

高持仓与低估值下的焦煤博弈机遇

研究院 黑色建材组

研究员

王英武

☎ 010-64405663

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

投资咨询号: Z0017855

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号: F3057899

投资咨询号: Z0016256

邝志鹏

✉ kuangzhipeng@htfc.com

从业资格号: F3056360

投资咨询号: Z0016171

余彩云

✉ yucaiyun@htfc.com

从业资格号: F03096767

投资咨询号: Z0020310

刘国梁

✉ liuguolaing@htfc.com

从业资格号: F03108558

投资咨询号: Z0021505

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

目前焦煤期货面临高持仓，低估值的局面，多空双方基于自身的逻辑，考虑估值和驱动两方面的影响，相互角逐，不断加码，然而随着时间的不断推移，焦煤的天量持仓势必需要解决，后期无论行情向何方偏移，其所造成的波动都不容小觑。目前来看，随着焦煤价格持续下跌，供需基本面已经有所好转，然而未来的旺季消费成色依旧是检验行情方向的关键，同时下游产业政策的变化也值得关注，因此本文主要讨论焦煤的当前形势和关注方向。

核心观点

■ 市场分析

随着 2024 年 10 月中旬煤炭价格见顶之后，煤炭价格便进入长达四个多月的下行周期，其中焦煤由于刚需不振、下游主动去库以及供给宽松，导致焦煤库存持续增长，煤矿被迫降价促销，市场在买涨不买跌的情绪下，进一步形成煤矿的销售压力。目前焦煤期现价格均已经达到近五年的价格低点，同时也已经打破部分高成本煤矿的边际成本，个别煤矿存在停减产行为，进而控制煤矿亏损。海运煤价格倒挂对于焦煤供给也产生不利影响，海运煤已经出现环比减量，目前跌价尚未触及蒙煤的边际成本，因此蒙煤进口依旧维持相对高位。

反观动力煤本轮降幅明显不及焦煤，主要得益于动力煤自身处于消费旺季，焦煤与动力煤的比值从 1.83 已降至 1.55。部分跨界煤种性价比优势凸显，考虑到焦煤的洗选成本，已经有部分煤矿开始直接销售原煤。无论是从焦煤自身的边际成本来看，还是从焦煤和动力煤的历史比值来看，目前焦煤价格已经降至近年来历史低位水平。未来金三银四的消费成色对于焦煤价格具有重要影响，而价格继续下跌势必将会造成供给减量，从而形成供需的重新平衡甚至错配。

自 2024 年 11 月 26 日大商所调整焦煤期货单日开仓限额之后，焦煤持仓量开始逐步攀升，从 17 万手增至 38 万手，目前焦煤的持仓量已经达到近五年历史高位。造成焦煤高额持仓量的原因，一方面在于市场主体无法直接参与焦炭和动力煤期货，于是将标的转为焦煤；另一方在于随着焦煤价格大幅走低，低估值吸引资金入场。

随着时间步入 3 月份，焦煤的高额持仓量对于主力合约交割的压力和未来移仓换月的压力逐步增加，多空角逐愈发激烈。虽然当前焦煤低估值有利于价格反弹，但是焦煤年度供给宽松格局以及后期下游产业政策影响可能进一步压制焦煤消费，从而制约价格反弹高度。反之由于焦煤价格低估，价格下方空间同样有限，一旦金三银四消费好转，势必带来价格的超跌反弹，甚至出现踩踏行情，同时伴随价格下跌，短期供需形势已

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

经有所好转，库存也在环比改善。

考虑到焦煤目前巨大的期货持仓量，以及较低的估值，未来行情如若发生转变，其对于价格可能将造成剧烈的波动，因此值得参与者重点关注。

■ 策略

高持仓，低估值，容易引发焦煤价格的大幅波动

■ 风险

煤矿安全生产情况、国内粗钢消费、焦煤产量、焦煤进口、宏观经济环境等。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
一、焦煤价格持续下跌，触及部分供给成本	5
二、焦煤动煤比价回落，跨界煤种再度活跃	8
三、高额持仓量容易引发多空踩踏行情	9
四、结论	11

图表

图 1: 523 家样本矿山原煤库存 单位: 万吨	5
图 2: 523 家样本矿山精煤库存 单位: 万吨	5
图 3: 全样本独立焦化焦煤库存 单位: 万吨	5
图 4: 247 家样本钢厂焦煤库存 单位: 万吨	5
图 5: 16 港焦煤库存 单位: 万吨	6
图 6: 甘其毛都焦煤库存 单位: 万吨	6
图 7: 523 家样本矿山原煤日均产量 单位: 万吨	6
图 8: 523 家样本矿山精煤日均产量 单位: 万吨	6
图 9: 焦煤价格指数 单位: 元/吨	6
图 10: 安泽低硫主焦煤价格 单位: 元/吨	6
图 11: 子长气煤价格 单位: 元/吨	7
图 12: 焦煤主力合约收盘价 单位: 元/吨	7
图 13: 中挥发硬焦煤价格 单位: 美元/吨	7
图 14: 焦煤到港量 单位: 万吨	7
图 15: 蒙 5#焦煤自提价 单位: 元/吨	7
图 16: 蒙煤通关量 (5 日均值) 单位: 车	7
图 17: 秦皇岛 Q5500 采购价格 单位: 元/吨	8
图 18: 焦煤/动力煤比值	8
图 19: 110 家洗煤厂精煤日均产量 单位: 万吨	8
图 20: 110 家洗煤厂精煤库存 单位: 万吨	8
图 21: 焦煤主力合约持仓量 单位: 万手	9
图 22: 焦炭主力合约持仓量 单位: 万手	9
图 23: 焦煤预测产量 单位: 万吨	9
图 24: 焦煤预测净进口量 单位: 万吨	9
图 25: 焦煤预测日均消费量 单位: 万吨	10
图 26: 焦煤预测库存 单位: 万吨	10
图 27: 焦煤月间差 单位: 元/吨	10
图 28: 折算后全口径焦煤库存 单位: 万吨	11
图 29: 247 家样本钢厂日均铁水产量 单位: 万吨	11

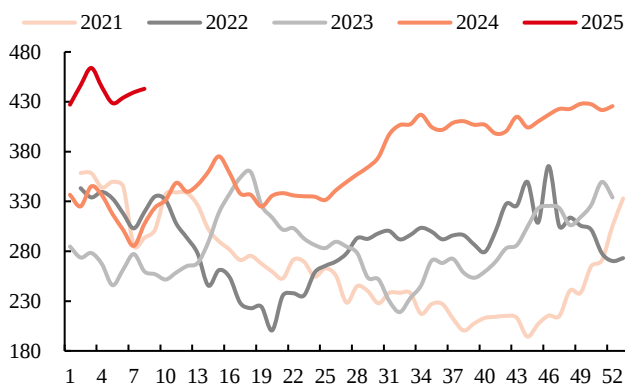
图 30: 碳元素库存 单位: 万吨	11
图 31: 碳元素库销比	11

一、焦煤价格持续下跌，触及部分供给成本

随着 2024 年 10 月中旬煤炭价格见顶之后，煤炭价格便进入长达四个多月的下行周期，其中焦煤由于自身处于淡季，刚需不振而供给宽松，导致焦煤库存持续增长，库存压力不断向上游传导，煤矿被迫降价促销，市场在买涨不买跌的情绪下，投机需求明显收缩，反而不断挤压下游库存，从而进一步形成煤矿销售压力。

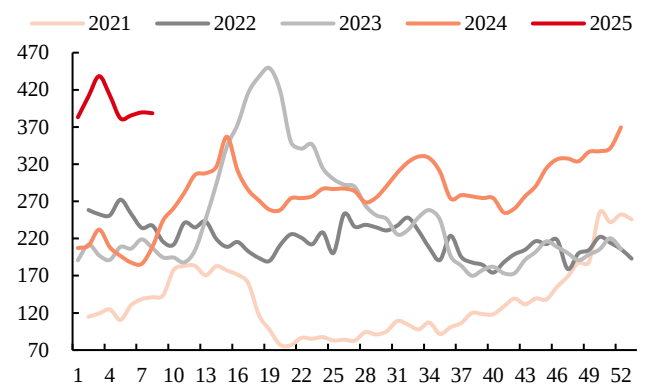
伴随价格的下跌，近期已经触发山西焦煤的长协熔断机制，山西焦煤重新下调长协价格，对于焦煤价格形成了一定的顶部压力。

图 1: 523 家样本矿山原煤库存 | 单位: 万吨



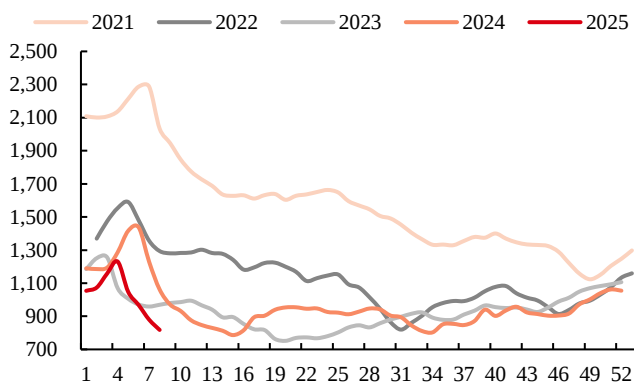
数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

图 2: 523 家样本矿山精煤库存 | 单位: 万吨



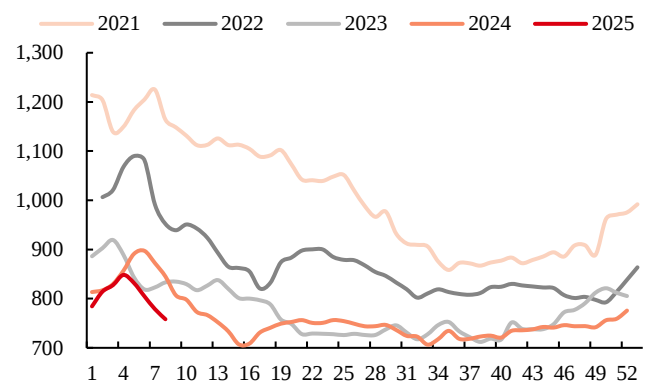
数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

图 3: 全样本独立焦化焦煤库存 | 单位: 万吨



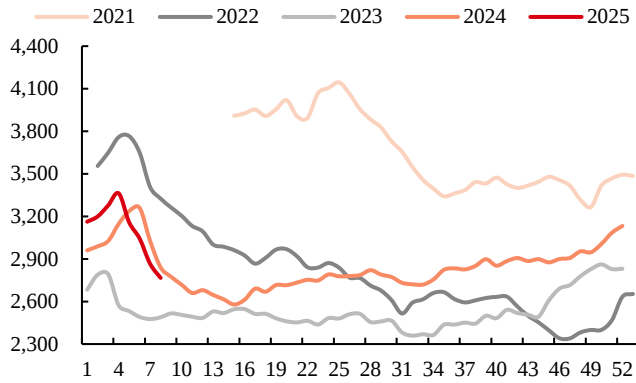
数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

图 4: 247 家样本钢厂焦煤库存 | 单位: 万吨



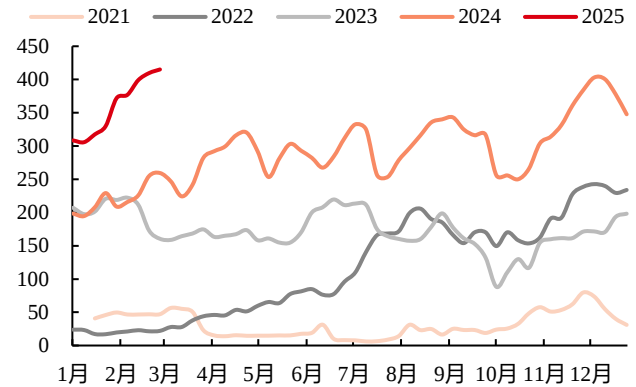
数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

图 5: 16 港焦煤库存 | 单位: 万吨



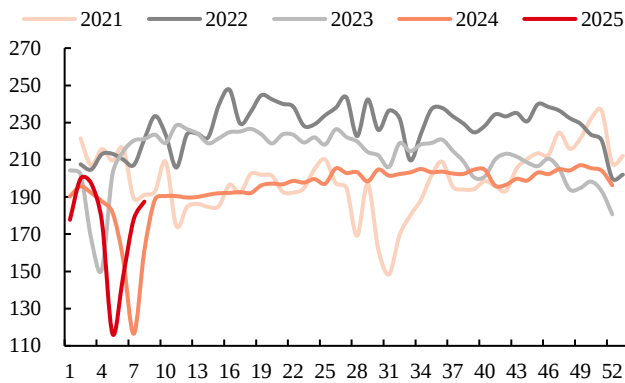
数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

图 6: 甘其毛都焦煤库存 | 单位: 万吨



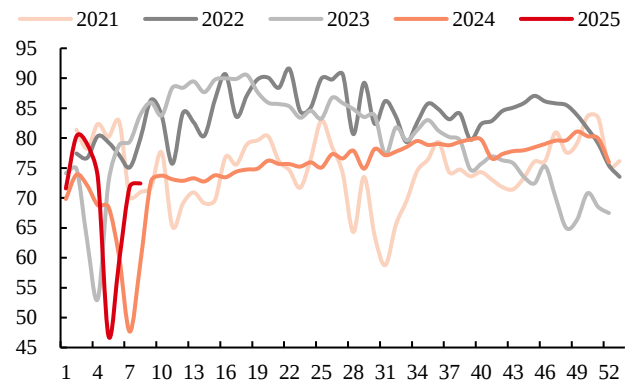
数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

图 7: 523 家样本矿山原煤日均产量 | 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

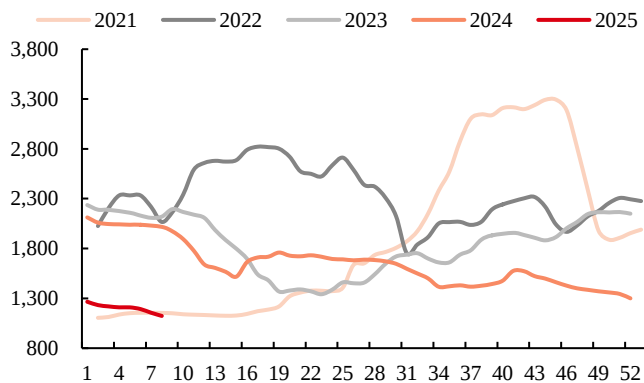
图 8: 523 家样本矿山精煤日均产量 | 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

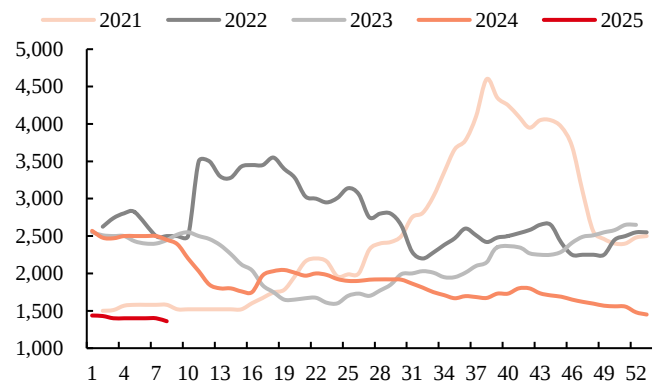
焦煤价格指数较本轮价格高点降幅达 30%，高溢价的焦煤降幅相对较高，以安泽低硫主焦煤为例，本轮降幅达 480 元/吨左右，而子长气煤本轮降幅仅 320 元/吨左右，焦煤期货价格本轮跌幅也达到 450 元/吨。目前焦煤期现价格均已经达到近五年的价格低点，同时也已经打破部分高成本煤矿的边际成本，个别煤矿存在停减产行为，进而控制煤矿亏损。

图 9: 焦煤价格指数 | 单位: 元/吨



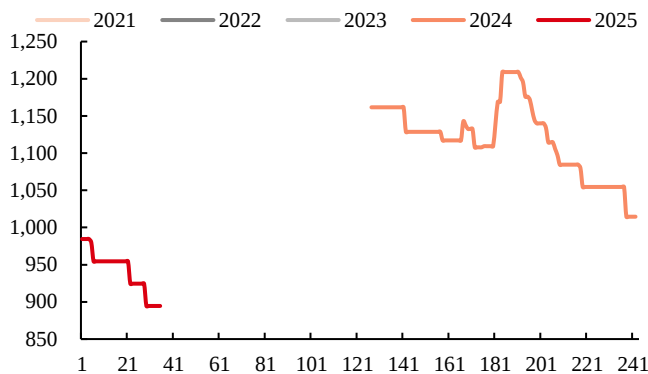
数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

图 10: 安泽低硫主焦煤价格 | 单位: 元/吨



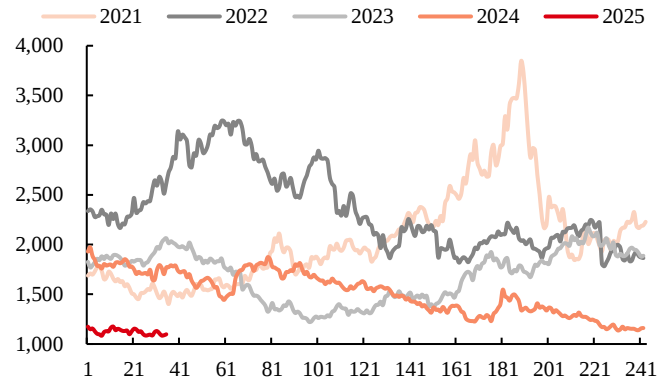
数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

图 11: 子长气煤价格 | 单位: 元/吨



数据来源: 汾渭能源、华泰期货研究院

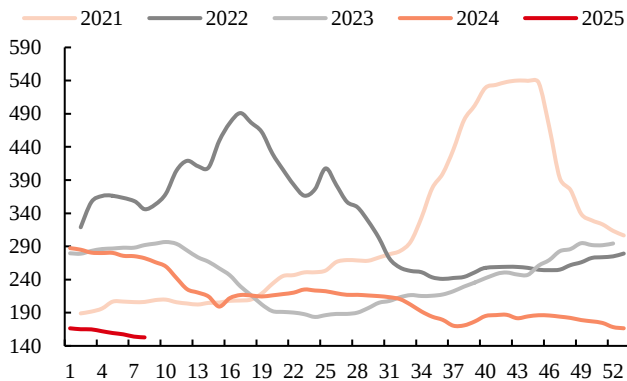
图 12: 焦煤主力合约收盘价 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind、华泰期货研究院

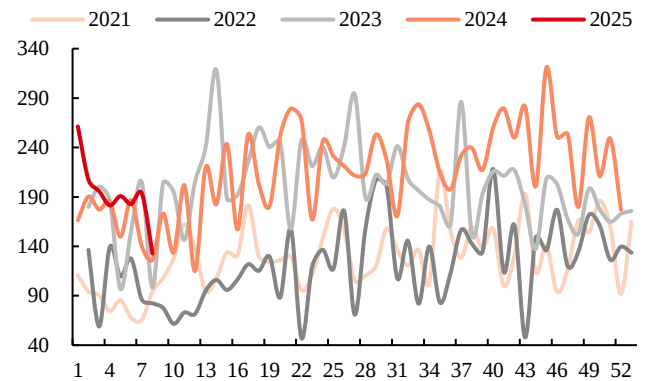
海运煤价格倒挂对于焦煤供给也产生不利影响, 由于本轮海运煤跌幅不及国内煤, 焦煤进口利润倒挂明显, 海运煤已经出现环比减量。蒙古焦煤价格降幅虽然不及国内煤, 但是本轮降幅也达到 420 元/吨, 目前蒙煤进口受到的影响相对有限, 加之跌价尚未触及蒙煤的边际成本, 因此蒙煤进口依旧维持相对高位。

图 13: 中挥发硬焦煤价格 | 单位: 美元/吨



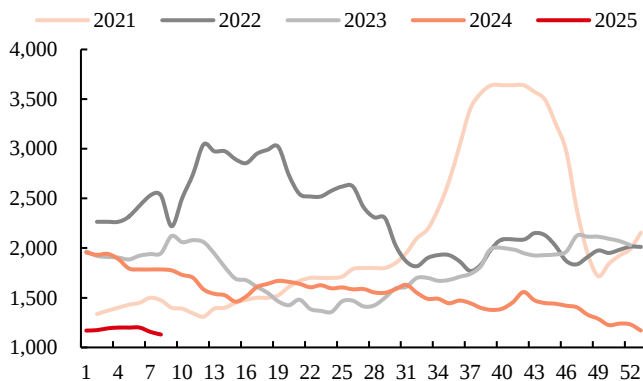
数据来源: 汾渭能源、华泰期货研究院

图 14: 焦煤到港量 | 单位: 万吨



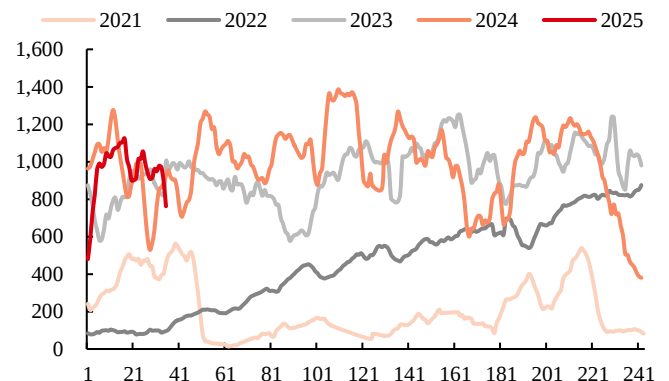
数据来源: SMM、华泰期货研究院

图 15: 蒙 5#焦煤自提价 | 单位: 元/吨



数据来源: 汾渭能源、华泰期货研究院

图 16: 蒙煤通关量 (5 日均值) | 单位: 车

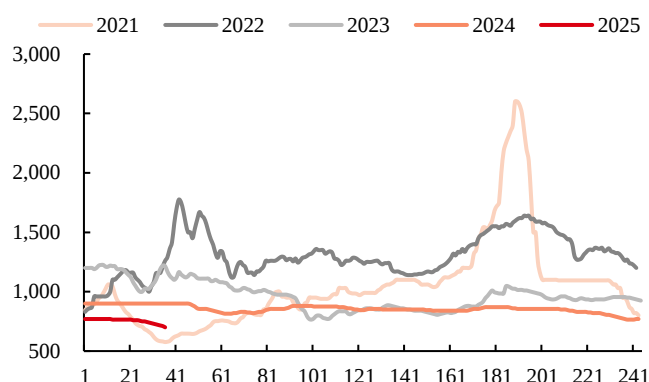


数据来源: 汾渭能源、华泰期货研究院

二、焦煤动煤比价回落，跨界煤种再度活跃

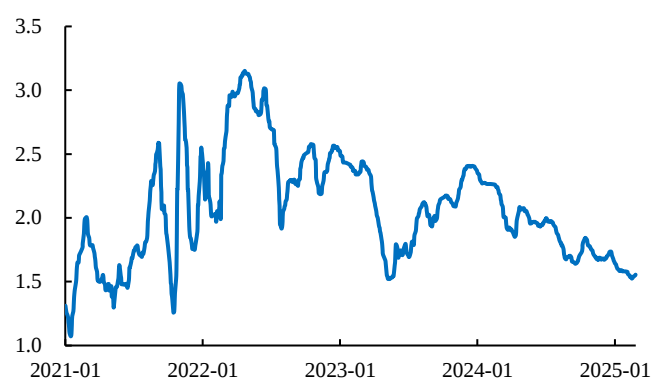
反观动力煤本轮降幅明显不及焦煤，主要得益于动力煤自身处于消费旺季，另外动力煤目前跌到 700 元左右，已经影响了部分低卡煤进口及部分疆煤的出疆。动力煤自去年末库存持续去化，因此动力煤价格较本轮高点降幅仅 18%，焦煤与动力煤的比值从 1.83 已降至 1.55。部分跨界煤种性价比优势凸显，考虑到焦煤的洗选成本，已经有部分煤矿开始直接销售原煤，导致近期动力煤价格加速下跌，焦煤跌幅反而趋缓。

图 17: 秦皇岛 Q5500 采购价格 | 单位: 元/吨



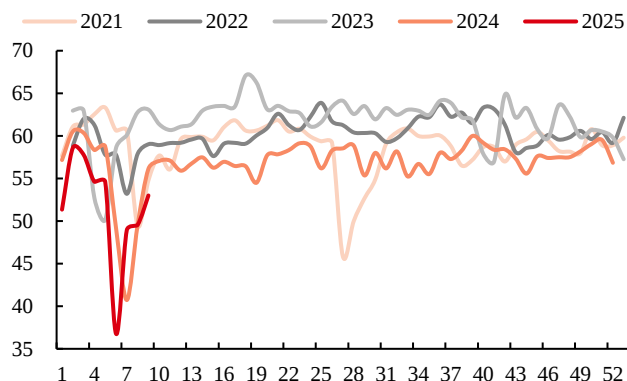
数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

图 18: 焦煤/动力煤比值



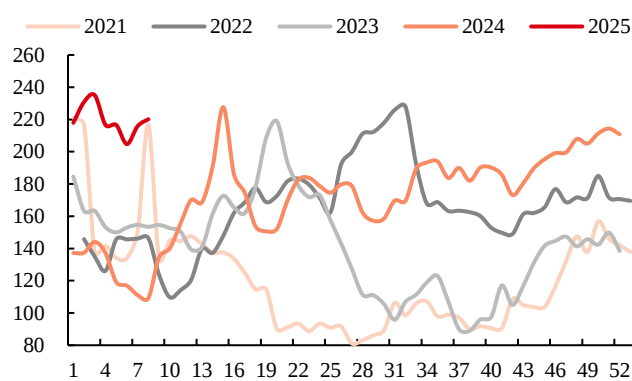
数据来源: 华泰期货研究院

图 19: 110 家洗煤厂精煤日均产量 | 单位: 万吨



数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

图 20: 110 家洗煤厂精煤库存 | 单位: 万吨



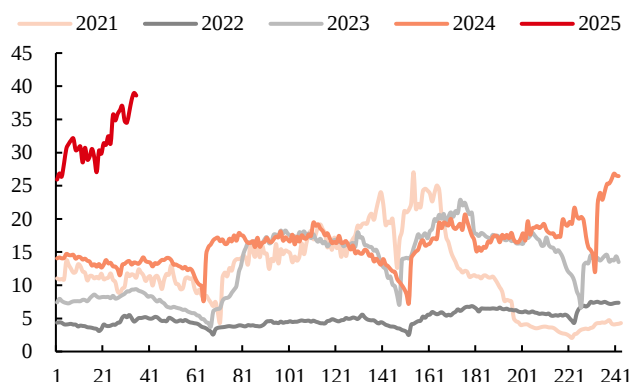
数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

无论是从焦煤自身的边际成本来看，还是从焦煤和动力煤的历史比值来看，目前焦煤价格已经降至近年来历史低位水平。未来金三银四的消费成色对于焦煤价格具有重要影响，而价格继续下跌势必将会造成供给减量，从而形成供需的重新平衡甚至错配。但不可否认的是，焦煤国内供给和蒙煤进口能力都比较宽松，因此很难出现大的供需错配，更多还是超跌反弹以及下游补库的阶段性行情。

三、高额持仓量容易引发多空踩踏行情

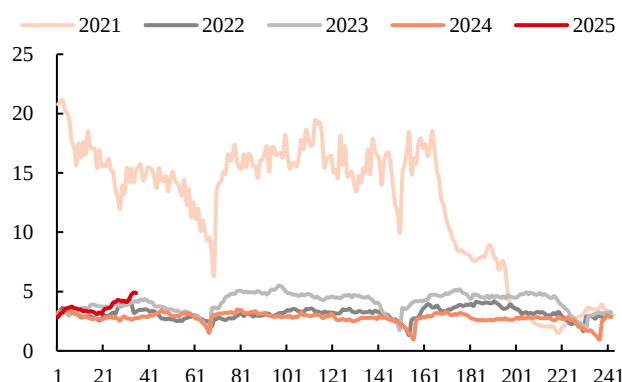
自 2024 年 11 月 26 日大商所调整焦煤期货单日开仓限额之后（单日开仓量不超过 200 手，之前单日开仓量不超过 1000 手），焦煤持仓量开始逐步攀升，从 17 万手增至 38 万手，目前焦煤的持仓量已经达到近五年历史高位。造成焦煤高额持仓量的原因，一方面在于市场主体无法直接参与焦炭和动力煤期货，于是将标的转为焦煤；另一方在于随着焦煤价格大幅走低，低估值吸引资金入场。

图 21: 焦煤主力合约持仓量 | 单位: 万手



数据来源: Wind、华泰期货研究院

图 22: 焦炭主力合约持仓量 | 单位: 万手

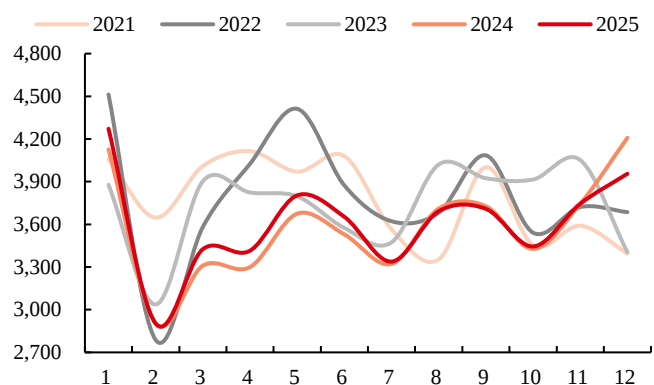


数据来源: Wind、华泰期货研究院

随着时间步入 3 月份，焦煤的高额持仓量对于主力合约交割的压力和未来移仓换月的压力逐步增加，多空角逐愈发激烈。虽然当前焦煤低估值有利于价格反弹，但是焦煤年度供给宽松格局以及后期下游产业政策影响可能进一步压制焦煤消费，从而制约价格反弹高度。

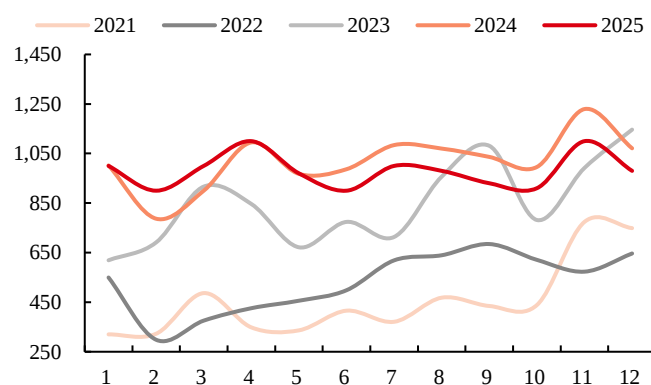
焦煤盘面月间差所形成的 contango 结构又增加多头进行换月的成本，同时类似于去年的焦煤交割问题是否会再度压制价格都是目前多头所面临的问题。

图 23: 焦煤预测产量 | 单位: 万吨



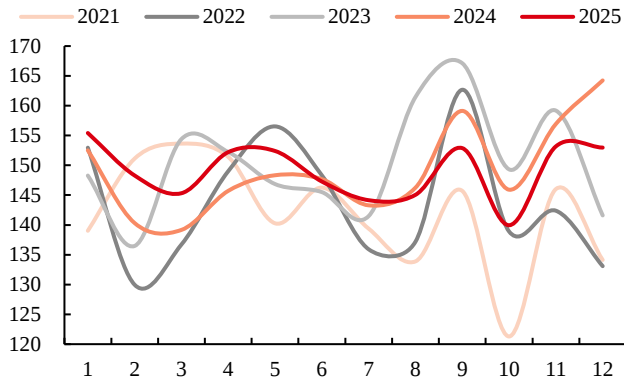
数据来源: 华泰期货研究院

图 24: 焦煤预测净进口量 | 单位: 万吨



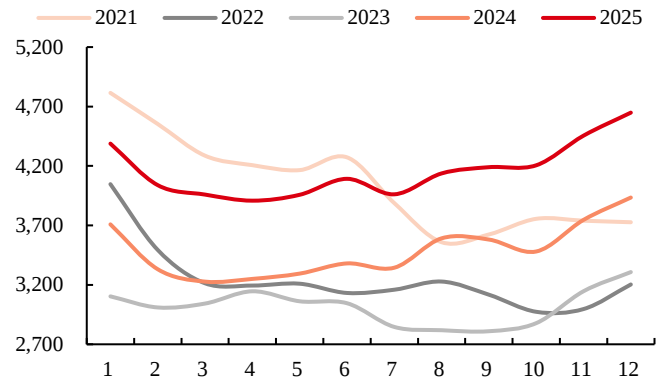
数据来源: 华泰期货研究院

图 25: 焦煤预测日均消费量 | 单位: 万吨



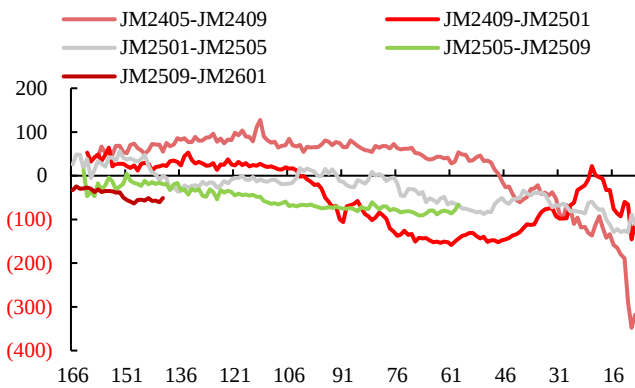
数据来源: 华泰期货研究院

图 26: 焦煤预测库存 | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

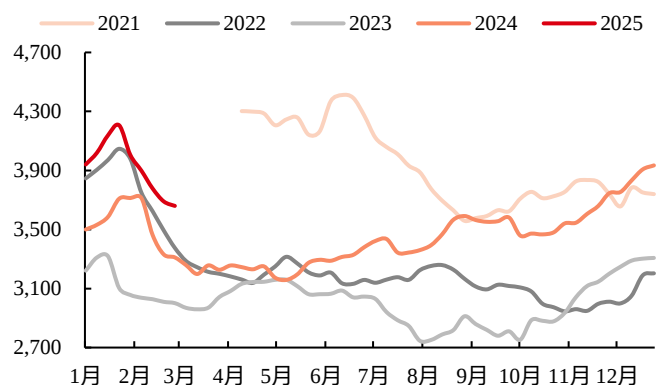
图 27: 焦煤月间差 | 单位: 元/吨



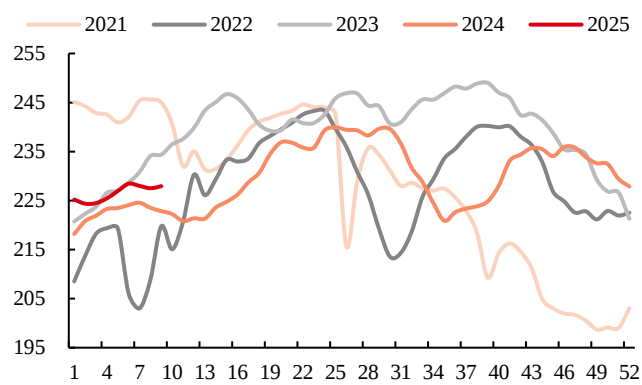
数据来源: Wind、华泰期货研究院

反之空头，由于焦煤价格低估，价格下方空间同样有限，一旦金三银四消费好转，下游开始补库，势必带来价格的超跌反弹，甚至出现踩踏行情，同时伴随价格下跌，短期供需形势已经有所好转，库存也在环比改善。如果考虑到碳元素库存，情况则相对乐观，整体库存仅处于同期中位，而库销比也表现较好，对于价格并未形成太大压力。

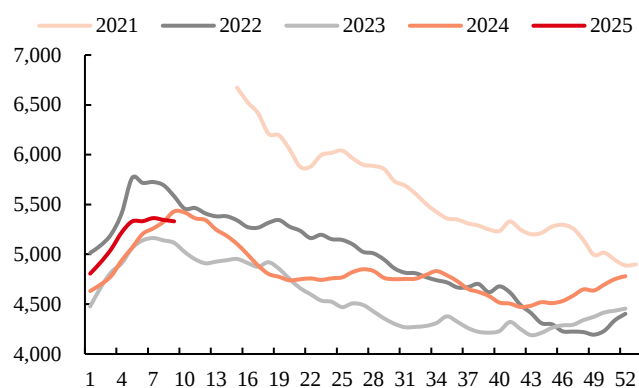
考虑到焦煤目前巨大的期货持仓量，以及较低的估值，未来行情如若发生转变，其对于价格可能将造成剧烈的波动，因此值得参与者重点关注。

图 28: 折算后全口径焦煤库存 | 单位: 万吨


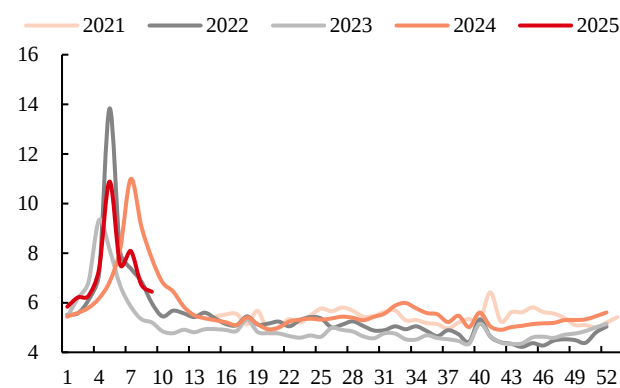
数据来源: 华泰期货研究院

图 29: 247 家样本钢厂日均铁水产量 | 单位: 万吨


数据来源: Mysteel、华泰期货研究院

图 30: 碳元素库存 | 单位: 万吨


数据来源: 华泰期货研究院

图 31: 碳元素库销比


数据来源: 华泰期货研究院

四、结论

随着 2024 年 10 月中旬煤炭价格见顶之后, 煤炭价格便进入长达四个多月的下行周期, 其中焦煤由于刚需不振、下游主动去库以及供给宽松, 导致焦煤库存持续增长, 煤矿被迫降价促销, 市场在买涨不买跌的情绪下, 进一步形成煤矿的销售压力。目前焦煤期现价格均已经达到近五年的价格低点, 同时也已经打破部分高成本煤矿的边际成本, 个别煤矿存在停减产行为, 进而控制煤矿亏损。海运煤价格倒挂对于焦煤供给也产生不利影响, 海运煤已经出现环比减量, 目前跌价尚未触及蒙煤的边际成本, 因此蒙煤进口依旧维持相对高位。

反观动力煤本轮降幅明显不及焦煤, 主要得益于动力煤自身处于消费旺季, 焦煤与动力煤的比值从 1.83 已降至 1.55。部分跨界煤种性价比优势凸显, 考虑到焦煤的洗选成本, 已经有部分煤矿开始直接销售原煤。无论是从焦煤自身的边际成本来看, 还是从焦煤和动力煤的历史比值来看, 目前焦煤价格已经降至近年来历史低位水平。未来金三银四的消费成色对于焦煤价格具有重要影响, 而价格继续下跌势必将会造成供给减量, 从而形成供需的重新平衡甚至错配。

自 2024 年 11 月 26 日大商所调整焦煤期货单日开仓限额之后，焦煤持仓量开始逐步攀升，从 17 万手增至 38 万手，目前焦煤的持仓量已经达到近五年历史高位。造成焦煤高额持仓量的原因，一方面在于市场主体无法直接参与焦炭和动力煤期货，于是将标的转为焦煤；另一方在于随着焦煤价格大幅走低，低估值吸引资金入场。

随着时间步入 3 月份，焦煤的高额持仓量对于主力合约交割的压力和未来移仓换月的压力逐步增加，多空角逐愈发激烈。虽然当前焦煤低估值有利于价格反弹，但是焦煤年度供给宽松格局以及后期下游产业政策影响可能进一步压制焦煤消费，从而制约价格反弹高度。反之由于焦煤价格低估，价格下方空间同样有限，一旦金三银四消费好转，势必带来价格的超跌反弹，甚至出现踩踏行情，同时伴随价格下跌，短期供需形势已经有所好转，库存也在环比改善。

考虑到焦煤目前巨大的期货持仓量，以及较低的估值，未来行情如若发生转变，其对于价格可能将造成剧烈的波动，因此值得参与者重点关注。

■ 策略

高持仓，低估值，容易引发焦煤价格大幅波动

■ 风险

煤矿安全生产情况、国内粗钢消费、焦煤产量、焦煤进口、宏观经济环境等。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com