

大商所焦煤交割新规修改解读

2018年7月13日

广州期货研究所

王栋

F3028811

邓文哲

F3032559

王喆

F3047342



一、观点概述：

大连商品交易所于7月11日发布《大连商品交易所交割细则》修正案，该修正案对焦煤期货交割标准品和替代品各项指标升贴水作出了较大调整，新规则将于焦煤1907合约开始执行。我们认为焦煤交割新规则将主要带来以下几点影响：

1. **新规对比旧规最大的核心改动在于对升贴水的奖罚机制**，旧规仅对超标准品有小额奖励而对替代品并没有惩罚机制，在利益最大化考量下使得过往交割品均贴近于最低标准，交割品的质量与实际生产具有较大差异使焦煤合约存在明显基差以及限制下游产业客户参与期货套保和交割。**新规对升贴水额度设置为(+30, -390)区间，即最高奖励从50降低至30，但最高扣罚从0变为390。**
2. **新规下性价比较高的交割品包括国内单一中硫主焦，山西混配及澳洲和蒙古进口煤种**。虽注意的是新规下，过往交割量最大的**山西混配煤在目前性价比下仍然具有最大交割可能性**，但山西混配煤成本同样由于扣罚大幅增加，山西混煤折算后成本将与其他交割品成本差异大幅收缩，在区域性供需差异情况下，或将出现单一煤交割性价比较高的情况。**期货定价由于更加贴近主流中硫主焦煤种，预计新合约期货价格运行中枢将大幅上移，但对于现行主力合约JM1809直至JM1905影响有限**。另外需要关注的是由于新规中新增对镜质体反射率占比的要求，同样将增加混配煤成本。
3. **由于交割品价格与市场主流煤种价格更加贴近，焦煤1909合约上市定价将更加贴合市场定价，预计期货价格底部抬升至1300附近**。在新合约发生实际交割前，若无新品种劣质混煤潜在进入交割的消息，预计期货市场将按照历史上混配煤价格加上新规升贴水对期货进行定价。因此**底部抬升后的新合约期货价格与现货基本面走势的趋势和贴合程度将增加**。另外，由于环保对下游用煤要求和资源枯竭影响，低硫主焦煤种价差和中硫煤种预计仍将维持高位甚至进一步扩大，即使中硫煤种扣罚较高但低硫煤种预计仍难以被用作交割。而过往主流交割的混配煤由于其构成煤种是主流市场中使用相对较少的，因此现货价格波动频率和幅度相对较低。期货市场可能更多关注市场价格活跃度较高的澳洲中挥发煤和蒙古进口煤的价格走势变化。
4. 修改后的新合约由于价格更贴合实际生产使用，预计新合约煤焦比（焦炭/焦煤）将回归至较为合理区间，且虚拟炼焦盘面利润的测算和走势将更贴合现货炼焦利润，增加焦化企业盘面利润套保和跨品种套利的可操作性。
5. 沿海焦化企业及贸易商由于其生产、贸易煤种更加贴合盘面，预计该部分产业客户参与期货市场程度将增加。

二、新规指标解读：

2.1标准品修改汇总：

指标	标准品修改前	标准品修改后
灰分 (Ad),%	≥ 10.0 且 ≤ 11.5	10
硫分 (St,d),%	≥ 1.10 且 ≤ 1.40	0.7
挥发份 (Vdaf) ,%	≥ 16.0 且 ≤ 28.0	不变
粘结指数(G)	入库 ≥ 75 , 出库 ≥ 65	不变
胶质层最大厚度 (Y),mm	≤ 25.0	不变
反应后强度 (CSR),%	> 50	≥ 60 且 ≤ 65
镜质体随机反射率标准差 (S)	≤ 0.13	不变

对于标准品而言，修改主要针对硫分、灰分及反应后强度（CSR）三项指标。

1. 灰分标准品指标从10%-11.5%修改为10%；灰分较为符合生产一级、准一焦所需。
2. 硫分标准品指标从1.1%-1.4%修改为0.7%；标准品对标市场上主流低硫煤种。
3. 反应后强度CSR标准品指标从大于50%，修改为60-65%；CSR范围属于市场主流生产的准一、一级焦炭强度。

2.2 替代品及升贴水汇总：

指标	允许范围	替代品指标	升贴水	修改后计价规则
灰分 (Ad)	≤10.5% (注：标准品为10%)	≤9.0%	20	以9.0%计算
		9.0%~10.0%	0~+20	每降低0.1%，升价2元
		10.0%~10.5%	0~-20	每升高0.1%，扣价4元
灰分升贴水范围			-20~+20	
硫分 (St,d)	≤1.6% (注：标准品为0.7%)	≤0.5%	10	按0.50%计价
		0.5%~0.7%	0~10	每降低0.01%，升价0.5元
		0.7%~1.0%	0~-45	每升高0.01%，扣价1.5元
		1.0%~1.3%	-45~-120	每升高0.01%，扣价2.5元
		1.3%~1.6%	-120~-270	每升高0.01%，扣价5元
硫分升贴水范围			+10~-270	
反应后强度 (CSR)	≥55% (注：标准品为60~65%)	55%-60%	-100	扣价100
		≥60%	0	0
CSR 升贴水范围			0~-100	
合计升贴水范围			+30~-390	

替代品的修改和升贴水同样主要针对硫分、灰分及反应后强度（CSR）三项指标。

1. 针对灰分，从旧规的有奖无罚修改为有奖有罚。对低灰维持最高20元奖励，但对高灰煤新增20元扣罚。
2. 针对硫分，首先对硫分的替代品范围放宽至不大于1.6%，但对于中高硫焦煤的扣罚设置**是本次新规最大的改动**。对硫分的扣罚采取阶梯式上升的政策，**对硫分大于0.7%的焦煤共设置三档扣罚标准，最高扣罚达到270元**。该规定主要针对传统交割的中高硫配煤进行扣罚，大幅扣价设置可使得交割煤在考虑扣罚后价格更贴近市场主流用煤，令期货价格和现货价格的基差明显收窄，运行走势趋同性增加。对于低硫奖励，从原先的最高30元下调至10元，但由于低硫煤种属于市场稀缺刚需煤种，参与交割可能性较低，因此该项影响不大。
3. 针对反应后强度CSR，新增扣罚项对大于55%小于60%的焦煤新增100扣罚，并排除CSR小于

55的焦煤进入交割。该项措施一方面可以限制过于劣质的混配煤在CSR当中做文章，过往交割煤种难以用于实际生产主要就是由于CSR规定宽松，交割配煤过程中，为了降低成本利用非主焦混配比例过多。另一方面，将焦煤CSR提高到55以上亦符合市场主流标准，既与焦炭的替代品交割标准相对应，使两个合约联动性增加，同时CSR大于55亦是市场主流准一焦的最低标准。

4. 新规新增对镜质体最大反射率处于1.0-1.6范围的占比需达到(R_{max} 占比)大于70%的要求。镜质体处于该范围的炼焦煤主要为主焦煤和肥煤，因此相当于要求混配煤中提高加入主焦的比例。市场上普遍解读此项规定因与CSR标准提高有所重叠实际影响不大。**但我们认为新增此项规定对交割品价格具有实质性影响**，由于交割品混配中使用高硫主焦为主，一方面提高高硫主焦的比例将使交割煤成本增加，另一方面由于高硫主焦的增加整体硫份上升，亦将在硫份的扣罚中有所体现。

三、新规下交割品升贴水变动及仓单估算：

产地	煤种	灰 Ad	硫 S	粘结系数 G	反应后强度 CSR	到港价格	原升贴水	新规升贴水	旧规仓单估算价格	新规仓单估算价格
山西	柳林 4#主焦	9.00	0.60	90	70	1840	50	25	1790	1815
	柳林 9#主焦	9.00	1.30	80	61	1358	20	-100	1338	1458
	离石焦精煤	9.00	1.00	80	75	1375	21	-25	1354	1400
	孝义焦精煤	10.00	0.80	75	63	1765	3	-15	1762	1780
	临汾主焦	9.80	0.60	75	69	1745	34	9	1711	1736
	山西简混（主流测算）	9.50	1.30	75	56	1300	10	-210	1290	1510
	山西配煤（自测）	9.75	1.50	78	60	1204	5	-215	1199	1419
河北	邯郸焦精煤	10.00	0.70	85	68	1640	30	0	1610	1640
	石家庄焦精煤	10.00	0.90	83	64	1680	2	-30	1678	1710
	邢台焦精煤	10.00	0.80	85	65	1750	3	-15	1747	1765
黑龙江	鸡西焦精煤	10.00	0.50	75	60	1640	30	10	1610	1630
河南	平顶山主焦	9.00	0.50	75	63	1620	50	30	1570	1590
宁夏	石嘴山主焦煤	10.50	1.20	80	63	1440	0	-95	1440	1535
	大武口焦精煤	10.00	1.20	75	64	1450	0	-95	1450	1545
澳洲	峰景 Peak down	10.00	0.50	85	67	1593	30	10	1563	1583
	中挥发	10.00	0.70	85	60	1502	30	0	1472	1502
	萨拉吉 Saraji	10.50	0.60	86	72	1554	30	5	1524	1549
蒙古	蒙 5#	10.00	0.80	75	55	1450	3	-115	1447	1565
加拿大	斯坦达 Standard	9.50	0.55	80	70	1547	40	18	1507	1529

煤种指标数据来源：汾渭能源，Mysteel

上表列举了市场上存在一定可能性的交割煤种，主要产地仍来源于山西、蒙古、澳洲。按照当前现货价格测算所得的仓单价格而言，山西单一中高硫主焦，山西混配煤种，澳洲进口中挥发及蒙5#均有较大可能成为新合约的交割煤种。其中根据目前市场情况，贸易可得量较大的主要为山西混配煤，澳洲中挥发主焦及蒙5主焦，由于三个产地具有较大的供需格局差异性，且涉及外汇汇率变动问题，未来三个煤种的相对优势可能将交替出现。

另外需要注意的是混配煤种指标相对稳定性较差，未来可能将出现新品种的低价混煤进入交割影响期货市场定价。但在该品种进入1909交割前，根据17年以来混配煤现货成本低点，预计新合约期货价格的底部将出现明显抬升至1300附近。

研究所

公司研究所具有一批丰富实战经验的期货产业研究员及专业的优秀分析师，致力于为客户提供中国资本市场**前瞻性、可操作性**的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇**产业链**的研究；我们看重**数量分析法**；我们提倡**独立性**，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒。

我们将积极依托**股东单位—广州证券**在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“**宏观、产业和行情策略分析**”为核心，大力推进市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融研究部。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。