

2014 年 11 月 10 日

黑色金属研究

发现价值

创造价值

分享价值

基差拖累焦炭仍有下探欲望

内容摘要:

一、操作思路概要

二、煤焦价格驱动因素解析

- 2.1 企业微利开工回升，厂库稳中有降
- 2.2 出口同环比小增，港口库存跌破 200 万吨
- 2.3 吨钢毛利或迎反弹，钢厂库存整体稳
- 2.4 仓单成本继续下调
- 2.5 基差驱动焦价仍有下探欲望

三、具体交易策略

2015 年成本定价驱动向下，以趋势交易策略为主；阶段性供给调整，跨期及跨商品套利为辅。

四、风险因素

迈科期货 2 队

www.maikefutures.com

煤焦：基差拖累焦炭仍有下探欲望

一、操作思路概要

经济下行压力依然存在，宏观面偏空预估不改，而价格驱动更多依赖自身微观面表现。今年黑色金属处在需求疲软主导的行情中，价格整体趋势向下且波动中枢不断下移，提供单边做空机会。但是，价格成本严重倒挂，倒逼供应端做出调整，提供阶段性套利机会。

今年我们黑色板块所有策略，煤焦为黑色产业链中的空头配置品种，全年只看底不看顶，以成本定价为主。因此，以趋势交易策略为主，并结合跨期、跨商品套利操作。策略有：空焦炭单边策略，空远多近正套。

风险点：焦炭逼近年线成本，价格成本倒挂严重焦企停产关停增多，下方空间有限且调整时间或长。遇风险避之，而选择套利对冲策略。

二、焦炭价格驱动因素解析

2.1 企业微利开工回升，厂库稳中有降

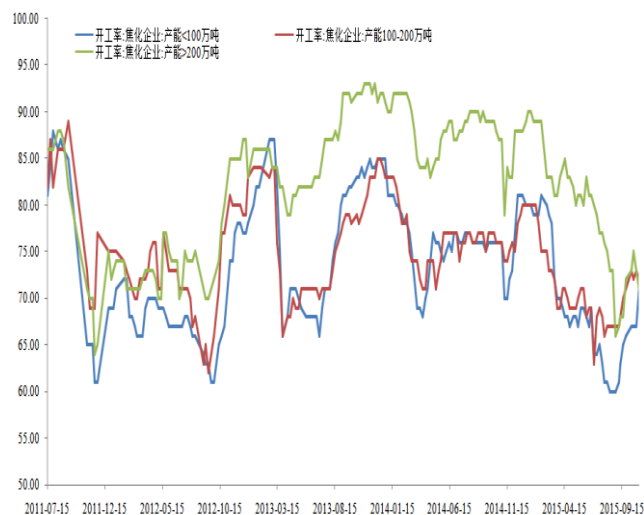
9 月份焦炭产量 3673 万吨，同比回落 8.45%，降幅扩大两个百分点，环比亦回落 100 万吨；而 2014 年下半年焦炭单月产量在 3950~4200 万吨高水平。前三个季度焦炭同比增长均呈现负增长且降幅在扩大，由于上游焦煤前期坚挺，焦炭降价快于上游，企业亏损严重，开工一直大幅回落。

不过 10 月份随着炼焦成本加速下跌，焦化厂开工有所回升。截止 10 月底，产能小于 200 万吨的开工率较去年同期均回落 5 个点至 71%，而 200 万吨以上大规模开工率回落 16 个点至 71%。分地区来看，东北最低至维持在 50%左右的开工率，西北下降而西南回升基本在 65%以上的开工率，而华北、华东及华中地区开工率在 70%以上水平，各个地区开工率均有所回升。

厂库方面，样本焦化厂总库存较去年同期回落逾 25%，低于去年同期水平。截止 10 月底，焦化厂总库存 5.11 万吨，去年同期 6.74 万吨，上月末 7.01 万吨。各个地区库存均有所回落，其中东北、西北华中降幅较大，西南次之，华北地区降幅最小。

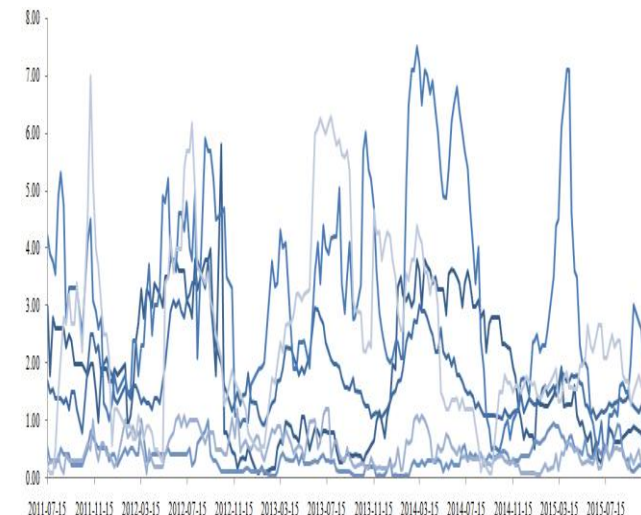
煤焦：基差拖累焦炭仍有下探欲望

图表 1 国内焦化厂开工率低于同期水平



资料来源：迈科研究部

图表 2 国内主要地区焦化厂焦炭库存

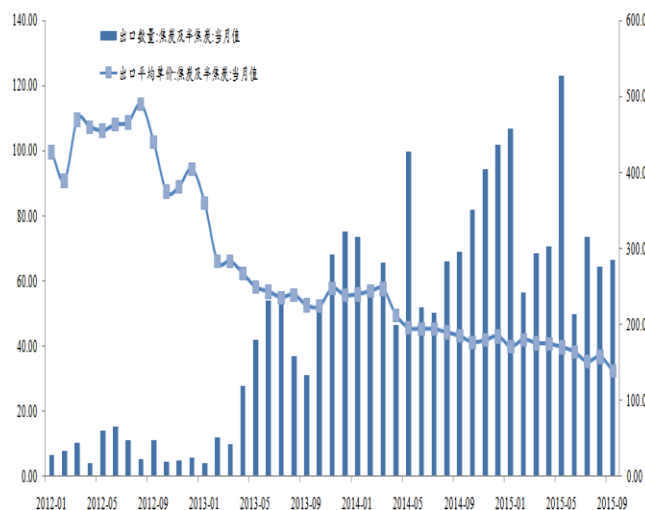


资料来源：迈科研究部

2.2 出口同比环比小增，港口库存跌破 200 万吨

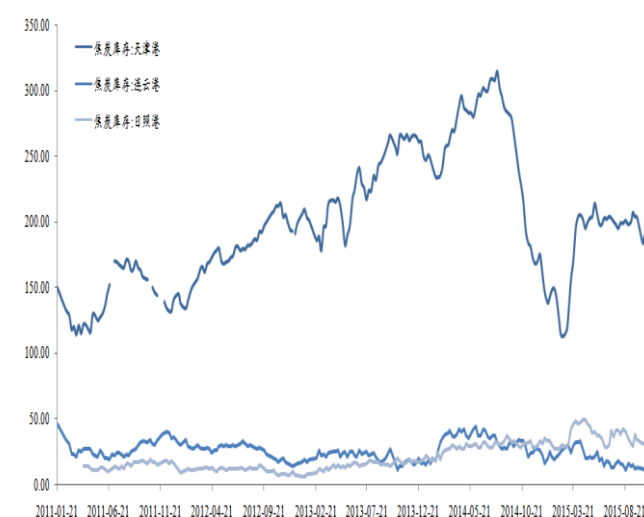
4 月~9 月份天津港焦炭港口库存稳居在 200 万吨左右水平，而 10 月份终将跌破，月末天津港焦炭库存 179 万吨。出口方面，9 月份焦炭出口 66.53 万吨，同比环比回落均在 3.5%附近，焦炭出口均价也出现大幅下降，9 月月出口均价 139.15 美元/吨，同比回落 45 美元，环比回落 18 美元。纵观前三个季度焦炭出口量来看，高额关税的取消并未给国内带来更大的政策红利，出口量并未出现大幅增长，主要考虑到日韩地区仍以自建钢厂为主焦煤使用为主。出口的稳态为缓解国内供给压力显得力不从心，不过，一般年底焦炭贸易接单会增多，可以值得关注。

图表 3 焦炭出口量及出口均价



资料来源：迈科研究部

图表 4 主要港口焦炭库存



资料来源：迈科研究部

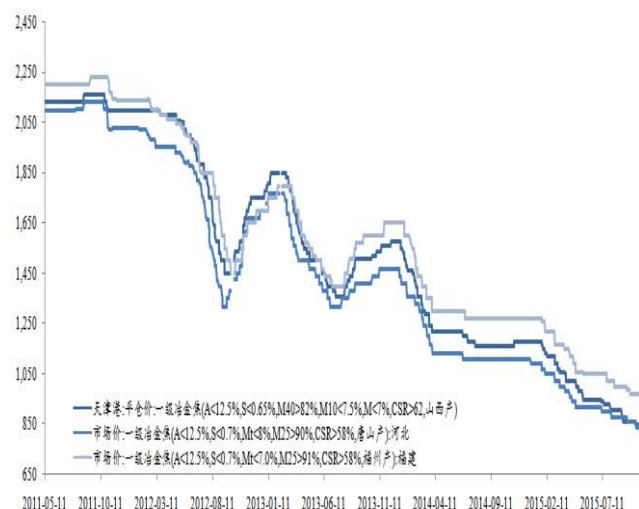
煤焦：基差拖累焦炭仍有下探欲望

2.3 吨钢毛利或迎反弹，钢厂库存整体稳定

在黑色产业链传导机制中，下游钢市对焦市的影响包括两个方面，一个是量，一个是价格。结合上文分析，焦炭需求总量稳中回落，但短期焦炭开工回升厂库下游库存稳定，以及铁矿石由强转弱，钢厂对焦炭施压力度或减弱，10月下旬以来将施压重点转向铁矿石。

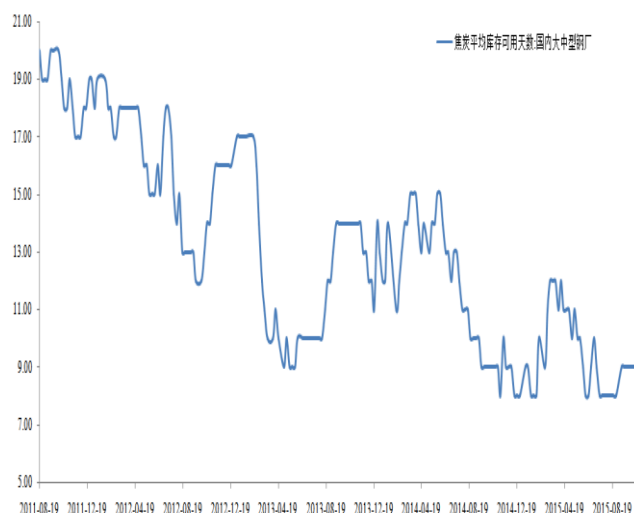
10月份钢厂焦炭库存使用天数一直维持在9天，环比上月有所增加，去年同期持平。对比去年来看，2014年5~9月份钢厂利润处于年内最高水平，而今年钢厂前五个月利润可观，而10月份高位快速压缩，也就是说在高利驱动下钢厂补库意愿强烈而利润压缩下呈现去库存现象。9月钢铁产量延续回落，钢厂生产动能存在，但在钢厂减产增加下或呈现前高后低，随着钢厂焦炭稳定以及焦化厂开工小幅回升，钢厂库存或继续维稳。

