

短期冲击过后，关注逢低做多煤焦比机会

2021-1-12

黑色金属策略组

研究员：

刘慧峰

从业资格证号：F3033924

投资咨询证号：Z0013026

电话：021-68757223

邮箱：LiuHF@qh168.com.cn

相关研究报告

◆◎投资要点：

◆本轮焦炭盘面价格的快速下跌主要是有以下几个方面的原因：一是因为近期河北地区疫情持续出现反弹，各地管控措施加强，物流的阶段性阻断。二是，钢材需求特别是建筑钢材需求明显转弱，市场开始进入累库阶段。三是，前期盘面价格涨幅过快，存在修复升水的需求。

◆2021 年仍有 1700 万吨产能淘汰任务，而新增产能则大多集中于下半年投产。相反，2021 年上半年则是钢材置换产能投放高峰期，所以我们认为至少在 05 合约对应的时段，焦炭供需缺口完全弥补的可能性并不大。

◆焦炭受到供需错位影响，库存整体处于低位，而焦煤下游库存则处于相对高位，且未来 1-2 个月下游将呈现去库存态势。短期焦煤基本面将弱于焦炭

◆**结论：**本轮焦炭价格下跌主要是由于疫情反弹导致物流阻断，钢材需求走弱以及修复升水等原因所致。目前焦炭基本面并没有发生大的变化，去产能背景下导致的阶段性供需错配这一逻辑依然存在，且在 05 合约时段内预计焦炭供需缺口弥补可能性不大。焦煤方面，未来 1-2 个月下游可能会呈现去库存态势，且上半年焦炭产能的持续去化可能会影响焦煤需求，因此其短期基本面可能会弱于焦炭。

◆**操作建议：**建议比值 1.55 附近做多煤焦比，焦炭 5-9 价差 150 以下介入跨期正套

◆**风险因素：**疫情持续发酵，钢材价格大幅下跌，焦煤短期供应明显收缩

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

1. 策略概述.....	3
2. 本轮焦炭盘面价格快速下跌原因	3
3. 焦炭供需阶段性错配仍会持续	3
4. 焦炭全环节库存处于低位，焦煤终端库存较高	4
5. 焦炭基本面偏强下，盘面向上修贴水概率较大	4
6. 风险因素	5
7. 结论及投资建议	5

图表目录

图表 1 钢厂和焦化厂利润变化走势	3
图表 2 焦炭期现价差走势变化	3
图表 3 钢厂和焦化厂开工变化与焦炭价格走势对比.....	3
图表 4 焦化厂盈利与产量变化走势.....	3
图表 5 焦炭库存结构与现货价格走势对比.....	4
图表 6 钢厂及焦化厂焦煤库存季节性走势.....	4
图表 7 焦炭现货和盘面利润变化.....	5
图表 8 焦炭 5-9 价差走势变化	5

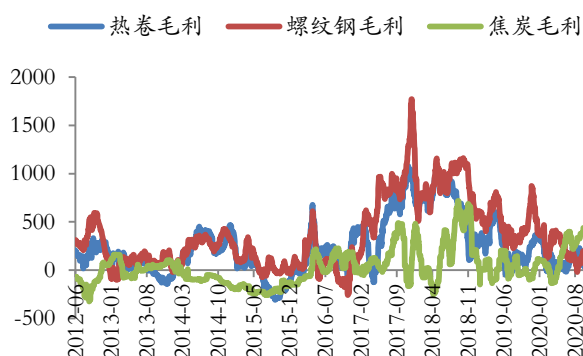
1. 策略概述

开年以来，焦炭主力合约 2105 冲高回落，特别是 1 月 7 日以后出现连续三个交易日的大幅下挫，目前主力合约 2105 已经跌至 2800 元/吨以下，焦炭焦煤盘面比价也下跌至 1.6 以下。我们认为焦炭市场目前基本面未发生大的变化，因此后期仍存在做多焦化利润以及 5-9 跨期正套机会。

2. 本轮焦炭盘面价格快速下跌原因

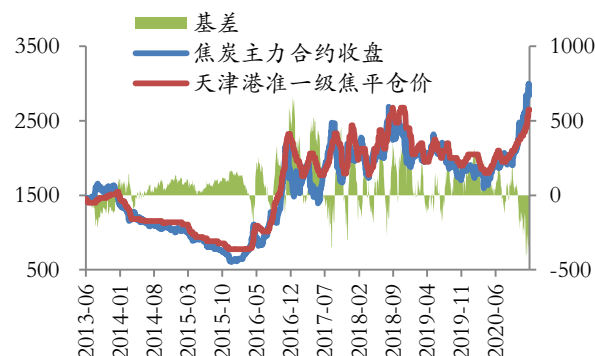
我们认为本轮焦炭盘面价格的快速下跌主要是有以下几个方面的原因：一是因为近期河北地区疫情持续出现反弹，各地管控措施加强，物流的阶段性的阻断，导致河北地区钢厂到货量减少，部分钢厂因原料短缺出现提前检修现象，焦炭需求出现阶段性弱。二是，钢材需求特别是建筑钢材需求明显转弱，市场开始进入累库阶段，5 大品种钢材库存连续两周回升，且预计这一进程会持续至 3 月中旬，钢材价格的走弱也压制了焦炭价格的上涨。三是，前期价格涨幅过快，主力合约 2105 最高升水现货达到 400 元/吨，因此也存在修复升水的需求。

