图四：焦炭主力合约走势



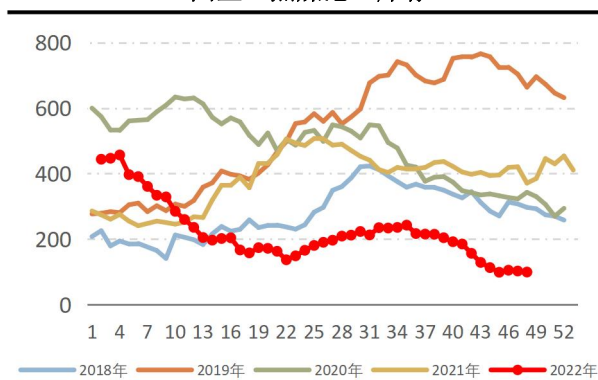
资料来源：iFind，优财研究院

二、基本面分析

2.1 焦煤煤矿、港口库存

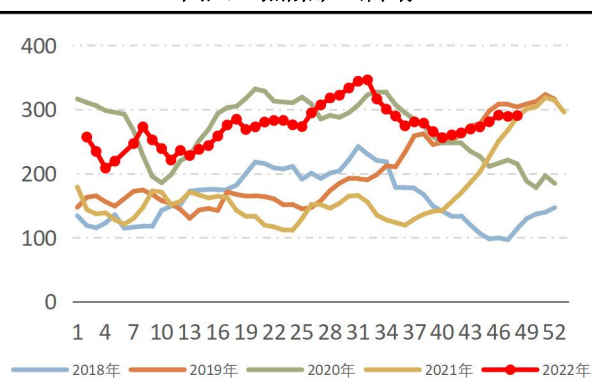
港口库存水平稳中微降，矿端库存稳中微涨。焦煤现货市场情绪近期明显改善，煤矿订单增加，但由于产区疫情导致运输效率降低，可能导致憋库问题。临近年底，煤矿陆续完成全年生产任务，开始逐步降低产量，不过后续有前期积压的库存和中间环节的囤积库存释放，因此供给端影响预计有限。

图五：焦煤港口库存



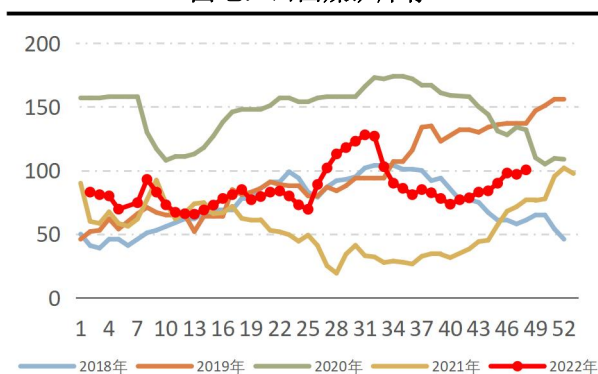
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图六：焦煤矿山库存



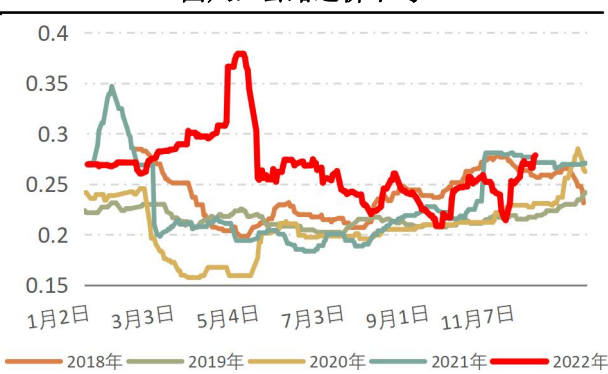
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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

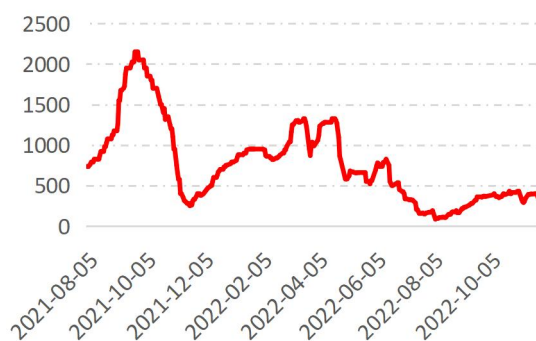


资料来源: Mysteel, 优财研究院

2.2 蒙古疫情与通关

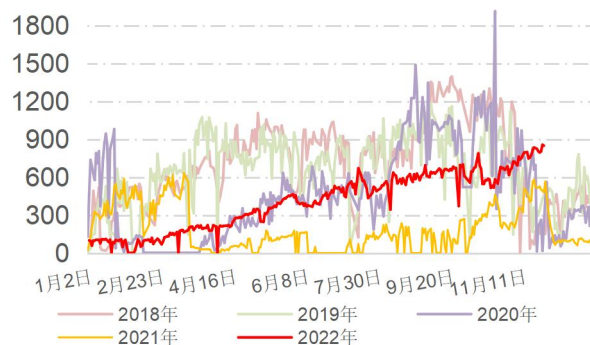
蒙古强烈的出口意愿配合国内的防疫管控放松，近期蒙煤主要口岸日通车量再上新高，288 口岸日通车来到 850 车附近暂稳，后续需要关注，随着蒙古方面进入冬季，蒙古侧的运输条件恶化，可能出现季节性的进口减量。短盘运费方面，近期由于内地煤价快速回落，动力煤抢运利润收窄，预计将降低口岸抢运的热度，短盘运价也出现了小幅掉价。以目前的短盘运价测算，长协仓单成本 2230 元/吨，现货原煤仓单 2300 元/吨。

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

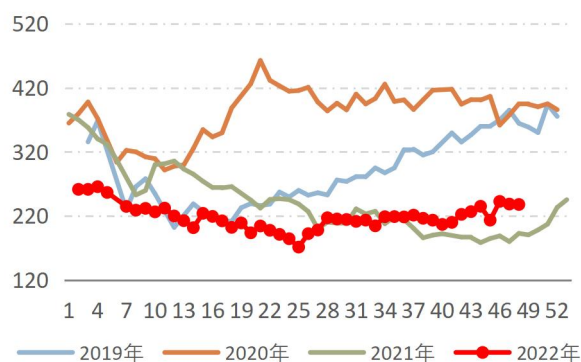


资料来源: Mysteel, 优财研究院

2.3 洗煤厂生产、库存情况

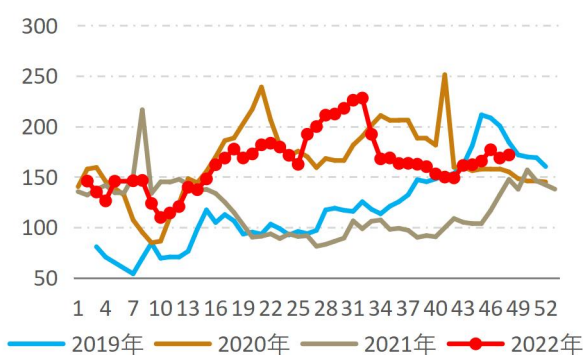
洗煤厂方面开工稳定，一方面是开工已经提前落至往常淡季水平，因此接下来均已稳为主，另一方面是目前疫情管控严格，对于生产也有抑制。本周原煤库存微降，精煤库存微增，整体变动不大。

图十一：洗煤厂原煤库存



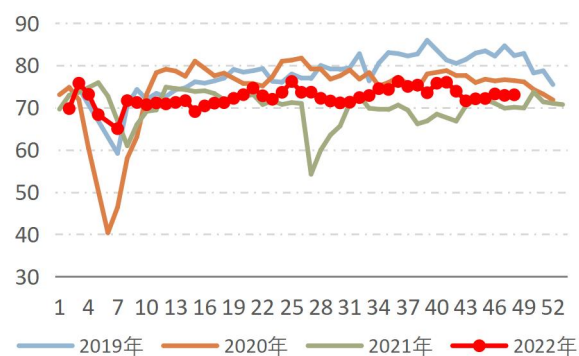
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十二：洗煤厂精煤库存



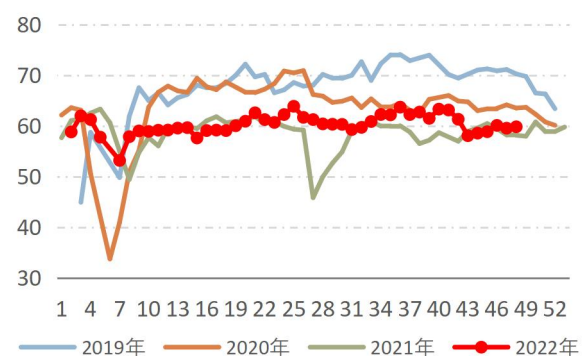
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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

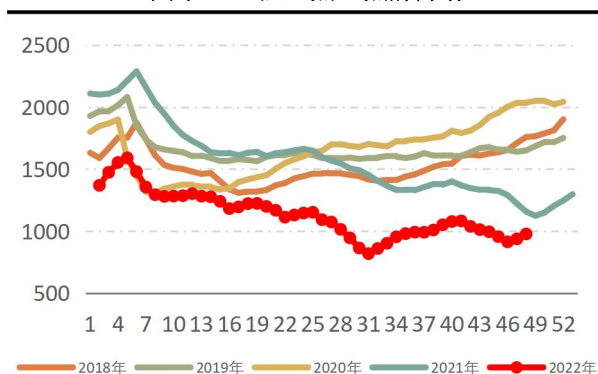


资料来源: Mysteel, 优财研究院

2.4 下游焦煤库存

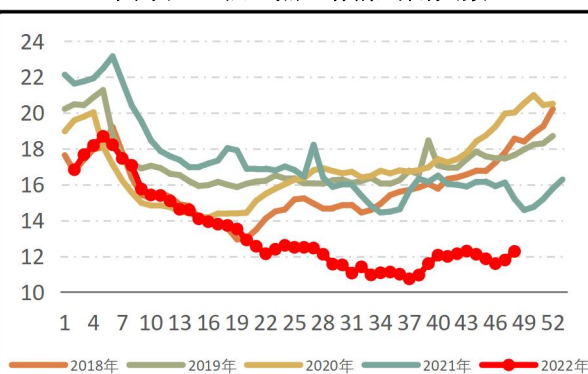
独立焦企率先开始补库，绝对库存开始回升，可用天数预计将回补至 14-16 天的水平，冬储补库需求正式启动，预计 12 月钢厂焦化也将开始补库，但需要注意疫情对运输的影响。

图十五：独立焦企焦煤库存



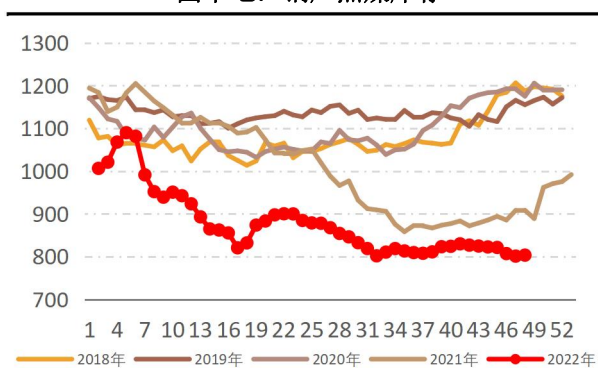
资料来源：Mysteel，优财研究院

图十六：独立焦企存煤可用天数



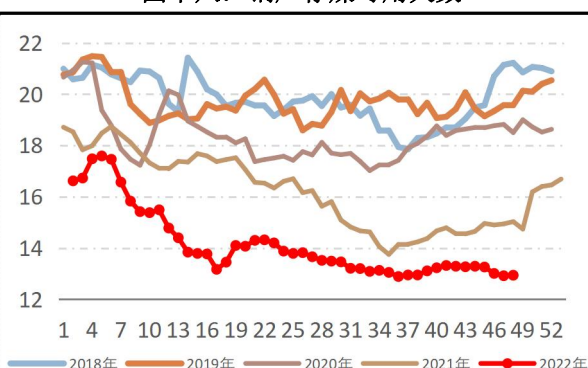
资料来源：Mysteel，优财研究院

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

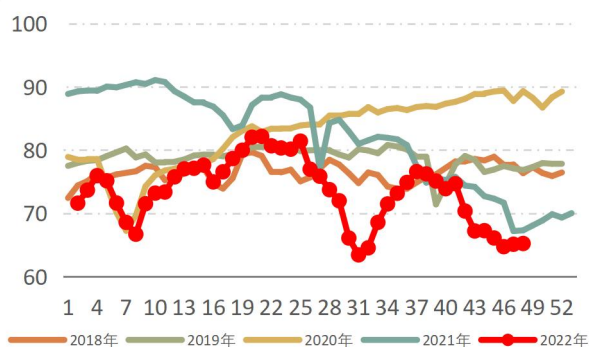


资料来源：Mysteel，优财研究院

2.5 焦企焦炭生产、库存情况

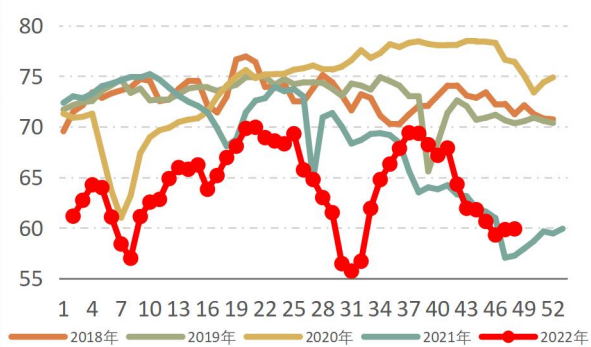
本周焦企开工见底企稳，预计至年底产量都将维持低位稳定，难有起色。一是成本领先价格回涨，导致焦企利润修复缓慢开工意愿不强；二是目前已经进入现实淡季，表需疲弱，难以撑起焦企复产。目前钢联口径独立焦企库存仍在相对高位，有待去化，不过下游冬储需求启动，有助于库存降低，但是需要注意产地疫情近期较为严重，部分产区静默，对于出货、生产可能产生影响，因此库存的去化表现可能滞后。

图十九：独立焦企产能利用率



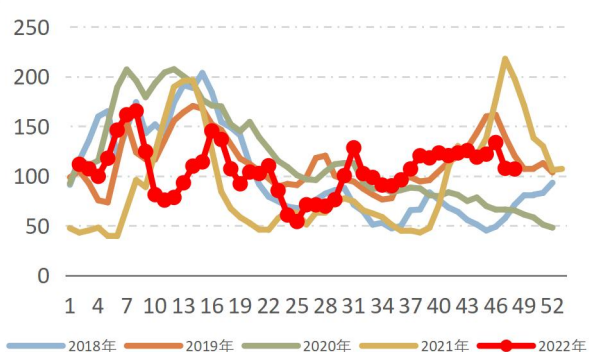
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十：独立焦企日产量



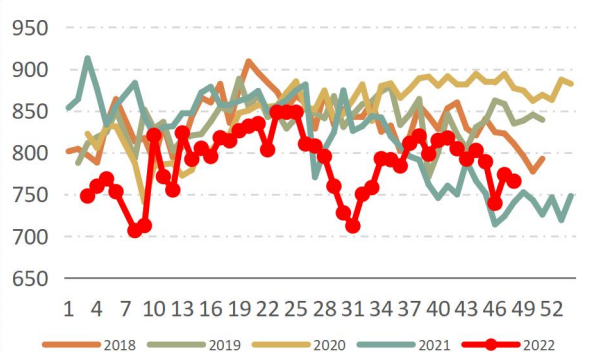
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十一：焦企焦炭库存



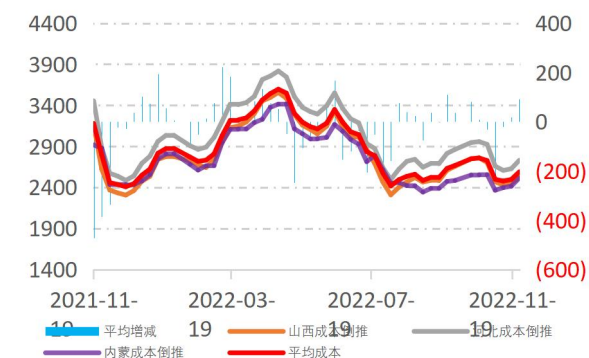
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十二：焦炭表需



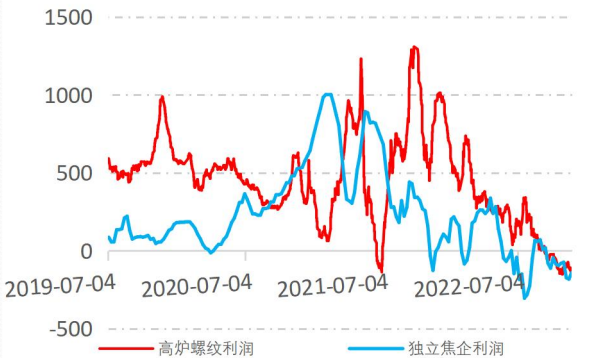
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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

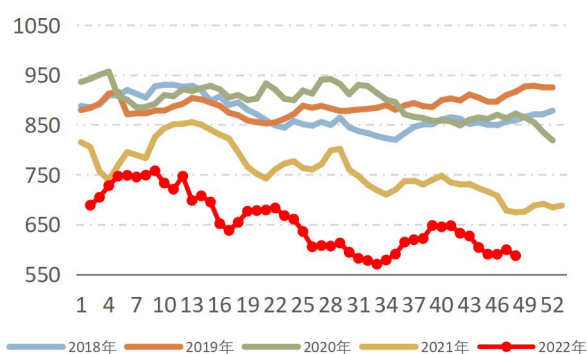


资料来源: Mysteel, 优财研究院

2.6 钢厂焦炭库存、产量以及高炉生产情况

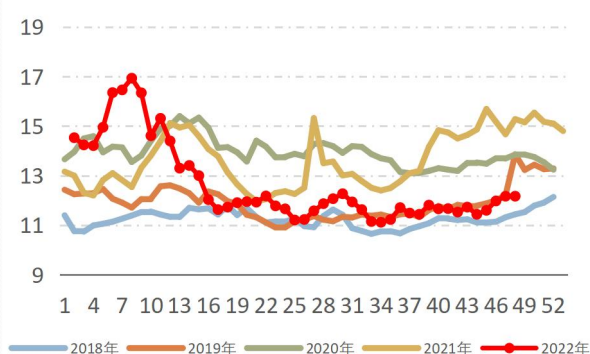
本周铁水进一步压降至 222.56 万吨/天，总需求下降疲弱之势难改，原料库存目前依然依靠需求回落来维稳，绝对库存低位徘徊。由于今年过年较早，预计 12 月中上旬就能看到冬储需求启动，不过由于利润表现不佳，钢厂刚需预计不会有明显回升，低库存运行策略也不会有太大改变，这意味着节前补库的规模也难有乐观预期。

图二十五：钢厂焦炭库存



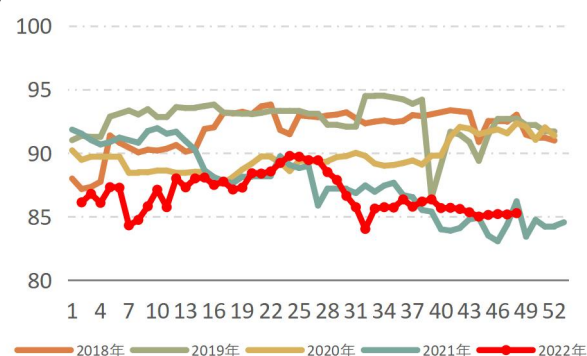
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十六：钢厂焦炭可用天数



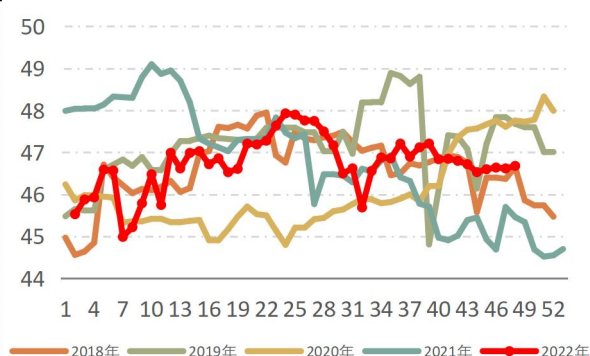
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十七：钢厂焦化产能利用率



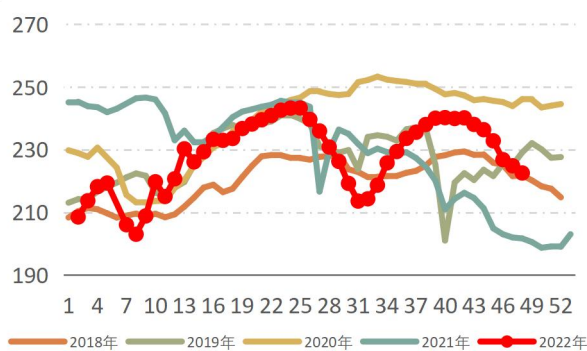
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十八：钢厂焦炭日产量



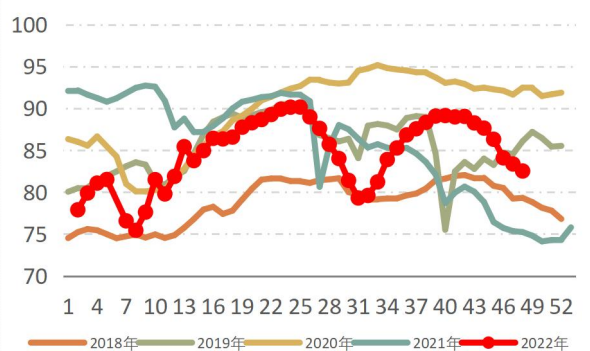
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十九：铁水日产量



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图三十：钢厂高炉开工率

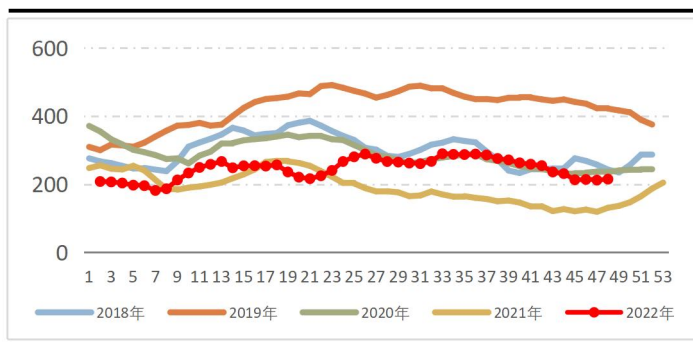


资料来源: Mysteel, 优财研究院

2.7 焦炭贸易商

本轮涨价贸易商和投机需求虽有入场意愿，但现货难买价格难涨，导致实际期现做的不多，集港量也较少，港口库存持稳，由于疫情原因产地拿货难度上升，需求端或更乐于拿港口现货，可能形成区域强弱分化。

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

首先对于 2301 合约来说，将逐步对接现实，从目前的基本面来看，有以下问题：一是焦煤供给的此消彼长，煤矿的减产覆盖了进口的增量，冬储需求率先启动的形势下，供给边际收紧的问题只能依赖于库存的释放来缓和，这也导致价格维持强势；二是产区疫情肉眼可见的严重，运输困扰下无论是焦煤还是焦炭，供给都无法充分有效释放到需求端，价格博弈也难以兑现到供货上；三是需求下行的大方向依然没有改变，迟迟无法缓和的亏损威胁将持续抑制焦企、钢厂的补库意愿，即使短端冬储预期形成价格提振，但中长端依然难言乐观。对于 2305 合约，一是市场对于澳煤回归抱有期待，二是地产侧有政策托底但是销售端依然未见起色，明年终端需求依然难以给出乐观预期。综合来看，近月估值水平适中，向下有补库托底，支撑较强，但向上驱动不稳，远端存分歧，预期难言乐观。短期看 2301 合约偏强震荡。

四、风险提示

疫情多点散发且伴随管控升级、口岸短盘运费坍塌、进口煤流入

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/>