图表5 国内主要地区主焦煤现货报价



资料来源：迈科研究部

图表6 国内大中型钢厂焦炭库存使用天数



资料来源：迈科研究部

2.4 仓单成本有所下调

独立焦化厂焦炭生产成本进行底部测算，钢厂自建焦化厂焦炭生产成本相对高。

配煤比例（准一级焦）：主焦煤 40.39%、气煤 31.23%、肥煤 18.59%、瘦煤 9.79%

入炉煤成本 = 650 元/吨 * 40.39% + 680 元/吨 * 18.59% + 450 元/吨 * 9.79% + 495 元/吨 * 31.23%

= 588 元/吨

煤焦：基差拖累焦炭仍有下探欲望

生产成本 = 原料成本+加工费

=588*（1-8%）*1.32+75

= 788 元/吨

备注：一般制造成本、运输等成本占比生产成本 10%~25%，而往常化工副产品带来的收益可以抵扣这部分成本达 10%~30%，由于当前企业化工副产品无盈利，不予以考虑。

10 月份随着炼焦煤大幅调跌释放焦炭降价空间，使得炼焦入炉煤成本大降。

仓单成本测算：焦炭标准品交割一级冶金焦仓单成本在 705~755 元/吨，当前炼焦入炉成本约在 788 元/吨，综合来看，连焦底部调整至 700 以下。

2.5 基差驱动下，连焦仍有下探欲望

10 月份连焦期价下跌速度快于预期，期价创上市来新低，盘面下探 706.5 元/吨。11 月份焦炭市场面临供应增加需求放缓的局面，现货阴跌，基差拖累期价大幅下探。一方面，由于炼焦成本的崩塌，一方面，由于钢厂减产炒作增多，再者，钢厂打压炉料继续，多方合力施压产业链最弱的焦炭市场。黑色产业链依然为需求主导行情，下游钢市弱势抬头难，焦价承压大。据我们监测的钢厂利润或随着矿价大跌而止跌或小反弹，以及仓单成本测算下，期价继续下跌或转向深度贴水，所以，继续下探受阻，11 月份期价 700 下方或反复，前期的空单可考虑 650~700 区间减持兑现利润。

三、具体交易策略

3.1 交易时间： 11 月

空焦炭 1601/1605 合约

持仓时间：11 月

入场节点：下游产量增速同比负增长扩大，需求萎靡，现货价格阴跌难止，三季度末四季度初入场

入场价格：期价高估区域，天津港一级冶金焦跌至 820 元/吨，河北在 690~780 之间，山西地区 640~650 元/吨，720 附近，建仓呈倒金子塔型，滚动止盈。

煤焦：基差拖累焦炭仍有下探欲望

目标价格：综合黑金宏微观面研究分析，锁定最上游原料最弱的煤焦为沽空品种，焦煤成本定价，测算成本最低在 650~685, 685~700。

交易计划：

JM1601/1605 合约卖空

资金占用 0.3%左右

操作手数 10 以内

入场价区 720 附近

止损价区 720 以上

目标价区 685~700

多焦炭 1601 空焦炭 1605

持仓时间： 11 月

入场节点：下游产量增速同比负增长扩大，需求萎靡，现货价格阴跌难止，三季度末四季度初入场；远月在炼焦成本拖累下承压。

入场价差：经计量统计结果显示，二者（05-01）正常价差密集在 15 以上，结合未来两个合约价差趋势分析，-5~-10 区间入场。

目标价差：综合焦炭宏微观面研究分析，以及结合以往近月升水规律来看，目标价差定于 15 以上。

四、风险因素

单边趋势交易提防价格成本倒挂严重停产破产潮来袭，四季度炒作供应受阻问题，以及期货深跌后随时贴水修复需求；跨期交易提防价差极限偏离后的回归需求。后期随着 1601 合约逐渐临近交割月，近月仓单压力有所增加，而现货偏紧支撑下或难以出现往常大幅下挫局面。一旦驱动因素有所改变，择机调整仓位，风险点触及离场观望。

煤焦：基差拖累焦炭仍有下探欲望

迈科期货经纪有限公司

本报告仅作参考之用。不管在何种情况下，本报告都不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。报告是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得转给其它人员。尽管我们相信报告中资料和资料的来源是可靠的，但我们不保证它们绝对正确。我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。未经允许，不得以任何方式转载。

© 2015 年 迈科期货经纪有限公司