图表 1 钢厂和焦化厂利润变化走势



资料来源：Mysteel、东海期货

图表 2 焦炭期现价差走势变化



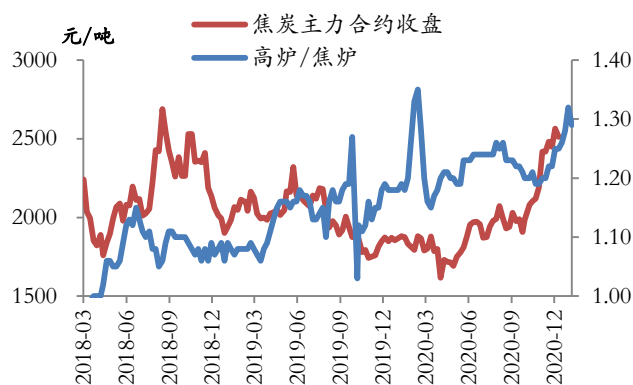
3. 焦炭供需阶段性错配仍会持续

之前我们在年报中提到过，本轮焦炭价格的快速反弹主要是因为去产能所引发的供需阶段性错配所致。根据 Mysteel 相关数据，2020 年全年净淘汰焦化产能 2984.6 万吨，且 2021 年仍有 1700 万吨产能淘汰任务，而新增产能则大多集中于下半年投产。相反，根据我们不完全统计，2020 年 12 月底国内有 3152 万吨炼铁产能投产，2021 年的钢铁置换产能上半年投产也比较多，所以我们认为至少在 05 合约对应的时段，焦炭供需缺口完全弥补的可能性并不大。

从高频数据中我们也可以看到，目前尽管钢厂利润有所收窄，但依然有一定利润，在这种情况下，钢厂开工率整体维持高位，上周全国 247 家钢厂高炉产能利用率仍维持在 90% 上方，日均铁水产量为 244.28 万吨，同比仍有 15.37 万吨的增幅。而焦炭行业尽管利润已经达到历史新高，但供给并没有明显释放，230 家独立焦化企业的日均焦炭产量，处于近几年来低位，高炉和焦炉产能利用率的比值也在上升通道之中，表明当下焦炭依然存在明显的供需缺口。

图表 3 钢厂和焦化厂开工变化与焦炭价格走势对比

图表 4 焦化厂盈利与产量变化走势



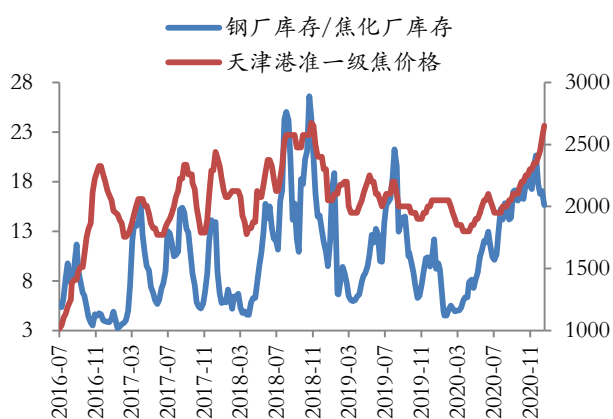
资料来源: Mysteel、东海期货

4.焦炭全环节库存处于低位，焦煤终端库存较高

焦炭受到供需错位影响，库存整体处于低位，截止到1月8日，国内焦炭全环节库存为715.57万吨，较去年同期低186.79万吨，钢厂和焦化厂库存比值2020年整体呈现上升趋势。上周因物流阻断因素，该数据出现小幅回落，但考虑到目前钢厂开工率依然较高，那么一旦疫情有所好转，钢厂必然会再度重启补库存，届时该比值可能会继续上升。

