

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：姚兴航

- 从业资格编号 F3073320
- 投资咨询编号 Z0015370

邮箱 yaoxinghang@jinxinqh.com

联系人：林敬炜

- 从业资格编号 F3076375

邮箱：linjingwei@jinxinqh.com



## 强预期向下寻现实落点

### 内容提要

进入二月，从产业的角度来看，需求呈现较强韧性，利润与信心驱动下钢厂开工意愿较强，而短期的供给减量使得焦煤库存仍呈偏紧态势，焦煤进口侧二月有边际增量，但较为有限，澳煤远水难解近渴。后续产业侧需要重点关注的点在于下游价格强度降低后可能压低需求侧提库意愿，导致补库需求难以释放，不过目前库存结构下主动进一步压低库存打压原料的难度较大，因此价格走强需要等待驱动，但下探有支撑。预期层面，前期乐观情绪过于高昂，盘面一度给出升水，但目前仍处淡季，无论是消费的复苏、政策的落地等都需要时间，预期向下修正是必要的，不过随着宏观环境趋暖，最坏的时点过去，大跌的基础不再。

### 操作建议

操作上建议等待需求启动后再介入，轻仓为主，焦煤在 1750-1770 位置的支撑得到初步确认，可尝试做多。

### 风险提示

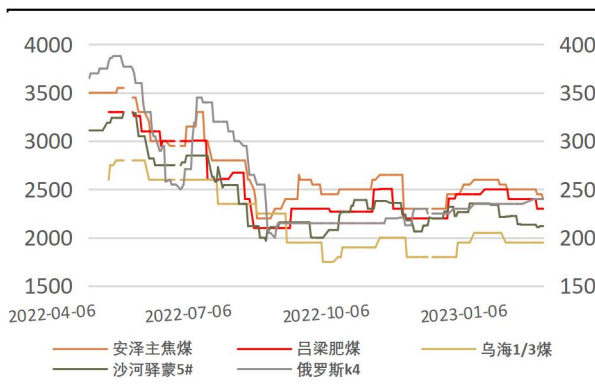
蒙煤通车量超预期增长、终端需求超预期差、中澳关系变化

## 一、行情回顾

盘面自十二月下旬开始的回调行情至1月而至，双焦重回涨势，不过焦煤稍弱，向上瓶颈较强，焦炭则上探至前高附近，直至节后创下新高，随后双焦同步展开回调。从宏观面来看，一月，国内疫情达峰转好为节后消费修复提供条件、房地字市场政策持续调整强化地产逐步筑底企稳预期、海外美联储加息步伐放缓信号释放，三条线共同推动宏观情绪向好，对未来经济复苏给出强预期。从产业方面看，盘面贴水给出上修空间，同时由于补库后中下游库存依然偏低，给出节后补库需求重新释放的预期，加之下游成材价格偏强运行，带动产业链整体挺价意愿趋强，不过焦煤由于蒙煤进口增量预期以及澳煤进口放开的消息成为黑链中相对较弱的品种。现货层面，随着补库需求由强转弱，双焦价格也从涨价周期转为跌价周期，节后焦煤整体价格较节前下调了百元左右，焦炭则在博弈第三轮提降与第一轮提涨。

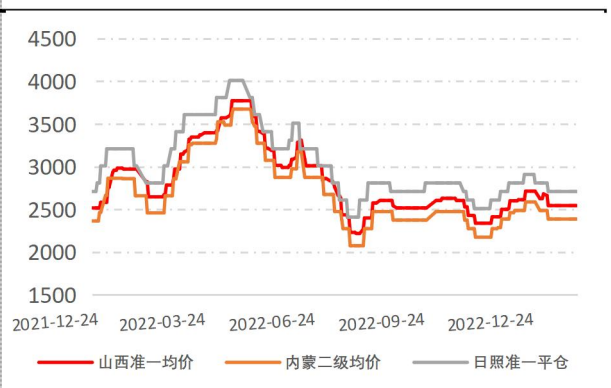
1月焦煤2305合约收跌1.72%报1832.5元/吨，焦炭2305合约收涨5.86%报2826.5元/吨。

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、 要点分析

### 2.1 进口焦煤增量高度与持续性

目前蒙煤放量与澳煤通关限制取消是焦煤多头绕不开的故事，因此需要重点跟踪。

先看蒙煤，从通关量的角度来看，随着口岸核酸检测要求取消，正常化通关成为新常态，进口增量一定会有，后续的堵点可能在于蒙古推进边境交货与竞拍销售新模式是否会导致短期进口市场出现混乱，又或者逐利的需求下蒙方是否会变相抬高进口成本导致蒙煤价格居高南下，另外还有一个问题在于目前监管库口岸库容有限，而库存高位运行，短期放量可能导致口岸库容出现短期不足倒逼进口出现波动。当下甘其毛都口岸日通车已经攀升至 900+/日，虽然 1 月 31 日破一千车有偶然性因素，但是也体现了口岸通关潜力，在没有意外因素的情况下，二月主要口岸通关车数稳定在 950-1050 车水平有较大希望，较去年 12 月预计提升 100-200 车左右，对应 0.5-1 万吨左右铁水。

在看澳煤，从咨询机构给出的信息来看，2 月澳焦煤进口预计分 3 批，第一批为一艘巴拿马型货船，装载 7.22 万吨焦煤于 1 月 23 日出发，预计 2 月 10 日抵达湛江港，第二批和第三批则分别在 2 月 6 日、2 月 13 日装船，预计将在 22 日、15 日抵港。从目前的形势来看，澳煤的回归已是大势所趋，重点在于正常化的节奏。目前已知第一批澳动力煤实际已于 1 月 16 日抵达了福建可门港，但是否顺利进港卸货仍未明确，而 1、2 月是进出口数据真空期，后续澳焦煤抵港是否能快速流入使用还未可知，另外澳大利亚产业暴雨对交通产生阻碍，后续发运是否能够如约而至还有待跟踪，最后是目前进口窗口

关闭，后续资源能否稳定、持续流入仍待商榷。因此从目前的情况来看，澳煤进口放开有助于提升需求侧议价能力，改善我国炼焦煤存在的结构性问题，但短期而言难以上量，尤其是没有便宜的量则会大大降低实际影响。

## 2.2 低库存状态仍在延续

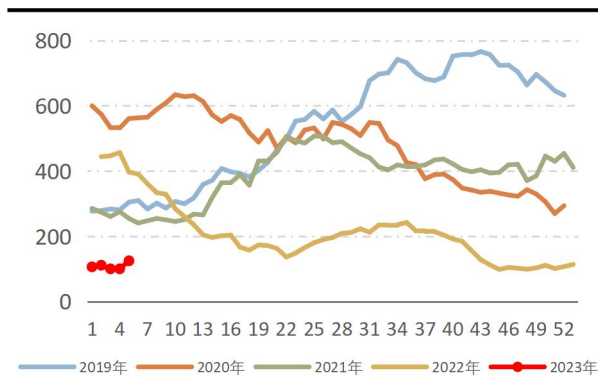
节前备货实际上对于双焦的低库存结构起到了改善的效果，但与去年相比有两个变化需要注意。一是煤矿的放假问题，由于疫情防控方案优化，今年煤矿放假较为普遍，且不少煤矿假期较长，平均放假时间回到 11 天水平，因此节后还需要 1 周左右的时间来让煤矿恢复，而煤矿供给的减量直接体现到了库存之上，节后归来中下游企业由于连续生产，冬储库存消耗明显，而上游此时供给尚未修复，也无库存积压，因此焦煤的库存价格依然呈偏紧状态。另一个是生产意愿的问题，11 月以来价格持续维持偏强状态无疑给市场重建了信心，利益与信心的驱动下今年焦化厂、钢厂的生产保持了很强的连续性，节日期间至节后一周，开工稳中有增，这或将在后续凸显原料库存吃紧的问题。

## 2.3 需求启动尚需时间

从时间的角度来看，一是一般过了元宵才是真正到开始检验需求的时候，二是过年较早，目前天气依然偏冷，尚处淡季之中；从政策的角度来说，目前还是以保后端为主，前端地产销售仍处筑底过程，要带动前端建材需求启动还需要传导时间。

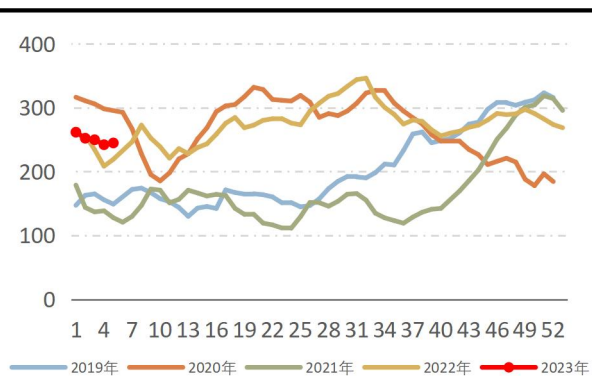
## 2.4 周度数据图表更新

图五：焦煤港口库存



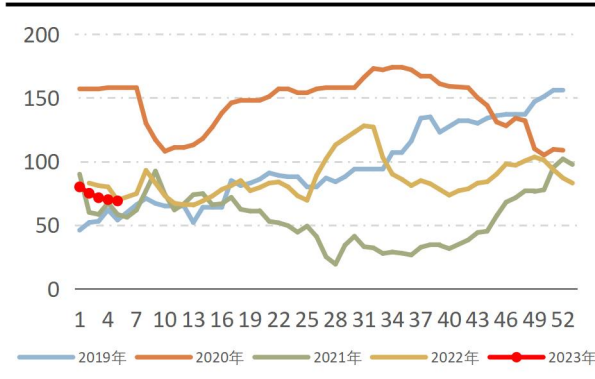
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图六：焦煤矿山库存



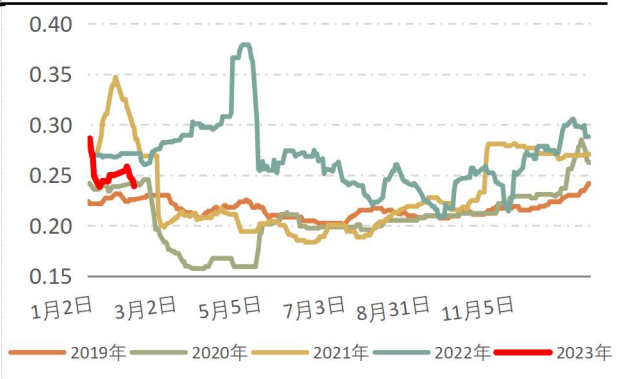
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图七：山西煤矿库存



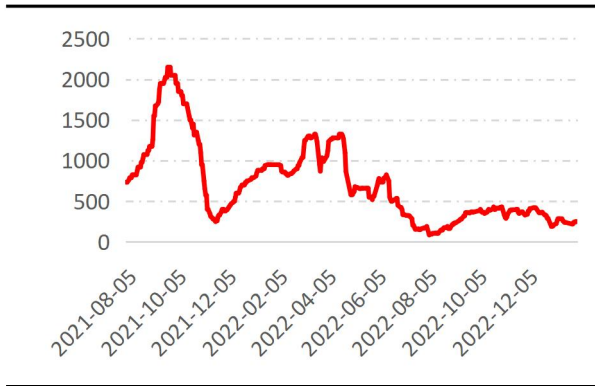
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图八：公路运价平均



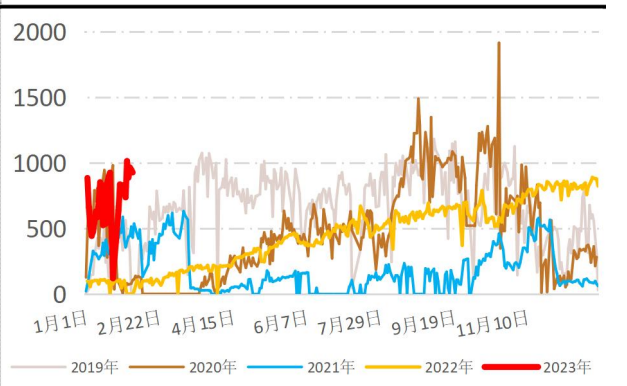
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图九：288 口岸短盘运费



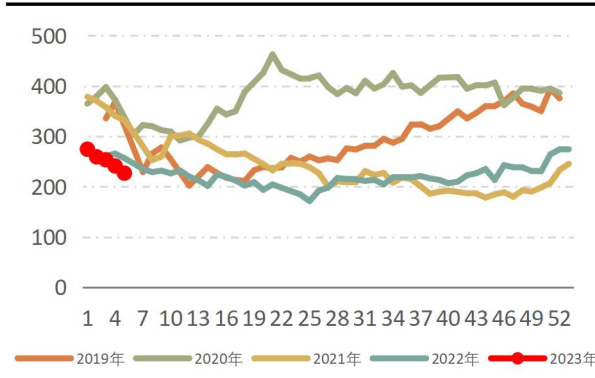
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十：甘其毛都口岸日通车



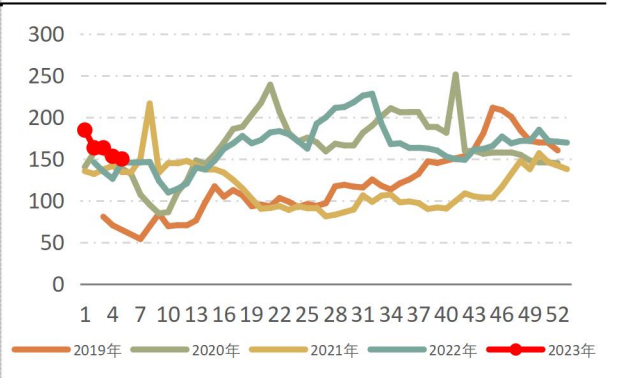
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十一：洗煤厂原煤库存



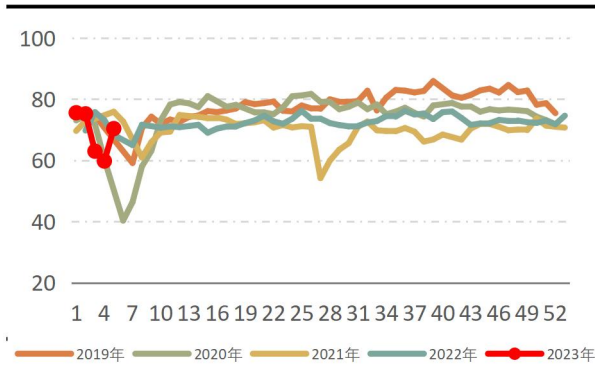
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十二：洗煤厂精煤库存



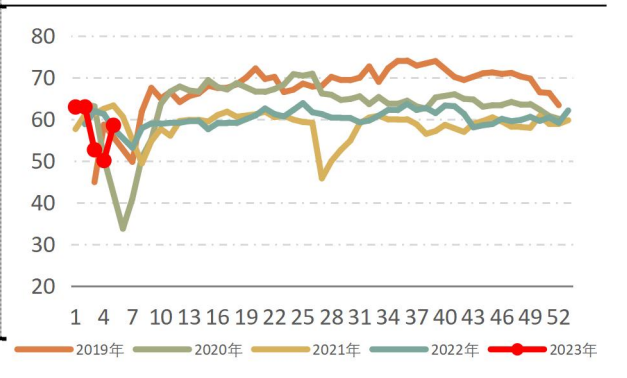
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十三：洗煤厂开工率



资料来源: Mysteel, 优财研究院

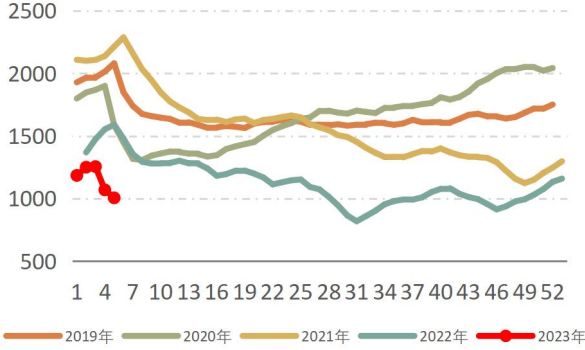
图十四：洗煤厂产量



资料来源: Mysteel, 优财研究院

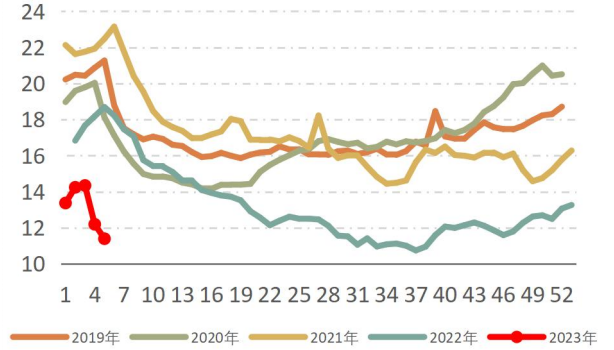
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十五: 独立焦企焦煤库存



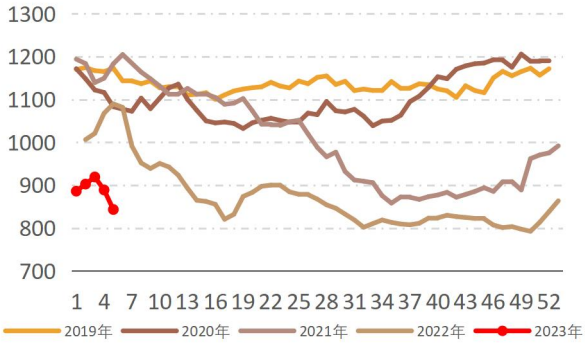
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十六: 独立焦企存煤可用天数



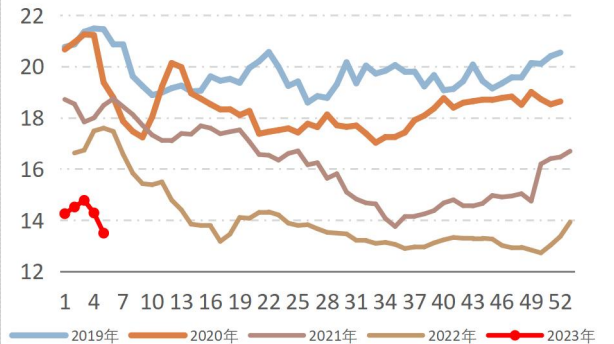
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十七: 钢厂焦煤库存



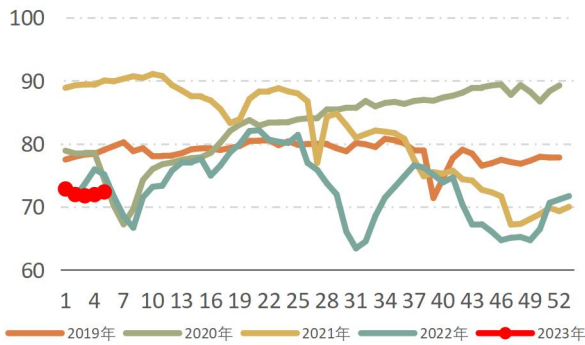
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十八: 钢厂存煤可用天数



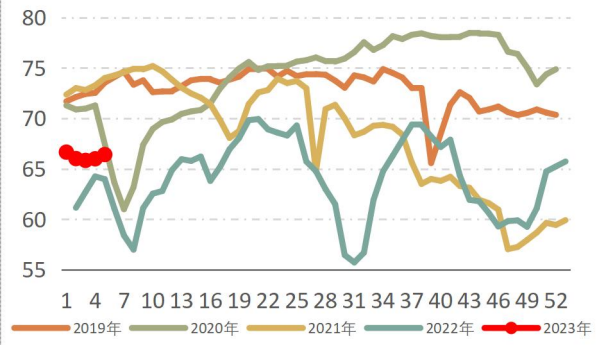
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图十九: 独立焦企产能利用率



资料来源: Mysteel, 优财研究院

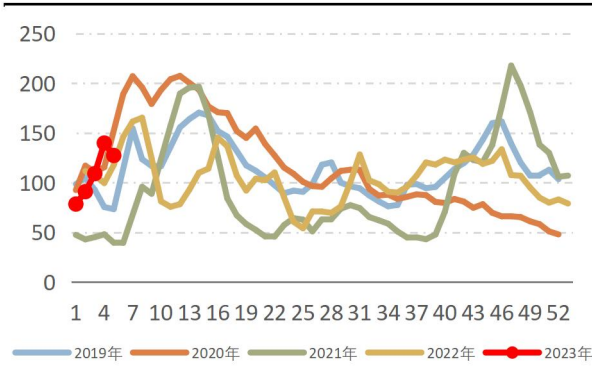
图二十: 独立焦企日产量



资料来源: Mysteel, 优财研究院

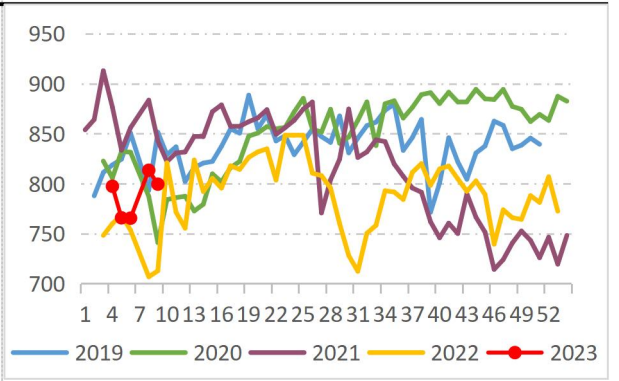
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十一：焦企焦炭库存



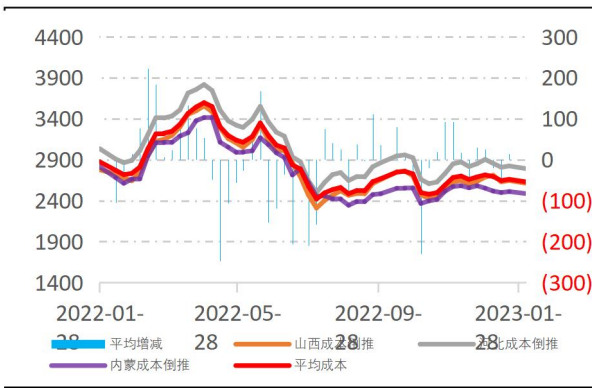
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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



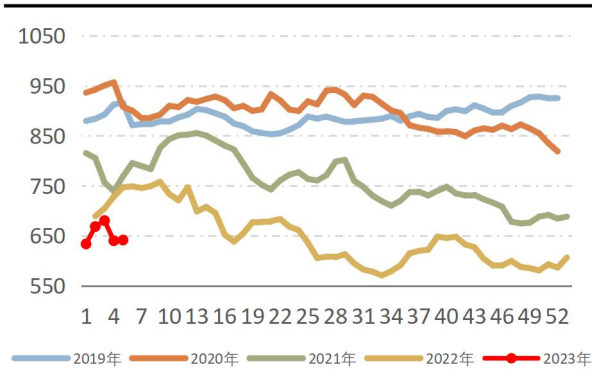
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十四：螺焦利润对比



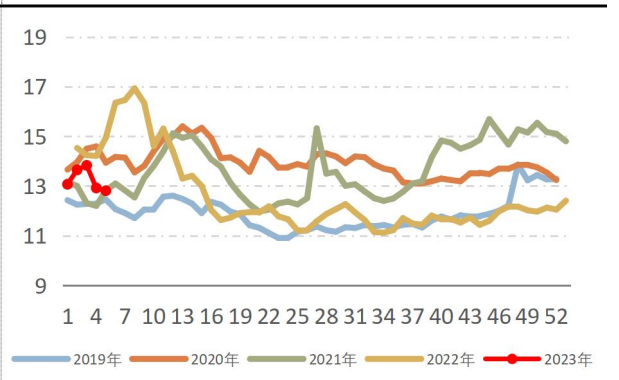
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十五：钢厂焦炭库存



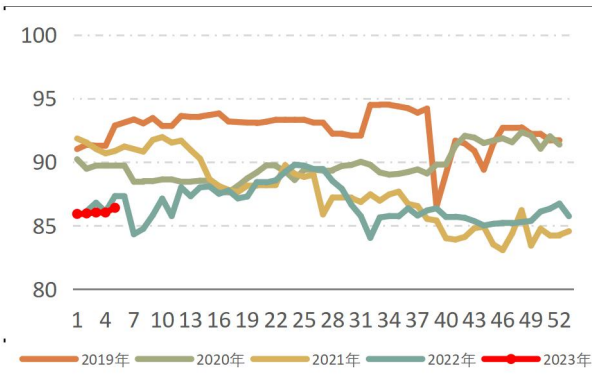
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十六：钢厂焦炭可用天数



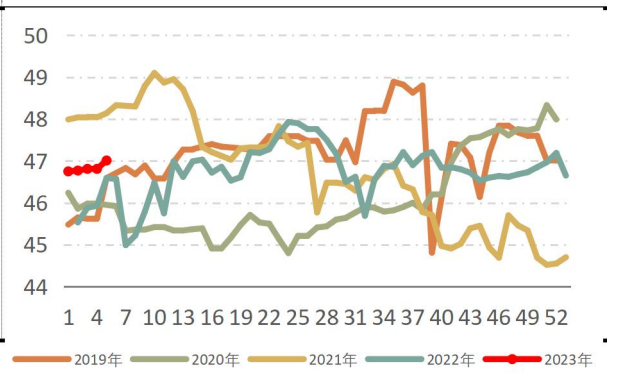
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十七：钢厂焦化产能利用率

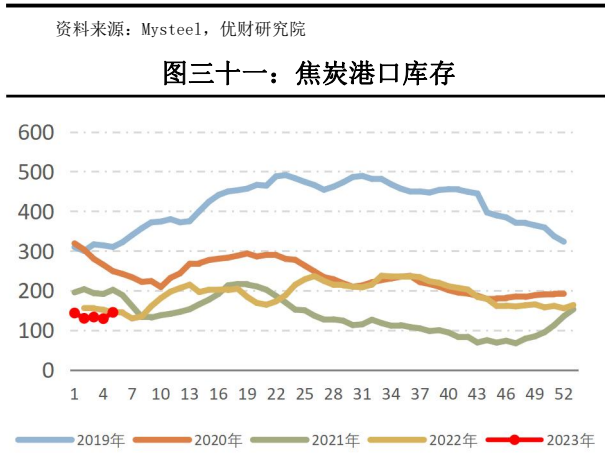
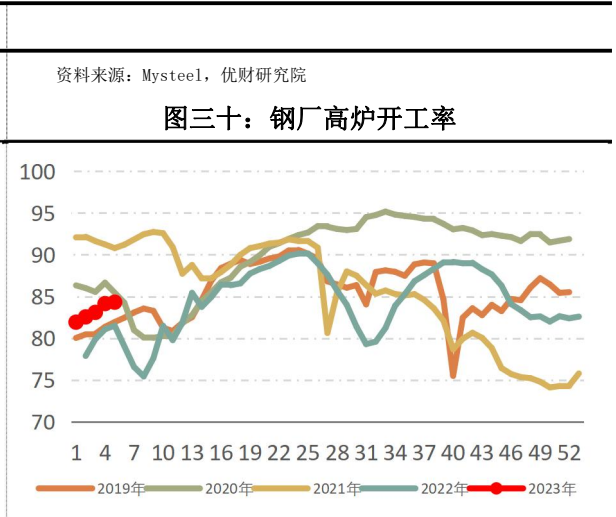
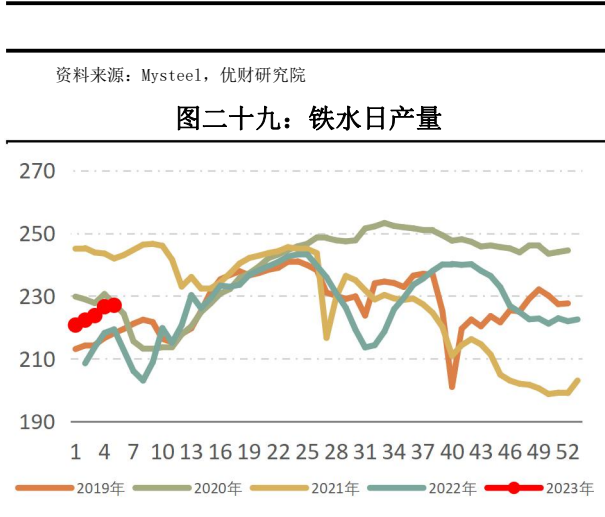


资料来源: Mysteel, 优财研究院

图二十八：钢厂焦炭日产量



资料来源: Mysteel, 优财研究院



资料来源: Mysteel, 优财研究院



### 三、逻辑总结与策略建议

进入二月，从产业的角度来看，需求呈现较强韧性，利润与信心驱动下钢厂开工意愿较强，而短期的供给减量使得焦煤库存仍呈偏紧态势，焦煤进口侧二月有边际增量，但较为有限，澳煤远水难解近渴。后续产业侧需要重点关注的点在于下游价格强度降低后可能压低需求侧提库意愿，导致补库需求难以释放，不过目前库存结构下主动进一步压低库存打压原料的难度较大，因此价格走强需要等待驱动，但下探有支撑。预期层面，前期乐观情绪过于高昂，盘面一度给出升水，但目前仍处淡季，无论是消费的复苏、政策的落地等都需要时间，预期向下修正是必要的，不过随着宏观环境趋暖，最坏的时点过去，大跌的基础不再。操作上建议等待需求启动后再介入，轻仓为主，焦煤在 1750-1770 位置的支撑得到初步确认，可尝试做多。

### 四、风险提示

蒙煤通车量超预期增长、终端需求超预期差、中澳关系变化

## 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/>