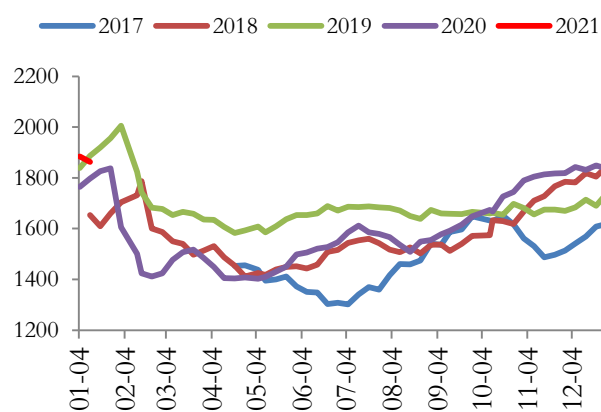
焦煤方面，库存则呈现终端库存较高，港口库存正常的格局，截止到1月8日当周，国内钢厂及焦化厂焦煤库存为1862.47万吨，较去年同期高出97.99万吨，且从历史数据来看，未来2个月下游企业焦煤更多呈现去库存态势。另外，前面我们提到今年上半年焦炭仍有1700万吨的产能去化任务，这也会对焦炭需求产生影响。而供应方面来看，春节过后，3-4月份国内焦煤产量都会有一个逐步释放的过程。所以从短期来看，焦煤基本面可能会弱于焦炭。不过，从2021年全年来看，由于澳煤进口限制政策可能长期化，蒙煤进口增加不足以弥补澳煤减量缺口，同时下半年又面临焦化新增产能集中投产，因此焦煤中远期价格可能会走强。

图表 5 焦炭库存结构与现货价格走势对比



资料来源: Mysteel、东海期货

图表 6 钢厂及焦化厂焦煤库存季节性走势

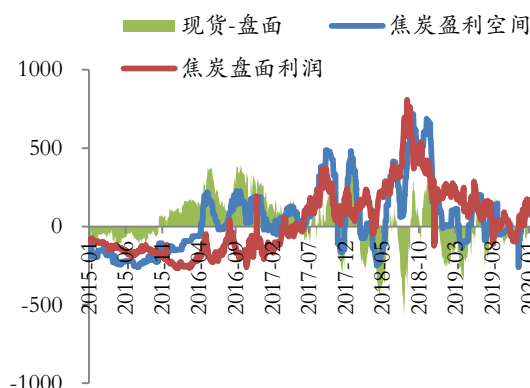


5.焦炭基本面偏强下，盘面向上修贴水概率较大

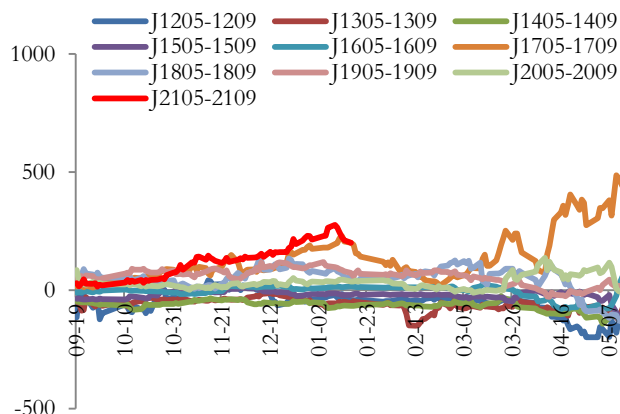
经过本轮价格调整之后，按照焦炭现货价格13轮提涨落地估算，目前主力合约2105已经开始贴水现货，相比之下，焦煤主力合约依然升水现货约170元/吨。同时，盘面焦化利润收窄至300元/吨附近，较现货利润低446元/吨，结合当下基本面来看，现货利润大

幅收缩的可能性不大，因此未来更大的可能是盘面利润向现货利润靠拢。另外，结合 2018 年环保限产时期经验来看，后期焦炭 5-9 价差可能也有进一步走扩的空间。

图表 7 焦炭现货和盘面利润变化



图表 8 焦炭 5-9 价差走势变化



资料来源：Mysteel、东海期货

6. 风险因素

- (1) 若疫情持续不能好转，则悲观预期下，焦炭盘面价格会进一步下跌
- (2) 钢材持续累库，价格大幅下跌，压制焦炭价格。
- (3) 焦煤供应端短期明显收缩

7. 结论及投资建议

综合以上分析，本轮焦炭价格下跌主要是由于疫情反弹导致物流阻断，钢材需求走弱以及修复升水等原因所致。目前焦炭基本面并没有发生大的变化，去产能背景下导致的阶段性供需错配这一逻辑依然存在，且在 05 合约时段内预计焦炭供需缺口弥补可能性不大。焦煤方面，未来 1-2 个月下游可能会呈现去库存态势，且上半年焦炭产能的持续去化可能会影响焦煤需求，因此其短期基本面可能会弱于焦炭。但中长期来看，澳煤进口限制政策长期化，下半年又面临焦化新增产能集中投产，届时焦煤基本面可能会走强。

操作策略上建议：建议比值 1.55 附近考虑逢低做多煤焦比，上方目标 1.8 以上，若比值跌破 1.5 考虑止损。同时焦炭 5-9 价差 150 以下考虑逢低介入跨期正套，目标前高 270 附近，跌破 100 考虑止损。

分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn